

云铝股份 (000807)

证券研究报告
2018年03月20日

“铝价+扩产+成本”共同支撑公司业绩向好

公司发布 2017 年度报告：报告期内公司实现营收 221.30 亿元，同比增长 42.23%；实现归母净利润 6.57 亿元，同比大增 491.20%，EPS 为 0.25 元/股，符合市场预期。公司利润大幅增长的原因是铝价上涨的背景下，公司铝产品的量价齐升。

铝价上涨，公司盈利空间加大。2017 年，随着需求回暖与中国供给侧结构性改革的不断深化，电解铝供需边际改善，铝价迅速上行。据 Wind，SHFE 铝 2016 年平均价为 12,217.05 元/吨，17 年均价大幅上涨 20.16%达到 14,680.47 元/吨。在此背景下，公司产品价格上升，盈利空间相对加大。

外延并购增加原铝产能。报告期内，公司通过对滇鑫铝业（原曲靖铝业）的收购，水电铝产业规模由 120 吨/年提升到 160 万吨/年。2017 全年生产原铝产品 137.22 万吨，同比增 13.40%，主要系滇鑫铝业 9 月才纳入公司合并范围，预计 18 年公司电解铝产量将继续增加。

资源优势有利于降低公司生产成本。公司子公司文山铝业拥有铝土矿资源储量约 1.7 亿吨，公司预计“十三五”期间还将增储 3 亿吨以上，报告期内文山铝业氧化铝项目二期投产，氧化铝产能达 140 万吨/年，可满足 72.5 万吨电解铝原材料需要；同时公司拥有阳极碳素产能 60 万吨/年，目前正在推进源鑫碳素 60 万吨/年二期项目建设（目前焙烧系统已经试生产），建成后公司阳极碳素产能将达 80 万吨/年。公司在上游资源方面的优势有利于公司控制生产成本，规避资源价格波动带来的风险。

地处云南不受限产影响，区位优势明显。公司 160 万吨产能均分布在云南省境内，且电解铝用电均来自水电，受环保约束小；同时公司将依托云南省“一带一路”的区位优势，不断优化完善公司绿色低碳水电铝产业链。

“铝价+扩产+降本”三重逻辑支撑 18 年公司业绩继续向好。支撑公司业绩上行的逻辑有三方面：一是铝价 17 年达高位，进入 18 年后虽略有回落，但供给侧改革的预期仍然存在，对铝价仍形成一定的支撑；二是滇鑫铝业并表后公司 18 年铝产品产量有望步入新台阶，公司 2018 年度经营计划给出的目标为 170 万吨，而 17 年仅有 137 万吨；三是 17 年公司氧化铝产能放量、18 年碳素二期预期放量，原料自给率提升的背景下公司受原材料价格波动的影响更小，降本增效作用显著。

盈利预测与投资建议：考虑公司经营计划略高于此前预期，小幅上调公司 2018/2019 年 EPS 至 0.46 元/股和 0.61 元/股（前值为 0.46 元/股、0.58 元/股），测算 2020 年公司 EPS 为 0.70 元/股，2018~2020 年 EPS 对应现价 PE 分别为 18.1 倍、13.7 倍和 11.9 倍。考虑“铝价+扩产+降本”三重逻辑有望继续支撑 18 年公司业绩，维持“买入”评级。

风险提示：铝价下行，公司项目放量不及预期

| 财务数据和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 15,543.31 | 22,129.94 | 25,497.01 | 26,290.45 | 26,502.36 |
| 增长率(%) | (1.95) | 42.38 | 15.21 | 3.11 | 0.81 |
| EBITDA(百万元) | 2,037.17 | 2,667.83 | 3,516.79 | 4,044.89 | 4,557.85 |
| 净利润(百万元) | 110.53 | 657.00 | 1,205.83 | 1,597.08 | 1,837.81 |
| 增长率(%) | 276.03 | 494.41 | 83.53 | 32.45 | 15.07 |
| EPS(元/股) | 0.04 | 0.25 | 0.46 | 0.61 | 0.70 |
| 市盈率(P/E) | 197.88 | 33.29 | 18.14 | 13.69 | 11.90 |
| 市净率(P/B) | 2.37 | 2.22 | 1.98 | 1.73 | 1.51 |
| 市销率(P/S) | 1.41 | 0.99 | 0.86 | 0.83 | 0.83 |
| EV/EBITDA | 11.56 | 13.14 | 7.29 | 6.71 | 4.84 |

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 | 8.39 元 |
| 目标价格 | 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) | 2,253.01 |
| A 股总市值(百万元) | 21,871.38 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 18,902.72 |
| 每股净资产(元) | 3.79 |
| 资产负债率(%) | 69.53 |
| 一年内最高/最低(元) | 16.32/6.17 |

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-季报点评:铝价高位震荡,弹性龙头四季度业绩可期》
2017-10-29
- 《云铝股份-公司点评:行业整合加速,收购曲靖铝业再添 38 万吨电解铝产能》
2017-09-06
- 《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



财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 4,273.93 | 4,121.47 | 7,219.67 | 7,098.42 | 14,916.00 |
| 应收账款 | 657.94 | 505.44 | 627.76 | 540.71 | 637.17 |
| 预付账款 | 381.85 | 382.38 | 763.91 | 403.14 | 754.44 |
| 存货 | 3,248.80 | 4,465.60 | 3,924.84 | 4,591.91 | 3,855.79 |
| 其他 | 838.70 | 826.76 | 1,097.63 | 1,027.89 | 1,107.05 |
| 流动资产合计 | 9,401.22 | 10,301.64 | 13,633.81 | 13,662.07 | 21,270.45 |
| 长期股权投资 | 205.98 | 305.24 | 305.24 | 305.24 | 305.24 |
| 固定资产 | 17,482.93 | 17,627.76 | 19,112.00 | 19,501.44 | 19,739.80 |
| 在建工程 | 1,896.37 | 3,514.41 | 2,168.65 | 1,798.92 | 1,479.13 |
| 无形资产 | 990.29 | 1,363.41 | 1,287.65 | 1,211.89 | 1,136.13 |
| 其他 | 1,950.53 | 2,764.95 | 2,261.52 | 2,243.88 | 2,228.45 |
| 非流动资产合计 | 22,526.11 | 25,575.76 | 25,135.05 | 25,061.37 | 24,888.76 |
| 资产总计 | 31,927.32 | 35,877.41 | 38,768.85 | 38,723.44 | 46,159.21 |
| 短期借款 | 5,349.63 | 7,280.95 | 4,500.00 | 5,499.20 | 7,000.00 |
| 应付账款 | 4,767.40 | 5,347.69 | 6,346.18 | 5,559.46 | 6,249.65 |
| 其他 | 6,267.07 | 5,957.37 | 8,481.63 | 6,269.35 | 8,427.47 |
| 流动负债合计 | 16,384.10 | 18,586.01 | 19,327.81 | 17,328.01 | 21,677.12 |
| 长期借款 | 2,305.26 | 3,984.93 | 4,000.00 | 4,075.47 | 5,000.00 |
| 应付债券 | 400.00 | 0.00 | 400.00 | 400.00 | 400.00 |
| 其他 | 2,971.12 | 2,373.83 | 2,723.35 | 2,723.35 | 2,723.35 |
| 非流动负债合计 | 5,676.38 | 6,358.76 | 7,123.35 | 7,198.82 | 8,123.35 |
| 负债合计 | 22,060.48 | 24,944.77 | 26,451.16 | 24,526.83 | 29,800.47 |
| 少数股东权益 | 629.05 | 1,064.29 | 1,277.09 | 1,558.92 | 1,883.24 |
| 股本 | 2,606.84 | 2,606.84 | 2,606.84 | 2,606.84 | 2,606.84 |
| 资本公积 | 6,418.95 | 6,373.17 | 6,373.17 | 6,373.17 | 6,373.17 |
| 留存收益 | 6,615.68 | 7,227.94 | 8,433.76 | 10,030.84 | 11,868.65 |
| 其他 | (6,403.67) | (6,339.60) | (6,373.17) | (6,373.17) | (6,373.17) |
| 股东权益合计 | 9,866.84 | 10,932.64 | 12,317.69 | 14,196.61 | 16,358.74 |
| 负债和股东权益总 | 31,927.32 | 35,877.41 | 38,768.85 | 38,723.44 | 46,159.21 |

| 现金流量表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 206.74 | 716.59 | 1,205.83 | 1,597.08 | 1,837.81 |
| 折旧摊销 | 982.90 | 1,143.50 | 1,074.03 | 1,147.07 | 1,216.00 |
| 财务费用 | 798.06 | 810.54 | 783.80 | 697.33 | 808.16 |
| 投资损失 | (0.59) | 13.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | (856.35) | (1,820.04) | 3,911.38 | (3,138.60) | 3,067.32 |
| 其它 | (219.40) | 1,168.46 | 229.04 | 278.56 | 321.09 |
| 经营活动现金流 | 911.35 | 2,032.20 | 7,204.08 | 581.44 | 7,250.38 |
| 资本支出 | 1,801.56 | 3,968.67 | 750.48 | 1,080.00 | 1,050.00 |
| 长期投资 | 8.76 | 99.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (3,284.99) | (6,916.62) | (1,850.52) | (2,160.01) | (2,099.98) |
| 投资活动现金流 | (1,474.67) | (2,848.69) | (1,100.04) | (1,080.01) | (1,049.98) |
| 债权融资 | 11,591.94 | 14,104.84 | 11,916.37 | 12,991.03 | 15,416.37 |
| 股权融资 | 2,711.56 | (800.26) | (817.37) | (697.33) | (808.16) |
| 其他 | (12,514.40) | (12,804.14) | (14,104.84) | (11,916.37) | (12,991.03) |
| 筹资活动现金流 | 1,789.11 | 500.44 | (3,005.83) | 377.33 | 1,617.17 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 1,225.79 | (316.05) | 3,098.20 | (121.24) | 7,817.58 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 15,543.31 | 22,129.94 | 25,497.01 | 26,290.45 | 26,502.36 |
| 营业成本 | 13,341.37 | 19,246.00 | 21,510.68 | 21,900.23 | 21,722.65 |
| 营业税金及附加 | 59.56 | 124.13 | 127.49 | 118.31 | 106.01 |
| 营业费用 | 414.06 | 412.33 | 586.43 | 552.10 | 530.05 |
| 管理费用 | 624.93 | 707.29 | 815.90 | 788.71 | 768.57 |
| 财务费用 | 798.71 | 772.76 | 783.80 | 697.33 | 808.16 |
| 资产减值损失 | 42.46 | 97.28 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 公允价值变动收益 | (2.27) | 0.51 | 16.25 | (3.28) | (3.23) |
| 投资净收益 | 0.59 | (13.14) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 3.35 | (29.52) | (32.50) | 6.56 | 6.46 |
| 营业利润 | 260.54 | 812.31 | 1,658.96 | 2,200.49 | 2,533.69 |
| 营业外收入 | 40.10 | 10.81 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 营业外支出 | 28.55 | 21.07 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 利润总额 | 272.10 | 802.05 | 1,668.96 | 2,210.49 | 2,543.69 |
| 所得税 | 65.36 | 85.46 | 250.34 | 331.57 | 381.55 |
| 净利润 | 206.74 | 716.59 | 1,418.62 | 1,878.92 | 2,162.13 |
| 少数股东损益 | 96.21 | 59.59 | 212.79 | 281.84 | 324.32 |
| 归属于母公司净利润 | 110.53 | 657.00 | 1,205.83 | 1,597.08 | 1,837.81 |
| 每股收益(元) | 0.04 | 0.25 | 0.46 | 0.61 | 0.70 |

| 主要财务比率 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|----------|---------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -1.95% | 42.38% | 15.21% | 3.11% | 0.81% |
| 营业利润 | -128.37% | 211.77% | 104.23% | 32.64% | 15.14% |
| 归属于母公司净利润 | 276.03% | 494.41% | 83.53% | 32.45% | 15.07% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 14.17% | 13.03% | 15.63% | 16.70% | 18.04% |
| 净利率 | 0.71% | 2.97% | 4.73% | 6.07% | 6.93% |
| ROE | 1.20% | 6.66% | 10.92% | 12.64% | 12.70% |
| ROIC | 5.93% | 9.24% | 11.38% | 16.63% | 15.88% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 69.10% | 69.53% | 68.23% | 63.34% | 64.56% |
| 净负债率 | 75.20% | 56.66% | 54.54% | 51.53% | 27.13% |
| 流动比率 | 0.57 | 0.55 | 0.71 | 0.79 | 0.98 |
| 速动比率 | 0.38 | 0.31 | 0.50 | 0.52 | 0.80 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 26.73 | 38.04 | 45.00 | 45.00 | 45.00 |
| 存货周转率 | 5.54 | 5.74 | 6.08 | 6.17 | 6.27 |
| 总资产周转率 | 0.51 | 0.65 | 0.68 | 0.68 | 0.62 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.04 | 0.25 | 0.46 | 0.61 | 0.70 |
| 每股经营现金流 | 0.35 | 0.78 | 2.76 | 0.22 | 2.78 |
| 每股净资产 | 3.54 | 3.79 | 4.24 | 4.85 | 5.55 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 197.88 | 33.29 | 18.14 | 13.69 | 11.90 |
| 市净率 | 2.37 | 2.22 | 1.98 | 1.73 | 1.51 |
| EV/EBITDA | 11.56 | 13.14 | 7.29 | 6.71 | 4.84 |
| EV/EBIT | 22.24 | 22.90 | 10.50 | 9.36 | 6.60 |

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 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 卓越时代广场 36 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 邮编：518017 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 电话：(86755)-82566970 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(86755)-23913441 |
| | | | 邮箱：research@tfzq.com |