

云铝股份 (000807): 净利润同比下降 86% 源于成本上涨和铝价下降

中性 (维持)

有色金属行业/铝

当前股价: 7.15 元

报告日期: 2009 年 2 月 20 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	7005	6161	4523	5265
(+/-)	3.7%	-12.0%	-26.6%	16.4%
营业利润	677	29	14	117
(+/-)	57.5%	-95.7%	-53.5%	757.9%
归属于母公司的净利润	496	70	32	89
(+/-)	54.9%	-85.9%	-54.8%	182.2%
每股收益 (元)	0.47	0.07	0.03	0.08
市盈率 (倍)	15	102	238	89

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	105,354/53,696
流通市值 (亿元)	24.16
每股净资产 (元)	2.74
资产负债率 (%)	53.52

股价表现 (最近一年)



联系人—杨晓雷

010-66045530 yangxl@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年报显示, 公司全年实现营业收入 61.61 亿元, 同比下降 12.04%; 营业利润 2921 万元, 同比下降 95.69%; 归属于母公司所有者净利润 6979 万元, 同比下降 85.93%; 摊薄 EPS 0.07 元; 分配预案每 10 股派 0.8 元 (含税)。
- **全年共生产原铝 39.9 万吨:** 公司是中国十四家重点铝企业之一, 目前已形成电解铝 40 万吨、铝加工 16 万吨、炭素制品 18 万吨, 综合生产能力超过 70 万吨的集铝冶炼、炭素制品、铝加工为一体的综合性大型铝企业。报告期内, 公司 (含控股公司) 共生产原铝 39.9 万吨, 较 2007 年减少 0.5 万吨。
- **净利润下滑的两个阶段: 成本上涨与铝价下降。** 公司净利润同比下降达 85.93% 的主要原因是: 2008 年前三季度公司逐渐受到电力成本上涨的困扰和 2008 年第四季度铝价的大幅下降。电力约占电解铝生产成本的四成, 2007 年底, 云南省取消了电解铝用电优惠 (0.0432 元/KWH), 2008 年 7 月 1 日起, 全国范围内的电价上调使公司用电从 0.37 元/KWH 提高到 0.41 元/KWH, 公司吨铝耗电成本上升约 500 元。另一方面, 从 2008 年四季度开始, 焦点从成本压力转为铝价的大幅下降, 公司 2008 年前三季度尚且录得净利润约 2.06 亿, 而 2008 全年却仅有不到 7000 万元的净利润, 四季度实际亏损达到约 1.36 亿元, 在这其中四季度的资产减值损失达到 8461 万元 (主要来自于存货), 占据了亏损额的六成。
- **全面受到政策支持:** 公司经营业绩下滑, 但同时也得到了来自国家和云南省的支持。1) 2008 年 12 月初, 公司开始享受云南省对部分工业企业用电给予优惠的扶持, 公司在平水期 (云南省多为水力发电, 不同时期电价有所区别) 用电 0.41 元/KWH 电价的基础上下浮 0.06 元至 0.35 元/KWH, 吨铝电费成本下降约 800 元。2) 国储局和云南省经济委员会在 2008 年 12 月底陆续对公司所产原铝实施了收储, 有利于缓解公司短期的经营压力。3) 另外, 公司也在近期被正式认定为云南省高新技术企业, 从 2008 年至 2010 年执行 15% 的企业所得税税率。



- **成本压力随铝价下降有所缓解，基本面略有好转。**除了公司用电下调之外，目前氧化铝的成本也较2008年上半年下降了一半左右（从4000元/吨左右降至2000元/吨左右）。由于1.95吨氧化铝约生产1吨电解铝，氧化铝在电解铝的成本比重中也约占35%—40%的比例。另外，随着电解铝企业开工率的下降导致的需求疲软，铝用阳极炭素和氟盐价格也出现了明显的下降，这都有助于公司基本面的好转。
- **库存周转次数加快，存货消化较充分。**通过财务报告测算得知，公司在2008年四季度加快了存货周转，从2008年三季度末的3.94次上升到年末的6.76次，这可能直接得益于国储局和云南省的收储政策。另外，公司2008年年末存货中库存商品的金额约为2.16亿元（约占存货总额的1/3），如果以每吨铝产品10000元/吨计价，库存中的铝产品也仅有2万余吨。
- **未来主要看点：文山80万吨氧化铝项目。**公司年初募集资金用途之一的4万吨耐热高强度铝合金圆杆项目有望在2009年投产，公司也将加快另一募集资金项目8万吨中高强度宽幅铝合金板带和非募集资金项目文山80万吨氧化铝项目的建设，而文山80万吨铝氧化铝项目的建成投产将为公司拓展铝上游产业链带来积极意义，现有的40万吨电解铝生产所需的氧化铝成本将完全能够自给自足。
- **盈利预测。**我们预计在2009年的多数时间里，铝价仍会维持低迷状态，而公司经营压力的减缓主要来自于成本价格的下降，但公司净利润水平仍可能处于惯性下滑之中。我们预计公司2009年归属于母公司所有者净利润同比下降54.80%，预计公司2009、2010年EPS分别为0.03元和0.08元，对应的动态PE分别为238倍和89倍，并继续维持公司“中性”的投资评级。
- **风险提示。**1) 宏观经济不确定风险；2) 有色金属行业周期波动风险；3) 铝产品价格持续低迷的风险；4) 若未来铝行业回暖，电解铝部分生产成本可能随铝价回升而逐渐上涨的风险。

图表：云铝股份盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	700,454	616,100	452,317	526,496
增长率 (%)	3.65%	-12.04%	-26.58%	16.40%
减：营业成本	591,929	559,301	411,281	467,027
毛利率 (%)	15.49%	9.22%	9.07%	11.30%
营业税金及附加	1,259	852	476	653
销售费用	11,345	11,321	8,142	9,477
管理费用	13,564	27,138	25,000	24,000
财务费用	14,499	15,443	11,760	13,689
费用合计	39,409	53,901	44,902	47,166
期间费用率 (%)	5.63%	8.75%	9.93%	8.96%
资产减值损失	401	8,461	800	800
加：公允价值变动收益	419	3,415	0	0
投资收益	-166	6,332	6,500	800
营业利润	67,709	2,921	1,358	11,650
增长率 (%)	57.45%	-95.69%	-53.50%	757.86%
营业利润率 (%)	9.67%	0.47%	0.30%	2.21%
加：营业外收入	2,539	1,337	1,000	1,000
减：营业外支出	80	635	1,000	1,000
利润总额	70,168	3,622	1,358	11,650
增长率 (%)	61.20%	-94.84%	-62.51%	757.86%
利润率 (%)	10.02%	0.59%	0.30%	2.21%
减：所得税费用	11,266	1,476	204	1,748
所得税率 (%)	16.06%	40.75%	15.00%	15.00%
净利润	58,903	2,146	1,154	9,903
增长率 (%)	54.86%	-96.36%	-46.22%	757.86%
净利润率 (%)	7.08%	1.13%	0.70%	1.69%
归属于母公司所有者的净利润	49,616	6,979	3,154	8,903
增长率 (%)	53.75%	-85.93%	-54.80%	182.23%
少数股东损益	9,286	-4,833	-2,000	1,000
每股收益(元)	0.47	0.07	0.03	0.08

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002