

有色金属冶炼 II

云铝股份 (000807.SZ) / 11.45 元

突破资源和能源两大瓶颈

事项

2010年12月27日，我们对云铝股份进行了调研。

主要观点

1. 云铝股份目前具有 50 万吨电解铝，26 万吨铝材加工的年生产能力。公司产品产销两旺，产能利用率接近饱和。
2. 在电解铝生产中，原材料氧化铝和电能消耗分别占到成本的 38% 和 41%。而在公司未来发展规划中，也将**突破资源和能源两大瓶颈**作为主题：
 - **资源：**过去公司所需的 100 万吨氧化铝原料全部来自外购，氧化铝价格和运输费用严重束缚公司盈利能力。目前，公司 92% 控股的文山铝业拥有丰富的铝土矿资源，折算成氧化铝保有储量为 8000 万吨。其氧化铝生产项目已经投产，预计 2011 年贡献氧化铝产量 40 万吨，2012 年有望达到 80 万吨。充足的原料自给率将从原材料成本和运输成本两方面大大改善公司综合毛利水平。
 - **能源：**公司从耗电量和电价两个方面着手降低能源成本。一方面公司积极推进“低温低电压铝电解技术”，未来 2-3 年电耗有望从目前的 13500 度/吨降至 12500 度/吨；另一方面，公司还在争取国家水电直购政策，一旦获批，公司电价将由目前的 0.48 元降至 0.4 元以下。
3. **下游铝材加工产能持续扩张：**公司积极扩张铝材加工产能，以匹配现有的电解铝产能。公司现有涌鑫铝业 31% 的股权，计划增资达到 51% 的持股比例。涌鑫铝业拥有 4 万吨铝合金产能，另有在建的 30 万吨铝板带产能。未来公司的铝材加工产能合计将达到 60 万吨/年，形成少有的**铝土矿-氧化铝-电解铝-铝材加工**为一体的自给型全产业链。
4. 预计 10-12 年 EPS 分别为 0.08 元，0.50 元，0.71 元，对应 PE 为 145，22，16 倍。维持推荐评级。

风险提示

在建项目进度不及预期；铝产品价格大幅降低。

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：张雪川 何杰

Tel: 0755-82027508

Email: hejie@hcqz.com

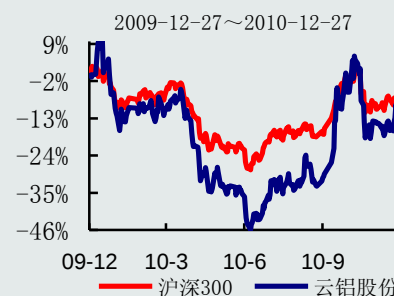
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

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)	292.41
市净率(倍)	3.41
12 个月内最高/最低价	15.95/7.2

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

《产业链完善前进一步，资源深加工并举》
2010-11-05

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	4530	5841	7584
现金	1778	2489	3485	4879
应收账款	5	8	9	9
其它应收款	73	77	91	97
预付账款	769	567	749	899
存货	1391	1371	1484	1686
其他	0	17	22	13
非流动资产	5673	5447	5251	5029
长期投资	86	52	58	66
固定资产	3654	4262	4434	4388
无形资产	142	165	192	220
其他	1791	968	568	356
资产总计	9689	9977	11093	12612
流动负债	3481	3688	4185	5411
短期借款	1110	1530	1950	2855
应付账款	829	635	744	894
其他	1542	1523	1490	1661
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	5445	6270	7655
少数股东权益	521	495	277	135
股本	1184	1184	1184	1184
资本公积金	2278	2278	2278	2278
留存收益	517	575	1083	1360
归属母公司股东权益	3979	4037	4545	4823
负债和股东权益	9689	9977	11093	12612

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	527	276	680	1102
净利润	62	67	374	700
折旧摊销	256	206	237	252
财务费用	100	140	159	187
投资损失	80	6	8	31
营运资金变动	138	-168	-104	-66
其它	-109	24	7	-3
投资活动现金流	-2069	1	-52	-65
资本支出	1887	0	0	0
长期投资	-186	-34	6	7
其他	-369	-33	-46	-57
筹资活动现金流	1406	434	368	357
短期借款	-160	420	421	905
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	-37	-380	-706
现金净增加额	-136	711	996	1394

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	7532	8152	8562
营业成本	4567	6914	7069	7089
营业税金及附加	5	11	10	10
营业费用	126	147	169	184
管理费用	217	208	232	219
财务费用	100	140	159	187
资产减值损失	26	38	49	38
公允价值变动收益	-34	1	0	-11
投资净收益	-80	-6	-8	-31
营业利润	54	69	457	792
营业外收入	8	16	13	12
营业外支出	1	3	3	2
利润总额	62	82	466	802
所得税	-0	16	92	102
净利润	62	67	374	700
少数股东损益	15	-26	-217	-142
归属母公司净利润	46	93	591	842
EBITDA	410	415	852	1232
EPS（元）	0.04	0.08	0.50	0.71

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-15.4%	44.6%	8.2%	5.0%
营业利润	84.7%	28.4%	559.0%	73.5%
归属母公司净利润	-33.6%	100.5%	535.9%	42.5%
获利能力				
毛利率	12.3%	8.2%	13.3%	17.2%
净利率	0.9%	1.2%	7.3%	9.8%
ROE	1.2%	2.3%	13.0%	17.5%
ROIC	2.8%	3.1%	9.2%	16.4%
偿债能力				
资产负债率	53.6%	54.6%	56.5%	60.7%
净负债比率	54.54%	63.28%	64.67%	67.44%
流动比率	1.15	1.23	1.40	1.40
速动比率	0.75	0.85	1.03	1.08
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.77	0.77	0.72
应收帐款周转率	772	1124	938	935
应付帐款周转率	8.56	9.45	10.25	8.65
每股指标(元)				
每股收益	0.04	0.08	0.50	0.71
每股经营现金	0.44	0.23	0.57	0.93
每股净资产	3.36	3.41	3.84	4.07
估值比率				
P/E	292.41	145.81	22.93	16.09
P/B	3.41	3.36	2.98	2.81
EV/EBITDA	37	36	18	12

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。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司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,并不构成对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预期收入可能会波动。

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,未经本公司事先书面许可,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。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

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