

中国铝业 (601600)

复苏之路依然坎坷

—2010 年中报点评

中性/ 维持评级

股价: RMB10.39

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083

+755-82492171 yetao@lhq.com

王茜

SAC 执业证书编号:S1000210070030

+755-82364392 wangqianys@lhq.com

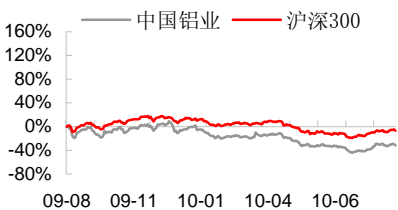
相关研究

《从中国铝业到“中国金属”》(2010/07/29)

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)	40846

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



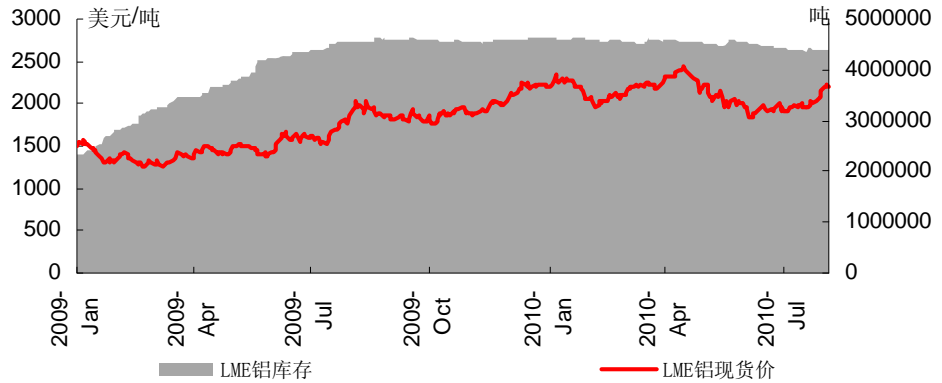
资料来源: 华泰联合证券

- 公司于 8 月 23 日晚发布 2010 年中报, 报告显示 1-6 月份公司实现销售收入 597.78 亿元, 同比增长 113.6%, 实现营业利润 8.68 亿, 归属上市公司净利 2.41 亿元, 对应每股收益为 0.04 元。
- 公司上半年业绩同比大幅增加, 主要源于: 1) 09 年 1-6 月受全球金融危机影响, 铝行业处于景气周期谷底, 2010 年上半年平均铝价同比增幅约 45.6%; 2) 2010 年上半年受经济回暖, 需求恢复影响, 公司产品产、销量大幅增加; 3) 公司上半年经营较为平稳, 各项费用保持稳定且略有下降。
- 双重挤压, 电解铝业务季度盈利环比回落。公司一季度盈利 0.05 元/股, 二季度单季盈利-0.01 元/股, 经营状况有所恶化。其中 1、电解铝业务环比明显回落: 主要受铝价下跌(年初以来电解铝价格下降 16.7%)、取消优惠电价的双重挤压; 2、但二季度氧化铝价格有所上涨, 氧化铝业务环比向好。
- 行业复苏之路不易, 盈利暂难乐观。电解铝行业在经历了短暂的美好时光之后, 重新进入困难时期。首先是电解铝价格的回落。其次, 电解铝行业作为典型的产能过剩行业, 受到了国家宏观调控的严格限制, 特别是直购电优惠电价的取消直接导致电解铝企业成本的上升。我们认为在目前经济前景仍然不确定背景下, 未来整个行业依然受到高库存、产能过剩问题的影响, 复苏之路可能坎坷, 未来行业的盈利暂难乐观。
- 调整盈利预测, 维持“中性”评级。电解铝价格假设: 15500、16000 元/吨。鉴于优惠电价的取消至成本明显上升, 且电解铝价格较年初有一定程度回落, 我们调整公司 2010-2011 年盈利预测至 0.05、0.18 元/股, 对应当前股价的 PE 为: 194、57 倍。通过与力拓联合开发几内亚西芒杜项目, 公司正在积极拓展业务范围, 有望由单一铝业公司, 晋级为多金属、综合类矿业公司; 但鉴于宏观经济形势尚不确定; 而产能过剩、国家宏观调控也依然在困扰电解铝行业, 复苏前景依然坎坷; 多重因素对行业整体估值水平构成制约, 维持“中性”评级。
- 风险提示: 铝价再度大幅下跌的风险; 政府为实现节能减排目标采取限电等政策, 从而影响产量的风险。

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E
营业收入(百万元)	70268.0	59778.5	93902.6	96006.6
(+/-%)	-8.4	113.6	33.6	2.2
归属母公司净利润(百万元)	-4646.1	530.6	724.6	2457.1
(+/-%)	-50447.5	115.1	-84.4	239.1
EPS(元)	-0.34	0.04	0.05	0.18
P/E(倍)	-29.1	254.9	193.9	57.2

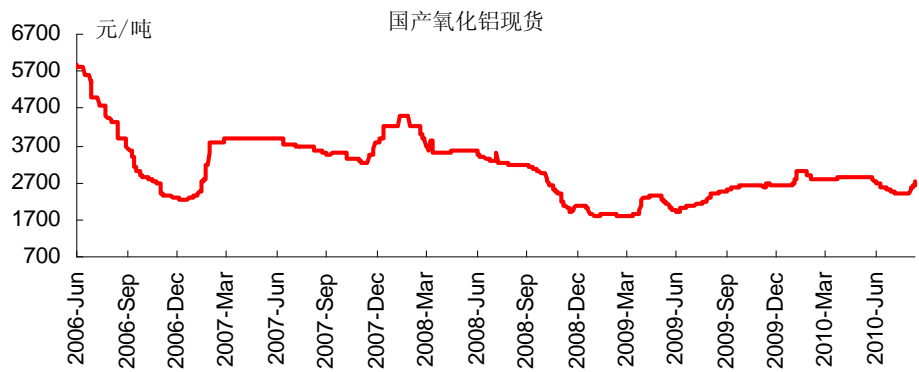
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

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

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
流动资产	36334	44203	43222	0	营业收入	70268	93903	96007	0
现金	7859	8515	8706	1	营业成本	69046	84120	83510	0
应收账款	1417	2817	2564	0	营业税金及附加	279	470	428	0
其他应收款	1183	2441	2111	0	营业费用	1265	1878	1920	0
预付账款	1241	1602	1452	0	管理费用	2816	3437	3360	0
存货	20423	25236	25053	0	财务费用	2169	3173	3374	-64
其他流动资产	4210	3592	3337	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	1115	3780	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	149675	148780	0	利润总额	-5391	1115	3780	0
流动负债	40030	56281	52550	0	所得税	-708	279	945	0
短期借款	22993	35824	29957	0	净利润	-4683	836	2835	0
应付账款	4441	5269	5265	0	少数股东损益	-37	111	378	0
其他流动负债	12596	15188	17328	0	归属母公司净利润	-4646	725	2457	0
非流动负债	38364	36922	36922	0	EBITDA	2725	10915	14998	0
长期借款	25899	25899	25899	25899	EPS (元)	-0.34	0.05	0.18	0.00
其他非流动负债	12465	11023	11023	0					
负债合计	78394	93203	89472	0	主要财务比率				
少数股东权益	5180	5292	5670	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%	33.6%	2.2%	-100.0%
留存收益	23592	24374	26831	0	营业利润	-2246.8%	-79.8%	239.1%	0.0%
归属母公司股东权益	50401	51180	53637	0	归属于母公司净利润	#####	-84.4%	239.1%	0.0%
负债和股东权益	133975	149675	148780	0	获利能力				
					毛利率(%)	1.7%	10.4%	13.0%	0.0%
					净利率(%)	-6.6%	0.8%	2.6%	0.0%
					ROE(%)	-9.2%	1.4%	4.6%	0.0%
					ROIC(%)	-2.7%	2.7%	4.5%	0.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	58.5%	62.3%	60.1%	0.0%
					净负债比率(%)	66.55%	69.37%	65.98%	0.00%
					流动比率	0.91	0.79	0.82	0.00
					速动比率	0.40	0.34	0.35	0.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.66	0.64	0.00
					应收账款周转率	38	40	36	0
					应付账款周转率	15.72	17.33	15.85	0.00
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	-0.34	0.05	0.18	0.00
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.48	1.24	0.00
					每股净资产(最新摊薄)	3.73	3.78	3.97	0.00
					估值比率				
					P/E	-30.24	193.94	57.19	0.00
					P/B	2.79	2.75	2.62	0.00
					EV/EBITDA	74	18	13	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