

中孚实业(600595): 产能扩张难阻净利润同比下滑 65%

中性(维持)

有色金属行业/铝

当前股价: 9.24 元

报告日期: 2009 年 2 月 26 日

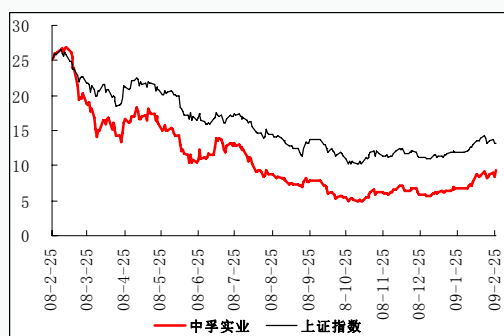
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	5114	6471	6410	7286
(+/-)	69.3%	26.5%	-0.9%	13.7%
营业利润	796	258	240	451
(+/-)	203.7%	-67.6%	-6.9%	88.1%
归属于母公司的净利润	548	195	185	338
(+/-)	201.6%	-64.5%	-4.9%	82.5%
每股收益(元)	0.88	0.30	0.28	0.51
市盈率(倍)	11	31	33	18

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股(万股)	65,726/45,726
流通市值(亿元)	25.65
每股净资产(元)	3.57
资产负债率(%)	70.43

股价表现(最近一年)



联系人—杨晓雷

010-66045530 yangxl@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年年报显示, 公司全年实现营业收入 64.71 亿元, 同比增长 26.54%; 营业利润 2.58 亿元, 同比下降 67.62%; 归属于母公司所有者净利润 1.95 亿元, 同比下降 64.51%; 摊薄 EPS 0.30 元; 分配预案每 10 股派 0.5 元(含税)。
- **产能扩张难阻净利润下滑:** 公司是河南省“十一五”规划中重点支持的七大铝业集团之一, 主导产品为“ZF”、“银发”牌重熔性电解铝。报告期内, 公司营业收入同比增长主要源于 2007 年底收购的林丰铝电的并表, 林丰铝电现有电解铝产能 11 万吨, 约占公司原有电解铝产能的 50%。但是公司产能的扩张却难阻净利润同比下降 64.51%。
- **毛利率大幅下降 8.62 个百分点。** 公司 2008 年综合毛利率为 11.39%, 较 2007 年同比下降 8.62 个百分点, 同众多铝业公司一样, 成本的上涨侵蚀了公司的毛利润水平。即使是在 2008 年四季度铝价开始出现下滑后, 主要原材料氧化铝、阳极炭素的价格也随之下降, 但是电价还出现了上涨局面。2008 年中期全国范围内的电价上调使公司的用电成本上升了 0.0058 元/KWH (不含税), 使公司吨铝耗电成本上升了约 85 元。
- **四季度资产减值损失净增 1.45 亿元。** 公司净利润同比大幅下滑一方面来自于成本的挤压, 另一方面来自于铝价下滑导致的存货跌价准备的大幅增加。公司 2008 年四季度净增资产减值损失 1.45 亿元, 其中绝大部分来自于存货跌价准备。2008 年前三季度公司录得净利润 3.85 亿元, 而全年净利润水平仅有 1.95 亿元, 公司 2008 年四季度净利润实际亏损 1.9 亿元, 1.45 亿元的资产减值损失净增额是其首要原因。
- **铝加工产能有望在 2009 年释放。** 公司利用自筹资金建设的 30 万吨铝加工项目和炭素扩建工程有望在 2009 年上半年投产, 银湖铝业 6 万吨铸轧板及 2 万吨板带箔工程也有望在 2009 年底投产, 届时, 公司铝加工产能将逐渐释放, 公司“电—铝—铝加工”产业链的不断完善将凸现公司的成本优势及抗风险能力。

- **盈利预测。**我们预计在2009年的多数时间里，铝价仍会维持低迷状态，而公司经营的好转有赖于铝加工产能的陆续释放。我们预计公司2009年归属于母公司所有者净利润同比下降4.90%，预计公司2009、2010年EPS分别为0.28元和0.51元，对应的动态PE分别为33倍和18倍，并继续维持公司“中性”的投资评级。
- **风险提示。**1) 宏观经济不确定风险；2) 有色金属行业周期波动风险；3) 铝产品价格持续低迷的风险；4) 项目投产期的不确定风险。

图表：中孚实业盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	511,388	647,102	641,026	728,632
增长率 (%)	69.25%	26.54%	-0.94%	13.67%
减：营业成本	409,061	573,417	587,674	654,536
毛利率 (%)	20.01%	11.39%	8.32%	10.17%
营业税金及附加	1,588	1,315	1,346	1,530
销售费用	2,589	2,944	3,205	3,643
管理费用	6,208	10,760	10,897	12,387
财务费用	10,933	11,276	10,897	12,387
费用合计	19,731	24,980	25,000	28,417
期间费用率 (%)	3.86%	3.86%	3.90%	3.90%
资产减值损失	2,110	12,495	1,000	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	749	-9,104	-2,000	1,000
营业利润	79,648	25,791	24,006	45,149
增长率 (%)	203.73%	-67.62%	-6.92%	88.08%
营业利润率 (%)	15.57%	3.99%	3.74%	6.20%
加：营业外收入	573	2,099	1,500	2,000
减：营业外支出	638	131	1,500	2,000
利润总额	79,582	27,759	24,006	45,149
增长率 (%)	203.55%	-65.12%	-13.52%	88.08%
利润率 (%)	15.56%	4.29%	3.74%	6.20%
减：所得税费用	25,592	10,497	6,001	11,287
所得税率 (%)	32.16%	37.81%	25.00%	25.00%
净利润	53,990	17,262	18,004	33,862
增长率 (%)	204.12%	-68.03%	4.30%	88.08%
净利润率 (%)	10.72%	3.01%	2.89%	4.63%
归属于母公司所有者的净利润	54,829	19,458	18,504	33,762
增长率 (%)	210.55%	-64.51%	-4.90%	82.45%
少数股东损益	-839	-2,196	-500	100
每股收益 (元)	0.88	0.30	0.28	0.51

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002