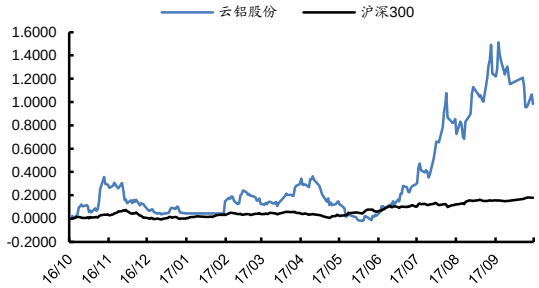
2017 年 10 月 18 日 公司研究 评级：买入（维持）

研究所
证券分析师： 代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人 ： 李浩
021-68930177 lih07@ghzq.com.cn

铝价有望继续上涨，公司产能持续增加，量价齐升

——云铝股份（000807）三季报预告点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
云铝股份	-11.6	53.4	101.3
沪深 300	1.8	6.7	17.8

市场数据	2017-10-17
当前价格（元）	12.78
52 周价格区间（元）	6.17 - 16.32
总市值（百万）	33315.40
流通市值（百万）	22005.18
总股本（万股）	260683.88
流通股（万股）	172184.54
日均成交额（百万）	567.80
近一月换手（%）	92.38

相关报告

《云铝股份（000807）深度报告：铝供给侧改革下,全方位受益标的》——2017-07-14

《云铝股份（000807）调研简报：受益成本下降，公司业绩反转》——2016-07-29

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

10 月 12 日，云铝股份发布 2017 年前三季度业绩预告，前三季度归母净利润 4.2 亿元，同比增长 131%，其中第三季度归母净利润为 2.74 亿元，同比增长 110%。

投资要点：

- **铝价有望继续走高。**采暖季限产力度不断加强，四季度铝锭库存有望迎来下降，电解铝价格有望继续走高。

  1）错峰限产量增加：环保部表态环保限产的基数与违规停产产能不重叠，扩大了限产的基数。如果重叠，影响电解铝产量 47 万吨；如果不重叠，影响电解铝产量 108.4 万吨。

  2）限产时间延长：其中河南省安阳市限产时间增加了 2 个月，焦作万方铝业和中铝中州铝业从 9 月 19 日起提前实行错峰生产，同样延长将近 2 个月。

  3）新增产能受限：其一置换指标不足 360 万吨，较为有限且价格昂贵，在 2000-3000 元/吨；其二新增产能大部分规划自备电厂，煤电限产影响新增产能的建设和投放的进度。

- **公司收购曲靖铝业,合规产能继续提升。**8 月 31 日公司公告将以 3500 万左右的价格控股收购云南东源煤业集团曲靖铝业有限公司 94.3467%的股权。曲靖铝业拥有电解铝产能 38 万吨/年，均为合规产能，收购后公司电解铝产能规模由 120 万吨/年提升至 158 万吨/年。对照市场上主流的产能置换指标 2000-3000 元/吨的成本，公司收购价格便宜。曲靖铝业之前受制于铝价低迷和财务成本过重，2016 年 1-10 月开工率仅为 33%。后东源煤业对其实施债权转股权后，资产负债率由 303%降至 57%，叠加铝价回暖，现阶段 38 万吨的产能已接近满产。此外，并购完成后，曲靖铝业受益于云铝股份统一用水电的优势，电价成本降低。

- **公司未来可投放的新增产能总计 91 万吨，权益产能 58.6 万吨。**公司还分别拥有昭通鲁甸 70 万吨/年和鹤庆溢鑫 21 万吨/年水电铝

项目 64.08%和 65.92%的控股股权，其中昭通鲁甸一期 35 万吨的水电铝项目预计最快 2018 年下半年就可以投产。

- **上游原材料新增产能投放在即，自给率提高，公司水电项目不受缴纳政府性基金及附加影响。**公司全资子公司文山铝业文山二期 60 万吨/年氧化铝扩建项目 2017 年下半年可以投产，公司氧化铝产能将达到 140 万吨/年。公司还拥有炭阳极产能约 50 万吨/年，目前正在加快实施源鑫公司炭素二期年产 35 万吨炭阳极项目，预计 2018 年可以投产，投产后炭阳极产能达到 85 万吨/年。2017 年 7 月 25 日，国家发改委和国家能源局要求全面清缴自备电厂欠缴的国家政府性基金及附加费用，公司无自备电厂，不受任何负面影响。

- **维持买入评级：** 公司电解铝合规产能不断提升，后续储备项目未来逐渐放量，同时受益于铝价的快速上涨，量价齐升盈利有望快速上涨；公司上游氧化铝和炭阳极新建产能的投放有利于部分抵消原材料价格持续上涨的成本压力；最后公司采用水电且无自备电厂，不受自备电厂缴纳欠缴的政府性基金及附加费用的负面影响。我们预计公司 2017-2019 的 EPS 分别为 0.33 元、0.92 元、1.01 元，对应当前股价的 PE 分别为 39.0、13.9 倍 12.6 倍。维持“买入”评级。

- **风险提示：**采暖季限产力度不及预期；电解铝下游需求受环保影响不及预计；铝价下跌；烧碱、煤沥青、石油焦等氧化铝和预焙阳极的原材料价格大幅上涨；公司产能投放不及预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	15543	21394	29232	32662
增长率(%)	-2%	38%	37%	12%
净利润（百万元）	111	854	2391	2635
增长率(%)	276%	673%	180%	10%
摊薄每股收益（元）	0.04	0.33	0.92	1.01
ROE(%)	1.12%	9.55%	21.07%	19.36%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1：云铝股份盈利预测表

证券代码:	000807.SZ		股价:	12.78	投资评级:	买入		日期:	2017-10-17
财务指标	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**每股指标与估值**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	1%	10%	21%	19%	EPS	0.04	0.33	0.92	1.01
毛利率	14%	11%	15%	15%	BVPS	3.54	3.86	4.75	5.74
期间费率	12%	7%	6%	5%	**估值**				
销售净利率	1%	4%	8%	8%	P/E	301.42	39.01	13.93	12.64
成长能力					P/B	3.61	3.31	2.69	2.23
收入增长率	-2%	38%	37%	12%	P/S	2.14	1.56	1.14	1.02
利润增长率	276%	673%	180%	10%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
总资产周转率	0.49	0.59	0.69	0.69	**营业收入**	**15543**	**21394**	**29232**	**32662**
应收账款周转率	15.15	15.21	15.21	15.21	营业成本	13341	19010	24824	27839
存货周转率	4.11	4.11	4.11	4.11	营业税金及附加	60	82	112	125
偿债能力					销售费用	414	369	397	485
资产负债率	69%	70%	68%	64%	管理费用	625	560	560	560
流动比	0.57	0.64	0.71	0.81	财务费用	799	208	(16)	(151)
速动比	0.38	0.63	0.69	0.80	其他费用/（-收入）	(44)	0	0	0
					营业利润	**261**	**1248**	**3467**	**3929**
资产负债表（百万元）	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	营业外净收支	12	0	0	0
现金及现金等价物	4274	9899	12901	16358	**利润总额**	**272**	**1248**	**3467**	**3929**
应收款项	1026	1407	1922	2148	所得税费用	65	208	579	656
存货净额	3249	326	326	326	**净利润**	207	1039	2888	3273
其他流动资产	852	1173	1603	1791	少数股东损益	96	185	497	638
流动资产合计	**9401**	**12805**	**16752**	**20622**	**归属于母公司净利润**	**111**	**854**	**2391**	**2635**
固定资产	17483	17846	20191	21109					
在建工程	1896	2398	2598	2598	**现金流量表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
无形资产及其他	988	951	914	879	**经营活动现金流**	**911**	**8790**	**7667**	**6432**
长期股权投资	206	206	206	206	净利润	207	854	2391	2635
资产总计	**31927**	**36158**	**42613**	**47367**	少数股东权益	96	185	497	638
短期借款	5350	4280	3424	2739	折旧摊销	978	974	993	1116
应付款项	6598	9442	12332	13830	公允价值变动	(2)	0	0	0
预收帐款	369	508	694	776	营运资金变动	(367)	6776	3785	2043
其他流动负债	4068	5640	7294	8172	**投资活动现金流**	**(1475)**	**(1802)**	**(3500)**	**(2000)**
流动负债合计	**16384**	**19869**	**23744**	**25516**	资本支出	(1903)	(1802)	(3500)	(2000)
长期借款及应付债券	2705	2435	2191	1972	长期投资	(9)	0	0	0
其他长期负债	2971	2971	2971	2971	其他	437	0	0	0
长期负债合计	**5676**	**5406**	**5162**	**4943**	**筹资活动现金流**	**1589**	**(1364)**	**(1164)**	**(975)**
负债合计	**22060**	**25275**	**28906**	**30459**	债务融资	(1242)	(1340)	(1099)	(904)
股本	2607	2607	2607	2607	权益融资	3634	0	0	0
股东权益	9867	10883	13707	16908	其它	(803)	(23)	(65)	(72)
负债和股东权益总计	**31927**	**36158**	**42613**	**47367**	**现金净增加额**	**1026**	**5625**	**3002**	**3457**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【有色金属介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8 年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。
李浩，工商管理硕士，十年钢铁行业工作经验，七年钢铁市场研究经验，曾就职武钢股份。目前从事钢铁行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

代鹏举，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，以勤勉的职业态度，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。