

中国铝业(601600)

停产损失较大, 中期业绩低于预期

维持评级

原材料/有色金属

2009 年 8 月 26 日

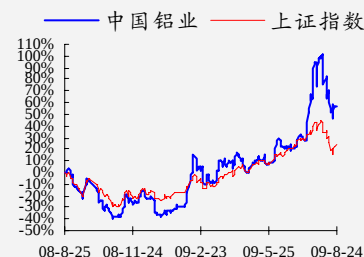
投资要点:

- 公司 2009 年上半年实现营业收入 279.85 亿元, 比上年同期减少 116.78 亿元, 同比下降 29.44%, 其中氧化铝板块销售总额为 96.58 亿元, 同比下降 41.26%, 电解铝销售额 197.37 亿元, 同比下降 17.41%, 铝加工板块营业收入 33.48 亿元, 同比下降 8.92%。公司上半年实现营业利润为-45.63 亿元, 净利润-35.22 亿元, 实现每股收益-0.26 元。
- 公司上半年业绩同比出现大幅度的下滑, 主要原因是由于氧化铝和电解铝价格大幅下跌以及公司上半年部分产能停产所致。
- 由于国家采取量化宽松的货币政策, 市场流动性充沛, 再加上国家 4 万亿投资的拉动, 电解铝的需求逐步恢复, 7 月份中国汽车产量继续保持在高位, 同比增长 50%左右, 房地产开发指数, 土地开发指数和销售指数继续稳步回升。由于中国旺盛的需求支撑, 我们预计房地产和汽车行业在下半年仍将保持较高的景气度, 电解铝的价格仍有望继续回升。
- 公司采取“一保二压三从紧”的降本方针, 全面加强公司成本管理, 实施全过程的降本, 2009 年公司产品的单位制造成本较上年同期均有所降低, 其中氧化铝制造成本降低了 15%, 电解铝制造成本降低了 20%左右。随着公司新建产能的投产以及直购电的推进公司单位产品成本有望进一步降低。
- 公司 8 月份预计就可以扭亏为盈, 但全年仍难摆脱亏损, 预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股盈利分别为-0.03 元、0.24 元和 0.51 元。考虑到公司是中国电解铝企业的龙头, 公司在海外的铝土矿资源未来也有可能进入上市公司, 因此维持公司谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	7,672,594	0.72	923	(99.91)	0.00	0.02	--	
2009E	6,392,709	-20.22	-36,964	-4105	-0.03	-0.67	--	
2010E	7,351,616	34.59	321,904	970	0.24	5.6	62.8	
2011E	8,454,358	21.18	694,132	115.63	0.51	11.02	295	

走势图



市场数据

2009-8-26

收盘价:	15.06 元
52 周最高价:	20.83 元
52 周最低价:	5.90 元
平均持仓成本:	14.61 元

基本数据

2009Q2

总股本 (万股):	1,352,449
流通 A 股 (万股):	958,052
每股收益 (元):	-0.26
每股净资产 (元):	3.81
每股经营现金流 (元):	0.10
市净率:	3.95

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

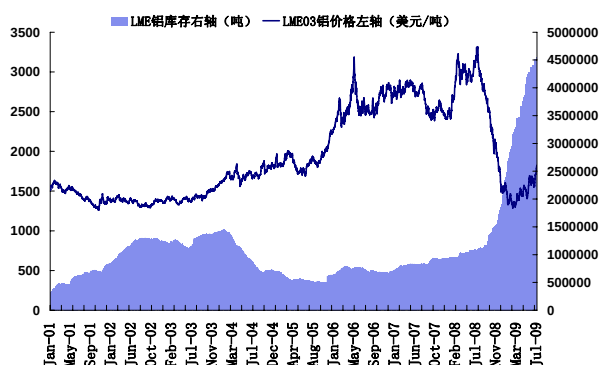
1. 铝价格稳步回升，公司业绩逐月好转

公司 2009 年上半年实现营业收入 279.85 亿元，比上年同期减少 116.78 亿元，同比下降 29.44%，其中氧化铝板块销售总额为 96.58 亿元，同比下降 41.26%，电解铝销售额 197.37 亿元，同比下降 17.41%，铝加工板块营业收入 33.48 亿元，同比下降 8.92%。公司上半年实现营业利润为-45.63 亿元，净利润-35.22 亿元，实现每股收益 -0.26 元。

公司上半年业绩同比出现大幅度的下滑，主要原因是由于氧化铝和电解铝价格大幅下跌以及公司上半年部分产能停产所致。今年上半年 LME 电解铝三月期货平均价格为 1457 美元/吨，同比下降了 49.0%，国内上海期货交易所 3 月期铝平均价格为 12195 元/吨，同比下降了 36.7%。

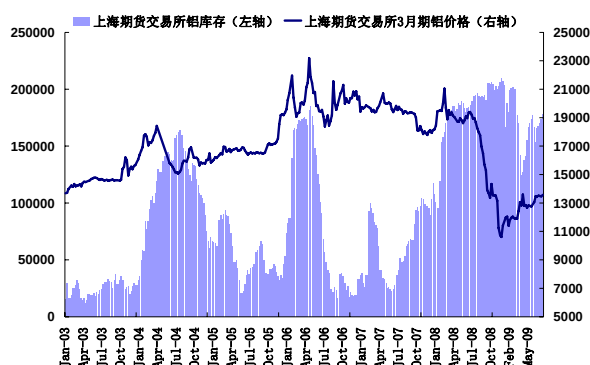
由于上半年电解铝和氧化铝价格维持在低位，公司部分产能停产，造成氧化铝板块产量出现了较大幅度的下降。公司 2009 年上半年氧化铝产量为 320 万吨，同比减少了 31.6%，化学品氧化铝产量 49 万吨，同比减少了 12.7%，电解铝和铝加工产品产量分别为 161 万吨和 19 万吨，分别同比增长 5.9%和 110.1%。

图 1.LME 3 月期铝价格和库存变化情况



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 2.上期所电解铝 3 月期货价格和库存变化情况



数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

从年初以来，由于国家收储和下游需求回暖，电解铝价格逐步回升，公司的盈利状况也逐月好转，公司一季度亏损 19 个亿左右，其中一月份亏损在 12 个亿左右。二季度公司亏损 16 个亿左右，随着电解铝价格的逐步回升，公司经营状况逐步好转，4 月份公司主营业务亏损在 6 个亿左右，5 月份为 4 个亿，6 月份减亏至 3 个亿。8 月份预计将实现扭亏为盈。

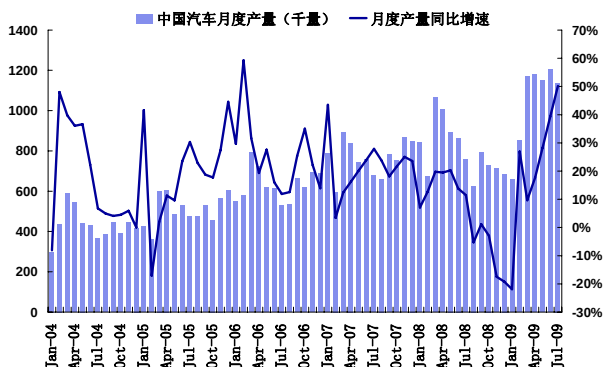
2. 下游需求回暖，下半年铝价仍将逐步回升

由于国家采取量化宽松的货币政策，市场流动性充沛，再加上国家 4 万亿投资的拉动，上半年电解铝的需求逐步恢复，虽然 LME 铝库存一直维持在历史高位，但铝价却已经逐步回到行业平均生产成本线附近。

上半年中国电解铝需求保持强劲，电解铝终端需求一半以上来之于汽车和房地产

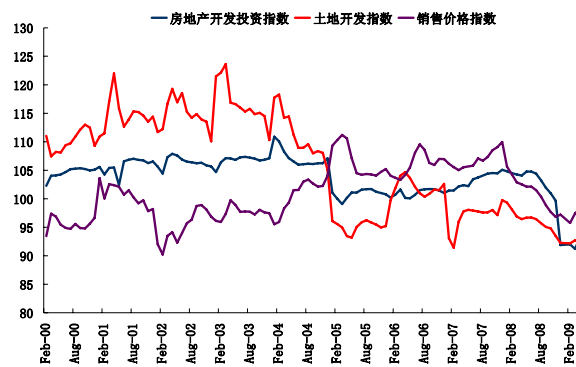
行业，7 月份中国汽车产量继续保持在高位，同比增长 50%左右，房地产开发指数，土地开发指数和销售指数继续稳步回升。由于中国旺盛的需求支撑，我们预计房地产和汽车行业在下半年仍将保持较高的景气度，电解铝的价格仍有望继续回升。

图 3. 中国汽车月度产量变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 4. 中国房地产指数变化情况



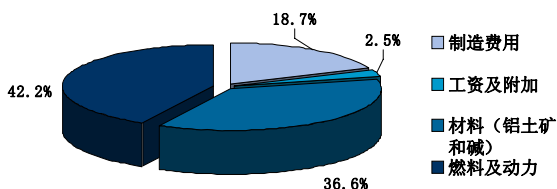
数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

3. 直购电和新增产能有望进一步降低公司成本

公司采取“一保二压三从紧”的降本方针，全面加强公司成本管理，实施全过程的降本，2009 年公司产品的单位制造成本较上年同期均有所降低，其中氧化铝制造成本降低了 15%，电解铝制造成本降低了 20%左右。上半年完成资本性支出 48.28 亿元，同比减少 51.1%。公司在供应上采取低库存战略，上半年氧化铝产品产销率达到了 100%，原铝产品产销率达到了 107%，截至 6 月底库存已较年初下降了 20 亿元。

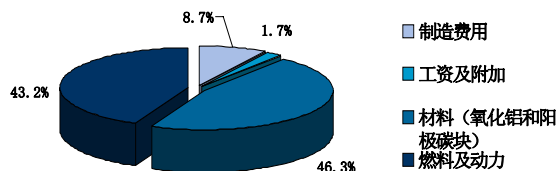
公司停产产能的生产成本较高，公司将逐步调整生产结构和布局，新增产能将靠近原料和燃料产地，从而降低原材料成本。继续抓紧推动新增产能的建设，由于新建产能的生产成本较低，随着这些产能的投产有助于降低公司单位产品的生产成本。

图 5. 公司氧化铝成本构成情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 6. 公司电解铝成本构成情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

公司将继续推进与发电企业直购电谈判的进程，目前公司的平均电价在 0.38 元/

度，争取到年底再降低电费 0.01 元/度，自有电厂发电电价降低 0.02 分/度。电力成本在电解铝生产成本中占了 42%左右，电价每降低 0.01 元，则电解铝成本将降低 135 元/吨左右。

虽然在目前电解铝行业低谷期公司继续扩张氧化铝产能的举动可能会引起一定的质疑，但我们注意到公司新建的这些产能的生产成本都比较低，我们认为只有不断的增加低成本的产能，提高生产线的技术水平降低成本才有可能在行业竞争中立于不败之地，而且中铝公司良好的信用使其具有较低的融资成本，在行业低谷期逆势扩张更有利于增强公司的竞争力。

4. 短期亏损不改行业长期向好趋势

中国电解铝行业目前的困境不仅仅是金融危机造成的，它也是电解铝行业产能长期盲目扩张造成的，从 1998 年以来中国电解铝产量一直保持高速增长，需求难以消化这么大的产能。

虽然目前电解铝库存仍然处于高位，产能过剩情况还比较严重，但是从长期来看中国对电解铝的需求仍将保持强劲，中国的城市化进程还远远没有结束，因此我们仍然看好电解铝行业长期的发展趋势，而中铝作为中国电解铝行业的龙头，受益将更为明显。

5. 盈利预测和评级

公司 8 月份预计便可扭亏为盈，但全年仍难摆脱亏损，预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股盈利分别为 -0.03 元、0.24 元和 0.51 元。考虑到公司是中国电解铝企业的龙头，公司在海外的铝土矿资源未来也有可能进入上市公司，因此维持公司谨慎推荐评级。

盈利预测

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,672,594.10	6,121,229.50	8,238,840.37	9,983,600.68
营业成本	6,986,463.20	5,711,890.63	7,209,600.92	8,486,400.69
营业费用	156,240.90	104,060.90	148,299.13	179,704.81
管理费用	237,057.70	159,151.97	222,448.69	269,557.22
财务费用	173,454.40	266,285.55	242,583.84	173,662.32
投资收益	30,515.70	30,000.00	30,000.00	30,000.00
营业利润	25,712.40	(24,050.56)	395,474.75	833,390.42
利润总额	12,481.50	(34,050.56)	390,474.75	828,390.42
所得税	(3,355.70)	(4,086.07)	58,571.21	124,258.56
净利润	15,837.20	(29,964.49)	331,903.54	704,131.86
归属母公司所有者的净利润	922.80	(36,964.49)	321,903.54	694,131.86
NOPLAT	252,713.57	213,166.79	542,349.80	855,994.84

资产负债表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	1,629,558.50	979,396.72	1,318,214.46	3,347,812.64
交易性金融资产	5,786.40	5,786.00	5,786.00	5,786.00
应收帐款	131,303.90	100,622.95	135,432.99	164,113.98
预付款项	105,823.80	117,247.58	131,666.78	132,515.42
存货	1,987,601.50	1,643,146.62	1,975,233.13	2,092,537.16
流动资产合计	4,248,698.70	3,177,233.98	3,975,676.57	6,216,629.53
非流动资产	9,304,053.20	9,907,703.30	10,131,699.75	10,311,444.63
资产总计	13,552,751.90	13,084,937.28	14,107,376.32	16,528,074.16
短期借款	1,418,820.20	1,902,648.07	226,872.52	0.00
应付帐款	434,393.00	328,629.32	414,798.96	488,258.67
预收款项	367,158.40	856,856.76	1,351,187.18	1,850,367.22
流动负债合计	3,845,082.80	4,517,432.18	3,330,363.32	3,583,126.71
非流动负债	3,687,986.90	2,553,859.19	4,495,844.27	6,098,373.23
少数股东权益	519,834.00	526,834.00	536,834.00	546,834.00
母公司股东权益	5,499,848.20	5,486,811.90	5,744,334.73	6,299,740.22
净营运资本	403,615.90	(1,340,198.21)	645,313.25	2,633,502.82
投入资本 IC	9,664,868.90	11,009,900.55	9,262,830.10	7,571,764.88

现金流量表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	15,837.20	(29,964.49)	331,903.54	704,131.86
折旧摊销	3,830,257.40	0.00	659,760.65	710,255.12
净营运资金增加	(332,260.50)	(1,743,814.11)	1,985,511.46	1,988,189.57
经营活动产生现金流	500,368.10	1,419,384.62	1,247,572.76	1,837,330.44
投资活动产生现金流	(2,220,449.40)	(1,061,056.00)	(871,000.00)	(871,000.00)

价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
P / E	25,300.00	(555.40)	63.78	29.58
EV / 收入	3.16	4.18	2.86	2.14
EV / EBITDA	6.02	30.36	18.19	12.43
EV / EBIT	121.84	105.75	36.99	21.20
EV / NOPLAT	96.02	120.17	43.52	24.94
EV / IC	2.51	2.33	2.55	2.82
P / B	3.73	3.74	3.57	3.26
Dividend Yield (%)	0.00%	-0.04%	0.31%	0.68%

每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
基本 EPS	0.00	(0.03)	0.24	0.51
每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
每股经营现金流	0.37	1.05	0.92	1.36
每股净现金流	0.53	(0.48)	0.25	1.50
每股净资产	4.07	4.06	4.25	4.66

流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
净负债 / 权益	0.40	0.66	0.28	(0.10)
总负债 / 总资产	55.58%	54.04%	55.48%	58.58%
流动比率	1.10	0.70	1.19	1.73
速动比率	0.59	0.34	0.60	1.15

财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
盈利能力				
毛利率	8.94%	6.69%	12.49%	15.00%
营业利润率	0.34%	-0.39%	4.80%	8.35%
净利率	0.01%	-0.60%	3.91%	6.95%
净资产收益率	0.02%	-0.67%	5.60%	11.02%

偿债能力	2008A	2009E	2010E	2011E
流动比率	1.10	0.70	1.19	1.73
速动比率	0.59	0.34	0.60	1.15
资产负债率	55.58%	54.04%	55.48%	58.58%

成长能力	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率	0.72%	-20.22%	34.59%	21.18%
营业利润增长率	-98.23%	-193.54%	-1744.35%	110.73%
净利润增长率	-99.91%	-4105.69%	-970.85%	115.63%
净资产增长率	-5.05%	-0.24%	4.69%	9.67%

营运能力	2008A	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	81.41	52.79	69.80	66.66
存货周转率	4.19	3.15	3.98	4.17

融资活动产生现金流	2,438,775.60	(1,008,490.40)	(37,755.02)	1,063,267.74	总资产周转率	0.67	0.46	0.61	0.65
现金净增（减）	718,694.30	(650,161.78)	338,817.74	2,029,598.18					

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209