

有色金属行业

中孚实业（600595）：四点理由，重申买入评级

2009 年 8 月 3 日

买入（维持）

相对指数表现



市场数据

总市值(亿元)	136.587
流通市值(亿元)	95.018
总股本(亿股)	6.573
流通股本(亿股)	4.573
12个月最高/最低(元)	20.78/4.87

前期研究

2009/07/20 中孚实业（600595）：产能提升 60%！股价低估 55%！

2009/07/13 中孚实业（600595）：二季度业绩明显好转

2008/04/15 中孚实业（600595）：养在深闺人未识

2007/11/07 中孚实业（600595）：收购林丰铝电，实现跨越发展

简要观点：

- **产业链确立低成本优势。**检视历次危机，中孚实业（600595）率先复苏秘诀来源于自备电厂，即使按产能扩大后的总规模 67 万吨计，现阶段公司将至少有 69% 的产能电力能够实现自给，未来 100% 自给电能也为期不远。电价将较全行业低 15% 左右，仅电力一项吨铝生产成本比全行业低 900 元左右。
- **业绩弹性大，爆发性增长的可能性高。**400KA 生产成本较老槽型低 700 元左右，我们之前的新增产能 60% 的利用率假设是相对保守的。若铝价每上升 200 元，EPS 将提升 0.12 元，业绩弹性理应受到更多关注。
- **横向比较仍然大幅低估。**中孚实业（600595）在股价/每股含铝价值上溢价幅度远低于同业，其仍然未被市场充分认识，横向比较低估 70%，也提供了一个较高的安全边际。
- **估值相对稳健。**目前电解铝行业整体的估值偏高，2009 年平均 PE 为 302x，2010 年平均 PE 为 125x，这反映了市场对电解铝价格快速回暖的预期。若参照行业最低的估值水平，中孚实业（600595）的股价将在 33.8 元到 56.5 元之间，但我们对电解铝行业特别是铝价仍然相对看淡。因此，保守给予中孚实业（600595）2010 年 25x 的 PE，估值水平较行业最低值低 60%，较行业平均值低 80%，暂时不调整目标价，重申“买入”评级！若有进一步信息，我们不排除继续上调目标价。

研究员

兰可

010-88092288-3302

lk@swsc.com.cn

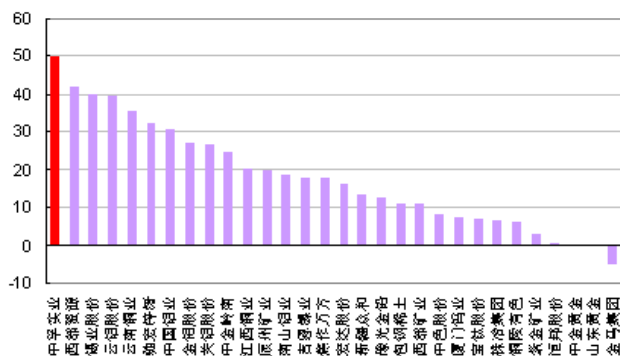
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入	3,021.53	5,113.88	6,471.02	5,382.00	8,550.00
(+/-)%	19.78%	40.92%	20.97%	-20.23%	37.05%
净利润	176.55	548.29	194.58	178.27	564.85
(+/-)%	222.52%	210.56%	-64.51%	-8.38%	216.86%
EPS	0.39	0.88	0.30	0.27	0.86

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

分析与判断

我们 7 月 20 号推荐买入中孚实业（600595）以来，其股价短短两周涨幅超过 49%，已接近我们之前的目标价，期间涨幅也是所有有色金属行业公司里面最高的，但我们认为市场仍未充分认识到中孚实业（600595）的价值，我们认为有四点理由值得投资者关注，在此我们重申买入评级。

图 1： 7月20日-7月31日期间涨跌幅比较

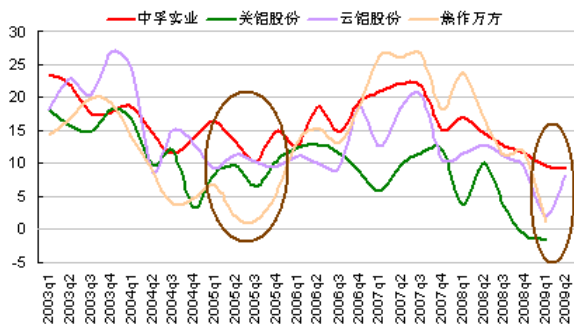


资料来源：西南证券研发中心

观点一、产业链确立低成本优势

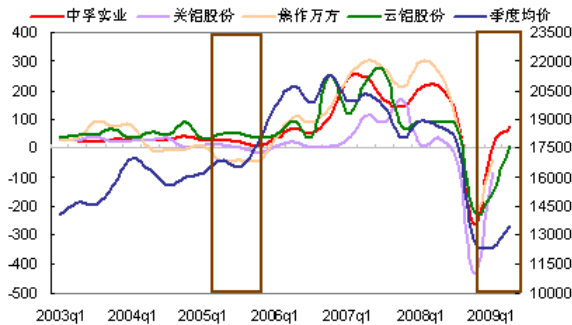
众所周知，2000 年以来国内电解铝行业经历了两轮比较大的全行业危机，分别发生在 2005 年和 2008 年，持续时间大约都在 9 个月左右，检视历次危机发生时和发生后铝业公司的业绩表现，我们可以很清楚地看到，中孚实业（600595）往往可以凭借其产业链优势和成本控制能力抵御行业低潮并率先复苏。中孚实业（600595）今年一季度在所有铝业公司中率先盈利，可以充分说明公司在应对危机时的产业链优势。

图 2：中孚实业（600595）与同业历年毛利率比较



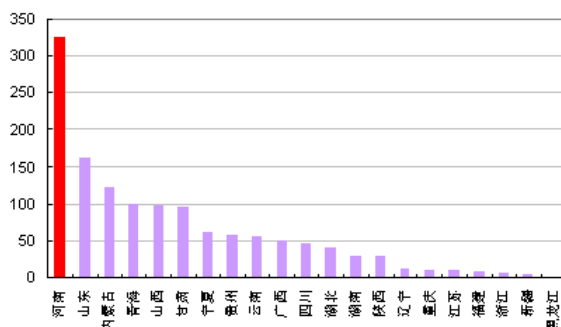
资料来源：公司公告，西南证券研发中心

图 3：中孚实业（600595）与同业历年营业利润比较



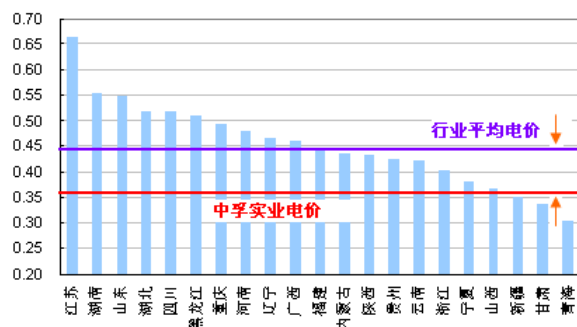
资料来源：公司公告，西南证券研发中心

图 4: 2008 年各省区电解铝产量排列



资料来源：CNIA，西南证券研发中心

图 5: 各省区电解铝生产用电价排列



资料来源：发改委，西南证券研发中心

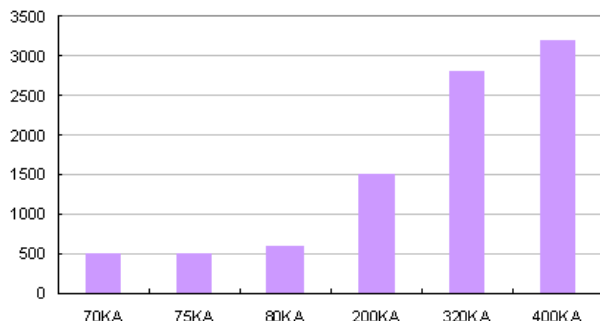
中孚实业（600595）产业链优势主要在于其自备电厂，包括子公司中孚电力和大股东豫联集团的电力供应，此前中孚电力拥有的部分小机组已在国家上大压小的政策下关闭，08年下半年公司进一步关闭了2台55MW和2台135MW的机组，现有2台300MW的机组在运行，集团方面今年也将有一台300MW机组投入运营，关联方供电机组合计达到900MW，若以每年7500小时的机组利用率计算足以支撑46万吨电解铝的生产能力，**即使按产能扩大后的总规模67万吨计，公司将至少有69%的产能电力能够实现自给。**此外，豫联集团与大唐合作参股的巩义2×1000MW和林州2×300MW机组也将在明年投入使用，未来公司的电力供应仍将主要依赖自备电厂，因此我们认为其产业链优势将得以连续，**100%自给电能将为期不远。**我们按照2008年各省区的产量为权重，以各省区电网销售电价为基准，加权计算全国电解铝行业的平均电价在0.445元左右，但考虑到河南省作为国内最大的电解铝生产省份，省内电解铝自备电厂众多，其平均电价约0.40元左右低于省内电网销售电价，调整后全国电解铝行业的平均电价实际将在0.425元左右。中孚实业（600595）目前与关联方签订的电力合同价格仅为362.8元/千度（含税），其**电价将较全行业低15%左右，换句话说仅电力成本一项中孚实业（600595）每吨电解铝生产成本比全行业低900元左右，产业链确立了其低成本优势。**

观点二、业绩弹性大，业绩爆发性增长的可能性高

林丰铝电 25 万吨项目采用的是国内最先进的 400KA 电解槽。400KA 电解槽无论是在单槽日产量还是在生产成本方面都要远优于诸如 70KA、75KA 抑或 80KA 电解槽，单槽日产量将提升 5 倍以上，而**成本在目前的价格下将较老槽型低 700 元左右**，因此我们完全有理由相信，25 万吨的新增产能将在 2010 年实现生产。在 7 月 20 日的报告中，我们认为新增产能将在 2010 年将实现 60% 以上的产能利用率，在 15000 元/吨的铝价下，2010 年 EPS 将达到 0.86 元，在 400KA 电解槽较大的成本优势下，**我们之前的假设是相对保守的**。即使不考虑新增产能的投产，中孚实业的业绩和铝价相比也相当敏感，铝价每上升 200 元，EPS 将提升 0.1 元左右，若在新增产能 60% 的利用率下，铝价每上升 200 元，EPS 将提升 0.12

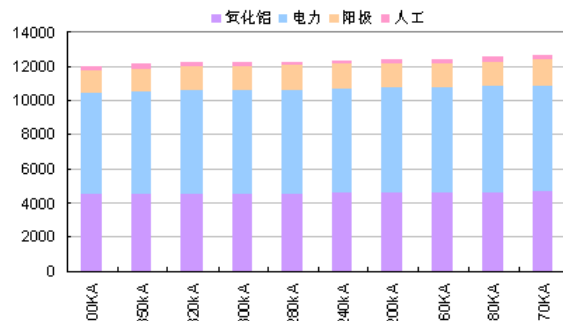
元。在铝价回升的大背景下，中孚实业（600595）的业绩弹性也应该受到更多关注，业绩爆发性增长的可能性高。

图 6：不同槽型电解铝生产能力变化



资料来源：公司公告，西南证券研发中心

图 7：现阶段不同槽型电解铝生产成本变化



资料来源：公司公告，西南证券研发中心

表 1：中孚实业（600595）2010 年新增产能投产比例和铝价对 EPS 的影响

	0%	40%	60%	80%	100%
14600	0.23	0.49	0.61	0.74	0.86
14800	0.33	0.60	0.74	0.87	1.01
15000	0.42	0.71	0.86	1.01	1.05
15200	0.51	0.82	0.98	1.14	1.30
15400	0.60	0.94	1.11	1.28	1.44
15600	0.69	1.05	1.23	1.41	1.59

资料来源：西南证券研发中心

观点三、横向比较仍然大幅低估

正如我们 7 月 20 日的报告中强调的那样，林丰铝电 25 万吨项目将使中孚实业（600595）的电解铝产能由目前的 42 万吨提升至 67 万吨，提升幅度接近 60%。我们再次将中孚实业（600595）与同业上市公司进行了横向比较（如表 1），在股价/每股含铝价值方面中孚实业（600595）仍存在溢价幅度远低于同业的问题，因此我们认为中孚实业（600595）仍然未被市场充分认识，中孚实业（600595）仍然被低估，横向比较低估 70%，同时也提供了一个较高的安全边际。

表 2：中孚实业（600595）与同业上市公司的比较

	中孚实业	焦作万方	关铝股份	云铝股份	中国铝业
产能（万吨）	67	42	22	40	360
总股本（亿股）	6.573	4.802	6.534	10.535	135.245
产能/总股本	10.19	8.75	3.37	3.8	2.66
每股含铝价值（元）	15.16	13.02	5.01	5.65	3.96
目前股价（元）	20.78	22.45	12.30	16.61	19.64
溢价	37.07%	72.43%	145.29%	193.75%	396.20%

资料来源：Wind，西南证券研发中心

观点四、相较同业，估值稳健

目前电解铝行业整体的估值偏高，2009 年 PE 在 124x 到 491x 之间，平均为 302x，2010 年 PE 在 66.44x 到 245.50x 之间，平均为 125x，这反映了市场对电解铝价格快速回暖的预测。若参照目前行业最低的估值水平，中孚实业（600595）的股价应在 33.8 元到 56.5 元之间，但我们现阶段对电解铝行业特别是铝价仍然相对看淡，铝价回升是个趋势，但过程将较为漫长（我们对铝行业整体的观点可见前期行业研究报告）。因此，目前我们对中孚实业（600595）估值仍然相对保守，给予中孚实业（600595）2010 年 25x 的 PE，较行业最低值低 60%，较行业平均值低 80%，重申“买入”评级！暂时不调整目标价，若有进一步信息，我们不排除继续上调目标价的可能。

表 3：电解铝行业上市公司估值比较

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益 EPS		市盈率 PE	
			09E	10E	09E	10E
000612	焦作万方	22.45	0.18	0.30	124.72	74.83
000807	云铝股份	16.61	0.09	0.25	184.56	66.44
000831	关铝股份	12.30	0.03	0.11	410.00	111.82
601600	中国铝业	19.64	0.04	0.08	491.00	245.50
平均值					302.57	124.65

资料来源：西南证券研发中心

表 4：中孚实业（600595）盈利预测模型（2009-7-17 更新）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	3,021.53	5,113.88	6,471.02	5,382.00	8,550.00
营业成本	2,530.24	4,090.61	5,734.17	4,867.97	7,347.99
营业税金及附加	60.44	15.88	13.15	13.455	21.38
销售费用	29.19	25.89	29.44	37.674	59.85
管理费用	54.13	62.08	107.6	123.786	196.65
财务费用	91.33	109.33	112.76	107.64	171
资产减值损失	-3.91	21.1	-124.95	-4.03	0
投资净收益	2.13	7.49	-91.04	-19.97	0
营业利润	262.23	796.48	257.91	207.47	753.14
营业外收入	0.75	5.73	20.98	33.06	0
营业外支出	0.8	6.38	1.3	0.25	0
利润总额	262.17	795.82	277.59	240.28	753.14
所得税	84.64	255.92	104.97	72.08	188.28
少数股东损益	0.98	-8.39	-21.96	-10.07	0
净利润	176.55	548.29	194.58	178.27	564.85
总股本	657.26	657.26	657.26	657.26	657.26
EPS	0.39	0.88	0.30	0.27	0.86

资料来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	买 入	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中 性	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回 避	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>