

中国铝业（601600）：微利中度过 2008 年

中性（维持）

有色金属行业/铝

当前股价：10.90 元

报告日期：2009 年 3 月 30 日

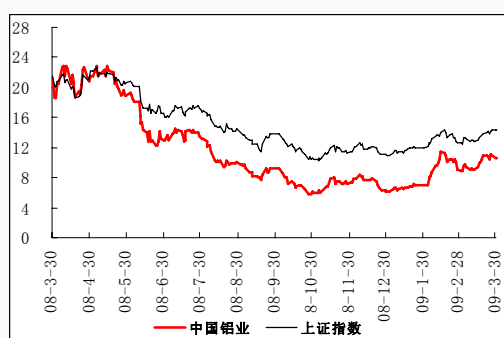
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	76726	57681	72735	77735
(+/-)	-9.9%	-24.8%	26.1%	6.9%
营业利润	257	195	4187	6170
(+/-)	-98.3%	-24.0%	2042.7%	47.4%
归属于母公司 的净利润	9	16	3259	4436
(+/-)	-99.9%	71.9%	20442.9%	36.1%
每股收益（元）	0.0007	0.0012	0.2410	0.3280
市盈率（倍）	——	——	45	33

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/流通 A 股（万股）	1,352,449/393,130
流通市值（亿元）	241.77
每股净资产（元）	4.07
资产负债率（%）	55.58

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 767.26 亿元，同比下降 9.94%；营业利润 2.57 亿元，同比下降 98.30%；归属于母公司所有者净利润 923 万元，同比下降 99.91%；摊薄 EPS0.0007 元；2008 年度不实施分配。
- **产品产量有增有减。**公司为国内最大氧化铝、电解铝生产商和供应商。尽管2008年4季度由于铝产品价格下降公司曾宣布对411万吨氧化铝产能和72万吨电解铝产能进行停产，但公司全年仍完成冶金级氧化铝产量902万吨，同比下降5.7%；化学品氧化铝产量104万吨，同比增长2.0%；电解铝产量325万吨，同比增长16.1%；铝加工产量35.3万吨，同比增长341.2%。
- **多因素导致公司净利润大幅度缩水。**报告期内，公司净利润大幅缩水主要源于以下几点原因：1）2008年初雪灾影响了公司部分下属企业的正常运营；2）2008年氧化铝、电解铝生产成本的上涨；3）公司铝产品（主要为冶金级氧化铝和电解铝）价格全线下降，但其中有所区别的是，冶金级氧化铝受国内供给过剩的影响，从2008年初就一路下滑，而电解铝价格由于金融危机的影响在4季度才出现了大幅下降。
- **氧化铝板块和电解铝板块净利润分别下降80.20%和91.93%。**2008年公司外售氧化铝426.44万吨，同比下降23.18%，氧化铝外售均价为2710元/吨（不含税、下同），同比下降7.13%，氧化铝板块净利润同比下降80.92%；2008年公司外售电解铝310.3万吨，与去年基本持平，但电解铝外售均价为14742元/吨，同比下降11.76%，电解铝板块净利润同比下降91.93%。另外，由于需求下降及订单不足所致，2008年公司铝加工板块亏损3.29亿元。
- **2009年上半年不确定性仍很大。**公司2009年产能扩张幅度不大，铝行业的不景气可能会使公司部分项目的投产时间推迟。目前铝价在众多金属品种中相对处于弱势，铝行业整体经营短期内还难以出现回暖迹象，而公司自身在2009年上半年的经营的不确定性仍很大。

- **盈利预测。**我们预计公司2009年归属于母公司所有者净利润同比增长71.91%，预计公司2009、2010、2011年EPS分别为0.0012元、0.241元、0.328元，2010年、2011年对应的动态PE分别为45倍和33倍，我们继续维持公司“中性”的投资评级。
- **风险提示。**1) 铝产品价格波动风险；2) 目前公司A-H股溢价率超过137%，且高于目前A-H全部股票33%的加权溢价率。

图表 1：中国铝业 2008 年产品产销量与外销产品价格

	2008			2007		
	产量（万吨）	外销量（万吨）	外销均价（元/吨）	产量（万吨）	外销量（万吨）	外销均价（元/吨）
氧化铝	975	426.44	2710	1018	554.51	2918
（冶金级氧化铝）	902			957		
（化学品氧化铝）	104			102		
原铝	325	310.13	14742	280	297.21	16706
铝加工	35.3			8		

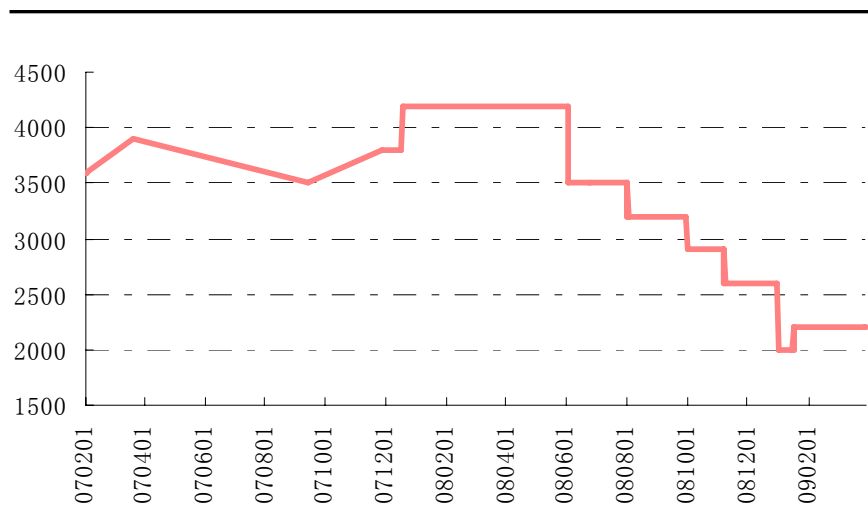
资料来源：公司资料、天相投资顾问有限公司

注：冶金级氧化铝和化学品氧化铝的比值为1：1.66，氧化铝总产量统计中将化学品氧化铝折为冶金级氧化铝计算

氧化铝外销量中含贸易销售量，其中2008年为113.48万吨，2007年为127万吨

外销均价为不含税价格

图表2：中国铝业氧化铝销售报价（单位：元/吨）



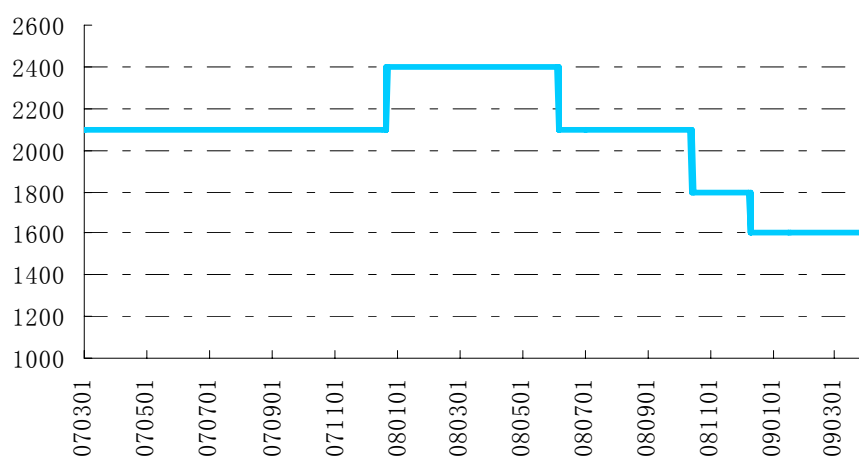
资料来源：公司资料、天相投资顾问有限公司

图表3：中国铝业华东市场铝锭销售报价（单位：元/吨）



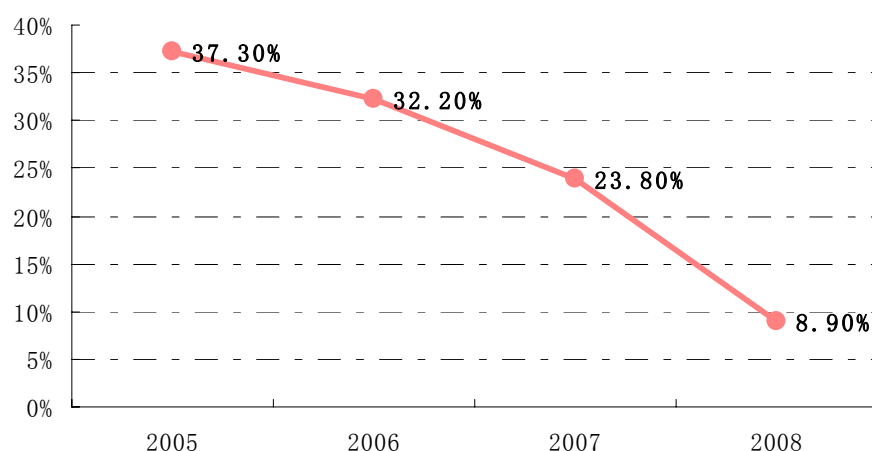
资料来源：公司资料、天相投资顾问有限公司

图表4：中国铝业氢氧化铝销售报价（单位：元/吨）



资料来源：公司资料、天相投资顾问有限公司

图表5: 中国铝业综合毛利率



资料来源: 公司资料、天相投资顾问有限公司

图表6: 中国铝业非募集资金项目建设

项目名称	项目进度	项目收益
广西氧化铝三期工程项目	2008年7月已投产	形成88万吨氧化铝产能
重庆氧化铝项目	完成投资额的49.70%	预计2010年形成氧化铝产能80万吨
遵义氧化铝项目	完成投资额的50.57%	预计2010年形成氧化铝产能80万吨
西南铝冷连轧项目	完成投资额的64.02%	预计2010年形成铝加工产能25万吨
中铝瑞闽高精铝板带项目	完成投资额的24.39%	预计2010年形成铝加工产能25万吨
遵义铝业电解铝项目	2008年8月基本完成	形成12.5万吨电解铝产能
包头铝业电解铝环境治理及产能置换项目	2008年底已建成	形成15万吨电解铝产能
抚顺铝业电解铝改造项目	2008年底已建成	形成10万吨电解铝产能

资料来源: 公司资料、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