

# 看好铝价下半场，公司业绩反转确定性 强

## ——云铝股份（000807）深度报告

2016年08月01日

强烈推荐/首次

云铝股份 | 深度报告

### 报告摘要：

**绿色低碳环保的水电铝加工一体化龙头企业。**公司目前氧化铝产能100万吨，电解铝产能120万吨，氧化铝自给率为40%。未来随着文山和老挝氧化铝项目的推进和投产，公司120万吨电解铝产能的主要原料氧化铝将实现100%自给。

- ◆公司在云南省内探获的铝土矿资源量达1.5亿吨，定增项目在老挝已探获三水铝土矿净矿量约1.4亿吨，后续增储空间也极大；
- ◆云南水电富余，未来还有持续下行空间。预计公司2016年全年用电平均成本为0.31元/千瓦时，较2015年的0.355元/千瓦时的用电成本大幅降低，盈利能力大幅提升；
- ◆预计公司2016年吨铝的完全成本约为11300元/吨；
- ◆十三五期间，云铝股份的战略规划就是扩展下游深加工；
- ◆公司非公开项目“拓展两头、优化中间”，着力提升资源自我保障能力，改善资本结构，降低财务风险。

**行业供需现缺口。**根据我们对中国原铝产量以及铝终端消费的测算，**预计2016年、2017年和2018年中国原铝供应分别短缺20万吨、2.7万吨和过剩10.3万吨**，而中国原铝净进口量仅占原铝产量约1%左右，忽略进出口的影响，今年国内原铝供应将维持紧缺状态，因下游铝合金的库存也呈下降趋势，预计随着上游供应收缩，下游需求温和恢复，库存将不断降低，铝价将趋势性上涨。

**公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司2016-2018年营业收入分别为161亿元、165亿元和167亿元，归属于上市公司股东净利润分别为6.87亿元、9.6亿元和13.2亿元；每股收益分别为0.36元、0.51元和0.69元，对应PE分别为18X、13X和9X；我们给予公司6个月目标价9.72元，以当前股价6.43元计算，还有51%的上涨空间。首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	19,092.8	15,852.3	16,124.1	16,493.4	16,744.2
增长率(%)	27.90%	-16.97%	1.71%	2.29%	1.52%
净利润(百万元)	-721.45	-438.54	858.59	1,200.93	1,648.44
增长率(%)	-3002.17	-106.29	2236.81	39.87%	37.26%
净资产收益率(%)	-13.62%	0.52%	11.49%	14.87%	18.53%
每股收益(元)	-0.30	0.02	0.36	0.51	0.69
PE	-21.22	321.50	17.77	12.71	9.26
PB	2.89	2.17	2.04	1.89	1.72

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 刘岗

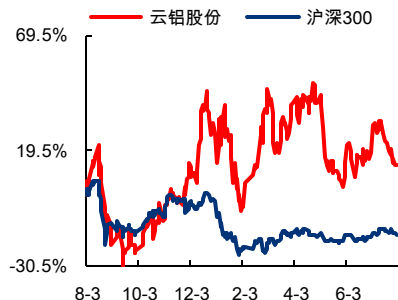
010-66554021

liugang@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间(元)	6.43-5.67
总市值(亿元)	122.08
流通市值(亿元)	110.71
总股本/流通A股(万股)	189861/172183
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.67

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

1. 绿色低碳环保的水电铝加工一体化龙头企业 .....	4
1.1 公司概况 .....	4
1.2 公司布局未来，储备资源 .....	5
1.3 低碳环保成本优 .....	6
1.4 未来拓展下游精深加工 .....	8
1.5 非公开着力提升资源自保能力，改结构，降风险 .....	8
2. 原铝供应现缺口，支撑铝价趋势上行 .....	9
2.1 供给：产能收缩，复产缓慢 .....	10
2.2 需求：逐步回暖，国内原铝供应出现缺口 .....	13
3. 盈利预测及估值 .....	17
4. 投资评级 .....	17

## 表格目录

表 1:公司 2012 年-2015 年铝产品产销量 .....	4
表 2:吨铝单耗指标 .....	7
表 3:电解铝生产原料价格假设 .....	7
表 4:公司吨铝生产成本 .....	8
表 5:公司目前铝加工产品 .....	8
表 6:公司非公开发行股票项目情况 .....	9
表 7:2015 年电解铝减产一览 .....	11
表 8:有色板块个股涨跌幅前十 .....	13
表 9:原铝供需平衡表 .....	16
表 10:盈利预测 .....	17
表 11:可比公司估值 .....	17
表 12: 公司盈利预测表 .....	18

## 插图目录

图 1:公司股权结构图 .....	4
图 2:老挝氧化铝项目位置图 .....	5
图 3:4 月份中国铝土矿进口详情(单位: 吨) .....	5
图 4:中国进口铝土矿库存量逐步攀升 .....	5
图 5:煤电铝与水电铝吨铝排放比较 .....	6

图 6:烟气中 SO <sub>2</sub> 排放浓度(mg/Nm <sup>3</sup> ).....	6
图 7:电解铝吨铝综合电耗持续下降.....	6
图 8:2012 年-2015 年云铝用电量(亿千瓦时).....	7
图 9:2012-2016 年云铝用电成本(元/千瓦时).....	7
图 10:LME 铝价格走势(美元).....	9
图 11:SHFE 铝价格走势(元).....	9
图 12:SHFE 铝库存和 LME 铝库存均处于下降趋势.....	10
图 13:今年上半年中国和全球原铝产量增速均出现明显下滑.....	11
图 14:中国电解铝消费结构.....	14
图 15:房地产开发投资、电力投资、汽车产量均累计同比上升.....	14
图 16: 全球除中国以外地区原铝产量与需求对比.....	15
图 17:中国原铝净进口量占产量比重.....	15
图 18:铝合金库存呈下降趋势(LME 全球).....	16
图 19: 铝合金库存呈下降趋势(LME 亚洲).....	16

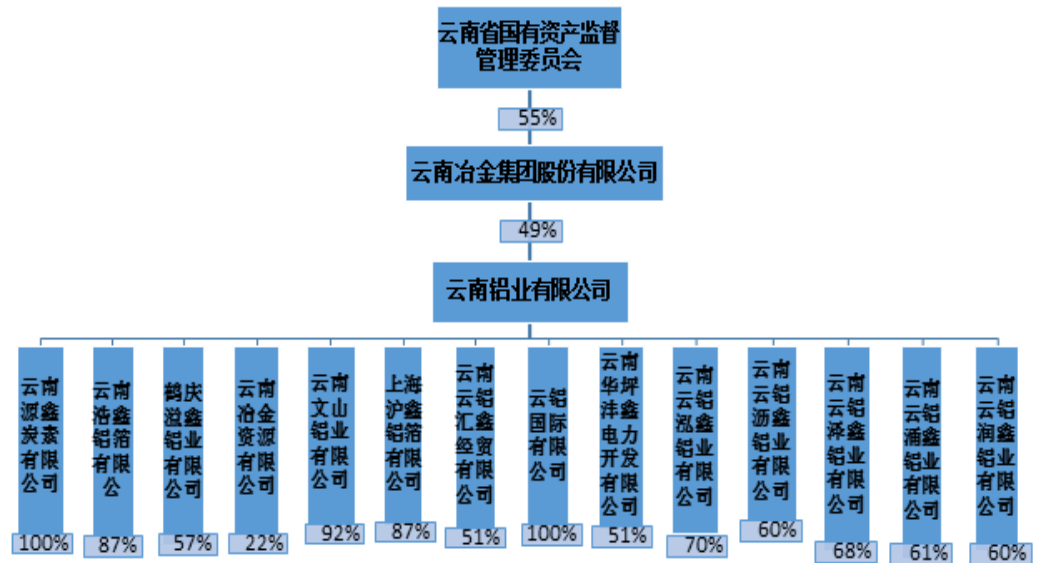
## 1. 绿色低碳环保的水电铝加工一体化龙头企业

### 1.1 公司概况

云铝股份主要业务为铝土矿的开采、氧化铝生产、铝冶炼、铝加工及铝用碳素的生产。公司目前氧化铝产能 100 万吨，电解铝产能 120 万吨，氧化铝自给率为 40%。随着文山二期 60 万吨氧化铝项目和老挝年产 100 万吨氧化铝项目的推进和投产，至 2020 年，公司氧化铝产能将达到 260 万吨，120 万吨电解铝产能的主要原料将实现 100% 自给。

公司 15 年铝锭及铝加工产品产销量为 120 万吨，分别同比增加 9% 和 12%。2015 年电解铝年度均价下滑 16.3%，但公司全年综合毛利率仍实现 2.5 个百分点的增长，显示公司 2015 年降本增效成果显著。

图 1: 公司股权结构图



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 1: 公司 2012 年-2015 年铝产品产销量

铝产品产销量	2012	2013	2014	2015
铝产品生产量(吨)	639,030	922,370	1,107,276	1,206,768
同比增速(%)		44%	20%	9%
铝产品销售量(吨)	676,515	906,245	1,093,988	1,221,149
同比增速(%)		34%	21%	12%

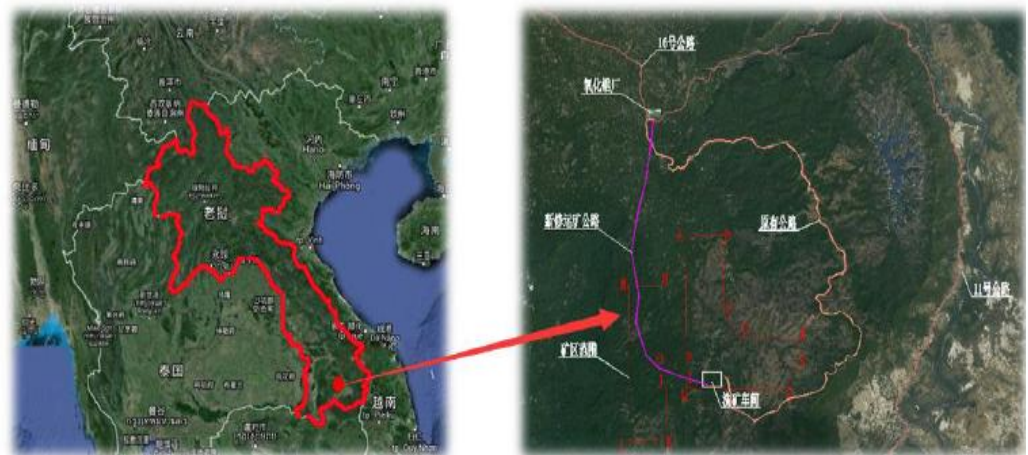
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

## 1.2 公司布局未来, 储备资源

目前公司在云南省内探获的铝土矿资源量达 1.5 亿吨, 预计“十三五”期间省内还将实现资源增储 3 亿吨以上。

公司目前掌控老挝南部波罗芬高原 148.76 平方公里采矿权, 已探获三水铝土矿净矿量约 1.4 亿吨, 后续增储空间极大, 且矿石品位、含矿率、铝硅比、矿体厚度、矿石集中度、开采条件等较国内大多数铝土矿条件好。

图 2:老挝氧化铝项目位置图



资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

长期以来, 国内电解铝行业生产对于海外铝土矿资源有较高的依赖程度。近年来印尼和马来西亚铝土矿开采出口受到限制, 国内企业转而依赖非洲和澳洲铝土矿资源。2016 年前 5 月份中国进口铝土矿 2189 万吨, 同比增长 17.64%。6 月份中国进口铝土矿消费量约 500 万吨, 环比增加 8.7%。

图 3:4 月份中国铝土矿进口详情(单位: 吨)

	4 月	同比%	美元/吨	年初迄今	同比%
	4,406,589	-5.93	49.45	18,040,372	22.91
澳大利亚	2,130,957	31.22	46.83	6,121,173	-6.69
几内亚	900,031	-	54.74	2,592,977	160.53
马来西亚	637,670	-68.8	39.23	5,100,581	13.44
印度	540,062	-17.12	55.65	2,900,977	7.7
加纳	141,462	146.82	79.54	366,351	33.08
巴西	56,407	-75.55	44.58	620,099	59.47

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 4:中国进口铝土矿库存量逐步攀升

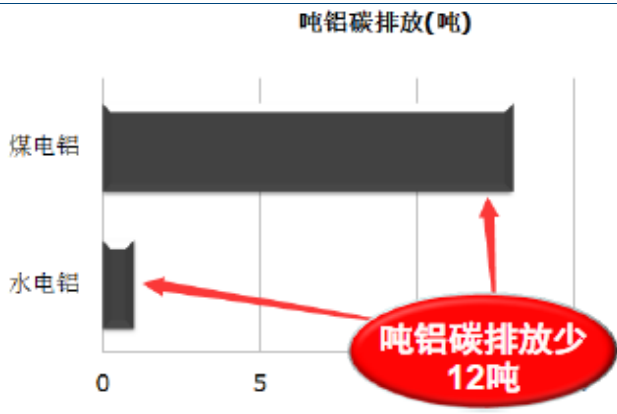


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 1.3 低碳环保成本优

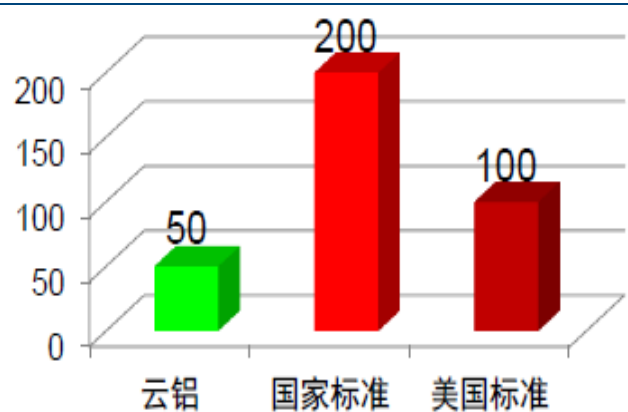
水电是绿色低碳的清洁能源, 水电铝也是未来电解铝集群发展的一个方向。与煤电铝相比, 将减少大量二氧化碳和二氧化硫排放。公司目前电解铝用电全部采用云南省的水电资源, 其中铝液综合交流电耗达到 13000kwh/t 以下, 比全国平均水平低约 500 千瓦时, 公司“铝工业烟气脱硫技术”获“云南省十大科技进展”奖, 二氧化硫排放 $\leq 50\text{mg}/\text{m}^3$ , 为全球绿色铝工业提供了示范, 公司氟化物的排放浓度为  $0.6\text{mg}/\text{Nm}^3$ , 优于国家排放标准  $1\text{mg}/\text{Nm}^3$  的限值。

图 5: 煤电铝与水电铝吨铝排放比较



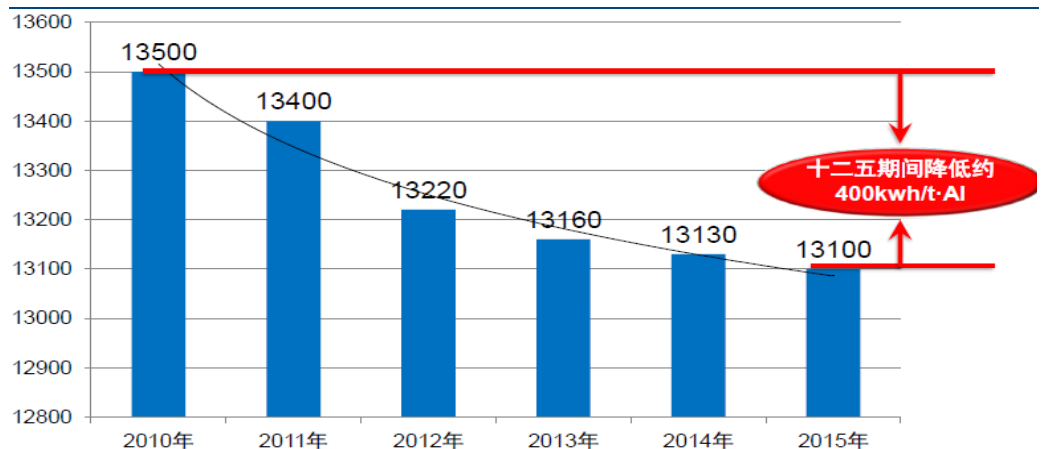
资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

图 6: 烟气中 SO<sub>2</sub> 排放浓度(mg/Nm<sup>3</sup>)



资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

图 7: 电解铝吨铝综合电耗持续下降



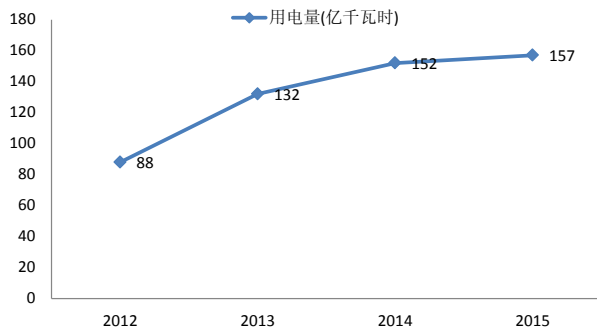
资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

云南水电富余, 未来还有持续下行空间。云南水电富裕, 水电装机容量居全国第二位, 已成为我国仅次于湖北省的第二水电大省。2015 年全年水电富余超过 150 亿千瓦时, 预计 2016 年富余电量达到 800 亿千瓦时, 云南以水电为主的电力富余、过剩

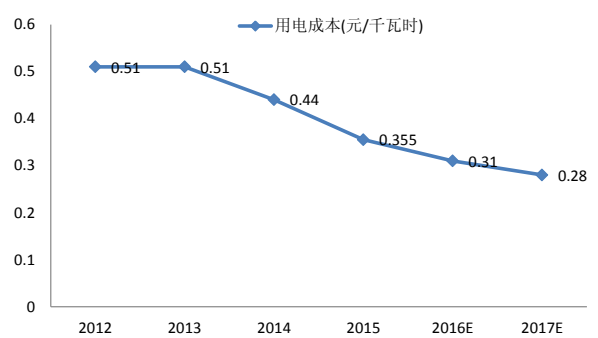


局面将长期存在, 未来还有持续下行空间。

**电力成本进一步下降, 盈利能力大幅提升。** 云南为全国电力体制改革试点省份, 已率先实施电力市场化交易。公司作为南方电网用电量最大的工业企业, 通过电力市场化交易较大幅度降低了用电成本。云南省政府近日发文件决定, 为促进云南省水电铝产业加快发展, 进一步降低企业用电成本, 将确保云南铝业股份有限公司用电价格不高于每千瓦时 0.2785 元, 试行时限为 2016 年 6 月 1 日到 2017 年 5 月 31 日。预计公司 2016 年全年用电平均成本为 0.31 元/千瓦时, 较 2015 年的 0.355 元/千瓦时的用电成本大幅降低, 盈利能力大幅提升。

**图 8:2012 年-2015 年云铝用电量(亿千瓦时)**


资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

**图 9:2012-2016 年云铝用电成本(元/千瓦时)**


资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

**公司吨铝成本测算。** 我们预计公司 2016 年吨铝的完全成本约为 11300 元/吨。

**表 2:吨铝单耗指标**

指标名称	氧化铝(吨/吨)	电耗(千瓦时/吨)	阳极碳(吨/吨)	氟化盐(吨/吨)
吨铝单耗	2	13100	0.41	0.02

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

**表 3:电解铝生产原料价格假设**

电解铝生产原料种类	2015A	2016E	2017E	2018E
外购氧化铝(元/吨)	2300	1950	2200	2200
自产氧化铝(元/吨)	2300	2300	2300	2300
氧化铝外购/自产比例	60%:40%	60%:40%	60%:40%	60%:40%
年平均电价(元/千瓦时)	0.355	0.31	0.2785	0.2785
阳极碳(元/吨)	3100	2900	2900	2900
氟化盐(元/吨)	6500	6300	6300	6300
其他材料(元)	140	140	140	140
人工折旧运输费(元)	1500	1500	1500	1500

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 4:公司吨铝生产成本

	2015A	2016E	2017E	2018E
完全成本(元)	12450	11300	11130	11130

资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 1.4 未来拓展下游精深加工

公司目前控股子公司浩鑫铝箔使用铸轧坯料生产 0.004mm 超薄铝箔技术居行业领先水平。

公司积极拓展省内外及周边市场，拓宽产品市场销售渠道，加大超薄铝箔、特殊用途铝合金材料及用于电子行业的高品质铝锭等高附加值产品的市场开拓力度，努力实现营销创效，提升企业盈利能力。

十三五期间，云铝股份的战略规划就是扩展下游深加工，通过内生增长或外延并购的方式，重点把握轨道交通、汽车用铝等较高端的终端铝消费领域，增强产业链竞争力。力争将公司打造成为行业内具有明显综合示范效应和较好经济效益的绿色低碳“水电铝加工一体化”。

表 5:公司目前铝加工产品

产品名称	主要用途
铝圆杆	用于电力、通讯、机械等行业用电线、电缆、铝焊丝的生产
铝合金方棒	一种硅铝合金产品，主要用于汽车轮毂生产、汽车用结构件、建筑行业高强铝制品
铝板带	用于建筑装饰材料、包装材料、汽车散热片、波纹瓦、空调散热片、电子产品等铝制产品的生产
铝箔	用于电容器、电池箔、软包装（食品、药品、日用品等）

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

### 1.5 非公开着力提升资源自保能力，改结构，降风险

**“拓展两头、优化中间”，着力提升资源自我保障能力。**公司依托文山地区丰富优质的铝土矿资源，启动了云南文山铝业有限公司 60 万吨/年氧化铝技术升级提产增效项目；同时正全力推进老挝年产 100 万吨氧化铝项目，两个项目建成投产后，将新增 160 万吨氧化铝生产能力。随着氧化铝生产规模的不断扩大，单位氧化铝的生产成本将逐渐降低，将提高公司抵抗主要原材料价格上涨风险的能力；并且这些项目的顺利实施将大力提升公司铝土矿资源保障率和氧化铝自给率，提高公司安全生产保障能力，为稳定和提升公司业绩提供强有力支撑。

**改善资本结构，降低财务风险。**公司拟使用本次非公开发行股票募集的部分资金偿还银行贷款及补充流动资金，以缓解公司营运资金紧张的局面，为各项经营活动提供有力的资金支持。为满足业务发展需要，公司形成了较大的贷款规模，产生了较高的财务费用，截至 2015 年 9 月 30 日，公司合并报表口径的资产负债率为 75.83%。通过本次非公开发行股票，公司可实现资本结构的优化，有效降低资产负债率及财务费用，降低公司的财务风险，增强公司整体抗风险能力。



**表 6: 公司非公开发行股票项目情况**

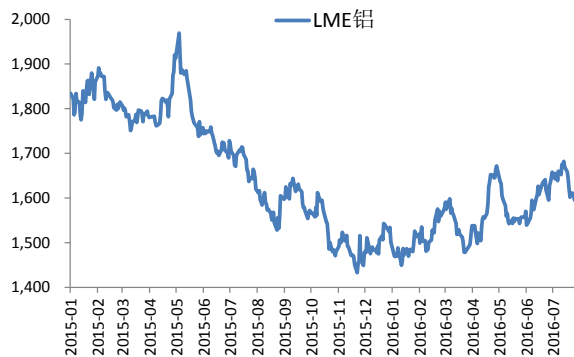
非公开发行	项目内容
募集资金总额	36.83 亿元
发行底价	不低于 4.2 元/股
发行数量	不超过 87,690 万股
募投项目	云南文山铝业有限公司 60 万吨/年氧化铝技术升级提产增效项目
	并购老挝中老铝业有限公司项目
	老挝中老铝业有限公司 100 万吨/年氧化铝及配套矿山项目
	偿还银行贷款及补充流动资金
发行对象	包括公司控股股东冶金集团在内的不超过 10 名特定对象发行, 现金认购, 冶金集团承诺认购 10%-25%
限售期	冶金集团-三十六个月; 其他投资者-十二个月

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

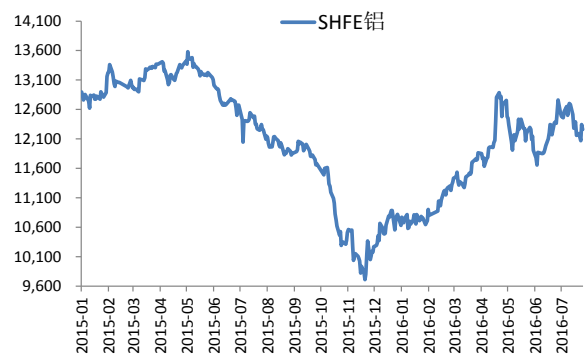
## 2. 原铝供应现缺口, 支撑铝价趋势上行

今年 1-7 月份, LME 铝价由年初的 1470 美元涨到今天的 1640 美元, 涨幅达 11.6%, SHFE 铝价格由年初的 10630 元涨到今天的 12260 元, 涨幅达 15.3%, 总体来看内盘涨幅优于外盘。

**供需错配。** 我们认为, 这一波铝价上涨主要是由于自去年四季度以来铝价跌至冰点, 电解铝企业全行业亏损, 带来的自发的减产效应, 同时今年年初以来随着国内信贷总量, 地产和汽车销量持续的增长, 导致的需求端放大而带来的供需错配, 是这波铝价回暖的主因, 也是内盘好于外盘的原因。

**图 10: LME 铝价格走势 (美元)**


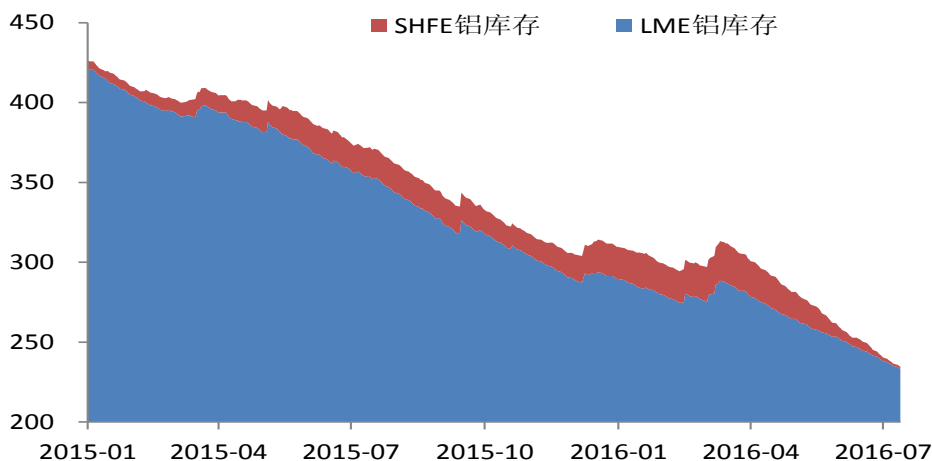
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 11: SHFE 铝价格走势 (元)**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**库存持续走低。** 值得注意的是, 大批量减产所带来的, 是电解铝明显的去库存效果。据公开数据显示, 2015 年 11 月, 国内铝锭社会库存共计超过 100 万吨, 而经过几个月的供应削减, 库存已下降至约 60 万吨左右。LME 和 SHFE 的铝期货库存也在逐月走低, 处在近几年低位。

图 12:SHFE 铝库存和 LME 铝库存均处于下降趋势



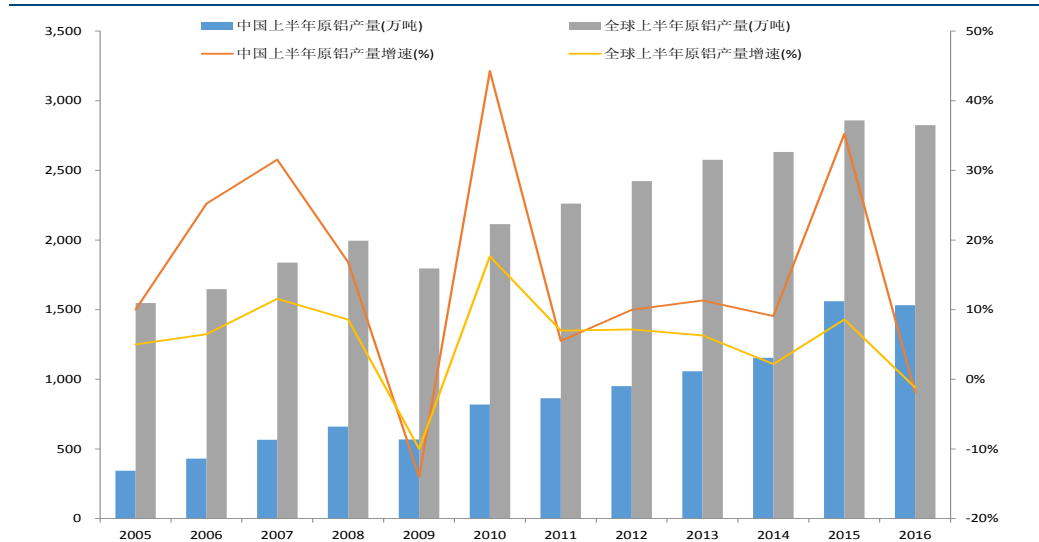
资料来源：Wind，东兴证券研究所

**供需现缺口。**根据我们对中国原铝产量以及铝终端消费的测算，**预计 2016 年、2017 年和 2018 年中国原铝供应分别短缺 20 万吨、2.7 万吨和过剩 10.3 万吨**，而中国原铝净进口量仅占原铝产量约 1%左右，忽略进出口的影响，今年国内原铝供应将维持紧缺状态，因下游铝合金的库存也呈下降趋势，预计随着上游供应收缩，下游需求温和恢复，库存将不断降低，铝价将趋势性上行。

## 2.1 供给：产能收缩，复产缓慢

电解铝行业供给侧改革成效显著，产能收缩明显。从 2015 年开始中国电解铝产能收缩明显，长期供给过剩的电解铝行业现状也有望通过减产、弹性生产等供给侧改革的不断深化而得到改善。

- ◆ **2016 年上半年原铝产量增长近十年最低水平。**1-6 月份中国电解铝总产量达到约 1541 万吨，同比减少 0.7%。
- ◆ 截至 2015 年底，电解铝产能达到 3894 万吨/年，较上年增长 8.4%，增幅下降 3.8 个百分点，累计关停电解铝产能达 815 万吨。其中，永久关停产能为 336 万吨，建成但未投产的产能为 128 万吨，**实施弹性生产的产能达 351 万吨。**
- ◆ 截至 2016 年 6 月底国内铝冶炼企业建成产能 4138.8 万吨，运行产能 3316.1 万吨，**产能运行率 80.12%。**

**图 13:今年上半年中国和全球原铝产量增速均出现明显下滑**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

**电解铝复产和新投产产能进展缓慢。**根据亚洲金属网的统计，2016 年电解铝复产产能和新投产产能释放的电解铝产量在 100 万吨左右。而随着国家对过剩产能政策的趋紧，政府支持力度有限和银行对产能过剩行业放贷谨慎也在一定程度上增加了复产和新建产能扩产的难度。

自 2012 年以来，我国铝冶炼行业已连续 3 年亏损，且亏损面持续扩大，整体亏损程度不断加剧。据测算，目前我国电解铝行业平均完全成本约 1.2 万元/吨，平均现金成本约 1.1 万元/吨，复产成本在 1000 元/吨左右，那么当前铝价维持在 1.3 万元以内，也导致高成本产能复产的“安全边际”不足，影响了企业复产的信心。若铝价上升至 1.3 万元/吨以上并且有持续性，复产和新产能投放规模有望扩大，否则产量将不会大幅度增加。

- ◆ **2016 年确定新投产产能同比减少 22.7%。**据亚洲金属网数据，2016 年中国电解铝新投产产能约为 276 万吨。
- ◆ **2015 年全年投产 357 万吨，同比减少 12.3%，但减产产能达到了 491 万吨，同比增加近 2 倍。**在电解铝行业，这一减产的力度是空前的。由于电解铝的重启成本很高，一旦停产后重启的可能很小，因此本次减产对电解铝的现有供给构成实质性缩减。

**表 7:2015 年电解铝减产一览**

所属省份	企业名称	关停产能（万吨/年）
福建	福建南平铝业有限公司	5
辽宁	抚顺铝业有限公司	29.7
	甘肃华鹭铝业股份有限公司	23.5

甘肃	中国铝业连城分公司	18.2
	甘肃东兴铝业有限公司	40
广西	广西翔吉金属有限公司	4
贵州	金兰伟明铝业股份有限公司	7.5
	六盘水双元铝业有限公司	6.7
河南	河南浙川铝业集团有限公司	14
	河南神火商丘铝厂	6
	郑州发祥铝业公司	2.7
	神火集团永城铝业	7
	三门峡恒康铝业有限公司	24
湖北	宜昌长江铝业有限公司	4
湖南	湖南创元铝业有限公司	15
内蒙古	东方希望包头稀土铝业有限责任公司	5
	中电投蒙东通顺铝业股份有限公司	17.3
宁夏	锦宁铝镁新材料有限公司	15
	青铜峡铝业集团有限公司	27
青海	化隆先奇铝业有限责任公司	6.5
	青海黄河水电再生铝业有限公司	25
	青海鑫恒铝业有限公司	4
	黄河上游水电鑫业分公司	10
	青海金源铝业有限公司	10
山东	山东省兖矿集团科澳铝业有限公司	2
	山东邹平齐星铝业有限公司	6
	山东魏桥铝电有限公司	25
四川	四川眉山启明星铝业有限责任公司	5
	四川其亚铝业股份有限公司	17
四川	博赛集团阿坝铝厂	6.7
	四川启明星铝业股份有限公司	6.25
山西	太原东铝铝业有限责任公司	5
	山西兆丰铝冶有限公司	3
新疆	新疆众和股份有限公司	9.5
云南	云南东源煤业集团曲靖铝业有限公司	23
	云南铝业股份有限公司	25
重庆	重庆天泰铝业有限公司	10
	重庆腾泰铝业有限公司	3
	旗能电铝股份有限公司	5
其他		12
	合计	491

数据来源：中国有色金属工业协会，东兴证券研究所

**供给侧改革重点部署电解铝行业。**国务院日前印发《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》，要求严控新增产能、加快退出过剩产能。

**表 8:有色板块个股涨跌幅前十**

国务院办公厅		《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》
提出		要优化有色金属工业产业结构，重点品种供需实现基本平衡，电解铝产能利用率保持在 80%以上，铜、铝等品种矿产资源保障能力明显增强，稀有金属资源开发利用水平进一步提升，再生有色金属使用比重稳步提高，重点工艺技术装备取得突破，航空、汽车、建筑、电子、包装等领域有色金属材料消费量进一步增加，重大国际产能合作项目取得实质性进展，有色金属工业发展质量和效益明显提升。
要求一		严控新增产能。坚决落实《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》等有关规定，确有必要的电解铝新（改、扩）建项目，要严格落实产能等量或减量置换方案，并在网上公示。利用社会监督等手段，加大督促检查工作力度，严厉查处违规新建电解铝项目。按有关规定对违规新增产能的有关方面和人员严肃问责。
要求二		加快退出过剩产能。依法依规退出和处置过剩产能。完善主要污染物在线监控体系，对不符合法律法规、产业政策和相关标准的企业，要立即限期整改；未达到整改要求的，要依法依规关停退出。引导不具备竞争力的产能转移退出。鼓励有条件的企业适时调整发展战略，主动压减存量产能，实施跨行业、跨地区、跨所有制的等量或减量兼并重组，退出部分低效产能。
要求三		加强技术创新。推动智能制造。在重点领域开展数字化矿山、智能制造示范工厂试点，提升企业研发、生产和服务的智能化水平，提高产品性能稳定性和质量一致性。发展精深加工。着力发展乘用车铝合金板、航空用铝合金板等关键基础材料，支持高铝粉煤灰综合利用技术研发及产业化。提高再生有色金属回收利用技术和装备水平，鼓励企业提高再生有色金属的使用比例。
要求四		扩大市场应用。加强上下游合作，建立行业协会牵头，上下游企业参加、有关方面参与的协商合作机制，解决制约产品应用的工艺技术、产品质量、工程建设标准等瓶颈问题，拓展消费领域和空间。完善相关产品标准。健全有色金属产品标准体系，强化有色金属行业质量控制。
要求五		健全储备体系。完善政府储备与商业储备相结合有色金属储备机制，适当增加部分有色金属储备。探索开展有色金属企业商业储备试点，鼓励金融机构研究支持有色金属商业收储。六是积极推进国际合作。积极落实“一带一路”战略部署，充分发挥我国有色金属先进技术和装备优势，带动先进装备、产品、技术、标准、服务的全产业链输出，提高国际化经营能力。
明确		将从完善用电政策、完善土地政策、加大财税支持、加强金融扶持、做好职工安置工作、发挥行业协会作用等方面给予政策保障。
强调		各省级人民政府要结合本地实际，抓紧制定具体方案，明确目标任务以及时间表、路线图，切实抓好各项政策的落实，确保取得实效。国务院有关部门要尽快出台相关政策措施，积极指导地方推动工作，确保政策落实到位。国家发展改革委、工业和信息化部要加强统筹协调，会同有关部门开展督促检查和跟踪分析，重大问题及时报告国务院。

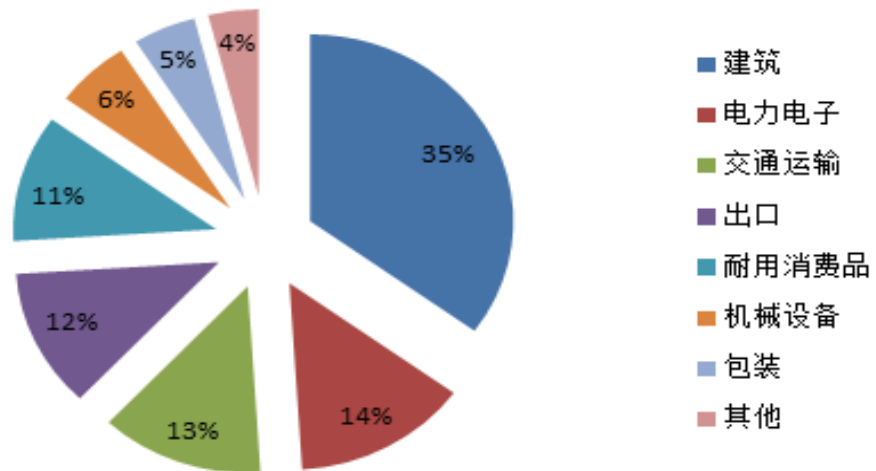
资料来源：国务院办公厅，东兴证券研究所

## 2.2 需求：逐步回暖，国内原铝供应出现缺口

铝主要应用在建筑、交通运输、电力、包装等相关领域。2016 年以来房地产投资、电网投资以及汽车产量累计增速均呈现出上升趋势，消费相关的铝需求（电子、电器、包装）以及汽车和轨交的轻量化需求将发挥越来越大的作用。4 月 26 日，国家发改委、教育部、工信部等 24 个部门联合下发《关于印发促进消费带动转型升级行动方案

案的通知》。地产和汽车由于单体价值高，是拉动消费的主力军，未来在铝终端消费占比将逐步增大。

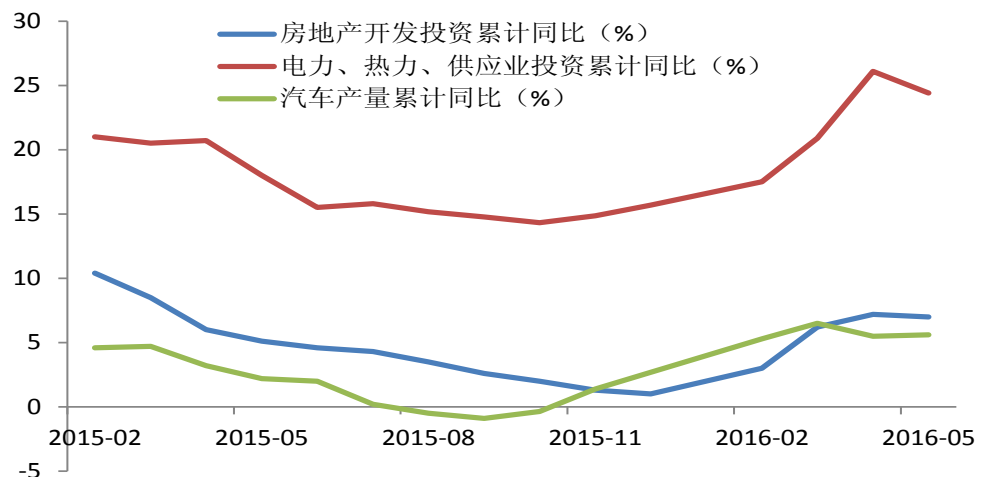
图 14:中国电解铝消费结构



资料来源：有色金属工业协会，东兴证券研究所

房地产、电网投资以及汽车行业经历了 2015 年的总体放缓后，在 2016 年逐步回暖。2016 年 1~4 月以来全国房地产投资、电网投资以及汽车产量累计增速均呈现出上升趋势，累计同比分别上涨 7.2%、44.2%以及 5.5%。随着经济转型和消费升级，消费相关的铝需求（电子、电器、包装）以及汽车和轨交的轻量化需求将发挥越来越大的作用，比如电力行业铝代铜、汽车行业铝代钢、铝代锌等。

图 15:房地产开发投资、电力投资、汽车产量均累计同比上升



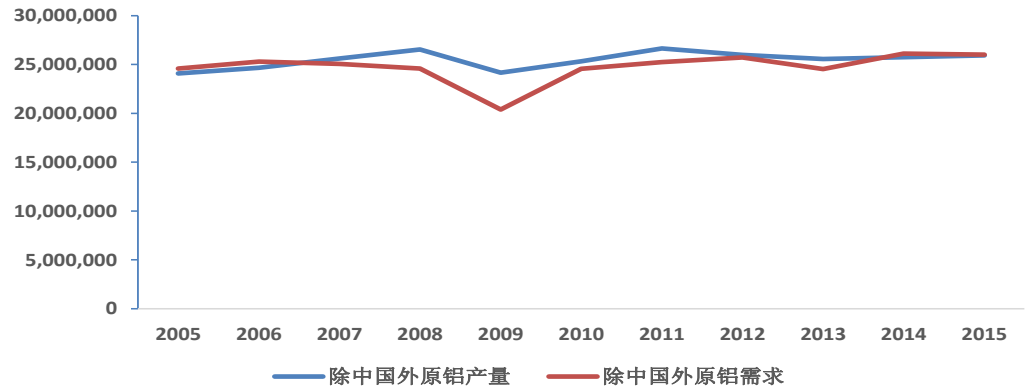
资料来源：Wind，东兴证券研究所

电解铝供需变化主要看中国。2015 年中国电解铝产量为 3141 万吨（统计局口径），占全球的一半左右。从增长情况来看，除了 2009 年受到金融危机影响外，全球除中



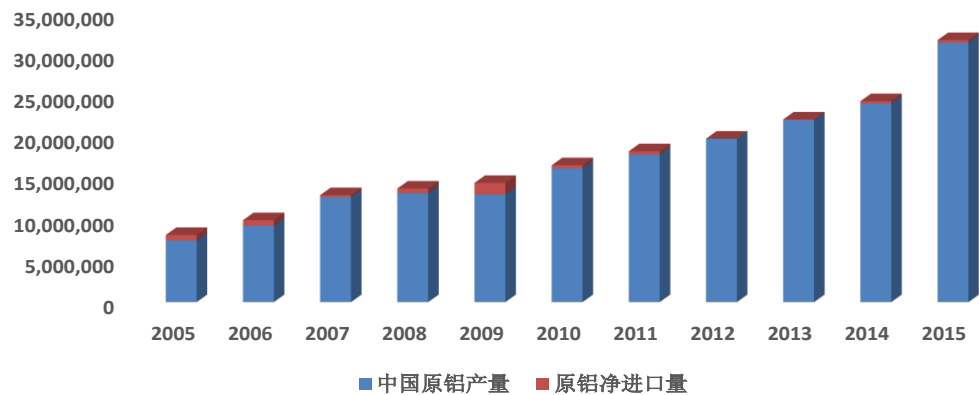
国以外地区电解铝产量过去 11 年基本稳定在 2500 万吨左右, 而需求端也基本维持在 2400-2600 万吨左右, 保持一个弱平衡状态, 因此电解铝的产量和需求的增速变化主要看中国。

图 16: 全球除中国以外地区原铝产量与需求对比



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图 17: 中国原铝净进口量占产量比重



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

**原铝供需平衡测算。**我们过对过去 11 年中国原铝需求与国内 GDP 相关性做了分析, 表明两者存在着线性相关的关系。

- ◆ 我们假设中国 2016、2017 和 2018 年 GDP 增速分别为 6.7%、6.4%和 6.1%, 同时我们认为 2016 年国内需求总体好于 2015 年, 其中 2015 年原铝需求与 GDP 比值达到 45.3 吨/亿元, 那么依据线性相关比例, 2016 年原铝需求与 GDP 的比值也至少为 45.3 吨/亿元;
- ◆ 假设 2016、2017 和 2018 年国内 GDP 分别为 73、78、83 万亿元, 预计未来下游需求温和增长, 因此 2016、2017 和 2018 年原铝需求与 GDP 的比值分别为 45.3、45.45 和 45.8 吨/亿元, 测算出国内原铝需求将分别达到 3313、3537 和 3782 万吨, 同比增长 6.6%、6.8%和 6.9%。

因原铝净进口量占比极小,忽略原铝进出口的影响,我们预计2016年国内原铝供应将现短缺,缺口达20万吨。进入2017、2018年,原铝生产逐渐恢复,原铝需求同时保持稳健增长,原铝供应分别达短缺2.7万吨和过剩10.3万吨。

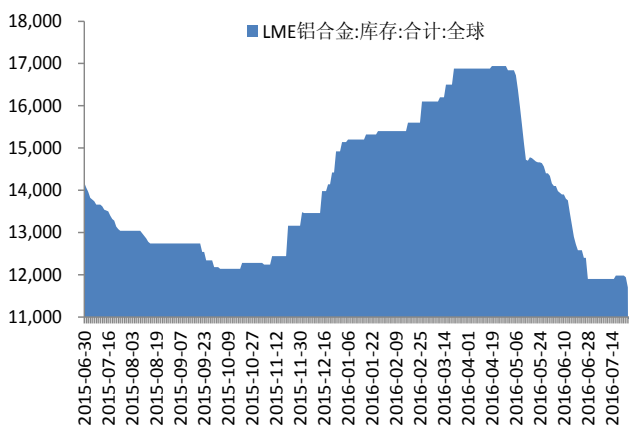
表 9:原铝供需平衡表

供需表	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
全球原铝产量(万吨)	3184	3400	3816	3954	3704	4156	4672	4952	5208	5405	5735	5893	6134	6392
产量增速		6.8%	12%	3.6%	-6.3%	12.2%	12.4%	6%	5.2%	3.8%	7.7%	2.8%	4.1%	4.2%
中国原铝产量(万吨)	776	935	1256	1300	1289	1624	2007	2353	2653	2832	3141	3293	3534	3792
产量增速		21%	34%	3.5%	-0.8%	26%	23.6%	17.2%	13%	6.7%	14%	4.9%	7.3%	7.3%
GDP(万亿元)	19	22	27	32	35	41	49	54	60	64.4	69	73	78	83
中国原铝需求/GDP	37.8	39.4	45.7	38.8	41	38.4	40	43.6	36.9	43.5	45.3	45.3	45.45	45.8
中国原铝需求(万吨)	707	865	1235	1241	1430	1585	1964	2354	2195	2800	3107	3313	3537	3782
需求增速		22%	43%	0.5%	15.2%	10.9%	23.9%	19.9%	8.6%	27.5%	11%	6.6%	6.8%	6.9%
中国过剩/缺口(万吨)	68.7	70.1	21.2	58.3	-141	39	43.3	-0.7	458	31.3	34.2	-20	-2.7	10.3

资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

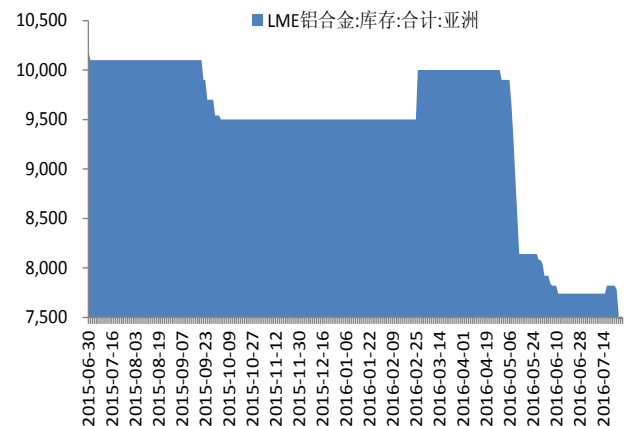
铝合金库存从今年5月开始也呈下降趋势,也再一次印证了上游原铝供给短缺带来的下游库存逐步降低,也形成了对未来铝价的支持。

图 18:铝合金库存呈下降趋势(LME 全球)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 19: 铝合金库存呈下降趋势(LME 亚洲)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 3. 盈利预测及估值

**盈利预测。**我们盈利预测的假设条件为: 2016-2018 年铝年平均价格分别为 12230、12500 和 12800 元/吨。

表 10:盈利预测

云铝股份	2016E	2017E	2018E
营业收入(亿元)	161	165	167
同比增长(%)	1.7%	2.3%	1.5%
归母净利润(亿元)	6.87	9.6	13.2
同比增长(%)	2237%	40%	38%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**相对估值。**我们参考同类可比公司, 2016-2017 年的云铝股份同类上市公司 PE 均值为 27X 和 21X, 我们以 2016 年行业平均 27X 估值计算, 对应公司 2016 年 0.36 元 EPS 的股价为 9.72 元。

表 11:可比公司估值

	最新股价	EPS			PE		
		2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
焦作万方	7.62	-0.05	0.17	0.23	-145	46	33
南山铝业	7.56	0.2	0.34	0.46	39	22	17
中孚实业	5.7	-0.25	0.17	0.25	-22	33	22
ST 神火	4.81	-0.88	0.65	0.44	-5	7	11
平均					-33	27	21

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 4. 投资评级

**我们对铝价的判断:**我们预计今年三四季度铝价大概率维持在 12000-13000 元的区间内, 因为复产成本大约 1000 元/吨左右, 一部分完全成本在 12000 元以上的企业, 复产意愿不强, 而下游需求边际改善, 趋势向好, 也将大概率支持下半年铝价走势。

而当铝价长时间维持在 13000-13500 元/吨的区间时, 大部分产能才会复苏, 从而对铝价形成冲击, 而基于目前我们跟踪的复产进度情况, 这一时间点至少将会是 2017 年第 2 季度。而我们通过对国内铝供需平衡的测算也验证了我们的观点, 2016 铝供给 20 万吨的缺口将支撑铝价趋势性上涨。

**投资评级。**我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 161 亿元、165 亿元和 167 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 6.87 亿元、9.6 亿元和 13.2 亿元; 每股收

益分别为 0.36 元 0.51 元和 0.69 元,对应 PE 分别为 18X、13X 和 9X;我们给予公司 6 个月目标价 9.72 元,以当前股价 6.43 元计算,还有 51% 的上涨空间。首次覆盖,给予公司“强烈推荐”评级。

表 12: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	6169	7793	5762	5878	5971	<b>营业收入</b>	19093	15852	16124	16493	16744				
货币资金	1688	3248	1612	1649	1674	<b>营业成本</b>	18280	14735	13851	13744	13619				
应收账款	152	275	177	181	183	营业税金及附加	7	18	8	8	8				
其他应收款	88	230	234	240	243	营业费用	391	434	322	330	335				
预付款项	329	485	554	623	691	管理费用	432	457	322	330	335				
存货	2775	2363	2087	2071	2052	财务费用	884	992	635	668	475				
其他流动资产	768	650	656	663	668	资产减值损失	134.12	132.46	1.50	1.50	1.50				
<b>非流动资产合计</b>	18236	21489	17900	15609	13280	公允价值变动收	0.00	-0.10	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	103	197	540	540	540	投资净收益	69.52	-2.69	3.50	3.50	3.50				
固定资产	13293.54	16217.62	15021.64	13294.55	11254.68	<b>营业利润</b>	-966	-919	987	1415	1975				
无形资产	939	1002	987	973	959	营业外收入	65.10	566.60	90.00	90.00	90.00				
其他非流动资	774	1197	70	70	70	营业外支出	4.59	9.75	4.00	4.00	4.00				
<b>资产总计</b>	24405	29282	23661	21487	19250	<b>利润总额</b>	-905	-362	1073	1501	2061				
<b>流动负债合计</b>	11824	15775	13883	11988	9762	所得税	-184	77	215	300	412				
短期借款	5297	5259	10324	8436	6221	<b>净利润</b>	-721	-439	859	1201	1648				
应付账款	2735	3643	1897	1883	1866	少数股东损益	-254	-468	172	240	330				
预收款项	336	335	351	367	384	归属母公司净利	-467	29	687	961	1319				
一年内到期的	1644	2673	0	0	0	EBITDA	653	993	3932	4394	4778				
<b>非流动负债合</b>	7883	6862	2467	1467	467	<b>BPS (元)</b>	-0.30	0.02	0.36	0.51	0.69				
长期借款	4798	3237	2237	1237	237	<b>主要财务比率</b>									
应付债券	1000	800	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E				
<b>负债合计</b>	19706	22637	16484	13589	10363	<b>成长能力</b>									
少数股东权益	1270	1027	1199	1439	1769	营业收入增长	20.4%	-17.0%	1.71%	2.29%	1.52%				
实收资本(或	1539	1899	1899	1899	1899	营业利润增长	150.4%	385.7%	-207.48%	43.35%	39.53%				
资本公积	1852	3650	3650	3650	3650	归属于母公司净	2236.8%	244.7%	2236.81%	39.87%	37.26%				
未分配利润	-272	-249	-43	245	641	<b>获利能力</b>									
归属母公司股	3429	5617	5979	6459	7118	毛利率(%)	4.26%	7.05%	14.10%	16.67%	18.67%				
<b>负债和所有者</b>	24405	29282	23661	21487	19250	净利率(%)	-3.78%	-2.77%	5.32%	7.28%	9.84%				
<b>现金流量</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	-1.91%	0.10%	2.90%	4.47%	6.85%				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	-13.62%	0.52%	11.49%	14.87%	18.53%				
<b>经营活动现金</b>	295	3076	407	4092	4372	<b>偿债能力</b>									
净利润	-721	-439	859	1201	1648	资产负债率(%)	80.75%	77.31%	69.67%	63.24%	53.83%				
折旧摊销	735.16	919.54	2309.92	2311.22	2329.09	流动比率	0.52	0.49	0.42	0.49	0.61				
财务费用	884	992	635	668	475	速动比率	0.29	0.34	0.26	0.32	0.40				
应付账款的变	0	0	-1746	-15	-17	<b>营运能力</b>									
预收账款的变	0	0	16	16	17	总资产周转率	0.81	0.59	0.61	0.73	0.82				
<b>投资活动现金</b>	-1210	-1088	979	-18	2	应收账款周转率	124	74	71	92	92				
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.41	4.97	5.82	8.73	8.93				
长期投资	103	197	540	540	540	<b>每股指标(元)</b>									
投资收益	70	-3	4	4	4	每股收益(最新摊	-0.30	0.02	0.36	0.51	0.69				
<b>筹资活动现金</b>	1022	-1059	-3022	-4037	-4349	每股净现金流(最	0.07	0.49	-0.86	0.02	0.01				
短期借款	5297	5259	10324	8436	6221	每股净资产(最新	2.23	2.96	3.15	3.40	3.75				
长期借款	4798	3237	2237	1237	237	<b>估值比率</b>									
普通股增加	0	359	0	0	0	P/E	-21.22	321.50	17.77	12.71	9.26				
资本公积增加	11	1799	0	0	0	P/B	2.89	2.17	2.04	1.89	1.72				
<b>现金净增加额</b>	107	928	-1636	37	25	EV/EBITDA	32.07	21.08	5.89	4.60	3.56				

资料来源:公司财报、东兴证券研究所



## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 刘岗

刘岗，材料学硕士、冶金科学与工程学士。有色冶炼加工行业 8 年从业经验，对有色金属行业产业结构、发展趋势、主要上市公司的发展战略、多种有色金属市场价格波动都有较为深入的研究。2015 年加入东兴证券研究所，主要负责有色金属板块的行业研究工作。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。