

清理违规产能进入攻坚期，龙头最受益

投资要点

- **事件：**今日氧化铝价格由一周前的 2760 元/吨上涨至 2880 元/吨。
- **供给侧改革有序推进，清理电解铝违规产能进入攻坚阶段。**8 月上旬山东省责令关停山东魏桥和信发违规电解铝产能 321 万吨，加上此前责令新疆关停的违规在建产能约 200 万吨；我们预计今年将有 500 万吨在产产能停产。目前电解铝去产能即将进入专项抽查阶段（9 月 15 日），执行力度有望超预期。
- **空气质量不容乐观，供暖季限产有望超预期。**据百川统计，“2+26+3”城市涉及电解铝运行产能占全国总产能 30%以上，涉及氧化铝运行产能占全国总产能 40%以上。京津冀 13 个城市上半年平均优良天数比例为 50.7%，同比下降 7.1%，空气质量下降可能促使政府加大电解铝限产力度，我们预计供暖限产政策影响的电解铝产能叠加关停违规产能，年底电解铝运行产能有望下降 10%以上。
- **氧化铝或迎供需拐点。**行业层面，上半年全球氧化铝生产量 6123 万吨，消费量 6077 万吨，供需弱平衡；国内氧化铝生产量 3469 万吨，需求量 3666 万吨，进口 155 万吨，除去进口有近 200 万吨左右缺口，国内市场目前主要由进口调节，供需仍处于略短缺状态，对氧化铝价格形成较强支撑。
- **自身优势突出，清缴电力基金+“2+26+3”均无明显影响。**（1）目前全面清理自备电厂欠缴的政府性基金正逐步推进，公司自备电比例仅为 37%，且全部经过合规审批，相应的电力基金等已足额缴纳，不受该政策影响。（2）采暖季限产政策对公司电解铝、碳素产品无影响，涉及氧化铝产能仅为 72 万吨左右。
- **龙头优势明显，最受益供给侧改革。**截至 2016 年底，公司氧化铝产能约为 1596 万吨，在满足自身需求后还有部分产品可对外销售；电解铝产能 394 万吨，仅次于中国宏桥。受益于氧化铝量价齐升，公司 2017 年上半年营收同比增长 83%，归母净利润同比增长 1006%，下半年电解铝板块有望爆发，作为龙头，公司产能充足，资源自给率高，业绩弹性明显。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2017-2019 年归母净利润为 28 亿元、45 亿元、54.7 亿元，同比增 602%、60%、21%，考虑到龙头溢价，给予公司 2018 年高于行业 PE（26-27X）30PE，对应目标价 9 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**供给侧改革、供暖季限产力度或不达预期、煤炭价格或大幅波动。

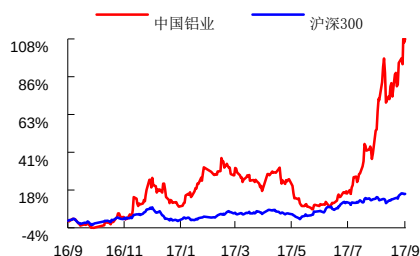
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	144065.52	179961.63	229813.37	291204.94
增长率	16.70%	24.92%	27.70%	26.71%
归属母公司净利润（百万元）	402.49	2825.17	4526.96	5469.41
增长率	95.08%	601.92%	60.24%	20.82%
每股收益 EPS（元）	0.03	0.19	0.30	0.37
净资产收益率 ROE	2.26%	9.74%	12.54%	13.31%
PE	300	43	27	22
PB	2.17	2.08	1.84	1.61

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：李佳颖
 执业证号：S1250513090001
 电话：023-63786561
 邮箱：lijy@swsc.com.cn
 联系人：刘岗
 电话：010-57631191
 邮箱：lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	149.04
流通 A 股(亿股)	109.60
52 周内股价区间(元)	3.73-8.09
总市值(亿元)	1,205.72
总资产(亿元)	1,877.50
每股净资产(元)	2.51

相关研究

关键假设：

假设 1：假设公司贸易板块 2017-2019 年毛利率维持 2%；

假设 2：由于铝价进入上行通道，假设原铝板块 2017-2019 年毛利率水平分别为 13%、15%、16%；

假设 3：基于氧化铝价格维持在 2600 元/吨以上，假设氧化铝板块 2017-2019 年毛利率水平分别为 21%、23%、23%；

假设 4：基于煤炭价格维持在今年上半年水平，假设能源板块 2017-2019 年毛利率水平分别为 32%、32%、32%；

假设 5：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
贸易板块	收入	114345.9	142932.3	178665.4	223331.7
	增速	21.48%	25%	25%	25%
	毛利率	1.97%	2%	2%	2%
原铝板块	收入	34464.2	40667.7	47987.9	56625.8
	增速	-6.79%	18%	18%	18%
	毛利率	13.02%	13%	15%	16%
氧化铝板块	收入	29804.8	34275.5	39416.9	45329.4
	增速	-10.05%	15%	15%	15%
	毛利率	17.2%	21%	23%	23%
能源板块	收入	4519.8	5423.8	6508.5	7810.2
	增速	5.33%	20%	20%	20%
	毛利率	24.6%	32%	32%	32%
合计	收入	144065.5	179961.6	229813.4	291204.9
	增速	16.7%	24.9%	27.7%	26.7%
	毛利率	7.5%	9.5%	9.5%	9.1%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	144065.52	179961.63	229813.37	291204.94	净利润	1255.46	5650.34	8230.84	9944.38
营业成本	133210.61	162882.71	207893.26	264753.15	折旧与摊销	6969.95	7516.38	7516.38	7516.38
营业税金及附加	859.63	788.03	1077.94	2009.31	财务费用	4236.97	5893.45	6026.15	6038.82
销售费用	2065.45	2588.00	3294.81	3601.20	资产减值损失	63.06	50.00	50.00	50.00
管理费用	2901.59	3537.46	4294.94	5442.28	经营营运资本变动	5178.17	293.74	-3045.11	-2983.64
财务费用	4236.97	5893.45	6026.15	6038.82	其他	-6184.93	1124.55	-710.81	1333.87
资产减值损失	63.06	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	11518.67	20528.45	18067.44	21899.80
投资收益	-1000.92	30.00	30.00	30.00	资本支出	537.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	154.59	24.64	28.33	48.14	其他	-5534.39	3279.72	3685.94	4157.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4997.19	3279.72	3685.94	4157.47
营业利润	-118.13	4276.62	7234.60	9388.33	短期借款	-2594.46	4697.74	-5353.91	-5173.54
其他非经营损益	1777.76	2370.84	2448.74	2310.94	长期借款	-790.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1659.63	6647.46	9683.34	11699.27	股权融资	-1594.28	0.00	0.00	0.00
所得税	404.17	997.12	1452.50	1754.89	支付股利	0.00	-80.50	-565.03	-905.39
净利润	1255.46	5650.34	8230.84	9944.38	其他	1317.56	-9330.51	-3371.50	-4630.46
少数股东损益	852.96	2825.17	3703.88	4474.97	筹资活动现金流净额	-3661.18	-4713.27	-9290.45	-10709.39
归属母公司股东净利润	402.49	2825.17	4526.96	5469.41	现金流量净额	3051.85	19094.91	12462.93	15347.89
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	25895.50	44990.41	57453.34	72801.23	成长能力				
应收和预付款项	20526.35	25491.89	32898.62	41625.74	销售收入增长率	16.70%	24.92%	27.70%	26.71%
存货	17903.99	21272.76	29044.06	36376.49	营业利润增长率	96.92%	3720.20%	69.17%	29.77%
其他流动资产	2100.39	2610.10	3317.96	4189.68	净利润增长率	196.30%	350.06%	45.67%	20.82%
长期股权投资	12166.73	12166.73	12166.73	12166.73	EBITDA 增长率	27.51%	59.50%	17.47%	10.43%
投资性房地产	1245.03	1245.03	1245.03	1245.03	获利能力				
固定资产和在建工程	90183.77	84026.04	77868.30	71710.57	毛利率	7.53%	9.49%	9.54%	9.08%
无形资产和开发支出	13934.08	12614.34	11294.60	9974.86	三费率	6.39%	6.68%	5.92%	5.18%
其他非流动资产	6121.11	2857.11	-809.41	-4927.64	净利率	0.87%	3.14%	3.58%	3.41%
资产总计	190076.95	207274.41	224479.25	245162.71	ROE	2.26%	9.74%	12.54%	13.31%
短期借款	32154.83	36852.56	31498.65	26325.12	ROA	0.66%	2.73%	3.67%	4.06%
应付和预收款项	15082.24	20940.13	26338.53	33107.61	ROIC	2.31%	6.36%	8.15%	9.00%
长期借款	26975.12	26975.12	26975.12	26975.12	EBITDA/销售收入	7.70%	9.83%	9.04%	7.88%
其他负债	60277.27	64515.75	74010.31	84059.23	营运能力				
负债合计	134489.46	149283.57	158822.61	170467.08	总资产周转率	0.76	0.91	1.06	1.24
股本	14903.80	14903.80	14903.80	14903.80	固定资产周转率	1.89	2.52	3.53	4.94
资本公积	18658.40	18658.40	18658.40	18658.40	应收账款周转率	31.66	34.19	34.14	33.96
留存收益	1378.97	4123.64	8085.57	12649.58	存货周转率	6.47	7.87	8.03	8.02
归属母公司股东权益	38107.65	37685.83	41647.76	46211.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.24%	—	—	—
少数股东权益	17479.84	20305.01	24008.89	28483.86	资本结构				
股东权益合计	55587.49	57990.84	65656.65	74695.63	资产负债率	70.76%	72.02%	70.75%	69.53%
负债和股东权益合计	190076.95	207274.41	224479.25	245162.71	带息债务/总负债	55.61%	53.25%	46.68%	40.46%
					流动比率	0.80	0.98	1.19	1.36
					速动比率	0.58	0.76	0.91	1.04
					股利支付率	0.00%	2.85%	12.48%	16.55%
					每股指标				
					每股收益	0.03	0.19	0.30	0.37
					每股净资产	3.73	3.89	4.41	5.01
					每股经营现金	0.77	1.38	1.21	1.47
					每股股利	0.00	0.01	0.04	0.06
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	11088.79	17686.45	20777.13	22943.52					
PE	299.56	42.68	26.63	22.04					
PB	2.17	2.08	1.84	1.61					
PS	0.84	0.67	0.52	0.41					
EV/EBITDA	15.82	9.17	7.15	5.77					
股息率	0.00%	0.07%	0.47%	0.75%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn