

金属, 采矿, 制品/原材料

云铝股份 (000807)

电解铝成本上行, 水电铝龙头直接受益

——云铝股份首次覆盖报告

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 8.09

当前价格: 6.22

2016.10.11

刘华峰 (分析师) 徐明德 (研究助理)
 0755-23976751 021-38676053
 liuhuafeng@gtjas.com xumingde@gtjas.com
 证书编号 S0880515060003 s0880115080222

本报告导读:

煤价上涨叠加货运成本增长推高电解铝成本中枢, 价格下行预期减弱。云铝股份省内矿源+水电供电直接受益, 公司盈利空间有望持续扩大。

投资要点:

- 首次覆盖给予“增持”评级。煤价上涨叠加货运成本增长推高电解铝成本中枢, 价格下行预期减弱。云铝股份省内矿源+水电供电直接受益。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.29/0.55/0.65 元, 参考 2017 年可比公司估值给予公司 PE21x、PB1.4x, 目标价 8.09 元, 空间 32%, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 电解铝价格下行预期有望修正, 主要系煤价上涨和运力紧张影响。动力煤价格五月至今大涨 44.9%, 使火电企业煤耗成本增加 744.2 元/吨铝, 更突显公司作为水电铝企业的相对优势。公路新规降低汽运载重上限, 汽运单车成本上涨近 10%, 推高部分新疆、内蒙地区原料内运和铝锭外运成本, 新增低成本产能对价格冲击减弱。同时需求端投资基建企稳向好, 汽车用铝订单旺盛, 铝价下行预期有望修正, 利好非煤电沿海地区电解铝产能业绩增长。
- 水电铝龙头优势凸显, 盈利空间持续扩大。公司为国内唯一使用水电的铝企, 2016 年 6 月起用电价格已降至 0.2785 元/度, 6-12 月将为公司节约成本 6.9 亿元, 预计 2017 年用电价格仍将维持在 0.28 元/度以下。文山二期 60 万吨氧化铝项目预计将投产, 公司氧化铝自给率将从 40%升至 70%, 2020 年老挝项目投产后公司氧化铝产能将达到 260 万吨/年, 实现完全自给, 使公司摆脱氧化铝价格波动风险。
- 催化剂: 电价调整、铝期现价差修复。
- 风险提示: 铝价波动风险, 募投项目进度不达预期。

交易数据

52 周内股价区间 (元)	4.58-8.68
总市值 (百万元)	11,809
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,899/1,722
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	91%
日均成交量 (百万股)	2309.24
日均成交值 (百万元)	155.88

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,683
每股净资产	2.99
市净率	2.1
净负债率	145.58%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	-0.04	-0.02
Q2	0.00	0.05
Q3	-0.01	0.13
Q4	0.07	0.13
全年	0.02	0.29

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	-13%	25%
相对指数	-4%	-15%	27%

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	19,093	15,852	16,072	16,175	16,565
(+/-)%	28%	-17%	1%	1%	2%
经营利润 (EBIT)	-17	209	1,530	2,038	2,224
(+/-)%	-156%	1305%	633%	33%	9%
净利润	-467	29	552	1,052	1,238
(+/-)%	-3002%	106%	1778%	91%	18%
每股净收益 (元)	-0.25	0.02	0.29	0.55	0.65
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.25	0.25	0.25

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	-0.1%	1.3%	9.5%	12.6%	13.4%
净资产收益率 (%)	-13.5%	0.5%	9.7%	16.7%	17.5%
投入资本回报率 (%)	-0.1%	1.7%	7.4%	10.4%	12.0%
EV/EBITDA	28.4	18.0	8.3	6.2	5.1
市盈率	-24.9	395.3	21.0	11.0	9.4
股息率 (%)	3.3%	3.3%	4.1%	4.1%	4.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2016.10.11

股票研究

原材料
金属, 采矿, 制品

云铝股份 (000807)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 8.09

当前价格: 6.22

2016.10.10

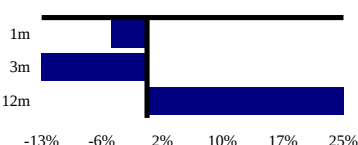
公司网址

www.ylzf.com

公司简介

公司是国家重点扶持的 14 家铝企业之一, 规模及主要技术经济指标居全国铝行业前列, 为国家重点扶持的 512 家国有企业之一、国家重点扶持的 14 家铝企业之一, 全国有色行业、中西部地区工业企业中唯一一家“国家环境友好企业”, 曾被评为“中国最具发展潜力上市公司 50 强”。
公司主要产品有重熔用铝锭、预焙阳极、铝铸轧卷等。

绝对价格回报 (%)

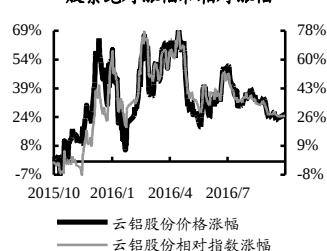


52 周价格范围 4.58-8.68
市值 (百万) 11,809

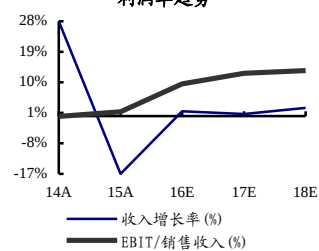
财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	19,093	15,852	16,072	16,175	16,565
营业成本	18,280	14,735	13,446	13,066	13,245
税金及附加	7	18	19	19	19
销售费用	391	434	482	469	480
管理费用	432	457	595	582	596
EBIT	-17	209	1,530	2,038	2,224
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	70	-3	1	1	1
财务费用	884	992	271	115	-51
营业利润	-966	-919	1,260	1,924	2,275
所得税	-184	77	276	421	495
少数股东损益	-254	-468	552	631	743
净利润	-467	29	552	1,052	1,238
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,688	3,248	0	3,510	8,244
其他流动资产	769	652	600	600	600
长期投资	301	390	390	390	390
固定资产合计	15,895	18,496	17,514	16,515	15,503
无形及其他资产	1,787	2,367	2,284	2,310	2,341
资产合计	24,405	29,282	25,534	28,335	32,463
流动负债	11,824	15,775	10,162	8,817	9,003
非流动负债	7,863	6,837	8,074	11,011	13,448
股东权益	3,458	5,666	5,713	6,290	7,053
投入资本(IC)	15,490	15,037	16,569	15,611	14,819
现金流量表					
NOPLAT	-14	253	1,224	1,631	1,779
折旧与摊销	738	924	1,030	1,048	1,062
流动资金增量	1,270	2,788	-595	-15	-190
资本支出	-1,235	-969	155	105	120
自由现金流	760	2,996	1,814	2,769	2,771
经营现金流	295	3,076	2,003	2,700	2,765
投资现金流	-1,210	-1,088	155	106	121
融资现金流	1,022	-1,059	-5,406	705	1,849
现金流净增加额	107	928	-3,248	3,510	4,734
财务指标					
成长性					
收入增长率	27.9%	-17.0%	1.4%	0.6%	2.4%
EBIT 增长率	-156.3%	1304.8%	633.1%	33.2%	9.1%
净利润增长率	-3002.2%	106.3%	1778.2%	90.5%	17.7%
利润率					
毛利率	4.3%	7.0%	16.3%	19.2%	20.0%
EBIT 率	-0.1%	1.3%	9.5%	12.6%	13.4%
净利率	-2.4%	0.2%	3.4%	6.5%	7.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	-13.5%	0.5%	9.7%	16.7%	17.5%
总资产收益率(ROA)	-1.9%	0.1%	2.2%	3.7%	3.8%
投入资本回报率(ROIC)	-0.1%	1.7%	7.4%	10.4%	12.0%
运营能力					
存货周转天数	52	64	70	80	83
应收账款周转天数	3	5	9	12	13
总资产周转天数	453	618	622	608	670
净利润现金含量	-0.63	104.65	3.63	2.57	2.23
资本支出/收入	6%	6%	-1%	-1%	-1%
偿债能力					
资产负债率	80.7%	77.2%	71.4%	70.0%	69.2%
净负债率	319.6%	154.4%	169.7%	119.7%	74.2%
估值比率					
PE	-24.9	395.3	21.0	11.0	9.4
PB	2.7	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	28.4	18.0	8.3	6.2	5.1
P/S	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
股息率	3.3%	3.3%	4.1%	4.1%	4.1%

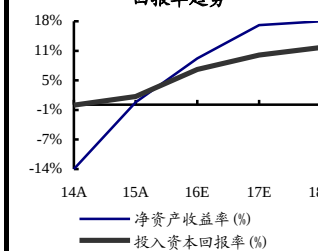
股票绝对涨幅和相对涨幅



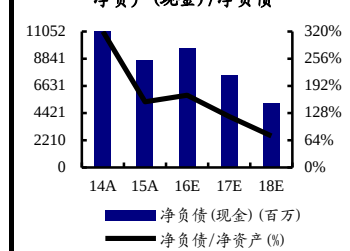
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 投资要点	4
2. 煤价大涨大幅拉升电解铝成本中枢	4
2.1. 煤价大幅上涨拉升成本，现货铝价短期拔高	4
2.2. 公路新规致运力紧张，运输成本上升刺激铝价上调	5
2.3. 需求回暖向好，电解铝消费增长空间广阔	6
3. 国内唯一水电生产铝企，公司成本优势凸显	8
3.1. 云南水电丰富电价下行，公司自身成本节约空间大	8
3.2. 水电铝环保生产，低排放抵御环保政策风险	9
3.3. 定增项目提升氧化铝自给率，自有矿藏资源保障度高	9
4. 深加工与新材料打开想象空间，期待加法	11
4.1. 铝加工技术实力雄厚，产品优化升级提升附加值	12
4.2. 铝空气电池前景广阔，业绩增长将获新动力	13
4.3. 下游产业链延伸，寻求合作拓展增值空间	13
5. 盈利预测与估值	13
5.1. 盈利预测	13
5.2. 估值与投资建议	14
6. 风险提示	15
7. 附录：公司基本面分析	16
7.1. 水电铝加工一体化，氧化铝与原铝双板块发展	16
7.2. 股权结构较为集中，实际控制人为云南省国资委	17
7.3. 贷款规模大财务费用高，募投项目补流降低负债率	18

1. 投资要点

我们认为煤价上涨叠加货运成本增长推高电解铝成本中枢，价格下行预期减弱，公司作为水电铝企业成本优势凸显。公司直接受益于省内丰富矿源以及水电供电，盈利空间有望持续扩大。

- **电解铝价格下行预期有望修正，主要系煤价上涨和运力紧张影响。**动力煤价格五月至今大涨 44.9%，使火电企业煤耗成本增加 744.2 元/吨铝，更突显公司作为水电铝企业的相对优势。公路新规使载重上限从 55 吨统一降至 49 吨，汽运单车成本上涨 10%，推高部分新疆、内蒙地区原料内运和铝锭外运成本，新增低成本产能对价格冲击减弱。同时需求端投资基建企稳向好，汽车用铝订单旺盛，铝价下行预期有望修正，利好非煤电沿海地区电解铝产能业绩增长。
- **水电铝龙头优势凸显，盈利空间持续扩大。**公司为国内唯一使用水电的铝企，2016 年 6 月起用电价格已降至 0.2785 元/度，为公司节约成本 6.9 亿元，预计 2017 年用电价格仍将维持在 0.28 元/度以下。文山二期 60 万吨氧化铝项目预计 2016 年底投产，公司氧化铝自给率将从 40% 升至 70%，2020 年老挝项目投产后公司氧化铝产能将达到 260 万吨/年，实现完全自给，使公司摆脱氧化铝价格波动风险，同时规模化生产将进一步降低公司生产成本。另外，公司已有铝土矿资源储量近 3 亿吨，老挝项目理论储量可达 50 亿吨且开采条件好、矿藏质量高，为公司提供有力的资源保障。

首次覆盖给予“增持”评级。预计 2016-2018 年 EPS 为 0.29/0.55/0.65 元，BPS 为 3.01/3.31/3.71 元，参考可比公司给予 2017 年 PE21x 和 PB1.4x，目标价 8.09 元。

风险提示：铝价波动风险，募投项目进度不达预期。

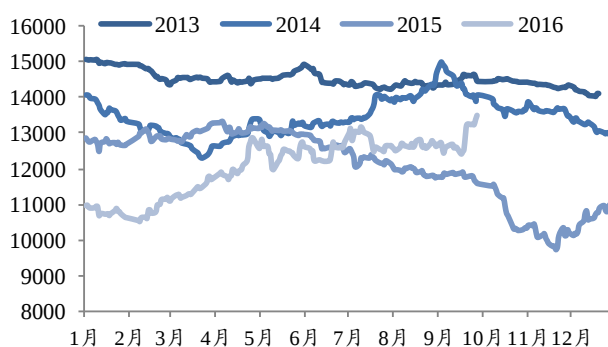
2. 煤价大涨大幅拉升电解铝成本中枢

年中至今动力煤价格大涨 44.9%，使火电企业煤耗成本增加 744.2 元/吨铝，而 9 月公路新规减少单车运量，汽运成本骤升 9.8%，推高部分新疆、内蒙地区原料内运和铝锭外运成本，新增低成本产能对价格冲击减弱。另外，年初以来铝下游需求端投资恢复支撑铝价反弹，交运等领域制造升级背景下铝需求将获持续利好，铝价下行预期有望修正。

2.1. 煤价大幅上涨拉升成本，现货铝价短期拔高

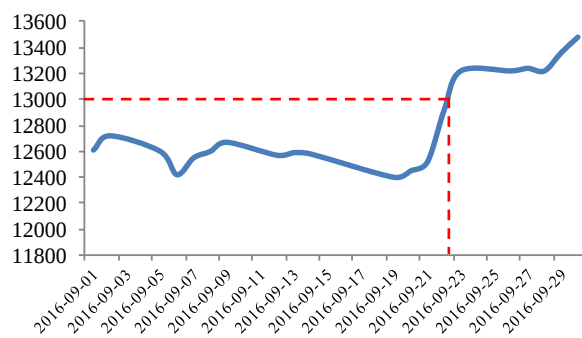
需求端回暖支撑铝价反弹，煤价上涨与运力紧张共同刺激铝价短期拔升。今年 2 月起长江现货铝价出现反弹，价格节节攀升，至 7 月初已超过去年同期铝价达到 12600 元/吨。9 月下旬铝价更是出现短期拔升突破 13000 元/吨，至 9 月 30 日长江现货铝价已上涨至 13480 元/吨，接近 2014 年同期铝价。我们判断，除了年初以来需求端基本面回暖支撑铝价上行之外，刺激短期铝价拔升的催化剂是动力煤价格上涨以及公路新规导致的短期铝锭公路运力紧张。

图 1: 2016 年长江现货铝价回升 7 月反超去年同期



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 9 月下旬长江现货铝价突破 13000 元/吨

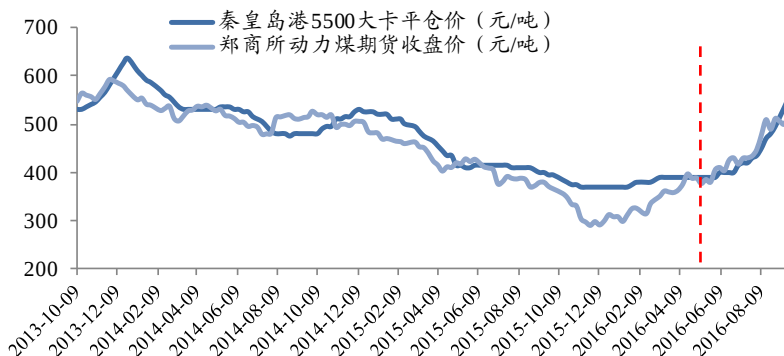


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

国内目前电解铝在产产能近 3300 万吨/年, 其中 70%以上拥有自备电厂, 大多数为火电。今年 5 月起动力煤价格大涨, 大幅增加了铝企自备电厂的发电成本, 从而推涨铝价。9 月 28 日秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格已升至 565 元/吨, 较五月份 390 元/吨的价格大涨 44.9%

2015 年全国六千千瓦以上大型电厂的供电标准煤耗为 0.315 千克/千瓦时, 折合 5500 大卡动力煤煤耗 0.2475 千克/千瓦时。以火电铝行业吨铝耗电 13500 千瓦时计算, 吨铝煤耗为 4.25 吨, 本次煤价已推涨 175 元, 则吨铝煤耗成本增加 744.2 元。

图 3: 2016 年 5 月至今秦皇岛港动力煤价格已大涨 44.9%



数据来源: 海运煤炭网, 郑州商品交易所, 国泰君安证券研究

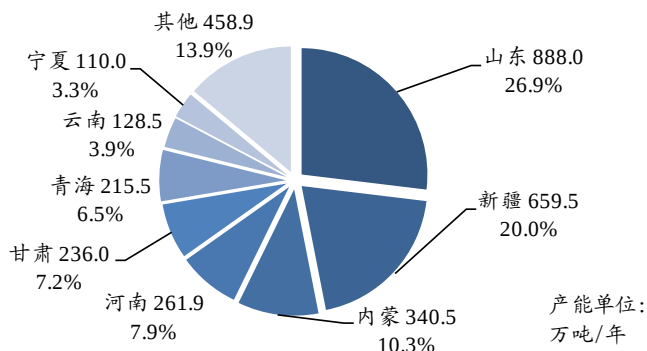
我们判断, 在煤炭供给侧改革加快的背景下煤价仍有上行预期, 预计火电铝企业长期成本曲线将继续上扬, 利好水电铝企业相对优势的扩大。铝价也可能维持上涨预期, 一方面成本上升本身推动铝价上行, 另一方面高成本将迫使部分产能关停, 供给收缩将对铝价上行形成支撑。

2.2. 公路新规致运力紧张, 运输成本上升刺激铝价上调

公路新规推高部分新疆、内蒙地区原料内运和铝锭外运成本。9 月 21 日起交通部《超限运输车辆行驶公路管理规定》正式实施, 取消车货总重 55 吨、平均轴载 10 吨的超限认定标准, 六轴以上车辆最大总重统一调整为 49 吨。这使得单车运输货量减少, 铝锭公路运输成本上升, 新疆、内蒙等运输成本占比较大的地区面临生产成本上升的压力。

新疆、内蒙地区煤炭资源丰富，自发电成本优势催生大量的电解铝产能。截至 2016 年 8 月全国电解铝在产产能 3298.8 万吨/年中超过 30%来自新疆和内蒙，共计近 1000 万吨/年，月产铝近 85 万吨。然而当地缺乏铝土矿资源，大量电解铝产能所需的大量氧化铝无法自产，需要通过中东部省份运入。

图 4：2016 年 8 月全国电解铝开工产能中新疆内蒙共占 30%



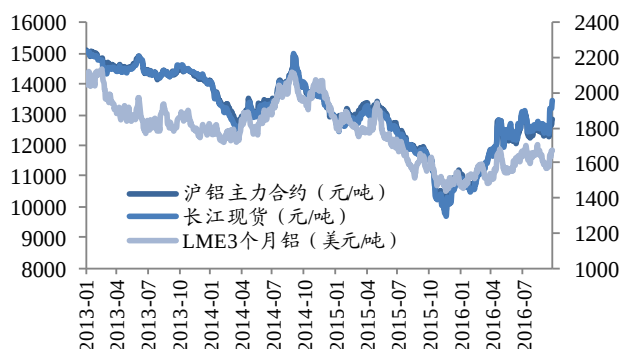
数据来源：百川资讯，国泰君安证券研究

目前国内公路平均运价约为 0.4 元/吨公里，铁路平均运价约为 0.12 元/吨公里，氧化铝原料及铝锭产品多数通过公路汽运从铝厂到省会进行集散、通过铁路运输连接目的地中东部省份，另有小部分直接以汽运方式运至目的地。以新疆为例，省会到铝厂之间汽运来回平均约 500 公里，电解铝吨耗氧化铝 2 吨，则每生产一吨电解铝需要汽运费用 600 元。假设车货总重 55 吨和 49 吨的货车数量比例为 4:1，在运货总重一定的情况下，本次货运载重规定调整将使得电解铝单位运输成本上升 9.8%至 660 元/吨；新疆月产铝 57 万吨，则月运输成本将上升 3420 万元。

2.3. 需求回暖向好，电解铝消费增长空间广阔

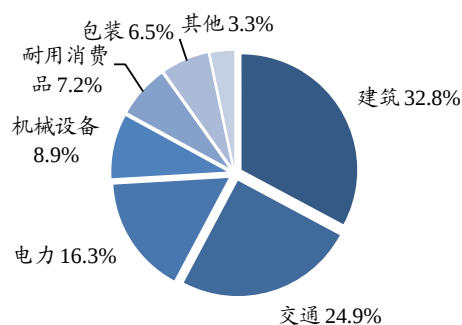
年初以来电解铝主要下游领域投资增速回升，显示出铝下游需求企稳向好，支撑铝价回复上行。电解铝下游应用广泛，包括建筑、交通（汽车）、电力、机械设备、耐用消费品、包装等，其中以前三项为主，2015 年需求占比合计达 74%。

图 5：去年年底至今年年初以来铝价回调



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 6：电解铝终端需求中建筑交通电力占 74%

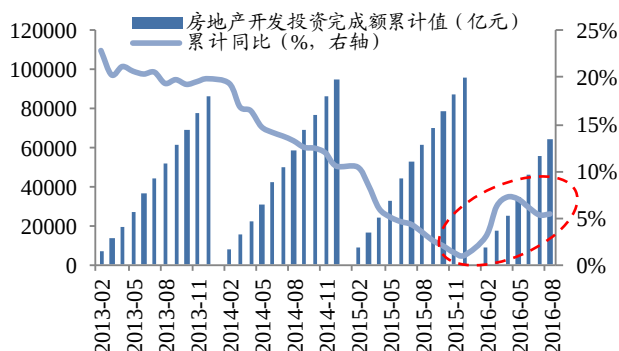


数据来源：安泰科，国泰君安证券研究

2016 年建筑、交通、电力等终端需求均呈现回暖迹象，需求基本面支撑铝价持续反弹。房地产开发投资及房屋新开工面积的累计同比增速均从

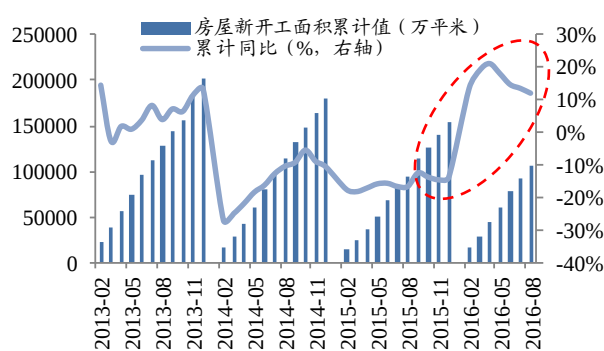
底部 2015 年 12 月迅速回升,至 4-5 月分别达到增速高点 7.0%和 21.4%, 8 月累计同比增速分别为 5.4%和 12.2%, 均优于去年同期。

图 7: 2016 年房地产开发投资明显回暖



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

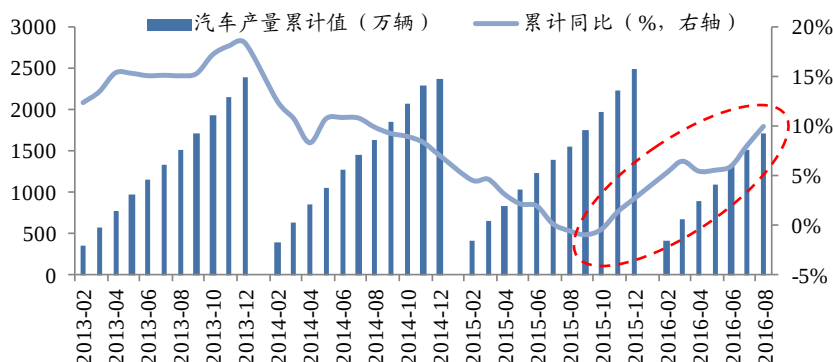
图 8: 房屋新开工面积累计同比增速回升



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

汽车产量同比增速保持持续增加的态势,至 2016 年 8 月产量累计达到 1713.7 万辆,同比增长 10.0%,增速为自 2014 年 7 月以来最高,汽车生产的旺盛进一步带动汽车用铝需求的增长。

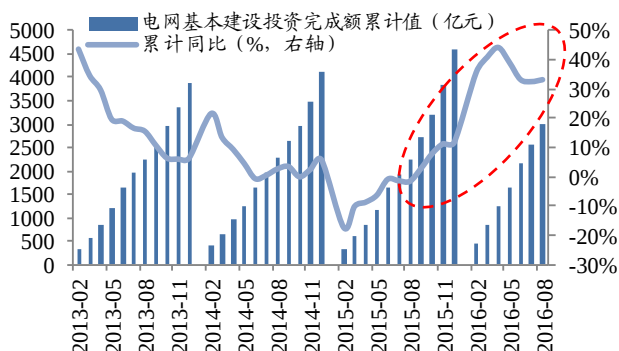
图 9: 2015 年底起汽车产量累计同比增速不断上升



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

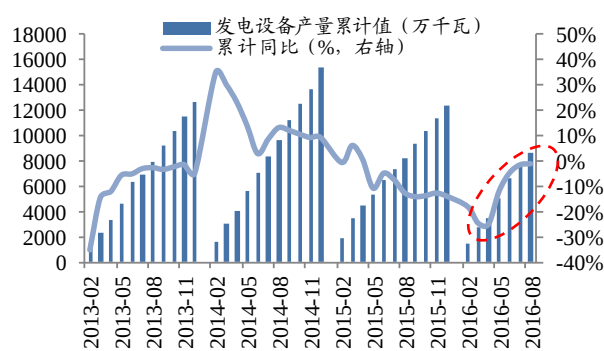
电力投资方面,虽然发电设备产量累计同比仍为负增长,但是负增速逐渐减弱,至 8 月累计同比增速达-1.1%,已接近回正。电网投资增速上升趋势则更为明显,2015 年 2 月累计同比增速探底之后不断回升,至 2016 年 8 月累计同比增速已升至 33.18%,显示出电网投资的强劲需求。

图 10: 电网基本建设投资增速回正并不断上升



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

图 11: 发电设备产量同比增速已接近回正



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

我们判断，随着消费升级经济转型的加强，交运、电力等领域“以铝代钢”、“以铝代铜”等趋势将会强化，预计铝需求量将会持续增长并对铝价形成支撑。

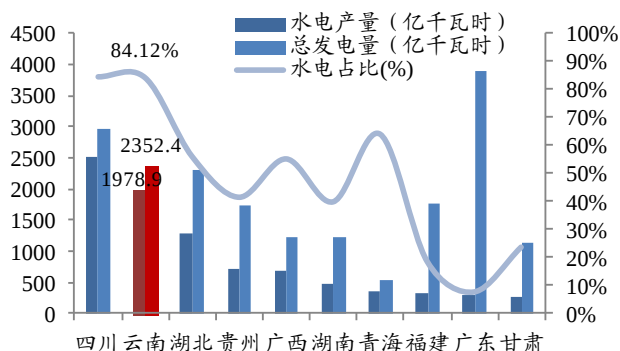
3. 国内唯一水电生产铝企，公司成本优势凸显

公司是水电铝一体化经营，硫排放及吨铝电耗行业领先，低碳生产有助于抵御环保政策风险。预计 2016 年公司用电成本为 0.31 元/度，可节约成本 4.08 亿元，鉴于云南水电过剩及电改深化，电价有望持续下行。募投项目年底投产后氧化铝自给率升至 70%且单位成本下降，且铝土矿储量超过 3 亿，资源保障能力强。在煤炭价格上行、环保政策收紧加大火电铝企业成本压力的背景下，公司的资源与成本相对优势进一步凸显。

3.1. 云南水电丰富电价下行，公司自身成本节约空间大

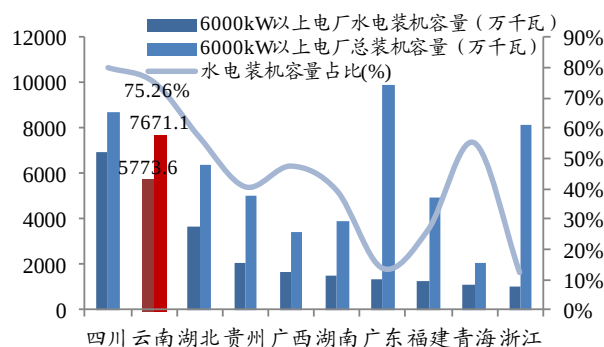
公司电解铝全部采用云南当地丰富的水电进行生产，既能够受益于云南电改试点带来的政策红利，又能为公司电力来源提供稳定保障。云南为仅次于四川的全国第二大水电大省，2015 年云南水电发电量为 1978.9 亿千瓦时，占总发电量比重高达 84.1%；六千千瓦以上大型电厂的水电装机容量为 5773.6 万千瓦，占总装机容量 75.3%，四项数字均仅次于四川居第二位。目前云南呈现以水电为主的电力过剩局面，2015 年弃水电量 152.6 亿千瓦时，2016 年预计将超过 800 亿千瓦时。因此，公司的电力来源不成问题，且持续增加的过剩电量提供了电价下行的空间。

图 12: 2015 年云南水电产量占发电量比重高达 84%



数据来源：国家统计局，水利部，国泰君安证券研究

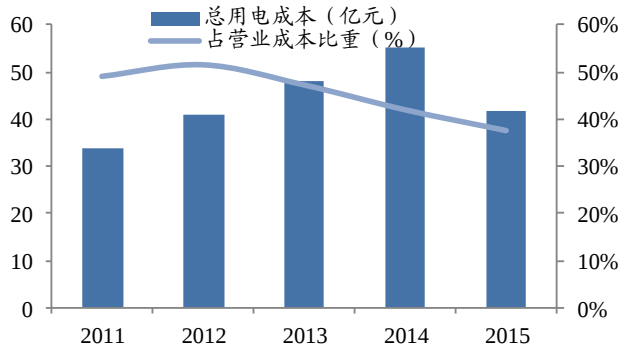
图 13: 2015 年云南大型电厂水电装机占比达 75%



数据来源：国家统计局，水利部，国泰君安证券研究

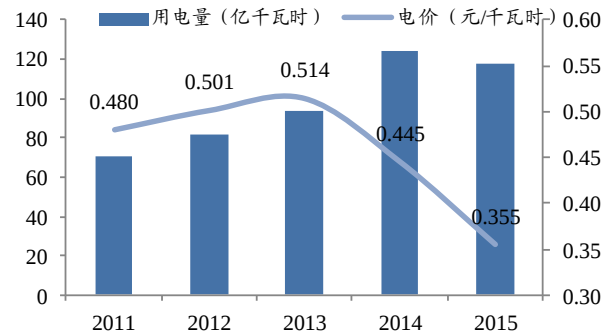
公司用电价格逐年阶梯式下降，未来仍有降价空间。公司目前吨铝耗电为 12950 千瓦时，电价每下降一分钱公司即可节约成本 129.5 元/吨铝。2016 年一至四月份公司用电价格仍为 0.355 元/kWh；五月公司与云南慧能签订《购售电合同》购电 115 亿千瓦时，购电价格定为 0.31 元/kWh；六月省政府发文要求确保云铝用电价格不超过 0.2785 元/kWh，自 6 月 1 日起试行一年。以后者计算，假设公司 2016 年吨铝耗电保持 12950 千瓦时不变、铝月产 10 万吨，则 2016 年 6-12 月共可节省成本 6.9 亿元。

图 14: 公司电力成本占营业成本比重降至不足 40%



数据来源: 公司各财年年报, 国泰君安证券研究

图 15: 公司单位用电成本不断下降



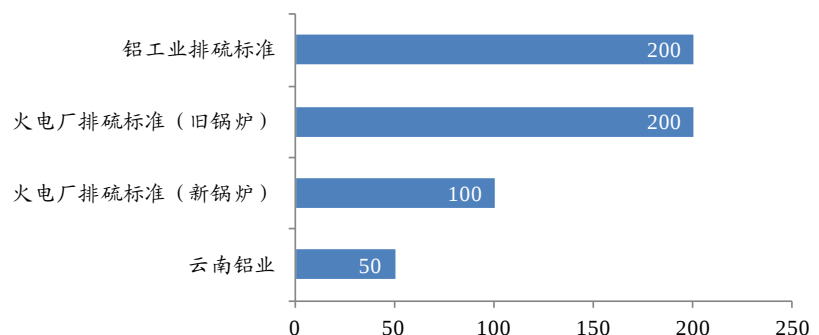
数据来源: 公司各财年年报, 政府网站, 国泰君安证券研究

我们认为, 在云南省降成本、减弃水、化解水电过剩产能的背景下, 电改将逐步深化, 公司用电价格仍将持续下降, 为成本削减带来持续利好。

3.2. 水电铝环保生产, 低排放抵御环保政策风险

水电本身是清洁能源, 碳排放基本为零, 水电铝生产全程吨铝碳排放也比煤电铝少约 12 吨。另外, 公司的水电铝二氧化硫排放已控制在 $50\text{mg}/\text{m}^3$ 以下, 大幅低于火电厂及铝工业二氧化硫排放的国家标准。在国家发展生态文明、大力节能减排的趋势下, 公司的低碳环保水电铝生产有助于抵御未来排放标准等环保政策收紧而带来的成本上升风险。

图 16: 公司水电铝硫排放大幅低于火电铝及行业标准 (单位: mg/m^3)

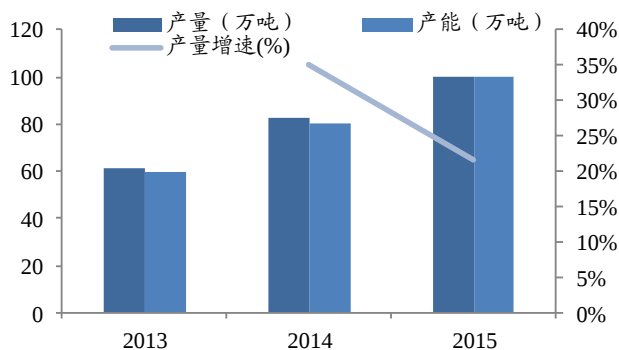


数据来源: 环保部, 国家质检总局, 公司年报, 国泰君安证券研究

3.3. 定增项目提升氧化铝自给率, 自有矿藏资源保障度高

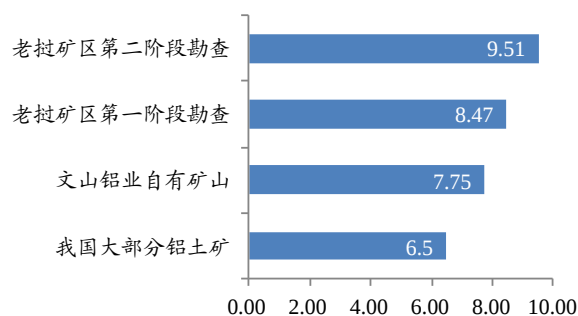
公司是国内少数掌握丰富铝土矿资源的企业之一, 生产氧化铝所需铝土矿全部自产, 资源保障能力强。公司的铝土矿主要位于云南省文山州, 文山铝业 2015 年铝土矿产量达到 200 万吨。公司目前在云南省内已探获铝土矿资源 1.5 亿吨, 仅目前探获量便可满足文山铝业年产 140 万吨氧化铝再生产 30 年以上; 预计“十三五”期间还将增储 3 亿吨以上, 供矿能力进一步增强。

图 17: 公司氧化铝产能及产量增长迅速



数据来源: 公司各财年年报, 国泰君安证券研究

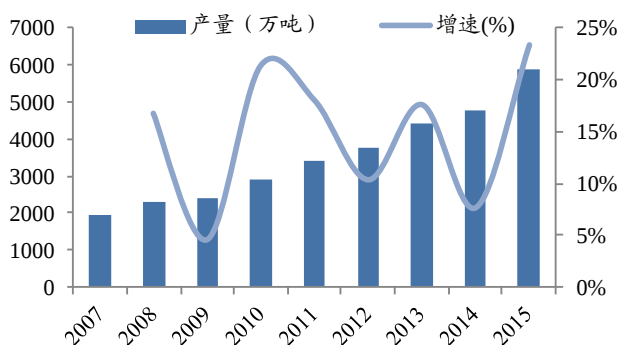
图 18: 公司旗下文山及老挝铝土矿铝硅比较高



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

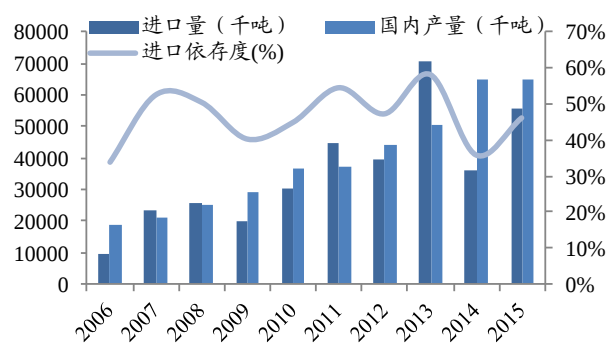
此外, 公司拥有老挝南部近 150 平方公里的采矿权, 目前已探获铝土矿三水铝土矿净矿量约 1.4 亿吨, 两阶段勘查显示已探获矿藏铝硅比高达 8.47 和 9.51 (文山铝土矿铝硅比也高达 7.75), 显著优于国内大部分铝土矿。老挝境内铝土矿理论蕴藏量约 50 亿吨, 预计后续增储空间巨大。

图 19: 国内氧化铝产量迅速增长带动铝土矿需求



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

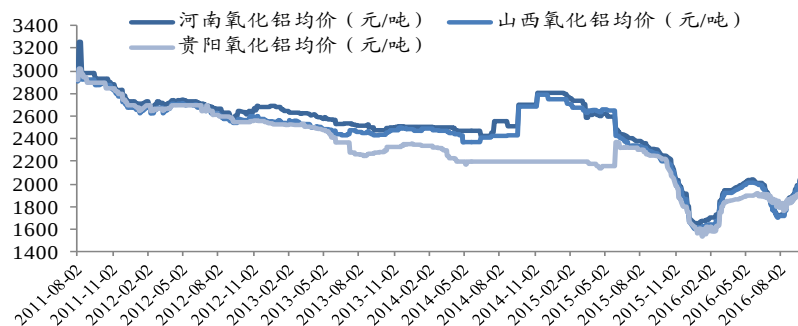
图 20: 国内铝土矿进口量不断攀升



数据来源: 海关总署, 中国有色金属工业年鉴, 国泰君安证券研究

我国氧化铝产量增长迅速, 2007-2015 国内产量增长两倍达到 5897.9 万吨, 带动上游铝土矿需求的增长。然而, 我国满足工业经济开采的铝土矿资源仅占全球的 3.2%, 大部分铝土矿贫化严重, 加工困难、耗能大的一水硬铝石型矿石占 98% 以上, 70% 以上铝硅比不足 6, 难以满足国内铝土矿生产的需求, 因而质地更好的国外铝土矿的进口量不断增加, 铝土矿对外依存度近 50%, 铝土矿和氧化铝价格的波动对外购氧化铝企业的成本控制构成较大的风险。

图 21: 国内氧化铝价格波动幅度大



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

相比之下，公司铝土矿全部自产，且矿石品位优、铝硅比高、开采条件好、增储潜力大，极大增强了公司的资源保障能力和成本控制水平。公司非公开发行项目已于9月9日获得证监会核准批文，将投入近25亿元的募投资金用于建设文山铝业二期及老挝中老铝业氧化铝项目。

表1：公司非公开发行项目明细

公司非公开发行项目明细		
总募集资金	36.83 亿元	
发行数量	8.8 亿股	
发行价格	4.20 元/股	
资金用途	云南文山铝业有限公司 60 万吨/年氧化铝技术升级提产增效项目	13.35 亿元
	并购老挝中老铝业有限公司项目	1.79 亿元
	老挝中老铝业有限公司 100 万吨/年氧化铝及配套矿山项目	10.68 亿元
	偿还银行贷款及补充流动资金	11.00 亿元
	合计	36.83 亿元
原有总股本	18.99 亿股	
发行后总股本	27.80 亿股	
稀释比率	46.40%	
发行对象	向包括公司控股股东冶金集团在内的不超过 10 名特定对象发行，除控股股东外限售期 12 个月。	
控股股东	控股股东冶金集团原持有 9.33 亿股，占总股本 49.13%。本次承诺认购 10%-25%，限售期 36 个月	
目前进度	获证监会核准批文	2016-09-09

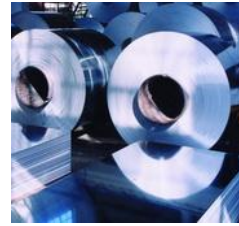
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

目前公司电解铝产能 120 万吨/年、氧化铝产能 100 万吨/年，以电解铝吨耗氧化铝 1.95 吨计算，公司氧化铝自给率为 42.7%。年底文山铝业二期项目投产后氧化铝产能将达到 160 万吨/年，自给率将提升到 68.4%，且规模化效应下氧化铝单位生产成本将会下降。2020 年老挝项目投产后将达到 260 万吨/年，自给率超过 100%，单位成本进一步下降，完全消除氧化铝原料价格及出货波动对公司的影响，公司的资源保障及成本控制能力将极大提升。

4. 深加工与新材料打开想象空间，期待加法

除铝锭之外，公司还生产铝用炭素以及铝圆杆、铝合金方棒、铝板带、铝箔等铝加工产品。未来公司将继续推行“拓展两头、优化中间”的战略，除了上游氧化铝扩产之外，下游铝加工产业链延伸及产品优化升级将是公司未来发展的重点，我们看好公司铝业深加工的发展空间。

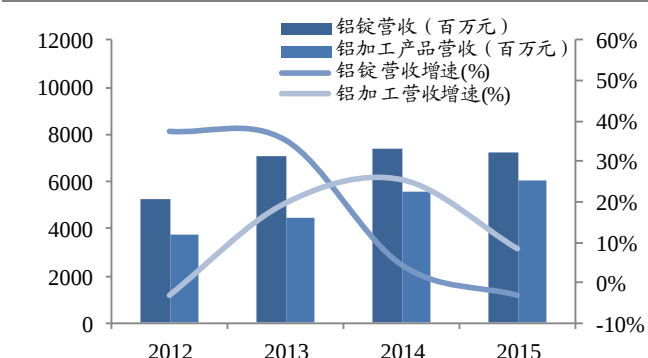
表2: 公司铝用炭素及铝加工主要产品

预焙阳极炭块	铸造铝合金棒	电工圆铝杆	铝铸轧卷	冷轧板
				

数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

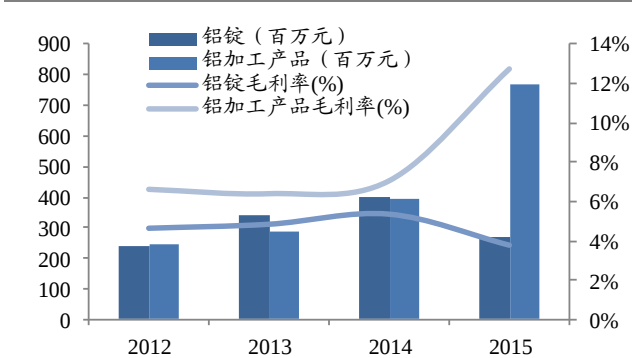
总的来看, 铝加工产品已经成为公司业绩增长的强劲动力。2015 年铝加工产品营收 60.5 亿元, 占总营收比重升至近 40%, 连续两年增速高于铝锭。铝加工产品相对于铝锭的毛利优势不断扩大, 2015 年铝加工产品毛利率高达 12.71%, 远高于铝锭的 3.74%, 且贡献了公司总毛利中的 68.8%。我们判断公司未来仍将大力支持铝深加工的发展, 并借助高附加值铝产品不断减少铝价周期波动对公司的影响, 保障公司业绩增长。

图 22: 公司铝加工营收增速超过铝锭营收



数据来源: 公司各财年年报, 国泰君安证券研究

图 23: 公司铝加工产品毛利率高, 毛利贡献大



数据来源: 公司各财年年报, 国泰君安证券研究

4.1. 铝加工技术实力雄厚, 产品优化升级提升附加值

公司在铝加工多个领域具备良好的技术基础, 未来产品升级动力强劲。铝箔方面, 公司 2015 年通过非公开发行以 5.8 亿元收购浩鑫铝箔 86.92% 股权, 目前浩鑫拥有铝箔年产能 5 万吨, 已基本满产。浩鑫铝箔具备使用铸轧坯料生产 0.004mm 超薄铝箔的技术, 精度居世界前三, 已达行业顶尖水平, 超薄铝箔产品目前已可用于电容器、食品包装等新领域。

铝合金方面, 公司所产铝合金方棒是一种硅铝合金产品, 主要用于汽车轮毂生产、汽车用结构件、建筑行业高强铝制品。公司目前是国内最大的铝合金轮毂材料供应商, 向轮毂厂商供应铝合金方棒原料, 每吨收取几百元加工费。未来公司有望向下游延伸, 直接制造铝合金轮毂成品, 提高公司产品附加值, 加工费将提升至几千元级别, 并直接受益于交通用铝需求的快速增长。

图 24: 公司铝箔技术行业领先



数据来源: 公司公告

图 25: 公司为国内最大的铝合金轮毂材料提供商



数据来源: 公司公告

4.2. 铝空气电池前景广阔，业绩增长将获新动力

铝空气电池因优越性能而成为研发新焦点，公司铝空气电池业务打开想象空间。相较传统的锂离子电池，铝空气电池在电动汽车续航里程、生产成本、携带重量等方面均具有显著优势：美铝加拿大公司 2016 年研发成功的 100 公斤铝空气电池储存了可行驶 3000 公里的足够电量，相比之下特斯拉 Model S 的电池超过 500 公斤，而行驶里程不到 500 公里。

公司 2015 年与昆明冶金研究院合资成立创能公司，目前公司持股 34%。创能公司的铝空气电池目前处于研发阶段，鉴于铝空气电池的广阔应用前景，不排除公司在研发成功后继续增资控股并加速推动铝空气电池商业化的可能性。

4.3. 下游产业链延伸，寻求合作拓展增值空间

除了公司自身的产品优化升级以外，公司还有可能发挥自身优势向下游寻求产业合作。在节能减排标准日趋严格的背景下，国际大型企业在终端采购层面对上游铝合金材料提出了更高的碳排放要求。公司作为国内少数大型低碳水电铝企业，相较火电铝具有明显的环保优势，未来不排除与下游铝深加工企业进行合作，拓展公司的铝深加工业务并争取以深加工产成品直接对接终端市场。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

基于云南丰富水电资源与电改进程加速，我们判断公司所使用的水电价格仍将持续下降，直接利好公司成本削减。另外，煤价上涨带来铝生产成本压力以及需求端基本面向好将支撑铝价继续上行，且氧化铝价格下滑趋势可能延续，综合以上因素公司盈利空间将得到扩大，毛利率有望录得可观提升。鉴于以上判断，我们对公司未来盈利能力作出如下假设：

表3: 公司盈利预测假设

长江现货均价	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
铝 (元/吨)	16865.8	15623.4	14490.8	13473.6	12067.8	12291.4	12500.0	12800.0
项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
铝商品								
产量 (万吨)	51.2	63.9	92.2	110.7	120.7	123.0	120.0	120.0
销量 (万吨)	53.6	67.7	90.6	109.4	122.1	121.7	120.0	120.0
收入 (百万元)	7674.8	8978.2	11561.8	13017.1	13256.3	13398.1	13420.5	13728.2
单价 (元/吨)	14321.7	13271.2	12757.9	11898.8	10855.6	11005.5	11183.8	11440.2
营业成本 (百万元)	6884.5	8487.4	10931.8	12222.2	12217.8	10852.8	10395.7	10494.6
氧化铝: 单价 (元/吨)	2500.0	2678.1	2545.9	2561.3	2451.9	1943.8	2000.0	2050.0
电力: 单价 (元/千瓦时)	0.48	0.50	0.51	0.45	0.36	0.31	0.28	0.28
毛利润 (百万元)	790.3	490.8	630.0	795.0	1038.5	2545.2	3024.9	3233.6
毛利率 (%)	10.3%	5.5%	5.4%	6.1%	7.8%	19.0%	22.5%	23.6%
其他								
收入 (百万元)	331.3	1714.5	3366.1	6075.7	2596.0	2673.9	2754.1	2836.8
营业成本 (百万元)	302.9	1588.0	3317.0	6058.2	2517.3	2592.8	2670.6	2750.7
毛利润 (百万元)	28.4	126.5	49.2	17.5	78.8	81.1	83.6	86.1
毛利率 (%)	8.6%	7.4%	1.5%	0.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

数据来源: 国泰君安证券研究

基于以上的假设, 预计公司 2016-2018 年营业收入将分别达到 160.7、161.7、165.7 亿元, 增长率分别为 1.39%、0.64%、2.41%; 综合毛利率分别为 16.3%、19.2%、20.0%; 预计 2016-2018 年净利润为 5.52、10.52、12.38 亿元, 增长率分别为 1778.2%、90.5%、17.7%。

表4: 公司未来三年营收、成本及毛利预测

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总收入 (百万元)	8006.1	10692.7	14927.9	19092.8	15852.3	16072.0	16174.6	16565.0
YoY(%)		33.56%	39.61%	27.90%	-16.97%	1.39%	0.64%	2.41%
总营业成本 (百万元)	7187.5	10075.4	14248.7	18280.4	14735.1	13445.6	13066.2	13245.3
毛利润 (百万元)	818.7	617.3	679.2	812.4	1117.2	2626.3	3108.4	3319.6
YoY(%)		-24.60%	10.03%	19.62%	37.51%	135.08%	18.36%	6.80%
毛利率 (%)	10.2%	5.8%	4.5%	4.3%	7.0%	16.3%	19.2%	20.0%
净利润 (百万元)	96.7	13.5	16.1	(467.0)	29.4	552.1	1051.9	1237.5
YoY(%)		-86.5%	18.9%	-3002.2%	105.9%	1778.2%	90.5%	17.7%

数据来源: 国泰君安证券研究

5.2. 估值与投资建议

首次覆盖给予“增持”评级。公司为国内唯一使用水电的铝企, 电价下行将直接利好公司成本削减, 而煤价大涨增加火电铝企成本则更凸显公司相对优势, 公司盈利空间有望大增。

参考上述营收和成本测算, 我们预计 2016-2018 年 EPS 为 0.29/0.55/0.65 元, BPS 为 3.01/3.31/3.71 元。我们使用 PE 和 PB 对公司进行估值:

参考可比公司 PE, 合理价值 11.55 元。参考 A 股上市电解铝企业, 可

比公司 2017 年 PE 均值 19.9 倍, 考虑到公司仍有成本持续削减空间, 盈利成长性强, 我们给予公司 PE21x。

参考可比公司 PB, 合理价值 4.63 元。参考 A 股上市电解铝企业, 可比公司 2017 年 PB 均值 1.33 倍, 我们给予公司 PB1.4x。

根据审慎原则, 我们两种估值方法的合理价格均值, **给予公司目标价 8.09 元。**

表5: 参考可比公司给予 PE21x

股票名称	股票代码	收盘价 (元)	EPS				PE			
		2016/10/10	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
中孚实业	600595.SH	5.57	-0.25	0.23	0.32	0.39	-22.26	24.70	17.43	14.32
南山铝业	600219.SH	2.93	0.20	0.13	0.18	0.24	14.83	22.64	16.15	12.38
焦作万方	000612.SZ	8.32	-0.05	0.17	0.23	0.33	-160.00	50.18	36.73	24.91
*ST 神火	000933.SZ	4.88	-0.88	0.53	0.53	0.56	-5.54	9.27	9.28	8.70
平均							-43.24	26.70	19.90	15.08
云铝股份	000807.SZ	6.22	0.02	0.29	0.41	0.54	401.29	21.49	15.13	11.62

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究; 数据截至 2016/10/10, 盈利预测为 Wind 一致预期

表6: 参考可比公司给予 PB1.4x

股票名称	股票代码	收盘价 (元)	BPS				PB			
		2016/10/10	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
中孚实业	600595.SH	5.57	2.73	3.01	3.25	3.63	2.04	1.85	1.71	1.54
南山铝业	600219.SH	2.93	3.34	3.71	3.83	4.00	0.88	0.79	0.76	0.73
焦作万方	000612.SZ	8.32	4.00	4.13	4.35	4.69	2.08	2.01	1.91	1.77
*ST 神火	000933.SZ	4.88	2.77	4.79	5.23	6.03	1.76	1.02	0.93	0.81
平均							1.69	1.42	1.33	1.21
云铝股份	000807.SZ	6.22	2.96	3.10	3.38	3.74	2.10	2.01	1.84	1.66

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究; 数据截至 2016/10/10, 盈利预测为 Wind 一致预期

6. 风险提示

铝价波动风险。公司盈利与市场铝价密切相关, 年初以来铝价反弹对公司盈利形成利好。若国内产能加速投放致使供给过剩或下游需求景气提早结束, 则铝价可能重新波动下行, 影响公司盈利。

募投项目进度不达预期。目前公司的老挝中老铝业募投项目处于起步阶段, 收购尚未完成, 老挝氧化铝项目尚未开工建设。若由于当地政局原因或商业原因而无法顺利完成募投项目, 或建设进度低于计划, 则公司的自产氧化铝保障程度将不达预期, 公司将更多暴露在氧化铝等原辅材料的价格波动风险中。

高负债带来财务风险。目前公司银行融资规模大、财务费用负担重、资产负债率高, 资金运营压力大, 若融资成本上行或公司盈利能力下降, 则公司偿债能力将会受到挑战。

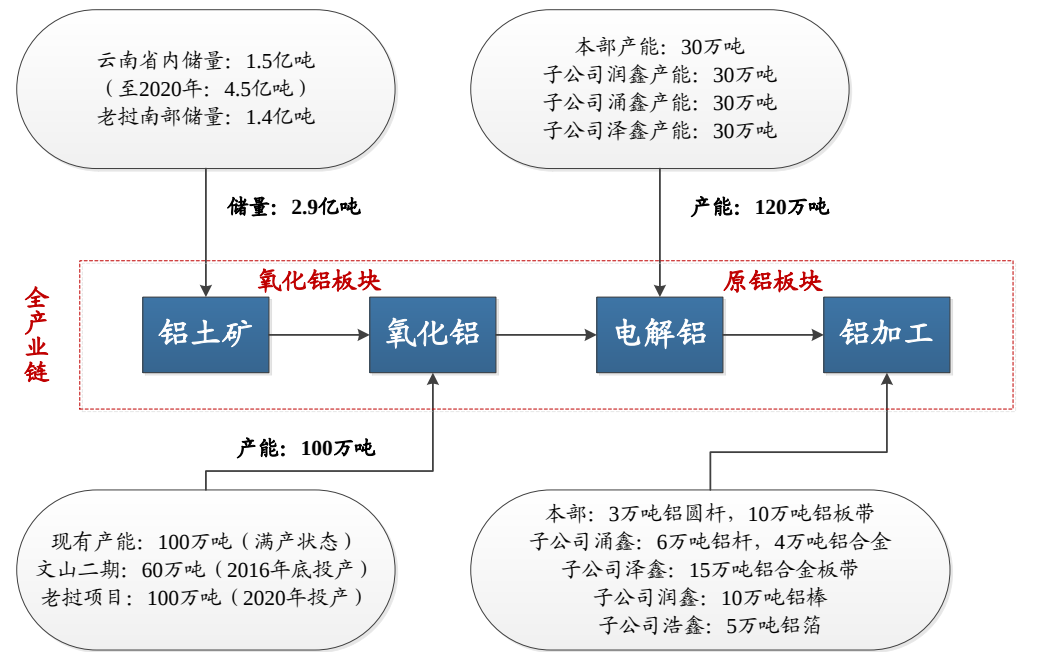
7. 附录：公司基本面分析

公司为云南省国资委旗下的西南龙头铝业企业，具备丰富的铝土矿资源和自产氧化铝优势，氧化铝自给率 2016 年底将提升至 70%，助力公司抵御原料价格波动风险。公司降本增效作用凸显，2015 年毛利率升至 7.05%并实现扭亏，盈利能力已逐渐恢复。

7.1. 水电铝加工一体化，氧化铝与原铝双板块发展

公司是西南地区铝业龙头，水电铝加工一体化经营，资源保障能力强。目前公司已经形成铝土矿、氧化铝、电解铝、铝加工以及铝用炭素一体化生产的完整产业链条，业务主要分为氧化铝板块和原铝板块。氧化铝板块方面，公司掌握丰富的铝土矿资源，已探明储量达 2.9 亿吨。自有铝土矿所产氧化铝全部用于内部生产铝锭，不对外销售。目前公司拥有氧化铝产能 100 万吨/年，能够满足公司 40%的原铝生产需求，预计 3-5 年内形成 260 万吨的氧化铝产能，自给率提升至 100%。

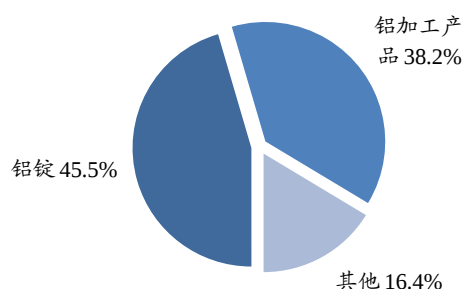
图 26：公司已形成从上游铝矿开采到下游铝材加工的完整产业链



数据来源：公司各财年年报，国泰君安证券研究

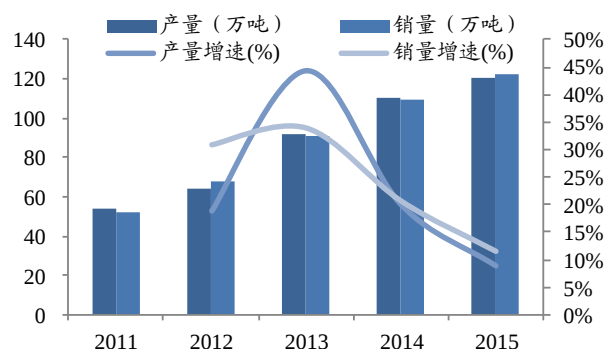
公司营收以原铝板块为主，板块业绩总体保持快速增长。原铝板块则主要是电解铝生产销售，另外还包括碳素产品、铝合金及其他电解铝产品的生产销售，涵盖了公司的主营业务产品铝锭及铝加工产品，2015 年占公司总营收比重 84%。目前公司拥有电解铝年产能 120 万吨/年，全部采用云南当地的水电生产。2015 年铝商品产量 120.6 万吨，同比增长 6.27%，虽受铝价下滑影响产销量增速有所下滑，但总体仍保持快速增长。

图 27: 公司主营业务铝锭及铝加工产品占营收 84%



数据来源: 公司 2015 年年报, 国泰君安证券研究

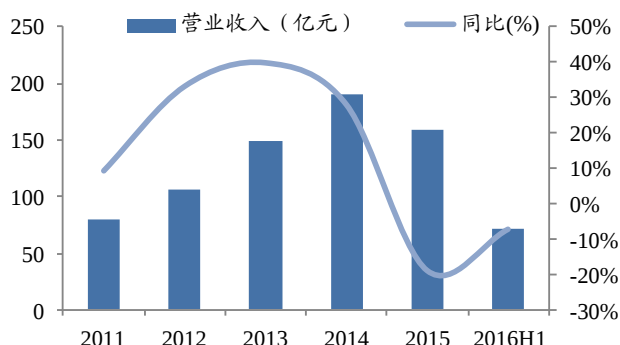
图 28: 公司铝商品产量及销量保持快速增长



数据来源: 公司各财年年报, 国泰君安证券研究

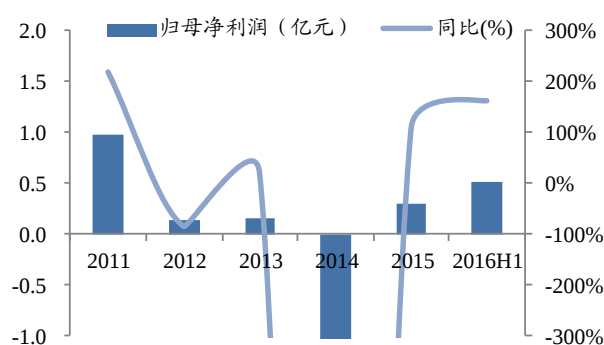
公司 2014 年之前营收及净利润保持快速增长, 2011-2014 年营收 CAGR 高达 33.6%。2014 年公司受铝价下行影响而大幅亏损。2015 年铝价继续下行, 虽营收进一步下滑, 但是在公司水电成本下降及公司降本增效优化措施作用下, 公司扭亏为盈实现净利润 2939 万元, 产品完全成本明显下降, 综合毛利率增加 2.79pct 至 7.05%, 为 2011 年以来最高。2016 年上半年公司实现净利润 5099 万元, 显示出盈利能力恢复的良好势头。

图 29: 公司营收增速受铝价下滑影响而下降



数据来源: 公司各财年年报, 国泰君安证券研究

图 30: 公司实现扭亏, 盈利能力逐渐恢复

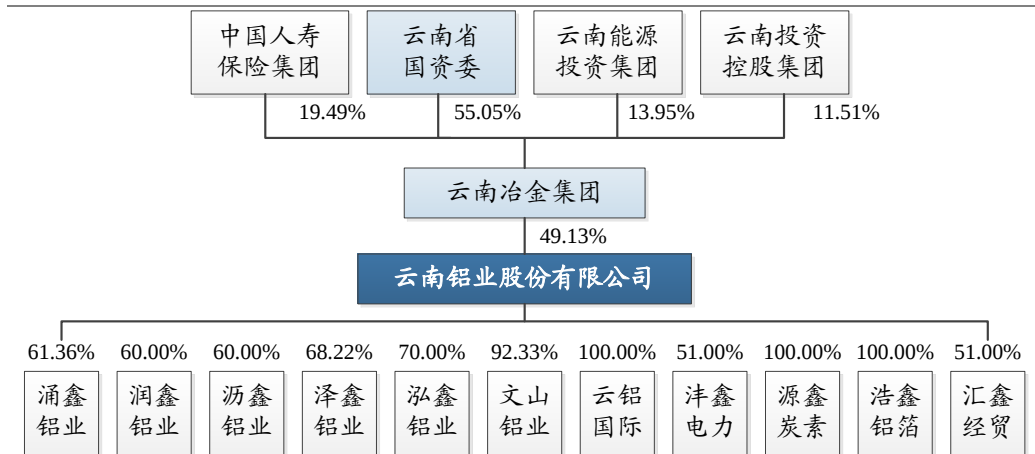


数据来源: 公司各财年年报, 国泰君安证券研究

7.2. 股权结构较为集中, 实际控制人为云南省国资委

公司股权结构较为集中, 云南冶金集团为控股股东, 目前持股比例 49.13%, 其余前十大股东持股均不超过 2%。公司实际控制人为云南省国资委, 对公司间接持股 27.05%。

图 31: 公司股权结构集中, 实际控制人为云南省国资委

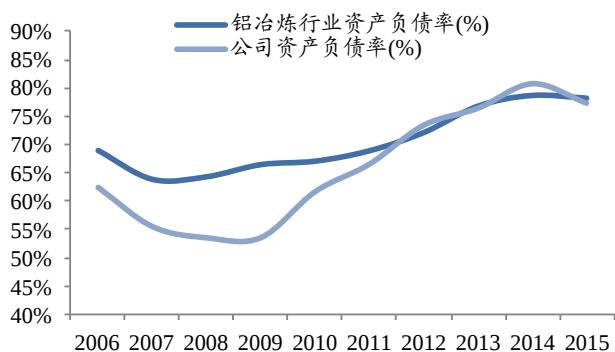


数据来源: 公司 2016 年半年报, 国泰君安证券研究

7.3. 贷款规模大财务费用高, 募投项目补流降低负债率

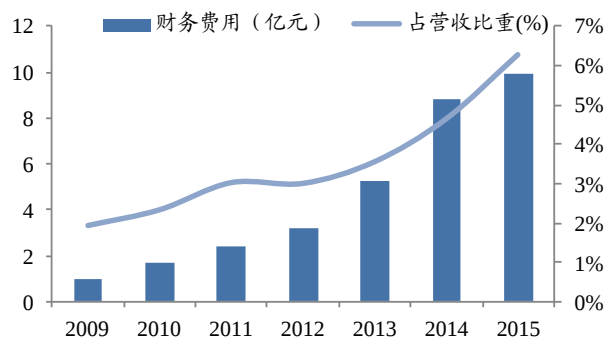
公司生产经营活动需要大量资金, 近年形成了较大的银行融资规模, 财务负担较重。2015 年公司净负债近 80 亿元, 资产负债率高达 77.31%。虽然公司的银行资金成本保持稳定, 借款利率维持在基准或下浮 5-10bps, 但大额借款基数仍带来较大的财务负担, 2015 年公司财务费用达到 9.92 亿元, 占营收 6.26%, 均为历年最高。

图 32: 公司 2015 年资产负债率为 77.31%



数据来源: 国家统计局, 公司各财年年报, 国泰君安证券研究

图 33: 公司财务费用负担较重



数据来源: 公司各财年年报, 国泰君安证券研究

公司本次非公开发行募投项目中 11 亿元用于偿还银行贷款和补充流动资金, 此举将有效降低公司的资产负债率和财务风险。我们判断未来公司将着重发挥上市公司的融资平台功能, 提高股权融资比重, 同时继续加强成本控制、降本增效, 通过盈利能力提升从根本上降低财务风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		