

产业链优势明显 进入产能释放期

——云铝股份（000807）调研快报

2011年12月7日

推荐/维持

云铝股份

调研快报

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：

近日我对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展情况和今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点：

1. 正在形成完整的铝产业链布局，水电直购将是关键因素之一

公司正在打造“水电——铝土矿——氧化铝——电解铝——铝加工”完整产业链，随着水电直购和文山铝土矿和氧化铝项目逐步推进，在未来两年公司有望进入新的发展阶段。

其中水电直购将对公司未来成本下降起到重要作用，云南省是水电丰富大省，未来水电增长空间很大，而本地区的载能产业体量相对较小，南方电网非常希望本地区电解铝产业能够发展起来，前期发电企业、电网和企业的谈判已经进入实质性阶段，但由于国家对高能耗产业政策的限制，影响了直购电谈判的进程，未来云南省作为桥头堡的差异化产业政策有利于公司抓住发展机遇，预计公司在未来一段时期内仍有取得突破的可能，公司目前的电价 0.5 元，本次电价上涨了 0.018 元，属于涨幅较小省份，未来直购电试点有望使得公司电价下降 10%以上，将大幅降低生产成本，以公司吨电耗 13300 计算可节省成本超过 600 元。

图 1：2010 年全国主要地区平均上网电价（单位：元/千瓦时）



资料来源：中国电监会、东兴证券

2. 建立上游资源体系，大幅提高资源自给率

文山铝土矿和氧化铝项目的建设，使得公司上游资源自给率未来将大幅提高。文山铝土矿合计氧化铝资源储量 1.36 亿吨，品位 50%左右，铝土矿规划产能为 192 万吨，2011 年试生产 8 万吨，预计 2012 年将能够实现 50%的产能达到 96 万吨，2013 年全部达产 192 万吨。

文山氧化铝规划产能 80 万吨，2012 年可实现 50% 产能达到 40 万吨，2013 年全部达产 80 万吨产能，氧化铝平均成本为 2000 元左右。

表 1：公司氧化铝和电解铝产能

		股权	产能（万吨）	生产成本（元/吨）	进度
氧化铝	文山氧化铝厂	92.3%	80	2000	2013 年建成
电解铝	公司本部	100%	30	12200~12300	100%
	云铝润鑫	56.7%	20	12200~12300	100%

资料来源：公司资料，东兴证券

3. 铝材深加工产能将大幅增长

公司积极拓展中高端铝加工业务，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。公司与控股股东云南冶金集团共同出资 2 亿元，在丽江市投资建设年产 15 万吨的交通用铝型材，该产品主要用于城市轨道交通建设用铝型材。预计产品毛利率在 15%~20%。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。未来 2 年，公司铝加工产能将大幅扩大，到 2014 年公司铝材产能将超过 110 万吨，为公司带来新的利润增长点。

表 2：公司铝材业务表

产品类型	产能（万吨）	用途	加工费	开工率
铝合金	19	汽车轮毂	600~800	100%
铝圆杆	6	电线电缆	600	100%
铝板带	10	建筑、PS 版	2000~5000	2012 年全部达产
合计	35			

资料来源：公司资料，东兴证券

4. 中老铝业有注入预期

中老铝业有注入上市公司承诺但无时间表，该矿品位高成本低，未来将成为公司资源的增长点，预计未来将会逐步有实质性进展。另外集团中的滇西铝土矿也在勘查之中，远景储量可观，是公司远景资源储备。

结论：

公司产业链完整，水电直购和上游原材料体系的建立将带来成本较大幅度下降，深加工项目产能也大幅增加，未来 2-3 年是产能释放期，公司将进入新的跨越式发展阶段。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，维持公司“推荐”投资评级。

风险提示：

- 1) 铝产品价格大幅波动对业绩造成的影响
- 2) 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 3：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，研究所投资品组负责人，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。