

云铝股份（000807）深度研究报告

产能持续释放，经营有望扭亏为盈

- ❖ **公司主营电解铝冶炼，业绩有望扭亏为盈：**云铝股份主要从事铝土矿开发、氧化铝生产、电解铝冶炼及铝材加工等，拥有集铝土矿—氧化铝—碳素制品—铝冶炼—铝加工为一体的完整产业链。其中，铝锭和铝加工的营收占比达 95%。2016 起铝价波动上升，一度达到 1.6 万元/吨，公司盈利快速增长，但是 2018 年价格下跌，成本上升，导致公司经营亏损。2019 年上半年公司实现盈利 1.61 亿元，同比增长 233%。公司产销量逐年增长，随着电解铝供需格局边际改善的情况下，业绩有望实现扭亏为盈。
- ❖ **铝价有望进一步抬升，氧化铝价格维持低位：**1) **电解铝：**2019 年至今国内电解铝新增产能已投产 135.8 万吨，复产 28.5 万吨，停产 87.5 万吨。在供给侧改革背景下，我国电解铝产能存 4400 万吨天花板。同时，下游对铝的需求量仍旧保持增长态势。预计 2019-2021 年我国供给缺口将会持续，在供需双弱的情况下，去库存可期。2019 年以来铝价上涨 5.2%，在供给短缺和去库存的情况下，预计未来铝价有望进一步抬升，同时成本处在较低位置，开启利润空间。2) **氧化铝：**虽然 2019 年国内新建、复产氧化铝产能达 880 万吨，但是考虑到价格波动以及环保整顿等，实际投产远低于计划产能；国外工厂也复产投产，如海德鲁巴西复产产能 320 万吨，俄铝新增 200 万吨，有利于缓解国外氧化铝供应紧张。由于电解铝产量拖累氧化铝需求，预计未来供给会略多于需求，氧化铝价格未来 3 年维持在 2500-2800 元/吨。
- ❖ **电解铝产能提升至 273 万吨：**公司目前电解铝已建成产能 214 万吨，其中，公司新建的鹤庆项目一期 21.04 万吨和昭通水电铝项目（70 万吨）一期均已投产。在购买华圣铝业 19 万吨电解铝指标后，鹤庆项目二期（24 万吨）逐步投入建设。在文山铝业 50 万吨产能进度无法确定的情况下，公司鹤庆项目以及昭通水电项目完全投产后，预计公司电解铝产能将达到 273 万吨。
- ❖ **购电成本下降，氧化铝外购有保障：**1) **电力成本：**公司新增产能（鹤庆+昭通）115 万吨用电价格为 0.28 元/千瓦时，华圣置换产能投产后前 5 年用电价格为 0.25 元/千瓦时，相比于旧产能的电价 0.34 元/千瓦时，按照吨铝耗电 13000 度，新增产能将帮助公司用电成本节省约 11.2 亿元。2) **氧化铝：**文山铝业已经形成氧化铝 140 万吨产能且全部投产，外购部分在公司并入中铝集团后，优先从中国铝业采购，供应稳定。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年实现归属公司股东给的净利润分为 8.64/9.31/12.88（亿元）；2019-2021 年的 EPS 分别为 0.33/0.36/0.42（元/股），对应前收盘价的 PE 分别为 15/14/10（倍）。参考申万铝行业 PE（2019 年预测）23 倍的估值，给予公司 20 倍估值，目标价 6.6 元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**云南省电费调整、氧化铝涨价超预期、电解铝跌价超预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	21,689	22,774	24,931	31,163
同比增速(%)	-2.0%	5.0%	9.5%	25.0%
归母净利润(百万)	-1,466	864	931	1,288
同比增速(%)	-323.1%	-158.9%	7.8%	38.3%
每股盈利(元)	-0.56	0.33	0.36	0.49
市盈率(倍)	-9	15	14	10
市净率(倍)	2	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 9 月 3 日收盘价

强推（维持）

目标价：6.60 元

当前价：4.98 元

华创证券研究所

证券分析师：任志强

电话：021-20572571
邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com
执业编号：S0360518010002

证券分析师：王保庆

电话：021-20572570
邮箱：wangbaoqing@hcyjs.com
执业编号：S0360518020001

联系人：李超

电话：021-25072562
邮箱：lichao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	260,684
已上市流通股(万股)	242,962
总市值(亿元)	129.82
流通市值(亿元)	121.0
资产负债率(%)	76.1
每股净资产(元)	3.2
12 个月内最高/最低价	6.3/3.52

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《云铝股份（000807）2019 年中报点评：电解铝涨氧化铝跌致盈利双向修复，低成本新产能不断释放带动业绩成长》

2019-09-03

目录

一、公司电解铝产量稳定增长，有望实现扭亏为盈.....	5
（一）公司主营电解铝冶炼.....	5
（二）产量稳定增长，有望实现扭亏为盈.....	6
二、铝未来或出供给短缺，价格有望进一步提升.....	7
（一）全球铝消费持续增长.....	7
（二）电解铝产能存 4400 万吨天花板.....	9
（三）平衡：缺口持续，去库存可期.....	11
（四）铝价：基本面持续向好、铝价上涨可期.....	11
三、氧化铝新增产能逐步释放，预计未来供给过剩.....	12
（一）需求因电解铝产量放缓.....	12
（二）国内外新增产能逐渐释放.....	12
（三）平衡：供应过剩持续、库存将累积.....	14
（四）氧化铝价格维持在低位.....	14
四、公司：低成本电解铝产能持续释放、有望成为电解铝新龙头.....	15
（一）电解铝产能逐步释放，或达到 273 万吨.....	15
1、电解铝产能提升至 273 万吨.....	15
2、增持鹤庆溢鑫至 98%，权益产能增至 278 万吨.....	15
（二）成本：新建产能电价极具优势、氧化铝依托中铝供应稳定.....	16
1、电力：优惠电价可节约用电成本 11.2 亿元.....	16
2、氧化铝：自有产能 140 万吨.....	17
3、阳极炭素：产能可达 80 万吨.....	18
（三）铝材加工：高精、高端铝材加工项目投产.....	18
五、盈利预测、估值及投资评级.....	19
六、风险提示.....	19

图表目录

图表 1	公司股权结构.....	5
图表 2	公司子公司情况.....	5
图表 3	公司铝销售量.....	6
图表 4	公司铝生产量.....	6
图表 5	2018 年收入同比减少，净利润亏损.....	6
图表 6	铝锭、铝加工产品收入占比 95%.....	6
图表 7	2018 年公司毛利率下降.....	7
图表 8	资产减值损失.....	7
图表 9	铝产业链.....	7
图表 10	铝消费量以及增速.....	8
图表 11	铝消费结构.....	8
图表 12	房屋新开工、施工、竣工面积情况.....	8
图表 13	基建投资情况.....	8
图表 14	汽车产销量情况.....	8
图表 15	电网基本建设投资情况.....	8
图表 16	2019 年国外拟新增产能.....	9
图表 17	2019 年中国新建、复产、停产电解铝产能情况.....	9
图表 18	2020 年电解铝拟新增产能.....	10
图表 19	电解铝产能天花板 4400 万吨.....	10
图表 20	中国电解铝产量.....	10
图表 21	国外电解铝产量.....	10
图表 22	铝供需平衡.....	11
图表 23	全球铝库存（单位：万吨）.....	11
图表 24	中国电解铝库存（单位：万吨）.....	11
图表 25	长江有色铝均价（单位：元/吨）.....	12
图表 26	铝盈利趋势（单位：元/吨）.....	12
图表 27	国外氧化铝需求（冶金+非冶金）.....	12
图表 28	国内氧化铝需求（冶金+非冶金）.....	12
图表 29	2019-2020 年中国氧化铝新建、复产产能情况.....	12
图表 30	2019-2021 年国外氧化铝产能新建、复产情况.....	13
图表 31	国内外氧化铝产量情况.....	13
图表 32	中国氧化铝开工率.....	13

图表 33	氧化铝供需平衡.....	14
图表 34	氧化铝库存（单位：万吨）.....	14
图表 35	氧化铝价格（单位：元/吨）.....	15
图表 36	氧化铝盈利曲线（单位：元/吨）.....	15
图表 37	电解铝产能投产情况（不考虑文山 50 万吨）.....	15
图表 38	公司电解铝权益产能情况（单位：万吨）.....	16
图表 39	电解铝成本结构.....	17
图表 40	电解铝产能用电情况.....	17
图表 41	氧化铝产能情况.....	17
图表 42	公司氧化铝外购量（单位：万吨）.....	18
图表 43	阳极炭素投产项目情况.....	18
图表 44	规模为 60 万吨.....	18
图表 45	公司主要铝材加工项目.....	19
图表 46	公司 2019-2021 年吨铝毛利润.....	19
图表 47	可比上市公司估值.....	19

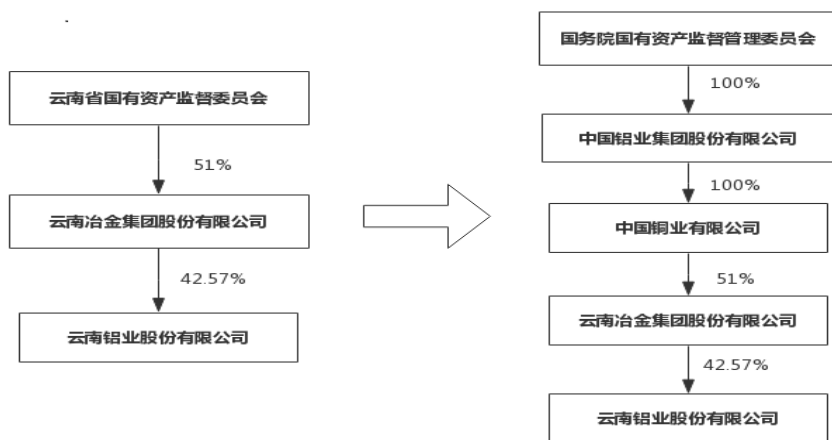
一、公司电解铝产量稳定增长，有望实现扭亏为盈

（一）公司主营电解铝冶炼

云南铝业股份有限公司前身为云南铝厂，建于 1970 年，1998 年在深交所上市。公司主要从事铝土矿开采、氧化铝生产、电解铝冶炼及铝材加工等，拥有集铝土矿—氧化铝—碳素制品—铝冶炼—铝加工为一体的“绿色低碳水电铝材一体化”完整产业链。

公司控股股东云南冶金集团持有 42.57% 股份。2018 年 11 月，公司原实际控制人云南省国资委将云南冶金 51% 股权无偿划转至中铝集团子公司中国铜业，使得云铝实际控制人转变为国务院国资委，成为中铝集团的下属公司。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

公司旗下拥有十余家二级企业，其中，电解铝为公司最核心的业务，主要是文山铝业、润鑫铝业、涌鑫铝业、泽鑫铝业、海鑫铝业以及溢鑫铝业在生产。根据公司 2019 半年报，目前已有电解铝产能 210 万吨。

图表 2 公司子公司情况

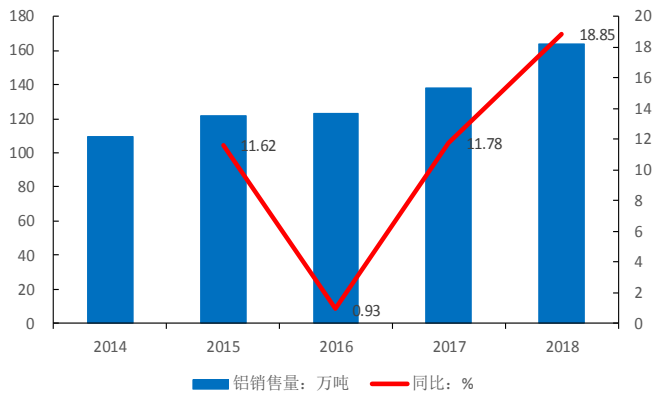
公司名称	主要业务	地区	股权
云南文山铝业有限公司	铝土矿资源开发及氧化铝生产等	文山	100%
云南云铝润鑫铝业有限公司	铝及加工制品	红河	70.14%
云南云铝涌鑫铝业有限公司	铝及加工制品	红河	67.33%
云南云铝泽鑫铝业有限公司	铝及加工制品	曲靖市	100%
曲靖云铝清鑫铝业有限公司	铝及加工制品	曲靖市	94.35%
云南源鑫炭素有限公司	铝用炭素制品	红河	100%
云南浩鑫铝箔有限公司	铝及加工制品	昆明市	100%
云南云铝汇鑫经贸有限公司	贸易	昆明市	51%
云南云铝绿源慧邦工程科技有限公司	炉窑工程施工维修	红河	100%
云南云铝物流投资有限公司	物流服务	昆明市	100%
云南云铝海鑫铝业有限公司	铝及加工制品	昭通市	63.99%
鹤庆溢鑫铝业有限公司	铝及加工制品	大理州	98.16%

资料来源：公司年报，华创证券

(二) 产量稳定增长, 有望实现扭亏为盈

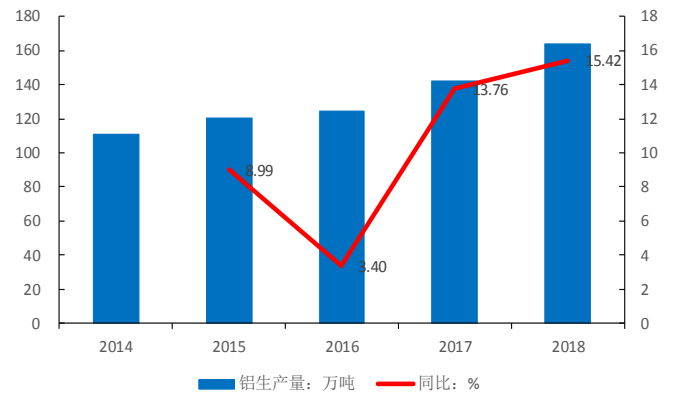
公司铝产销量一直保持稳步增长的态势, 2014-2018 年铝产量分别为 111/121/125/142/164 (万吨), 销量分别为 109/122/123/138/163 (万吨), 年复合增长率均达到 10% 的水平。

图表 3 公司铝销售量



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 4 公司铝生产量

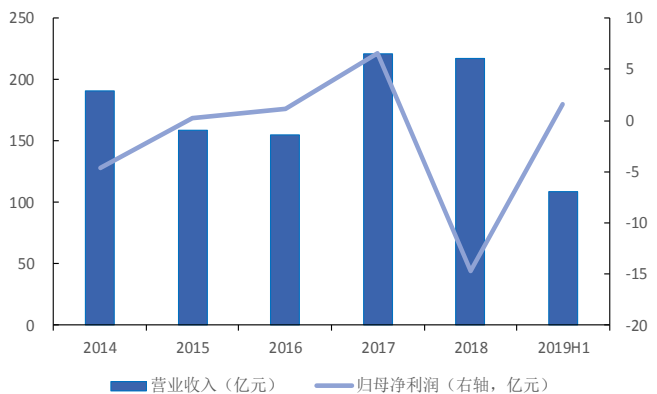


资料来源: 公司年报, 华创证券

公司主营业务主要是铝锭和铝加工产品, 两者业务的收入占比达到了 95%。由于 2016 年行业见底回升, 电解铝供给侧改革政策出台和落实, 电解铝呈现上涨趋势, 公司产品毛利率上涨, 经营情况改善。但是, 2018 年铝价出现下跌, 用电成本以及氧化铝成本等成本要素价格上涨, 公司经营受到影响, 导致毛利率水平大幅下跌。此外, 公司在四季度计提了大量的减值损失, 对主要生产设备进行了集中停产检修, 减少了一定的产量, 使得 2018 年亏损 14.66 亿元。

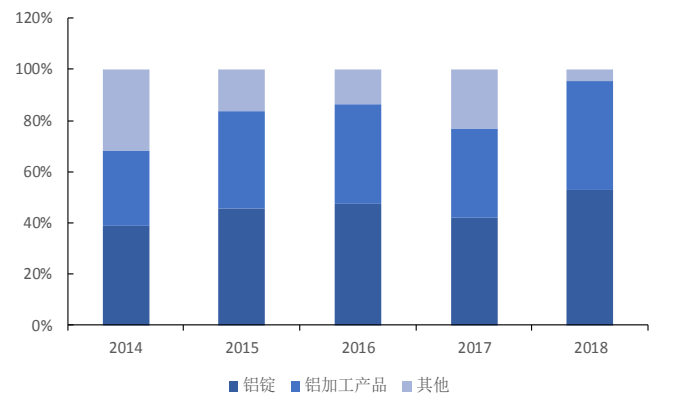
上半年公司实现营业收入 108.45 亿元, 同比 3.44%; 归母净利润 1.61 亿元, 同比增加 233%。在电解铝涨氧化铝跌的趋势下, 2019 年公司有望实现业绩扭亏为盈。

图表 5 2018 年收入同比减少, 净利润亏损



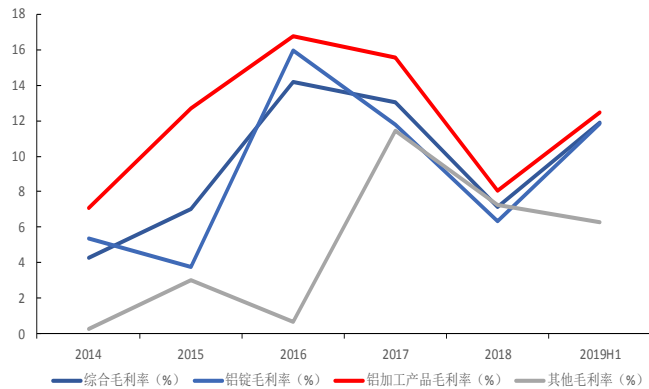
资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 6 铝锭、铝加工产品收入占比 95%



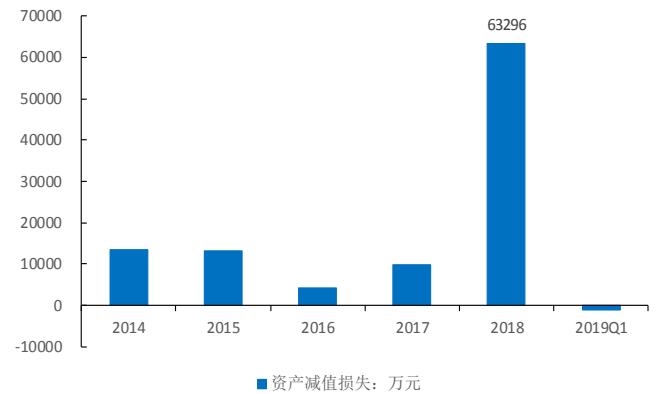
资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 7 2018 年公司毛利率下降



资料来源：公司年报，华创证券

图表 8 资产减值损失

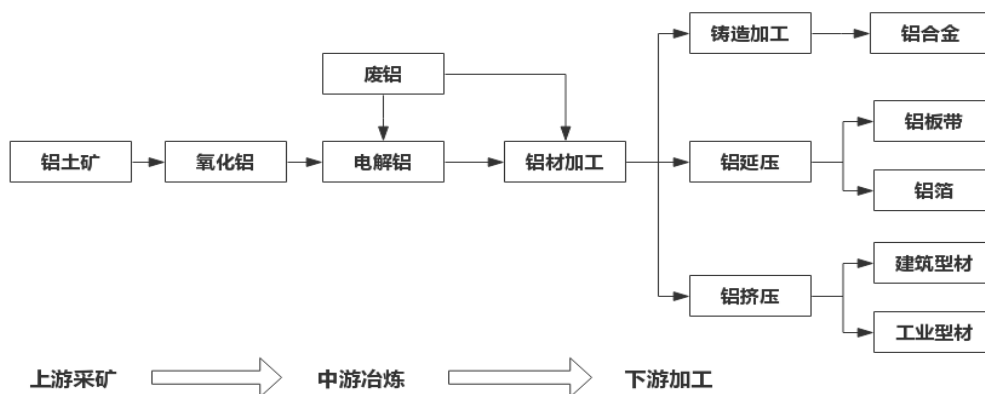


资料来源：公司年报，华创证券

二、铝未来或出供给短缺，价格有望进一步提升

电解铝是铝产业链的中间品，其上游为氧化铝、铝土矿；在下游经过一系列加工，应用到建筑、交通、电力、包装等领域。

图表 9 铝产业链

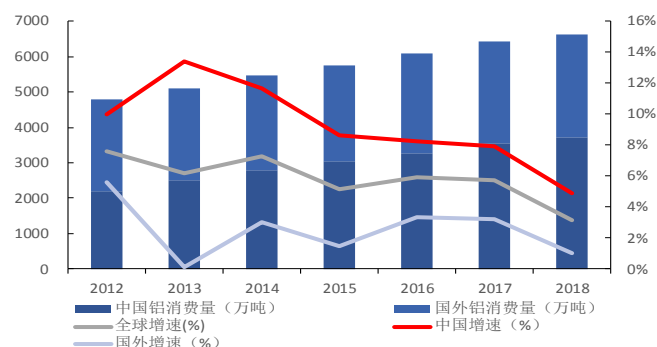


资料来源：华创证券整理

（一）全球铝消费持续增长

全球铝消费量一直保持增长态势，但是 2018 年消费增速有所下滑，全球铝消费量约 6642 万吨，同比增加 3%。其中，中国铝消费量为 3713 万吨，同比增加 4%；国外铝消费量 2929 万吨，同比增加 1%。国内铝消费主要集中在建筑、交通、电力、包装等领域，分别占消费的 32%、25%、16%、9%。

图表 10 铝消费量以及增速

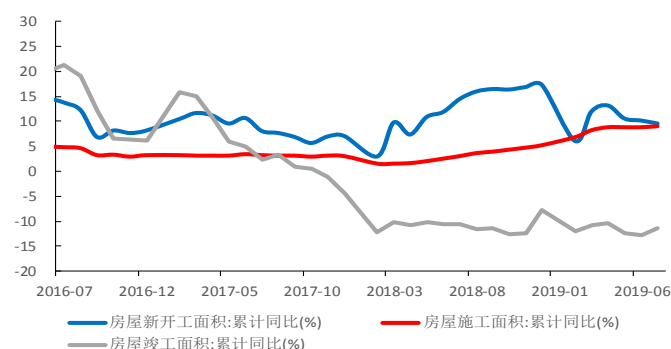


资料来源: 安泰科, 华创证券

地产方面, 2018 新开工面积与竣工面积大幅背离, 但是新开工和施工面积增加会传导至竣工面积, 以及地产销售带动房屋交付需求都有利于竣工面积增加。

基建方面, 上半年 21.5 万亿新增地方专项债发行超 60%, 发行速度加快, 使得基建项目落地速度加快, 带动原铝需求。

图表 12 房屋新开工、施工、竣工面积情况



资料来源: Wind, 华创证券

交通方面, 汽车销量下滑拖累用铝需求, 但是在轻量化趋势下, 会带动原铝需求。

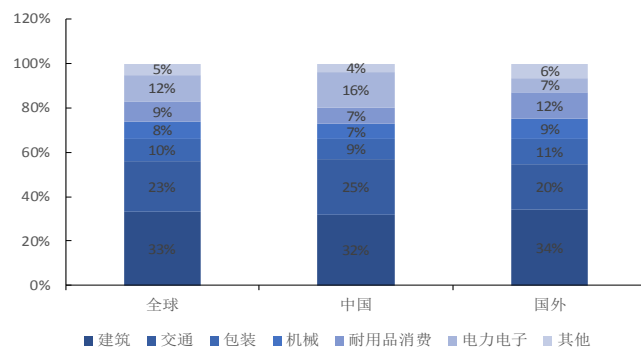
电网方面, 新一轮农村电网改造升级将于今年底前全部完成, 比原计划提前一年, 农村电网多为中低压配网, 铝芯电缆需求提升。同时, 国家核准特高压项目涉及 12 条特高压线路在 2019 年进展加快, 带动铝绞线的需求上升。

图表 14 汽车产销量情况



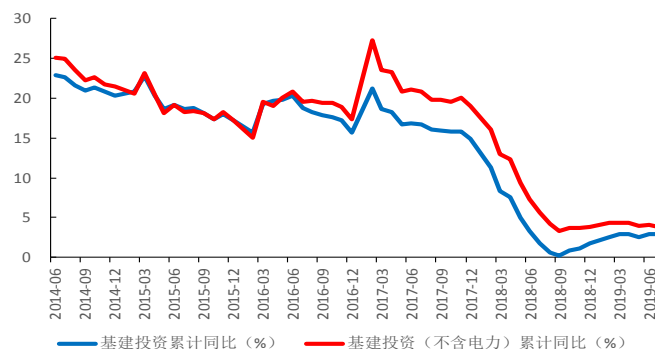
资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 铝消费结构



资料来源: 百川, 华创证券

图表 13 基建投资情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 电网基本建设投资情况



资料来源: Wind, 华创证券

2019 年拖累铝消费量领域的汽车、基建、地产未来有望得到改善，我国电解铝消费量需求增速预计为 3%。海外假设增速不变，维持在 1%。

（二）电解铝产能存 4400 万吨天花板

产能方面：国外：电解铝投建以及复产需要较高成本，考虑到市场价格波动因素，供给量无法短时大量投产，2019 年电解铝新建产能约 108.5 万吨。

图表 16 2019 年国外拟新增产能

序号	企业/项目	地区	变动产能（万吨/年）
1	Tran Hong Quan-Stage1	越南	15
2	Rio Tinto Alcan	加拿大	16
3	Sohar Aluminium Company	阿曼	7.5
4	EMAL	阿布扎比	55
5	South Aluminium Company	伊朗	15
合计			108.5

资料来源：Wood Mackenzie，华创证券

国内：2019 年，电解铝已建成且待投产的新产能共有 364.55 万吨，目前电解铝新增产能已经投产 135.8 万吨。但是由于电解铝市场价格波动较大，一部分企业谨慎对待投产进度。复产方面，2019 年我国已复产电解铝产能 28.5 万吨。停产方面，由于一季度盈利下滑，导致企业电解铝减产明显，2019 年一、二季度减产产能 87.5 万吨。

2019 年初以来，电解铝产能投产、复产进度，减产较多，主要是因为 2018 年以来，环保整治使得山西、河南等地铝土矿紧缺，铝土矿价格持续上升；2019Q2，山西信发、华庆铝业等企业因赤泥坝泄露问题被责令停产，刺激氧化铝价格抬升。同时，燃煤自备电厂必须承担基金和政策性交叉补贴的规定抑制了产能盲目投放。结合上述原因，预计未来行业将恢复供给弹性。

图表 17 2019 年中国新建、复产、停产电解铝产能情况

	省份	变动产能（万吨）	已投产/已减产/已复产
新增	内蒙古	113	36
	广西	30	20
	云南	103	43
	其他	118.55	36.8
	合计	364.55	135.8
复产	甘肃	59	3
	青海	40	5.5
	山东	54	20
	合计	153	28.5
停产	山东	67	32
	河南	69.2	33.2
	其他	55.8	22.3
	合计	192	87.5

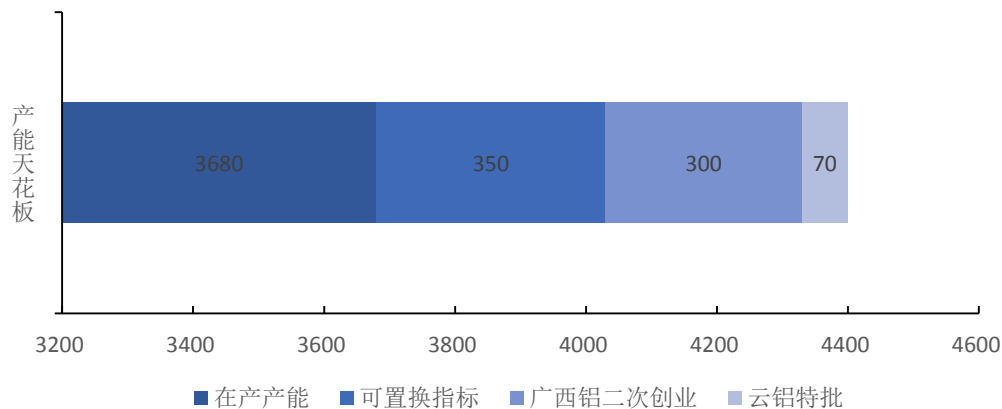
资料来源：百川，SMM，华创证券

图表 18 2020 年电解铝拟新增产能

序号	企业	省份	变动产能（万吨/年）
1	内蒙古创源	内蒙古	20
2	内蒙古白音华	内蒙古	30
3	云铝文山	云南	40
4	云南神火	云南	35
5	云南其亚	云南	25
6	广元中孚	四川	45
合计			195

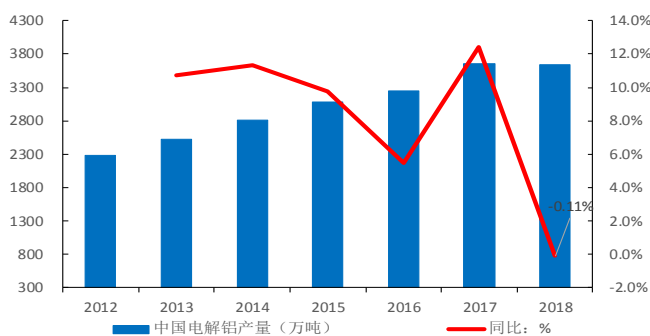
资料来源：SMM，华创证券

此外，根据工信部《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》的要求，2018 年 400 万吨电解铝产能完成了跨省置换，在供给侧改革背景下，电解铝产能存在天花板限制约 4400 万吨，预计未来 2-3 年内不会有过快增长。

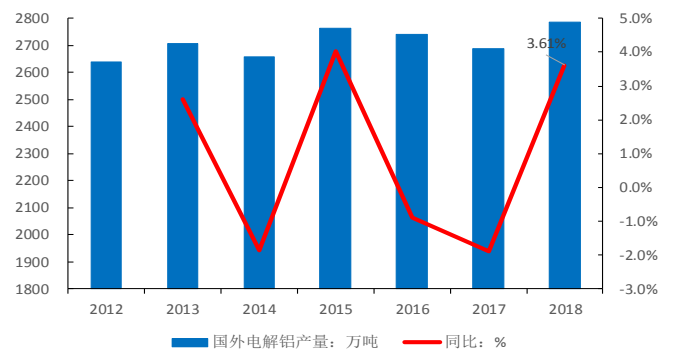
图表 19 电解铝产能天花板 4400 万吨


资料来源：百川，ALD，广西政府网，华创证券

产量方面：2018 年全球电解铝产量 6434 万吨，同比增加 1.47%。其中，中国产量 3648 万吨，同比减少 0.1%；国外产量 2786 万吨，同比 3.6%。根据上述电解铝的产能变动情况，保守预计 2019-2021 年国内产量分别为 3741/3850/3995（万吨），国外产量为 2823/2873/2923（万吨）

图表 20 中国电解铝产量


资料来源：Wind，ALD，华创证券

图表 21 国外电解铝产量


资料来源：Wind，华创证券

(三) 平衡: 缺口持续, 去库存可期

缺口: 基于上述假设, 预计 2019-2021 年全球会出现电解铝供给短缺 219/204/157(万吨)。其中, 国外电解铝供给短缺 135/115/95(万吨); 国内供给短缺 83/89/62(万吨)。

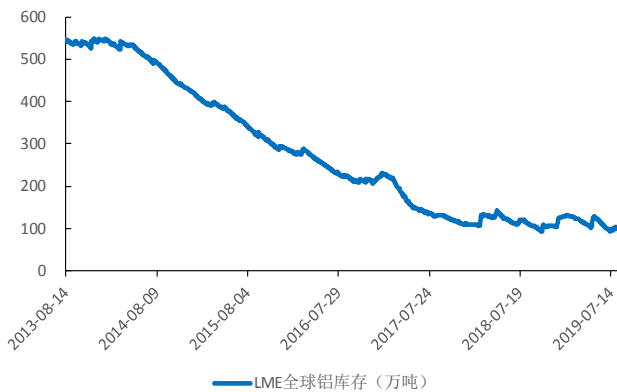
图表 22 铝供需平衡

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
全球电解铝产量: 万吨	4,808	5,080	5,400	5,700	5,965	6,340	6,434	6,564	6,723	6,918
全球电解铝消费量: 万吨	4,804	5,101	5,471	5,751	6,090	6,440	6,642	6,783	6,927	7,075
全球电解铝供需平衡: 万吨	4	-21	-71	-51	-125	-100	-208	-219	-204	-157
国外电解铝产量: 万吨	2,578	2,570	2,580	2,620	2,700	2,673	2,773	2,823	2,873	2,923
国外电解铝消费量: 万吨	2,599	2,601	2,680	2,720	2,810	2,900	2,929	2,958	2,988	3,018
国外电解铝供需平衡: 万吨	-21	-31	-100	-100	-110	-227	-156	-135	-115	-95
中国电解铝产量: 万吨	2,230	2,510	2,820	3,080	3,265	3,667	3,661	3,741	3,850	3,995
中国电解铝消费量: 万吨	2,205	2,500	2,791	3,031	3,280	3,540	3,713	3,824	3,939	4,057
中国电解铝供需平衡: 万吨	25	10	29	49	-15	127	-52	-83	-89	-62

资料来源: 安泰科, 百川, 华创证券

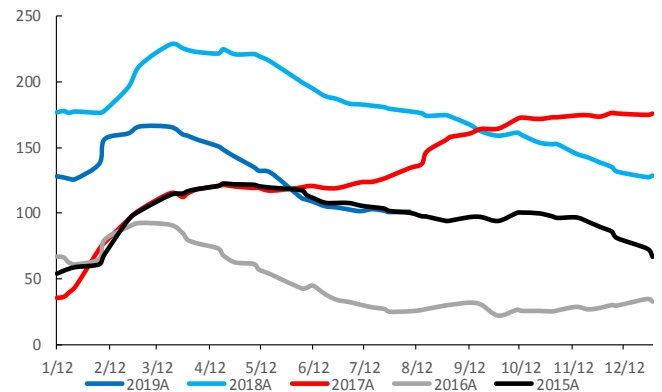
库存: 2019 年初以来, 全球 lme 库存从 128 万吨降低至 93 万吨; 国内库存从 128 万吨降至 100 万吨, 库存处于低水平。铝的增产进度不及预期, 需求也较弱, 预计未来铝库存持续减少。

图表 23 全球铝库存 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 中国电解铝库存 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

(四) 铝价: 基本面持续向好、铝价上涨可期

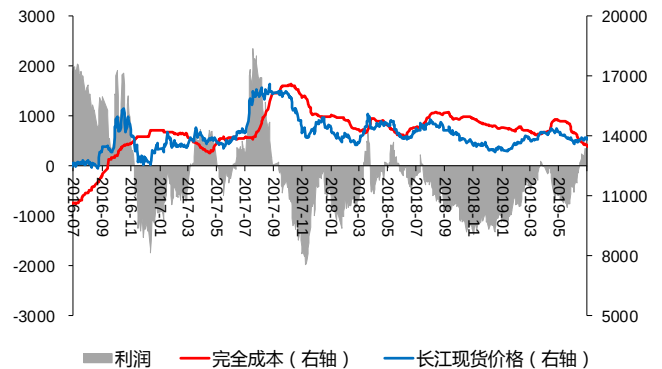
年初以来, 铝价格上涨 5.20%。在供给缺口和库存减少的情况下, 预计 2019-2021 年, 铝价格有望进一步抬升。同时在成本变动不大的情况下, 预计未来盈利向好。

图表 25 长江有色铝均价（单位：元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 26 铝盈利趋势（单位：元/吨）



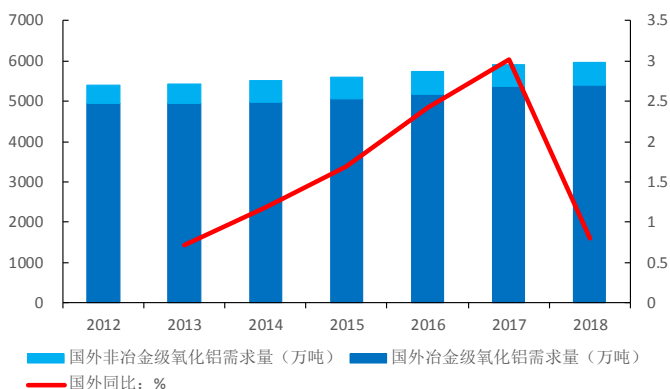
资料来源：Wind，百川，华创证券

三、氧化铝新增产能逐步释放，预计未来供给过剩

（一）需求因电解铝产量放缓

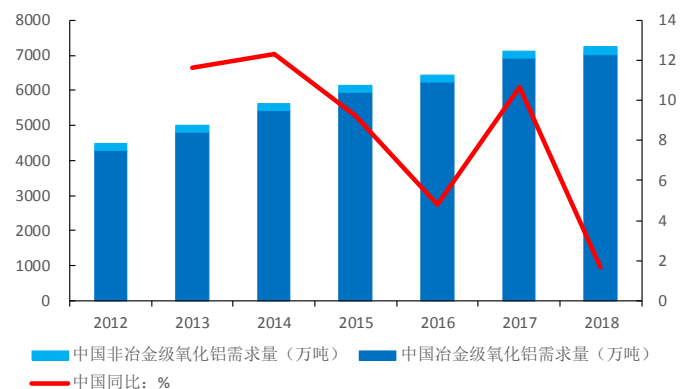
目前，95%以上的氧化铝（冶金用）都用于生产电解铝，只有一小部分（非冶金用）用来制成耐火材料、磨料、瓷制品和玻璃珐琅等。2018 年，中国氧化铝需求为 7245 万吨，同比增加 2%；国外氧化铝需求 5954 万吨，同比增加 1%。根据电解铝产量预测，可知 2019-2021 年的国内氧化铝消费分别为 7435/7651/7930（万吨），国外氧化铝消费分别为 6008/6105/6201（万吨）。

图表 27 国外氧化铝需求（冶金+非冶金）



资料来源：安泰科，华创证券

图表 28 国内氧化铝需求（冶金+非冶金）



资料来源：安泰科，华创证券

（二）国内外新增产能逐渐释放

1) 产能方面：国内：2019 年国内计划新建、复产产能共计 880 万吨，2020 年拟新建产能 680 万吨，但是考虑到市场价格波动，以及政府对重点地区的环保整顿等，实际投产产能远低于计划产能。

国外：海德鲁巴西在 2019Q2 以后逐渐复产产能 320 吨，酒钢牙买加新建产能 65 万吨，俄罗斯铝业新增产能 200 万吨。2020 年、2021 年国外拟新建产能 270 万吨、220 万吨。预计未来海外氧化铝供应紧张的问题有待缓解。

图表 29 2019-2020 年中国氧化铝新建、复产产能情况

序号	省份	性质	2019 年变动产能(万吨)	2020 年变动产能(万吨)
1	广西	新建	80	380

序号	省份	性质	2019 年变动产能(万吨)	2020 年变动产能 (万吨)
2	贵州	新建	230	120
3	山东	新建	290	-
		复产	60	-
4	山西	新建	140	180
5	重庆	复产	80	-
合计			880	680

资料来源: ATK, SMM, 百川, 华创证券

图表 30 2019-2021 年国外氧化铝产能新建、复产情况

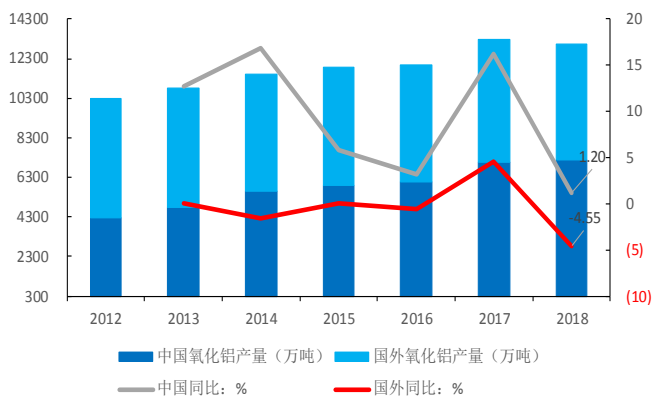
序号	企业	项目	地区	国家	性质	变动产能 (万吨/年)	投产时间	信息来源
1	海德鲁	Alunorte	南美洲	巴西	复产	320	2019Q2 以后	SMM
2	酒钢	Alpart	非洲	牙买加	新建	65	2019 年	SMM
3	阿联酋铝业	Al Taweelah	亚洲	阿联酋	新建	200	2019 年 3-4 月	SMM
4	魏桥铝电	Kendawangan	亚洲	印尼	新建	100	2020 年	SMM
5	印度铝业	Utkal	亚洲	印度	新建	150	2020 年	SMM
6	IMIRO	Sarab	亚洲	伊朗	新建	20	2020 年	SMM
7	印度国家铝业	Damanjodi	亚洲	印度	新建	100	2021 年	SMM
8	PT Antam	Mempawah	亚洲	印尼	新建	100	2021 年	SMM

资料来源: SMM, 华创证券

2) 产量方面: 2018 年全球氧化铝市场, 黑天鹅事件频发, 海德鲁巴西氧化铝厂遭到政府勒令关闭, 美国对俄铝进行制造等事件导致氧化铝产量略有减少。中国氧化铝产量依旧有小幅增加, 并且产量占比接近全球的 55%。但是 5 月山西交口、孝义氧化铝厂因赤泥泄露遭到停产整顿, 以及吕梁地区氧化铝厂环保整顿使得氧化铝产能减少, 2019 年初以来氧化铝开工率有所下降, 上半年开工率水平在 85%左右。

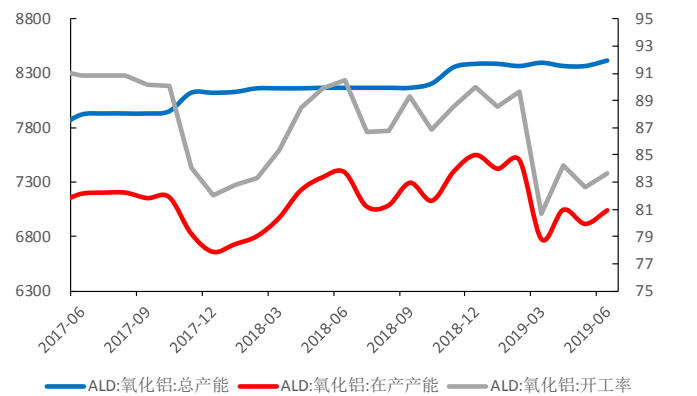
根据上述情况, 预计 2019-2021 年国外氧化铝产量为 5990/6182/6315 (万吨); 国内氧化铝产量为 7450/7681/7931 (万吨)。

图表 31 国内外氧化铝产量情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 32 中国氧化铝开工率



资料来源: Wind, 华创证券

（三）平衡：供应过剩持续、库存将累积

过剩：根据以上假设，预计国外 2019-2021 年会出现氧化铝供给过剩 12/27/54（万吨）；国内 2020 年、2021 年氧化铝供给过剩 81/61（万吨）

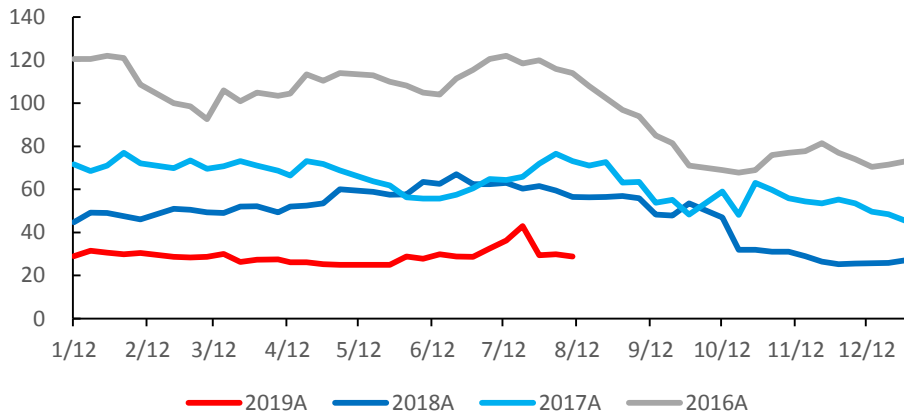
图表 33 氧化铝供需平衡

指标:	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
全球:氧化铝产量:万吨	10,270	10,806	11,510	11,835	11,985	13,239	13,043	13,440	13,863	14,246
全球:氧化铝需求:万吨	9,886	10,447	11,128	11,742	12,174	13,034	13,141	13,444	13,755	14,132
全球:氧化铝供需平衡:万吨	384	359	382	93	-189	205	-98	-4	108	114
国外氧化铝产量: 万吨	6,056	6,106	6,380	5,970	5,969	6,219	5,862	5,990	6,182	6,315
国外: 氧化铝需求: 万吨	5,402	5,441	5,505	5,598	5,734	5,907	5,896	6,008	6,105	6,201
国外: 氧化铝供需平衡: 万吨	157	300	359	-64	-57	31	61	12	27	54
中国:氧化铝产量:万吨	4,214	4,700	5,130	5,865	6,016	7,020	7,181	7,450	7,681	7,931
中国:氧化铝需求:万吨	4,484	5,006	5,623	6,144	6,440	7,127	7,245	7,435	7,651	7,930
中国: 氧化铝净进口量: 万吨	498	364	516	436	292	281	-95	-30	50	60
中国:氧化铝供需平衡:万吨	228	58	23	157	-132	174	-159	-15	81	61

资料来源: ATK, SMM, 百川, 华创证券

库存：2019 年初以来，氧化铝库存一度累计达 43 万吨，基于氧化铝未来供给过剩，预计库存量将会持续积累。

图表 34 氧化铝库存（单位：万吨）



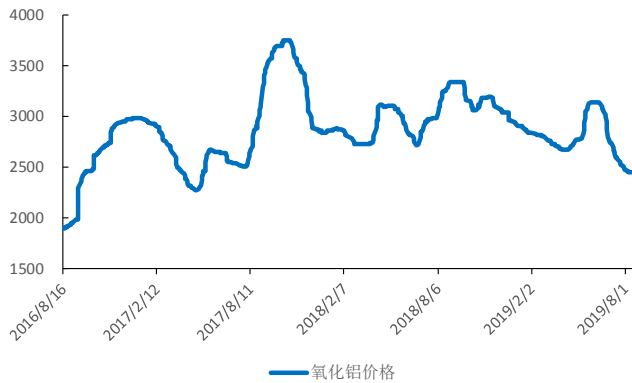
资料来源: Wind, 华创证券

（四）氧化铝价格维持在低位

2019 年初以来氧化铝价格下跌 17%，5-6 月价格波动较大。受到山西环保和赤泥等事件影响，5 月氧化铝价格大幅飙升，盈利水平一度达到 300 元/吨的水平；6 月中旬海德鲁复产叠加国内氧化铝复产等因素影响，氧化铝价格持续回调，每吨亏损至 330 元/吨左右。

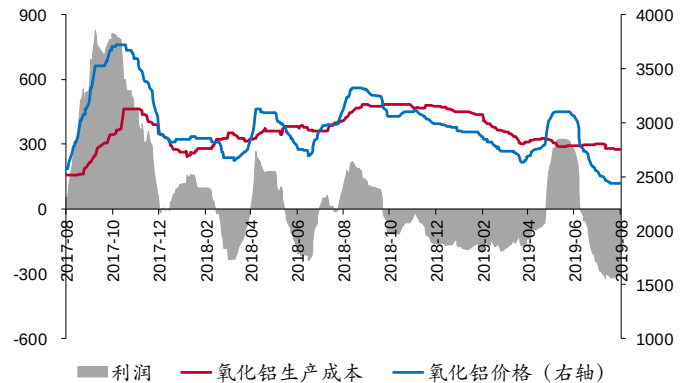
预计 2019-2021 年，氧化铝价格不会出现大幅度的波动，年均价格维持在 2500-2800 万吨左右。

图表 35 氧化铝价格（单位：元/吨）



资料来源：百川，华创证券

图表 36 氧化铝盈利曲线（单位：元/吨）



资料来源：华创证券

四、公司：低成本电解铝产能持续释放、有望成为电解铝新龙头

随着鹤庆 45 万吨和昭通 70 万吨项目完全落地，电解铝产能将达到 273 万吨，并且新增产能电价远低于老产能电价，电力成本大大减少。此外，铝价抬升和氧化铝价格维持低位有利于拉开利润空间，推动业绩增长。

（一）电解铝产能逐步释放，或达到 273 万吨

1、电解铝产能提升至 273 万吨

公司目前电解铝已建成产能 214 万吨，其中，公司新建的鹤庆项目一期 21.04 万吨和昭通水电铝项目（70 万吨）一期均已投产。在购买山西华圣铝业 19 万吨电解铝指标后，鹤庆项目二期（24 万吨）逐步投入建设。在文山铝业 50 万吨产能进度无法确定的情况下，公司鹤庆项目以及昭通水电项目落地投产后，预计公司电解铝产能将达到 273 万吨。

图表 37 电解铝产能投产情况（不考虑文山 50 万吨）

产能项目	投产进度	
公司已投产产能 214 万吨	78.4%	
鹤庆项目 24 万吨	87.2%	2021 年投产
昭通二期 35 万吨	100.0%	2021 年投产

资料来源：公司公告，华创证券

2、增持鹤庆溢鑫至 98%，权益产能增至 278 万吨

公司为了提高电解铝权益产业规模，拟收购鹤庆工持有的鹤庆溢鑫 23.65% 股权，再加上受让文山铝业持有其 3.56% 股权，公司对鹤庆溢鑫的持股达到 98.16%。届时，公司的权益产能将从 266 万吨增加至 278 万吨。

图表 38 公司电解铝权益产能情况（单位：万吨）

序号	公司名称	持股比例	合规产能	已建成产能	原权益产能	持股比例	新权益产能
1	云南铝业股份有限公司	100%	30	30	30	100%	30
2	云南云铝润鑫铝业有限公司	70.14%	30	30	21	70.14%	21
3	云南云铝涌鑫铝业有限公司	67.33%	30	30	20	67.33%	20
4	云南云铝泽鑫铝业有限公司	100%	30	30	30	100%	30
5	云南云铝海鑫铝业有限公司	63.99%	70	35	45	63.99%	45
6	曲靖云铝涌鑫铝业有限公司	94.35%	40	38	38	94.35%	38
7	鹤庆溢鑫铝业有限公司	70.95%	45	21	32	98.16%	44
8	文山铝业	100%	50	0	50	100%	50
合计			325	214	266		278

资料来源：公司公告，百川，华创证券

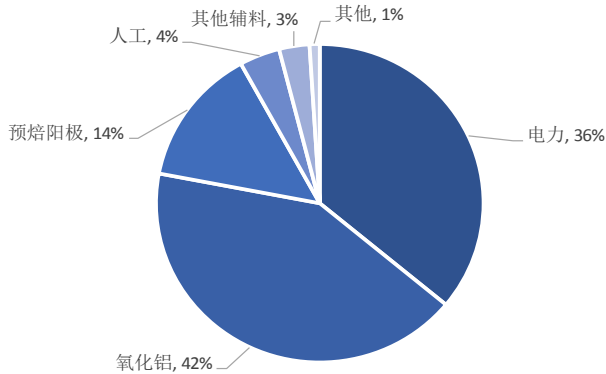
（二）成本：新建产能电价极具优势、氧化铝依托中铝供应稳定

1、电力：优惠电价可节约用电成本 11.2 亿元

老产能：电费在电解铝生产过程中，成本仅次于氧化铝，因此公司十分重视生产的用电成本。公司依托中铝的政策资源，提升公司能源成本控制的议价能力，以直供电、自备电厂等方式来增加公司权益电量，提升能源成本的竞争优势。公司在 2019 年整年向慧能售电股份有限公司购电约 262 亿千瓦时，预计全年综合购电价格约为 0.33 元/千瓦时（含税）。

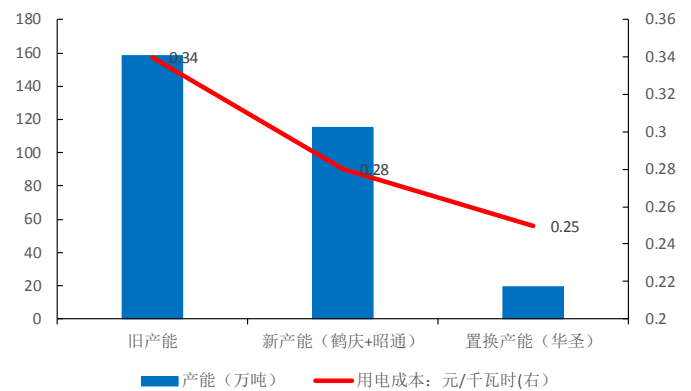
新产能：公司电解铝新产能（鹤庆和昭通）115 万吨用电成本在 0.28 元/千瓦时，未来新增产能用电成本维持在这个水平。另外，根据神火股份有关建设云南水电铝项目的公告，公司 19 万吨置换产能在投产后 5 年内的实际用电含税价格不高于 0.25 元/千瓦时（上网电价 0.13 元/千瓦时+过网费 0.12 元/千瓦时），且每期项目投产后第 6 年至第 10 年，实际用电含税电价在 0.25 元/千瓦时的基础上每年增加 0.012 元/千瓦时。因此，相比于旧产能采用的电费 0.34 元/千瓦时，按照吨铝耗电 13000 度，新增产能将帮助公司用电成本节省约 11.2 亿元。

图表 39 电解铝成本结构



资料来源：百川，华创证券

图表 40 电解铝产能用电情况



资料来源：公司公告，华创证券

2、氧化铝：自有产能 140 万吨

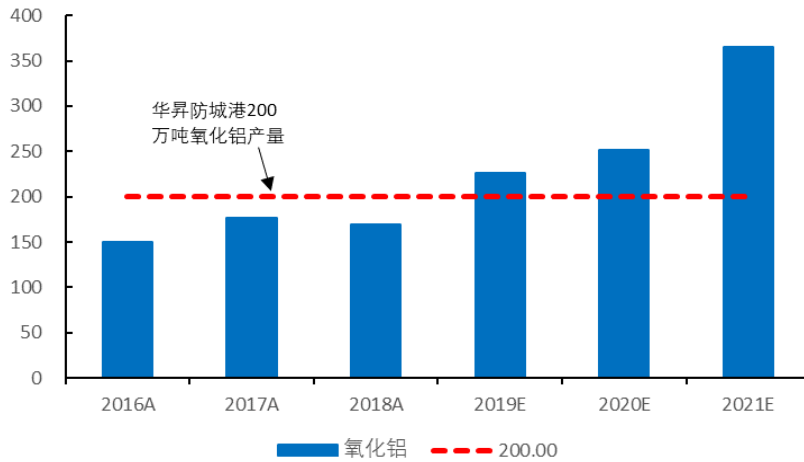
公司子公司文山铝业拥有铝土矿保有资源储量 17 亿吨，预计“十三五”期间还将实现资源增储至 3 亿吨以上，依托自有资源，文山铝业已经形成氧化铝 140 万吨产能且全部投产；老挝氧化铝 100 万吨项目仍在推进中，但是 2021 年中国-老挝铁路才建成，预计 3 年内不会投产。

图表 41 氧化铝产能情况

项目	铝土矿资源储量 (亿吨)	设计产能 (万吨/年)	一期	二期
文山铝业氧化铝项目	1.7	140	80 万吨/年氧化铝项目，已投产	新建 60 万吨/年冶金一级砂状氧化铝，对一期 80 万吨/年氧化铝项目进行填补，最终建成 60 万吨/年氧化铝项目
老挝氧化铝项目	1.4	100	矿石品位、含矿率、铝硅比、矿体厚度、矿石集中度、开采条件等较国内大多数铝土矿条件好。	

资料来源：公司公告，华创证券

外购氧化铝的保障随着公司并入中铝集团将大大提升。中铝集团旗下中国铝业是全球第二大氧化铝生产企业，云铝在进入中铝集团后，能得到来自中铝氧化铝稳定的供应。中铝华昇在广西防城港投资建设的 200 万吨氧化铝项目年底投产，基本满足云铝大部分外购需求，且距离近，物流成本低。

图表 42 公司氧化铝外购量（单位：万吨）


资料来源：中铝公告，华创证券

3、阳极炭素：产能可达 80 万吨

1) 自产：公司目前拥有阳极炭素 60 万吨的产能，子公司源鑫炭素年产 60 万吨项目已经投产 40 万吨，预计项目二期二段（20 万吨）在 2019Q3 以后投产，届时公司阳极炭素年产能将达到 80 万吨，阳极炭素自给率将明显提升。

图表 43 阳极炭素投产项目情况

项目名称		项目产能（万吨）	投产进度
60 万吨炭素项目	一期	25	2014 年 7 月投产
	二期一段	15	2018 年 3 月投产
	二期二段	20	2019Q3 投产
合计		60	

资料来源：公司公告，公司年报，华创证券

2) 合作：公司为了提升阳极炭素辅料资源的保障能力，在 2018 年 2 月与国内阳极炭素龙头企业索通发展共同出资 7.2 亿元设立索通云铝炭材料有限公司，建设 90 万吨高电流密度节能型炭材料及余热综合利用项目，其中一期建设规模为 60 万吨。

图表 44 规模为 60 万吨

公司名称	项目	投资金额	云铝持股比例	项目情况
云南索通云铝炭材料有限公司	900kt/a 高电流密度节能型炭材料及余热综合利用项目	7.2 亿元	35%	年产 90 万吨高电流密度节能型炭材料，一期规模为 60 万吨

资料来源：公司公告，华创证券

（三）铝材加工：高精、高端铝材加工项目投产

铝箔：1) 公司对铝下游加工十分重视，不断投资建设新的铝材加工项目，2018 年高精超薄铝箔项目、高端铝合金焊材项目均已实现投产，铝合金和铝加工产能超过了 80 万吨。2) 公司也积极对外合作，早在 2017 年子公司涌鑫铝业与国内大型铝箔生产企业厦顺共同成立涌顺铝业公司。依托厦顺铝箔先进的大型铝板锭技术，进一步延伸铝产业价值链。随着，新项目产能逐步投产，预计未来铝合金和铝加工产能将达到 100 万吨。

其他：公司包括云南铝业和沥鑫铝业的铝材加工项目已经全部停产。

图表 45 公司主要铝材加工项目

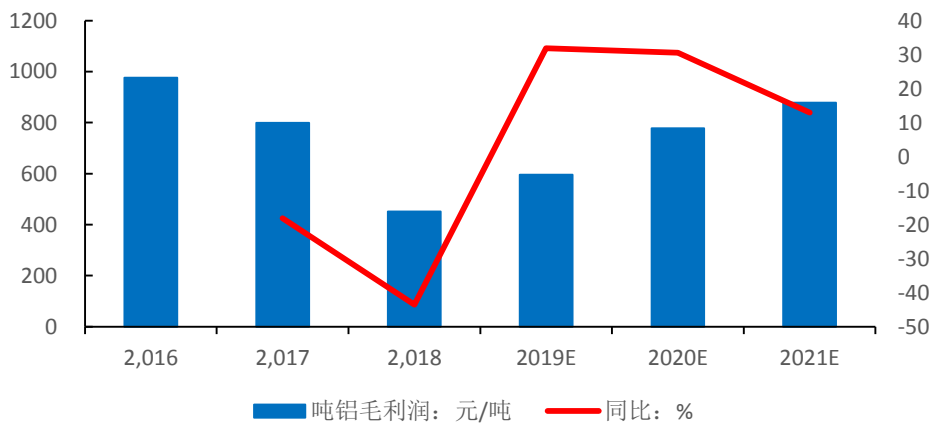
公司	持股（%）	项目	产能（万吨）
云南浩鑫铝箔有限公司	100.00	高精、超薄铝箔项目	铝箔 3.6 万吨，年产铸轧卷 6 万吨
云铝涌鑫铝业有限公司	67.33	中高端铝合金新材料项目（涌顺铝业）	15
云南铝业股份有限公司	100.00	交通及航空用高端铝合金焊材项目（停产）	1.4
云南云铝沥鑫铝业有限公司	60.00	交通用铝型材建设项目（停产）	15

资料来源：公司公告，华创证券

五、盈利预测、估值及投资评级

基于上述内容，我们保守预计 2019-2021 年氧化铝价格分别为 2686/2600/2600（元/吨），电解铝 2019-2021 年年均价分别为 1.39/1.40/1.40（万元/吨），公司原铝产量 2019-2021 年分别达到 191（+30）/204（+13）/263（+59）（万吨/年），氧化铝产量在 140 万吨左右。根据假设估算得，公司 2019-2021 年吨铝毛利润为 596/778/878（元/吨），年复合增长率达到 21%。

图表 46 公司 2019-2021 年吨铝毛利润



资料来源：华创证券预测

我们预计公司 2019-2021 年实现归属公司股东给的净利润分为 8.64/9.31/12.88（亿元）。预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.33/0.36/0.42（元/股），对应前收盘价的 PE 分别为 15/14/10（倍）。参考申万铝行业 PE（2019 年预测）23 倍的估值，给予公司 2019 年估值 20 倍，目标价格 6.6 元。维持“强推”评级。

图表 47 可比上市公司估值

证券代码	证券名称	股价(9月3日)	EPS (元)				PE			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
601600.SH	中国铝业	3.64	0.06	0.12	0.16	0.23	61	32	23	16
000933.SZ	神火股份	4.33	0.13	0.19	0.29	0.39	31	23	15	11
000807.SZ	云铝股份	4.98	-0.56	0.33	0.36	0.42	-7	15	14	10

资料来源：Wind，华创证券预测

*神火、中铝盈利预测来源于 Wind 一致预期

六、风险提示

云南省电费调整、氧化铝涨价超预期、电解铝跌价超预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,390	4,000	4,000	4,000
应收票据	204	215	235	294
应收账款	308	306	335	419
预付账款	240	222	243	304
存货	4,006	3,714	4,065	5,082
其他流动资产	682	716	785	980
流动资产合计	9,830	9,173	9,663	11,079
其他长期投资	182	182	182	182
长期股权投资	321	294	294	294
固定资产	19,676	21,531	23,278	25,919
在建工程	3,493	3,738	4,126	4,688
无形资产	1,656	1,991	2,314	2,627
其他非流动资产	2,363	2,270	2,193	2,115
非流动资产合计	27,691	30,006	32,387	35,825
资产合计	37,521	39,179	42,050	46,904
短期借款	9,921	9,921	9,921	9,921
应付票据	1,671	1,549	1,696	2,120
应付账款	4,917	6,684	6,583	7,871
预收款项	149	388	425	531
其他应付款	237	271	305	339
一年内到期的非流动负债	3,968	3,968	3,968	3,968
其他流动负债	335	93	217	410
流动负债合计	21,198	22,874	23,115	25,160
长期借款	4,014.00	6,014.00	8,014.00	10,014.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	3,093	332	332	332
非流动负债合计	7,107	6,346	8,346	10,346
负债合计	28,305	29,220	31,461	35,506
归属母公司所有者权益	8,264	8,804	9,214	9,720
少数股东权益	951	1,155	1,375	1,678
所有者权益合计	9,216	9,959	10,589	11,398
负债和股东权益	37,521	39,179	42,050	46,904

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	688	5,478	3,228	4,701
现金收益	388	3,332	3,641	4,303
存货影响	460	292	-352	-1,016
经营性应收影响	-243	9	-70	-203
经营性应付影响	-1,196	1,918	117	1,852
其他影响	1,280	-74	-107	-234
投资活动现金流	-3,648	-3,616	-3,783	-4,941
资本支出	-3,603	-3,730	-3,860	-5,019
股权投资	8	-27	0	0
其他长期资产变化	-53	141	77	78
融资活动现金流	3,228	-2,252	555	240
借款增加	3,798	2,000	2,000	2,000
财务费用	-886	-644	-224	-636
股东融资	168	70	70	70
其他长期负债变化	148	-3,678	-1,291	-1,194

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	21,689	22,774	24,931	31,163
营业成本	20,145	18,675	20,443	25,554
税金及附加	153	161	176	220
销售费用	463	486	532	665
管理费用	1,289	1,354	1,482	1,852
财务费用	862	969	1,089	1,209
资产减值损失	633	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	16	5	5	5
其他收益	64	0	0	0
营业利润	-1,791	1,135	1,213	1,668
营业外收入	7	6	6	6
营业外支出	14	41	34	34
利润总额	-1,798	1,100	1,185	1,640
所得税	-52	32	34	48
净利润	-1,746	1,068	1,151	1,592
少数股东损益	-280	204	220	304
归属母公司净利润	-1,466	864	931	1,288
NOPLAT	-909	2,008	2,208	2,766
EPS(摊薄) (元)	-0.56	0.33	0.36	0.49

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	-2.0%	5.0%	9.5%	25.0%
EBIT 增长率	-159.5%	-320.9%	9.9%	25.2%
归母净利润增长率	-323.1%	-158.9%	7.8%	38.3%
获利能力				
毛利率	7.1%	18.0%	18.0%	18.0%
净利率	-8.0%	4.7%	4.6%	5.1%
ROE	-15.9%	8.7%	8.8%	11.3%
ROIC	-3.3%	7.5%	7.5%	8.5%
偿债能力				
资产负债率	75.4%	74.6%	74.8%	75.7%
债务权益比	227.8%	203.2%	210.0%	212.6%
流动比率	46.4%	40.1%	41.8%	44.0%
速动比率	27.5%	23.9%	24.2%	23.8%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	5	5	5	4
应付账款周转天数	88	112	117	102
存货周转天数	76	74	68	64
每股指标(元)				
每股收益	-0.56	0.33	0.36	0.49
每股经营现金流	0.26	2.10	1.24	1.80
每股净资产	3.17	3.38	3.53	3.73
估值比率				
P/E	-9	15	14	10
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	70	8	8	7

大宗组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

高级分析师：王保庆

湘潭大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：李超

上海财经大学经济学硕士，CPA。曾任职于海通期货。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500