

占据资源优势，转向中高端铝加工

——云铝股份（000807）三季度财报点评

2011年10月24日

推荐/首次

云铝股份

财报点评

林阳 有色金属行业首席分析师

执业证书编号：S1480510120003

李晨辉 lich@dxzq.net.cn 010-66554028

事件：

公司公布2011年三季报，前三季度营业收入58.94亿元，同比增长21.86%；净利润0.877亿元，同比增长542.78%。单季度实现营业收入19.03亿元，同比增长了17.36%，环比下降6.75%；净利润0.56亿元，同比增长2302.05%，环比增长94.3%。前三季度每股收益0.06元，单季每股收益0.037元。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	1524.99	1690.08	1621.64	2489.09	1950.19	2040.90	1903.13
增长率（%）	55.16%	43.23%	16.96%	49.92%	27.88%	20.76%	17.36%
毛利率（%）	11.13%	4.55%	7.10%	7.58%	8.43%	10.62%	13.94%
期间费用率（%）	9.16%	7.78%	8.58%	6.61%	9.02%	8.95%	9.57%
营业利润率（%）	1.88%	-4.27%	-1.23%	1.53%	-0.60%	1.46%	4.41%
净利润（百万元）	24.07	-12.21	-3.67	40.69	1.12	37.81	73.48
增长率（%）	-115.71%	-211.83%	-105.33%	-69.90%	95.35%	409.72%	2100.69%
每股盈利（季度，元）	0.017	-0.007	0.002	0.014	0.002	0.024	0.037
资产负债率（%）	56.17%	56.80%	59.38%	61.69%	61.41%	62.71%	63.42%
净资产收益率（%）	0.53%	-0.27%	-0.08%	0.89%	0.02%	0.80%	1.52%
总资产收益率（%）	0.23%	-0.12%	-0.03%	0.34%	0.01%	0.30%	0.56%

评论：

积极因素：

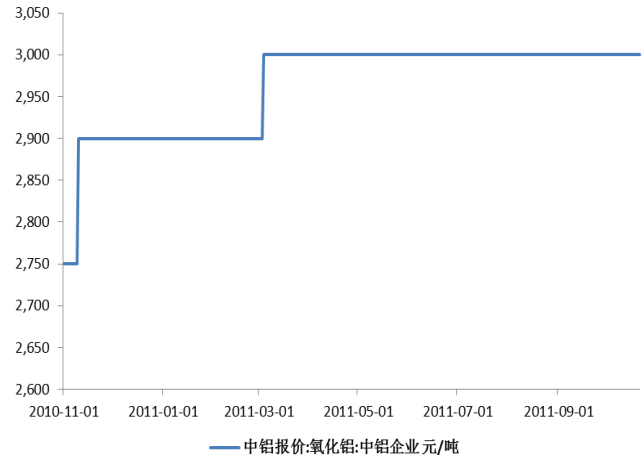
- **公司受益铝价阶段性上涨，业绩增长符合预期：**公司主要产品电解铝价格在3季度阶段性上涨，从5月份16640元/吨上涨至8月份18140元/吨，而且在此期间公司主要原材料氧化铝价格并未上涨，公司业绩受益铝价上涨。公司单季度实现营业收入19.03亿元，同比增长了17.36%；实现净利润0.56亿元，同比增长2302.05%，环比增长94.3%。
- **投资铝土矿项目，提高公司资源优势：**公司积极开发文山矿区铝土矿资源，并且在国际市场寻找新的优质矿山资源。公司计划收购中老铝业公司股份，目前已有初步合作意向。中老铝业拥有较高品味的铝土矿资源，开采成本也较为低廉。相比于国内同业公司，公司的资源优势明显。

图 1: 国内现货铝价格



资料来源: 长江有色金属市场, 东兴证券

图 2: 中铝氧化铝价格

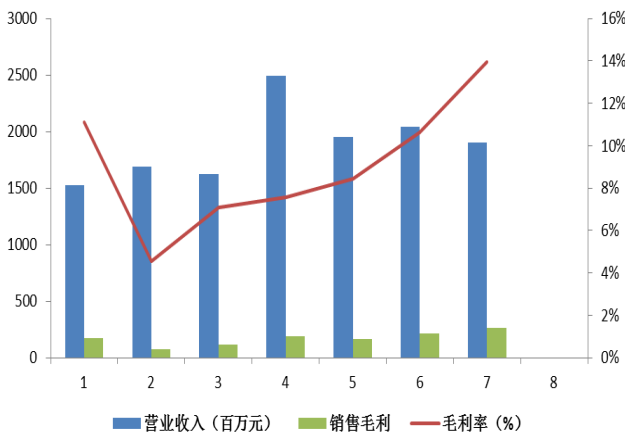


资料来源: 中国铝业, 东兴证券

- **转向中高端铝加工业务，提高产品附加值：**公司年产4万吨耐热、高强度铝合金圆杆项目目前已经全面达产，8万吨中高端宽幅铝合金板带项目正积极推进，项目铸轧生产线已基本达产，冷轧生产线正在进行生产工艺流程的梳理和磨合，装饰带材、铝箔坯料等部分高附加值冷轧产品正在进行试生产，下一步将开展提升高附加值产品质量和批量稳定性生产工作。

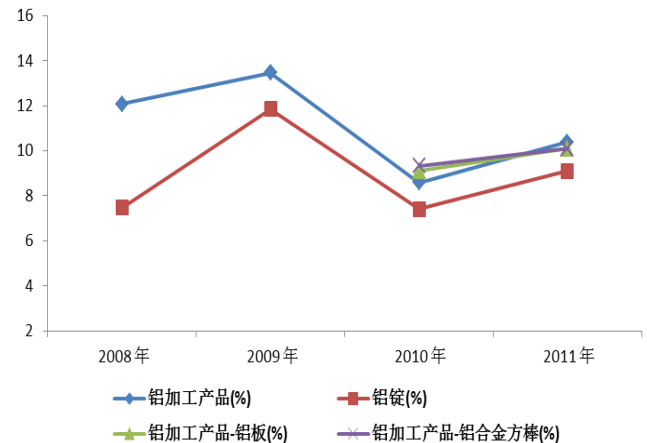
中高端铝加工业务的提升将显著改善公司的盈利能力，提高产品的毛利率，使得公司能够在行业不景气或者铝价大幅波动的情况下仍然保持较强的竞争力和盈利能力。

图 3: 单季度营业收入、销售利润和销售毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 公司主营产品毛利率



资料来源: 公司公告, 东兴证券

- **公司费用率保持稳定，环比小幅上涨：**公司综合费用率保持在9.5%左右，费用支出稳定，前三季度公司销售费用、管理费用及财务费用共计1.82亿元，比去年同期持平，单季度费用率环比小幅增长，主要是用于公司产品的销售和偿还银行贷款利息。

表 1：公司 2011 年费用增长情况（单位：百万元，%）

项目	Q1		Q2		Q3	
	数值	费用率	数值	费用率	数值	费用率
销售费用	41.99	2.35%	45.07	2.47%	45.26	2.76%
管理费用	76.56	4.29%	80.01	4.39%	74.46	4.55%
财务费用	57.29	3.21%	57.48	3.15%	62.37	3.81%
费用合计	175.84	9.85%	182.56	10.01%	182.10	11.12%

资料来源：公司公告、东兴证券

消极因素：

- **铝价波动对公司业绩影响较大：**目前公司产品主要为铝锭和铝加工产品，主营收入对铝价较为敏感，如果市场发生变化，铝产品出现销售困难或价格下降，将会对公司的经营业绩产生较大的不利影响，因此存在铝价波动的风险。

业务展望：

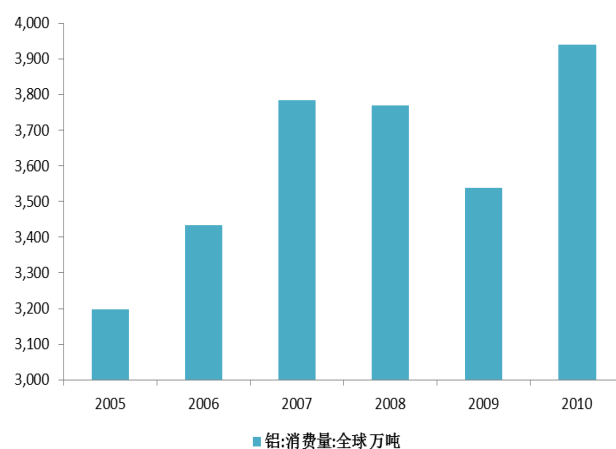
- **占据资源优势，转型中高端铝加工，看好公司未来业绩表现：**1) 投资铝土矿项目，提高公司资源优势，公司积极开发文山矿区铝土矿资源，并且在国际市场寻找新的优质矿山资源；2) 铝价有望缓慢回升，商品研究机构CRU表示，在众多工业金属中，铝金属每年的需求增长幅度最大，LME铝价今年下跌10%，在六种工业金属中降幅最小，预计到2015年后，铝金属将供不应求，因此我们看好铝价未来表现。公司因此也将受益铝价上涨带来的业绩增长。

图 5：2003—2011 年国内长江有色市场铝价变化



资料来源：长江有色市场、东兴证券

图 6：2005—2011 年全球铝消费量（单位：万吨）



资料来源：CRU、东兴证券

盈利预测与投资建议：

- 我们预计公司2011年~2013年的EPS分别为：0.092元、0.272元、0.321元，对应的动态PE分别为67.62、

22.76、19.30倍，公司占据铝土矿资源优势，转向中高端铝加工业务，逐步提高产品附加值，具备较好的稳定增长趋势，行业未来前景乐观，首次给予公司“推荐”投资评级。

风险提示：

- 铝产品价格大幅波动对业绩造成的影响
- 氧化铝价格上涨以及国家产业政策的变化对公司业绩的影响

表 2：盈利预测及关键指标

万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7,325.79	8,004.00	9,285.30	9,749.57
(+/-)%	40.62%	9.26%	16.01%	5.00%
经营利润（EBIT）	440.67	1,204.43	1,498.14	1,609.68
(+/-)%	7.96%	173.31%	24.39%	7.45%
净利润	30.48	133.31	396.11	467.19
(+/-)%	-34.26%	337.38%	197.15%	17.94%
每股净收益（元）	0.026	0.092	0.272	0.321

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	7,325.79	8,004.00	9.26%	9,285.30	16.01%	9,749.57	5.00%
营业成本	6,775.53	7,211.40	6.43%	8,126.72	12.69%	8,453.26	4.02%
营业费用	150.24	164.08	9.21%	190.35	16.01%	199.87	5.00%
管理费用	254.85	278.54	9.30%	323.13	16.01%	339.28	5.00%
财务费用	169.77	288.10	69.69%	262.15	-9.01%	287.22	9.56%
投资收益	15.89	20.00	25.90%	20.00	0.00%	20.00	0.00%
营业利润	(25.20)	72.38	N/A	392.04	441.67%	478.51	22.06%
利润总额	59.46	162.38	173.09%	482.04	196.87%	568.51	17.94%
所得税	10.57	28.87	173.12%	85.71	196.87%	101.08	17.94%
净利润	48.89	133.51	173.09%	396.33	196.87%	467.43	17.94%
归属母公司所有者的净利润	30.48	133.31	337.38%	396.11	197.15%	467.19	17.94%
NOPLAT	118.88	296.38	149.32%	537.87	81.48%	629.59	17.05%

资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	2,207.50	967.27	-56.18%	892.81	-7.70%	487.48	-45.40%
交易性金融资产	0.79	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	0.01	7.68	71806.29%	8.90	16.01%	9.35	5.00%
预付款项	776.42	811.03	4.46%	850.04	4.81%	890.61	4.77%
存货	1,250.30	1,323.74	5.87%	1,491.75	12.69%	1,551.69	4.02%
流动资产合计	4,327.46	4,000.55	-7.55%	3,360.49	-16.00%	3,061.97	-8.88%
非流动资产	7,561.93	6,663.35	-11.88%	5,819.46	-12.66%	4,975.57	-14.50%
资产总计	11,889.39	10,663.91	-10.31%	9,179.95	-13.92%	8,037.54	-12.44%
短期借款	1,303.20	0.00	N/A	0.00	N/A	675.84	N/A
应付帐款	825.35	889.08	7.72%	1,001.92	12.69%	1,042.18	4.02%
预收款项	34.06	35.66	4.70%	37.52	5.21%	39.47	5.20%
流动负债合计	3,167.51	2,270.26	-28.33%	2,407.53	6.05%	3,133.63	30.16%
非流动负债	4,166.80	4,101.59	-1.56%	4,064.59	-0.90%	4,064.59	0.00%
少数股东权益	612.20	612.40	0.03%	612.62	0.04%	612.86	0.04%
母公司股东权益	3,942.88	3,679.66	-6.68%	2,095.21	-43.06%	226.46	-89.19%
净营运资本	1,159.95	1,730.30	49.17%	952.96	-44.92%	(71.66)	N/A
投入资本 IC	7,949.21	7,942.51	-0.08%	6,432.74	-19.01%	5,730.40	-10.92%

现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	48.89	133.51	173.09%	396.33	196.87%	467.43	17.94%
折旧摊销	296.10	0.00	N/A	843.95	N/A	843.95	0.00%

净营运资金增加	624.72	570.35	-8.70%	(777.33)	N/A	(1,024.62)	N/A
经营活动产生现金流	(219.54)	1,283.69	N/A	1,395.96	8.75%	1,522.69	9.08%
投资活动产生现金流	(2,091.72)	(769.71)	N/A	809.30	N/A	19.30	-97.62%
融资活动产生现金流	2,740.56	(1,754.21)	N/A	(2,279.71)	N/A	(1,947.32)	N/A
现金净增(减)	429.30	(1,240.23)	N/A	(74.46)	N/A	(405.33)	N/A

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所基础工业组负责人，2011年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。