

公司简评 云铝股份 (000807.SZ)

► 2009 年 7 月 21 日

具备内生增长的铝业公司

谨慎推荐

维持评级

分析师: 周卓玮 ✉: zhouzhuowei@chinastock.com.cn ☎: 010-66568044

1. 事件

公司 2009 年 7 月 21 日公布 2009 年半年度报告, 公司 2009 年 1-6 月亏损-1.16 亿, 每股收益-0.11 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 铝价回升 2009 年 2 季度已经开始盈利

公司在 2009 年二季度已实现盈利, 但由于一季度的大幅亏损, 2009 年中报仍然亏损 0.11 元。主要原因是二季度铝价由于需求回暖和国际商品市场的狂热而上涨, 2009 年二季度铝价约 13415 元/吨, 远高于一季度的 12295 元/吨。

随着国内外铝需求的继续回暖, 尤其是国内房地产投资和汽车行业景气的刺激, 我们认为铝价在目前的价格已企稳, 并且随着能源价格的上涨及国外商品市场资金的推动上涨的概率较大。

但另一方面我们仍然认为铝价的上行空间远小于其他金属, 毕竟潜在的供应压力仍然较大, 目前国内电解铝产能约 1850 万吨, 在建产能还有约 150 万吨, 2009 年 6 月的开工率只有约 70%, 目前的产能利用率仍不到 80%, 短期不具备铝价大涨的条件, 我们认为在产能利用率大幅提升到较高水平后且需求仍然向好的情况下, 铝价大幅上涨才成为可能, 目前的上涨更多地是在透支预期。

我们预测 2009 年下半年铝价均价为 14200 元/吨, 2010 年铝均价为 15000 元/吨。

(二) 公司未来看点仍多

1、最大的看点仍然是文山矿的投产和对资源的控制。文山铝土矿最新已探明铝土矿的储量已达 1.1 亿吨以上, 预计 2010 年下半年投产; 另外, 由于铝土矿储量的提升, 我们预计该氧化铝项目的规模会有所扩大, 按照 30 年的开采量计算, 该项目的规模最终将达到 150 万吨/年左右; 另一方面, 我们认为云铝股份作为云南省铝业资源整合平台的定位已非常清晰。

2、直购电使得公司成本下降。公司属于 15 家直购电试点企业, 未来直购电实行后公司电价有望下降 4-6 分/度, 吨铝节省 540-810 元, 按照公司 40 万吨产能计算, 成本下降约 1.84-2.76 亿元。

3、正在建设的深加工项目也是公司未来的潜在增长点。公司目前拥有 14 万吨铝加工产能, 但大多为初级加工产品, 加工附加值很低。公司增发募集项目 8 万吨高强度宽幅铝合金板带 2009 年底投产, 4 万吨耐热高强度铝合金项目于 2008 年底投产, 预计两个项目都达产后将贡献年净利润约 1 亿元。

3. 投资建议

铝价和电价是公司业绩最敏感的因素, 我们的业绩预测假设条件是 2009、2010、2011 年铝均价 13500、15000 元/吨、16500 元/吨, 电价下调后 0.36 元/度, 不考虑增发摊薄因素。

我们预测公司 2009、2010、2011 年的 EPS 分别为 0.13、0.51、1.06 元。目前股价对应 PE 98、25、12 倍, 我们认为目前的股价反映了铝价上涨到 15000 元/吨的预期, 短期上行空间有限, 但如果出于对公司未来长期价值的看好, 可以继续买入并持有, 我们维持“谨慎推荐”的评级。

表 1 2009 年公司业绩与铝价和直购电价敏感性分析 单位: 元/度 元/吨

直购电价\铝价	13000	13500	14000	14500	15000
0.36	0.05	0.13	0.21	0.29	0.37
0.35	0.06	0.15	0.23	0.31	0.39
0.34	0.08	0.17	0.25	0.33	0.41
0.33	0.10	0.18	0.27	0.35	0.43
0.32	0.12	0.20	0.28	0.37	0.45

资料来源: 中国银河证券研究所

表 2 2010 年 EPS 与铝价和直购电价的敏感性分析 单位: 元/度 元/吨

直购电价\铝价	14,000	14,500	15,000	15,500	16,000
0.36	0.29	0.40	0.51	0.61	0.71
0.35	0.33	0.44	0.54	0.65	0.75
0.34	0.37	0.48	0.58	0.69	0.79
0.33	0.41	0.52	0.62	0.73	0.83
0.32	0.45	0.56	0.66	0.76	0.87

资料来源: 中国银河证券研究所

表 3 公司财务报表及财务指标

资产负债表						利润表					
(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	946.5	875.3	1539.1	932.3	1176.9	营业收入	6758.2	7004.5	6156.4	5179.5	6538.5
应收票据	1.6	1.0	0.9	0.7	0.9	营业成本	5908.0	5919.3	5602.3	4605.6	5356.0
应收账款	7.9	7.2	6.3	5.3	6.7	营业税金及附加	24.9	12.6	11.1	9.3	11.8
预付款项	50.0	177.5	298.1	397.2	512.5	销售费用	101.2	113.5	99.7	83.9	105.9
其他应收款	38.8	21.6	19.0	16.0	20.2	管理费用	160.3	135.6	276.3	207.2	228.8
存货	1072.0	969.1	920.9	757.1	880.4	财务费用	149.8	145.0	158.5	111.3	140.6
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	-1.8	4.0	84.6	0.0	0.0
长期股权投资	7.5	34.6	34.6	34.6	34.6	公允价值变动收益	10.0	4.2	34.1	0.0	0.0
固定资产	3226.8	3195.0	3702.9	4448.4	4938.7	投资收益	4.2	-1.7	63.3	0.0	0.0
在建工程	76.5	263.8	881.9	1191.0	995.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	4.8	10.4	10.4	10.4	10.4	营业利润	430.0	677.1	21.4	162.2	695.4
无形资产	91.6	89.6	80.6	71.7	62.7	营业外收支净额	5.2	24.6	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	36.3	37.6	33.8	30.1	26.3	税前利润	435.3	701.7	21.4	162.2	695.4
资产总计	5622.8	5714.3	7570.3	7951.0	8702.0	减：所得税	54.9	112.7	5.3	24.3	104.3
短期借款	415.2	466.1	1000.4	590.3	721.9	净利润	380.4	589.0	16.0	137.9	591.1
应付票据	220.0	320.0	302.9	249.0	289.5	归属于母公司净利润	322.7	496.2	64.4	118.6	463.4
应付账款	280.3	304.6	284.4	233.8	271.9	少数股东损益	57.7	92.9	-48.3	19.3	127.7
预收款项	73.4	36.3	3.8	-23.6	-58.2	基本每股收益	0.59	0.57	0.07	0.13	0.51
应付职工薪酬	71.0	67.0	67.0	67.0	67.0	稀释每股收益	0.59	0.57	0.07	0.13	0.51
应交税费	7.6	77.9	77.9	77.9	77.9	财务指标					
其他应付款	78.6	127.8	127.8	127.8	127.8	成长性					
其他流动负债	584.6	297.2	0.0	0.0	0.0	营收增长率	49.1%	3.6%	-12.1%	-15.9%	26.2%
长期借款	1436.8	656.8	1456.8	1256.8	1156.8	EBIT 增长率	136.0%	46.1%	-79.7%	63.7%	205.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	128.6%	53.8%	-87.0%	84.3%	290.8%
负债合计	3510.0	3171.3	4080.5	4328.0	4496.4	盈利性					
股东权益合计	2112.8	2543.0	3553.1	3686.4	4268.9	销售毛利率	12.6%	15.5%	9.0%	11.1%	18.1%
现金流量表						销售净利率	4.8%	7.1%	1.0%	2.3%	7.1%
(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	15.3%	19.5%	1.8%	3.2%	10.9%
净利润	380	589	16	138	591	ROIC	11.52%	15.50%	1.84%	3.15%	8.88%
折旧与摊销	222	231	387	458	518	估值倍数					
经营活动现金流	596	1175	-69	563	1162	PE	21.6	22.5	181.8	98.7	25.2
投资活动现金流	-200	-422	-1437	-1500	-800	P/S	1.0	1.6	1.9	2.3	1.8
融资活动现金流	182	-824	2170	330	-118	P/B	3.3	4.4	3.3	3.2	2.7
现金净变动	578	-71	664	-607	245	股息收益率	7.2%	0.0%	0.3%	0.0%	0.1%
期初现金余额	394	946	875	1539	932	EV/EBITDA	10.4	11.8	24.6	20.1	10.8
期末现金余额	971	875	1539	932	1177						

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该

评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

有色金属行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

港股：中国铝业（2600.HK）、江西铜业（0358.HK）

A 股：中国铝业（601600.SH）、江西铜业（600362.SH）、关铝股份（000831.SZ）、锡业股份（000960.SZ）、中金岭南（000060.SZ）、西部矿业（601168.SH）、厦门钨业（600549.SH）、包钢稀土（600111.SH）、云海金属（002182.SZ）、中孚实业（600595.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908