

## Q2 业绩好转, 下半年产能逐步释放

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年半年报, 上半年实现营业收入 104.85 亿元, 同比增长 3.70%; 实现归母净利润 0.48 亿元, 同比下降 67.52%。
- **Q2 环比 Q1 扭亏为盈。** 公司上半年业绩下降主要受 Q1 电解铝价格深度回调与大宗原辅料价格上升影响。Q2 环比 Q1 扭亏为盈, 单季度实现 1.5 亿归母净利润, 同比增长 414.08%。Q2 业绩好转原因如下: (1) 电解铝价格反弹, Q2 环比增长 19.7%。同时, 阳极碳素、氟化盐等原材料 Q2 分别环比下降 14.2%、18.2%。(2) 产品产量大幅增加。氧化铝产量完成 61.2 万吨, 同比增长 63.64%; 炭素制品产量完成 30.41 万吨, 同比增长 24.80%; 原铝产量完成 76.73 万吨, 同比增长 3.36%; 铝合金及铝加工产品产量完成 34.95 万吨, 同比增长 13.69%; 铝板带箔产量完成 6.34 万吨, 同比增长 42.58%。(3) 产品结构优化。高品质铝锭销量同比增长约 33%, 公司周边省份及省内市场销量同比增长 35.06%, 占公司铝产品销量比例超过 40%, 降低了产品销售物流费用, 增强了产品盈利能力。
- **多个项目在建, 2018、2019 产能逐渐释放。** 公司目前有多个重点项目在建, 随着昭通水电铝项目、鹤庆水电铝项目、源鑫炭素 60 万吨项目、炭素项目二期 35 万吨工程等重点项目的逐步投产, 公司到 2018 年底前将形成电解铝产能 210 万吨/年、阳极炭素 90 万吨/年、铝合金及铝加工产能超过 100 万吨/年。2019 年, 预期文山铝业将给公司带来 50 万吨/年电解铝新增产能, 届时公司电解铝产能有望达到 260 万吨/年。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.18 元、0.24 元、0.27 元, 对应 PE 分别为 28 倍、20 倍和 18 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 电解铝价格或大幅波动、电解铝用辅料价格或大幅波动、重点在建项目进度或不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	22129.94	24664.86	26871.16	29318.51
增长率	42.38%	11.45%	8.95%	9.11%
归属母公司净利润(百万元)	657.00	463.53	625.08	716.85
增长率	494.41%	-29.45%	34.85%	14.68%
每股收益 EPS(元)	0.25	0.18	0.24	0.27
净资产收益率 ROE	6.55%	4.48%	5.75%	6.25%
PE	19	28	20	18
PB	1.17	1.13	1.08	1.02

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗  
执业证号: S1250517100001  
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)	26.07
流通 A 股(亿股)	24.30
52 周内股价区间(元)	4.67-16.17
总市值(亿元)	127.74
总资产(亿元)	370.28
每股净资产(元)	3.76

### 相关研究

## 1 公司概况：大力发展绿色低碳水电铝加工一体化产业链

公司前身为云南铝厂，成立于 1970 年。公司是由云南冶金集团控股的国有重点企业，是全国有色行业、中国西部省份工业企业中唯一一家“国家环境友好企业”。多年来，公司坚持走绿色低碳发展之路，主导技术和关键指标持续领先，其中铝液综合交流电单耗比全国平均水平低 400 千瓦时，继续保持全国领先水平。公司致力于绿色发展，以打造“水电铝加工一体化”产业模式为核心，构建了集铝土矿—氧化铝—炭素制品—铝冶炼—铝加工为一体的产业链。

公司主要产品有氧化铝、炭素制品、重熔用铝锭、铸造铝合金、电工圆铝杆、铝合金方棒、铝板带、铝箔等。公司拥有完善的采购、生产和销售体系，上述主要产品中，除氧化铝、铝用炭素阳极不对外销售，用于直接生产重熔用铝锭及相关下游产品外，重熔用铝锭、铝合金方棒、铝板带、铝箔主要采取经销和直销相结合的经营模式。

在上述产品基础上，公司还着眼铝消费领域不断扩大的趋势，积极拓展产品市场，成功开发出了铝合金焊材、新能源动力电池用铝箔、食品药品包装箔、宽幅铝箔坯料等具有较强竞争力的新产品，正在实施中高端铝合金新材料、航空及轨道交通用铝合金新材料、汽车及发动机铝合金零部件和民用铝合金产品等工程建设及产品开发项目，不断向下游铝合金材料、精深加工和终端应用产品为主的铝深加工领域延伸。

表 1：公司主要产品情况

产品名称	主要用途	销售方式
氧化铝	主要成分为三氧化二铝，用于熔盐电解法生产金属铝，也是生产刚玉、陶瓷、耐火材料等的重要原料	不对外销售
铝用炭素	生产电解铝重要的、不可或缺的原材料	不对外销售
重熔用铝锭	是生产铝制品的主要原料，重熔后用于铝产品的初级加工及深加工	直销+经销
铝圆杆	用于电力、通讯、机械等行业用电线、电缆、铝焊丝的生产，其他行业铝制件的生产	直销+经销
铝合金方棒	一种硅铝合金产品，主要用于汽车轮毂、汽车用结构件、建筑行业高强铝制品	直销+经销
铝板带	用于建筑装饰材料、包装材料、汽车散热片、波纹瓦、空调散热片、电子产品等铝制产品的生产。	直销+经销

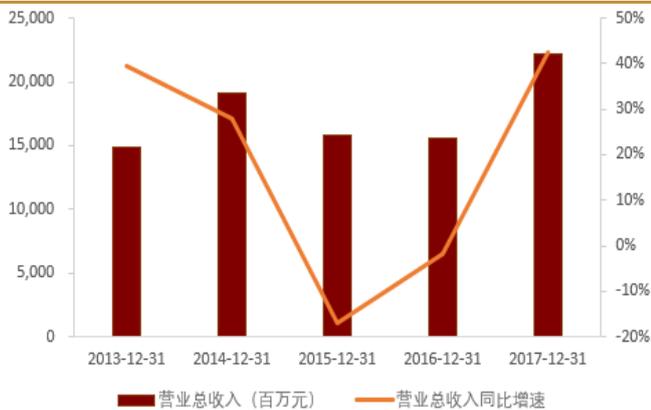
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 公司业绩：受铝价回升影响，业绩逐步走出低谷

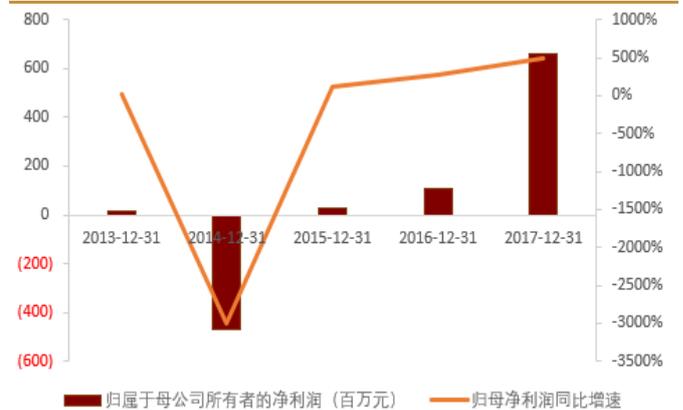
2015 年底铝价触底，公司 2015 营业收入与归母净利润均同比大幅下降。之后，随着铝价反弹，公司 2016、2017 年业绩逐步走出低谷，归母净利润大幅增长。

**图 1：2015-2018 年沪铝价格**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 2：公司 2013-2017 年营业收入**


数据来源：WIND，西南证券整理

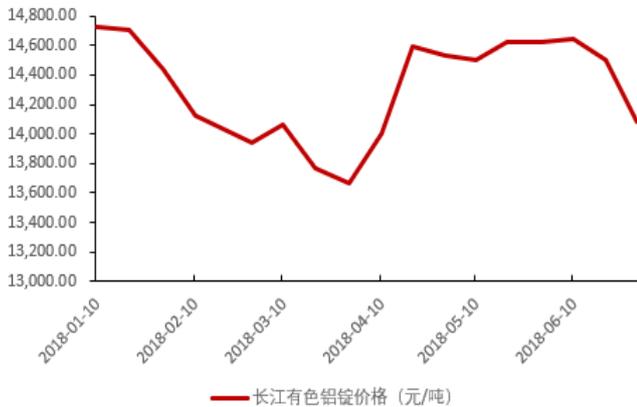
**图 3：公司 2013-2017 年归母净利润**


数据来源：WIND，西南证券整理

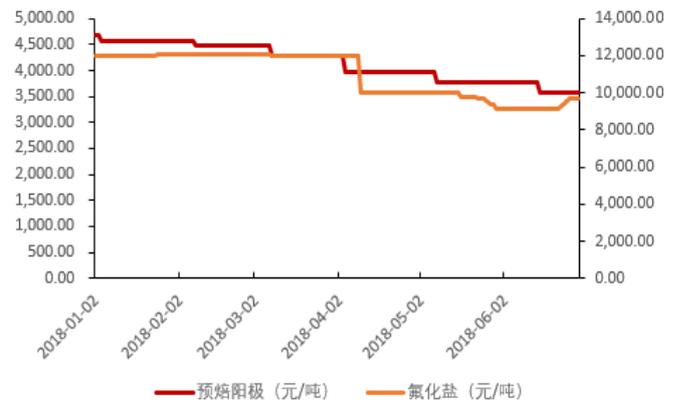
### 3 上半年业绩分析：二季度业绩好转，下半年产能释放助力业绩提升

公司上半年业绩萧条主要受一季度业绩拖累：一季度电解铝价格深度回调，电解铝用辅料成本价格上升。二季度环比一季度扭亏为盈，单季实现 1.5 亿归母净利润，同比增长 414.08%。二季度业绩转好原因如下：

(1) 电解铝价格反弹，二季度环比增长 19.7%。同时，阳极碳素、氟化盐等原材料二季度分别环比下降 14.2%、18.2%。

**图 4: 2018 上半年铝锭价格**


数据来源: WIND, 西南证券整理

**图 5: 2018 上半年氧化铝**


数据来源: WIND, 西南证券整理

(2) 产品产量大幅增加。氧化铝产量完成 61.2 万吨, 同比增长 63.64%; 炭素制品产量完成 30.41 万吨, 同比增长 24.80%; 原铝产量完成 76.73 万吨, 同比增长 3.36%; 铝合金及铝加工产品产量完成 34.95 万吨, 同比增长 13.69%; 铝板带箔产量完成 6.34 万吨, 同比增长 42.58%。

(3) 产品结构优化。高品质铝锭销量同比增长约 33%, 公司周边省份及省内市场销量同比增长 35.06%, 占公司铝产品销量比例超过 40%, 降低了产品销售物流费用, 增强了产品盈利能力。

此外, 公司电解铝、氧化铝和阳极碳素等都有重大在建项目, 产能将逐步释放, 未来业绩可期。其中, 电解铝 2017 年产能 170 万吨, 预计 2018、2019 年底分别达到 210 万吨/年、260 万吨/年。氧化铝 2017 年产能 140 万吨, 预期 2018 和 2019 年产能分别为 160 万吨/年, 阳极碳素 2017 年产能 60 万吨, 随着源鑫炭素 60 万吨/年二期炭素项目建设达成, 预期 2018 年公司阳极碳素产能将达到 90 万吨/年。

**表 2: 公司 2018、2019 年释放产能项目情况**

	项目	产能 (万吨)	权益比例	权益产能 (万吨)	预期达产时间
电解铝	海鑫 (昭通)	70	63.99%	44.793	一期 35 万吨预期 2018 年下半年投产
	鹤庆溢鑫	21	70.95%	14.9	预期 2018 年下半年投产
	文山铝业	50	100%	50	拟建设, 预期 2019 年下半年投产
氧化铝	文山铝业三期	20	100%	20	2018 年 5 月投产, 下半年逐步释放产能
阳极碳素	源鑫炭素二期	30	100%	30	预期 2018 年投产

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 关键假设:

公司 2017 年电解铝、氧化铝、阳极炭素的产能分别为 170 万吨、140 万吨和 60 万吨。

假设 1: 公司 2018-2020 年电解铝产能分别为 210 万吨、260 万吨、260 万吨。

假设 2: 铝锭受电解铝价格下降及原材料价格上升的影响, 毛利率下降, 2018-2020 年毛利率分别为 9%、9.5%、9.5%。

假设 3: 铝加工产品毛利率下降, 2018-2020 年分别为 14%、13.5%、13.5%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 3: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
铝锭	收入	9304.6	10886.4	12301.6	13900.8
	增速	25.7%	17.0%	13.0%	13.0%
	毛利率	11.8%	9.0%	9.5%	9.5%
铝加工产品	收入	7740.3	8591.8	9279.1	10021.4
	增速	28.9%	11.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	15.6%	14.0%	13.5%	13.5%
其他业务	收入	5085.0	5186.7	5290.4	5396.3
	增速	138.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	11.4%	13.0%	13.0%	13.0%
合计	收入	22129.9	24664.9	26871.2	29318.5
	增速	42.4%	11.5%	8.9%	9.1%
	毛利率	13.0%	11.6%	11.6%	11.5%

数据来源: Wind, 西南证券

根据以上说明和假设, 我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 246.64、268.71、293.18 亿元, 归母净利润分别为 4.63、6.25、7.17 亿元, EPS 分别为 0.18、0.24、0.27 元, 对应 PE 分别为 28、20、18 倍。首次覆盖, 根据可比公司估值, 给予公司“增持”评级。

表 4: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601600.SH	中国铝业	3.70	0.18	0.27	0.36	20.1087	13.6531	10.1816
000933.SZ	神火股份	5.10	0.46	0.58	0.53	11.1597	8.8603	9.5452
600595.SH	中孚实业	2.76	0.10	0.13	0.21	27.683	20.6742	13.2692
平均值						<b>19.65</b>	<b>14.40</b>	<b>11.00</b>
000807.SZ	云铝股份		0.18	0.24	0.27	28	20	18

数据来源: Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	22129.94	24664.86	26871.16	29318.51	净利润	716.59	505.57	681.77	781.87
营业成本	19246.00	21807.97	23762.07	25943.53	折旧与摊销	1143.50	1391.79	1391.79	1391.79
营业税金及附加	124.13	105.34	124.79	202.30	财务费用	772.76	665.37	603.27	535.11
销售费用	412.33	561.31	591.95	636.38	资产减值损失	97.28	50.00	50.00	50.00
管理费用	707.29	856.09	908.06	999.71	经营营运资本变动	-138.90	1308.50	161.23	223.34
财务费用	772.76	665.37	603.27	535.11	其他	-559.03	-4.43	-95.59	-12.25
资产减值损失	97.28	50.00	50.00	50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2032.20</b>	<b>3916.80</b>	<b>2792.47</b>	<b>2969.87</b>
投资收益	-13.14	-13.14	-13.14	-13.14	资本支出	-1797.25	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.51	-0.52	-0.47	-0.32	其他	-1051.44	-13.66	-13.61	-13.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2848.69</b>	<b>-13.66</b>	<b>-13.61</b>	<b>-13.47</b>
<b>营业利润</b>	<b>812.31</b>	<b>605.12</b>	<b>817.41</b>	<b>938.01</b>	短期借款	1931.32	-1888.82	-1862.26	-2051.54
其他非经营损益	-10.26	4.00	4.00	4.00	长期借款	1679.67	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>802.05</b>	<b>609.12</b>	<b>821.41</b>	<b>942.01</b>	股权融资	-45.78	0.00	0.00	0.00
所得税	85.46	103.55	139.64	160.14	支付股利	0.00	-131.40	-92.71	-125.02
净利润	716.59	505.57	681.77	781.87	其他	-3064.77	-3537.89	-603.27	-535.11
少数股东损益	59.59	42.04	56.69	65.02	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>500.44</b>	<b>-5558.11</b>	<b>-2558.23</b>	<b>-2711.66</b>
归属母公司股东净利润	657.00	463.53	625.08	716.85	<b>现金流量净额</b>	<b>-322.94</b>	<b>-1654.98</b>	<b>220.63</b>	<b>244.73</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4121.47	2466.49	2687.12	2931.85	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1401.92	1830.59	1951.08	2109.50	销售收入增长率	42.38%	11.45%	8.95%	9.11%
存货	4465.60	5032.04	5547.62	6032.81	营业利润增长率	211.77%	-25.51%	35.08%	14.75%
其他流动资产	312.66	348.48	379.65	414.23	净利润增长率	246.62%	-29.45%	34.85%	14.68%
长期股权投资	305.24	305.24	305.24	305.24	EBITDA 增长率	33.61%	-2.43%	5.64%	1.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	21142.05	19949.13	18756.22	17563.30	毛利率	13.03%	11.58%	11.57%	11.51%
无形资产和开发支出	1363.41	1200.03	1036.65	873.27	三费率	8.55%	8.44%	7.83%	7.41%
其他非流动资产	2765.07	2729.57	2694.08	2658.58	净利率	3.24%	2.05%	2.54%	2.67%
<b>资产总计</b>	<b>35877.41</b>	<b>33861.56</b>	<b>33357.65</b>	<b>32888.78</b>	ROE	6.55%	4.48%	5.75%	6.25%
短期借款	7280.95	5392.13	3529.87	1478.33	ROA	2.00%	1.49%	2.04%	2.38%
应付和预收款项	8020.28	10332.27	11056.28	11931.57	ROIC	7.60%	5.49%	6.80%	7.62%
长期借款	3984.93	3984.93	3984.93	3984.93	EBITDA/销售收入	12.33%	10.79%	10.47%	9.77%
其他负债	5658.60	2878.99	2924.26	2974.79	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>24944.77</b>	<b>22588.32</b>	<b>21495.34</b>	<b>20369.62</b>	总资产周转率	0.65	0.71	0.80	0.89
股本	2606.84	2606.84	2606.84	2606.84	固定资产周转率	1.26	1.45	1.70	2.00
资本公积	6373.17	6373.17	6373.17	6373.17	应收账款周转率	76.59	78.36	68.18	70.55
留存收益	854.77	1186.89	1719.26	2311.10	存货周转率	4.94	4.55	4.47	4.47
归属母公司股东权益	9868.34	10166.90	10699.27	11291.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.39%	—	—	—
少数股东权益	1064.29	1106.34	1163.03	1228.05	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>10932.64</b>	<b>11273.24</b>	<b>11862.30</b>	<b>12519.16</b>	资产负债率	69.53%	66.71%	64.44%	61.93%
负债和股东权益合计	35877.41	33861.56	33357.65	32888.78	带息债务/总负债	45.16%	41.51%	34.96%	26.82%
					流动比率	0.55	0.60	0.70	0.82
					速动比率	0.31	0.29	0.33	0.39
					股利支付率	0.00%	28.35%	14.83%	17.44%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.25	0.18	0.24	0.27
					每股净资产	4.19	4.32	4.55	4.80
					每股经营现金	0.78	1.50	1.07	1.14
					每股股利	0.00	0.05	0.04	0.05
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2728.57	2662.28	2812.47	2864.92					
PE	19.44	27.56	20.44	17.82					
PB	1.17	1.13	1.08	1.02					
PS	0.58	0.52	0.48	0.44					
EV/EBITDA	7.46	6.49	5.40	4.50					
股息率	0.00%	1.03%	0.73%	0.98%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn