中国铝业(601600)/工业金属 浴火重生的十年，维持“买入”评级

评级：买入(维持)

市场价格：8.09

目标价格：15

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

Email：xiehh@r.qlzq.com.cn

联系人：张强

电话：0755-22660869

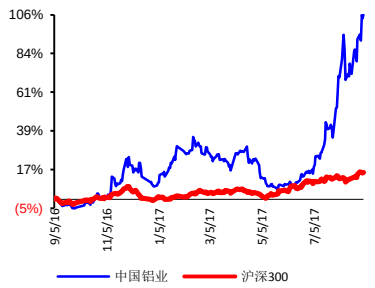
Email：zhangqiang@r.qlzq.com.cn

感谢刘洪吉对本报告的贡献

基本状况

总股本(百万股)	14.904
流通股本(百万股)	14,904
市价(元)	8.09
市值(百万元)	120,572
流通市值(百万元)	120,572

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	123,475	144,066	156,263	173,528	181,135
增长率 yoy%	-13.05%	16.68%	8.47%	11.05%	4.38%
净利润	149	402	3,750	9,985	15,136
增长率 yoy%	0.1%	0.3%	2.4%	5.8%	8.4%
每股收益（元）	0.01	0.03	0.25	0.67	1.02
每股现金流量	0.49	0.77	0.92	1.54	1.98
净资产收益率	0.35%	1.00%	8.52%	18.50%	21.90%
P/E	498.39	156.26	32.15	12.08	7.97
PEG	4.94	0.91	0.04	0.07	0.15
P/B	1.77	1.56	2.74	2.23	1.74
备注：					

投资要点

- **2007-2017，浴火重生的十年：**受金融危机及不断加剧的电解铝过剩局面的影响，企业经营日艰；**15 年是一个重要转折点**，通过“以资源为依托发展氧化铝，以能源为依托发展电解铝，动态成本考核、实行成本节约分享-超额累进激励法”等行之有效的方法，公司不断优化产业布局的同时又不断激发员工积极性，**电解铝、氧化铝生产成本分别从之前的全行业 70%分位下降至 40-45%分位，逆势扭亏为盈。**

- **供给侧改革将推动电解铝行业“逆转”：**在我们的理解中，广义的电解铝供给侧改革供包括三个方面，1）严控新增产能；2）清理违规产能；3）环保错峰生产；通过供改“三重门”，电解铝将一改“进退不畅、供给超速扩张”的顽疾，真正实现从常态过剩到常态不足。（具体测算参见正文部分）

- **电解铝全产业链布局进一步深化，公司将充分受益：**通过强有力的供给侧改革实现电解铝行业供需结构逆转的同时，环保等投入势必加大，原料、生产和运行成本也将应声抬升。这也就意味着具备全产业链优势的龙头企业受益最深，中国铝业无疑将充分受益于此。

  更进一步，我们想强调的是，随着公司自有合规电解铝产能的扩建（均集中在内蒙古、山西、广西等能源和原料基地），其外销氧化铝量会不断减少，从产业链角度，公司已然将要成为很纯粹的“铝土矿-氧化铝、碳素-电解铝”产业链一体化生产型企业；成本和布局亦将进一步得到优化。

- **业绩预测与投资建议：**在电解铝价格 2017/2018/2019 年分别为 15000/17000/18000 元/吨，氧化铝/电解铝比率为 18%的假设下，公司 2017/2018/2019 年净利润分别为 38/100/151 亿元，对应 EPS 分别为 0.25/0.67/1.0 元，目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 32x/12x/8x，**维持“买入”评级！**

  根据我们的模型，**电解铝价格每上涨 1000 元，公司净利润增加 20 亿元；氧化铝价格每上涨 100 元，公司净利润增加 7 亿元。**（备注：这里我们将公司产业链拆分为 1）内销氧化铝-电解铝产业链； 2）外销氧化铝两部分，具体弹性测算亦请参见正文）

- **风险提示：**违规产能退出不及预期；公司建设项目不及预期的风险；宏观经济波动的风险；关于报告中的敏感性分析是在其他成本相对不变的情况下作出的测算，如果成本控制超出预期，会使得测算的弹性下降。

内容目录

从 2007 到 2017，中国铝业“浴火重生”的十年 - 3 -
供给侧改革，电解铝行业有望迎来“逆转” - 4 -
电解铝之殇 - 4 -
供给侧改革之“三重门” - 5 -
从常态过剩到常态短缺 - 8 -
中国铝业将充分受益于这一变革 - 9 -
产业链布局是关键：从铝土矿到电解铝，全产业链受益 - 9 -
中国铝业业绩弹性有多大？ - 10 -
投资建议：“中国铝业”第一股，维持“买入”评级 - 11 -
风险提示 - 11 -

从 2007 到 2017，中国铝业“浴火重生”的十年

■ **浴火：受金融危机及电解铝供给过剩影响，企业经营日艰**

作为第一家，也是目前唯一一家国内、外同时上市的电解铝企业，中国铝业历史上的辉煌可见一般——2007 年实现净利润 102 亿元，通过自身产能的释放以及一系列的并购，早在 10 年前就一跃成为全球第二大氧化铝、第四大电解铝供应商。

图表 1：2001-2017，中国铝业公司部分发展历程一览表

时间	事件	备注
2001/08/16	中国铝业股份有限公司创立大会在京举行	股份公司成立
2001/12/12	中国铝业股份有限公司股票在香港、纽约正式挂牌交易	海外上市
2005-2006	收购兰州铝业28%、焦作万方29%、遵义铝业66.4%、华宇铝电55%、白银红鹭铝业51%、收购抚顺铝厂等	开展大规模并购
2006/12	氧化铝、电解铝产能分别达到900和248万吨，5年时间成为世界第二大氧化铝、第四大电解铝供应商	
2007/04/30	换股吸收合并山东铝业、兰州铝业两家上市公司，中国铝业正式登陆A股	A股上市
2007/12/26	以换股吸收合并的方式回购包头铝业股票，包头铝业正式纳入中国铝业股份有限公司，成为其全资子公司	07年净利润达到102亿元
2008/05	收购陇兴铝业、中铝西南铝冷连轧、河南铝业、中铝瑞闽、中铝西南铝板带及华西铝业	继续大规模并购
2009/12	受金融危机及铝价同比大幅回落的影响，出现上市以来的低点；开始实施内部机构改革，如内部退养计划等措施	09年亏损46亿元
2010-2011	继续严控内部开支，但由于行业过剩，电解铝价格一直低迷，利润有所恢复但基本属于盈亏平衡线附近	
2012/12	调结构财务成本上升、印尼限制铝土矿出口氧化铝成本上升；完成西芒杜铁矿注资（40%），宁夏发电71%股权收购等	12年亏损82亿元
2013/12	调整发展思路，重点发展氧化铝，优化电解铝；转让铝加工企业股权以及铁矿股权等；包头自备电厂14年建成	
2014/12	进一步围绕"控亏增盈保增长和瘦身调整实现扭亏脱困"开展工作；并对部分长期资产进行了大额减值计提	14年亏损162亿元
2015/12	内部进一步挖潜和改革，包括“集中采购、统谈分签等”采购原料，实施弹性生产、关停亏损线，协议工资，竞争上岗等	扭亏为盈，实现净利2.1亿元
2016/12	全力实施降本增效，创新预算和考核体制（三挂钩）；进一步多渠道分流，提升生产效率，人员较10年减少近40%	氧化铝、电解铝成本降至50%分位
2017/06	创新实施动态成本考核机制，对铝生产企业实行“成本节约分享”超额累进激励办法；增加高附加值产品产量等	成本继续下降至45%分位以下

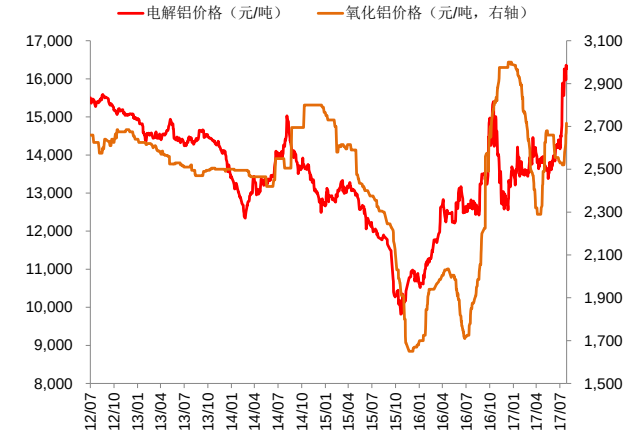
来源：公司网站、公司公告、中泰证券研究所

但随着 07 年金融危机的爆发，更重要的是国内电解铝产能不断大规模投放，电解铝行业供给过剩成为一种“常态”；尽管企业一直试图通过“降本”来“增效”，但收效并不显著，企业利润呈现出“赢少亏多”的局面。

■ **重生：15 年成为重要分水岭，产业布局和内部挖潜成效逐渐显现**

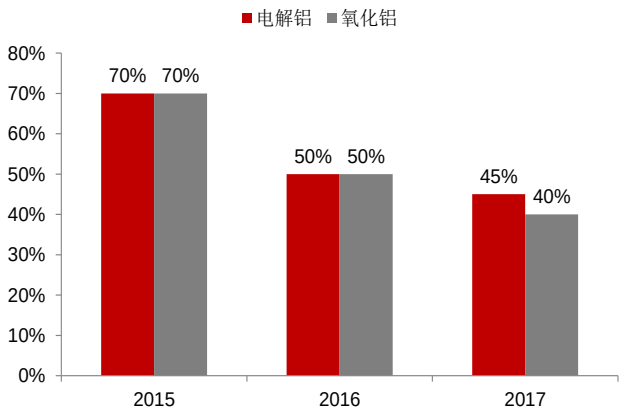
2015 年是公司经营上的一个分水岭，在氧化铝、电解铝价格不断创出新低的 2015 年，逆势实现了扭亏为盈。

图表 2：2015 年底，氧化铝、电解铝不断创出新低



来源：万得资讯、中泰证券研究所

图表 3：企业生产成本跃升至行业“先进水平”

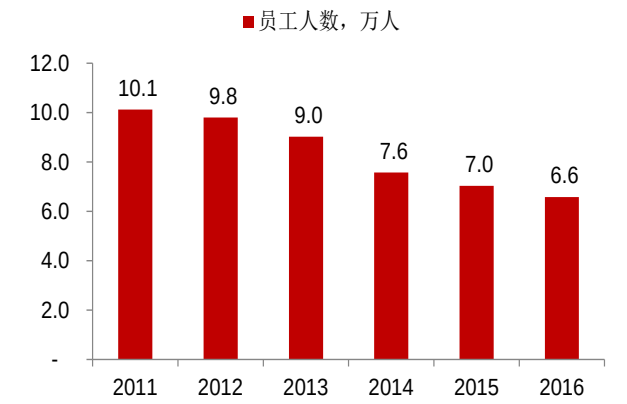


来源：公司公告、中泰证券研究所

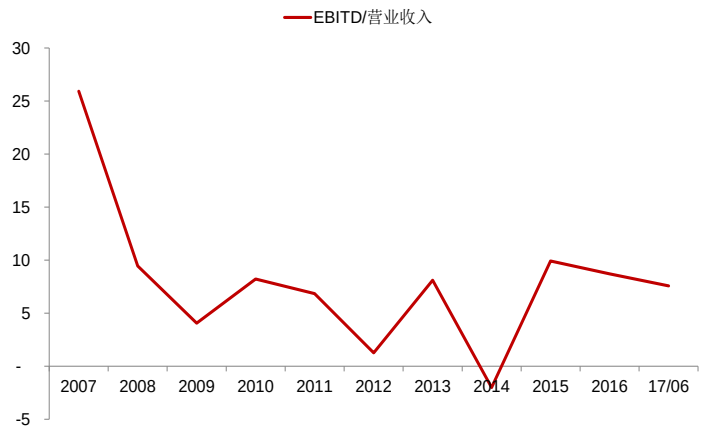
究其原因在于，通过“以资源为依托发展氧化铝，以能源为依托发展电解铝，动态成本考核、实行成本节约分享-超额累进激励法”等行之有效的方法，公司不断优化产业布局的同时又不断激发员工积极性，17 年其电解铝生产成本已经位于行业前 45%，而氧化铝则挤入前 40%的行列，“降本增效”十分显著。

图表 4：公司“精兵简政”不断推进

图表 5：……EBITDA 从 2015 年开始已然“触底回升”



来源：万得资讯、中泰证券研究所



来源：万得资讯、中泰证券研究所

另外两组数据也能看出公司大刀阔斧的改革，以及经营上的持续改善——如上述图表 4 和图表 5 所示，2011 年员工数为 10.1 万人，而目前员工总数仅为 6.6 万人；EBIDA/营业收入则从 2015 年开始已然“触底回升”。我们高度认可公司的经营发展战略和思路。

供给侧改革，电解铝行业有望迎来“逆转”

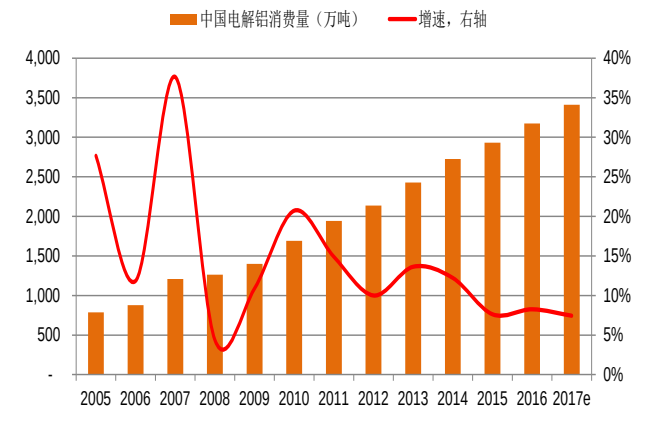
当然，公司经营的改善或许仅仅是个开始，随着 2017 年“电解铝供给侧改革”的不断推进，其经营也将拾级而上。

电解铝之殇

■ **电解铝的核心弊病在于不断的“供给超增”**

在我们的理解中，2014 年以前消费增速一直稳定在两位数，其实是很好的“消费型金属”，但也正是需求的旺盛，不断刺激新建产能的投放。尤其是 12 年以后，供给“进退不畅、投放不断加快”，行业开工率不断走低，供给过剩成为常态。

图表 6：中国电解铝消费旺盛



来源：万得资讯、阿拉丁、安泰科、中泰证券研究所

图表 7：反观供给，开工率不断回落，过剩成常态

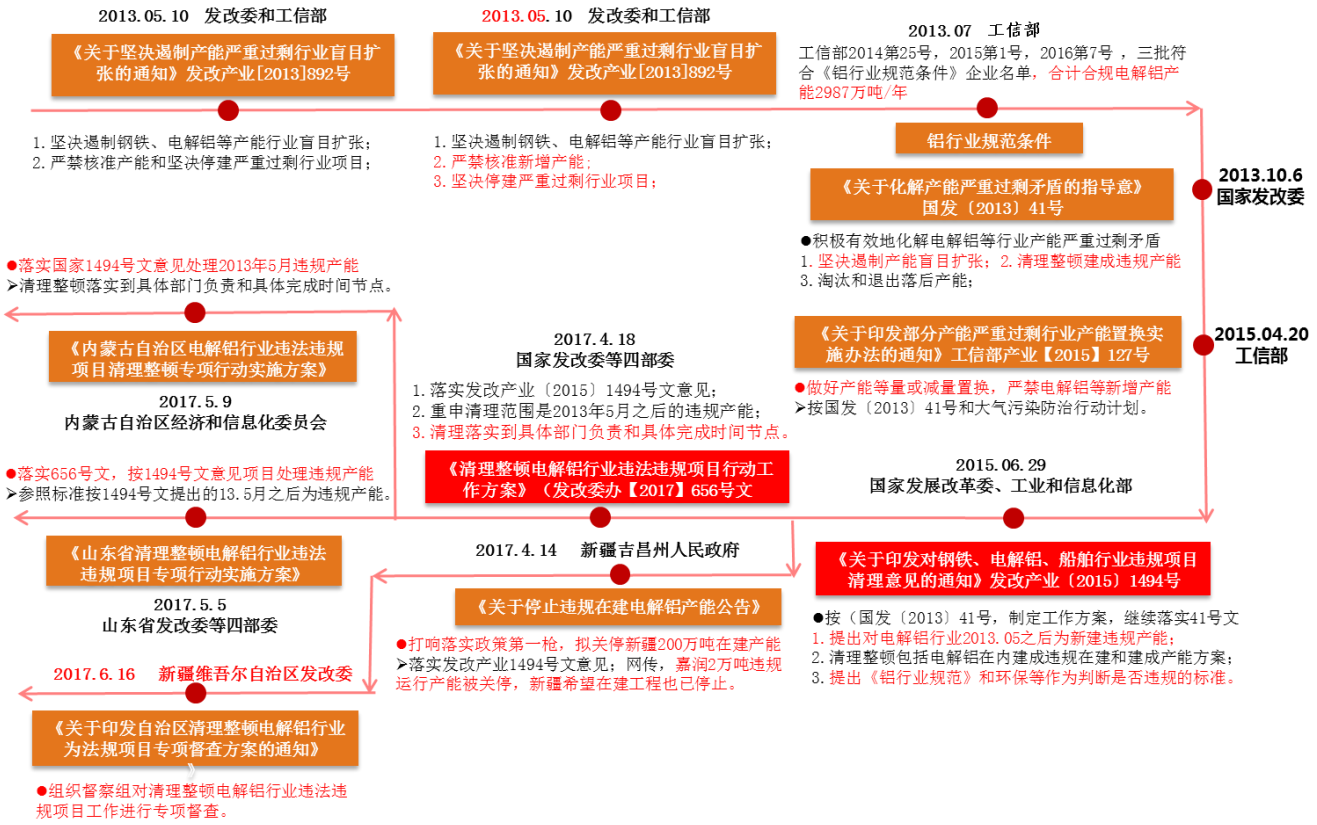
来源：万得资讯、阿拉丁、中泰证券研究所

■ **2017，电解铝供给侧改革不断深化**

面对行业不断加剧的窘境，早在 2013 年发改委和工信部就提出要遏制

电解铝等行业产能盲目扩张，并于 2015 年提出要做好电解铝行业的产能置换，和严禁新增产能。2017 年推进的供给侧改革其实与之一脉相承，有着很强的“法理和制度”基础，具体的政策细节和影响我们将在下文细述，或参考我们之前的报告。

图表 8：电解铝供给侧改革不断深化



来源：中泰证券研究所

供给侧改革之“三重门”

对于现行政策的市场解读颇多，我们倾向于从三个维度来分析电解铝的供给侧改革，一严控新增产能，二清理违规产能，三环保错峰生产，即电解铝供给侧改革“三重门”。

- **首先是，严控新增产能**

正如上文所述，电解铝的问题不是需求而是供给扩张过快，如何控制新增产能自然被放在了政策的首位，**这也将从根本上解决电解铝行业中长期产能过剩的问题。**从 2013 年的《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，到 2015 年《关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的意见》，再到 2016 年《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》，都提到了要严控新增产能。

- **再者是，清理违规违法产能**

2017 年 4 月发改委等四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》，正式开始了对违规违法产能的清理。本次专项清

理整顿的范围便是在 2015 年“1494”号文件清理整顿之后，即 2013 年 5 月以后新建的违规违法产能，以及未落实 1494 号文件处理意见的旧项目

（备注：1494 号文，指 2015 年 6 月发改委、工信部印发的《关于印发对钢铁，电解铝，船舶行业违规项目处理意见的通知》(发改产业【2015】1494 号文)，其对 2013 年 5 月份以前的违法违规项目明确提出了处理意见）

按照我们的统计，**全国一共涉及到的违规违法产能达到了 600 万吨，其中已经在运营的数量约为 500 万吨左右！**

图表 9：电解铝违规违法产能统计表

地区	建成产能（万吨）	运行产能（万吨）	合规产能（万吨）	违规产能（万吨）	其中，违规运行产能
山东	1130	1070	818	312	252
新疆	245	240	130	115	110
内蒙	130	105	65	65	40
其他	140	137	22	118	115
合计	1645	1552	1035	610	517

来源：阿拉丁、安泰科、中泰证券研究所

对于违规违法产能而言，通过“购买指标”来获取“合规合法身份”是一种有效的方法，这也催生了近期很火热的指标交易市场。但从现实上的可操作性以及最后的效果来看，指标置换之路并不十分顺畅：

1）依据阿拉丁的统计，全国可以交易的产能指标一共有 645 万吨，目前已完成交易的约为 180 万吨，剩余量为 465 万吨左右。
2）但可以交易，并不意味着能、或者会进行交易，指标跨省尤为困难。同时考虑到相当一部分企业会以自建产能消化指标，真正用来交易的量远不能满足目前要关停的违规违法产能的需要。
3）更进一步来讲，无论是违规违法产能重新开启，还是新建产能投建、投产，都必须在合规指标的框架下，而**这一产能的“红线”便是在 4000-4200 万吨一线，考虑到 90%左右的开工率，未来产量的上限便是在 3600-3700 左右。**

■ **最后则是，环保错峰生产**

通常理解中，电解铝是绝对的绿色金属，似乎与环境污染没有太多的联系，其实不然——电解铝生产 80%的成本构成中，都存在或多或少的污染，电解铝产业链是不少工业废气、硫化物、氟化物等大气污染物的排放源，并将产生赤泥等固体废物及危险废物，比如 1）发电端的燃煤污染，2）铝土矿粉尘、氧化铝生产的赤泥污染，以及 3）预焙阳极料的碳素生产硫化物等大气污染。

可以看到，2017 年 2 月《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》(“2+26”城市）中就是针对电解铝产业链进行了系统性错峰生产

要求——在集中供暖季，电解铝厂限产 30%以上，以停产的电解槽数量计；氧化铝企业限产 30%左右，以生产线计；炭素企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产 50%以上，以生产线计。

同时，河南省针对当地的环境污染，又在当月发布了《关于科学编制“一市一策”实施方案精准大好大气污染防治攻坚战的通知》，将洛阳、平顶山、三门峡等城市，增加为集中供暖季限产城市，同样要求电解铝和氧化铝限产 30%。至此，“2+26”城市成为“2+26+3”城市，影响面积和范围进一步扩宽。

根测算，**电解铝/氧化铝/预焙阳极减产的量（折年）分别为 120/339/118 万吨，按照 1 吨电解铝需要消耗 1.93 吨氧化铝、0.48 吨预焙阳极来计算，受到影响的电解铝产量分别为 120/175/245 万吨。**具体测算如下图表 10~12 所示。

图表 10：“2+26+3”对电解铝产能影响

地区	建成产能（万吨）	运行产能（万吨）	闲置产能（万吨）	总槽数（台）	30%停槽应停（台）	还需停槽台数（台）
河南	295	258	37	3574	1074	771
山东	1084	851	233	10163	3050	2957
山西	32	28.5	3.5	490	148	148
河北	10	0	10	170	51	0
合计	1421	1137.5	283.5	14397	4323	3876

来源：阿拉丁，中泰证券研究所

图表 11：“2+26+3”对氧化铝产能影响

企业	建成产能	运行产能	闲置产能	理论减产	再减产能	采暖季影响产量
山西阳泉阳煤集团兆丰铝业氧化铝分公司	110	110	0	33	33	10.9
中国铝业股份有限公司河南分公司	200	200	0	60	60	19.9
开曼铝业(三门峡)有限公司	210	210	0	63	63	20.9
东方希望三门峡铝业有限公司	280	280	0	84	84	27.8
三门峡义翔铝业有限公司	55	55	0	16.5	16.5	5.5
洛阳香江万基铝业有限公司	140	120	20	42	22	7.3
河南有色汇源铝业有限公司	85	85	0	25.5	25.5	8.5
中铝中州铝业有限公司	280	280	0	84	84	27.8
河南中美铝业有限公司	47	40	7	14.1	7.1	2.4
中国铝业股份有限公司山东分公司	240	240	0	72	72	23.9
山东魏桥创业集团有限公司	1600	1600	0	480	480	159.1
茌平信发华宇氧化铝有限公司	550	430	120	165	45	14.9
山东无棣齐星高科技铝材有限公司	50	0	50	15	0	0.0
山东鲁北海生生物有限公司	100	100	0	30	30	9.9
合计	3947	3750	197	1184.1	1022.1	338.8

来源：阿拉丁，中泰证券研究所

图表 12："2+26+3"涉及预备阳极产能统计

区域	产能	自备阳极厂				商用阳极厂			
		建设产能	运行产能	阳极厂数	开工率（%）	建设产能	运行产能	阳极厂数	开工率（%）
山东省	总产能	136	126	4	92.65%	656	537.5	25	81.94%
	"2+26"涉及	74	54	2	72.97%	644	525.5	24	81.60%
山西省	总产能	26	26	3	100.00%	27	18.5	2	68.52%
	"2+26"涉及	0	0	0	-	0	0	0	-
河南省	总产能	112	107	5	95.54%	221	158	16	71.49%
	"2+26"涉及	33	30	2	90.91%	199	142.5	14	71.61%
河北省	总产能	0	0	0	-	52	35	3	67.31%
	"2+26"涉及	0	0	0	-	52	35	3	67.31%
全国总计		1117	985	43	88.17%	1285.6	1032	62	80.26%

来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

需要特别说明的是：

1）对于电解铝减产的测算，按供给侧改革与"2+26+3"城市环保关停不叠加测算，若可以叠加，即违规产能可以用来"充抵"供暖季关停产能，预计仍将关停电解槽 1353 台，折 115 万吨/年的电解铝产能，理论上将减少约 40 万吨的电解铝年产出量。

2）测算预焙阳极时，按最保守假设，即采暖季（共 4 个月）涉及省区内所有产能都达到特别排放限值，均限产 50%；如考虑到"达不到特别排放限值的，全部停产"这一变量因素，减（停）产规模将进一步大幅度上升。

3）氧化铝的关停仅计入了集中供暖季的影响，由于目前 8 月起山西等地区铝土矿关停的影响（山西地区铝土矿和氧化铝产出分别占到全国的 20%和 28%），我们预计氧化铝生产受限对电解铝的影响也要明显大于上述值。

从常态过剩到常态短缺

我们认为，电解铝供给侧改革"三重门"对电解铝行业行业将产生深远的影响，通过严控新增产能将解决电解铝产能持续超增的顽疾，而清理违规产能则会对供需结构起到立竿见影的效果，环保治理进一步缩减产能的同时亦将抬升整个行业的原材料、生产和运行成本。

如图表 13 所示，我们预计在目前中国 4000-4200 万吨合规总指标的背景下，2018 年开始电解铝行业将正式进入常态短缺的供需格局。

图表 13：全球电解铝供需平衡测算表

	2015	2016	2017e	2018e		2018 产出测算表	情景 1：违规产能 0%关停	情景 2：违规产能 100%关停
				情景 1	情景 2	2017 年底总运行产能	4011	4011
全球产量	5717	5905	6339	6652	6160	减不合规运行产能		517
中国	3084	3209	3607	**3900**	**3409**	总可运行产能	4011	3494
中国外	2633	2697	2731	2751	2751	新增产能	200	200
全球需求	5666	6001	6336	6692	6692	总产能量/指标	4211	3694
中国	2932	3174	3410	3649	3649	产能利用率	95%	95%
增速	*7.6%*	*8.3%*	*7.4%*	*7.0%*	*7.0%*	总产能可产出量	4000	3509
中国外	2734	2827	2926	3043	3043	减供暖季减产	100	100
增速	*1.8%*	*3.4%*	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*	**实际产出量**	**3900**	**3409**
供需平衡	**51**	**-96**	**3**	**-40**	**-531**			

来源：阿拉丁、安泰科、中泰证券研究所

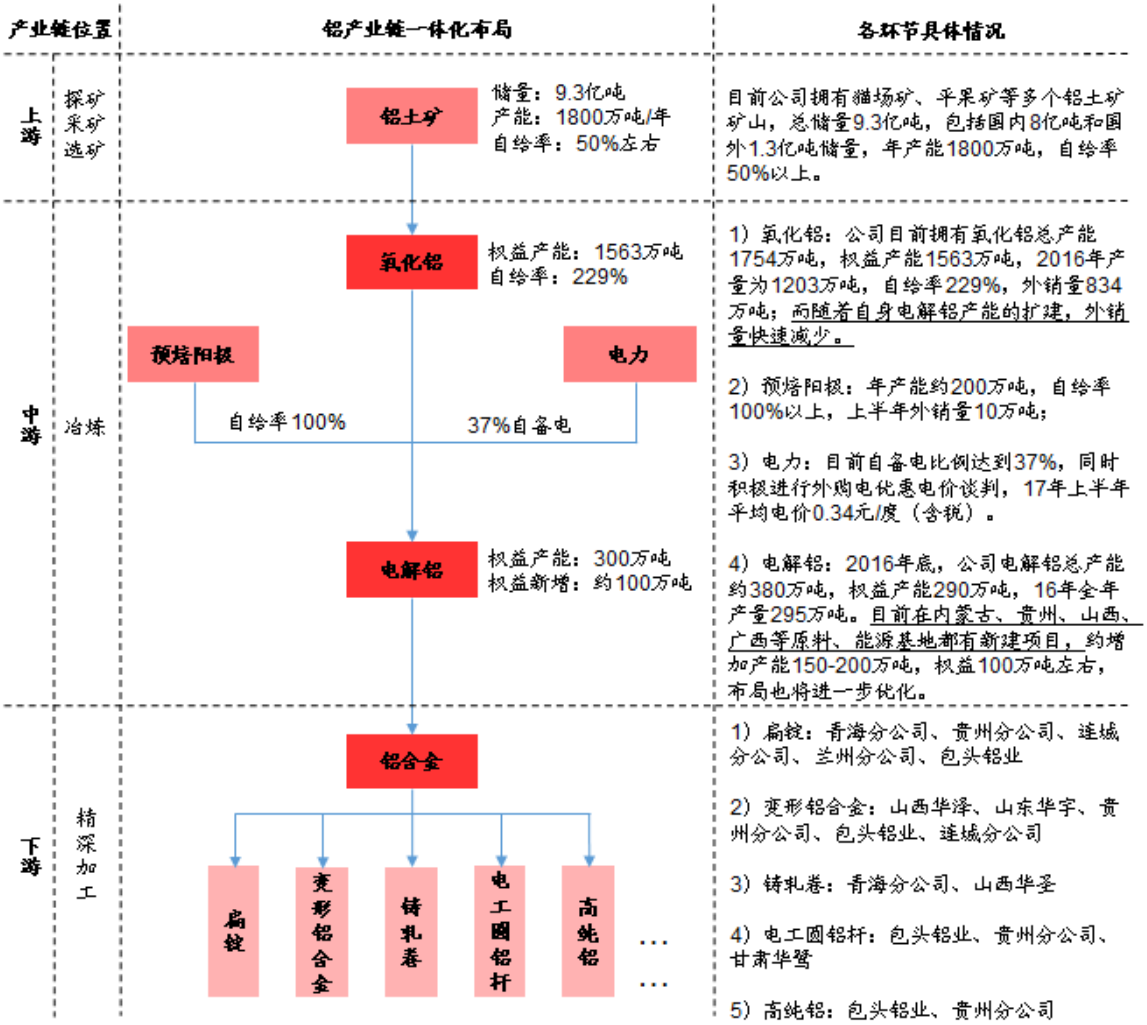
中国铝业将充分受益于这一变革

产业链布局是关键：从铝土矿到电解铝，全产业链受益

通过上述分析可以看到，这一轮电解铝周期一句话可以概括为通过中国强有力的供给侧改革：1）行业供需结构发生根本逆转，电解铝将从常态过剩转归常态不足，电解铝价格拾级而上或为题中之意；2）环保等投入势必加大，原料、生产和运行成本也将应声抬升。**这也就意味着具备全产业链优势的企业受益最深，而全产业链布局的中国铝业无疑将充分受益于此。**

需要注意的，**随着公司自有合规电解铝产能的扩建（均集中在内蒙古、山西、广西等能源和原料基地），其外销氧化铝量会不断减少，从产业链角度，公司已然将要成为很纯粹的“铝土矿-氧化铝、碳素-电解铝”产业链一体化生产型企业，**公司产业链属性和地位正在悄然发生更多的变化。

图表 14：中国铝业产业链一览表



来源：中泰证券研究所

中国铝业业绩弹性有多大？

从公司业绩对电解铝、氧化铝主要产品的弹性中亦可以看出公司将充分受益于此轮电解铝供给侧改革周期。**电解铝价格每上涨 1000 元，公司净利润增加 20 亿元；氧化铝价格每上涨 100 元，公司净利润增加 7 亿元。**

（备注，我们将公司产业链拆分为 1）内销氧化铝-电解铝产业链； 2）外销氧化铝两部分；3）关于报告中的敏感性分析是在其他成本相对不变的情况下作出的测算）

图表 15：中国铝业业绩弹性测算表（说明：横轴为电解铝价格，纵轴为氧化铝价格）

	17000	18000	19000	20000	21000	22000
2700	93	113	134	154	175	195
2800	100	120	141	161	182	202
2900	107	127	148	168	189	209
3000	114	134	155	175	196	216
3100	121	141	162	182	203	223

来源：中泰证券研究所（假设 1、权益产量 400 万吨；2、氧化铝成本 2100-2200 元/吨，电解铝（采用自有氧化铝生产）成本 13100-13200 元/吨

投资建议：十年大周期，浴火重生，维持“买入”评级

综上所述，我们认为依托自身的变革，以及不断深入的电解铝供给侧改革，从 2007 年到 2017 年中国铝业终将实现“浴火重生”，并将充分受益于此轮周期。

在电解铝价格 2017/2018/2019 年分别为 15000/17000/18000 元/吨，氧化铝/电解铝比率为 18%的假设下，公司 2017/2018/2019 年净利润分别为 38/100/151 亿元，对应 EPS 分别为 0.25/0.67/1.0 元，目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 32x/12x/8x，维持“买入”评级！

风险提示

违规产能退出不及预期；公司建设项目不及预期的风险；宏观经济波动的风险；关于报告中的敏感性分析是在其他成本相对不变的情况下作出的测算，如果成本控制超出预期，会使得测算的弹性下降。

图表 16：公司主要财务指标

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**142,000**	**123,475**	**144,066**	**156,263**	**173,528**	**181,135**
增长率	*-17.94%*	*-13.0%*	*16.7%*	*8.5%*	*11.0%*	*4.4%*
营业成本	-139,941	-119,214	-133,211	-137,532	-144,112	-144,112
% 销售收入	*98.6%*	*96.5%*	*92.5%*	*88.0%*	*83.0%*	*79.6%*
毛利	2,058	4,262	10,855	18,731	29,416	37,022
% 销售收入	*1.4%*	*3.5%*	*7.5%*	*12.0%*	*17.0%*	*20.4%*
营业税金及附加	-316	-381	-860	-938	-1,041	-1,087
% 销售收入	*0.2%*	*0.3%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*
营业费用	-1,763	-1,784	-2,065	-2,031	-2,082	-2,083
% 销售收入	*1.2%*	*1.4%*	*1.4%*	*1.3%*	*1.2%*	*1.2%*
管理费用	-4,312	-2,318	-2,902	-3,125	-3,123	-3,079
% 销售收入	*3.0%*	*1.9%*	*2.0%*	*2.0%*	*1.8%*	*1.7%*
息税前利润（EBIT）	-4,333	-221	5,028	12,636	23,169	30,773
% 销售收入	*-3.1%*	*-0.2%*	*3.5%*	*8.1%*	*13.4%*	*17.0%*
财务费用	-5,794	-5,244	-4,237	-4,322	-4,692	-3,787
% 销售收入	*4.1%*	*4.2%*	*2.9%*	*2.8%*	*2.7%*	*2.1%*
资产减值损失	-7,459	-1,501	-63	-30	-30	-30
公允价值变动收益	110	-213	155	0	0	0
投资收益	668	3,289	-1,001	0	0	0
% 税前利润	*-4.2%*	*2403.1%*	*—*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	-16,809	-3,890	-118	8,284	18,447	26,957
营业利润率	*-11.8%*	*-3.2%*	*-0.1%*	*5.3%*	*10.6%*	*14.9%*
营业外收支	843	4,026	1,778	0	0	0
税前利润	**-15,966**	**137**	**1,660**	**8,284**	**18,447**	**26,957**
利润率	*-11.2%*	*0.1%*	*1.2%*	*5.3%*	*10.6%*	*14.9%*
所得税	-1,075	230	-404	-2,071	-4,612	-6,739
所得税率	*—*	*-168.2%*	*24.4%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	-17,041	367	1,255	6,213	13,835	20,218
少数股东损益	-833	218	853	2,463	3,850	5,082
归属于母公司的净利润	**-16,208**	**149**	**402**	**3,750**	**9,985**	**15,136**
净利率	*-11.4%*	*0.1%*	*0.3%*	*2.4%*	*5.8%*	*8.4%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-17,041	367	1,255	6,213	13,835	20,218
少数股东损益	0	0	0	2,463	3,850	5,082
非现金支出	14,942	8,875	7,032	5,959	6,334	6,260
非经营收益	6,195	-223	4,595	4,269	4,631	3,729
营运资金变动	9,722	-1,722	-1,364	-2,664	-1,825	-740
经营活动现金净流	**13,819**	**7,297**	**11,519**	**16,240**	**26,825**	**34,548**
资本开支	8,255	8,012	6,319	9,650	9,988	10,020
投资	6,345	5,292	2,692	0	0	0
其他	-3,011	5,113	-1,370	0	0	0
投资活动现金净流	**-4,921**	**2,393**	**-4,997**	**-9,650**	**-9,988**	**-10,020**
股权募资	695	8,158	1,839	0	0	0
债权募资	-1,559	-14,286	-3,206	21,346	-9,286	-20,798
其他	-3,146	817	-2,102	-4,491	-4,631	-3,729
筹资活动现金净流	**-4,011**	**-5,311**	**-3,470**	**16,856**	**-13,917**	**-24,526**
现金净流量	**4,887**	**4,379**	**3,052**	**23,446**	**2,920**	**2**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	17,932	22,557	25,895	46,879	45,949	40,869
应收款项	12,066	14,342	17,783	18,109	20,110	20,992
存货	22,543	20,341	17,904	22,608	23,690	23,690
其他流动资产	11,054	6,943	4,844	4,851	4,983	4,983
流动资产	63,596	64,183	66,426	92,447	94,731	90,533
% 总资产	*33.0%*	*33.5%*	*34.9%*	*42.1%*	*42.0%*	*40.2%*
长期投资	15,835	16,941	14,943	14,943	14,943	14,943
固定资产	94,396	91,887	90,827	95,251	99,285	103,383
% 总资产	*48.9%*	*47.9%*	*47.8%*	*43.3%*	*44.0%*	*45.9%*
无形资产	14,572	14,202	14,323	13,591	13,210	12,872
非流动资产	129,247	127,596	123,651	127,342	130,996	134,756
% 总资产	*67.0%*	*66.5%*	*65.1%*	*57.9%*	*58.0%*	*59.8%*
资产总计	**192,844**	**191,788**	**190,077**	**219,789**	**225,727**	**225,289**
短期借款	52,416	48,316	47,619	68,969	59,683	38,886
应付款项	26,001	23,946	21,021	23,474	24,702	24,791
其他流动负债	26,005	9,522	14,304	14,000	14,161	14,214
流动负债	104,422	81,783	82,945	106,444	98,547	77,891
长期贷款	25,373	28,006	26,975	26,975	26,975	26,975
其他长期负债	21,441	28,002	22,311	22,311	22,311	22,311
负债	**151,360**	**137,915**	**132,351**	**155,850**	**147,953**	**127,298**
普通股股东权益	30,131	41,935	40,246	43,996	53,981	69,117
少数股东权益	11,353	11,938	17,480	19,943	23,792	28,874
负债股东权益合计	**192,844**	**191,788**	**190,077**	**219,789**	**225,727**	**225,289**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	-1.198	0.010	0.027	0.252	0.670	1.016
每股净资产(元)	2.228	2.814	2.700	2.952	3.622	4.638
每股经营现金净流(元)	1.022	0.490	0.773	0.924	1.542	1.977
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-53.79%	0.35%	1.00%	8.52%	18.50%	21.90%
总资产收益率	-8.40%	0.08%	0.21%	1.71%	4.42%	6.72%
投入资本收益率	-4.42%	-0.53%	3.52%	8.27%	14.46%	18.52%
增长率						
营业总收入增长率	-17.94%	-13.05%	16.68%	8.47%	11.05%	4.38%
EBIT增长率	-270.50%	94.90%	2373.26%	151.31%	83.35%	32.82%
净利润增长率	-1809.92%	100.92%	170.82%	831.80%	166.24%	51.58%
总资产增长率	-3.12%	-0.55%	-0.89%	15.63%	2.70%	-0.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.0	10.1	10.2	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	60.1	65.7	52.4	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	25.2	28.3	20.1	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	217.1	240.5	194.2	167.2	138.4	120.6
偿债能力						
净负债/股东权益	188.03%	138.74%	111.41%	101.15%	72.41%	41.43%
EBIT利息保障倍数	-0.7	0.0	1.2	2.9	4.9	8.1
资产负债率	78.49%	71.91%	69.63%	70.91%	65.55%	56.50%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。