

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

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

文山氧化铝项目是未来主要亮点

事件描述

- 公司公布 2009 年半年报

事件评论

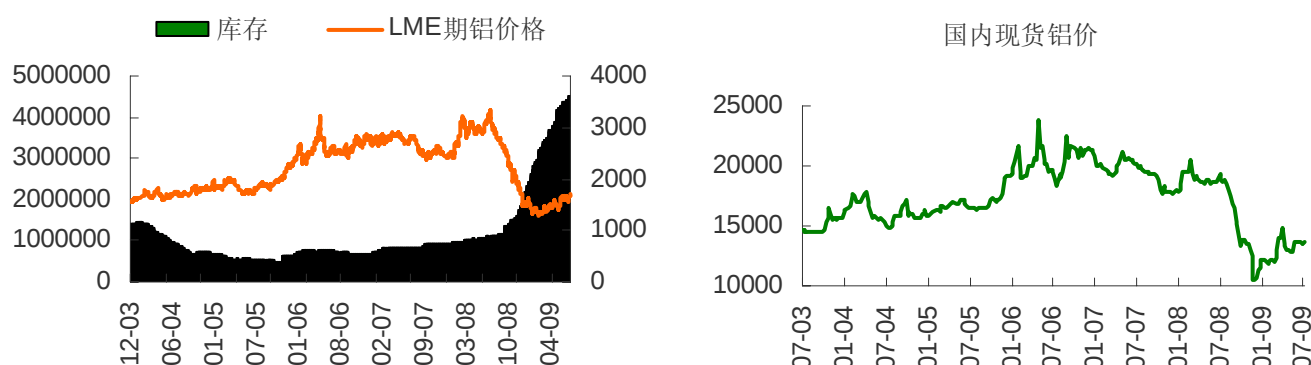
- 收入减少 28.5%，净利润减少 191.8%，eps 为-0.11 元，这一业绩低于我们的预期。

云铝股份半年报显示，2009 年上半年公司实现营业收入 21.6 亿元，比去年同期下降了 28.5%；实现净利润-1.42 亿元，同比下降了 191.8%；基本每股收益为-0.11 元，这一业绩低于我们的预期。

- 铝价格的大幅下跌是公司业绩下降的主要原因。

公司 09 年上半年营业收入和净利润双双下降的主要原因来自于铝价格相对于成本的大幅下降。08 年 7 月以来，国内外电解铝价格均出现暴跌，其中 LME 铝价格从 08 年 7 月中旬的 3341 美元/吨降到 09 年 2 月底的 1288.5 美元/吨，最大降幅达到 61.4%；国内电解铝价格也从 08 年 7 月初的 19270 元/吨降到 08 年底的 10500 元/吨，最大降幅达到 45.5%。尽管目前国内外铝价与去年年底、今年年初相比有了一定程度的上涨，但与去年同期相比仍有约 50% 的跌幅。产销量方面，公司 09 年上半年的产销量均为 19.3 万吨，与去年同期基本持平（08 年上半年公司生产原铝 19.2 万吨，销售铝锭及铝加工产品 18.8 万吨）。

图 1：国内外铝价格均出现大幅下跌

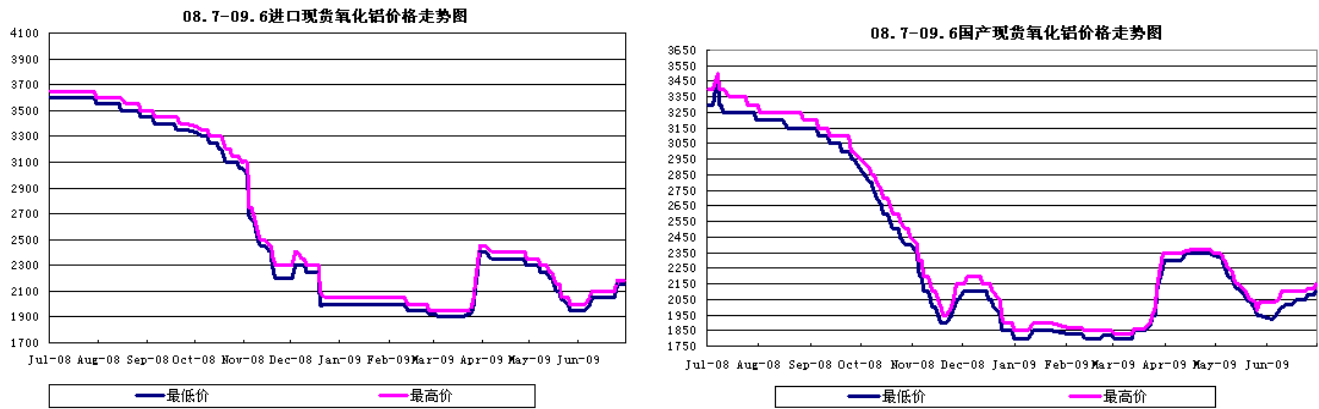


资料来源：Bloomberg

值得注意的是，虽然氧化铝的成本同期也出现了大幅的下降，从 08 年初的 4200 元/吨降到如今的 2300 元/吨，降幅也超过了 50%，但与铝锭及铝加工产品价格的降幅相比，成本的下降不足以抵消产品价格下降

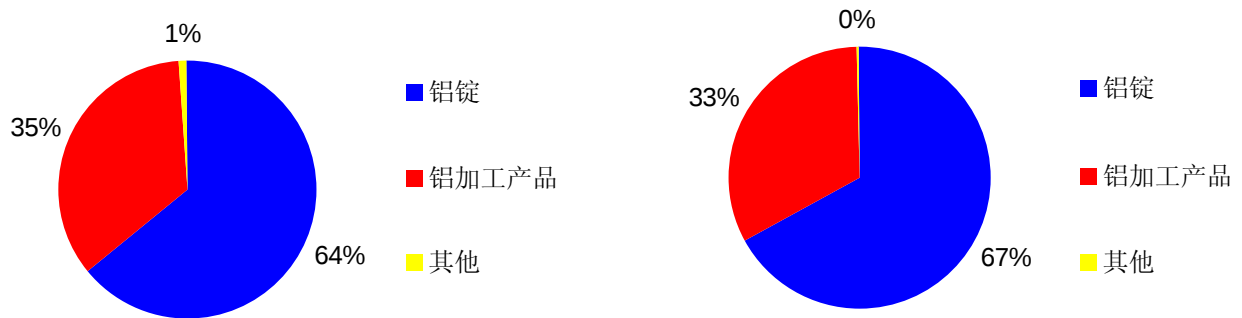
带来的公司主营产品毛利率的下滑。

图 2：国内外氧化铝价格



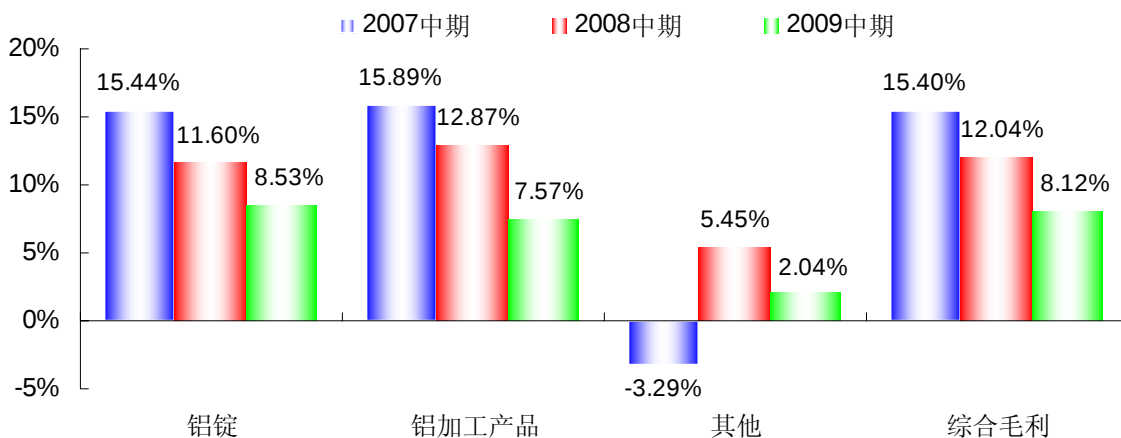
资料来源：中华商务网

图 3：公司主营业务收入结构（左）和利润结构（右）



资料来源：公司资料

图 4：由于铝价下跌导致公司产品毛利率逐年降低



资料来源：公司资料

● 对于公司未来的发展，我们有如下观点：

（1）铝行业的真正复苏还有待实体经济的全面、持续回暖。随着全球性经济复苏的逐步到来，下游需求如建筑、电力、交通等行业的回暖将会刺激电解铝的需求，从而对价格回升起到支撑作用。但目前铝的高库存和严重的产能过剩将反过来抑制铝价格的上涨。近几个月 LME 铝的库存不断创出新高，截止到 09 年 7 月 17 日，LME 铝的库存已经达到 455 万吨，再创历史新高。而根据 Brookhunt 的预测，09、10 年全球电解铝行业供大于求的局面还将延续，我们总体认为电解铝价格未来半年将基本维持在 13700~15000 元/吨。

表 1：全球及中国电解铝供需表

全球（千吨）	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
全球产量	29919	31966	33942	38146	39594	36822	35760	36022
YOY%		6.84%	6.18%	12.39%	3.80%	-7.00%	-2.88%	0.73%
全球消费量	29968	31905	34408	37981	37966	35097	35648	37725
YOY%		6.46%	7.85%	10.38%	-0.04%	-7.56%	1.57%	5.83%
电解铝全球产量-消费	-49	61	-466	165	1628	1725	112	-1703
中国	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
中国产量	6689	7806	9349	12588	13177	12500	13700	14653
YOY%		16.7%	19.8%	34.6%	4.7%	-5.1%	9.6%	7.0%
中国消费量	4994	7083	8790	12300	12854	12725	13488	15107
YOY%		41.8%	24.1%	39.9%	4.5%	-1.0%	6.0%	12.0%
中国电解铝产量-消费	1695	723	559	288	323	-225	212	-454
中国占比	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
中国电解铝产量占比	22.36%	24.42%	27.54%	33.00%	33.28%	33.95%	38.31%	40.68%
中国电解铝消费占比	16.66%	22.20%	25.55%	32.38%	33.86%	36.26%	37.84%	40.05%

资料来源：Brookhunt

（2）未来电解铝产量增长不大，看点重要集中于文山 80 万吨氧化铝项目。公司的文山州铝土矿探明储量 3385 万吨，目前拥有 21 个探矿权。根据目前的进一步勘探，估计在储量应该在 1 亿吨以上。公司铝土矿品质较好，铝硅比达到 7~8。我们预计公司的 80 万吨氧化铝项目将在 2010 年底投产。公司电解铝产能未来变化不大，总体上维持 40 万吨产能左右。

● 给予“谨慎推荐”评级

综合分析，我们认为，公司 80 万吨氧化铝项目将使得公司的产业链覆盖从上游铝土矿资源到下游的铝加工，产业链的完善将进一步增强公司未来业绩增长的稳定性，同时也为公司的长远发展奠定坚实的基础。我们认为虽然目前氧化铝价格仍处于低位，但随着全球经济的未来的逐步缓慢复苏，氧化铝价格将会逐步回升，拥有铝土矿资源将成为上市公司的核心竞争力之一。综合分析，我们预计公司 09、10 年 eps 为 0.13 元和 0.35 元。给予“谨慎推荐”评级。

分析师介绍

葛军，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： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 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。