

# 云铝股份(000807)年报点评

推荐

铝价回暖, 公司业绩逐季回升

调升评级

原材料/铝

发布时间: 2010 年 3 月 11 日

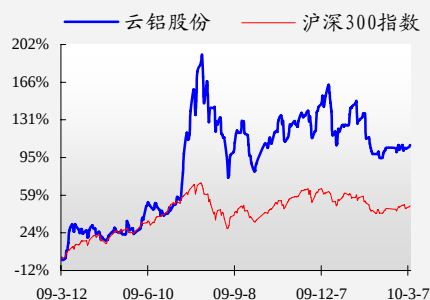
## 投资要点:

- 2010 年,公司共生产铝锭及铝加工产品 43 万吨,较去年增加 2.5 万吨,实现营业收入 52.10 亿元,同比下降了 15.44%,实现净利润 6183 万元,同比上升了 188.10%,其中归属于母公司所有者的净利润 4636 万元,同比下降了 33.57%。
- 公司业绩基本符合预期,公司盈利呈现逐级上升的趋势,主要原因是由于从 2009 年 1 季度以来,电解铝价格逐步抬升,公司主要产品价格和铝价高度相关。此外由于公司 40 万吨电解铝产能所需的氧化铝都来自于外购,在这次经济危机中,氧化铝价格的大幅下跌使公司成本下降较快。
- 下游需求方面,中国铝材月度产量仍在继续回升,中美汽车行业销量也出现了大幅上涨,销量的回升必然带动上游电解铝消费的另一面,从成本上看,我们预测截至到 2009 年 4 季度,全球电解铝行业的 90%现金成本分别在 1930 美元/吨,如果按历史平均溢价 11%则合理价格分别在 2143 美元/吨左右,目前成本对于目前电解铝价位仍有支撑。电解铝价格震荡向上趋势有望延续。
- 随着募投项目的投产,公司未来几年铝板和铝圆杆产量增长迅速,其中公司 4 万吨耐热、高强度铝合金园杆项目已经投产,8 万吨高强度,宽幅铝合金板项目预计 2010 年 7 月份开始试生产。
- 公司未来几年主要产品产量增长迅速,随着文山铝土矿项目的建成投产,公司业绩有晚出现大幅改善。预计公司 2010 年到 2012 年每股盈利分别为: 0.44 元, 0.51 元和 0.61 元,给予推荐评级。

## 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公<br>司净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2009  | 520,956      | -15.4      | 4,636                | 14         | 0.04       | 1.17       | 314        |              |
| 2010E | 677,786      | 30         | 51,661               | -39        | 0.44       | 11.7       | 28.5       |              |
| 2011E | 752,406      | 11         | 59,992               | 20.6       | 0.51       | 12.32      | 24.6       |              |
| 2012E | 777,105      | 3.28       | 71,953               | 12.9       | 0.61       | 13.22      | 20.6       |              |

走势图



## 市场数据

2010-3-10

|          |         |
|----------|---------|
| 收盘价:     | 12.56 元 |
| 52 周最高价: | 17.95 元 |
| 52 周最低价: | 5.75 元  |
| 平均持仓成本:  | 13.46 元 |

## 基本数据

2009Q4

|              |         |
|--------------|---------|
| 总股本 (万股):    | 118,398 |
| 流通 A 股 (万股): | 118,398 |
| 每股收益 (元):    | 0.04    |
| 每股净资产 (元):   | 3.36    |
| 每股经营现金流 (元): | 0.48    |
| 市净率:         | 3.74    |

分析师: 诸利达

执业证书编号: S0550109041506

TEL: (8621)6337 3590-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

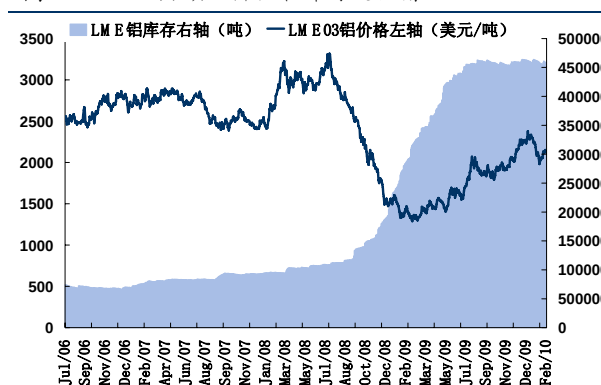
## 1. 电解铝价格上行带动公司业绩回升

公司 2010 年共生产铝锭及铝加工产品 43 万吨,较去年的 40.5 万吨增加 2.5 万吨,实现营业收入 5,209,563,011.35 元,同比下降了 15.44%,实现净利润 61,834,673.08 元,同比上升了 188.10%,其中归属于母公司所有者的净利润 46,362,229.63 元,同比下降了 33.57%。

公司业绩基本符合预期,公司盈利呈现逐级上升的趋势,主要原因是由于从 2009 年一季度以来,电解铝价格逐步抬升,公司主要产品价格和铝价高度相关。此外由于公司 40 万吨电解铝产能所需的氧化铝都来自于外购,在这次经济危机中,氧化铝价格的大幅下跌使公司成本下降较快。

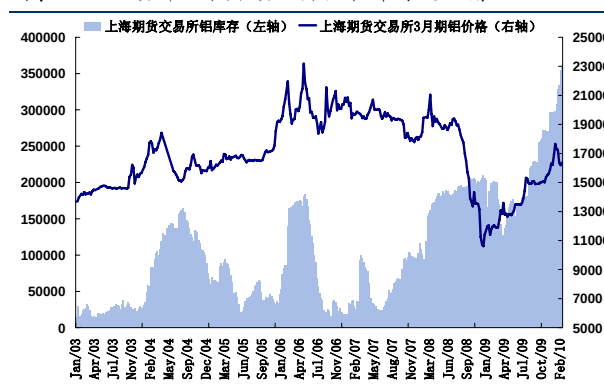
公司 4 季度单季度主营业务毛利率已经回升至 14%左右,实现归属与母公司所有者净利润 1 亿左右,每股收益 0.1 元。由于 2010 年一季度电解铝相对于 2009 年 4 季度价格又出现了一定幅度的上涨,预计公司净利润仍将进一步增长。

图表 1: LME3 月期铝价格和库存变化情况



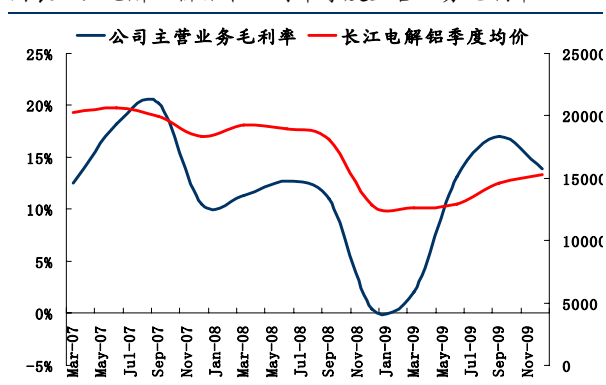
资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 2: 上期所 3 个月期铝价格和库存变化情况



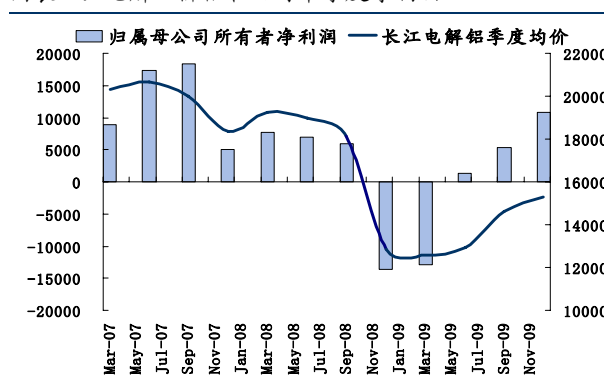
资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 3: 电解铝价格和公司单季度主营业务毛利率



资料来源: 公司公告 东北证券金融与产业研究所

图表 4: 电解铝价格和公司单季度净利润



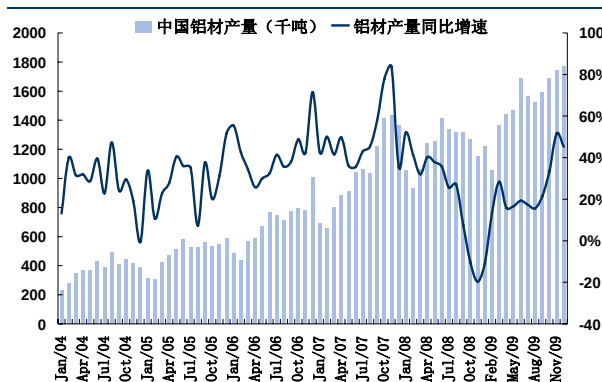
资料来源: 公司公告 东北证券金融与产业研究所

## 2. 成本和需求支撑，铝价震荡上行趋势有望延续

从库存上看，电解铝库存仍旧维持在历史高位，但随着经济复苏趋势的进一步确立，下游需求的增长速度将逐步赶上产量的恢复。中国铝材月度产量仍在继续回升，中美汽车行业销量也出现了大幅上涨，销量的回升必然带动上游电解铝消费的增长。

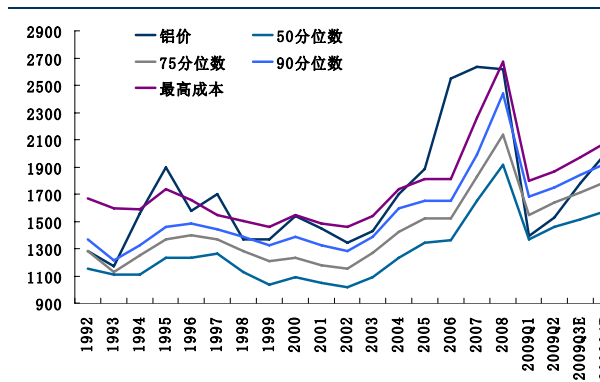
另一方面，从成本上看，过去十年间，电解铝和电解锌价格一般在行业 90% 现金成本以及最高成本线之间运行，我们预测截至到 2009 年 4 季度，全球电解铝行业的 90% 现金成本分别在 1930 美元/吨，如果按历史平均溢价 11% 则合理价格分别在 2143 美元/吨左右，因此目前成本对于目前电解铝价位仍有支撑。

图表 5：中国铝材产量变化情况



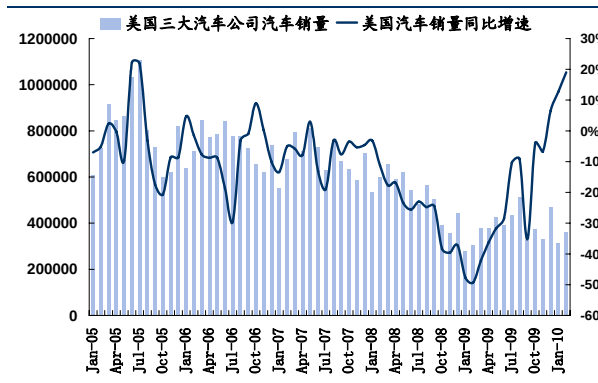
资料来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 6：全球电解铝现金成本变化情况



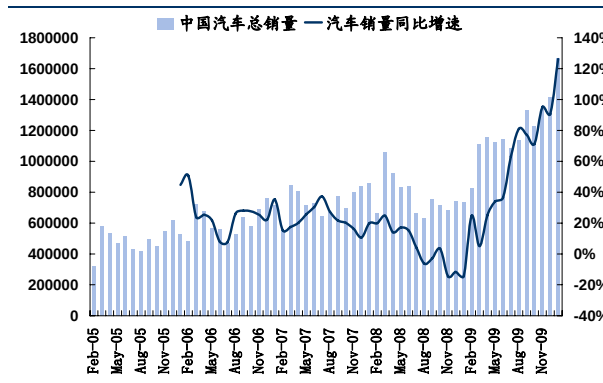
资料来源：Brunkhant 东北证券金融与产业研究所

图表 7：美国汽车销量变化情况



资料来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 8：中国汽车销量变化情况



资料来源：Brunkhant 东北证券金融与产业研究所

目前全球经济正处在向常态化发展的阶段，需求的恢复和成本的支撑有望支撑电解铝价格，铝价震荡回升的态势有望延续。

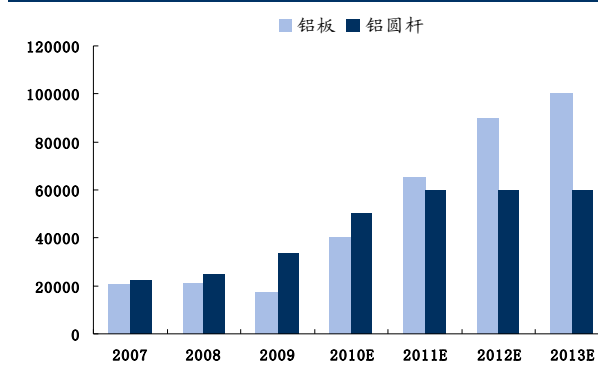
## 3. 公司产能扩张迅速，文山氧化铝项目成未来增长亮点

随着募投项目的投产，公司未来几年铝板和铝圆杆产量增长迅速，其中公司 4 万吨耐热、高强度铝合金圆杆项目已经投产，8 万吨高强度、宽幅铝合金板项目预计 2010 年 7 月份开始试生产。预计未来公司铝板产能将达到 10 万吨，铝圆杆产能达到 6 万

吨，而公司铝合金业务和电解铝业务预计仍将保持稳定。

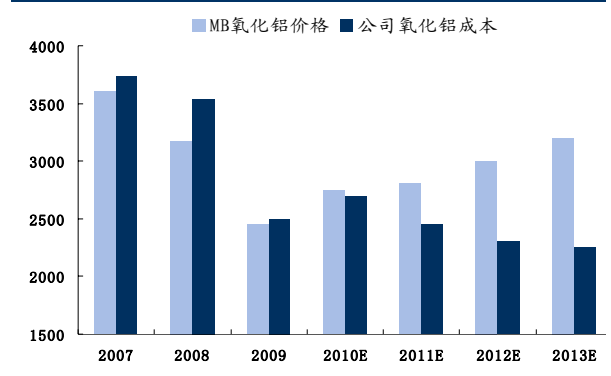
公司文山氧化铝项目进展顺利，目前设备基建正在有条不紊的进行，乐观预计2010年内便可以建成投产，但达产预计仍需要一定的磨合期。文山氧化铝项目有望大幅度的降低公司氧化铝的成本，提高公司盈利水平。我们预计电解铝价格仍将震荡向上，那么作为电解铝上游的氧化铝其成本也将随之上升，而公司文山项目投产之后，预计其氧化铝的生产成本在1900元左右，随着文山氧化铝项目的逐步达产，公司氧化铝完全依靠外购的现状将得到根本改变，氧化铝成本也将出现明显下降。

图表 9：铝杆和铝圆杆增长迅速



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

图表 10：文山氧化铝项目有望降低公司原料成本



资料来源：公司公告 t 东北证券金融与产业研究所

表格 1. 公司主营业务情况预测

| 万元            | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>主营业务收入</b> |        |        |        |        |        |        |        |
| 普铝            | 491449 | 342394 | 302789 | 319564 | 299145 | 276923 | 292308 |
| 铝板            | 39837  | 35931  | 26312  | 68503  | 113472 | 160962 | 187393 |
| 铝圆杆           | 41665  | 38598  | 46693  | 80378  | 98744  | 101308 | 106436 |
| 铝合金           | 117869 | 182071 | 133846 | 188708 | 200716 | 214300 | 225411 |
| 其它            | 3938   | 349    | 21     | 300    | 300    | 300    | 300    |
| 合计            | 690820 | 599343 | 509661 | 657453 | 712377 | 753792 | 811848 |
| <b>成本</b>     |        |        |        |        |        |        |        |
| 普铝            | 416371 | 316841 | 266923 | 261809 | 238824 | 216336 | 220821 |
| 铝板            | 33944  | 31599  | 22997  | 56502  | 92568  | 129768 | 147178 |
| 铝圆杆           | 34625  | 34009  | 40723  | 65752  | 79747  | 80512  | 82307  |
| 铝合金           | 97898  | 160032 | 115293 | 153005 | 160515 | 168593 | 172482 |
| 其它            | 3558   | 296    | 18     | 260    | 260    | 260    | 260    |
| 合计            | 586395 | 542778 | 445954 | 537327 | 571914 | 595469 | 623048 |
| <b>毛利率</b>    |        |        |        |        |        |        |        |
| 普铝            | 15.3%  | 7.5%   | 11.8%  | 18.1%  | 20.2%  | 21.9%  | 24.5%  |
| 铝板            | 14.8%  | 12.1%  | 12.6%  | 17.5%  | 18.4%  | 19.4%  | 21.5%  |
| 铝圆杆           | 16.9%  | 11.9%  | 12.8%  | 18.2%  | 19.2%  | 20.5%  | 22.7%  |
| 铝合金           | 16.9%  | 12.1%  | 13.9%  | 18.9%  | 20.0%  | 21.3%  | 23.5%  |
| 其它            | 9.7%   | 15.1%  | 15.5%  | 13.3%  | 13.3%  | 13.3%  | 13.3%  |
| 合计            | 15.1%  | 9.4%   | 12.5%  | 18.3%  | 19.7%  | 21.0%  | 23.3%  |

资料来源：东北证券金融与产业研究所

#### 4. 盈利预测和评级

公司未来几年主要产品产量增长迅速，随着文山铝土矿项目的建成投产，公司业绩有望出现大幅改善。预计公司 2010 年到 2012 年每股盈利分别为：0.44 元，0.51 元和 0.61 元，给予推荐评级。

盈利预测:

| 利润表 (万元)     | 2009A        | 2010E        | 2011E       | 2012E       | 价值比率               | 2009A   | 2010E    | 2011E  | 2012E  |
|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------------|---------|----------|--------|--------|
| 营业收入         | 520,956.30   | 677,786.15   | 752,406.38  | 777,105.47  | P / E              | 297.62  | 28.65    | 24.67  | 20.57  |
| 营业成本         | 456,721.77   | 556,855.70   | 607,338.56  | 616,032.40  | EV / 收入            | 3.04    | 2.47     | 2.17   | 2.00   |
| 营业费用         | 12,588.35    | 10,844.58    | 12,038.50   | 12,433.69   | EV / EBITDA        | 8.60    | 15.04    | 12.16  | 10.25  |
| 管理费用         | 21,737.28    | 28,467.02    | 31,601.07   | 32,638.43   | EV / EBIT          | 102.88  | 20.99    | 16.41  | 13.63  |
| 财务费用         | 10,014.36    | 15,771.43    | 14,823.41   | 12,053.67   | EV / NOPLAT        | 102.54  | 25.29    | 21.88  | 18.18  |
| 投资收益         | (7,991.51)   | 400.00       | 400.00      | 400.00      | EV / IC            | 2.90    | 2.46     | 2.37   | 2.31   |
| 营业利润         | 5,393.75     | 64,052.95    | 84,723.82   | 102,004.52  | P / B              | 3.72    | 3.37     | 3.04   | 2.72   |
| 利润总额         | 6,163.17     | 64,652.95    | 85,323.82   | 102,604.52  | Dividend Yield (%) | 0.00%   | 0.70%    | 0.81%  | 0.97%  |
| 所得税          | (20.30)      | 10,991.00    | 21,330.95   | 25,651.13   |                    |         |          |        |        |
| 净利润          | 6,183.47     | 53,661.95    | 63,992.86   | 76,953.39   | 每股指标               | 2009A   | 2010E    | 2011E  | 2012E  |
| 归属母公司所有者的净利润 | 4,636.22     | 51,661.95    | 59,992.86   | 71,953.39   | 基本 EPS             | 0.04    | 0.44     | 0.51   | 0.61   |
| NOPLAT       | 15,458.86    | 66,254.24    | 74,660.42   | 85,543.64   | 每股红利               | 0.00    | 0.20     | 0.20   | 0.20   |
|              |              |              |             |             | 每股经营现金流            | 0.44    | (0.06)   | 0.92   | 1.14   |
|              |              |              |             |             | 每股净现金流             | (0.11)  | (0.93)   | 0.19   | 0.20   |
|              |              |              |             |             | 每股净资产              | 3.36    | 3.71     | 4.11   | 4.60   |
| 资产负债表 (万元)   | 2009A        | 2010E        | 2011E       | 2012E       | 流动性                | 2009A   | 2010E    | 2011E  | 2012E  |
| 货币资金         | 177,820.15   | 67,778.61    | 90,288.77   | 113,906.88  | 净负债 / 权益           | 0.23    | 0.40     | 0.27   | 0.08   |
| 交易性金融资产      | 0.00         | 0.00         | 0.00        | 0.00        | 总负债 / 总资产          | 53.55%  | 41.50%   | 37.63% | 31.61% |
| 应收帐款         | 503.47       | 928.47       | 1,030.69    | 1,064.53    | 流动比率               | 1.15    | 1.45     | 1.80   | 2.78   |
| 预付款项         | 76,926.03    | 88,063.14    | 81,989.76   | 78,909.59   | 速动比率               | 0.75    | 0.93     | 1.17   | 1.86   |
| 存货           | 139,095.44   | 91,537.92    | 99,836.48   | 101,265.60  |                    |         |          |        |        |
| 流动资产合计       | 401,627.66   | 257,931.64   | 283,828.67  | 306,180.27  | 财务比率               | 2009A   | 2010E    | 2011E  | 2012E  |
| 非流动资产        | 567,319.23   | 584,625.58   | 589,821.05  | 582,169.52  | 盈利能力               |         |          |        |        |
| 资产总计         | 968,946.89   | 842,557.22   | 873,649.72  | 888,349.79  | 毛利率                | 12.33%  | 17.84%   | 19.28% | 20.73% |
| 短期借款         | 111,020.00   | 84,636.73    | 64,830.87   | 0.00        | 营业利润率              | 1.04%   | 9.45%    | 11.26% | 13.13% |
| 应付帐款         | 82,863.15    | 24,410.11    | 24,959.12   | 30,379.68   | 净利率                | 0.89%   | 7.62%    | 7.97%  | 9.26%  |
| 预收款项         | 2,579.85     | 3,935.42     | 5,440.23    | 6,994.44    | 净资产收益率             | 1.17%   | 11.77%   | 12.32% | 13.22% |
| 流动负债合计       | 348,104.67   | 177,966.22   | 157,427.12  | 109,952.13  | 偿债能力               |         |          |        |        |
| 非流动负债        | 170,809.87   | 171,730.01   | 171,367.33  | 170,879.67  | 流动比率               | 1.15    | 1.45     | 1.80   | 2.78   |
| 少数股东权益       | 52,083.71    | 54,083.71    | 58,083.71   | 63,083.71   | 速动比率               | 0.75    | 0.93     | 1.17   | 1.86   |
| 母公司股东权益      | 397,948.64   | 438,777.28   | 486,771.57  | 544,434.28  | 资产负债率              | 53.55%  | 41.50%   | 37.63% | 31.61% |
| 净营运资本        | 53,522.98    | 79,965.43    | 126,401.55  | 196,228.15  | 成长能力               |         |          |        |        |
| 投入资本 IC      | 546,613.50   | 680,100.41   | 689,778.68  | 673,992.41  | 营业收入增长率            | -15.44% | 30.10%   | 11.01% | 3.28%  |
|              |              |              |             |             | 营业利润增长率            | 84.68%  | 1087.54% | 32.27% | 20.40% |
|              |              |              |             |             | 净利润增长率             | -33.57% | 1014.31% | 16.13% | 19.94% |
|              |              |              |             |             | 净资产增长率             | 38.12%  | 10.26%   | 10.94% | 11.85% |
|              |              |              |             |             | 营运能力               |         |          |        |        |
|              |              |              |             |             | 应收帐款周转率            | 772.43  | 946.67   | 768.09 | 741.79 |
|              |              |              |             |             | 存货周转率              | 4.40    | 4.83     | 6.35   | 6.13   |
|              |              |              |             |             | 总资产周转率             | 0.61    | 0.75     | 0.88   | 0.88   |
| 现金流量表 (万元)   | 2009A        | 2010E        | 2011E       | 2012E       |                    |         |          |        |        |
| 净利润          | 6,183.47     | 53,661.95    | 63,992.86   | 76,953.39   |                    |         |          |        |        |
| 折旧摊销         | 168,997.90   | 0.00         | 34,804.52   | 37,651.53   |                    |         |          |        |        |
| 净营运资金增加      | (13,057.36)  | 26,442.44    | 46,436.12   | 69,826.59   |                    |         |          |        |        |
| 经营活动产生现金流    | 52,676.18    | (7,070.35)   | 109,100.69  | 134,780.98  |                    |         |          |        |        |
| 投资活动产生现金流    | (206,885.78) | (55,479.50)  | (40,000.00) | (30,000.00) |                    |         |          |        |        |
| 融资活动产生现金流    | 140,608.35   | (47,491.69)  | (46,590.54) | (81,162.86) |                    |         |          |        |        |
| 现金净增 (减)     | (13,601.24)  | (110,041.54) | 22,510.15   | 23,618.12   |                    |         |          |        |        |

资料来源: 公司公告

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。