

打造铝土矿-电解铝-铝加工一体化竞争优势

—云铝股份（000807）调研报告


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

有色金属冶炼及压延加工业 2010-04-26

投资要点:

- 公司最新公布2010年季报，1季度营业总收入15.25亿元，同比增加55.16%；归属于上市公司股东净利润1977万元，同比增加1150.32%。实现每股收益0.02元，基本符合预期。从单季度来看，公司前5季度销售毛利率分别为2.08%、13.15%、16.98%、13.93%、11.13%，盈利能力从去年2季度开始，有明显回升。
- 文山公司在文山州境内拥有25个探矿权，目前已探获铝土矿资源储量（净矿量，以下同）为13,596.71万吨，随着勘查工作的持续推进，该公司探获的资源储量有望进一步扩大。文山铝业项目2010年下半年投产，明年基本达产。预计文山铝业项目2010年下半年投产，明年基本达产。项目投产后，公司氧化铝能完全自给，自产氧化铝成本在2000元左右（不含税），氧化铝成本下降500-800元左右，并且使得公司的电解铝生产成本下降1000元以上，电解铝市场价格越高，公司的成本优势越明显。
- 公司目前电解铝产能40万吨，铝加工产能18万吨，募投项目投产后将提升到26万吨，未来云南涌鑫铝加工项目完成后进一步扩展到56万吨。募投项目公司4万吨耐热、高强度铝合金圆杆项目于2009年4月投产以来，目前已达产达标。公司8万吨中高强度宽幅铝合金板带项目主体设备及供辅设备已基本采购完毕，预计2010年中旬投产。公司产业链将进一步完善。
- 进入2010年，公司2009特殊时期享受的优惠电价基本取消，且根据《云南省发展和改革委员会关于调整云南电网销售电价的通知》规定，2009年11月20日起，云南电网省内全口径电量销售电价平均每千瓦时提高2.28分钱。我们判断，不考虑直供电影响，公司2010年平均电价将较2009年提高3分钱左右。公司目前也正在争取直供电和参股电厂，但去年出台直供电谈判试点的大背景是铝价低迷，电解铝企业经营困难，目前宏观形势发生了很大变化，我们认为直供电谈判难度加大。

评级 推荐（维持）

目标价格

当前价格 11.89

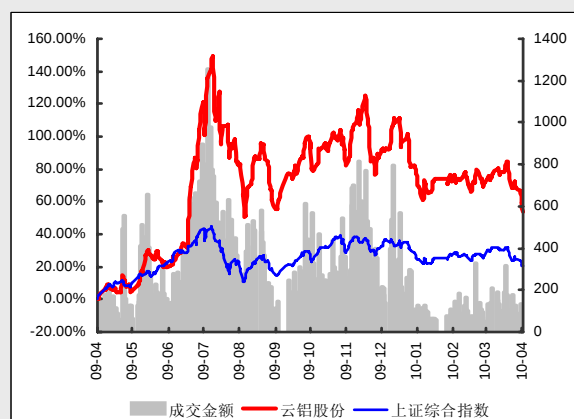
基础数据

总市值(百万)	14,078
总股本/流通股本(百万)	1,184/587
流通市值(百万)	6,982
每股净资产	3.38
净资产收益率	0.49

交易数据

52周内股价区间	17.95/6.80
10年市盈率	53.17
市净率	3.54

一年期走势图



行业研究员：张志鹏

证书编号	S0820209120024
电话	021-32229888-3502
E-mail	zhangzhipeng@ajzq.com

相关报告

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5210	6484	7707	9072
收入同比(%)	-15%	24%	19%	18%
归属母公司净利润	46	279	612	1007
净利润同比(%)	-34%	503%	119%	65%
毛利率(%)	12.3%	15.2%	20.8%	25.4%
ROE(%)	1.2%	6.6%	12.7%	17.2%
每股收益(元)	0.04	0.24	0.52	0.85
P/E	320.50	53.17	24.29	14.76
P/B	3.73	3.52	3.07	2.54
EV/EBITDA	40	19	11	7

- 公司“低温低电压铝电解新技术”项目正式被国家科技部列入十一五国家科技支撑计划，将在200KA-300KA 铝电解系列升级改造中进行产业化应用。如果该技术获得较好的应用效果，将明显降低公司的生产成本。
- 文山铝业项目投产后，公司的盈利能力有明显提升。随着文山铝业项目达产，公司未来业绩提升的主要动力是铝价的上涨以及铝深加工项目的投产，公司“低温低电压铝电解新技术”项目的产业化应用能否获得突破是另一个重要看点。我们预计2010年、2011年、2012年公司EPS分别为0.24元、0.52元、0.85元，市盈率分别为53.17、24.29、114.76，维持公司“推荐”评级。

目 录

一、公司概况.....	3
二、文山铝业项目是公司未来业绩的主要支撑.....	4
三、电力瓶颈有待突破.....	5
四、打造铝土矿-电解铝-铝加工一体化优势.....	6
四、盈利预测.....	7
图表 1 公司收入及利润构成.....	3
图表 2 公司盈利能力稳步回升.....	3
图表 3 公司股权结构.....	4
图表 4 文山铝业项目使公司电解铝成本明显下降.....	5
图表 5 公司电价变化.....	6
图表 6 公司产业链渐趋完善.....	7
图表 7 产量假设 单位：万吨.....	7
图表 8 价格以及关键数据假设.....	8

一、公司概况

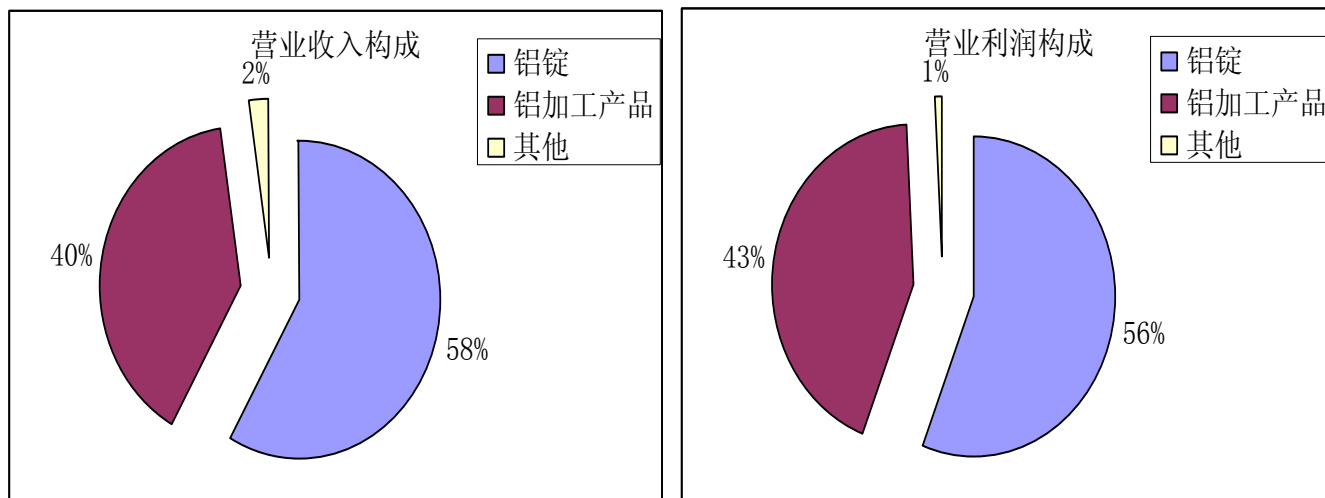
公司前身为云南铝厂，创建于1970年，1998年由云南冶金集团股份有限公司将其全资企业——云南铝厂的生产经营性资产，以独家发起，整体改制，社会公开募集股份方式设立的股份有限公司。经过40年的发展，公司目前已形成铝电解40万吨、铝加工20万吨，资产总额近100亿的国内大型铝企业，公司本部现有员工近3740余人。

公司主要产品有重熔用铝锭、铸造铝合金、电工圆铝杆、铝板带等。目前，公司控股云南文山铝业有限公司（控股92.33%）、云南云铝润鑫铝业有限公司（控股56.73%）、云南云铝涌鑫金属加工有限公司（控股31.04%）三个公司。

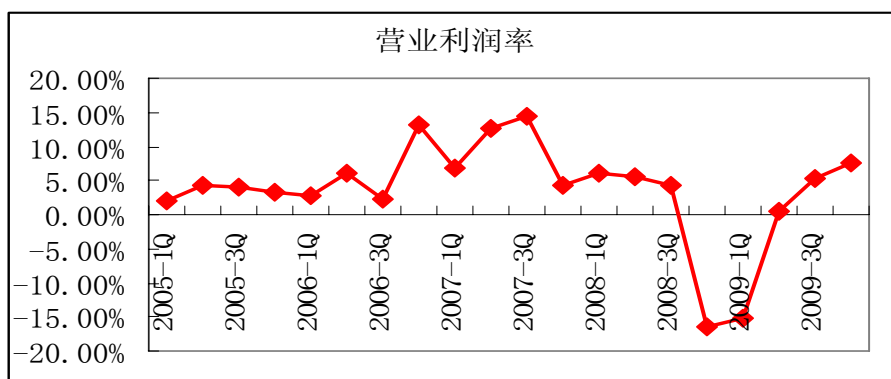
2009年公司（含控股公司）共生产铝锭及铝加工产品43万吨，比去年的40.5吨增加2.5万吨，实现了营业收入52.10亿元，同比下降了15.44%；实现净利润6183.47万元，同比上升了188.10%；其中归属于母公司所有者的净利润46,362,229.63元，同比下降了33.57%。

公司最新公布2010年季报，1季度营业总收入15.25亿元，同比增加55.16%；归属于上市公司股东净利润1977万元，同比增加1150.32%。实现每股收益0.02元，基本符合预期。从单季度来看，公司前5季度销售毛利率分别为2.08%、13.15%、16.98%、13.93%、11.13%，盈利能力从去年2季度开始，有明显回升。

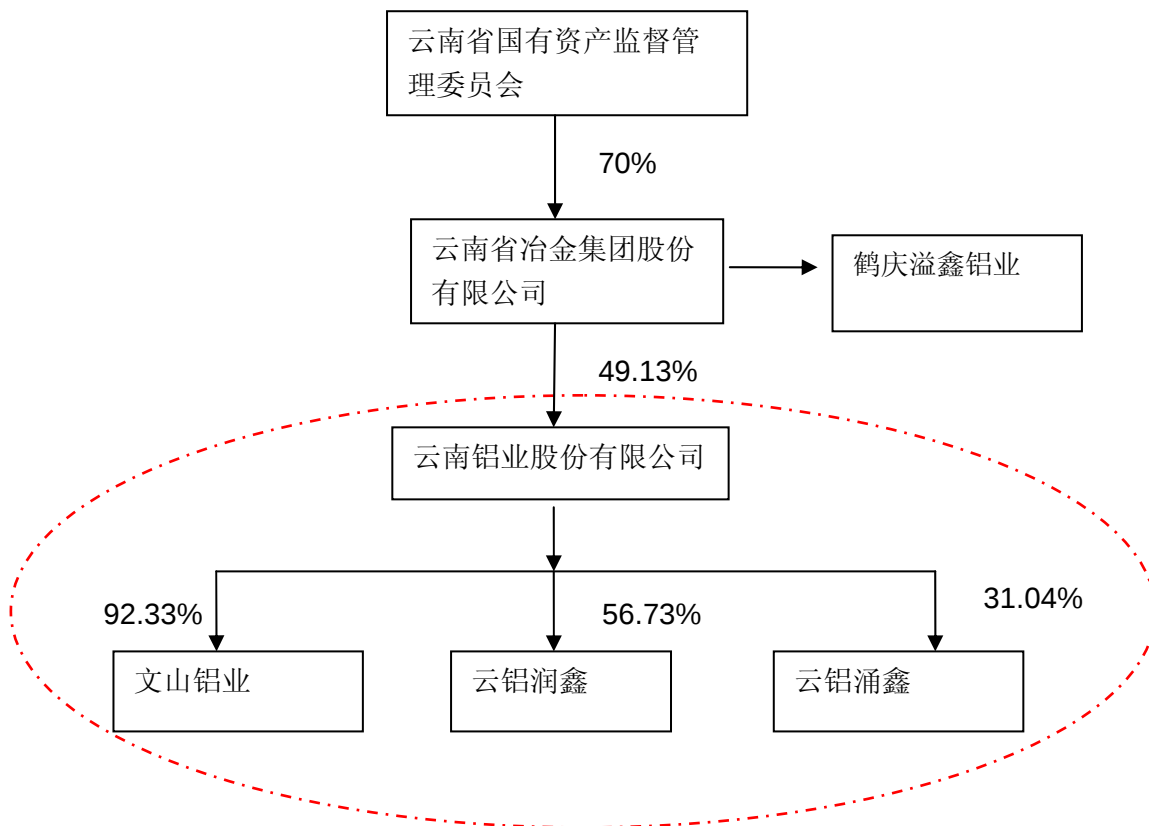
图表 1 公司收入及利润构成



图表 2 公司盈利能力稳步回升



图表 3 公司股权结构



数据来源：公司公告

二.文山铝业项目是公司未来业绩的主要支撑

公司控股92.33%的文山公司在文山州境内拥有25个探矿权，目前已探获铝土矿资源储量（净矿量，下同）为13,596.71万吨，随着勘查工作的持续推进，公司探获的资源储量有望进一步扩大。

另外，控股股东云南省冶金集团股份有限公司旗下鹤庆鑫铝有限公司主营业务为铝土矿资源的地质勘查，业务与公司子公司文山公司的主营业务范围存在重叠，构成了潜在同业竞争。公司控股股东承诺：待鹤庆溢鑫铝业有限公司探矿工作取得相应进展，资源量达到一定要求且后续不确定性消除后，由云铝股份继续从事后续的铝土矿资源储量升级。

公司2009年通过非公开定向增发1.30亿股募集资金11.80亿元，利用文山铝业丰富的铝土矿资源，投资建设80万吨氧化铝项目，项目实施后可大大增强公司盈利能力，提高公司净资产收益率，增厚每股业绩。

预计文山铝业项目 2010 年下半年投产，明年基本达产。项目投产后，公司氧化铝能完全自给，自产氧化铝成本在 2000 元左右（不含税），氧化铝成本下降 500-800 元左右，并且使得公司的电解铝生产成本下降 1000 元以上，且电解铝市场价格越高，公司的成本优势越明显。

图表 4 文山铝业项目使公司电解铝成本明显下降

电解铝市场价格（不含税）元/吨）	13000.00	15500.00	16500.00	17500.00
自产氧化铝	2000.00	2000.00	2100.00	2100.00
外购氧化铝（按电解铝价格的 16.5%测算）	2340.00	2557.50	2722.50	2887.50
自产氧化铝成本优势	340	557	622	787
电解铝成本（氧化铝自产）	12213.50	12650.00	13303.00	13303.00
电解铝成本（氧化铝外购）	12869.70	13725.98	14504.43	14822.88
电解铝成本优势	656.20	1075.98	1201.43	1519.88

数据来源：爱建研发总部

三、电力瓶颈有待突破

在公司电解铝的成本构成中，电力占到43%，超过氧化铝的35%左右的占比，电价变化对公司盈利能力有明显影响。公司地处云南，水利资源资源丰富。但由于公司没有自备电厂，生产电解铝所需电力全部从南方电网获得，相比于具有自备电厂企业，公司电力成本并不占优势。

2009年，由于电解铝价格低迷，电解铝企业经营困难，公司享受了一系列的电价优惠措施：

- 2009年1季度，根据《云南省经济委员会、云南省发展和改革委员会关于对部分工业企业用电给予阶段性特殊电价扶持的通知》（云经能源[2008]485 号）的规定，公司用电在一季度枯水季节，继续实行平水期电价，并在平水期电度电价的基础上上浮0.06 元。在此期间电度电价执行0.35 元/千瓦时。
- 2009 年 5 月份，根据《云南省发展和改革委员会关于调整云南 电网丰枯季节和峰谷分时电价政策有关问题的通知》规定，作为临时措施，2009 年内适当延长丰水期电价执行时间，将 5 月和 11 月由原来平水期电价调整为丰水期电价，即 2009 年 5 月 1 日至 11 月 30 日均统一执行丰水期电价。自 2010 年起，5 月和 11 月仍执行平水期电价。

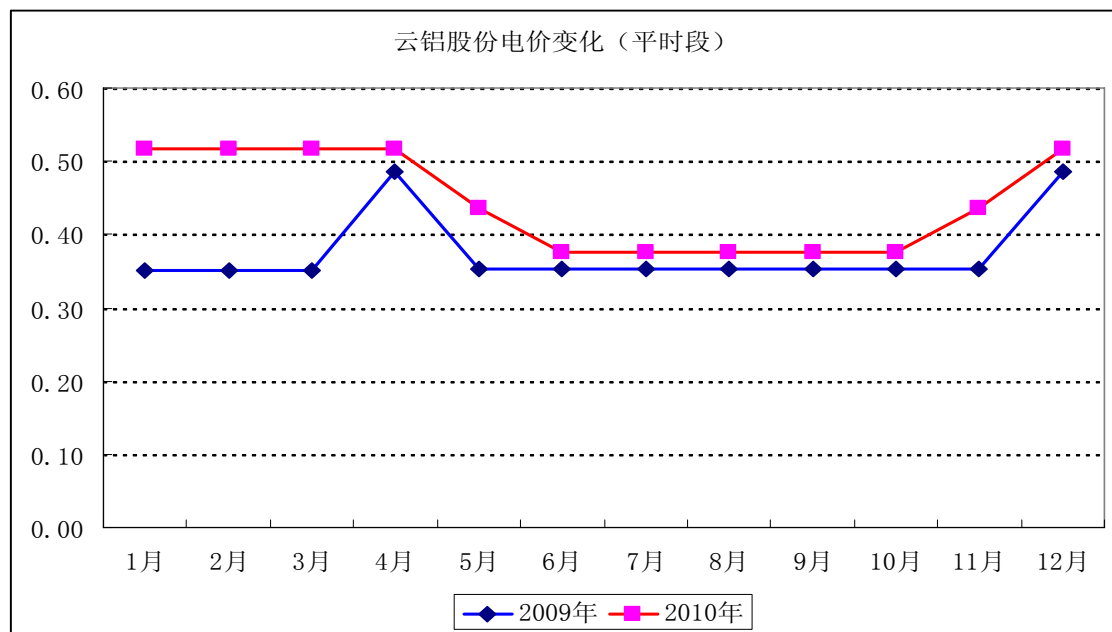
进入 2010 年，公司享受的优惠电价措施完全取消，且根据《云南省发展和改革委员会关于调整云南电网销售电价的通知》（云发改物价〔2009〕2484 号）规定，2009 年 11 月 20 日起，云南电网省内全口径电量销售电价平均每千瓦时提高 2.28 分钱。我们判断，不考虑直供电影响，公司 2010 年平均电价将较 2009 年提高 3 分钱以上。

水电具有环保低碳等优势，水电铝是未来的发展方向。公司目前也正在争取直供电和参股电厂，但与去年出台直供电谈判试点的形势相比，目前宏观背景发生了很大变化，直供电谈判

难度加大。公司在生产中进行合理筹划，将设备检修尽量安排在电价较高的枯水期，降低电费支出。

另外，公司“低温低电压铝电解新技术”项目正式被国家科技部列入十一五国家科技支撑计划，将在200KA-300KA 铝电解系列升级改造中进行产业化应用。如果该技术获得较好的应用效果，将进一步降低公司的生产成本。

图表 5 公司电价变化



注 1：丰枯季节的划分：每年的 12 月和次年的 1 至 4 月为枯水季节，5 月和 11 月为平水季节，6 至 10 月为丰水季节。丰水期电价下浮幅度调整为 15%，枯水期电价上浮幅度调整为 20%。

注 2：峰、平、谷时段划分：即 9：00-12：00 和 18：00-23：00 为峰时段；7：00-9：00，12：00-18：00 为平时段；23：00-次日 7：00 为谷时段。峰谷电价上、下浮动比例调整为 50%。

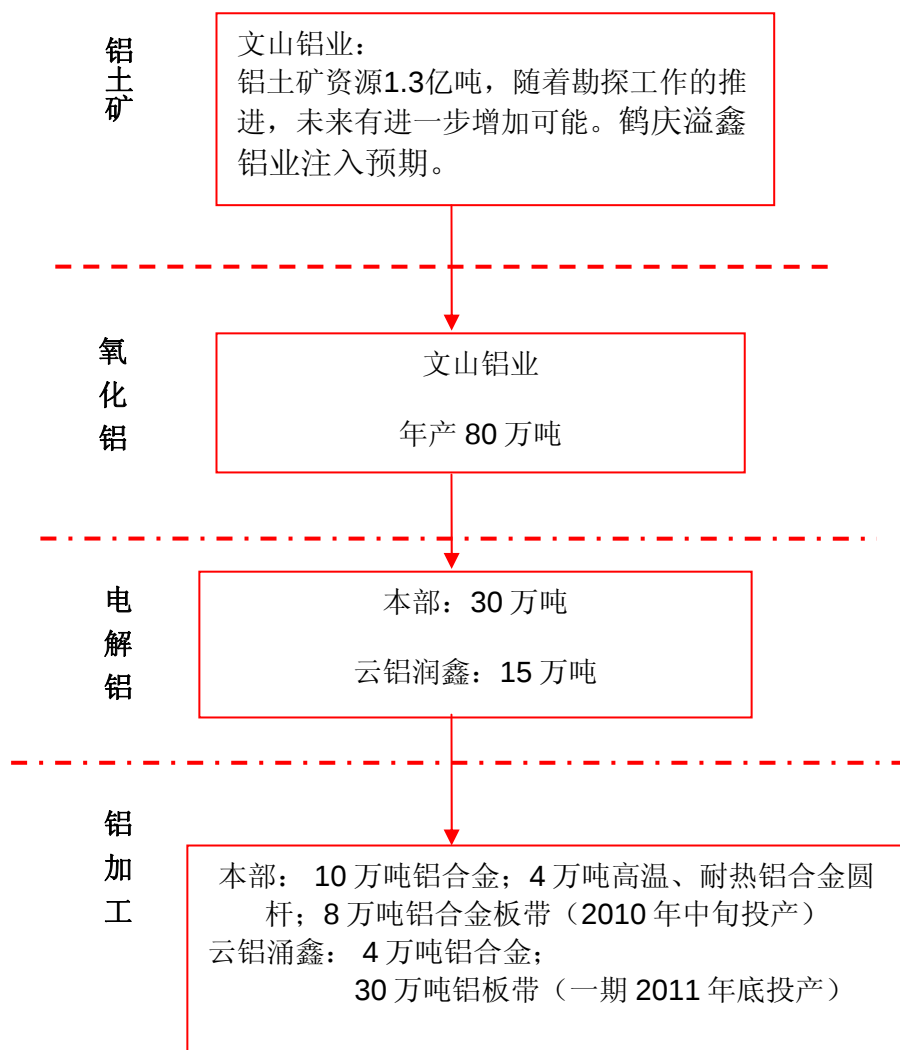
数据来源：云南省发展和改革委员会网站，爱建证券研发总部

四、打造铝土矿-电解铝-铝加工一体化优势

公司拥有电解铝产能40万吨，铝加工产能18万吨(含4万吨耐热、高强度铝合金圆杆)。目前铝加工能力为低端产品，盈利能力较为一般。募投项目公司4 万吨耐热、高强度铝合金圆杆项目于2009 年4 月投产以来，目前已达产达标。公司8 万吨中高强度宽幅铝合金板带项目主体设备及供辅设备已基本采购完毕，整个项目建设目前进展顺利，预计2010年中旬投产。

目前公司所需要的氧化铝完全外购，大部分从海外购进。文山铝业项目今年年底投产后，公司生产电解铝所需要的氧化铝未来能全部实现自给，实现了从铝土矿-氧化铝-电解铝-深加工一体化的铝产业链条，公司业绩相对于铝价变化的业绩弹性更大，使得公司能更充分享受铝价上涨带来的业绩增长。

图表 6 公司产业链渐趋完善



数据来源：公司公告、爱建研发总部

四、盈利预测

文山铝业项目投产后，公司的盈利能力有明显提升。随着文山铝业项目达产，公司未来业绩提升的主要动力是铝价的上涨以及铝深加工项目的投产，公司“低温低电压铝电解新技术”项目的产业化应用能否获得突破是另一个重要看点。我们预计 2010 年、2011 年、2012 年公司 EPS 分别为 0.24 元、0.52 元、0.85 元，市盈率分别为 53.17、24.29、114.76，维持公司“推荐”评级。

图表 7 产量假设 单位：万吨

	2009	2010	2011	2012

铝锭	40.00	40.00	45.00	50.00
氧化铝		20.00	80.00	85.00
耐热高强度铝合金园杆	2.00	4.00	4.00	4.00
中高强度宽幅铝合金板带		4.00	6.00	8.00
铝合金	14.00	14.00	14.00	14.00

图表 8 价格以及关键数据假设

	2009	2010	2011	2012
吨铝原材料消耗				
氧化铝（吨）	1.93	1.93	1.93	1.93
电力（度）	13500.00	13500.00	13500.00	13500.00
阳极碳素（吨）	0.45	0.45	0.45	0.45
折旧+人工	1500.00	1500.00	1600.00	1600.00
价格（不含税）				
电解铝（元/吨）	13000.00	15500.00	16500.00	17500.00
自产氧化铝（元/吨）	2000.00	2000.00	2100.00	2100.00
外购氧化铝（元/吨）	2340.00	2557.50	2722.50	2887.50
电力（元/度）	0.40	0.43	0.45	0.45
阳极碳素（元/吨）	2930.00	3300.00	3500.00	3500.00
电解铝成本（氧化铝自产）	12213.50	12650.00	13303.00	13303.00
电解铝成本（氧化铝外购）	12869.70	13725.98	14504.43	14822.88

公司研究

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4016	2724	3087	3419
现金	1778	800	800	800
应收账款	5	8	9	11
其他应收款	73	66	86	102
预付账款	769	597	733	842
存货	1391	1236	1444	1651
其他流动资产	0	17	15	14
非流动资产	5673	6676	8323	8369
长期投资	86	61	65	67
固定资产	3654	4258	5126	6672
无形资产	142	142	142	142
其他非流动资产	1791	2215	2990	1488
资产总计	9689	9400	11410	11788
流动负债	3481	2860	4065	3116
短期借款	1110	761	1746	530
应付账款	829	624	759	882
其他流动负债	1542	1476	1560	1704
非流动负债	1708	1707	1707	1707
长期借款	1590	1590	1590	1590
其他非流动负债	118	117	117	117
负债合计	5189	4567	5772	4823
少数股东权益	521	610	804	1123
股本	1184	1184	1184	1184
资本公积	2278	2278	2278	2278
留存收益	517	761	1373	2380
归属母公司股东权益	3979	4223	4835	5842
负债和股东权益	9689	9400	11410	11788

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	527	794	1258	1888
净利润	62	368	806	1326
折旧摊销	256	277	348	457
财务费用	100	151	195	187
投资损失	80	0	0	0
营运资金变动	138	9	-104	-85
其他经营现金流	-109	-12	13	3
投资活动现金流	-2069	-1282	-2003	-501
资本支出	1887	1315	2000	500
长期投资	-186	-25	4	2
其他投资现金流	-369	8	2	1
筹资活动现金流	1406	-490	744	-1387
短期借款	-160	-350	986	-1216
长期借款	96	0	0	0
普通股增加	130	0	0	0
资本公积增加	1006	0	0	0
其他筹资现金流	334	-141	-241	-171
现金净增加额	-136	-978	0	0

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5210	6484	7707	9072
营业成本	4567	5496	6105	6770
营业税金及附加	5	8	9	11
营业费用	126	136	166	198
管理费用	217	259	270	318
财务费用	100	151	195	187
资产减值损失	26	0	0	0
公允价值变动收益	-34	0	0	0
投资净收益	-80	0	0	0
营业利润	54	433	962	1589
营业外收入	8	13	12	11
营业外支出	1	3	3	2
利润总额	62	444	971	1598
所得税	-0	75	165	272
净利润	62	368	806	1326
少数股东损益	15	89	194	320
归属母公司净利润	46	279	612	1007
EBITDA	410	862	1506	2233
EPS (元)	0.04	0.24	0.52	0.85

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-15.4%	24.5%	18.9%	17.7%
营业利润	84.7%	703.4%	122.0%	65.2%
归属于母公司净利润	-33.6%	502.8%	118.9%	64.6%
获利能力				
毛利率(%)	12.3%	15.2%	20.8%	25.4%
净利率(%)	0.9%	4.3%	7.9%	11.1%
ROE(%)	1.2%	6.6%	12.7%	17.2%
ROIC(%)	2.8%	7.4%	11.6%	17.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	53.6%	48.6%	50.6%	40.9%
净负债比率(%)	54.54%	55.43%	60.12%	47.04%
流动比率	1.15	0.95	0.76	1.10
速动比率	0.75	0.52	0.40	0.56
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.68	0.74	0.78
应收账款周转率	417	532	513	511
应付账款周转率	8.56	7.57	8.83	8.25
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.24	0.52	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.67	1.06	1.59
每股净资产(最新摊薄)	3.36	3.57	4.08	4.93
估值比率				
P/E	320.50	53.17	24.29	14.76
P/B	3.73	3.52	3.07	2.54
EV/EBITDA	40	19	11	7

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。