



业绩爆发尚待明年

增持维持

投资要点:

- 净利润同比增长 144.79%
- 80 万吨氧化铝项目明年达产
- 电价和吨铝电耗仍有下降空间

报告摘要:

- 净利润同比增长 144.79%。公司上半年完成销售收入 39.91 亿元,同比增长 24.14%,实现净利润 3135.5 万元,同比增长 144.79%,对应每股收益 0.03 元。
- 80 万吨氧化铝项目有望明年达产。公司控股的文山铝业拥有 25 个探矿权,控制铝土矿资源 1.36 亿吨。在建的 80 万吨氧化铝项目,预计 2012 年将完全达产,致使公司氧化铝自给率将提高至 83.33%,吨氧化铝成本较目前市场采购低约 400 元/吨,成本优势明显,一旦量产将大大增厚公司 EPS0.22 元。
- 电价与吨铝电耗有望下降。公司目前吨铝电耗较 2009 年下降了 180 度,达到 13500 度/吨,未来随着“低温低电压铝电解技术项目”的推进,单位电耗仍有下降空间。除此之外,公司地处云南,省内水电资源丰富,水电成本年平均电价约为 0.49 元/度,明显低于火电成本。“十二五”期间公司准备参股或控股中小型水电站,一旦成功,电价约为 0.33 元-0.37 元/度,较目前 0.49 元/度的电价下降 24.49%-32.65%,大大提升公司的盈利能力。
- 铝加工大幅扩产。未来涌鑫 30 万吨铝板带项目和泽鑫 30 万吨铝合金板带项目达产后,公司将形成 90 万吨铝加工的生产能力,且随着公司高附加值产品的逐步投产,预计未来铝加工的毛利率有望提升。
- 2011 年 EPS0.09 元,维持“增持”评级。我们预测公司 11-13 年 EPS 分别为 0.09 元、0.35 元和 0.51 元,对应的动态 PE 分别为 99 倍、25 倍和 17 倍,业绩有望在明年出现爆发式增长,维持“增持”评级。

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	5209.56	7325.79	7984.96	8592.31	9119.66
同比增长率	-15.44%	40.62%	9.00%	7.61%	6.14%
净利润	46.36	30.48	143.76	534.12	786.29
同比增长率	-33.57%	-34.26%	371.69%	271.53%	47.21%
每股收益(元)	0.03	0.02	0.09	0.35	0.51

分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本: 亿	11.84
流通股本: 亿	6.52
第一大股东	云南冶金集团股份有限公司
第一大股东持股比例	49.13

数据来源: 宏源证券

相关研究

宏源证券*公司报告*资源+能源, 业绩爆发在明年 05.23

宏源证券*行业报告*资源为主, 成长相辅 06.22

宏源证券*行业报告*政策+技术, 关注小金属与深加工 03.31

图 1: LME 铝价走势


资料来源: Wind, 宏源证券

图 2: SHFE 铝价走势


资料来源: Wind, 宏源证券

表 1: 云南省水电电价

时期	月份	电价变动	电价
枯水期	12 月至次年 4 月	上浮 20%	0.576 元/度
平水期	5 月和 11 月	基准电价	0.48 元/度
丰水期	6 月-10 月	下浮 15%	0.408 元/度
平均电价			0.49 元/度

资料来源

表 2: 产量假设 (单位: 万吨)

	产能	2010	2011E	2012E	2013E
氧化铝	80	0	20	80	80
电解铝	50	50	50	50	50
铝加工	31+30	32	36	45	50

资料来源: 宏源证券

表 3: 价格假设

	2011E	2012E	2013E
电解铝 (元/吨)	17000	18000	19000
电价 (元/度)	0.49	0.49	0.49

资料来源: 宏源证券

表 4: 业绩敏感性

	电解铝	电价
价格变化	1000 元/吨	0.01 元/度
EPS 变化	0.16	0.03

资料来源: 宏源证券

附表：盈利预测

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7325.79	7984.96	8592.31	9119.66
增长率(%)	40.62%	9.00%	7.61%	6.14%
归属母公司股东净利润	30.48	143.76	534.12	786.29
增长率(%)	-34.26%	371.69%	271.53%	47.21%
每股收益 (EPS)	0.02	0.09	0.35	0.51
每股经营现金流	-0.14	1.23	0.79	2.00
销售毛利率	7.51%	11.49%	19.68%	23.20%
销售净利率	0.67%	2.25%	8.88%	12.32%
净资产收益率 (ROE)	0.77%	3.58%	12.47%	16.82%
投入资本回报率 (ROIC)	1.71%	4.00%	9.34%	10.56%
市盈率 (P/E)	433	92	25	17
市净率 (P/B)	3	3	3	3

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7325.79	7984.96	8592.31	9119.66
减: 营业成本	6775.53	7067.23	6901.43	7003.68
营业税金及附加	8.18	7.98	8.59	9.12
营业费用	150.24	159.70	171.85	182.39
管理费用	254.85	279.47	300.73	319.19
财务费用	169.77	285.00	352.48	324.69
资产减值损失	8.40	11.98	12.89	13.68
加: 投资收益	15.89	3.99	17.18	18.24
公允价值变动损益	0.10	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-25.20	177.59	861.53	1285.15
加: 其他非经营损益	84.65	33.12	33.12	33.12
利润总额	59.46	210.71	894.65	1318.28
减: 所得税	10.57	31.01	131.62	195.01
净利润	48.89	179.70	763.03	1123.27
减: 少数股东损益	18.41	35.94	228.91	336.98
归属母公司股东净利润	30.48	143.76	534.12	786.29

资料来源：宏源证券研究所

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	2318.31	2395.49	2577.69	2735.90
应收和预付款项	868.70	399.70	857.96	427.90
存货	1250.30	1354.00	1189.20	1391.68
其他流动资产	0.79	0.79	0.79	0.79
长期股权投资	85.78	89.78	106.96	125.20
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	7077.26	8968.32	9992.25	9119.83
无形资产和开发支出	306.77	284.94	263.11	241.28
其他非流动资产	72.56	18.26	18.26	18.26
资产总计	11980.49	13511.27	15006.22	14060.84
短期借款	1303.20	1900.48	2796.33	3508.69
应付和预收款项	1082.75	1453.76	1034.16	1493.20
长期借款	4010.72	4466.07	4988.80	2141.90
其他负债	1028.74	1028.06	1028.06	1028.05
负债合计	7425.41	8848.37	9847.35	8171.84
股本	1183.98	1539.17	1539.17	1539.17
资本公积	2246.64	1891.45	1891.45	1891.45
留存收益	512.27	584.15	851.21	1244.35
归属母公司股东权益	3942.88	4014.77	4281.83	4674.97
少数股东权益	612.20	648.14	877.05	1214.03
股东权益合计	4555.08	4662.90	5158.87	5889.00
负债和股东权益合计	11980.49	13511.27	15006.22	14060.84

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	-217.86	1897.87	1214.40	3079.13
投资性现金净流量	-2091.72	-2521.25	-1836.39	-74.02
筹资性现金净流量	2740.56	700.55	804.20	-2846.91
现金流量净额	430.98	77.17	182.21	158.21

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员, 原材料组组长, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员, 金融学硕士, 3 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。