

2011年8月17日

云铝股份

铝土矿资源仍具有较大增长空间

持有

A

000807.SZ - 人民币 8.89

目标价格: 人民币 9.90 (▼12.30)

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

云南铝业公告 2011 年上半年净利润为 3,136 万元 (每股收益为 0.02 元), 较去年同期大涨 177%, 这主要是由于铝价同比上涨约 5% 以及销量增加。公司将力争 80 万吨氧化铝项目年内实现试生产。公司公告获得了云南省丘北县大铁铜多金属矿普查、丘北县黑侧铜多金属矿详查两个探矿权, 目前正在开展铝土矿资源勘查; 此外, 公司在今年 4 月底就投资开发老挝境内的铝土矿、氧化铝项目与中老铝业达成初步合作意向, 由此我们预计公司未来铝土矿资源仍具有较大增长空间。由于 A 股有色金属公司估值下降, 我们将目标价格由 12.30 元下调至 9.90 元人民币, 对该股维持持有评级。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(3)	(3)	(1)	26
相对新华富时A50指数(%)	4	5	7	33

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,539
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	6,704
3个月日均交易额(人民币 百万)	156
净负债比率(%)	135
主要股东(%)	
云南冶金集团总公司	49

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

支撑评级的要点

- 铝需求回暖、电价上升带动铝价上涨;
- 氧化铝项目投产后公司生产成本可保持在低水平;
- 公司有丰富的铝土矿资源。

评级面临的风险因素

- 未来铝行业供应仍然过剩;
- 公司下游加工项目盈利前景不清晰;
- 未来资本开支较大。

估值

- 我们将目标价格由 12.30 元下调至 9.90 元人民币, 这是基于 3.7 倍 2011 年市净率, 我们对该股维持持有评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E		
销售收入(人民币 百万)	5,09	6,785	8,27	5	8,709	8,900	
变动(%)	(15)	33	22	5	2		
净利润(人民币 百万)	46	30	225	276	482		
全面摊薄每股收益(人民币)	0.033	0.020	0.14	6	0.180	0.313	
变动(%)	(35.8)	(39.7)	639.6	22.6	74.4		
市场预期每股收益(人民币)		0.117	0.45	3	0.784		
原先预测摊薄每股收益(人民币)		-	-0.15	7	0.383		
调整幅度(%)			(6.6)	(53.1)	N/A		
核心每股收益(人民币)	0.03	3	0.020	0.14	6	0.180	0.313
变动(%)	(35.8)	(39.7)	639.6	22.6	74.4		
全面摊薄市盈率(倍)	270.	8	449.0	60.7	49.5	28.4	
核心市盈率(倍)	270.	8	449.0	60.7	49.5	28.4	
每股现金流量(人民币)	(0.06)	(0.09)	0.78	0.75	1.00		
价格/每股现金流量(倍)	(148.5)	(103.2)	11	.4	11.9	8.9	
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.1		36.1	21.5	18.7	14.0	
每股股息(人民币)	0.03	5	0.035	0.20	1	0.246	0.429
股息率(%)		0.4	0.4	2.3	2.8	4.8	

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年 2 季度盈利大幅回升

云铝股份公告 2011 年上半年净利润为 3,136 万元（每股收益为 0.02 元），较去年同期大涨 177%，这主要是由于铝价同比上涨约 5% 以及销量增加。另外，我们计算公司 2 季度实现净利润约 2,843 万元，而 1 季度仅为 292 万元，我们估计这和 2 季度销量增加以及电价有所下降有关。

图表 2. 季度利润及毛利率

	08 年 1 季度	08 年 2 季度	08 年 3 季度	08 年 4 季度	09 年 1 季度	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度	10 年 1 季度	10 年 2 季度	10 年 3 季度	10 年 4 季度	11 年 1 季度	11 年 2 季度
净利润(人民币, 百万)	77.3	70.3	58.6	(136.4)	(129.0)	13	54	108	19.8	(8.5)	2.3	16.8	2.9	28
毛利率(%)	11.2	12.6	11.0	0.1	2.0	13.1	16.9	13.8	11	4.4	7.1	7.4	8.4	10.5

资料来源：公司数据

上半年生产正常

11 年上半年，公司共生产原铝 263,584 吨，同比增长 14.05%；生产铝锭及铝加工产品 260,862 吨，同比增长 11.85%；销售铝锭及铝加工产品 262,005 吨，同比增长 20.42%。公司 2011 年生产经营计划为生产原铝 50 万吨左右，生产铝锭及铝加工产品 50 万吨左右，上半年实现了预定的生产经营计划。

氧化铝项目预计 11 年内试生产

截至 11 年上半年底，文山 80 万吨氧化铝项目主体设备安装已全部完成，管道安装完成 80%；电气安装完成 70%；煤气站除备煤系统外全部转入设备安装。卖酒坪矿山已完成空负荷试车，预计将很快进入带料试生产阶段；红舍克矿山正在开展空负荷调试工作。氧化铝厂将择机进行试车，公司将加快设备调试和试生产工作，力争今年年内将实现矿山、氧化铝厂全流程试生产。虽然如此，这仍晚于 2010 年报中提出的 2011 年年中建成进行试生产的目标（公司原计划 2010 年底全面建成投产，但受制于项目建设区域气候条件，主要是文山州雨季旱季明显，且 2010 年云南省遭受百年不遇干旱，影响项目建设电力供应，雨季到来则无法施工，另外设备采购到货期延迟，因此公司在年报中将投产期延至 2011 年中）。

公司规划到 2015 年，自有氧化铝产能达到 200 万吨/年，铝加工总产能达到 100 万吨/年。

未来铝土矿资源增长空间较大

目前公司拥有的文山州铝土矿已探明储量达 1.1 亿吨，公司在 11 年中报中公告，公司控股子公司云南文山铝业有限公司获得了云南省丘北县大铁铜多金属矿普查、云南省丘北县黑侧铜多金属矿详查两个探矿权，探矿权面积分别为 50.57 平方公里、42.35 平方公里，目前正在开展铝土矿资源勘查，待资源勘查工作结束后进行资源评审，并提交云南省国土资源厅备案。

此外，为充分发挥区位优势，公司计划在东南亚周边国家具有铝土矿、电力资源优势的地区进行投资，实施境外资源开发，提高资源保障率。公司在今年 4 月底就投资开发中老铝业在老挝境内的铝土矿开采、氧化铝生产综合项目达成初步合作意向，由公司收购中老铝业股权，实现绝对控股，主导项目投资开发建设。今年 8 月 12 日，公司决定成立云铝国际有限公司，以构建海外资源整合与开发、海外市场开拓及海外项目投融资平台。

其它在建项目进展情况

公司在 08 年 1 月通过增发新股募集资金 10.6 亿人民币，主要投资于两条高附加值铝材生产线(8 万吨中高强度、宽幅铝合金板带和 4 万吨耐热、高强度铝合金圆杆)，其中 4 万吨铝合金圆杆项目于 2009 年 4 月投产，目前全面达产；8 万吨铝合金板带项目从 2010 年 10 月份逐步开始试生产，目前铸轧生产线已基本达产，冷轧生产线已完成设备调试，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。但截至 11 年 6 月底，冷轧线调试过程中的生产效率、产品规格、产品质量等指标未达到设计水平，目前只能生产出初级产品。公司下一步将开展幕墙板材、合金板材、PS 版基的试生产工作，公司希望年内完成冷轧生产线的生产工艺流程的梳理和磨合工作，在 2011 年四季度生产出达到设计标准的产品，并正式投产。

截至 2011 年上半年，云南云铝涌鑫铝业有限公司年产 30 万吨铝板带项目建设稳步推进，生产车间厂房主体结构全部完成，已进行屋面瓦的安装，主辅原料仓库及转运钢柱、钢屋架、吊车梁等厂房主体结构及墙面瓦安装完成，综合维修基础及待班室主体结构，工艺车库基础混凝土浇筑完成；主要设备采购已完成，将陆续进场进行安装调试。截至 2011 年 6 月 30 日，项目累计完成投资 70,843 万元。

2010年10月，公司与控股股东云南冶金集团成立云南云铝泽鑫铝业有限公司，在具有能源优势和铝资源优势的云南省曲靖市富源县投资建设年产30万吨哈兹莱特法铝合金板带工艺开发项目，公司出资比例为60%，建设投资32.36亿元，项目分两期建设，一期投资为18亿元，二期投资为14.36亿元，建设期为4年，预计将于2014年内全部建成投产。11年上半年，该项目先后取得了项目地质灾害评估报告备案、压覆矿产资源调查结果备案、项目用地规划和建设工程规划许可证；获得了水土保持方案、项目初步设计、土地复垦方案、用地预审意见等评审批复。完成了项目用地征地、勘测定界和土地地价评估、外部供电方案可研的评审等工作，实现了现场“三通”（通水、通电、通路）。截至6月底累计完成投资10,248万元。

未来产业链可能延伸至水电

公司计划未来依托自有资源大力发展氧化铝，还将依托云南的水电资源优势加快构建水电铝产业发展模式，高起点发展铝加工。公司将加快实施“一体化”和“水电铝”两大战略，打造“水电—铝土矿—氧化铝—电解铝—铝加工”完整产业链。

11年3季度盈利展望

由于国内铝库存大幅降低，进入7月后，国内铝价大幅拉升，虽然8月后由于受美国债务评级下调影响铝价出现回调，但由于夏季电力紧缺的影响，我们估计国内铝价也难以大幅下跌，并可能随着9月后需求恢复，铝价出现回升。此外，由于3季度公司执行丰水期电价，我们估计电价较2季度低近14%，按照目前的铝价，公司铝业务可能有1,000元/吨以上的利润空间，大大好于2季度的水平。因此，我们预计公司3季度盈利有望大幅上升。

图表 3. 铝价假设 (人民币/吨)

	2011E	2012E	2013E
铝价假设	17,500	18,200	18,200

资料来源：中银国际研究

维持持有评级。公司拥有丰富的铝土矿储备，未来产业链还计划延伸至水电，可能成为 A 股中唯一拥有“水电—铝土矿—氧化铝—电解铝—铝加工”完整产业链的铝生产商，从而大大增强公司的竞争能力。由于 A 股有色金属公司估值下降，我们将目标价格由 12.30 元下调至 9.90 元人民币，这是基于 3.7 倍 2011 年市净率，我们对该股维持持有评级。

图表 4.2011 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变化%
销售收入	3,215	3,991	24
销售成本	(2,969)	(3,610)	22
营业税	(4)	(2)	(53)
毛利润	243	379	56
其他营业收入	0	0	n/a
分销费用	(67)	(87)	30
管理费用	(130)	(157)	21
其它经营费用	(17)	(0)	n/a
经营利润	28	136	378
财务费用	(74)	(115)	55
投资收入	2	2	19
其它非营业性收入	57	28	(51)
税前利润	13	51	300
税金	(1)	(12)	n/a
少数股东权益	(1)	(8)	n/a
净利润	11	31	177
全面摊薄每股收益 (元)	0.007	0.020	177
盈利能力 (%)			
毛利率	7.6	9.5	
经营利润率	0.9	3.4	
净利率	0.4	0.8	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	5,091	6,785	8,275	8,709	8,900
销售成本	(4,460)	(6,252)	(7,169)	(7,436)	(7,279)
经营费用	(112)	(116)	(140)	(68)	42
息税折旧前利润	520	417	966	1,206	1,663
折旧及摊销	(252)	(288)	(370)	(495)	(617)
经营利润(息税前利润)	268	129	596	710	1,046
净利息收入(费用)	(100)	(171)	(263)	(306)	(340)
其他收益/(损失)	(106)	102	2	2	2
税前利润	62	59	336	406	708
所得税	0	(11)	(50)	(61)	(106)
少数股东权益	(15)	(18)	(60)	(69)	(120)
净利润	46	30	225	276	482
核心净利润	46	30	225	276	482
每股收益(人民币) 0.03	3	0.020	0.146	0.180	0.313
核心每股收益(人民币) 0.03	3	0.020	0.146	0.180	0.313
每股股息(人民币) 0.03	5	0.035	0.201	0.246	0.429
收入增长(%)	(15)	33	22	5	2
息税前利润增长(%)	197	(52)	364	19	47
息税折旧前利润增长(%)	59	(20)	132	25	38
每股收益增长(%)	(36)	(40)	640	23	74
核心每股收益增长(%)	(36)	(40)	640	23	74

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	62	59	336	406	708
折旧与摊销	252	288	370	495	617
净利息费用	100	171	263	306	340
运营资本变动	(374)	(529)	134	(49)	(35)
税金	(127)	(121)	99	(12)	(95)
其他经营现金流	3	(1)	0	0	0
经营活动产生的现金流	(85)	(133)	1,202	1,147	1,536
购买固定资产净值	(1,468)	(2,198)	(3,420)	(2,320)	(1,410)
投资减少/增加	(52)	1	0	0	0
其他投资现金流	(14)	24	2	2	2
投资活动产生的现金流	(1,534)	(2,173)	(3,418)	(2,318)	(1,408)
净增权益	1,17	9	0	0	0
净增债务	566	2,857	1,216	1,067	667
支付股息	(84)	(36)	(36)	(263)	(322)
其他融资现金流	(178)	(87)	(263)	(306)	(340)
融资活动产生的现金流	1,482	2,735	918	497	5
现金变动	(136)	429	(1,298)	(673)	133
期初现金	1,91	4	1,778	2,208	909
公司自由现金流	(1,582)	(2,292)	(2,216)	(1,170)	128
权益自由现金流	(1,128)	387	(1,263)	(410)	455

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
现金及现金等价物	1,77	8	2,208	909	236	369
应收帐款	5	3	4	4	4	4
库存	1,39	1	1,250	1,275	1,341	1,371
其他流动资产	842		866	888	923	908
流动资产总计	4,016	4,327	3,076	2,505	2,652	
固定资产	5,33	3	7,077	10,128	11,953	12,746
无形资产	142		307	306	305	304
其他长期资产	197		178	176	173	171
长期资产总计	5,673	7,562	10,609	12,431	13,221	
总资产	9,689	11,889	13,685	14,936	15,874	
应付帐款	1,52	5	994	1,140	1,182	1,157
短期债务	1,74	0	2,177	3,203	3,470	3,637
其他流动负债	216		(3)	183	242	258
流动负债总计	3,481	3,168	4,526	4,894	5,051	
长期借款	1,59	0	4,011	4,200	5,000	5,500
其他长期负债	118		156	155	155	155
股本	1,18	4	1,184	1,539	1,539	1,539
储备	2,79	6	2,759	2,594	2,607	2,767
股东权益	3,979	3,943	4,133	4,146	4,306	
少数股东权益	521		612	672	741	862
总负债及权益	9,689	11,889	13,685	14,936	15,874	
每股帐面价值(人民币)	3.36		3.33	2.69	2.69	2.80
每股有形资产(人民币)	3.24		3.07	2.49	2.50	2.60
每股净负债/(现金)(人民币)	1.31		3.36	4.22	5.35	5.70

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E		
盈利能力 (%)							
息税折旧前利润率	10.2		6.1	11.7	13.8	18.7	
息税前利润率	5.3		1.9	7.2	8.2	11.7	
税前利润率	1.2		0.9	4.1	4.7	8.0	
净利率	0.9		0.4	2.7	3.2	5.4	
流动性							
流动比率(倍)		1.2	1.4	0.7	0.5	0.5	
利息覆盖率(倍)	2.2		0.7	2.3	2.3	3.1	
净权益负债率(%)	34.5		87.4	135.2	168.5	169.7	
速动比率(倍)	0.8		1.0	0.4	0.2	0.3	
估值(倍)							
市盈率	270.		8	449.0	60.7	49.5	28.4
核心业务市盈率	270.		8	449.0	60.7	49.5	28.4
目标价对应核心业务市盈率	301.5	500.	0	67.6	55.2	31.6	
市净率	2.6		2.7	3.3	3.3	3.2	
价格/现金流	(148.5)	(103.2)		11.4	11.9	8.9	
企业价值/息税折旧前利润	24.1		36.1	21.5	18.7	14.0	
周转率							
存货周转天数	85.0		77.1	64.3	54.8	55.6	
应收帐款周转天数	0.5		0.2	0.2	0.2	0.2	
应付帐款周转天数	79.0		67.8	47.1	48.6	48.0	
回报率 (%)							
股息支付率	90.1		137.1	137.1	137.1	137.1	
净资产收益率	1.4		0.8	5.6	6.7	11.4	
资产收益率	3.1		1.0	4.0	4.2	5.8	
已运用资本收益率	4.1		1.5	5.2	5.6	7.6	

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371