

中孚实业 (600595.SH)

煤电铝一体化优势将继续显现

核心观点:

● 受益于铝价上涨和煤电铝一体化优势

在 2 月 6 日发布的报告《重资产系列（铝）之一：蓄势待发》中，我们阐述过铝作为 6 大产能过剩行业之一，亟需供给侧改革，或改变供需弱平衡格局，推动铝价上涨。公司拥有煤电铝一体化的完整产业链，主要产品为电解铝，成本是关键，随着煤炭自给率的提升（15 年产能利用率仅为 29%），公司煤电铝一体化优势将继续显现。

● 煤电铝一体化优势将继续显现

公司拥有“煤—电/炭素—电解铝—铝加工”的完整产业链，核心产品为电解铝，成本是关键，公司氧化铝全部外购，电力自给率 74%，炭素自给率 54%，未来成本变化主要来自于煤炭自给率的提升，公司 15 年煤炭产能 225 万吨，产量 66 万吨，自用量 10 万吨，产能利用率 29%，自给率未来有较大提升空间，煤电铝一体化优势将继续显现。

● 电解铝受益铝价上涨，深加工进入产能释放

公司电解铝产能 74 万吨、预计供给侧改革的背景下，未来铝价或将上升，公司电解铝业务受益明显。铝材业务量价齐升：1）15 年铝材产能新增 35 万吨至 75 万吨，产量 42 万吨，料产能利用率将不断提升；2）15 年公司铝材售价与铝锭售价价差为 400 元//吨左右，16 年 Q1 已增至 791 元//吨。

● 投资建议

预计未来铝价或将上升，铝材产量增加和加工费上升，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.04 元、0.22 元和 0.37 元，对应当前股价的 PE 分别为 155 倍、28 倍和 17 倍，给予公司“买入”评级。

● 风险提示:

供给侧改革进度低于预期，产能释放进度低于预期；

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,673	9,712	10,462	11,122	11,959
增长率(%)	-9.3%	0.4%	7.7%	6.3%	7.5%
EBITDA(百万元)	1,073	640	1,837	2,414	2,895
净利润(百万元)	43	-436	68	374	636
增长率(%)	105.0%	-1121.1%	115.6%	451.4%	69.9%
EPS(元/股)	0.02	-0.25	0.04	0.22	0.37
市盈率(P/E)	238	—	155	28	17
市净率(P/B)	1.9	2.6	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	16	30	9	7	5

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

6.04 元

前次评级

买入

报告日期

2017-02-27

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,742/1,742
流通 A 股市值(百万元)	10,519
每股净资产(元)	2.73
资产负债率(%)	77.21
一年内最高/最低(元)	6.85/4.60

相对市场表现



分析师: 巨国贤 S0260512050006

0755-82535901

juguoxian@gf.com.cn

分析师: 赵鑫 S0260515090002

02160759794

gzzhaoxin@gf.com.cn

相关研究:

中孚实业(600595.SH): 受 2016-07-07
 受益于铝价反弹 20160707

联系人: 姜永刚 010-59136699

louyonggang@gf.com.cn

宫帅 010-59136627

gongshuai@gf.com.cn

目录索引

公司概况	4
行业分析：改革再深化铝受益	4
中国和美国政策利好周期	4
供给侧改革再深化铝受益	5
公司分析：煤电铝一体化.....	7
煤电铝一体化的完整产业链.....	7
受益于铝价回升，公司收入和毛利明显改善	8
电解铝业务：成本优势明显.....	9
铝材业务：量（产能释放期）价（加工费提升）齐升.....	15
IDC 业务：培育新的利润增长点.....	16
投资建议	16
风险提示	16

图表索引

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 中国电解铝产量占全球的 55% (万吨)	5
图 3: 全球电解铝的增长主要在中国 (万吨)	6
图 4: 全球电解铝供需平衡 (万吨)	6
图 5: 中国电解铝供需平衡 (万吨)	7
图 6: 中孚实业铝产业链 (数据为 2015 年数据)	7
图 7: 公司收入持续改善 (万元)	8
图 8: 价格下滑是公司收入下滑的主要原因 (万元)	8
图 9: 公司盈利明显改善 (万元)	9
图 10: 氧化铝和电力是电解铝主要成本	10
图 11: 电力供应情况 (亿度) 和采购价 (不含税, 元/度)	10
图 12: 煤炭产能利用率未来提升空间大 (万吨, %)	11
图 13: 煤炭自用量与外销量 (万吨)	12
图 14: 以自用量来看, 煤炭自给率在 3%-17% (万吨)	12
图 15: 以销量代替自用量, 公司煤炭自给率在 27%-51%之间 (万吨)	13
图 16: 氧化铝采购量 (万吨) 和采购价 (不含税, 元/吨)	14
图 17: 炭素外购量 (万吨) 和采购价 (不含税, 元/吨)	14
图 18: 产能处于释放期 (万吨)	15
图 19: 铝材加工费提升明显 (元/吨, 不含税)	15
表 1: 认购方情况	16
表 2: 募集资金使用计划	16

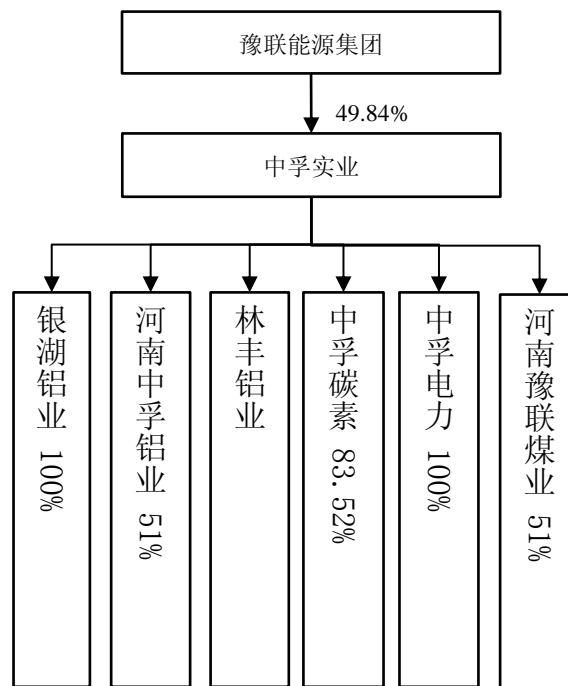
公司概况

公司成立于1993年，于2002年6月在上交所挂牌上市，截至2016年11月14日，公司总股本17.4亿股，控股股东为豫联能源集团，持股比例为49.84%，

公司主要从事电解铝及铝材的生产和销售，已形成“煤—电/炭素—铝—铝深加工”的完整产业链，目前拟非公开发行45亿资金投资建设IDC数据中心，实现多元发现。

目前公司旗下共22家子公司，涉及业务有制造，贸易，零售，投资等。其中制造型子公司11家，布局铝及铝加工产品3家，煤炭6家，碳素和电力各1家。截至2016年3月，公司现有煤炭产能255万吨。中孚电力3台火电机装机容量90万千瓦，中孚碳素年产能15万吨，铝锭74万吨，铝材78.57万吨。

图1：公司股权结构



资料来源：公司资料、广发证券发展研究中心

行业分析：改革再深化铝受益

在2月6日发布的报告《重资产系列（铝）之一：蓄势待发》中，我们详细论述过对铝行业的观点，主要结论如下：

中国和美国政策利好周期

美国共和党执政开启重资产周期：2016年7月26日，我们发布报告《浅谈政党

轮替与商品周期》,前瞻性的提出重资产重期,两党轮替执政,轻重资产泡沫互现,共和党执政,重资产泡沫显现。

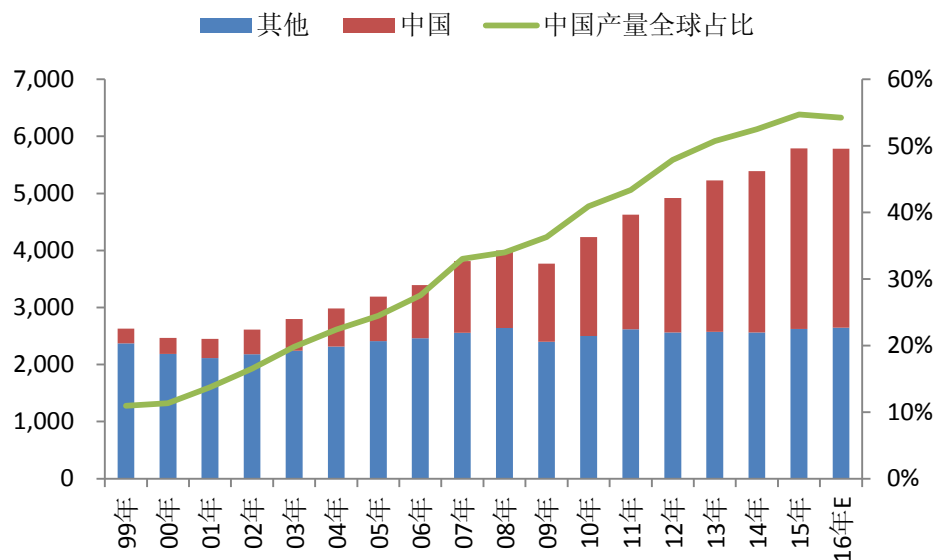
中国供给侧改革利好周期: 供给侧改革是中国经济再跨越的基础,中国经济希望跨越,必须打破以破坏环境、消耗资源为主的恶性竞争,通过行政的手段强力去产能是目前最有效的方式,为防止死灰复燃,去产能同时必须辅以严格的环保政策和适当的新兴产业扶持政策,这样执行到位才可以提升企业盈利和实现产业升级,实现中国加工产业的国际品牌、声誉和利润提升,实现中国经济的再跨越。

供给侧改革再深化铝受益

如果供给侧改革是中国经济再跨越的基础,这就势必使得供给侧改革要在多个行业进行而远非煤炭钢铁2个行业。媒体报道的6大过剩产业亦有望在2017年逐步展开。甚至于,6大过剩产业之外的其他过剩产业也将逐步展开供给侧改革。电解铝作为6大过剩行业之一,受益明显,主要逻辑如下:

中国电解铝产量占全球的55%。2003年中国电解铝产量占全球的20%左右,随着中国电解铝产量的快速的增长,中国电解铝产量占全球的比重不断提升,2014年占到全球的一半以上,目前中国电解铝产量占全球的55%左右。由于中国电解铝产量占全球的比重较高,如果对电解铝进行供给侧改革将对电解铝行业产生重大影响。

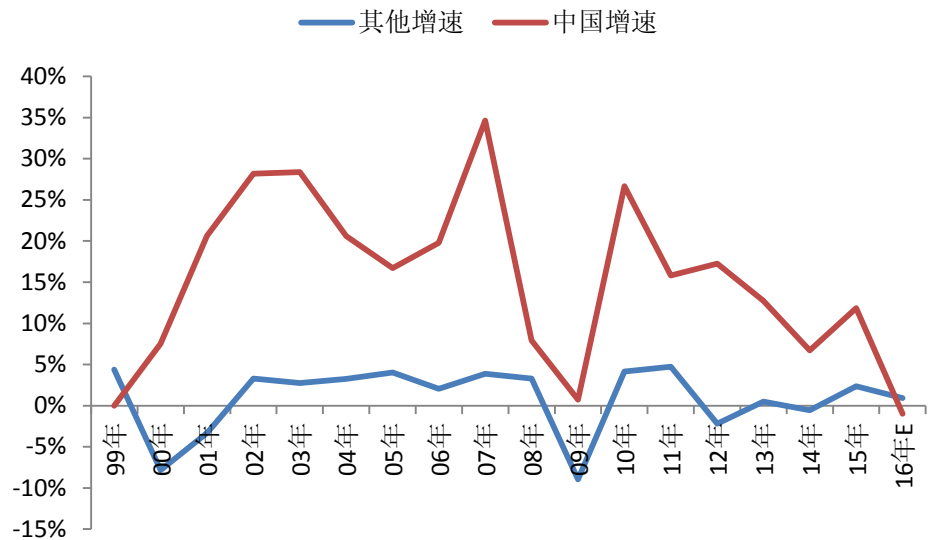
图2: 中国电解铝产量占全球的55% (万吨)



资料来源: IAI、广发证券发展研究中心

全球电解铝产量增长在中国。根据IAI的数据,2016年预计全球电解铝产量为5783万吨,其中中国产量3136万吨,占全球的54%。从增速来看,全球的增长主要在中国,其他地区产量变化不大,1999年至2016年,中国电解铝产量复合增长率在16%左右,全球其他地区同期的复合增长率在1%。电解铝的增长主要在中国,如果电解铝行业进行供给侧改革将直接影响电解铝行业供给。

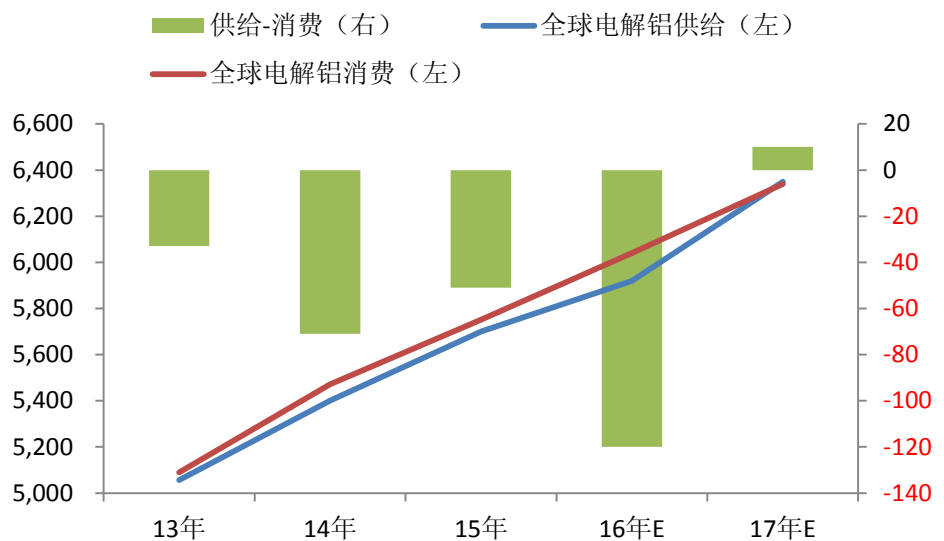
图3: 全球电解铝的增长主要在中国 (万吨)



资料来源: IAI、广发证券发展研究中心

全球电解铝为供需弱平衡市场。根据安泰科的数据,从全球来看,2016年全球电解铝短缺预计在120万吨(占2016年全球产量的比重为2%左右,2017年预计全球电解铝产量为6350万吨,过剩10万吨,可以看出全球电解铝市场处于弱平衡。

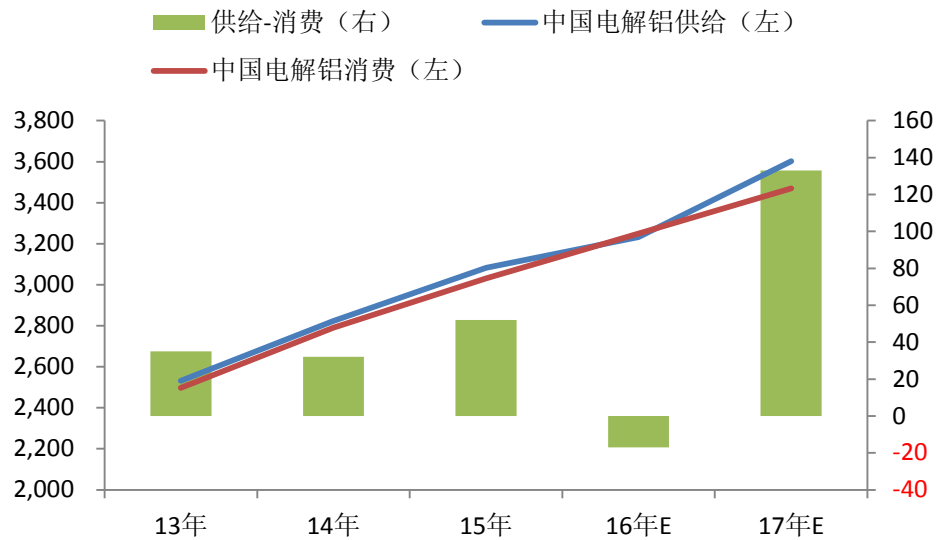
图4: 全球电解铝供需平衡 (万吨)



资料来源: 安泰科、广发证券发展研究中心

预计2017年中国电解铝过剩4%左右,需供给侧改革改善行业盈利。2016年预计中国电解铝短缺16万吨,2017年预计过剩133万吨(占2017年产量的比重预计在4%左右),可以看出中国电解铝产量2017年略有过剩,如不进行供给侧改革预计行业仍将处于微利状态,电解铝行业期待供给侧改革。

图5: 中国电解铝供需平衡(万吨)



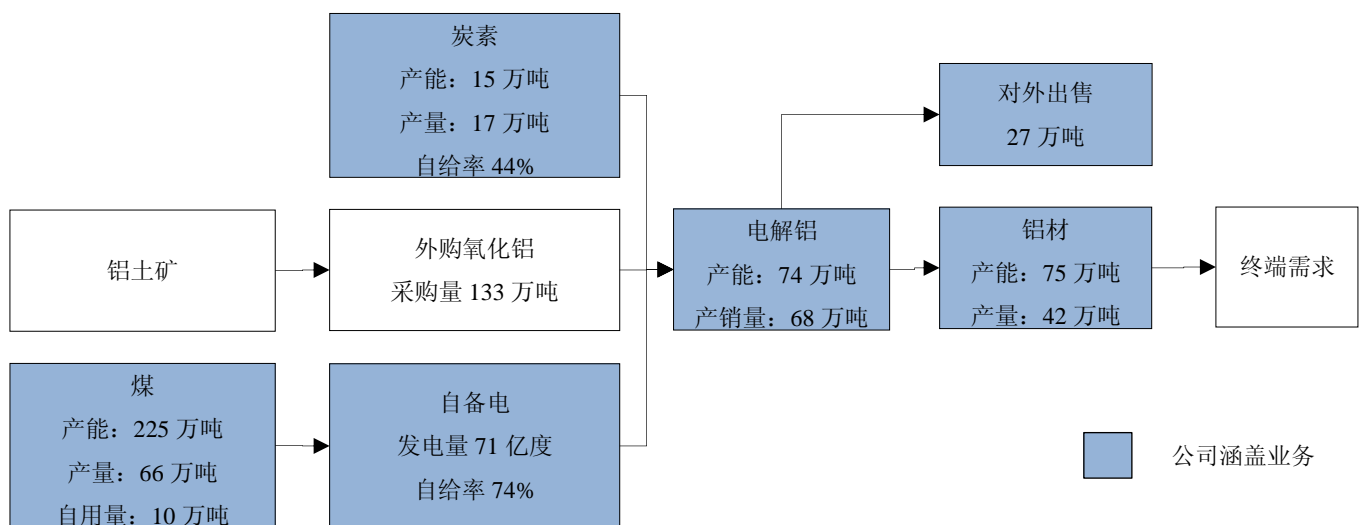
资料来源: 安泰科、广发证券发展研究中心

公司分析: 煤电铝一体化

煤电铝一体化的完整产业链

公司业务涵盖“煤—电—电解铝—深加工”等环节, 公司氧化铝全部外购, 煤炭、电力、炭素均有不同程度的自给。

图6: 中孚实业铝产业链(数据为2015年数据)

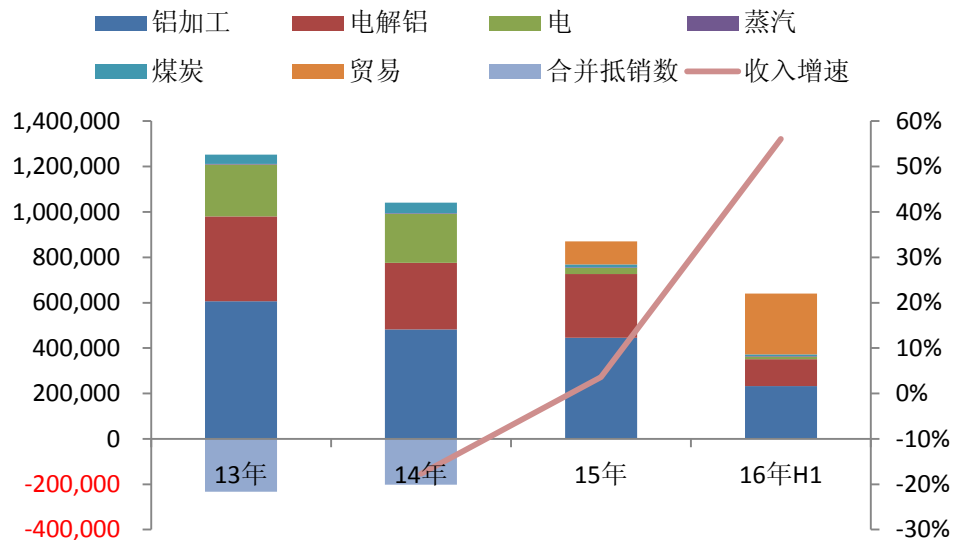


资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

受益于铝价回升，公司收入和毛利明显改善

公司主营收入持续改善。公司收入从15年起开始逐步回升，收入回升的主要原因是公司贸易业务的增加，如果扣掉公司贸易业务，2013年-2016年上半年，公司主营收入分别为102亿元，84亿元、77亿元和37亿元，同比增速分别为-18%、-8和-6%，收入仍在下滑，但负增长的程度不断收窄。

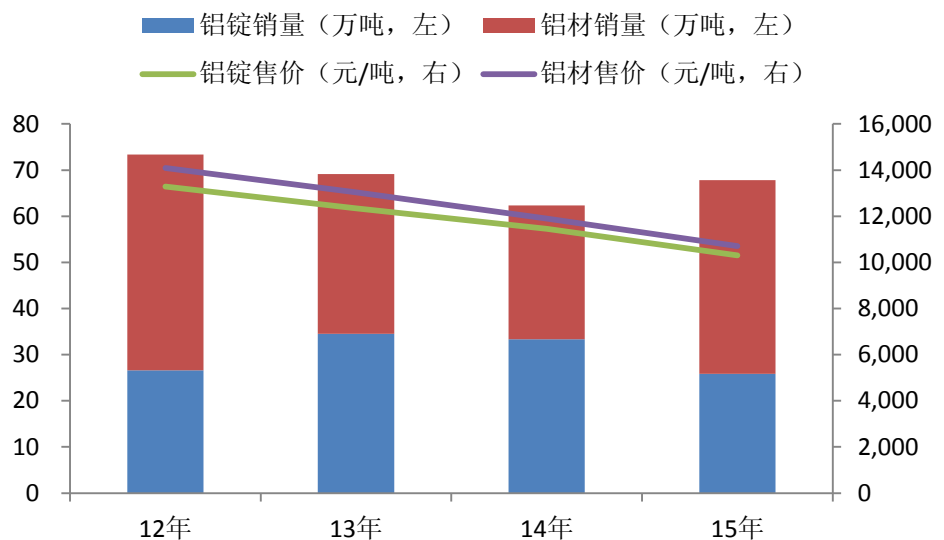
图7：公司收入持续改善（万元）



资料来源：公司年报，中报，广发证券发展研究中心

铝价下滑是公司12-15年收入下滑的主要原因。扣除贸易业务后，公司电解铝和铝材实现收入占主营收入比重的94%左右，是公司主要收来源，公司近几年电解铝和铝材销量总体比较稳定，收入下滑的主要原因是电解铝价格的下滑（2013年-2015年公司电解铝不含税售价分别为1.23万元/吨、1.15万元/吨和1.03万元/吨）。

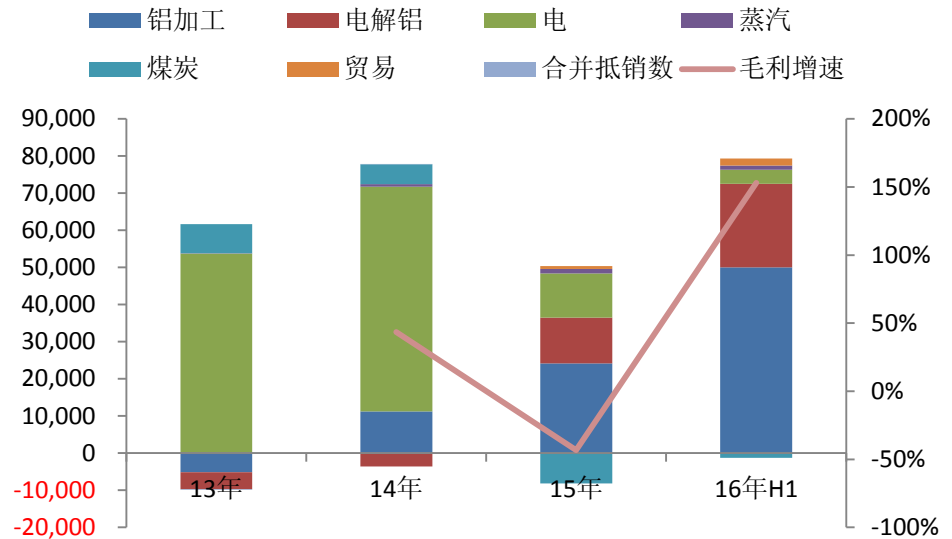
图8：价格下滑是公司收入下滑的主要原因（万元）



资料来源：公司年报，中报，广发证券发展研究中心

电解铝及铝加工盈利明显提升。2013年-2016年上半年，公司实现毛利分别为5.2亿元、7.4亿元、5.2亿元和7.8亿元，2015年公司内部抵消前毛利主要以电力为主，2015年公司披露数据为内部抵消后数据，电解铝和铝加工是公司毛利主要来源。近两年毛利的增长主要是由于铝价的回升。

图9：公司盈利明显改善（万元）



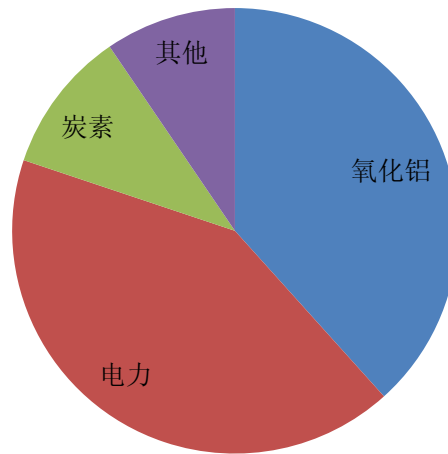
资料来源：公司年报，中报，广发证券发展研究中心

电解铝业务：成本优势明显

成本是电解铝企业的核心竞争力。电解铝是标准化产品，产品之间差异不大，同质化程度较高，因此电解铝的售价基本上为随行就市，不受企业所控制，因此电解铝企业的核心竞争力在于成本，成本低的企业，在铝价格低迷时，仍可以盈利，铝价格上行时，吨利润不断增加，盈利弹性不断增大。

电力、氧化铝和炭素是电解铝的主要成本。生产一吨电解铝需要1.92吨氧化铝，需要约1.35万度电和0.5吨炭素，公司电解铝成本占比如下：

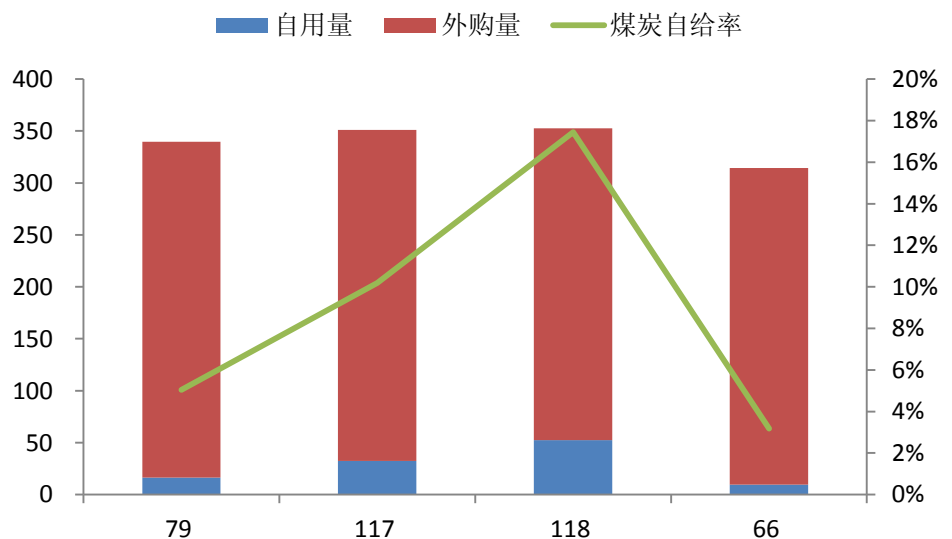
图10: 氧化铝和电力是电解铝主要成本



资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

电力自给率在74%左右。根据公司披露的数据,公司生产1吨电解铝需耗电力在1.365万度,公司2015年电解铝产量在68万吨左右,每年电力需求量在96亿度左右。公司所需电力部分自给发电,部分外购。公司全资子公司河南中孚电力拥有3台火电机组装机容量90万千瓦,2015年发电量在71亿度,按此计算公司电力自给率在74%左右(公司本部生产所需电力94%以上购自河南中孚电力,子公司林丰铝电生产所需电力全部外购)。公司电解铝产能为74万吨,如果满产需要电力100亿度,自给率仍可达71.2%。

图11: 电力供应情况(亿度)和采购价(不含税,元/度)

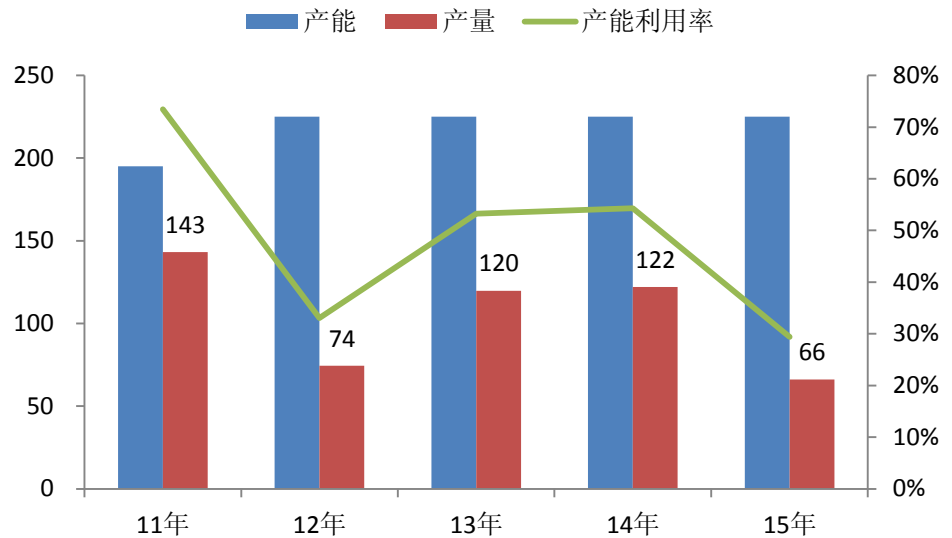


资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

布局煤炭业务。公司子公司中孚电力依靠煤炭进行火力发电,2015年发电量71亿度,基本可以满足公司本部95%的用电量,因此公司本部用电成本主要看煤炭自给率和煤炭价格变化。中孚电力发电所需煤炭部分来自子公司河南豫联煤业集团(原

名中山投资，公司持股比例51%)，部分外购。公司2011年开始布局煤炭业务，2011年5月公司以现金2.25亿元收购河南豫联中山投资控股45%股权，2011年11月公司以8000万元购河南怡诚创业投资持有中山投资15%股权(公司直接持有中山投资60%股权，通过中孚电力持有40%股权)，中山投资拥有4家煤业公司矿业权，可采煤储量为5971万吨，2012年3月，公司通过收购一三煤矿和金窑煤矿，煤炭生产能力达225万吨/年，公司2012年-2015年煤炭产量分别为74万吨、120万吨、122万吨和66万吨，产能利用率在30%-50%之间，未来有较大的提升空间。

图12: 煤炭产能利用率未来提升空间大(万吨, %)

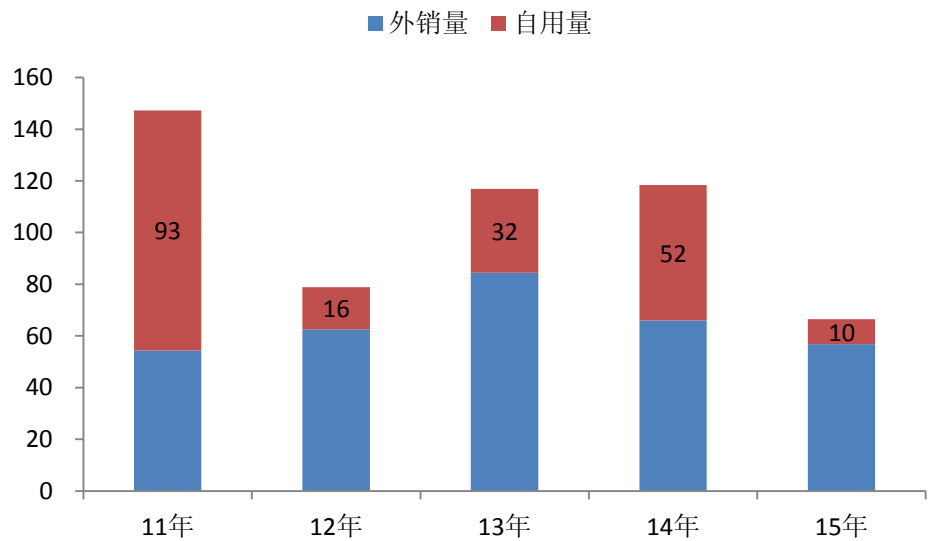


资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

注: 2015年由于煤炭价格下跌严重, 公司陆续暂停了部分高成本煤矿的生产, 截至2016年3月末仅剩金岭煤矿和广贤工贸处于生产状态, 煤炭产量合计66万吨, 同比下降46%。

公司煤炭销量与产量差异不大, 煤炭销量可以进一步分外销量和自用量, 可以看出煤炭自用量占销量的比重较小。

图13: 煤炭自用量与外销量 (万吨)

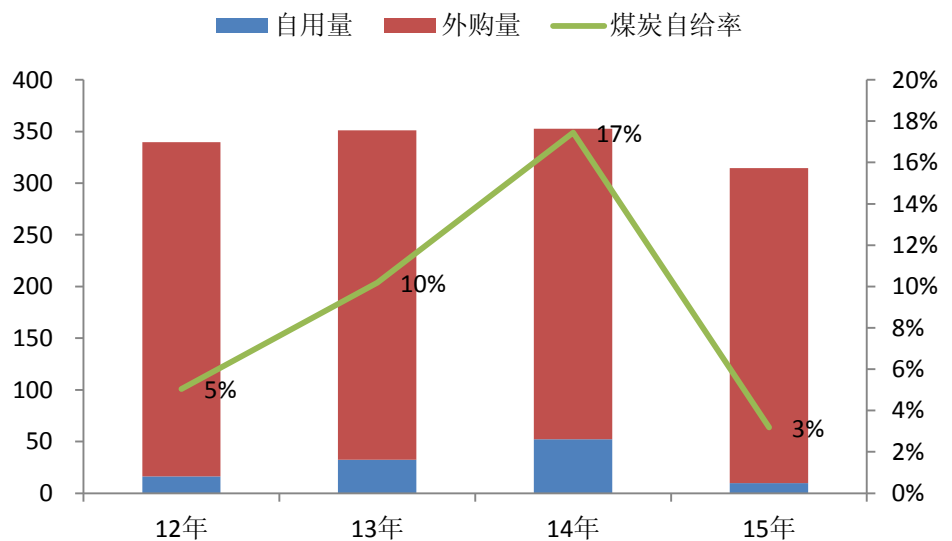


资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

注: 2015年煤炭销量合计66万吨, 同比下降44%; 其中, 由于子公司豫联煤业下属煤矿开工不足影响, 同时为了节约运费, 豫联煤业生产的部分原煤在登封当地进行销售, 故销售中孚电力生产用煤同比减少, 公司煤炭自用量同比下降81.50%, 煤炭外销量同比下降14%。

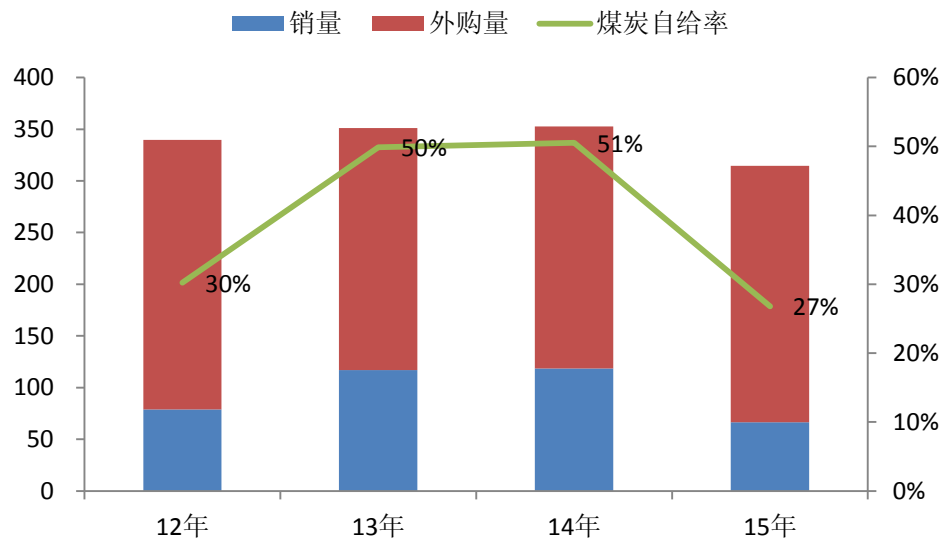
煤炭自给率, 提升空间大。2012年-2014年公司每年所需的煤炭的350万吨左右, 2015年为314万吨, 公司过去几年的自用量分别为16万吨、32万吨、32万吨和10万吨, 自用比例较低。但如果考虑到公司对外销售部分煤炭, 在中孚电力附近采购煤炭, 相当于对冲掉了公司外购煤炭的价格风险, 可以用销量代替自用量来计算公司煤炭自给率, 公司目前以销量计算的自给率在27%-51%左右。随着煤炭自给率的上升, 公司成本优势逐步体现。

图14: 以自用量来看, 煤炭自给率在3%-17% (万吨)



资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图15: 以销量代替自用量, 公司煤炭自给率在27%-51%之间 (万吨)



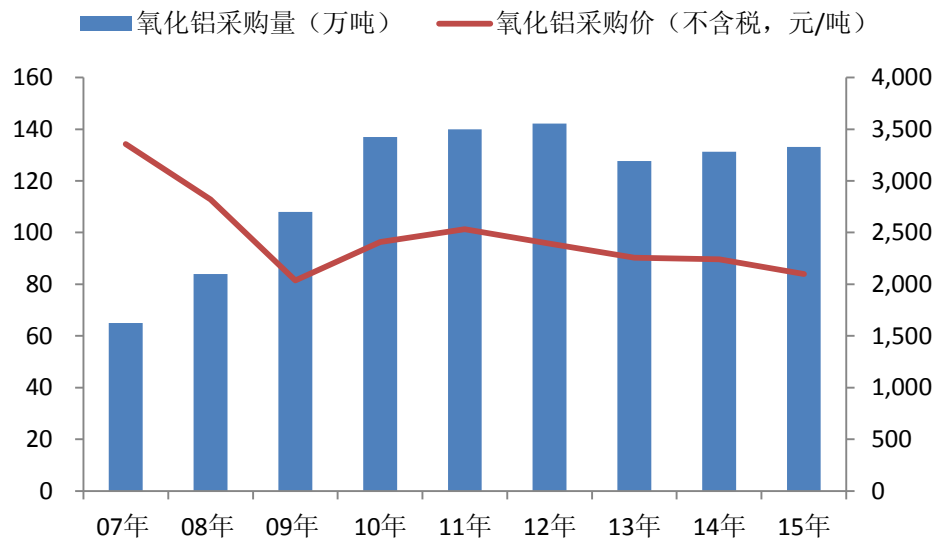
资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

子公司丰林铝业用电成本下降。直供电方面, 林丰铝业生产所需电力全部外购。2013年1-8月, 林丰铝业使用的网电价格为0.62元/度, 从2013年9月起, 作为河南省首个直供电试点企业, 公司与河南省国网公司和华润电力达成直供电协议, 电价下降到0.53元/度; 全年平均用电成本为0.59元/度。林丰铝业作为大客户直供电试点单位, 2015年电价共下降3次, 截至2015年10月电价降为0.353元/度 (2014年为0.44元/度)。

电解槽改造降低电力成本。2015年3月, 公司子公司河南中孚铝业有限公司与中国铝业郑州有色金属研究院有限公司合作, 共同研发了大型电解槽新型稳流节能技术, 从而实现直流电耗大幅降低; 计划从2015年3月开始实施, 到2017年12月, 完成改造200台。截至2016年3月已经改造完成41台电解槽, 经统计, 改造完成的稳流槽综合交流电耗平均以达到12,960kwh/t-Al以下, 平均电压3.84V以下, 实现了吨铝下降500度以上的目标。项目完全实施, 按照大修周期8年计算, 在一个检修周期内 (2015年3月~2017年12月), 预计可以增加经济效益32,000万元以上。随着项目的推进, 电解铝成本端将会有进一步的下降。

氧化铝完全外购。公司无铝土矿和氧化铝业务, 生产电解铝所需氧化铝完全外购。公司吨铝耗氧化铝基本维持在1.92吨左右, 近年每年采购氧化铝在130万吨左右, 由于氧化铝近年价格不断下滑, 公司采购氧化铝价格随之下滑。

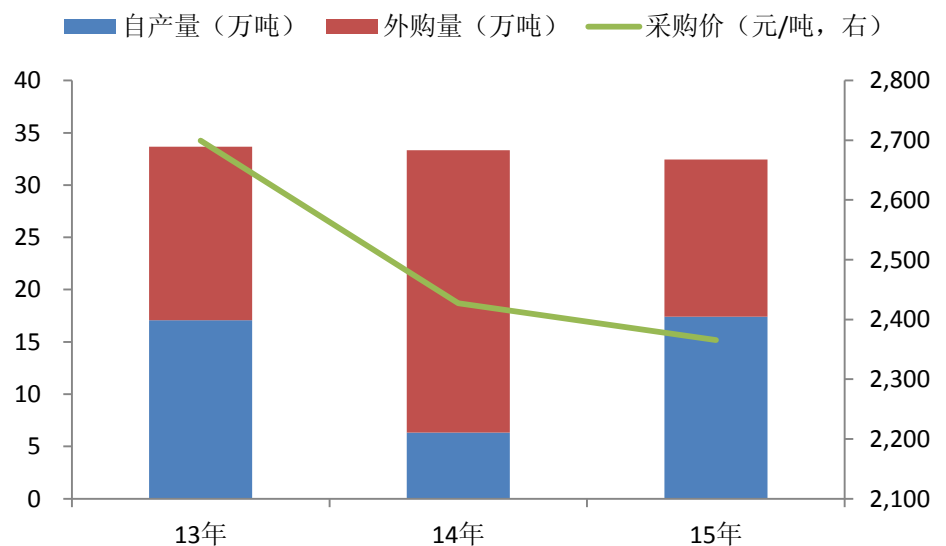
图16: 氧化铝采购量(万吨)和采购价(不含税,元/吨)



资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

炭素自给率54%左右。根据公司披露的数据,公司生产1吨电解铝需消耗阳极炭块0.46吨左右,公司每年电解铝产量在68万吨左右,即需阳极炭块在32万吨左右,2011年10月公司出资4983万元收购豫联集团持有的中孚炭素32.51%的股权,收购后持有中孚炭素比例为83.52%,中孚炭素拥有炭素产能15万吨,2015年中孚炭素生产炭素17.41万吨,按此计算公司炭素自给率在54%左右(2015年公司本部生产所需炭素85%购自中孚炭素,其余15%外购;子公司林州市林丰铝电生产所需炭素全部外购)。

图17: 炭素外购量(万吨)和采购价(不含税,元/吨)

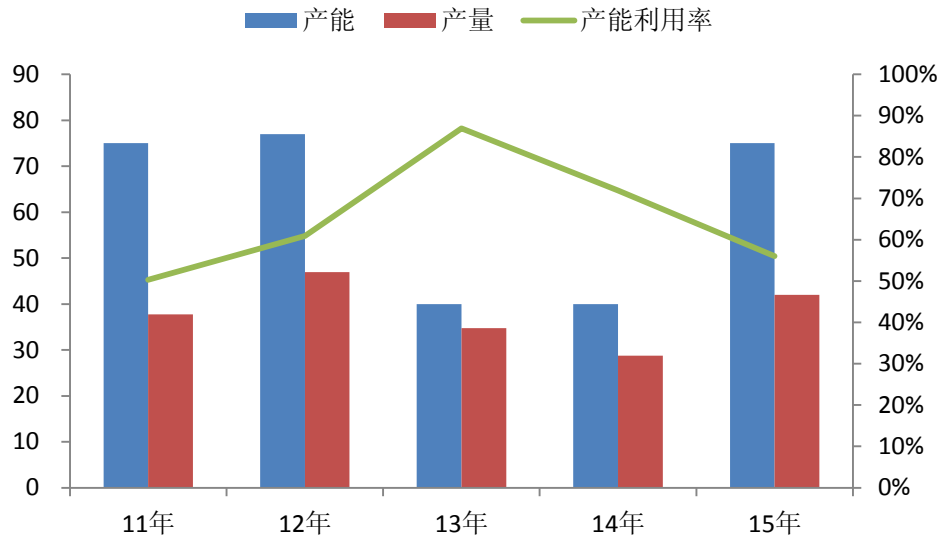


资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

铝材业务：量（产能释放期）价（加工费提升）齐升

量：铝材处于产能释放期。2014年公司产能为42万吨，随着配股募投项目中年产28万吨热连轧项目和特种铝项目和5万吨特种铝材项目于2015年9月正式投产，2015年公司铝材产能达75万吨。2015年产量仅为42万吨，产能利用率仅为56%，随着产能的陆续释放，单位折旧的减少和加工费的提升，公司盈利能力将进一步提升。

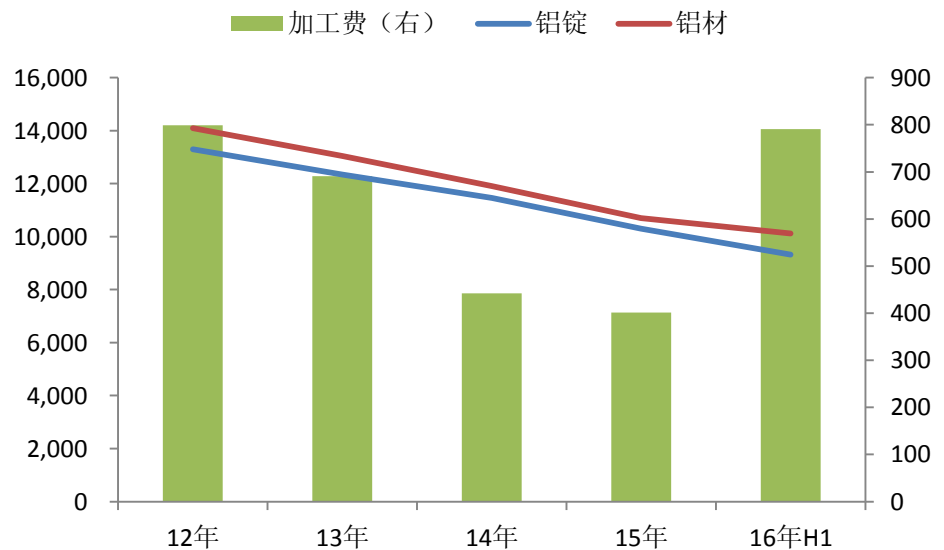
图18：产能处于释放期（万吨）



资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心

价：铝材加工费明显提升。根据公司披露的铝材和铝锭售价数据，我们可以看出，铝材的加工费明显提升。2015年铝材平均售价比铝锭高出约401元/吨，2016年Q1铝材与铝锭的价格差已达791元/吨，加工费明显上升。

图19：铝材加工费提升明显（元/吨，不含税）



资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心

IDC 业务：培育新的利润增长点

公司拟非公开发行5.54亿股募集资金不超过31.5亿元（认购价格5.69元/股），在扣除发行相关费用后，拟用于偿还有息负债及投资河南云计算数据中心项目。

表1：认购方情况

认购方	认购金额（万元）	认购数量（股）
河南豫联能源集团有限责任公司	90,000	158,172,231
厦门豫联投资合伙企业（有限合伙）	45,000	79,086,115
合恩伟业（深圳）资产管理中心（有限合伙）	45,000	79,086,115
厦门文创汇通投资合伙企业（有限合伙）	45,000	79,086,115
北京蓝巨房地产投资基金管理中心（有限合伙）	45,000	79,086,115
合计	315,000	553,602,806

资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表2：募集资金使用计划

项目名称	投资规模（亿元）	募集资金投资额（亿元）
河南云计算数据中心项目	22.6	19.0
偿还上市公司有息负债	12.5	12.5
合计	35.1	31.5

资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心

介入新业务IDC，提供新利润增长点。项目收入来源为出租机柜租金收入。数据中心建设完成后将成为大型互联网数据储存中心。项目主要功能是为客户提供主机托管、宽带出租等服务。建成之后，公司共计拥有1.2万个机柜。按照全部机柜出租来计算，年收入可达到14.15亿元，利润总额为6.5亿元，税后财务内部收益率为15.73%，建设投资回收期为6.1年。募投项目的建设运营后将成为公司新的利润增长点。

投资建议

预计公司16-18年EPS 分别为0.04元、0.22元和0.37元，对应当前股价的PE分别为155倍、28倍和17倍，给予公司“买入”评级。

风险提示

供给侧改革进度低于预期，下游需求低于预期；

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	5455	5412	5644	5618	5714
货币资金	2466	2718	2500	2500	2500
应收及预付	1530	1224	1663	1643	1715
存货	1235	1212	1242	1243	1276
其他流动资产	224	258	239	231	223
非流动资产	19713	19613	19287	19355	19565
长期股权投资	903	430	430	430	430
固定资产	9595	11823	11582	11686	12122
在建工程	5157	3314	3714	3914	4014
无形资产	2910	2440	2232	1989	1679
其他长期资产	1149	1606	1329	1335	1320
资产总计	25168	25025	24931	24973	25279
流动负债	12059	13820	13515	12961	12346
短期借款	2382	3174	3494	2788	1780
应付及预收	8178	8495	8073	8262	8676
其他流动负债	1499	2151	1947	1912	1890
非流动负债	6942	5502	5544	5563	5576
长期借款	3249	2746	2746	2746	2746
应付债券	2920	2140	2140	2140	2140
其他非流动负债	772	616	658	677	690
负债合计	19001	19322	19059	18524	17922
股本	1742	1742	1742	1742	1742
资本公积	3091	2814	2814	2814	2814
留存收益	643	207	275	650	1286
归属母公司股东权	5476	4763	4831	5205	5842
少数股东权益	689	939	1041	1243	1516
负债和股东权益	25166	25025	24931	24973	25279

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	9673	9712	10462	11122	11959
营业成本	8848	9241	8940	8991	9342
营业税金及附加	27	19	26	27	28
销售费用	25	26	28	29	32
管理费用	342	335	361	387	413
财务费用	966	893	902	914	858
资产减值损失	61	499	34	4	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	37	8	13	19	14
营业利润	-558	-1293	183	790	1287
营业外收入	372	25	90	90	90
营业外支出	9	9	20	20	20
利润总额	-196	-1276	253	860	1357
所得税	-17	-157	84	284	448
净利润	-179	-1119	170	576	909
少数股东损益	-222	-684	102	202	273
归属母公司净利润	43	-436	68	374	636
EBITDA	1073	640	1837	2414	2895
EPS (元)	0.02	-0.25	0.04	0.22	0.37

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1441	868	976	1948	2311
净利润	-179	-1119	170	576	909
折旧摊销	641	548	730	726	750
营运资金变动	144	112	-701	174	248
其它	836	1326	776	472	404
投资活动现金流	-257	535	-539	-673	-848
资本支出	-256	-121	-552	-692	-861
投资变动	-1	656	13	19	14
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1920	-1123	-655	-1276	-1464
银行借款	5105	7032	320	-707	-1008
债券融资	-5733	-6863	-367	20	47
股权融资	10	0	0	0	0
其他	-1301	-1292	-608	-589	-503
现金净增加额	-735	280	-218	0	0
期初现金余额	3845	2466	2718	2500	2500
期末现金余额	3109	2746	2500	2500	2500

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	-9.3	0.4	7.7	6.3	7.5
营业利润增长	50.0	-131.6	114.2	330.6	62.9
归属母公司净利润增长	105.0	-1,121.	115.6	451.4	69.9
获利能力(%)					
毛利率	8.5	4.8	14.6	19.2	21.9
净利率	-1.9	-11.5	1.6	5.2	7.6
ROE	0.8	-9.1	1.4	7.2	10.9
ROIC	3.3	0.7	6.0	9.3	11.8
偿债能力					
资产负债率(%)	75.5	77.2	76.4	74.2	70.9
净负债比率	1.1	1.2	1.2	1.0	0.7
流动比率	0.45	0.39	0.42	0.43	0.46
速动比率	0.30	0.27	0.28	0.30	0.32
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.39	0.42	0.45	0.48
应收账款周转率	20.48	35.10	22.86	24.78	26.64
存货周转率	6.96	7.55	7.20	7.23	7.32
每股指标(元)					
每股收益	0.02	-0.25	0.04	0.22	0.37
每股经营现金流	0.83	0.50	0.56	1.12	1.33
每股净资产	3.14	2.73	2.77	2.99	3.35
估值比率					
P/E	238.4	-28.2	154.9	28.1	16.5
P/B	1.9	2.6	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	15.7	29.8	9.5	6.9	5.4

广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。
- 赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。