

中国铝业 (601600)

中性/ 维持评级

股价: RMB10.21

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 wangqianyjs@lhqz.com

孙浩中

0755-82125152 sunhz@lhqz.com

从中国铝业到“中国金属”

—关于与力拓联合开发几内亚西芒杜项目点评

事件

中国铝业股份有限公司发布公告称,公司于2010年7月29日与力拓、力拓大西洋(力拓之一家联属公司)签署了联合开发协议,以开发和运营位于西非几内亚境内的西芒杜项目。

根据联合开发协议,当所有先决条件均予以满足或被豁免(视具体情况而定)且联合开发协议生效后,力拓将设立合资公司,该合资公司将受让力拓所持项目公司95%的股权。本公司将会通过中国铝业子公司分期出资总计13.5亿美元分阶段购入合资公司共47%的股权。

联合开发协议生效条件为:(1)取得中国主管机关对本交易的相关批准;(2)若干竞争法规定的相关条件。

点评

西芒杜铁矿石资源前景好,储量大、品位高。本次合作开发的西芒杜项目涉及对位于西非几内亚的世界级大型优质露天铁矿的开发和运营。目前,已正式公布的西芒杜项目铁矿石资源量总计约22.5亿公吨,铁矿石的品位预计为66%-67%之间(基于JORC标准被证实及推断),可与澳大利亚媲美,资源禀赋较好。(但公司公告并没有披露具体数据,尚难对该项目做详细评估。)

公司拓展业务范围、拓展海外资源迈出实质性步伐。本次交易与公司发展战略一致,在维持铝相关业务核心地位的同时,积极拓展铁矿石、其他金属资源,以及向拓展海外优质资源延伸,至此迈出实质性步伐。

公司与世界知名的铁矿石生产商力拓集团合作(其有着优秀的铁矿石资源开发记录,且与公司曾有过合作)使得项目开发的风险性有所降低,预期良好。

同时,本次铁矿石项目如能顺利进行,公司有望进一步拓宽业务范围,相关的铜等资产均可以报以乐观预期,届时,公司有望由单纯的铝业公司,晋级为多金属、综合类矿业公司。

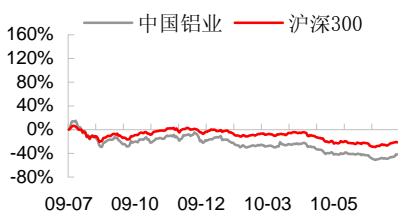
但我们认为对铁矿石的中长期价格恐难继续乐观,基于:1、寡头垄断的产业格局使得利润过于集中于上游资源环节,致钢铁企业长期徘徊于亏损边缘,进一步挤压空间有限。2、我们相信中国钢铁落后产能的淘汰将进入加速期。尽管政策的执行力还有待观察,但是在“调结构”的关键时期,我们倾向于认为这一次是“动真格”的。3、西芒杜项目若成功开发,将有效增加全球供给,对全球铁矿石市场格局构成一定程度的冲击。

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)	40139

最近52周与沪深300对比股份走势图

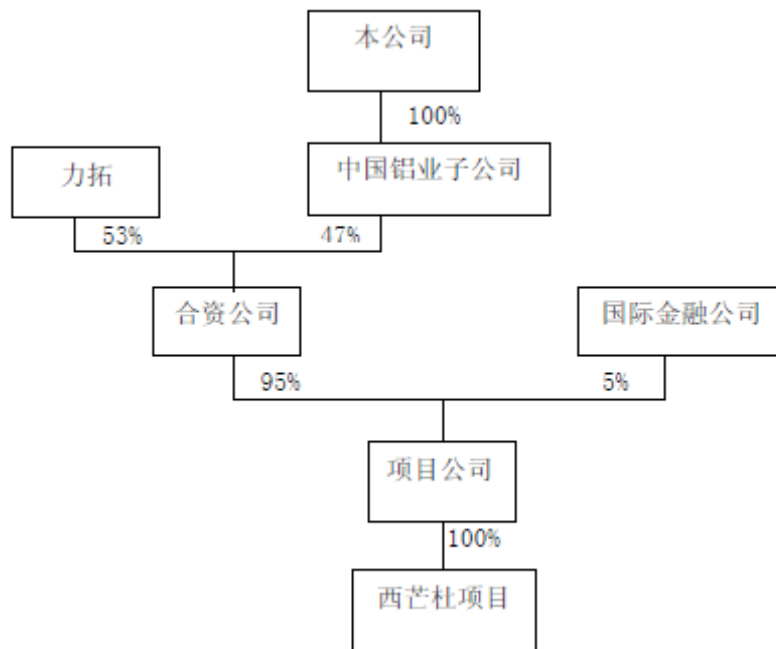


资料来源: 华泰联合证券

项目潜在风险及不确定性：1、本交易在获得本公司董事会审议批准后，尚需获得以下批准或登记，包括：中国发改委核准本交易涉及的境外投资项目及其变更，中国商务部核准本交易涉及的境外投资，中国国家外汇管理局对本交易涉及用汇及外币汇出的核准和/或登记；2、几内亚政府有权行使选择权，从而购买项目公司最高达 20% 的股本，即公司持有的股权存在被摊薄的可能性。

维持“中性”评级。维持 2010、2011 年盈利预测：0.15、0.27 元/股（最新摊薄）。通过本次交易，公司有望成功拓展业务范围。其在铜等领域的进一步拓展，我们认为亦可抱以乐观预期。公司或由单一铝业公司，从此晋级为多金属、综合类矿业公司。但较长的开发时间致项目进度、盈利情况等的不确定性增加，较大的前期投入使公司面临资金来源问题，根据目前披露的相关数据，我们认为尚不足以对项目价值进行深入评估，维持“中性”评级。

图 1、合资公司股权结构



资料来源：上市公司公告

表 1、中铝公司铜资产一览表

中铝公司相关铜资产
a、2007 年 8 月，收购秘鲁铜业 91% 股份，获得托罗莫乔铜矿（铜 1200 万吨）开采权；
b、2007 年 10 月，通过增资获得云铜集团 49% 的股份；
c、2004 年收购湖北大冶有色，2005 年收购洛阳铜加工厂，重组上海有色集团（铜冶炼加工）；
d、2010 年 7 月，中铝公司 意向 收购力拓持有 29.6% 股权的艾芬豪矿业的少数股权，或从艾芬豪矿业手中购入全球最大的未开发铜金矿项目——蒙古 Oyu Tolgoi 铜金矿项目的部分权益。

资料来源：公开新闻，华泰联合证券研究所整理

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
流动资产	36334	32747	33859	0	营业收入	70268	64978	70186	0
现金	7859	8515	9197	1	营业成本	69046	55294	57965	0
应收账款	1417	1949	1874	0	营业税金及附加	279	325	313	0
其他应收款	1183	1689	1543	0	营业费用	1265	1300	1404	0
预付账款	1241	1053	1008	0	管理费用	2816	2378	2457	0
存货	20423	16588	17390	0	财务费用	2169	2875	2792	-68
其他流动资产	4210	2952	2846	0	资产减值损失	670	10	0	0
非流动资产	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	300	366	386
固定资产	70200	81767	85645	85283	营业利润	-5520	3097	5622	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
资产总计	133975	138219	139416	0	利润总额	-5391	3097	5622	0
流动负债	40030	43338	40319	0	所得税	-708	774	1405	0
短期借款	22993	25765	20538	0	净利润	-4683	2323	4216	0
应付账款	4441	3464	3654	0	少数股东损益	-37	310	562	0
其他流动负债	12596	14109	16126	0	归属母公司净利润	-4646	2013	3654	0
非流动负债	38364	36922	36922	0	EBITDA	2725	12598	16257	0
长期借款	25899	25899	25899	25899	EPS (元)	-0.34	0.15	0.27	0.00
其他非流动负债	12465	11023	11023	0					
负债合计	78394	80260	77241	0	主要财务比率				
少数股东权益	5180	5490	6052	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	13524	13524	13524	13524	成长能力				
资本公积	13282	13282	13282	13282	营业收入	-8.4%	-7.5%	8.0%	-100.0%
留存收益	23592	25662	29316	0	营业利润	-2246.8%	-43.9%	81.5%	0.0%
归属母公司股东权益	50401	52469	56123	0	归属于母公司净利润	#####	-56.7%	81.5%	0.0%
负债和股东权益	133975	138219	139416	0	获利能力				
					毛利率 (%)	1.7%	14.9%	17.4%	0.0%
					净利率 (%)	-6.6%	3.1%	5.2%	0.0%
					ROE (%)	-9.2%	3.8%	6.5%	0.0%
					ROIC (%)	-2.7%	4.0%	5.7%	0.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	58.5%	58.1%	55.4%	0.0%
					净负债比率 (%)	66.55%	68.03%	64.24%	0.00%
					流动比率	0.91	0.76	0.84	0.00
					速动比率	0.40	0.37	0.41	0.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.48	0.51	0.00
					应收账款周转率	38	34	37	0
					应付账款周转率	15.72	13.99	16.29	0.00
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	-0.34	0.15	0.27	0.00
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.05	1.20	1.19	0.00
					每股净资产 (最新摊薄)	3.73	3.88	4.15	0.00
					估值比率				
					P/E	-29.72	68.59	37.79	0.00
					P/B	2.74	2.63	2.46	0.00
					EV/EBITDA	73	16	12	0

数据来源：华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

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 45 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