

关铝股份 (000831): 铝价暴跌导致亏损, 五矿入主是未来看点

中性 (维持)

有色金属行业/铝

当前股价: 6.72 元

报告日期: 2009 年 4 月 16 日

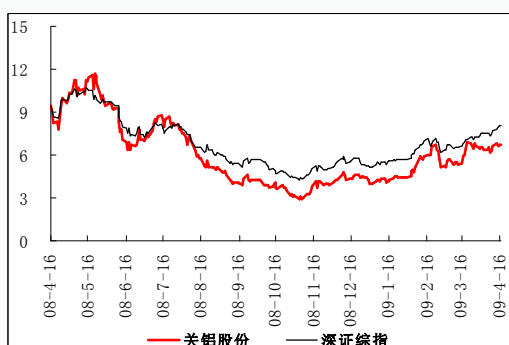
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2476	1920	2635	2952
(+/-)	-12.46%	-22.44%	37.24%	12.03%
营业利润	-426	18	88	170
(+/-)			402.86%	92.61%
归属于母公司 的净利润	-499	15	74	144
(+/-)			397.99%	93.40%
每股收益 (元)	-0.76	0.02	0.11	0.22
市盈率 (倍)		336	61	31

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	65,340/43,400
流通市值 (亿元)	17.31/26.07
每股净资产 (元)	1.45
资产负债率 (%)	70.28

股价表现 (最近一年)



联系人—天相有色金属组

010-66045581 yanl@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年公司实现营业收入 24.76 亿元, 同比下降 12.46%; 营业利润-4.28 亿元; 实现归属于母公司所有者净利润-4.98 亿元, 而 07 年为 3.80 亿元; 摊薄 EPS 为-0.76 元。08 年度电解铝产量为 10.47 万吨, 同比下降 10.74%。
- **铝价暴跌是亏损主因。**公司的主营业务包括电解铝、高纯铝、铝加工材及亲水铝箔的生产和销售, 具有权益性电解铝产能 22 万吨/年 (本部的 11 万吨/年和华圣铝业的 11 万吨/年) 及 6000 吨/年的高纯铝产能。受国际金融危机的影响, 08 年 9 月底国内外铝价开始暴跌, 此后国内长江市场现货铝价一度跌至 11000 元/吨, 较 08 年最高价的跌幅高达 50%。自 08 年 10 月中旬至今, 电解铝的市场价格已经低于公司的成本价, 公司自 09 年 1 月 10 日公告停产 36% 的电解铝产能和全部高纯铝产能, 至今这些产能仍没有恢复; 另外铝价暴跌导致报告期内公司计提存货跌价损失高达 6600 万元。由于相同的问题, 公司持股 49% 的山西华圣铝业在报告期内的情况同样不容乐观, 为公司贡献的投资收益为-1075 万元, 而 07 年高达 3.98 亿元。
- **铝价走势左右盈利水平, 预计 09 年微利经营。**进入 09 年, 受国际商品市场流动性逐步恢复等因素的影响, 铝价开始触底反弹, 目前国内铝价回升至 14000 元/吨左右, 但这个价格仅相当于行业的成本价, 较去年同期仍低 30% 左右。目前国内铝行业产能过剩明显, 供需基本面难以支撑铝价持续反弹, 因此我们判断 09 年公司将处于微利经营状态。
- **五矿入主与“煤-电-铝-深加工”一体化策略是未来看点。**由于原材料氧化铝的采购成本和用电成本偏高, 公司的综合毛利率一直处于行业中偏低的水平 (报告期内综合毛利率仅为-0.91%), 而这种情况未来有望得到明显改观: 1) 公司的实际控制人已经变更为五矿集团 (持股 29.9%), 五矿是中国最大的氧化铝进口商, 其控股公司华北铝业是中国最大的铝加工企业之一, 但此前五矿集团控股企业中没有电解铝生产业务, 五矿入主之后, 公司将被纳入五矿集团的铝产业链之中, 有望降低氧化铝的采购成本, 公司的管理水平亦有望得到提升; 2) 09 年公司计划加强自备电厂工作, 积极控股或参股煤矿企业, 以打通上游能源产业链, 增强公司的盈利能力。

- **盈利预测。**我们预计公司09年实现归属于母公司所有者净利润为1480万元，2009年和2010年实现基本EPS分别为0.02元和0.11元，对应的动态P/E为336倍和61倍，维持公司“中性”的投资评级。
- **风险提示：**1) 未来铝价走势不确定风险；2) 五矿集团对公司的整合力度不确定性风险。

图表：关铝股份（000831）盈利预测

单位：万元	2007A	2008-3Q	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	282,808	193,615	247,559	192,000	263,500	295,200
增长率 (%)	7.91%		-12.46%	-22.44%	37.24%	12.03%
减：营业成本	255,301	182,780	249,801	181,000	247,200	273,600
毛利率 (%)	9.73%	5.60%	-0.91%	5.73%	6.19%	7.32%
营业税金及附加	813	229	376	350	400	500
销售费用	5,717	4,039	5,782	5,800	6,500	7,000
管理费用	6,885	5,338	11,217	8,000	8,500	9,000
财务费用	10,544	9,238	12,768	11,000	12,000	13,000
费用合计	23,145	18,615	29,767	24,800	27,000	29,000
期间费用率 (%)	8.18%	9.61%	12.02%	12.92%	10.25%	9.82%
资产减值损失	23	-350	9,112	100	100	150
加：公允价值变动收益	0					
投资收益	36,460	8,677	-1,075	16,000	20,000	25,000
营业利润	39,986	1,018	-42,572	1,750	8,800	16,950
增长率 (%)	870.95%				402.86%	92.61%
营业利润率 (%)	14.14%		-17.20%	0.91%	3.34%	5.74%
加：营业外收入	43	7	931	40	40	50
减：营业外支出	220	48	7,424	100	120	150
利润总额	39,808	977	-49,065	1,690	8,720	16,850
增长率 (%)	1030.10%				415.98%	93.23%
利润率 (%)	14.08%		-19.82%	0.88%	3.31%	5.71%
减：所得税费用	1,911	165	849	200	1,300	2,500
所得税率 (%)	4.80%		-1.73%	11.83%	14.91%	14.84%
净利润	37,898	812	-49,914	1,490	7,420	14,350
增长率 (%)	1223.36%				397.99%	93.40%
净利润率 (%)	13.44%		-20.12%	0.77%	2.80%	4.83%
归属于母公司所有者的净利润	38,020	812	-49,802	1,480	7,370	14,250
增长率 (%)	1257.80%				397.97%	93.35%
少数股东损益	-122	0	-112	10	50	100
摊薄每股收益(元)	0.58	0.01	-0.76	0.02	0.11	0.22

资料来源：公司资料、天相投资分析系统

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：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100