

有色金属行业

中孚实业(600595)

评级: 增持

研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

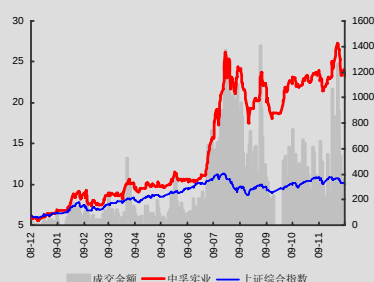
中孚实业(600595):

成本优势做保障, 产能扩张的同时提高产品附加值

投资要点:

- **近年来积极实现铝电产业链的拓展。**近年来公司为实现铝电产业链的拓展, 进行了一系列的收购、增资工作, 目前公司已经拥有较完善的产业链, 电解铝产能42万吨, 而林丰铝电正在投资建设高科技铝电工业园, 预计建成后, 中孚实业的电解铝产能将提升至67万吨。
- **公司成本优势明显。**公司电解铝生产用电主要通过旗下子公司和大股东提供, 未来几年公司电力自给率将达到100%, 且未来电力供应能够满足公司电解铝生产能力的快速增长。此外, 公司氧化铝主要由境外长单、国内长单和国内现货组成, 其中长单为主。总的来看, 公司电解铝综合生产成本上升有限。
- **进入铝深加工行业以谋求更高的产品附加值。**公司近年来大力投资进入铝加工行业以抵御单一产品的市场风险, 包括用自筹资金投资建设银湖铝业年产6万吨铸轧板工程、年产2万吨板带箔工程, 项目部分投产; 募集资金投资建设开工30万吨高性能铝合金特种铝材项目, 包括铝板带材22万吨/年、铝合金中厚板8万吨/年, 项目将在三年内分期分布建设完成。我们认为, 此举将大幅提升公司铝深加工, 尤其是下游中高档铝加工产品的生产能力, 提高市场竞争能力。
- **行业需求好转, 而上升的成本将在中长期支撑铝价。**从目前国内外的铝行业需求来看, 近期出现了较快的回升, 我们预计明年全球铝需求将会出现较快的回升。另一方面, 虽然产能过剩抑制铝价上涨, 但目前电解铝行业平均成本为13500元/吨左右, 考虑到人民币的升值及碳定价成本的提高, 预计明年生产商成本将进一步提高, 而上升的成本将在中长期支撑铝价。
- **投资建议:** 预计公司2009-2011年分别实现每股收益0.55元、0.99元和1.53元, 对应PE分别为42倍、23.3倍和15.1倍, 低于行业估值平均水平, 且从吨铝市值、每股含铝价值来看, 公司相对其他铝上市企业相对低估。我们认为未来两年公司产能增加和业绩增速较为明显, 给予公司“增持”评级。
- **风险:** 铝土矿和电解铝价格大幅波动对公司成本的影响; 产能释放速度严重低于预期。

中孚实业与上证走势对比图:



近期报告:

《辰州矿业(002155)积极开拓资源, 等待含苞待放时》2009年11月4日

《有色金属行业: 黄金方向的选择?》2009年9月21日

《中金岭南(000060)冶炼产能提升的同时, 资源保障能力大幅提高》2009年8月26日

《厦门钨业(600549)主业稳步发展, 能源新材料业务成盈利新亮点》2009年7月29日

1、公司近年来为产业链拓展布局

1.1 通过各种方式实现产业链拓展

- 目前公司主营业务集中于电解铝领域，近年来公司为实现铝电产业链的拓展，进行了一系列的收购、增资工作，包括先后完成了对银湖铝业、中孚电力的增资，收购欧凯实业、林丰铝电股权，出资设立中孚热力、中鑫实业和中孚贸易等。

表 公司旗下子公司及控股、参股公司

权益		
深圳市欧凯实业	100%	进出口业务
河南中孚炭素	51.01%	生产销售自产的炭素系列产品
河南银湖铝业	100%	铝板、铝箔、铝带生产、销售
河南中孚热力	100%	城市供热
林丰铝电	100%	铝锭、氧化铝粉
津和电力器材	51%	电工园铝杆
林丰铝材	100%	铝加工产品销售
河南中孚电力	45.97%	外商投资、火力发电销售
河南中鑫实业	15%	洁净煤燃烧技术的电力生产、销售；电解铝、铝型材及炭素及制品的销售
上海中孚贸易	90%	电解铝及型材、碳素的销售及进出口业务
林州振鑫机械铸造有限公司	100%	铸钢、铸铁、铸铝、铝加工、机械安装

来源：公司公告，日信研究

- **自筹资金项目完善产业链。**公司近年来大力投资进入铝加工行业，抵御单一产品的市场风险，目前这些自筹资金项目均进展顺利。银湖铝业年产6万吨铸轧板工程近期已经投产，该项目直接将铝液加工成冷轧所需坯料，省去多道工序，能够最大限度降低生产成本，从而提升销售产品的毛利率；年产2万吨板带箔工程也正在建设，相信年内也将投产。

表 自筹资金项目情况

项目名称	预算数(亿元)	工程投入占预算比例(%)	工程进度(%)	资金来源
中孚实业铝加工项目	20.69	95	95	自筹
银湖铝业年产6万吨铸轧板及年产2万吨板带箔工程	1.5	53	50	自筹
中孚热力供热工程	1	4	5	自筹
中孚炭素扩建工程	1.9	126	100	自筹
林丰铝电铝加工项目	7.8	45	70	自筹

来源：公司公告

- **定向增发拟建设30万吨高性能铝合金特种铝材项目。**2009年3月公告，公司拟非公开发行股票，募集资金投资建设开工30万吨高性能铝合金特种铝材项目，包括铝板带材22

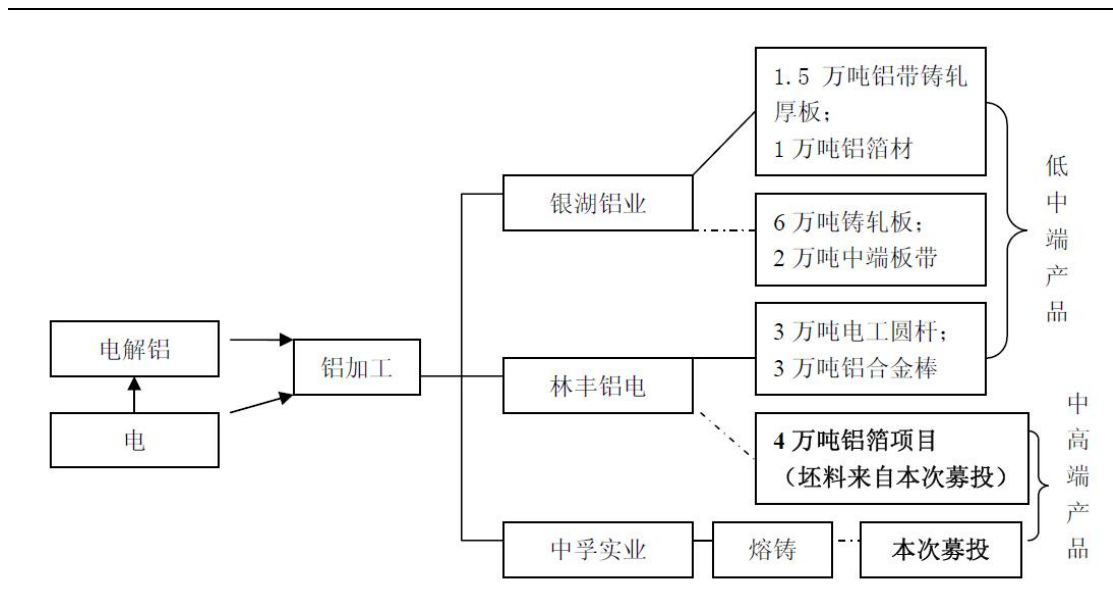
万吨/年、铝合金中厚板8万吨/年，项目将在三年内分期分布建设完成。我们认为，此举将大幅提升公司铝深加工，尤其是下游中高档铝加工产品的生产能力，提高市场竞争能力。

表 定向增发项目

序号	产品名称	产能(吨)	技术水平	主要用途
1	厚板（属于中厚板）	55,000	GBn169-82	交通运输
	铝合金板材	20,000	GB/T3880-1997	
	铝合金带材	60,000	GB/T8544-1997	
2	幕墙板	20,000	YS/T429.1-2000	建筑装饰
	装饰板材	20,000	YS/T432-2000	
3	预拉伸板（属于中厚板）	25,000	GBn169-82	特种设备
4	铝箔坯料	60,000	GB/T8544-1997	生产单、双零箔
5	PS版铝板基材	20,000	YS/T421-2000	印刷耗材
6	防盗瓶盖料	20,000	YS/T91-2000	铝制瓶盖
合计		300,000 吨（含中厚板 80,000 吨）		

来源：公司公告，日信研究

图 公司未来产业布局



来源：公司公告

1.2 产能扩张

- 近年来公司电解铝生产规模通过新建和收购两种方式得到快速扩张，目前拥有 5 个系列的电解槽，其中本部为 70KA 和 320KA，林丰铝电为 75KA、80KA 和 200KA 三个，合计电解铝产能为 42 万吨。

表 公司电解铝产能

电解铝产能（万吨）	
中孚实业	31
70KA	4.5
320KA	26.5
林丰铝电	11
75KA	0.8
80KA	2
200KA	8.2
合计	42

- 根据 2007 年 11 月，国家发改委公告的《铝行业准入条件》，（1）新增生产能力的电解铝项目，必须经过国务院投资主管部门核准。近期只核准环保改造项目及国家规划的淘汰落后生产能力置换项目；报请核准的电解铝淘汰落后生产能力置换项目及环保改造项目，必须采用 200KA 及以上大型预焙槽工艺；（2）力争在“十一五”末期电解铝行业全部采用 160KA 以上大型预焙槽冶炼工艺。结合《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》，我们认为，中孚实业位于本部的 70KA 和林丰的 75KA 和 80KA 三个系列电解槽属于被淘汰的小型预焙槽，我们预计公司对于这些电解槽都会选择生产能力置换，先期可能将林丰 75KA 和 80KA 两个系列进行置换，按照等量置换的原则和行业准入条件的规定，我们认为未来这两个系列合并的生产能力获得大幅提升，若仅考虑采用 200KA 系列电解槽该两系列置换后合并产能就将提升至 8 万吨左右。
- 此外，2008 年林丰铝电计划投资 100 亿元在林州市经济开发区打造高科技铝电工业园：一期投资 25 亿元的年产 25 万吨高性能铝合金项目开工建设，项目将采用国内首创的新型曲面阴极结构技术、烟气余热综合利用技术及新型两端逆流干法净化技术；二期工程再建 25 万吨高性能铝合金项目；三期工程建设 30 万吨铝精深加工项目，开发镁铝合金板等高端加工产品。根据公开资料显示，到目前为止，公司已累计完成 12 亿元的投资，25 万吨的高性能铝合金项目一工段的电解槽已有 95% 安装到位，正在进行后续安装和设备联动调试工作，该项目采用 400KA 电解槽，预计建成后，中孚实业的电解铝产能将提升至 67 万吨。

2、公司成本优势有保障

2.1 电价成本低，且供应充足

- 在电解铝生产过程中，电力成本约占总成本的 35% 左右，按 2008 年国内电解铝行业的平均吨铝耗电量约为 14323 千瓦时/吨计算，电价每提高 1 分钱，吨铝综合生产成本将提高 143 元。
- 中孚实业其电解铝生产用电主要通过旗下子公司中孚电力和大股东豫联集团提供。
（1）目前中孚实业关联企业合计的发电机组规模达 1080MW，现有电解铝生产能够实现用电完全自给，无须外购网电，若按自备电厂机组年发电 7000 小时计算，能够满足 52

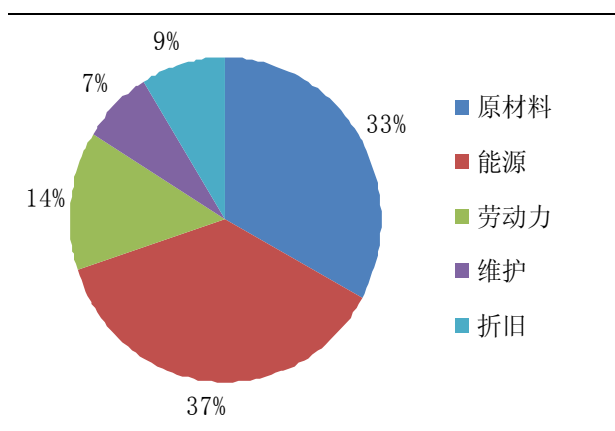
万吨电解铝生产的需求，同时也能够抵御自然灾害引发的停电停产的发生；

(2) 林丰铝业下的优创热电 $2 \times 55\text{MW}$ 电力机已于 2008 年关停，林州市正在全力建设 $2 \times 300\text{MW}$ 的热电机组，据了解，220 千伏红晋线路已于今年 8 月投运，为林丰铝业新增 25 万吨电解铝配套电网，500 千伏安阳西输变电工程将于今年年底前投入运行，届时林丰铝业电力供应将完全有保障；

(3) 中孚电力第二台 300MW 机组也将于年内投产，同时大股东豫联集团正在和大唐集团筹建大唐巩义豫联 $2 \times 1000\text{MW}$ 机组，大唐林州 $2 \times 300\text{MW}$ 机组，两个项目目前都进展顺利，完成了一些招标工作，未来中孚实业关联企业能够提供的权益发电机组规模可达 2500MW 左右，完全能够满足公司电解铝生产能力的快速增长。

- 由于公司的电解铝技术在行业内处于领先水平，公司的吨铝电耗低于 13500 度/吨；中孚实业与关联企业签订的 2008 年供电合同电价仅为 359.8 元/千度（含税），与网电相比便宜 82.2 元/千度，仅比去年电价提升 3.83 元/千度，电力成本比其他电解铝上市公司具有较大优势。
- 11 月 20 日，发改委宣布调整电价，全国销售电价平均上调 2.8 分，其中部分区域的上网电价进行有升有降的结构性调整。按照销售电价上调 2.8 分计算，电解铝行业平均生产成本上升约 401 元/吨左右，即成本上升约 3.3% ，因中国铝业、中孚实业和焦作万方因自备电厂供给比例较高，所受的成本压力较小，将低于行业的平均水平。

表 电解铝成本构成



来源：发改委，日信研究

表 2009 年 11 月调整后全国各省平均销售电价

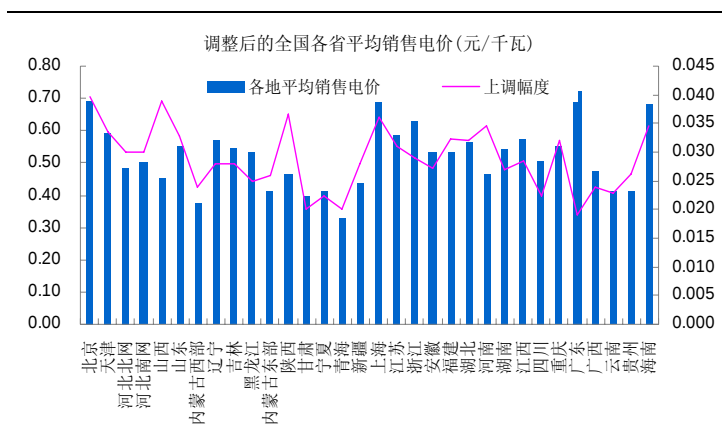


表 电解铝冶炼能耗

	2006	2007	2008
铝锭综合交流电耗 (千瓦时/吨)	14671	14488	14323
氧化铝 (千克/吨)	1930	1930	1922
阳极消耗 (千克/吨)	499	481	483
氟化盐 (千克/吨)	26	25	24

表 铝上市企业电力成本对比

	中国铝业	云铝股份	中孚实业	焦作万方
	601600	000807	600595	000612
平均电价(元/千瓦)	0.39	0.41	0.3636	0.33
自备电厂比例(%)	50%	0%	100%	56%
单耗电(千瓦/吨)	14200	14000	13500	13800
单位电力成本(元/吨)	5538	5740	4908.6	4554
电价上调对单位电力成本影响(%)	1.4%	1.1%	0%	2.1%

来源：日信研究

2.2 氧化铝长单锁定价格

- 在电解铝生产过程中，氧化铝的成本一般要占到 40%左右，按照 2008 年国内电解铝行业的平均吨铝耗氧化铝量约为 1922 千克/吨计算，氧化铝每提高 100 元/吨，吨铝综合生产成本将提高 19220 元。
- 公司氧化铝来源主要由境外长单、国内长单和国内现货组成。本部方面，公司境外长单约有 45 万吨/年，以 LME 铝价的 16.8%作价，此长单与中铝氧化铝报价差别不大，不具备价格优势，公司有意推迟该合约的执行，加大国内现货采购，公司另有中铝长单 10 万吨/年，以上海期交所铝价的 16.5%作价；林丰铝电与中铝签有 6 万吨/年长单，现货方面主要用山东非中铝系产品。
- 此外，公司拥有 15 万吨碳素生产能力，电解铝综合生产成本上升有限。

表 2008 年公司采购原料情况

原料供应商	原材料	采购价格	占同类交易金额的比例	与公司关系
河南豫联能源集团	购电	0.3628元/度	11%	控股股东
河南中孚电力	购电	0.3628元/度	52%	参股公司
河南有色汇源铝业	购买氧化铝	3312元/吨	14%	控股股东的参股公司的子公司

来源：公司公告，日信研究

3、行业需求在好转，而上升的成本将在中至长期支撑铝价

- **行业需求好转。**从目前我国铝行业的产量和产能利用率及下游需求来看，近期出现了较快的回升；从全球范围来看，近期铝库存下降较快，我们预计明年全球铝需求将会出现较快的回升。
- **产能过剩抑制铝价上涨，但上升的成本将在中长期支撑铝价。**尽管行业需求好转，但是我国仍有大量的过剩产能，这是个不争的事实，而近期电解铝价格的上涨也刺激了许多厂商重新启动产能，这在一定程度上抑制了铝价上涨。但另外一方面，电价上调后我国外购电力的电解铝厂商的生产成本为14000-14350元/吨（折合2050-2100美元/吨），而自供电的电解铝厂商生产成本为12640-13000元/吨，考虑到人民币的升值及碳定价成本的提高，预计明年生产商成本将进一步提高，而上升的成本将在中长期给予铝价强劲的支撑。

表我国房屋施工面积累计增速与原铝产量增速对比



图 我国电解铝行业产量及产能利用率情况

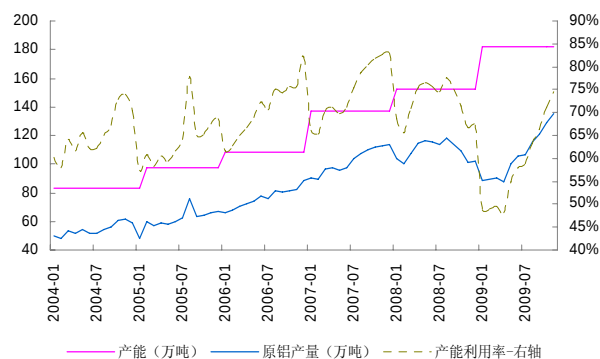


图 世界原铝日均产量

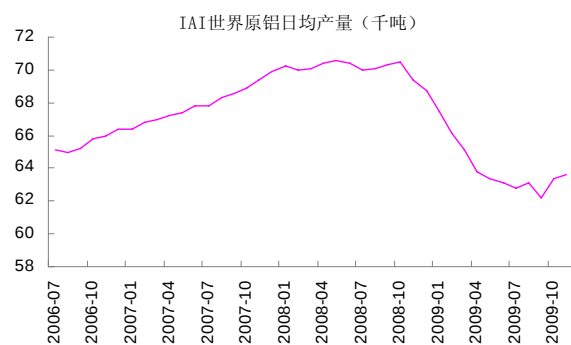
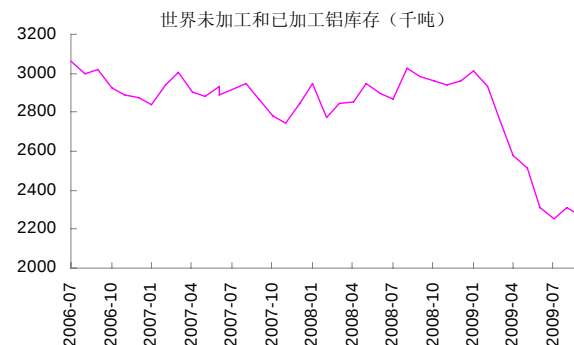


图 世界未加工和已加工铝库存



来源：日信研究

表 全球铝供需情况预测

单位: 千吨	2008	2009E	2010E	2011E
全球产量	37104	34653	38898	41700
YOY%	-0.8	-6.6	12.2	7.2
全球产能	43691	46032	51963	53810
YOY%	7.3	5.4	12.9	3.6
全球消费量	39823	366779	39747	42583
YOY%	4.7	-7.6	8.1	7.1
供需平衡	2719	2176	849	983

来源：麦格理

4、公司盈利情况分析

- 预测公司2009-2011年的铝产品综合产量分别为40万吨、60万吨、70万吨，预计公司2009-2011年分别实现每股收益0.55元、0.99元和1.53元，对应PE分别为42.5倍、23.6倍和15.3倍，低于行业估值平均水平从吨铝市值、每股含铝价值来看，公司相对其他铝上市企业相对低估。

- 我们认为未来两年公司产能增加和业绩增速较为明显，给予公司“增持”评级。

表 公司营业收入及同比增速预测

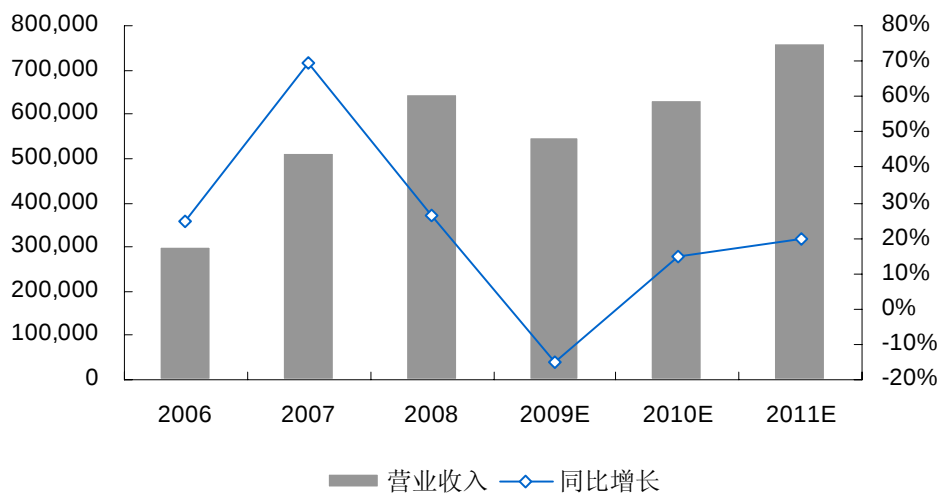


表 公司净利润及同比增速预测

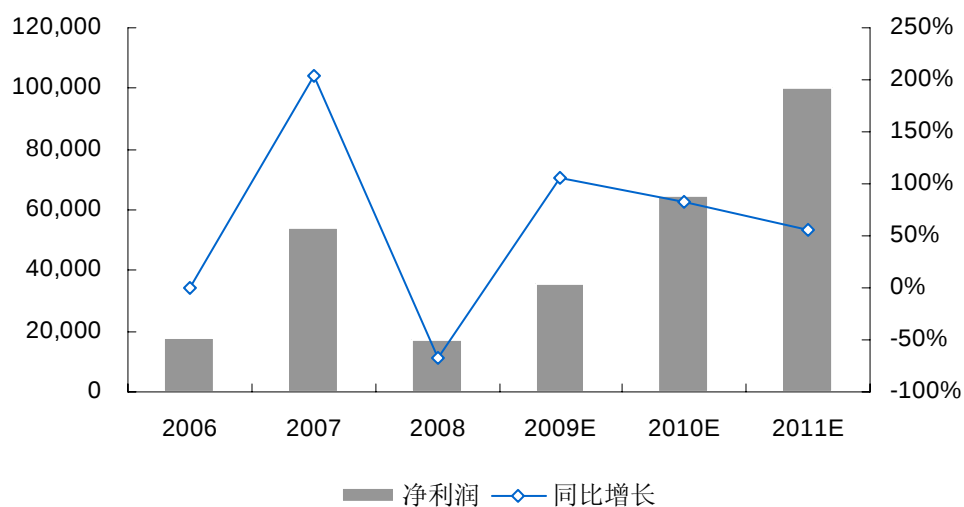


表 公司三费率情况

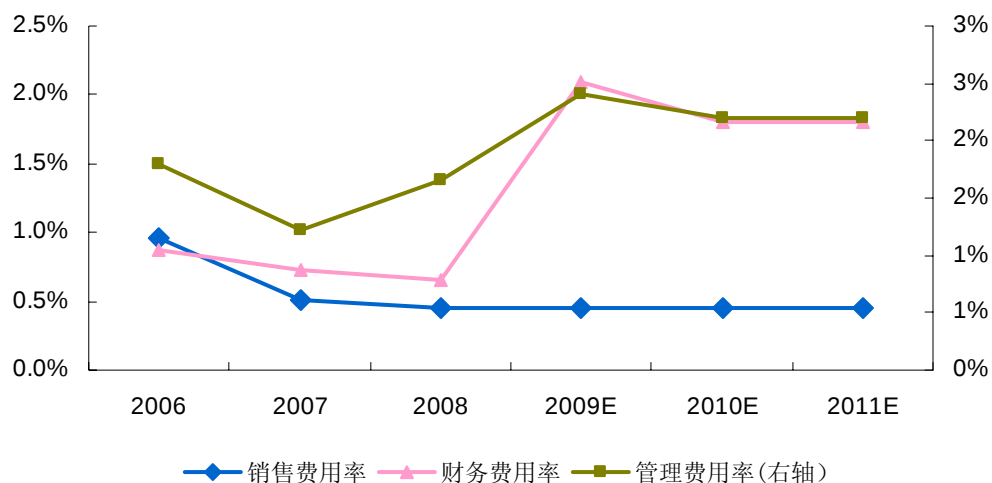


表 公司2010年EPS对铝价及林丰铝电新产能投产率敏感度分析

铝价 (元/吨) / 新产能投产率	0%	20%	40%	60%	80%	100%
13800	0.75	0.83	0.91	1.05	1.19	1.33
14200	0.76	0.86	0.97	1.12	1.28	1.40
14600	0.78	0.90	1.08	1.20	1.33	1.43
15000	0.83	1.02	1.20	1.31	1.41	1.52
15400	0.92	1.15	1.29	1.38	1.50	1.65
15600	1.05	1.23	1.48	1.52	1.63	1.79

表 主要铝企业估值对比

	中国铝业	云铝股份	中孚实业	焦作万方
代码	601600	000807	600595	000612
产能	360	40	67	42
总股本(亿股)	135.24	11.84	6.57	4.80
毛利率	2007	24.89%	15.49%	20.01%
	2008	8.94%	9.22%	11.39%
	2009H	-7.19%	8.12%	9.08%
吨铝市值(元/股)	52971	39071	23465	28033
每股含铝价值(元/股)	4.21	5.34	16.11	13.82
股价(2009-12-22)	14.100	13.200	23.920	24.520
溢价	235.26%	147.29%	48.51%	77.42%

利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
EPS	0.13	0.55	0.99	1.53
营业收入	6471	5500	6325	7591
营业成本	5734	4785	5187	5921
营业税金及附加	13	4	9	11
销售费用	29	25	28	34
销售费用率	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
管理费用	108	132	139	167
管理费用率	1.66%	2.40%	2.20%	2.20%
财务费用	43	116	114	137
财务费用率	0.66%	2.10%	1.80%	1.80%
资产减值损失	125	-4	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	-91	-20	0	0
营业利润	258	422	845	1318
加：营业外收入	21	50	20	20
减：营业外支出	1	1	2	2
利润总额	278	471	863	1336
所得税	105	118	216	334
所得税率	37.81%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	173	354	647	1002
少数股东损益	-22	-8	-3	-3
归属母公司净利润	195	362	650	1005

现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	195	362	650	1005
所得税支出	105	118	216	334
折旧和摊销	176	195	198	203
营运资本变动	(97)	(82)	(20)	(20)
其他	564	54	46	43
经营现金流	943	646	1090	1565
资本支出	(824)	(675)	(824)	(877)
投资收益	0	32	42	43
资产变卖	0	9	0	0
其他	0	0	0	0
投资现金流	(824)	(643)	(782)	(834)
发行股票				
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(199)	(125)	(162)	(183)
其他融资现金流	325	626	(176)	(624)
融资现金流	126	501	(338)	(807)
现金及现金等价物净增加额	0	504	(30)	(76)

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	921	1425	1480	1496
存货	699	853	793	821
应收账款	55	62	185	223
其他流动资产	673	1081	1485	1472
流动资产	2348	3421	3943	4012
固定资产	3793	4226	4873	4852
长期股权投资	376	543	551	554
无形资产	134	141	142	142
其他长期资产	1492	1847	1329	1345
非流动资产	5795	6750	6895	6893
资产总计	8143	10171	10838	10905
短期借款	1883	1897	2004	2016
应付账款	1226	1148	1129	1230
其他流动负债	2611	2696	2677	2584
流动负债	5720	5741	5810	5830
长期负债	15	1600	1580	1490
其他长期负债	0	223	220	210
非流动性负债	15	1823	1800	1700
负债合计	5735	7564	7610	7530
股本	657	657	657	657
资本公积	579	583	431	441
股东权益合计	2347	2556	3173	3319
少数股东权益	61	51	55	56
负债股东权益合计	8143	10171	10838	10905

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
增长率(%)				
营业收入	26.54	-15.00	15.00	20.00
营业利润	-67.62	63.78	99.95	56.02
净利润	-68.03	104.81	82.99	54.85
利润率(%)				
毛利率	28.30	13.00	18.00	22.00
EBIT Margin	5.81	10.67	15.44	19.40
EBITDA Margin	8.53	12.12	16.77	20.27
净利率	4.85	6.43	10.23	13.20
回报率(%)				
净资产收益率	7.17	13.56	20.04	29.68
总资产收益率	2.12	3.48	5.97	9.19
其他(%)				
资产负债率	70.43	74.37	70.22	69.05
股息率	1.29	0.81	1.05	1.19

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。