

云铝股份(000807)年报点评

业绩回升 融资压力不减

原材料/铝

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2012 年 4 月 5 日

投资要点：

- **公司业绩同比增长 200%多。**全年公司实现营业收入 80.06 亿元，同比增长 9.29%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.9672 亿元，同比增长 217.35%。EPS 为 0.06 元。但第四季度在电力成本上升的影响下，公司的营业利润亏损 500 多万，依靠政府补贴实现了 900 万的净利润。
- **公司毛利率自 2010 年回升。**2011 年公司的综合毛利率水平由 2010 年的 7.51% 上升至 10.23%。不过从季度上来看，受发改委在第四季度调升电力售价，第四季度的毛利率水平较前三季度低（10.97%），拉低了全年的平均水平。
- **公司氧化铝项目稳步推进。**公司是国内少数具有铝土矿资源的企业之一，已探获或基本明确的铝土矿储量为 1.36 亿吨，并仍在继续探索云南和东南亚等地的资源。公司文山氧化铝项目，矿山系统已建成投产，卖酒坪矿山已产出成品矿石约 8 万吨，红舍克矿山已完成试车投产。氧化铝厂区土建工程及安装工程均完成总量的 95%。
- **公司财务压力料将延续。**2011 年，为了支持项目建设，公司新增了 6 亿的短期借款，4.5 亿长期借款，同时还发行了 2 亿中期票据、通过售后租回融资了 5 个亿。2012 年公司面临的财务压力依旧，整体的利率环境仍较为严厉，而公司铝板带等项目融资压力不减，同时 2012 年公司一年内到期的长期债务将达到 10 多亿，这些贷款多是在 2009 年利率较低时借入的。这些贷款的展期，将使公司面临更高的利息和财务费用。
- **盈利预测与评级。**预计 2012 和 2013 年的业绩分别为 0.05 元和 0.12 元。给予谨慎推荐评级，以反映公司拥有的铝土矿资源及云南水电在中长期具有的价格优势。
- **风险提示：**铝价风险；项目进度风险；电力等原材料价格风险。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2011	800,612.54	9.28689	9,672.19	217.35	0.06	88.89
2012E	966,135.79	20.6746	7,376.55	-23.73	0.05	116.85
2013E	1,060,049.37	32.4048	17,787.16	83.90	0.12	48.46
2014E	1,196,524.31	12.8744	37,151.94	108.87	0.24	23.20

走势图



市场数据

2012/3/30

收盘价：	5.60 元
52 周最高价：	11.36 元
52 周最低价：	4.53 元
平均持仓成本：	6.42 元

基本数据

2011Q4

总股本（万股）：	153,917
流通 A 股（万股）：	153,917
每股收益（元）：	0.06
每股净资产（元）：	2.60
每股经营现金流（元）：	0.57
市净率：	2.15

分析师：陈炳辉

执业证书编号：S0550511070002

TEL: (8621)20361131

FAX: (8621)20361159

Email: chenbh@nescn.cn

地 址：上海市源深路 305 号

邮 编：200135

公司业绩同比增长 200% 多。全年公司生产铝锭及铝加工产品 53.73 万吨，实现营业收入 80.06 亿元，同比增长 9.29%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.9672 亿元，同比增长 217.35%。EPS 为 0.06 元。但第四季度在电力成本上升的影响下，公司的营业利润亏损 500 多万，依靠政府补贴实现了 900 万的净利润。

公司毛利率自 2010 年回升。2011 年公司的综合毛利率水平由 2010 年的 7.51% 上升至 10.23%。不过从季度上来看，受发改委在第四季度调升电力售价，第四季度的毛利率水平较前三季度低（10.97%），拉低了全年的平均水平。

公司期间费用率走高。在年度上，2011 年营业费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.16%，3.67% 和 3.01% 均高于 2010 年的 2.05%、3.48% 和 2.32%。随着公司产能与产品的扩张，公司加大了销售力度，人力成本提升了管理费用，而 2011 年，信贷紧张的局面使公司支付的利息费用上升。不过第四季度的三费水平都有所下降。

公司现金流状况较好。在经营性现金流方面，公司 2011 年实现了经营性净现金流入 8.72 亿，要高于公司创造的利润，主要源于公司存货和预付帐款都减少了 1 个多亿、应付帐款增加了 3 个多亿，对经营性现金流贡献大。在投资现金流方面，公司文山氧化铝及铝加工项目建设投资增加，公司投资现金流净流出 23 亿。2011 年公司借款融资 53 亿，实现了 15 个亿的筹资净现金流入。

经营计划。2012 年预计将生产铝锭及铝加工产品 65 万吨左右，预计实现营业收入 90 亿元左右。未来，公司将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及周边国家和地区铝资源优势，以打造“低成本竞争优势”为主要目标，积极构建电力—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，加快省内外及周边国家和地区资源开发与合作，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。

公司氧化铝项目稳步推进。公司是国内少数具有铝土矿资源的企业之一，已探获或基本明确的铝土矿储量为 1.36 亿吨，并仍在继续探索云南和东南亚等地的资源。公司文山氧化铝项目，矿山系统已建成投产，卖酒坪矿山已产出成品矿石约 8 万吨，红舍克矿山已完成试车投产。氧化铝厂区土建工程及安装工程均完成总量的 95%。

大力发展深加工，产业一体化格局正在形成。公司现有近 30 万吨铝加工产能，其中 10 万吨铝合金，6 万吨铝圆杆和 10 万吨铝板带。此外，公司还在建设 60 万吨铝板带及 15 万吨交通用铝型材项目。

能源优势有望扩大。一方面，云南水电资源丰富，装机容量大规模投产在即，公司中长期受益。公司地处云南，当地具有丰富的水电资源，经前期的规划与建设之后，将有大量的水电装机容量将在未来的 10 年内投产。云南水电的优势已使当地电价的上涨幅度低于全国水平，为电解铝企业创造于相对优势。另一方面，进入电力领域。公司拟与煤炭、电力行业战略合作伙伴共同以现金方式出资 2,000 万元，设立云南华坪泮鑫电力开发有限公司（公司出资比例不低于 51%），依托云南省华坪县煤炭、煤矸石资源优势，开展在云南省华坪县投资开发高效低热值煤炭发电项目的可行性研究、项目论证及项目报批等前期工作。

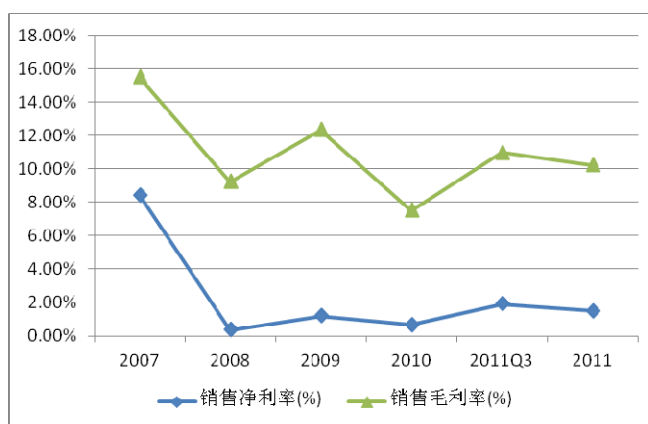
公司财务压力料将延续。2011 年，为了支持项目建设，公司新增了 6 亿的短期借款，

4.5 亿长期借款，同时还发行了 2 亿中期票据、通过售后租回融资了 5 个亿。2012 年公司面临的财务压力依旧，整体的利率环境仍较为严厉，而公司铝板带等项目融资压力不减，同时 2012 年公司一年内到期的长期债务将达到 10 多亿，这些贷款多是在 2009 年利率较低时借入的。这些贷款的展期，将使公司面临更高的利息和财务费用。

盈利预测与评级。预计，2012 和 2013 年的业绩分别为 0.05 元和 0.12 元。给予谨慎推荐评级，以反映公司拥有的铝土矿资源及云南水电在中长期具有的价格优势。

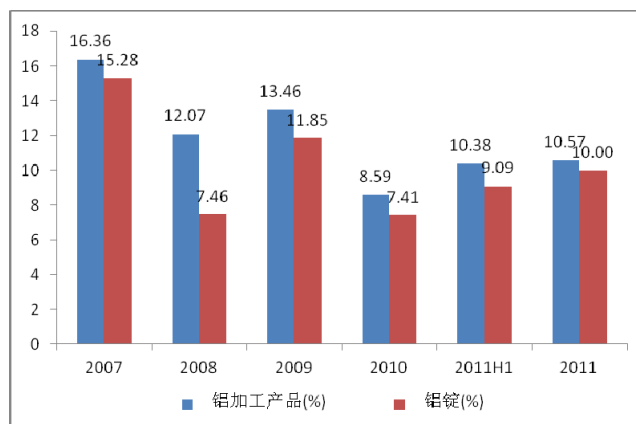
风险提示：铝价风险；项目进度风险；电力等原材料价格风险。

图 1 公司销售毛利率较 2010 年上升



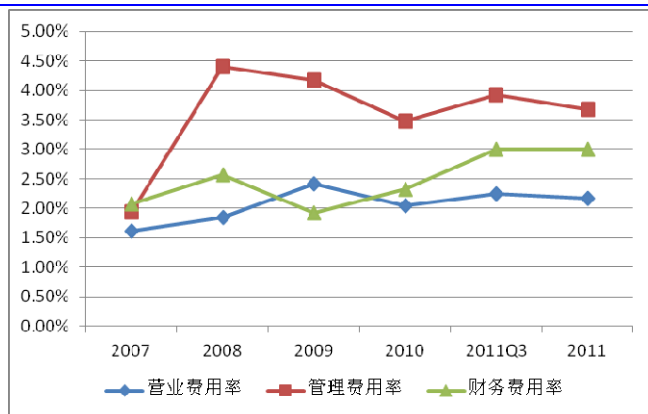
资料来源：WIND，东北证券。

图 2 公司主要产品的毛利率都有所增加



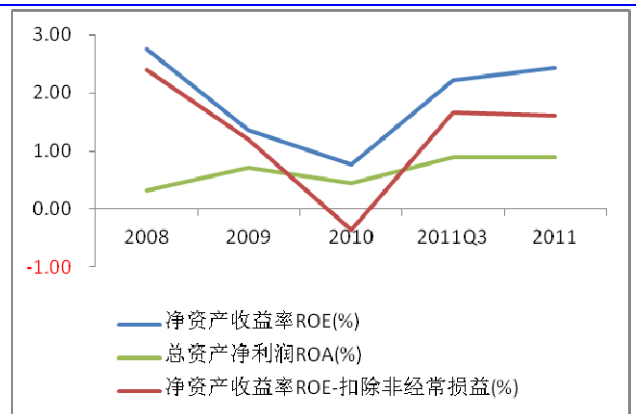
资料来源：WIND，东北证券。

图 3 公司的三费费用率小幅提升



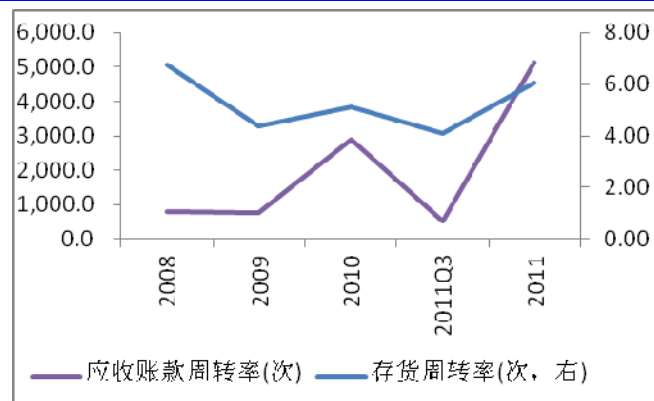
资料来源：WIND，东北证券。

图 4 公司的净资产收益率提升



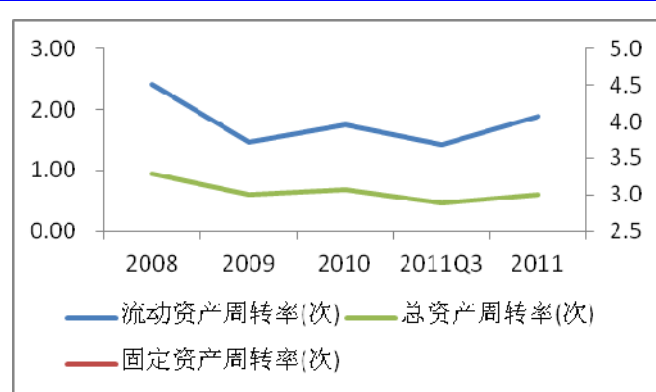
资料来源：WIND，东北证券。

图 5 公司的存货周转有所改善



资料来源：WIND，东北证券。

图 5 公司的资产周转情况良好



资料来源：WIND，东北证券。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。