

中国铝业（601600） 铝

—铝行业的龙头企业

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 12.34 元

投资要点:

- 公司是中国最大的氧化铝生产商和原铝生产商，2008 年氧化铝产量 902 万吨，位居全球第二。截止到 2009 年底，中铝的氧化铝产能为 1127 万吨，占全国氧化铝产能 3200 万吨的 35.22%；电解铝产能为 365 万吨，占全国电解铝产能 1950 万吨的 18.72%。
- 公司资源占有量较多，铝土矿自给率高，具有可持续发展能力。截至 2009 年底，中国铝业铝土矿控制资源量已达 7 亿多吨，占中国已探明的铝土矿资源量的 25%以上。按现有的供矿结构，可以支持现有氧化铝规模生产 30 年以上。目前，公司生产所需铝土矿约 50%为自产，随着产量的增加，铝土矿的自给率将进一步提高到 60%左右。
- 公司公告预计 2009 年净利润将为亏损。主要原因为：受国际金融危机的影响，2009 年国内外相关行业对铝的需求大幅减少，加上产能过剩，导致铝价于 2009 年上半年低位运行，上半年公司原铝销售均价只有 10874 元（不含税）。公司产能利用率处于较低水平，上半年氧化铝开工率为 66.9%，电解铝开工率为 83.4%。因此，2009 年上半年公司业绩出现了较大幅度的亏损。针对严峻的市场形势，公司采取了积极有效的控亏增盈措施，2009 年下半年随着经济形势的逐渐回暖，亏损势头得到了有效遏制，但依然无法弥补 2009 年上半年的亏损，因此，2009 年全年业绩预计为亏损。
- 结合公司 09 年上半年主要产品的产量和目前的开工率，我们预测公司 09 年氧化铝、电解铝和铝加工的产量分别约为 790 万吨、340 万吨和 45 万吨。随着经济带复苏以及下游房地产和汽车数据转好，2010 年公司主要产品的开工率将有望维持在高位，我们预测公司 10 年氧化铝、电解铝和铝加工的产量分别约为 1000 万吨、350 万吨和 60 万吨。
- 我们预计公司 2009-2011 年的每股收益值分别为-0.23、0.16 和 0.34 元，对应 10 年、11 年动态市盈率为 77.12 和 36.29 倍。仅从估值角度来看，目前公司股价略有高估，不具备任何投资优势。但考虑到公司占有的充足的铝土矿资源、公司在铝行业的无可替代的龙头地位以及结构调整中存在的外延扩张的机会，我们给与公司推荐评级。

2010 年 2 月 2 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	19.93/7.79
上证指数/深圳成指	2934.71/11912.93
50 日均成交额(百万元)	540.62
市净率(倍)	3.13
股息率	0.41%

基础数据

流通股(百万股)	7875.27
总股本(百万股)	13524.49
流通市值(百万元)	100330.95
总市值(百万元)	172301.98
每股净资产(元)	4.07
净资产负债率	136.97%

股东信息

大股东名称	中国铝业公司
持股比例	38.56%

52 周行情图

相关研究报告

- 《国元证券公司研究-中国铝业 601600 公司点评:—三季报点评》，2008-10-27
- 《国元证券公司研究-中铝集团注资力拓点评》，2009-2-13
- 《国元证券公司研究-中国铝业 601600 公司点评:—2008 年报点评》，2009-3-30

联系方式

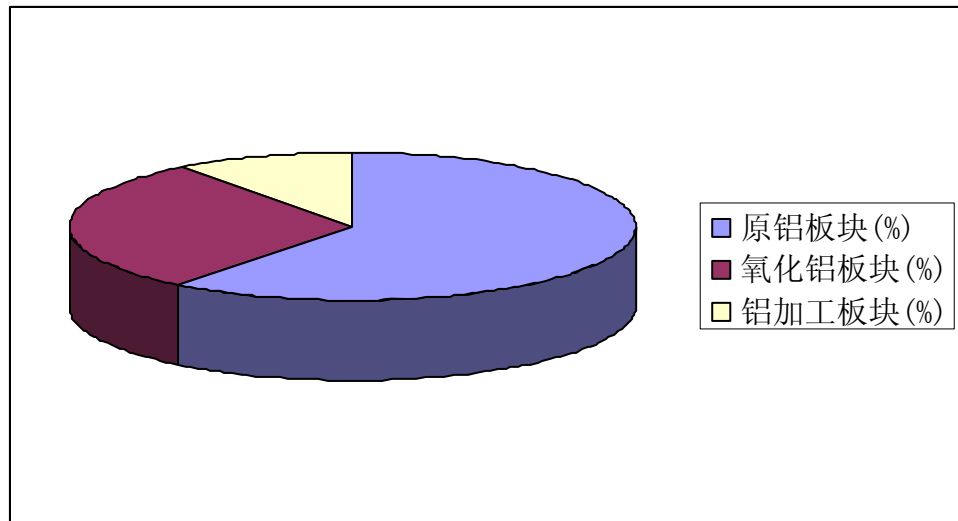
研究员:	姚春雷
电 话:	021-51097188-1855
电 邮:	
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

一、 公司生产经营情况分析

中国铝业是中国最大的氧化铝生产商和原铝生产商，2008 年氧化铝产量 902 万吨，位居全球第二。截止到 2009 年底，中铝的氧化铝产能为 1127 万吨，占全国氧化铝产能 3200 万吨的 35.22%；电解铝产能为 365 万吨，占全国电解铝产能 1950 万吨的 18.72%。公司与其国际可比公司相比，其成长性显著。与 Alcoa（美铝）相比，从原铝业务来看，中国铝业通过收购兼并使原铝业务低成本飞速发展，2001 年至 2008 年原铝产量的复合增长率为 26%；而美铝的原铝产量增长缓慢，2001 年至 2008 年复合增长率仅为 2%。氧化铝业务的增长速度也明显快于美铝，中铝和美铝 2001-2008 年氧化铝产量的复合增长率分别为 12%和 5%。

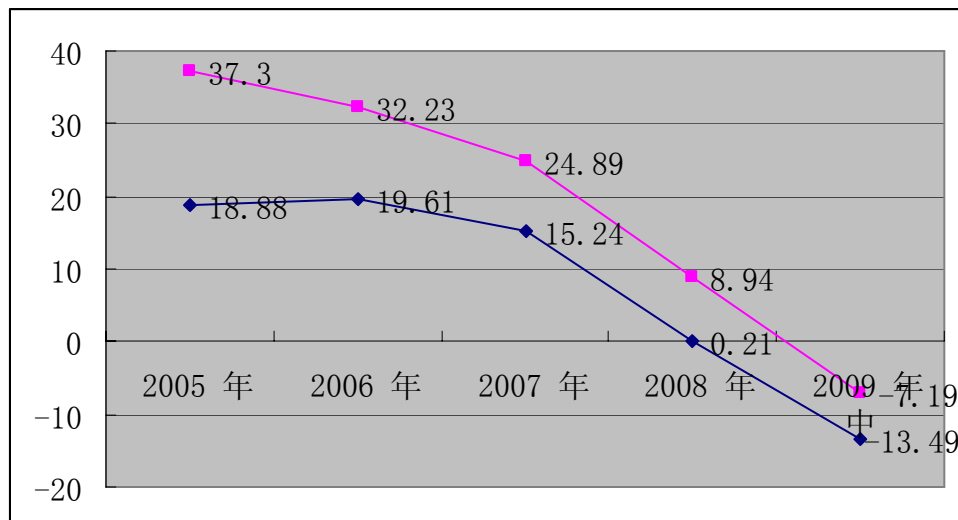
公司公告预计 2009 年净利润将为亏损。主要原因为：受国际金融危机的影响，2009 年国内外相关行业对铝的需求大幅减少，加上产能过剩，导致铝价于 2009 年上半年低位运行，上半年公司原铝销售均价只有 10874 元（不含税）。公司产能利用率处于较低水平，上半年氧化铝开工率为 66.9%，电解铝开工率为 83.4%。因此，2009 年上半年公司业绩出现了较大幅度的亏损。针对严峻的市场形势，公司采取了积极有效的控亏增盈措施，2009 年下半年随着经济形势的逐渐回暖，亏损势头得到了有效遏制，但依然无法弥补 2009 年上半年的亏损，因此，2009 年全年业绩预计为亏损。

图表 1、公司 09 年中期收入构成



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

图表 2、公司近三年一期销售净利率和毛利率情况



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

公司在第三季度扭亏为盈，第三季收入 171 亿元，同比下降 10.7%；第三季度实现净利润 2126 万元。第四季度，随着市场形势好转，电解铝价格出现较大幅度上涨，目前公司电解铝和氧化铝价格分别为 17300 元/吨、3000 元/吨，较上半年有 30% 以上的增长。截止 09 年底公司氧化铝开工率是 91.25%，比上年提高 31.5 个百分点；电解铝开工率是 88%，比上年提高 17 个百分点。预计公司四季度的业绩将继续好转。

结合公司 09 年上半年主要产品的产量和目前的开工率，我们预测公司 09 年氧化铝、电解铝和铝加工的产量分别约为 790 万吨、340 万吨和 45 万吨。随着经济带复苏以及下游房地产和汽车数据转好，2010 年公司主要产品的开工率将有望维持在高位，我们预测公司 10 年氧化铝、电解铝和铝加工的产量分别约为 1000 万吨、350 万吨和 60 万吨。公司于 2009 年 7 月宣布计划向包括共同基金、券商、保险公司和合格境外投资者在内的不超过 10 家机构投资者增发不超过 10 亿人民币 A 股，该计划仍有待证监会批准。公司将在获批后的六个月之内进行增发，新股将有 12 个月的锁定期。公司表示募集资金将用于多个生产项目，包括预计在 2010 年投产的 80 万吨重庆氧化铝项目、预计在 2011 年投产的 80 万吨山西氧化铝项目以及预计在 2011 年投产的 70 万吨河南铁矿石加工厂。此外，公司在遵义投资的 80 万吨氧化铝项目也将于 2010 年底投产，这样到 2011 年公司的氧化铝产能将从现有的 1127 万吨扩张到 1400 多万吨，将使公司的现有产能提高 24.22%。

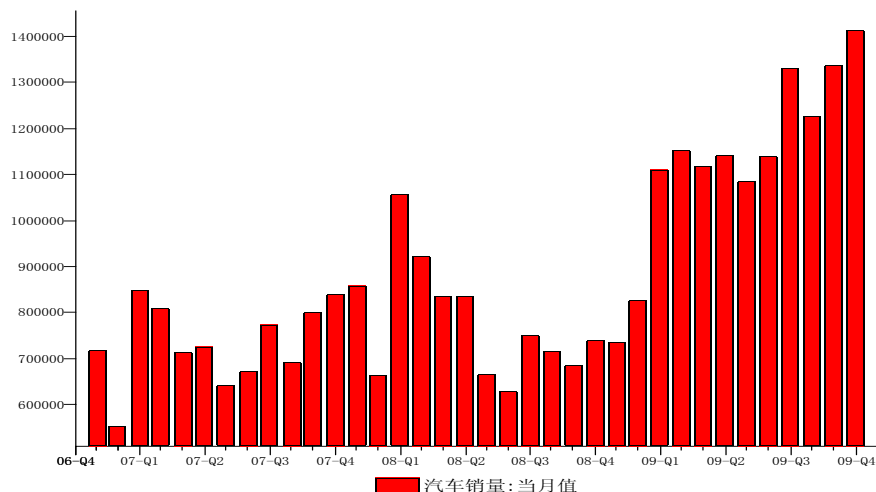
2010 年公司工作重点是压缩费用，向科技和管理要效益。主要措施有六个方面，一是优化铝土矿资源配置。公司将继续加快矿山建设，提高铝土矿自采量，从源头资源供给上支持公司的发展。二是充分发挥集中采购的优势，努力降低原材料成本。三是继续优化生产工艺技术，改进技术，降低氧化铝综合能耗，电解铝物耗、电耗。第四压缩费用，第五优化库存结构，第六优化投资结构。保障生产经营的稳定性和安全性，继续加快新技术开发和成熟技术的推广工作。在氧化铝方面实行流程优化和工艺创新，在电解铝方面以节能降耗为目的，开展电解槽新型节能技术的推广和应用。提高电流效率，降低直流电耗。在铝加工方面，加快新材料、新产品开发，提高铝材成品率和附加值，扩大高端铝材市场占有率。

二、 2009 年铝行业市场环境和 2010 年展望

从西方国家来看，铝消费量的 26% 用于交通运输，22% 用于建筑，22% 用于包装，三者合计占其总量的 70%。中国铝的消费结构与之相近，只是建筑行业用量最大，约为 33%；其次为交通运输，占比 24%；再次为电力，约占 15%，包装只占比 8%。

全球经济复苏，欧美的房地产行业 and 汽车行业将逐渐转好，由于这两个行业占铝消费量的将近一半，使得欧美对铝的需求增加。国内的房地产行业和汽车行业保持着良好的发展势头，1-12 月，房地产开发投资 36231.71 亿元，同比增长 19.9%。全国汽车 2009 年销量 1362.47 万辆，同比增长 38.5%。房地产和汽车行业的良好发展势头直接影响铝的需求，房地产投资、铝消费增速将继续增加，预计 2010 年我国电解铝总需求的增速为 8% 左右。

图表 3、中国汽车销量月度情况



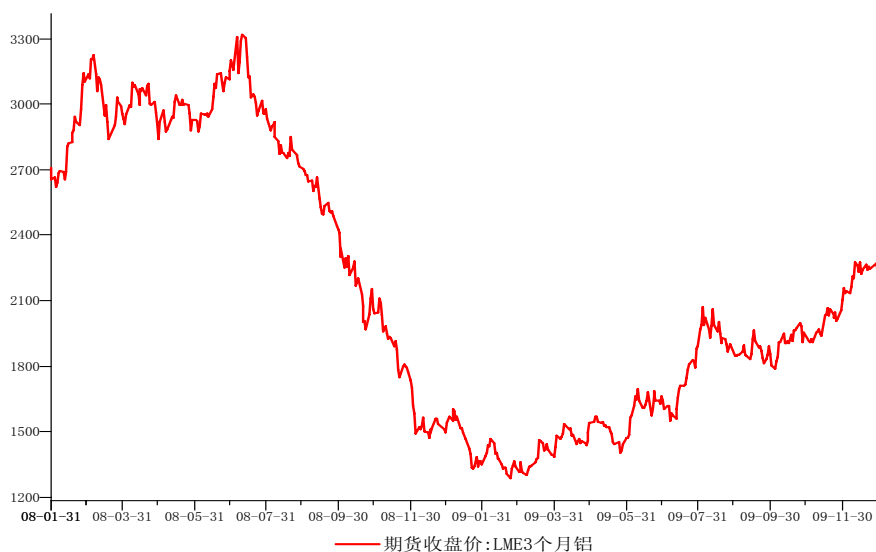
数据来源: Wind资讯

数据来源: 国元研究中心

在供给方面, 随着铝价的上涨, 不少铝厂开始复产。由国家统计局公布的数据来看, 12月电解铝产量达136.90万吨, 同比增长38.9%; 1-12月电解铝产量达1298.50万吨, 同比增加1%。除中国之外, 全球电解铝仍然呈现负增长。据中国铝业预计, 09年全球电解铝产量3790万吨, 消费量3453万吨, 同比分别减少5.3%和9.4%。09年伦敦铝现货平均价格是1700美元, 同比下降35.2%, 上海铝现货平均价格13617元/吨, 同比下降21%。截止09年底, 全球电解铝产能是4805万吨, 开工率是77%; 中国电解铝产能是1950万吨, 开工率是83%。

氧化铝方面, 09年包括中国在内全球氧化铝产量均出现下降。全球氧化铝产量7266万吨, 消费量7236万吨, 同比下降10%和6.6%。中国氧化铝产量2321万吨, 消费量2643万吨, 同比下降1.9%和0.2%。我国氧化铝净进口量560万吨, 同比增长12.6%。09年中国氧化铝平均价格2273元, 同比下降31.5%; 国外氧化铝平均价格2342元, 同比下降30%。国外氧化铝开工率77%, 国内开工率70.7%。目前氧化铝进口价格3050元, 国产价格是3100元。

图表 4、LME 铝价走势图

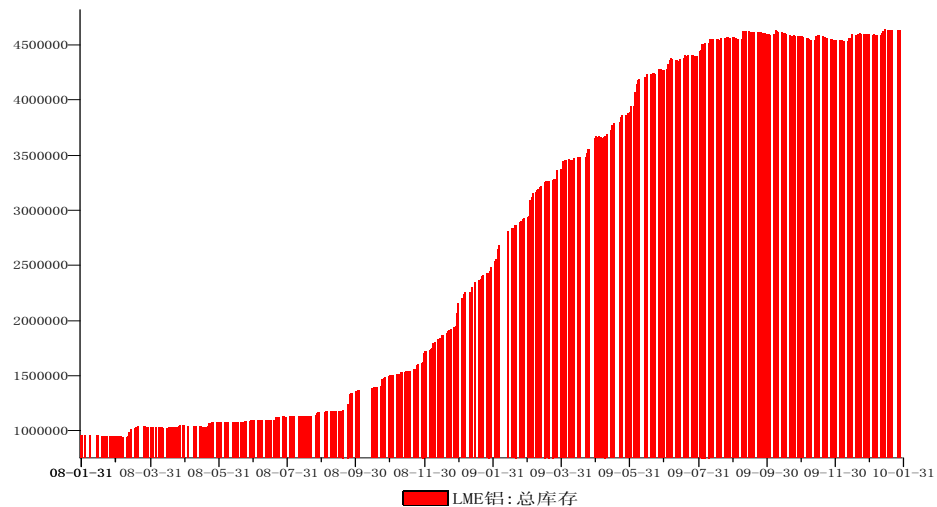


数据来源: Wind资讯

数据来源: 国元研究中心

LME 铝库存一直维持在 450 万吨以上，截至 2009 年 12 月 31 日为 462.89 万吨。

图表 5、LME 铝库存情况



数据来源: Wind 资讯

数据来源: 国元研究中心

由于中国2010年的电解铝产能将达到2000万吨，全球将近5000万吨，虽然部分企业限产、减产甚至停产，但全球电解铝供应仍将过剩，只是受减产影响，过剩程度可能没有人们普遍预计的那么高。据中国铝业预计，2010 年全球电解铝产量和消费量均有所增长。预计全球电解铝产量可达到4160 万吨，同比增长9.7%；消费量可达到3940 万吨，同比增长14.1%。伦敦铝现货价格在2200 美元-2600 美元之间波动。中国电解铝产量可达到1750 万吨，同比增长28.3%；电解铝消费量1700 万吨，同比增长23.2%，上海铝现货价格1.7-1.8 万元/吨左右。氧化铝方面：氧化铝产量和消费量也都将有所增长。预计全球氧化铝产量8284 万吨，同比增长14%；消费量7846 万吨，同比增长9.2%。氧化铝价格在3300-3400 元左右。预计国内氧化铝产量2940 万吨，同比增长26.7%；消费量3340 万吨，同比增长30%。进口量在400-500 万吨左右。国内氧化铝价格在3000-3500 元左右。

我们认为，受电价上调成本增加的影响，铝价将在目前位置宽幅震荡，全年均价为 17000 元/吨。作为原料的氧化铝价格也将上涨，全年均价为 3100 元。

图表 6、全球铝供求状况 单位（万吨）

	2007	2008	2009E	2010E
全球铝产量	3814.9	4005	3685	4053.5
全球铝消费量	3809.7	3810	3450	3829.5
供求平衡	5.2	195	235	224
中国铝产量	1259	1360.0	1289	1502.6
中国铝消费量	1220	1250.8	1250	1436.2
供求平衡	39	109.2	39	66.4

数据来源: 国元研究中心

图表 7、全球冶金级氧化铝供求状况 单位（万吨）

	2007	2008	2009E	2010E
全球氧化铝产量	7757.0	8375.2	7484	8157.6
全球氧化铝消费量	7439.3	8016.8	7283	8011.3
供求平衡	317.7	358.4	201	146.3
中国氧化铝产量	2090.0	2705.0	2385	2862
中国氧化铝消费量	2454.7	2817.8	2733	2828.6

供求平衡 | -364.7 -112.8 -348 33.4

数据来源：国元研究中心

三、 业绩预测和投资建议

我们预测公司 09 年氧化铝、电解铝和铝加工的产量分别约为 790 万吨、340 万吨和 45 万吨。随着经济带复苏以及下游房地产和汽车数据转好，2010 年公司主要产品的开工率将有望维持在高位，我们预测公司 10 年氧化铝、电解铝和铝加工的产量分别约为 1000 万吨、350 万吨和 60 万吨。随着公司多个氧化铝项目和铝加工项目的陆续建成投产，我们预测公司 11 年氧化铝、电解铝和铝加工的产量分别约为 1200 万吨、370 万吨和 80 万吨。

综合以上分析，我们预计公司 2009-2011 年的每股收益值分别为-0.23、0.16 和 0.34 元，对应 10 年、11 年动态市盈率为 77.12 和 36.29 倍。仅从估值角度来看，目前公司股价略有高估，不具备任何投资优势。但考虑到公司占有的充足的铝土矿资源、公司在铝行业的无可替代的龙头地位以及结构调整中存在的外延扩张的机会，我们给与公司推荐评级。

图表 8、公司主要产量预测

	2008 年	2009 年	2010 年 F	2011 年 F
原铝(万吨)	325.00	340.00	350.00	370.00
氧化铝(万吨)	902.00	790.00	1000.00	1200.00
铝加工(万吨)	35.30	45.00	60.00	80.00

数据来源：国元研究中心

图表 9、公司利润表预测

	2008 年报	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入(万元)	7,672,594.10	6,460,448.72	9,026,324.79	10,532,820.51
营业收入(万元)	7,672,594.10	6,460,448.72	9,026,324.79	10,532,820.51
二、营业总成本(万元)	7,675,252.40	6,843,393.65	8,769,673.85	9,977,478.34
营业成本(万元)	6,986,463.20	6,244,525.38	7,982,194.87	9,110,281.20
营业税金及附加(万元)	33,684.10	25,752.28	35,980.23	41,985.34
销售费用(万元)	156,240.90	132,804.77	166,995.37	175,380.25
管理费用(万元)	237,057.70	219,622.08	276,163.82	290,030.06
财务费用(万元)	173,454.40	220,689.14	308,339.55	359,801.50
资产减值损失(万元)	88,352.10			
四、营业利润(万元)	25,712.40	-382,944.93	256,650.94	555,342.17
加：营业外收入(万元)	27,143.30			
减：营业外支出(万元)	40,374.20			
五、利润总额(万元)	12,481.50	-382,944.93	256,650.94	555,342.17
减：所得税(万元)	-3,355.70	-57,441.74	38,497.64	83,301.33
六、净利润(万元)	15,837.20	-325,503.19	218,153.30	472,040.84
减：少数股东损益(万元)	14,914.40	-10,886.46	7,296.14	15,787.41
归属于母公司所有者的净利润(万元)	922.8	-314,616.74	210,857.16	456,253.44
七、每股收益：				
(一) 基本每股收益(万元)	0.0006	-0.23	0.16	0.34

数据来源：国元研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn