云铝股份(000807)/工业金属　　云铝股份：量价齐升，弹性大增！

评级：买入(维持)

市场价格：12.23

目标价格：20

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

Email：xiehh@r.qlzq.com.cn

联系人：张强

电话：0755-22660869

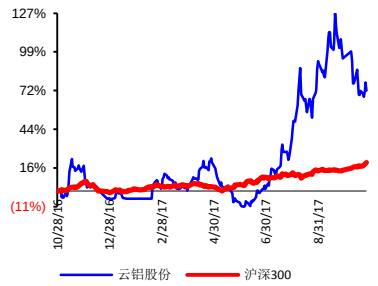
Email：zhangqiang@r.qlzq.com.cn

感谢刘洪吉对本报告的研究贡献！

基本状况

总股本(百万股)	2,607
流通股本(百万股)	1,722
市价(元)	12.23
市值(百万元)	31,882
流通市值(百万元)	21,058

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 2017.08.31 云铝股份收购曲靖铝业公司点评：收购曲靖铝业，迈入发展新高度，维持“买入“评级

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	15,852	15,543	16,752	30,444	37,701
增长率 yoy%	-18.72%	-1.95%	7.78%	81.73%	23.83%
净利润	29	111	664	3,749	5,483
增长率 yoy%	105.93%	276.03%	500.83%	464.54%	46.26%
每股收益（元）	0.02	0.04	0.25	1.44	2.10
每股现金流量	1.62	0.35	1.20	3.15	3.68
净资产收益率	0.52%	1.18%	7.18%	30.68%	32.41%
P/E	464	158	48.01	8.50	5.81
PEG	4.38	0.57	0.10	0.02	0.13
P/B	2	2	3.45	2.61	1.88

备注：

投资要点

- **事件：**云铝股份披露三季报，前三季度实现营业收入 164.03 亿元，同比增长 47.69%；实现归属于上市公司股东净利润 4.24 亿元，同比增长 132.87%。从单季度数据看，Q3 实现营业收入 62.96 亿元，同比增长 57.41%；实现归属于上市公司股东净利润 2.76 亿元，同比增长 111.44%，占 1-9 月归母净利润的 65%；扣非净利润 2.80 亿元，同比增长 116.87%。

- **产品价格上涨，带动业绩大增。**从价格端看，2017 年，在供给侧改革政策持续催化下，电解铝、氧化铝价格同比大幅上扬。三季度，长江现货电解铝均价 15306 元/吨，同比上涨 20%；氧化铝均价 2796 元/吨，同比上涨 51%，虽然这影响了公司整体氧化铝使用成本。从成本端看，云铝股份采用清洁水电能源，三季度进入云南丰水期，电力成本或将进一步走低。再综合考虑公司预焙阳极和铝土矿自给率均较高的因素，其综合生产成本具有一定竞争力。

- **强资源、扩产能，公司重拳频出。**资源保障能力持续增强，公司所属文山铝业保有铝土矿资源储量超过 1.73 亿吨，中老铝业已探获铝土矿资源 1.4 亿吨，雄厚的资源实力为云铝持续发展奠定坚实基础。产能扩大持续推进，2017 年 8 月 31 日，公司公告拟以 3500 万左右现金对价收购曲靖铝业 94.35%股权，曲靖铝业拥有电解铝产能 38 万吨，公司通过“短平快”的方式迅速将电解铝产能提升至 160 万吨水平，叠加昭通鲁甸 70 万吨项目以及鹤庆溢鑫 21 万吨项目，公司未来电解铝总产能将增至 249 万吨。同时，文山二期 60 万吨氧化铝项目已经开始试生产，中老铝业 100 万吨氧化铝项目正在积极推进，公司资源端的扩张亦在稳步进行。

- **铝市长牛可期，云铝深度受益。**以“严控新增产能、清理违规产能、环保错峰生产”为主线的电解铝供给侧改革已经进入第三阶段，也即环保错峰生产。目前，电解铝运行产能、月度产量环比均已连续三个月回落，市场关注的高库存也已见顶，铝行业供需格局正在发生趋势性逆转。按照我们保守测算，2018 年全球电解供给缺口将超 220 万吨以上，这是支撑铝价长牛的硬逻辑。云铝股份具有全产业链布局优势，以及相对低的水电成本（受煤价影响小），将持续深度受益于此轮供给侧改革。

- **盈利预测与投资建议：**在电解铝价格 2017/2018/2019 年分别为 15000/18000/19000 元/吨、氧化铝价格分别为 3000/3600/3800 元/吨假设下，公司 2017/2018/2019 年净利润分别为 7/38/55 亿元，对应 EPS 分别为 0.25/1.44/2.10 元，目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 48x/9x/6x，**维持“买入”评级！**

- **风险提示事件：宏观经济波动风险，相关产业政策落地不及预期等风险。**

图表 1：公司财务报表及预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**19,504**	**15,852**	**15,543**	**16,752**	**30,444**	**37,701**
增长率	*30.65%*	*-18.7%*	*-1.9%*	*7.8%*	*81.7%*	*23.8%*
营业成本	-18,619	-14,735	-13,341	-13,867	-22,080	-26,093
% 销售收入	*95.5%*	*93.0%*	*85.8%*	*82.8%*	*72.5%*	*69.2%*
毛利	885	1,117	2,202	2,885	8,364	11,607
% 销售收入	*4.5%*	*7.0%*	*14.2%*	*17.2%*	*27.5%*	*30.8%*
营业税金及附加	-7	-18	-60	-64	-117	-144
% 销售收入	*0.0%*	*0.1%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*
营业费用	-415	-434	-414	-446	-670	-754
% 销售收入	*2.1%*	*2.7%*	*2.7%*	*2.7%*	*2.2%*	*2.0%*
管理费用	-477	-457	-625	-600	-620	-650
% 销售收入	*2.4%*	*2.9%*	*4.0%*	*3.6%*	*2.0%*	*1.7%*
息税前利润（EBIT）	-15	209	1,103	1,775	6,958	10,059
% 销售收入	*-0.1%*	*1.3%*	*7.1%*	*10.6%*	*22.9%*	*26.7%*
财务费用	-928	-992	-799	-627	-601	-486
% 销售收入	*4.8%*	*6.3%*	*5.1%*	*3.7%*	*2.0%*	*1.3%*
资产减值损失	-145	-132	-42	-30	-30	-30
公允价值变动收益	0	0	-2	0	0	0
投资收益	70	-3	1	0	0	0
% 税前利润	*-7.3%*	*—*	*0.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	-1,017	-919	261	1,117	6,326	9,543
营业利润率	*-5.2%*	*-5.8%*	*1.7%*	*6.7%*	*20.8%*	*25.3%*
营业外收支	64	557	12	0	0	0
税前利润	**-953**	**-362**	**272**	**1,117**	**6,326**	**9,543**
利润率	*-4.9%*	*-2.3%*	*1.8%*	*6.7%*	*20.8%*	*25.3%*
所得税	182	-77	-65	-279	-1,582	-2,386
所得税率	*—*	*-21.3%*	*24.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	-771	-439	207	838	4,745	7,157
少数股东损益	-275	-468	96	174	996	1,674
归属于母公司的净利润	**-496**	**29**	**111**	**664**	**3,749**	**5,483**
净利率	*-2.5%*	*0.2%*	*0.7%*	*4.0%*	*12.3%*	*14.5%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-771	-439	207	838	4,745	7,157
少数股东损益	0	0	0	174	996	1,674
非现金支出	947	1,056	1,025	1,123	1,098	1,111
非经营收益	655	997	869	627	601	486
营运资金变动	-336	1,462	-1,190	530	1,759	833
经营活动现金净流	**496**	**3,076**	**911**	**3,292**	**9,199**	**11,261**
资本开支	1,399	969	1,408	447	730	630
投资	-18	-112	-26	0	0	0
其他	44	-7	-41	0	0	0
投资活动现金净流	**-1,373**	**-1,088**	**-1,475**	**-447**	**-730**	**-630**
股权募资	0	2,370	3,634	0	0	0
债权募资	668	-1,911	-1,013	2,053	-2,288	-1,016
其他	198	-1,518	-828	-627	-1,383	-1,268
筹资活动现金净流	**866**	**-1,060**	**1,793**	**1,426**	**-3,671**	**-2,284**
现金净流量	**-12**	**928**	**1,230**	**4,271**	**4,797**	**8,347**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,810	3,248	4,279	8,376	12,178	18,850
应收款项	798	1,045	1,032	1,329	2,415	2,990
存货	3,127	2,363	3,249	2,659	4,235	5,004
其他流动资产	1,106	1,137	852	887	1,133	1,253
流动资产	6,841	7,793	9,412	13,251	19,960	28,098
% 总资产	*25.0%*	*26.6%*	*29.5%*	*37.8%*	*48.2%*	*57.2%*
长期投资	301	390	413	413	413	413
固定资产	17,845	18,496	19,473	19,118	18,787	18,341
% 总资产	*65.1%*	*63.1%*	*61.0%*	*54.5%*	*45.3%*	*37.4%*
无形资产	1,165	1,170	1,274	953	916	880
非流动资产	20,553	21,489	22,527	21,850	21,482	21,001
% 总资产	*75.0%*	*73.4%*	*70.5%*	*62.2%*	*51.8%*	*42.8%*
资产总计	**27,395**	**29,290**	**31,939**	**35,101**	**41,442**	**49,100**
短期借款	7,181	7,933	8,887	8,164	5,876	4,860
应付款项	5,163	7,564	7,251	7,523	12,080	14,324
其他流动负债	231	279	247	1,004	1,114	1,168
流动负债	12,575	15,775	16,385	16,691	19,069	20,351
长期贷款	4,799	3,237	2,305	5,105	5,105	5,105
其他长期负债	3,941	3,473	3,225	3,225	3,225	3,225
负债	**21,439**	**22,608**	**22,036**	**25,142**	**27,521**	**28,803**
普通股股东权益	4,449	5,654	9,267	9,149	12,116	16,817
少数股东权益	1,507	1,027	636	810	1,806	3,480
负债股东权益合计	**27,395**	**29,290**	**31,939**	**35,101**	**41,442**	**49,100**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	-0.322	0.015	0.042	0.255	1.438	2.103
每股净资产(元)	2.890	2.978	3.555	3.509	4.648	6.451
每股经营现金净流(元)	0.322	1.620	0.350	1.196	3.147	3.677
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	-11.15%	0.52%	1.19%	7.26%	30.94%	32.61%
总资产收益率	-1.81%	0.10%	0.35%	1.89%	9.05%	11.17%
投入资本收益率	-0.07%	1.68%	4.98%	8.96%	40.98%	66.07%
增长率						
营业总收入增长率	30.65%	-18.72%	-1.95%	7.78%	81.73%	23.83%
EBIT增长率	-147.13%	1538.70%	428.58%	60.82%	292.09%	44.57%
净利润增长率	-3181.75%	105.93%	276.03%	500.83%	464.54%	46.26%
总资产增长率	19.84%	6.92%	9.04%	9.90%	18.07%	18.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.2	6.5	7.2	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	55.0	68.0	76.8	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	53.6	82.8	111.2	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	252.2	359.8	395.7	371.6	194.4	148.4
偿债能力						
净负债/股东权益	187.55%	130.96%	74.10%	53.15%	-5.72%	-41.81%
EBIT利息保障倍数	0.0	0.2	1.4	2.8	11.6	20.7
资产负债率	78.26%	77.19%	68.99%	71.63%	66.41%	58.66%

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。