

2010 年 3 月 15 日

云铝股份

拥有最完整产业链的铝生产商

A
买入

000807.SZ - 人民币 12.03

目标价格: 人民币 16.30 (↑17.30)

乐宇坤

+8621 6860 4866 (8559)

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(11)	(2)	(21)	98
相对新华富时				
A50 指数(%)	(0)	(1)	(11)	58

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	1,184
流通股 (%)	50
流通股市值 (人民币 百万)	7,065
3个月日均交易额 (人民币 百万)	224
净负债比率 (%)	64
主要股东 (%)	
云南冶金集团总公司	49

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

云南铝业公告 09 年净利润同比下降 34% 至 4,600 万元, 但按季度看, 09 年 4 季度公司净利润达到 1.08 亿元, 较 3 季度翻番, 好于我们预期, 这主要是由于公司 4 季度基本停止了套期保值业务, 而 3 季度套保亏损可能近 6,000 万元。公司拥有丰富的铝土矿储备, 未来产业链还计划延伸至水电, 可能成为 A 股中唯一拥有“水电—铝土矿—氧化铝—电解铝—铝加工”完整产业链的铝生产商。我们将 2010 和 2011 年盈利预测分别上调 130% 和 87%, 但由于今年以来 A 股金属公司估值降低, 我们的目标价格下调为 16.30 元人民币。我们对该股维持买入评级。

支撑评级的要点

- 铝需求回暖并带动铝价上升;
- 氧化铝项目投产后公司生产成本可保持在低水平;
- 公司有丰富的铝土矿资源。

评级面临的风险因素

- 今年铝行业供应仍然过剩;
- 公司下游加工项目盈利前景不清晰;
- 生产成本进一步下降的空间有限。

估值

- 由于今年以来 A 股金属公司估值降低, 我们将目标价格由 17.30 元下调至 16.30 元人民币, 这是基于 4.5 倍 2010 年市净率 (较除 07 年下半年外的历史平均水平有近 50% 的溢价, 以反映基本面的改善)。我们对该股维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	5,985	5,091	7,185	7,711	8,062
变动 (%)	(14)	(15)	41	7	5
净利润 (人民币 百万)	70	46	346	480	733
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.066	0.043	0.292	0.405	0.619
变动 (%)	(86.5)	(35.8)	583.7	38.9	52.8
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.061	0.217	0.430	-
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.127	0.217	-
调整幅度 (%)	-	-	129.9	86.7	N/A
核心每股收益 (人民币)	0.066	0.043	0.292	0.405	0.619
变动 (%)	(86.5)	(35.8)	583.7	38.9	52.8
全面摊薄市盈率 (倍)	180.9	281.8	41.2	29.7	19.4
核心市盈率 (倍)	180.9	281.8	41.2	29.7	19.4
每股现金流量 (人民币)	0.61	0.38	0.15	1.28	1.43
价格/每股现金流量 (倍)	19.8	31.5	82.8	9.4	8.4
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	42.9	30.2	18.4	13.0	9.3
每股股息 (人民币)	0.094	0.035	0.263	0.414	0.632
股息率 (%)	0.8	0.3	2.2	3.4	5.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

2009 年净利润同比下降 34%。云铝股份公告 09 年净利润同比下降 34%至 4,600 万元(每股收益同比下降 41%至 0.039 元)，但毛利率由上年的 9%增加至 12%。我们认为 09 年净利润下降主要是因为铝价下跌，在 2009 年国内铝均价下跌近 17.5%。公司 09 年业绩高于我们的预期，这其中的差距主要是由于公司 4 季度业绩好于我们预期。公司同时公告每股派息 0.03 元。

套期保值减少使得 09 年 4 季度净利润环比翻番。按季度看，09 年 4 季度公司净利润达到 1.08 亿元，较 3 季度翻番。虽然利润大幅上升，但我们发现公司毛利率却由 3 季度的 17%下降到 14%，而 4 季度铝价却环比上升了近 5%。我们认为 4 季度毛利率下降一方面是因为 4 季度氧化铝价格较上季度上涨了近 10%；另外，4 季度公司一条新的生产线投产，我们估计可能初期的运作费用较高也拖累了毛利率。但公司 4 季度基本停止了套期保值业务，而 3 季度公司的套保亏损可能近 6,000 万元，从而使得 4 季度净利润环比大幅上升。

图表 2.季度利润及毛利率

	08 年 1 季度	08 年 2 季度	08 年 3 季度	08 年 4 季度	09 年 1 季度	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度
净利润(人民币 百万)	77.3	70.3	58.6	(136.4)	(129.0)	13	54	108
毛利率(%)	11.2	12.6	11.0	0.1	2.0	13.1	16.9	13.8

资料来源：公司数据

铝产量高于预期。09 年公司的铝产量为 43 万吨，较 08 年增加 2.5 万吨，并高于我们预测的 40 万吨。公司一条升级的生产线可能已在 4 季度初投产，公司产能相应提高至 50 万吨。公司计划 2010 年生产铝锭及铝加工产品 50 万吨左右，因此我们将 2010 年产量预测由 45 万吨上调至 50 万吨。

直供电可能帮助公司较低电力成本。云南政府从 08 年 12 月-09 年 3 月期间将 10 个行业的电价下调 0.12 元/千瓦小时，包括铝、铜、锡、铅、锌和钢铁。09 年 3 月后，公司的电价恢复至正常水平。目前公司正在和电网商谈直供电，我们预计一旦谈判完成，公司的电力成本有望再次下降。

套期保值业务亏损。继 1 季度公司的套期保值业务出现了近 1,900 万的亏损(包括浮动亏损)后，我们估计 2 季度有近 2,100 万的亏损，而 3 季度可能有近 6,000 万的亏损，而 1 季度、2 季度和 3 季度的铝价格均环比上升。由于表现不佳，公司在 4 季度基本停止了套期保值。公司公告全年期货套期保值投资亏损了 7,705.9 万元。我们预计公司今后在套保业务方面会更加谨慎。

完成非公开发行股票。公司在 09 年 8 月底完成了非公开发行股票，募集资金总额为人民币 12 亿元，扣除发行费用后，募集资金净额为人民币 11.79 亿元。募集资金全部用于公司对云南文山铝业有限公司增资，增资资金用于建设年产 80.5 万吨氧化铝工程项目。此外，公司在 8 月底计划受让文山州城乡开发投资有限公司所持有文山铝业 22% 股权，交易金额合计为 1.364 亿元。因此在全完成增资后，公司持有文山铝业的股权比例由 55% 上升为 92.33%。文山目前已探获的铝土矿资源储量在 1.36 亿吨以上，未来通过进一步勘查，探获的资源储量有望进一步扩大。氧化铝项目建设期 3 年，预计将在 2010 年 4 季度投产，建成后还需 2 年达产。该项目总投资额 45 亿元，建设投资 41.8 亿元，项目建设内容主要包括拜耳法生产系统，同时配套建设 2 台 12 兆瓦发电机组以及年供铝土矿成品矿 192 万吨的配套矿山，达产后，公司氧化铝的自给率可达到 80% 以上，从而降低公司的成本并极大提高公司的竞争能力。

其它在建项目进展顺利。公司在 08 年 1 月通过增发新股募集资金 10.6 亿人民币，主要投资于两条高附加值铝材生产线(8 万吨中高强度铝板带和 4 万吨铝合金圆杆)。4 万吨铝合金圆杆项目已经于 2009 年 4 月投产，6 月达到可使用状态，目前生产系统整体平稳正常有序；8 万吨中高强度宽幅合金板带项目建设进展顺利，公司估计今年中完工投产。

未来产业链可能延伸至水电。公司公告未来将依托自有资源大力发展氧化铝，还将依托云南的水电资源优势加快构建水电铝产业发展模式，高起点发展铝加工。公司将加快实施“一体化”和“水电铝”两大战略，打造“水电—铝土矿—氧化铝—电解铝—铝加工”完整产业链。

2010 年 1 季度盈利可能进一步好转。随着铝价回升，我们估计 2010 年 1 季度的铝价会较上季度上升约 7%，另外氧化铝平均成本可能上升近 12%，但由于铝价对盈利影响更大，我们估计 2010 年 1 季度盈利会好于上一季度

上调盈利预测。考虑到 09 年 4 季度净利润高于预期、上调产量预测以及较乐观的铝价预期，我们将 2010 和 2011 年盈利预测分别上调 130% 和 87%。

维持买入评级。由于公司拥有丰富的铝土矿储备，未来产业链还计划延伸至水电，可能成为 A 股中唯一拥有“水电—铝土矿—氧化铝—电解铝—铝加工”完整产业链的铝生产商，从而大大增强公司的竞争能力，因此该股较同业应有一定的估值溢价。虽然我们提高了盈利预测，但由于今年以来 A 股金属公司估值降低，我们将目标价格由 17.30 元下调至 16.30 元人民币，这是基于 4.5 倍 2010 年市净率（较除 07 年下半年外的历史平均水平有近 50% 的溢价，以反映基本面的改善），我们对该股维持**买入**评级。

图表 3.2009 年业绩摘要

(人民币 百万)	08 年	09 年	同比变化%
销售收入	6,161	5,210	(15)
销售成本	(5,593)	(4,567)	(18)
营业税	(9)	(5)	(38)
毛利润	559	637	14
其他营业收入	0	0	n/a
分销费用	(113)	(126)	11
管理费用	(271)	(217)	(20)
其它经营费用	(85)	(26)	(70)
经营利润	90	268	197
财务费用	(159)	(100)	(37)
投资收入	63	(80)	n/a
其它非营业性收入	41	(26)	n/a
税前利润	36	62	70
税金	(15)	0	(101)
少数股东权益	48	(15)	n/a
净利润	70	46	(34)
全面摊薄每股收益	0.066	0.039	(41)
盈利能力 (%)			
毛利率	9.1	12.2	
经营利润率	1.5	5.1	
净利率	1.1	0.9	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	5,985	5,091	7,185	7,711	8,062
销售成本	(5,428)	(4,460)	(6,092)	(6,226)	(6,052)
经营费用	(229)	(112)	(120)	(70)	8
息税折旧前利润	328	520	973	1,415	2,018
折旧及摊销	(238)	(252)	(310)	(391)	474
经营利润 (息税前利润)	90	268	663	1,024	1,544
净利息收入/(费用)	(155)	(100)	(126)	(153)	(153)
其他收益/(损失)	101	(106)	5	5	5
税前利润	36	62	542	876	1,396
所得税	(15)	0	(81)	(219)	(349)
少数股东权益	48	(15)	(115)	(177)	(314)
净利润	70	46	346	480	733
核心净利润	70	46	346	480	733
每股收益 (人民币)	0.066	0.043	0.292	0.405	0.619
核心每股收益 (人民币)	0.066	0.043	0.292	0.405	0.619
每股股息 (人民币)	0.094	0.035	0.263	0.414	0.632
收入增长 (%)	(14)	(15)	41	7	5
息税前利润增长 (%)	(89)	197	147	54	51
息税折旧前利润增长 (%)	(69)	59	87	45	43
每股收益增长 (%)	(87)	(36)	584	39	53
核心每股收益增长 (%)	(87)	(36)	584	39	53

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	36	62	542	876	1,396
折旧与摊销	238	252	310	391	474
净利息费用	155	100	126	153	153
运营资本变动	259	126	(874)	219	(75)
税金	(55)	(127)	65	(127)	(262)
其他经营现金流	6	3	3	3	3
经营活动产生的现金流	638	415	172	1,515	1,689
购买固定资产净值	(953)	(1,468)	(1,910)	(1,313)	(1,013)
投资减少/增加	10	(52)	(215)	(101)	(95)
其他投资现金流	(16)	(14)	52	2	2
投资活动产生的现金流	(959)	(1,534)	(2,073)	(1,412)	(1,105)
净增权益	1,056	1,179	0	0	0
净增债务	649	66	947	0	0
支付股息	(366)	(84)	(36)	(265)	(368)
其他融资现金流	21	(178)	(160)	(153)	(153)
融资活动产生的现金流	1,360	982	752	(417)	(520)
现金变动	1,039	(136)	(1,149)	(314)	63
期初现金	875	1,914	1,778	629	315
公司自由现金流	(301)	(1,082)	(1,886)	112	592
权益自由现金流	156	(1,128)	(1,096)	(49)	431

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,914	1,778	629	315	379
应收帐款	8	5	8	9	9
库存	687	1,391	1,439	1,544	1,614
其他流动资产	426	842	1,185	1,014	1,094
流动资产总计	3,036	4,016	3,261	2,882	3,096
固定资产	4,163	5,333	6,935	7,857	8,396
无形资产	97	142	141	140	139
其他长期资产	138	197	130	128	126
长期资产总计	4,398	5,673	7,206	8,125	8,661
总资产	7,434	9,689	10,467	11,007	11,757
应付帐款	680	1,525	1,218	1,245	1,210
短期债务	1,270	1,240	1,777	1,777	1,777
其他流动负债	420	716	446	567	672
流动负债总计	2,370	3,481	3,441	3,589	3,660
长期借款	1,494	1,590	2,000	2,000	2,000
其他长期负债	114	118	100	100	100
股本	1,054	1,184	1,184	1,184	1,184
储备	1,828	2,796	3,106	3,321	3,686
股东权益	2,881	3,979	4,289	4,505	4,870
少数股东权益	574	521	636	813	1,128
总负债及权益	7,434	9,689	10,467	11,007	11,757
每股帐面价值(人民币)	2.73	3.36	3.62	3.80	4.11
每股有形资产(人民币)	2.64	3.24	3.50	3.69	4.00
每股净负债(现金)	0.81	0.89	2.66	2.92	2.87

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	5.5	10.2	13.5	18.4	25.0
息税前利润率	1.5	5.3	9.2	13.3	19.2
税前利润率	0.6	1.2	7.5	11.4	17.3
净利率	1.2	0.9	4.8	6.2	9.1
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	0.9	0.8	0.8
利息覆盖率(倍)	0.5	2.2	4.7	6.4	9.6
净权益负债率(%)	24.6	23.4	63.9	65.1	56.7
速动比率(倍)	1.0	0.8	0.5	0.4	0.4
估值 (倍)					
市盈率	180.9	281.8	41.2	29.7	19.4
核心业务市盈率	180.9	281.8	41.2	29.7	19.4
目标价对应核心业务市盈率	245.1	381.9	55.9	40.2	26.3
市净率	4.4	3.6	3.3	3.2	2.9
价格/现金流	19.8	31.5	82.8	9.4	8.4
企业价值/息税折旧前利润	42.9	30.2	18.4	13.0	9.3
周转率					
存货周转天数	55.7	85.0	84.8	87.4	71.5
应收帐款周转天数	0.5	0.5	0.3	0.4	0.4
应付帐款周转天数	39.8	79.0	69.7	58.3	55.6
回报率 (%)					
股息支付率	142.1	90.1	90.1	102.2	102.2
净资产收益率	2.8	1.4	8.4	10.9	15.6
资产收益率	0.8	3.1	5.6	7.2	10.2
已运用资本收益率	2.3	4.3	8.5	11.6	16.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 3 月 11 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371