

云铝股份（000807）

强烈推荐（上调）**中国电解铝行业的希望****市场数据**

报告日期	2010-10-13
收盘价(元)	11.66
总股本(百万股)	1183.98
流通股本(百万股)	652.44
总市值(百万元)	13805.20
流通市值(百万元)	7607.46
净资产(百万元)	3946.72
总资产(百万元)	10458.32
每股净资产	3.33

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5210	6596	7231	8073
同比增长(%)	-15.4%	26.6%	9.6%	11.6%
净利润(百万元)	46	115	543	706
同比增长(%)	-33.6%	148.0%	372.7%	30.0%
毛利率(%)	12.3%	10.2%	19.7%	22.0%
净利率(%)	0.9%	1.7%	7.5%	8.8%
净资产收益率(%)	1.2%	2.8%	12.1%	14.6%
每股收益(元)	0.04	0.10	0.46	0.60
每股经营现金流(元)	0.44	0.49	0.49	1.13

相关报告

《云铝股份（000807）--受益节能减排》2010-9-8

《云铝股份（000807）2010年中报点评》2010-8-18

《云铝股份（000807）10年中期业绩预告点评》2010-7-14

投资要点

- **三大宏观因素将支持基本金属价格趋势向上：**美国、日本重启量化宽松的刺激政策；节能减排成为中国经济长期趋势；中国经济方探底回升，全面收紧流动性时机未到。
- 我们比较了通常认为基本面最优的铜以及被认为较差的铝。结合金属价格的波动率和股价的弹性，我们发现**铝业公司股价对宏观环境变化的弹性不输于铜业公司。**
- 文山氧化铝投产后，**公司将成为 A 股中除中国铝业外唯一一家拥有铝土矿资源的企业，从而完成由加工类企业向资源类企业的蜕变，能充分受益于通胀。**
- 源于美国铝业的推动，**全球氧化铝的定价方式正逐渐改变，本质上这是行业守成者依靠一体化优势对抗新进入者的战略，我们坚信未来数年氧化铝的资源价值将得到不断提升，上游一体化企业的竞争优势将得到明显且持续的强化，行业竞争环境也将更趋健康。**
- 节能减排，和新能源一样，将是未来中国经济发展的重要方向。**我国中东部主要使用火电的电解铝产能将受到持续限制；水电铝将成为中国未来重点发展的铝业模式；而云铝，就是 A 股中最有希望受益的企业。**
- 我们预期的铝价上涨正成为现实，但基于保守原则，假设 10、11、12 年铝均价为 16000、17000、17000 元/吨，则预测公司 10、11、12 年 EPS 为 0.1、0.46、0.6 元。上调至“强烈推荐”评级。

罗人渊

021-38565964

luory@xyzq.com.cn

刘建刚

S0190207100103

021-3856 5930

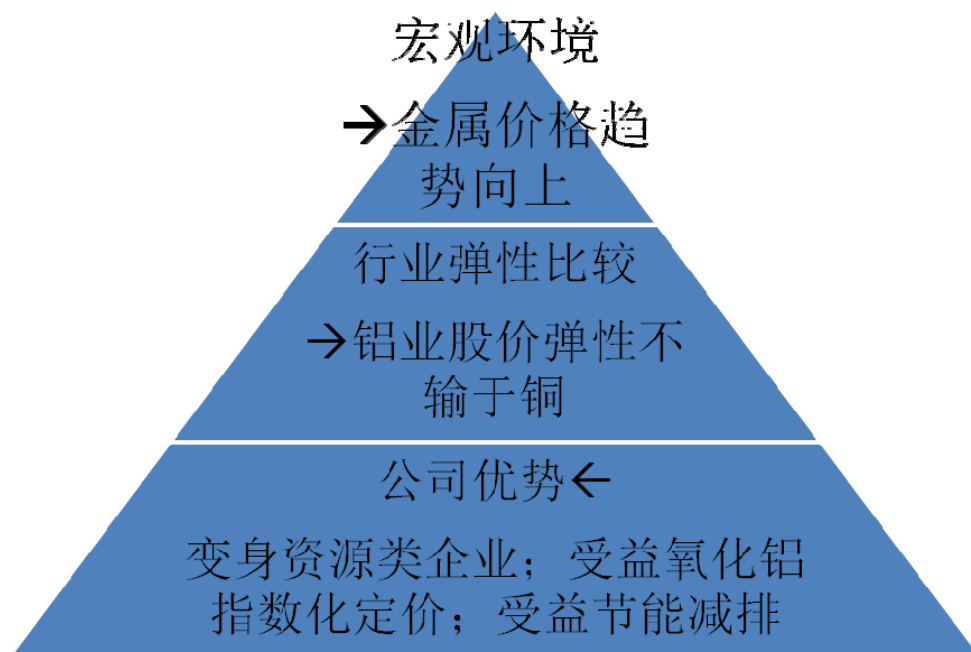
liujg@xyzq.com.cn

目 录

投资概要	- 3 -
1、宏观环境	- 4 -
1.1 日、美引领新一轮全球刺激政策	- 4 -
1.2 中国经济方探底回升，全面收紧流动性时机未到	- 4 -
2、行业弹性比较	- 5 -
2.1 铝价与铜价通常同向变动，但波动率不同	- 5 -
2.2 云铝业绩对铝价的弹性明显高于江铜对铜价的弹性	- 5 -
2.3 云铝与江铜股价对宏观环境变化的敏感性不分伯仲	- 5 -
3、公司优势	- 6 -
3.1 由加工型企业变身资源大亨	- 6 -
3.2 氧化铝国际定价方式酝酿变革	- 6 -
3.3 受益节能减排	- 7 -
4、盈利预测	- 8 -
 图 1. 美国房地产市场指数持续走低	- 4 -
图 2. 美国新屋销售仍处于历史低位	- 4 -
图 3. 中国工业增加值正从调控后恢复	- 5 -
 表 1. 全球主要氧化铝及电解铝企业的外销氧化铝量（万吨）	- 7 -
表 2. 公司盈利预测结果	- 8 -
附表	- 10 -

投资概要

我们遵循自上而下的逻辑找到了云铝股份。



1、宏观环境

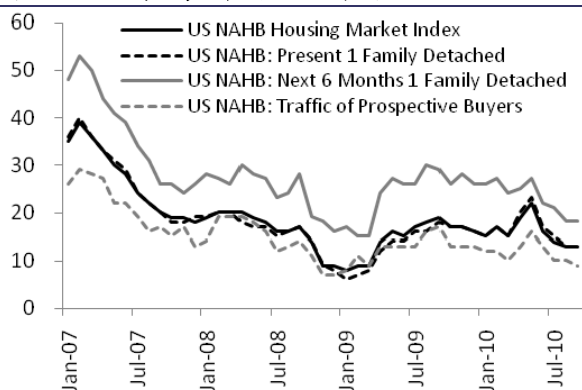
我们认为，现阶段影响基本金属走势的最主要宏观因素如下：美国、日本重启量化宽松的刺激政策；节能减排成为中国经济长期趋势；中国经济方探底回升，全面收紧流动性时机未到。

1.1 日、美引领新一轮全球刺激政策

日本受迫于通缩及升值压力，已经重启零利率政策并伴以新一轮经济刺激计划。

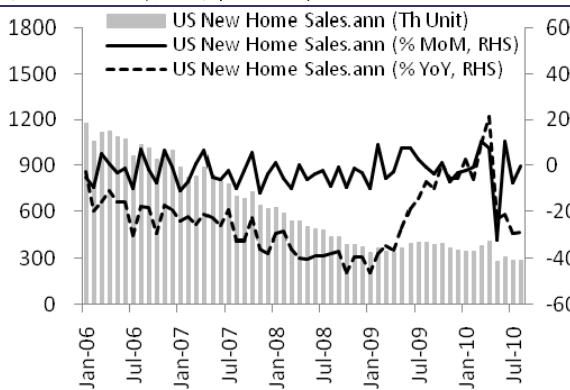
美国房地产价格、销售、开工均处于持续下滑或历史底部，成为拖累美国经济复苏的最大障碍，新一轮量化宽松蓄势待发。

图 1. 美国房地产市场指数持续走低



资料来源：兴业证券宏观组

图 2. 美国新屋销售仍处于历史低位



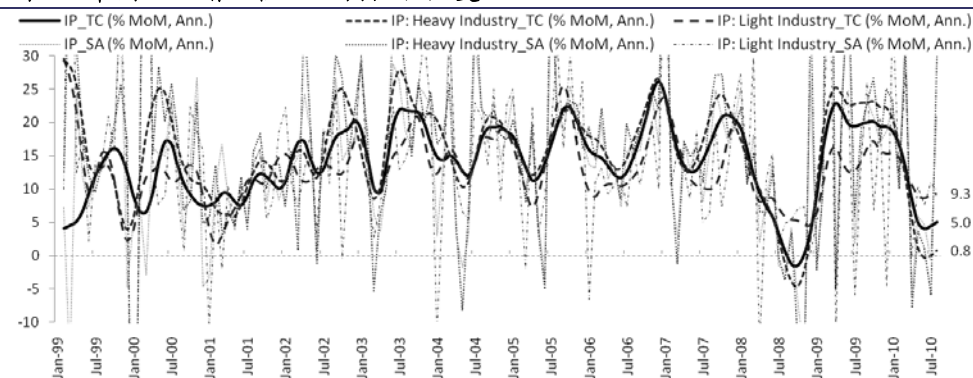
资料来源：兴业证券宏观组

在此背景下，全球流动性继续泛滥以及对于再通胀的担忧，将成为中期刺激资源品价格走高最主要的因素。

1.2 中国经济方探底回升，全面收紧流动性时机未到

一方面，自四一五地产调控以来，中国经济正从6、7月份的环比底部稳步回升，经济基础尚不稳固；另一方面，由于中央维持地产政策连贯性的决心不变，更可能的方案是在地产、粮食等局部市场使用行政手段控制价格，全面收紧流动性的条件尚不充分。

图 3. 中国工业增加值正从调控后恢复



资料来源：兴业证券宏观组

2、行业弹性比较

我们比较了通常认为基本面最优的铜以及被认为较差的铝，两者价格的变动通常都是同向的，而所谓的供需基本面的优劣，主要反映在了价格的波动率上，铜价波动率高于铝。

我们以铜矿自给率最高的江西铜业为例与云铝比较，云铝业绩对铝价的弹性明显高于江铜对铜价的弹性，再考虑了铝、铜价格不同的波动率后，两者对整个实体经济需求的弹性不分伯仲，这其中尚未考虑氧化铝对云铝业绩的贡献。因而，A 股铝业板块是相当值得关注的。

2.1 铝价与铜价通常同向变动，但波动率不同

这不难理解，因为两者均由相同的实体经济总需求决定。由于供给在一定时期内相对稳定，因而此因素被弱化。铜铝价格同向波动还有另一个原因，就是两者在某些领域可互为替代品。

2010 年以来，LME 铜价的波动率大约是 LME 铝价波动率的 3.6 倍。而 2005 年以来，铜价波动率约为铝价波动率的 5 倍。今年 6 月以来，SHFE 铜价自底部反弹 28%，铝价则反弹 18%。

2.2 云铝业绩对铝价的弹性明显高于江铜对铜价的弹性

我们测算，在当前价位上，铜价每上涨 10%，江铜 EPS 上升约 0.23 元；铝价每上涨 10%，云铝 EPS 上升约 0.22 元。

EPS 的变动并不代表真正的弹性，因为它忽略了股价的不同，单位市值对应净利润的变动才代表弹性。当前江铜股价约为云铝的 3.4 倍，在金属价格同样变动 10% 的情况下，江铜单位市值净利润变动为 0.007 元，而云铝单位市值净利润变动为 0.023 元，云铝股价弹性约为江铜股价弹性的 3.3 倍。

2.3 云铝与江铜股价对宏观环境变化的敏感性不分伯仲

综合上述两方面，宏观环境的变化通常导致铜、铝价格同向变动。铜价往

往变动幅度可达到铝价的 3 倍左右，而当前云铝股价对铝价的弹性却是江铜股价对铜价弹性的 3.3 倍，因此，云铝股价及江铜股价对宏观环境变动的敏感性不分伯仲。

其他因素：由于云铝目前正处于盈亏平衡，因而业绩变动百分比将更大；若是再考虑 11 年后新增的氧化铝产能，由于成本将固定，则云铝对铝价的弹性将会更大。

3、公司优势

3.1 由加工型企业变身资源大亨

文山氧化铝投产后，公司将成为 A 股中除中国铝业外唯一一家拥有铝土矿资源的企业。中国目前最好的铝土矿资源集中在滇、桂、晋等西部地区。

文山铝土矿情况：

公司在文山州拥有 25 个探矿权，2 个采矿权，已探获或基本明确的铝土矿储量为 1.36 亿吨，占 08 年全国探明储量接近 20%，并有进一步增储的可能。文山氧化铝项目预计 10 年底可建成投产，11 年生产 60-80 万吨氧化铝，在氧化铝价格 2800 元/吨的情况下，预计贡献归属母公司净利润 2 亿元，增厚 EPS 0.17 元（公司 09 年 EPS 仅 0.04 元）。

此后，公司原材料自给率将达到 80% 以上，从而一举由中游加工类企业，变身为上游资源类企业，充分受益通胀。

3.2 氧化铝国际定价方式酝酿变革

源于美铝的推动，全球氧化铝的定价方式正逐渐改变，本质上这是行业守成者依靠一体化优势对抗新进入者的战略，我们坚信未来数年氧化铝的资源价值将得到不断提升，上游一体化企业的竞争优势将得到明显且持续的强化。

国际上传统的氧化铝长单的定价方式，是以电解铝价格（如 LME）的一定百分比（11%-17%），来确定氧化铝的价格。如此，电解铝厂商的原料成本在很大程度上被固化了。

近年来，力拓和必和必拓屡次试图主导氧化铝定价脱钩电解铝，但未能成功，主要因为国际氧化铝流通市场的最大净多头美国铝业（控股 AWAC 60%，其余 40% 由 Alumina Ltd. 持有），一直未有动力。

但美铝的态度近期发生了变化：一方面，美铝从传统的 1-5 年期长单开始转为季度长单；另一方面，氧化铝定价也由以往的 12%-13% 提高至了 15%。美铝 CEO Klaus Kleinfeld 在今年 6 月明确表示：氧化铝的定价方式应当改变，从而能反映氧化铝本身的基本面而非电解铝的。俄铝第一副总裁及力拓加铝副总裁也都表达了类似的观点。

很明显，国际铝业巨头们已经形成了战略同盟，效仿铁矿石的情况，氧化铝定价方式，目前也正向着指数化的方向稳步推进，数据提供商 Platts 已经自 8 月开始发布全球第一个主要的每日氧化铝价格指数，未来数月这个指数能否确切反

映市场情况，也将是影响氧化铝指数定价推进速度的重要因素。

由此可见，氧化铝指数化定价势在必行，资源价值的重估必然导致拥有上游一体化的电解铝企业的竞争优势被进一步强化；同时随着电解铝行业进入壁垒的提高，行业的竞争环境也将趋于良性（下面详述）。在此过程中，A股除中国铝业外唯一拥有铝土矿资源的云铝股份，将成为最大的受益者之一。

表 1. 全球主要氧化铝及电解铝企业的外销氧化铝量（万吨）

	氧化铝产能	电解铝产能	外销氧化铝
Alumina Limited*	680	-	680
UC Rusal	1,395	420	582
中国铝业	1,250	397	482
信发铝电	370	-	370
淡水河谷	359	23.2	314
魏桥纺织	400	55	294
东方希望	250	-	250
必和必拓	450	130	198
杭州锦江集团	180	-	180
力拓	840	350	163
美国铝业	1,020	450	149

*Alumina Ltd.的产能来自于 AWAC，被美铝所实际控制。

资料来源：兴业证券，Brook Hunt，公司公告，UBS

● 为什么美铝、俄铝等巨头想推进指数定价？

本质上，这是行业守成者依靠上游一体化的优势，“挤扁”那些不具备上游一体化的新进入企业的战略。与此同时，向潜在的新进入者释放警示信号，暗示了上游一体化成为进入行业的必要条件，从而大幅提高行业的进入壁垒。

此前数年，美铝依靠上游氧化铝一体化的优势，其电解铝成本在全球处于较领先的地位，但随着中东地区拥有极低能源成本的 400 万吨电解铝产能于今年开始陆续投放，美铝电解铝生产成本在全球已处于中游。在此情况下，提高氧化铝的价格便会提高那些不具备上游一体化的行业新进入者的成本，但却不会实质上影响美铝的成本。在此情况下，重估氧化铝价值，有利于提高行业的进入壁垒，并强化美铝自身的竞争优势。

另外，国际铝业巨头一直以来并不重视氧化铝的定价，因为传统的大型铝生产商均具备源自铝土矿的纵向一体化，绝大多数氧化铝被用于配套下游的电解铝产能，氧化铝的交易市场并不活跃。然而，随着近几年中国、中东地区大量不具备上游一体化的电解铝企业的投产，第三方氧化铝市场迅猛增长，目前全球参与交易的氧化铝已占氧化铝总产量的 40%，并仍在不断增长。随着市场的壮大，国际巨头也开始重视在这个市场上牟利的可能。

由此可见，无论从规范行业竞争环境、提升自身竞争力的角度，还是从牟取氧化铝业务最大利润的角度，美铝都有充分的理由来推进氧化铝定价方式的变革。

3.3 受益节能减排

节能减排，绝不是今年下半年的“昙花一现”，和新能源一样，这将是未来

中国经济发展的重要方向。在此情况下，中东部主要使用火电的电解铝产能将长期受到限制；水电铝将成为中国未来重点发展的铝业模式；而云铝，就是 A 股中最有希望受益此过程的企业。

● 中东部地区电解铝产能受制于节能减排

中国目前约 40% 电解铝产能集中在河南、山东两个中东部省区，基本都使用火电，在节能减排的大趋势下，这些地区的电解铝产能将被长期限制。

此前河南等地区的电解铝企业，多数依靠地方政府实行的优惠电价而获得了成本优势，今后这种情况将不复出现，河南地区今年以来正面临着电价大幅上调的压力。

另外，中部地区铝土矿的品位下降明显。大约 6 年前，河南地区铝土矿的铝硅比可达到 10，炼制一吨氧化铝需 1.9 吨铝土矿；随着多年大规模开采，现在当地铝土矿的铝硅比往往只有 4，炼制一吨氧化铝需要 2.6 吨铝土矿。

因而，长期来看，我们不看好中部地区电解铝企业的发展。

● 水电铝是目前全球最优的铝业模式

全球电力约 17% 来自水电，但全球电解铝冶炼使用的能源则有约 44% 来自水电。

全球使用自供电的电解铝企业，其能源成本曲线的低端 50% 中，有超过 70% 的产能使用的是水电。

作为几乎最廉价并且环保的能源方式，水电已经被证明了是最适合配套高耗能的电解铝产能的，这也必将是中国政府未来重点鼓励的铝业运营方式。位于水电大省的云铝股份，在这方面具备先天优势，公司在完成上游铝土矿资源的一体化后，工作的重点将转为实现能源的一体化，我们相信这是会得到各级政府支持的。

中国电解铝行业未来的希望在西部，而 A 股中最好的标的就是云铝！

4、盈利预测

我们预期的铝价反弹正成为现实，但基于保守原则，假设 10、11、12 年铝均价为 16000、17000、17000 元/吨，并且不考虑公司实行直供电的可能，则预测公司 10、11、12 年 EPS 为 0.1、0.46、0.6 元。

表 2. 公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	5210	6596	7231	8073
增长率 %	-15.4%	26.6%	9.6%	11.6%
营业利润（百万元）	54	191	868	1149
增长率 %	84.7%	254.9%	353.2%	32.4%
净利润（百万元）	46	115	543	706
增长率 %	-33.6%	148.0%	372.7%	30.0%

最新摊薄每股收益（元）	0.04	0.10	0.46	0.60
每股净资产（元）	3.36	3.41	3.80	4.08
动态市盈率（倍）	297.8	120.1	25.4	19.5
市净率（倍）	3.5	3.4	3.1	2.9

数据来源：兴业证券研发中心整理

在这场即将到来的行业变革中，云铝将成为最大的受益者之一。我们看好公司成为中国电解铝行业的标杆，建议投资者长期持有，上调评级至“强烈推荐”。

附表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4016	2862	3075	3334
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	1388	1551
非流动资产	5673	6120	6513	6874
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	1721	1721	1721
油气资产	0	0	0	0
无形资产	142	146	150	154
资产总计	9689	8982	9588	10208
流动负债	3481	2765	2833	2994
短期借款	1110	450	965	900
应付票据	696	661	696	771
应付账款	829	672	722	820
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	4372	4340	4401
股本	1184	1184	1184	1184
资本公积	2278	2278	2278	2278
未分配利润	209	277	694	958
少数股东权益	521	571	747	978
股东权益合计	4500	4610	5248	5806
负债及权益合计	9689	8982	9588	10208

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	46	115	543	706
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	76	81	96
投资损失	80	-25	-10	-10
少数股东损益	15	50	175	232
营运资金的变动	-57	-141	541	51
经营活动产生现金流量	448	585	575	1337
投资活动产生现金流量	-1324	-687	-703	-705
融资活动产生现金流量	1026	-877	228	-632
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	5810	6298
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	76	81	96
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	191	868	1149
营业外收入	8	13	12	11
营业外支出	1	3	3	2
利润总额	62	202	877	1158
所得税	-0	36	158	220
净利润	62	165	719	938
少数股东损益	15	50	175	232
归属母公司净利润	46	115	543	706
EPS（元）	0.04	0.10	0.46	0.60

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%	254.9%	353.2%	32.4%
净利润增长率	-33.6%	148.0%	372.7%	30.0%
盈利能力(%)				
毛利率	12.3%	10.2%	19.7%	22.0%
净利率	0.9%	1.7%	7.5%	8.8%
ROE	1.2%	2.8%	12.1%	14.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	53.6%	48.7%	45.3%	43.1%
流动比率	1.15	1.04	1.09	1.11
速动比率	0.75	0.55	0.60	0.60
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	0.10	0.46	0.60
每股经营现金	0.44	0.49	0.49	1.13
每股净资产	3.36	3.41	3.80	4.08
估值比率（倍）				
PE	297.8	120.1	25.4	19.5
PB	3.5	3.4	3.1	2.9

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。