云铝股份（000807.SZ）

产能继续扩张，水电铝一体化优势进一步增强

●**事件：公司将收购曲靖铝业约94%股权，预计交易价格约为3500万元。**受益于供给侧改革和行业调结构促转型增效益政策，公司进一步扩张水电铝规模，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94%股权，预计交易价格约为3500万元。

●**政策利好，公司低价收购合规产能38万吨**。吨铝收购价格远低于市场产能指标置换价格。曲靖铝业所拥有的38万吨电解铝产能均为合规产能，不受26+2冬季限产政策影响，若以兖矿科澳开价2.1亿元出让14万吨电解铝产能指标为例（吨铝指标价格为1500元），推测此次收购的电解铝产能价格远低于市场交易价格，收购优势显现。

●**收购完成后公司电解铝产能将增至160万吨/年。**公司为水电铝龙头企业，水电铝规模扩张进一步提高公司盈利能力。收购完成曲靖铝业后公司电解铝产能将由120万吨/年增至160万吨/年（权益产能为130万吨）。考虑到未来鲁甸一期35万吨和增资鹤庆21万吨电解铝项目建成达产，公司电解铝最终产能将实现216万吨（实现权益产能168万吨）。

●**公司有望进入快速发展期。**收购产能和其他在建产能将受益于公司水电优势和国家供给侧改革：成本方面，17年中报预测全年综合电价0.33元/度，水电优势显现；价格方面，受益于供给侧改革推进，17年H1长江铝均价为13617元/吨，同比上涨17%，铝价上涨增厚公司利润。考虑到供给侧停产大限将至，预计未来铝市产量或将回落，支持铝价持续走强，加之产能逐步释放，公司未来业绩有望进入快速发展期。

●**维持“买入”评级。**预计公司17-19年业绩分别为0.30、0.71和0.99元/股，对应当前股价的PE分别为44、19和13倍。公司18-19年业绩较前一篇报告有较大提升主要因为假设曲靖铝业17年底前完成收购，18年产能释放增厚公司利润（假设产能利用率维持当前水平，未来产能利用率提高将增添更多弹性）。另外考虑到鲁甸一期将于18年年初投产和供给侧推进、未来供需或将短缺支撑铝价上行，公司业绩有望进一步增厚，维持公司“买入”评级。

●**风险提示：**游需求低于预期；项目进度低于预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	15,852.31	15,543.31	21,180.45	30,798.20	31,635.17
增长率(%)	-16.97%	-1.95%	36.27%	45.41%	2.72%
EBITDA(百万元)	1,132.32	2,086.28	2,904.52	4,495.25	5,516.98
净利润(百万元)	29.39	110.53	782.49	1,851.48	2,588.90
增长率(%)	106.29%	276.03%	607.94%	136.61%	39.83%
EPS（元/股）	0.015	0.042	0.300	0.710	0.993
市盈率（P/E）	464.42	158.02	44.38	18.75	13.41
市净率（P/B）	2.42	1.89	3.47	2.93	2.40
EV/EBITDA	19.78	11.89	14.15	8.60	6.67

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	13.32 元
前次评级	**买入**
报告日期	2017-08-31

相对市场表现

分析师： 巨国贤 S0260512050006
☎ 0755-82535901
✉ juguoxian@gf.com.cn
分析师： 赵 鑫 S0260515090002
☎ 02160759794
✉ gzzhaoxin@gf.com.cn

相关研究：

广发报告-中报点评-云铝股份（000807.SZ）：产能逐步释放，盈利有望快速增长	2017-08-28
广发证券-公告点评-云铝股份：水电铝一体化优势进一步增强	2017-07-18
云铝股份（000807.SZ）：受益于供给侧改革，料盈利能力将大幅提升	2017-04-17

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,793	9,401	10,459	15,741	17,471
货币资金	3,248	4,274	4,667	7,283	9,002
应收及预付	1,529	1,408	1,813	2,613	2,660
存货	2,363	3,249	3,809	5,375	5,340
其他流动资产	652	470	170	470	470
非流动资产	21,489	22,526	23,882	24,756	25,699
长期股权投资	197	206	206	206	206
固定资产	16,297	17,576	18,601	19,120	19,737
在建工程	2,199	1,896	2,296	2,696	3,096
无形资产	1,170	1,274	1,147	1,165	1,153
其他长期资产	1,626	1,573	1,632	1,569	1,508
资产总计	29,282	31,927	34,340	40,498	43,171
流动负债	15,775	16,384	16,888	19,988	18,784
短期借款	5,259	5,350	3,832	3,000	1,855
应付及预收	7,757	7,423	9,505	13,437	13,379
其他流动负债	2,759	3,612	3,550	3,550	3,550
非流动负债	6,837	5,658	6,725	7,725	8,725
长期借款	3,237	2,305	3,305	4,305	5,305
应付债券	800	400	400	400	400
其他非流动负债	2,800	2,952	3,020	3,020	3,020
负债合计	22,613	22,042	23,613	27,713	27,509
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
留存收益	86	197	979	2,831	5,420
归属母公司股东权	5,642	9,257	10,012	11,863	14,452
少数股东权益	1,027	629	716	922	1,209
负债和股东权益	29,282	31,927	34,340	40,498	43,171

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	15852	15543	21180	30798	31635
营业成本	14735	13341	18112	25555	25389
营业税金及附加	18	60	53	97	89
销售费用	434	414	572	826	851
管理费用	457	625	647	1022	1096
财务费用	992	799	839	768	608
资产减值损失	132	42	-84	-35	0
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0
投资净收益	-3	1	22	7	10
营业利润	-919	261	1065	2572	3611
营业外收入	567	40	50	50	50
营业外支出	10	29	14	18	20
利润总额	-362	272	1101	2604	3641
所得税	77	65	231	547	765
净利润	-439	207	869	2057	2877
少数股东损益	-468	96	87	206	288
归属母公司净利润	29	111	782	1851	2589
EBITDA	1132	2086	2905	4495	5517
EPS（元）	0.02	0.04	0.30	0.71	0.99

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3076	911	3915	5346	5442
净利润	-439	207	869	2166	3330
折旧摊销	924	983	1108	1198	1307
营运资金变动	1462	-1190	1502	1457	260
其它	1129	911	435	525	545
投资活动现金流	-1088	-1475	-2420	-2096	-2272
资本支出	-969	-1408	-2442	-2103	-2282
投资变动	-105	-20	22	7	10
其他	-14	-47	0	0	0
筹资活动现金流	-1060	1793	-1102	-372	-676
银行借款	7995	7688	-517	168	-145
债券融资	-54	-254	-444	-422	0
股权融资	2370	3634	0	0	0
其他	-11371	-9275	-141	-117	-531
现金净增加额	928	1230	393	2878	2495
期初现金余额	1688	3248	4274	4667	7545
期末现金余额	2616	4478	4667	7545	10040

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-17.0%	-1.9%	36.3%	45.4%	2.7%
营业利润增长	4.9%	128.4	308.7	141.5	40.4%
归属母公司净利润增长	106.3	276.0	607.9	136.6	39.8%
获利能力（%）					
毛利率	7.0%	14.2%	14.5%	17.0%	19.7%
净利率	-2.8%	1.3%	4.1%	6.7%	9.1%
ROE	0.5%	1.2%	7.8%	15.6%	17.9%
ROIC	1.7%	5.0%	8.5%	16.0%	19.2%
偿债能力					
资产负债率(%)	77.2%	69.0%	68.8%	68.4%	63.7%
净负债比率	131.2	74.3%	59.4%	30.7%	13.1%
流动比率	0.49	0.57	0.62	0.79	0.93
速动比率	0.31	0.35	0.36	0.48	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.51	0.64	0.82	0.76
应收账款周转率	74.29	51.20	51.20	51.20	51.20
存货周转率	5.74	4.75	4.75	4.75	4.75
每股指标（元）					
每股收益	0.02	0.04	0.30	0.71	0.99
每股经营现金流	1.62	0.35	1.50	1.95	1.79
每股净资产	2.97	3.55	3.84	4.55	5.54
估值比率					
P/E	464.4	158.0	44.4	18.8	13.4
P/B	2.4	1.9	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA	19.8	11.9	14.1	8.6	6.7

广发有色行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。

赵　鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。