

中国铝业 (601600)

撇清包袱 轻装上阵

—2009 年年报点评

中性/ 维持评级

股价: RMB12.86

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号: S1000206110083

+755-82492171 yetao@lhqz.com

联系人

王茜

+755-82364392 wangqianys@lhqz.com

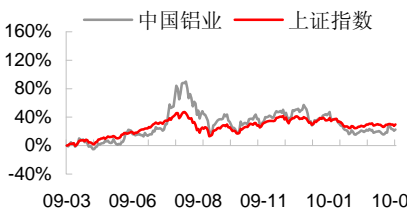
- 公司于 3 月 27 日发布 2009 年报, 业绩低于预期。2009 年实现营业收入 51.03 亿元, 同比降 8.42%; 营业利润-53.91 亿元, 同比降 547.02%; 归属于母公司所有者净利润-46.46 亿元, 实现 EPS-0.344 元/股; 扣除非经常性损益后的净利润为-50.42 亿元。
- 业绩低于预期, 主要源于: 1、各项产品产量低于预期, 09 年公司实现氧化铝产量 778 万吨、化学品氧化铝 103 万吨、电解铝 344 万吨、铝加工产品 41.26 万吨; 2、部分企业推行机构改革并实行内部退养计划导致管理费用大幅上升, 较去年增加 4.30 亿元; 3、由于贷款规模扩大导致财务费用较上年同期增加 4.34 亿元; 4、09 年计提长期资产减值准备 6.24 亿元, 其中包括关停小电解槽落后产能、因环保节能项目需被更新替代的产能, 以及因技术落后、使用不经济等原因计划报废处置而产生的固定资产减值损失约 4.64 亿元, 因计划重组处置而产生的在建工程减值约 1.60 亿元。
- 公司继续加大铝土矿资源的开发力度, 09 年自采和合作矿比例同比提高约 26.43%, 获取铝土矿矿业权 11 个, 新增铝土矿资源 0.53 亿吨, 新增自采铝土矿能力 151.5 万吨; 稳步推进产能新建、扩建项目, 包括重庆、遵义、中州、兴县氧化铝项目, 中铝瑞闽高精铝板带项目以及西北铝铝箔项目, 预计 2010 年新增氧化铝产能 230 万吨, 铝加工产能 50 万吨(公司目前产能: 氧化铝 1100 万吨, 电解铝 400 万吨, 铝加工 120 万吨)。
- 09 年铝价已基本完成了向均值回归的过程, 虽然全球经济复苏给予铝价一定的支撑, 但我们认为整个行业依然受高库存, 产能过剩以及新产能陆续达产的影响, 复苏之路可能坎坷; 在流动性收缩和融资成本升高预期下, 铝市场投资性需求恐将明显下降。我们看来, 实体经济回暖或引致的终端需求恢复, 将难以抵补金融属性淡化所带来的负面影响。
- 维持“中性”评级。2010、2011 年铝价假设为 15500、16000 元/吨, 我们预测公司 2010、2011 年 EPS 为: 0.16、0.29 元/股。鉴于供给弹性制约价格明显上涨、流动性收缩和融资成本提升预期等多重因素对行业整体估值水平构成制约, 维持公司“中性”评级。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	13524
流通 A 股(百万股)	3931
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	50557

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



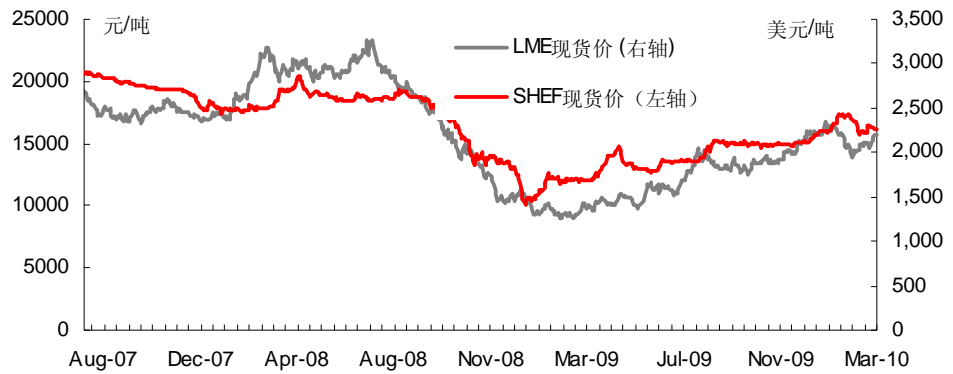
资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	76725.9	70268.0	69345.9	74014.8
(+/-%)	0.7	-8.4	-1.3	6.7
归属母公司净利润(百万元)	9.2	-4646.1	2189.6	3874.1
(+/-%)	-99.9	-50447.5	-52.9	76.9
EPS(元)	0.00	-0.34	0.16	0.29
P/E(倍)	18847.5	-37.4	79.4	44.9

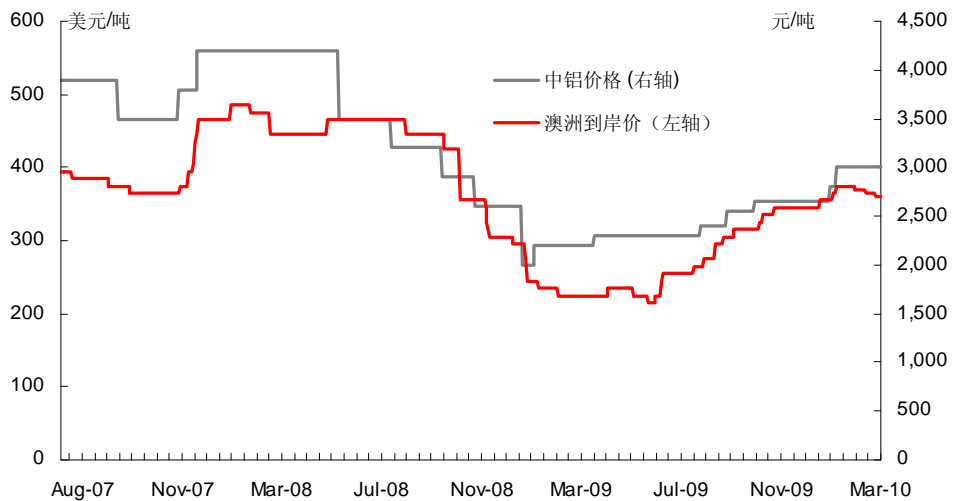
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

**附图 1、国内外铝现货价格走势**



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

**附图 2、氧化铝价格走势**



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	36334	34434	35187	0	<b>营业收入</b>	70268	69346	74015	0
现金	7859	8515	9088	1	营业成本	69046	59512	61677	0
应收账款	1417	2080	1977	0	营业税金及附加	279	347	330	0
其他应收款	1183	1803	1627	0	营业费用	1265	1387	1480	0
预付账款	1241	1133	1072	0	管理费用	2816	2538	2591	0
存货	20423	17854	18503	0	财务费用	2169	2913	2863	-67
其他流动资产	4210	3048	2919	0	资产减值损失	670	0	0	0
<b>非流动资产</b>	97641	105472	105557	0	公允价值变动收益	-34	0	0	0
长期投资	937	978	907	941	投资净收益	492	350	382	408
固定资产	70200	81767	85645	85283	<b>营业利润</b>	-5520	2999	5456	0
无形资产	2630	3000	3350	3677	营业外收入	199	0	0	0
其他非流动资产	23874	19727	15656	0	营业外支出	70	0	0	0
<b>资产总计</b>	133975	139906	140744	0	<b>利润总额</b>	-5391	2999	5456	0
<b>流动负债</b>	40030	45098	41844	0	所得税	-708	750	1364	0
短期借款	22993	27053	21626	0	<b>净利润</b>	-4683	2250	4092	0
应付账款	4441	3728	3888	0	少数股东损益	-37	60	218	0
其他流动负债	12596	14317	16330	0	归属母公司净利润	-4646	2190	3874	0
<b>非流动负债</b>	38364	36922	36922	0	EBITDA	2725	12539	16163	0
长期借款	25899	25899	25899	25899	EPS (元)	-0.34	0.16	0.29	0.00
其他非流动负债	12465	11023	11023	0					
<b>负债合计</b>	78394	82020	78766	0	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	5180	5240	5459	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	13524	13524	13524	13524	<b>成长能力</b>				
资本公积	13282	13282	13282	13282	营业收入	-8.4%	-1.3%	6.7%	-100.0%
留存收益	23592	25839	29713	0	营业利润	-2246.8%	-45.7%	81.9%	0.0%
归属母公司股东权益	50401	52645	56519	0	归属于母公司净利润	#####	-52.9%	76.9%	0.0%
<b>负债和股东权益</b>	133975	139906	140744	0	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	1.7%	14.2%	16.7%	0.0%
					净利率(%)	-6.6%	3.2%	5.2%	0.0%
					ROE(%)	-9.2%	4.2%	6.9%	0.0%
					ROIC(%)	-2.7%	3.9%	5.6%	0.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	58.5%	58.6%	56.0%	0.0%
					净负债比率(%)	66.55%	68.14%	64.38%	0.00%
					流动比率	0.91	0.76	0.84	0.00
					速动比率	0.40	0.37	0.40	0.00
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.52	0.51	0.53	0.00
					应收账款周转率	38	35	36	0
					应付账款周转率	15.72	14.57	16.20	0.00
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	-0.34	0.16	0.29	0.00
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	1.11	1.20	0.00
					每股净资产(最新摊薄)	3.73	3.89	4.18	0.00
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-37.43	79.43	44.89	0.00
					P/B	3.45	3.30	3.08	0.00
					EV/EBITDA	86	19	14	0

数据来源：华泰联合证券研究所。

#### 华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

#### 华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘  
中 性 行业股票指数基本与大盘持平  
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com