

云铝股份 (000807.SZ) 有色金属行业

评级: 买入 维持评级

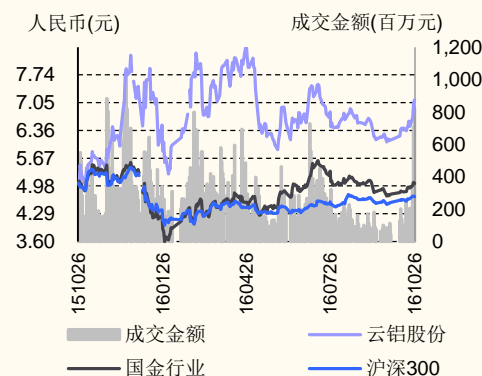
公司研究

市场价格(人民币): 7.12元
目标价格(人民币): 8.50-9.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,721.83
总市值(百万元)	13,518.11
年内股价最高最低(元)	8.98/5.01
沪深300指数	3354.80
深证成指	10817.51



相关报告

1. 《老树新花, “铝空气电池”冒嫩芽-云铝股份公司研究》, 2016.10.25

老树新花, “铝空气电池”冒嫩芽 (更正)

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	-0.303	0.015	0.182	0.361	0.407
每股净资产(元)	2.23	2.96	3.24	3.60	0.01
每股经营性现金流(元)	0.19	1.62	0.53	2.04	1.64
市盈率(倍)	-18.19	464.42	38.85	19.54	17.36
行业优化市盈率(倍)	22.11	26.06	27.07	27.07	27.07
净利润增长率(%)	-3002.17%	-106.29%	1073.83%	98.78%	12.60%
净资产收益率(%)	-13.62%	0.52%	5.61%	10.03%	5243.40%
总股本(百万股)	1,539.17	1,898.61	1,898.61	1,898.61	1,898.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内唯一水电铝上市公司。**云铝股份是一家由云南省国资委持股49%的上市公司, 主要从事铝土矿开采、氧化铝生产、铝冶炼、铝加工及铝用炭素的生产。公司秉承“拓展两头, 优化中间”的发展战略, 整合了文山和老挝铝土矿资源2.9亿吨, 延伸到下游铝箔、铝空气电池等铝深加工产业, 优化了120万吨电解铝产能的盈利能力。
- **拓展下游深加工, 布局铝空气电池千亿“蓝海”市场。**铝空气电池具有“能量密度高、使用寿命长、环保无污染”的优点, 若未来能在国内通讯基站领域成功替代铅酸电池, 每年需求量可达到140万套/年, 年产值可达700亿元。目前, 公司与创能公司共同成立云铝慧创绿能电池公司, 正式推动铝空气电池的产业化。首期投资建设20MV铝空气电池生产线, 对应铝空气电池备用电源产能约1万套, 2017年或将成为订单收获之年。
- **整合上游原料及能源, 凸显公司成本优势。**公司整合上游资源, 到2020年氧化铝产能将达到260万吨, 原料自给率超100%; 整合上游电力能源, 受益于电力改革深化, 用电价格有望在今年0.278元/度的基础上继续下行。氧化铝和电力占电解铝生产成本的70%, 中国同时拥有这两大成本优势的上市公司仅此一家。

投资建议

- 我们认为公司电解铝生产成本优势明显, 看好其铝空气电池项目未来的成长性, 首次覆盖给予云铝股份“买入”评级。

估值

- 我们预计2016-2018年公司每股净利润为0.182元、0.361元、0.407元。
- 我们选择铝板块的冶炼企业为可比公司, 给予公司8.92元的目标价, 基于可比公司2016年PE均值49倍, 向上空间25%, 首次覆盖给予买入评级。

风险

- 铝空气电池项目进展低于预期; 铝价大幅下跌; 电改低于预期。

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

廖淦 联系人
(86755)83830558
liaogan@gjzq.com.cn

宋小浪 联系人
(86755)83831051
songxiaolang@gjzq.com.cn

内容目录

一、国内唯一水电铝上市公司	3
1.1 一家拥有完整产业链的电解铝生产企业	3
1.2 公司具有 120 万吨电解铝产能	4
1.3 降成本增强公司盈利弹性	5
二、进军铝空气电池“蓝海”市场，打造业绩新驱动	5
2.1 铝空气电池市场：千亿蓝海待开发	5
2.2 铝空气电池业务：产业化正当时，放量现曙光	7
三、整合上游原料及能源，成本优势中国独一家	8
3.1 资源保障能力强，凸显公司原料成本优势	8
3.2 水电价下调+火电成本上升，凸显公司能源成本优势	10
四、估值评级：目标价 8.92 元/股，首次覆盖给予买入评级	11
五、风险提示	12

图表目录

图表 1：云南国资委是公司实际控制人	3
图表 2：公司主要产品列表	3
图表 3：公司国内外铝土矿资源 2.9 亿吨	4
图表 4：2020 年公司自给率 108%	4
图表 5：2015 年公司电解铝产能利用率达到 100%	5
图表 6：2016 年上半年公司营业收入减 5.2%	5
图表 7：2016 年上半年公司净利润增 107%	5
图表 8：铝空气电池外形图	6
图表 9：铝空气电池内部结构一览	6
图表 10：铝空气电池的能量密度超过铅酸电池的 10 倍	6
图表 11：铝空气电池的使用寿命是铅酸电池的 10 倍	6
图表 12：2016-2020，预计每年铁塔基站新增超过 40 万座	7
图表 13：相较铅酸电池，铝空气电池性价比优势显著	7
图表 14：铝空气电池研发及产业化步骤一览	8
图表 15：中国铝土矿资源仅占全球 7%	9
图表 16：铝土矿进口量与国产量持平	9
图表 17：使用国产铝土矿的成本构成	9
图表 18：使用进口铝土矿的成本构成	9
图表 19：2016 年氧化铝上涨 56%至 2500 元/吨	10
图表 20：公司用电价格预计 2017 年将降至 0.28 元/千瓦时	10
图表 21：动力煤价格年内涨 101%至 611 元/吨	11
图表 22：可比公司盈利和估值水平预测	11

一、国内唯一水电铝上市公司

云铝股份是一家由云南省国资委持股 49% 的上市公司，主要从事铝土矿开采、氧化铝生产、铝冶炼、铝加工及铝用炭素的生产。公司秉承“拓展两头，优化中间”的发展战略，整合了文山和老挝游铝土矿资源 2.9 亿吨，开拓了下游铝箔、铝空气电池等铝深加工产业，优化了 120 万吨电解铝产能的盈利能力。

1.1 一家拥有完整产业链的电解铝生产企业

云南铝业股份有限公司前身是云南铝厂，始建于 1970 年，1998 年整体改制成立股份有限公司，并在深圳证券交易所成功上市。云南省国资委是云铝股份的实际控制人，通过云南省冶金集团间接持有公司 49% 股权。

图表 1：云南国资委是公司实际控制人

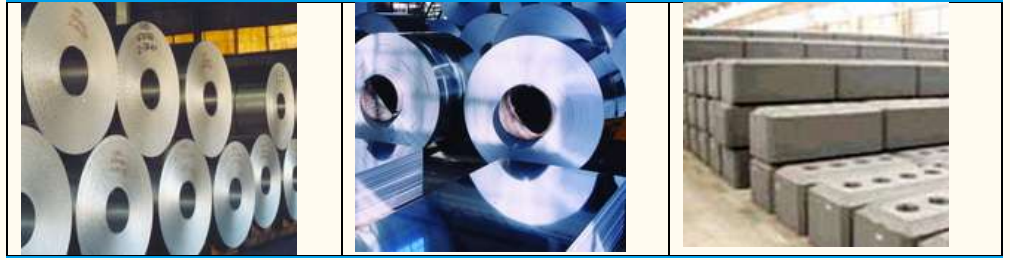


来源：公司公告、国金证券研究所

公司的主要业务为铝土矿开采、氧化铝生产、铝冶炼、铝加工及铝用炭素生产，形成了集铝土矿、氧化铝、电解铝、铝加工及铝用炭素生产为一体的完整产业链。公司主要产品包括氧化铝、铝用炭素、重熔用铝锭、铝圆杆、铝合金方棒、铝板带、铝箔。

图表 2：公司主要产品列表

重熔用铝锭	铸造铝合金棒	电工圆铝杆
铝铸轧卷	冷轧板	碳素



来源：国金证券研究所

1.2 公司具有 120 万吨电解铝产能

公司国内外铝土矿资源 2.9 亿吨，后续增储潜力巨大。目前公司在省内探获的铝土矿资源量达 1.5 亿吨，预计“十三五”期间省内还将实现资源增储 3 亿吨以上；同时，公司目前掌控老挝南部波罗芬高原 148.76 平方公里采矿权，现已探获的铝土矿资源 1.4 亿吨，预计后续增储潜力较大。

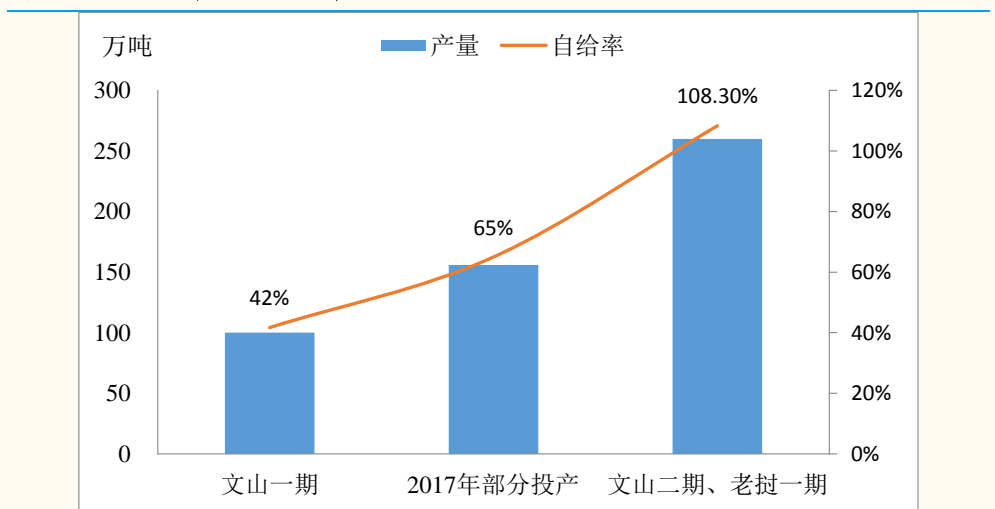
图表 3：公司国内外铝土矿资源 2.9 亿吨

项目	铝土矿（万吨）	铝硅比	品位（三氧化二铝）
老挝（第一阶段）	6741	8.47:1	39%
老挝（第二阶段）	7371	9.51:1	41%
文山	15000	6-8:1	一水铝土矿

来源：公司公告、国金证券研究所

定增项目保障氧化铝自给率超 100%。公司现有文山铝业一期 100 万吨的氧化铝产能；去年定增的文山二期项目年产 60 万吨氧化铝，预计今年底投产；此外，中老铝业的 100 万吨氧化铝项目 2020 年才会投产。项目完全投产后，公司氧化铝产能 260 万吨，按照每吨铝耗 2 吨氧化铝计算，原料自给率高达 108%。

图表 4：2020 年公司自给率 108%



来源：公司公告、国金证券研究所

公司目前拥有 120 万吨电解铝产能。其控股子公司泽鑫铝业 30 万吨、润鑫铝

业 15 万吨、涌鑫铝业 30 万吨、沥鑫铝业 15 万吨、泓鑫铝业 30 万吨。截止 2015 年，公司电解铝产能完全投产，产能利用率 100%。

图表 5：2015 年公司电解铝产能利用率达到 100%

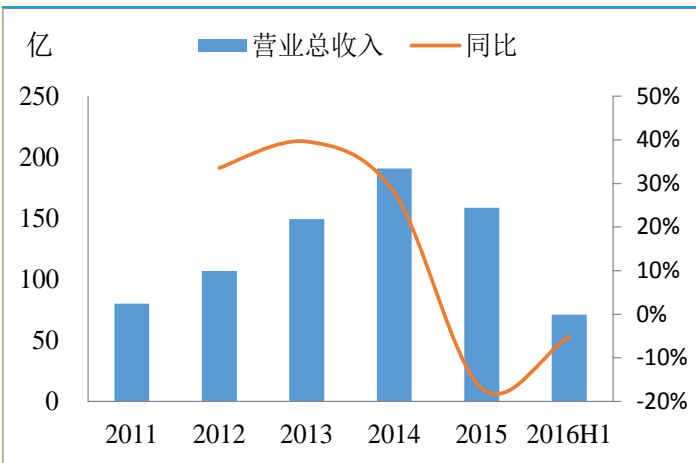
铝产品产销量	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
铝产品生产量 (万吨)	63.9	92.2	110.7	120.7
同比		44%	20%	9%
铝产品销售量 (万吨)	67.6	90.6	109.4	122.1
同比		34%	21%	12%

来源：公司公告、国金证券研究所

1.3 降成本增强公司盈利弹性

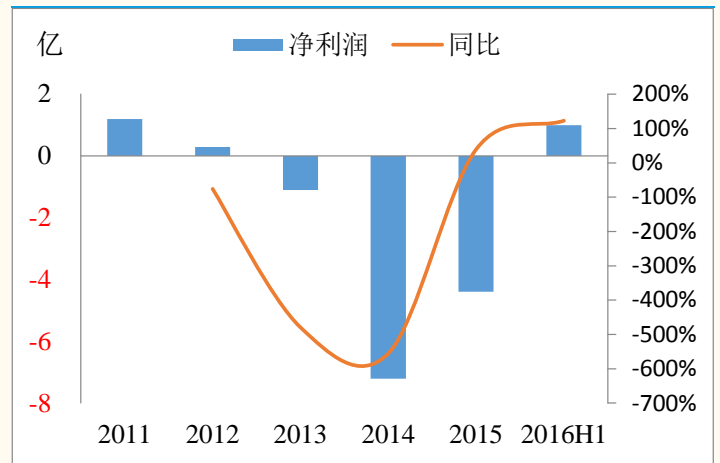
整合上游降低成本，公司盈利弹性增强。公司的成本具有天然优势，一方面是自产铝土矿产氧化铝自给率将逐步达到 100%，另一方面是公司使用的水电价格在目前 0.278 元/千瓦时基础上还有下降空间。

图表 6：2016 年上半年公司营业收入减 5.2%



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：2016 年上半年公司净利润增 107%



来源：公司公告、国金证券研究所

二、进军铝空气电池“蓝海”市场，打造业绩新驱动

铝空气电池具有“能量密度高、使用寿命长、环保无污染”的优点，若未来能在国内通讯基站领域成功替代铅酸电池，每年需求量可达到 140 万套/年，年产值可达 700 亿元。目前，公司与创能公司共同成立云铝慧创绿能电池公司，正式推动铝空气电池的产业化。首期投资建设 20MV 铝空气电池生产线，对应铝空气电池备用电源产能约 1 万套。2017 年或将成为订单收获之年。

2.1 铝空气电池市场：千亿蓝海待开发

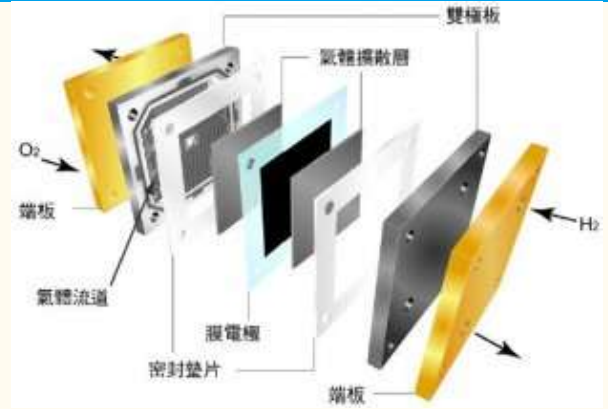
铝空气电池是一种新型的环保电池。铝空气电池以高纯度铝 Al (含铝 99.99%) 为负极、氧为正极，以氢氧化钾 (KOH) 或氢氧化钠 (NaOH) 水溶液为电解质。铝摄取空气中的氧，在电池放电时产生化学反应，铝和氧作用转化为氧化铝。

图表 8：铝空气电池外形图



来源：网络图片，国金证券研究所

图表 9：铝空气电池内部结构一览



来源：网络图片，国金证券研究所

铝空气电池是一种能量密度高、性能优越、无污染的新型电池，相比于铅酸、镍氢、锂离子电池，它具有“能量密度高、使用寿命长、环保无污染”的优点，也存在着“比功率较低、充放电较慢、自放电率较高”等技术问题有待完善。

图表 10：铝空气电池的能量密度超过铅酸电池的 10 倍

电池种类	理论开路电位 (V)	理论能量密度 (Wh/kg)	实际能量密度 (Wh/kg)
铅酸电池	2.04	170	30-45
镍氢电池	1.32	275	60-75
锌-空气电池	1.65	1353	200-300
锂离子电池	3.7	631	100-200
铝空气电池	2.73	8135	600-750

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：铝空气电池的使用寿命是铅酸电池的 10 倍

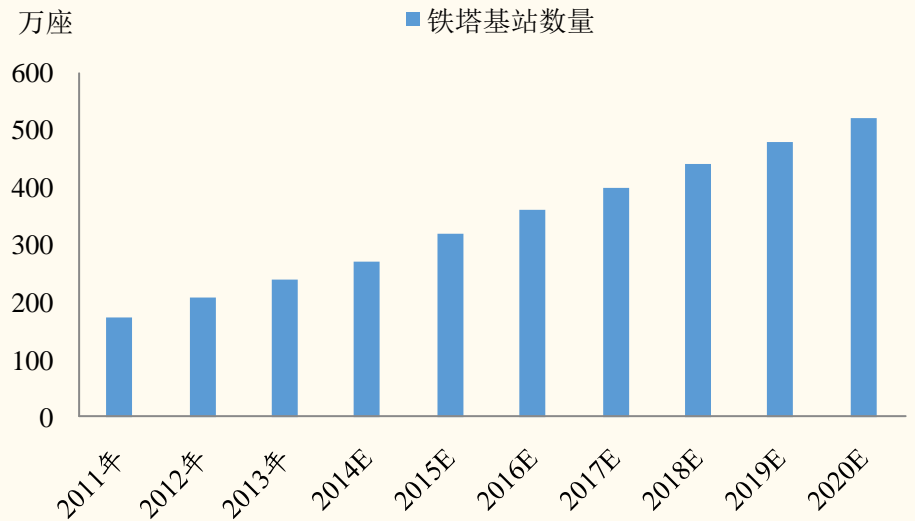
电池种类	使用寿命	搁置有无衰减
铅酸电池	2 年左右	容量下降约 40%
锂离子电池	7 年左右	容量下降约 40%
柴/汽油发电机	十一年左右	一般维护
铝空气燃料电池	20 年	能量不耗损

来源：公司公告，国金证券研究所

每年基站铁塔需求超 700 亿元。铝空气电池因其特有的能量密度大、使用寿命长等优点，有望在备用电源市场领域大规模替代铅酸电池。仅以国内通讯基站市场为例，替代空间或超千亿。

根据前瞻产业研究院发布的数据，2011-2013 年，国内的铁塔基站数量分别达到了 175 万、206.4 万、239 万座，每年新增站点不低于 30 个。2015 年，铁塔公司累计承建铁塔超过 53 万座。保守估计，到 2016 年，全国存量铁塔基站不低于 300 万座。考虑到当前我国正处于通信技术从 3G 向 4G 加速过渡的阶段，且铁塔公司已完成铁塔基站建设资源的整合，2016-2020 年，国内每年新增的铁塔基站数量或不低于 40 万座。

图表 12：2016-2020，预计每年铁塔基站新增超过 40 万座



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

目前，铁塔基站多采用铅酸电池作为备用电源，使用寿命一般为 2-3 年，对应 300 万座存量铁塔，每年的更新需求不低于 100 万套。若铝空气电池能成功替代铅酸电池，更新需求 100 万套，叠加新增铁塔需求 40 万套，合计需求量可达到 140 万套/年。

据不完全估计，一套铅酸电池的生产成本在 24000-28000 元。铅酸电池的能量密度较低，单次保障时间仅为 2-3 小时，且自放电效益较为严重，使用寿命仅为 2-3 年，用完后必须整套更换。铝空气电池的能量密度较高，单次保障时间可长达 6 小时，且使用寿命长达 20 年，到期后还可通过更换铝电极进行延续寿命，更换成本低廉，性价比优势凸显。

图表 13：相较铅酸电池，铝空气电池性价比优势显著

电池类型	单次保障时间	使用寿命	更换成本
铝空气电池	6 小时	20 年	仅铝板
铅酸电池	2-3 小时	2-3 年	整套更换

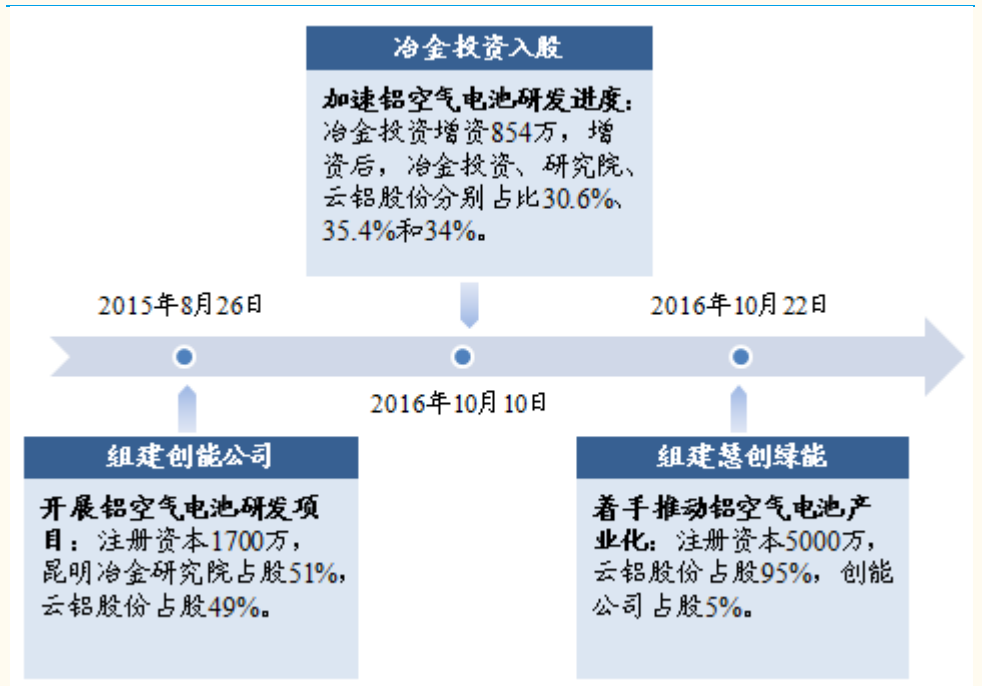
来源：国金证券研究所

2016 年 7 月，德阳东深新能源科技有限公司与中国铁塔股份有限公司德阳分公司签订了铝-空气金属燃料 UPS 铁塔基站项目合作协议，首批采购 1000 台，总金额 6000 万元。这是国内首个公开签约的铝空气电池订单。参照该协议电池售价，若假设每套铝空气电池售价 5 万元，则每年在铁塔基站领域的需求额高达 700 亿元。

2.2 铝空气电池业务：产业化正当时，放量现曙光

2015 年 8 月，公司与昆明冶金研究院合作，成立创能金属燃料电池股份有限公司，开始进行铝空气电池项目的研发。2016 年 10 月，为加快研发进度，引入冶金投资进行增资。2016 年 10 月 22 日，公司与创能公司共同成立云铝慧创绿能电池有限公司，正式推动铝空气电池的产业化。

图表 14：铝空气电池研发及产业化步骤一览



来源：公司公告，国金证券研究所

慧创绿能公司将推动建设 20MV 铝空气电池生产线（产业化一期）项目，生产产品包括：通信基站备用电源，机房备用、应急电源，新能源汽车动力电源，新能源汽车移动充电桩，其它电源（军用民用备用、应急电源）产品。我们预计，若该生产线全部用于通信基站备用电源，全年产能或对应 1 万套左右的铝空气电池。同时，慧创绿能公司也在积极拓展通信基站、机房备用、军用电源等市场，2017 年或将是铝空气电池订单的收获之年。

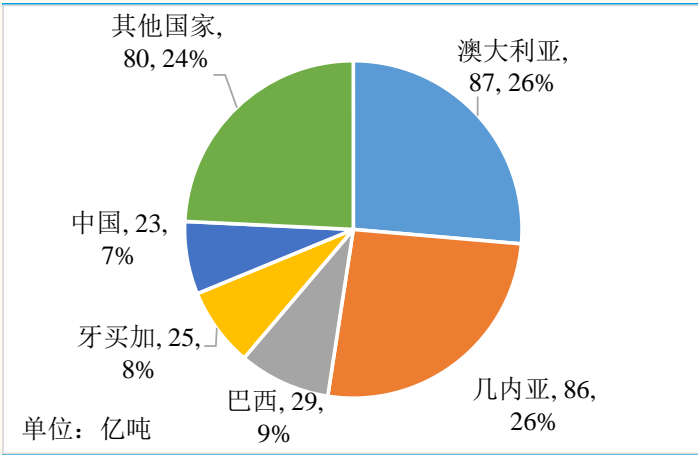
三、整合上游原料及能源，成本优势中国独一家

公司整合上游资源，到 2020 年氧化铝产能将达到 260 万吨，原料自给率超 100%；整合上游电力能源，受益于电力改革深化，用电价格有望在今年 0.278 元/度的基础上继续下行。氧化铝和电力占电解铝生产成本的 70%，中国同时拥有这两大成本优势的上市公司仅此一家。

3.1 资源保障能力强，凸显公司原料成本优势

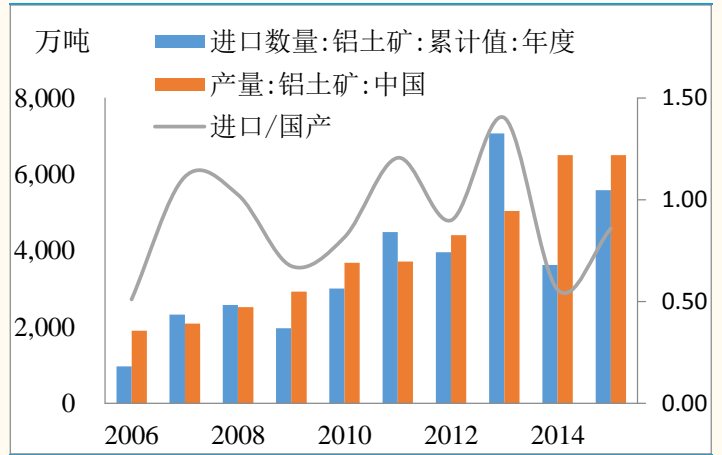
生产原料氧化铝未来将实现自产，资源保障能力强。我国铝土矿资源贫乏，满足工业经济开采的铝土矿仅占全球的 7%，60%的原料需要进口。公司是国内少数掌握丰富铝土矿资源的企业，探获的云南及老挝铝土矿资源量就有 2.9 亿吨，按文山铝业 140 万吨氧化铝产能及中老铝业 120 万吨氧化铝产能计算，资源保障周期均在 30 年以上。

图表 15: 中国铝土矿资源仅占全球 7%



来源: USGS、国金证券研究所

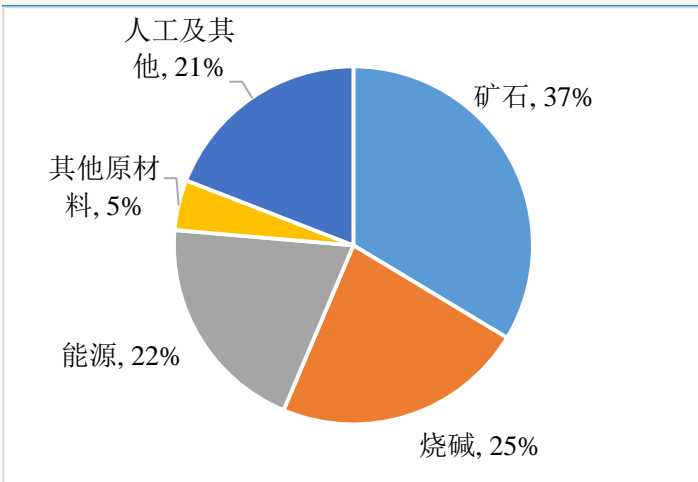
图表 16: 铝土矿进口量与国产量持平



来源: wind、国金证券研究所

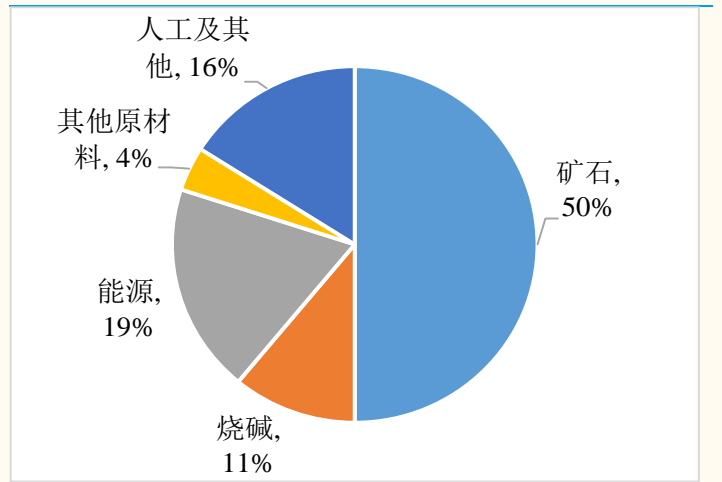
资源保障度高有助于公司成本控制。自产铝土矿具有较强的成本优势，尤其是氧化铝厂就在矿区周边，能节省大量运费。根据安泰科数据，国产铝土矿较进口铝土矿生产的氧化铝成本低 200-300 元/吨。

图表 17: 使用国产铝土矿的成本构成



来源: 安泰科、国金证券研究所

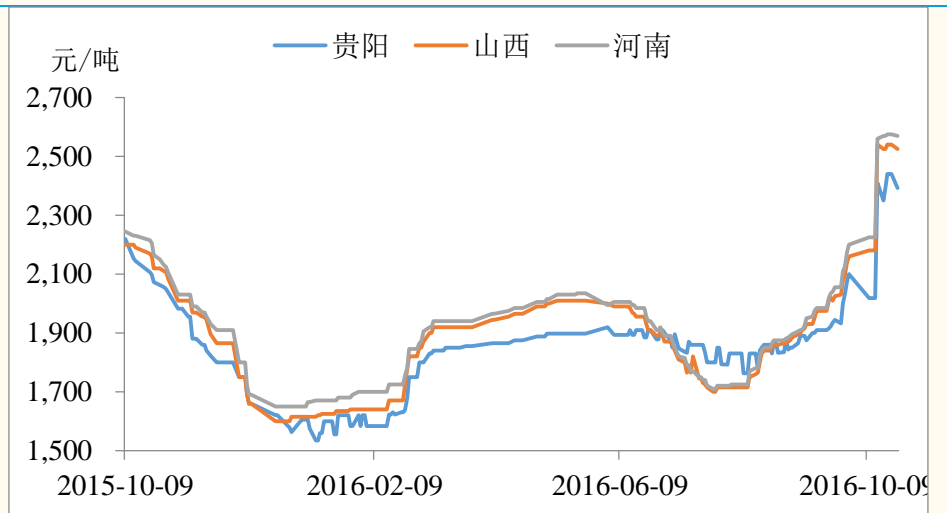
图表 18: 使用进口铝土矿的成本构成



来源: 安泰科、国金证券研究所

资源保障有助于公司抵御市场风险。中国氧化铝价格波动巨大，2016 年年内南方地区价格就上涨了 56% 至 2500 元/吨，但电解铝价格年内仅上涨 18% 至 12800 元/吨，按吨铝耗 1.95 吨氧化铝计算，仅原料就上涨 1755 元/吨。

图表 19: 2016 年氧化铝上涨 56% 至 2500 元/吨

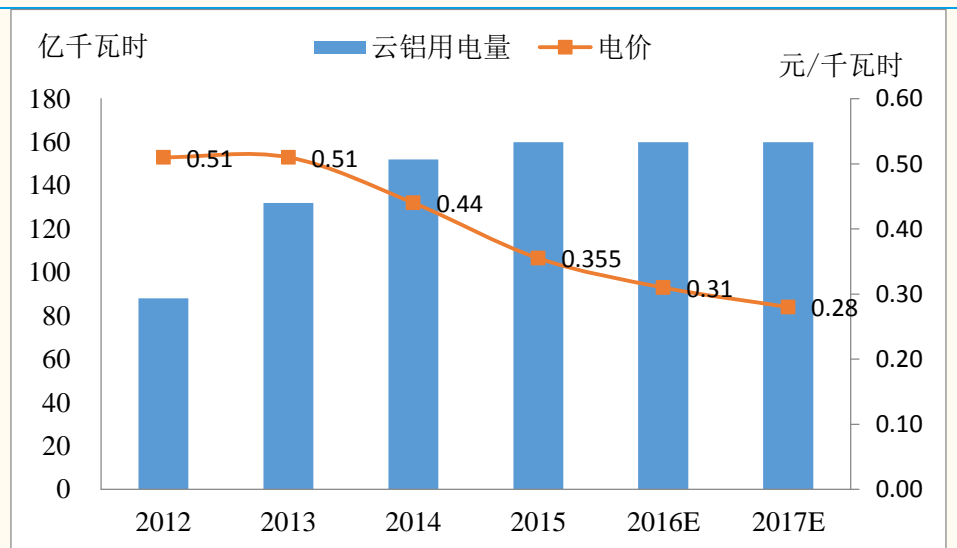


来源: wind、国金证券研究所

3.2 水电价下调+火电成本上升，凸显公司能源成本优势

弃电背景下电改深化，公司用电价格下行还有空间。云南是仅次于四川的全国第二大水电大省，2015 年水电发电 1979 亿千瓦时，占总发电量的 84%。但 2014-2015 年云南省分别弃电 120 亿千瓦时、400 亿千瓦时，且 2016 年或将弃电 600 亿千瓦时，在水电过剩被大量弃用背景下，电力体制改善逐步深入，公司用电价格呈阶梯式下降。2013 年以前为发改委定价 0.512 元/千瓦时，14 年电费降到 0.465 元/千瓦时，15 年降到 0.355 元/千瓦时。今年 6 月 1 号降到 0.2785 元/千瓦时。

图表 20: 公司用电价格预计 2017 年将降至 0.28 元/千瓦时

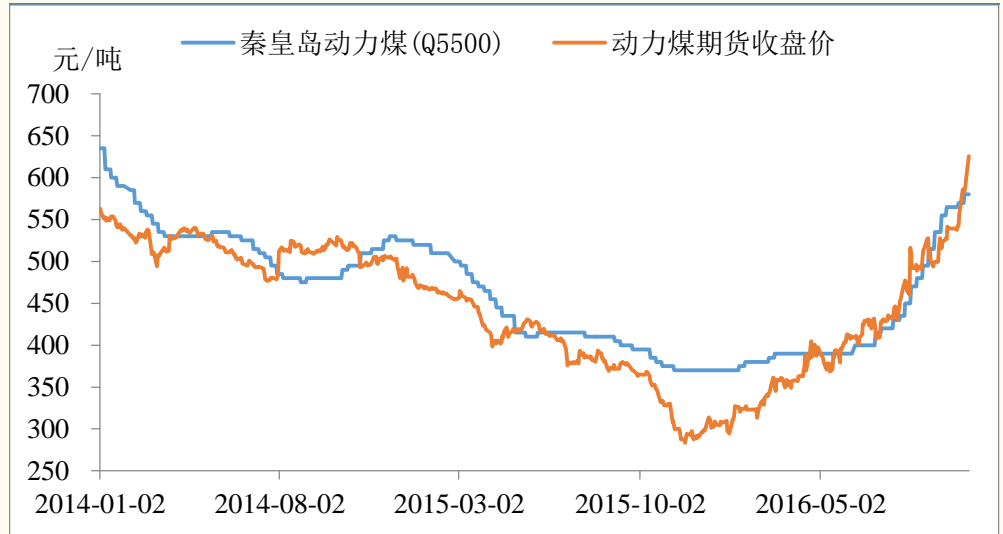


来源: 公司公告、国金证券研究所

火电动力煤涨价及环保升级凸显水电优势。中国电解铝行业 7 成产能拥有自备电厂，其中大多数又是使用动力煤的火电。今年动力煤价格大幅上涨，年内涨 101% 至 611 元/吨，折合每吨铝耗煤成本增加 1490 元。水电成本则相对固定，

尤其 2016 年丰水年份更凸显水电优势。此外，环保升级将对碳排放、污染治理增加限制，火电成本将进一步上升。

图表 21：动力煤价格年内涨 101%至 611 元/吨



来源：wind、国金证券研究所

四、估值评级：目标价 8.92 元/股，首次覆盖给予买入评级

核心假设：

(一) 电解铝业务：2016-2018 年，电解铝价格分别为 12250 元/吨、12500 元/吨、12750 元/吨；氧化铝价格分别为 1900 元/吨、2000 元/吨、2100 元/吨；用电价格分别为 0.31 元/千瓦时、0.28 元/千瓦时、0.25 元/千瓦时；毛利率分别为 13.15%、15.88%、16.73%。

(二) 空气铝电池业务：2017-2018 年，每年来自基站的铝空气电池订单为 1 万套，单套售价 5 万元，毛利率 50%

EPS 预估：2016-2018 年公司每股净利润为 0.182 元、0.361 元、0.407 元。

PE 法估值：我们选择铝板块的冶炼企业为可比公司，给予公司 8.92 元的目标价，基于可比公司 2016 年 PE 均值 49 倍，向上空间 25%，首次覆盖，给予买入评级。

图表 22：可比公司盈利和估值水平预测

名称	收盘价	预测 PE			预测 EPS		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
焦作万方	8.16	49	36	24	0.17	0.23	0.33
常铝股份	10.33	39	29	22	0.27	0.35	0.47
中孚实业	5.73	25	18	15	0.23	0.32	0.39
新疆众和	7.93	157	80	39	0.05	0.10	0.21
中国铝业	3.98	238	46	77	0.02	0.09	0.05
中值		49	36	24	0.17	0.23	0.33

来源：wind 一致性预测、国金证券研究所。备注：以上数据取自 2016 年 10 月 24 日收盘价。

五、风险提示

铝空气电池项目进展低于预期；铝价大幅下跌；电改低于预期。

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	14,928	19,093	15,852	17,163	17,974	18,275	货币资金	1,077	1,688	3,248	3,000	2,500	2,000
增长率		27.9%	-17.0%	8.3%	4.7%	1.7%	应收款项	971	608	1,045	897	939	955
主营业务成本	-14,249	-18,280	-14,735	-14,984	-15,200	-15,242	存货	2,482	2,775	2,363	2,258	2,290	2,297
%销售收入	95.5%	95.7%	93.0%	87.3%	84.6%	83.4%	其他流动资产	1,037	1,098	1,137	1,096	1,057	1,058
毛利	679	812	1,117	2,179	2,774	3,033	流动资产	5,567	6,169	7,793	7,250	6,787	6,310
%销售收入	4.5%	4.3%	7.0%	12.7%	15.4%	16.6%	%总资产	24.2%	25.3%	26.6%	25.0%	24.8%	23.7%
营业税金及附加	-6	-7	-18	-19	-20	-20	长期投资	302	301	390	391	390	390
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	15,359	15,895	18,496	18,986	19,036	18,820
营业费用	-302	-391	-434	-470	-492	-501	%总资产	66.9%	65.1%	63.2%	65.6%	69.5%	70.8%
%销售收入	2.0%	2.0%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	无形资产	1,004	1,013	1,170	1,127	1,090	1,060
管理费用	-340	-432	-457	-494	-518	-526	非流动资产	17,400	18,236	21,489	21,705	20,596	20,272
%销售收入	2.3%	2.3%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	%总资产	75.8%	74.7%	73.4%	75.0%	75.2%	76.3%
息税前利润 (EBIT)	31	-17	209	1,195	1,744	1,986	资产总计	22,967	24,405	29,282	28,955	27,382	26,582
%销售收入	0.2%	n.a	1.3%	7.0%	9.7%	10.9%	短期借款	7,565	6,941	7,933	10,337	7,959	13,875
财务费用	-528	-884	-992	-778	-874	-1,001	应付款项	3,364	4,664	7,564	7,269	7,386	7,411
%销售收入	3.5%	4.6%	6.3%	4.5%	4.9%	5.5%	其他流动负债	236	219	279	109	112	191
资产减值损失	-30	-134	-132	-2	0	0	流动负债	11,165	11,824	15,775	17,715	15,457	21,477
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	长期贷款	4,149	4,798	3,237	3,237	3,237	3,238
投资收益	1	70	-3	1	1	1	其他长期负债	2,236	3,084	3,625	825	825	825
%税前利润	-0.8%	-7.7%	n.a	0.2%	0.1%	0.1%	负债	17,550	19,706	22,637	21,777	19,518	25,540
营业利润	-526	-966	-919	416	871	986	普通股股东权益	3,899	3,429	5,617	6,151	6,837	15
营业利润率	n.a	n.a	n.a	2.4%	4.8%	5.4%	少数股东权益	1,518	1,270	1,027	1,027	1,027	1,027
营业外收支	392	61	557	44	44	44	负债股东权益合计	22,967	24,405	29,282	28,955	27,382	26,582
税前利润	-134	-905	-362	460	914	1,030	比率分析						
利润率	n.a	n.a	n.a	2.7%	5.1%	5.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	24	184	-77	-115	-229	-257	每股指标						
所得税率	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.010	-0.303	0.015	0.182	0.361	0.407
净利润	-110	-721	-439	345	686	772	每股净资产	2.533	2.228	2.958	3.240	3.601	0.008
少数股东损益	-126	-254	-468	0	0	0	每股经营现金净流	1.506	0.190	1.618	0.528	2.036	1.639
归属于母公司的净利润	16	-467	29	345	686	772	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	4.000
净利率	0.1%	n.a	0.2%	2.0%	3.8%	4.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	0.41%	-13.62%	0.52%	5.61%	10.03%	5243.4%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	0.07%	-1.91%	0.10%	1.19%	2.50%	2.91%
净利润	-110	-721	-439	345	686	772	投入资本收益率	0.14%	-0.08%	1.36%	4.16%	6.59%	7.86%
非现金支出	594	869	1,052	1,056	1,158	1,248	增长率						
非经营收益	520	611	997	-250	1,938	1,010	主营业务收入增长率	39.61%	27.90%	-16.97%	8.27%	4.73%	1.67%
营运资金变动	1,314	-466	1,462	-148	83	81	EBIT 增长率	-76.96%	-156.28%	-130.5%	472.71%	45.89%	13.86%
经营活动现金净流	2,318	292	3,072	1,002	3,865	3,111	净利润增长率	18.87%	-3002.2%	-106.3%	1074%	98.78%	12.60%
资本开支	-1,880	-1,235	-969	-261	-1,127	-957	总资产增长率	22.04%	6.26%	19.98%	-1.11%	-5.43%	-2.92%
投资	-234	-18	-112	-1	0	0	资产管理能力						
其他	32	43	-7	1	1	1	应收账款周转天数	5.2	2.9	4.9	5.0	5.0	5.0
投资活动现金净流	-2,082	-1,210	-1,088	-261	-1,126	-956	存货周转天数	53.8	52.5	63.6	55.0	55.0	55.0
股权募资	580	0	2,370	0	0	0	应付账款周转天数	52.0	51.5	79.0	80.0	80.0	80.0
债权募资	-823	754	-1,911	-406	-2,378	5,917	固定资产周转天数	291.6	254.1	373.4	365.5	356.3	355.9
其他	-301	266	-1,518	-584	-861	-8,572	偿债能力						
筹资活动现金净流	-545	1,021	-1,060	-990	-3,239	-2,655	净负债/股东权益	214.84%	235.20%	131.27%	158.45%	120.75%	1527.4%
现金净流量	-309	103	924	-248	-500	-500	EBIT 利息保障倍数	0.1	0.0	0.2	1.5	2.0	2.0
							资产负债率	76.42%	80.75%	77.31%	75.21%	71.28%	96.08%

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

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 7BD