

# 云铝股份 (000807)

证券研究报告

2017年09月06日

## 行业整合加速，收购曲靖铝业再添 38 万吨电解铝产能

公司将收购曲靖铝业 94.35% 股权，电解铝产能再增 38 万吨/a

公司于 8 月 30 日晚间公告，经与云南东源煤业协商一致，将收购东源煤业持有的曲靖铝业 94.35% 股权，预计交易价格约在 3,500 万元左右。

曲靖铝业现拥有电解铝产能 38 万吨/年，均为国家合规产能，不属于淘汰范围。收购后公司电解铝产能规模将从 120 万吨/a 提升到 158 万吨/a，权益产能将从 97.54 万吨/a 提升至 133.39 万吨/a，电解铝产业规模继续扩大。

### 业绩弹性将再提升，深度受益铝价高位带来的利好

新产能注入后，公司的电解铝业务业绩弹性将进一步提高。据我们测算，考虑曲靖铝业产能，2017 年公司的电解铝产量权益部分有望达 130 万吨，以此为基础计算铝价每上涨 1,000 元，公司 2017 年归母净利润将增厚 7 亿元，EPS 将上升 0.27 元/股，与神火基本持平，位于行业最前列。

2017 年以来，铝价在宏观经济回暖和国内电解铝供给侧改革的推动下不断上行，目前 SHFE 铝期货价格已到达 16,000 元/吨上方。下半年清理整顿违法违规产能和淘汰落后产能继续推进，同时“2+26”城市采暖季限产提出电解铝厂限产 30% 以上的要求，据我们测算先产后电解铝供应将大概率形成缺口，铝价仍有上行空间。云铝产能集中在云南，158 万吨产能全部合规，且不受“2+26”城市限产影响，将深度受益。

### 行业整合加速，利好属于拥有更强资源整合能力的国企

此次收购顺应了行业资源整合的大方向。中央下发的多部文件提出“要深入推进企业供给侧结构性改革，鼓励有色金属企业提高产业集中度”；云南省下发文件也提出“鼓励和支持有色金属企业与上下游企业、关联企业之间开展横向、纵向兼联合重组”。在这样的政策背景下最受益的是拥有更强的资源整合能力的国企。云铝母公司为云南省国资委直接控股的云南冶金集团，这将为公司日后在云南省及周边进行产业整合提供优势。

**盈利预测与投资评级：**我们预测 2017-2019 年归母净利润分别为 10.20 亿、12.81 亿和 14.40 亿，EPS 分别 0.39 元/股、0.49 元/股、0.55 元/股，对应 9 月 5 日收盘价 PE 分别为 34 倍、27 倍、24 倍，考虑公司完成收购后铝价业绩弹性将继续增高，而后市铝价尚有上升空间，公司或将深度受益，维持“买入”评级。

**风险提示：**供给侧改革不及预期，采暖季限产不及预期，铝价下跌

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	19,428.81	20,194.33	21,378.06
增长率(%)	(16.97)	(1.95)	25.00	3.94	5.86
EBITDA(百万元)	993.03	2,037.17	3,349.82	3,739.72	3,917.49
净利润(百万元)	29.39	110.53	1,019.88	1,281.03	1,440.21
增长率(%)	(106.29)	276.03	822.72	25.61	12.43
EPS(元/股)	0.01	0.04	0.39	0.49	0.55
市盈率(P/E)	1,167.13	310.38	33.64	26.78	23.82
市净率(P/B)	6.11	3.71	3.35	2.98	2.65
市销率(P/S)	2.16	2.21	1.77	1.70	1.60
EV/EBITDA	21.76	11.56	11.88	9.85	8.96

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	13.16 元
目标价格	15.6 元
上次目标价	15.6 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)	1,721.85
A 股总市值(百万元)	34,306.00
流通 A 股市值(百万元)	22,659.49
每股净资产(元)	3.60
资产负债率(%)	67.96
一年内最高/最低(元)	14.20/6.06

### 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

- 《云铝股份-半年报点评:资源保障能力继续增强，大幅受益铝价上涨》 2017-08-27
- 《云铝股份-公司点评:水电铝一体化深度受益铝价上涨》 2017-08-10
- 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,248.08	4,273.93	5,245.78	6,945.16	9,196.29
应收账款	505.22	657.94	205.57	691.96	258.18
预付账款	484.56	381.85	400.73	400.02	447.59
存货	2,363.02	3,248.80	2,245.23	3,376.41	2,574.21
其他	1,191.79	838.70	1,126.01	1,032.96	1,178.64
<b>流动资产合计</b>	<b>7,792.66</b>	<b>9,401.22</b>	<b>9,223.31</b>	<b>12,446.51</b>	<b>13,654.90</b>
长期股权投资	197.22	205.98	205.98	205.98	205.98
固定资产	16,223.82	17,482.93	17,450.60	17,096.14	16,535.39
在建工程	2,199.26	1,896.37	1,173.82	752.29	481.38
无形资产	1,006.02	990.29	953.33	916.36	879.39
其他	1,862.52	1,950.53	1,815.89	1,787.19	1,767.45
<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>20,757.97</b>	<b>19,869.59</b>
<b>资产总计</b>	<b>29,281.51</b>	<b>31,927.32</b>	<b>30,822.94</b>	<b>33,204.47</b>	<b>33,524.49</b>
短期借款	5,259.42	5,349.63	6,177.89	4,500.00	4,500.00
应付账款	3,892.12	4,767.40	2,487.61	4,935.92	2,922.03
其他	6,623.72	6,267.07	5,585.81	5,488.89	5,902.50
<b>流动负债合计</b>	<b>15,775.27</b>	<b>16,384.10</b>	<b>14,251.31</b>	<b>14,924.81</b>	<b>13,324.53</b>
长期借款	3,237.03	2,305.26	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付债券	800.00	400.00	733.33	733.33	733.33
其他	2,825.11	2,971.12	2,626.89	2,626.89	2,626.89
<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>5,360.23</b>	<b>5,360.23</b>
<b>负债合计</b>	<b>22,637.41</b>	<b>22,060.48</b>	<b>19,611.54</b>	<b>20,285.03</b>	<b>18,684.76</b>
少数股东权益	1,027.10	629.05	969.01	1,396.02	1,876.09
股本	1,898.61	2,606.84	2,606.84	2,606.84	2,606.84
资本公积	3,650.34	6,418.95	6,418.95	6,418.95	6,418.95
留存收益	3,736.54	6,615.68	7,635.56	8,916.59	10,356.80
其他	(3,668.49)	(6,403.67)	(6,418.95)	(6,418.95)	(6,418.95)
<b>股东权益合计</b>	<b>6,644.10</b>	<b>9,866.84</b>	<b>11,211.40</b>	<b>12,919.44</b>	<b>14,839.73</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>29,281.51</b>	<b>31,927.32</b>	<b>30,822.94</b>	<b>33,204.47</b>	<b>33,524.49</b>

  

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(438.54)	206.74	1,019.88	1,281.03	1,440.21
折旧摊销	923.58	982.90	889.15	915.35	932.06
财务费用	982.09	798.06	770.87	699.33	595.07
投资损失	2.69	(0.59)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1,931.35	(856.35)	(1,132.23)	827.99	(549.64)
其它	(325.08)	(219.40)	332.81	432.91	478.52
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,076.08</b>	<b>911.35</b>	<b>1,880.48</b>	<b>4,156.61</b>	<b>2,896.22</b>
资本支出	2,940.73	1,801.56	404.23	80.00	50.00
长期投资	94.63	8.76	0.00	0.00	0.00
其他	(4,123.60)	(3,284.99)	(464.14)	(160.01)	(100.02)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,088.24)</b>	<b>(1,474.67)</b>	<b>(59.91)</b>	<b>(80.01)</b>	<b>(50.02)</b>
债权融资	11,969.55	11,591.94	11,529.37	9,851.49	9,851.49
股权融资	1,161.29	2,711.56	(786.15)	(699.33)	(595.07)
其他	(14,190.22)	(12,514.40)	(11,591.94)	(11,529.37)	(9,851.49)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,059.37)</b>	<b>1,789.11</b>	<b>(848.73)</b>	<b>(2,377.22)</b>	<b>(595.07)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>928.46</b>	<b>1,225.79</b>	<b>971.85</b>	<b>1,699.38</b>	<b>2,251.13</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>15,852.31</b>	<b>15,543.31</b>	<b>19,428.81</b>	<b>20,194.33</b>	<b>21,378.06</b>
营业成本	14,735.10	13,341.37	15,594.28	15,956.49	16,890.27
营业税金及附加	17.98	59.56	73.83	76.74	81.24
营业费用	433.86	414.06	485.72	504.86	534.45
管理费用	456.63	624.93	777.15	807.77	855.12
财务费用	992.00	798.71	770.87	699.33	595.07
资产减值损失	132.46	42.46	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	(0.10)	(2.27)	(7.15)	5.91	(1.55)
投资净收益	(2.69)	0.59	0.00	0.00	0.00
其他	5.58	3.35	14.30	(11.81)	3.11
<b>营业利润</b>	<b>(918.50)</b>	<b>260.54</b>	<b>1,689.80</b>	<b>2,125.05</b>	<b>2,390.36</b>
营业外收入	566.60	40.10	40.00	40.00	40.00
营业外支出	9.75	28.55	30.00	30.00	30.00
<b>利润总额</b>	<b>(361.65)</b>	<b>272.10</b>	<b>1,699.80</b>	<b>2,135.05</b>	<b>2,400.36</b>
所得税	76.88	65.36	339.96	427.01	480.07
<b>净利润</b>	<b>(438.54)</b>	<b>206.74</b>	<b>1,359.84</b>	<b>1,708.04</b>	<b>1,920.28</b>
少数股东损益	(467.93)	96.21	339.96	427.01	480.07
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>29.39</b>	<b>110.53</b>	<b>1,019.88</b>	<b>1,281.03</b>	<b>1,440.21</b>
每股收益(元)	0.01	0.04	0.39	0.49	0.55

  

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-16.97%	-1.95%	25.00%	3.94%	5.86%
营业利润	-4.91%	-128.37%	548.57%	25.76%	12.48%
归属于母公司净利润	-106.29%	276.03%	822.72%	25.61%	12.43%
<b>获利能力</b>					
毛利率	7.05%	14.17%	19.74%	20.99%	20.99%
净利率	0.19%	0.71%	5.25%	6.34%	6.74%
ROE	0.52%	1.20%	9.96%	11.12%	11.11%
ROIC	0.62%	5.93%	12.84%	14.36%	16.97%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	77.31%	69.10%	63.63%	61.09%	55.73%
净负债率	79.45%	75.20%	55.25%	21.95%	23.51%
流动比率	0.49	0.57	0.65	0.83	1.02
速动比率	0.34	0.38	0.49	0.61	0.83
<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	7.07	7.18	7.19
总资产周转率	0.59	0.51	0.62	0.63	0.64
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.01	0.04	0.39	0.49	0.55
每股经营现金流	1.18	0.35	0.72	1.59	1.11
每股净资产	2.15	3.54	3.93	4.42	4.97
<b>估值比率</b>					
市盈率	1,167.13	310.38	33.64	26.78	23.82
市净率	6.11	3.71	3.35	2.98	2.65
EV/EBITDA	21.76	11.56	11.88	9.85	8.96
EV/EBIT	294.02	22.24	16.17	13.05	11.75

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