

公司简评 中国铝业 (601600.SH)

► 2009 年 4 月 30 日

一季度可能是全年业绩低点

中性 维持评级

分析师: 周卓玮 ✉: zhouzhuowei@chinastock.com.cn ☎: 010-66568044

1. 事件

2009 年 4 月 30 日, 中国铝业发布 2009 年 1 季度报告, 报告期公司实现营业收入 139.4 亿元, 同比下降约 24%, 报告期内亏损 18.9 亿元, 每股收益为 -0.1397 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 多重原因导致 2009 年 1 季度大幅亏损

大幅度减产。公司曾在 2008 年 10 月下旬发布减产公告, 电解铝减产产能约 72 万吨, 氧化铝减产产能约 411 万吨, 另外公司的铝深加工生产线开工率也受到较大影响。所以报告期内公司的主要产品产量同比大幅下降, 1 季度的主要产品综合产能利用率低于 2008 年 4 季度。

铝价处于环比继续下降。报告期内的电解铝均价为 12295 元/吨, 较 2008 年 1 季度的 18970 元/吨同比下降了 33%, 环比 2008 年 4 季度铝均价 12754 元/吨仍有下降; 氧化铝的对外销售价格虽由最低点的 1900 元/吨上调到 2200 元/吨, 但是均价仍低于 2008 年 4 季度, 当然由于公司外销现货氧化铝的比例已经较低, 所以对公司业绩最敏感的产品价格仍是铝价。

相比 2008 年 4 季度, 公司 2009 年 1 季度的生产成本并无显著下降。由于直供电的谈判仍在进行, 目前综合电价仍约为 0.39 元/度, 处于较高水平; 由于产品开工率的低下, 产品单位的折旧和人工成本就上升; 煤炭和铝土矿等原料的价格 2009 年 1 季度相比 2008 年 4 季度均价虽略有下降, 但幅度有限。

(二) 公司经营逐步好转

2009 年 3-4 月以来, 由于多重短期刺激因素致使金属价格出现了回升, 需求方面我们也认为在众多政策刺激下已开始见底回升, 但可能会有所反复, 但最坏的时期已过去; 但铝价回升后巨大的电解铝产能重启会使得铝价走出低谷的时间会较长。我们预测 2009 年铝均价会达到 13000 元/吨, 高于 2009 年 1 季度的均价。

预期价格和需求有所恢复后, 主要产品的开工率会有所回升。我们仍然预测公司 2009 年氧化铝产量 960 万吨, 电解铝 306 万吨。

随着直供电谈判的完成, 公司的电力成本有望下降, 预计能下降 3-5 分钱/度。

3. 投资建议

在 2009 年铝价 13200 元/吨，综合电价 0.36 元/度的假设下，预测 2009 年中国铝业的 EPS 为 0.04 元，目前 A 股股价 10.27 元，对应 2008 年 PB2.4 倍，暂维持公司“中性”评级，铝价阶段性上涨、电力成本下降、国家政策扶持都可能产生交易性机会，我们将继续跟踪。

表 1 2009 年每股收益对铝价和电价敏感性分析

每股收益（元）		铝价（元/吨）		
		13000	13500	14000
0.36		0.026	0.106	0.186
0.37		0.006	0.087	0.167
0.38		-0.013	0.068	0.148

资料来源：中国银河证券研究所

表 2 公司财务报表及指标

资产负债表						利润表					
(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
货币资金	7802.9	16295.6	9374.1	14770.7	18570.4	营业收入	76180.4	76725.9	64101.7	98471.2	123802.7
应收票据	2403.9	722.3	603.4	1888.5	2374.3	营业成本	57217.0	69864.6	58519.6	84451.7	95544.7
应收账款	571.8	1313.0	1097.0	1685.2	2118.7	营业税金	539.4	336.8	281.4	432.3	543.5
预付款项	1373.7	1058.2	1350.8	1773.1	2250.8	销售费用	1187.0	1562.4	961.5	1477.1	1857.0
其他应收款	355.7	1271.3	1062.1	1631.6	2051.3	管理费用	2271.0	2370.6	1602.5	2461.8	3095.1
存货	13474.1	19876.0	12826.2	18510.0	20941.3	财务费用	752.6	1734.5	1681.5	1445.0	1531.2
其他流动资产	153.8	1514.0	1466.4	1596.0	1691.5	资产减值损失	9.1	883.5	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	1190.2	806.7	806.7	806.7	806.7	公允价值变动	13.8	-21.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	50582.9	65129.1	73348.5	80201.0	84480.1	投资收益	332.1	305.2	350.0	500.0	600.0
在建工程	11405.6	20535.5	16767.7	16383.9	14691.9	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	278.9	313.7	313.7	313.7	313.7	营业利润	14550.2	257.1	1405.1	8703.3	21831.1
无形资产	1469.8	2334.7	2101.2	1867.8	1634.3	营业外收支净额	-160.3	-132.3	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	87.4	192.4	173.2	153.9	134.7	税前利润	14389.9	124.8	1405.1	8703.3	21831.1
资产总计	94338.4	135527.5	121958.3	142249.1	152726.9	减：所得税	2780.4	-33.6	281.0	1740.7	4366.2
短期借款	3114.6	14188.2	0.0	11214.2	5390.9	净利润	11609.4	158.4	1124.1	6962.6	17464.9
应付票据	96.5	418.0	96.2	138.8	157.1	归属母公司净利	10225.1	9.2	997.6	6179.3	14845.2
应付账款	3514.9	4343.9	4809.8	6941.2	7853.0	少数股东损益	1384.4	149.1	126.5	783.3	2619.7
预收款项	1052.9	3671.6	3831.8	4078.0	4387.5	基本每股收益	0.76	0.00	0.07	0.46	1.10
应付职工薪酬	425.0	161.5	161.5	161.5	161.5	稀释每股收益	0.76	0.00	0.07	0.46	1.10
应交税费	729.2	251.8	251.8	251.8	251.8	财务指标					
其他应付款	4497.6	6354.5	6354.5	6354.5	6354.5	成长性					
其他流动负债	3205.5	5359.2	5359.2	5359.2	5359.2	营收增长率	17.5%	0.7%	-16.5%	53.6%	25.7%
长期借款	12139.3	24169.5	16169.5	16169.5	16169.5	EBIT 增长率	-14.7%	-82.7%	5.6%	252.6%	135.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-13.7%	-99.9%	10710.6%	519.4%	140.2%
负债合计	33341.1	75330.7	63189.9	76917.1	72401.7	盈利性					
股东权益合计	60997.3	60196.8	61359.4	67922.9	82916.1	销售毛利率	24.9%	8.9%	8.7%	14.2%	22.8%
现金流量表						销售净利率	13.4%	0.0%	1.6%	6.3%	12.0%
(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	ROE	20.5%	0.0%	1.7%	9.5%	20.6%
净利润	11609	158	1124	6963	17465	ROIC	19.40%	3.86%	2.29%	7.74%	16.77%
折旧与摊销	4607	0	8801	9784	10666	估值倍数					
经营活动现金流	11352	1195	19465	11526	26026	PE	13.6	15051.6	139.2	22.5	9.4
投资活动现金流	-7188	-23224	-12271	-15500	-12400	P/S	1.8	1.8	2.2	1.4	1.1
融资活动现金流	-6440	30521	-14116	9370	-9826	P/B	2.4	2.5	2.5	2.2	1.9
现金净变动	-2276	8493	-6922	5397	3800	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	1.8%
期初现金余额	12983	7803	16296	9374	14771	EV/EBITDA	7.8	70.0	15.3	9.4	5.3
期末现金余额	10707	16296	9374	14771	18570						

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

有色金属行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

港股：中国铝业（2600.HK）、江西铜业（0358.HK）

A 股：中国铝业（601600.SH）、江西铜业（600362.SH）、关铝股份（000831.SZ）、锡业股份（000960.SZ）、中金岭南（000060.SZ）、西部矿业（601168.SH）、厦门钨业（600549.SH）、包钢稀土（600111.SH）、云海金属（002182.SZ）、中孚实业（600595.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908