

云铝股份 (000807)

完整产业链，指日可待

—2010 年三季度报点评

增持/ 维持评级

股价: RMB12.85

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 wangqianys@lhqz.com

- 公司 10 月 29 日晚发布三季报，单季实现营业收入 16.2 亿元，同比增长 17.0%，归属母公司净利润 235 万元，同比减少 95.7%，每股收益 0.002 元；1-3 季度总计实现营业收入 48.4 亿元，同比增长 36.3%，归属于母公司净利润 1365 万元，同比增长 122.0%，每股收益 0.01 元，基本符合预期。
- 公司业绩同比大幅上升，但环比呈前高后低态势。前三季 EPS 分别为 0.02、-0.01 和 0.002 元/股，主要原因是：1、三季度电解铝价格虽有所回升，但 5 月份以来直购电优惠电价的取消导致电解铝成本明显上升，公司主营业务仍然亏损；2、政府补贴为公司主要利润来源，年初至报告期末共计补助 7429 万元，其中三季度单季补助 1599 万元，因此三季度实际盈利仍为负。
- 铝市场正走出最黑暗时刻。近期在各国货币宽松、通胀预期增强、消费旺季来临、以及区域性限产等因素的综合影响下，过剩的铝市，其价格也出现了回暖，现价 16400 元/吨左右，超过行业平均成本。今年的拉闸限电是为了实现十一五节能减排目标的非常措施，但我们相信，十二五期间高耗能产业在产能限制、落后产能淘汰、环保成本提升等方面承受的压力将成为常态，反而有助于提升龙头企业的竞争力，而行业过剩程度也有望减轻。
- 打造“Y”型完美产业链。文山氧化铝项目进展顺利，公司铝土矿—氧化铝—电解铝产业链即将打通；在环保成本日益提升的背景下，我们认为，水电炼铝有望得到重点扶持，成为国内电解铝行业的发展方向。公司地处水电资源丰富的云南省，在加大水电开发、管理力度和水电站投产的背景下，公司电力供应状况方面的改善值得期待。
- 维持盈利预测。我们预计公司 2010-2011 年盈利预测为：0.04、0.41 元/股，主要基于以下假设：1、2010-2011 年铝价 15500、16400 元/吨，氧化铝价 2600、2700 元/吨；2、优惠电价取消；3、公司文山氧化铝项目 2010 年底投产。现在股价对应 2010-2012 年预测 PE 为 251.6、22.8 倍。
- 维持“增持”评级。有色金属商品及上市公司是抵御通胀和货币贬值的理想选择。一方面价格上涨推动企业盈利的改善，另一方面流动性充裕促进股票估值的提升，双轮驱动下的乘数效应，有望推动可观涨幅。

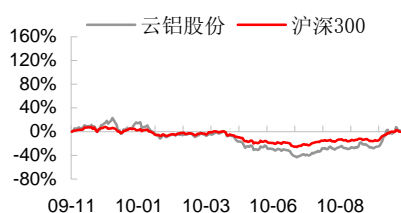
相关研究

《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)	1183.98
流通 A 股(百万股)	652.54
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)	8385.17

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

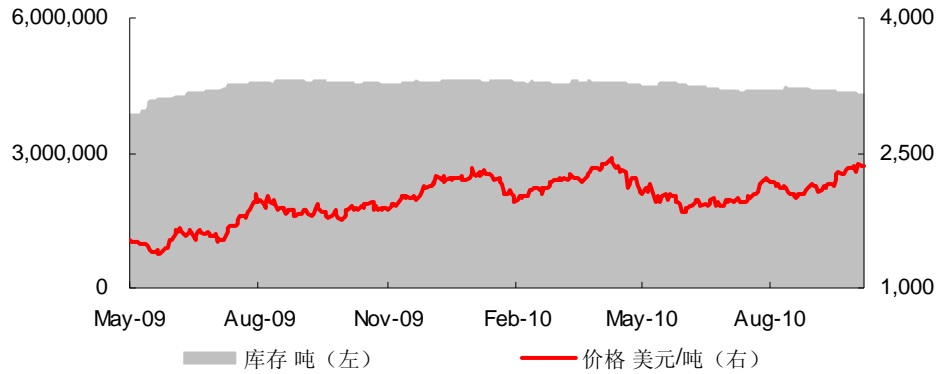
经营预测与估值	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5209.6	4836.7	6099.1	6437.1	6617.6
(+/-%)	-15.4	36.3	17.1	5.5	2.8
归属母公司净利润(百万元)	46.4	13.6	44.5	490.4	697.5
(+/-%)	-33.6	122.0	-4.1	1002.8	42.3
EPS(元)	0.04	0.01	0.04	0.41	0.59
P/E(倍)	328.2	1114.9	251.6	22.8	16.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- 风险提示: 1、未来需求增长不能抵补货币收紧的负面影响的; 2、政府为实现节能减排目标采取限电等政策而影响今年产量的风险。

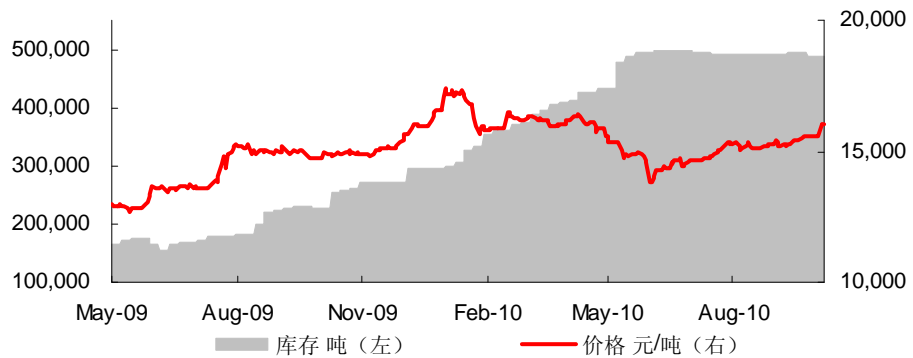
附图表

图 1、国外铝现货价格走势



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 2、国内铝现货价格走势



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 3、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
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