

有色金属冶炼 II

云铝股份 (000807.SZ) / 14.29 元

产业链完善前进进一步, 资源深加工并举

事项

近日我们就公司的氧化铝项目的进展、氧化铝成本、“低温低电压铝电解技术”推广情况以及中高强度宽幅铝合金板带项目等问题的公司的相关人员进行了深入沟通。

主要观点

- 产业链完善前进进一步**, 由“电解铝-铝加工”企业变身为“**铝土矿资源-氧化铝-电解铝-铝加工**”一体化企业, 盈利能力显著改善。公司控股子公司文山铝业正在建设的 80 万吨的氧化铝项目将于年底投产, 经过调试之后, 预计明年 2 季度开始贡献产量, 预计 11/12 年产量分别为 40/80 万吨, 届时氧化铝自给率分别达到 40%和 80%。满负荷运转之后, 氧化铝成本为 2000 元/吨左右, 低于市场价格。在顺利投产之后, 公司将推动“填平补齐”项目, 加大探矿投入, 在原场元设施的基础之上将氧化铝产能扩张 50%。
- 电耗呈下降趋势**。公司积极推进“低温低电压铝电解技术”, 上半年吨铝电耗下降 200 千瓦时, 吨铝成本下降 80 元; 公司未来 2-3 年将有望使电耗降至 12500 千瓦时。
- 公司未来的增长大部分来源于“8万吨中高强度宽幅铝合金板带项目”**。6 月份已经投产, 冷压环节还在调试中, 目前生产一些中间产品, 预计产量为 4 万吨, 加工费为 3000 左右, 毛利不超过 10%; 明年调试完毕, 最终产品加工费为 5000-6000 左右, 毛利率大幅提升至 20%左右, 增厚 EPS 0.1 元。
- 关于直购电问题, 在节能减排的背景下实施起来有困难。但估计公司的十二五规划中会考虑并试图解决电力来源问题。届时云铝一体化模式将走向完美。
- 预计 10/11/12 年 EPS 分别为 0.06/0.27/0.44; 对应的 PE 分别为 220/47/29 倍。

研究员: 高羽

Tel: 010-59370853

Email: gaoyu@hczq.com

投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	118398
流通 A 股/B 股(万股)	65244/0
资产负债率(%)	53.55
每股净资产(元)	3.36
市盈率(倍)	364.93
市净率(倍)	4.25
12 个月内最高/最低价	15.99/7.2

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4016	4012	4940	5514
现金	1778	1523	1738	1680
应收账款	5	8	10	10
其它应收款	73	48	57	60
预付账款	769	1092	1525	2018
存货	1391	1324	1587	1734
其他	0	17	22	13
非流动资产	5673	5469	5342	5224
长期投资	86	52	58	66
固定资产	3654	3472	3290	3107
无形资产	142	158	179	205
其他	1791	1788	1816	1846
资产总计	9689	9482	10282	10738
流动负债	3481	3160	3224	3100
短期借款	1110	1385	1506	1180
应付账款	829	457	508	598
其他	1542	1317	1210	1322
非流动负债	1708	1758	2085	2244
长期借款	1590	1641	1969	2127
其他	118	117	116	117
负债合计	5189	4917	5310	5345
少数股东权益	521	552	699	908
股本	1184	1184	1184	1184
资本公积金	2278	2278	2278	2278
留存收益	517	551	812	1023
归属母公司股东权益	3979	4013	4274	4485
负债和股东权益	9689	9482	10282	10738

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	527	-549	182	610
净利润	62	100	469	729
折旧摊销	256	186	187	187
财务费用	100	145	168	176
投资损失	80	6	8	31
营运资金变动	138	-1001	-637	-470
其它	-109	16	-13	-43
投资活动现金流	-2069	9	-47	-63
资本支出	1887	0	0	0
长期投资	-186	-34	6	7
其他	-369	-25	-41	-56
筹资活动现金流	1406	284	81	-605
短期借款	-160	275	121	-326
长期借款	96	51	328	158
普通股增加	130	0	0	0
资本公积增加	1006	0	0	0
其他	334	-42	-368	-438
现金净增加额	-136	-256	216	-59

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5210	7454	8912	8912
营业成本	4567	6679	7542	7286
营业税金及附加	5	8	9	9
营业费用	126	159	202	196
管理费用	217	320	377	380
财务费用	100	145	168	176
资产减值损失	26	38	49	38
公允价值变动收益	-34	10	20	30
投资净收益	-80	-6	-8	-31
营业利润	54	110	576	826
营业外收入	8	16	13	12
营业外支出	1	3	3	2
利润总额	62	123	585	836
所得税	-0	23	115	107
净利润	62	100	469	729
少数股东损益	15	31	147	210
归属母公司净利润	46	69	322	519
EBITDA	410	440	930	1188
EPS（元）	0.04	0.06	0.27	0.44

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-15.4%	43.1%	19.6%	0.0%
营业利润	84.7%	103.6%	424.2%	43.5%
归属母公司净利润	-33.6%	48.6%	368.0%	61.1%
获利能力				
毛利率	12.3%	10.4%	15.4%	18.2%
净利率	0.9%	0.9%	3.6%	5.8%
ROE	1.2%	1.7%	7.5%	11.6%
ROIC	2.8%	3.3%	8.8%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	53.6%	51.9%	51.6%	49.8%
净负债比率	54.54%	67.14%	67.99%	65.25%
流动比率	1.15	1.27	1.53	1.78
速动比率	0.75	0.84	1.03	1.21
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.78	0.90	0.85
应收账款周转率	772	1114	957	896
应付账款周转率	8.56	10.39	15.63	13.18
每股指标(元)				
每股收益	0.04	0.06	0.27	0.44
每股经营现金	0.44	-0.46	0.15	0.51
每股净资产	3.36	3.39	3.61	3.79
估值比率				
P/E	328.16	220.79	47.18	29.29
P/B	3.82	3.79	3.56	3.39
EV/EBITDA	41	38	18	14

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801