

2017年04月14日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

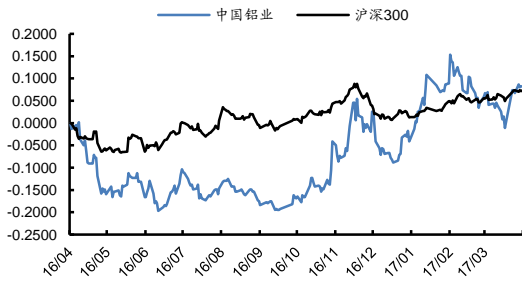
研究所

证券分析师：李帅华 S0350516090001  
010-88576597-8103 lish@ghzq.com.cn

## 行业巨舰，中国铝业再出发

### ——中国铝业（601600）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中国铝业	2.2	12.1	7.7
沪深300	1.7	5.9	7.3

市场数据 2017-04-13

当前价格（元）	5.01
52周价格区间（元）	3.66 - 5.42
总市值（百万）	74668.03
流通市值（百万）	54908.76
总股本（万股）	1490379.82
流通股（万股）	1490379.82
日均成交额（百万）	408.30
近一月换手（%）	18.86

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

### 投资要点：

- **公司是铝行业当之无愧的龙头企业。**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行业前列。公司是中国铝行业唯一集铝土矿、煤炭等资源勘探开采，氧化铝、原铝和铝合金产品生产、销售、技术研发，国际贸易，物流产业，火力发电、新能源发电于一体的大型生产经营企业。截止到2016年底，公司控制的铝土矿资源量已经超过9亿吨，自给率超过50%。公司氧化铝产能为1596万吨，是国内第一、全球第二大氧化铝生产商，在满足自身需求后尚有部分对外销售，电解铝产能为394万吨，是仅次于宏桥的全球第二大电解铝生产商。
- **资源自给率高，打造公司核心竞争力。**截止到2016年底，公司控制的铝土矿资源量已经超过9亿吨，年产量接近2000万吨，自给率已经超过50%；2016年，公司共生产氧化铝1203万吨，电解铝295万吨。按每吨电解铝需1.95吨氧化铝来计算，公司氧化铝的自给率超过了200%。公司目前电力来源是自备电和外购电，自备电比例约为40%，未来公司计划进一步提高电解铝用电自备率，全力争取网购电实现全直购；提高自备电厂的负荷率和机组利用小时数，优化自备电厂消耗指标。
- **供给侧改革将成为2017年铝价的重大驱动力。**2017年3月出台的“2+26”采暖季环保限产政策将减少晋冀鲁豫四省30%的电解铝、氧化铝产能，分别是国内采暖季氧化铝产能将减产531万吨、电解铝产能将减少142万吨。同时，由于2017年一季度新投产和复产速度迅猛，进一步的供给侧改革政策有望近期出台，整体电解铝市场供需预期将发生重要变化，铝价的中枢有望继续抬升，利好行业内的龙头公司。
- **首次覆盖，“买入”评级。**公司作为中国有色金属的领军企业，综合实力位居全球铝行业前列。随着电解铝价格扭转之前颓势，进入上涨周期，供给侧改革政策有望使得铝价“更上一层楼”。由于公司在铝行业的中上游具有明显的规模优势，业绩弹性非常之大。由此我们预计公司2017-2019年的EPS分别为0.28元、0.33元、0.37元，对应目前股价的PE分别是18倍、15倍、14倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 需求大幅下滑风险；2) 宏观经济下滑风险；3) 铝价

大幅下跌风险；4) 供给侧改革政策不及预期风险；5) 电价下降空间的不确定性。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	144066	163080	183170	203865
增长率(%)	17%	13%	12%	11%
净利润(百万元)	402	4141	4875	5508
增长率(%)	95%	929%	18%	13%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.28	0.33	0.37
ROE(%)	0.72%	6.84%	7.35%	7.55%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 内容目录

1、 中国铝业—当之无愧的行业龙头 .....	5
1.1、 产业链完整，综合实力雄厚 .....	5
1.2、 资源自给率高，打造公司核心竞争力 .....	9
2、 铝行业：供给侧改革有望改变供求关系 .....	12
2.1、 氧化铝：供给增加，价格有望回落 .....	12
2.2、 电解铝：供给侧改革是最大看点 .....	15
3、 盈利预测和评级 .....	21
4、 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1: 公司的 8 家分公司 .....	5
图 2: 公司的 18 家全资子公司 .....	5
图 3: 公司的 21 家控股子公司 .....	6
图 4: 公司股权结构 .....	6
图 5: 中国铝业公司的主要板块公司 .....	7
图 6: 公司主营结构变动情况 (单位: 亿元) .....	7
图 7: 公司营业收入情况 (单位: 亿元) .....	8
图 8: 公司净利润情况 (单位: 亿元) .....	8
图 9: 国内铝土矿的价格 (单位: 元/吨) .....	9
图 10: 公司部分矿权明细表 .....	10
图 11: 公司氧化铝生产成本和毛利 (单位: 元/吨) .....	11
图 12: 公司氧化铝生产成本结构 .....	11
图 13: 氧化铝的价格 (单位: 万元/吨) .....	11
图 14: 公司电解铝生产成本及毛利率 (单位: 元/吨) .....	12
图 15: 公司电解铝成本结构 .....	12
图 16: 国内氧化铝产能及开工率 (单位: 万吨) .....	13
图 17: 氧化铝价格 (单位: 元/吨) .....	14
图 18: 铝土矿价格 (单位: 元/吨) .....	14
图 19: 环渤海动力煤 Q5500K (单位: 元/吨) .....	15
图 20: 烧碱(99%片碱)出厂价格 (单位: 元/吨) .....	15
图 21: 2017 年国内电解铝新增产能明细 .....	15
图 22: 电解铝产量 (单位: 万吨, %) .....	16
图 23: 电解铝现货库存 (单位: 万吨) .....	16
图 24: 2016 年国内电解铝各成本区间对应开工产能 (单位: 元/吨) .....	18
图 25: 电解槽功率统计 .....	18
图 26: 雄安新区示意图 .....	20
表 1: 国内外主要铝业公司的产能情况 (单位: 万吨) .....	7
表 2: 2013-2016 年公司主要产品产销量 (单位: 万吨) .....	8
表 3: 铝土矿处理工艺优缺点对比 .....	9
表 4: 公司氧化铝产能分布 (单位: 万吨) .....	10
表 5: 公司自备电涉及的产能 (单位: 万吨) .....	11
表 6: 2016 年国内氧化铝产能增量 .....	12
表 7: 2017 年预计新增的氧化铝产能 (单位: 万吨) .....	13
表 8: 国内氧化铝供需平衡表 .....	14
表 9: 近年来电解铝行业的政策梳理 .....	16
表 10: 2017 年电解铝减产情况 (单位: 万吨) .....	18
表 11: 晋冀鲁豫四省涉及的电解铝产能梳理 (单位: 万吨) .....	19
表 12: 采暖季限产产能计算 (单位: 万吨) .....	19
表 13: 国内电解铝供需平衡表 (单位: 万吨) .....	20
表 14: 2017 年公司分项业务的盈利预测情况 .....	21
表 15: 公司业绩弹性 .....	21

# 1、中国铝业—当之无愧的行业龙头

## 1.1、产业链完整，综合实力雄厚

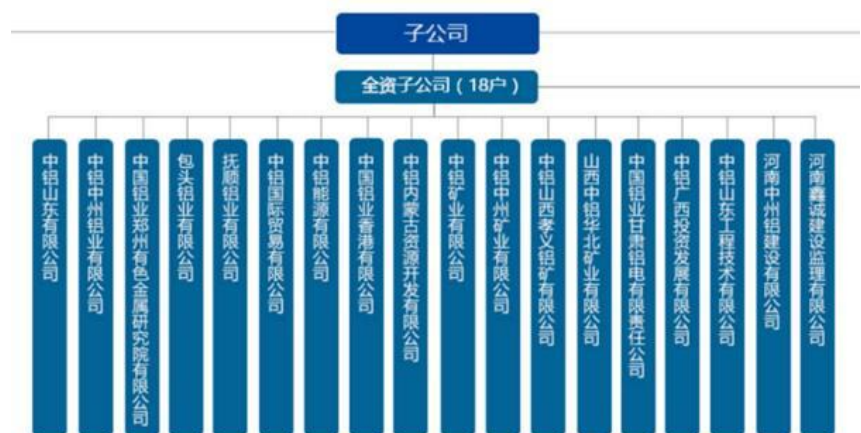
公司是中国有色金属行业的龙头企业，综合实力位居全球铝行业前列。公司成立于 2001 年，同年 12 月 12 日在香港和纽约正式挂牌交易，2007 年 4 月 10 日在 A 股上市，从而公司实现在三地挂牌上市。公司是中国铝行业唯一集铝土矿、煤炭等资源勘探开采，氧化铝、原铝和铝合金产品生产、销售、技术研发，国际贸易，物流产业，火力发电、新能源发电于一体的大型生产经营企业。现有分公司 8 家，子公司 39 家，其中：全资子公司 18 户，控股子公司 21 户。

图 1：公司的 8 家分公司



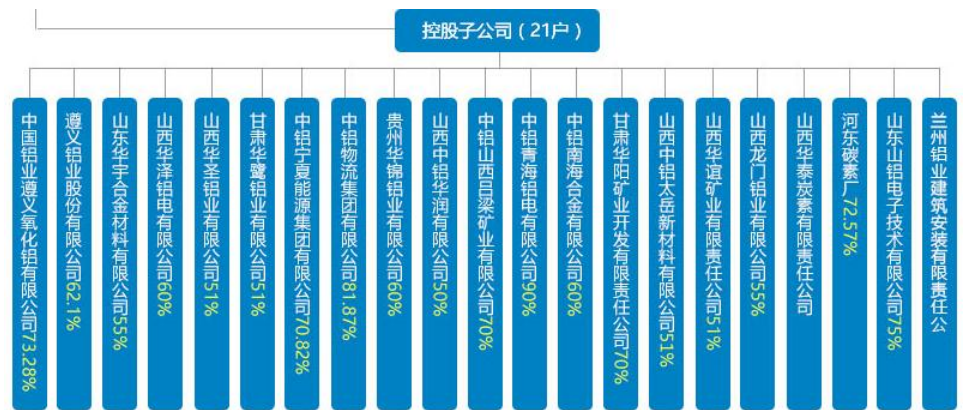
资料来源：公司官网，国海证券研究所

图 2：公司的 18 家全资子公司



资料来源：公司官网，国海证券研究所

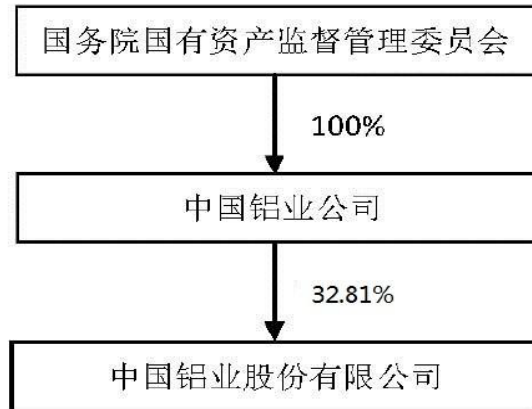
图 3: 公司的 21 家控股子公司



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

**控股股东中国铝业公司, 央企直管单位。**公司控股股东为中国铝业公司, 截止 2016 年末, 中国铝业公司持股比例占公司总股本的 32.81%。中国铝业公司隶属国务院国资委, 主要从事矿产资源开发、有色金属冶炼加工、相关贸易及工程技术服务等, 是中国最大的氧化铝、原铝生产商, 综合规模居全球铝工业前列, 铝业综合实力位居全国第一。除中国铝业股份公司之外, 另有四家上市公司, 分别是云南铜业、中铝国际、中铝矿业国际及银星能源。

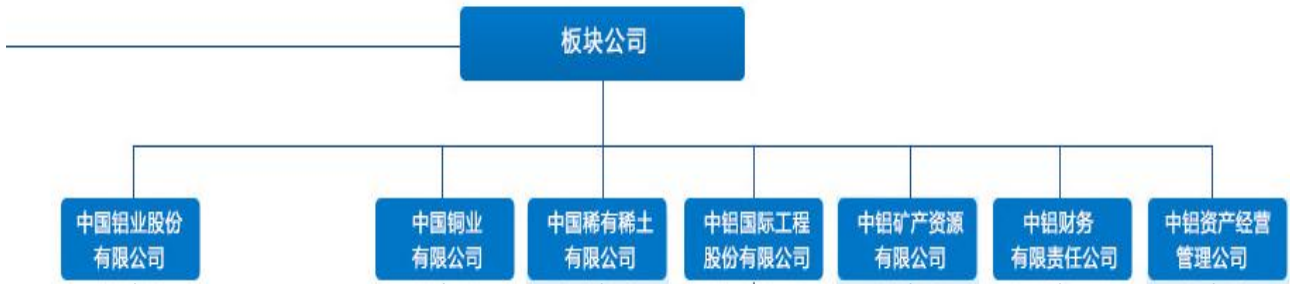
图 4: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所



图 5: 中国铝业公司的主要板块公司



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

公司积极延伸产业链, 确保铝产业核心业务实力。公司确立了“科学掌控上游, 优化调整中游, 跨越发展下游”的总体思路。近年来, 公司贸易板块的比重有所下降, 不断拓展氧化铝和原铝板块业务, 更加专注于铝产业的核心业务。与此同时, 公司通过开展能源业务, 包括煤炭、火力发电、风力发电、光伏发电及新能源装备制造等, 可以增强公司对电力成本的控制, 提高公司业绩弹性。

图 6: 公司主营结构变动情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

公司是铝行业当之无愧的龙头企业, 原料自给率维持高位。截止到 2016 年底, 公司控制的铝土矿资源量已经超过 9 亿吨, 其中国内储量 7.97 亿吨, 国外储量 1.2 亿吨, 自给率超过 50%。公司氧化铝产能为 1596 万吨, 是国内第一、全球第二大氧化铝生产商, 在满足自身需求后尚有部分对外销售, 电解铝产能为 394 万吨, 是仅次于宏桥的全球第二大电解铝生产商。公司 2016 年的氧化铝和电解铝产量分别为 1203 万吨和 295 万吨, 按照一吨电解铝消耗 1.95 吨氧化铝计算, 公司氧化铝自给率达到 209%。

表 1: 国内外主要铝业公司的产能情况 (单位: 万吨)

企业	电解铝	氧化铝	铝加工
中国宏桥	590	1000	19.61
中铝公司	394	1596	84.94

信发集团	342	1540	50
国电投	248.5	-	-
东方希望	235.2	410	
锦江集团	218.91	650	
酒钢集团	170	165	
曾氏集团	160	50	30
神火集团	156	80	30
其亚集团	131.42	-	-
云铝股份	124.73	160	50
合计	2770.76	5651	-
全国	4114.7	7396	-
俄铝	391	1531	
力拓加铝	332.2	800	-
美铝	280	1572	177

资料来源：ALD，wind，各公司公告，国海证券研究所

公司产量及库存下降，氧化铝销量稳步增长。2016年，公司实现氧化铝和电解铝产量1203万吨、295万吨，分别下降9.5%、10.7%；库存量分别是75万吨、10万吨，分别下降60.2%、36.3%；氧化铝销量上涨17.9%，达到834万吨，其中不包括集团内部的自用量，电解铝的销量则是下降13.2%至290万吨。

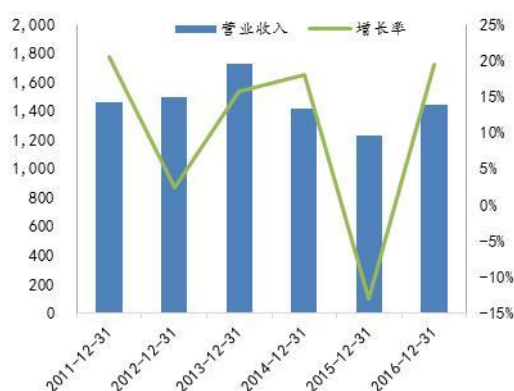
表 2：2013-2016 年公司主要产品产销量（单位：万吨）

		2013	2014	2015	2016
氧化铝	产量	1214	1202	1330	1203
	销量	709	709	707	834
电解铝	产量	384	338	331	295
	销量	340	340	335	290

资料来源：公司公告，国海证券研究所

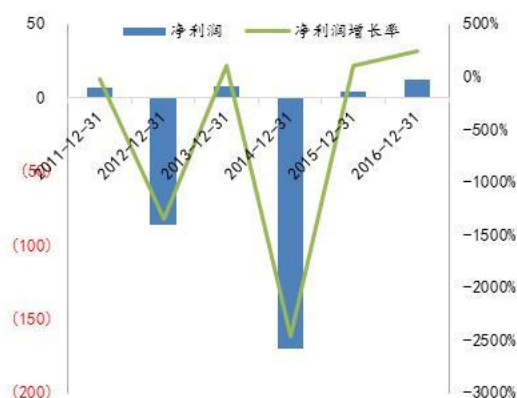
公司加强成本管理，净利润水平大幅提升。2016年，公司实现营业收入1440.66亿元，同比增长16.67%，归母净利润为4.02亿元，同比增长170.82%。公司盈利逐季改善明显，2016年4季度公司扣非归母净利润达到5.04亿元，一举扭转前三季度该项数据为负的局面。增盈原因主要是受益于电力体制改革和强化运营管理，进一步降低生产成本使得氧化铝和电解铝产品成本全年同比分别下降约10.51%和17%。

图 7：公司营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：公司净利润情况（单位：亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所



## 1.2、资源自给率高，打造公司核心竞争力

### 氧化铝板块：国内龙头，全球第二

铝土矿成本较低，自给率超过 50%。截止到 2016 年底，公司控制的铝土矿资源量已经超过 9 亿吨，其中国内储量 8 亿吨，国外储量约 1.2 亿吨，其中老挝和印尼个 0.6 亿吨，年产量接近 2000 万吨，自给率已经超过 50%。目前，国内行业铝土矿的平均开采成本大约在 250 元/吨，而国内铝土矿的市场价格在 340 元/吨左右。相较于外购铝土矿，公司自产铝土矿享有较高的成本优势。其中，公司所涉及到的平果地区的矿多为堆积矿，露天开采，成本较低，大约 160 元/吨。

图 9：国内铝土矿的价格（单位：元/吨）



资料来源：百川资讯，国海证券研究所

**生产工艺先进，成本优势显著。**我国铝土矿现有资源大多数为一水硬铝石型，氧化铝生产因受矿石品种与品位的限制，主要采用混联法和拜尔法生产。公司从混联法氧化铝生产工艺到创新联合法氧化铝工艺，公司氧化铝生产工艺不断优化，简化了工艺流程，降低了生产能耗，工艺能耗降低 20%。

表 3：铝土矿处理工艺优缺点对比

	拜耳法	烧结法	拜耳-烧结联合法
优点	流程简单、能耗低、产品质量好、生产成本低	可以处理一水硬铝石型铝土矿	流程较简单、能耗较低、成本较低
缺点	只能处理三水铝石、一水软铝石这类优质铝土矿，无法处理一水硬铝石型铝土矿	流程复杂、能耗高、生产成本低	可以处理一部分一水硬铝型铝土矿

资料来源：《铝土矿的选矿》，国海证券研究所

图 10: 公司部分矿权明细表

序号	矿权人	名称	矿权证号	有效期
1	中国铝业股份有限公司	中国铝业股份有限公司平果那豆铝矿	C100000201101 3120106240	2011.1.18-2036.4.13
2	中国铝业股份有限公司	中国铝业股份有限公司平果太平铝矿	C100000201101 3120106241	2011.1.18-2030.10.13
3	中国铝业股份有限公司	中国铝业股份有限公司山西分公司孝义铝矿相王矿区	C140000200910 3120042726	2016.6.30-2017.6.30
4	中国铝业股份有限公司	中国铝业股份有限公司孝义铝矿克俄矿区	1400000120341	2001.9-2031.9
5	中国铝业股份有限公司	中国铝业股份有限公司孝义铝矿西河底矿区	1000000120119	2001.9-2031.9
6	中国铝业股份有限公司	中国铝业股份有限公司山西分公司古县铝矿	C140000201001 3120052341	2016.7.13-2018.7.13
7	中国铝业股份有限公司	中国铝业股份有限公司贵州第二铝矿林歹燕垅矿区	C520000201203 3120123120	2011.12-2028.10
8	中国铝业股份有限公司	中国铝业股份有限公司贵州第二铝矿长冲河矿区	C520000201203 3120123118	2011.12-2028.10
9	中国铝业股份有限公司	中国铝业股份有限公司澧池铝矿	4100000120491	2001.10-2031.10
10	中国铝业股份有限公司	中国铝业股份有限公司小关铝矿	C410000201110 3220119363	2011.10-2031

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

**氧化铝产能规模优势明显。**氧化铝是公司的主导产品之一, 公司是全球第二大氧化铝生产企业, 一直以来占据着国内氧化铝生产的主导地位, 截至 2016 年底, 公司氧化铝产能为 1596 万吨/年, 具有较强的规模优势。目前, 公司已关停重庆 80 万吨的氧化铝产能, 河南地区的氧化铝产能正在进行改造, 预计改造完成后, 公司氧化铝的产能利用率可以达到 90%。

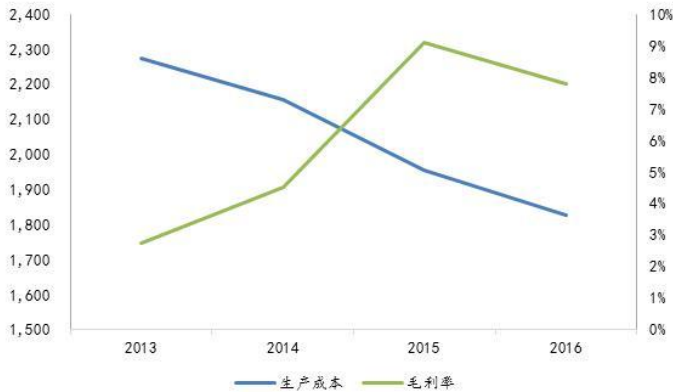
表 4: 公司氧化铝产能分布 (单位: 万吨)

地区	产能	备注
广西	250	
河南	500	运行产能 400
山西	300	
重庆	80	已经关停
贵州	260	
山东	200	

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

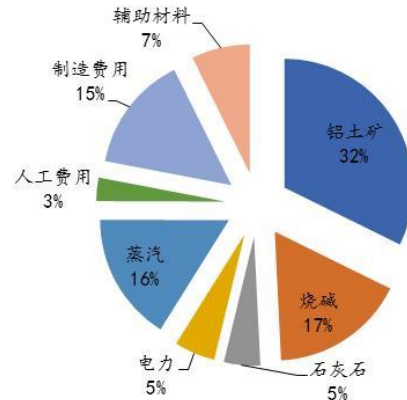
**氧化铝成本不断下行。**近几年公司氧化铝成本不断下行, 2012-2015 年公司氧化铝完全成本为 2400 元/吨, 2274 元/吨、2158 元/吨和 1956 元/吨; 2016 年, 氧化铝板块的税前盈利为 9.45 亿元, 比上年同期的 19.11 亿元减少 9.66 亿元。主要原因是氧化铝价格降低约 15%, 但成本下降约 12%, 抵销了部分价格降低带来的影响, 同时去年同期处置山西华兴股权后按照公允价值计量确认了收益。

图 11: 公司氧化铝生产成本和毛利 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 12: 2016 年公司氧化铝生产成本结构



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

### 电解铝: 规模优势凸显

氧化铝的自给率超过 200%。2016 年, 公司共生产氧化铝 1203 万吨, 电解铝 295 万吨。按每吨电解铝需 1.95 吨氧化铝来计算, 公司氧化铝的自给率超过了 200%。自 2016 年年初以来, 国内氧化铝价格一路高升, 对于拥有氧化铝自供给能力的企业而言, 则是使得电解铝的生产成本保持低位。

图 13: 氧化铝的价格 (单位: 万元/吨)



资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

公司用电成本逐步下降。整个行业内, 电解铝用电价格平均水平在 0.28-0.30 元之间。公司 16 年电价在 0.27 元, 略低于行业平均水平。公司目前在包头、华泽、兰州、华宇四个子公司有自备电厂。目前, 公司自备电的电价在 0.24 元, 外购电价在 0.29 元左右, 自备电与外购电的比例为 4:6。在电解铝板块, 公司加强对电力成本的控制, 2016 年用电成本降低幅度达到 16% 左右, 未来成本仍有下降空间。公司已有 9 家企业获得直购电政策, 直购电政策有望继续。未来公司计划进一步提高电解铝用电自备率; 全力争取网购电实现全直购; 提高自备电厂的负荷率和机组利用小时数, 优化自备电厂消耗指标。

表 5: 公司自备电涉及的产能 (单位: 万吨)

子公司	电解铝产能	自备电项目

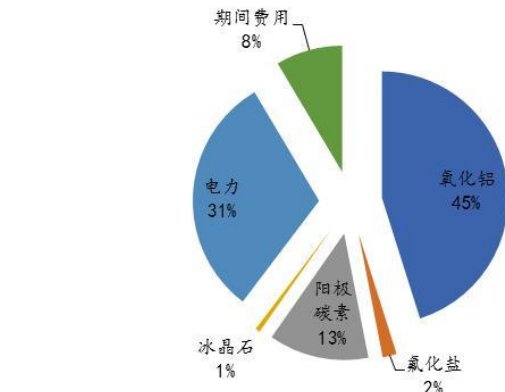
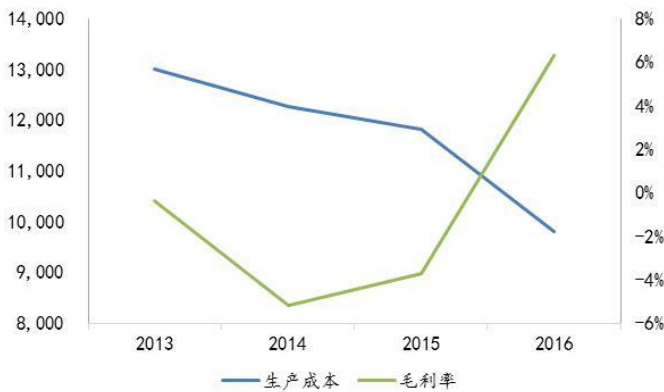
包头铝业有限公司	50	3*350MW 发电机组
山西华泽铝业有限公司	40	2*350MW 发电机组
山东华宇合金材料有限公司	20	-
兰州铝业股份有限公司	40	-

资料来源：公司公告，国海证券研究所

**原铝板块业绩扭亏为盈。**2016年，公司原铝板块营业收入为344.64亿元，较去年下降6.79%，但同期原铝板块税前利润为21.84亿元，比上年同期的税前亏损13.87亿元增盈35.71亿元。公司在原铝业务中，成本控制的收效明显，原铝产品成本较去年同期下降约17%。

图 14：公司电解铝生产成本及毛利率（单位：元/吨）

图 15：2016 年公司电解铝成本结构



资料来源：公司公告，国海证券研究所

资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 2、铝行业：供给侧改革有望改变供求关系

### 2.1、氧化铝：供给增加，价格有望回落

**2016 年度，中国氧化铝新增产能 460 万吨：**山西地区新增 200 万吨/年，山东地区新增 200 万吨/年，云南地区新增 60 万吨/年。山东魏桥由于有足够的矿石储备，氧化铝扩建 200 万吨/年，与下游电解铝产能基本匹配。2016 年国内氧化铝新增产能大于 2015 年的 380 万吨/年的增量。

表 6：2016 年国内氧化铝产能增量

省份	冶炼厂	地点	新增产能
山西	山西华兴铝业公司	山西兴县	100
	东方希望晋中化工有限公司	山西灵石	100
山东	山东魏桥铝电公司	山东滨州	200
云南	云铝文山铝业公司	云南文山	60
合计			460

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

**供需错配导致 2016 年氧化铝供不应求。**2016 年第二季度，随着氧化铝价格的回暖，国内氧化铝厂商逐渐复产，到 2016 年底，氧化铝的开工率达到了 90%以上，接近满产。但由于 2016 年新增产能有限，国内氧化铝产能增速慢于电解铝，且进口氧化铝没有有效补充，国内氧化铝市场仍处于供应短缺的状态，全年整体短缺 144 万吨。

图 16: 国内氧化铝产能及开工率 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

**今年氧化铝产能将持续增长，将达到 8000 万吨。**2017 年中国仍有氧化铝新扩建项目计划，项目进度将根据市场需求来调节。由于当前氧化铝价格高企，国内在建拟建项目均将加快速度促进投产，2017 年有望实现新增产能 600 万吨，国内总产能届时将超过 8000 万吨。以 2016 年 85% 的平均开工率计算，2017 年中国氧化铝产量预计将达到 6780 万吨，较上年增长 12.7%。

表 7: 2017 年预计新增的氧化铝产能 (单位: 万吨)

省份	企业名称	2017 年新增产能	2017 年产能
山东	山东魏桥铝电公司	200	1550
河南	中铝河南分公司	100	180
山西	中铝兴华科技二期	55	90
	山西东方希望晋中二期	100	200
	山西柳林森泽	60	120
	山西信发化工氧化铝	100	280
内蒙古	内蒙古鑫旺资源有限公司	50	100
新增产能合计		665	

资料来源: ATK, 国海证券研究所

**氧化铝的供需格局将从短缺走向平衡。**根据 2016 年中国电解铝产量计算，冶金级氧化铝需求量 6240 万吨，非冶金级氧化铝的需求为 200 万吨，整体来看 2016 年国内氧化铝供应短缺 144 万吨；2017 年，受下游电解铝新建产能扩张



的影响，以 3600 万吨的电解铝产量计算，中国冶金级氧化铝的需求量约为 6912 万吨，同比增长 10.8%。同时，由于当前氧化铝价格高企，国内在建拟建项目均将加快速度促进投产，2017 年中国氧化铝产量预计将达到 6780 万吨，较上年增长 12.7%。供需平衡之后，2017 年中国氧化铝市场略盈余 13 万吨，市场基本平衡。

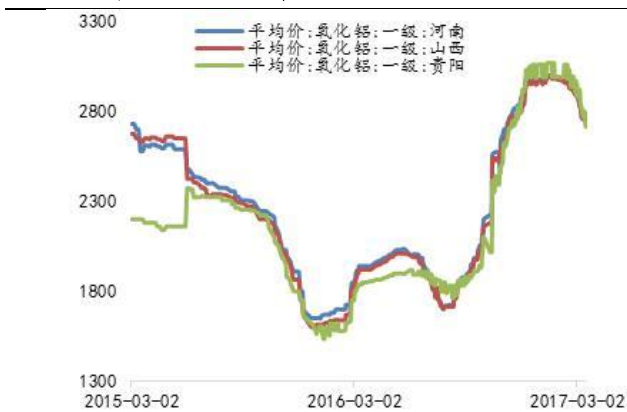
表 8: 国内氧化铝供需平衡表 (单位: 万吨)

		2014	2015	2016E	2017E	2017/2016
供给	总计	5625	6301	6296	7140	13.40%
	产量	5125	5865	6016	6780	12.70%
	净进口量	500	436	280	360	28.60%
需求	总计	5623	6144	6440	7127	10.60%
	冶金	5423	5944	6240	6912	10.80%
	非冶金	200	200	200	215	4.90%
市场平衡		2	157	-144	13	-

资料来源: ATK, 国海证券研究所

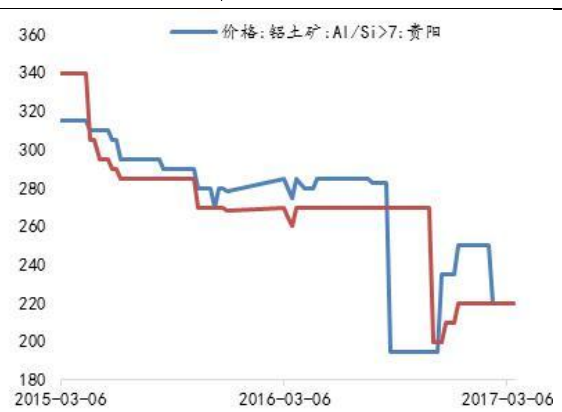
**氧化铝价格: 短期下跌趋势有望结束, 全年价格回归正常。**2017 年春节之后, 氧化铝价格快速下跌, 从 3000 元/吨左右下跌至 2500 元/吨附近, 主要原因有四: 1、受供给侧改革政策的影响, 化解过剩产能和取暖季铝行业限产消息不断发酵; 2、在运输无压力的情况下, 电解铝企业压缩库存延长采购时间, 造成氧化铝企业库存增加, 尤其是南方地区; 3、小型氧化铝企业为缓解资金压力让利出货; 4、大型氧化铝厂长单签订量加大造成现货量下降。但是考虑到烧碱、煤炭等原材料和能源价格的上移, 推高氧化铝生产成本, 当前企业的成本在 2400 元/吨左右, 氧化铝跌势近期有望结束。全年来看, 随着氧化铝产能的投放, 整体市场处于均衡, 氧化铝价格将回归正常。

图 17: 氧化铝价格 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

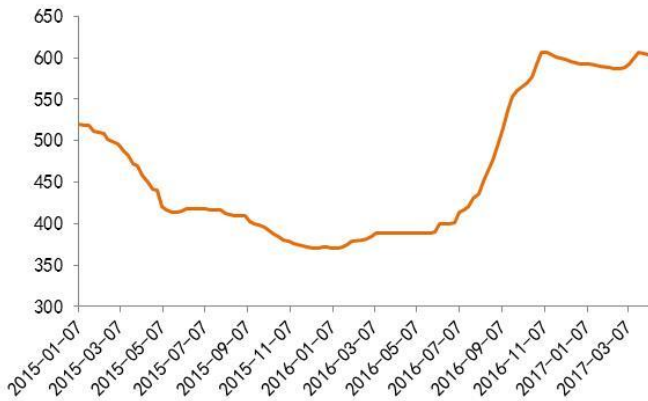
图 18: 铝土矿价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

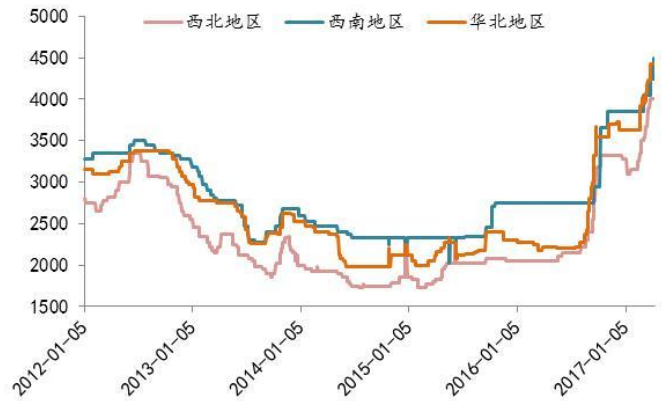


图 19: 环渤海动力煤 Q5500K (单位: 元/吨)



资料来源: 海运煤炭网, 国海证券研究所

图 20: 烧碱(99%片碱)出厂价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 中国氯碱网, 国海证券研究所

## 2.2、电解铝: 供给侧改革是最大看点

**新增产能+复产速度迅猛。**2017 年以来, 国内电解铝的新投产产能和复产产能速度迅猛。据百川资讯统计, 年初以来至 4 月初, 全国新投产产能 171.6 万吨, 预计全年新投产产能 617.5 万吨; 复产产能 29 万吨, 预计全年复产产能 156 万吨。3 月底, 全国的电解铝运行产能达到 3795.9 万吨, 建成产能是 4248.6 万吨, 开工率达到 89.34%。

图 21: 2017 年国内电解铝新增产能明细

截至4月6日, 2017年中国电解铝新产能已投产、拟投产明细

电解铝 投产  
单位: 万吨

企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间	年内另在建且具备投产能力新产能	预期年内还可投产	预期年度最终实现累计	备注
内蒙古锦联铝材有限公司	16.5	16.5	0	2017年1月	50	50	66.5	已有产能全投产, 后期在建
魏桥铝电(集团)	83	77	6	2017年1月	75	81	158	六公司继续投产中
山东信源铝业有限公司	7	0	7	2017年1月	0	7	7	受制于电力供应, 投产暂停
甘肃省临洮铝业有限责任公司	2.2	2	0.2	2017年1月	0	0.2	2.2	继续投产中, 4月初全部通电完成
新疆天龙矿业股份有限公司	10	10	0	2017年1月	0	0	10	已经达产
新疆建设兵团农八师天山铝业股份有限公司	20	16	4	2017年1月	0	4	20	投产放缓
新疆东方希望有色金属有限公司	40	32	8	2017年2月	0	8	40	继续投产中
广西苏源投资股份有限公司	5	0	5	2017年2月	0	0	0	企业已转让给百矿, 下一步投产计划制定中
兴仁县鑫富铝业有限公司	6	2	4	2017年3月	0	4	6	资金紧张, 暂停投产
新疆嘉润资源控股有限公司	30	16	14	2017年3月	15	14	30	继续通电投产中
重庆京宏源实业股份有限公司	5	0.1	4.9	2017年3月	0	4.9	5	3月31日开始通电投产, 目前投产中
内蒙古华云新材料有限公司	0	0	0	2017年4月	50	50	50	4月可实现少量电解槽通电
遵义铝业股份有限公司	0	0	0	2017年5月	16	16	16	在建, 预期2017年5月通电
营口忠旺铝业有限公司	0	0	0	2017年5月	43	43	43	在建, 预期2017年5月通电
广西来宾银海铝业有限公司	0	0	0	2017年5月	12.5	12.5	12.5	在建, 据传5月份可部分通电投产
贵州省安顺黄果树铝业有限公司	0	0	0	2017年7月	15	7.5	7.5	建设中
包头市蒙泰铝材有限公司	0	0	0	待定	25	25	25	在建
甘肃中瑞铝业有限公司	0	0	0	待定	15	15	15	在建
广西华鑫新材料有限公司	0	0	0	待定	20	20	20	在建
贵州华仁铝业有限公司	0	0	0	待定	25	25	25	在建
内蒙古创海金属有限公司	0	0	0	待定	25	25	25	在建
湛江市正泰华盛铝电有限公司	1.3	0	1.3	待定	0	1.3	1.3	启动时间待定
陕西美鑫产业投资有限公司	0	0	0	待定	15	7.5	7.5	在建
山西中铝华润有限公司	0	0	0	待定	25	25	25	在建
总计		171.6	54.4		426.5	445.9	617.5	

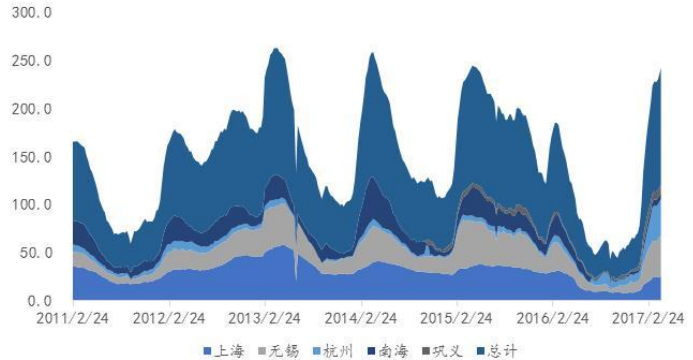
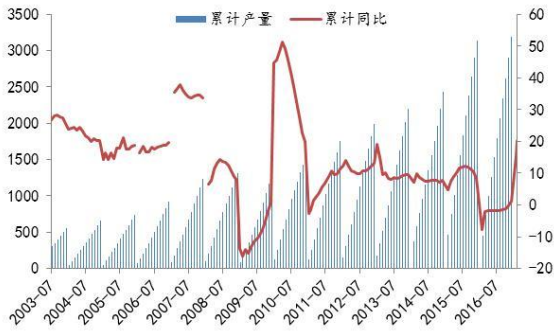
资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

**产量和库存双升, 供给压力加大。**随着投产和复产速度迅猛, 这种动作迅速在产量上迅速得到体现, 2017 年 3 月份国内电解铝产量 307.19 万吨, 同比增长 17.24%, 1-3 月份产量为 882.63 万吨, 同比增长 15.91%。同时, 五地现货库

存迅速攀升，4月10日该数据已经达到121.5万吨，较2016年的低点21.6万吨大幅增加近100万吨，供给压力加大。

图 22: 电解铝产量 (单位: 万吨, %)

图 23: 电解铝现货库存 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: SMM, 国海证券研究所

**电解铝有望成为供给侧改革的重点对象。**供给侧改革是“十三五”期间经济发展的一条主线，电解铝作为国家重点化解过剩产能的行业之一，近年来产业政策调控不断升温。国办发〔2016〕42号文再次明确表态，要坚决落实《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》等有关规定，确有必要的电解铝新（改、扩）建项目，要严格落实产能等量或减量置换方案，并在网上公示。与此同时，国家相关领导人也在多个公开场合明确表态，要坚决控制电解铝新增产能，市场关注度不断提升。

表 9: 近年来电解铝行业的政策梳理

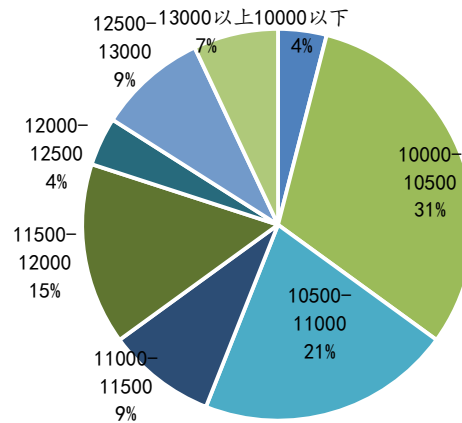
时间	政策内容	影响
2009.05	国务院公布《有色金属产业调整和振兴规划》，提出“今后三年原则上不再核准新建、改扩建电解铝项目”、“支持铝企业与煤炭、电力企业进行跨行业的重组”、“抓紧推进直购电试点，重点支持骨干电解铝企业降低生产成本”等	限制了电解铝产能扩张、支持企业向上游能源方向发展
2009.09.26	发改委正式暂停对电解铝的项目审批，暂停时间为2009年至2011年，同时还叫停了地方政府对新项目的备案权	限制了电解铝产能的持续扩张
2010.05.12	国家发改委、电监会、能源局联合下发通知，限期取消现行对电解铝、铁合金、电石等高耗能企业用电价格优惠	治理产能过剩
2011.02.01	工信部、科技部、财政部联合印发《再生有色金属产业发展推进计划》到2015年主要再生有色金属产量达到1200万吨，其中再生铝占当年铝产量的30%左右；再生铝行业形成一批年产10万吨以上规模化企业	鼓励利用再生资源
2011.04.14	工信部、国家发改委等九部门下发《关于遏制电解铝产能过剩和重复建设引导产业健康发展的紧急通知》	进一步遏制产能过剩
2013.07.24	工信部发布《铝行业规范条件》，对2007年颁布的《铝行业准入条件》进行了修订，要求氧化铝项目建设规模必须在80万吨/年及以上；电解铝项目最低资本金比例必须达到40%；新建电解铝项目必须采用400kA及以上电解槽，现有电解铝生产线要达到160kA及以上预焙槽；明确提出股利电解铝企业通过重组实现水电铝、煤电铝或铝电一体化	明确提出“遏制铝行业重复建设，化解电解铝产能过剩矛盾”，对铝行业的企业布局、规模和外部条件、质量、工艺和装备、资源消耗及综合利用、环境保护等多方面进行了规范

2013.1	国务院出台《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，要求电解铝企业在 2015 年底以前，淘汰 16 万安培以下预焙槽；国务院还提出了严禁各地自行出台优惠电价措施，采取综合措施推动缺乏电价优势的产能逐步退出；有序向具有能源竞争优势特别是水电丰富地区转移；支持电解铝企业与电力企业签订直购电长期合同；推广交通车辆轻量化用铝材产品的开发和应用；鼓励国内企业在境外能源丰富地区建设电解铝生产基地等几条规划	进一步加大对产能过剩的遏制力度，鼓励发展大中型铝矿山建设，抑制地方中小企业的无序扩张
2014.01	国家发改委联合工信部共同出台《关于电解铝企业用电实行阶梯电价政策的通知》，从分档电耗不同电价、企业直购电以及地方电价补贴三方面对电解铝企业用电进行规范说明	运用价格杠杆加快淘汰落后电解铝产能，减少资源过度消耗，促进电解铝行业结构调整
2015.03	国务院《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，明确推进电力交易体制改革，完善市场化交易机制，有序推进电价改革	将增加高耗能铝企业的议价能力
2015.04	国务院常务会议决定，下调燃煤发电上网电价和工商业用电的价格。其中，下调全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时约 2 分，将全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约 1.8 分	一定程度上可减轻采用外购电模式的电解铝企业亏损压力
2016.01	财政部发布《关于征收工业企业结构调整专项资金有关问题的通知》，规定自 2016 年 1 月 1 日起，自备电厂自发用电量应计征专项资金，每个省份征收的标准不同	将加大国内拥有自备电厂的电解铝生产企业用电成本
2016.06	国务院办公厅出台《关于促进有色金属工业结构促进转型增效益的指导意见》，优化有色金属工业产业结构，严控新增产能、加快退出过剩产能、引导不具备竞争力的产能转移退出、加强技术创新，积极落实“一带一路”的战略部署，政府逐步完善用电、土地政策，加大财税、金融支持，做好职工安置工作等政策保障	将进一步优化有色金属行业产业结构
2016.10	工信部发布《有色金属工业发展规划（2016-2020 年）》，围绕“到 2020 年底我国有色金属工业迈入世界强国行列”这一总体目标，立足有色金属工业转型升级、提质增效的发展需要，充分与《国家经济社会发展第十三个五年规划纲要》、《中国制造（2025）》等相关指标进行衔接，从技术创新、转型升级、资源保障、绿色发展、两化融合等 5 方面提出了引导性发展目标	推进有色金属行业供给侧结构改革、优化有色金属产业布局
2017.03	“2+26”城市今年大气污染治理任务公布：在涉及的 28 个城市中，在冬季采暖季，电解铝厂限产 30%以上，以停产的电解槽数量计；氧化铝企业限产由之前征求意见稿的 50%左右下调至 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。	治理大气污染，进一步推进电解铝供给侧改革

资料来源：国务院，发改委，工信部，环保部，国海证券研究所

供给侧改革首当其冲的会是不符合行业规范的那部分电解铝产能。2016 年 12 月成本在 15000—15500 元/吨的产能占比为 3.5%即 126 万吨，14500—15000 元/吨的产能占比运行产能 3606.2 万吨的 4.5%即 162 万吨，这部分产能可能会是改革受冲击的对象。最后，若进行供给侧改革，2017 年计划投产的新增产能的释放时间可能会受到影响。

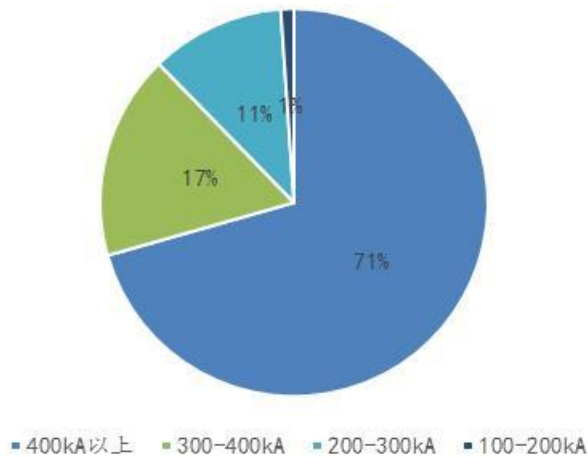
图 24: 2016 年国内电解铝各成本区间对应开工产能 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

**电解槽工艺指标升级, 将进一步淘汰落后产能。**根据 2013 年工信部发布《铝行业规范条件》, 新建电解铝项目必须采用 400kA 及以上电解槽, 现有电解铝生产线要达到 160kA 及以上预焙槽。目前, 国内 400kA 的高功率电解槽占比已经达到 70.6%, 但仍有近 30% 的低功率电解槽有待出清。2017 年, 已有部分厂商因老旧电解槽问题关停产能, 截止到 2017 年 3 月, 电解铝减产产能合计 23.95 万吨。

图 25: 电解槽功率统计 (截至 2017 年 3 月)



资料来源: 亚洲金属网, 国海证券研究所

表 10: 2017 年电解铝减产情况 (单位: 万吨)

名称	总产能	现运行产能	减产产能	减产时间	备注
兴仁县登高铝业有限公司	10	2	2	2017.01	电解槽因故减产
潜江市正豪华盛铝电有限公司	6.6	3.3	0.3	2017.01	老槽大修
山东魏桥铝电有限公司	93	89.6	3.4	2017.02	老槽淘汰

广西翔吉有色金属有限公司	7.5	3.75	3.75	2017.02	成本高
青海金源铝业有限公司	10	0	6	2017.02	成本高
甘肃东兴铝业有限 公司陇西分公司	37	23	2	2017.02	240kA 电解槽停产
邹平铝业有限公司	14	0	6.5	2017.03	
合计			23.95		

资料来源：百川资讯，国海证券研究所

**环保政策进一步导致电解铝限产。**2017年3月，环保部等多部门及地方政府联合发布《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》：在涉及的28个城市中，在冬季采暖季，电解铝厂限产30%以上，以停产的电解槽数量计；氧化铝企业限产由之前征求意见稿的50%左右下调至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。以生产线为计，河北、河南、山东、山西4省涉及企业的建成产能约1600万吨，运行产能合计约为1100万吨。

**表 11：晋冀鲁豫四省涉及的电解铝产能梳理（单位：万吨）**

电解铝企业	建成产能	运行产能	所在城市
鹿泉市曲寨铝业有限公司	10	4	河北石家庄
林州市林丰铝电有限责任公司	33	24	河南安阳
焦作万方铝业股份有限公司	43	41	河南焦作
山东魏桥铝电有限公司	740	740	山东滨州
山东齐星铝业有限公司	13	8	山东滨州
山东信发铝电集团	215	200	山东聊城
中国铝业山东分公司	6	0	山东淄博
太原东铝铝业有色金属公司	10	6.5	山西太原
山西兆丰铝业有限责任公司	22	22	山西阳泉
郑州发祥铝业公司	7	4	河南登封
河南永登铝业有限公司	12	12	河南登封
河南中孚实业股份有限公司	50	47	河南巩义
总计	1161	1108.5	

资料来源：公司公告，国海证券研究所

**限产影响产能计算：**按照采暖季，四省电解铝、氧化铝限产30%的比例来计算，国内采暖季氧化铝产能将减产531万吨，电解铝产能将减少142万吨。环保政策与供给侧改革的实施将有望改善电解铝行业过剩产能问题，铝市场的供需预期会发生明显改变，将会利好行业内的龙头公司。

**表 12：采暖季限产产能计算（单位：万吨）**

	省份	采暖季	季节产量	预计限产产量	占全国总产量的比重
氧化铝	山东	9.27~次年3.15	736.1	220.83	3.62%
	山西	10.31~次年4.10	710.9	213.27	3.50%



	河南	11.15~次年 3.15	325.6	97.68	1.60%
	合计		1772.6	531.78	8.72%
电解铝	山东	9.27~次年 3.15	350	105	3.21%
	山西	10.31~次年 4.10	31.05	9.32	0.28%
	河南	11.15~次年 3.15	93.12	27.94	0.85%
	河北	11.15~次年 3.15	0.89	0.27	0.01%
	合计		475.06	142.52	4.36%

资料来源：百川资讯，wind，国海证券研究所

**雄安新区环保先行，供给侧收缩有望更上一层楼。**2017年4月1日，中共中央、国务院决定设立国家级新区雄安新区，是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区。雄安新区规划中，突出了绿色智慧新城，打造优美生态环境的重点任务，雄安周边环境整治问题必将提上日程。而雄安所在的华北地区又是电解铝的主要生产地，若环保整治力度不断增强，则雄安毗邻地区的电解铝生产企业势必受到影响。

图 26: 雄安新区示意图



资料来源：百度图片，国海证券研究所

**预计国内电解铝供需格局维持紧平衡。**2016年中国原铝消费量将达到3270万吨，较上年增长7.9%，增幅下降0.7个百分点，市场小幅短缺17万吨，总体处于紧平衡格局。虽然2017年初投产和复产凶猛，但是考虑到供给侧改革的原因，以及后续产能受制于市场、资金、政策等因素，进度将低于预期预计全年小幅过剩，维持紧平衡格局。

表 13: 国内电解铝供需平衡表 (单位: 万吨)

	2014	2015	2016E	2017E	2017/2016
产量	2820	3080	3250	3600	10.80%
净进口量	3	3	3	3	0%
供应量	2823	3083	3253	3603	10.80%
消费量	2791	3031	3270	3480	6.40%
市场平衡	32	53	-17	123	

资料来源：ATK，国海证券研究所



### 3、盈利预测和评级

**盈利假设：**为了方便预测利润，我们将公司的业务粗略分拆为三个部分：依次是铝土矿、氧化铝、电解铝，分别计算三个环节的利润，同时假设公司的期间费用基本保持不变，所得税率为 25%。

**表 14：2017 年公司分项业务的盈利预测情况**

分项	价格(元/吨)	成本	单吨毛利	自产量(万吨)	毛利(万元)
铝土矿	350	200	150	2000	300000
氧化铝	2700	2100	600	1300	780000
电解铝	14000	12700	1300	300	390000
合计毛利					1470000
合计净利					427500

资料来源：公司年报，国海证券研究所

**弹性计算：**根据以上分析，我们认为 2017 年氧化铝的价格将回归常态，基本保持稳定，同时由于供改的预期，电解铝的供给有望大幅收缩，价格上涨有望从 2016 年的“成本驱动”转变为 2017 年的“供给收缩驱动”，所以我们着重计算电解铝涨价给公司带来的弹性以及对应的 2017 年的 PE。

**表 15：公司业绩弹性**

铝价(元/吨)	利润/亿元	市值/亿元	2017PE
14000	42.75	685	16.0
15000	65.25		10.5
16000	87.75		7.8
17000	110.25		6.2

备注：市值选取时点为 2017.4.13 收盘

资料来源：国海证券研究所

**首次覆盖，“买入”评级。**公司作为中国有色金属的领军企业，综合实力位居全球铝行业前列。随着电解铝价格扭转之前颓势，进入上涨周期，供给侧改革政策有望使得铝价“更上一层楼”。由于公司在铝行业的中上游具有明显的规模优势，业绩弹性非常之大。由此我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.28 元、0.33 元、0.37 元，对应目前股价的 PE 分别是 18 倍、15 倍、14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 4、风险提示

- 1) 需求大幅下滑风险；
- 2) 宏观经济下滑风险；
- 3) 铝价大幅下跌风险；
- 4) 供给侧改革政策不及预期风险；

5) 电价下降空间的不确定性。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	144066	163080	183170	203865
增长率(%)	17%	13%	12%	11%
净利润(百万元)	402	4141	4875	5508
增长率(%)	95%	929%	18%	13%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.28	0.33	0.37
ROE(%)	0.72%	6.84%	7.35%	7.55%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 16: 中国铝业盈利预测表

					2017-04-1				
证券代码:	601600.SH		股价:	5.01	投资评级:	买入		日期:	3
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	1%	7%	7%	8%	EPS	0.03	0.28	0.33	0.37
毛利率	8%	10%	10%	10%	BVPS	2.56	2.83	3.16	3.52
期间费率	7%	6%	6%	6%	<b>估值</b>				
销售净利率	0%	3%	3%	3%	P/E	185.51	18.03	15.32	13.56
<b>成长能力</b>					P/B	1.96	1.77	1.59	1.42
收入增长率	17%	13%	12%	11%	P/S	0.52	0.46	0.41	0.37
利润增长率	95%	929%	18%	13%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
总资产周转率	0.76	0.83	0.90	0.96	营业收入	144066	163080	183170	203865
应收账款周转率	8.10	8.10	8.10	8.10	营业成本	133211	146510	164574	183386
存货周转率	7.44	5.21	5.21	5.21	营业税金及附加	860	973	1093	1216
<b>偿债能力</b>					销售费用	2065	2338	2626	2923
资产负债率	71%	69%	67%	66%	管理费用	2902	3285	3689	4106
流动比	0.80	0.94	1.07	1.17	财务费用	4237	3132	3132	3132
速动比	0.58	0.61	0.69	0.77	其他费用/(-收入)	(909)	0	0	0
					<b>营业利润</b>	<b>(118)</b>	<b>6842</b>	<b>8055</b>	<b>9101</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业外净收支	1778	0	0	0
现金及现金等价物	25895	25966	25970	25923	<b>利润总额</b>	<b>1660</b>	<b>6842</b>	<b>8055</b>	<b>9101</b>
应收款项	17783	20130	22610	25165	所得税费用	404	1666	1962	2216
存货净额	17904	28284	31772	35403	<b>净利润</b>	<b>1255</b>	<b>5176</b>	<b>6093</b>	<b>6884</b>
其他流动资产	4844	4947	11045	16364	少数股东损益	853	1035	1219	1377
<b>流动资产合计</b>	<b>66426</b>	<b>79273</b>	<b>91342</b>	<b>102800</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>402</b>	<b>4141</b>	<b>4875</b>	<b>5508</b>
固定资产	74352	67517	64165	62249					
在建工程	15832	15832	15832	15832	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
无形资产及其他	11587	11587	10429	9270	<b>经营活动现金流</b>	<b>11519</b>	<b>3048</b>	<b>4903</b>	<b>6031</b>
长期股权投资	12167	12167	12167	12167	净利润	1255	5176	6093	6884
<b>资产总计</b>	<b>190077</b>	<b>196089</b>	<b>203647</b>	<b>212030</b>	少数股东权益	853	1035	1219	1377
短期借款	32155	32155	32155	32155	折旧摊销	6905	8594	7910	7459
应付款项	11285	12122	13616	15173	公允价值变动	155	0	0	0
预收帐款	1799	2037	2288	2546	营运资金变动	2351	(13905)	(13810)	(13320)
其他流动负债	37705	37705	37705	37705	<b>投资活动现金流</b>	<b>(4997)</b>	<b>6835</b>	<b>3352</b>	<b>1917</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>82945</b>	<b>84019</b>	<b>85764</b>	<b>87579</b>	资本支出	(380)	6835	3352	1917
长期借款及应付债券	42639	42639	42639	42639	长期投资	(1413)	0	0	0
其他长期负债	8906	8906	8906	8906	其他	(3204)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>51545</b>	<b>51545</b>	<b>51545</b>	<b>51545</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6451)</b>	<b>(31)</b>	<b>(36)</b>	<b>(41)</b>
<b>负债合计</b>	<b>134489</b>	<b>135564</b>	<b>137309</b>	<b>139124</b>	债务融资	(8536)	0	0	0
股本	14904	14904	14904	14904	权益融资	1839	0	0	0
股东权益	55587	60525	66338	72906	其它	247	(31)	(36)	(41)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>190077</b>	<b>196089</b>	<b>203647</b>	<b>212030</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>71</b>	<b>9852</b>	<b>8218</b>	<b>7906</b>

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【有色金属介绍】

李帅华，工学硕士，CIIA，三年央企实业工作经历，四年有色行业研究经历，目前负责有色金属行业研究。

## 【分析师承诺】

李帅华，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。