

## 有色金属

## 关铝股份 (000831)

中性

五矿入主将打破公司产能扩张瓶颈

首次评级

2009年04月07日

市场数据：2009年04月07日

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 6.56       |
| 一年内最高/最低(元) | 19.06/2.86 |
| 市净率         | 1.91       |
| 市盈率         | 8.41       |
| 流通A股市值(百万元) | 2847       |

基础数据：2009年09月30日

|              |         |
|--------------|---------|
| 每股净资产(元)     | 2.22    |
| 资产负债率%       | 60.56   |
| 总股本/流通A股(百万) | 653/434 |
| 流通B股/H股(百万)  | -/-     |

### 执笔人

熊晓云

xiongxiaoyun@sxzq.com

### 联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

公司研究/深度报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

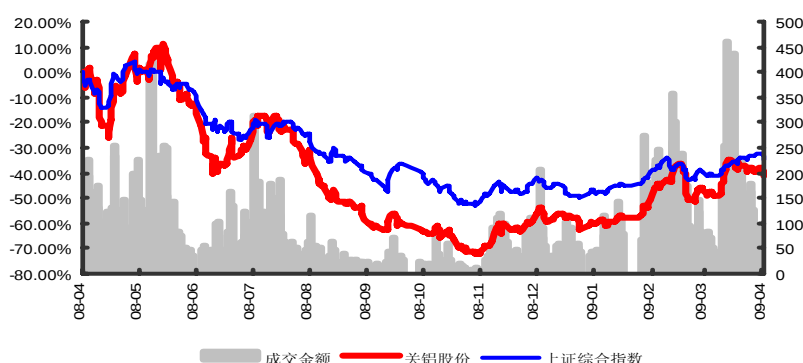
|       | 营业收入 | 增长率 | 净利润  | 增长率  | 每股收益  | 营业利润率 | 净资产收益率 | 市盈率 |
|-------|------|-----|------|------|-------|-------|--------|-----|
| 2007A | 2828 | 8   | 379  | 1258 | 1.05  | 14    | 26     | 25  |
| 2008E | 2121 | -25 | -347 | -191 | -0.53 | -16   | -31    | --  |
| 2009E | 1343 | 36  | 7    | 102  | 0.01  | 0.6   | 0.7    | 656 |
| 2010E | 3172 | 60  | 132  | 1785 | 0.20  | 6.5   | 11     | 33  |

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

### 投资要点：

- 五矿集团的入主将打破公司发展的瓶颈，带来未来业绩的腾飞。五矿雄厚的实力可解决目前制约公司发展的资金问题，推动公司项目的进程和产能扩张，并将整体提升关铝股份的经营档次，并提高公司管理水平。
- 关铝股份目前拥有权益电解铝产能22万吨、精铝产能1.2万吨、铝材产能5万吨。07年以来公司净利润主要来自华圣铝业的投资收益，09-10年公司利润增长主要来自本部电解铝产能的扩张与精铝项目的投产等。
- 公司5万吨铝加工材项目在公司电解铝产能大幅扩张的情况下，电解铝原料供应问题将会得到彻底解决，产能将会充分释放。
- 公司将取得电力成本优势。直供电政策的落实将会使公司生产成本大幅下降，未来对集团电厂的收购将进一步降低公司用电成本。
- 我们预计09年和10年的EPS为0.01元和0.20元，对应的动态P/E分别为656倍和32.8倍，首次给予公司“中性”的投资评级。

### 一年内公司股价与大盘对比走势：



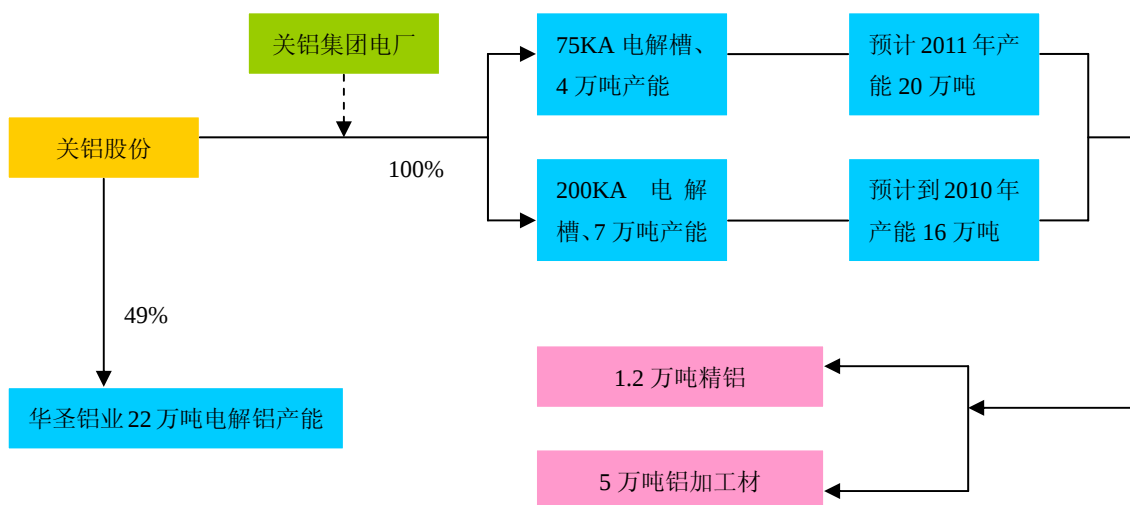
请务必阅读正文之后的特别声明部分

## 1. 公司简介

关铝股份组建于 1998 年，第一大股东为山西关铝集团。2009 年 3 月山西关铝集团将其持有的 1.95 亿股公司股份过户到中国五矿集团公司，五矿集团正式入主关铝股份，占公司总股本的 29.9%，山西关铝集团有限公司则持有公司 4.61% 股份。

关铝股份是山西省最大的有色冶炼及综合加工企业，主营业务涵盖铝及铝加工产品的生产，产品包括电解铝、铝线材、铝带箔、电子箔、铝棒材等达二十余种产品。主要经营性资产包括两条电解铝生产线合计产能为 11 万吨（4 万吨 75KA 生产线和 7 万吨 200KA 生产线）、年产 1.2 万吨的高纯铝生产线以及 5 万吨的铝加工产生能力，公司还持有山西华圣铝业（电解铝产能 22 万吨/年）49% 的股权，是国内大型电解铝企业之一。

图 1：公司产业链



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 2：2008 年上半年公司主营业务收入构成

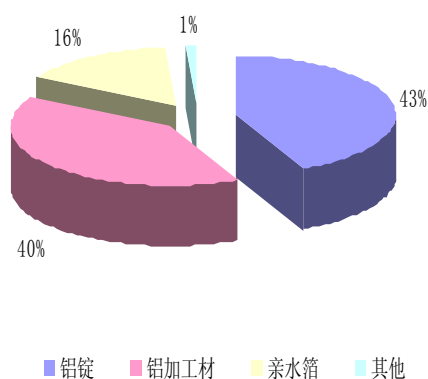
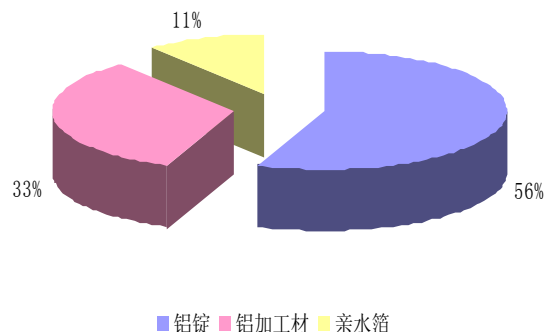


图 3：2008 年上半年公司主营业务利润构成



资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 2. 公司经营回顾

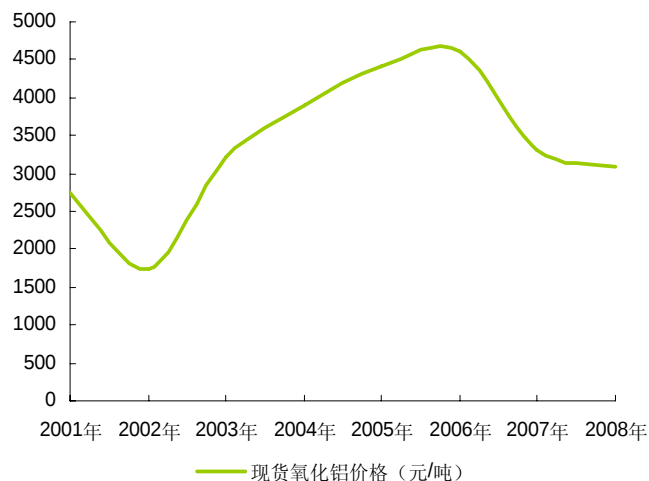
受宏观调控、铝价低迷和成本高企的影响，电解铝行业在 04、05 年出现了大面积亏损，行业发展陷入低谷。在此行业背景下，04 年铝行业上市公司的毛利率自 03 年的高点大幅跌落，05 年则进一步下降。05 年 4 季度之后，由于铝价上涨幅度超过氧化铝价格上涨幅度，电解铝企业的盈利状况开始好转，行业出现了复苏的迹象，06 年 1 季度开始出现反弹。在经历了 2004—2005 年的寒冬后，从 2006 年开始电解铝行业企业盈利实现全面反转。

2008 年，在美国次贷危机导致全球经济陷入衰退的情况下，金属价格出现了大幅的下滑。7 月份 LME 铝价在创出 3317 美元高点后，在原油走软、全球需求不乐观的压力下，高位回落，一度跌至 1288 美元，上海期货交易所的铝价也从最高点 20,740 元跌至 10,130 元，跌破生产成本，导致不少企业出现巨额亏损。

图 4：上海期货交易所铝价走势

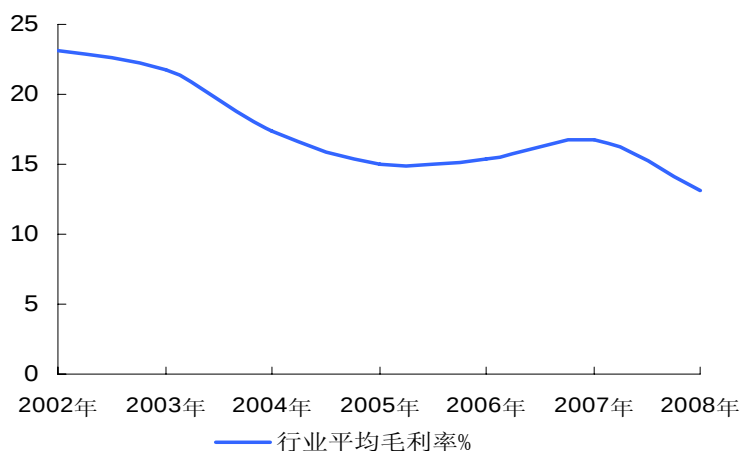


图 5：国内现货氧化铝价格走势



资料来源: Wind, 中华商务网

图 6：国内铝行业平均毛利率变化情况



资料来源: Wind、山西证券研究所

关铝股份的经营业绩亦随着行业周期而大幅波动。前期由于扩张速度过快,并且遭遇宏观调控政策和非常不利的行业发展环境,公司的业务发展在 04、05 年陷入困境,同时遗留了不少债务包袱。2005 年,随着国家加大宏观调控力度,以及电解铝出口退税取消并增加征收 5% 出口关税的对外贸易政策的实施,电解铝主要原材料氧化铝粉价格和电力价格一直处于高位运行,给公司的生产经营带来了不利因素,使企业的生产成本大幅上升,05 年是公司发展的低谷。

2006 年电解铝行业开始逐步复苏，主要原材料氧化铝价格从高位回落，公司抓住市场复苏的机遇成功启动了 75KA 电解系列，公司经营出现转折。

2007 年是关铝股份历年来经济效益最好的一年，2006 年 10 月份启动的年产能 4 万吨的 75KA 电解槽生产系列及投资组建的山西华圣铝业有限公司，在 2007 年均已进入正常生产阶段，使公司取得了很好的经营业绩，营业利润率、净利润和毛利率均达高点。

但进入 2008 年以后，公司的营业总成本开始超过营业总收入，其比值大于 1，公司需要用投资收益来弥补主营业务的亏损。

图 7：公司营业收入及净利润变化图

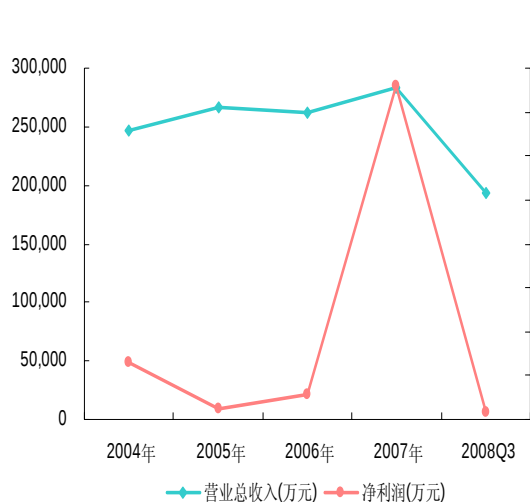
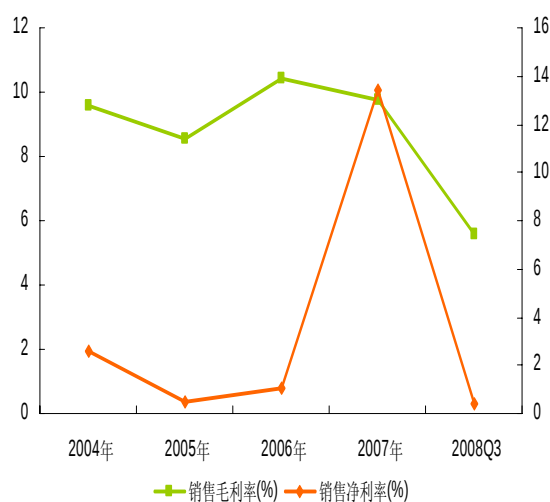


图 8：公司销售毛利率及净利率变化图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 9：公司历年营业利润率变动

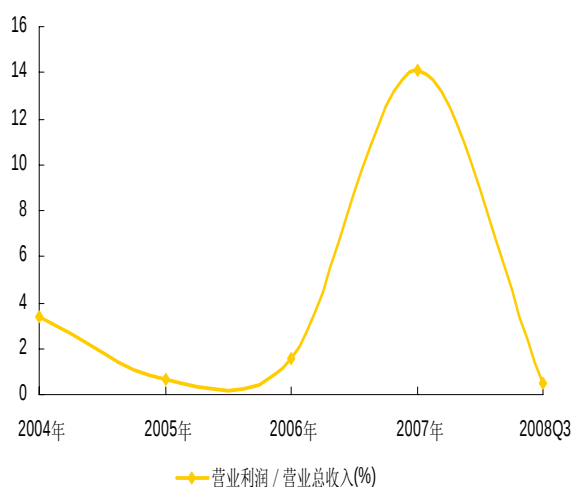
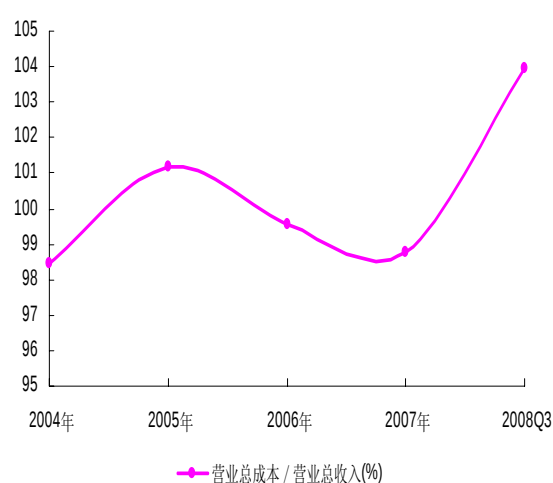


图 10：公司历年营业成本占营业收入比



资料来源：公司公告，山西证券研究所



### 3. 公司经营分析：五矿入主将打破公司发展的瓶颈

公司盈利能力有限，内生性增长困难较大；且包袱较重，在 2006 年行业盈利能力出现反转后，虽然公司负债有所下降，但一直保持在 55% 以上，因此公司通过自身造血实现经营规模的扩大已经比较困难。例如，公司投资建设的华圣铝厂曾遭遇资金不足而将控制权转让给中国铝业。

2009 年 3 月山西关铝集团将其持有的 1.95 亿股公司股份过户到中国五矿集团公司，五矿集团正式入主关铝股份，占公司总股本的 29.9%。五矿集团取得关铝股份的股权之后，关铝股份的经营将发生质变，带来公司业绩的腾飞。

我们预计五矿入主之后将使公司获得资金上的支持，并可能启动一些项目的运行，关铝可以通过五矿的入主解决目前制约公司发展最大的资金问题；五矿入主还将整体提升关铝股份的经营档次，除了在原料方面构成的支持外，预计还将把关铝股份作为其整合旗下铝业资产、收购外部铝业资产的运作平台。五矿集团目前拥有甘肃 30 万吨电解铝产能、河北地区 40 万吨铝加工产能、且拥有低成本氧化铝资源（1、与美铝的 30 年氧化铝长单，每年 40 万吨，价格约为 2000 元/吨；2、持有广西华银 160 万吨氧化铝项目 33% 的股权）。

目前公司正处于与五矿集团的对接阶段，五矿集团正着手对公司进行制度梳理，并重整组织架构，包括管理层的聘任。对接和调整完毕后，有五矿集团作为强大的后盾，公司高纯铝项目预计在市场转暖时会很快重启产能；公司计划的电解铝扩产及铝加工能力的充分利用也将更加确定，此前公司一直计划将两条电解铝生产线均进行改造扩产，但资金问题始终是最大不确定性因素。

#### 3.1 华圣铝业目前是公司最主要的利润来源

关铝股份从 2002 年开工建设华圣铝厂 20 万吨电解铝项目，总投资 23.87 亿元。项目采用了沈阳铝镁设计研究院自行设计的 300KA 大型预焙电解槽，共计 276 台，年实际生产能力为 22.2654 万吨。03 年政府出台对电解铝行业的调控，收缩对电解铝项目的贷款额度，导致该项目的辅助配套工程无法完成，且缺乏启动和生产需要的流动资金，因此，该项目虽然在 03 年 4 月份已经基本建设完成，但无法如期投产。

公司 2005 年底将华圣铝业 51% 的股权转让给中国铝业，以获得启动资金和氧化铝来源。华圣铝厂于 2006 年 4 月 18 日投产，其氧化铝供应主要为中铝的长单（来自山西铝厂，价格为上海期货交易所三月铝期货价格的 17%），其碳素来源于自备碳素厂（6 万吨）与关铝集团碳素厂（6 万吨），其电力来自于电网。华圣铝业计划将碳素的产能扩充至 12 万吨，以满足自身的需求。在电

解铝产能上，华圣铝业虽有扩张的意愿，但由于无法取得发改委的批准，近几年产能扩张的可能性不大。

目前来自华圣铝业的投资收益已成为关铝股份最主要的利润来源，06 年和 07 年分别占到公司营业利润的 71%和 91%，而 08 年 1—3 季度则全靠投资收益来弥补公司主营业务上的损失。

图 11：公司各季度的投资收益情况

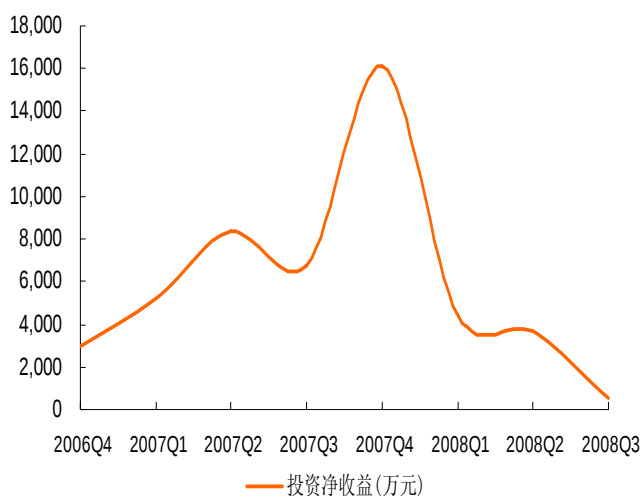
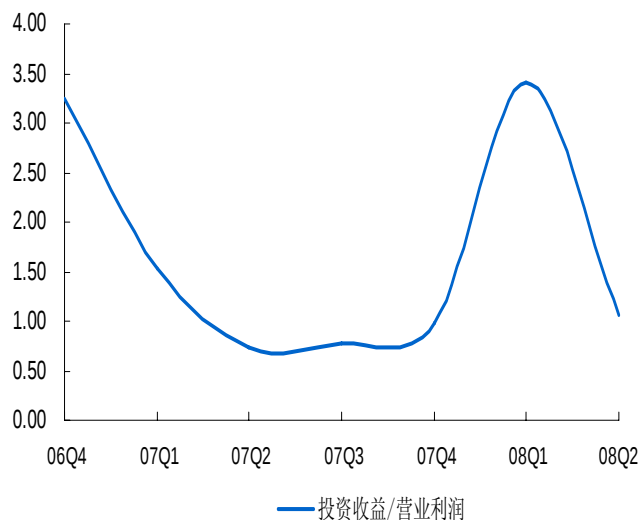


图 12：各季度投资收益对公司当期营业利润的贡献比例

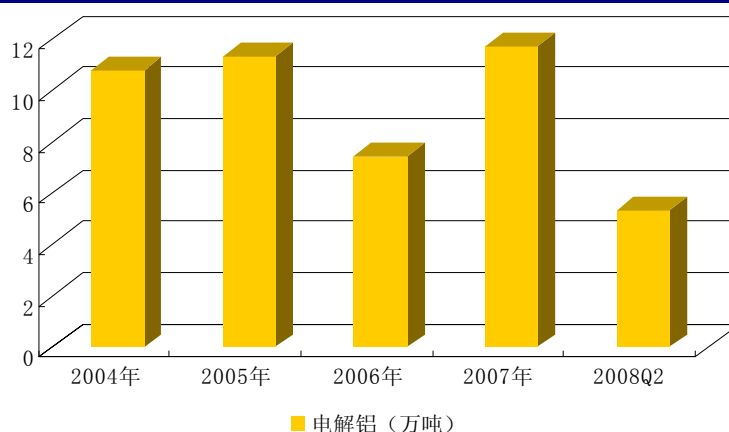


资料来源：公司公告，山西证券研究所

### 3.2 未来三年本部电解铝将产能快速扩张

目前关铝股份拥有电解铝产能 11 万吨，分别是 4 万吨产能的 75KA 生产线和 7 万吨产能的 200KA 生产线。05 年 12 月，为了抵御进口氧化铝价格的持续上涨带来的经营风险，国内 23 家大型电解铝业宣布联合减产 10%，关铝股份曾于当年 12 月 20 日宣布部分停止 75KA 生产线的生产，于次年 10 月份才重启这部分产能。

图 13: 公司历年的电解铝产量情况



资料来源: 公司公告, 山西证券研究所

目前由于受金融危机影响, 电解铝价格大幅下跌, 市场需求不断萎缩, 关铝股份于 09 年 1 月再次宣布对公司 4 万吨电解铝生产线实施停产。

国家 07 年发布了《铝冶炼及加工行业准入条件》, 根据此项规定, 国家将进一步关闭小型、80KA 以下 (逐渐淘汰) 的预焙槽生产线, 逐步淘汰 160KA 以下的电解铝产能。关铝股份本部 7 万吨和 4 万吨的生产线产能不大 (尚不足中规定的新项目的最低产能)。公司计划通过技术改造等进行产能扩张, 其中目前产能为 4 万吨 75KA 的电解槽改造后预计产能将达到 20 万吨; 目前 200KA 的电解槽 7 万吨的产能也将增加产能到 16 万吨。届时, 公司本部电解铝产能将达到 36 万吨。

五矿集团正式入主公司后, 公司资金短缺问题将得到解决, 电解铝产能改造项目的实施得到了保证。目前五矿集团正忙于对公司的调整, 所以公司电解铝生产线改造暂时不会被提上日程, 预计扩能项目会于 09 年下半年启动。届时铝加工产能也将能够充分释放, 公司未来盈利增长更快、更加确定。

在未来两至三年, 其中现有 7 万吨 190KA 的系统将扩建至 16 万吨具有较大的可能性, 淘汰 4 万吨 75KA 的生产线, 并重建 20 万吨产能将是较长期的计划。

表 1: 本部电解铝产量预测 (万吨)

|       | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2007  | 2008E | 2009E | 2010E |
|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 电解铝产能 | 11     | 11     | 11     | 11    | 11    | 16    | 16    |
| 电解铝产量 | 10.8   | 11.34  | 7.47   | 11.73 | 10.7  | 7     | 11    |

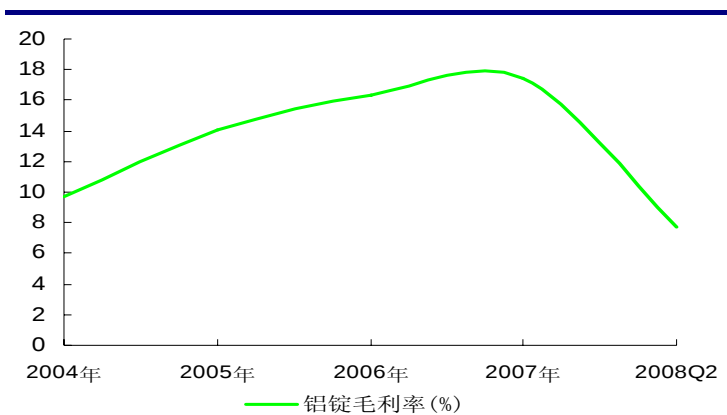
资料来源: 公司公告, 山西证券研究所

在氧化铝供应方面, 2003 年, 公司在氧化铝价格仍处于低位的时候, 具有战略性地签订了 2004—2006 年每年 20 万吨的澳大利亚长单, 2004 年—2006

年的氧化铝价格分别按 LME 三月期铝价格 $\times$ 18.7%、17.7%、16.7%计算。与其他采用现货方式的电解铝企业相比，公司的氧化铝供应具有明显的成本优势。这也是在 2004 年、2005 年出现行业性亏损且公司 20 万吨项目始终不能开工的情况，公司依然未出现亏损的重要原因。五矿入主公司后，预计公司的氧化铝将主要以市场价格从五矿集团购入。

公司电解铝产品的毛利率在 07 年达到最高点 17.43%，随着原铝价格的大幅下跌，电解铝产品的毛利率于 08 年重新下挫，至 08 年上半年已跌至 7.76%。

图 14：公司电解铝产品毛利率变动情况



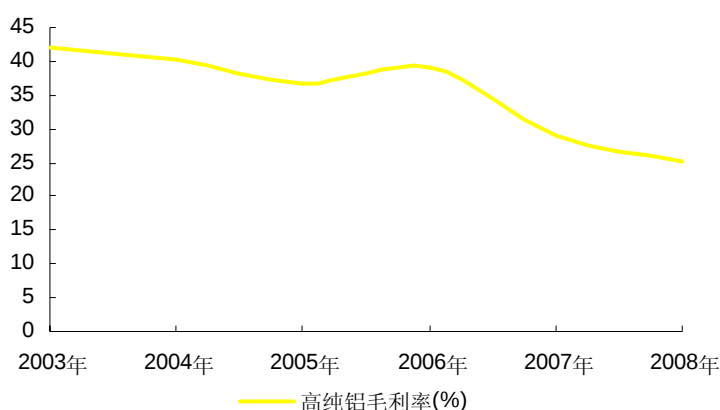
资料来源：公司公告，山西证券研究所

### 3.3 精铝项目将是公司未来利润增长点

精铝指的是 A1 含量 $\geq$ 99.99%的铝，是一种高技术高附加值材料，主要应用于一些高技术领域和科学研究领域，如生产精铝箔，配制光亮铝合金、特种铝合金、拉制喷涂丝等。其中应用最广泛的是电子工业，占精铝产量的 78%左右，其余 12%用于照明灯具，4%用于计算机，其它用途占 6%左右。

目前国际上仅有少数发达国家生产精铝，国内仅有三家在生产，其中新疆众和（600888）基本处于垄断地位，年产量约为 1.8 万吨。高纯铝属于铝深加工行业中的高附加值产品，其毛利率约为 30%，远高于电解铝和普通铝材。每吨高纯铝的加工成本约为 5000-6000 元/吨。

图 15：新疆众和精铝产品毛利率水平



资料来源：公司公告，山西证券研究所

公司的精铝工程于 2003 年经股东大会审议批准，项目共设计为 66 台精铝槽，年生产能力为 1.2 万吨精铝，产品为 10Kg 高纯铝锭及高纯铝扁锭，生产线分为一、二期各 6000 吨产能。该项目于 04 年开始进行建设，06 年下半年由于资金原因工程停工建设，得益于公司 07 年较好的盈利状况，2008 年初精铝工程恢复建设。项目投资总额为 1.78 亿元，资金来源为本公司自有资金及通过银行贷款解决。

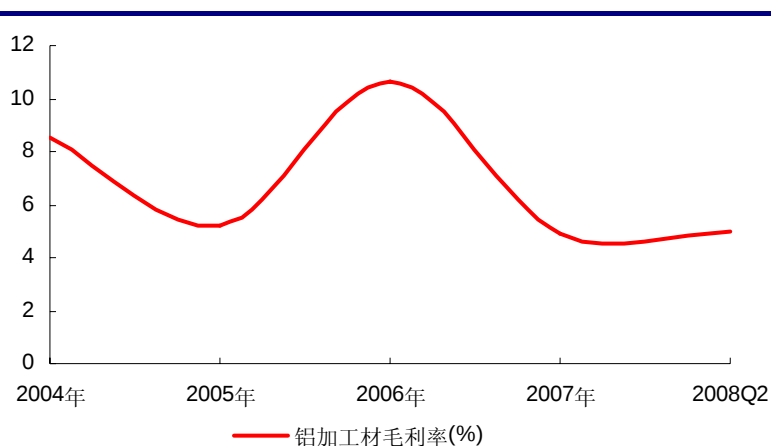
2008 年 7 月 14 日，公司 34 台精铝槽开始试运行，预计 2008 年可生产精铝约 4000 吨。由于受金融危机影响，市场需求不断减弱，关铝股份于 2009 年 1 月决定对精铝生产线实施停产。

与五矿正式合作后，有了资金上的支持，预计公司会在市场好转的情况下再次启动精铝产能，该项目在 2009 年下半年启动的可能性较大，该项目投产后将成公司新的利润增长点。

### 3.5 铝材：竞争激烈，但开工率提高可降低成本

除了原铝和精铝项目，公司还有 3 万吨铝箔和 2 万吨铝棒的铝加工能力。公司铝材业务面临的市场竞争较为激烈，普通铝材只能获得较低的稳定收益，而非获得高附加值，公司铝加工材的毛利率一直在 5%---10%之间徘徊。

图 16: 公司铝加工材产品毛利率水平



资料来源: 公司公告, 山西证券研究所

前期由于公司出售华圣铝厂以及 4 万吨电解铝生产线暂停生产, 公司为了优先保证客户电解铝供应, 加上资金紧张, 只有放弃自身铝加工产能的发挥, 使铝加工实际产量只有 3 万吨左右, 05 年公司铝材的开工率仅有 30%多。

09 年公司再次对 4 万吨电解铝生产线实施停产, 而五矿集团在忙于对公司的调整, 所以公司电解铝生产线改造暂时不会被提上日程。所以预计 09 年铝加工材产量在 3 万吨左右, 待 2010 年才能充分释放产能。铝材业务的盈利能力回升最终需要依赖于开工率的提高来提高资产的效率, 降低固定成本。

### 3.6 公司将取得电力成本优势

电解铝的生产成本主要分为: 氧化铝、电力、辅材、人工及折旧四部分。其中氧化铝是电解铝的原材料, 平均一吨的电解铝需要消耗 1.95 吨的氧化铝。电解铝属高能耗产业, 每生产一吨电解铝平均约消耗 1.5 万度电, 由于氧化铝价格已基本与国外接轨, 而电价则没有。因此, 电力成本就成了各企业间竞争的重要因素。为降低电力成本, 电解铝企业通常须与能源企业结盟以获得优惠电价, 或建立配套的自备电厂。目前关铝股份生产用电仍网上取电, 电价在 0.38 元/度左右。

2009 年 3 月份, 关铝被批准为获直购电试点的 15 家电解铝企业之一。直购电试点的形式是, 铝企与相关电厂进行点对点谈判, 但电厂的选择有区域性, 直购电”电解铝企业的电力成本将分两块, 一是电厂上网电价, 另一是电力经过电网传输到铝企的“过网费”。直供电政策落实后, 预计公司电价将从 0.38 元/度左右下降到 0.30 元左右, 目前公司正就直供电政策的落实跟有关方面沟通和谈判。

此外, 公司控股股东关铝集团拥有 2\*20 万千瓦热电厂, 建设热电厂的初衷来源于运城市欲解决城市集中供热, 但财力不足而由关铝集团出资建造, 集



团建设热电厂符合“煤—电—铝”一体化的行业整合趋势，并能够缓解山西电力紧张的状况。

据公司估算，集团热电厂建成发电后，可完全满足公司的用电需求，其发电的完全成本为 0.239 元，附加上一定利润之后，供给公司的电价为 0.25 元/千瓦时。一旦集团电厂实现对公司电解铝用电的直供，将大幅降低公司的用电成本。收购集团电厂有利于稳定公司电力供给、降低用电成本，从而提升盈利能力。

五矿在入主电解铝企业的时候，长期用电成本必定是重点考虑因素之一，五矿的入主在一定程度上促使了关铝股份收购集团电厂。

2008 年 1 月份关铝股份董事会、监事会通过了收购关铝集团运城热电厂的议案，拟收购关铝集团关铝运城热电厂的在建工程及辅助设施项目。公司产能扩大后，自备电厂并不能完全供应公司生产用电。此次热电厂收购后，公司正在考虑新建 2\*30 万千瓦的机组，如果以 2-3 年的建设周期计算，该机组要到 2010 年后才能使用，如建成后基本能满足扩产后的电解铝生产用电，但仍具不确定性。

## 4. 盈利预测

三月中旬以来，国内氧化铝和原铝价格出现反弹以后，按目前的成本计算，目前原铝已能实现吨铝 1000-2000 元的毛利，并且各地方政府正在大力推进直购电，电价下降将大大降低企业生产成本，铝行业迎来久违的利润空间。虽然铝行业将实现阶段性盈利，但前景依旧不容乐观。

但我们认为这可能只是铝行业阶段性的盈利，主要原因在于：铝价的回升得益于铝行业加大减产力度，且跟随铜价上涨所致。利润空间的出现很难避免闲置的产能重新开始运作，供求基本面将再次受到冲击；直购电的实施将有效减少原铝生产成本，但一旦供需基本面失衡，这就可能又为铝价下行打开新的空间，所以我们对铝行业的复苏和原铝价格预测持审慎态度。

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1、五矿与公司的对接及磨合在 2009 年中期完成；
- 2、公司 2009 年下半年启动 7 万吨产能的 200KA 生产线的扩产，2010 年电解铝产能达到 11 万吨；
- 3、高纯铝项目于 2010 年重启产能，贡献产量 0.6 万吨；
- 4、随着电解铝产能的扩张，2010 年公司的铝加工产能得到全部释放；
- 5、原铝价格 2009 年、2010 年分别为 14000 元、15000 元；
- 6、2009 年、2010 年公司用电价格分别为 0.34 元、0.30 元；

6、收购集团电厂于 2009 年下半年完成。

基于以上假设，我们认为 2009 年是关铝股份转折之年，五矿的入主将带来未来业绩的腾飞；而 2010 年将是公司业绩爆发之年，关铝股份将成为具长期投资价值的铝业公司。

表 2：关铝股份损益表及预测（单位：百万元人民币）

|               | 2006 年 | 2007 年 | 2008E | 2009E | 2010E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入         | 2,621  | 2,828  | 2,121 | 1,343 | 2,154 |
| 营业总成本         | 2,609  | 2,793  | 2,522 | 1,363 | 2,121 |
| 营业成本          | 2,347  | 2,553  | 2,057 | 1,249 | 1,938 |
| 营业税金及附加       | 26     | 8      | 4     | 2     | 4     |
| 销售费用          | 51     | 57     | 48    | 26    | 43    |
| 管理费用          | 74     | 69     | 59    | 33    | 53    |
| 财务费用          | 100    | 105    | 106   | 51    | 81    |
| 资产减值损失        | 11     | 0      | 246   | 0     | 0     |
| 投资净收益         | 29     | 365    | 57    | 28    | 109   |
| 营业利润          | 41     | 400    | (345) | 8     | 142   |
| 营业外收入         | 1      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出         | 7      | 2      | 2     | 1     | 2     |
| 利润总额          | 35     | 398    | (347) | 7     | 140   |
| 所得税费用         | 7      | 19     | 0     | 0     | 8     |
| 净利润           | 29     | 379    | (347) | 7     | 132   |
| 少数股东损益        | 1      | (1)    | (1)   | (1)   | 1     |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 28     | 380    | (346) | 8     | 131   |
| 每股收益（元）       | 0.08   | 1.05   | -0.53 | 0.01  | 0.20  |

资料来源：公司公告，山西证券研究所

### 投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上  
增持: 相对强于市场表现 5~20%  
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现  
中性: 行业与整体市场表现基本持平  
看淡: 行业弱于整体市场表现

### 免责声明:

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。