

有色金属



罗人渊
021-38565964
luory@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

刘建刚 S0190207100103
021-38565930
liujg@xyzq.com.cn

云铝股份 (000807)

受益节能减排

2010年9月8日

投资要点

事件:

“十一五”最后半年,为完成节能减排目标,各地纷纷对高耗能工业企业限电停产。

点评:我们认为云铝股份将受益此次事件。下面主要从能源和资源两个方面来说明:

● 能源方面:

➤ 短期受益节能减排导致的价格上涨

一方面,由于十一五即将到期,各地纷纷对高耗能企业限电,此举若持续4个月至年底,将有效限制国内电解铝供给,价格将有向上预期。

另一方面,云南省并没有对省内工业企业限电,在竞争对手纷纷减产的情况下,云铝的生产情况却一切正常。而且目前云南省正处于丰水期,电价处于较低水平。

➤ 长期来看,水电铝一体化是全球铝行业的最优方式

从能源价格来看,目前全球成本最低的电解铝资产,分别是俄铝、加铝的“水电铝”以及中东的“油电铝”,化石能源毕竟存在枯竭的可能,而水则不会。因而长期来看,水电一定是成本最低的能源之一,而对于能源成本约占三分之一的电解铝行业来说,“水电铝”则成为了最经济的模式。

再从环保角度来说,作为清洁能源的“水电铝”模式是适应国家节能减排规划的,必然也是会受国家政府全力支持的。

云南省内一半以上为水电,公司具备先天优势。在文山氧化铝投产后,公司工作重点将从资源转向能源,在本地水电资产获取方面,也必将得到地方政府的大力支持。

● 资源方面:(铝土矿)

➤ 短期可看文山氧化铝投产

公司文山氧化铝将于年底投入试生产,预计11年可为公司贡献接近3亿元净利润,大幅增厚EPS。我们预计公司10、11年EPS分别为0.09元、0.38元,11年增长达到313%。

➤ 长期受益于氧化铝定价方式的转变

国际惯例氧化铝定价为电解铝价格的一定比例(国内常用17%),这是由于国际铝业巨头均为上下游一体化企业,氧化铝价格只需用于内部结转。然而,随着中东、中国等不具备上游一体化的电解铝项目的大规模上马,铝业巨头们开始出售越来越多的氧化铝,目前全球外购氧化铝的量已经占整个氧化铝产

量超过 40%。因而，关于氧化铝定价方式转变为类似铁矿石的指数定价方式的讨论，今年以来越演越烈。由于全球的铝土矿已经较为集中在几大国际铝业巨头手中，我们认为氧化铝的指数定价未来很可能成为现实。

由于中国是铝土矿、氧化铝的净进口国，一旦定价方式转变，国际价格将拉动国内价格上涨，则公司铝土矿和氧化铝的价值将被重估，届时拥有资源的优势将更为明显。

● **风险提示：**

公司定向增发限售股 9 月 16 日解禁；美国由于自身问题严重，再度使出“打击欧洲”的招数。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4016	2862	3092	3385
货币资金	1778	800	900	900
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	5	7	8	9
其他应收款	73	67	80	91
存货	1391	1345	1400	1585
非流动资产	5673	6720	7913	8974
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	86	90	95	102
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3654	3987	4375	4716
在建工程	1621	2321	3121	3821
油气资产	0	0	0	0
无形资产	142	146	150	154
资产总计	9689	9582	11005	12359
流动负债	3481	3374	4326	5338
短期借款	1110	1059	2447	3209
应付票据	696	661	702	788
应付账款	829	672	728	838
其他	846	983	449	503
非流动负债	1708	1607	1507	1407
长期借款	1590	1490	1390	1290
其他	118	117	117	117
负债合计	5189	4981	5833	6745
股本	1184	1184	1184	1184
资本公积	2278	2278	2278	2278
未分配利润	209	272	607	769
少数股东权益	521	569	766	999
股东权益合计	4500	4601	5172	5613
负债及权益合计	9689	9582	11005	12359

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	46	109	450	523
折旧和摊销	256	272	316	364
资产减值准备	-84	-7	1	1
无形资产摊销	4	4	4	4
公允价值变动损失	-34	-20	0	0
财务费用	100	87	120	183
投资损失	80	-25	-10	-10
少数股东损益	15	48	197	233
营运资金的变动	-57	-141	547	62
经营活动产生现金流量	448	587	537	1231
投资活动产生现金流量	-1324	-1287	-1503	-1405
融资活动产生现金流量	1026	-279	1066	174
现金净变动	150	-978	100	0
现金的期初余额	1914	1778	800	900
现金的期末余额	2065	800	900	900

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5210	6596	7231	8073
营业成本	4567	5920	5858	6436
营业税金及附加	5	8	9	10
销售费用	126	138	156	176
管理费用	217	297	318	355
财务费用	100	87	120	183
资产减值损失	26	-30	0	0
公允价值变动	-34	-20	0	0
投资收益	-80	25	10	10
营业利润	54	181	780	924
营业外收入	8	13	12	11
营业外支出	1	3	3	2
利润总额	62	191	789	933
所得税	-0	34	142	177
净利润	62	157	647	756
少数股东损益	15	48	197	233
归属母公司净利润	46	109	450	523
EPS (元)	0.04	0.09	0.38	0.44

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-15.4%	26.6%	9.6%	11.6%
营业利润增长率	84.7%	235.2%	331.5%	18.5%
净利润增长率	-33.6%	134.9%	312.9%	16.2%
盈利能力(%)				
毛利率	12.3%	10.2%	19.0%	20.3%
净利率	0.9%	1.7%	6.2%	6.5%
ROE	1.2%	2.7%	10.2%	11.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	53.6%	52.0%	53.0%	54.6%
流动比率	1.15	0.85	0.71	0.63
速动比率	0.75	0.45	0.39	0.34
营运能力(次)				
资产周转率	60.8%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	41686.6	53616.3	49396.2	49854.8
每股资料(元)				
每股收益	0.04	0.09	0.38	0.44
每股经营现金	0.44	0.50	0.45	1.04
每股净资产	3.36	3.41	3.72	3.90
估值比率(倍)				
PE	237.2	101.0	24.5	21.0
PB	2.8	2.7	2.5	2.4

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列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本公司和作者无关。