

云铝股份

000807

增持/ 上调评级

股 价	2009/03/09
RMB5.86	

基础数据

总股本（百万股）	1054
流通 A 股（百万股）	537
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）	3147

财务数据

市净率 (X)	2.14
TRACING P/E (X)*	88.46
EPS (元)	0.07
股息率 (%)	1.37

*最近四季盈利计算。

相关研究

《云铝股份：理想和现实的距离是 1.5 年》（2008/07/28）

《云铝股份：假以时日 将确定增长》（2008/07/17）

《云铝股份：今朝完善自我，明日创造辉煌》（2008/01/22）

分 析 师
叶 涛
+755 - 8249 2171
yetao@lhq.com

研究助理
王 茜
+755 - 8236 4392
wangqianys@lhq.com

直购电，令产业链更完美

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7004.5	6161.0	4478.9	4914.9	5456.3
(+/-%)	3.6	-12.0	-27.3	9.7	11.0
归属母公司净利润(百万元)	496.2	69.8	111.0	324.1	626.3
(+/-%)	53.8	-85.9	59.1	191.9	93.2
EPS(元)	0.47	0.07	0.10	0.30	0.57
P/E(倍)	12.4	88.5	70.6	19.5	10.3

■ 近日四部委联合发布《关于开展电解铝企业直购电试点工作的通知》，云铝被纳入首批试点企业。较乐观估计，实施直购电后公司电价有望下降 0.05 元/度，吨铝成本下降约 580 元（不含税），对应现有产能 EPS 增厚约 0.188 元/股。公司经营稳定性和可预测性因此大幅提升，抗风险能力明显增强。

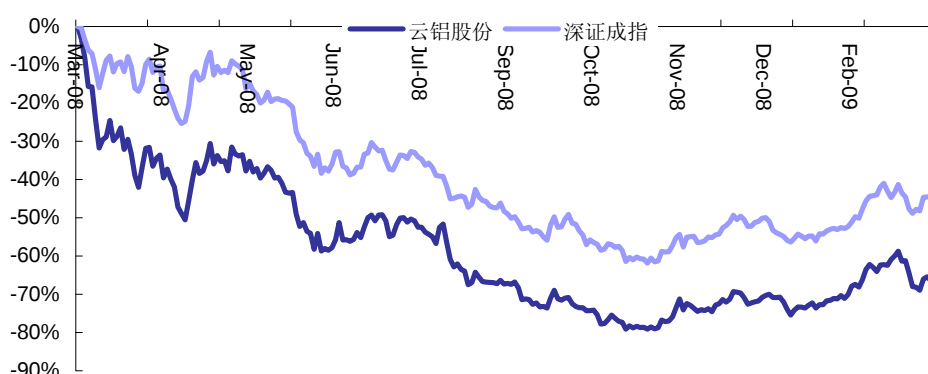
■ “劣势将变优势”，云铝将是直购电实施的最大受益者。对比同行，历史上公司明显的“软肋”在于电力成本较高和供电季节性瓶颈，令公司在经营管理、技术工艺、资源保障、节能环保方面的明显优势基本沦为隐性。

■ 公司 8 万吨中高强度宽幅铝合金板带、4 万吨耐热高强度铝合金圆杆和文山 80 万吨氧化铝项目有望在 09-10 年陆续完成，并在 2011 年全面达产。结合长期电力合同的签定，作为铝业公司，届时其“Y”型的完美产业链基本构建完成，经营模式和结构上将和美铝等国际领先企业接轨。

■ 鉴于全球宏观经济的不确定性和行业内高库存、低开工率的现状，我们认为铝价中短期缺乏大幅上扬的基础。但我们也留意到，价格、成本倒挂正在令业内减产力度加大，边际供需有望逐步走向平衡。届时铝价有望在行业平均成本附近波动，而业内领先企业有望率先复苏。

■ DCF 模型得出公司内在价值 8.59 元/股；根据 08 年底 2.63 元/股的净资产，按 1.5 倍 P/B 计算，现冶炼加工业务估值 3.95 元/股，加上文山氧化铝项目估价 4.17 元/股，合计为 8.12 元/股。我们认为，8.12-8.59 元/股是公司的合理价值区间，看好公司的长期发展前景，上调评级为“增持”。

最近 52 周股价表现



目 录

直供电消除“软肋”	3
完整产业链没有悬念	3
公司经营扎实稳健	4
木秀于林的历史业绩	4
稳定偏低的各项费用	5
常年保持的高分红率	6
盈利预测的敏感性	7
估值讨论	7
DCF 估值	7
P/B+资源估值	7
冶炼加工业务价值	7
铝土矿的资源价值	7
投资分析	8
风险提示	9
财务预测	10

直供电消除“软肋”

为落实国家有色金属产业振兴规划，四部委联合发布《关于开展电解铝企业直购电试点工作的通知》，云铝作为国家重点电解铝企业，被纳入首批直购电试点企业。直购电模式是用电企业与发电企业或独立供电企业直接签订购销合同，进行电力购销交易。企业通过与发电企业直接对话和签订长期供电合同，除了可以保证供电稳定，还将在电价方面获得一定的议价空间。

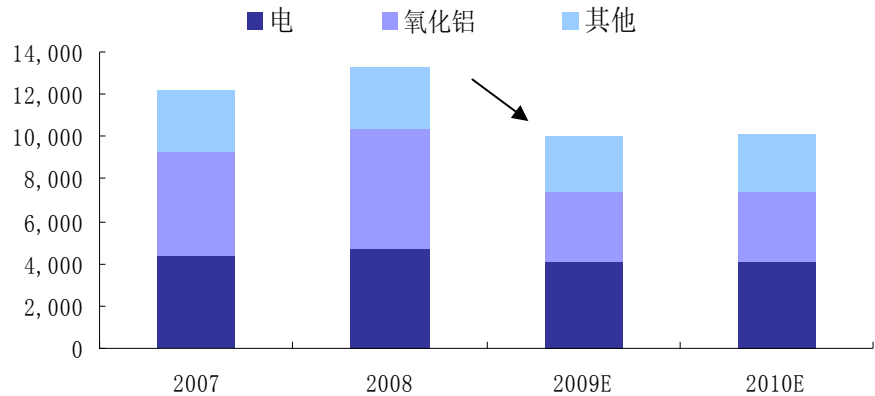
此前水电的低成本优势未现，季节性劣势尽显

公司地处水电资源丰富的云南省，省内电力资源中 70%来自水电，30%是火电。水电资源是可再生资源，发电成本较低，然而却因受季节性影响大，使得电力供应呈现季节性特点。每年枯水季节，公司的电力供应均受到一定程度的限制，一方面制约其产能的充分利用，另一方面也增加了关停和重启的大量费用。

长期以来公司电力供应完全依赖网电，08 年云南省取消差别电价进一步提升了公司用电成本。公司目前年均用电成本为 0.41 元/千瓦时，属于国内规模以上铝冶炼企业中较高水平。08 年下半年例外，云南省为支持受全球经济危机影响严重的有色行业，对公司实行临时性优惠电价。

图 2、公司的吨铝成本构成

(单位：元)



数据来源：联合证券研究所

“劣势将变优势”

电力成本较高和供电季节性瓶颈是公司在成本控制方面的最薄弱环节，一直是公司的软肋所在。但从另一个角度来看，最薄弱的环节意味着改善和提升的潜力最大，对比业内同行，云铝将是实施直购电最大的受益者。直供电的受益程度将取决于公司与发电企业、电网的议价能力，以公司对地方财政的重要性而言，我们认为地方政府在此过程中的积极意义不容忽视。

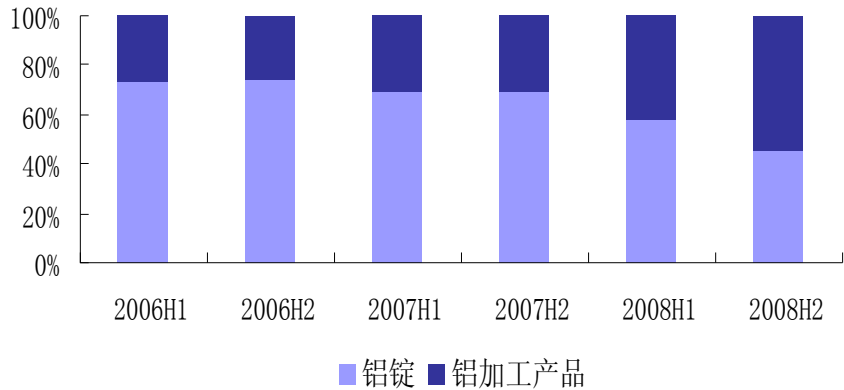
较乐观地预计，直供电实施后，公司年均用电成本有望下降 0.05 元/千瓦时。吨铝生产成本下降约 580 元（不含税），对应目前产能，将对全年归属母公司净利润贡献约 1.98 亿元，对公司 EPS 贡献约 0.188 元/股。

完整产业链没有悬念

目前，公司 8 万吨中高强度宽幅铝合金板带和年产 4 万吨耐热高强度铝合金圆杆项目建设进展顺利，其中 4 万吨铝合金圆杆项目将于 09 年 3 月份实现投产

运行，预计将为 09 年带来 2.7 万吨新增铝合金圆杆产量，届时将提升公司该产品的附加值和市场占有率，实现国内该产品的部分进口替代。

图 1、铝加工产品在利润中的占比逐年增加

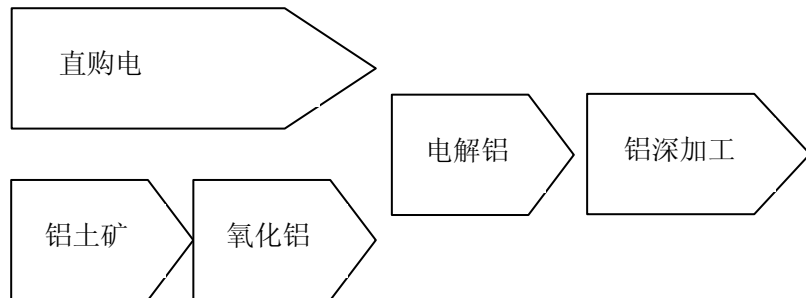


数据来源：wind，联合证券研究所

文山氧化铝项目也正在加紧实施，有望在 2010 年初形成产能，并在 2011 年基本实现氧化铝 100% 自给，全面突破云铝产业链中的瓶颈。

作为铝业公司，“Y”型的产业链才算完美，这对云铝已基本没有悬念。至此公司的经营模式和经营结构上与美铝等国际领先企业基本接轨。

图 2、“Y”型完美产业链将打造成形



数据来源：联合证券研究所

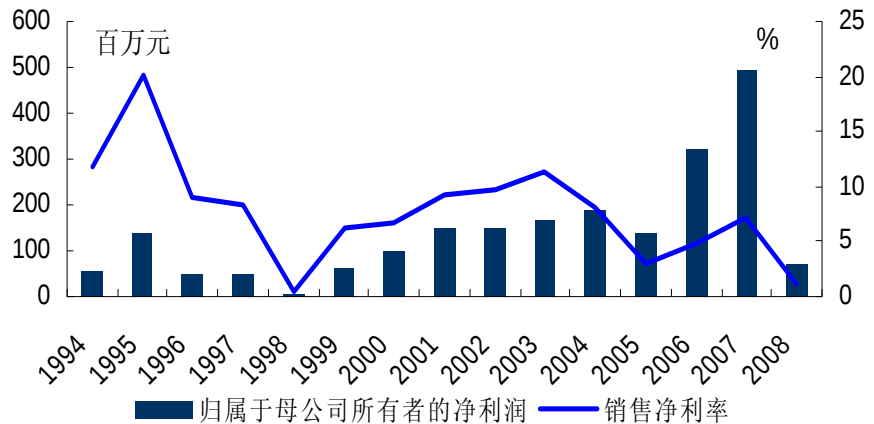
公司经营扎实稳健

木秀于林的历史业绩

自 98 年上市以来公司年年盈利，业绩保持稳步增长，其间 05 年、08 年全行业亏损，公司业绩有所下滑，显示公司稳健的经营风格和良好的抗风险能力。2008 年，在全球经济危机、特大自然灾害、电力供应短缺，以及国家取消优惠电价对整个行业造成普遍巨大冲击的背景下，凭借出色的经营管理和成本控制能力，公司有效控制了业绩下滑幅度。2008 年存货周转更快于 2007 年，以致其存货压力明显小于同行。而从其它经营及财务指标来看，亦基本处于健康之列。

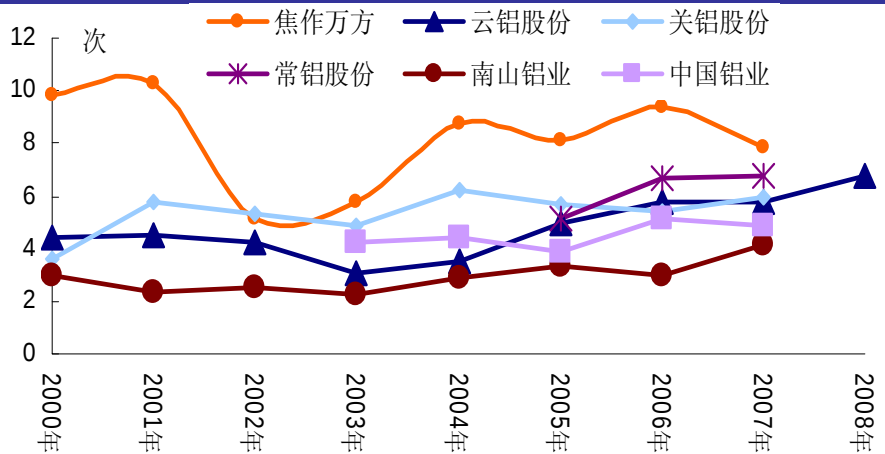
98年以来公司净利润保持良好增长态势及稳定净利润率。

图 5、云铝股份归属母公司净利润及销售净利率



数据来源：wind，联合证券研究所

图 6、公司存货周转率处于行业领先水平



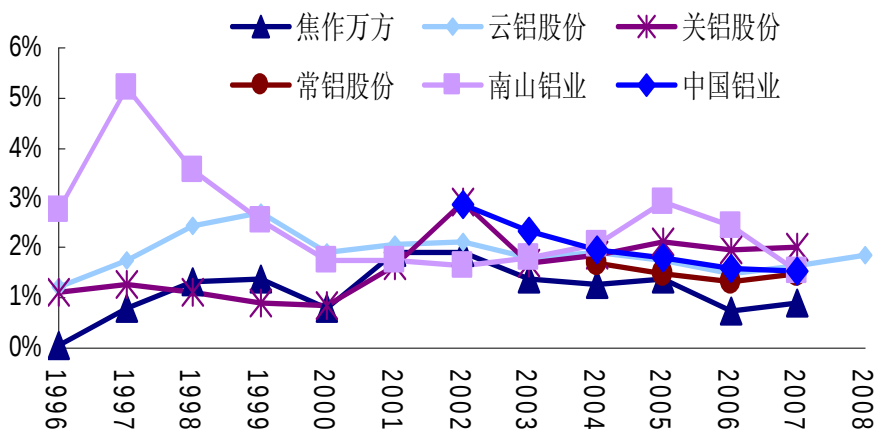
数据来源：wind，联合证券研究所

稳定偏低的各项费用

历史数据显示，公司具有较强的费用控制能力。

销售费用率长期保持稳定，明显优于行业平均水平。

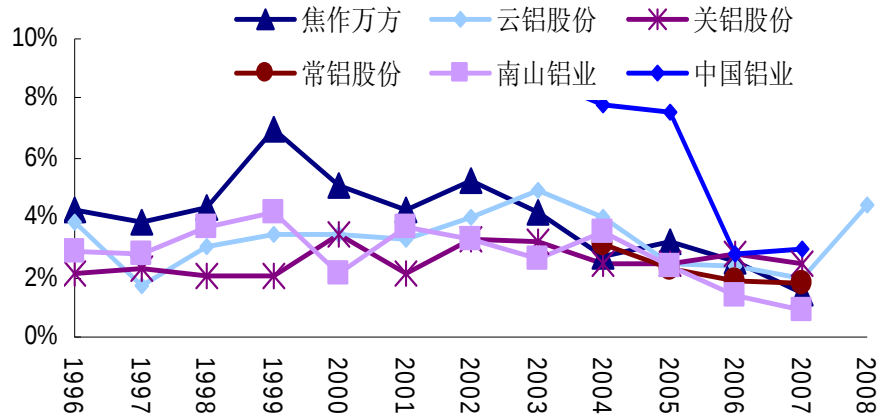
图 7、行业各公司销售费用率



数据来源：wind，联合证券研究所

管理费用率自 2003 年以来呈逐年下降趋势,至 07 年也已降至行业平均水平;其中,2008 年的大幅增加,是依照财政部 2008 年第 60 号文件中规定将设备修理费和研发费用计入管理费用所知,属于行业普遍现象。

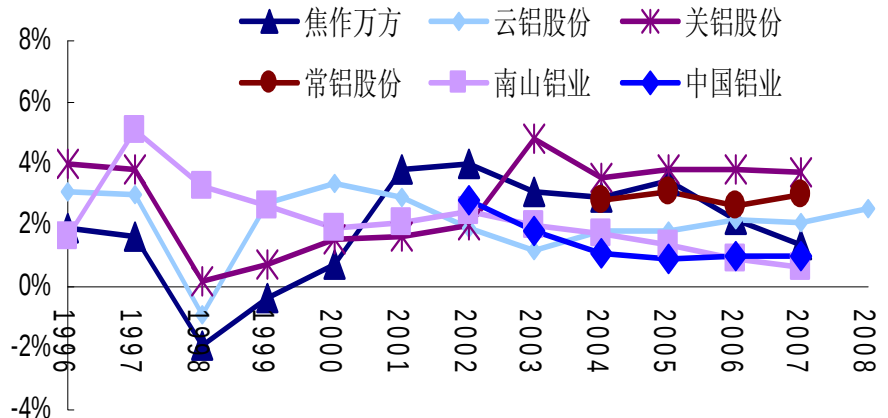
图 8、行业各公司管理费用率



数据来源: wind, 联合证券研究所

因现阶段公司正处于产能扩张期,最近几年项目投资的支出导致银行贷款明显增加,并有短期融资券的利息费用,因而公司的财务费用有所上升,但财务费用率仍然保持在较低水平。

图 9、行业各公司财务费用率



数据来源: wind, 联合证券研究所

常年保持的高分红率

表 1、云铝股份历年股东回报率

	分红金额 (含税)	本公司(母公司)净利润	占净利润的比率
2008 年	84,283,554.96	106,149,970.46	79.40%
2007 年	366,450,200.00	452,697,169.44	80.95%
2006 年	245,700,000.00	297,474,246.67	82.59%
2005 年	109,200,000.00	137,071,682.26	79.67%

数据来源: 公司年报, 联合证券研究所

盈利预测的敏感性

基本假设：09、10 年国内电解铝均价为 12500 元/吨和 13000 元/吨，氧化铝均价为 2000 元/吨和 2200 元/吨；考虑电价变化的积极预期，我们上调公司的盈利预测，09、10、11 年每股收益分别为 0.10 元、0.30 元和 0.57 元。

表 2、氧化铝和铝价格（含税）对 2009 年业绩的敏感性 元/吨、元/股

氧化铝价	铝价					
	11000	12000	12500	13000	14000	15000
1500	-0.07	0.16	0.27	0.38	0.60	0.83
1700	-0.13	0.09	0.20	0.31	0.54	0.76
1900	-0.20	0.02	0.13	0.25	0.47	0.69
2000	-0.24	-0.01	0.10	0.21	0.43	0.66
2200	-0.30	-0.08	0.03	0.14	0.37	0.59
2400	-0.37	-0.15	-0.04	0.08	0.30	0.52

数据来源：联合证券研究所

估值讨论

DCF 估值

DCF 估值：公司价值 8.59 元/股

我们首先采用两阶段 DCF 贴现模型对公司进行估值，第一阶段为 2009~2013 年，第二阶段为 2013 年以后。假设 2012 年以后长期电解铝价格为 15000 元/吨，公司 2011 年实现氧化铝 100%自给后，氧化铝生产成本约 1900 元/吨；产量方面，云铝的 12 万吨铝加工项目将陆续投产，使得公司铝加工产品产量大幅增加。

在 1%永续增长率和 9.31%WACC 的假设下，我们得到云铝的每股合理内在价值为 **8.59 元/股**。

P/B+资源估值

冶炼加工业务和文山氧化铝项目合计价值为 8.12 元/股。

冶炼加工业务价值

根据 2008 年报，公司每股净资产（最新摊薄）为 2.63 元，考虑到铝行业仍处于景气周期下降且接近底部的阶段，我们取 1.5 倍 P/B 水平，得到公司现有冶炼加工业务的估值为 3.95 元/股。

铝土矿的资源价值

我们采用两阶段现金流贴现方法估算该项目价值，第一阶段为 2009~2015 年，第二阶段为 2016~2046 年，计算得出其内在价值为 4.17 元/股。

基本假设：文山氧化铝项目总投资额约 40 亿元，假设其 50%的资金来自银行贷款，贷款期间为 5 年；文山铝土矿资源储量为 1 亿吨，氧化铝设计产能为 80 万吨/年，预计 2013 年有望扩产至 120 万吨/年，可开采年限为 36 年；WACC 同样取 9.31%，2016 年以后永续增长率为 3%。

表 3、文山铝土矿项目价值评估

	单位	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
云铝收益:								
氧化铝产量	万吨	--	40	80	80	120	120	120
氧化铝价格	元/吨	--	2200	2400	2400	2500	2500	3300
完全成本	元/吨	--	1900	1900	1900	1900	1900	1900
公司净利润	万元	-60	-978	14349	16262	36572	39449	105941
权益占比	%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
云铝权益收益	万元	-33	-538	7892	8944	20114	21697	58267
云铝支出:								
总投资	亿元	40						
已投资	亿元	6.5						
09 年投资	亿元	33.5						
自筹比例	%	35%						
云铝权益出资	万元	64488						
折现价值 (万元)								497987
内在价值 (元/股)								4.17

数据来源: 联合证券研究所

投资分析

业内领先企业有望率先走出低谷

鉴于全球宏观经济的不确定性和行业内高库存、低开工率的现状,我们认为铝价中短期缺乏大幅上扬的基础。但我们也留意到,价格成本倒挂令行业内减产力度正在加大,供需的动态平衡可以期待。届时铝价有望在行业平均成本附近波动,业内领先企业有望率先复苏。

资源是矿产类企业持续发展的基础,随着行业并购步伐的加快,铝资源的集中和垄断将进一步加剧,资源量的拥有与控制将成为一体化铝业公司的核心竞争力。鹤庆溢鑫铝业有望成为云铝未来资源储量拓展的重要来源。

铝土矿资源量增加存在一定预期

云铝的母公司冶金集团于 2008 年 8 月在云南省大理州鹤庆县成立了鹤庆溢鑫铝业有限公司,主要从事大理州鹤庆县境内的铝土矿资源探矿工作,意在获取和控制铝土矿资源。母公司承诺,待鹤庆溢鑫铝业勘查工作形成可靠地质成果,具备申请采矿权,以及建设铝土矿开采、氧化铝生产项目等条件时,按公允价值转让给云铝股份。

不确定性显著下降,利于估值水平提升

直购电更大的意义在于,公司得以借助长期购电合同,消除电力供应和电力成本的不确定性。考虑到文山铝土矿提供资源保障,氧化铝项目未来消除原材料成本的不确定性,这是公司相对于国内同行的独特优势。未来只有铝价才能对公司的业绩造成不确定性影响。

铝业公司完美的“Y”型产业链,对公司而言构建不再存在悬念,公司的经营稳定性和可预测性有望大幅提升,抗风险能力明显增强。我们认为公司长期基本面改善的预期已趋于明确。根据测算,公司合理价值区间为 8.12—8.59 元/股,上调评级为“增持”。

风险提示

国际经济形势不确定性依然存在，不排除因经济形势恶化导致铝价下跌且幅度超出预期的可能性。届时，将对公司盈利预测产生负面影响。

我们对公司业绩预测是基于其 80 万吨氧化铝项目于 2010 年一季度顺利投产的假设下，而该项目总投资计划约 40 亿元，截止 2008 年已投资 6.5 亿元，未来两年内仍需投入约 33.5 亿元，因此公司面临一定资金压力。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3036	3615	4307	4950	营业收入	6161	4479	4915	5456
现金	1914	2841	3530	4154	营业成本	5593	3997	4066	4092
应收账款	8	5	6	7	营业税金及附加	9	9	10	11
其它应收款	51	25	28	35	营业费用	113	83	92	103
预付账款	325	176	208	195	管理费用	271	130	151	189
存货	687	567	535	560	财务费用	159	124	133	150
其他	50	0	0	0	资产减值损失	85	4	5	5
非流动资产	4398	4593	4808	5004	公允价值变动收益	34	0	0	0
长期投资	36	36	36	36	投资净收益	63	4	4	4
固定资产	3323	3690	3938	4113	营业利润	29	136	462	910
无形资产	97	95	93	91	营业外收入	13	15	18	16
其他	942	771	740	764	营业外支出	6	3	3	4
资产总计	7434	8207	9114	9955	利润总额	36	148	477	921
流动负债	2370	1410	1452	1432	所得税	15	22	72	138
短期借款	1270	623	623	623	净利润	21	126	405	783
应付账款	238	188	191	186	少数股东损益	-48	15	81	157
其他	862	599	637	623	归属母公司净利润	70	111	324	626
非流动负债	1609	2238	2776	3079	EBITDA	430	488	857	1352
长期借款	1494	2110	2649	2957	EPS (元)	0.07	0.10	0.30	0.57
其他	114	128	127	122					
负债合计	3979	3648	4228	4512					
少数股东权益	574	589	670	826					
股本	1054	1096	1096	1096					
资本公积	1272	2208	2208	2208					
留存收益	555	666	913	1312					
归属母公司股东权益	2881	3971	4217	4617					
负债和股东权益	7434	8207	9114	9955					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					单位: %				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	523	463	828	1161	成长能力				
净利润	21	126	405	783	营业收入	-12.0%	-27.3%	9.7%	11.0%
折旧摊销	242	228	262	292	营业利润	-95.7%	364.9%	240.3%	96.9%
财务费用	159	124	133	150	归属于母公司净利润	-85.9%	59.1%	191.9%	93.2%
投资损失	-63	-4	-4	-4	获利能力				
营运资金变动	30	-18	17	-58	毛利率	9.2%	10.8%	17.3%	25.0%
其它	135	6	15	-3	净利率	10.1%	1.1%	2.5%	6.6%
投资活动现金流	-880	-358	-468	-468	ROE	2.4%	2.8%	7.7%	13.6%
资本支出	883	410	470	470	ROIC	2.6%	4.9%	10.8%	18.3%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他	3	52	2	2	资产负债率	53.5%	44.4%	46.4%	45.3%
筹资活动现金流	1396	822	328	-69	净负债比率	69.49%	74.93%	77.41%	79.36%
短期借款	804	-647	0	0	流动比率	1.28	2.56	2.97	3.46
长期借款	838	616	539	308	速动比率	0.99	2.16	2.59	3.06
普通股增加	180	43	0	0	营运能力				
资本公积增加	825	936	0	0	总资产周转率	0.94	0.57	0.57	0.57
其他	-1250	-125	-210	-377	应收账款周转率	452	380	504	496
现金净增加额	1039	927	689	624	应付账款周转率	20.61	18.76	21.44	21.68

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.10	0.30	0.57	P/E	112.29	70.58	24.18	12.51
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.48	0.42	0.76	1.06	P/B	2.72	1.97	1.86	1.70
每股净资产 (最新摊薄)	2.63	3.62	3.85	4.21	EV/EBITDA	21	18	10	7

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。