成本压缩和原铝价格上涨驱动业绩增长

——云铝股份（000807）点评报告

增持（维持）

日期：2017 年 08 月 30 日

	2015 年	2016 年	2017E	2018E
营业收入(亿元)	158.52	155.43	217.61	326.41
增长比率(%)	-16.97%	-1.95%	40.00%	50.00%
净利润(亿元)	0.29	1.11	6.47	9.73
增长比率(%)	106.29%	276.03%	484.92%	50.56%
每股收益(元)	0.01	0.04	0.25	0.37
市盈率(倍)	1086.42	288.92	49.39	32.81

事件：

公司于 2017 年 8 月 28 日发布了 2017 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 101.07 亿元，同比增长 42.22%；实现归属上市公司股东净利润 1.47 亿元，同比增长 187.70%；实现归母扣非净利润 1.45 亿元，同比增长 728.30%。

投资要点：

- **成本压缩和原铝价格上涨驱动业绩增长：**上半年公司业绩大幅改善的主要原因:1)原铝价格的上涨：上半年铝锭均价为13617元/吨，与去年同期11689元/吨的均价相比上涨16.49%(以长江有色A00级现货铝锭价格为例)，2017年上半年公司生产原铝62.09万吨，产销量与2016年上半年相比略有增长，因此原铝价格的上涨直接带动公司营收的增长；2）贸易业务的营收同比大幅增长增厚公司营收规模；3）根据半年报披露数据，公司上半年的销售、管理和财务三项费用的总体费用率由2016年的12.34%降低至2017年上半年的8.33%，公司期间费用率的下降提高了利润率水平。

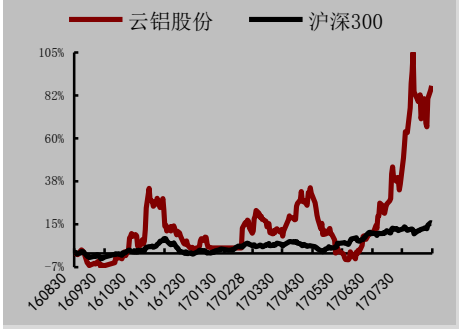
- **铝土矿资源丰富，氧化铝和电解铝稳步扩产：**在上游铝土矿资源端，公司现有资源储量1.7亿吨，预计五年内增储3亿吨以上。氧化铝端，公司文山铝业60万吨/年氧化铝技术升级提产增效项目已经进入收尾阶段，下一步公司将加快推进各生产系统联动试车，预计在三季度实现正式生产。文山二期投产后，加上在产的80万吨氧化铝产能，公司氧化铝产能将增至140万吨/年，自给率将提升至近60%。远期而言，老挝100万吨/年氧化铝项目2019年如期投产后公司的氧化铝自给率将达到100%。阳极炭素方面，公司目前产能为50万吨/年，自给率为83%左右（按吨铝耗费0.5吨炭素计算），未来源鑫公司炭素二期35万吨项目投产后，公司阳极炭素自给率将超过100%。另外公司还有35万吨电解铝在建项目，预计年底或者2018年年初投产，届时公司的电解铝产能将增加至155万吨。

- **稀缺水电电解铝标的：**公司是A股唯一利用水电生产电解铝的标的，在行业内绝大部分公司使用火力发电的背景下，公司低碳环保的电

基础数据

收盘价（元）	12.25
市净率（倍）	3.40
流通市值（亿元）	210.93
每股净资产（元）	3.60
每股经营现金流（元）	0.33
营业利润率（%）	2.24
净资产收益率（%）	1.58
资产负债率（%）	67.96
总股本（万股）	260,684
流通股（万股）	172,185

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2017 年 08 月 29 日

相关研究

万联证券研究所 20170828_公司点评报告_AAA_南山铝业（600219）点评报告
万联证券研究所 20170329_公司点评报告_AAA_东睦股份（600114）点评报告
万联证券研究所 20170822_公司点评报告_AAA_明泰铝业（601677）点评报告
万联证券研究所 20170824_公司点评报告_AAA_赣锋锂业（002460）点评报告

分析师：宋江波
执业证书编号：S0270516070001
电话：02160883480
邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：程文祥
电话：021-60883481
邮箱：chengwx@wlzq.com.cn

解铝产能具有显著的稀缺性。另一方面，公司通过实行电力市场化交易较大幅度降低了公司的用电成本，2014-2016年公司用电价成本逐年下降，其中2016年公司综合用电成本为0.32元。进入2017年国内工业用电价格整体明显上涨，通过实现电力场化交易，公司用电成本有望与2016年持平或者略有增长。2016年年底和2017年上半年国内煤炭价格大幅上涨，推升火力发电成本，从而抬高了火电用电价格，相比之下，水电则不会受到影响，水电的成本优势从另一方面得到了体现。另外，公司曾在2017年的2月份拟以增发的形式收购水电资产，之后由于增发方案不符合定增新规而终止，但是考虑到国内70%的电解铝产能具有自备电，电解铝企业提高自备电比例是大势所趋，公司为降低和控制生产成本而继续实施水电资产并购计划的可能性仍然很大。

- **盈利预测与投资建议：**预计公司2017-2018年EPS为0.25元和0.37元，结合2017年8月29日收盘价12.25元，对应的PE为49.39和32.81倍，考虑公司氧化铝自给率的提升以及对原铝价格的看好，我们维持“增持”评级。

- **风险因素：**铝价下跌；下游需求不及预期

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名： 宋江波
本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司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。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603
电话：021-60883482 传真：021-60883484