投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	13.32
合理价格区间(元):	14.16~15.34

李斌 执业证书编号：S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

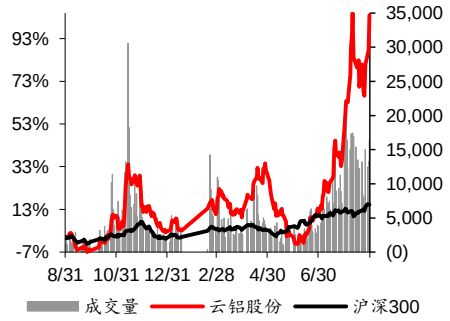
孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

1《云铝股份(000807,增持): 铝产待释放，坐看“云”起时》2017.04
2《云铝股份(000807):业绩改善显著，成本持续下行》2016.08

股价走势图



资料来源：Wind

收购曲靖铝业，产能弹性尽显

云铝股份(000807)

事件：公司将控股收购曲靖铝业，电解铝产能或扩至约160万吨/年

公司公告称将收购东源煤业持有云南东源煤业集团曲靖铝业有限公司的94.3467%股权（东源煤业为其控股股东），本次收购完成后，公司成为曲靖铝业控股股东。预计交易价格为3500万元左右（还需承担标的的部分负债），将采用现金方式收购。曲靖铝业拥有38万吨合规的电解铝产能，并入后公司电解铝产能规模将由120万吨/年提升至约160万吨/年。

电解铝远景权益产能或至约190万吨，供改背景下的稀缺标的

公司目前拥有电解铝权益产能约97.5万吨，除此次收购曲靖铝业38万吨产能之外，还有昭通驰宏70万吨电解铝项目（持股64%）以及鹤庆溢鑫铝业21.04万吨项目（持股71%），远景权益产能将达约193万吨，且尽皆合规。在供给侧改革深度推进，新增产能受到压缩，合规指标趋于紧俏的背景下，公司还拥有相比当前97.5万吨权益产能超过90%以上的产能增幅空间，其产能弹性之大在A股上市公司乃至全国铝企中都较为稀缺。

上下游项目稳步推进，产业链版图日趋完整

据公司半年报披露，文山二期60万吨/年氧化铝扩建项目投产在即，氧化铝产能将达到140万吨/年，源鑫公司炭素二期年产35万吨阳极炭素项目正加快推进，达产后公司炭素产能将达到85万吨，上游原料自给率正稳步提升。此外，尽管因定增新规限制，公司此前收购水电资产的方案被搁置，但公司经营规划仍未可言轻易改变，公司目前账上现金较为充裕，且未来还有望发行15亿非公开发行债券，资金掣肘问题并非严重。

供给侧改革发酵持续，行业供需或迎拐点

鉴于魏桥、新疆希望实质性减产行动的不断推进，我们认为对铝行业供给侧改革执行的力度和决心不应再怀疑，随着9月15日专项抽查大限到来，违规产能全部关停可期，400万吨的违规在产产能缩减将在四季度持续冲击供需表，我们偏向于认为电解铝行业将自此从过往的常态化的过剩过渡到常态化供需偏紧的状态，行业迎来拐点，铝价或将持续位于16000-20000元/吨的相对高位区间。对于公司而言，铝价每涨1000元/吨，净利润增厚约8亿，业绩或将迎来大幅增长。

维持“增持”评级

鉴于铝行业政策环境相比此前发生较大变化，上调17-19年电解铝价格假设至14500、15000、15500元/吨，考虑到昭通驰宏、鹤庆溢鑫电解铝项目的实施及对曲靖铝业的收购，上调17-19年电解铝产量假设至120、160、200万吨，公司17年净利润预期上调约31.4%。预计17-19年公司实现归母净利润6.99、15.31、25.23亿元，对应EPS为0.27、0.59、0.97元。据wind一致预期，可比公司2018年PE均值约21倍，鉴于公司未来产量增速快于可比公司且17-19年净利润复合增速接近90%，给予一定估值溢价，取2018年24-26倍PE，对应股价区间为14.16-15.34元，维持“增持”评级。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,607
流通A股 (百万股)	1,722
52周内股价区间 (元)	6.07-13.38
总市值 (百万元)	34,723
总资产 (百万元)	32,090
每股净资产 (元)	3.60

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	15,852	15,543	17,912	23,550	29,531
+/-%	(18.72)	(1.95)	15.24	31.48	25.39
归属母公司净利润 (百万元)	29.39	110.53	699.42	1,531	2,523
+/-%	105.93	276.03	532.79	118.94	64.76
EPS (元，最新摊薄)	0.01	0.04	0.27	0.59	0.97
PE (倍)	1,181	314.15	49.65	22.68	13.76

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

公司电解铝产能情况

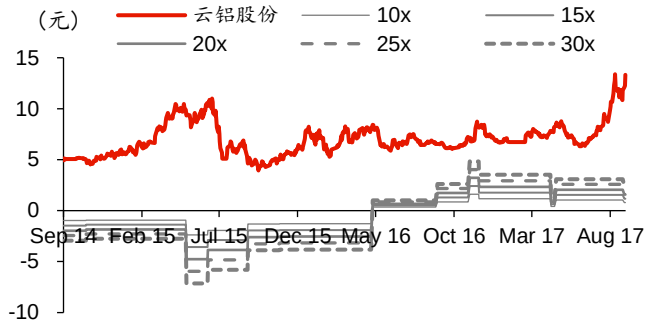
图表1： 云铝股份权益产能情况（万吨）

	权益比例	现有产能	现有产能（权益）	远景产能	远景产能（权益）
本部	100.00%	30.0	30.0	30.0	30.0
泽鑫铝业	100.00%	30.0	30.0	30.0	30.0
涌鑫铝业	61.36%	30.0	18.4	30.0	18.4
润鑫铝业	63.80%	30.0	19.1	30.0	19.1
曲靖铝业	94.35%			38.0	35.9
昭通驰宏	64.00%			70.0	44.8
鹤庆溢鑫铝业	70.95%			21.0	14.9
合计		**120.0**	**97.5**	**249.0**	**193.1**

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

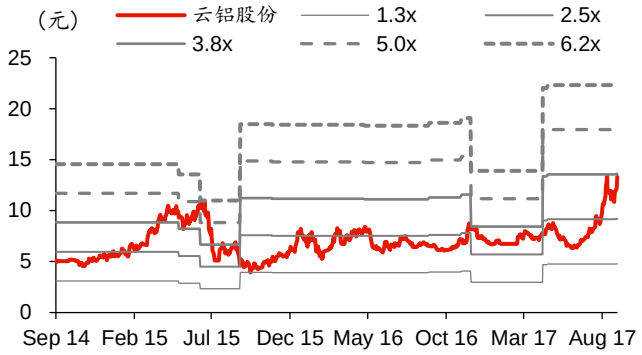
PE/PB - Bands

图表2： 云铝股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3： 云铝股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,793	9,401	10,253	14,841	20,117
现金	3,248	4,274	5,040	8,115	11,861
应收账款	274.89	332.27	340.05	459.54	580.29
其他应收账款	230.33	325.67	289.70	411.87	520.55
预付账款	484.56	381.85	431.82	572.11	695.74
存货	2,363	3,249	3,092	4,093	5,132
其他流动资产	1,192	838.70	1,059	1,190	1,327
非流动资产	21,489	22,526	22,387	22,187	21,915
长期投资	197.22	205.98	185.83	194.45	193.50
固定投资	16,218	17,483	18,754	18,950	18,809
无形资产	1,002	988.43	988.43	988.43	988.43
其他非流动资产	4,072	3,849	2,460	2,054	1,924
资产总计	29,282	31,927	32,640	37,029	42,032
流动负债	15,775	16,384	16,012	18,640	20,877
短期借款	5,259	5,350	5,334	5,327	5,333
应付账款	3,643	4,484	4,243	5,732	7,126
其他流动负债	6,872	6,551	6,435	7,581	8,419
非流动负债	6,862	5,676	5,977	6,020	6,115
长期借款	3,237	2,305	2,405	2,505	2,605
其他非流动负债	3,625	3,371	3,572	3,515	3,510
负债合计	22,637	22,060	21,989	24,660	26,992
少数股东权益	1,027	629.05	714.46	902.40	1,053
股本	1,899	2,607	2,607	2,607	2,607
资本公积	3,650	6,419	6,419	6,419	6,419
留存公积	86.20	196.73	911.44	2,443	4,966
归属母公司股	5,617	9,238	9,936	11,466	13,988
负债和股东权益	29,282	31,927	32,640	37,029	42,032

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	3,076	911.35	2,461	4,283	4,886
净利润	(438.54)	206.74	206.74	784.84	1,719
折旧摊销	923.58	982.90	928.85	1,014	1,067
财务费用	992.00	798.71	667.60	595.08	461.68
投资损失	2.69	(0.59)	(10.99)	(5.25)	(6.38)
营运资金变动	1,448	(1,222)	40.06	918.77	656.61
其他经营现金	148.62	145.45	628.86	976.31	987.81
投资活动现金	(1,088)	(1,475)	(765.42)	(804.21)	(792.82)
资本支出	970.75	1,418	802.07	800.00	799.66
长期投资	112.28	26.35	(26.20)	9.34	(0.30)
其他投资现金	(5.21)	(30.40)	10.45	5.12	6.54
筹资活动现金	(1,059)	1,789	(929.52)	(404.65)	(346.57)
短期借款	(177.40)	90.20	(15.53)	(7.27)	6.22
长期借款	(1,562)	(931.76)	100.00	100.00	100.00
普通股增加	359.44	708.23	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	797.85	2,769	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(477.21)	(846.16)	(1,014)	(497.39)	(452.79)
现金净增加额	927.89	1,230	766.18	3,074	3,747

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,852	15,543	17,912	23,550	29,531
营业成本	14,735	13,341	15,279	19,625	24,185
营业税金及附加	17.98	59.56	42.21	62.29	81.11
营业费用	433.86	414.06	465.51	622.57	777.27
管理费用	456.63	624.93	605.05	826.45	1,049
财务费用	992.00	798.71	667.60	595.08	461.68
资产减值损失	132.46	42.46	89.50	80.98	77.40
公允价值变动收益	(0.10)	(2.27)	(1.17)	(1.36)	(1.45)
投资净收益	(2.69)	0.59	10.99	5.25	6.38
营业利润	(918.50)	260.54	772.68	1,742	2,905
营业外收入	566.60	40.10	100.00	157.80	118.92
营业外支出	9.75	28.55	18.56	20.42	21.16
利润总额	(361.65)	272.10	854.12	1,879	3,002
所得税	76.88	65.36	69.28	160.12	329.28
净利润	(438.54)	206.74	784.84	1,719	2,673
少数股东损益	(467.93)	96.21	85.41	187.94	150.12
归属母公司净利润	29.39	110.53	699.42	1,531	2,523
EBITDA	997.07	2,042	2,369	3,351	4,433
EPS (元)	0.02	0.04	0.27	0.59	0.97

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(18.72)	(1.95)	15.24	31.48	25.39
营业利润	9.72	128.37	196.57	125.45	66.74
归属母公司净利润	105.93	276.03	532.79	118.94	64.76
获利能力 (%)					
毛利率	7.05	14.17	14.70	16.67	18.10
净利率	0.19	0.71	3.90	6.50	8.54
ROE	0.52	1.20	7.04	13.36	18.04
ROIC	0.64	5.08	8.46	14.79	22.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	77.31	69.10	67.37	66.60	64.22
净负债比率 (%)	49.34	50.73	48.61	44.33	40.98
流动比率	0.49	0.57	0.64	0.80	0.96
速动比率	0.33	0.37	0.44	0.57	0.71
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.51	0.55	0.68	0.75
应收账款周转率	53.51	47.76	49.81	55.20	53.15
应付账款周转率	4.41	3.28	3.50	3.93	3.76
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.04	0.27	0.59	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	0.35	0.94	1.64	1.87
每股净资产(最新摊薄)	2.15	3.54	3.81	4.40	5.37
估值比率					
PE (倍)	1,181	314.15	49.65	22.68	13.76
PB (倍)	6.18	3.76	3.49	3.03	2.48
EV_EBITDA (倍)	41.23	20.13	17.35	12.27	9.27

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

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

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com