

理想照进现实仅差半年

云铝股份（000807）调研简报

谨慎推荐（维持）

2010年7月22日

投资要点：

- ◇ **云铝股份：即将称为国内最完整产业链的铝业公司。**公司是国家重点扶持的14家铝企业之一。公司除本部外还控股了三个子公司，分别是润鑫铝业、涌鑫金属加工、文山铝业。目前生产规模为电解铝50万吨（本部35万吨、润鑫15万吨）、铝业深加工26万吨（圆杆6万吨，铝合金10万吨、板带10万吨）。文山氧化铝项目预计2010年4季度试投产，达产后年产80万吨氧化铝，公司将成为国内最完整的“铝土矿—氧化铝—电解铝—铝深加工”一体化的铝业公司。
- ◇ **文山氧化铝即将投产，理想照进现实。**文山80万吨氧化铝项目（92.33%股权）是市场对云铝股份最期待的亮点。该项目是云铝近年来最大的建设项目，计划总投入资金45亿元，建设期为3年，预计2010年4季度开始试投产，2011年产出将达到60万吨以上，使公司氧化铝由现在的全部外购变为80%自给，盈利能力将发生蜕变。
- ◇ 文山公司拥有25个探矿权证，2个采矿权证，目前控制的氧化铝矿探明为1.36亿吨，远景储量不止这个数。按照2.5吨铝土矿产出1吨氧化铝、80万吨氧化铝年产能计算，可支撑持续开采60年以上，资源保障没有问题。
- ◇ 中国市场氧化铝平均生产成本在1800—2000元/吨，公司采用国内先进的拜耳法生产系统，且文山铝土矿的氧化铝品位约54%，铝硅比（A/S）6.95倍，生产成本同比国内平均应略低。目前中铝氧化铝售价为2650元/吨，即便按照2000元/吨的生产成本计算，50万吨电解铝产量，按照这个价格也将为公司节省6.5亿元【 $(2650-2000) \times 50 \times 2 = 65000$ 万元】。
- ◇ 可以说，作为基础原材料的铝行业，其盈利能力受电力和氧化铝的影响很大（电力成本约占40%，氧化铝成本约占36%），单纯的电解铝生产或者是铝深加工的毛利率普遍不高，“煤、电、铝”一体化或者是“铝土矿—氧化铝—电解铝—深加工”是众多铝业公司追求的目标。目前国内上市公司中仅中国铝业实现了“铝土矿—氧化铝—电解铝—深加工”一体化；神火股份实现了部分的煤电铝一体化；南山铝业实现氧化铝—电解铝—深加工一体化，其他铝业公司基本没有完整的铝业产业链。云铝的氧化铝投产后，将成为最完整产业链的铝业公司，各个上中下游的产能匹配几乎完美，可以说是“理想照进现实”。

刘卓平

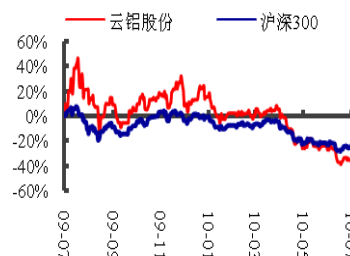
电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

主要数据 2010年7月22日

收盘价(元)	8.20
总股本(万股)	118398
流通 A 股股本(万股)	58,723
12 月最高价(元)	17.95
12 月最低价(元)	7.20

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

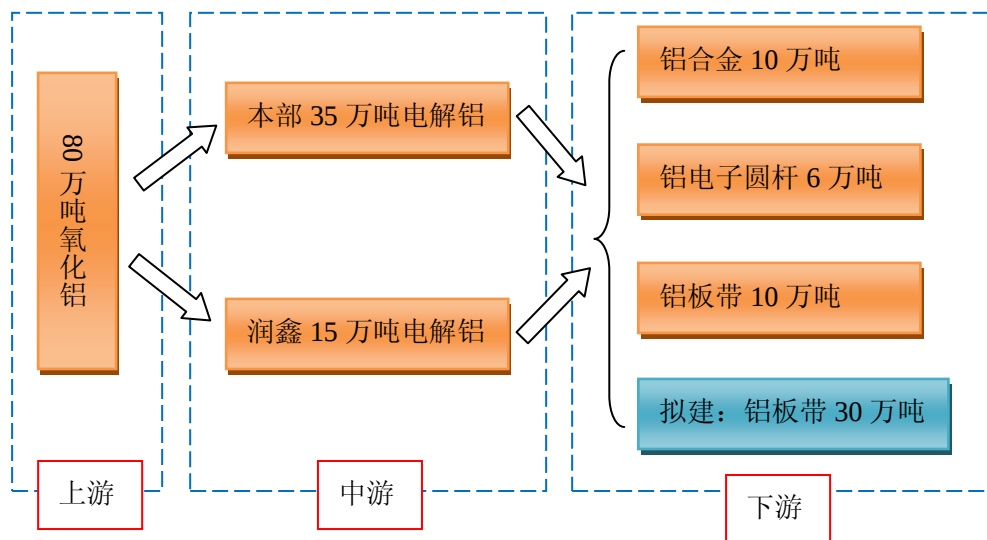
相关报告

云铝股份（000807）年报点评：
文山氧化铝投产渐行渐近

2010年3月11日

而且，80 万吨氧化铝达产后，公司有继续扩大规模的计划，预计 2 期将再建 40 万吨氧化铝规模，达到 120 万吨，多余氧化铝用于外销。

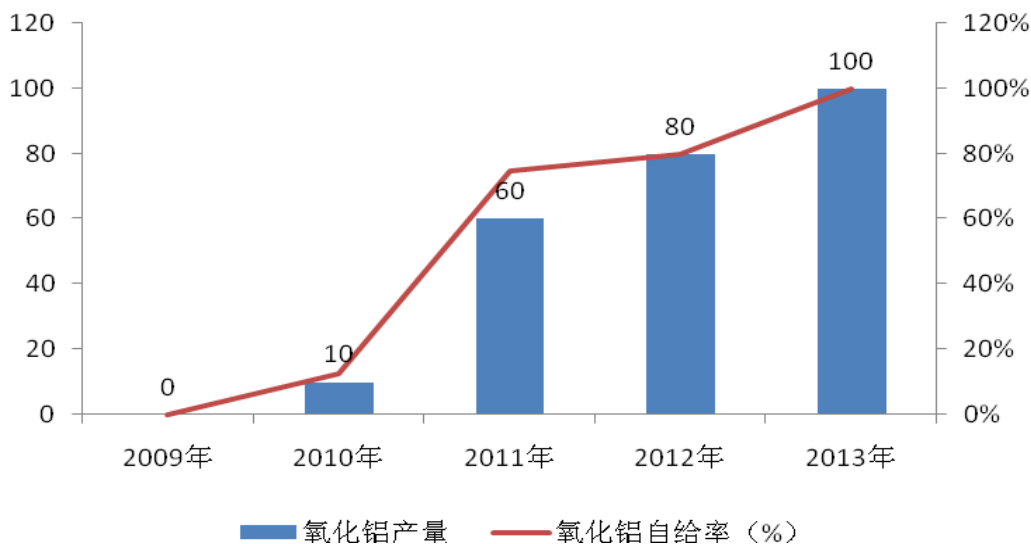
图 1：云铝股份的产业链近乎完美



氧化铝自给率 80%，电解铝自给率 90%，电力外购。

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 2：氧化铝产量预计



资料来源：东莞证券研究所

铝深加工产能不断扩大

公司近年来铝深加工规模不断扩大，2008 年深加工产能约 14 万吨，其中铝合金 10 万吨、铝板带 2 万吨、铝圆杆 2 万吨。2008 年中增发 4252.56 万股募集资金约 10 亿元，

建设 4 万吨铝合金圆杆生产线和 8 万吨高强度宽幅铝合金板带生产线，其中前者在 2009 年 4 月投产，后者也在 2010 年 7 月实现投产，目前深加工产能达到了 26 万吨。

控股子公司云铝涌鑫金属加工有限公司将承建 30 万吨铝板带项目，其中一期约 15 万吨将在 2011 年底投产。该项目建成后公司的铝深加工产能将提高至 56 万吨，大幅增长。

目前公司各项铝深加工的加工费比较稳定，其中铝合金约在 400—600 元/吨，铝圆杆 600—700 元/吨，铝板带加工费较高，在 5000—6000 元/吨左右。

短板在于电力成本，期待直购电启动

电力问题一直是公司的短板。公司没有自备电，所需电力全部来自云南电网公司，而云南省的电力结构是 30%火电、70%水电，电价高于国内平均水平。云南省每年 2、3 月份是传统枯水期，2010 年云南的严重的枯水期导致公司产量减少约 5 万吨。

公司 2009 年的电力成本约 0.42 元/度，高于全国平均约 0.03 元/度。预计 2010 年单位电价在 0.45—0.48 元/吨左右。

不过，公司通过工艺优化消除短板，公司的生产工艺技术处于国内乃至国际先进水平，目前拥有最高技术的 300KA 电解槽 248 个，年产电解铝在 22 万吨左右，其余均为 200KA 的电解槽，共 202 个。公司目前的电解铝平均电力消耗量为 13500 度/吨，比全国平均 14200 度/吨节省了 700 度左右，对应节省电力成本约 294 元/吨。

直购电是公司最期待的事件，2010 年各地方正在逐渐试点大型工业用电直购电措施，电监会批复的直购电试点输配电价格可以享受八折优惠，因而如果公司实现直购电则可优惠 5—8 分钱/度，对应公司节省 675—1080 元/吨的电力成本。从目前进展看，公司仍在争取过程中，真正实行时间不确定。

理想即将照进现实，维持谨慎推荐

调整盈利预测，预计公司 2010—2012 年每股收益分别为 0.11 元、0.49 元、0.56 元。公司预告 2010 年上半年业绩仅有 0.008 元，2 季度应是亏损约 1000 万元，主要原因是铝价下跌导致盈利下滑，或存在一定的资产减值损失。

80 万吨氧化铝预计在 2010 年 4 季度开始试投产，若运行良好 2011 年将能实现 60 万吨以上的氧化铝产量，一体化的理想将成本现实。如果 2011 年公司能够实现直购电的电力措施，则公司在 2011 年后盈利将发生根本性的蜕变。

鉴于 80 万吨氧化铝项目投产后对公司的盈利乐观态度，我们维持对于谨慎推荐的评级，建议持续关注。

表 4：公司利润预测表

科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	5209.56	6155.10	7632.32	8929.82
营业总成本	5041.56	6000.13	6885.33	8063.40
营业成本	4567.22	5511.89	6372.99	7456.40

营业税金及附加	5.28	7.39	9.16	10.72
销售费用	125.88	153.88	164.09	191.99
管理费用	217.37	276.98	320.56	375.05
财务费用	100.14	50.00	18.53	29.24
资产减值损失	25.66	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	-114.06	17.00	17.00	17.00
公允价值变动净收益	-34.15	12.00	12.00	12.00
投资净收益	-79.92	5.00	5.00	5.00
其中 对联营和合营投资收益	0.77	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.94	171.96	763.99	883.42
加 营业外收入	8.49	10.00	10.00	10.00
减 营业外支出	0.79	2.00	2.00	2.00
利润总额	61.63	179.96	771.99	891.42
减 所得税	-0.20	26.99	115.80	133.71
净利润	61.83	152.97	656.19	757.70
减 少数股东损益	15.47	18.00	77.20	89.14
归属于母公司净利润	46.36	134.97	578.99	668.56
最新总股本(万股)	118397.92	118397.92	118397.92	118397.92
基本每股收益(元)	0.04	0.11	0.49	0.56
市盈率（倍）	204.81	70.35	16.40	14.20

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn