

云铝股份

000807

增持/ 维持评级

股 价	2009/10/23
RMB13.31	

基础数据

总股本（百万股）	1184
流通 A 股（百万股）	587
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）	7817

财务数据

市净率 (X)	4.08
TRACING P/E (X)*	-79.43
EPS (元)	-0.05
股息率 (%)	0.6

*最近四季盈利计算。

相关研究

《云铝股份：直购电，令产业链更完美》（2009/03/09）

分 析 师
 叶 洮
 +755-82492171
 yetao@lhq.com

研究助理
 王 茜
 +755-82364392
 wangqianys@lhq.com

非经常性损失可以滤过

——2009 年三季度报点评

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	6161.0	3549.3	5421.3	5570.1	6114.8
(+/-%)	-12.0	-26.3	-12.0	2.7	9.8
归属母公司净利润(百万元)	69.8	-61.9	118.6	528.6	1026.6
(+/-%)	-85.9	-130.0	553.3	349.2	94.2
EPS(元)	0.06	-0.05	0.10	0.45	0.87
P/E(倍)	225.8	-254.4	133.1	29.6	15.3

■ 公司 1-3 季归属母公司净利亏损 6195 万元，每股收益-0.06 元。3 季度单季营业收入 13.86 亿元，环比增 17.5%；归属母公司净利润 5395 万元，环比增 310.5%；每股收益 0.05 元，我们预测值为 0.11 元，低于我们预期。

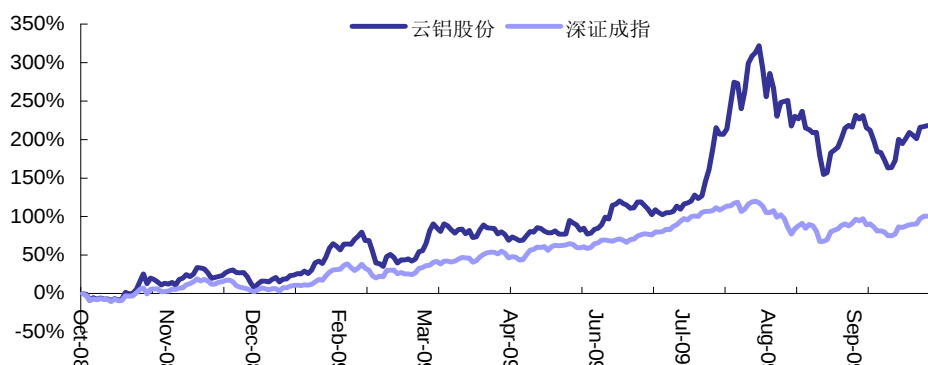
■ 业绩低于预期主要源于非经常的费用和损失，合计单季同比增加约 7100 万元。1、将大修理费用计入管理费及折旧费增加致管理费用，约同比增加 2400 万元；2、三季度单季资产减值、公允价值变动及投资收益 3 项合计损失约 4733 万元，同比约增加 3100 万元，其中投资净收益损失 8397 万元（因套期保值期货损失）。因此，公司 3 季度实际盈利能力约为 0.096 元/股，与我们的预测基本相仿。

■ 修正 09 年盈利预测。因直购电推进速度低于预期，以及非经常性损失的影响，我们将公司 09 年盈利预测由 0.18 元/股下调至 0.10 元/股（最新摊薄）。09-11 年盈利预测为：0.10、0.45 和 0.86 元/股。

■ 基于美元弱势、经济复苏以及通胀预期，我们判断铝价有望维持强势，而同时电解铝开工率提升将引致氧化铝价格继续上涨，致炼铝成本上升。两者价格的剪刀差将有所收窄，但对于自有铝土矿的一体化铝业公司，其原料成本不会受氧化铝市场价格影响，但铝价反而因社会平均炼铝成本上升而获得支撑作用，从而对公司构成间接有利的影响。

■ 维持“增持”评级。直购电的推广令公司电力供应状况存在改善预期，文山氧化铝项目进展顺利（预期明年中期投产），公司的一体化渐行渐近，我们认为前景乐观，维持“增持”评级。

最近 52 周股价表现



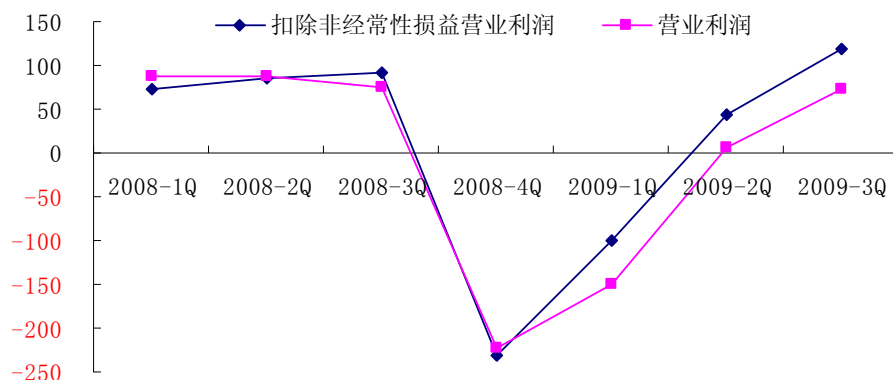
风险提示

- 1、宏观经济复苏预期、有色金属价格虽目前预期良好，但仍存在不确定性。价格的剧烈波动对公司的正常经营亦构成负面影响。
- 2、文山氧化铝项目及直购电的推进速度存在不确定性。

附图表

盈利能力持续提升

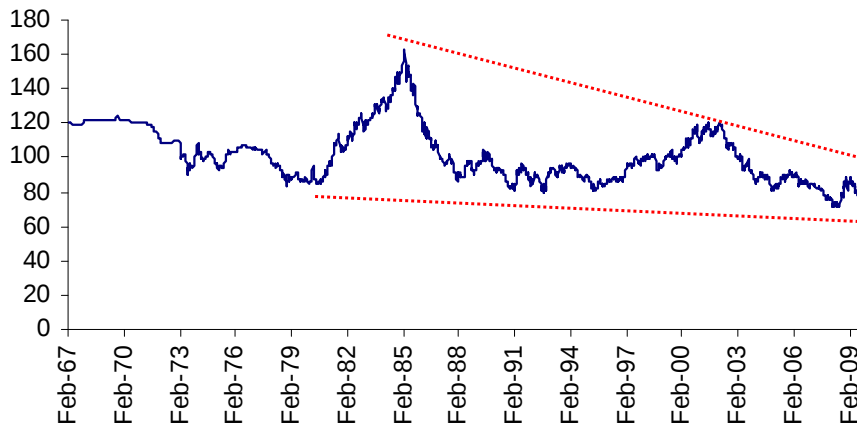
图 1、公司单季度营业利润及扣除非经常性损益营业利润



数据来源：联合证券研究所

美元持续弱势，继续支撑金属价格

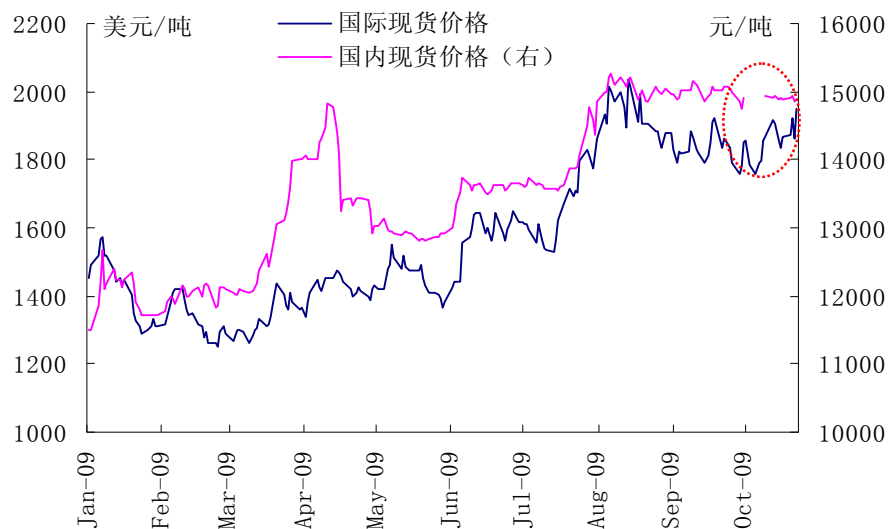
图 2、美元指数弱势格局未改



数据来源：Bloomberg，联合证券研究所

同时受益于通胀预期和经济复苏，铝价有望保持强势

图 3、国内外锡现货价格走势



数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所

盈利预测

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	3323	3939	4863	营业收入	6161	5421	5570	6115
现金	1914	2371	3079	3998	营业成本	5593	4917	4495	4433
应收账款	8	6	7	8	营业税金及附加	9	7	9	10
其他应收款	51	31	31	40	营业费用	113	101	104	116
预付账款	325	217	230	211	管理费用	271	157	172	212
存货	687	697	592	606	财务费用	159	114	104	112
其他流动资产	50	0	0	0	资产减值损失	85	-10	5	-3
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	17	44	195
固定资产	3323	3690	3938	4113	营业利润	29	152	725	1429
无形资产	97	95	93	91	营业外收入	13	15	18	16
其他非流动资产	942	771	740	764	营业外支出	6	3	3	4
资产总计	7434	7915	8746	9867	利润总额	36	165	740	1440
流动负债	2370	1342	1328	1299	所得税	15	25	111	216
短期借款	1270	450	450	450	净利润	21	140	629	1224
应付账款	238	231	211	202	少数股东损益	-48	21	100	198
其他流动负债	862	661	667	648	归属母公司净利润	70	119	529	1027
非流动负债	1609	1922	2221	2517	EBITDA	430	494	1092	1834
长期借款	1494	1794	2094	2394	EPS (元)	0.07	0.10	0.45	0.87
其他非流动负债	114	128	127	122	主要财务比率				
负债合计	3979	3264	3550	3816	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	574	595	696	893	成长能力				
股本	1054	1184	1184	1184	营业收入	-12.0%	-12.0%	2.7%	9.8%
资本公积	1272	2282	2282	2282	营业利润	-95.7%	421.9%	375.8%	97.0%
留存收益	555	590	1035	1692	归属于母公司净利润	-85.9%	69.9%	345.7%	94.2%
归属母公司股东权益	2881	4055	4501	5158	获利能力				
负债和股东权益	7434	7915	8746	9867	毛利率(%)	9.2%	9.3%	19.3%	27.5%
现金流量表					净利率(%)	1.1%	2.2%	9.5%	16.8%
单位: 百万元					ROE(%)	2.4%	2.9%	11.7%	19.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	2.6%	5.0%	15.0%	26.4%
经营活动现金流	523	381	1022	1379	偿债能力				
净利润	21	140	629	1224	资产负债率(%)	53.5%	41.2%	40.6%	38.7%
折旧摊销	242	228	262	292	净负债比率(%)	69.49%	68.76%	71.68%	74.54%
财务费用	159	114	104	112	流动比率	1.28	2.48	2.96	3.74
投资损失	-63	-17	-44	-195	速动比率	0.99	1.95	2.51	3.27
营运资金变动	30	-92	57	-52	营运能力				
其他经营现金流	135	8	14	-3	总资产周转率	0.94	0.71	0.67	0.66
投资活动现金流	-880	-345	-428	-278	应收账款周转率	452	425	489	494
资本支出	883	410	470	470	应付账款周转率	20.61	20.95	20.31	21.45
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	3	65	42	192	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.10	0.45	0.87
筹资活动现金流	1396	421	113	-183	每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.32	0.86	1.16
短期借款	804	-820	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.43	3.43	3.80	4.36
长期借款	838	300	300	300	估值比率				
普通股增加	180	130	0	0	P/E	225.97	132.99	29.83	15.36
资本公积增加	825	1010	0	0	P/B	5.47	3.89	3.50	3.06
其他筹资现金流	-1250	-199	-187	-483	EV/EBITDA	40	35	16	9
现金净增加额	1039	457	707	919					

数据来源: 联合证券研究所.

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 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.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@lhzq.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。