

方正证券研究所

有色行业高级分析师：邓新荣

执业证书编号：S1220511020003

TEL: 010-68584850

E-mail: dengxinrong@foundersc.com

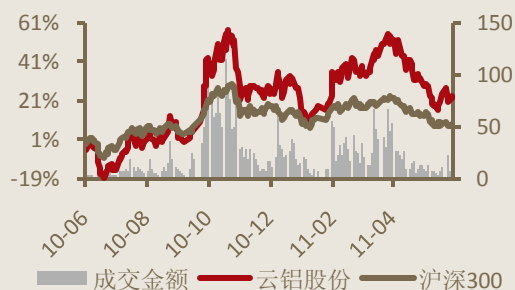
联系人：

明炉发

TEL: (010) 68584837

Email: minglufa@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	7325.79	8790.58	12004.41	15605.74
(+/-)	40.62%	20.00%	36.56%	30.00%
净利润	30.48	336.94	1072.89	1355.95
(+/-)	-34.26%	1005.51%	218.43%	26.38%
EPS (元)	0.03	0.22	0.70	0.88
P/E	562.51	48.56	15.25	12.07

相关研究

文山起舞 Y 型一体化

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

资源能源优势值得期待

云铝股份(000807)

公司投资价值分析报告

2011.06.15 买入

有色金属冶炼 II 行业

投资要点

※电荒突显区域能源优势

公司地处水电资源丰富的云南，水电占到云南电力的约 70%。公司尚未受到限电减产以及十五省市工商业、农业用电价格平均每千瓦时上调 0.0167 元的影响，据我们测算，电价每降 0.01 元，增厚公司 EPS 0.058 元，这一因素将对公司产生竞争优势。

图表 1 电耗对公司电解铝生产利润影响

	吨铝电耗 (万度电/吨 铝)	电价(元/ 度电)	假设产 能(万 吨)	电解电耗 (亿度电)	电耗成本 (亿元)	电价变化 0.01 元对 利润影响
公司	1.37	0.48-0.49	50	68.5	32.88-33.57	0.685 亿元
电耗						
行业	1.40-1.41	0.43-0.44	50	70-70.5	3.1-30.8	0.70-0.705
平均						亿元

数据来源：方正证券研究所整理

※水电模式仍是公司努力的方向

云南水力资源丰富，预计未来五年内水电装机容量还将大幅提高，水力发电充沛。公司拥有水电资源的地利条件，有望发展水电经营模式。目前云南省很多中小水电厂的上网电价只有 0.22 元/度，考虑到过网费约 0.15 元/度，最终的电价不超 0.40 元/度，较目前 0.49 元/度的电力成本将大幅降低。

图表 2 公司不同时期电价对比

时期	枯水期	平水期	丰水期	全年
月份	12—4	5、11	6—10	1—12
价格(元/度)	0.56-0.58	0.48	0.42	0.49

数据来源：方正证券研究所整理（电解铝行业吨耗电约 14,100 千瓦时/吨铝，电力成本占总成本的 30%-40%，绝对耗电量占到基本金属耗电量的 94%。）

公司深刻意识到能源的重要性，在中长期发展战略提出：抓住新一轮深入实施西部大开发和建设“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，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。有序向能源丰富的地区转移，构建“铝电一体化”产业模式。一旦水电模式形成将突显公司低成本优势、显著提升其竞争力。

※文山铝土矿产能释放是亮点

目前公司 80 万吨氧化铝工程进度略低于我们先前的预期，但预计将于第三季度建成并进行试生产，预计 2011 年将有 15 万吨左右的产量。如果氧化铝项目完全达产，我们预计其氧化铝的成本位于 1800 至 1900 元/吨（目前外购成本约 3000 元/吨），在成本和产量不变的假设条件下对公司 EPS 的增量可达到 0.67 元。2011 年将增厚 EPS 约 0.13 元。

※盈利预测与投资评级

我们预期随着文山铝土矿建成投产对公司利润的推进，以及区域能源优势，2011 和 2012 年 EPS 为 0.22 元、0.70 元，给予公司 2012 年 20 倍市盈率，维持公司“买入”评级。

※风险提示

铝价格波动风险；项目进度风险；电价上调带来的成本上升风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4327.46	4954.98	8160.78	8621.47	经营活动现金流	-432.35	1683.43	337.80	3398.75
现金	2207.50	2793.55	3843.24	4886.02	净利润	48.89	347.36	1072.89	1355.95
应收账款	0.01	11.80	2.14	13.17	折旧摊销	0.00	424.40	632.41	858.05
其它应收款	89.09	64.01	184.77	125.45	财务费用	169.77	184.60	222.08	296.51
预付账款	776.42	435.99	1714.14	949.99	投资损失	-15.89	-15.80	-18.80	-21.00
存货	1250.30	1632.73	2403.49	2638.90	营运资金变动	-631.82	740.35	-1570.00	909.77
其他	4.14	16.90	12.99	7.93	其它	-3.31	2.52	-0.78	-0.52
非流动资产	7561.93	8498.43	11087.53	13766.33	投资活动现金流	-1869.20	-1357.51	-3195.44	-3516.36
长期投资	85.78	86.58	87.38	88.38	资本支出	1850.48	960.25	2584.81	2671.95
固定资产	4008.72	5167.78	7307.37	9457.31	长期投资	0.36	-0.80	-0.80	-1.00
无形资产	306.77	342.86	443.85	558.57	其他	-18.36	-398.06	-611.43	-845.40
其他	3160.66	2901.21	3248.92	3662.07	筹资活动现金流	2657.91	-380.91	-474.37	-1353.55
资产总计	11889.39	13453.41	19248.30	22387.81	短期借款	193.00	-75.33	-14.11	34.52
流动负债	3167.51	4995.57	10151.57	13232.08	长期借款	2420.76	-549.34	-86.46	-237.44
短期借款	1303.20	1868.90	6236.49	8784.94	其他	44.15	243.77	-373.80	-1150.63
应付账款	825.35	430.73	1635.33	943.70	现金净增加额	356.35	-54.99	-3332.01	-1471.15
其他	1038.96	2695.94	2279.75	3503.43					
非流动负债	4166.80	3590.92	3509.50	3277.55	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	4010.72	3461.38	3374.92	3137.48	成长能力				
其他	156.08	129.54	134.59	140.07	营业收入	40.62%	20.00%	36.56%	30.00%
负债合计	7334.30	8586.49	13661.07	16509.63	营业利润	-146.71%	1381.97%	258.59%	30.39%
少数股东权益	612.20	622.62	622.62	622.62	归属母公司净利润	-34.26%	1005.51%	218.43%	26.38%
归属母公司股东权益	3942.88	4244.30	4964.62	5255.56	获利能力				
负债和股东权益	11889.39	13453.41	19248.30	22387.81	毛利率	7.51%	11.00%	16.20%	16.30%
					净利率	0.67%	3.95%	8.94%	8.69%
					ROE	1.07%	7.14%	19.20%	23.07%
					ROIC	0.50%	3.29%	6.80%	7.30%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
营业收入	7325.79	8790.58	12004.41	15605.74	资产负债率	61.69%	63.82%	70.97%	73.74%
营业成本	6775.53	7823.62	10059.70	13062.00	净负债比率	77.55%	72.16%	78.12%	79.88%
营业税金及附加	8.18	9.37	13.10	16.83	流动比率	1.37	0.99	0.80	0.65
营业费用	150.24	175.81	222.08	280.90	速动比率	0.97	0.67	0.57	0.45
管理费用	254.85	281.30	336.12	444.76	营运能力				
财务费用	169.77	184.60	222.08	296.51	总资产周转率	0.68	0.69	0.73	0.75
资产减值损失	8.40	8.79	12.00	15.61	应收帐款周转率	2903.96	1488.43	1721.61	2038.00
公允价值变动收益	0.10	0.10	0.10	0.10	应付帐款周转率	8.19	12.46	9.74	10.13
投资净收益	15.89	15.80	18.80	21.00	每股指标(元)				
营业利润	-25.20	323.00	1158.22	1510.23	每股收益	0.03	0.22	0.70	0.88
营业外收入	90.10	100.00	110.00	110.00	每股经营现金	-0.37	1.09	0.22	2.21
营业外支出	5.45	7.00	6.00	6.00	每股净资产	3.33	2.76	3.23	3.41
利润总额	59.46	416.00	1262.22	1614.23	估值比率				
所得税	10.57	68.64	189.33	258.28	P/E	562.51	48.56	15.25	12.07
净利润	48.89	347.36	1072.89	1355.95	P/B	4.35	3.86	3.30	3.11
少数股东损益	18.41	10.42	0.00	0.00	EV/EBITDA	359.76	30.24	15.23	12.27
归属母公司净利润	30.48	336.94	1072.89	1355.95					
EBITDA	59.46	840.39	1894.63	2472.27					
EPS（元）	0.03	0.22	0.70	0.88					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com