

## 有色金属

报告原因：调研简报

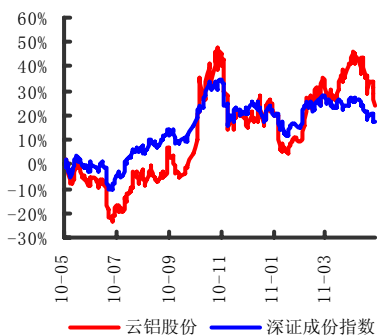
2011 年 05 月 06 日

市场数据：2011 年 05 月 06 日

|              |            |
|--------------|------------|
| 收盘价（元）       | 11.97      |
| 一年内最高/最低（元）  | 15.08/7.20 |
| 市净率          | 3.59       |
| 市盈率          | 1041       |
| 流通 A 股市值（亿元） | 81         |

基础数据：2011 年 3 月 31 日

|               |            |
|---------------|------------|
| 每股净资产（元）      | 3.33       |
| 资产负债率%        | 61         |
| 总股本/流通 A 股（亿） | 11.84/6.52 |
| 流通 B 股/H 股（亿） | -/-        |



### 执笔人

熊晓云

执业证书编号：S0760511010021

### 联系人

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@i618.com.cn

孟军

010-82190365

mengjun@i618.com.cn

地址：北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 云铝股份 (000807)

资源和深加工前途远大

增持

维持评级

公司研究/调研简报

- **铝土矿及氧化铝不断取得突破。**目前公司氧化铝采购主要来源于国内代理商或生产商，进口氧化铝采购占氧化铝总采购量的 50% 左右。文山铝土矿备案储量 1.1 亿吨，详查储量 1.36 亿吨。6 月份全流程打通，预计 2011 年生产 30 万吨，力争 2012 年达产。吨氧化铝完成成本约为 2200-2300 元。此外，公司与老挝境内的中老铝业达成初步合作意向，将对中老铝业股权实现绝对控股，主导其铝土矿开采和氧化铝生产项目的开发建设。老挝铝土矿资源丰富、品位高，中老铝业资源前景光明。
- **电力成本有所上升。**公司用电全部来自网电，2010 年全年公司用电价格平均为 0.49 元（含税）。云南省政府正在研究取消丰枯季节电价划分，拟全年统一定价。云南水电投资非常迅猛，预计电力供应将保持充裕。
- **电解铝产能保持稳定。**本部 30 万吨，润鑫 15 万吨，涌鑫 5 万吨，共计 50 万吨。2010 年公司生产原铝 50 万吨，同比增长 16.8%；生产铝锭及铝加工产品 50.28 万吨。2011 年公司计划生产铝锭及铝加工产品 55 万吨左右，实现营业收入约 70 亿元左右。2010 年国内铝产能为 2200 万吨，铝产量为 1850 万吨。
- **高端铝加工产能扩张迅猛。**已有产能：本部 26 万吨（10 万吨铝合金+6 万吨铝圆杆+10 万吨铝板带，其中募投 8 万吨铝板带项目正处于试生产阶段，预计今年能产 6 万吨），涌鑫 5 万吨（3 万吨铝合金和 2 万吨铝圆杆）。在建或拟建产能：本部 7 万吨中高强度宽幅铝合金板带工艺创新与产品开发填平补齐项目；润鑫 10 万吨铝合金（即将启动），涌鑫 30 万吨铝板带（年底试生产），泽鑫 30 万吨铝板带正在报批。目前铝合金铸件盈利情况最好，公司汽车用 A356 铝合金产量领先，市场占有率 10% 左右；电工用圆铝杆品种基本涵盖了电工圆铝杆的用途；随着铝板带项目陆续投产，公司在铝深加工行业的地位将大大提升。

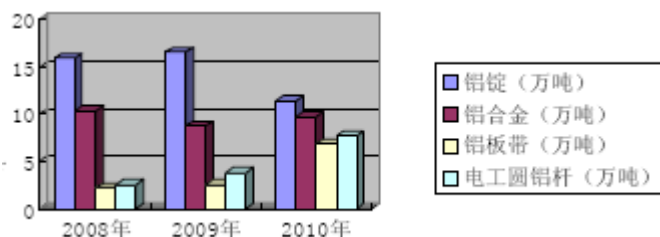
- 铝产品需求旺盛，公司帐款回收很快。目前下游行业需求中交运和家电表现最好，随着在电力电缆中铝合金圆杆逐步取代钢芯绞线，铝合金圆杆需求将持续增长。
- 投资评级为增持。预计公司 2011、2012 和 2013 年每股收益分别为 0.09 元、0.35 元和 0.57 元，动态市盈率分别为 132、34 倍和 21 倍，维持公司增持的投资评级。

表 1：云铝股份产能分布情况(万吨)

|      | 持股比例   | 氧化铝 | 电解铝 | 铝加工               | 未来产能变化                                     |
|------|--------|-----|-----|-------------------|--------------------------------------------|
| 公司本部 |        |     | 30  | 18                | 铝合金 10 万吨                                  |
|      |        |     |     |                   | 铝圆杆 6 万吨                                   |
|      |        |     |     |                   | 铝板带 2 万吨                                   |
| 云南润鑫 | 56.73% |     | 15  |                   | 8 万吨高强度宽幅硬质铝合金板带（目前进入试生产，预计今年产量 6 万吨）；     |
| 云南涌鑫 | 38.97% |     | 5   | 铝合金 3 万吨、铝圆杆 2 万吨 | 7 万吨高强度宽幅铝合金板带填平补齐项目年底开工建设，2013 年达产        |
| 云铝泽鑫 | 60%    |     |     |                   | 10 万吨铝合金即将启动                               |
| 文山铝业 | 92.33% | 80  |     |                   | 铝板带 30 万吨，一期工程今年年底试生产、二期工程预计 2013 年达产      |
| 总计   |        | 80  | 50  | 23                | 30 万吨铝合金板带项目正在报批                           |
|      |        |     |     |                   | 6 月份生产线全流程打通，预计 2011 年生产 30 万吨，力争 2012 年达产 |

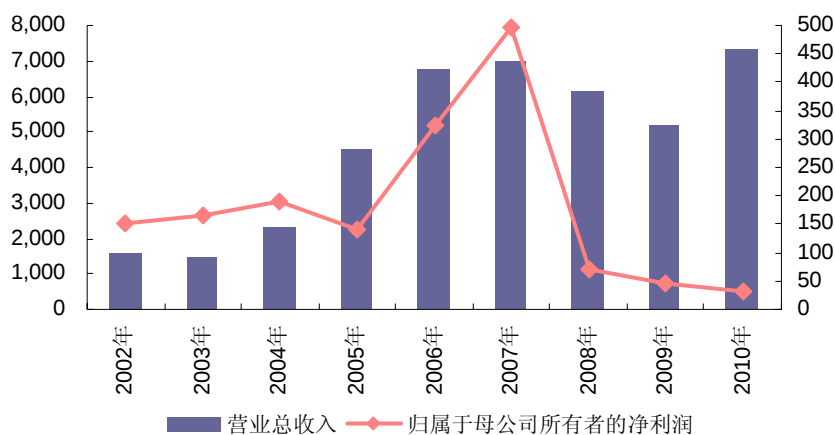
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 1：公司各产品销量变化



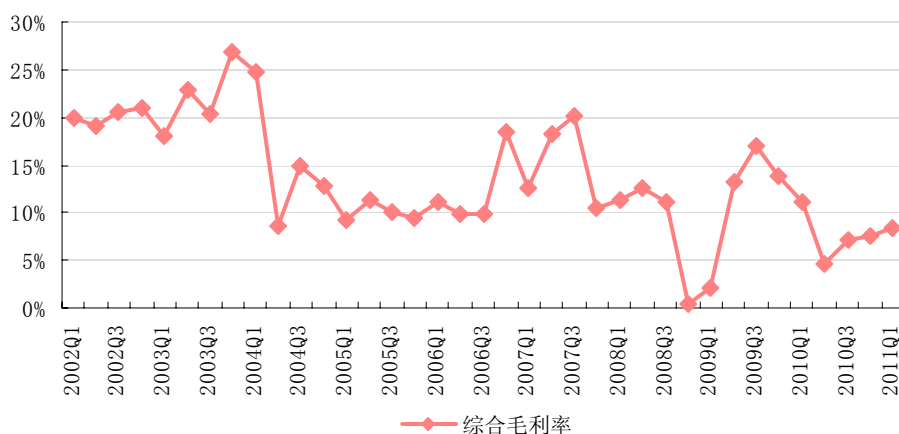
资料来源：公司公告

图 2：公司营业收入及净利润变化（百万元）



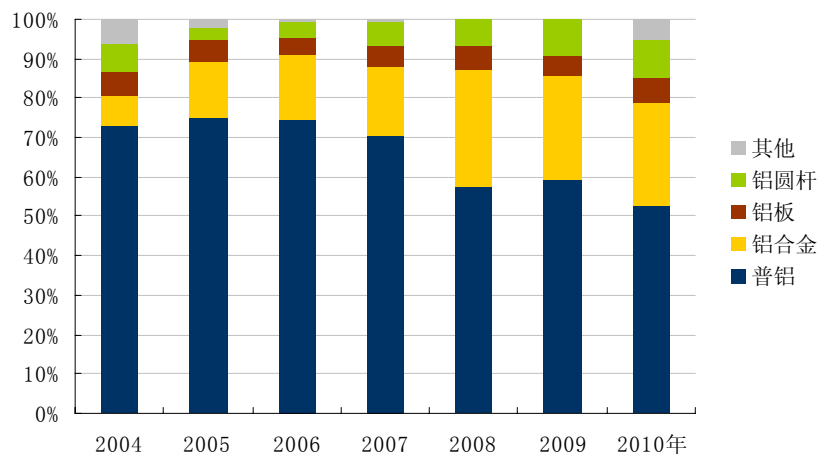
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 3：公司营业利润率有所回升



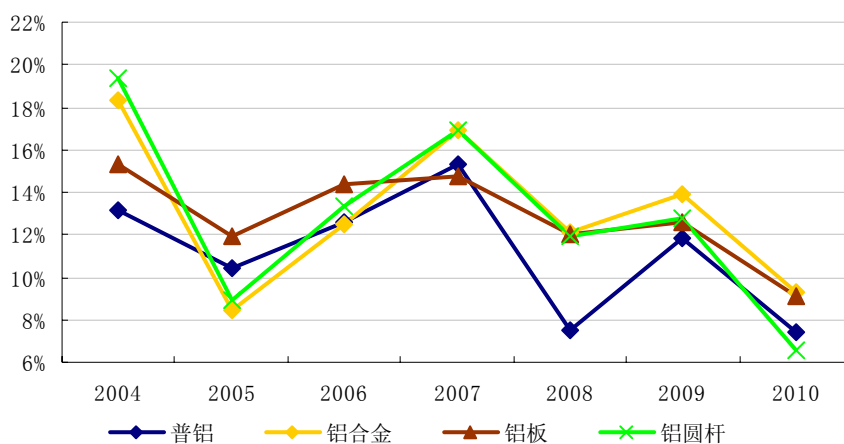
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 4：公司主营业务收入构成



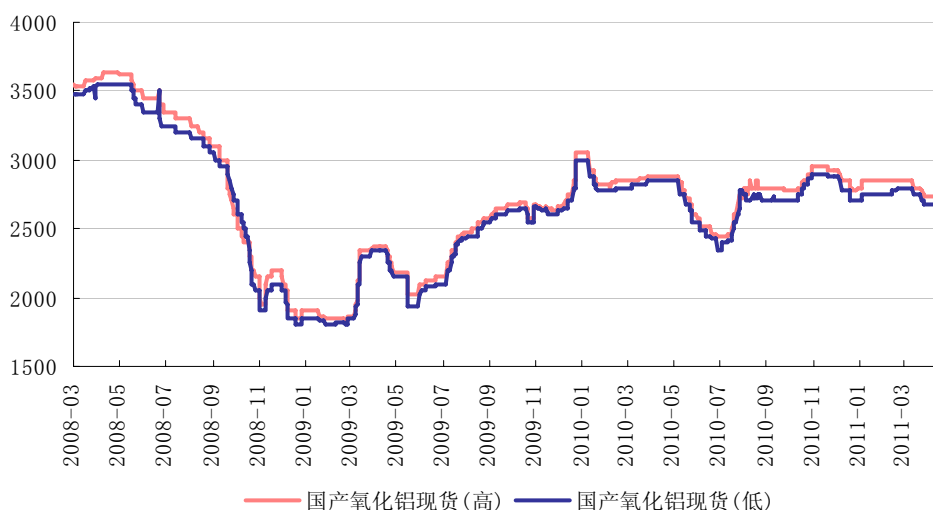
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 5：公司各产品毛利率降至低点



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 6：国内氧化铝价格走势（元/吨）



资料来源：百川资讯，山西证券研究所

表：云铝股份利润表及预测（单位：百万元人民币）

|         | 2009 年   | 2010 年   | 2011E    | 2012E    | 2013E     |
|---------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业总收入   | 5,209.56 | 7,325.79 | 8,790.95 | 9,523.00 | 12,087.00 |
| 营业成本    | 4,567.22 | 6,775.53 | 7,823.94 | 7,999.76 | 9,911.79  |
| 营业税金及附加 | 5.28     | 8.18     | 8.79     | 11.43    | 14.51     |
| 销售费用    | 125.88   | 150.24   | 175.82   | 190.47   | 241.75    |
| 管理费用    | 217.37   | 254.85   | 351.64   | 380.94   | 483.50    |
| 财务费用    | 100.14   | 169.77   | 263.73   | 285.71   | 362.63    |
| 资产减值损失  | 25.66    | 8.40     | 0.00     | 0.00     | 0.00      |
| 投资净收益   | -79.92   | 15.89    | 0.00     | 0.00     | 0.00      |
| 营业外收支   | 7.79     | 84.65    | 0.00     | 0.00     | 0.00      |



|               |       |       |        |        |          |
|---------------|-------|-------|--------|--------|----------|
| 利润总额          | 61.63 | 59.46 | 167.03 | 655.22 | 1,073.37 |
| 所得税           | -0.20 | 10.57 | 33.41  | 131.04 | 214.67   |
| 净利润           | 61.83 | 48.89 | 133.62 | 524.17 | 858.70   |
| 少数股东损益        | 15.47 | 18.41 | 26.72  | 110.08 | 188.91   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 46.36 | 30.48 | 106.90 | 414.10 | 669.79   |
| 每股收益          | 0.04  | 0.03  | 0.09   | 0.35   | 0.57     |

资料来源：公司公告，山西证券研究所

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。