

买入 维持

云铝股份 (000807)

2015 年 1 月 9 日

收购老挝铝土矿，“一带一路”新标的

1 月 8 日收盘价：6.26 元 目标价：7.75 元

有色金属行业高级分析师：刘博
SAC 执业证书编号：S0850512080001
liub5226@htsec.com
021-23219401有色金属行业首席分析师：钟奇
SAC 执业证书编号：S0850513110001
zq8487@htsec.com
021-23219962有色金属行业高级分析师：施毅
SAC 执业证书编号：S0850512070008
sy8486@htsec.com
021-23219480

事件：

公司公告，拟通过全资子公司云铝国际以 2805 万美元收购中老铝业 51% 股权，并在收购完成后由中老铝业开发老挝南部占巴色 (Champasak) 省帕克松 (Paksong) 地区波罗芬 (Bolaven) 高原的铝土矿资源，投资建设一期年产 100 万吨氧化铝及年产铝土矿 300 万吨的配套矿山项目。一期年产 100 万吨氧化铝项目总投资估算约 12 亿美元，项目资本金为 3.6 亿美元。

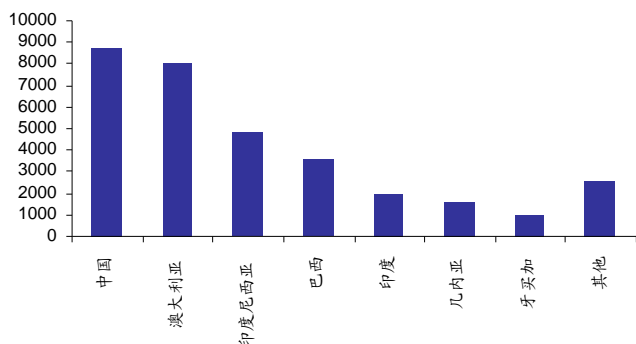
点评：

收购老挝铝土矿，大幅增加公司资源储备。中老铝业持有老挝南部占巴色省 (Champasak) 147.86 平方千米铝土矿资源的采矿权，并已取得该矿业权开发利用所需要的资质条件。

中老铝业已对该矿区开展了两次勘探工作，探获三水铝土矿净矿量约 1.4 亿吨，其中第一阶段探获铝土矿净矿量约为 6741.78 万吨，三氧化二铝平均品位 39.13%、铝硅比为 8.47，并通过中国国土资源部矿产资源储量评审中心审查；第二阶段探获铝土矿净矿量约为 7371 万吨，三氧化二铝平均品位 41.31%，铝硅比为 9.51。总体来看，该区域铝土矿属于三水铝土矿，中国国内大多数铝土矿是一水铝土矿，在三氧化二铝平均品位、含矿率、铝硅比、矿体厚度、矿石集中度、开采条件等方面较国内铝土矿品质好、开采成本和氧化铝生产成本更低。

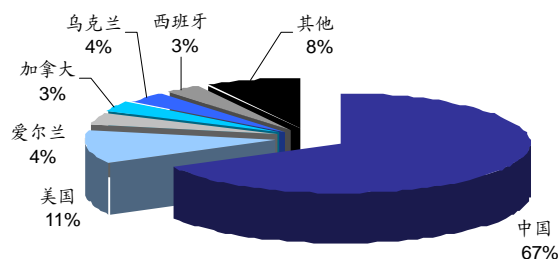
我国是电解铝大国，但铝土矿对外依存度 60%。我国是电解铝大国且产量持续增长，2013 年全年生产电解铝 2490 万吨，同比增长 13.96%，全球占比 49%；2014 年预计生产 2780 万吨，同比增长 11.65%。但是我国铝土矿资源并不占优，全球排行第 9 位。资源保障方面，2013 年全年我国进口铝土矿 7106 万吨 (其中印尼占比 68%)，对外依存度高达 60%。

图 1 2013 年全球铝土矿生产分布（万吨）



资料来源：安泰科，海通证券研究所

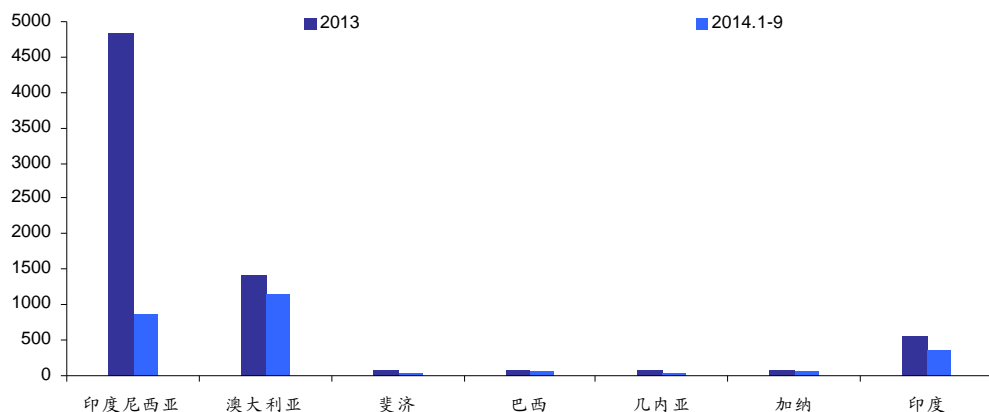
图 2 2013 年全球进口贸易量 1.07 亿吨



资料来源：安泰科，海通证券研究所

我国铝土矿进口受印尼禁矿影响大幅下滑。2014 年 1 月，印尼宣布禁止原矿出口，因此印尼铝土矿进口量锐减，相应的，澳大利亚铝土矿进口略有增加。但是从进口总量来讲，还是出现了明显的下滑：2013 年进口总量 7106 万吨，2014 年 1-9 月仅 2796 万吨。具体分析，2014 年前三季度，我国铝土矿进口量合计下滑 47.77%，其中印尼下降 75.80%，澳大利亚上涨 5.03%，其他国家因为体量较小，所以目前影响甚微。

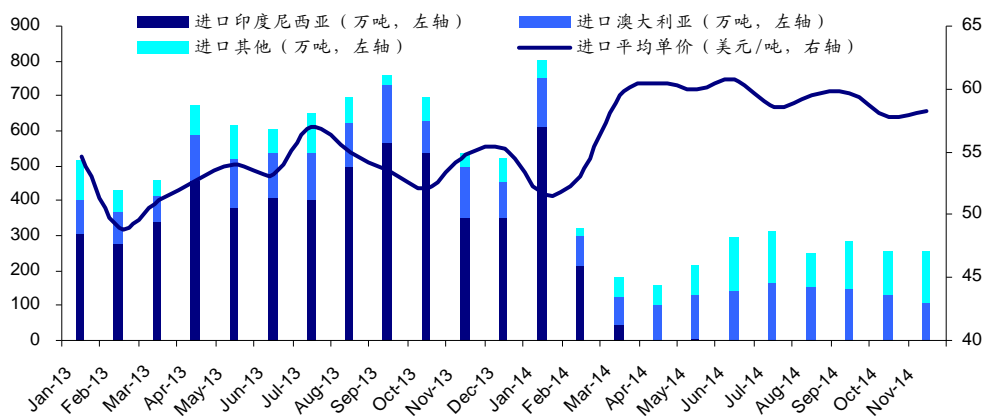
图 3 中国铝土矿进口国别发生变化，总量下降明显（万吨）



资料来源：海关，海通证券研究所

铝土矿有可能在 2016 年出现缺口，价格有望上涨。目前来看，国内进口铝土矿的库存仍可以满足 2015 年的生产，按照当前进口水平来看，如果库存消化完毕，我国氧化铝生产将面临一定的原料短缺，这种短缺预期有可能在 2015 年中期出现。

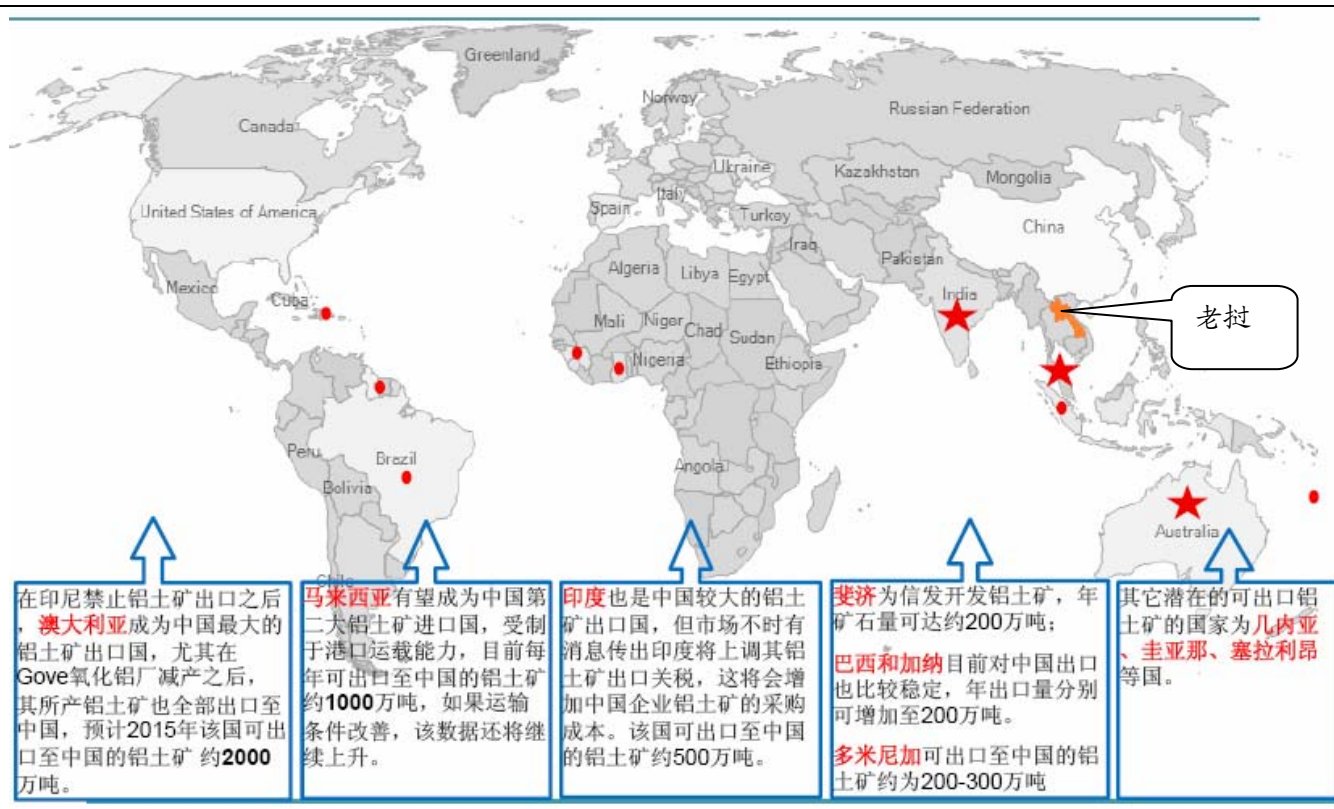
图 4 铝土矿进口及价格情况



资料来源: 海关, 海通证券研究所

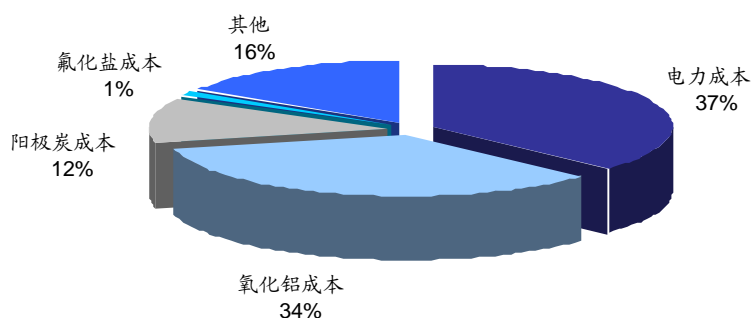
尽管我国有补充的铝土矿进口渠道, 但是各国铝土矿品质不同, 能否适合我国企业生产要求有待验证, 同时除亚太外其他地区运距较长, 运费较高, 就目前市场来看价格存在问题。老挝毗邻中国, 运费优势明显, 有望成为新的进口渠道。

图 5 2015 年中国铝土矿进口渠道



资料来源: 安泰科, 海通证券研究所

原材料—铝土矿(氧化铝)是电解铝第二大成本构成要素。根据国内电解铝企业网电与自备电占比, 可以大致的匡算电解铝生产成本构成如下: 电力成本占比最大, 高达 37%; 氧化铝其次, 为 34%。未来, 随着国内铝土矿库存耗尽, 国内企业就必须加大运费较高地区的铝土矿, 从而推高氧化铝价格, 提升电解铝成本。

图 6 国内电解铝生产成本构成：电力成本占比最大，氧化铝次之


资料来源：中营网，海通证券研究所

中老项目对公司发展意义重大。本次云铝国际以自有资金收购中老铝业 51% 的股权并实施一期年产 100 万吨氧化铝项目及后续扩建项目建成投产后，将显著提高云铝股份的氧化铝自给能力，降低公司的生产成本，对公司的经营状况有积极的影响。本次对外投资立足老挝丰富的铝土矿资源，顺应国家“一带一路”对外开放战略需要，符合国家支持铝行业实施“走出去”战略和提升铝土矿—氧化铝资源保障能力的产业政策，对增强我国铝工业资源保障力具有重要的战略意义。

公司实现直购电，大幅节约生产成本。经过与相关发电企业及电网公司协商，在政府确定的交易平台下，公司用电机制由原来执行云南省发改委核定的大工业类电价转变为常态化的以直接交易为主的市场化用电机制。2014 年，预计采用新机制后用电成本大约下降 0.05 元/千瓦时，未来有进一步下降的可能。

公司自给率不断提升，成本优势日渐突出。公司文山氧化铝项目在 2013 年 7 月正式投产，当年产量 60 万吨，预计 2014 年将达到 80 万吨设计产能；文山近期新建 60 万吨氧化铝产能，建成投产后将合计拥有氧化铝产能 140 万吨，公司将实现氧化铝 100% 自给，成本优势在原料价格逐步上升的背景下逐步突出。如果加上中老项目的 100 万吨氧化铝项目，公司将在自给的基础上，实现外售氧化铝。

增发提高预焙阳极炭素保障、增加铝加工产品品种、降低财务成本。公司拟向包括冶金集团在内的不超过 10 名特定投资者非公开发行股票募集资金，用于购买冶金集团持有的源鑫炭素 100% 股权，购买冶金集团、阿鲁国际持有的浩鑫铝箔 86.92% 股权，投资源鑫炭素 60 万吨炭素项目二期 35 万吨工程，同时补充流动资金。本次非公开发行股票数量不超过 5.3 亿股，发行价格不低于 4.51 元/股，冶金集团拟认购不低于本次发行股份总数的 40%（含本数）。

表 1 非公开发行预案收购标的资产（亿元）

本次募集资金投资项目	拟以募集资金投入金额
收购浩鑫铝箔 86.92% 股权	5.85
收购源鑫炭素 100% 股权	5.85
投资源鑫炭素 60 万吨炭素项目二期 35 万吨工程	5.30
补充流动资金	6.90
合计	23.90

资料来源：非公开发行股票预案，海通证券研究所

维持公司“买入”的投资评级。公司作为一个专门从事铝工业产品开发、生产的大型铝工业企业，拥有电解铝产能 100 万吨左右，在文山铝业现有年产 80 万吨氧化铝产能的基础上，通过技术升级提产增效，新增年产 60 万吨氧化铝产能，同时通过收过中老铝业 51% 股权，进一步增加氧化铝供应，构建“水电—铝土矿—氧化铝—电解铝—铝加工”一体化产业链，有效降低云铝股份铝冶炼的生产成本，实现效益最大化，企业竞争力得到显著提高。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 -0.03 元、0.08 元和 0.10 元，考虑到公司产业链完整，在氧化铝价格上涨背景下优势突出，直购电有望继续降低用电成本，业绩弹性最大，我们给予公司目标价 7.75 元，对应 2015 年 100 倍 PE，维持“买入”的投资评级。

风险提示。政策风险；项目达产风险；汇率波动风险；业务整合风险。

信息披露

分析师声明

刘博：有色金属行业
钟奇：有色金属行业
施毅：有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：厦门钨业（600549.SH）、天齐锂业（002466.SZ）、赣锋锂业（002460.SZ）、格林美（002340.SZ）、云南锗业（002428.SZ）、宝钛股份（600456.SH）、怡球资源（601388.SH）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、辰州矿业（002155.SZ）、利源铝业（002501.SZ）、东阳光铝（600673.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、江西铜业（600362.SH）、包钢稀土（600111.SH）。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 -5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。