

云铝股份 (000807)

中性/ 维持评级

股价: RMB12.29

分析师

叶洮

+755-82492171 yetao@lhqz.com

王茜

+755-82364392 wangqianys@lhqz.com

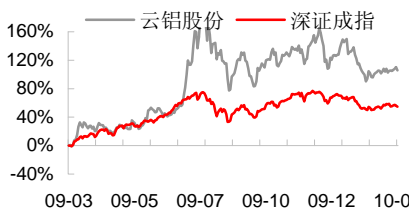
相关研究

《2010 年策略: 退一步, 海阔天空》(2009/11/21)

基础数据

总股本 (百万股)	1184
流通 A 股 (百万股)	587
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	7218

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

业绩略低于预期, 长期前景乐观

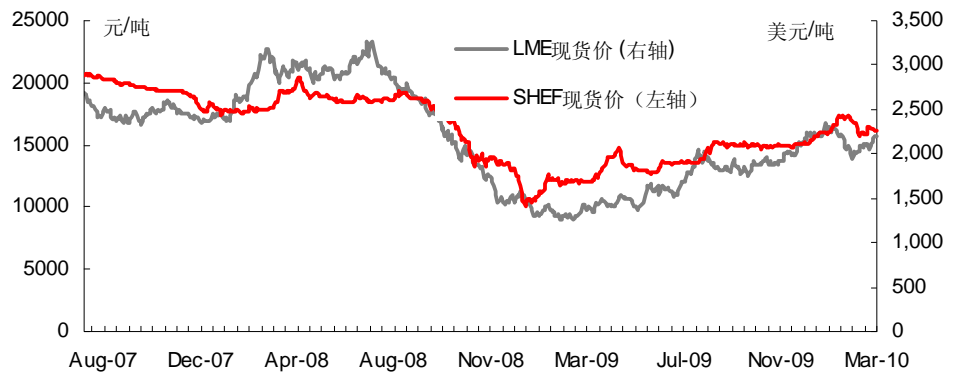
—2009 年年报点评

- 公司于 3 月 11 日发布 2009 年报, 业绩略低于预期。2009 全年实现营业收入 52.10 亿元, 同比降 15.44%, 其中扣除非经常损益后的净利约 4126.45 万元, 同比降 31.87%; 实现 EPS0.042 元/股, 同比降 36.36%, 其中扣除非经常损益后 EPS 约 0.04 元/股。
- 业绩略低于预期, 主要源于: 1、公司全年产量 43 万吨, 略低于我们预期; 2、直购电进程慢于预期。另外, 全年来看, 非经常损失合计约 1.4 亿元, 其中资产减值损失 2566 万元、公允价值变动损失 3415 万元、投资收益损失 7992 万元(主要因 09 年以来铝价持续反弹, 致公司套期保值出现损失)。因此, 剔除非经常损失, 公司全年实际盈利能力约 0.15 元/股, 与我们预期基本相仿。
- 另外, 随市场回暖, 公司原材料库存明显增加, 截止期末, 原材料库存约 8.29 亿元, 约合氧化铝 36 万吨, 相当于公司 1.5-2 季度用量; 而产成品库存较低, 符合公司即产即销的销售策略。
- 募投项目进展顺利, 4 万吨铝圆杆项目已于 09 年 4 月投产试车, 6 月达到可使用状态, 预计 2010 年可望实现产量; 预计 8 万吨铝板带项目将于 2010 年上半年投产; 80 万吨氧化铝项目亦有序推进, 目前处于土建阶段, 预计于 2010 中期投产。另外, 直购电谈判进行中, 令公司电力供应状况存在改善预期, 公司的一体化渐行渐近, 我们认为公司自身改善预期较为明确。
- 09 年铝价已基本完成了向均值回归的过程, 虽然全球经济复苏给予铝价一定的支撑, 但我们认为整个行业依然受高库存, 产能过剩以及新产能陆续达产的影响, 复苏之路可能坎坷; 在流动性收缩和融资成本升高预期下, 铝市场投资性需求恐将明显下降。我们看来, 实体经济回暖或引致的终端需求恢复, 将难以抵补金融属性淡化所带来的负面影响。
- 维持“中性”评级。2010-2012 年铝价假设为 15500、16000 和 16500 元/吨, 公司 2010-2012 年盈利预测为: 0.36、0.78 和 0.83 元/股。鉴于供给弹性制约价格上涨、流动性收缩和融资成本提升预期等多重因素对行业整体估值水平构成干扰, 维持公司“中性”评级。

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6161.0	5209.6	6041.8	6437.1	6617.6
(+/-%)	-12.0	-15.4	16.0	6.5	2.8
归属母公司净利润(百万元)	69.8	46.4	429.6	919.3	985.6
(+/-%)	-85.9	-33.6	7.1	14.3	14.9
EPS(元)	0.06	0.04	0.36	0.78	0.83
P/E(倍)	208.5	313.9	34.1	15.8	14.8

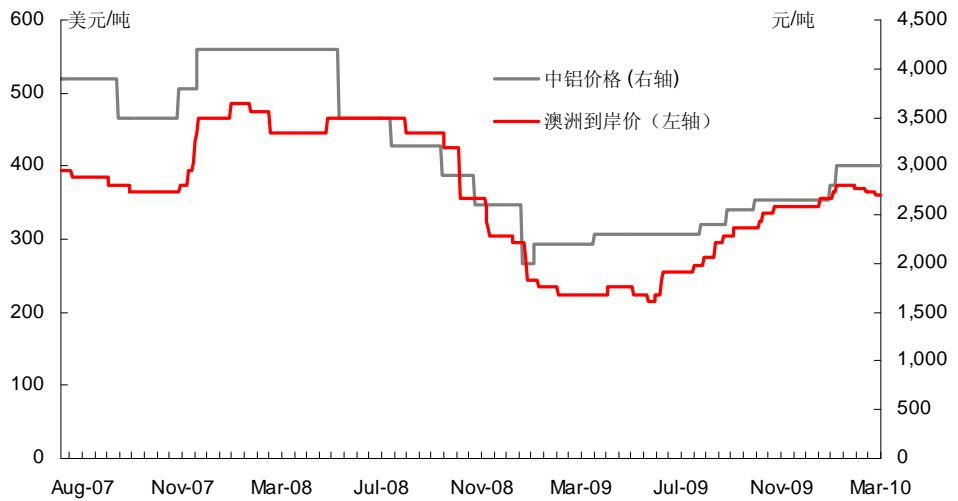
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

附图 1、国内外铝现货价格走势



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

附图 2、氧化铝价格走势



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	4016	2638	3060	4087	<b>营业收入</b>	5210	6042	6437	6811
现金	1778	1000	1172	2326	营业成本	4567	4867	4570	4652
应收账款	5	7	7	7	营业税金及附加	5	8	10	11
其他应收款	73	50	66	74	营业费用	126	133	135	144
预付账款	769	551	644	591	管理费用	217	272	281	296
存货	1391	1030	1172	1089	财务费用	100	153	158	148
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	26	26	10	18
<b>非流动资产</b>	5673	6776	6875	6920	公允价值变动收益	-34	0	0	0
长期投资	86	86	86	86	投资净收益	-80	0	0	195
固定资产	3654	4859	5438	5691	<b>营业利润</b>	54	584	1273	1736
无形资产	142	140	138	136	营业外收入	8	16	13	12
其他非流动资产	1791	1692	1213	1007	营业外支出	1	3	3	2
<b>资产总计</b>	9689	9415	9935	11007	<b>利润总额</b>	62	597	1283	1746
<b>流动负债</b>	3481	2392	1527	1632	所得税	-0	89	192	262
短期借款	1110	1293	450	450	<b>净利润</b>	62	507	1090	1484
应付账款	829	447	481	587	少数股东损益	15	78	171	235
其他流动负债	1542	652	596	595	<b>归属母公司净利润</b>	46	430	919	1249
<b>非流动负债</b>	1708	2015	2310	2610	EBITDA	410	1039	1818	2326
长期借款	1590	1890	2190	2490	EPS (元)	0.04	0.36	0.78	1.05
其他非流动负债	118	125	121	120					
<b>负债合计</b>	5189	4407	3838	4243	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	521	598	769	1053	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	1184	1184	1184	1184	<b>成长能力</b>				
资本公积	2278	2278	2278	2278	营业收入	-15.4%	16.0%	6.5%	2.8%
留存收益	517	947	1866	2250	营业利润	84.7%	981.9%	118.2%	16.4%
归属母公司股东权益	3979	4409	5328	5712	归属于母公司净利润	-33.6%	826.6%	114.0%	16.1%
<b>负债和股东权益</b>	9689	9415	9935	11007	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	12.3%	19.4%	29.0%	31.7%
					净利率(%)	0.9%	7.1%	14.3%	18.3%
					ROE(%)	1.2%	9.7%	17.3%	21.9%
					ROIC(%)	2.8%	8.7%	16.1%	21.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	53.6%	46.8%	38.6%	38.5%
					净负债比率(%)	54.54%	72.22%	68.79%	69.30%
					流动比率	1.15	1.10	2.00	2.50
					速动比率	0.75	0.67	1.23	1.83
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.61	0.63	0.67	0.65
					应收账款周转率	417	520	488	478
					应付账款周转率	8.56	7.63	9.85	8.71
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.04	0.36	0.78	1.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.36	1.13	1.77
					每股净资产(最新摊薄)	3.36	3.72	4.50	4.82
					<b>估值比率</b>				
					P/E	320.75	34.62	16.18	11.91
					P/B	3.74	3.37	2.79	2.60
					EV/EBITDA	40	16	9	7

数据来源：华泰联合证券研究所。

#### 华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

#### 华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘  
中 性 行业股票指数基本与大盘持平  
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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，还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com