

# 云铝股份 (000807)

证券研究报告

2017年08月10日

## 水电铝一体化深度受益铝价上涨

### 供给去产能持续推进，将减少 300-400 万吨违规产能。

过去 5 年电解铝需求高涨，电解铝行业亏损主要来自部分企业的违规、违法产能带来的优势产能无序增长。今年 4 月发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》以来，信发停产 53 万吨、新疆已停约 50 万吨，山东 70 万吨在关停之中，据亚洲金属网报道魏桥还计划关停 115 万吨，供给侧改革取得阶段性成果，预计将导致 300-400 万吨在产违规产能停产。

### 2+26 采暖季将再影响 100 万吨电解铝产量。

供暖季即将来临，大气整治方案要求供暖期间方案涉及的“26+2 城市”电解铝产量减少 30%。限产地区电解铝运行产能约占到全国的 1/3，若供暖季限产政策得以很好实施，今年供暖期间电解铝预期减产 114 万吨。

### 清缴自备电厂欠缴的电力基金，将冲击行业中的部分企业。

全面清缴自备电厂欠缴的电力基金，每度电 5-6 分钱，将对行业成本造成重大影响，新疆电解铝自备电比例高达 90%，山东也高达 60-70%，三者叠加，或对行业部分企业造成巨大冲击。

### 三者叠加大幅削减电解铝供给，需求热度不减，铝价大涨。

在三种因素的推动下铝价快速上行，截至 8 月 9 日午盘，SHFE 铝合约价已突破 16,000 元/吨大关。

### 云铝拥有 120 万吨合规产能，资源优势+外购水电锁定成本。

公司拥有合规产能 120 万吨，另有特批 70 万吨水电铝项目，合规产能行业居前，业绩弹性高。同时公司的资源优势在业内最为突出，氧化铝自给率达 43%，预焙阳极自给率达 50%，未来将达 90%；并且公司采用外购水电确保电力供应，清缴电力基金对公司几无影响。公司的生产成本稳定，将深度受益铝价上涨带来的利好。

**盈利预测与投资建议：**我们调高公司 2017-2020 年净利润分别为 10.15 亿、12.04 亿和 13.43 亿，EPS 分别为 0.39、0.46 元和 0.52 元，对应 8 月 8 日收盘价 12.33 元的动态 PE 分别为 32x、27x 和 24x，预计下半年铝价继续维持高位，公司电解铝生产成本稳定，产能高，业绩弹性强，维持“买入”评级。

**风险提示：**电解铝供改不及预期，铝价下跌，电解铝产量超预期，公司电解铝产量不及预期

### 投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.33 元
目标价格	15.6 元
上次目标价	12.5 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,606.84
流通 A 股股本(百万股)	1,721.84
A 股总市值(百万元)	32,142.32
流通 A 股市值(百万元)	21,230.24
每股净资产(元)	3.59
资产负债率(%)	67.81
一年内最高/最低(元)	12.59/6.06

### 作者

**杨诚笑** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

**田源** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030003  
tianyuan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《云铝股份-公司深度研究:低估值高弹性，公司质地尽享行业变革大势》  
2017-04-11

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15,852.31	15,543.31	16,238.39	16,413.09	17,124.17
增长率(%)	(16.97)	(1.95)	4.47	1.08	4.33
EBITDA(百万元)	993.03	2,037.17	3,182.91	3,430.42	3,561.75
净利润(百万元)	29.39	110.53	1,015.27	1,203.94	1,342.82
增长率(%)	(106.29)	276.03	818.55	18.58	11.54
EPS(元/股)	0.01	0.04	0.39	0.46	0.52
市盈率(P/E)	1,093.52	290.80	31.66	26.70	23.94
市净率(P/B)	5.72	3.48	3.14	2.81	2.51
市销率(P/S)	2.03	2.07	1.98	1.96	1.88
EV/EBITDA	21.76	11.56	12.06	9.76	9.30

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,248.08	4,273.93	4,384.36	8,083.29	8,863.66	营业收入	15,852.31	15,543.31	16,238.39	16,413.09	17,124.17
应收账款	505.22	657.94	63.77	665.70	95.37	营业成本	14,735.10	13,341.37	13,014.90	12,964.00	13,506.79
预付账款	484.56	381.85	271.29	464.82	309.14	营业税金及附加	17.98	59.56	28.86	36.90	44.85
存货	2,363.02	3,248.80	1,336.49	3,510.57	1,306.30	营业费用	433.86	414.06	405.96	410.33	428.10
其他	1,191.79	838.70	984.22	960.52	947.02	管理费用	456.63	624.93	467.75	472.70	493.18
<b>流动资产合计</b>	<b>7,792.66</b>	<b>9,401.22</b>	<b>7,040.12</b>	<b>13,684.90</b>	<b>11,521.50</b>	财务费用	992.00	798.71	773.11	696.39	591.41
长期股权投资	197.22	205.98	205.98	205.98	205.98	资产减值损失	132.46	42.46	30.00	30.00	30.00
固定资产	16,223.82	17,482.93	17,450.60	17,096.14	16,535.39	公允价值变动收益	(0.10)	(2.27)	(7.15)	5.91	(1.55)
在建工程	2,199.26	1,896.37	1,173.82	752.29	481.38	投资净收益	(2.69)	0.59	10.00	10.00	10.00
无形资产	1,006.02	990.29	953.33	916.36	879.39	其他	5.58	3.35	(5.70)	(31.81)	(16.89)
其他	1,862.52	1,950.53	1,815.89	1,869.97	1,825.38	<b>营业利润</b>	<b>(918.50)</b>	<b>260.54</b>	<b>1,520.65</b>	<b>1,818.69</b>	<b>2,038.28</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>21,488.84</b>	<b>22,526.11</b>	<b>21,599.63</b>	<b>20,840.75</b>	<b>19,927.52</b>	营业外收入	566.60	40.10	80.00	80.00	80.00
<b>资产总计</b>	<b>29,281.51</b>	<b>31,927.32</b>	<b>28,639.75</b>	<b>34,525.65</b>	<b>31,449.02</b>	营业外支出	9.75	28.55	14.30	17.53	20.13
短期借款	5,259.42	5,349.63	6,145.13	4,500.00	4,500.00	<b>利润总额</b>	<b>(361.65)</b>	<b>272.10</b>	<b>1,586.36</b>	<b>1,881.16</b>	<b>2,098.16</b>
应付账款	3,892.12	4,767.40	1,287.59	5,499.32	1,874.61	所得税	76.88	65.36	317.27	376.23	419.63
其他	6,623.72	6,267.07	4,726.16	6,448.60	5,375.81	<b>净利润</b>	<b>(438.54)</b>	<b>206.74</b>	<b>1,269.08</b>	<b>1,504.93</b>	<b>1,678.52</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>15,775.27</b>	<b>16,384.10</b>	<b>12,158.88</b>	<b>16,447.92</b>	<b>11,750.42</b>	少数股东损益	(467.93)	96.21	253.82	300.99	335.70
长期借款	3,237.03	2,305.26	2,000.00	2,000.00	2,000.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>29.39</b>	<b>110.53</b>	<b>1,015.27</b>	<b>1,203.94</b>	<b>1,342.82</b>
应付债券	800.00	400.00	733.33	644.44	592.59	每股收益(元)	0.01	0.04	0.39	0.46	0.52
其他	2,825.11	2,971.12	2,626.89	2,807.71	2,801.91						
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,862.14</b>	<b>5,676.38</b>	<b>5,360.23</b>	<b>5,452.15</b>	<b>5,394.50</b>						
<b>负债合计</b>	<b>22,637.41</b>	<b>22,060.48</b>	<b>17,519.11</b>	<b>21,900.07</b>	<b>17,144.92</b>						
少数股东权益	1,027.10	629.05	882.86	1,183.85	1,519.55	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	1,898.61	2,606.84	2,606.84	2,606.84	2,606.84	<b>成长能力</b>					
资本公积	3,650.34	6,418.95	6,418.95	6,418.95	6,418.95	营业收入	-16.97%	-1.95%	4.47%	1.08%	4.33%
留存收益	3,736.54	6,615.68	7,630.94	8,834.89	10,177.71	营业利润	-4.91%	-128.37%	483.65%	19.60%	12.07%
其他	(3,668.49)	(6,403.67)	(6,418.95)	(6,418.95)	(6,418.95)	归属于母公司净利润	-106.29%	276.03%	818.55%	18.58%	11.54%
<b>股东权益合计</b>	<b>6,644.10</b>	<b>9,866.84</b>	<b>11,120.65</b>	<b>12,625.57</b>	<b>14,304.10</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>29,281.51</b>	<b>31,927.32</b>	<b>28,639.75</b>	<b>34,525.65</b>	<b>31,449.02</b>	毛利率	7.05%	14.17%	19.85%	21.01%	21.12%
						净利率	0.19%	0.71%	6.25%	7.34%	7.84%
						ROE	0.52%	1.20%	9.92%	10.52%	10.50%
						ROIC	0.62%	5.93%	11.97%	12.21%	16.44%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	77.31%	69.10%	61.17%	63.43%	54.52%
						净负债率	79.45%	75.20%	55.70%	12.97%	26.07%
						流动比率	0.49	0.57	0.58	0.83	0.98
						速动比率	0.34	0.38	0.47	0.62	0.87
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	42.56	26.73	45.00	45.00	45.00
						存货周转率	6.17	5.54	7.08	6.77	7.11
						总资产周转率	0.59	0.51	0.54	0.52	0.52
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.01	0.04	0.39	0.46	0.52
						每股经营现金流	1.18	0.35	0.40	2.25	0.53
						每股净资产	2.15	3.54	3.93	4.39	4.90
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	1,093.52	290.80	31.66	26.70	23.94
						市净率	5.72	3.48	3.14	2.81	2.51
						EV/EBITDA	21.76	11.56	12.06	9.76	9.30
						EV/EBIT	294.02	22.24	16.73	13.32	12.59

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com