

2011-03-17

有色金属 / 铝

证券研究报告

公司研究 / 更新报告

中国铝业 (601600)

增持/维持评级

股价: RMB11.48

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:s1000206110083

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

张勇

SAC 执业证书编号:S1000510120020

(0755)8212 5160

zhangyong@mail.htlhsc.com.cn

联系人

陆冰然

(0755)2380 5914

lubr@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

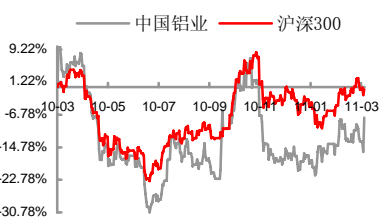
《正在走出最坏的时刻——2010 年年报点评》(2011/03/02)

《貌相似 或质不同——2011 年 1 月非公开发行预案点评》(2011/02/01)

基础数据

总股本(百万股)	13,524
流通 A 股(百万股)	9,581
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	109,984

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

稀土突围

事件

- 3 月 12 日, 中铝公司与广西壮族自治区人民政府及广西有色金属集团有限公司签订了《“十二五”战略合作协议》和《广西稀土开发合作框架协议》两项合作协议, 凭借在铝行业的优势及对有研稀土新材料股份有限公司的绑定, 可望如愿拿到广西稀土资源。

点评

- 中国铝业发展稀土产业的意愿由来已久。在公司战略上, 集团将稀土单独列为七大核心板块之一; 在对外合作上, 中铝与江西、广西、广东等稀土大省签署合作协议, 共同开发稀土。2010 年 9 月, 中铝与到江西省政府签署《战略合作框架协议》, 并控股江西稀有金属钨业集团, 试图进入江西的稀土产业。几乎与此同时, 中铝与广西有色及有研稀土签订了《广西稀土开发合作协议》, 共同开发广西稀土资源。此时, 中铝集团与广西省政府及广西有色正式签署合作协议, 表明中铝在广西已成功打开突破口, 未来中铝稀土板块发展可期。

- 公司业绩低点已过, 转型持续进行。正如我们前期报告分析的那样, 公司在稳定铝主业的同时, 在其他方面, 也将进行积极拓展; 终将形成铝、铜、稀土、铁矿石等多品类金属的业务格局。公司在海外, 重点发展奥鲁昆项目、马来西亚沙捞越专案、沙特阿拉伯铝电项目和几内亚铁矿石等项目; 在国内积极进入稀土领域, 公司正在通过行业渗透将自身打造为一个综合性的矿业公司, 而多领域的业务会在将来为公司业绩提供支撑。

- 短期来看, 电解铝行业受高库存和产能过剩的影响, 价格较难出现大幅上涨, 而中东局势和日本地震也给实际需求的恢复带来一定的不确定性。长期来看, 伴随经济复苏和铝代铜效应的逐渐显现, 电解铝需求复苏有望持续。而受到限产、淘汰落后产能和电力成本提升的影响, 电解铝行业的成本也在不断提升。十二五期间, 国内落后产能淘汰和节能减排的要求将不断提升, 国内电解铝产能过剩的程度有望出现缓解, 并进而推动全球电解

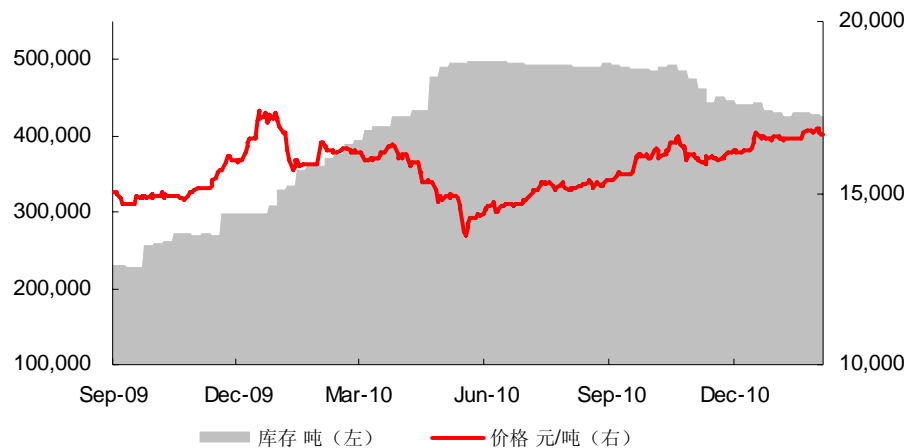
经营预测与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	120994.8	91428.0	93731.0	95807.0
(+/-%)	72.2	-24.4	2.5	2.2
归属母公司净利润(百万元)	778.0	1414.0	2016.0	4278.0
(+/-%)	116.7	81.7	42.6	112.2
EPS(元)	0.06	0.10	0.15	0.32
P/E(倍)	199.6	104.9	73.6	34.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

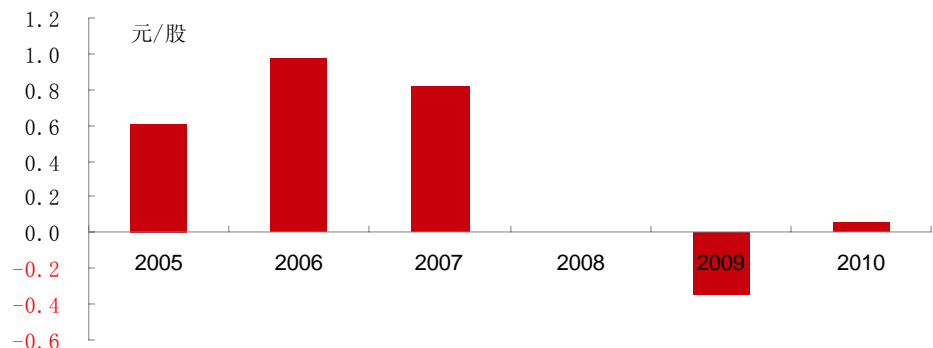
- 铝产业供需结构的根本改变。在需求恢复和成本推动下，电解铝价格长期趋势逐步向好。
- 短期内稀土供给紧张的局面难以改变，价格仍将持续上行。海外矿山的重启仍需要一定时间，短期内或难以形成有效供给。而作为新能源产业不可或缺的核心资源，稀土需求的高增长有望得到保持，其中钕铁硼年需求增速有望保持在15-20%。稀土价格强势仍有望得到维持。
- 维持“增持”评级。公司的经营状况正在得到改善，盈利低点已过；而业务范围（如收购西芒杜铁矿股权、进入稀土产业等）的成功拓展，令其从单一铝业公司走向多金属、综合类矿业公司，盈利点的多元化和经营稳定性有望明显提升，而且我们认为这种趋势存在进一步深化的可能。我们维持对公司的“增持”评级。
- 风险提示：经济复苏进程出现反复至下游需求恢复低于预期，铝价再度下跌的风险。多金属领域拓展遭遇阻碍。

图 1： 电解铝价格走势



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 2： 公司年度 EPS 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				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	41325	39685	40237	36281	营业收入	12099	91428	93731	95807
现金	9496	8515	8729	8923	营业成本	113188	81196	82214	81496
应收账款	1288	1463	1593	1512	营业税金及附加	342	411	394	393
其他应收款	1642	2377	1921	1972	营业费用	1573	1737	1781	1820
预付账款	2151	1411	1490	1481	管理费用	2454	2834	2812	2596
存货	21780	24359	24664	20700	财务费用	2536	3474	3879	3422
其他流动资产	2814	1560	1839	1695	资产减值损失	891	0	0	0
非流动资产	99997	10477	10401	10129	公允价值变动收	56	0	0	0
长期投资	2248	1331	1505	1695	投资净收益	879	400	450	500
固定资产	72722	82145	84740	83760	营业利润	945	2175	3101	6581
无形资产	2852	3207	3540	3848	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	206	18097	14231	11992	营业外支出	80	0	0	0
资产总计	14132	14446	14425	13757	利润总额	1380	2175	3101	6581
流动负债	55734	56530	53993	42380	所得税	411	544	775	1645
短期借款	20590	36346	33760	21344	净利润	969	1631	2326	4936
应付账款	4339	4462	4319	3961	少数股东损益	191	218	310	658
其他流动负债	10874	15723	15914	17074	归属母公司净利	778	1414	2016	4278
非流动负债	28402	29102	29102	29102	EBITDA	3481	12510	14918	18695
长期借款	18808	18808	18808	18808	EPS (元)	0.08	0.10	0.15	0.32
其他非流动负	367	10294	10294	10294					
负债合计	84135	85632	83095	71481	主要财务比率				
少数股东权益	5579	5796	6106	6764	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	13524	13524	13524	13524	成长能力				
资本公积	13628	13628	13628	13628	营业收入	72.2%	-24.4%	2.5%	2.2%
留存收益	24398	25812	27827	32105	营业利润	0.0%	130.1	42.6%	112.2
归属母公司股	51608	53036	55052	59329	归属母公司净利	0.0%	81.7%	42.6%	112.2
负债和股东权	14132	14446	14425	13757	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	11.2%	12.3%	14.9%
					净利率(%)	0.6%	1.5%	2.2%	4.5%
					ROE(%)	1.5%	2.7%	3.7%	7.2%
					ROIC(%)	3.4%	3.6%	4.4%	6.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	59.5%	59.3%	57.6%	52.0%
					净负债比率(%)	113.07	71.03	71.03	66.68
					流动比率	0.74	0.70	0.75	0.86
					速动比率	0.35	0.27	0.29	0.37
					营运能力				
					总资产周转率	0.88	0.64	0.65	0.68
					应收账款周转率	89	57	61	62
					应付账款周转率	25.78	18.45	18.73	19.68
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.08	0.10	0.15	0.32
					每股经营现金流	0.74	0.06	0.94	1.52
					每股净资产(最)	5.97	3.92	4.07	4.39
					估值比率				
					P/E	141.37	104.93	73.60	34.68
					P/B	1.92	2.80	2.69	2.50
					EV/EBITDA	45	16	13	11

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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn