

## 中色股份(000758)跟踪分析报告

## 不仅是低估值铜标的，更是高成长性钴标的

- ❖ **铜金属产量高速增长，副产品收益增厚利润。**预计自有矿铜产量2018-2021年年均复合增速为28%，外购矿铜产量2018-2021年年均复合增速为15%，硫酸产量2018-2021年年均复合增速为16%。运费优势叠加硫酸毛利反哺，冶炼综合毛利显著高于国内：赞比亚铜矿就地消化生产粗铜、硫酸等产品，相比国内冶炼企业来说节约了铜矿运费等相关费用，同时还有硫酸丰厚毛利的反哺，导致公司火法冶炼综合毛利率达到了15%，而国内冶炼企业毛利约为3%。公司自有矿的快速放量叠加副产品收益丰厚。
- ❖ **同行业对比，方显铜资产低估。**行业内铜资产对比来看，公司资产存在严重低估：（1）自有矿产能：中国有色矿业2018年具备9万吨自有矿山产量，预计2021年自有矿山产能可达19万吨，而2018年紫金矿业的自有矿山产能为25万吨产量，预计2021年自有矿山产量可达到55万吨。因此远期中国有色矿业自产矿产能规模可以达到紫金矿业一半的体量。（2）冶炼产能：公司2018年具备冶炼产能32万吨，预计2021年冶炼产能将达到53万吨，接近目前紫金矿业的冶炼产能。以目前的铜价和2月14日收盘价计算的中色股份完成并购后的估值在18.1-19.44倍之间，依然低于国内铜企业25倍左右的平均市盈率，也低于紫金矿业和云南铜业目前的27倍估值。
- ❖ **优质铜钴矿资产，矿山钴资源量丰富。**截止2018年，公司具备钴矿储量(JORC标准：证实+概略)5.79万金属吨，权益储量4.83万金属吨。钴矿资源量(JORC标准：探明+控制+推断)20.51万金属吨，权益资源量17.2万金属吨。而华友钴业具备钴可采权益储量5.5万金属吨，中国有色矿业的钴矿权益储量接近华友钴业的规模。
- ❖ **钴金属产量逐步释放，但钴资产估值尚未得到修复。**从估值角度来看，钴行业相关标的估值普遍在30倍以上，但是在不包含钴金属的测算中，以目前的铜价和2月14日收盘价计算的中色股份完成并购后的估值在18.1-19.44倍之间。目前预测的合并后的估值不但低于铜行业公司的平均估值，还显著低于钴行业公司的估值。究其原因，我们认为一方面因为前几年公司钴产品尚未放量，无法形成持续盈利能力，因此估值中没有充分计入钴资产估值，另一方面因为中国有色矿业在港股上市，而港股资源类上市公司天然存在折价且流动性较差，因此对于钴的估值无法充分计入。
- ❖ **盈利预测、估值及评级：**在不包括钴资产的估值中，我们预计公司估值可以修复到A股铜标的平均20倍以上估值，预期存在至少50%的向上修复空间。后期随着钴金属的逐步放量，预计钴资产估值将逐步注入，公司估值有望得到进一步提升，我们维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**资产整合执行不及预期，铜锌价格大幅下跌，资产注入评估不及预期。

## 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	14,802	12,723	12,411	12,396
同比增速(%)	-4.1%	-14.0%	-2.5%	-0.1%
归母净利润(百万)	120	-426	188	280
同比增速(%)	-40.4%	-456.2%	-143.9%	49.8%
每股盈利(元)	0.06	-0.22	0.10	0.14
市盈率(倍)	95	-27	61	40
市净率(倍)	2	2	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2020年02月14日收盘价

## 强推(维持)

目标价：7.5元

当前价：5.76元

## 华创证券研究所

证券分析师：任志强

电话：021-20572571

邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号：S0360518010002

联系人：李超

电话：021-25072562

邮箱：lichao@hcyjs.com

## 公司基本数据

总股本(万股)	196,938
已上市流通股(万股)	196,919
总市值(亿元)	113.44
流通市值(亿元)	113.43
资产负债率(%)	62.9
每股净资产(元)	2.6
12个月内最高/最低价	6.65/3.91

## 市场表现对比图(近12个月)



## 相关研究报告

《中色股份(000758)深度研究报告：优质低估值铜资产注入，甩清历史包袱回归主业焕发新活力》

2020-02-09

# 目录

一、低估值铜资产注入，铜金属产量高速增长.....	4
（一）铜金属产量高速增长，副产品收益增厚利润.....	4
（二）同行业对比，方显铜资产低估.....	4
二、钴产品逐步放量，中长期公司将成为具备高成长性的钴标的.....	6
（一）优质铜钴矿资产，矿山钴资源量丰富.....	6
1、公司钴相关产品发展历程.....	6
2、钴金属资源储备充足，可保障中长期持续发展.....	6
（二）钴金属产量逐步释放，但钴资产估值尚未得到修复.....	7
三、盈利预测和投资建议.....	8
四、风险提示.....	8

# 图表目录

图表 1 公司铜产量预测（吨） .....	4
图表 2 公司硫酸产量预测（吨） .....	4
图表 3 中国有色矿业铜矿储量统计（万吨） .....	5
图表 4 铜行业产量及估值对比表 .....	5
图表 5 2020-2021 年中色股份并购中国有色矿业后估值测算 .....	5
图表 6 公司钴金属产量（吨） .....	7
图表 7 铜钴合金售价及成本（美元/吨） .....	7
图表 8 中国有色矿业钴矿储量统计（万吨） .....	7
图表 9 钴行业产量及估值对比表 .....	8

## 一、低估值铜资产注入，铜金属产量高速增长

### (一) 铜金属产量高速增长，副产品收益增厚利润

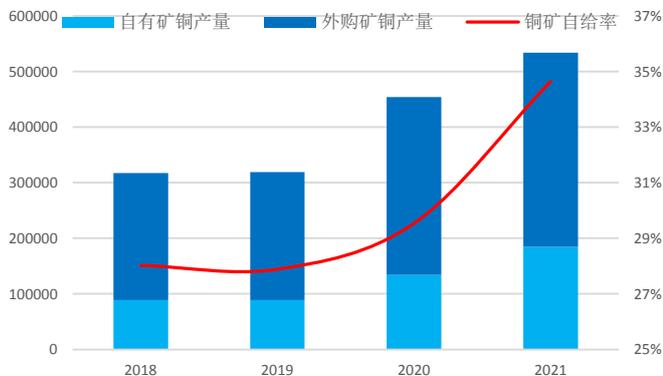
预计自有矿铜产量 2018-2021 年年均复合增速为 28%。在此前的深度报告中，我们预计公司谦比希东南矿和刚波夫矿业将于 2020 和 2021 年分别投产，随着两座矿山的逐步投产，我们预计 2020-2021 年公司自有矿铜产量将从 2018 年的 9 万吨达到约 18 万吨，自有矿产量翻倍，2018-2021 年间自有矿铜产量年均复合增速预计为 28%，铜矿自给率从 2018 年的 28% 逐步提高到 2021 年的 35%，铜矿自给率的提高将进一步提高公司的业绩弹性。按权益规模计算，公司自有矿铜权益产量将从 2018 年的 6.75 万吨逐步提高到 2021 年的 12 万吨左右。

预计外购矿铜产量 2018-2021 年年均复合增速为 15%。在公司铜矿产能扩张的同时还存在冶炼产能的新扩建计划。2020-2021 年，随着公司卢阿拉巴火法冶炼厂 12 万吨粗铜、中色华鑫湿法 1 万吨以及中色华鑫马本德 1 万吨新扩建项目的逐步投产，公司外购矿铜产量将从 2018 年的 23 万吨增长到 2021 年的 35 万吨左右，年均复合增速 15%。

预计硫酸产量 2018-2021 年年均复合增速为 16%。冶炼产能的高速增长将带来硫酸产量的快速增长，公司 2018 年硫酸平均销售价格为 243 美元/吨，产品毛利率达到 83.4%，进一步增厚公司冶炼利润。赞比亚和刚果（金）当地湿法冶炼产能众多而硫磺制酸产能稀缺，因此当地对于硫酸需求巨大，导致硫酸价格高企。

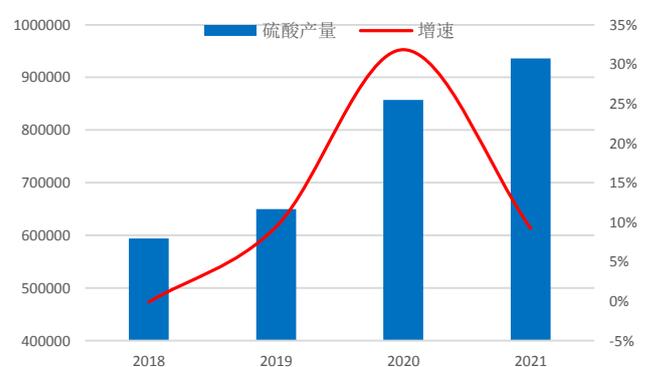
运费优势叠加硫酸毛利反哺，冶炼综合毛利显著高于国内。赞比亚铜矿就地消化生产粗铜、硫酸等产品，相比国内冶炼企业来说节约了铜矿运费等相关费用，同时还有硫酸丰厚毛利的反哺，导致公司火法冶炼综合毛利率达到了 15%，而国内冶炼企业毛利约为 3%。公司自有矿的快速放量叠加副产品收益丰厚。

图表 1 公司铜产量预测 (吨)



资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 2 公司硫酸产量预测 (吨)



资料来源：公司公告，华创证券预测

### (二) 同行业对比，方显铜资产低估

公司铜资源储量和产量规模巨大。截止 2018 年年报，中国有色矿业目前具备铜矿储量 (JORC 标准：证实+概略) 230.13 万金属吨，权益储量 186.43 万金属吨。具备铜矿资源量 (JORC 标准：探明+控制+推断) 592.47 万金属吨，权益资源量 490.85 万金属吨。目前在产矿山包括谦比希主矿西矿、穆旺巴希、巴鲁巴中矿东矿、穆利亚西北矿南矿，而马希巴和 Samba 矿尚无开采活动。谦比希东南矿目前处于试生产阶段，预计 2020 年可以投产。下面的表格统计中尚未加入刚波夫矿业探建结合项目，该项目年处理矿石量可达 95.8 万吨，目前已完成补充勘探和可研，待后期储量资源量公布后，预计将再次大幅增加公司铜资源规模。

**图表 3 中国有色矿业铜矿储量统计（万吨）**

公司名称	矿山名称	证实矿石量	品位	概略矿石量	品位	储量	权益储量
中色非洲矿业 (85%)	谦比希主矿	473	1.69%	284	1.64%	12.65	10.75
	谦比希西矿	361	1.87%	138	1.88%	9.35	7.94
		414	2.02%	973	1.95%	27.34	23.24
	谦比希东南矿	2244	2.00%	1883	1.64%	75.76	64.40
谦比希湿法冶炼 (70%)	穆旺巴希矿	592	2.07%	331	2.06%	19.07	13.35
	Samba 矿	885	1.69%	332	1.57%	20.17	14.12
中色卢安夏 (80%)	巴鲁巴中矿	223	1.38%	443	1.26%	8.66	6.93
	穆利亚希北矿	976	1.02%	853	0.92%	17.80	14.24
	穆利亚希南矿	8	2.20%	5	1.81%	0.27	0.21
	巴鲁巴东矿	248	1.46%	1737	1.45%	28.81	23.05
	马希巴矿	266	1.35%	476	1.40%	12.26	8.20
合计		<b>6690</b>	<b>1.73%</b>	<b>7455</b>	<b>1.54%</b>	<b>230.13</b>	<b>186.43</b>

资料来源：公司公告，华创证券

行业内铜资产对比来看，公司资产存在严重低估。（1）自有矿产能：中国有色矿业 2018 年具备 9 万吨自有矿山产量，预计 2021 年自有矿山产能可达 19 产量，而 2018 年紫金矿业的自有矿山产能为 25 万吨产量，预计 2021 年自有矿山产量可达到 55 万吨。因此远期中国有色矿业自产矿产能规模可以达到紫金矿业一半的体量。（2）冶炼产能：公司 2018 年具备冶炼产能 32 万吨，预计 2021 年冶炼产能将达到 53 万吨，接近目前紫金矿业的冶炼产能。

**图表 4 铜行业产量及估值对比表**

公司名称	P/E	P/B	市值 (亿元)	自有铜矿产量 (万吨)			铜金属产量 (万吨)			权益资源 量 (万吨)
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
江西铜业	19.10	0.98	506	21	22	23	144	145	146	1379.8
云南铜业	27.10	2.35	196	11	11	11	94	114	114	513.47
紫金矿业	27.90	2.33	1152	37	41	55	45	45	50	4952.11
铜陵有色	26.00	1.21	219	8	15	15	139	149	149	427.34
中国有色矿业	6.03	0.93	69	9	13	19	32	45	53	490.85

资料来源：Wind，华创证券测算

注：估值基于 2 月 14 日收盘价，P/E 为 Wind 2019E，权益资源量国内外标准不一，仅供参考。

以目前的铜价和 2 月 14 日收盘价计算的中色股份完成并购后的估值在 18.1-19.44 倍之间，依然低于国内铜企业 25 倍左右的平均市盈率，也低于紫金矿业和云南铜业目前的 27 倍估值。

**图表 5 2020-2021 年中色股份并购中国有色矿业后估值测算**

2020E 铜价变动幅度	-15%	-10%	-5%	2019Y base	5%	10%	15%
铜价假设	5,118	5,419	5,721	6,022	6,323	6,624	6,925
评估净资产 1 倍注入	21.86	19.80	18.10	16.67	15.44	14.39	13.47
评估净资产 1.1 倍注入	22.67	20.54	18.77	17.28	16.01	14.92	13.96
评估净资产 1.2 倍注入	23.48	21.27	19.44	17.90	16.59	15.45	14.46
2021E 铜价变动幅度	-15%	-10%	-5%	2019Y base	5%	10%	15%

2020E 铜价变动幅度	-15%	-10%	-5%	2019Y base	5%	10%	15%
评估净资产 1 倍注入	16.48	15.02	13.80	12.76	11.86	11.09	10.41
评估净资产 1.1 倍注入	17.09	15.57	14.31	13.23	12.30	11.50	10.79
评估净资产 1.2 倍注入	17.70	16.13	14.82	13.70	12.74	11.91	11.18

资料来源：华创证券测算

## 二、钴产品逐步放量，中长期公司将成为具备高成长性的钴标的

### （一）优质铜钴矿资产，矿山钴资源量丰富

#### 1、公司钴相关产品发展历程

2011 年 4 月，（1）谦比希铜冶炼公司与世纪垠天订立合作协议，联合进行从谦比希铜冶炼厂的炉渣中回收钴的半工业测试。根据 SRK 的报告，经浮选分离工序处理的的炉渣钴含量为 0.8%-1.2%。（2）准备开发技术分离巴鲁巴中选矿厂出产的铜精矿（含钴量约为 1%）所含的钴以生产钴精矿，同时研究钴精矿加工为氢氧化钴的工艺。（3）预计刚果金项目日后会生产钴盐含钴。

2013 年，谦比希铜冶炼公司钴回收项目的可研报告通过评审，开始初步设计工作。

2014 年，转炉渣钴回收项目完成初步设计，并在 2015 年 1 月通过董事会审核进入建设阶段。项目总投资 4089 万美元，年处理 10 万吨转炉渣，5 万吨高钴冰铜，建设期一年。

2015 年，年处理 5 万吨高钴冰铜选项目包括转炉渣还原电炉和高钴冰铜选冶两个子项目。其中转炉渣还原电炉年处理 10 万吨转炉渣，设计年产铜钴合金 10350 吨（其中含钴 9.27%，含铜 23.08%），2015 年投入试生产。

2017 年，谦比希铜冶炼钴回收系统产出第一袋钴品位达到 10.56% 的铜钴合金产品，标志着项目的成功。2017 年谦比希火法冶炼厂共生产铜钴合金 1219 吨（含钴 123 吨）。与此同时，位于刚果（金）的卢阿拉巴铜冶炼厂开始建设钴回收系统项目，年产铜钴合金 1 万吨（含钴金属约 2000 吨），投资概算 3310 万美元，与粗铜冶炼项目配套开始建设。

2018 年，谦比希铜冶炼厂生产铜钴合金 1136 吨（含钴 126 吨）。

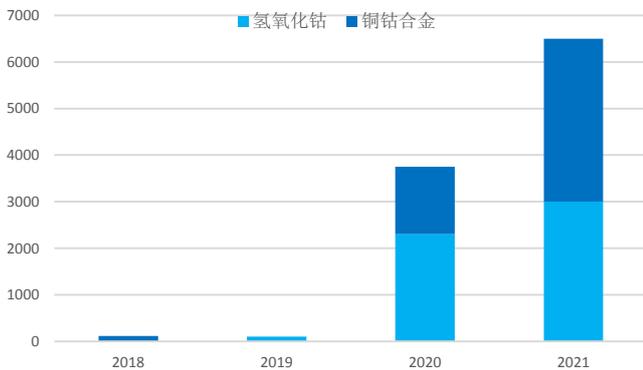
2019 年，卢阿拉巴钴回收系统项目进入试生产阶段。中色华鑫湿法改扩建项目投入试生产，新增钴产能氢氧化钴含钴 2,000 吨。

2020 年 1 月，卢阿拉巴铜冶炼钴回收系统投产，新增产能铜钴合金含钴 2,000 吨。预计谦比希东南矿投产，新增 1000 吨氢氧化钴产能。

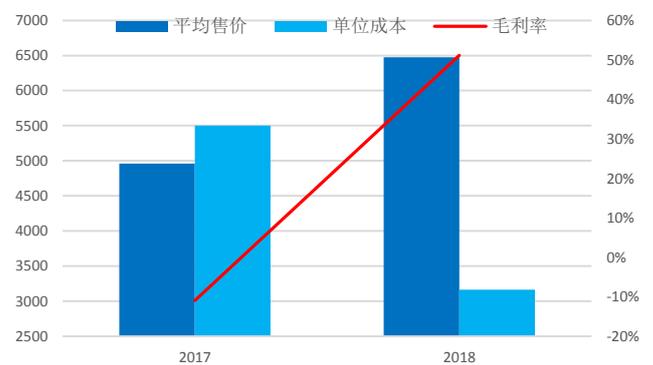
2021 年，预计刚果金波夫采矿、选矿和湿法冶炼项目投产，新增产能氢氧化钴含钴产能 1000 吨。

#### 2、钴金属资源储备充足，可保障中长期持续发展

**钴金属产能逐步放量，长期增长依然可期。**随着公司卢阿拉巴钴回收系统、谦比希东南矿以及刚波夫矿业相关钴产能的逐步放量，我们预计公司钴金属产量将从 2018 年的 114 万吨增长到 2021 年的 6500 吨。2018 年公司铜钴合金产量 1136 吨，平均售价 6475 美元/吨，单位销售成本 3165 美元/吨，毛利率高达 51.12%，预计相关产能逐步达产后单吨生产成本将进一步下降，使得公司毛利得到进一步增厚。

**图表 6 公司钴金属产量（吨）**


资料来源：公司公告，华创证券预测

**图表 7 铜钴合金售价及成本（美元/吨）**


资料来源：公司公告，华创证券

截止 2018 年，公司具备钴矿储量（JORC 标准：证实+概略）5.79 万金属吨，权益储量 4.83 万金属吨。钴矿资源量（JORC 标准：探明+控制+推断）20.51 万金属吨，权益资源量 17.2 万金属吨。而华友钴业具备钴可采权益储量 5.5 万金属吨，中国有色矿业的钴矿权益储量接近华友钴业的规模。

**图表 8 中国有色矿业钴矿储量统计（万吨）**

公司名称	矿山名称	证实矿石量	品位	概略矿石量	品位	储量	权益储量
中色非洲矿业 (85%)	谦比希东南矿	2244	0.1%	1883	0.09%	3.94	3.35
	巴鲁巴中矿	223	0.04%	443	0.09%	0.49	0.39
中色卢安夏 (80%)	穆利亚希北矿	976	0.02%	853	0.02%	0.37	0.29
	穆利亚希南矿	8	0.01%	5	0.01%	0.00	0.00
	巴鲁巴东矿	248	0.05%	1737	0.05%	0.99	0.79
合计		<b>3699</b>	—	<b>4921</b>	—	<b>5.79</b>	<b>4.83</b>

资料来源：公司公告，华创证券

## （二）钴金属产量逐步释放，但钴资产估值尚未得到修复

通过将中国有色矿业的钴金属产量与权益储量对比，我们可以看到：（1）预计到 2021 年，公司自有钴矿产量可达到 2500 金属吨，而总体钴金属产量可达到 6500 吨，接近 2021 年寒锐钴业产量的 40%，并且还存在自有矿；（2）目前中国有色矿业权益金属储量为 4.83 万吨，达到了华友钴业 88% 的估量规模。从估值角度来看，钴行业相关标的的估值普遍在 30 倍以上，但是前文中我们说明了在不包含钴金属的测算中，以目前的铜价和 2 月 14 日收盘价计算的中色股份完成并购后的估值在 18.1-19.44 倍之间。目前预测的合并后的估值不但低于铜行业公司的平均估值，还显著低于钴行业公司的估值。究其原因，我们认为一方面因为前几年公司钴产品尚未放量，无法形成持续盈利能力，因此估值中没有充分计入钴资产估值，另一方面因为中国有色矿业在港股上市，而港股资源类上市公司天然存在折价且流动性较差，因此对于钴的估值无法充分计入。

图表 9 钴行业产量及估值对比表

公司名称	P/E	P/B	市值 (亿元)	自有钴矿产量(吨)			钴金属产量(吨)			权益储量 (万吨)
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
寒锐钴业	31.74	13.96	225	—	—	—	8000	13500	16000	—
华友钴业	37.17	7.33	568	4300	4500	4600	16000	17000	25000	5.50
中国有色矿业	6.03	0.93	69	—	1660	2500	—	3750	6500	4.83

资料来源: Wind, 华创证券测算 注: 估值基于2月14日收盘价, P/E为Wind 2019E, 权益资源量国内外标准不一, 仅供参考。

### 三、盈利预测和投资建议

我们认为公司铅锌业务长期有望保持稳健增长趋势, 随着印尼达瑞铅锌矿的逐步达产, 将进一步增厚公司毛利。另外预计公司将在2020年剥离沈冶机械相关业务, 使得子公司持续亏损问题得到解决, 因此我们预计公司2019-2021年归母净利润预测为-4.26亿元、1.88亿元和2.80亿元, EPS为-0.22元、0.10元和0.14元。

拟并购标的中国有色矿业近两年业绩均位于10亿元左右, 此次将中国有色矿业74.52%的股权注入中色股份, 其铜矿和冶炼产量每年增幅较大, 在2020年铜价均价较2019年下跌5%的假设下, 预计2020年中国有色矿业归母净利润为10.83亿元。74.52%的股权对应业绩为8.07亿元, 中色股份原有业务可贡献约3亿业绩, 总体业绩约为10亿元, 对应增发以后的市值估值预计在14倍。即使按照极端悲观的情景假设(2021年铜价较2019年下跌15%, 跌至5100美金, 相当于2015年的均价), 预计中国有色矿业2021年业绩为11亿元, A股对应增发以后的市值对应2021年估值预计在14倍, 因此中色股份在A股铜的标的中价值被低估。

在不包括钴资产的估值中, 我们预计公司估值可以修复到A股铜标的平均20倍以上估值, 预期存在至少50%的向上修复空间。后期随着钴金属的逐步放量, 预计钴资产估值将逐步注入, 公司估值有望得到进一步提升, 我们维持“强推”评级。

### 四、风险提示

资产整合执行不及预期, 铜锌价格大幅下跌, 资产注入评估不及预期。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,082	4,258	3,734	3,994
应收票据	456	392	383	382
应收账款	3,771	2,456	3,002	2,999
预付账款	1,362	1,227	1,113	1,081
存货	4,035	3,636	3,297	3,202
其他流动资产	1,616	1,389	1,354	1,352
流动资产合计	15,322	13,358	12,883	13,010
其他长期投资	864	864	864	864
长期股权投资	608	608	608	608
固定资产	3,442	3,288	3,070	6,502
在建工程	912	1,809	2,786	25
无形资产	3,457	3,112	2,800	2,520
其他非流动资产	669	662	659	654
非流动资产合计	9,952	10,343	10,787	11,173
<b>资产合计</b>	<b>25,274</b>	<b>23,701</b>	<b>23,670</b>	<b>24,183</b>
短期借款	4,258	4,258	4,258	4,258
应付票据	233	210	190	185
应付账款	2,492	2,246	2,037	1,977
预收款项	2,128	1,829	1,784	1,782
其他应付款	808	500	500	500
一年内到期的非流动负债	572	572	572	572
其他流动负债	361	478	359	359
流动负债合计	10,852	10,093	9,700	9,633
长期借款	3,431.00	3,431.00	3,431.00	3,431.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,559	1,427	1,401	1,401
非流动负债合计	4,990	4,858	4,832	4,832
<b>负债合计</b>	<b>15,842</b>	<b>14,951</b>	<b>14,532</b>	<b>14,465</b>
归属母公司所有者权益	5,230	5,003	5,191	5,471
少数股东权益	4,202	3,747	3,947	4,247
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,432</b>	<b>8,750</b>	<b>9,138</b>	<b>9,718</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,274</b>	<b>23,701</b>	<b>23,670</b>	<b>24,183</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,743</b>	<b>1,849</b>	<b>974</b>	<b>1,616</b>
现金收益	1,039	133	1,371	1,500
存货影响	621	399	339	96
经营性应收影响	581	464	-573	-113
经营性应付影响	-557	-876	-274	-67
其他影响	1,058	1,729	110	201
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,361</b>	<b>-1,050</b>	<b>-1,050</b>	<b>-1,050</b>
资本支出	-3,396	-1,061	-1,062	-952
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	2,034	11	12	-98
<b>融资活动现金流</b>	<b>127</b>	<b>-623</b>	<b>-448</b>	<b>-306</b>
借款增加	286	0	0	0
财务费用	-571	-359	0	0
股东融资	3,040	0	0	0
其他长期负债变化	-2,628	-264	-448	-306

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>14,802</b>	<b>12,723</b>	<b>12,411</b>	<b>12,396</b>
营业成本	12,863	11,591	10,511	10,205
税金及附加	190	139	136	136
销售费用	212	182	178	178
管理费用	619	852	500	499
财务费用	214	352	370	358
资产减值损失	439	1,050	150	150
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	45	47	47	47
其他收益	9	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>325</b>	<b>-1,402</b>	<b>609</b>	<b>912</b>
营业外收入	79	25	0	0
营业外支出	15	10	0	0
<b>利润总额</b>	<b>389</b>	<b>-1,387</b>	<b>609</b>	<b>912</b>
所得税	141	-505	221	332
<b>净利润</b>	<b>248</b>	<b>-882</b>	<b>388</b>	<b>580</b>
少数股东损益	128	-456	200	300
<b>归属母公司净利润</b>	<b>120</b>	<b>-426</b>	<b>188</b>	<b>280</b>
NOPLAT	384	-658	623	808
EPS(摊薄) (元)	0.06	-0.22	0.10	0.14

**主要财务比率**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-4.1%	-14.0%	-2.5%	-0.1%
EBIT 增长率	-43.7%	-271.4%	-194.7%	29.7%
归母净利润增长率	-40.4%	-456.2%	-143.9%	49.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	13.1%	8.9%	15.3%	17.7%
净利率	1.7%	-6.9%	3.1%	4.7%
ROE	1.3%	-4.9%	2.0%	2.9%
ROIC	3.0%	-6.2%	5.7%	7.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.7%	63.1%	61.4%	59.8%
债务权益比	104.1%	110.7%	105.8%	99.4%
流动比率	141.2%	132.3%	132.8%	135.1%
速动比率	104.0%	96.3%	98.8%	101.8%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	106	88	79	87
应付账款周转天数	71	74	73	71
存货周转天数	122	119	119	115
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.06	-0.22	0.10	0.14
每股经营现金流	1.39	0.94	0.49	0.82
每股净资产	2.66	2.54	2.64	2.78
<b>估值比率</b>				
P/E	95	-27	61	40
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	16	-50	12	11

## 大宗组团队介绍

### 副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

### 高级分析师：王保庆

湘潭大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 研究员：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 研究员：李超

上海财经大学经济学硕士，CPA。曾任职于海通期货。2019 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500