

分析师： 葛军      027-65799505      gejun@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤      (8621) 63217917      yangjf@cjsc.com.cn

## 铝行业复苏尚需时日

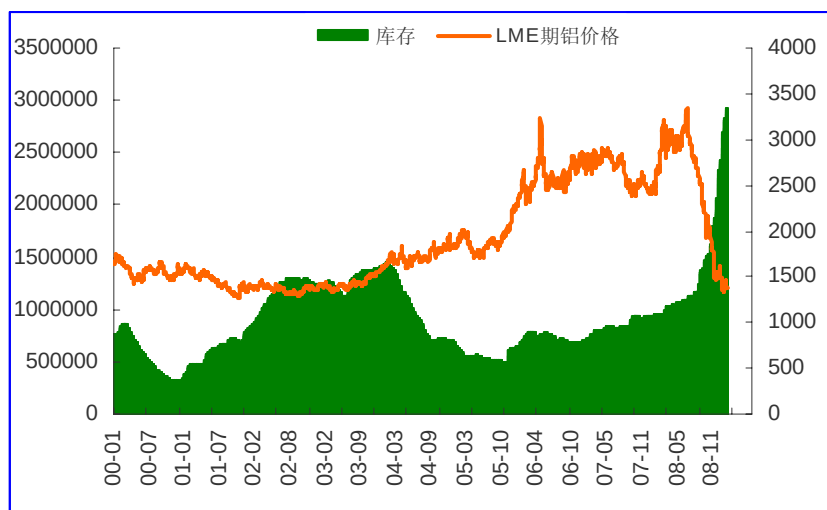
### 事件描述

云铝股份公布 2008 年报。

### 事件评论

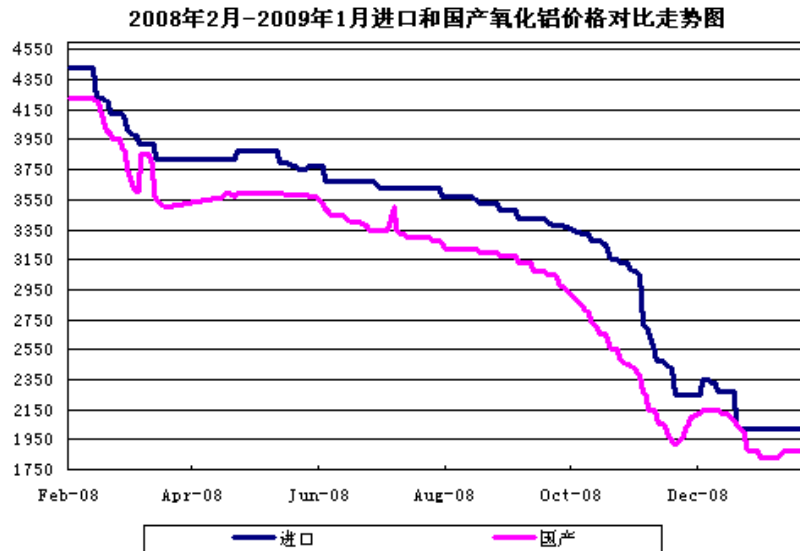
- 云铝股份 2008 年报显示，营业收入和净利润分别为 61.6 亿元和 6979 万元，分别同比下降 12.0%和 85.9%。基本每股收益为 0.07 元，截至 2008 年底，公司总资产增加 30%达到 74.3 亿元，所有者权益增长 32.6%达到 28.8 亿元。这一业绩低于我们的预期。
- 铝价格相对于成本的大幅下降是业绩下降的主要原因。08 年 7 月以来，电解铝价格暴跌 55.5%，从 08 年 7 月初的 3380 美元/吨下跌到 1505 美元/吨。虽然氧化铝成本也出现大幅下降，但公司 08 年电力成本同比出现上涨，虽然公司电价在 12 月 1 日下调 0.06 元/度，但由于 7 月 1 日的上调电价时间较长，因此，公司全年的电力成本同比去年也有大幅增加。（目前公司的平水期电价为 0.41 元/度，按照规定，公司从 12 月 1 日起至 09 年 1 季度末（4 月份仍为枯水期）电价不涨反下调 0.06 元至 0.35 元/度，因此公司的吨铝电费成本下降约 800 元。而此前的 08 年 7 月 1 日，公司的电价刚刚从 0.37 元/度上调至 0.41 元/度。）产量方面，公司 08 年产量 39.9 万吨，同比去年基本持平（07 年为 40.4 万吨）。

图 1：电解铝价格出现了大幅的下跌



资料来源：彭博资讯

图 2：国内和进口的氧化铝价格走势



资料来源：中华商务网

● 对于公司未来的发展，我们有如下观点

- (1) 我们认为电解铝行业 09 年仍处于困境，2010 年将有好转。目前随着全球经济的衰退，电解铝需求大幅下滑，lme 电解铝库存达到 311 万吨，创 15 年的新高，我们认为高企的库存将在一定程度压制价格，其实影响电解铝价格以及未来行业盈利的最根本的仍是全球经济的复苏。我们预计全球经济可能在 2010 年有所转好。因此，我们认为整个电解铝行业在 09 年将仍处于困境，但 2010 年会有所好转。
- (2) 公司电解铝产量未来变化不大，仍然维持 40 万吨左右。未来产量的看点主要来自 2 个铝材加工项目和文山 80 万吨氧化铝项目。从目前进度来看，4 万吨的耐热高强度铝合金圆杆项目将最快投产，预计在 09 年 3 月投产。其余的两个项目我们预计 09 年投产的可能性不大。

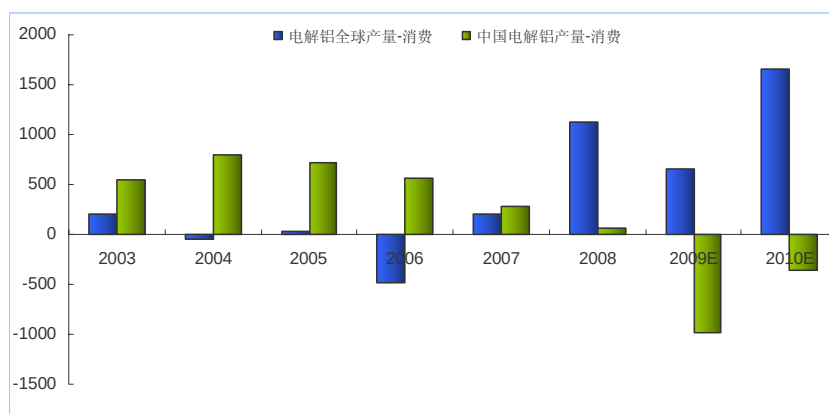
● 综合分析，我们预计 09、10 年 eps 分别为 0.03 元和 0.13 元，维持中性评级。

表 1：全球和中国电解铝供需表

| 全球（千吨）     | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007   | 2008  | 2009E  | 2010E |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 全球产量       | 28043 | 29919 | 31966 | 33942 | 38146  | 39575 | 38204  | 40165 |
| YOY%       |       | 6.69% | 6.84% | 6.18% | 12.39% | 3.75% | -3.46% | 5.13% |
| 全球消费量      | 27839 | 29964 | 31928 | 34421 | 37950  | 38448 | 37549  | 38516 |
| YOY%       |       | 7.63% | 6.55% | 7.81% | 10.25% | 1.31% | -2.34% | 2.58% |
| 电解铝全球产量-消费 | 204   | -45   | 38    | -479  | 196    | 1127  | 655    | 1649  |
|            |       |       |       |       |        |       |        |       |
| 中国         | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007   | 2008  | 2009E  | 2010E |
| 中国产量       | 5543  | 6689  | 7806  | 9349  | 12588  | 13105 | 12375  | 14000 |
| YOY%       |       | 20.7% | 16.7% | 19.8% | 34.6%  | 4.1%  | -5.6%  | 13.1% |
| 中国消费量      | 4994  | 5886  | 7083  | 8790  | 12300  | 13038 | 13364  | 14366 |

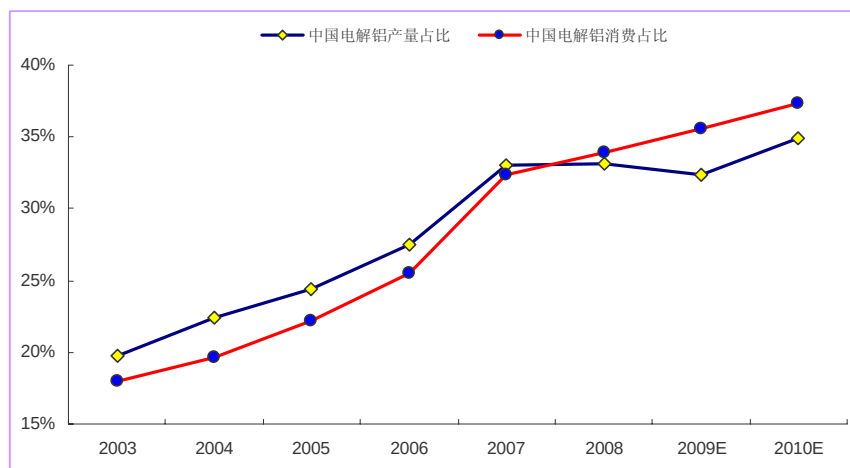
|                 |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| YOY%            |        | 17.9%  | 20.3%  | 24.1%  | 39.9%  | 6.0%   | 2.5%   | 7.5%   |
| 中国电解铝产量-消费      | 549    | 803    | 723    | 559    | 288    | 67     | -989   | -366   |
|                 |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 中国占比            | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  |
| 中国电解铝产量占比       | 19.77% | 22.36% | 24.42% | 27.54% | 33.00% | 33.11% | 32.39% | 34.86% |
| 中国电解铝消费占比       | 17.94% | 19.64% | 22.18% | 25.54% | 32.41% | 33.91% | 35.59% | 37.30% |
| 资料来源: brookhant |        |        |        |        |        |        |        |        |

图 3: 全球电解铝产量和消费量



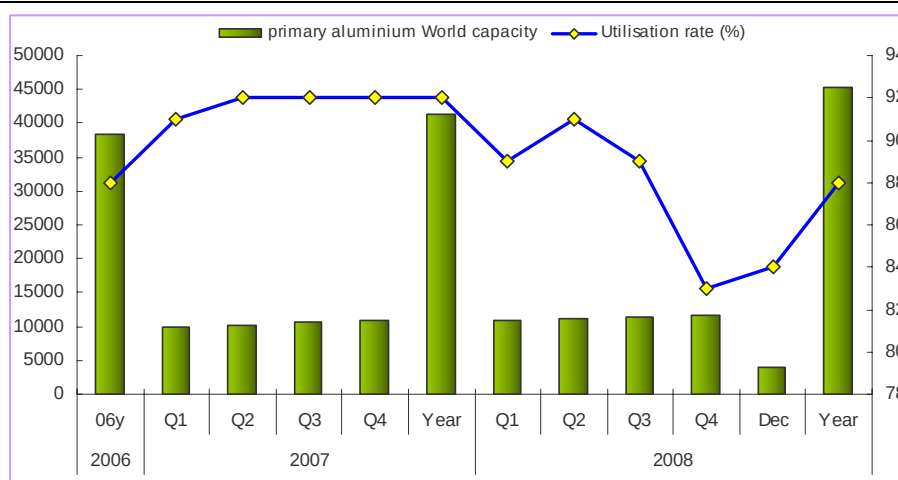
资料来源:brookhant

图 4: 中国电解铝产量和消费量全球占比



资料来源: 彭博资讯

图 5: 全球电解铝产能利用率



资料来源：彭博资讯

### 分析师介绍

葛军，武汉大学毕业，长江证券有色金属行业研究员。

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              |             | E-mail                |
|-----|---------|-----------------|-------------|-----------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 33130735 | 13564079561 | wuzh@cjsc.com.cn      |
| 甘 露 | 华东区客户经理 | (8621) 63296362 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn     |
| 吕 洁 | 华东区客户经理 | (8621) 33130450 | 13564863429 | lvjie@cjsc.com.cn     |
| 杨 忠 | 华南区客户经理 | (8621) 33130737 | 13916835319 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 李 靖 | 华北区客户经理 | (8621) 63299572 | 13761448844 | lijing2@cjsc.com.cn   |

### 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                                |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看 好： 相对表现优于市场<br>中 性： 相对表现与市场持平<br>看 淡： 相对表现弱于市场                                                                                                                  |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

### 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。