



不确定性犹存，目前不具备估值优势

——中国铝业（601600）中报点评

✚ **2010年上半年业绩扭亏为盈。**2010年1-6月，公司实现营业收入597.8亿元，较去年同期增加317.9亿元或113.6%；实现营业利润8.7亿元，与去年同期亏损45.6亿元相比大幅增长；实现归属母公司净利润5.3亿元，较去年同期亏损35.0亿元相比盈利大幅上升；实现每股盈利0.04元。

✚ **价量齐升促使盈利好转。**上半年公司扭亏为盈，实现归属母公司净利润5.3亿元主要有以下两方面原因：1) 铝产品市场价格大幅回升。上半年LME和SHFE期铝平均价格分别为2093美元/吨和14680元/吨，同比上涨48.7%和25.5%，相应地，公司氧化铝和原铝产品对外平均售价分别为2427元/吨和13575元/吨，同比上涨39.1%和24.8%。产品价格上涨导致公司毛利率明显改善，公司整体毛利率较去年同期的-7.2%提升14个百分点至6.8%。2) 铝产品产销量有所提升。去年由于经济危机，公司产能利用率较低，截至2009年，公司氧化铝产能1128万吨，产量为778万吨；原铝产能398万吨，产量为344万吨。今年随着经济复苏和铝价回升，公司铝产品产销量都有一定幅度上升，年初公司计划2010年氧化铝和原铝产量分别增加34.1%和15.1%至1043万吨和396万吨，根据中报数据，我们估算上半年基本完成全年计划的一半。

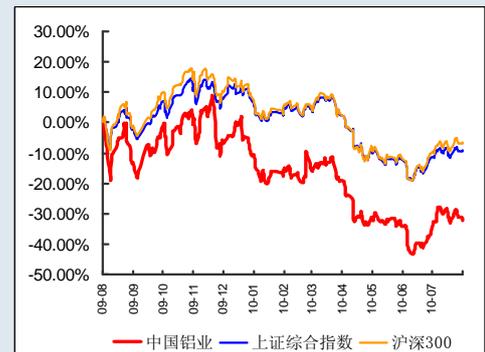
✚ **氧化铝板块盈利空间较原铝大。**上半年由于公司氧化铝价格较原铝同比上涨幅度大，氧化铝板块毛利率改善明显好于原铝板块。氧化铝板块毛利率同比上升27.2个百分点至12.0%，而原铝板块毛利率仅同比上升7.9个百分点至5.8%。我国原铝产能严重过剩，目前全国产能为1800万吨，产能利用率仅在70%左右，产能过剩将继续挤压我国原铝的利润空间。

✚ **几内亚铁矿项目为公司带来新的盈利增长点，但短期对业绩影响甚微。**公司于7月29日发布公告拟与力拓成立合资公司，共同开发和运营几内亚西芒社项目。公司拟出资13.5亿美元，分段购入合资公司共47%的股权。几内亚铁矿的资源量约为22.5亿吨，公司所占的铁矿权益资源量约为10.04亿吨。我们认为若收购顺利完成，将大幅提高公司的每股资源量，但考虑到项目建设至少要3-5年时间，项目短期内对公司业绩影响有限。

✚ **公司目前不具备估值优势，维持“中性”评级。**我们预测公司2010年和2011年每股盈利为0.12元和0.20元，相当于市盈率86倍和51倍。由于目前全球经济复苏前景仍不甚明朗，中国经济增速放缓将可能减少对基本金属的需求，而且全球铝市产能过剩、供过于求的格局短期很难改变，所以我们预测下半年铝价延续弱势震荡格局，维持对公司“中性”的评级。

公司评级：中性

一年来中国铝业相对大盘表现



市场表现（截至2010-08-24）

	最新收盘	近三月
开盘价(元)	10.38	10.12
最高价(元)	10.41	11.23
最低价(元)	10.03	8.42
收盘价(元)	10.27	10.27
换手率	0.47%	20.89%
涨跌(元)	-0.12	0.22
涨跌幅	-1.13%	2.15%
行业涨跌幅	-0.15%	4.07%
相对行业涨跌幅	-0.98%	-1.92%
上证指数涨跌幅	0.41%	2.59%
相对大盘涨跌幅	-1.54%	-0.44%

基础数据（截至2010-08-24）

总股本(股)	135.24 亿
流通 A 股(股)	39.31 亿
流通比例	29.1%
总市值(元)	1388.96 亿
流通市值(元)	403.7 亿
每股净资产(元)	3.77

姜江
 执业证书编号：S1490210030003
 陈庆
 010-58568255
chengqing@hrsec.com.cn

上半年整体扭亏为盈，但二季度仍录得亏损

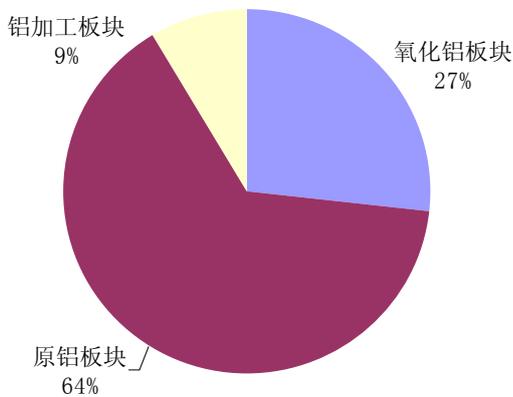
图表 1：公司 2010 年上半年业绩比较

(单位：百万元)	1H10	1H09	Chg (%)	2Q10	1Q10	Chg (%)
一、营业总收入	59,778	27,985	114	30,719	29,059	6
营业收入	59,778	27,985	114	30,719	29,059	6
二、营业总成本	59,515	32,826	81	31,157	28,358	10
营业成本	55,714	29,997	86	29,067	26,648	9
营业税金及附加	172	106	61	92	80	14
销售费用	788	554	42	402	386	4
管理费用	1,239	1,122	10	639	600	7
财务费用	1,298	1,049	24	654	645	1
资产减值损失	303	(3)	(9,507)	303	0	97,379
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	93	80	16	64	29	119
投资净收益	512	199	158	377	136	178
四、营业利润(元)	868	(4,563)	(119)	3	865	(100)
加：营业外收入	109	130	(17)	61	47	30
减：营业外支出	29	14	105	25	4	476
五、利润总额	948	(4,447)	(121)	39	908	(96)
减：所得税	149	(672)	(122)	(23)	172	(113)
六、净利润(元)	799	(3,775)	(121)	62	737	(92)
减：少数股东损益	268	(275)	(197)	159	110	45
归属于母公司所有者的净利润	531	(3,499)	(115)	(97)	627	(115)
七、每股收益：						
基本每股收益(元)	0.04	-0.26	(115)	-0.01	0.05	(115)

数据来源：公司公告、华融证券

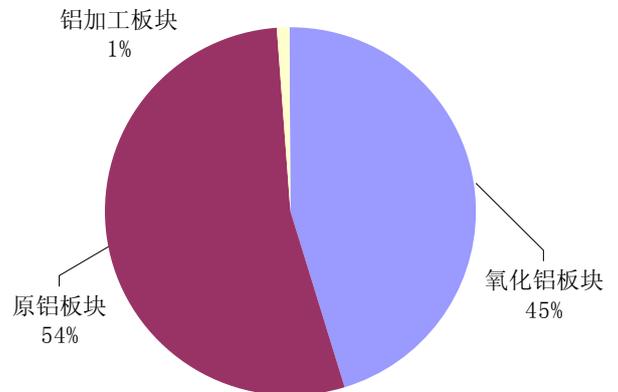
公司盈利主要来源于氧化铝和原铝板块

图表 2：2010 年上半年公司主营业务收入构成



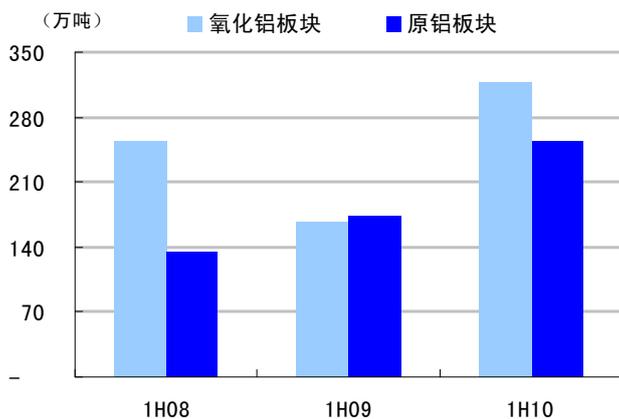
数据来源：公司公告、华融证券

图表 3：2010 年上半年公司毛利构成



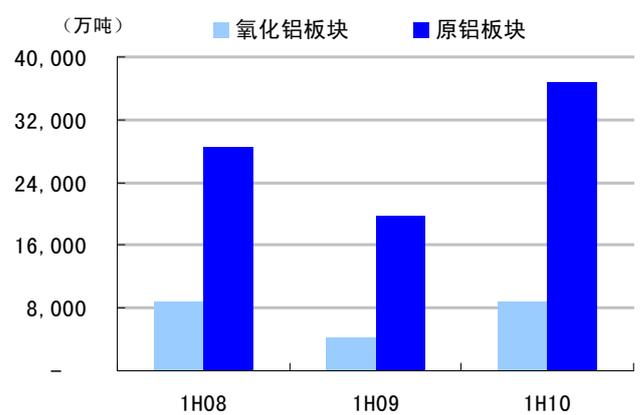
上半年公司氧化铝和原铝板块外部销售量和收入大幅提高

图表 4：过往氧化铝和原铝板块外部销售量比较



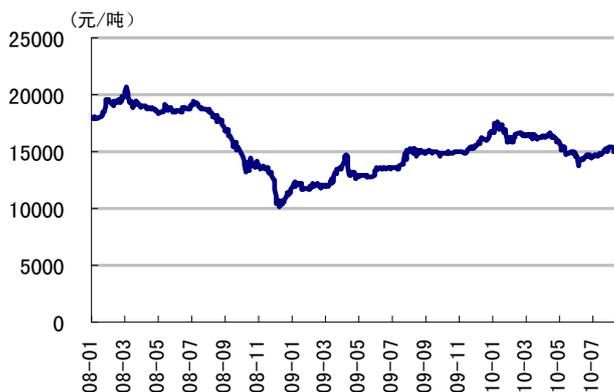
数据来源：公司公告、华融证券

图表 5：过往氧化铝和原铝板块外部销售收入比较



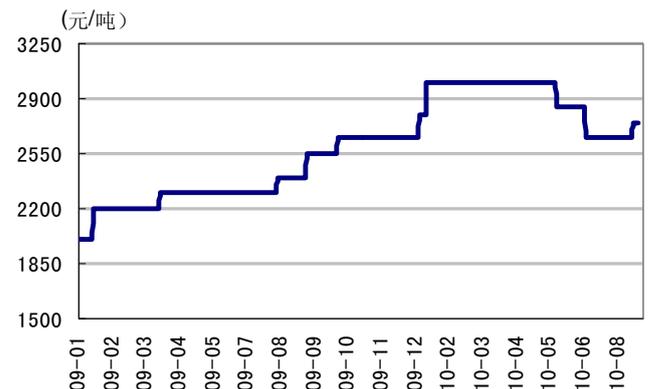
上半年铝价同比大幅上涨

图表 6：SHFE 期铝价格走势



数据来源：Wind 资讯、联合金属网、华融证券

图表 7：中铝氧化铝价格走势



公司09年产能利用率较低

图表 8：公司主要产品的产能及产量

(单位：万吨)	2010 年		2009 年		2008 年		2007 年	
	年产能	产量	年产能	产量	年产能	产量	年产能	产量
氧化铝	1,288	778	1,128	778	1,108	902	940	957
原铝	405	344	398	344	401	325	289	280
铝加工产品	163	46	133	46	98	35	-	-

数据来源：公司公告、华融证券

➤ 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn