

铝行业之星即将启程

云铝股份
000807

事件

4月25日公司公布了2010年年报,2010年公司实现营业收入73.26亿元,同比增长40.62%;营业利润-2520万元,去年同期为5394万元;归属于母公司所有者净利润3048万元,同比下降34%;基本每股收益0.03元,业绩符合我们之前的预期。

2010年第四季度,公司实现营业收入24.9亿元,同比增长49.92%,环比增长53.5%;归属于母公司所有者净利润1683万元,去年四季度为1.08亿元,今年三季度为235万元,基本每股收益0.02元。

2010年利润分配方案拟为:每10股转增3股派现0.3元(含税)。

评述

量价齐升是营业收入增长的主要原因。公司是产业链完整的电解铝企业,现有氧化铝产能80万吨(在建),电解铝产能50万吨,铝加工产能28万吨,炭素产能18万吨。价格方面,报告期内,长江市场铝现货平均价格为15709元/吨,同比增长12.4%;销量方面,报告期内,公司电解铝产量为50万吨,同比增长16.7%。以上两个方面使公司营业收入同比增长40.62%。

净利润主要来自于政府补助。报告期内,由于成本上升使公司毛利率由去年的12.33%下降到7.51%,而期间费用率却为7.85%,毛利率水平低于期间费用率,因此公司营业利润亏损2520万元。公司净利润主要来自于9010万元的营业外收入,其中政府补助8985万元,该部分收入不具有可持续性,公司的投资亮点是通过以下三方面的成本下降来提高盈利能力:

(1) **“低温低压技术”降低吨铝电耗。**“低温低压技术”是公司和中南大学合作的电解新技术,该技术可以降低吨铝综合电耗500-800度。公司电解槽约有25%使用该技术,目前吨铝电耗为13500度,未来三年电解槽将陆续全部改造完成,届时吨铝电耗可以下降到13000以下。

(2) **与上游电厂合作降低电价。**公司目前的电力采购全部来自于网上购电。云南省内以水力发电为主,随着金沙江流域金安桥等水电企业的并网供电,从降低输电损耗及解决远距离送电的安全考虑,未来新增电量就地消纳可能性较大。这样在国家政策允许及电网的支持下,公

维持

增持

分析师: 李文

证书编号: S0630511020001

010-59707167

liwen@longone.com.cn

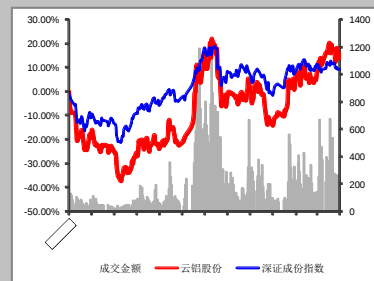
联系人: 张方 吴旭雷

010-59707167

zhangfang@longone.com.cn

报告日期: 2011年4月25日

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.03	0.28	0.59	0.87
PE	460	49	24	16

注: EPS为最新股本摊薄后数据

相关研究报告

《细心耕耘,未来铝行业之星》,2011年3月22日

司实现与发电企业直接购电的可能性是存在的。我们以三方利益共享的角度分析，保守估计未来电价下降到约 0.4 元/度的可能性较大（电费约 0.25 元左右，过网费约 0.15 元左右）。若可以谈判成功，公司每年成本将下降 6.1 亿元，对应 EPS0.51 元，预计该事项将在十二五期间得以实现，但具体时间难以预计。

（3）文山氧化铝投产降低氧化铝采购成本。目前公司氧化铝全部依靠外购，从行业通行做法，氧化铝价格采用上个月伦敦金属交易所或上海期货交易所三月期货铝锭结算价加权平均的约 17% 计算。公司 2009 年非公开发行项目 80 万吨文山氧化铝项目，从原披露的建设进度分析，预计今年 5 月份完成供矿，6 月份进入调试阶段，假定文山公司生产的氧化铝全部自用，每吨可节约成本约 500 元。

另外，文山公司在文山州内有 25 个控矿权，已探明铝土矿资源储量 1.36 亿吨，随着勘探的继续进行公司储量将进一步提升，在储量增加的前提下，公司将扩大氧化铝产能争取在十二五期间达到 200 万吨/年，公司的成本优势将更加明显。

维持“增持”评级。不考虑与上游发电企业合作的影响，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.28 元、0.59 元和 0.87 元，按照 4 月 25 日 13.82 元的收盘价测算，2011-2013 年的动态 P/E 分别为 49 倍、24 倍和 16 倍。我们认为，文山氧化铝的投产将是公司业绩出现拐点的催化剂；与发电企业合作的谈判成功将会是公司股价的触发因素，因此，我们暂时给予公司增持评级。等文山氧化铝大幅生产以及发电企业合作有突破性进展后我们将上调公司评级，建议密切关注。

风险提示：与发电企业合作的不确定性，文山氧化铝项目进展慢于预期。

图表 云铝股份(000807)盈利预测

单位: 万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	520,956	732,579	818,241	886,745	955,250
增长率	-15.4%	40.6%	11.7%	8.4%	7.7%
减: 营业成本	456,722	677,553	715,800	741,239	770,039
综合毛利率	12.3%	7.5%	12.5%	16.4%	19.4%
减: 营业税金及附加	528	818	959	1,018	1,074
销售费用	12,588	15,024	17,196	18,263	19,272
管理费用	21,737	25,485	28,638	30,415	32,096
财务费用	10,014	16,977	18,582	19,735	20,826
期间费用率	8.5%	7.8%	7.9%	7.7%	7.6%
资产减值损失	2,566	840	0	0	0
加: 公允价值变动净收益	-3,415	10	0	0	0
投资净收益	-7,992	1,589	0	0	0
营业利润	5,394	-2,520	37,066	76,075	111,942
增长率	84.7%	-146.7%	-	105.2%	47.1%
加: 营业外收入	849	9,010	0	0	0
减: 营业外支出	79	545	0	0	0
利润总额	6,163	5,946	37,066	76,075	111,942
增长率	70.1%	-3.5%	523.4%	105.2%	47.1%
减: 所得税	-20	1,057	5,560	11,411	16,791
实际所得税率	-0.3%	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	6,183	4,889	31,506	64,664	95,151
归属于母公司所有者净利润	4,636	3,048	29,506	61,664	91,151
增长率	0.0%	0.0%	868.1%	109.0%	47.8%
净利润率	0.9%	0.4%	3.6%	7.0%	9.5%
少数股东损益	1,547	1,841	2,000	3,000	4,000
总股本(万股)	105,354	105,354	105,354	105,354	105,354
基本每股收益(元/股)	0.04	0.03	0.28	0.59	0.87

资料来源: 公司资料、东海证券研究所

作者简介

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897