

产业链一体的铝业公司

——云铝股份（000807）调研报告

要点：

- **产业链不断完善的铝业公司。**公司积极致力于打造上下游一体的铝业公司，目前拥有“铝土矿-氧化铝-电解铝-铝加工”较为完备的一体化产业链。其中，将于今年底投产的氧化铝产能为80万吨，电解铝产能49万吨，铝加工材26万吨，另外，公司目前仍在建30万吨铝加工材项目。
- **公司主营构成转向铝深加工产品。**公司盈利能力基本跟随铝价的历史波动而变动，但其主营构成逐步朝毛利率较高的铝深加工产品转向，高附加值的铝加工产品确保了公司稳定盈利。此外，公司原料成本有一定优势，如即将投产的氧化铝将大幅提高原料自给率，另外公司自产预焙阳极也阳极具备一定成本优势，这加大了公司业绩相对铝价的弹性空间。
- **核心竞争力即将显现。**公司积极进行产业链产能匹配，80万吨的文山氧化铝项目及30万吨铝板带项目不仅补充了产业链上端，更增强了产业链下游的高附加值一环，公司核心竞争力即将显现。其中，80万吨氧化铝项目将使公司原料自给率由零增至80%，30万吨铝板带项目也将使公司进一步加大高附加值的铝深加工业务的盈利能力。未来3年内公司成本优势及铝深加工产品市场的核心竞争力即将显现。
- **公司看点：**一、公司拥有不断完善的产业链，上游铝土矿，中游冶炼及下游深加工一体化，资源、成本优势明显。二、公司今年底即将投产的氧化铝项目将大大提升原料自给率，公司成本竞争力凸显；同时不断拓展的铝深加工项目符合行业发展趋势；三、公司发展战略清晰，成长性良好。一方面依托资源优势，进一步完善产业链的产能匹配，实施“一体化”战略；另一方面将依托水电资源优势加快构建“水电铝”产业发展模式，实施“水电铝”的发展战略。
- **投资建议。**我们给予云铝股份“中性”的投资评级。预计2010年-2012年EPS分别为0.04元、0.31元和0.48元，对应目前股价市盈率分别为218倍、30倍和19倍。基于公司明显的资源优势以及即将显现的原料成本优势，我们看好公司的成长潜力，以及其水电铝一体化的良好发展战略。但鉴于目前行业景气度下滑，我们对铝价的判断并不乐观，且公司的业绩大幅增长需在2011年呈现，我们暂给予公司“中性”评级。
- **风险提示：**1）中国经济增速下滑及房产政策不确定对铝需求产生负面影响；2）铝价下滑对公司盈利产生负面影响；3）公司能源原料价格有进一步上涨的风险；4）公司氧化铝项目进展存在不确定性。

报告日期： 2010年9月1日

分析师

耿诺

☎ 010-88366060-8786

✉ gengn@cgws.com

执业证书编号：S1070210080003

投资评级：中性

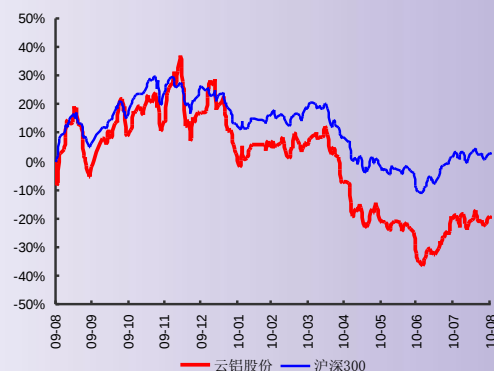
市场数据

总市值（亿元）	109.28
流通市值（亿元）	54.20
总股本（亿股）	11.84
流通股本（亿股）	5.87
12个月最高/最低股价（元）	15.99/7.20
十大流通股东持股比例	7.56%
股东户数	198382

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入（亿元）	52.10	66.27	72.69
营业利润（万元）	5393.75	6288.08	48387.74
净利润（万元）	4636.22	5065.93	37016.62
EPS（元）	0.04	0.04	0.31
PE	238.5	218.3	30.0

公司股价表现



相关报告

独立声明

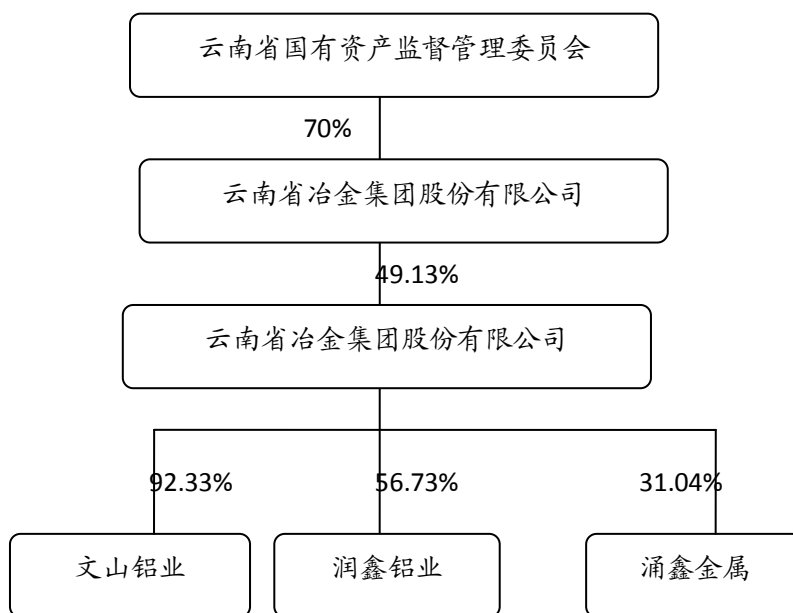
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

近期我们调研了云铝股份,就公司经营情况及未来发展战略与公司高管进行了深入交流,并参观了公司的电解铝和铝加工生产线。我们认为在氧化铝项目投产后公司整体盈利能力将得到大幅提升。公司的未来发展规划,一方面依托资源优势,进一步完善产业链的产能匹配,提高综合实力,实施“一体化”战略;另一方面将依托水电资源优势加快构建水电铝产业发展模式,实施“水电铝”的发展战略。我们看好公司未来的发展空间及综合竞争力,但鉴于目前行业景气度下滑,我们对铝价的判断并不乐观,且公司的业绩大幅增长需在2011年呈现,我们暂给予公司“中性”评级。

一、产业链不断完善的铝业公司

云铝股份前身是云南铝厂,是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。经过几十年的发展和沉淀,公司已成为电解铝产能49万吨,综合铝加工能力26万吨(至2010年底),总股本11.84亿股、资产总额104亿元的大型铝企。

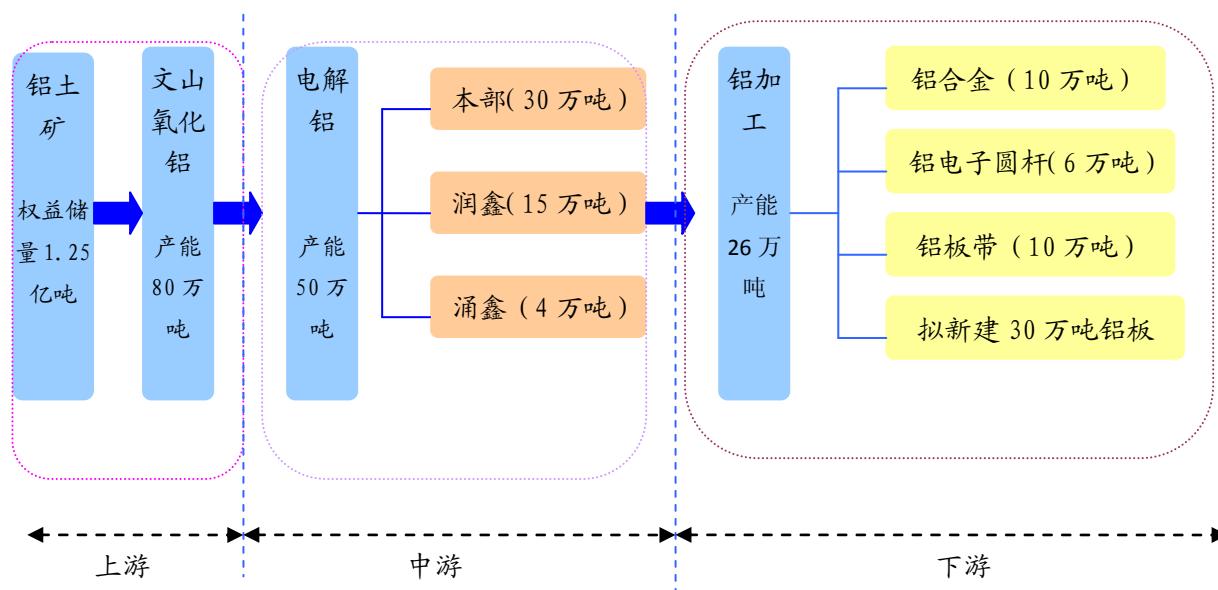
图 1: 公司股权结构



资料来源: 公司公告

云铝股份一直积极致力于打造上中下游一体的铝冶炼加工企业,目前拥有3个控股子公司,分别是:文山铝业、润鑫铝业和涌鑫金属公司,其中文山铝业主要经营铝土矿资源开采及氧化铝生产销售,润鑫铝业主要是原铝及铝材生产,涌鑫金属公司主要是金属产品加工及销售,氧化铝项目投产后,公司将具备“铝土矿-氧化铝-电解铝-铝加工”较为完整的一体化铝产业链。

图 2：公司产业链构成



资料来源：公司公告，长城证券研究所

(1) 氧化铝：公司控股92.33%的文山公司目前已探获铝土矿资源储量13596.71万吨，其正在建设的80万吨产能的氧化铝项目将于今年下半年投产，在2011年基本达产，投产后公司氧化铝将由目前全部外购转变为80%自给，成本将大幅度降低。

(2) 电解铝：公司电解铝产能目前共计49万吨，其中本部30万吨，润鑫15万吨，涌鑫金属4万吨。公司的“低温低电压铝电解新技术”项目已获得财政补贴，并列入了十一五国际科技支撑计划，将在200KA-300KA铝电解系列升级改造中进行产业化应用。新技术一旦推广，一方面提高电解槽生产效率，另一方面大大节约电能。

(3) 铝加工：公司目前现有铝加工产能为18万吨，随着4万吨铝电子圆杆项目的建成，以及2010年底将再增加的8万吨铝板带产能，综合铝加工产能将达到26万吨。另外子公司云铝涌鑫金属加工有限公司，将承建30万吨的铝板带项目，其中一期约15万吨将在2011年底投产，届时公司铝加工总产能将达到56万吨。

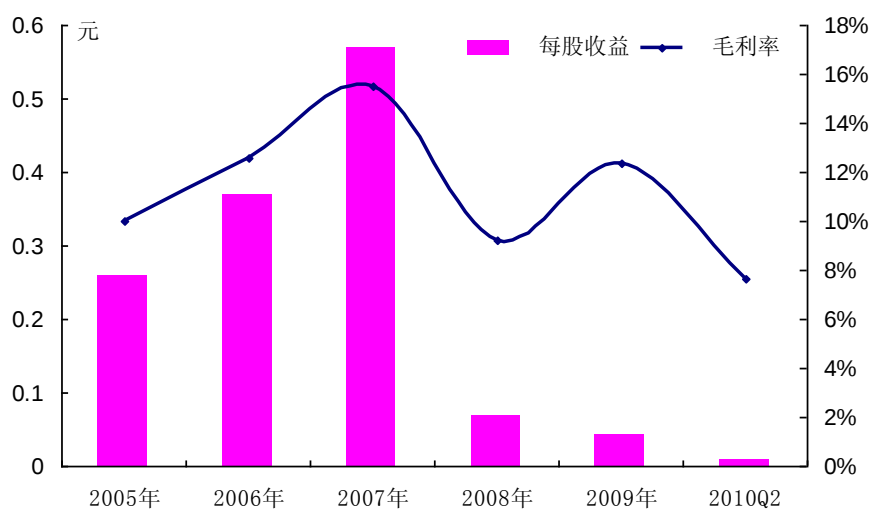
二、公司经营状况

2.1 公司综合盈利有所下滑，但主营构成转向铝深加工产品。

公司的主营业务是铝冶炼、铝加工产品、炭素及炭素制品的生产和销售。其盈利能力基本随着铝价的历史波动而变动，2007年是公司盈利状况最好的一年，2008年在全行业出现普遍亏损的困难形势下公司仍实现了一定

盈利能力，但盈利出现了明显大幅下滑，综合毛利率也大幅下降，2009年随着铝价回升，公司盈利能力又有所回转。

图 3：公司盈利状况变动

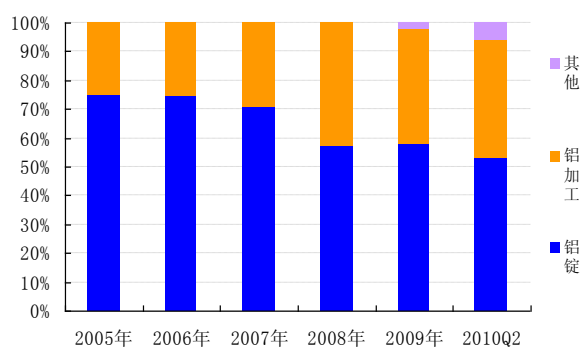


数据来源：WIND，长城证券研究所

由于受旱灾影响，公司5月份才开始满负荷生产，因此上半年产品产量没有完成年初预定计划。尽管上半年销量和铝价的影响下同比有一定增长，但二季度公司开始由盈转亏，其主要原因一方面是铝价环比不断下滑，同时，能源成本（电力、预焙阳极等）也出现了不同程度的上涨，另一方面公司产品上半年产量比原计划减少约10%也是导致公司盈利下滑的主要原因。

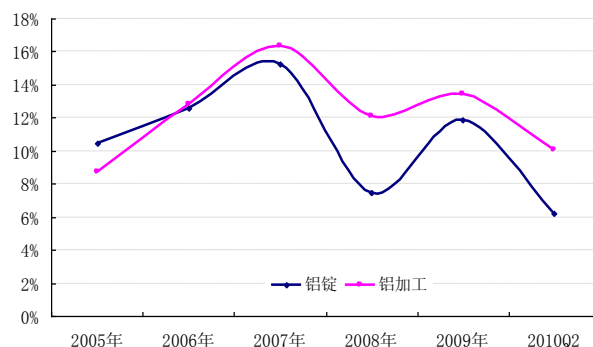
众所周知，铝行业是高耗能、高污染的重点行业，当前行业的实际状况是：冶炼产能过剩、结构性严重失衡、铝价格持续低迷，要在这种产业背景下提高盈利及综合竞争力，单纯的依靠扩大冶炼产能这种粗放式发展方式是远远行不通的，产品升级是必选之路。从公司的主营构成及主营产品毛利率对比情况来看，公司毛利率较高的铝加工产品在公司主营构成中所占比重越来越大，目前已达40.8%，而2005年这一比例仅为24.8%。

图 4：主营构成变动



数据来源：WIND，长城证券研究所

图 5：主营产品毛利率变动情况



数据来源：WIND，长城证券研究所



2.2 公司原料成本具备一定优势。

公司没有自备电厂，不具备能源优势，其预培阳极产能及即将建成的氧化铝项目将使得公司具备原料成本优势。

➤ 电力

云南水力资源丰富，因此也是我国水电大省。云南的水电有丰水期、平水期及枯水期之分，每年的12月到次年4月为枯水期，电价约0.56-0.58元/度，5月份到11月份为每年平水期，电价约为0.48元/度，其中6月-10月是丰水期，也是电价最便宜的时期，电价为0.42元/度。公司没有自己的自备电厂，全部使用网电，因而电力成本不具优势。由于上半年处于枯水期，电力成本相对较高，在下半年的丰水期公司用电成本将有所缓和，预计全年公司用电成本将达到0.48元。此外公司仍在积极争取国家政策扶持，进一步加快直购电试点工作，但目前尚未有定论。

➤ 氧化铝

目前公司的氧化铝一直依赖进口，而文山氧化铝项目有望于今年下半年逐步投产，在2011年基本达产，此后公司氧化铝自给率基本达到80%，原料自给及产业链一体将使电解铝成本也将大幅降低，公司业绩对应铝价的弹性也将大大增加。

➤ 碳素辅料

尽管预培阳极在电解铝冶炼成本中占比较小，但却是必不可缺少的。公司目前拥有18万吨的预培阳极产能，除供应本部需求外，每年仍有3-4万吨的产量供应涌鑫金属子公司。目前预培阳极的市场价格是4400-4700元/吨，而公司自产与外购价格相差约100元/吨，具备一定成本优势。除了直接成本优势外，公司自产阳极主要是可与公司电解铝产能配套使用，一方面碳素质量有保证，另一方面可循环使用，减少了损耗。

三、新建项目进展顺利，核心竞争力即将显现

目前行业内产业链完备的上市公司较少，基本模式大致两种：“煤—电—铝”一体化（如神火股份），“氧化铝—电解铝—深加工”（如中国铝业、南山铝业）一体化。目前公司正积极进行产业链产能匹配，80万吨的文山氧化铝项目及30万吨铝板带项目不仅补充了产业链上端，更增强了产业链下游的高附加值一环，公司核心竞争力即将显现。

3.1、氧化铝项目

文山氧化铝项目产能设计为80万吨，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，一旦达产该项目将使公司氧化铝由现在的全部外购变为80%自给，盈利能力将由成本的大幅降低而发生蜕变。

目前这一氧化铝项目各项工作有序推进，氧化铝厂土建工程目前约完成



85%，进口及国内主要设备主体安装就位。氧化铝项目将于2010 年底投产，2011 年产量将达到60 万吨，达产率为75%。公司氧化铝项目采用先进的拜耳法生产系统，且文山铝土矿氧化铝品位约54%，铝硅比（A/S）6.95倍，公司氧化铝成本要低于行业1800-2200元的平均成本，约为2000元左右。如果按照3000元/吨的氧化铝价格，公司氧化铝成本2000元/吨，2011年60万吨的产量计算的话，明年氧化铝项目将为公司带来约6亿元的利润。因此达产后80%自给的氧化铝将使得公司业绩对应电解铝价格弹性较大。

3.2、铝板带项目

随着4 万吨铝电子圆杆项目的建成，以及2010 年底将再增加8 万吨铝板带产能，公司综合铝加工产能将达到26 万吨。另外子公司云铝涌鑫金属加工有限公司，将承建30 万吨的铝板带项目，其中一期约15 万吨将在2011 年底投产，届时公司铝加工总产能将达到56万吨。

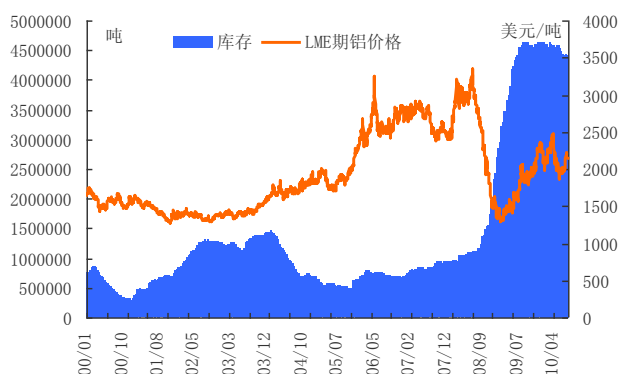
公司铝板带项目主要是生产建筑、家电等行业用铝材，如建筑用幕墙板、家电船舶车辆用铝合金板带以及铝箔坯料和PS板基，暂无交通运输用铝合金。目前公司各项铝深加工的加工费比较稳定，其中铝合金约在400-600 元/吨，铝圆杆600-700 元/吨，铝板带加工费较高，在5000-6000 元/吨左右。

此外，公司未来的规划中，不仅要进一步完善铝产业链各环节产能匹配，还要发展水电一体化，充分利用云南丰富的资源能源优势，采用自筹、投资、参股等各种方式配套发展水电一体模式，进一步提升公司综合盈利能力和核心竞争力。

四、供应压力难有实质改变，不支撑铝价走高

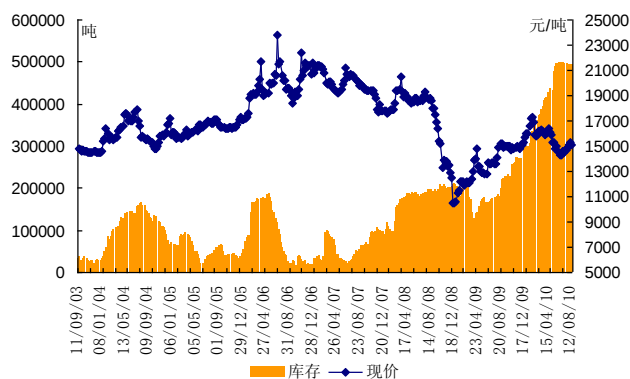
我们看淡今年全年的铝价，上半年现货铝均价为15830元/吨，二季度均价环比一季度下降6.6%，我们预计下半年在供应压力及需求下滑的背景下，同时在成本支撑下，铝价将窄幅震荡。

图 6：LME 铝价格及库存变化



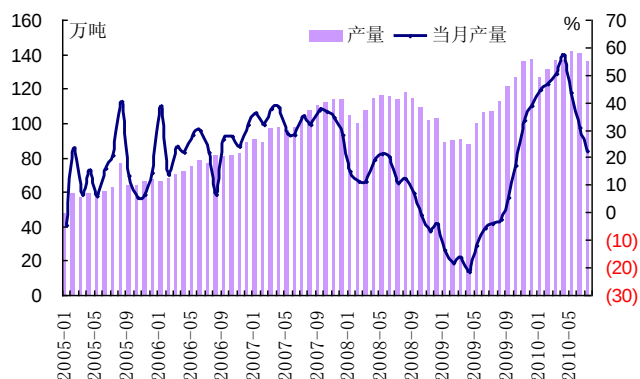
数据来源：Blomberg，长城证券研究所

图 7：SHFE 铝及库存价格变化情况



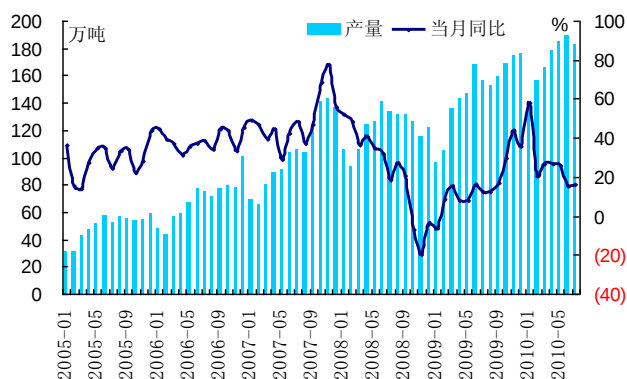
数据来源：Blomberg，长城证券研究所

图 8：原铝产量及同比变化



数据来源：WIND，长城证券研究所

图 9：铝材产量及同比变化



数据来源：WIND，长城证券研究所

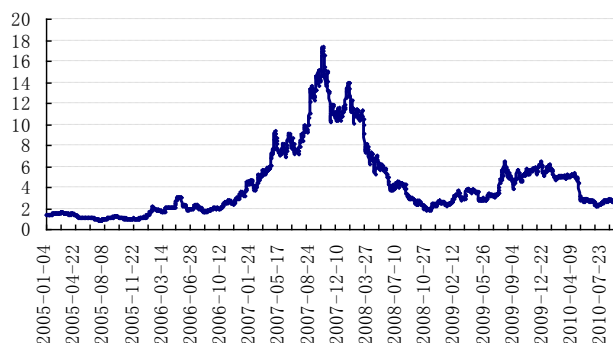
供应方面，庞大的库存及供应过剩压力短期内无法发生实质改变，同时，据安泰科预计今年国内电解铝产能将达到2010万吨，新增110万吨的产能将进一步加剧供应过剩的压力。世界金属统计局（WBMS）新公布的数据显示，今年前六个月全球原铝市场供应过剩31.4万吨。

需求方面，原铝及铝材产销量不断增长显示需求稳步上涨，但从同比增速来看，自5月份之后发生较大转折。作为最大的有色金属消费国，中国正在经历房地产调控以及经济结构调整，短期内需求增速放缓对金属价格的上涨形成了抑制。

成本方面，中国铝业上调氧化铝价格100元至2750元/吨，对电解铝生产成本影响近20元，同时，非中铝氧化铝价格和进口氧化铝价格也分别上调了100元和50元，非中铝氧化铝价格报价达2700元，进口氧化铝价格也达到2750元。成本价格上调一定程度上对铝价形成了支撑。

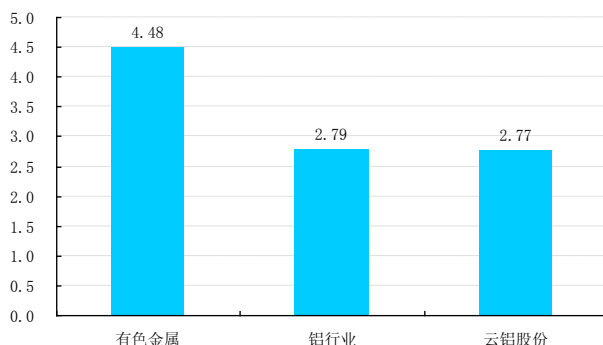
五、盈利预测及投资建议

图 10：云铝股份历史 PB 变化



数据来源：WIND，长城证券研究所

图 11：云铝股份 PB 横向对比



数据来源：WIND，长城证券研究所

如果从估值角度来看，目前公司市净率是2.77倍，若纵向来看，处于历史低位，有一定的吸引力；若横向对比来看，公司目前PB水平仅略低于铝行业2.79倍的估值水平。



我们测算公司2010年、2011年、2012年的每股收益分别为0.04元，0.31元和0.48元，对应目前股价的估值分别为218倍、30倍和19倍。短期内，我们对行业前景并不乐观，目前尽管原铝及铝材不断增长显示需求稳步向好，并且氧化铝价格上调等成本因素也是铝价支撑，但从供应角度来看，庞大的库存和供应过剩压力短期内并未发生实质改变，同时中国需求放缓对铝价也在一定程度上起到了抑制作用。因此，我们对下半年铝价的判断并不乐观，并且由于公司业绩大幅增长需在2011年呈现，我们暂给予公司“中性”评级。

风险提示

- 1) 中国经济增速下滑及房产政策不确定对铝需求产生负面影响；
- 2) 铝价下滑对公司盈利产生负面影响；
- 3) 公司能源原料价格有进一步上涨的风险；
- 4) 公司氧化铝项目进展存在不确定性。

盈利预测

利润表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	520956	662656	726934	850513	成长性				
营业成本	456722	604409	622619	710178	营业收入增长	-15.4%	27.2%	9.7%	17.0%
销售费用	12588	9940	10904	15309	营业成本增长	-18.3%	32.3%	3.0%	14.1%
管理费用	21737	27832	30531	35722	营业利润增长	84.7%	16.6%	669.5%	54.3%
财务费用	10014	13525	13765	13790	利润总额增长	70.1%	2.0%	669.5%	54.3%
投资净收益	-7992	0	0	0	净利润增长	-33.6%	9.3%	630.7%	54.3%
营业利润	5394	6288	48388	74664	盈利能力				
营业外收支	769	0	0	0	毛利率	12.3%	8.8%	14.4%	16.5%
利润总额	6163	6288	48388	74664	销售净利率	0.9%	0.8%	5.1%	6.7%
所得税	-20	531	7258	11200	ROE	1.0%	1.1%	7.4%	10.2%
少数股东损益	1547	691	4113	6346	ROIC	4.8%	2.8%	7.3%	9.5%
净利润	4636	5066	37017	57118	营运效率				
资产负债表（万元）						1.0%	2.4%	1.5%	1.5%
流动资产	401628	379641	362822	342850	管理费用/营业收入	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
货币资金	177820	126240	104325	118740	财务费用/营业收入	1.9%	2.0%	1.9%	1.6%
应收帐款	503	663	727	851	投资收益/营业利润	-148.2%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	-0.3%	8.5%	15.0%	15.0%
存货	139095	184345	186786	177545	应收帐款周转率	893.48	953.74	969.46	930.23
非流动资产	567319	607578	673267	793001	存货周转率	2.82	3.26	3.49	3.73
固定资产	533349	582872	649211	769593	流动资产周转率	1.33	1.79	2.17	2.37
资产总计	968947	987218	1036090	1135850	总资产周转率	0.53	0.66	0.68	0.70
流动负债	348105	360619	368361	404658	偿债能力				
短期借款	111020	111020	111020	111020	资产负债率	53.6%	53.8%	52.0%	50.7%
应付款项	152505	155625	160313	182858	流动比率	1.15	1.05	0.98	0.85
非流动负债	170810	170810	170810	170810	速动比率	0.75	0.54	0.48	0.41
长期借款	158996	158996	158996	158996	每股指标（元）				
负债合计	518915	531429	539171	575468	EPS	0.039	0.043	0.313	0.482
股东权益	450032	455789	496919	560383	每股净资产	3.80	3.85	4.20	4.73
股本	118398	118398	118398	118398	每股经营现金流	0.44	0.15	0.65	1.47
留存收益	279551	284617	321633	378751	每股经营现金/EPS	11.4	3.5	2.1	3.1
少数股东权益	52084	52775	56887	63234	估值				
负债和权益总计	968947	987218	1036090	1135850	PE	238.5	218.3	30.0	19.4
现金流量表（万元）						1.06	3.27	1.86	0.55
经营活动现金流	52676	17949	77483	174341	PB	2.5	2.4	2.2	2.0
其中营运资本减少	0	-17078	2644	70684	EV/EBITDA	25.23	28.27	14.51	10.81
投资活动现金流	#####	-69529	-99398	-159925	EV/SALES	2.66	2.09	1.91	1.64
其中资本支出	#####	-78143	-99398	-159925	EV/IC	2.28	2.01	1.83	1.69
融资活动现金流	140608	0	0	0	ROIC/WACC	0.50	0.29	0.76	1.00
净现金总变化	-13601	-51580	-21916	14415	REP	4.52	6.85	2.39	1.69

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

耿诺: 中国地质科学院矿产学硕士，2008年加入长城证券任有色金属行业分析师。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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编：100044
传真：86-10-88366650
网址：<http://www.cgws.com>