CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

当前股价：12.1 元
2017 年 08 月 28 日

云铝股份 000807.SZ

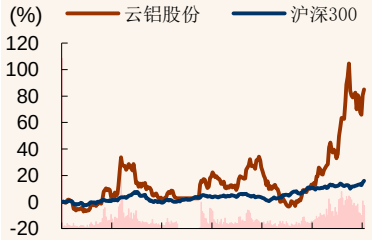
受益电解铝供给侧改革红利 业绩前景可观

基础数据

上证综指	3363
总股本（万股）	260684
已上市流通股（万股）	172185
总市值（亿元）	315
流通市值（亿元）	208
每股净资产（MRQ）	3.6
ROE（TTM）	2.2
资产负债率	68.0%
主要股东	云南冶金集团股份有
主要股东持股比例	42.57%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	39	67	85
相对表现	36	56	69



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

2017.4.18 供给侧改革正式拉启大幕 铝市迎来行业拐点——铝行业研究报告

2017.7.13 电解铝供改落地有声 铝价共振行情近在咫尺——电解铝行业供给侧改革报告

刘文平

刘文平
liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

研究助理
刘伟洁
liuweijie@cmschina.com.cn

研究助理
黄昱颖
huangyuying@cmschina.com.cn

事件：

公司公布半年度报告，实现营业收入 101.07 亿元,同比增加 42.22%，实现利润总额 2.30 亿元，同比增长 79.22%，实现净利润 1.72 亿元，同比增长 70.74%，归属于母公司所有者的净利润 1.47 亿元，同比增长 187.70%。

评论：

1、供给侧改革下，主产品价格大幅走强

2017 年上半年铝市场受电解铝供给侧改革影响，铝价表现强势。上半年长江有色 A00 铝锭均价 13617 元/吨，同比涨约 17%。随着供给侧改革的推进，预计电解铝供需改善，铝价预计持续走高。公司产能全部合规，生产不受供改影响。

2、原料自备率不断提高，成本优势凸显

公司目前拥有铝土矿资源储量现超过 1.73 亿吨，预期“十三五”期间增储+老挝一、二期项目后，铝土矿资源将高达 6.13 亿吨。随着文山二期 2017 年上半年投产，公司氧化铝产能将增至 140 万吨。以目前公司 120 万吨电解铝产能，按照单吨氧化铝消耗 2.5 吨铝土矿、单吨电解铝需要消耗 1.92 吨氧化铝计算，公司将实现铝土矿自备率 100%、氧化铝自备率 70%。2019 年中老铝业年产 100 万吨氧化铝项目的投产，氧化铝将基本完全自给。随着铝价上扬，原材料价格水涨船高，成本中枢不断上移。凭借水电优势及丰富矿资源，云铝成本优势凸显。

3、“水电铝一体化”模式，豁免于自备电厂督察

电解铝生产成本中，电力成本高达四成。铝企为降低成本，积极配备自备火电机组电厂，但较多企业存在政府性基金及附加存在少缴甚至不缴的做法，形成非法的、不公平的电力成本优势。为了规范自备电厂，6 月 14 日，国家发改委联合国家能源局展开自备电厂督察，当前各地区铝企用电的政府性基金及附加为 1.58-5.09 分/千瓦时不等。如果欠缴款严格执行追补，经测算，100 万吨电解铝产量的铝企需补交费用高达 2.13-6.9 亿元/年。云铝股份积极打造“水电一体化”生产模式，用电量全部纳入市场化交易，且皆为水电，可免受影响。本轮自备电厂督查对于云铝来说，进一步增添其在行业竞争中的优势。

4、强烈推荐-A”投资评级

根据我们估算,预计 2017/18/19 年公司的归母净利润为 6.62/11.31/14.22 亿元，对应 EPS 为 0.25/0.43/0.55 元，对应 PE 47.6/27.9/22.2。鉴于供改推动铝价走强，云铝新项目顺利推进，量价齐升下，我们给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示：公司新建、技改项目建设进度不及预期，铝供给侧改革和铝价不及预期。

表 1：17 年中期业绩回顾

（百万元）	16H1	16H2	17H1	同比	环比
营业收入	7101	8441	10107	42%	20%
营业毛利	875	1327	1112	27%	-16%
营业费用	207	207	185	-11%	-11%
管理费用	266	359	286	8%	-20%
财务费用	404	394	371	-8%	-6%
投资收益	2	-1.53	-17	-950%	-1011%
营业利润	83	177	227	173%	28%
所得税	27	39	58	115%	49%
归属母公司净利润	51	60	147	188%	145%
EPS（元）	0.03	0.02	0.06		

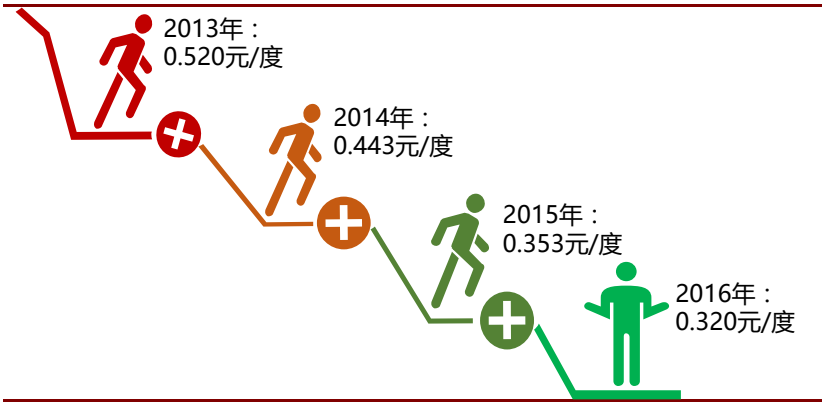
资料来源：公司数据、招商证券

表 2：云铝股份氧化铝项目

序号	项目	归属子公司	产能（万吨）	投产时间
1	文山一期 80 万吨/年氧化铝项目	云南文山铝业有限公司	80	2012 年 7 月投产，2013 年第三季度达产
2	文山二期 60 万吨/年氧化铝项目	云南文山铝业有限公司	60	2017 年上半年投产
3	中老铝业 100 万吨/年氧化铝及配套矿山项目	老挝中老铝业有限公司	100	预计 2019 年投产

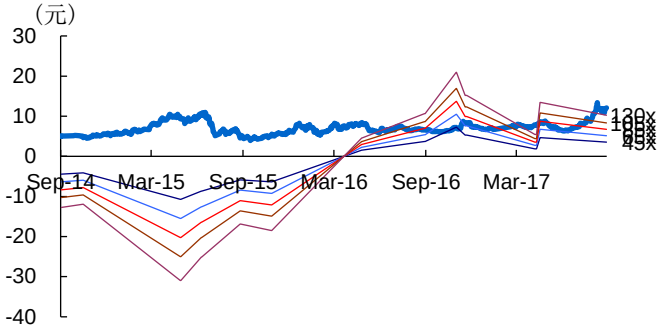
资料来源：公司公告、招商证券

图 1 云铝股份综合用电成本（单位：元/度）



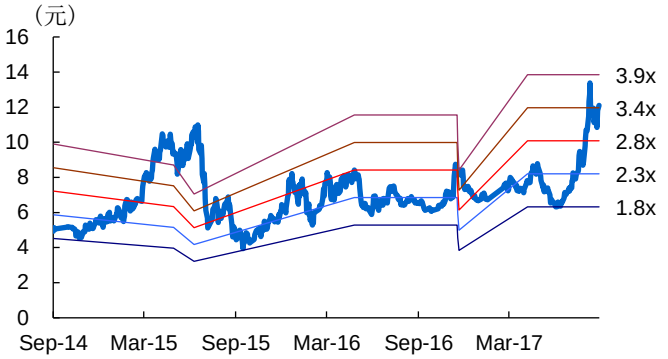
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：云铝股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：云铝股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7793	9401	7704	9780	11271
现金	3248	4274	1513	1899	2518
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	539	368	455	582	650
应收款项	275	332	387	496	553
其它应收款	230	326	402	515	575
存货	2363	3249	3907	4960	5497
其他	1137	852	1041	1328	1478
非流动资产	21489	22526	23599	24625	25605
长期股权投资	197	206	206	206	206
固定资产	16218	17483	18712	19872	20968
无形资产	1002	988	890	801	721
其他	4072	3849	3792	3747	3710
资产总计	**29282**	**31927**	**31304**	**34406**	**36876**
流动负债	15775	16384	16266	18205	19300
短期借款	5259	5350	7322	6971	6900
应付账款	3643	4484	5405	6863	7605
预收账款	335	369	445	565	626
其他	6538	6182	3095	3806	4169
长期负债	6862	5676	5676	5676	5676
长期借款	3237	2305	2305	2305	2305
其他	3625	3371	3371	3371	3371
负债合计	**22637**	**22060**	**21943**	**23881**	**24976**
股本	1899	2607	2607	2607	2607
资本公积金	3650	6419	6419	6419	6419
留存收益	86	197	(445)	487	1570
少数股东权益	1027	629	765	996	1288
归属于母公司所有者权益	5617	9238	8596	9528	10612
负债及权益合计	**29282**	**31927**	**31304**	**34406**	**36876**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3076	911	3027	3776	3851
净利润	29	111	662	1131	1422
折旧摊销	924	983	1132	1179	1226
财务费用	982	798	712	632	615
投资收益	3	(1)	2	2	2
营运资金变动	1588	(1128)	378	591	290
其它	(449)	148	142	242	297
投资活动现金流	(1088)	(1475)	(2208)	(2208)	(2208)
资本支出	(971)	(1418)	(2206)	(2206)	(2206)
其他投资	(117)	(57)	(2)	(2)	(2)
筹资活动现金流	(1059)	1789	(3580)	(1182)	(1024)
借款变动	(1996)	322	(1565)	(351)	(71)
普通股增加	359	708	0	0	0
资本公积增加	1799	2769	0	0	0
股利分配	(770)	(949)	(1303)	(199)	(339)
其他	(452)	(1061)	(712)	(632)	(615)
现金净增加额	928	1226	(2761)	387	619

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15852	15543	19192	24574	27430
营业成本	14735	13341	16083	20421	22630
营业税金及附加	18	60	74	94	105
营业费用	434	414	511	655	731
管理费用	457	625	772	988	1103
财务费用	992	799	712	632	615
资产减值损失	132	42	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)
投资收益	(3)	1	1	1	1
营业利润	(919)	261	1039	1782	2245
营业外收入	567	40	40	40	40
营业外支出	10	29	29	29	29
利润总额	(362)	272	1050	1794	2257
所得税	77	65	253	432	543
净利润	(439)	207	798	1362	1714
少数股东损益	(468)	96	136	232	291
归属于母公司净利润	29	111	662	1131	1422
EPS（元）	0.02	0.04	0.25	0.43	0.55

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-17%	-2%	23%	28%	12%
营业利润	-5%	-128%	299%	72%	26%
净利润	-106%	276%	499%	71%	26%
获利能力					
毛利率	7.0%	14.2%	16.2%	16.9%	17.5%
净利率	0.2%	0.7%	3.4%	4.6%	5.2%
ROE	0.5%	1.2%	7.7%	11.9%	13.4%
ROIC	0.5%	3.8%	7.0%	9.3%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	77.3%	69.1%	70.1%	69.4%	67.7%
净负债比率	38.1%	35.1%	30.8%	27.0%	25.0%
流动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6
速动比率	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	5.7	4.8	4.5	4.6	4.3
应收帐款周转率	74.3	51.2	53.4	55.7	52.3
应付帐款周转率	4.6	3.3	3.3	3.3	3.1
每股资料（元）					
每股收益	0.02	0.04	0.25	0.43	0.55
每股经营现金	1.62	0.35	1.16	1.45	1.48
每股净资产	2.96	3.54	3.30	3.66	4.07
每股股利	0.50	0.50	0.08	0.13	0.16
估值比率					
PE	781.6	285.4	47.6	27.9	22.2
PB	4.1	3.4	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	54.6	26.0	18.0	14.5	12.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘文平。5 年有色金属和新材料研究和投资经验，善于从一级市场的角度研究二级市场上市公司，注重行业长期发展趋势和上市公司竞争优势分析。2014 年新财富钢铁行业入围（第四名）。）2015 年度“天眼”明星分析师。2016 年金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师第五名。
刘伟洁。招商证券有色研究员。中南大学硕士，6 年基本金属研究经验，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017 年 3 月份加入招商证券。
黄昱颖。清华大学材料科学与工程硕士， 2016 年 7 月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。