

云铝股份（000807）

强烈推荐（维持）**资源大省的资源大亨****市场数据**

报告日期	2010-11-9
收盘价(元)	13.76
总股本(百万股)	1183.98
流通股本(百万股)	652.44
总市值(百万元)	16291.55
流通市值(百万元)	8977.59
净资产(百万元)	3949.06
总资产(百万元)	11113.65
每股净资产	3.34

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	103	468	717
同比增长(%)	-33.6%	122.3%	354.3%	53.2%
毛利率(%)	12.3%	9.9%	19.4%	22.9%
净利率(%)	0.9%	1.6%	6.5%	8.9%
净资产收益率(%)	1.2%	2.5%	10.5%	14.8%
每股收益(元)	0.04	0.09	0.40	0.61
每股经营现金流(元)	0.44	0.56	0.52	1.25

相关报告

《云铝股份（000807）三季度点评 - 进入上升周期》
2010-10-31

《云铝股份（000807）三季度业绩预告 - 环比扭亏》
2010-10-14

《云铝股份（000807）中国电解铝行业的希望》2010-10-13

罗人渊

021-38565964

luory@xyzq.com.cn

刘建刚

S0190207100103

021-38565930

liujg@xyzq.com.cn

投资要点

我们调研了公司在文山地区的铝土矿和氧化铝厂，仔细了解了公司的资源储备和预计生产成本。

- 公司铝土矿资源储备极为丰富，达到 1.3 亿吨，其中目前明确可采储量为 8000 万吨，拥有铝硅比最高达 14 的优异质量，并且作为资源大省云南的唯一大型上市铝企业，有望成为省内铝资源的整合者。
- 氧化铝定价机制的改变，将导致氧化铝代替电解铝承担起资源品的属性，氧化铝将被价值重估，人们将认识到，优质的铝土矿是稀缺的。
- 经过仔细拆分，我们认为公司铝土矿成本（含运费）可在 150 元/吨以下，氧化铝生产成本可以达到 2000 元/吨以下。预计文山主体项目将在年底建成，达到单体调试条件。明年 3-4 月全部完工并开始投料生产，预计明年产量 40-50 万吨，贡献利润约 2 亿。
- 在节能减排的大背景下，国内电解铝产量连续 4 个月大幅下滑，国内产能利用率估计在 65% 以下，库存持续下降；再考虑到流动性泛滥将持续较长时间，因而铝是较好的投资品种。我们在《有色金属：开启新一轮上涨》（2010-11-8）中提到的金属第二轮上涨正在兑现。
- 公司资源快速增长，并且其所能支撑的氧化铝产能达到 200 万吨，大幅超出我们预期，因而我们维持对公司“强烈推荐”评级，假设 10、11、12 年铝价为 16000、17000、17000，则预测 EPS 为 0.09、0.4、0.61 元。

目 录

1、氧化铝的资源属性将被强化	- 3 -
2、公司铝土矿资源的情况	- 3 -
3、文山氧化铝成本拆分	- 4 -
4、盈利预测	- 6 -
 表 1. 公司目前共有 25 个探矿权，全部在文山州。	- 3 -
表 2. 氧化铝成本构成	- 5 -
表 3. 公司盈利预测结果	- 6 -
附表	- 7 -

1、氧化铝的资源属性将被强化

全球超过 60% 的铝土矿集中在前五大生产商手中，而中国是个缺乏铝土矿的国家，特别是优质的铝土矿资源在中国是较为稀缺的。

由于铝土矿价格低，运输成本占比高，因而其无法承担很高的资源属性，因而在铝产业链中，**传统的是由电解铝这一环节来承担资源品属性的**，这是铝和铜的不同之处，也就是为什么在铝价大涨时，铝冶炼厂可以充分受益；而在铜价大涨时，铜冶炼厂却可能完全不挣钱。

然而，随着定价机制的改变，**氧化铝将替代原铝，承担起资源品的属性**，恰似铜精矿和铁矿石。

氧化铝定价机制的改变是势在必行的，具体请参见报告《云铝股份（000807）中国电解铝行业的希望》（2010-10-13），在此我们再补充一点美国铝业的变化：担任公司董事会主席长达 40 年之久的 Alain Belda 于今年 4 月退休，公司战略自此开始倾向重视行业内部的竞争地位，表现为首次表达对氧化铝定价机制的不满。

2、公司铝土矿资源的情况

公司铝土矿资源储量 1.3 亿吨，目前属于明确可采铝土矿储量约 8 千万吨，全部为露天矿，为一水硬铝石。铝硅比最高达 14，如此高品位的铝土矿在中部地区已然绝迹。

表 1. 公司目前共有 25 个探矿权，全部在文山州。

矿区名称	平方公里
云南省麻栗坡县黄家塘铝土矿普查	12.8
云南省砚山县红舍克铝土矿详查	21.42
云南省砚山县永和铝土矿普查	13.75
云南省砚山县二道箐铝土矿详查	19.26
云南省文山县甲马石铝土矿普查	7.88
云南省文山县小寨铝土矿普查	8.27
云南省文山县清水塘铝土矿普查	15.78
云南省文山县大石盆铝土矿详查	22.06
云南省文山县者五舍铝土矿普查	6.88
云南省文山县天生桥铝土矿详查	26.78
云南省麻栗坡县铁厂铝土矿详查	8.67
云南省文山县独石头铝土矿详查	13.79
云南省西畴县马鞍山铝土矿详查	12.62
云南省广南县板茂铝土矿详查	12.75
云南省丘北县席子塘铝土矿详查（跨砚山县）	25.12
云南省丘北县菲尺角铝土矿地质详查	22.49
云南省丘北县白色姑铝土矿详查	23.55
云南省文山县杨柳井铝土矿地质详查	13.02
云南省西畴县木者铝土矿详查	7.04
云南省文山县歪山头铝土矿地质详查	5.13

云南省文山县瓦白冲铝土矿	3.94
云南省麻栗坡县瑶人塘铝土矿普查	2.36
云南省西畴县钱家寨铝土矿地质勘探	25.74
云南省西畴县老寨铝土矿普查	87.12
云南省丘北县鲁苦地铝土矿地质普查	61.81

资料来源：兴业证券研发中心

- 公司首期拟开采两个矿区，以配套一期氧化铝 80 万吨产能：
 - 西畴县卖酒坪矿：当前可采储量 1000 万吨，计划产量 132 万吨/年，铝硅比 13-14。
 - 砚山红舍克矿：当前可采储量 600 万吨，计划产量 60 万吨/年，铝硅比 6.8。

这两个矿目前服务年限为 7-9 年，预计在周边地质工作完成后（近期），可增加至 15 年。
- 二期氧化铝 40 万吨则准备开采以下矿山：
 - 文山县柳井矿：当前可采储量 2000 万吨；
 - 广南县板茂矿：当前可采储量 700 万吨。
- 其后，公司还计划在丘北县新建氧化铝产能至少 80 万吨，用以配套在丘北县新探明的 2000 万吨铝土矿储量。

公司目前仅在文山七县中的 5 个开展了地质工作，随着勘探的深入，我们预计其资源量将快速增长。另外，公司作为云南省内唯一一家大型上市铝企业，背靠资源大省，未来将有整合全省铝土矿资源的可能，而并不仅限于文山地区。

公司在建设一期氧化铝项目时遇到了一些设计图纸方面的问题，目前已基本解决，预计随着一期项目的投产，公司进行二期扩张的进程将会大大减短，我们预计 3 年左右，公司可形成约 200 万吨氧化铝产能。

3、文山氧化铝成本拆分

- 铝土矿部分：
 - 以红舍克矿为例（计划产量 60 万吨）：
 - 总投资约 2 亿，每年折旧 1 千万（20 年），吨折旧 16.7 元；
 - 人员约 200 人，人均薪酬 2000，吨人工 4.8 元。
 - 因而我们认为公司可研报告中估算的铝土矿开采成本 50 元/吨左右是基本靠谱的。
- 运输：

红舍克距离氧化铝厂 60 公里、卖酒坪则为 110 公里，按平均 90 公里计，当地运价较高，按吨公里运费 1 元计，则为 90 元/吨（铝土矿）。

综合吨铝土矿成本（含运费）约 140 元。按吨氧化铝耗 2.4 吨铝土矿计，则吨氧化铝中铝土矿成本约 340 元。

● 煤:

计划从福宁、红河州、曲靖等地方煤矿采购，预计年耗 35 万吨烟煤和 110 万吨褐煤。我们估算折标煤约 80 万吨，即约 800 元/吨（氧化铝）。

● 烧碱及其他:

地方政府招商引资配套项目，引入云天化及盐化集团新建 30 万吨烧碱产能。氧化铝单耗 0.22 吨烧碱，预计单吨氧化铝的烧碱成本约为 500 元。

● 折旧:

氧化铝总投资 50 亿，每年折旧 2.5 亿，按 80 万吨产量则吨折旧约 300 元。

● 人工:

厂区预计 1500 人，人均薪酬 2000，则吨人工约 50 元。

综上，氧化铝生产成本接近 2000 元/吨。

公司氧化铝主要供给润鑫和涌鑫，其中润鑫距文山 110 公里，涌鑫 170 公里，平均 130 公里，则运费约 130 元/吨，如此，综合氧化铝成本（含运费）约为 2100 元/吨。

表 2. 氧化铝成本构成

	单位成本	单耗	总成本
铝土矿	140 元/吨	2.4 吨	336
煤	800 元/吨	1 吨	800
烧碱及其他	2200 元/吨	0.22 吨	484
折旧			300
人工			50
运输	1 元/吨公里	130 公里	130
氧化铝总成本			2100

资料来源：兴业证券研发中心

按氧化铝 2800 元/吨计算，则公司单吨净利有望超过 400 元，按 80 万吨产能则有净利润 3.2 亿，增厚 EPS 0.27 元，若按 200 万吨计算，则有净利润 8 亿，增厚 EPS 0.68 元。

4、盈利预测

我们预计的“11月中旬基本金属启动新一轮上涨”正在兑现，保守假设10、11、12年铝均价为16000、17000、17000元/吨的情况下，预测公司EPS为0.09、0.4、0.61元，维持“强烈推荐”评级。

表 3. 公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	5210	6596	7231	8073
增长率 %	-15.4%	26.6%	9.6%	11.6%
营业利润（万元）	54	24	703	1086
增长率 %	84.7%	-56.1%	2867.6%	54.5%
净利润（万元）	46	103	468	717
增长率 %	-33.6%	122.3%	354.3%	53.2%
最新摊薄每股收益（元）	0.04	0.09	0.40	0.61
每股净资产（元）	3.36	3.42	3.75	4.08
动态市盈率（倍）	351.4	158.1	34.8	22.7
市净率（倍）	4.1	4.0	3.7	3.4

数据来源：兴业证券研发中心整理

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4016	5567	4865	5119
货币资金	1778	3497	2684	2712
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	1350	1392	1533
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	11687	11378	11993
流动负债	3481	3321	2671	2876
短期借款	1110	1000	800	800
应付票据	696	663	698	763
应付账款	829	674	724	811
其他	846	983	449	503
非流动负债	1708	3807	3607	3407
长期借款	1590	3690	3490	3290
其他	118	117	117	117
负债合计	5189	7127	6278	6283
股本	1184	1184	1184	1184
资本公积	2278	2278	2278	2278
未分配利润	209	267	623	949
少数股东权益	521	511	655	876
股东权益合计	4500	4560	5100	5710
负债及权益合计	9689	11687	11378	11993

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	46	103	468	717
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	2	0	0
财务费用	100	175	230	231
投资损失	80	5	-10	-10
少数股东损益	15	-10	144	221
营运资金的变动	-57	-138	540	41
经营活动产生现金流量	448	661	618	1482
投资活动产生现金流量	-1324	-717	-703	-705
融资活动产生现金流量	1026	1775	-728	-749
现金净变动	150	1719	-813	28
现金的期初余额	1914	1778	3497	2684
现金的期末余额	2065	3497	2684	2712

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	5943	5826	6226
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	175	230	231
资产减值损失	26	8	0	0
公允价值变动	-34	2	0	0
投资收益	-80	-5	10	10
营业利润	54	24	703	1086
营业外收入	8	80	20	20
营业外支出	1	3	3	2
利润总额	62	101	720	1104
所得税	-0	8	108	166
净利润	62	93	612	938
少数股东损益	15	-10	144	221
归属母公司净利润	46	103	468	717
EPS (元)	0.04	0.09	0.40	0.61

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%	-56.1%	2867.6%	54.5%
净利润增长率	-33.6%	122.3%	354.3%	53.2%
盈利能力(%)				
毛利率	12.3%	9.9%	19.4%	22.9%
净利率	0.9%	1.6%	6.5%	8.9%
ROE	1.2%	2.5%	10.5%	14.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	53.6%	61.0%	55.2%	52.4%
流动比率	1.15	1.68	1.82	1.78
速动比率	0.75	1.27	1.30	1.25
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	0.40	0.61
每股经营现金	0.44	0.56	0.52	1.25
每股净资产	3.36	3.42	3.75	4.08
估值比率(倍)				
PE	351.4	158.1	34.8	22.7
PB	4.1	4.0	3.7	3.4

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。