

云铝股份 (000807)

增持/维持评级

股价: RMB5.6

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

联系人

陆冰然

(0755)2380 5914

lubr@mail.htlhsc.com.cn

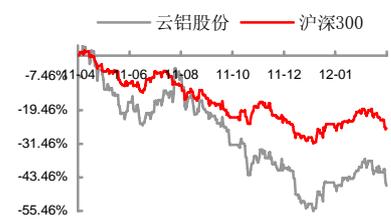
相关研究

- 《下游延伸步履坚定》(2011/09/13)
- 《梦源铝土, 渐行渐近》(2011/08/15)
- 《梦想的一半已在手边》(2011/04/25)
- 《完整产业链, 指日可待》(2010/10/31)
- 《负重前行》(2010/08/18)
- 《业绩略低于预期, 长期前景乐观》(2010/03/11)
- 《非经常性损失可以滤过》(2010/10/23)

基础数据

总股本(百万股)	1,539
流通 A 股(百万股)	1,539
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	8,619

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

路遥方能知马力

—2011 年报点评

- 公司 3 月 30 日晚发布 2011 年年报, 全年实现营业收入 80 亿元, 同比增长 9.29%, 归属上市公司股东净利润 0.967 亿元, 同比增长 217.35%; 四季度归属上市公司股东净利润 900 万元, 同比下滑 46.5%, 环比下降 84%; 全年实现每股收益 0.063 元, 业绩略低于预期。
- 公司 2011 年四季度业绩大幅下滑主要原因在于: 国内货币紧缩政策效果逐渐显现, 投资和工业产出增速下滑; 海外经济受债务危机的影响持续走弱。国内外经济环境共同影响, 导致铝价下跌, 四季度国内平均铝价下跌约 8.45%; 从行业层面来看, 今年公司电解铝业务盈利面临较大挑战。国内投资增速的下滑和新增产能的陆续投产, 使得供需两方面的压力并存, 铝价较难出现趋势性好转。2011 年末, 云南省地区平均销售电价上调约 1.8 分/度, 尽管上调幅度低于全国平均水平, 但同样给成本带来较大压力。
- 能源布局落子寻路。**公司前期公告称, 为加快实施“铝电一体化”, 公司依托云南省华坪县煤炭、煤矸石资源优势, 与煤炭、电力行业合作, 开展在云南省华坪县投资开发高效低热值煤发电项目的可行性研究等前期工作。这意味着公司在能源供应方面也开始筹措布局。公司地处水电资源丰富的西南地区, 但由于省内电力外输和电网负荷的影响, 公司用电成本一直没有明显优势; 此外, 由于水电供应存在枯丰季节的差异, 也对企业生产产生一定不良影响。公司依托省内煤炭资源发展热电项目, 可以有效弥补枯水季节电力供应不足的问题, 同时自身拥有电厂, 也可避免国家电价调节产生的成本压力, 对企业长期发展大有裨益。
- 资源优势为公司长期发展铺平道路。**我国铝土矿资源对外依存度较高, 接近 50%, 2011 年从印尼进口量占比约 80%。近期媒体报道, 印尼政府限制国内铝土资源出口的时间表可能提前, 一旦印尼禁止铝土原矿出口, 国内氧化铝和电解铝产业将会面临较大的资源困境。我们判断, 即使印尼出限制的落实不会在短时间内落实, 但从长期来看, 国内资源缺乏和海外资源的控制, 势必会对上游资源价格造成影响。公司作为国内少数拥有铝土资源的企业, 且自给水平较高, 在长期竞争中拥有较大优势。

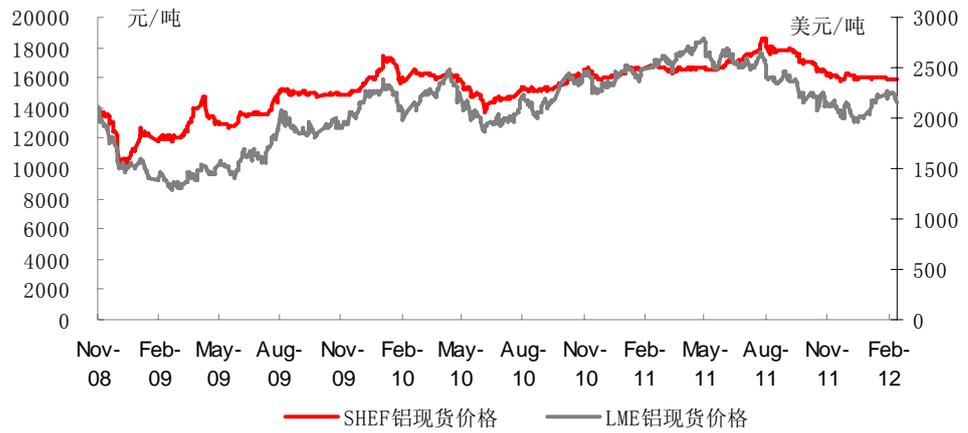
经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	8006.1	9537.0	11945.0	14481.0
(+/-%)	9.3	19.1	25.2	21.2
归属母公司净利润(百万元)	96.7	62.0	163.0	282.0
(+/-%)	217.4	-35.9	162.9	73.0
EPS(元)	0.06	0.04	0.11	0.18
P/E(倍)	89.1	139.3	52.7	30.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- **调整盈利预测。**在 2012-2013 年铝价 16200、16500 元/吨的假设下，我们预计公司 2012-2013 年每股收益为：0.04、0.11 元/股。维持“增持”的评级。

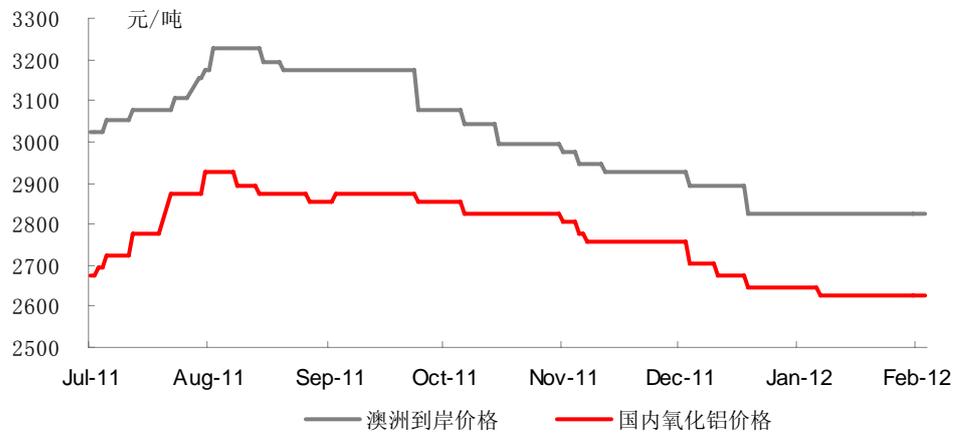
风险提示：铝价波动给公司带来的经营风险；氧化铝项目建设低于预期。

图 1： 国内外铝现货价格走势



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 2： 氧化铝价格走势



资料来源：Bloomberg，亚洲金属网，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4103	4224	4777	5280	营业收入	8006	9537	11945	14481
现金	2255	2385	2504	2554	营业成本	7187	8567	10585	12687
应收账款	3	4	5	6	营业税金及附加	17	15	20	25
其他应收款	86	110	135	163	营业费用	173	206	258	313
预付账款	622	514	635	761	管理费用	294	350	438	531
存货	1121	1199	1482	1776	财务费用	241	362	454	550
其他流动资产	15	12	17	20	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	10773	11728	11824	12119	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	114	105	108	107	投资净收益	4	4	4	4
固定资产	3842	8888	9846	9973	营业利润	97	41	194	378
无形资产	340	369	400	429	营业外收入	53	58	62	59
其他非流动资产	6477	2366	1471	1609	营业外支出	3	3	4	3
资产总计	14877	15952	16600	17398	利润总额	147	95	252	434
流动负债	4677	5637	5600	5580	所得税	27	14	38	66
短期借款	1919	2585	2231	1854	净利润	120	81	214	368
应付账款	1200	1430	1767	2117	少数股东损益	23	19	50	87
其他流动负债	1559	1622	1602	1609	归属母公司净	97	62	163	282
非流动负债	5221	5255	5728	6177	EBITDA	658	884	1390	1767
长期借款	4446	4882	5318	5754	EPS (元)	0.06	0.04	0.11	0.18
其他非流动负	775	373	410	423					
负债合计	9898	10892	11328	11757	主要财务比率				
少数股东权益	977	996	1047	1134	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	1539	1539	1539	1539	成长能力				
资本公积	1888	1888	1888	1888	营业收入	9.3%	19.1%	25.2%	21.2%
留存收益	573	635	799	1080	营业利润	285.0%	-58.0%	375.6%	95.2%
归属母公司股	4001	4063	4226	4507	归属母公司净	217.4%	-36.0%	164.2%	72.2%
负债和股东权	14877	15952	16600	17398	获利能力				
					毛利率(%)	10.2%	10.2%	11.4%	12.4%
					净利率(%)	1.2%	0.6%	1.4%	1.9%
					ROE(%)	2.4%	1.5%	3.9%	6.2%
					ROIC(%)	2.6%	3.0%	4.8%	6.6%
					偿债能力				
					资产负债率	66.5%	68.3%	68.2%	67.6%
					净负债比率	75.74%	78.95%	76.64%	74.33%
					流动比率	0.88	0.75	0.85	0.95
					速动比率	0.64	0.54	0.59	0.63
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.62	0.73	0.85
					应收账款周转	1880	2792	2856	2814
					应付账款周转	7.10	6.52	6.62	6.53
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.06	0.04	0.11	0.18
					每股经营现金	0.57	0.68	0.86	1.08
					每股净资产(最)	2.60	2.64	2.75	2.93
					估值比率				
					P/E	89.11	139.28	52.72	30.62
					P/B	2.15	2.12	2.04	1.91
					EV/EBITDA	23	17	11	8

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。