

2026年05月01日

## 创新实业 (02788. HK)

投资评级：买入（首次）

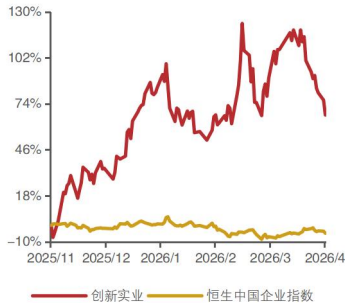
——低成本一体化铝企，沙特项目有望打开第二成长曲线

## 证券分析师

田源  
SAC: S1350524030001  
tianyuan@huayuanstock.com  
张明磊  
SAC: S1350525010001  
zhangminglei@huayuanstock.com  
田庆争  
SAC: S1350524050001  
tianqingzheng@huayuanstock.com  
项祈瑞  
SAC: S1350524040002  
xiangqirui@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2026年04月28日

收盘价（港元） 23.68  
一年内最高/最低（港元） 33.96/13.51  
总市值（百万港元） 49,136.00  
流通市值（百万港元） 49,136.00  
资产负债率（%） 64.11

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **低成本一体化铝领先企业，聚焦铝产业链上游。**公司核心业务包括氧化铝精炼与电解铝冶炼两大板块，并配套自备电厂与绿电项目，形成较完整的“能源—氧化铝—电解铝”一体化体系。目前公司具备电解铝产能78.8万吨，扩产后氧化铝产能有望达320万吨。根据CRU报告，按2024年产量计，公司是中国第十二大电解铝生产商。
- **电解铝呈供需紧张格局，铝价中枢有望上移。**国内方面，在产业政策引导、能耗管控约束以及市场供需平衡调控的多重影响下，行业产能扩张态势已明显收敛，新增产能的拓展空间被大幅压缩，国内供需预计出现边际缺口。海外方面，扩产项目相对较多，但受制于电力配套建设和电价持续上行趋势，进度或低于预期，整体或维持紧平衡。
- **成本优势构筑护城河，沙特项目有望打开成长空间。**1) 成本方面，依托新疆低价煤炭优势，自备电厂成本优势明显，2024年及2025年1-5月自备电厂度电成本分别为0.37元/度和0.33元/度。同时，绿电项目逐步落地，约0.1-0.18元/度的预估成本显著低于燃煤发电价格，成本护城河持续拓宽。2) 成长方面，公司参股沙特红海铝产业链综合项目（截至2025年报，持股33.6%），涵盖铝产业全链路产品。项目规划建设50万吨电解铝+50万吨铝加工，沙特的电价+税收+能源储备优势有望带来高质量成长，根据公司公告的项目测算，“沙特红海铝产业链综合项目”内部收益率为22.08%（税后）。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为56.2/70.8/83.8亿元，同比增速分别为105.77%/26.01%/18.35%，当前股价对应的PE分别为8/6/5倍。我们选取天山铝业、云铝股份、南山铝业作为可比公司，作为国内一体化铝领先企业，公司兼具规模和盈利能力优势，沙特项目有望打开第二成长曲线。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：需求波动风险，项目建设不及预期风险，原材料波动风险，新项目拓展不及预期风险。**

## 盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15163.18	18680.57	20,030.19	21,317.81	22,977.10
同比增长率（%）	9.76%	23.20%	7.22%	6.43%	7.78%
归母净利润（百万元）	2056.23	2730.81	5619.06	7080.57	8379.61
同比增长率（%）	104.89%	32.81%	105.77%	26.01%	18.35%
每股收益（元/股）	1.37	1.75	2.71	3.41	4.04
ROE（%）	163.88%	28.38%	38.39%	33.77%	29.43%
市盈率（P/E）	15.56	12.18	7.87	6.25	5.28

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测（港币兑人民币汇率按照0.9计算）

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 56.2/70.8/83.8 亿元，同比增速分别为 105.77%/26.01%/18.35%，当前股价对应的 PE 分别为 8/6/5 倍。我们选取天山铝业、云铝股份、南山铝业作为可比公司，作为国内一体化铝领先企业，公司兼具规模和盈利能力优势，沙特项目有望打开第二成长曲线。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

我们预测 2026–2028 年公司电解铝销售价格为 25000/26000/27000 元/吨（含税），氧化铝销售价格为 2800/2800/2800 元/吨（含税），电解铝销量为 75.5/75.5/75.5 万吨，氧化铝产量为 255/280/320 万吨。

### 投资逻辑要点

电解铝呈供需紧张格局，铝价中枢有望上移。国内方面，在产业政策引导、能耗管控约束以及市场供需平衡调控的多重影响下，行业产能扩张态势已明显收敛，预计供需或出现边际缺口。海外方面，扩产项目相对较多，但受制于电力配套建设和电价持续上行趋势，进度或低于预期，整体或维持紧平衡。公司具备电解铝产能 78.8 万吨，扩产后氧化铝产能有望达 320 万吨，有望持续受益铝价中枢上移。成本方面，依托新疆低价煤炭优势，自备电厂成本优势明显，同时绿电项目逐步落地，护城河持续拓宽。成长方面，公司参股沙特红海铝产业链综合项目（截至 2025 年报，持股 33.6%），项目规划建设 50 万吨电解铝+50 万吨铝加工，沙特的电价+税收+能源储备优势有望带来高质量成长，根据公司公告的项目测算，“沙特红海铝产业链综合项目”内部收益率为 22.08%（税后）。

### 核心风险提示

需求波动风险；项目建设不及预期风险；原材料波动风险；新项目拓展不及预期风险。

## 内容目录

1. 低成本一体化铝企，沙特项目有望打开第二成长曲线 .....	5
1.1. 股权结构 .....	5
1.2. 聚焦铝产业链上游，双基地协同布局 .....	5
1.3. 受益铝价上涨，盈利持续改善 .....	6
2. 电解铝呈供需紧张格局，铝价中枢有望上移 .....	7
2.1. 国内电解铝预计出现边际缺口 .....	7
2.2. 海外电解铝呈紧平衡状态，扩产进度或低于预期 .....	8
3. 成本优势构筑护城河，沙特项目有望打开成长空间 .....	9
3.1. 自备电厂成本优势明显，绿电布局持续加码 .....	9
3.2. 氧化铝内部保供，强化成本防御性 .....	9
3.3. 沙特项目有望贡献增量，从“周期”走向“成长” .....	10
4. 盈利预测与评级 .....	11
4.1. 盈利预测 .....	11
4.2. 估值分析 .....	11
5. 风险提示 .....	12

## 图表目录

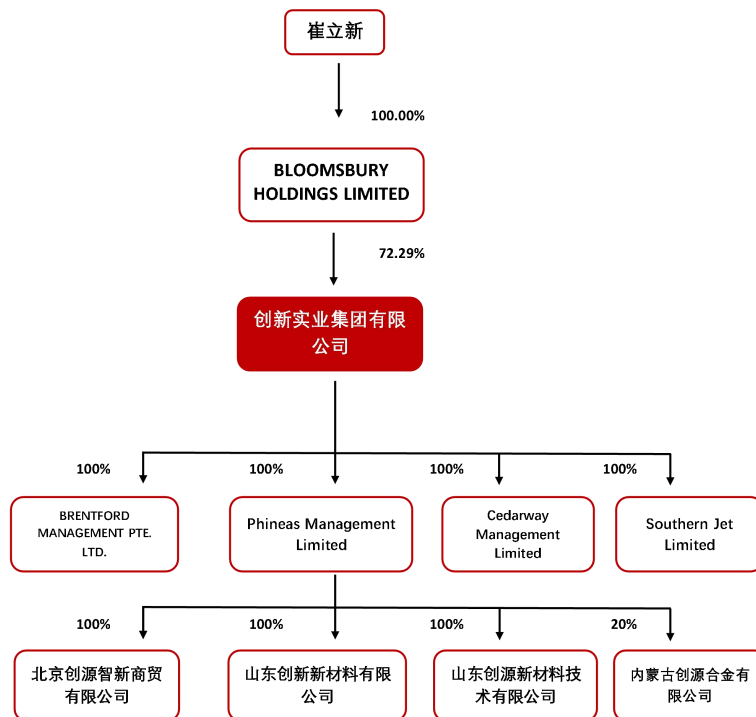
图表 1: 公司股权结构 (截至 2025 年报)	5
图表 2: 公司实现铝产业一体化布局	6
图表 3: 公司营收逐年增长	6
图表 4: 公司归母净利润逐年增长	6
图表 5: 电解铝贡献主要营收	7
图表 6: 公司毛利率和净利率情况	7
图表 7: 中国电解铝产量预测	8
图表 8: 中国电解铝运行产能及开工率 (万吨)	8
图表 9: 2025Q4 分大洲电价情况	8
图表 10: 海外电解铝产量情况 (万吨)	8
图表 11: 新疆煤价远低于内陆煤价 (元/吨)	9
图表 12: 氧化铝价格走势	10
图表 13: 公司盈利测算	11
图表 14: 可比公司估值表 (截至 2026 年 4 月 28 日)	11

# 1. 低成本一体化铝企，沙特项目有望打开第二成长曲线

## 1.1. 股权结构

公司控股股东为 Bloomsbury Holding，实控人为崔立新。截至 2025 年报，崔立新先生持有 Bloomsbury Holding 100% 股份，该公司持有创新实业 72.29% 股份。同时，创新新材亦为同一实控人控制的下游铝加工平台，二者形成上游冶炼—下游加工的协同关系。

图表 1：公司股权结构（截至 2025 年报）



资料来源：Wind，华源证券研究所

## 1.2. 聚焦铝产业链上游，双基地协同布局

公司主营业务聚焦铝产业链上游。公司核心业务包括氧化铝精炼与电解铝冶炼两大板块，并配套自备电厂与绿电项目，形成较完整的“能源—氧化铝—电解铝”一体化体系。其中，电解铝产能位于内蒙古霍林郭勒，由子公司内蒙创源运营；氧化铝产能位于山东滨州，由控股子公司山东创源运营。目前公司具备电解铝产能 78.8 万吨，扩产后氧化铝产能有望达 320 万吨。

**产能优势领先，配套环节完善。**根据 CRU 报告，按 2024 年产量计，公司是中国第十二大电解铝生产商，霍林郭勒基地是华北地区第四大电解铝生产基地。同时，公司已实现较高的氧化铝自给率和电力供应，有望支撑长期业绩成长。

图表 2：公司实现铝产业一体化布局

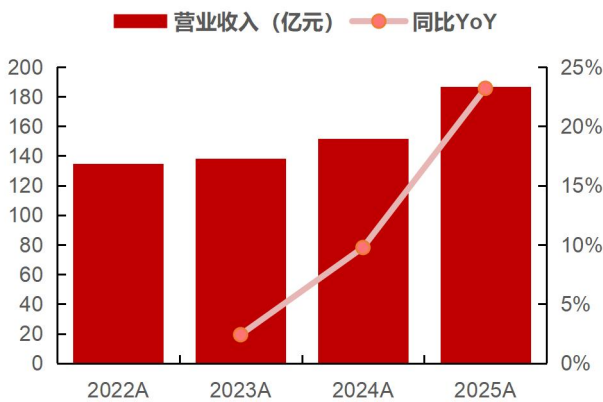


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

### 1.3. 受益铝价上涨，盈利持续改善

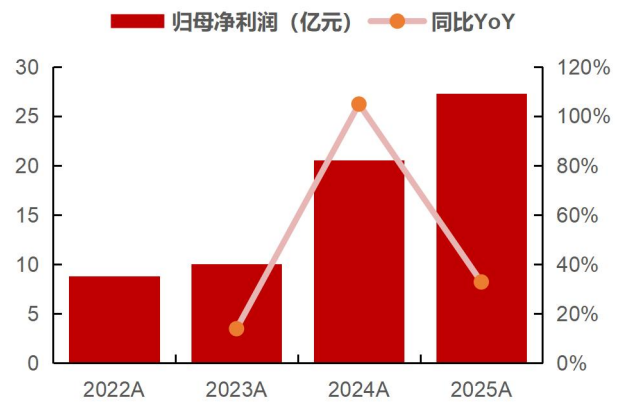
**受益铝价上涨，公司盈利持续增长。**近年来公司营收和利润均实现稳步增长，其中利润增长更显著。2022 年至 2025 年，公司营收由 134.9 亿元增长至 186.8 亿元，归母净利润由 8.8 亿元增长至 27.3 亿元。

图表 3：公司营收逐年增长



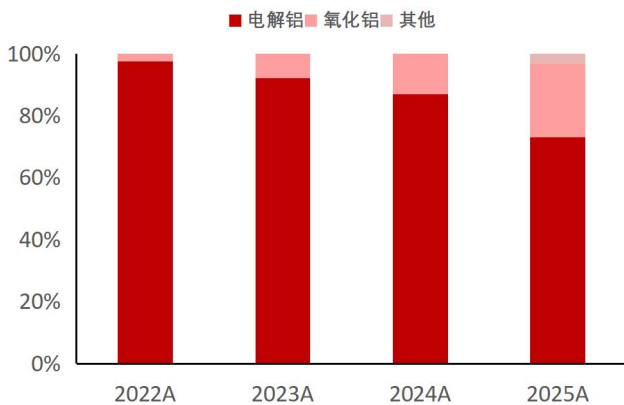
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：公司归母净利润逐年增长

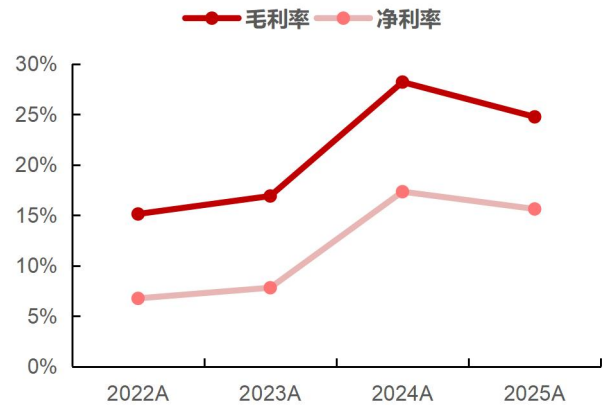


资料来源：Wind，华源证券研究所

**电解铝贡献主要营收，利润率随铝价波动。**营收结构方面，2022–2025 年电解铝营收占比分别为 97%、92%、87%、73%，是公司营收贡献主力军；2022–2025 年氧化铝及其他营收占比由 3%提升至 24%，主要系公司氧化铝自给率提升后对外出售规模扩大。盈利能力方面，公司毛利率和净利润与铝价高度相关，2022–2024 年毛利率和净利率随铝价上涨而提升；2025 年受氧化铝外销价格下跌影响综合毛利率。

**图表 5：电解铝贡献主要营收**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表 6：公司毛利率和净利率情况**


资料来源：Wind，华源证券研究所

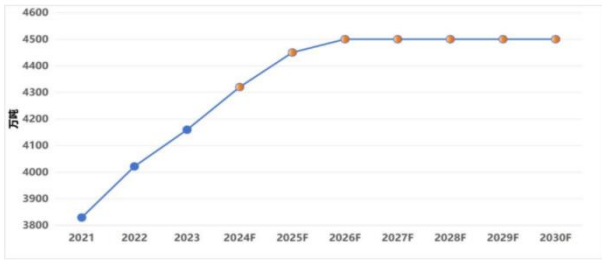
## 2. 电解铝呈供需紧张格局，铝价中枢有望上移

### 2.1. 国内电解铝预计出现边际缺口

**法治化产能天花板。**中国电解铝实施了法治化市场化供给侧结构性改革，实现电解铝产能总量控制和出口限制。通过行业自律确立了电解铝产能“天花板”，有效遏制电解铝的无序扩张。即使未来电解铝行业的产能全部运行，最大产量将始终低于 4500 万吨/年。

**国内新增产能或趋于零。**在国内产业政策引导、能耗管控约束以及市场供需平衡调控的多重影响下，电解铝行业的产能扩张态势已明显收敛，新增产能的拓展空间被大幅压缩，未来一段时期内国内电解铝的新增产能或将处于近乎零增长的状态。

图表 7：中国电解铝产量预测



资料来源：中国有色网，华源证券研究所

图表 8：中国电解铝运行产能及开工率（万吨）



资料来源：SMM，Wind，华源证券研究所

## 2.2. 海外电解铝呈紧平衡状态，扩产进度或低于预期

**海外扩产较多，但受制于电力，进度或低于预期。**电解铝企业出于对全球市场需求前景的考量，普遍呈现出较多的海外扩产布局与动作，但由于电力配套设施的建设进度、电力供应的筹备推进情况均未达到前期预期，这些扩产计划的推进进程受到了显著的制约。

**海外电价持续上行，拉高海外电解铝成本。**2020 年以来，海外电价持续上行，整体拉高全球电解铝成本。特别是大洋洲、欧洲等商业用电电价处于历史相对高位；非洲电价较低，但价格涨幅较高；亚洲电价最低且价格稳定。

**海外电价持续上行，海外供给增速下降，高电价地区产能或持续出清。**2023–2025 年海外电解铝产量由 2892 万吨增长至 2958 万吨，但自 2026 年开始受电价持续上涨影响，北美、欧洲电解铝开始陆续减产，特别是全球商业电价最高的大洋洲自 26 年开始或将出现大面积关停的局面。

图表 9：2025Q4 分大洲电价情况

地区	居民用电			商业用电		
	电价 (元/度)	季度变化 (%)	年度变化 (%)	电价 (元/度)	季度变化 (%)	年度变化 (%)
亚洲	0.60	0.57%	4.30%	0.77	-0.01%	2.24%
非洲	0.98	2.47%	10.25%	0.93	4.21%	14.09%
北美洲	1.04	0.69%	7.08%	1.14	0.71%	9.43%
南美洲	1.40	-3.63%	-2.78%	1.41	-0.05%	-1.25%
欧洲	1.81	0.81%	11.97%	1.51	3.13%	7.52%
大洋洲	1.70	-0.19%	4.87%	1.63	-16.67%	-12.53%

资料来源：global petrol prices，华源证券研究所（美元兑人民币汇率按照 7.1 计算）

图表 10：海外电解铝产量情况（万吨）

	全球电解铝产量	海外电解铝产量
2026年1-3月	1832.9	732.7
2025年	7379.5	2957.5
2024年	7300.9	2961.3
2023年	7058.1	2891.5

资料来源：SMM，华源证券研究所

## 3. 成本优势构筑护城河，沙特项目有望打开成长空间

### 3.1. 自备电厂成本优势明显，绿电布局持续加码

**依托新疆低价煤炭优势，自备电厂成本优势明显。**电解铝的成本结构中，电力通常是最大单项成本之一。公司在霍林郭勒配套建设 6×330MW 燃煤电厂，可 100% 满足电解铝生产所需电力。实际运行中为应对设备检修以及绿电接入，公司保留一定外购电比例，2022 年至 2025 年 5 月公司电力自给率始终维持在 80% 以上。2024 年及 2025 年 1-5 月，公司煤炭采购价格分别 398 元/吨和 325 元/吨，对应自备电厂度电成本分别为 0.37 元/度和 0.33 元/度。

**绿电项目逐步落地，成本护城河持续拓宽。**截至 2025 年 5 月 31 日，公司在内蒙古电解铝冶炼厂周边建设 540MW 风力发电站及 110MW 太阳能发电站，根据发电站建设项目可行性研究报告预估，绿电的发电成本约 0.1-0.18 元/度，显著低于 2024 年及 2025 年 1-5 月燃煤发电耗电价格（分别为 0.37 元/度和 0.33 元/度）。截至 2025 年年底，公司已建设完成装机容量为 640MW 的风力发电站和 110MW 的光伏发电站，绿色能源装机占比约 43%，随着风光发电装机逐步投产，公司的综合电力成本或仍有进一步下降空间。

图表 11：新疆煤价远低于内陆煤价（元/吨）

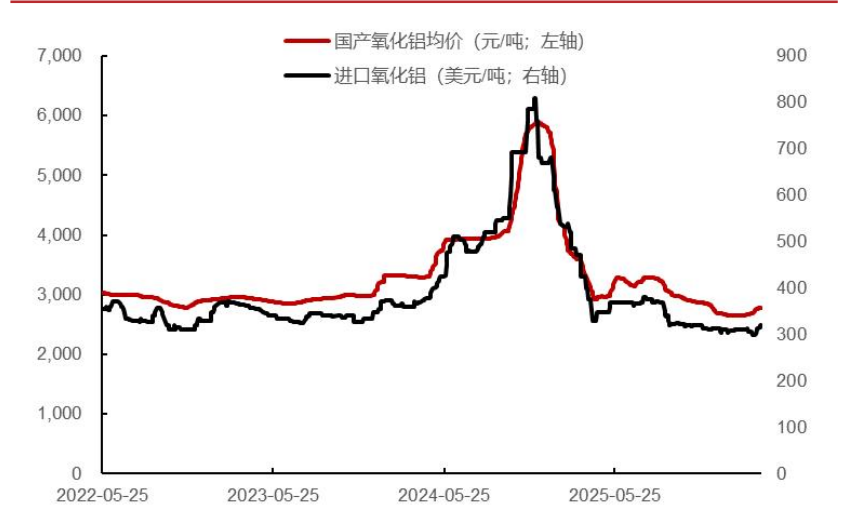


资料来源：Wind，华源证券研究所

### 3.2. 氧化铝内部保供，强化成本防御性

**氧化铝稳步扩张，强化成本防御性。**公司氧化铝产能主要位于山东滨州，年产 120 万吨，名义口径氧化铝自给率可达 100% 以上。同时，公司拥有年产能 298 万吨的氢氧化铝，并正在建设 200 万吨/年由氢氧化铝焙烧生产氧化铝产能，预计氧化铝总产能将达 320 万吨。24 年受缺矿等影响，氧化铝价格大幅上涨，影响电解铝相关盈利，充足的氧化铝保供有望强化成本端的防御性，进一步熨平原料价格波动。

图表 12：氧化铝价格走势



资料来源：SMM, Wind, 华源证券研究所

### 3.3. 沙特项目有望贡献增量，从“周期”走向“成长”

**参股沙特红海铝产业链综合项目，涵盖铝产业全链路产品。**项目规划建设 50 万吨电解铝 +50 万吨高精度铝棒、铝板带箔，同时为生产最终产品配套建设电网联络线。项目总投资约 18.35 亿美元，其中电解铝产能投资约 8.94 亿美元，铝棒投资约 2.02 亿美元，板带箔投资约 2.98 亿美元，铝灰处理厂约 0.3 亿美元，电网联络线建设约 2 亿美元。项目股权结构方面，截至 2025 年 5 月 5 日收购事项完成，公司直接持股 33.6%，创新集团与创新新材分别持股 25.2%，独立第三方持股 16%。

**沙特项目全球化布局，有望成为公司高质量成长动力。**一方面，根据聚沙出海公众号数据，沙特工业电价为 0.33 元/度，同时进口原材料、生产设备可享受关税减免；另一方面，截至 2024 年沙特已探明天然气储量全球第六，能源成本具备长期优势，沙特项目成本有望落在全球电解铝成本曲线左侧。根据公司公告的项目测算，“沙特红海铝产业链综合项目”内部收益率为 22.08% (税后)。

## 4. 盈利预测与评级

### 4.1. 盈利预测

作为国内一体化铝领先企业，公司兼具规模和盈利能力优势，沙特项目有望打开第二成长曲线。我们预测公司 2026–2028 年营业收入分别为 200.3/213.2/229.8 亿元，归母净利润分别为 56.2/70.8/83.8 亿元。

图表 13：公司盈利测算

	2026E	2027E	2028E
<b>销量 &amp; 价格假设</b>			
电解铝产量（万吨）	75.5	75.5	75.5
电解铝销量（万吨）	75.5	75.5	75.5
氧化铝产量（万吨）	255	280	320
氧化铝外销量（万吨）	110.0	135.0	175.0
电解铝价格（元/吨，含税）	25000	26000	27000
<b>营收</b>			
电解铝营业收入（亿元）	167.0	173.7	180.4
氧化铝营业收入（亿元）	27.27	33.46	43.37
氢氧化铝营业收入（亿元）	2	2	2
其他营业收入（亿元）	4	4	4
合计（亿元）	200.30	213.18	229.77
<b>毛利</b>			
电解铝毛利（亿元）	75.2	85.2	91.8
氧化铝毛利（亿元）	2.0	2.4	3.1
氢氧化铝毛利（亿元）	0.2	0.2	0.2
其他毛利（亿元）	2.5	2.5	2.5
合计（亿元）	79.88	90.26	97.65

资料来源：公司公告，华源证券研究所

### 4.2. 估值分析

我们选取天山铝业、云铝股份、南山铝业作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2026–2028 年平均 PE 分别为 10/9/8 倍。公司作为国内一体化铝领先企业，兼具规模和盈利能力优势，沙特项目有望打开第二成长曲线。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 14：可比公司估值表（截至 2026 年 4 月 28 日）

股票代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002532.SZ	天山铝业	777.17	85.90	94.30	105.26	9.05	8.24	7.38
000807.SZ	云铝股份	1126.74	116.58	127.66	144.26	9.67	8.83	7.81
600219.SH	南山铝业	607.49	56.11	67.62	82.90	10.83	8.98	7.33
	平均值					9.85	8.68	7.51
2788.HK	创新实业	491.36	56.19	70.81	83.80	7.87	6.25	5.28

资料来源：wind，华源证券研究所。注：创新实业市值货币为港元，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，创新实业盈利预测来自华源证券研究所。

## 5. 风险提示

**需求波动风险：**公司主业需求受下游景气度和宏观等因素影响，存在市场销售的不确定性。

**项目建设不及预期风险：**公司扩产项目处于产能建设爬坡阶段，项目建设不及预期可能会影响其经营增长。

**原材料波动风险：**公司主要产品的原材料为氧化铝、煤炭等，存在价格波动的可能性，进而影响公司的生产成本。

**新项目拓展不及预期风险：**沙特红海铝产业链综合项目影响公司远期业绩，存在项目拓展不及预期的风险。

**附录：财务预测摘要**

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	18,681	20,030	21,318	22,977	货币资金	5,091	6,850	9,461	13,054
增长率	23.2%	7.2%	6.4%	7.8%	应收款项	1,350	1,448	1,541	1,661
营业成本	14,056	12,042	12,292	13,212	存货	2,436	2,087	2,130	2,290
%销售收入	75.2%	60.1%	57.7%	57.5%	其他流动资产	1,654	1,774	1,888	2,035
毛利	<b>4,625</b>	<b>7,988</b>	<b>9,026</b>	<b>9,765</b>	流动资产	<b>10,532</b>	<b>12,159</b>	<b>15,020</b>	<b>19,040</b>
%销售收入	24.8%	39.9%	42.3%	42.5%	权益性投资	685	1,285	1,885	2,485
其他收入	0	0	0	0	固定资产	12,046	12,650	14,177	15,115
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	3,371	3,285	3,204	3,128
销售费用	3	3	3	3	非流动资产	<b>17,817</b>	<b>18,936</b>	<b>20,982</b>	<b>22,443</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	资产总计	<b>28,349</b>	<b>31,095</b>	<b>36,002</b>	<b>41,482</b>
管理费用	388	341	341	322	应付款项	3,399	2,912	2,972	3,195
%销售收入	2.1%	1.7%	1.6%	1.4%	短期借款	9,429	7,113	5,000	2,000
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	2,030	2,177	2,317	2,497
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	<b>14,857</b>	<b>12,201</b>	<b>10,289</b>	<b>7,692</b>
财务费用	665	504	408	297	长期债务	2,976	2,976	2,976	2,976
%销售收入	3.6%	2.5%	1.9%	1.3%	其他长期负债	343	343	343	343
息税前利润 (EBIT)	<b>4,145</b>	<b>7,612</b>	<b>9,365</b>	<b>10,897</b>	非流动负债	<b>3,318</b>	<b>3,318</b>	<b>3,318</b>	<b>3,318</b>
%销售收入	22.2%	38.0%	43.9%	47.4%	负债总计	<b>18,176</b>	<b>15,519</b>	<b>13,607</b>	<b>11,010</b>
投资收益	-26	0	716	1,491	归属母公司股东权益	<b>9,623</b>	<b>14,638</b>	<b>20,969</b>	<b>28,469</b>
%税前利润	-0.8%	0.0%	8.0%	14.1%	少数股东权益	550	938	1,426	2,004
除税前利润	<b>3,481</b>	<b>7,108</b>	<b>8,957</b>	<b>10,600</b>	负债股东权益合计	<b>28,349</b>	<b>31,095</b>	<b>36,002</b>	<b>41,482</b>
利润率	18.6%	35.5%	42.0%	46.1%					
所得税	562	1,102	1,388	1,643	比率分析				
所得税率	16.1%	15.5%	15.5%	15.5%		2025A	2026E	2027E	2028E
净利润(含少数股东损益)	<b>2,919</b>	<b>6,006</b>	<b>7,569</b>	<b>8,957</b>	每股指标				
少数股东损益	188	387	488	578	每股收益	1.75	2.71	3.41	4.04
归属于母公司的净利润	<b>2,731</b>	<b>5,619</b>	<b>7,081</b>	<b>8,380</b>	每股净资产	4.64	7.05	10.11	13.72
增长率	32.8%	105.8%	26.0%	18.3%	每股经营现金净流	2.37	3.56	4.03	4.33
净利率	14.6%	28.1%	33.2%	36.5%	每股股利	0.67	0.27	0.34	0.40
现金流量表					回报率				
单位：人民币(百万)					净资产收益率	28.38%	38.39%	33.77%	29.43%
	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率	9.63%	18.07%	19.67%	20.20%
归母净利润	2,731	5,619	7,081	8,380	投入资本收益率	15.40%	25.06%	26.06%	25.98%
少数股东损益	188	387	488	578	增长率				
营运资金变动	313	-208	-50	-24	营业收入增长率	23.20%	7.22%	6.43%	7.78%
其他变动	1,693	1,589	849	48	EBIT增长率	2.55%	83.63%	23.02%	16.36%
经营活动现金流量净额	<b>4,925</b>	<b>7,387</b>	<b>8,368</b>	<b>8,982</b>	净利润增长率	32.81%	105.77%	26.01%	18.35%
资本开支	-3,612	-1,585	-2,585	-2,085	总资产增长率	54.74%	9.69%	15.78%	15.22%
投资	-707	-600	-600	-600	资产管理能力				
其他	-973	-18	698	1,473	应收账款周转天数	6.7	3.2	3.2	3.2
投资活动现金流量净额	<b>-5,293</b>	<b>-2,204</b>	<b>-2,487</b>	<b>-1,212</b>	存货周转天数	51.4	67.6	61.8	60.2
股权募资	5,751	0	0	0	应付账款周转天数	59.5	94.3	86.2	84.0
债权募资	1,125	-2,316	-2,113	-3,000	固定资产周转天数	204.3	221.9	226.5	229.5
其他	-1,552	-1,066	-1,116	-1,135	偿债能力				
筹资活动现金流量净额	<b>5,324</b>	<b>-3,382</b>	<b>-3,228</b>	<b>-4,135</b>	流动比率	0.71	1.00	1.46	2.48
现金净变动	<b>4,915</b>	<b>1,759</b>	<b>2,610</b>	<b>3,593</b>	速动比率	0.43	0.68	1.07	1.91
					净负债/股东权益	71.88%	20.79%	-6.63%	-26.51%
					EBIT利息保障倍数	6.2	15.1	23.0	36.7
					资产负债率	64.11%	49.91%	37.80%	26.54%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。