

有色金属行业

云铝股份 (000807)

公司调研报告

评级: 买入 (首次评级)

收盘价 (元) 10.89 元

目标价 (元) 15 元

市场数据

52 周最高/最低 (元)

市净率

总股本 (百万) 1180

流通 A 股 (百万) 652

流通 B 股/H 股 (百万) -/-

总市值 (百万元)

流通 A 股市值 (百万元)

相对股价表现



相关研究

有色金属行业研究小组

联系人

蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

把握公司产业链一体化战略的周期时点

我们认为公司的核心竞争力在于：一是得天独厚的禀赋优势，主要体现在两个方面：1、在上游资源获取方面具有天然的地理和渠道优势；2、是充足的水力发电资源。二是公司充分利用资源实施上下游一体化的清晰战略。平滑掉经济周期，从公司本身实施投入到实现回报的周期角度看，公司现在处于盈利景气周期的底部，潜在盈利能力释放空间巨大，投资价值凸显。

预计文山氧化铝项目下半年开始投产：预计今年三季度末出产氧化铝，全年产量10万吨左右，明年将释放出大部分产能，项目达成每年将能够生产平均80万吨氧化铝，按照公司50万吨的电解铝产能，一吨电解铝需1.95吨铝土矿的前提，大概能够实现氧化铝82%的自给率。

下游铝板带项目提高铝加工产品附加值：公司目前在产铝加工产能基本为初级产品，铝合金主要用于汽车轮毂，铝圆杆主要用于电线电缆，加工费均不高；铝板带附加值较高，目前加工费平均约2500元/吨，新投放产能附加值更高，预计达4000元/吨以上，未来公司新增铝加工产能主要为铝板带，是目前公司向下游铝材深加工领域进军的主要项目。

能源成本支撑铝价：铝的电力成本占比较高，约为40%。通过各项成本构成计算，目前电解铝基本处于盈亏平衡周围。近期受美国二次量化宽松政策行将结束和其他周期性经济因素影响，基本金属价格普遍出现大幅回调，但铝价表现较为坚挺，我们认为其原因主要为成本上升预期因素。铝价在其成本线附近，具有较强支撑。另一方面，今年国内电力限制预期强烈，铝价由于供给紧缩预期得到支撑，而云铝能源约束较小，限电利好云铝。

盈利预测、估值与投资建议：综合以上各业务业绩测算，我们预计云铝股份未来三年营业收入分别为88，92.7，和101.4亿元，实现每股收益分别为0.012、0.342、0.712元，对应2013年市盈率15倍。

财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7325.79	8801.00	9271.00	10142.00
增长率 (%)	40.62%	20.14%	5.34%	9.39%
每股收益 (EPS)	0.026	0.012	0.342	0.712
销售毛利率	7.51%	11.31%	18.58%	25.45%
销售净利率	0.67%	0.26%	7.00%	13.33%
净资产收益率 (ROE)	0.77%	0.36%	9.28%	16.20%
市盈率 (P/E)	423.05	896.20	31.85	15.29
市净率 (P/B)	3.27	3.26	2.96	2.48

目录

公司战略与核心竞争力	3
上游文山氧化铝项目：预计下半年开始投产	3
氧化铝进入壁垒提高	3
看好氧化铝未来议价能力	3
文山公司资源储备充分	4
粗略估算氧化铝盈利	4
公司海外铝土矿项目可期	4
下游铝板带项目：提高铝加工产品附加值	5
能源：水电供应	5
电力成本占比高	5
限电及电力成本提高预期支撑铝价	6
云南水电定价模式	6
参股水电与直购电	6
盈利预测、估值与投资建议：	7
条件与假设	7
盈利测算	7
估值与投资建议	9

公司战略与核心竞争力

我们认为公司的核心竞争力在于两点，一为得天独厚的禀赋优势，主要体现在两个方面：1、在上游资源获取方面具有天然的地理和渠道优势；2、是充足的水力发电资源。二为公司充分利用资源实施上下游一体化的清晰战略。**平滑掉经济周期，从公司本身实施投入到实现回报的周期角度看**，公司现在处于盈利景气周期的底部，潜在盈利能力释放空间巨大，投资价值凸显。

公司**中长期发展战略**是：抓住新一轮深入实施西部大开发和建设面向西南开放桥头堡战略机遇，充分发挥云南水电优势和省内外铝资源优势，以打造“低成本竞争优势”为主要目标，积极构建水电—铝土矿—氧化铝—铝冶炼—铝加工为一体的产业链，加快项目布局和项目建设、加快构建“铝电一体化”产业模式，加快省内外资源开发与合作，增强产业可持续竞争力，努力成为我国铝工业科技环保领先、低成本优势突出和引领产业升级的铝业强企。

上游文山氧化铝项目：预计下半年开始投产

文山氧化铝项目预计今年三季度末出产氧化铝，全年产量 10 万吨左右，明年将释放出大部分产能，项目达成每年将能够生产平均 80 万吨氧化铝，按照公司 50 万吨的电解铝产能，一吨电解铝需 1.95 吨铝土矿的前提，大概能够实现氧化铝 82% 的自给率。

氧化铝进入壁垒提高

根据《铝行业准入条件》要求，从投资核准权限看，新建氧化铝项目必须经国家发改委核准；从项目准入建设条件看，利用国内铝土矿资源的氧化铝项目起步规模必须是年生产能力在 80 万吨以上，自建铝土矿山比例应达到 85% 以上，配套矿山的总体服务年限必须在 30 年以上；利用进口铝土矿的氧化铝项目起步规模必须是年生产能力在 60 万吨及以上，必须有长期可靠的境外铝土矿资源作为原料保障，通过合资合作方式取得 5 年以上铝土矿长期合同的原料达到总需求的 60% 以上。上述规定和要求进一步制约了氧化铝产能的盲目、无序扩张，鼓励、支持有资源保障的氧化铝项目投资建设。

看好氧化铝未来议价能力

长期以来氧化铝的定价一直是以电解铝为依据，氧化铝长协价格随电解铝价格浮动，一般为三月期铝价的 17%-17.5%。但未来氧化铝议价能力有望逐渐提高，原因在于电解铝产能过剩情况短期难以得到缓解，且国际铝业巨头意图改变氧化铝传统定价方式。

文山公司资源储备充分

公司目前拥有云南文山铝业有限公司92.33%的股权。文山州境内铝土矿资源丰富，文山公司在文山州境内拥有25宗探矿权、2宗采矿权。目前已探获的铝土矿资源储量在1.35亿吨以上，文山公司仍将进一步找矿及储量升级工作，探获资源储量有望进一步扩大。文山氧化铝项目前期由卖酒坪、红舍克两个矿区供矿，两个矿区的成品矿供矿规模为192万吨/年，供矿年限为6年；两个矿区均进行过详细的地质勘探工作，其资源储量报告均通过矿产资源储量评审备案，资源可靠，资源储量规模在文山州铝土矿各矿区中较大，矿石质量好，开采技术条件优越，全部具备露天开采条件，剥采比较小。中后期接替矿山根据矿区资源储量、建设条件、矿区地质勘查程度的情况进行后期矿区选择。

粗略估算氧化铝盈利

文山氧化铝项目未来将形成80万吨产能。所用铝土矿平均铝硅比（A/S）为6.95，采用拜耳法生产氧化铝。所需原料铝土矿全部由配套矿山提供，石灰石全部由文山县境内的石灰厂提供，每年生产所需烧碱全部通过市场采购。

氧化铝	权益比重	产能	备注
文山氧化铝	92.33%	80万吨	

资料来源：公司公告；德邦研究

文山氧化铝项目由于项目建设区域气候条件（文山州雨季旱季明显，且2010年云南省遭受百年不遇干旱，影响项目建设电力供应，雨季到来则无法施工）及设备采购到货期延迟等原因影响，投产期较原预计时间有所推迟。

目前公司所需氧化铝均来自外购，采购价格一般低于中铝氧化铝价格，目前中铝氧化铝价格为每吨三千元，公司采购成本大约为二千七以上。

文山氧化铝项目吨氧化铝完全生产成本预计为2200元，按照目前2700元的氧化铝价格，吨利润达500元，氧化铝完全达产将产生利润4亿元，考虑到未来氧化铝价格预期向上，贡献利润将逐渐提高。

公司海外铝土矿项目可期

公司除了文山氧化铝项目，还有意在东南亚周边国家具有铝土矿、电力资源优势的地区进行投资，实施境外资源开发。公司与老挝境内的中老铝业有限公司（以下简称“中老铝业”）及其股东协商，就投资开发中老铝业在老挝境内的铝土矿开采、氧化铝生产综合项目达成初步合作意向，由公司收购中老铝业股权，实现绝对控股，主导项目投资开发建设。

老挝境内铝土矿和越南属于一个矿带，铝土矿品质较文山矿更好，位于高原上的平原区域，开采条件较好，生产成本更低，且矿石集中。老挝国家战略支持开矿，人工成本和土地成本均更低，经济性很强。不足之处在于该类地区基础设施差，物流水平落后，生产设备等均需从国内运抵。适合的经营方式是生产氧化铝出口，或者在当地新建电解铝厂。

根据公司公告，该项目处于前期工作阶段，具体实施还有待对拟合作方拥有的资源储量、项目开发条件、项目所在国政治、金融、税收、法律、环保、用工、物流运输等投资环境进行尽职调查，开展该投资项目技术及经济性论证，并同相关方就该股权收购事宜达成最终合作协议，以及需取得两国政府相关部门的批准后方可实施，项目尚具不确定性因素。除了老挝之外，公司还考虑在缅甸柬埔寨等地寻找铝土矿资源。

下游铝板带项目：提高铝加工产品附加值

公司目前**电解铝产能**包括公司本部 30 万吨和旗下润鑫铝业（权益占比 56.73%）的 20 万吨；铝加工产品方面，**铝合金**产能包括本部 12 万吨和旗下涌鑫铝业（权益占比 31.04%）的 4 万吨；**铝板带**产能包括公司本部的 10 万吨和涌鑫铝业的 30 万吨；**铝圆杆**产能为公司本部的 6 万吨。

公司目前在产铝加工产能基本为初级产品，铝合金主要用于汽车轮毂，加工费约 600-800 元/吨；铝圆杆主要用于电线电缆，加工费约 600-700 元/吨；铝板带附加值较高，目前加工费平均约 2500 元/吨，新投放产能附加值更高，预计达 4000 元/吨以上，未来公司新增铝加工产能主要为铝板带，是目前公司向下游铝材深加工领域进军的主要项目。

电解铝	股权比例	产能（万吨）	备注
公司本部	100.00%	30	
润鑫铝业	56.73%	20	
铝合金			
公司本部	100.00%	>12	
涌鑫金属	31.04%	4	
铝板带			
公司本部	100.00%	10	
涌鑫金属	31.04%	30	预计 2012 年一期 15 万吨产能投产
铝圆杆			
公司本部	100.00%	6	

资料来源：公司公告；德邦研究

能源：水电供应

电力成本占比高

铝与其他基本金属的成本构成不同，电力成本占比较高，约为 40%。通过各项成本构成计算，以中铝氧化铝价格测算，每吨电解铝目前成本为 16400 以上，而目前铝锭现价为 16700 左右，基本处于盈亏平衡周围。

原材料	价格	消耗指标（吨、度）	成本（单位：元）
-----	----	-----------	----------

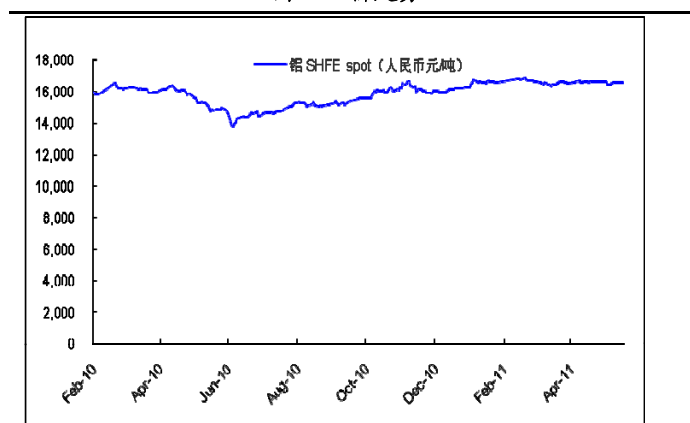
氧化铝	3000	1.95	5850
阳极炭块	4000	0.5	2000
冰晶石	8800	0.005	44
氟化铝	11000	0.027	297
综合电耗	0.5	14500	7250
人工和折旧	1000	1	1000
总成本			16441

资料来源:德邦研究

限电及电力成本提高预期支撑铝价

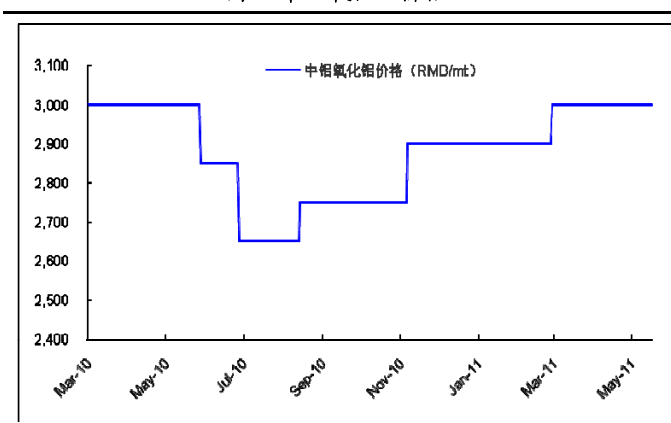
近期受美国二次量化宽松政策行将结束和其他周期性经济因素影响,基本金属价格普遍出现大幅回调,但铝价表现较为坚挺,我们认为其原因主要为成本上升预期因素。目前铝价仍在其成本线附近,具有较强支撑。另一方面,今年国内电力限制预期强烈,铝价由于供给紧缩预期得到支撑。

图1 铝价走势



资料来源:wind, 德邦研究

图2 中铝氧化铝价格



资料来源:wind, 德邦研究

云南水电定价模式

云南省水电定价根据枯水期、平水期和丰水期分别定价,由于枯水期电力成本较高,公司一季度业绩压力较大。

时期	枯水期	平水期	丰水期	全年均价
月份	12月-次年4月	5月和11月	6月-10月	1月-12月
价格(元/度)	0.56-0.58	0.48	0.42	0.49

资料来源:德邦研究

参股水电与直购电

公司近年来在参股水电方面已开始有所考虑,积极寻找合适标的,由于参股大型水电有一定壁垒,而小电站数量虽多,但在雨季时拿不到发电指标,盈利能力不能充分发挥,我们认为寻找优质水电标的并非易事,公司未来仍将推进该项工作。

关于直购电，09年3月，工信部、国家发改委、电监会、能源局联合印发了《关于开展电解铝企业直购电试点工作的通知》，遴选了十五家电解铝企业开展直购电试点工作，云铝股份被纳入首批直购电试点铝厂，如果实现直购电模式，将大大降低公司能源成本，但直购电真正施行的时间点难以把握。

盈利预测、估值与投资建议：

条件与假设

1、价格假设：我们认为电解铝供需形势短期较难有根本改变，总体形势仍是供大于求，在成本上升推动下，电解铝价格将震荡缓慢上行，我们预计 2011 年、2012 年和 2013 年的电解铝均价为 16800、17500 和 18500 元。电力价格方面，我们假设 2011 年、2012 年和 2013 年均价不变，均为 0.49 元/吨。加工费方面，我们假设铝合金未来三年加工费均价为 700、700、750 元；铝圆杆为 650、650、700 元；在产铝板带为 2500、2500、2600 元；后期铝板带为 4000 元加工费。

价格预测	单位：元	2011E	2012E	2013E
	电解铝	16800	17500	18500
	铝合金	17500	18200	19250
	铝圆杆	17450	18150	19200
	铝板带（本部）	19300	20000	21000
	铝板带（涌鑫）	20800	21500	22500

2、产量预测：我们预计未来三年电解铝产量不变，铝加工产品产量逐年递增，氧化铝 2011 年产量 10 万吨，2012 年产量 75 万吨，2013 年产量 80 万吨。具体如下表：

产量预测	单位：万吨	2011E	2012E	2013E
	氧化铝	10	75	80
	电解铝	50	50	50
	铝合金	16	16	16
	铝圆杆	6	6	6
	铝板带（本部）	6	8	10
	铝板带（涌鑫）	0	3	12

3、成本预测：我们预计未来三年云铝当地氧化铝价格分别为 2700、3000、3300 元，未来三年文山氧化铝项目吨氧化铝生产成本均为 2200 元/吨。

4、出于谨慎考虑，我们未考虑公司未来降低电耗、整合水电资源和直购电等预期。

盈利测算

我们分别测算氧化铝、铝锭和加工品的业绩贡献：

氧化铝业绩测算

氧化铝业绩预测	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
年产量 (万吨)	10	75	80
价格 (元)	2700	3000	3300
收入 (万元)	27000	225000	264000
营业成本	22000	165000	176000
费用	0	0	0

铝合金业绩测算

铝合金业绩预测	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
年产量 (万吨)	16	16	16
价格 (元)	17500	18200	19250
收入 (万元)	280000	291200	308000
营业成本	251376	260736	270096
费用	23800	24752	26180

铝圆杆业绩测算

铝圆杆业绩预测	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
年产量 (万吨)	6	6	6
价格 (元)	17450	18150	19200
收入 (万元)	104700	108900	115200
营业成本	94266	97776	101286
费用	8899.5	9256.5	9792

铝板带 (本部) 业绩预测

铝板带 (本部) 业绩预测	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
年产量 (万吨)	10	10	10
价格 (元)	19300	20000	21000
收入 (万元)	193000	200000	210000
营业成本	157110	162960	168810
费用	16405	17000	17850

铝板带 (涌鑫) 业绩预测

铝板带 (涌鑫) 业绩预测	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
年产量 (万吨)	0	3	12
价格 (元)	20800	21500	22500
收入 (万元)	0	64500	270000
营业成本	0	48888	202572
费用	0	5482.5	22950

铝锭业绩预测

铝锭业绩预测	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
--------	----------	----------	----------

年产量 (万吨)	18	15	6
价格 (元)	16800	17500	18500
收入 (万元)	302400	262500	111000
营业成本	282798	244440	101286
费用	25704	22312.5	9435

综合以上各业务业绩测算,我们预计云铝股份未来三年营业收入分别为 88.92.7, 和 101.4 亿元, 实现每股收益分别为 0.012、0.342、0.712 元, 对应 2013 年市盈率为 15 倍。

盈利预测表

利润表	2011E	2012E	2013E
营业收入	8801.00	9271.00	10142.00
减: 营业成本	7805.50	7548.00	7560.50
营业税金及附加	9.83	10.36	11.33
营业费用	176.02	185.42	202.84
管理费用	308.04	324.49	354.97
财务费用	474.46	438.90	421.29
资产减值损失	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00
营业利润	27.15	763.83	1591.07
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00
利润总额	27.15	763.83	1591.07
减: 所得税	4.07	114.58	238.66
净利润	23.08	649.26	1352.41
减: 少数股东损益	8.69	244.49	509.28
归属母公司股东净利润	14.39	404.76	843.13

估值与投资建议

考虑到模型尚未考虑公司未来在上下游一体化战略中的收购铝土矿、参股水电等预期,我们认为给予 2013 年 20 倍以上市盈率水平较为合理,给予公司“买入”评级,目标价 15 元。

附录

预测财务报表

单位：百万元

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5209.56	7325.79	8801.00	9271.00	10142.00
减：营业成本	4567.22	6775.53	7805.50	7548.00	7560.50
营业税金及附加	5.28	8.18	9.83	10.36	11.33
营业费用	125.88	150.24	176.02	185.42	202.84
管理费用	217.37	254.85	308.04	324.49	354.97
财务费用	100.14	169.77	474.46	438.90	421.29
资产减值损失	25.66	8.40	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-79.92	15.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-34.15	0.10	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.94	-25.20	27.15	763.83	1591.07
加：其他非经营损益	7.69	84.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	61.63	59.46	27.15	763.83	1591.07
减：所得税	-0.20	10.57	4.07	114.58	238.66
净利润	61.83	48.89	23.08	649.26	1352.41
减：少数股东损益	15.47	18.41	8.69	244.49	509.28
归属母公司股东净利润	46.36	30.48	14.39	404.76	843.13
资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1771.64	2318.31	2586.86	3656.93	6475.02
应收和预付款项	847.12	868.70	531.77	840.69	554.51
存货	1390.95	1250.30	1626.05	1155.41	1630.66
其他流动资产	0.00	0.79	0.79	0.79	0.79
长期股权投资	86.15	85.78	85.78	85.78	85.78
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5333.49	7077.26	6173.31	5269.36	4365.41
无形资产和开发支出	166.55	306.77	274.03	241.28	208.54
其他非流动资产	71.78	72.56	45.41	18.26	18.26
资产总计	9667.69	11980.49	11324.01	11268.51	13338.97
短期借款	1110.20	1303.20	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1719.47	1082.75	1707.07	1002.32	1720.37
长期借款	1589.96	4010.72	4010.72	4010.72	4010.72
其他负债	747.74	1028.74	1028.06	1028.06	1028.06
负债合计	5167.37	7425.41	6745.85	6041.10	6759.14
股本	1183.98	1183.98	1183.98	1183.98	1183.98
资本公积	2278.20	2246.64	2246.64	2246.64	2246.64
留存收益	517.31	512.27	526.65	931.42	1774.54
归属母公司股东权益	3979.49	3942.88	3957.27	4362.04	5205.16
少数股东权益	520.84	612.20	620.89	865.38	1374.66

股东权益合计	4500.32	4555.08	4578.16	5227.42	6579.82
负债和股东权益合计	9667.69	11980.49	11324.01	11268.51	13338.97
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	529.90	-217.86	1782.87	1230.84	2935.12
投资性现金净流量	-2068.86	-2091.72	-0.69	0.00	0.00
筹资性现金净流量	1406.08	2740.56	-1513.63	-160.77	-117.03
现金流量净额	-132.88	430.98	268.55	1070.07	2818.09

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。