中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

反转

中孚实业（600595.SH）/有色金属

证券研究报告/公司深度报告

2024 年 1 月 5 日

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：3.43 元

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号： S0740517080003

Email： xiehh@zts.com.cn

分析师：刘耀齐

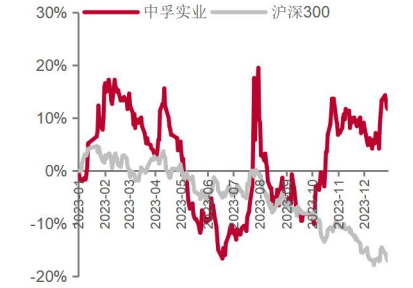
执业证书编号： S0740523080004

Email：liuyq07@ zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4,010
流通股本(百万股)	3,965
市价(元)	3.43
市值(百万元)	13,754
流通市值(百万元)	13,599

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	15,216	17,517	17,665	21,152	22,920
增长率 yoy%	86%	15%	1%	20%	8%
净利润（百万元）	656	1,050	1,134	2,048	2,298
增长率 yoy%	137%	60%	8%	81%	12%
每股收益（元）	0.16	0.26	0.28	0.51	0.57
每股现金流量	0.33	0.41	0.53	0.89	1.10
净资产收益率	6%	7%	8%	12%	12%
P/E	21.0	13.1	12.1	6.7	6.0
P/B	1.5	1.1	1.1	1.0	0.9

备注：股价取自 2024/1/5 收盘价

报告摘要

- **重组，已然反转。**公司在铝产业链深耕多年，2019 年因公司发力高端铝加工但投资回报周期较长、叠加河南电解铝产能搬迁等原因，公司被实施退市风险警示。2021 年，公司经过重组,资产负债结构优化，经营状况改善，截至 2022 年末，公司 ROE（摊薄）提升至 8.7%，为近 10 年内最高水平。
- **电解铝权益产能持续提升，铝加工产能稳步建设。**公司拥有电解铝产能 75 万吨，包括四川广元“绿色水电铝”产能 50 万吨以及河南巩义“火电铝”产能 25 万吨。其中公司享有权益产能约 50.19 万吨，再加上今年 12 月公司收购完成中孚铝业 25%股权，公司权益产能提升至 63 万吨。同时，公司铝加工在建项目也在持续推进，铝加工产能最终将提升至 69 万吨。再生铝方面，公司规划了 50 万吨项目，助力公司形成“绿色水电铝”+“再生铝”双重低碳化布局，其中年产 15 万吨 UBC 合金液项目正在进行设备安装。
- **三大配套产业有序生产。**煤炭方面，公司拥有煤炭产能 225 万吨，经历了停产整顿后目前 120 万吨产能已复产，另外 45 万吨正在做复产准备。电力方面，公司拥有 3 台火电机组，装机容量合计 90 万千瓦，不仅可以满足巩义地区电解铝生产，剩余部分还可通过外售取得收入。炭素方面，公司具有年产 18 万吨炭素的生产能力，巩义地区生产用阳极碳块主要由其提供，目前公司正在分两期投资建设年产 30 万吨煅后焦项目。
- **供需两侧深刻变化，电解铝“类资源”属性将逐步显现。**基于周期恢复，更重要是产业结构变革，电解铝供需两侧都在经历深刻的变化：
  1) 供给端，国内电解铝的电供矛盾并不在于水电，而在于风光储新能源，电力供应或仍面临较大挑战；更遗憾的是，能源体系变革与新能源建设过程中，传统能源严重压缩资本开支及原料争抢，会最终带来电解铝另一个生产原料——石油焦的短缺，中长期对全球电解铝生产影响会更为深远。
  2) 需求端，在国内保交楼、逆周期调节不断发力背景下，传统需求拖累将放缓。新能源需求（新能源汽车、光伏等）将带动电解铝需求趋势性回升，全局影响正在不断显现出来，年均需求增速约为 2-3%。

  我们维持电解铝产业链景气度或呈现螺旋式上涨的判断，随着价格的重塑，电解铝行业“类资源”属性也将被再认识。
- **盈利预测及投资评级：**假设 23-25 年电解铝价格 1.88/2.30/2.50 万元/吨，预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 177/212/229 亿元，净利润分别为 11/20/23 亿元，对应 EPS 为 0.28/0.51/0.57 元，目前股价对应的 PE 分别为 12.1/6.7/6.0 倍，24、25 年估值低于行业平均值，首次评级给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**商品价格波动、项目建设不及预期、行业规模测算偏差风险、研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。

内容目录

重整旗鼓，铝产业链全面发力 ..... - 5 -
铝产业链全面发力，开启新征程 ..... - 5 -
重整后经营业绩显著改善 ..... - 6 -
电解铝权益产能持续提升，铝加工产能稳步建设 ..... - 9 -
立足铝精深加工产业优势，持续提升产能 ..... - 9 -
配套产业有序生产 ..... - 11 -
铝："类资源"大周期起点 ..... - 12 -
供给端：有效产能天花板或明显低于 4500 万吨 ..... - 12 -
需求端：新能源对需求拉动愈发显现 ..... - 17 -
供需两侧深刻变化，"类资源"属性将逐步显现 ..... - 20 -
投资建议 ..... - 21 -
关键假设及盈利预测 ..... - 21 -
公司估值及投资建议 ..... - 22 -
风险提示 ..... - 23 -

图表目录

图表 1 ：公司发展历程 - 5 -
图表 2 ：公司股权结构（截止日期 2023 年 12 月 16 日） - 6 -
图表 3 ：股权激励业绩考核目标 - 6 -
图表 4 ：2018-2022 年公司主要产品营收（亿元） - 7 -
图表 5 ： 2022 年公司产品营收占比（%） - 7 -
图表 6 ：2018-2022 年公司分产品毛利（亿元） - 7 -
图表 7 ：2022 年公司毛利占比（%） - 7 -
图表 8 ：2023 前三季度营收同比下降 2.06% - 8 -
图表 9 ：2023 前三季度归母净利润同比-31.2% - 8 -
图表 10 ：2016-2023 年前三季度公司资产负债率（%） - 8 -
图表 11 ：2016-2022 年公司摊薄 ROE（%） - 8 -
图表 12 ：2016-2023 年前三季度公司三费费用率（%） - 9 -
图表 13 ：2016-2023 年前三季度公司期间费用率（%） - 9 -
图表 14 ：中孚实业产业链布局图 - 9 -
图表 15 ：中孚实业股权结构及电解铝产能分布图 - 10 -
图表 16 ：煤炭产能情况 - 11 -
图表 17 ：云南电解铝产能运行情况（万吨） - 12 -
图表 18 ："十四五"云南电力供需预测 - 13 -
图表 19 ：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨） - 14 -
图表 20 ：石油焦&针状焦生产流程 - 14 -
图表 21 ：中国石油焦供应量（万吨） - 14 -
图表 22 ：中国未煅烧石油焦进口情况（万吨） - 15 -
图表 23 ：2021 年国内石油焦供应结构（万吨） - 15 -
图表 24 ：2021 年国内石油焦需求结构 - 15 -
图表 25 ：全球锂电负极产量（万吨） - 15 -
图表 26 ：国内石油焦价格走势（元/吨） - 16 -
图表 27 ：预焙阳极成本、利润情况（元/吨）（考虑库存） - 16 -
图表 28 ：中国石油焦供需平衡表&极端情况下，预焙阳极供需情况测算 - 17 -
图表 29 ：竣工面积与电解铝产量累计增速（%） - 18 -
图表 30 ：国内电解铝周度表观消费量（万吨） - 18 -
图表 31 ：传统汽车、新能源车对电解铝需求测算 - 19 -
图表 32 ：光伏对电解铝需求测算（万吨） - 19 -
图表 33 ：2023 年全球分领域铝需求 - 20 -

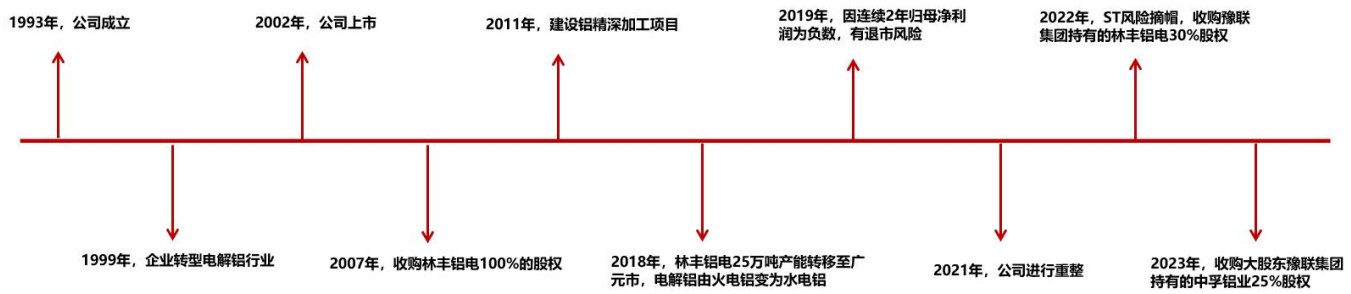
图表 34 ：2025 年全球分领域铝需求 ..... - 20 -
图表 35 ：下游各领域对铝消费带动（万吨） ..... - 20 -
图表 36 ：电力及石油焦瓶颈下，电解铝供需平衡表 ..... - 21 -
图表 37 ：可比公司估值（取值日期：2024 年 1 月 5 日） ..... - 22 -
图表 38 ：业绩敏感性测算 ..... - 22 -
图表 39 ：盈利预测表 ..... - 24 -

重整旗鼓，铝产业链全面发力

铝产业链全面发力，开启新征程

- **重组，已然反转。**公司成立于 1993 年，2002 年上市。2007 年，公司收购林丰铝电 100%股权，拥有电解铝产能 75 万吨，其中 2018-2019 年陆续将林丰铝电 25 万吨电解铝和中孚铝业部分电解铝 25 万吨产能转移至广元，并成立广元林丰和广元中孚项目公司。因公司发力高端铝加工但投资回报周期较长、叠加河南电解铝产能搬迁等原因，2019 年公司被实施退市风险警示。2021 年，公司经过重组，资产负债结构优化，经营状况改善。根据重组计划协议，公司 2021-2022 年均完成业绩承诺，2023 年公司归母净利应不低于 10.94 亿元（2023 年前三季度归母净利为 7.94 亿元）。
- **铝产业链纵深布局。**公司主要业务为铝及铝精深加工，配套煤炭开采、火力发电、炭素等产业；主要产品包括易拉罐罐体料、罐盖料、拉环料、新能源电池铝塑膜用铝箔、新能源电池集流体用铝箔、新能源电池极耳铝箔、高档双零铝箔毛料、3C 电子产品用高表面阳极氧化料、汽车板用料、油罐车用高性能板材、铝合金车轮、高纯铝锭等。
- 目前公司拥有电解铝产能 75 万吨、铝深加工产能 57 万吨（在建 12 万吨）、煤炭产能 225 万吨、炭素产能 18 万吨、火力发电装机量 90 万千瓦、在建再生铝项目 15 万吨。

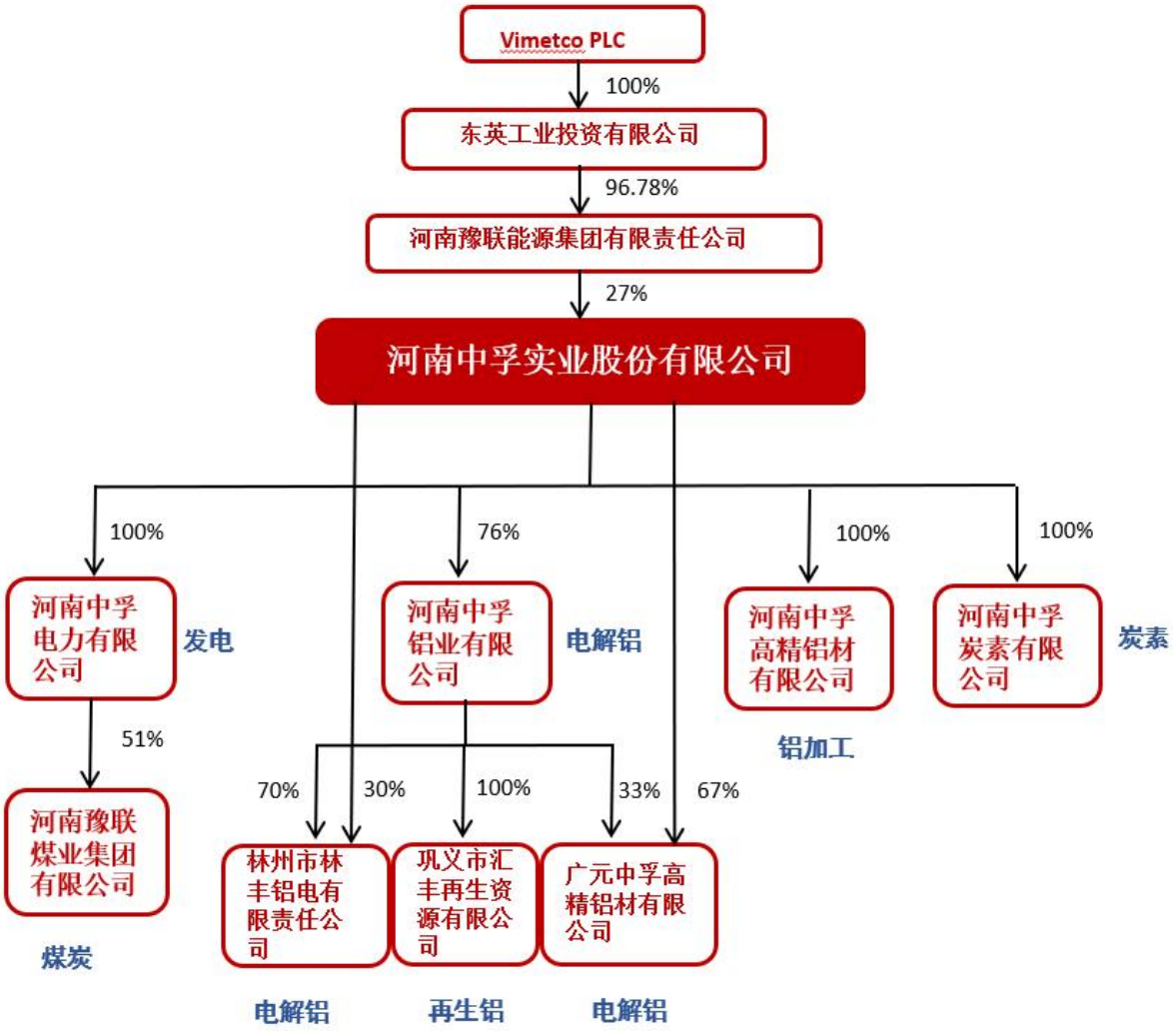
图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- **豫联集团持有公司 26.86%的股权，为公司控股股东。**公司股权结构稳定，公司控股股东为豫联集团，持股比例为 26.86%，实际控制人为 Vimetco 和张志平、张高波。公司目前主要拥有电解铝子公司广元林丰、广元中孚和中孚铝业，中孚铝业本部具有 25 万吨/年电解铝产能，中孚铝业子公司广元林丰铝电和广元高精铝材分别具有 25 万吨/年“绿色水电铝”产能；中孚铝业全资子公司巩义市汇丰再生资源有限公司正在建设 15 万吨/年铝循环再生项目；子公司中孚高精铝材有限公司拥有 69 万吨铝精深加工产能。

图表 2：公司股权结构（截止日期 2023 年 12 月 16 日）



来源：Wind，中泰证券研究所

- **股权激励，彰显公司信心。**2022 年公司实行员工股权激励计划，授予价格为 2.15 元/股，授予数量为 9600 万股。

图表 3：股权激励业绩考核目标

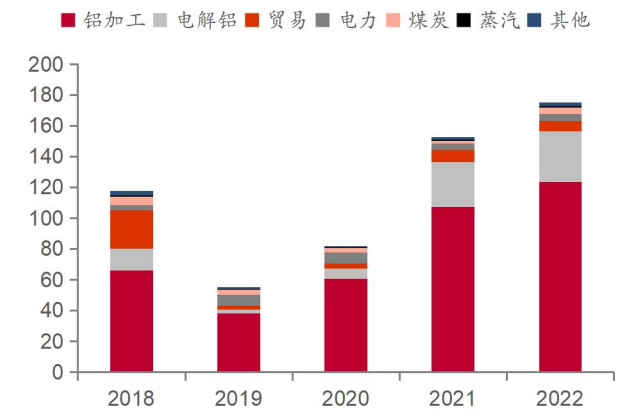
解除限售期	业绩考核目标
首次授予限制性股票第一个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 30%
首次授予限制性股票第二个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 50%
预留部分限制性股票第一个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 50%
预留部分限制性股票第二个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 50%

来源：Wind、中泰证券研究所

重整后经营业绩显著改善

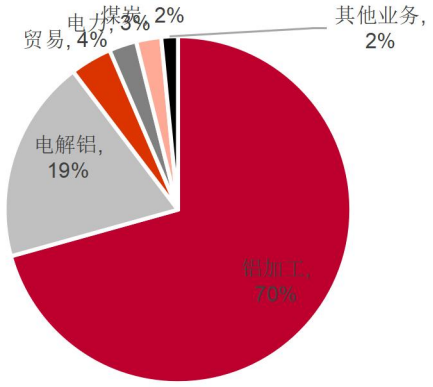
- **铝加工贡献公司主要业绩。**2022 年公司铝加工业务收入 123.3 亿元，占公司营业总收入 70%；2022 年铝加工业务毛利 19.39 亿元，毛利占比 69%。

图表 4：2018-2022 年公司主要产品营收（亿元）



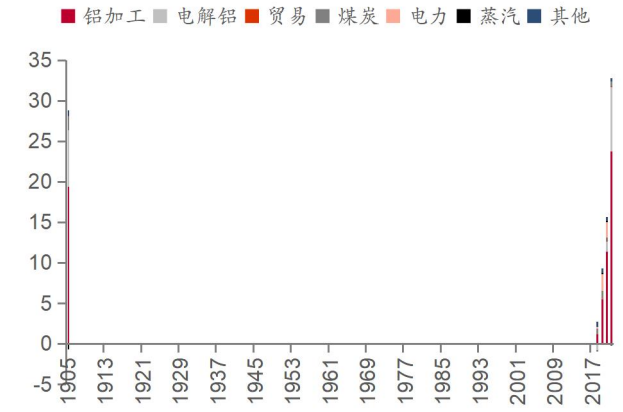
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5： 2022 年公司产品营收占比（%）



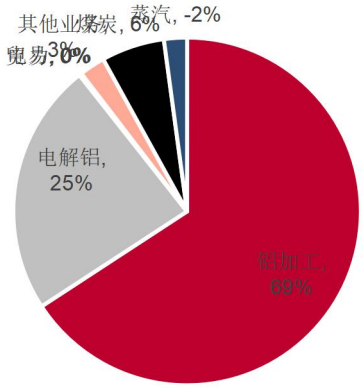
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：2018-2022 年公司分产品毛利（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

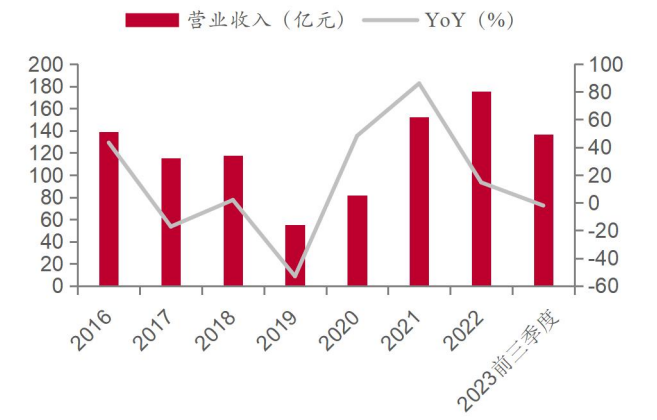
图表 7：2022 年公司毛利占比（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

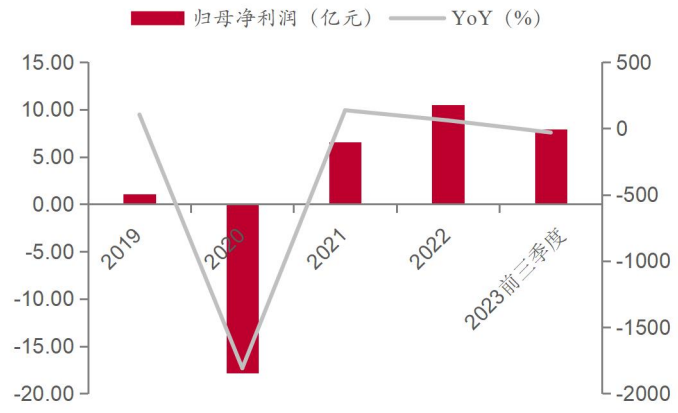
- **重组后，公司营收净利稳步增长。**公司营收从 2020 年 81.8 亿元增长至 2022 年 175.17 亿元，CAGR 为 46.33%。公司重组之后净利润扭亏为盈，2021-2022 年净利润分别为 6.56 亿元、10.5 亿元。2023 年前三季度公司营业收入 136.43 亿元，同比下降 2.06%；实现归母净利润 7.94 亿元，同比-31.2%，主要为电解铝价格下降及铝精深加工业务加工费下降所致。

图表 8：2023 前三季度营收同比下降 2.06%



来源：Wind，中泰证券研究所

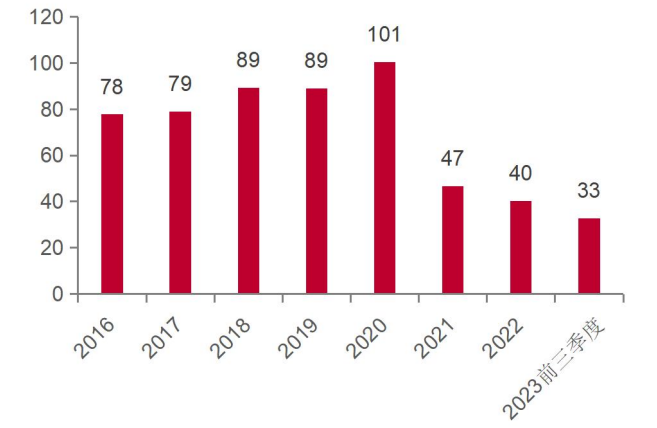
图表 9：2023 前三季度归母净利润同比-31.2%



来源：Wind，中泰证券研究所

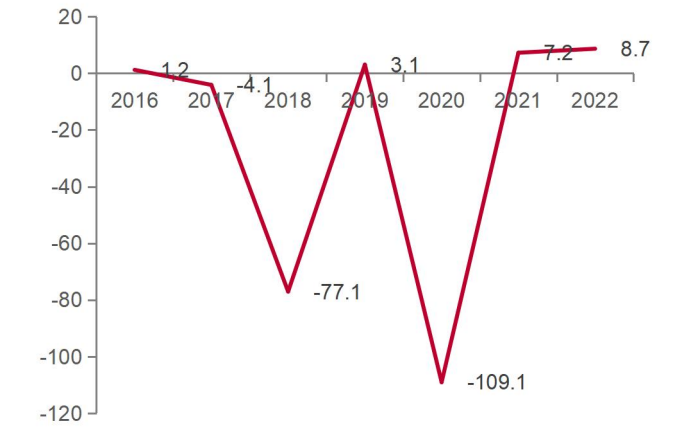
- **重整以来资产负债结构优化，经营状况改善。**2020 年公司进入重整程序后，通过现金清偿、留债展期、以股抵债等方式清偿债务，最大限度保障了全体债权人利益，公司资产负债结构得到优化，截至到 23 年三季度，公司资产负债率降至 33%。与此同时，公司通过优化生产经营、开拓市场、控制成本费用、加强内部控制及完善治理结构等措施，提高整体竞争力，经营状况得到改善。截至 2022 年末，公司 ROE 提升至 8.7%，为近 10 年内最高水平。

图表 10:2016-2023 年前三季度公司资产负债率(%)



来源：Wind，中泰证券研究所

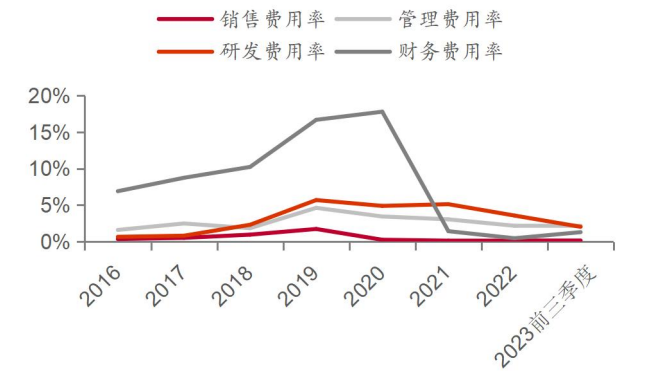
图表 11：2016-2022 年公司摊薄 ROE（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

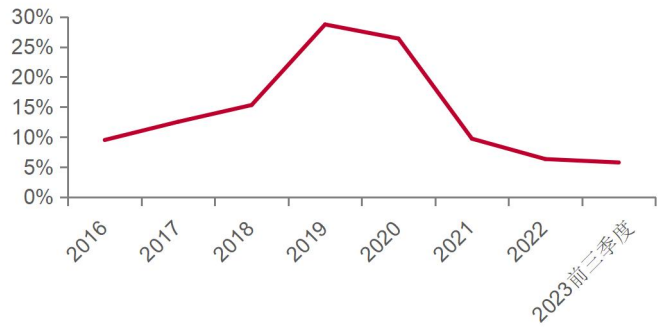
- **公司期间费用率显著下降。**随着重组完成，资产负债率回落，经营状况改善，公司期间费用率也显著下降，尤其是财务费用率从 20 年 17.8% 降至 23 年三季度 1.3%。

图表 12:2016-2023 年前三季度公司三费费用率(%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 13：2016-2023 年前三季度公司期间费用率（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

电解铝权益产能持续提升，铝加工产能稳步建设

立足铝精深加工产业优势，持续提升产能

图表 14：中孚实业产业链布局图

来源：Wind，中泰证券研究所

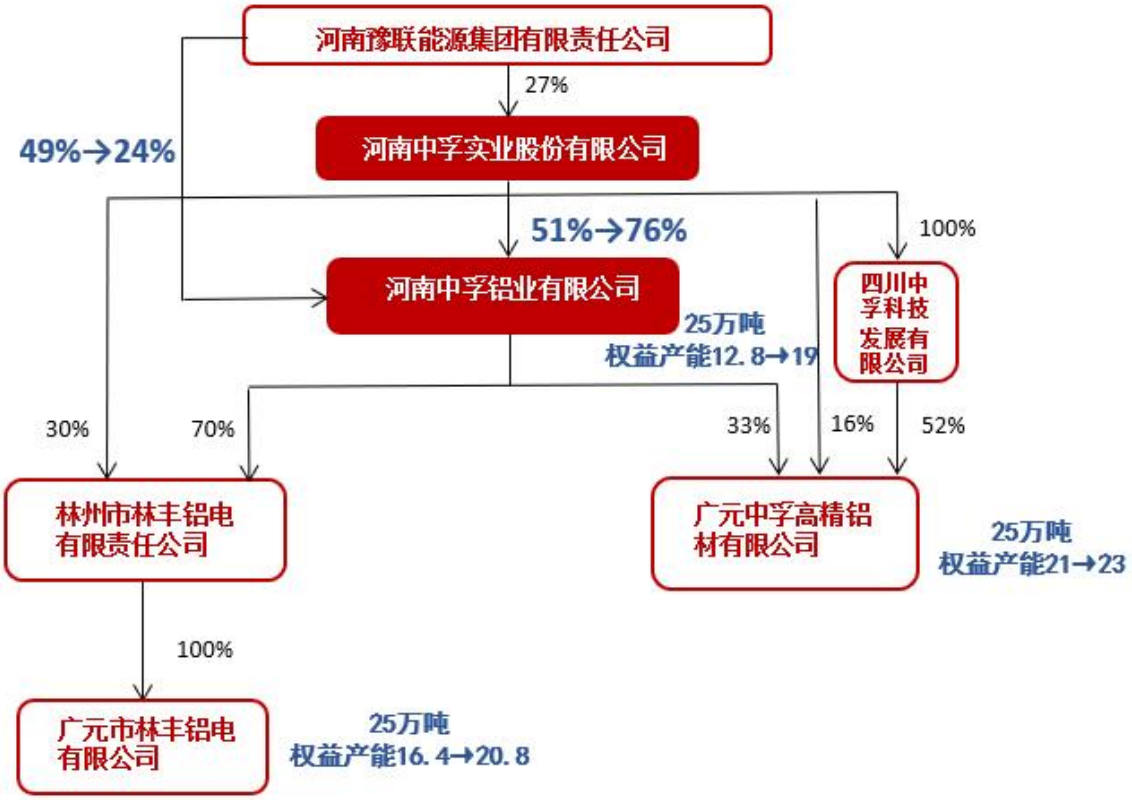
- **公司拥有电解铝产能 75 万吨，权益产能 50 万吨。**公司电解铝产能概况截至目前，公司控股子公司共具有 75 万吨电解铝产能，其中公司享有权益产能约 50.19 万吨。

（1）“绿色水电铝”产能。目前，公司控股子公司广元市林丰铝电有限公司和广元中孚高精铝材有限公司分别具有 25 万吨“绿色水电铝”产能。2022 年，为进一步提升公司水电铝权益产能，提高上下游产业的协同度，公司先后收购河南豫联能源集团有限责任公司持有的林丰铝电有限责任公司 30%的股权和河南洛汭商贸有限公司持有的四川中孚科技发展有限公司 100%的股权。收购完成后，公司享有“绿色水电铝”权益产能提升至约 37.44 万吨。

（2）“火电铝”产能。目前，公司控股子公司河南中孚铝业有限公司具有 25 万吨 “火电铝”产能，公司享有权益产能约 12.75 万吨。

- **收购中孚铝业 25%股权，权益产能提升 13 万吨。**23 年 9 月，公司发布公告称，拟以自有资金 12 亿元收购公司控股股东河南豫联能源集团持有的河南中孚铝业有限公司 25%股权。23 年 12 月中孚铝业股权变更已完成工商登记，本次股权收购完成后，公司持有中孚铝业的股权由 51%提升至 76%，电解铝权益产能由 50 万吨提升至 63 万吨。

图表 15：中孚实业股权结构及电解铝产能分布图



来源：Wind，中泰证券研究所

- **铝加工在建项目持续推进，产能将提升至 69 万吨。**公司立足主业，在铝加工领域持续拓展，公司子公司于 2021 年和 2022 年先后启动年产 12 万吨高精铝板带材项目、年产 12 万吨绿色新型包装材料项目、年产 15 万吨高精铝合金板锭材项目和年产 6 万吨铝及铝合金带材涂层生产线项目。目前，年产 12 万吨高精铝板带材项目已建成投产，年产 12 万吨绿色新型包装材料项目、年产 15 万吨高精铝合金板锭材项目、年产 3 万吨铝及铝合金带材涂层生产线项目（为年产 6 万吨铝及铝合金带材涂

层生产线首期项目）已进入调试阶段。上述项目全部投产后，不仅能将铝加工产能提升至 69 万吨，同时还将进一步提高公司核心产品易拉罐罐盖料产品附加值。

- **再生铝规划 50 万吨项目，助力公司形成“绿色水电铝”+“再生铝”双重低碳化布局。**23 年 3 月，公司公告其控股二级子公司巩义汇丰拟投资建设年产 50 万吨铝循环再生项目。具体包括年产 15 万吨 UBC 合金铝液项目、年产 20 万吨铸造铝合金锭项目和年产 15 万吨铝合金圆铸锭项目。目前年产 15 万吨 UBC 合金液项目正在进行设备安装，项目投产后，可进一步拓展公司铝产业多元化低碳布局，叠加公司已有的“绿色水电铝”产业布局，公司将形成“绿色水电铝”+“再生铝”双重低碳化布局，满足下游铝精深加工所需低碳铝材料需求，提升铝精深加工产品市场竞争力，提高公司盈利能力。

配套产业有序生产

- **公司拥有煤炭产能 225 万吨。**公司控股子公司河南豫联煤业集团有限公司控股子公司共具有 225 万吨煤炭开采产能，其中郑州磴槽企业集团金岭煤业有限公司具有 120 万吨，郑州广贤工贸有限公司新丰煤矿具有 60 万吨，郑州市慧祥煤业有限公司具有 45 万吨。
- **目前煤炭复产产能 120 万吨。**自 2022 年 9 月起，豫联煤业因其控股子公司煤矿发生安全事故停产整顿。目前，郑州磴槽企业集团金岭煤业有限公司 120 万吨产能已于 23 年 2 月复产；郑州市慧祥煤业有限公司处于复工复产准备阶段；郑州广贤工贸有限公司新丰煤矿正在按要求进行停产整顿。

图表 16：煤炭产能情况

公司	产能（万吨）	目前状态
郑州磴槽企业集团金岭煤业有限公司	120	已复产
郑州广贤工贸有限公司新丰煤矿	60	停产
郑州市慧祥煤业有限公司	45	复产准备

来源：Wind、中泰证券研究所

- **90 万千瓦火电装机量保障巩义电解铝电力供应。**电力方面，目前，子公司中孚电力拥有 3 台火电机组，装机容量合计 90 万千瓦，中孚电力发电所需煤炭部分来自豫联煤业，部分外购。公司火电机组年均发电量 70 亿度左右，是巩义地区 25 万吨电解铝用电主要来源，按照单吨耗电 13500 度计算，巩义地区电解铝产能每年耗电约 34 亿度，电力剩余部分公司通过外售取得收入。此外，广元地区 50 万吨电解铝用电由外部绿色清洁水电企业进行供应。
- **18 万吨炭素产能满足巩义电解铝需求。**炭素方面，子公司河南中孚炭素有限公司具有年产 18 万吨炭素的生产能力，巩义地区生产用阳极碳块主要由其提供。22 年 9 月，为提升产品质量，降低石油焦煅烧生产成本，

公司投资2.2亿元建设了年产30万吨煅后焦生产线绿色低碳智能化改造项目，项目分两期建设。

铝：“类资源”大周期起点

供给端：有效产能天花板或明显低于4500万吨

- **制约供给的第一道瓶颈——电力短缺。**云南是电解铝产能大省，省内建成产能达600万吨，占全国产能10%以上，云南省电解铝产能运行情况深刻影响着全国电解铝供应。云南电力问题已经不是“水电”问题，风光绿电成为关键：一度因水电短缺，产能停产近40%。随着水电装机量见顶，23年以来，云南省加快新能源投产进度，截至7月底，今年全省集中式新能源新增并网装机突破1000万千瓦，但考虑到增量主要集中体现在下半年，我们预计2023年云南省内电解铝产能利用率仅能恢复至80%左右水平。按照当前风光新能源建设状况，预计到2025年，云南省内电力仍存在季节性短缺风险。

图表17：云南电解铝产能运行情况（万吨）

公司	原运行产能（万吨）	第一次减产产能（万吨）	22.09第一次减产幅度	第二次减产产能（万吨）	23.03第二次减产幅度	两轮合计减产产能（万吨）	两轮合计减产幅度	2023.06-09复产产能（万吨）	复产幅度
云铝	305	76.3	25%	45.8	15%	122.0	40%	122	40%
宏泰	100	18.0	18%	0.0	0%	18.0	18%	18	18%
神火	90	16.2	18%	19.8	22%	36.0	40%	26	29%
其亚	35	7.0	20%	7.0	20%	14.0	40%	3	9%
合计	**530**	**117.5**	**22%**	**72.6**	**14%**	**190.0**	**36%**	**169**	**32%**

数据来源：百川，中泰证券研究所

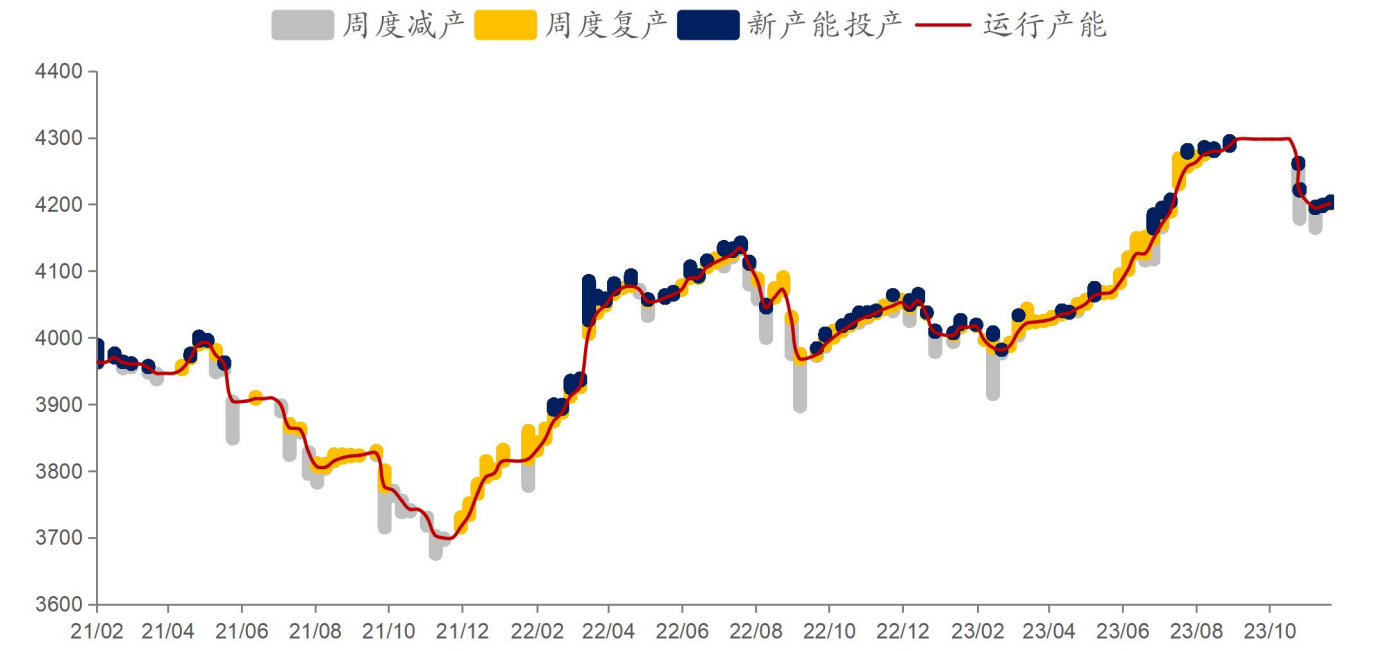
图表 18："十四五"云南电力供需预测

供应		2021	2022	2023	2024	2025
水电	装机量（万千瓦）	7820	8,112	8,202	8,342	8,342
	发电量（亿千瓦时）	3140	3,316	3,280	3,442	3,463
煤电	装机量（万千瓦）	1528	1,535	1,535	1,535	1,535
	发电量（亿千瓦时）	443	456	534	458	458
风电	规划投产增量（万千瓦）		708	185	0	0
	待投放量（万千瓦）			677	166	169
	年度新规划增量完成度		4%	10%		
	待投放量完成度		80%	80%	80%	100%
	装机量（万千瓦）	881	912	1,472	1,605	1,774
	新增装机量（万千瓦）		*32*	*560*	*133*	*169*
	发电量（亿千瓦时）	230	214	320	370	406
光伏	规划增量（万千瓦）	397	976	1,846	1,557	1,500
	待投放量（万千瓦）			789	1,292	1,090
	年度新规划增量完成度		19%	30%	30%	30%
	待投放量完成度		80%	80%	70%	70%
	装机量（万千瓦）	397	583	1,769	3,140	4,353
	新增装机量（万千瓦）		*186*	*1,185*	*1,372*	*1,213*
	发电量（亿千瓦时）	51	55	150	316	480
合计	装机量（万千瓦）	10625	11,142	12,978	14,623	16,004
	新增装机量（万千瓦）		*517*	*1,836*	*1,645*	*1,382*
	新能源新增装机量（万千瓦）		*218*	*1,745*	*1,505*	*1,382*
	增速		5%	16%	13%	9%
	发电量（亿千瓦时）	3866	4,040	4,284	4,586	4,806
	新增发电量（亿千瓦时）		*175*	*244*	*302*	*221*
	增速		5%	6%	7%	5%
需求		**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
硅	产能（万吨）	113	113	207	217	217
	产量（万吨）	51.64	62	88	119	119
	用电量（亿千瓦时）	65	78	110	149	149
黄磷	产能（万吨）	65.2	64	66	66	66
	产量（万吨）	28.32	32	33	33	33
	用电量（亿千瓦时）	40	45	46	46	46
	第一产业用电量	22.61	25	26	27	28
	其他第二产业用电量	1006	918	962	940	951
	第三产业用电量	289	309	331	355	380
	民用用电量	275	286	307	329	352
	外送	1726	1817	1817	1817	1817
供需平衡下电解铝运行情况		**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
	电解铝建成产能	**513**	**600**	**630**	**730**	**823**
	供需平衡下电解铝可运行产能			508	684	802
	供需平衡下电解铝可运行产能利用率			81%	94%	97%
	中国电解铝产量		**4008**	**4148**	**4252**	**4315**

数据来源：云南统计年鉴，百川，中泰证券研究所

- **从电力角度，电解铝供给释放依旧受限。**2023 年由于电力的不稳定性，电解铝运行产能呈现"N"字形波动。从产能建成投放角度看，截止 2023 年 12 月 14 日，国内电解铝运行产能达 4204.40 万吨,待投产产能 2 万吨。

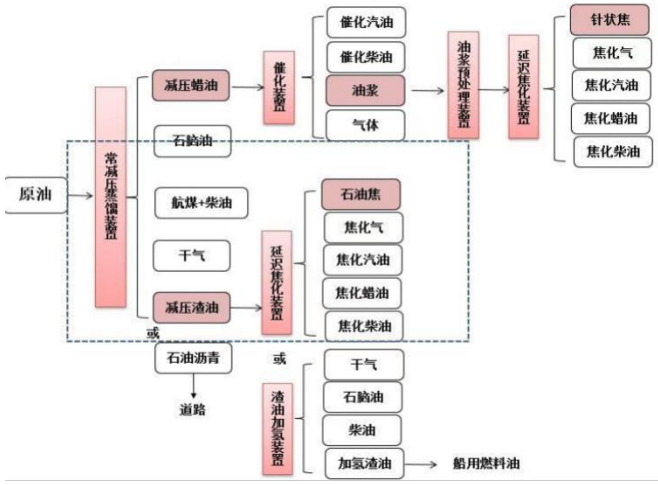
图表 19：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）



数据来源：百川、中泰证券研究所

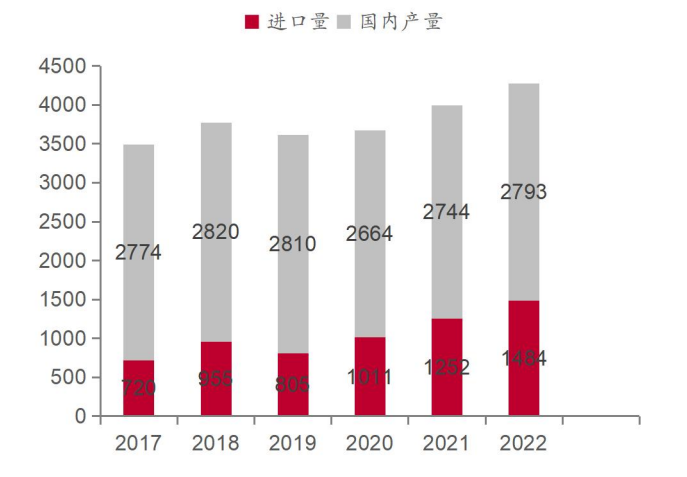
■ **制约供应的第二道瓶颈——石油焦受限。**石油焦是预焙阳极的原材料，在预焙阳极中的成本占比将近 70%。石油焦是炼厂减压渣油通过延迟焦化装置生产获得，在整个炼油产品体系里面价值量占低，通常作为炼厂的附产品而存在。从石油焦产量来看，国内整体石油焦产量较为稳定，2017-2022 年国内石油焦产量基本稳定在 2750-2800 万吨左右，石油焦进口量近年来保持在 1000-1500 万吨之间，中国石油焦供应量 4000-4500 万吨，石油焦供应基本稳定。

图表 20：石油焦&针状焦生产流程



数据来源：隆众资讯，中泰证券研究所

图表 21：中国石油焦供应量（万吨）



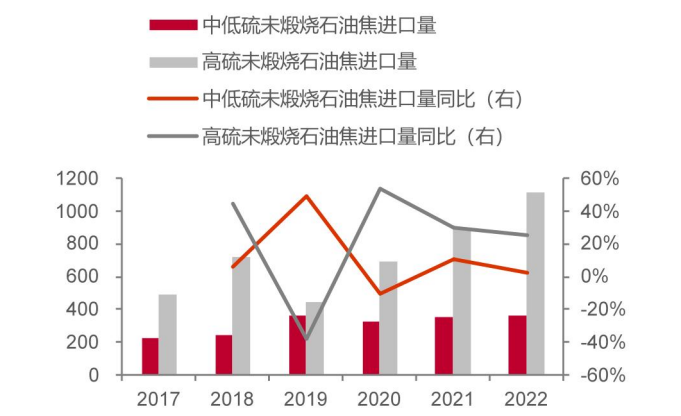
数据来源：隆众资讯，海关总署，中泰证券研究所

■ **石油焦供应结构持续变差，增量主要为高硫焦。**

1）海外石油焦进口量虽有一定程度增长，但增量基本全为高硫焦。高硫焦主要用作燃料燃烧，预焙阳极使用的石油焦以中硫为主，高硫为辅，而锂电负极则以低硫为主，中硫为辅。2022 年石油焦进口量同比+18%，其中低硫焦同比+2.6%，高硫焦同比+25%，增量部分主要来自于高硫焦。

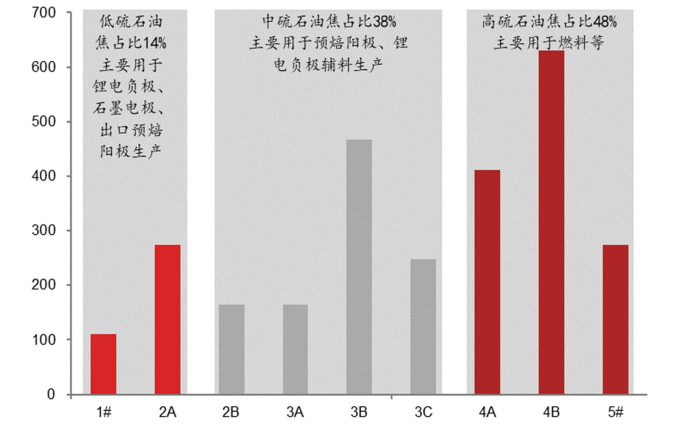
2）随着进口原油的变化，国内石油焦增量也基本为高硫焦，中低硫石油焦产出占比不断被压缩。而国内新增的石油焦产能均以大炼化项目为主，如广东石化、盛虹石化、烟台裕龙岛项目等，而其多配套石油焦制氢装置或渣油加氢装置,其外销或是自用存在极大的不确定性，同时随着山东地区新旧动能转换下部分产能退出，预计国内石油焦产量增量有限。

图表 22：中国未煅烧石油焦进口情况（万吨）



数据来源：海关总署，中泰证券研究所

图表 23：2021 年国内石油焦供应结构（万吨）

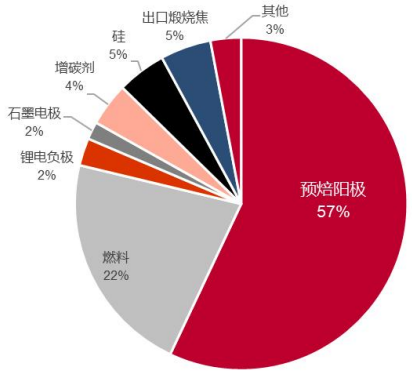


数据来源：隆众资讯，中泰证券研究所

■ **石油焦需求结构重塑，新能源占比显著提升。**2022 年国内石油焦消费量 4167 万吨。从石油焦需求结构来看，石油焦下游主要包括预焙阳极、燃料、增碳剂、石墨电极、硅以及锂电负极材料等。

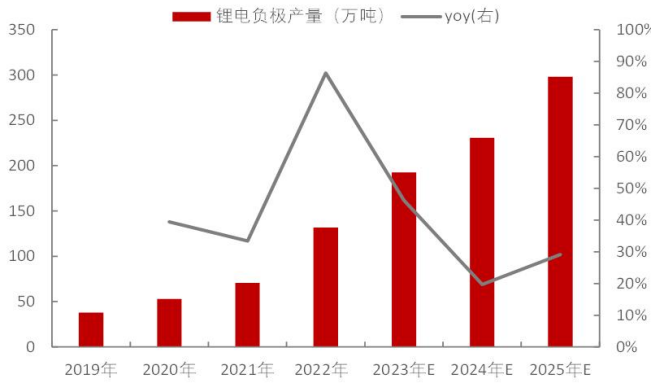
近年来预焙阳极在石油焦下游需求中的占比逐年下降，根据隆众资讯数据,2022 年国内石油焦需求结构中预焙阳极领域占 59%(2020 年 60%)。与此同时，新能源领域发展迅速，锂电负极在石油焦总需求中占 4%，我们预计 2023 年这一比例会变为 6%，若计入硅对石油焦的消耗，泛新能源领域占比已经达 12%；2025 年泛新能源领域占比则进一步升至 15%。锂电负极和光伏的快速增长是驱动石油焦需求快速增长的重要动力。

图表 24：2021 年国内石油焦需求结构



数据来源： Wind，百川盈孚，隆众资讯，GGII，中泰证券研究所

图表 25：全球锂电负极产量（万吨）



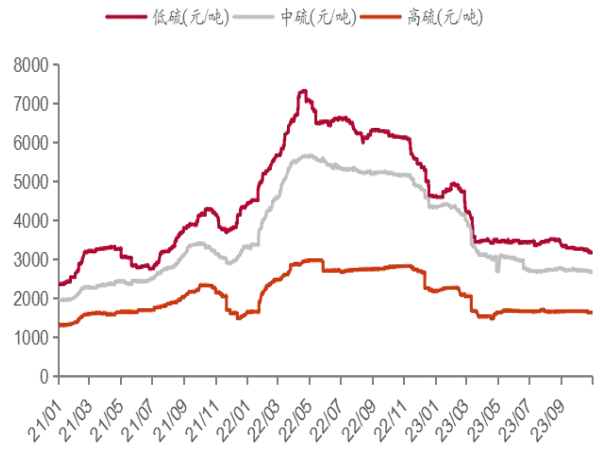
数据来源： Wind，百川盈孚，隆众资讯，GGII，中泰证券研究所

■ **石油焦短缺，或将最终指向电解铝减产。**根据我们测算，2023 年开始石油焦供需差将逐步收窄，2025 年石油焦供需缺口或将达 100 万吨以上。此外，相较于预焙阳极等传统产品，锂电负极材料具备较好盈利性，我们认为部分中低硫石油焦将不可避免的由预焙阳极转向生产锂电负极材

料生产使用，最终导致预焙阳极供给进一步受限。极端情况下，石油焦100万吨以上的供需缺口将导致预焙阳极出现64万吨的缺口，进而制约电解铝的产量释放。

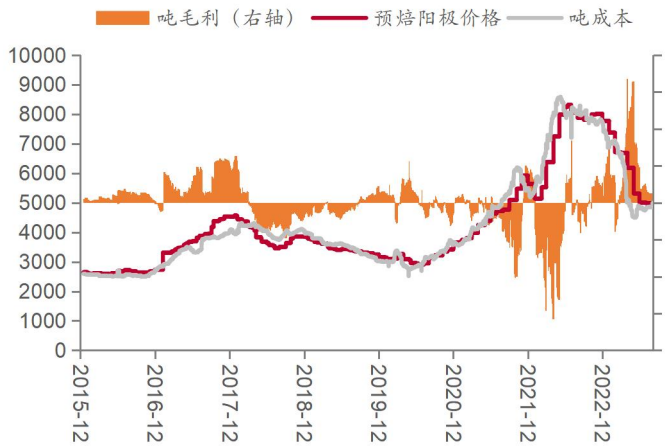
综上所述，我们认为在原料供应约束的背景下，未来预焙阳极供应缺口有望持续走阔，并有可能成为石油焦产业链最短缺的一个环节，而电解铝也将因此面临原材料短缺的尴尬局面。

图表 26：国内石油焦价格走势（元/吨）



数据来源：百川盈孚，中泰证券研究所

图表 27：预焙阳极成本、利润情况（元/吨）（考虑库存）



数据来源：Wind，上海有色，百川，中泰证券研究所

图表 28：中国石油焦供需平衡表&极端情况下，预焙阳极供需情况测算

石油焦供需测算	2021	2022	2023E	2024E	2025E
石油焦国内产量（万吨）	2,757	2,776	3,050	3,050	3,100
-中低硫焦（1#、2A、2B、3A、3B、3C）	1,492	1,187	1,207	1,207	1,207
-高硫焦（4A、4B、5#）	1,252	1,589	1,843	1,843	1,893
石油焦进口量（万吨）	1,274	1,509	1,511	1,521	1,561
-中低硫石油焦（含硫量3%以内）	357	366	366	366	366
-高硫石油焦（含硫量3%以上）	895	1118	1120	1,130	1,170
-已锻烧石油焦进口量	23	25	25	25	25
石油焦供应量（万吨）	4,031	4,285	4,561	4,571	4,661
同比增速	9%	6%	6%	0%	2%
石油焦国内消费量（万吨）	4,115	4,170	4,406	4,613	4,783
同比增速	10%	1%	6%	5%	4%
-用于生产预焙阳极（万吨）	2,346	2,452	2,460	2,518	2,551
国内电解铝需求量（万吨）	*3,864*	*4,008*	*4,154*	*4,258*	*4,399*
预焙阳极出口量（万吨）	*191*	*215*	*160*	*160*	*120*
-燃料（万吨）	894	750	850	900	950
-负极材料（万吨）	110	197	273	315	335
人造石墨负极材料（实物量，万吨，终端需求口径）	*56*	*100*	*139*	*161*	*171*
其中，中低端负极材料（实物量，万吨，非针状焦占比，	*34*	*60*	*84*	*96*	*102*
-石墨电极（万吨）	70	40	50	55	60
-增碳剂（万吨）	173	173	173	173	173
-硅（万吨）	196	233	274	327	388
出口煅烧焦（万吨）	203	203	203	203	203
其他（万吨）	122	122	122	122	122
石油焦供需缺口（万吨）	*-83*	*115*	*155*	*-41*	*-121*
缺口比例	*-2%*	*3%*	*4%*	*-1%*	*-3%*

极端情况下，预焙阳极环节供需测算	2021	2022	2023E	2024E	2025E
考虑到经济性，假设锂电负极石油焦从原供应预焙阳极行业生产用石油焦处获得，则石油焦可满足的预焙阳极产量（万吨）	2,057	2,334	2,378	2,252	2,209
预焙阳极需求（万吨，国内电解铝生产及出口需求）	1,917	2,219	2,237	2,293	2,273
预焙阳极环节供需缺口（万吨）	*141*	*115*	*141*	*-41*	*-64*
缺口比例	*7%*	*5%*	*6%*	*-2%*	*-3%*

数据来源：Wind，百川盈孚，隆众资讯，GGII，中泰证券研究所

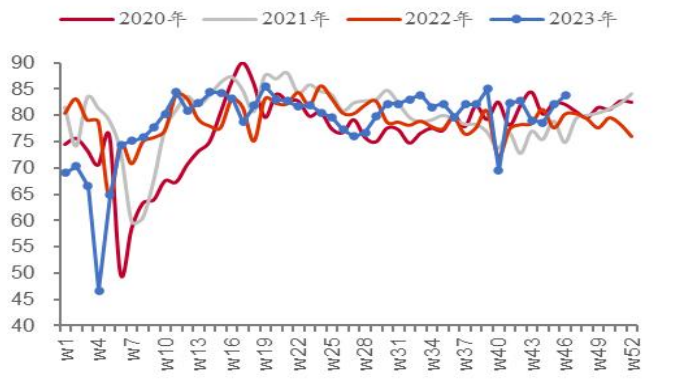
需求端：新能源对需求拉动愈发显现

- **新旧需求动能切换。**铝材应用领域广泛，下游包括建筑、交通运输、电力电子、包装、机械设备等行业。其中建筑和交通各占据了约四分之一的比重。建筑铝材主要用于地产竣工端，包括铝合金门窗、铝塑管、装饰板、铝板幕墙等方面，竣工端的用铝量占整个地产用铝量的 75%左右。从时滞性来看，电解铝消费量领先房屋竣工面积数据 1-2 个季度左右。
- 2022 年地产下行压力较大，地产竣工面积累计同比增速-15%，但电解铝的产量及表观消费量却并未明显降低，根本原因在于包括新能源车、光伏在内的新能源领域对于铝材的需求拉动愈发显现，并且已经能够对冲来自传统领域的下行压力。

图表 29：竣工面积与电解铝产量累计增速（%）

数据来源：Wind，中泰证券研究所

图表 30：国内电解铝周度表观消费量（万吨）



数据来源：百川，中泰证券研究所

我们也将从各新兴领域来具体测算对电解铝使用量的影响：

- **汽车轻量化背景下，汽车用铝稳中有升。**铝合金主要用于汽车的车身、热交换系统、箱式车厢及其他系统部件等，主要包括板、带、箔、管、各种形状的挤压新材和锻件等。在交通领域中，新能源汽车轻量化需求更为迫切，其单车用铝量更高。根据 DuckerFrontier 数据，2020-2026 年全球新能源单车含铝量在 285-291kg 之间，全球非电动车的单车含铝量在 206-230kg 之间。

假设传统汽车和新能源车的单车用铝量分别为 218kg 与 288kg，预计 2023、2024 年全球汽车对电解铝的需求量达到 1974 万吨、2060 万吨，其中新能源车需求量为 381 万吨、493 万吨，新能源车用铝需求在总需求中占比为 4%、5%。

图表 31：传统汽车、新能源车对电解铝需求测算

	2019a	2020a	2021a	2022a	2023e	2024e	2025e
全球汽车产量	9178.7	7726.0	8015.0	8502.0	8628.8	8898.1	9078.9
全球传统汽车产量	8958.2	7422.1	7389.7	7487.8	7304.8	7184.9	6890.3
全球新能源车产量	220.5	303.9	625.3	1014.2	1324.0	1713.2	2188.6
国内汽车产量(万辆)	2572.1	2522.5	2608.2	2702.1	2857.1	3051.4	3256.0
传统汽车	2454.9	2393.0	2284.5	2081.4	2060.6	2019.4	1918.4
新能源车	117.2	129.5	324	621	797	1032	1338
海外汽车产量(万辆)	6606.6	5203.5	5406.8	5799.9	5771.7	5846.7	5822.9
传统汽车	6503.4	5029.2	5105.2	5406.5	5244.3	5165.6	4971.9
新能源车	103.2	174.3	301.6	393.4	527.4	681.1	851.0
国内车用铝量(万吨)	568.9	559.0	591.2	632.5	678.6	737.5	803.4
传统汽车	535.2	521.7	498.0	453.7	449.2	440.2	418.2
新能源车	33.8	37.3	93.2	178.8	229.4	297.2	385.2
国外车用铝量(万吨)	1447.5	1146.6	1199.8	1291.9	1295.2	1322.3	1329.0
传统汽车	1417.7	1096.4	1112.9	1178.6	1143.2	1126.1	1083.9
新能源车	29.7	50.2	86.9	113.3	151.9	196.2	245.1
全球汽车合计用铝量（合计）	2016.4	1705.5	1791.0	1924.4	1973.8	2059.7	2132.4
新能源车合计用铝量	63.5	87.5	180.1	292.1	381.3	493.4	630.3

数据来源：Wind，DuckerFrontier，中泰证券研究所

- **能源转型背景下，光伏用铝将快速增长。**光伏装机用铝主要集中在边框和支架。根据 Navigant Research 数据，单位 GW 光伏装机耗铝量在 1.9 万吨。在全球能源转型背景下，光伏装机或将保持快速增长。我们预计 23-24 年全球光伏装机分别为 330GW、406GW，预计 2023、2024 年全球光伏装机对电解铝的需求量达 627 万吨、771 万吨，在总需求中占比分别为 6.6%、7.7%。

图表 32：光伏对电解铝需求测算（万吨）

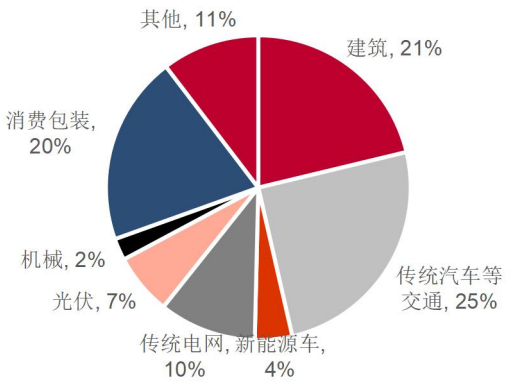
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
光伏用铝需求合计	**241.9**	**323.0**	**437.0**	**627.0**	**771.4**	**931.0**
装机耗铝(China)	91.6	114	166.1	266.0	323.0	399.0
变动百分比	60%	24%	46%	60%	21%	24%
新增光伏装机(GW)	48.2	60.0	87.4	140.0	170.0	210.0
装机耗铝(World Ex. China)	150.3	209.0	270.9	361.0	448.4	532.0
变动百分比	-8%	39%	30%	33%	24%	19%
新增光伏装机(GW)	79.1	110.0	142.6	190.0	236.0	280.0

数据来源：Wind，Navigant Research，中泰证券研究所

- **在“碳中和”背景下，光伏与新能源车的行业景气度提升，新能源将转变铝金属下游消费结构。**根据我们的测算，建筑与传统汽车等交通的用铝需求将由 2015 年的 53%逐渐下降到 2025 年的 44%，而新能源部分，

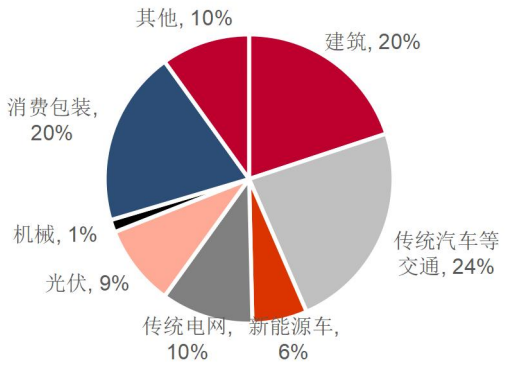
2015 年光伏与新能源车用铝需求占比约 1%，预计 2023 年有望提升至 11%，预计 2025 年或将提升至 15%，新能源领域的用铝需求比例在快速提升。

图表 33：2023 年全球分领域铝需求



数据来源：Wind，Bloomberg，中泰证券研究所

图表 34：2025 年全球分领域铝需求



数据来源：Wind，Bloomberg，中泰证券研究所

图表 35：下游各领域对铝消费带动（万吨）

分领域对铝消费带动(万吨)		2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
建筑		-16.6	92.1	-66.5	8.8	-2.8	-2.6
	占比	5%	14%	-51%	3%	-1%	-1%
传统交通		-281.9	35.1	-66.2	24.0	15.9	-24.8
	占比	83%	5%	-51%	8%	5%	-8%
传统电网		3.4	75.5	13.8	14.1	25.6	36.5
	占比	-1%	12%	11%	5%	9%	11%
新能源车		**24.0**	**92.6**	**112.0**	**89.2**	**112.1**	**136.9**
	占比	**-7%**	**14%**	**86%**	**31%**	**38%**	**42%**
光伏		**21.9**	**81.1**	**114.0**	**190.0**	**144.4**	**159.6**
	占比	**-6%**	**13%**	**87%**	**65%**	**49%**	**49%**
机械		-28.1	-10.4	-98.5	-56.0	-44.8	-35.9
	占比	8%	-2%	-76%	-19%	-15%	-11%
消费包装		41.2	133.8	34.8	45.2	37.3	38.2
	占比	-12%	21%	27%	15%	13%	12%
其他		-103.5	141.9	87.0	-23.4	5.3	14.7
	占比	30%	22%	67%	-8%	2%	5%
汇总		-339.5	641.8	130.4	291.8	293.0	322.7

数据来源：Wind，Bloomberg，中泰证券研究所

供需两侧深刻变化，“类资源”属性将逐步显现

- **基于周期恢复，更重要是产业结构变革，电解铝供需两侧都在经历深刻的变化：**

1）供给端，国内电解铝的电供矛盾并不在于水电，而在于风光储新能源，电力供应或仍面临较大挑战；更遗憾的是，能源体系变革与新

能源建设过程中，传统能源严重压缩资本开支及原料争抢，会最终带来电解铝另一个生产原料——石油焦的短缺，中长期对全球电解铝生产影响会更为深远。

2）需求端，在国内保交楼、逆周期调节不断发力背景下，传统需求拖累将放缓。新能源需求（新能源汽车、光伏等）将带动电解铝需求趋势性回升，全局影响正在不断显现出来，需求增速约为 2-3%。

- **我们维持电解铝产业链景气度或呈现螺旋式上涨的判断，随着价格的重塑，电解铝行业“类资源”属性也将被再认识。**

图表 36：电力及石油焦瓶颈下，电解铝供需平衡表

单位：万吨		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球电解铝产量		6,507	6,760	6,865	7,040	7,104	7,149
	同比	2.5%	3.9%	1.6%	2.5%	0.9%	0.6%
中国		3,705	3,864	4,008	4,148	4,183	4,178
	同比	4.4%	4.3%	3.7%	3.5%	0.8%	-0.1%
海外		2,802	2,896	2,857	2,891	2,921	2,971
全球铝材消费量		8,584	9,225	9,356	9,648	9,941	10,263
	同比	-3.8%	7.5%	1.4%	3.1%	3.0%	3.2%
新能源车		88	180	292	381	493	630
	占比	1.0%	2.0%	3.1%	4.0%	5.0%	6.1%
	同比	37.8%	105.8%	62.2%	30.5%	29.4%	27.8%
光伏		242	323	437	627	771	931
	占比	2.8%	3.5%	4.7%	6.5%	7.8%	9.1%
	同比	9.9%	33.5%	35.3%	43.5%	23.0%	20.7%
传统领域		8,254	8,722	8,627	8,639	8,676	8,702
	占比	96.2%	94.5%	92.2%	89.5%	87.3%	84.8%
	同比	-4.5%	5.7%	-1.1%	0.1%	0.4%	0.3%
全球再生铝消费量		2,203	2,364	2,433	2,529	2,651	2,784
	变化量		161	69	96	122	133
	占比	25.7%	25.6%	26.0%	26.2%	26.7%	27.1%
	同比	-6.9%	7.3%	2.9%	4.0%	4.8%	5.0%
全球电解铝消费量		6,381	6,862	6,923	7,118	7,290	7,479
	变化量		481	61	195	171	189
	占比	74.3%	74.4%	74.0%	73.8%	73.3%	72.9%
	同比	-2.7%	7.5%	0.9%	2.8%	2.4%	2.6%
全球电解铝供需平衡情况： +剩余/(-缺口)		126	-102	-58	-79	-185	-330
	过剩/短缺幅度	1.9%	-1.5%	-0.8%	-1.1%	-2.6%	-4.6%

数据来源：Wind，Bloomberg，阿拉丁，安泰科，中泰证券研究所

投资建议

关键假设及盈利预测

- **根据公司的经营情况作出以下核心假设：**
  - 量：随着铝加工在建产能投产，公司铝精深加工能力将提升到 69 万吨，预计公司 2023-2025 年铝加工销量为 50/60/62 万吨；公司电解铝产能 75 万吨，由于电解铝产品主要用于铝精深加工产品生产使用，在满足“上下游协同”基础上，剩余部分在当地市场化销售，因此预计公司 2023-2025 年电解铝外销量为 25/15/13 万吨

- 价：受电解铝供需结构影响，我们看好铝价周期性持续回升，假设2023-2025年电解铝含税售价为1.88/2.30/2.50万元/吨。成本方面，23年原材料价格有所回落，24年后随着铝价走高，根据产业链利润分配原则，预计原材料价格也将被带动，假设2023-2025年电解铝含税成本为1.40/1.47/1.51万元/吨。
- 铝加工业务：铝价周期性持续回升将带动铝加工产品售价与成本提升，假设2023-2025年铝加工产品含税售价为2.61/3.03/3.29万元/吨，铝加工产品含税成本为2.25/2.47/2.64万元/吨。
- 煤炭业务：随着公司煤矿的逐步复产，公司煤炭收入预计将实现增长，同时经营效率将获得提升，预计公司2023-2025年煤炭收入为5.0/5.5/5.5亿元，毛利率53%/57%/57%。
- 电力及贸易业务：公司电力及贸易业务暂无进一步发展规划，因此预测收入及毛利率维持稳定。预计2023-2025年电力收入为4.23/4.23/4.23亿元，毛利率3%/3%/3%；预计2023-2025年贸易收入为6.78/6.78/6.78亿元，毛利率0.6%/0.6%/0.6%.

公司估值及投资建议

- 基于以上假设，我们预计公司2023/2024/2025年实现营业收入177/212/229亿元，净利润分别为11/20/23亿元，对应EPS为0.28/0.51/0.57元，目前股价对应的PE分别为12.1/6.7/6.0倍，24、25年估值低于行业平均值，首次评级给予公司“买入”评级。

图表37：可比公司估值（取值日期：2024年1月5日）

代码	公司	总市值（亿元）	EPS				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
000807.SZ	云铝股份	410	1.3	1.2	1.6	1.9	8.4	10.4	7.6	6.4
601600.SH	中国铝业	871	0.2	0.4	0.5	0.6	18.3	13.6	10.8	8.8
600219.SH	南山铝业	348	0.3	0.3	0.3	0.4	10.9	9.9	9.0	7.8
002532.SZ	天山铝业	274	13.6	11.0	8.6	7.3	13.6	11.3	8.5	7.2
平均估值							**12.8**	**11.3**	**9.0**	**7.5**
600595.SH	中孚实业	138	0.3	0.3	0.5	0.6	13.0	12.1	6.7	6.0

来源：公司公告、中泰证券研究所

注：可比公司盈利预测数据为wind一致预期

图表38：业绩敏感性测算

电解铝价格假设（元/吨）	18000	19000	20000	21000	22000	23000
2023年归母净利（亿元）	8.0	12.2	16.3	20.4	24.5	28.7
2023年EPS	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
2023年PE	17.1	11.3	8.5	6.8	5.6	4.8

来源：公司公告、中泰证券研究所

风险提示

- **商品价格波动风险。**公司盈利较大程度取决于电解铝及氧化铝价格，若国内宏观经济恢复不及预期或电解铝复产速度超预期，此外若氧化铝新投产能大幅增加，或将导致电解铝及氧化铝行业供需过剩，价格下跌，对公司盈利产生负面影响。
- **项目投产不及预期风险。**云南电解铝搬迁项目投产不及预期，会导致产能测算偏差，高估营收业绩。
- **行业规模测算偏差风险。**
- **研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。**研究报告中公司及行业信息均使用公开资料进行整理归纳分析，相关数据存在更新滞后的风险。

图表 39：盈利预测表

资产负债表				单位：百万元
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,106	530	635	688
应收票据	0	0	0	0
应收账款	683	891	1,119	1,120
预付账款	426	426	485	519
存货	2,193	2,190	2,495	2,667
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	648	654	782	847
流动资产合计	6,058	4,691	5,516	5,840
其他长期投资	142	144	172	186
长期股权投资	90	90	90	90
固定资产	14,509	18,918	23,163	27,250
在建工程	520	620	620	520
无形资产	2,593	3,580	4,539	5,470
其他非流动资产	279	212	157	114
非流动资产合计	18,133	23,564	28,741	33,630
资产合计	**24,191**	**28,254**	**34,257**	**39,470**
短期借款	50	2,444	5,725	8,181
应付票据	1,588	1,586	1,807	1,932
应付账款	1,806	1,804	2,055	2,197
预收款项	0	0	0	0
合同负债	364	367	440	476
其他应付款	906	906	906	906
一年内到期的非流动负	1,049	1,049	1,049	1,049
其他流动负债	260	261	302	323
流动负债合计	6,024	8,417	12,285	15,065
长期借款	1,290	2,290	2,790	3,290
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,461	2,461	2,461	2,461
非流动负债合计	3,751	4,751	5,251	5,751
负债合计	**9,775**	**13,167**	**17,535**	**20,815**
归属母公司所有者权益	12,116	12,448	13,692	15,188
少数股东权益	2,300	2,639	3,029	3,467
所有者权益合计	14,417	15,087	16,722	18,655
负债和股东权益	**24,191**	**28,254**	**34,257**	**39,470**

现金流量表				单位：百万元
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,642	2,138	3,558	4,428
现金收益	2,278	2,292	3,669	4,344
存货影响	-359	4	-305	-172
经营性应收影响	25	-107	-187	66
经营性应付影响	809	-6	473	266
其他影响	-1,111	-45	-92	-76
投资活动现金流	-1,015	-6,298	-6,248	-6,198
资本支出	-3,344	-6,308	-6,251	-6,196
股权投资	334	0	0	0
其他长期资产变化	1,995	10	3	-2
融资活动现金流	-717	2,584	2,795	1,823
借款增加	-911	3,394	3,782	2,956
股利及利息支付	-211	-1,284	-2,180	-2,553
股东融资	1,427	0	0	0
其他影响	-1,022	474	1,193	1,420

利润表				单位：百万元
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	17,517	17,665	21,152	22,920
营业成本	14,703	14,679	16,726	17,879
税金及附加	123	124	148	161
销售费用	25	25	30	32
管理费用	379	382	457	496
研发费用	624	630	754	817
财务费用	79	7	184	330
信用减值损失	26	-100	0	0
资产减值损失	-44	-100	-100	-100
公允价值变动收益	-8	-8	-8	-8
投资收益	132	111	111	111
其他收益	35	35	35	35
营业利润	1,726	1,757	2,891	3,243
营业外收入	35	35	36	36
营业外支出	59	59	59	59
利润总额	1,702	1,733	2,868	3,220
所得税	255	260	430	484
净利润	1,447	1,473	2,438	2,736
少数股东损益	397	339	390	438
归属母公司净利润	1,050	1,134	2,048	2,298
NOPLAT	1,514	1,479	2,594	3,017
EPS（按最新股本摊薄）	0.26	0.28	0.51	0.57

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	15.1%	0.8%	19.7%	8.4%
EBIT增长率	-13.4%	-2.3%	75.4%	16.3%
归母公司净利润增长率	60.1%	8.0%	80.5%	12.3%
获利能力				
毛利率	16.1%	16.9%	20.9%	22.0%
净利率	8.3%	8.3%	11.5%	11.9%
ROE	7.3%	7.5%	12.2%	12.3%
ROIC	9.8%	7.9%	11.2%	11.1%
偿债能力				
资产负债率	40.4%	46.6%	51.2%	52.7%
债务权益比	33.6%	54.6%	71.9%	80.3%
流动比率	1.0	0.6	0.4	0.4
速动比率	0.6	0.3	0.2	0.2
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	13	16	17	18
应付账款周转天数	39	44	42	43
存货周转天数	49	54	50	52
每股指标（元）				
每股收益	0.26	0.28	0.51	0.57
每股经营现金流	0.41	0.53	0.89	1.10
每股净资产	3.02	3.10	3.41	3.79
估值比率				
P/E	13	12	7	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	125	124	77	65

来源：wind，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。