

单位利润收缩拖累业绩，铝价中枢有望稳步抬升

投资要点

- **业绩总结：**公司2019年上半年实现营业收入949.4亿元，同比增长15.2%；实现归母净利润7.06亿元，同比减少14.1%；实现扣非净利润1.15亿元，同比增长61.9%。
- **归母净利润和扣非净利润的差异主要来自于资产处置收益。**1) 非流动资产处置收益5.57亿元，主要是公司控股子公司山西华圣通过协议方式向溢鑫铝业转让19万吨电解铝产能指标所产生的净收益；2) 处置子公司产生的投资收益2.61亿元，主要是公司处置南海合金100%股权所产生的处置收益。
- **氧化铝单位利润收缩对公司业绩形成拖累。**今年上半年国产氧化铝的均价同比略有下滑，含税价约为2862元/吨；成本端铝土矿的价格明显上涨，山西孝义铝土矿（Al/Si=5 不含税到厂价）均价由385元/吨增长至510元/吨，直接导致公司氧化铝单位利润收缩。公司氧化铝产能规模庞大，截止至2018年年末有1886万吨产能，位居全球第一位。公司氧化铝除了满足电解铝的生产需求之外还有很大一部分是直接对外出售。
- **电解铝价格上涨略超预期，但同比仍有所下滑。**今年上半年国产电解铝的价格中枢稳步抬升，停产或减产产能的增加弥补了终端消费的疲软，但是同比数据仍有所下滑，由18年上半年的均价14308元/吨降至19年上半年的均价13795元/吨。受此影响公司电解铝单位利润同比有所收缩，但相比于去年下半年持续大幅度亏损已经明显改善。
- **优化债务结构，降低融资成本。**今年上半年公司累计发行低成本债券200亿元，置换存量债务累计完成194亿元，加权平均利率降低31bp。国际评级机构惠誉将公司主体评级从“BBB+”提升至“A-”，标志着公司获得了国际评级机构和市场普遍认可。另外在剔除掉会计准则调整的影响之后，公司通过压缩负债规模等方式降低资产负债率0.9个百分点。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.11元、0.19元和0.26元，对应PE分别为34倍、19倍和14倍。考虑到电解铝处于去库存周期，价格中枢有望稳步抬升，给予公司2019年40倍估值，对应目标价4.4元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**公司产量释放或不及预期；铝价上涨不及预期。

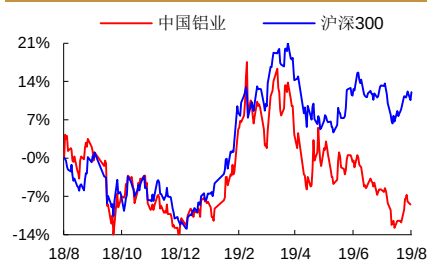
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	180240.15	193053.88	202919.94	211960.42
增长率	0.09%	7.11%	5.11%	4.46%
归属母公司净利润（百万元）	870.23	1875.29	3296.62	4477.87
增长率	-36.87%	115.49%	75.79%	35.83%
每股收益EPS（元）	0.05	0.11	0.19	0.26
净资产收益率ROE	2.38%	3.95%	6.49%	8.10%
PE	72	34	19	14
PB	1.20	1.01	0.96	0.89

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘孟尧
 执业证号：S1250519060005
 电话：15210216914
 邮箱：lml@swsc.com.cn
 联系人：杨耀洪
 电话：18659008657
 邮箱：yyhong@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	170.23
流通A股(亿股)	109.60
52周内股价区间(元)	3.43-4.69
总市值(亿元)	629.84
总资产(亿元)	2,081.07
每股净资产(元)	2.89

相关研究

1 公司概况：全球一流的铝业公司

中国铝业股份有限公司是中国有色金属行业的龙头企业，综合实力位居全球铝业前列。目前公司氧化铝产能位居全球第一，原铝产能全球第二，炭素产能全球第一，资产规模全球第一，销售收入全球第一。公司拥有铝土矿开采，氧化铝冶炼，电解铝及合金产品生产完整的产业链。公司控股股东是中国铝业集团有限公司，实际控制人是国务院国资委。公司股票分别在上海证券交易所（股票代码：601600）、香港联合交易所（股票代码：2600）和纽约证券交易所（股票代码：ACH）三地挂牌上市。

表 1：中国铝业十大股东明细（截止至 2019 年中报）

排名	股东名称	占总股本比例(%)
01	中国铝业集团有限公司	29.67
02	香港中央结算(代理人)有限公司	23.10
03	华融瑞通股权投资管理有限公司	4.94
04	中国人寿保险股份有限公司	3.95
05	中国证券金融股份有限公司	2.63
06	深圳市招平中铝投资中心(有限合伙)	1.48
07	包头铝业(集团)有限责任公司	1.40
08	中国信达资产管理股份有限公司	1.28
09	中央汇金资产管理有限责任公司	0.81
10	香港中央结算有限公司(陆股通)	0.58
	合计	69.84

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司致力于保持国内市场领先地位，坚持以延伸产业链前端和价值链高端为发展方向。目前公司自有优质矿山达 13 座，铝土矿储量丰富，自给率达 50%。其中位于广西平果矿的铝土矿储量占全国首位，矿石品味超过 11%。此外，2018 年公司通过全资子公司中铝香港对几内亚 Boffa 铝土矿项目投资 7.06 亿美元，覆盖矿山、港口以及驳运，迅速扩大氧化铝等资源储备，国际化进程得以加快。截止至 2018 年末，公司控制的铝土矿资源量为 26.2 亿吨，其中国内资源量为 7.5 亿吨，占全国总资源量的 42% 以上；国外资源量为 18.70 亿吨。

公司氧化铝和电解铝规模优势显著。截止至 2018 年末公司氧化铝和电解铝产能分别为 1886 万吨和 478 万吨，分别居于全球第一和全球第二。新增产能方面，公司在广西防城港建设年产 200 万吨氧化铝项目，将以几内亚铝土矿为供矿方案，预计项目将在 2020 年 6 月投产；公司电解铝产能近年来不断提升，2018 年以来，公司陆续关停东北等用电成本较高地区部分电解铝产能，向云南等水电富集区域转移。

表 2：中国铝业氧化铝产能分布（单位：万吨）

氧化铝	地点	2018 年末			2020 年末		
		持股比例	产能	权益产能	持股比例	产能	权益产能
控股公司							
山西新材料	山西河津市	85.98%	260.0	223.5	85.98%	260.0	223.5
山西华兴	山西吕梁市	50%	200.0	100.0	100%	200.0	200.0
兴华科技	山西吕梁市	66%	90.0	59.4	66%	90.0	59.4
中铝矿业	河南郑州市	100%	241.0	241.0	100%	241.0	241.0
中铝中州	河南焦作市	100%	305.0	305.0	100%	305.0	305.0
郑州研究院	河南郑州市	100%	2.0	2.0	100%	2.0	2.0
中铝山东	山东淄博市	100%	227.0	227.0	100%	227.0	227.0
广西分公司	广西百色市	100%	221.0	221.0	100%	221.0	221.0
广西华昇新材料	广西防城港	51%	0.0	0.0	51%	200.0	102.0
遵义铝业	贵州遵义市	67.45%	100.0	67.4	67.45%	100.0	67.4
贵州华锦铝业	贵州贵阳市	60%	160.0	96.0	60%	160.0	96.0
重庆分公司	重庆南川区	100%	80.0	80.0	100%	80.0	80.0
总计			1886.0	1622.4		2086.0	1824.4
参股公司							
广西华银铝业	广西百色市	33%	220.0	72.6	33%	220.0	72.6

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：中国铝业电解铝产能分布（单位：万吨）

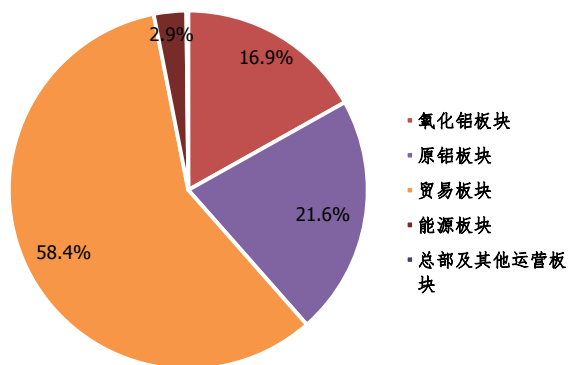
电解铝	地点	2018 年末			2020 年末		
		持股比例	产能	权益产能	持股比例	产能	权益产能
控股公司							
山西华圣	山西永济市	51%	24.0	12.2	51%	5.0	2.6
山西新材料	山西河津市	85.98%	42.4	36.5	85.98%	42.4	36.5
山西中润	山西吕梁市	40%	10.0	4.0	40%	50.0	20.0
包头铝业	内蒙古包头市	100%	60.0	60.0	100%	60.0	60.0
内蒙古华云	内蒙古包头市	50%	78.0	39.0	50%	78.0	39.0
贵州分公司	贵州贵阳市	100%	17.0	17.0	100%	17.0	17.0
贵州华仁	贵州清镇市	40%	48.0	19.2	40%	50.0	20.0
遵义铝业	贵州遵义市	67.445%	37.5	25.3	67.445%	37.5	25.3
甘肃铝电	甘肃兰州市	100%	45.0	45.0	100%	45.0	45.0
甘肃连城铝业	甘肃连城县	100%	55.0	55.0	100%	55.0	55.0
青海分公司	青海西宁市	100%	42.0	42.0	100%	42.0	42.0
山东华宇	山东临沂市	55%	20.0	11.0	55%	20.0	11.0
总计			478.9	366.2		501.9	373.3

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 公司业绩：单位利润收缩拖累业绩

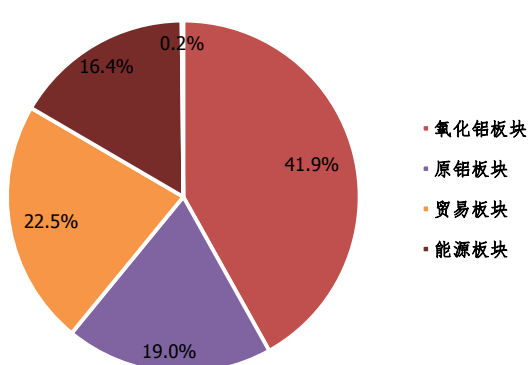
公司对外销售的核心产品是氧化铝和电解铝。公司自产的氧化铝除了满足电解铝的生产需求之外，还有很大部分是直接对外出售。2018 年公司氧化铝对外销售 745 万吨，电解铝对外销售 429 万吨。除此之外，贸易板块规模庞大，但是毛利率较低；能源板块是公司新的利润增长点，主要产品中，煤炭销售给内部企业以及外部客户，公用火电、风电及光伏发电销售给所在区域的电网公司。

图 1：2018 年公司营业收入构成（未抵消）



数据来源：公司公告，西南证券整理

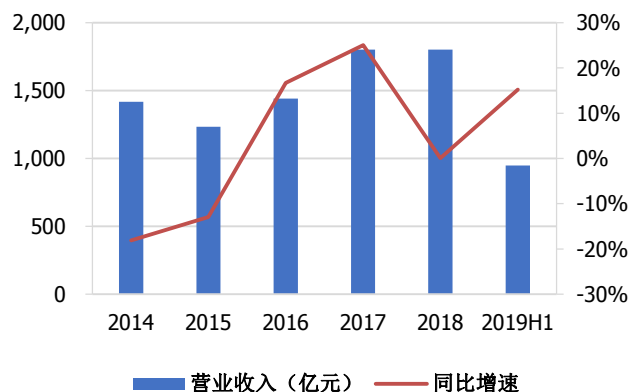
图 2：2018 年公司营业毛利构成（未抵消）



数据来源：公司公告，西南证券整理

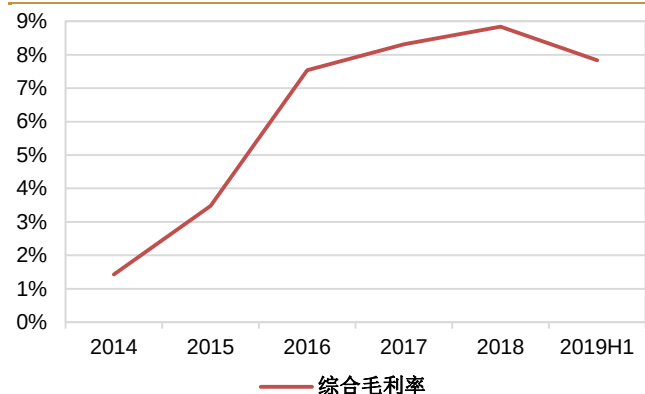
2018 年公司实现营业收入 1802.4 亿元，同比减少 0.43%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.7 亿元，同比减少 38.41%；实现扣非净利润 1.6 亿元，同比减少 80.58%。公司的业绩同比大幅度下滑主要是受到国内经济和美国加征关税的影响，消费增速同比放缓，铝价总体下行。

图 3：公司营业收入变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司产品毛利率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

2019 年上半年公司实现营业收入 949.4 亿元，同比增长 15.2%；实现归母净利润 7.1 亿元，同比减少 14.1%；实现扣非净利润 1.1 亿元，同比增长 61.9%。公司扣非净利润同比有 60% 的增长主要是由于去年上半年的基数低。实际上对于上半年能够完成将近 950 亿元营业收入的企业来说，扣非净利润约 1 亿元是不及市场预期的。

1) 氧化铝单位利润收缩对业绩形成拖累。今年上半年国产氧化铝的均价同比略有下滑, 含税价约为 2862 元/吨; 成本端铝土矿的价格明显上涨, 山西孝义铝土矿 (Al/Si=5 不含税到厂价) 均价由 385 元/吨增长至 510 元/吨, 直接导致公司氧化铝单位利润收缩。

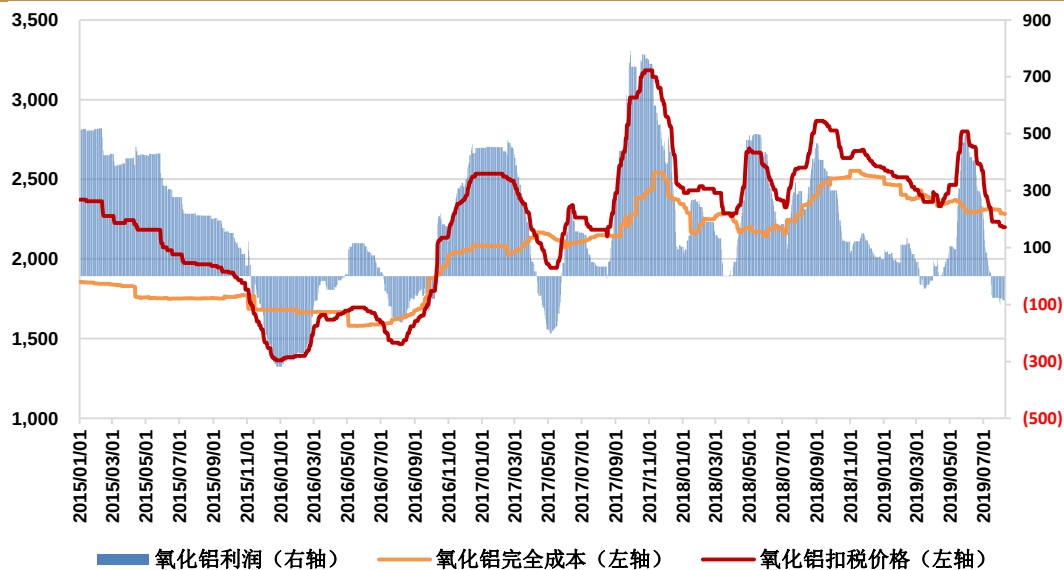
2) 电解铝价格上涨略超预期, 但同比仍有所下滑。今年上半年国产电解铝的价格中枢稳步抬升, 停产或减产产能的增加弥补了终端消费的疲软, 但是同比数据仍有所下滑, 由 18 年上半年的均价 14308 元/吨降至 19 年上半年的均价 13795 元/吨。受此影响公司电解铝的单位利润同比有所收缩, 但相比于去年下半年持续大幅度亏损已经明显改善。

3 行业分析: 电解铝处于去库存周期, 利润修复值得期待

3.1 国产氧化铝价格落至底部区间

氧化铝产能过剩, 价格维持底部运行。亚洲金属网最新报价显示, 国产氧化铝现货价格已经跌破 2500 元/吨, 从 5 月份高点 3165 元/吨几乎呈现直线下跌的趋势。阿拉丁数据显示截止至 6 月份, 山西氧化铝产能 2510 万吨, 占国内总产能 30%。山西氧化铝成本是国内最高的, 现金成本约 2500 元/吨, 前期虽然大部分氧化铝企业都处于亏损状态, 但是实际上减产或检修的产能不多, 因为氧化铝企业放弃利润, 通过降价来回笼现金流。

图 5: 国内氧化铝企业利润测算 (单位: 元/吨)



数据来源: 西南证券整理

国内氧化铝新增产能规模庞大, 成为抑制氧化铝价格上涨的核心因素。虽然目前价格已触及山西地区氧化铝的现金成本线, 但是由于氧化铝区域成本不同, 山东、广西、贵州等地成本较低, 氧化铝厂依旧有微利, 所以低成本地区氧化铝产能依然在增加, 短期之内氧化铝价格会维持在底部运行。

表 4：2019 年国内新增氧化铝产能超过 500 万吨（单位：万吨）

企业	18 年 10 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	合计
山西信发化工	160													160
山西晋中化工	100													100
齐星(鲁渝博创)				50								90		140
魏桥沾化					50	50								100
博赛南川					40	40								80
国电投金元									100					100
靖西天桂									80					80
广铝												70		70
合计	260	0	0	50	90	90	0	0	180	0	0	160	0	830

数据来源：百川资讯，西南证券整理

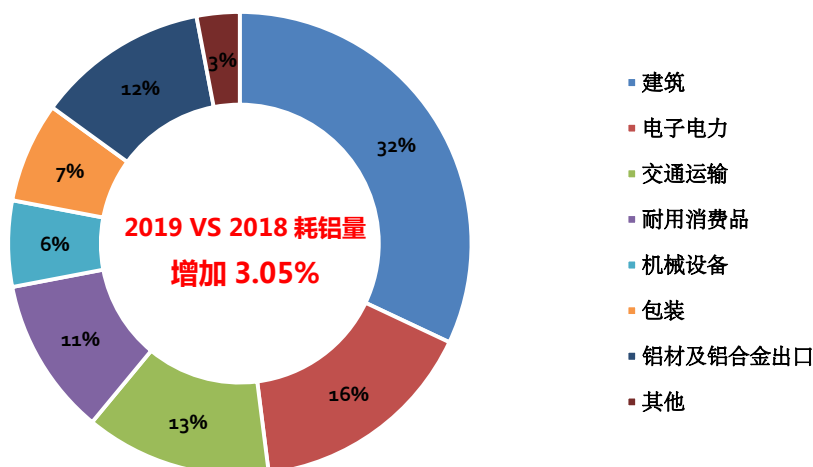
3.2 电解铝供需格局边际改善，库存有望进一步降低

首先从产能的角度来考虑，国内电解铝产能是有天花板限制的，大约在 4500-4600 万吨，这个政策至少在 5 年之内不会改变。但是仅从 2019-2021 年的角度来考虑，国内新增电解铝产能是比较多的，其中新增产能主要集中在内蒙古、云南和广西。

新建产能方面，百川数据显示，截止至 2019 年 8 月 15 日，2019 年中国电解铝已建成新产能 364.55 万吨，其中已投产 135.8 万吨，待投产 228.75 万吨，而年内其他在建且具备投产能力新产能 90 万吨，预期年内还可投产 105 万吨，综上预计年度最终将实现累计投产产能 230.8 万吨。

减产产能方面，上海有色数据显示，2018 年年初至今国内电解铝产能共减产大约 400 万吨，由于利润不佳，国内减产产能整体复产缓慢。假设剩余两个季度共有 200 万吨电解铝产能复产，叠加新建产能的陆续投产，预计 2019 年国内电解铝总产量约 3700 万吨，同比增长 2.53%，增加约 90 万吨。

图 6：预计 2019 年中国耗铝量增加 3.05%



数据来源：SMM，西南证券整理

需求角度来看,上半年国内电解铝需求不尽如人意,但是预计下半年需求要好于上半年。国内房地产领域铝消费处于向上周期;特高压和光伏投资有望开始放量;汽车行业有望迎来拐点;其余领域增速均有一定支撑,预计全年国内电解铝需求增速在3%以上。

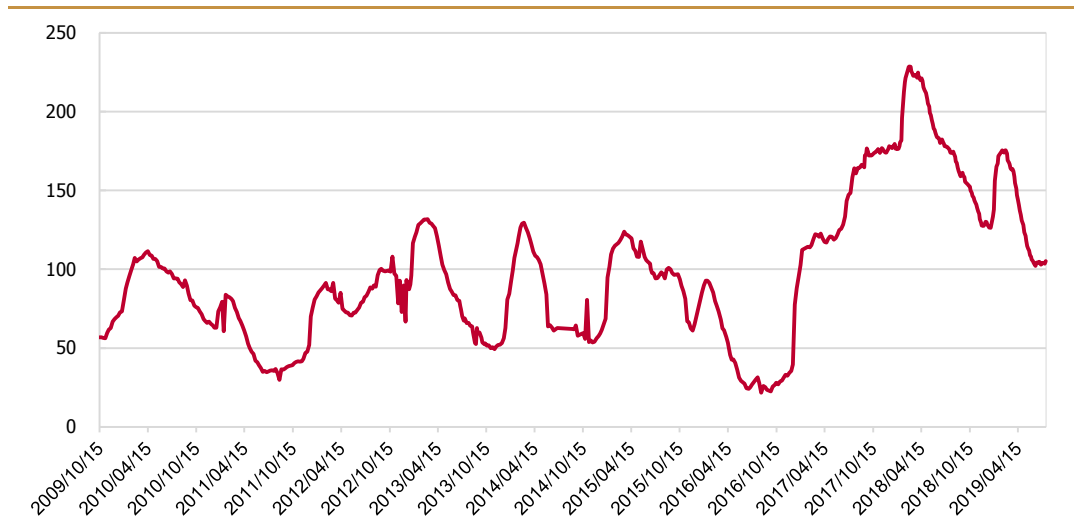
表 5: 中国电解铝供需平衡表 (单位: 万吨)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E
产量	2495.0	2772.0	3058.0	3180.0	3630.0	3609.0	3700.4
进口	37.1	26.8	15.3	19.8	11.6	12.4	16.4
出口	11.6	9.6	3.0	1.7	1.4	5.4	6.0
表观需求	2520.5	2789.1	3070.3	3198.1	3640.2	3616.0	3710.8
库存变化	7.5	21.1	75.3	-33.9	114.2	-48.0	-65.0
电解铝消费总量	2513.0	2768.0	2995.0	3232.0	3526.0	3664.0	3775.8
同比增速	—	10.15%	8.20%	7.91%	9.10%	3.91%	3.05%

数据来源: SMM, 西南证券整理

电解铝处于去库存周期。SMM 最新数据显示,国内电解铝实际库存合计约 104.3 万吨,相比年初库存减少接近 30 万吨,而相比春节之后的高点减少超过 70 万吨。预计国内电解铝供需格局边际改善,总产量约 3700 万吨,另外下半年需求会显著好于上半年,总需求量约 3776 万吨,国内电解铝的库存会继续消耗,年末有望回到 60-70 万吨的水平。

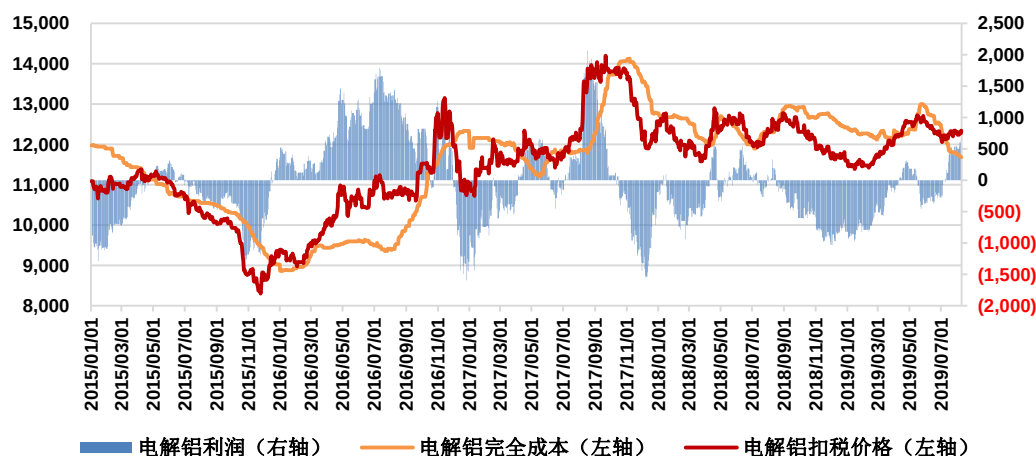
图 7: 国内电解铝处于去库存周期 (单位: 万吨)



数据来源: SMM, 西南证券整理

综上所述,随着氧化铝价格的快速回落,整个铝产业链的利润转移到电解铝环节。考虑到氧化铝供应过剩格局将延续,电解铝企业将持续获得利润,相比去年持续大幅亏损的情况明显改善,同比将扭亏为盈。

图 8：国内电解铝企业利润测算（单位：元/吨）



数据来源：西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2019-2021 年公司氧化铝产量分别为 1450 万吨、1550 万吨和 1650 万吨；

假设 2：2019-2021 年公司氧化铝单位售价同比增长 1.6%、6.5%和 5.0%，单位成本同比增长 3.3%、1.4%和 1.8%；

假设 3：2019-2021 年公司电解铝产量分别为 420 万吨、440 万吨和 460 万吨；

假设 4：2019-2021 年公司电解铝单位售价同比增长 3.5%、3.0%和 2.0%，单位成本同比增长 1.2%、0.5%和 0.7%；

假设 5：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利

	指标	2018A	2019E	2020E	2021E
氧化铝板块					
产量	万吨	1,351.0	1,450.0	1,550.0	1,650.0
单位售价	不含税，元/吨	2,645.8	2,688.0	2,862.7	3,005.9
单位成本	元/吨	2,250.1	2,325.2	2,356.7	2,398.7
单位毛利	元/吨	395.7	362.8	506.1	607.2
电解铝板块					
产量	万吨	417.0	420.0	440.0	460.0
单位售价	不含税，元/吨	12,256.6	12,687.9	13,068.5	13,329.9
单位成本	元/吨	11,607.4	11,741.5	11,802.3	11,883.4
单位毛利	元/吨	649.2	946.4	1,266.2	1,446.5

	指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	亿元	1,802.4	1,930.5	2,029.2	2,119.6
营业成本	亿元	1,643.1	1,769.9	1,825.9	1,883.7
综合毛利率	——	8.8%	8.3%	10.0%	11.1%

数据来源：公司公告，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 1930.5 亿元、2029.2 亿元和 2119.6 亿元，归母净利润分别为 18.8 亿元、33.0 亿元和 44.8 亿元，EPS 分别为 0.11 元、0.19 元和 0.26 元，对应 PE 分别为 34 倍、19 倍和 14 倍。

中国铝业是全球最具竞争力的铝业公司，公司氧化铝产能居于全球第一，原铝产能居于全球第二，在国内外市场拥有较强的话语权。但是考虑到氧化铝价格维持在底部运行对公司业绩会形成一定拖累，给予公司 **2019 年 40 倍估值，对应目标价 4.4 元，首次覆盖给予“增持”评级。**

表 7：可比上市公司估值情况

证券代码	证券名称	股价（元） 8 月 27 日	EPS（元）				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601600.SH	中国铝业	3.70	0.05	0.11	0.19	0.26	72	34	19	14
000807.SZ	云铝股份	5.14	-0.47	0.14	0.27	0.42	-11	36	19	12
000933.SZ	神火股份	4.47	0.13	0.19	0.33	0.45	34	24	14	10

数据来源：Wind，西南证券整理。备注：神火股份的 EPS 来自 Wind 一致预期。

5 风险提示

公司产量释放或不及预期；铝价上涨不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	180240.15	193053.88	202919.94	211960.42	净利润	1607.83	3125.49	5494.36	7463.12
营业成本	164309.72	176990.49	182585.19	188368.20	折旧与摊销	8055.14	8029.05	8349.50	8675.07
营业税金及附加	1408.66	1314.83	1382.03	1443.60	财务费用	4484.39	5019.40	5275.92	5510.97
销售费用	2496.93	2895.81	3043.80	3179.41	资产减值损失	2471.99	900.00	700.00	700.00
管理费用	2927.40	3474.97	3652.56	3815.29	经营营运资本变动	-8151.78	-4472.15	-204.42	-752.95
财务费用	4484.39	5019.40	5275.92	5510.97	其他	4717.93	-2484.05	-2417.66	-1283.87
资产减值损失	2471.99	900.00	700.00	700.00	经营活动现金流净额	13185.49	10117.74	17197.70	20312.34
投资收益	739.99	1768.46	1100.00	1100.00	资本支出	-12065.85	-9000.00	-8000.00	-7000.00
公允价值变动损益	100.97	-50.00	0.00	0.00	其他	6370.16	1718.46	1100.00	1100.00
其他经营损益	0.00	150.00	150.00	150.00	投资活动现金流净额	-5695.68	-7281.54	-6900.00	-5900.00
营业利润	2424.29	4326.84	7530.44	10192.95	短期借款	8461.75	-1845.74	-4035.17	-7997.32
其他非经营损益	6.04	-100.00	-100.00	-100.00	长期借款	9163.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	2430.33	4226.84	7430.44	10092.95	股权融资	10535.54	12713.25	0.00	0.00
所得税	822.50	1101.35	1936.08	2629.83	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1607.83	3125.49	5494.36	7463.12	其他	-44426.91	-15694.26	-5275.92	-5510.97
少数股东损益	737.60	1250.20	2197.74	2985.25	筹资活动现金流净额	-16266.48	-4826.75	-9311.09	-13508.29
归属母公司股东净利润	870.23	1875.29	3296.62	4477.87	现金流量净额	-8705.21	-1990.55	986.61	904.05
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	21295.94	19305.39	20291.99	21196.04	成长能力				
应收和预付款项	14540.90	16818.93	17015.01	17822.95	销售收入增长率	0.09%	7.11%	5.11%	4.46%
存货	20459.67	22238.05	23634.73	24024.37	营业利润增长率	-22.55%	78.48%	74.04%	35.36%
其他流动资产	2598.73	2782.33	2923.70	3053.23	净利润增长率	-31.99%	94.39%	75.79%	35.83%
长期股权投资	9756.81	9756.81	9756.81	9756.81	EBITDA 增长率	1.04%	16.12%	21.76%	15.24%
投资性房地产	1156.01	1156.01	1156.01	1156.01	获利能力				
固定资产和在建工程	106156.24	107647.76	107818.83	106664.33	毛利率	8.84%	8.32%	10.02%	11.13%
无形资产和开发支出	17159.66	16705.86	16252.07	15798.28	三费率	5.50%	5.90%	5.90%	5.90%
其他非流动资产	7752.17	7685.39	7618.62	7551.84	净利率	0.89%	1.62%	2.71%	3.52%
资产总计	200876.11	204096.54	206467.77	207023.86	ROE	2.38%	3.95%	6.49%	8.10%
短期借款	39296.19	37450.45	33415.27	25417.95	ROA	0.80%	1.53%	2.66%	3.60%
应付和预收款项	16111.78	16710.38	17232.85	17920.44	ROIC	3.43%	4.68%	6.24%	7.62%
长期借款	42756.34	42756.34	42756.34	42756.34	EBITDA/销售收入	8.30%	9.00%	10.43%	11.50%
其他负债	35042.60	28026.47	28416.05	28818.74	营运能力				
负债合计	133206.91	124943.64	121820.51	114913.48	总资产周转率	0.90	0.95	0.99	1.03
股本	14903.80	17022.67	17022.67	17022.67	固定资产周转率	2.01	2.08	2.20	2.31
资本公积	30104.97	40699.34	40699.34	40699.34	应收账款周转率	33.69	32.79	33.47	33.18
留存收益	3051.08	4926.37	8222.99	12700.86	存货周转率	7.81	8.01	7.84	7.85
归属母公司股东权益	52414.89	62648.39	65945.00	70422.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.20%	—	—	—
少数股东权益	15254.31	16504.51	18702.25	21687.50	资本结构				
股东权益合计	67669.20	79152.90	84647.26	92110.38	资产负债率	66.31%	61.22%	59.00%	55.51%
负债和股东权益合计	200876.11	204096.54	206467.77	207023.86	带息债务/总负债	68.88%	71.96%	70.49%	67.77%
					流动比率	0.79	0.92	1.01	1.17
					速动比率	0.51	0.59	0.63	0.75
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.05	0.11	0.19	0.26
					每股净资产	3.08	3.68	3.87	4.14
					每股经营现金	0.77	0.59	1.01	1.19
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	14963.82	17375.29	21155.86	24378.99					
PE	72.38	33.59	19.11	14.07					
PB	1.20	1.01	0.96	0.89					
PS	0.35	0.33	0.31	0.30					
EV/EBITDA	8.11	7.08	5.58	4.47					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn