

2010-08-18

有色金属/铝行业

公司研究 / 更新报告

云铝股份 (000807)

中性/ 维持评级

股价: RMB9.45

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083

+755-82492171 yetao@lhqz.com

王茜

SAC 执业证书编号:S1000210070030

+755-82364392 wangqianyjs@lhqz.com

联系人

孙蕾

+21-68498607 sunlei@lhqz.com

相关研究

《业绩略低于预期, 长期前景乐观》

(2010/03/11)

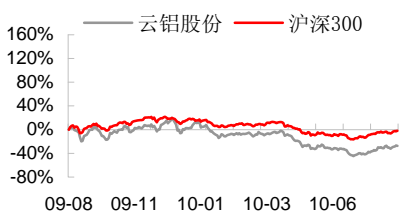
《非经常性损失可以滤过》

(2010/10/23)

基础数据

总股本 (百万股)	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)	5538

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

负重前行

—2010 年中报点评

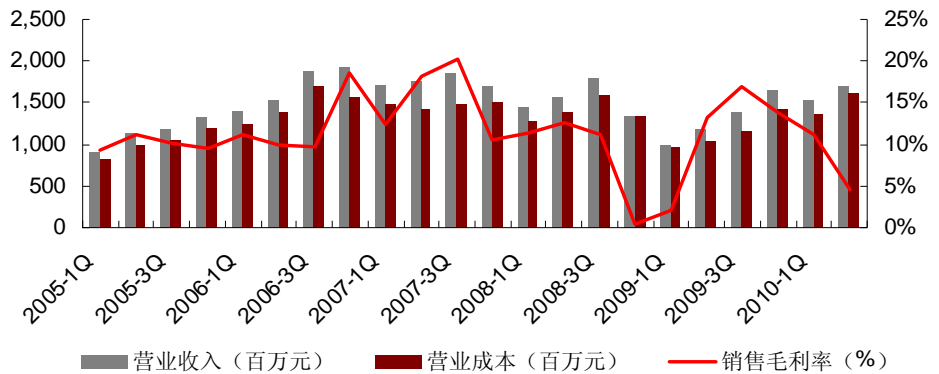
- 公司上半年实现营业收入 32.15 亿元, 同比增长 48.65%; 营业利润亏损 4,345 万元, 同比增长 69.8%; 归属于母公司所有者净利润 1,130 万元, 同比增长 109.8%, 实现基本每股收益 0.01 元/股, 但扣除非经常性损益后每股亏损 0.01 元/股。
- 上半年收益主要源于政府补助。公司主营收入同比增长, 主要原因包括: 1、铝价大幅上涨, 2、同期铝产品产、销量分别增加 20.6%和 12.5%。报告期, 公司业绩同比增长, 主要源于政府补助 5478 万元, 但主营业务亏损约 4345 万元, 盈利成季度下滑态势。
- 铝价、电价双重挤压, 业绩逐季下滑。报告期公司共生产铝锭及铝加工产品 233,226 吨, 完成全年计划的 47%。盈利方面, 单季来看, 二季度每股亏损 0.007 元/股, 相比一季度的收益 0.017 元/股, 业绩逐季下滑, 主要源于: 1、电解铝价格自年初的 1.8 万元/吨降至目前的 1.5 万元/吨, 下降 16.7%。2、电价及氧化铝价格上涨, 致二季度主营成本环比上涨 19%。考虑到下半年随着丰水期到来, 公司用电成本或有下降; 且随着文山 80 万吨氧化铝项目的投产, 未来公司成本压力有望得到部分缓解。
- 行业复苏之路不易, 盈利暂难乐观。电解铝行业在经历了短暂的美好时光之后, 重新进入困难时期。首先是电解铝价格的回落。其次, 电解铝行业作为典型的产能过剩行业, 受到了国家宏观调控的严格限制, 特别是直购电优惠电价的取消直接导致电解铝企业成本的上升。我们认为在目前经济前景仍然不确定背景下, 未来整个行业依然受到高库存、产能过剩问题的影响, 复苏之路可能坎坷, 未来行业的盈利暂难乐观。
- 调整盈利预测, 维持“中性”评级。电解铝价格假设: 15500、16000、16500 元/股。鉴于优惠电价的取消至成本明显上升, 且公司的文山氧化铝项目投产推迟到年底, 我们调整公司 2010-2012 年盈利预测至 0.04、0.41、0.59 元/股, 对应当前股价的 PE 为: 236、23 及 16 倍。鉴于宏观经济形势尚不确定; 而产能过剩、国家宏观调控也依然在困扰电解铝行业, 复苏前景不易; 多重因素对行业整体估值水平构成制约, 维持“中性”评级。

经营预测与估值

	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5209.6	3215.1	6099.1	6437.1	6617.6
(+/-%)	-15.4	48.7	17.1	5.5	2.8
归属母公司净利润(百万元)	46.4	11.3	44.5	490.4	697.5
(+/-%)	-33.6	109.7	-4.1	1002.8	42.3
EPS(元)	0.04	0.01	0.04	0.41	0.59
P/E(倍)	240.8	-	236.3	23.0	16.0

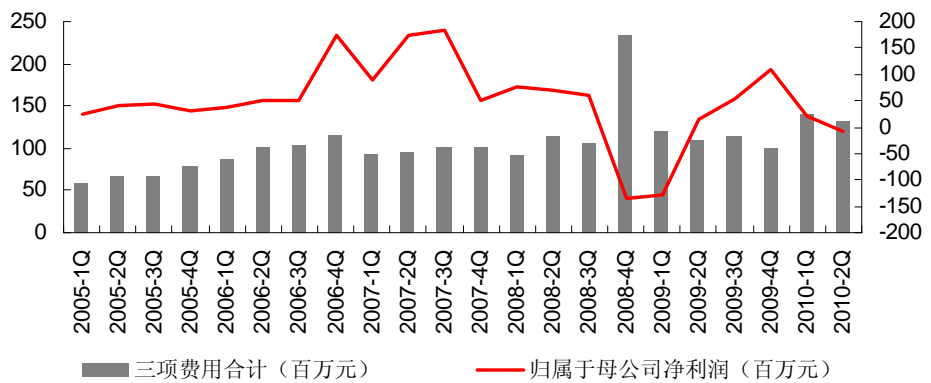
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1、公司单季营收和成本变化



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

图 2、公司单季净利润和费用变化



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

图 3、LME 现货铝价及库存

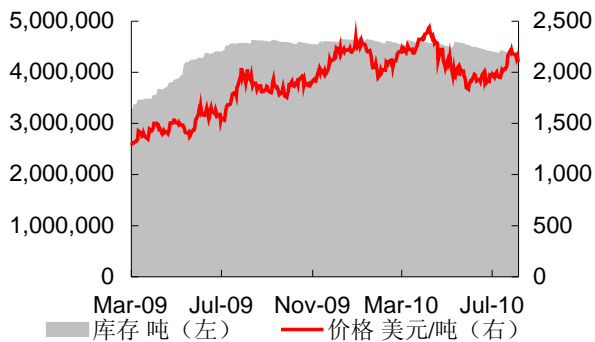
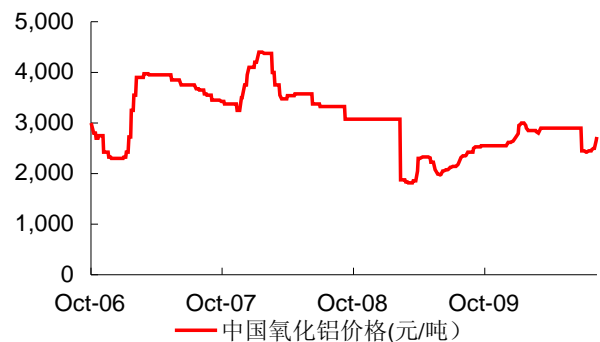


图 4、MB 中国现货氧化铝价格



资料来源：Bloomberg、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
流动资产	4016	2825	3112	3318	营业收入	5210	6099	6437	6618
现金	1778	1000	1000	1428	营业成本	4567	5441	5131	5017
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	51	66	72	营业费用	126	134	135	140
预付账款	769	617	723	638	管理费用	217	274	281	287
存货	1391	1151	1316	1174	财务费用	100	167	197	177
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	26	26	10	18
非流动资产	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	0
固定资产	3654	4859	5438	5691	营业利润	54	49	674	967
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
资产总计	9689	9602	9987	10238	利润总额	62	62	683	977
流动负债	3481	3069	2578	1699	所得税	-0	9	102	147
短期借款	1110	1883	1408	450	净利润	62	52	581	831
应付账款	829	500	540	633	少数股东损益	15	8	90	133
其他流动负债	1542	687	630	616	归属母公司净利润	46	44	490	698
非流动负债	1708	2015	2310	2610	EBITDA	410	518	1257	1587
长期借款	1590	1890	2190	2490	EPS (元)	0.04	0.04	0.41	0.59
其他非流动负债	118	125	121	120					
负债合计	5189	5084	4888	4309	主要财务比率				
少数股东权益	521	529	619	752	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1184	1184	1184	1184	成长能力				
资本公积	2278	2278	2278	2278	营业收入	-15.4%	17.1%	5.5%	2.8%
留存收益	517	526	1017	1714	营业利润	84.7%	-9.8%	1285.2%	43.5%
归属母公司股东权益	3979	3988	4479	5176	归属于母公司净利润	-33.6%	-4.1%	1002.8%	42.3%
负债和股东权益	9689	9602	9987	10238	获利能力				
					毛利率(%)	12.3%	10.8%	20.3%	24.2%
					净利率(%)	0.9%	0.7%	7.6%	10.5%
					ROE(%)	1.2%	1.1%	10.9%	13.5%
					ROIC(%)	2.8%	2.5%	9.6%	13.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	53.6%	53.0%	49.0%	42.1%
					净负债比率(%)	54.54%	74.20%	73.61%	68.22%
					流动比率	1.15	0.92	1.21	1.95
					速动比率	0.75	0.54	0.69	1.25
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.63	0.66	0.65
					应收账款周转率	417	522	486	478
					应付账款周转率	8.56	8.19	9.87	8.55
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.04	0.04	0.41	0.59
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	-0.09	0.71	1.47
					每股净资产(最新摊薄)	3.36	3.37	3.78	4.37
					估值比率				
					P/E	241.33	251.63	22.82	16.04
					P/B	2.81	2.81	2.50	2.16
					EV/EBITDA	31	24	10	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 $\pm 10\%$ 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

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 2010 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@lhzq.com

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@lhzq.com