

云铝股份 (000807.SZ) 买入 (首次评级)

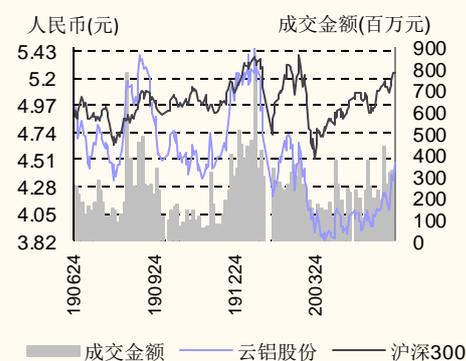
公司深度研究

市场价格 (人民币): 4.48 元

目标价格 (人民币): 5.60 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	31.28
已上市流通 A 股(亿股)	26.07
总市值(亿元)	140.14
年内股价最高最低(元)	4.48/3.94
沪深 300 指数	4102
深证成指	11702



绿色水电铝龙头，受益盈利修复

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,689	24,284	30,035	32,623	36,151
营业收入增长率	-1.99%	11.96%	23.69%	8.61%	10.82%
归母净利润(百万元)	-1,466	495	889	978	1,104
归母净利润增长率	-323.1%	-133.8%	79.61%	9.98%	12.87%
摊薄每股收益(元)	-0.562	0.190	0.284	0.313	0.353
每股经营性现金流净额	0.13	1.42	1.12	1.27	1.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	-17.74%	4.54%	7.53%	7.65%	7.95%
P/E	-6.90	27.06	15.76	14.33	12.69
P/B	1.22	1.23	1.19	1.10	1.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **绿色水电铝企业，实际控制人变更为国资委：**公司是一家以绿色水电为主要能源的铝企，年产能为铝土矿 300 万吨、氧化铝 140 万吨、水电铝 210 万吨、铝合金及铝加工 110 万吨、炭素制品 80 万吨。2019 年公司实际控制人变更为国资委，中铝集团承诺未来将解决两者之间的同业竞争。
- **氧化铝长期供给过剩，价格上涨难度大：**氧化铝产能属于备案制，电解铝产能属于审批制，这意味着氧化铝的供给弹性大，而需求相对刚性。氧化铝产能过剩的矛盾没有缓解，价格合理运行区间 2200 元/吨-2500 元/吨，我们以 2400 元/吨作为未来三年氧化铝的预测价格。
- **铝价在成本线附近徘徊，铝企盈利修复：**2020 年国内电解铝的供给压力依然很大，下半年将是新产能的集中投放期，铝价会在成本线附近徘徊。我们测算，2020 年 5 月末中国电解铝行业的平均完全成本 12223 元/吨（含税），铝企盈利修复。我们以 13000 元/吨作为未来三年电解铝的预测价格。
- **区域优势突出，产能逆势扩张：**云南铝土矿和水电资源丰富，靠近中国广东省和东南亚消费市场，区位优势突出。2019 年公司定增募集 21 亿元用于铝土矿资源和电解铝产能建设，未来公司水电铝产能将增至约 320 万吨、权益产能约 256 万吨。2019 年公司电解铝产量 190 万吨，2020-2022 年有望增至 248 万吨、270 万吨、300 万吨。
- **在建项目投产后综合用电成本下降：**2019 年公司综合购电价格 0.33 元/度（含税）左右，在建项目的用电价格 0.28 元/度（含税），全部在建项目投产后，综合用电价格降至 0.3047 元/度（含税）。我们预计 2020-2022 年，公司单位用电成本下降 116 元/31 元/35 元。

投资建议与估值

- 我们采用市盈率相对估值法进行估值。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.28 元/0.31 元/0.35 元，对应 PE 为 16X/14X/13X。我们给予公司 2020 年 20 倍 PE，未来 6-12 个月目标价 5.6 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 宏观经济下行、行业政策风险、用电量不足、产量不及预期、成本增加、股权质押风险、限售股解禁。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

曾智勤 联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

- 1) 铝和铝加工销量：2019 年销量 185.65 万吨，预计 2020-2022 年公司产量 248 万吨、270 万吨、300 万吨，产销率 100%。
- 2) 铝和铝加工售价：2019 年公司产品售价（不含税）12612 元，2019 年长江铝现货均价（含税）13941 元，我们预计 2020-2022 年长江铝现货均价（含税）13000 元/13000 元/13000 元，价格变动比例-7%/0/0。我们假设公司产品售价变动幅度与长江铝现货价格变动幅度相同，即：2020-2022 年公司产品售价（不含税）11761 元/11761 元/11761 元。
- 3) 铝和铝加工成本：假设 2020-2022 年单位折旧成本与 2019 年持平，为 361 元/361 元/361 元。原材料成本中主要的变动为氧化铝和阳极炭素，假设 2020-2022 年氧化铝均价（含税）2400 元/2400 元/2400 元，假设 2020-2022 年阳极炭素均价（含税）3000 元/3100 元/3200 元，假设 2020-2022 年综合用电价格（不含税）0.276 元/0.2737 元/0.2711 元，以上三者合计对公司单位原材料和动力成本影响 -727.7 元/13.24 元/9.29 元。
- 4) 其他业务：假设 2020-2022 年收入和成本与 2019 年持平。

■ 我们区别于市场的观点

市场认为铝价会继续上涨，进而带动股价上涨。

我们认为，未来三年电解铝行业的供需仍为弱平衡的状态，铝价将在成本线附近波动。我们选取 13000 元作为未来三年铝价预测依据，低于当前的价格。驱动公司股价上涨的因素在于未来成本下降和产量增长带来的业绩回升。由于氧化铝长期产能过剩，价格将会低位徘徊，同时受益于公司低成本产能的投产，综合用电成本有望下降。三个在建项目投产后，公司的电解铝产能将从 210 万吨增至 320 万吨。

■ 股价上涨的催化因素

铝是大宗商品，价格波动受供需和全球流动性影响。由于各国央行向市场注入流动性，铝价存在超预期表现的可能。中国对铝没有定价权，国内价格为国际价格乘以人民币汇率，人民币汇率弱势运行，会导致国内价格的被动上涨。

■ 估值和目标价格

我们采用市盈率相对估值法对公司估值。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.28 元/0.31 元/0.35 元，对应 PE 为 16X/14X/13X。我们给予公司 2020 年 20 倍 PE，未来 6-12 个月目标价 5.6 元。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

电量不足风险：云南雨季和旱季分明，每年 5-10 月为雨季，11 月-次年 4 年月旱季，旱季可能存在因降水量不足导致全省水电发电量减少的风险。随着云南省积极推动水电铝、水电硅产业一体化发展，云南省的电力供需形势发生历史性变化。2019 年弃水电量仅 17 亿千瓦时，同比减少 158 亿千瓦时，结束了“十二五”中期以来大规模弃水的历史。随着高耗能产业纷纷落地云南，同时叠加旱季降水量不足的情况，云南电解铝行业可能存在旱季用电量不足的风险。

内容目录

投资要件	2
1. 央企中铝集团水电铝平台	5
1.1 股权整合完毕后，国务院国资委成为实际控制人	5
1.2 在建项目陆续投产，电解铝产量持续增长	6
2. 氧化铝下跌导致成本下降，电解铝企业盈利修复	7
2.1 铝是周期性行业，下游用途广泛	7
2.2 氧化铝：长期供给过剩，价格上涨难度大	8
2.3 铝价超跌反弹，电解铝企业盈利修复	10
3. 区位优势突出，产能逆势扩张	12
3.1 云南发展电解铝产业优势突出	12
3.2 水电铝产能持续扩张	13
3.3 公司水电铝成本下降	14
3.4 公司产业链完善	15
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议与估值	17
5. 风险提示	17

图表目录

图表 1：股权划转前云南省国资委是实际控制人	5
图表 2：股权划转后国务院国资委是实际控制人	5
图表 3：云冶集团为公司第一大股东	6
图表 4：公司产品涉及铝产业链的各个环节	6
图表 5：过去五年公司收入稳步增长	7
图表 6：2019 年公司净利润由负转正	7
图表 7：公司电解铝产量持续增长	7
图表 8：铝行业包括氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业	8
图表 9：氧化铝价格跌至 2016 年以来低点	8
图表 10：2020 年 1-5 月氧化铝产量出现负增长	8
图表 11：2019 年中国氧化铝市场供需基本平衡	9
图表 12：氧化铝价格跌至成本附近出现反弹	10
图表 13：煤炭和烧碱价格出现反弹	10
图表 14：2003 年至今中国电解铝产量负增长仅有三次	10
图表 15：2020 年 1-5 月电解铝产量依然处于增长中	10
图表 16：受疫情影响海外市场库存从 3 月快速增长	11
图表 17：与历年相比 2020 年国内累库时间偏长	11
图表 18：国际铝价跌至历史低位后出现反弹	11

图表 19: 国内铝价跌至历史低位后出现反弹.....	11
图表 20: 2020 年 5 月电解铝行业盈利快速修复.....	12
图表 21: 云南发展电解铝产业优势突出.....	13
图表 22: 主要项目建成后公司电解铝产能增至 320 万吨.....	14
图表 23: 公司主要生产企业在云南省内.....	15
图表 24: 2018 年募投项目用于资源建设和电解铝产能扩张.....	15
图表 25: 2020-2022 年生产成本预测.....	16
图表 26: 2020-2022 年盈利预测基本假设.....	17
图表 27: 电解铝行业相对估值情况.....	17

1. 央企中铝集团水电铝平台

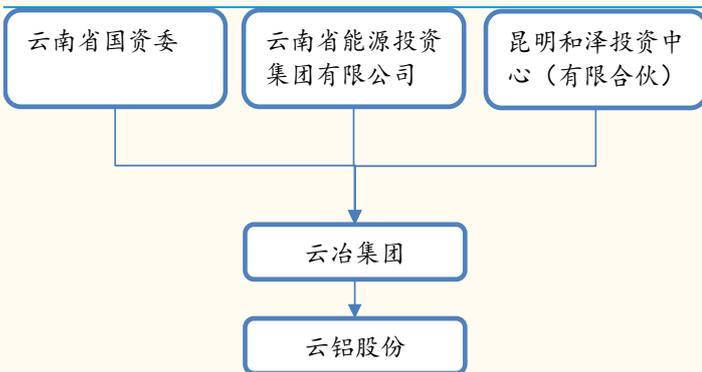
1.1 股权整合完毕后，国务院国资委成为实际控制人

云南铝业股份有限公司（简称：云铝股份）的前身是云南铝厂，始建于1970年。1998年改制成为国有控股上市公司，并于1998年4月在深交所挂牌上市（股票代码：000807）。公司是国家重点扶持的骨干铝企业之一，是中国“绿色低碳水电铝”发展的践行者。依托云南省丰富的绿色水电能源优势，公司已构建了集铝土矿—氧化铝—炭素制品—铝冶炼—铝加工为一体的完整产业链。目前公司拥有年产铝土矿300万吨、氧化铝140万吨、水电铝210万吨、铝合金及铝加工110万吨、炭素制品80万吨的生产能力。根据公司披露的生产经营计划，2020年公司氧化铝产量约145万吨、水电铝产量约248万吨、铝合金和加工产品产量约128万吨、炭素制品产量约70万吨。

云铝股份曾为云南省内一家国有企业，第一大股东为云南冶金集团股份有限公司（简称：云冶集团），实际控制人为云南省国资委。2018年11月，云南省国资委与中铝集团签署《关于云南冶金集团股份有限公司的无偿划转协议》，云铝股份实际控制人由云南省国资委变更为国务院国资委，公司控股股东仍为云冶集团。

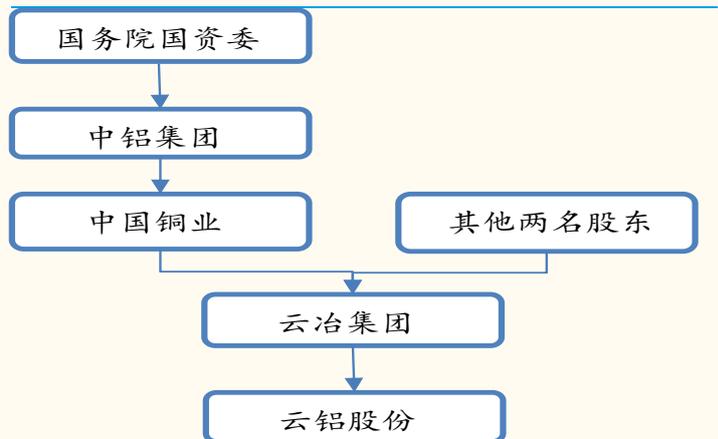
股权划转完成后，云铝股份与中铝集团旗下上市公司中国铝业（601600）在氧化铝、电解铝业务存在同业竞争，与中铝集团在铝加工业务存在同业竞争。为此中铝集团承诺，中铝集团将在2019年内开始筹划中国铝业与云铝股份的同业竞争业务整合工作，并承诺在五年内完成。对于与中铝集团铝加工业务的同业竞争，中铝集团承诺五年内通过资产注入、资产置换、资产剥离等方式解决。

图表 1：股权划转前云南省国资委是实际控制人



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：股权划转后国务院国资委是实际控制人



来源：公司公告，国金证券研究所

2018年公司筹划非公开发行，新增股份于2020年1月3日上市交易。本次非公开发行完成后，公司总股本增至31.28亿股，第一大股东仍为云冶集团，持股比例35.48%。中国铝业以4.1元价格认购3.14亿股，持股比例10.04%。

图表 3：云冶集团为公司第一大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	云南冶金集团股份有限公司	1,109,818,170	35.48	A股流通股
2	中国铝业股份有限公司	314,050,688	10.04	限售流通A股
3	中央企业贫困地区产业投资基金股份有限公司	146,341,463	4.68	限售流通A股
4	全国社保基金四一二组合	25,291,250	0.81	A股流通股
5	赵旭东	24,200,000	0.77	A股流通股
6	华泰资产管理有限公司-策略投资产品	17,580,753	0.56	A股流通股
7	香港中央结算有限公司(陆股通)	17,129,125	0.55	A股流通股
8	基本养老保险基金九零二组合	16,545,249	0.53	A股流通股
9	易方达基金-工商银行-易方达基金臻选2号资产管理计划	15,844,414	0.51	A股流通股
10	中国农业银行股份有限公司-中证500交易型开放式指数证券投资基金	13,982,730	0.45	A股流通股
合计		1,700,783,842	54.38	

来源：公司 2020 年一季报，国金证券研究所

1.2 在建项目陆续投产，电解铝产量持续增长

公司主营业务是铝土矿开采、氧化铝生产、铝冶炼、铝加工及铝用炭素生产，主要产品有氧化铝、铝用炭素、重熔用铝锭、铝圆杆、铝合金、铝板带箔等。

图表 4：公司主要产品涉及铝产业链的各个环节

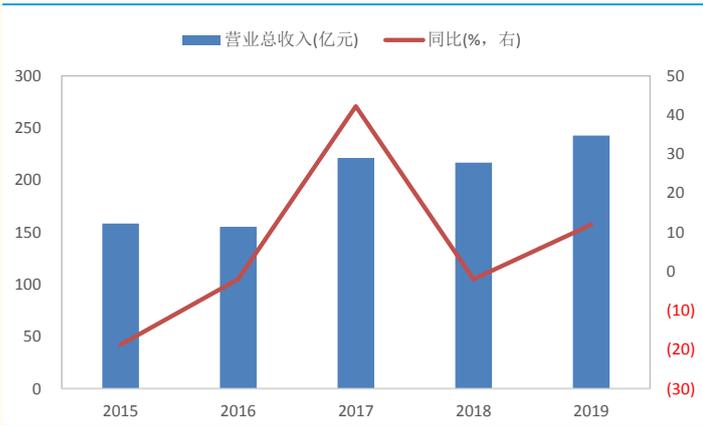
产品名称	主要用途
氧化铝	主要成分为三氧化二铝，用于熔盐电解法生产金属铝，也是生产刚玉、陶瓷、耐火材料等的重要原料
铝用炭素	电解铝行业重要的、不可或缺的原材料
重熔用铝锭	是生产铝制品的主要原料，重熔后用于铝产品的初级加工及深加工
铝圆杆	用于电力、通讯、机械等行业用电缆、电缆和线管等的生产
铝合金	铸造铝合金、变形铝合金产品，主要用于汽车及机械用铸造、变形加工等铝合金材料
铝板带	用于建筑材料、包装材料、汽车散热片、波纹瓦、空调散热片、电子产品等铝制品的生产
铝箔	用于电容器、电池箔、软包装（食品、药品、日用品等）

来源：公司 2019 年年报，国金证券研究所

从过去五年（2015-2019 年）公司收入看，公司收入呈现出增长的态势，2015-2016 年收入的下滑主要是受铝价下跌影响。2017 年起，铝价回升，同时公司产量增长，2017 年收入较 2016 年出现了大幅增长，2018 年铝价再次下跌，受到公司产量增长影响，收入与 2017 年基本持平。2019 年受益于产量的增长，公司收入同比增长 12%。从公司收入构成看，电解铝是公司主要的收入来源，为了提高产品附加值，公司部分电解铝产品加工成铝加工产品进行销售。2019 年，公司电解铝业务收入占比 58%、铝加工业务收入占比 39%、贸易业务收入占比 4%。

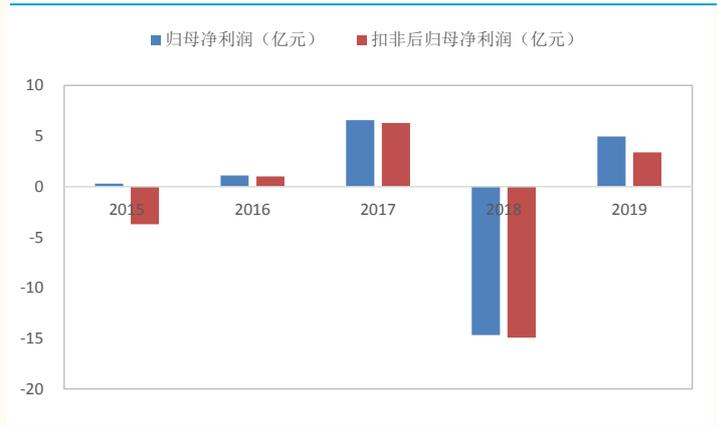
从过去五年（2015-2019 年）公司利润看，2017 年之前受到铝价单边下行的影响，公司经营业绩一直不理想，2013-2015 年扣非后净利润连续三年出现亏损。2017 年的供给侧改革是公司经营业绩的拐点，2018 年受到铝价再次下跌影响，同时公司一次性清理历史包袱，公司归母净利润亏损 14.66 亿元，为公司上市以来的最大亏损。2019 年受益于铝价回升，盈利出现改善，公司实现归属母公司净利润 4.95 亿元，同比增长 134%，基本 EPS 0.19 元。

图表 5: 过去五年公司收入稳步增长



来源: Wind, 国金证券研究所

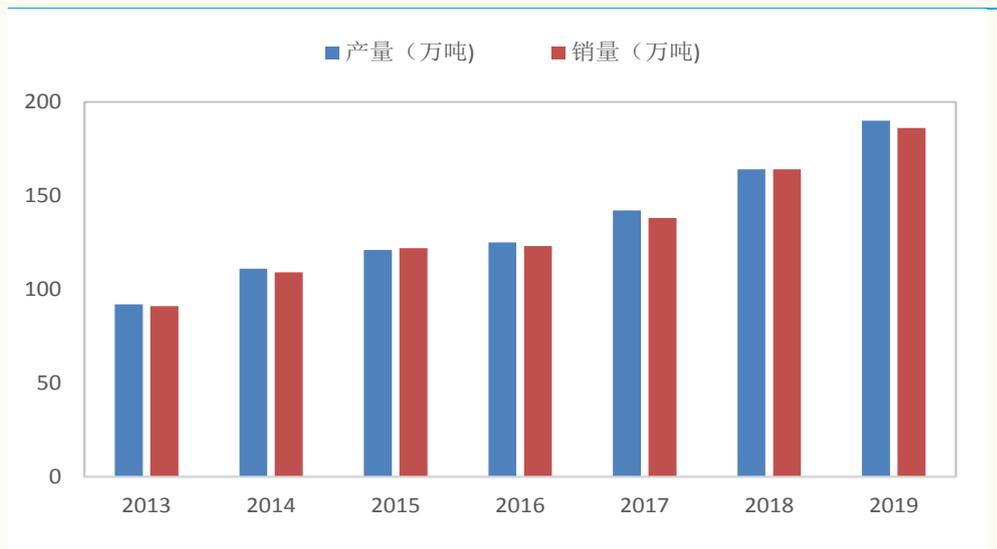
图表 6: 2019 年公司净利润由负转正



来源: Wind, 国金证券研究所

从过去五年公司产量看, 产量呈现增长的趋势, 产量的增长在一定程度上抵消了铝价下跌对收入和利润影响。由于铝产品属于大宗品, 产销比例接近 100%。2019 年随着重点项目的陆续建成投产, 公司电解铝产量达到 190 万吨, 同比增长 16%。未来随着公司产能的逐步达产, 产量还将继续增长。

图表 7: 公司电解铝产量持续增长



来源: 公司年报, 国金证券研究所

2. 氧化铝下跌导致成本下降, 电解铝企业盈利修复

2.1 铝是周期性行业, 下游用途广泛

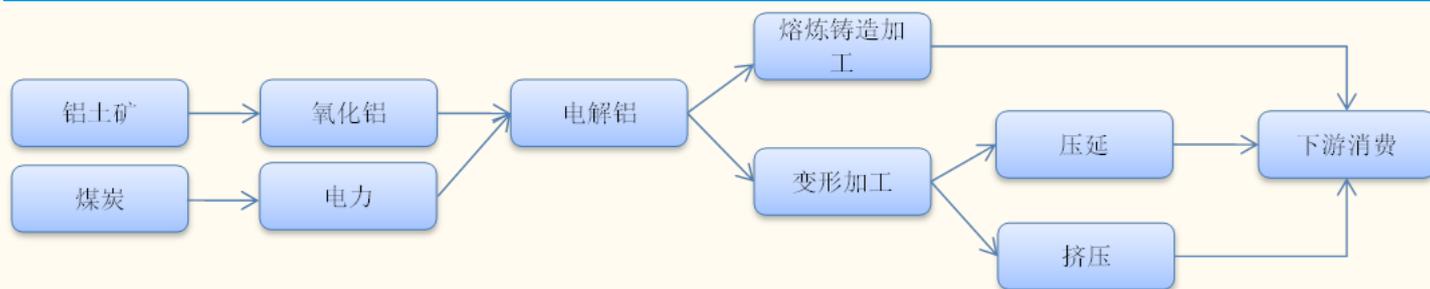
铝(又称原铝、电解铝、铝锭)是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属, 具有轻便性、高导电性、高导热性、耐腐蚀性等优良特性, 是机械、电力、航空航天、船舶制造、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料, 在国民经济中占有重要地位。随着技术进步, 铝及铝合金已可以逐渐取代木材、钢铁、塑料等多种材料, 应用范围的拓展使其与国民经济的相关程度不断提高, 属于典型的周期性行业。

从中国的铝消费领域看, 房地产、交通、铝材及铝合金出口、电力为主要的下游行业。(1) 房地产: 铝用于制造门窗、幕墙和装饰板、扶梯阶梯、大型建筑结构件等, 房地产行业已成为铝最重要的下游消费领域; (2) 交通运输: 由于铝具有密度低、质量轻、比强度高、抗冲击性好、耐腐蚀等诸多特性, 在机动车、铁路、航天等交通工具制造业中广泛用于相关零部件的制造; (3) 铝

材及铝合金出口：近几年受海外需求放缓，加上各种铝材贸易争端影响，中国铝材出口增速放缓，但出口量整体规模仍然比较大；(4) 电力：由于铝良好导电性能和密度低、质量轻的特性，在电力行业中用于制造电线电缆、母线及导体及其它输配电设备等，同时是计算机、通讯设备、个人电子消费品等重要电子产品领域的原材料。

铝行业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业，中国已经成为全球第一大氧化铝和电解铝生产国和消费国，是全球氧化铝和电解铝生产和消费增长的主要推动国。全球铝土矿资源供给充裕，保证了电解铝生产的原料供应；中国电解铝产能过剩，保证了铝加工行业原料的及时足量供应。由于铝加工行业与下游消费需求密切相关，在上、中游产能过剩的背景下，处于产业链下游的铝加工行业成为各家企业投资的重点。

图表 8：铝行业包括氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业



来源：新界泵业重组报告书，国金证券研究所

2.2 氧化铝：长期供给过剩，价格上涨难度大

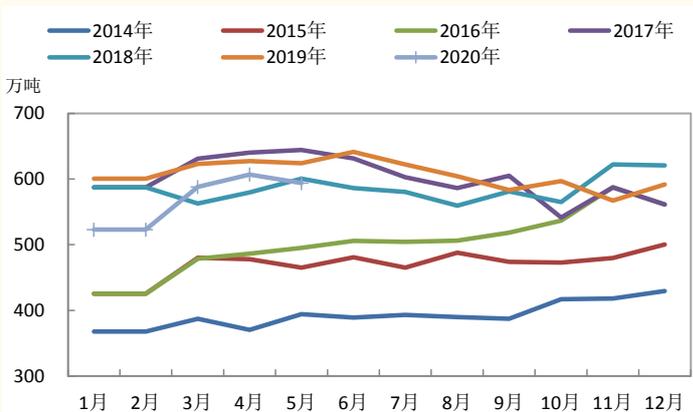
氧化铝的生产方式主要有拜耳法、烧结法两种，两种生产方式下氧化铝停产复产相对容易，这导致氧化铝产量随氧化铝价格的波动而大幅波动。以最近三年的价格走势为例：2017年5月国内氧化铝价格跌至2300元/吨，该价格导致国内大部分氧化铝企业出现亏损，氧化铝月度产量从2017年5月的644万吨降至2017年8月的586万吨，随后氧化铝价格反弹至3800元/吨；2018年上半年受美国对俄铝制裁和巴西海德鲁铝业尾矿库污染关停影响，国内氧化铝价格大幅上涨，氧化铝价格从2600元/吨涨至3200元/吨，受价格上涨影响，国内氧化铝月度产量从560万吨增至620万吨，产量的大幅增长导致了价格的下跌，随后氧化铝价格几乎吞噬了之前的全部涨幅；由于价格的持续下跌，2019年3月份氧化铝企业盈利持续下滑，氧化铝企业开始减产保价。由此可见，氧化铝价格变化对氧化铝产量有重要影响。

图表 9：氧化铝价格跌至2016年以来低点



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：2020年1-5月氧化铝产量出现负增长



来源：Wind，国金证券研究所

根据国际铝业协会 (IAI) 数据，2019 年全球氧化铝产量约为 13141 万吨、消费量约为 12985 万吨，过剩 156 万吨；中国氧化铝产量约为 7155 万吨、氧化铝净进口量约为 137 万吨、消费量约为 7298 万吨，短缺 6 万吨，供需基本

平衡。截至 2019 年 12 月底，包括中国在内的全球氧化铝企业产能利用率约为 81%，中国氧化铝企业产能利用率约为 82.2%，产能利用率处于较高水平。

图表 11：2019 年中国氧化铝市场供需基本平衡

单位：万吨	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
全球市场								
产量	9353	10680	11227	12086	12122	13050	12469	13141
消费量	9196	10447	11128	11781	12220	13032	12840	12985
产能利用率	85%	79.48%	80.51%	82.78%	81.26%	85.80%	79.00%	81%
消费-产量=短缺(+)	-157	-233	-99	-305	98	-18	371	-156
中国市场								
产量	4165	4900	5125	5865	6016	7025	7161	7155
净进口量	498	364	516	436	292	281	-94	137
消费量	4020	5130	5623	6183	6440	7249	7270	7298
产能利用率	73%	81.67%	78.85%	84.21%	81.19%	86.50%	85.00%	82.20%
消费-产量=短缺(+)	-643	-134	-18	-118	132	-57	203	6

来源：IAI，中国铝业年报，国金证券研究所

从供需情况看，中国氧化铝市场长期处于过剩中，在过去八年中仅出现两次供给短缺（2019 年为供需平衡），出现的原因与均与突发事件有关。2015 年下半年氧化铝价格大幅下跌，中国市场中除了广西地区的氧化铝企业可以现金盈利外，其余企业均出现成本倒挂的情况，这导致了国内氧化铝企业的联合减产，因此 2016 年全球和中国氧化铝市场出现供给短缺。巴西海德鲁铝业是全球最大的单体氧化铝生产企业，氧化铝产能 640 万吨，全球产能占比约 5%。2018 年尾矿库污染关停事件导致了国际市场供给短缺，国际价格首次高于国内价格，中国首次成为氧化铝净出口国，该事件也直接导致了国内氧化铝市场再次出现供给短缺。

氧化铝产能属于备案制，电解铝产能属于审批制，这意味着氧化铝的供给弹性大，而需求相对刚性。从对铝行业违规产能的清理看，氧化铝产能并不在清理范围内，这意味着氧化铝产能的无序扩张还将延续。我们预计，2020 年中国的氧化铝新投产约 650 万吨，主要集中在广西、贵州等南方地区。从原料来源看，除了国内自产的原料外，中国每年从澳大利亚、几内亚、马来西亚、印度等国家大量进口铝土矿和氧化铝，氧化铝供应充足。虽然 2019 年国内市场供需平衡，但是受到进口氧化铝冲击，2020 年国内市场再次转为大幅过剩。2020 年 1-5 月，中国电解铝产量 1481 万吨、对应氧化铝需求量 2844 万吨，中国氧化铝产量 2893 万吨、净进口量 118 万吨（2020 年 1-4 月），国内市场过剩 167 万吨。

从长期看，氧化铝是电解铝的原材料，其合理价格应该覆盖行业内企业的平均成本。我们看到，自 2017 年以来，氧化铝的价格和成本一直处于动态变化中，成本对于价格的支撑作用明显。氧化铝价格在 2017 年 5 月、2019 年 2 月、2019 年 8 月触及成本线后出现反弹，这主要与氧化铝的弹性生产方式有关。目前氧化铝价格 2255 元/吨（2020 年 6 月 17 日），2020 年 5 月末氧化铝行业的平均完全成本 2217 元/吨（含税），价格与行业平均成本基本持平。

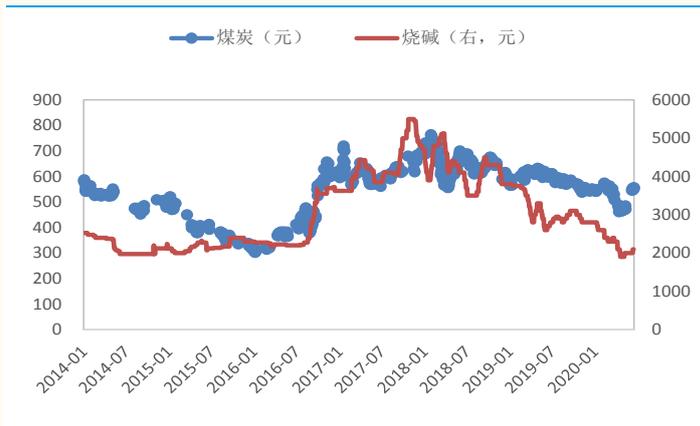
目前氧化铝行业盈利水平处于周期底部，部分氧化铝企业开始减产。2020 年 1-5 月国内氧化铝产量出现负增长，近期煤炭和烧碱价格的反弹对氧化铝价格起到了支撑作用，我们认为短期氧化铝价格存在反弹的可能。由于氧化铝长期产能过剩的矛盾没有缓解，后期价格反弹幅度有限，氧化铝价格合理运行区间 2200-2500 元/吨。我们以 2400 元/吨作为未来三年氧化铝的预测价格。

图表 12: 氧化铝价格跌至成本附近出现反弹



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

图表 13: 煤炭和烧碱价格出现反弹



来源: Wind, 国金证券研究所

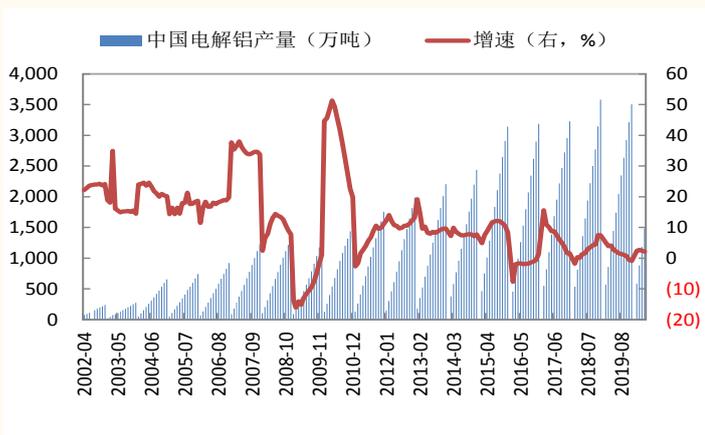
2.3 铝价超跌反弹, 电解铝企业盈利修复

氧化铝是生产电解铝的原材料, 在成本构成中, 氧化铝和电力在电解铝成本占比约 70%-80%。此外, 阳极炭素、氟化铝、冰晶石等也是电解铝生产的原材料, 对电解铝的成本产生影响。

2012 年至今, 中国电解铝区域产能出现两次变化。第一次变化是以河南、山东为主的高电价区域向内蒙、新疆为主的低电价区域进行转移; 第二次变化是以新疆、山东为主的以火电为主要能源的区域向云南以水电为主的区域转移。

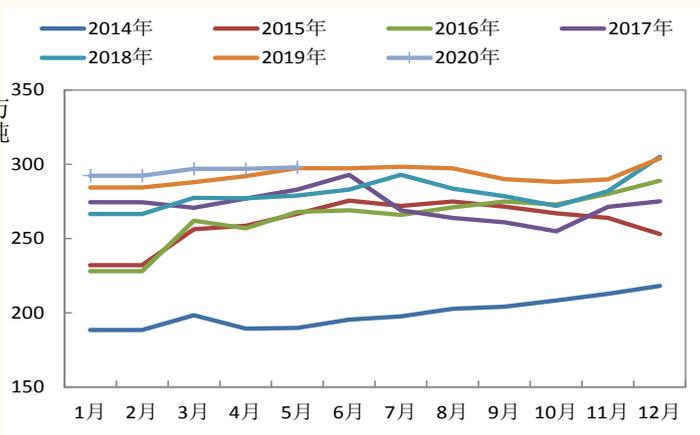
由于新增产能的持续增加和电解槽高额的停复产成本, 中国电解铝产量持续增加, 自 2003 年起仅出现过三次负增长。第一次出现在 2008 年金融危机后, 铝价大跌导致企业暂停生产; 第二次出现在 2015 年底, 铝价跌至近 20 年最低价, 价格无法覆盖生产成本, 国内电解铝企业选择暂停生产; 第三次出现在 2019 年, 一方面受到电解铝行业持续亏损影响, 新增产能延期投产, 同时电解铝行业突发事件增多导致供给中断。由于电解槽的复产成本高, 铝价下跌并未导致高成本产能彻底退出市场, 而是选择了暂停生产的方式。在铝价出现反弹后, 暂停生产的企业重新开启产能, 因此国内电解铝的产量整体呈现出增长的态势。

图表 14: 2003 年至今中国电解铝产量负增长仅有三次



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 2020 年 1-5 月电解铝产量依然处于增长中



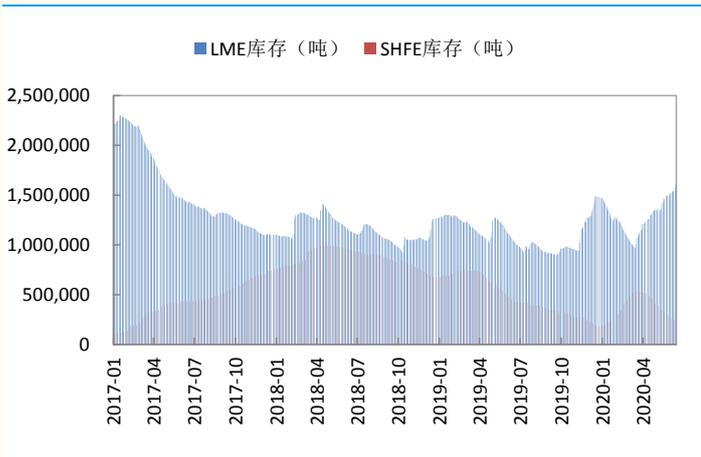
来源: Wind, 国金证券研究所

2018 年 3 月, 国家发改委表示, 电解铝去产能还会继续推进, 政府不提指标, 而是由行业协会、企业按照法规的要求, 按照市场供求的关系、按照行业结构优化调整和企业改革的要求有效推进。我们认为, 这个表态说明未来去产能将由行政化向市场化转变, 监督机构由政府机关向行业协会转移。按照市场供求的表态, 说明电解铝供需关系不会出现大幅过剩和短缺, 市场供需整体弱平衡的状态。

在供给侧改革严控新增产能的背景下，4500万吨将是未来一段时间内电解铝产能的天花板。从需求情况看，全球铝消费快速增长的阶段已经过去，2019年中国电解铝需求首次出现负增长。

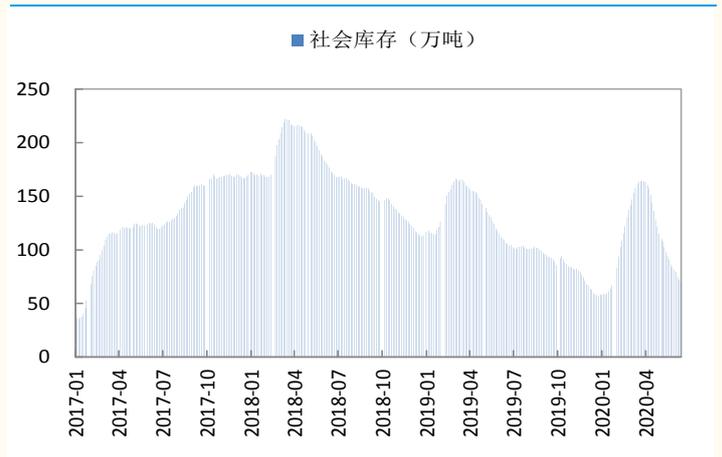
受到疫情影响，2020年一季度中国电解铝行业经历了最近三年中最长的累库过程。上海期货交易所库存从年初18.5万吨增至三月底53.4万吨，国内社会库存从年初57.2万吨增至三月底164.3万吨，库存增加的时间较2019年同期增加两个月。三月份开始，国内疫情缓解后，国内库存出现回落，而海外市场疫情快速蔓延，伦敦商品交易所库存从96.7万吨增至162万吨，且暂未结束。由于铝出口比例占比约10%，海外疫情的蔓延会对铝的出口市场产生负面影响。

图表 16：受疫情影响海外市场库存从3月快速增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：与历年相比2020年国内累库时间偏长



来源：Wind，国金证券研究所

自2017年电解铝行业清理违规产能以来，电解铝产量并未出现同步减少，违规产能的清理导致僵尸产能以指标转移的形式复活，另一方面以云南和广西为主的西南地区通过特殊政策依然有新增产能投放。根据百川资讯的统计，2020年中国电解铝总复产产能155万吨，待复产产能121万吨。2020年中国电解铝已建成待投产的新产能155万吨，已建成新产能待投产产能118万吨。

2020年3月，国内和国际铝价跌至历史低位，铝价一度跌破行业平均现金成本，并引发部分电解铝企业减产。随着5月份铝价的反弹，行业利润由负转正，5月份全行业吨铝盈利937元（含税），盈利好转后，之前暂停生产的产能有望重启。我们认为，2020年国内电解铝的供给压力依然很大，下半年将是新产能的集中投放期。

图表 18：国际铝价跌至历史低位后出现反弹



来源：Wind，国金证券研究所

图表 19：国内铝价跌至历史低位后出现反弹

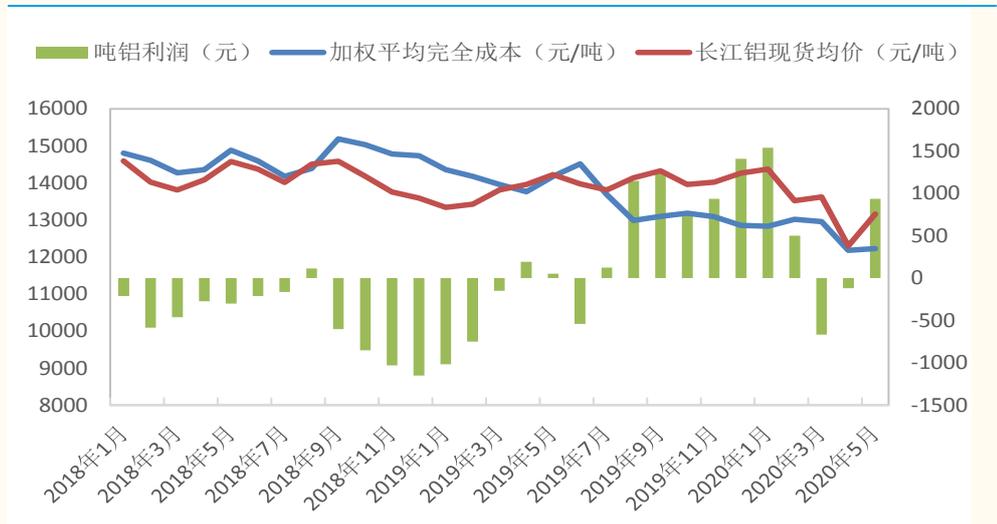


来源：Wind，国金证券研究所

通过研究过去20年金属价格与成本的关系发现，从长期看铝价与成本最为接近，溢价比例仅为1.9%。由于市场供需仍为弱平衡的状态，我们认为铝价会在成本线附近徘徊。我们测算，2020年5月末中国电解铝行业的平均完全成

本 12223 元/吨（含税），考虑到后期氧化铝价格反弹导致的成本增加，我们预计行业的平均完全成本会上涨至 12500 元/吨（含税）。我们以 12738 元/吨（12500 元/吨*1.019）作为未来铝价波动区间的中轴线，目前的铝价（2020 年 6 月 17 日：13840 元/吨）偏高。由于铝具有商品和金融双重属性，全球央行向市场注入流动性有助于推高铝价，因此我们以 13000 元/吨作为未来三年电解铝的预测价格。

图表 20：2020 年 5 月电解铝行业盈利快速修复



来源：百川资讯，国金证券研究所

3. 区位优势突出，产能逆势扩张

3.1 云南发展电解铝产业优势突出

■ 政策优势

2017 年 10 月，国家发改委和国家能源局联合印发《关于促进西南地区水电消纳的通知》（发改运行【2017】1830 号），文件要求四川省和云南省科学安排在建项目开发时序，力争“十三五”后期不再新增弃水问题，同时要求两省利用富余水电边际成本低的优势开展水电与载能企业专线供电试点，增加本地消纳和外送。同月，云南省人民政府下发《关于推动水电铝材一体化发展的实施意见》（云政发【2017】65 号），文件提出要深刻认识推动水电铝材一体化发展的重要意义，指出在云南发展水电铝材产业有利于推动清洁能源产业与铝产业深度融合、将绿色水电优势转化为经济优势，有利于通过大产业带动大扶贫、促进贫困地区和深度贫困地区脱贫，有利于主动服务和融入京津冀协同发展战略、有效缓解北方地区的环境问题。

■ 能源优势

目前中国 90% 以上的电解铝产能为火电铝，主要集中在华北和西北地区。水电属于清洁能源，减排幅度达 90% 以上。云南省是全球水资源最为丰富的地区之一，拥有发展水电得天独厚的水电资源。根据云南省规划，到 2020 年在全省打造五个左右的水电铝材一体化产业园区，水电铝产能达到 600 万吨，力争每年消纳水电 1000 亿千瓦时。由于水电主要向电网采购，与使用自备电厂的火电企业相比，可以减少在火电机组投资，降低财务费用。

根据云铝股份 2019 年报披露，2019 年底，云南省全口径装机容量 9500 万千瓦，其中以水电为主的清洁能源装机 7991.7 万千瓦（水电 6779 万千瓦，风电 862.8 万千瓦，太阳能 349.9 万千瓦），占总装机容量的 84.12%。

云南省水力资源主要集中在金沙江、澜沧江、怒江、元江、南盘江、伊洛瓦底江等六大水系，其中金沙江、澜沧江、怒江三大水系在云南省境内河段可开发装机容量占全省可开发装机总容量的 92%。目前，澜沧江和金沙江属于梯

级开发，怒江尚未开发。根据公司 2019 年年报披露，2025 年云南水电装机容量将突破 1 亿千瓦。对于云南省而言，在目前的清洁能源装机情况下，可以满足未来 600 万吨电解铝产能对于能源的消耗需求。

■ 产业链优势

云南、贵州、广西等周边省份，越南、老挝等邻近国家铝土矿资源丰富，资源就地就近保障优势明显。2019 年云南、贵州、广西三省氧化铝产量 1365 万吨，三省电解铝产量 543 万吨、对应氧化铝需求量 1043 万吨，氧化铝过剩 322 万吨。考虑到未来云南新增 400 万吨电解铝产能，对应氧化铝需求量新增 768 万吨，不但可以消耗目前三省过剩的 322 万吨氧化铝，对氧化铝还产生了 446 万吨的新增需求。这些新增需求可以通过中铝广西华昇的新建 200 万吨氧化铝项目和天桂铝业新建 250 万吨氧化铝项目解决。

广东是中国乃至全球重要的铝加工基地，2019 年广东铝材产量 494 万吨，占中国铝材产量的 9%。云南距离广东 1500 公里，按照铁路运费 0.15-0.16 元/吨公里计算，铝锭的运输费用约 230 元/吨。同时，云南也是中国面向南亚和东南亚开发的重要门户，有利于开拓南亚和东南亚近 30 亿人口的巨大消费市场。

■ 电价优势

2018 年 1 月，云南省发改委、云南省物价局、云南省能源局下发《关于实施优价满发推动水电铝材一体化发展专项用电方案的通知》（云发改产业【2018】80 号）。对于通过招商引资引进企业自带电解铝产能指标的电解铝企业，前五年按照 0.25 元电价执行，电解铝产能投产后五年后执行用电价格逐年递增机制，在 0.25 元的基础上，从第六年起每年增加 1.2 分，直至增加至 0.3 元封顶。电力是电解铝成本的主要构成部分。2019 年 12 月中国电解铝企业加权用电价格 0.3109 元（含税），按照吨铝耗电量 13500 度测算，从外省迁入云南且自带指标的铝企用电成本较中国电解铝行业平均成本低 822 元/吨（含税）。

图表 21：云南发展电解铝产业优势突出



来源：国金证券研究所

3.2 水电铝产能持续扩张

公司依托可再生的清洁水电能源，构建了绿色低碳水电铝材一体化产业链，2019 年上半年已实现全流程生产 100% 使用绿色低碳可再生水电能源。由于公司使用能源为从电网购买水电，公司产能未受到采暖季限产和自备电厂缴纳政府性基金的影响。

由于公司产能全部为合规产能，在 2017 年国家对于电解铝行业违规产能清理过程中并未受到产能关停的影响，相反公司的电解铝产能实现了逆势扩张。2018 年末，公司水电铝产能 170 万吨；2019 年随着昭通一期项目和鹤庆一期项目建成投产，2019 年公司水电铝产能增至 210 万吨。未来随着公司昭通二期 35 万吨项目、鹤庆二期 25 万吨项目、文山铝业 50 万吨项目的建成投产，2021 年公司水电铝产能将增至约 320 万吨、权益产能约 256 万吨。

■ 昭通二期项目

2014年8月，云南省昭通市鲁甸县发生了6.5级地震。为落实国家关于鲁甸灾后恢复重建的《总体规划》和《政策措施》中关于“规划布局水电铝清洁载能产业”的要求，公司在昭通市建设年产70万吨水电铝项目。项目总投资60.58亿元，目前昭通一期35万吨项目已经建成投产，昭通二期35万吨项目将于2020年建成投产。

■ 鹤庆二期项目

2017年7月，云铝股份发布公告，为加快实施“拓展两头、优化中间”升级发展战略，推动公司水电铝产业向更具竞争优势的区域聚集发展，公司在鹤庆建设水电铝一期项目。一期项目总投资24.13亿元，产能21万吨，一期项目已经建成投产。2019年12月，云铝股份发布公告，公司在鹤庆建设水电铝二期项目。二期项目总投资13.36亿元，产能21万吨，二期项目预计将于2020年底建成投产。

■ 文山水电铝项目

2017年12月30日，云铝股份发布公告，按照省委、省政府关于“依托丰富水电能源优势，积极推动云南水电铝材一体化发展”的总体安排，公司全资子公司文山铝业为进一步延伸产业价值链，通过充分发挥自身矿产、氧化铝资源及云南省富余水电能源优势，构建铝土矿-氧化铝-水电铝综合生产基地，拟在国家级贫困县文山州文山市实施云南文山铝业有限公司绿色低碳水电铝材一体化项目。该项目总投资约为44.42亿元，形成50万吨/年的水电铝产能，项目建设周期为2018年-2020年。

图表 22：主要项目建成后公司电解铝产能增至 320 万吨

项目状态	公司名称	地点	持股比例	产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
建成项目	云铝本部	昆明	100%	30	30
	云南云铝润鑫铝业有限公司	个旧	70.14%	30	21
	云南云铝涌鑫铝业有限公司	建水	67.33%	30	20
	云南云铝泽鑫铝业有限公司	富源	100%	30	30
	曲靖云铝消鑫铝业有限公司	曲靖	94.35%	38	36
在建项目	云南云铝海鑫铝业有限公司	昭通	63.99%	70	45
	鹤庆溢鑫铝业有限公司	鹤庆	57.79%	42	24
	云南文山铝业有限公司	文山	100%	50	50
合计			320	256	

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 公司水电铝成本下降

电力是电解铝重要的成本构成，占电解铝生产成本的40%。公司用电主要向云南慧能售电股份有限公司采购。根据公司披露的数据，2016-2018年公司综合电价为0.35元/度（含税）左右，2019年公司全年综合购电价格约为0.33元/度（含税）左右。未来公司在建项目，包括昭通70万吨、鹤庆42万吨、文山50万吨的用电价格为0.28元/度（含税）。以上三个项目全部投产后，公司原来电解铝158万吨电解铝产能用电价格为0.33元/度（含税），新增电解铝162万吨电解铝产能用电价格为0.28元/度（含税），综合用电价格由0.33元/度（含税）降至0.3047元/度（含税）。按照吨铝耗电量13500度测算，电解铝生产成本可以下降342元/吨（含税）。此外，根据中国铝业2019年第二期中票信用评级报告中披露，中铝集团与云南省的合作协议对电价做了安排，存量指标、不带指标及带指标的增量电解铝产能用电价格（含税）预计会降至0.3元/度、0.28元/度、0.25元/度。

2019年，公司正式加入中铝集团。中铝集团是中国有色金属行业的领军企业，中国铝业是中国最大的氧化铝生产企业。未来，公司将依托中铝集团政策资源，提升公司能源成本控制的议价能力，依托中铝央企平台与大型电力企业良好的协同关系，通过股权、资本合作等手段以直供电、自备电厂等方式增加公司权益电量，提升公司能源成本竞争优势；二是充分借助中铝集团的经营资源和市场资源，进一步开拓产品市场，降低大宗原辅料采购成本和系统物流成

本；三是借助中铝集团金融资源优势，进一步拓宽融资渠道，为公司生产经营和产业发展提供更加有力的资金保障，并降低资金成本。

3.4 公司产业链完善

公司形成了从铝土矿开采-氧化铝生产-电解铝生产-铝加工的全产业链。虽然公司铝土矿和预焙阳极产能无法 100%满足电解铝需要，但是公司可以通过对外采购（市场采购+中铝采购）解决原料不足。

图表 23：公司主要生产企业分布在云南省内



来源：公司网站《云铝“绿色低碳水电铝加工一体化”产业布局》，国金证券研究所

公司子公司文山铝业生产氧化铝，其中：文山铝业氧化铝一期项目产能为 80 万吨/年，已于 2012 年投产；文山二期氧化铝项目设计产能为 60 万吨/年，2019 年正式投产；文山铝业一期和二期项目合计产能为 140 万吨。公司铝土矿生产能力 264 万吨/年，按照 1 吨氧化铝消耗 2.5 吨铝土矿计算，公司铝土矿仅能满足 106 万吨氧化铝生产需要，不足部分需要外购。

公司铝土矿供应来自于红舍克铝土矿项目以及卖酒瓶铝土矿项目。由于两个矿山多年来持续开采，剩余可采资源储量日益减少，最迟从 2022 年开始，红舍克铝土矿项目以及卖酒瓶铝土矿项目将不再为文山铝业氧化铝生产提供铝土矿成品矿供应。为此，2018 年公司筹划非公开发行，募集资金用于文山中低品位铝土矿综合利用项目（歪山头矿山洗选项目、300 万吨/年选矿项目），项目建成后公司铝土矿生产能力增至 292 万吨（歪山头矿山项目生产 80 万吨铝土矿、300 万吨/年选矿项目生产 212 万吨铝土矿），可以满足公司 117 万吨氧化铝生产需要。

图表 24：2018 年募投项目用于资源建设和电解铝产能扩张

序号	项目	投资总额（万元）	使用募投资入（万元）
1	鲁甸 6.5 级地震灾后恢复重建水电铝项目	605,770.29	210,000.00
2	文山中低品位铝土矿综合利用项目	60,366.21	50,000.00
2.1	歪山头矿山洗选项目	19,662.01	15,000.00
2.2	300 万吨/年选矿项目	40,704.20	35,000.00
合计		666,136.50	260,000.00

来源：公司公告，国金证券研究所

公司子公司源鑫炭素生产预焙阳极，阳极炭素产能 80 万吨。按照 1 吨电解铝消耗 0.5 吨预焙阳极计算，公司产能满足 160 万吨电解铝生产需要，不足部分需要外购。2018 年 2 月，公司与索通发展签署《投资合作协议》设立索通云铝，其中，索通发展出资 4.68 亿元，占注册资本的 65%；云铝股份出资 2.52 亿元，占注册资本的 35%。索通云铝阳极产能 60 万吨/年，投产后可以满足云铝股份 120 万吨电解铝生产对阳极炭素的需要。

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 核心假设

- 1) 公司主要产品为氧化铝、炭素、铝锭、铝加工产品，氧化铝和炭素作为铝锭的原料不进行外售，公司部分铝锭用于生产铝加工产品，1吨铝锭约生产1吨铝加工产品，因此我们将铝锭和铝加工产品的收入和成本合并进行考虑。
- 2) 铝锭和铝加工销量：2019年销量185.65万吨，预计2020-2022年公司产量248万吨、270万吨、300万吨，产销率100%。
- 3) 铝锭和铝加工售价：2019年公司产品售价（不含税）12612元，2019年长江铝现货均价（含税）13941元，我们预计2020-2022年长江铝现货均价（含税）13000元/13000元/13000元，价格变动比例-7%/0/0。我们假设公司产品售价变动幅度与长江铝现货价格变动幅度相同，即：2020-2022年公司产品售价（不含税）11761元/11761元/11761元。
- 4) 铝锭和铝加工成本：假设2020-2022年单位折旧成本与2019年持平，为361元/361元/361元。原材料成本中主要的变动为氧化铝和阳极炭素，我们假设2020-2022年氧化铝均价（含税）2400元/2400元/2400元，假设2020-2022年阳极炭素均价（含税）3000元/3100元/3200元，假设2020-2022年综合用电价格（不含税）0.276元/0.2737元/0.2711元，以上三者合计对公司单位原材料和动力成本影响-727.7元/13.24元/9.29元。

图表 25：2020-2022 年生产成本预测

原材料	参数	2019	2020E	2021E	2022E
氧化铝	单耗（吨）	1.92	1.92	1.92	1.92
	均价（不含税，元/吨）	2374	2124	2124	2124
	单位成本变动（元）		-480.85	0.00	0.00
阳极炭素	单耗（吨）	0.5	0.5	0.5	0.5
	均价（不含税，元/吨）	2916	2655	2743	2832
	单位成本变动（元）		-130.53	44.25	44.25
电力	单耗	13500	13500	13500	13500
	老产能电价（不含税，元/度）	0.2920	0.2920	0.2920	0.2920
	老产能产量（吨）	1,580,000	1,580,000	1,580,000	1,580,000
	新产能电价（不含税，元/度）	0.2478	0.2478	0.2478	0.2478
	新产能产量（吨）	319,446	900,000	1,120,000	1,420,000
	综合用电价格（不含税，元/度）	0.2846	0.2760	0.2737	0.2711
	单位成本变动（元）		-116.32	-31.01	-34.96
生产成本变动（元）			-727.70	13.24	9.29

来源：Wind，国金证券研究所

- 5) 其他业务：假设2020-2022年收入和成本与2019年持平。

图表 26：2020-2022 年盈利预测基本假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
铝和铝加工						
销量 (吨)	1,377,725	1,637,459	1,856,540	2,480,000	2,700,000	3,000,000
售价 (不含税, 元/吨)	12,372	12,637	12,612	11,761	11,761	11,761
单位成本合计 (元/吨)	10,701	11,738	10,883	10,155	10,168	10,177
原材料 (元/吨)	6,451	7,199	6,478	5,867	5,911	5,955
折旧 (元/吨)	301	387	361	361	361	361
动力 (元/吨)	3,949	4,151	4,044	3,927	3,896	3,861
吨铝毛利 (元)	1,671	899	1,730	1,606	1,593	1,584
毛利率	13.51%	7.12%	13.72%	13.66%	13.54%	13.46%
营业收入 (元)	17,044,932,885	20,692,622,592	23,415,508,398	29,167,265,440	31,754,684,148	35,282,982,387
营业成本 (元)	14,742,527,812	19,220,033,410	20,203,969,944	25,184,139,612	27,453,960,875	30,532,277,078
贸易及其他						
营业收入 (元)	5,085,011,493	996,730,074	868,114,989	868,114,989	868,114,989	868,114,989
营业成本 (元)	4,503,470,726	924,583,668	836,354,859	836,354,859	836,354,859	836,354,859
毛利率	11.44%	7.24%	3.66%	3.66%	3.66%	3.66%

来源：公司年报，国金证券研究所

■ 营收与利润

- 1) 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 300 亿元/326 亿元/362 亿元，同比增长 24%/9%/11%。
- 2) 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.89 亿元/9.78 亿元/11.04 亿元，同比增长 80%/10%/13%；对应 EPS 分别为 0.28 元/0.31 元/0.35 元。

4.2 投资建议与估值

我们选取南山铝业、神火股份、索通发展等国内 A 股上市的电解铝企业作为可比公司，采用市盈率相对估值法对云铝股份进行估值。由于中国铝业历史上盈利欠佳，公司估值一直偏高，因此我们不将中国铝业纳入行业平均市盈率的计算范围。根据 Wind 一致预期，可比公司 2020 年平均估值为 20 倍、2021 年平均估值为 13 倍、2020 年平均估值为 10 倍。

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.28 元/0.31 元/0.35 元，对应 PE 为 16X/14X/13X。我们给予云铝股份 2020 年 20 倍 PE，按照 2020 年 EPS 0.28 元计算，给予公司未来 6-12 个月 5.6 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 27：电解铝行业相对估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
601600	中国铝业	2.82	0.05	0.08	0.12	60	37	24
600219	南山铝业	2.08	0.13	0.16	0.19	15	13	11
000933	神火股份	4.2	0.17	0.28	0.38	25	15	11
603612	索通发展	11.96	0.65	1.02	1.35	18	12	9
平均						20	13	10
000807	云铝股份	4.48	0.28	0.31	0.35	16	14	13

来源：Wind，国金证券研究所

5. 风险提示

- 宏观经济下行风险：铝属于典型的周期性行业，行业波动与经济周期密切相关。中国经济增速下滑和固定资产投资增速放缓会对行业产生负面影响。
- 行业政策风险：如果供给侧改革政策出现松动，不排除电解铝产量大幅增长的可能，进而导致铝价出现大幅下跌。
- 用电量不足风险：云南雨季和旱季分明，每年 5-10 月为雨季，11 月-次年 4 年月旱季，旱季可能存在水电用电量不足的风险。

- 产量不及预期风险：未来公司产量增长主要源于昭通二期、鹤庆二期、文山铝业的建成投产，如果项目建设延期，将导致产量不及预期。
- 成本增加风险：氧化铝的成本主要与铝土矿、烧碱、煤炭有关，电解铝的成本主要与煤炭、电力、阳极炭素有关，原材料价格的反向变动会对公司盈利产生影响。
- 股权质押风险：大股东云冶集团未接质押的股份数量为 1.77 亿股，占总股本的 5.65%，占其持有股份数量的 15.91%。
- 限售股解禁风险：2021 年 1 月 6 日公司将有 2.07 亿限售股解禁，解禁后公司流通股增至 28.14 亿股。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	22,130	21,689	24,284	30,035	32,623	36,151	货币资金	4,121	4,390	4,052	2,674	2,912	3,239
增长率		-2.0%	12.0%	23.7%	8.6%	10.8%	应收款项	1,022	661	936	1,152	1,252	1,387
主营业务成本	-19,246	-20,145	-21,040	-26,020	-28,290	-31,369	存货	4,466	4,006	3,376	4,564	4,963	5,503
%销售收入	87.0%	92.9%	86.6%	86.6%	86.7%	86.8%	其他流动资产	693	774	703	815	834	858
毛利	2,884	1,545	3,243	4,015	4,332	4,782	流动资产	10,302	9,830	9,067	9,206	9,959	10,987
%销售收入	13.0%	7.1%	13.4%	13.4%	13.3%	13.2%	%总资产	28.7%	26.2%	22.9%	22.0%	22.6%	23.7%
营业税金及附加	-124	-153	-292	-362	-393	-435	长期投资	534	504	561	461	461	461
%销售收入	0.6%	0.7%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	21,234	23,335	26,255	27,832	28,608	29,293
销售费用	-412	-463	-539	-691	-783	-904	%总资产	59.2%	62.2%	66.3%	66.4%	64.9%	63.1%
%销售收入	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	无形资产	1,718	1,911	2,752	3,491	4,113	4,720
管理费用	-707	-1,262	-827	-1,051	-1,142	-1,265	非流动资产	25,576	27,691	30,512	32,729	34,126	35,418
%销售收入	3.2%	5.8%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	71.3%	73.8%	77.1%	78.0%	77.4%	76.3%
研发费用	0	-27	-10	-13	-14	-15	资产总计	35,877	37,521	39,579	41,935	44,086	46,404
%销售收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	10,120	13,889	12,456	13,419	13,592	13,480
息税前利润 (EBIT)	1,640	-361	1,575	1,899	2,001	2,163	应付款项	8,219	7,022	7,712	9,112	9,907	10,985
%销售收入	7.4%	n.a	6.5%	6.3%	6.1%	6.0%	其他流动负债	247	288	347	475	522	586
财务费用	-773	-862	-898	-570	-549	-546	流动负债	18,586	21,199	20,515	23,005	24,021	25,051
%销售收入	3.5%	4.0%	3.7%	1.9%	1.7%	1.5%	长期贷款	3,985	4,014	4,701	3,501	3,501	3,501
资产减值损失	-97	-633	-328	-300	-300	-300	其他长期负债	2,374	3,093	1,790	1,844	1,853	1,865
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	负债	24,945	28,305	27,006	28,349	29,375	30,418
投资收益	-13	16	24	0	0	0	普通股股东权益	9,868	8,264	10,920	11,809	12,787	13,892
%税前利润	n.a	-0.9%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	2,607	2,607	3,128	3,128	3,128	3,128
营业利润	812	-1,791	583	1,107	1,231	1,396	未分配利润	510	-1,139	-604	285	1,264	2,368
营业利润率	3.7%	n.a	2.4%	3.7%	3.8%	3.9%	少数股东权益	1,064	951	1,654	1,776	1,923	2,095
营业外收支	-10	-8	14	0	0	0	负债股东权益合计	35,877	37,521	39,579	41,935	44,086	46,404
税前利润	802	-1,798	597	1,107	1,231	1,396	比率分析						
利润率	3.6%	n.a	2.5%	3.7%	3.8%	3.9%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-85	52	-51	-95	-106	-120	每股指标						
所得税率	10.7%	n.a	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	每股收益	0.252	-0.562	0.190	0.284	0.313	0.353
净利润	717	-1,746	545	1,012	1,125	1,276	每股净资产	3.786	3.170	4.189	3.775	4.088	4.441
少数股东损益	60	-280	50	123	147	172	每股经营现金净流	0.780	0.129	1.416	1.116	1.268	1.389
归属于母公司的净利润	657	-1,466	495	889	978	1,104	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	3.0%	n.a	2.0%	3.0%	3.0%	3.1%	回报率						
							净资产收益率	6.66%	-17.74%	4.54%	7.53%	7.65%	7.95%
							总资产收益率	1.83%	-3.91%	1.25%	2.12%	2.22%	2.38%
							投入资本收益率	5.83%	-1.29%	4.83%	5.68%	5.74%	5.99%
							增长率						
							主营业务收入增长率	42.38%	-1.99%	11.96%	23.69%	8.61%	10.82%
							EBIT增长率	48.65%	-122.01%	-536.3%	20.57%	5.41%	8.08%
							净利润增长率	494.41%	-323.14%	-133.8%	79.61%	9.98%	12.87%
							总资产增长率	12.37%	4.58%	5.49%	5.95%	5.13%	5.26%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	4.8	4.7	4.1	7.0	7.0	7.0
							存货周转天数	73.2	76.7	64.0	64.0	64.0	64.0
							应付账款周转天数	89.5	89.4	93.7	93.7	93.7	93.7
							固定资产周转天数	290.7	331.1	341.2	281.6	259.0	232.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	91.32%	146.63%	104.22%	104.86%	96.41%	85.96%
							EBIT利息保障倍数	2.1	-0.4	1.8	3.3	3.6	4.0
							资产负债率	69.53%	75.44%	68.23%	67.60%	66.63%	65.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.25

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH