

二季度已扭亏为盈

--- 2009 年中期业绩预亏公告点评

报告关键点：

- 2季度开始略有盈利，预计单季度每股盈利0.01元；
- 铝价有望进一步走高，公司盈利将继续改善；
- 维持“中性-A”评级。

报告摘要：

- 云铝股份今天发布公告，称预计上半年归属于母公司所有者的净利润约为亏损11,000~12,000万元，每股盈利为-0.104~-0.114元。而去年同期每股盈利为0.14元。今年1季度，公司每股盈利为-0.122元。
- 公司认为，今年上半年受金融危机的影响，国际国内铝产品市场需求下降，铝产品价格与去年同期相比出现大幅下跌。2季度以来，随着宏观经济的好转、铝产品消费有所恢复，产品价格与1季度相比有了一定程度的上涨，公司2季度已经实现了盈亏平衡并略有盈利，但整个上半年仍将出现亏损。
- 至6月25日，上半年上海期交所3月期铝价均价为12,450元/吨。其中，1季度和2季度均价分别为11,940元/吨和12,940元/吨。而去年上半年国内铝均价高达19,240元/吨。目前，国内铝价为13,350元/吨。在这一铝价下，云铝股份已略有盈利。我们预计，随着全球经济逐步复苏，下半年铝价有望进一步回升；云铝股份的盈利能力将继续好转。
- 我们对云铝股份2009年和2010年的铝产品产量预测分别为38.8万吨和45.8万吨。我们预计，云铝股份的80万吨氧化铝项目将于年内投产，2010年和2010年产量分别为50万吨和80万吨。
- 我们对2009年和2010年国内铝价预测分别为13,250元/吨和14,000元/吨，对云铝股份2009年和2010年的每股盈利预测分别为0.05元和0.16元。公司2009年动态市净率为3.0x，估值吸引力不大，我们维持“中性-A”投资评级。
- 云铝股份未来的不确定性主要在于：全球经济继续低迷，铝消费复苏的步伐缓慢，使得铝价难以上涨。反之，则公司盈利有望超出我们预期。

评级：

中性-A

上次评级： 中性-A

目标价格：

8.60 元

期限： 3 个月 上次预测： 8.60 元

现价： 8.62 元

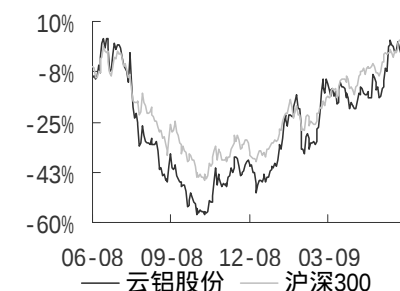
报告日期：

2009-06-26

市场数据

总市值(百万元)	9,081.55
流通市值(百万元)	5,061.71
总股本(百万股)	1,053.54
流通股本(百万股)	587.20
12 个月最高/最低	3.80/9.77 元
十大流通股东(%)	10.81%
股东户数	206,264

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.21	(17.99)	(7.98)
绝对收益	15.85	7.74	(3.38)

研究员

衡昆

首席行业分析师

021-68766182

hengkun@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,005	6,161	4,773	5,979	6,780
Growth(%)	3.6%	-12.0%	-22.5%	25.3%	13.4%
净利润	496	70	55	170	502
Growth(%)	53.8%	-85.9%	-20.9%	207.6%	195.4%
毛利率(%)	15.5%	9.2%	11.3%	15.9%	21.8%
净利润率(%)	7.1%	1.1%	1.2%	2.8%	7.4%
每股收益(元)	0.47	0.07	0.05	0.16	0.48
每股净资产(元)	2.41	3.28	3.27	3.44	3.84
市盈率	18.3	130.1	164.5	53.5	18.1
市净率	3.6	2.6	2.6	2.5	2.2
净资产收益率(%)	23.2%	0.6%	1.2%	9.2%	18.4%
ROIC(%)	24.3%	5.3%	3.7%	7.1%	13.2%
EV/EBITDA	8.4	24.4	32.4	16.7	10.1
股息收益率	2.7%	4.0%	0.0%	0.6%	1.2%

前期研究成果

云铝股份：3 季报符合预期，但 4 季度面临亏损	2008-10-23
云铝股份：电价大幅上调	2008-03-03
云铝股份：年报低于预期	2008-02-03

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-6-25**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,005	6,161	4,773	5,979	6,780	成长性					
减: 营业成本	5,919	5,593	4,235	5,029	5,303	营业收入增长率	3.6%	-12.0%	-22.5%	25.3%	13.4%
营业税费	13	9	7	9	10	营业利润增长率	57.4%	-95.7%	62.0%	725.2%	124.6%
销售费用	113	113	86	114	129	净利润增长率	53.8%	-85.9%	-20.9%	207.6%	195.4%
管理费用	136	271	244	275	299	EBITDA 增长率	31.5%	-59.4%	-9.2%	94.4%	65.8%
财务费用	145	159	153	163	163	EBIT 增长率	41.8%	-77.2%	6.9%	175.6%	88.0%
资产减值损失	4	85	-	-	-	NOPLAT 增长率	38.5%	-75.5%	-13.8%	192.4%	91.2%
加: 公允价值变动收益	4	34	-	-	-	投资资本增长率	13.2%	22.5%	53.3%	2.7%	6.4%
投资和汇兑收益	-2	63	-	-	-	净资产增长率	20.4%	35.9%	-0.2%	4.9%	11.6%
营业利润	677	29	47	391	877	利润率					
加: 营业外净收支	25	7	-	-	-	毛利率	15.5%	9.2%	11.3%	15.9%	21.8%
利润总额	702	36	47	391	877	营业利润率	9.7%	0.5%	1.0%	6.5%	12.9%
减: 所得税	113	15	7	59	132	净利率	7.1%	1.1%	1.2%	2.8%	7.4%
净利润	496	70	55	170	502	EBITDA/营业收入	15.0%	6.9%	8.1%	12.6%	18.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.7%	3.0%	4.2%	9.2%	15.3%
货币资金	875	1,914	1,179	596	906	运营效率					
交易性金融资产	-	34	-	-	-	固定资产周转天数	165	190	263	240	251
应收帐款	29	59	38	48	54	流动营业资本周转天数	-6	-2	51	73	65
应收票据	1	-	1	1	1	流动资产周转天数	107	149	194	115	100
预付帐款	177	325	127	151	159	应收帐款周转天数	1	0	0		
存货	969	687	762	905	954	存货周转天数	53	51	58	50	49
其他流动资产	-	16	-	0	-0	总资产周转天数	291	384	552	436	399
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	165	222	400	392	361
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	35	36	36	36	36	ROE	23.2%	0.6%	1.2%	9.2%	18.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.3%	0.3%	0.6%	4.6%	9.6%
固定资产	3,195	3,323	3,645	4,315	5,122	ROIC	24.3%	5.3%	3.7%	7.1%	13.2%
在建工程	264	813	1,200	1,000	300	费用率					
无形资产	90	97	95	93	91	销售费用率	1.6%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%
其他非流动资产	80	129	130	130	130	管理费用率	1.9%	4.4%	5.1%	4.6%	4.4%
资产总额	5,714	7,434	7,213	7,274	7,753	财务费用率	2.1%	2.6%	3.2%	2.7%	2.4%
短期债务	466	1,270	1,500	1,500	1,500	三费/营业收入	5.6%	8.8%	10.1%	9.2%	8.7%
应付帐款	432	500	169	-	-	偿债能力					
应付票据	320	442	250	250	250	资产负债率	55.5%	53.5%	52.2%	50.2%	47.9%
其他流动负债	181	151	79	86	91	负债权益比	124.7%	115.1%	109.1%	100.9%	91.8%
长期借款	657	1,494	1,500	1,500	1,500	流动比率	0.86	1.28	0.94	0.80	0.94
其他非流动负债	117	114	15	15	15	速动比率	0.45	0.95	0.60	0.37	0.51
负债总额	3,171	3,979	3,763	3,654	3,711	利息保障倍数	5.67	1.18	1.31	3.40	6.40
少数股东权益	370	574	455	500	500	分红指标					
股本	874	1,054	1,054	1,054	1,054	DPS(元)	0.23	0.35	-	0.05	0.10
留存收益	1,300	1,828	1,941	2,067	2,489	分红比率	49.5%	525.1%	0.0%	31.0%	21.0%
股东权益	2,543	3,455	3,450	3,621	4,042	股息收益率	2.7%	4.0%	0.0%	0.6%	1.2%
现金流量表	2,007	2,008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	589	21	55	170	502	EPS(元)	0.47	0.07	0.05	0.16	0.48
加: 折旧和摊销	231	242	278	330	393	BVPS(元)	2.41	3.28	3.27	3.44	3.84
资产减值准备	4	85	-	-	-	PE(X)	18.3	130.1	164.5	53.5	18.1
公允价值变动损失	-4	-34	-	-	-	PB(X)	3.6	2.6	2.6	2.5	2.2
财务费用	148	153	188	153	163	P/FCF	n/a	36.9	-4.7	n/a	113.1
投资收益	2	2	-	-	-	P/S	1.3	1.5	1.9	1.5	1.3
少数股东损益	93	-48	-15	162	244	EV/EBITDA	8.4	24.4	32.4	16.7	10.1
营运资金的变动	-228	-297	-170	-276	-0	CAGR(%)	-17.4%	226.3%			
经营活动产生现金流量	1,175	523	302	548	1,301	PEG	-1.1	0.6	-1.6	-0.5	-0.2
投资活动产生现金流量	-422	-880	68	-2	-2	ROIC/WACC	2.8	0.6	0.4	0.8	1.5
融资活动产生现金流量	-824	1,396	82	-215	-268	REP	0.9	4.0	4.5	2.3	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn	张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034