

公司研究/首次覆盖

2020年07月10日

有色金属/基本金属及冶炼 II

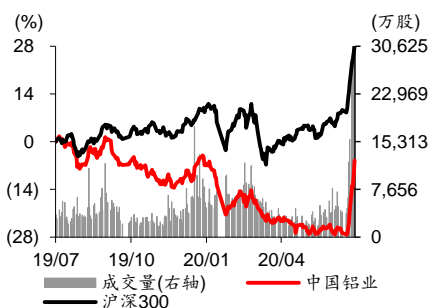
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 3.57  
合理价格区间(元): 3.81~4.10

**李斌** 执业证书编号: S0570517050001  
研究员 libin@htsc.com

**邱乐园** 执业证书编号: S0570517100003  
研究员 010-56793945  
qiuleyuan@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 低 PB 铝企龙头，估值有望修复

### 中国铝业(601600)

#### 铝企全产业链龙头，首次覆盖给予“增持”评级

公司是中国铝行业唯一集铝土矿、煤炭等资源开采，氧化铝、原铝和铝合金生产销售，国际贸易，物流产业，火力及新能源发电于一体的企业。19年公司氧化铝产能全球第一、原铝产能全球第二，国内铝土矿资源拥有量第一。公司氧化铝产能仍有增量且铝土矿自给率提高、成本优势有望增强。目前铝企 PB 估值处近 10 年低位，我们认为公司估值仍有修复空间。我们预计 20-22 年公司归母净利润分别为 6.60/8.16/9.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.04/0.05/0.06 元，目标价 3.81~4.10 元，首次覆盖给予“增持”评级。

#### 19-1Q20 铝产品跌价拖累公司业绩表现

19、1Q20 铝跌价拖累公司毛利表现，公司毛利同比降 21.4 亿元，yoy-13%、-13%；19、1Q20 公司归母净利润为 8.5、0.3 亿元，yoy-2%（调整后口径）/yoy+2%（调整后口径）、yoy-93%。19 年公司归母净利润仍有增长主要因销售费用下行、投资收益增加、存货跌价减少等。公司 19 年扣非后归母净利润仅 2.30 亿元，yoy+93%，非经常性损益达 6.21 亿元。我们认为非经常性损益不可持续，扣非后归母净利润更能反映公司真实经营成果。

#### 财务结构有所改善，新建项目投产有望增强公司成本优势

19 年末公司货币资金同比降 57%，主要因加快资金周转，压缩存量货币资金规模。19 年末公司有息负债同比减少约 200 亿元，其中短期借款同比降 46%，一方面因优化带息负债期限结构，压缩短期债务规模，另一方面因把握资本市场窗口期，以低成本短期债券置换短期借款。公司预计广西华昇 200 万吨氧化铝将于 2H20 投产，20 年氧化铝产能 yoy+10%。几内亚 Boffa 铝土矿项目已投产，因其成本低、矿石品质优，有利于提高公司铝土矿自给率及降低对下游氧化铝生产碱耗及能耗，公司成本优势有望增强。

#### 铝企 PB 估值处近 10 年低位，公司估值仍有修复空间

中欧美经济 Q2 逐渐复苏，基本金属价格上涨修复，板块却未同步反映修复而是处于底部震荡；我们预期低 PB 对板块形成支撑，同时在行业基本面先行修复的情景下，板块估值料将修复。电解铝利润自 2020.04 起持续上行，而铝企 PB 估值自 2020.07 起方显修复迹象，且目前仍处近 10 年低位。基于对产能投产节奏及供需的判断，我们认为短期铝价或震荡，利润有望维持；我们对 20 年下半年铝价趋于谨慎，但即使悲观预期下，吨铝营业利润重回 0 值附近，目前公司 PB (LF) 水平（1.24 倍，截至 2020.7.9）较 17 年至今均值 1.63 倍仍有 30% 修复空间，我们认为公司估值有望修复。

#### 公司为低 PB 铝企龙头，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 20-22 年归母净利润分别为 6.60/8.16/9.74 亿元，预计公司 20 年 BPS 为 2.93 元。可比公司 20 年 Wind 一致预期 PB 为 1.26 倍，考虑到公司为低 PB 铝企龙头，我们给予公司一定估值溢价，给予公司 20 年 1.3-1.4 倍 PB，对应目标价 3.81~4.10 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：新建项目进展不及预期、公司产销低于预期、公司成本高于预期。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	17,023
流通 A 股 (百万股)	13,079
52 周内股价区间 (元)	2.75-3.84
总市值 (百万元)	60,771
总资产 (百万元)	207,859
每股净资产 (元)	3.21

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	180,240	190,074	179,471	186,652	193,815
+/-%	0.09	5.46	(5.58)	4.00	3.84
归属母公司净利润 (百万元)	870.23	851.00	659.70	815.86	974.27
+/-%	(36.87)	(2.21)	(22.48)	23.67	19.42
EPS (元, 最新摊薄)	0.05	0.05	0.04	0.05	0.06
PE (倍)	69.83	71.41	92.12	74.49	62.38

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

投资要点 .....	4
核心逻辑.....	4
有别于市场观点.....	4
盈利与估值：首次覆盖给予“增持”评级 .....	4
铝企全产业链龙头，19-1Q20 铝跌价拖累公司业绩表现 .....	5
公司氧化铝产能仍有增量，铝土矿自给率提高增强成本优势.....	9
转型升级，部分电解铝产能退出 .....	9
布局海外铝土矿，铝土矿自给率有望提高 .....	10
铝企 PB 估值处近 10 年低位，公司估值仍有修复空间 .....	11
基本金属资金关注度提升，板块估值有望修复.....	11
铝企 PB 估值初现修复迹象，但仍处近 10 年低位 .....	11
对下半年铝价趋于谨慎；即使悲观预期下吨铝盈利重回 0 附近，公司估值仍有修复空间.....	12
盈利预测：首次覆盖给予“增持”评级 .....	15
PE/PB - Bands .....	16
风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1: 公司股权结构图 .....	5
图表 2: 公司各板块营业收入表现 .....	6
图表 3: 公司各板块毛利表现 .....	6
图表 4: 公司各板块毛利率水平 .....	6
图表 5: 公司各板块税前盈利表现 .....	6
图表 6: 公司期间费用及同比增速 .....	7
图表 7: 公司期间费用率表现 .....	7
图表 8: 公司 2015-1Q20 业绩表现 .....	7
图表 9: 公司 ROE、ROA、ROIC 表现 .....	7
图表 10: 公司销售毛利率、销售净利率表现 .....	7
图表 11: 公司资产结构 .....	8
图表 12: 公司负债结构 .....	8
图表 13: 公司资产负债率平稳下行 .....	8
图表 14: 公司折旧摊销与资本支出 .....	8
图表 15: 公司 2015-2019 年电解铝产销表现 .....	9
图表 16: 公司 2015-2019 年氧化铝产销表现 .....	9
图表 17: 公司氧化铝产量、产能和产能利用率及分布 (万吨) .....	9
图表 18: 公司原铝产量、产能和产能利用率及分布 (万吨) .....	9
图表 19: 公司铝土矿产量及分布 (万吨) .....	10
图表 20: 公司近年来铝土矿自给率有所下降 .....	10
图表 21: 公司铝土矿采购成本与自有矿山生产成本 .....	10
图表 22: 铜价与 SW 工业金属 PB .....	11
图表 23: 铝价与 SW 工业金属 PB .....	11
图表 24: 中国电解铝行业成本曲线 (完全成本) .....	11
图表 25: 中国电解铝行业营业利润测算及主要铝企 PB 表现 .....	12
图表 26: 铝企估值处历史低位 .....	12
图表 27: 中国氧化铝产能及开工率 .....	12
图表 28: 中国氧化铝产量当月值及当月同比 .....	12
图表 29: 中国电解铝产能及开工率 .....	13
图表 30: 中国电解铝产量当月值及当月同比 .....	13
图表 31: 中国电解铝社会库存 .....	13
图表 32: LME 铝库存 .....	13
图表 33: 2020 年氧化铝新增产能预计 .....	13
图表 34: 2020 年下半年中国电解铝新增复产计划 .....	14
图表 35: 电解铝行业季度营业利润测算及中国铝业 PB 季度均值 .....	14
图表 36: 公司盈利预测核心假设 .....	15
图表 37: 公司期间费用核心假设 .....	15
图表 38: 公司盈利预测核心结果 .....	15
图表 39: 可比公司 Wind 一致预期盈利预测及估值 .....	16
图表 40: 中国铝业历史 PE-Bands .....	16
图表 41: 中国铝业历史 PB-Bands .....	16

## 投资要点

### 核心逻辑

公司是中国铝行业唯一集铝土矿、煤炭等资源开采，氧化铝、原铝和铝合金生产销售，国际贸易，物流产业，火力及新能源发电于一体的企业。19年公司氧化铝产能全球第一、原铝产能全球第二，国内铝土矿资源拥有量第一。公司氧化铝产能仍有增量且铝土矿自给率提高、成本优势有望增强。目前铝企PB估值处近10年低位，我们认为公司估值仍有修复空间。我们预计20-22年公司归母净利润分别为6.60/8.16/9.74亿元，对应EPS分别为0.04/0.05/0.06元，目标价3.81~4.10元，首次覆盖给予“增持”评级。

**新建项目投产有望增强公司成本优势：**公司预计广西华昇200万吨氧化铝项目将于20年下半年投产，20年公司氧化铝产能yoy+10%。几内亚Boffa铝土矿项目已投产，因其成本低、矿石品质优，有利于提高公司铝土矿自给率及降低对下游氧化铝生产碱耗及能耗，公司成本优势有望增强。

**铝企PB估值处近10年低位，公司估值仍有修复空间：**中欧美经济Q2逐渐复苏，基本金属价格上涨修复，板块却未同步反映修复而是处于底部震荡；我们预期低PB对板块形成支撑，同时在行业基本面先行修复的情景下，板块估值料将修复。电解铝利润自2020.04起持续上行，而铝企PB估值自2020.07起方显修复迹象，且目前仍处近10年低位。基于对产能投产节奏及供需的判断，我们认为短期铝价或震荡，利润有望维持；我们对20年下半年铝价趋于谨慎，但即使悲观预期下，吨铝营业利润重回0值附近，目前公司PB(LF)水平(1.24倍，截至2020.7.9)较17年至今均值1.63倍仍有约30%修复空间，我们认为公司估值有望修复。

### 有别于市场观点

2Q20铝价逐步修复，但我们对20年下半年铝价趋于谨慎。据我的有色，截至20.07.03，电解铝企业全部盈利；铝可统计社会库存仍在下降，但降幅显著收窄。随着全行业盈利，铝企投产积极性增加，减产产能复产及新增产能投放将使未来供给压力增大；叠加已进入消费淡季，市场情绪由乐观转为谨慎。据我的有色、SMM，20年下半年电解铝新增产能230万吨，20年氧化铝新增产能650万吨。

短期看，我们认为新增产能投产需要时间，对行业供需格局影响有限，铝价预期高位震荡；中长期看，随着低成本新增产能逐渐投产，行业成本中枢进一步下移，叠加行业供给相对过剩，我们对2020年下半年铝价趋于谨慎。

### 盈利与估值：首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司20-22年归母净利润分别为6.60/8.16/9.74亿元，预计公司20年BPS为2.93元。可比公司20年Wind一致预期PB为1.26倍，考虑到公司为低PB铝企龙头，我们给予公司一定估值溢价，给予20年1.3-1.4倍PB，对应目标价3.81~4.10元，首次覆盖给予“增持”评级。

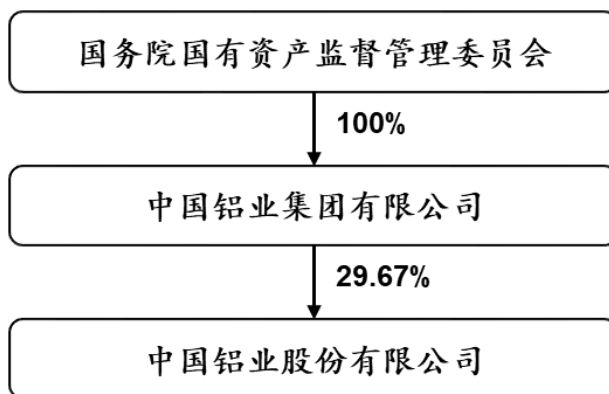
## 铝企全产业链龙头，19-1Q20 铝跌价拖累公司业绩表现

中国铝业股份有限公司（以下简称“公司”）是目前中国铝行业唯一集铝土矿、煤炭等资源开采，氧化铝、原铝和铝合金产品生产销售，国际贸易，物流产业，火力及新能源发电于一体的铝生产经营企业。公司由中铝集团、广西投资（集团）和贵州省物资开发投资公司共同以发起方式设立，2001 年先后在纽约证券交易所和香港联合交易所上市。在换股吸收合并山东铝业、兰州铝业后，2007 年公司在上交所上市。

2017 年 12 月，公司引入华融瑞通、中国人寿、招平投资、中国信达等 8 家投资者通过“债权直接转为股权”和“现金增资偿还债务”两种方式对公司 4 家全资子公司（中铝山东、中州铝业、包头铝业、中铝矿业）合计增资人民币 126 亿元，实施市场化债转股。增资完成后，公司减少负债 126 亿元。2018 年 12 月，公司采用发行股份购买资产的方式，向华融瑞通、中国人寿、招平投资、中国信达等 8 名交易对方购买其合计持有前述 4 家子公司股权。2019 年 2 月，标的资产完成过户，标的公司均成为上市公司的全资子公司。

公司实际控制人为国务院国资委。截至 2020 年 7 月 9 日，公司第一大股东为中国铝业集团有限公司，持股比例 29.67%。

图表1：公司股权结构图



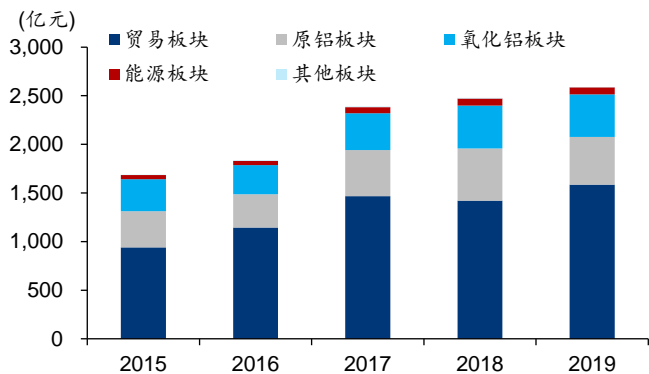
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司业务板块主要分为贸易板块、原铝板块、氧化铝板块和能源板块。据 Wind，2019 年原铝均价 13941 元/吨，yoy-1.81%；氧化铝均价 2661 元/吨，yoy-9.13%，受此影响公司氧化铝板块毛利同比降 16 亿元。因原材料氧化铝价格及用电成本同比下降，原铝板块毛利同比增 12 亿元，但未能抵消公司其他板块毛利下滑，2019 年公司毛利整体降 21 亿元，yoy-13.2%。

据 Wind，1Q20 原铝均价 13289 元/吨，同比降 1.74%；氧化铝均价 2412 元/吨，同比降 14.12%。铝产品跌价拖累公司毛利表现，1Q20 毛利整体降 4 亿元，yoy-13.3%。

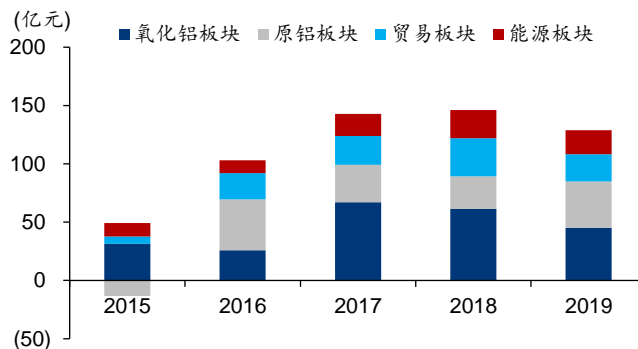


图表2: 公司各板块营业收入表现



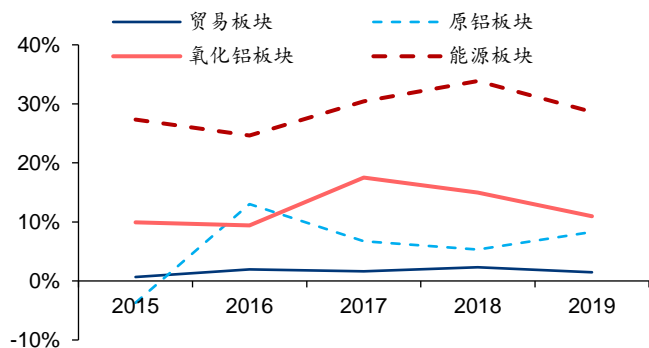
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司各板块毛利表现



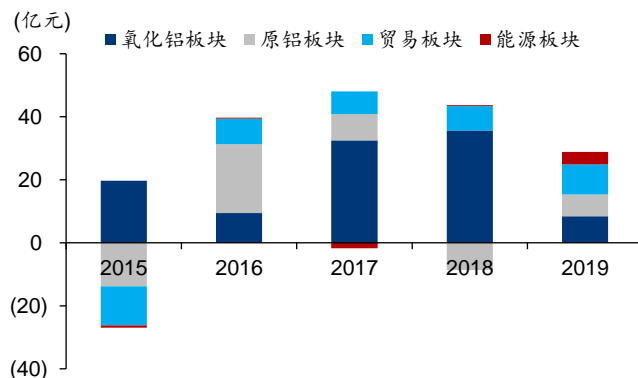
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司各板块毛利率水平



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 公司各板块税前盈利表现



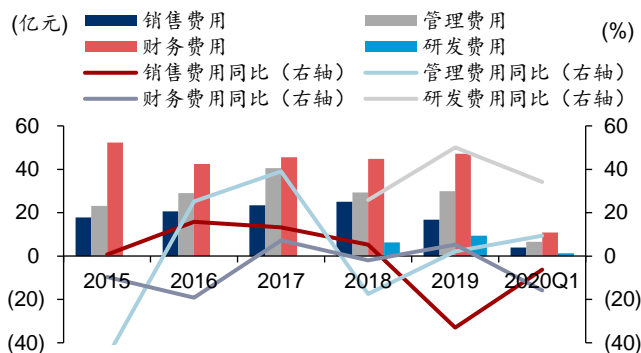
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

虽然 2019 年公司毛利下滑, 但同期, 公司销售费用减少 8.24 亿元, yoy-33% (其中运费减少 9.43 亿元, yoy-50%)、存货跌价损失减少 10.84 亿元, yoy-48%、资产处置收益增加 1.59 亿元, yoy+157%, 使调整后口径归母净利润仍小幅增长。公司 2019 年实现归母净利润 8.51 亿元, yoy-2.21% (调整前口径) /yoy+2.38% (调整后口径)。

此外, 19 年公司扣非后归母净利润仅 2.30 亿元, yoy+93%。非经常性损益达到 6.21 亿元, 包括公司处置中铝南海合金、宁夏中宁发电等子公司和合营公司产生的投资收益、各类政府补助、处置山西华圣电解铝指标等非流动资产收益、企业取得子公司 (云铝股份和云铝溢鑫) 投资成本小于可辨认净资产公允价值产生的收益等。我们认为非经常性损益不可持续, 扣非后归母净利润更能反映公司真实经营成果。

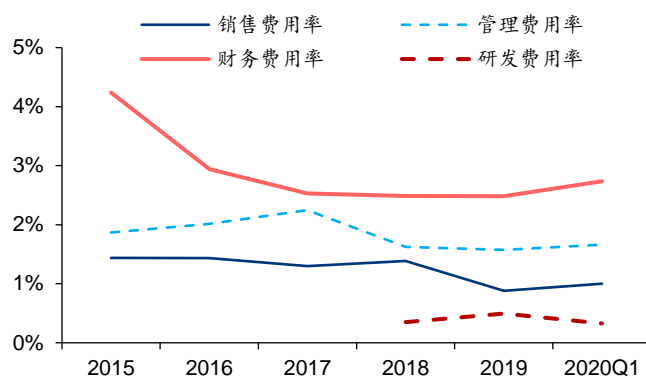
1Q20 公司实现归母净利润 0.31 亿元, yoy-93%; 实现扣非后归母净利润-2.91 亿元, yoy-970%。公司表示 2020 年一季度对销售的产品进行期现联动保值, 实现保值收益 4.04 亿元, 包含该部分收益后, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.12 亿元, yoy+235%。同期, 投资收益同比减少 26%, 主要是上年同期公司处置子公司及合营公司股权实现收益; 资产减值损失同比减利 122%, 主要是公司根据市场价格波动计提的存货跌价准备同比增加。

图表6：公司期间费用及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：公司期间费用率表现



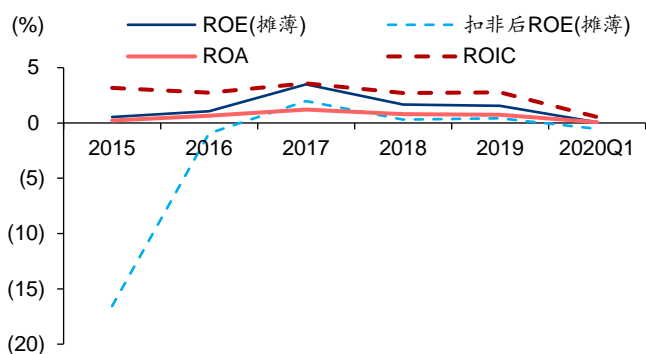
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8：公司 2015-1Q20 业绩表现

	2015	2016	2017	2018	2019	1Q20
营业总收入	1,234.46	1,440.66	1,800.81	1,802.40	1,900.74	396.66
同比(%)	-13.07	16.68	24.86	-0.43	5.46	-8.00
归属母公司股东的净利润	2.06	4.02	13.78	8.70	8.51	0.31
同比(%)	101.27	170.82	274.16	-38.41	2.38	-93.10
非经常性损益	66.38	7.66	5.95	7.12	6.21	3.22
扣非后归属母公司股东的净利润	-64.32	-3.64	7.83	1.58	2.30	-2.91
同比(%)	62.91	94.35	315.27	-80.58	93.46	-970.36
EBITDA	130.57	133.70	149.45	150.44	157.67	

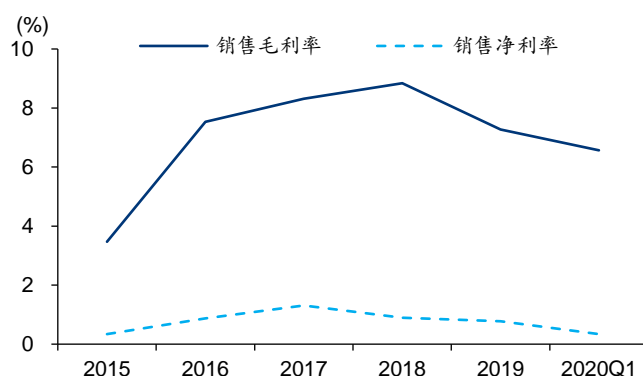
资料来源：Wind，华泰证券研究所；单位：亿元；数据口径存在调整，同比计算取调整后口径

图表9：公司 ROE、ROA、ROIC 表现



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：公司销售毛利率、销售净利率表现

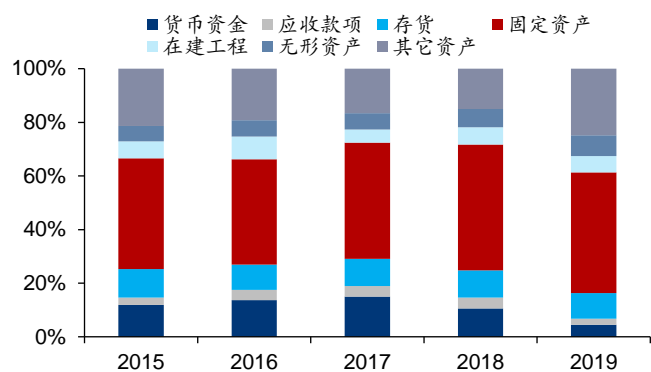


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**公司资金周转加快，资产负债率平稳下行。**2019年末公司货币资金90.65亿元，较18年末下降57%，主要因加快资金周转，压缩存量货币资金规模。2019年末公司有息负债较18年末减少约200亿元，其中，短期借款同比降46%，一方面因优化带息负债期限结构，压缩短期债务规模，另一方面因把握资本市场窗口期，以低成本短期债券置换短期借款。2015-2019年，公司资产负债率自73%降至65%，资产负债率平稳下行。

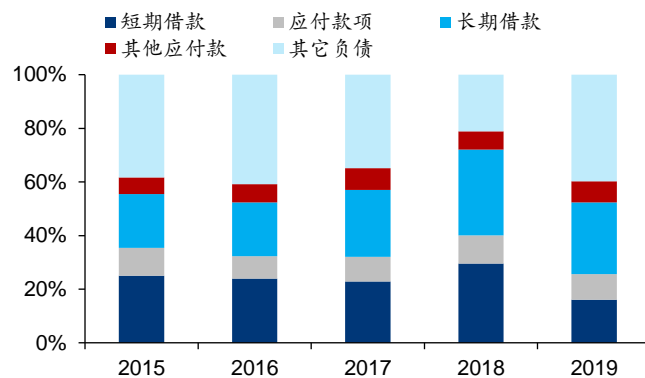
1Q20公司货币资金较上年末增加42%，主要是公司为了应对市场波动风险，适度增加资金储备；同期，公司在销售信用期内未结算贷款增加，应收账款较上年末增加30%；预付账款较上年末增加59%，主要是公司原辅材料采购预付款增加。

图表11: 公司资产结构



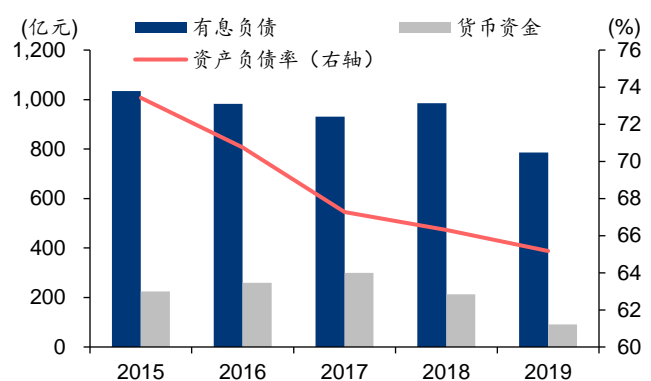
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表12: 公司负债结构



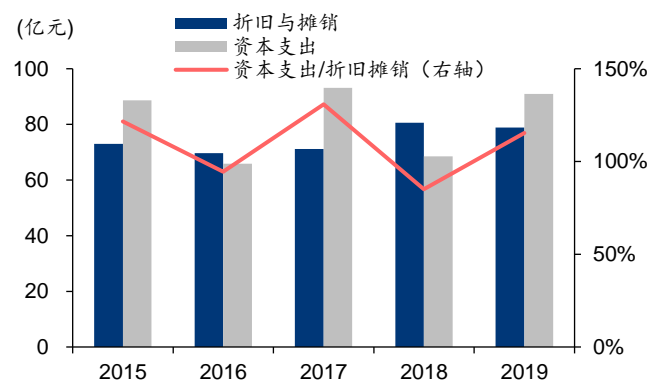
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 公司资产负债率平稳下行



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表14: 公司折旧摊销与资本支出



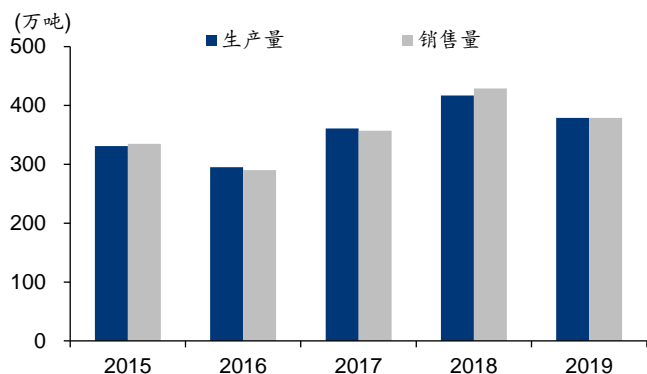
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所



## 公司氧化铝产能仍有增量，铝土矿自给率提高增强成本优势 转型升级，部分电解铝产能退出

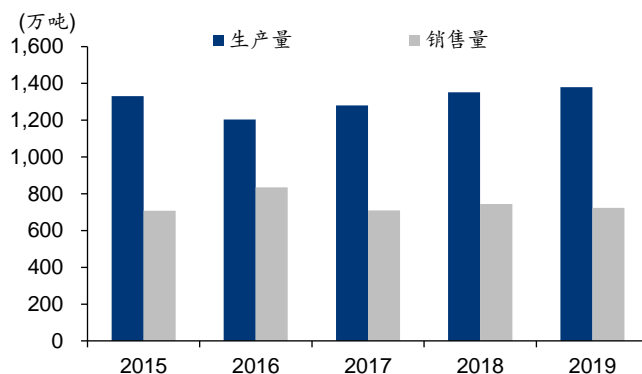
2019年，公司实施了山西华圣、山东华宇两家企业电解铝产能退出，电解铝产销量分别为379、379万吨，分别同比下降9.11%、11.89%。同期，氧化铝产销表现相对平稳，产销量分别为1380、723万吨，分别同比变动+2.15%、-2.95%。

图表15：公司2015-2019年电解铝产销表现



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表16：公司2015-2019年氧化铝产销表现



资料来源：公司公告，华泰证券研究所；注：氧化铝销售量不包括集团内部氧化铝自用量

图表17：公司氧化铝产量、产能和产能利用率及分布（万吨）

	2017年			2018年			2019年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
山西新材料	260	184.6	100.00%	260	212.9	100.00%	260	177.1	100.00%
中铝矿业	241	162.8	71.00%	241	174.8	81.00%	241	123.5	87.00%
中铝山东	227	178.1	70.00%	227	171.5	100.00%	227	156.8	100.00%
中州铝业	305	193.0	70.00%	305	191.3	84.00%	305	213.3	100.00%
广西分公司	221	246.2	100.00%	221	248.6	100.00%	221	246.0	100.00%
遵义铝业	100	108.0	100.00%	100	111.0	100.00%	100	110.2	100.00%
重庆分公司	80	—	—	80	—	—	80	—	—
郑州研究院	2	—	—	2	—	—	2	—	—
贵州华锦	160	160.1	100.00%	160	151.4	100.00%	160	161.3	100.00%
兴华科技	90	48.2	100.00%	90	77.8	100.00%	90	66.5	61.00%
山西华兴	—	—	—	200	11.7	100.00%	200	125.6	50.00%
<b>总计</b>	<b>1686</b>	<b>1281.0</b>	<b>81.00%</b>	<b>1886</b>	<b>1351.0</b>	<b>91.00%</b>	<b>1886</b>	<b>1380.3</b>	<b>84.00%</b>

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表18：公司原铝产量、产能和产能利用率及分布（万吨）

	2017年			2018年			2019年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
包头铝业	110	81.3	98.00%	134	123.4	100.00%	134	131.5	100.00%
贵州分公司	17	28.2	96.00%	—	3.6	—	—	—	—
兰州铝业	45	39.1	98.00%	45	39.9	99.00%	45	40.9	99.00%
青海分公司	42	40.1	99.00%	42	40.4	99.00%	42	40.8	99.00%
山东华宇	20	21.3	92.00%	20	19.7	45.00%	20	0.8	—
山西华圣	24	22.5	99.00%	19	22.5	100.00%	—	6.1	—
山西新材料	42.4	43.7	99.00%	42.4	43.1	99.00%	42.4	36.6	81.00%
遵义铝业	37.5	33.1	100.00%	37.5	40.3	100.00%	37.5	40.5	100.00%
连城分公司	55	51.4	97.00%	55	43.8	28.00%	55	15.5	28.00%
贵州华仁	—	—	—	40	34.5	94.00%	40	48.0	100.00%
山西中润	—	—	—	43.2	5.3	25.00%	43.2	18.1	50.00%
<b>总计</b>	<b>392.9</b>	<b>360.7</b>	<b>98.00%</b>	<b>478.1</b>	<b>416.6</b>	<b>82.00%</b>	<b>459.1</b>	<b>378.8</b>	<b>80.00%</b>

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 布局海外铝土矿，铝土矿自给率有望提高

截至2019年12月31日，公司国内铝土矿总储量约2.53亿吨，铝土矿资源拥有量第一。2019年公司铝土矿自有矿山年产量总计1444.1万吨，因在申请新矿区采矿行政许可过程中部分现有矿山资源枯竭以及环保标准提高，公司近几年铝土矿自给率有所下降，自2015年的55.4%降至2019年的37.6%。

公司积极布局新的铝土矿资源，据中国铝业报，6月18日，Boffa首艘远洋货轮到港接卸，标志着Boffa项目已实现达产。Boffa项目可利用资源储量约17.5亿吨，氧化铝含量约39.1%，公司预计年产铝土矿1200万吨。

根据公司年报，2019年公司铝土矿外部采购成本高于自有矿山生产成本近200元/吨。Boffa项目资源储量大，且开采成本较低，矿石品质优，有利于提高公司铝土矿自给率及降低对下游氧化铝生产碱耗及能耗，公司成本优势有望增强。

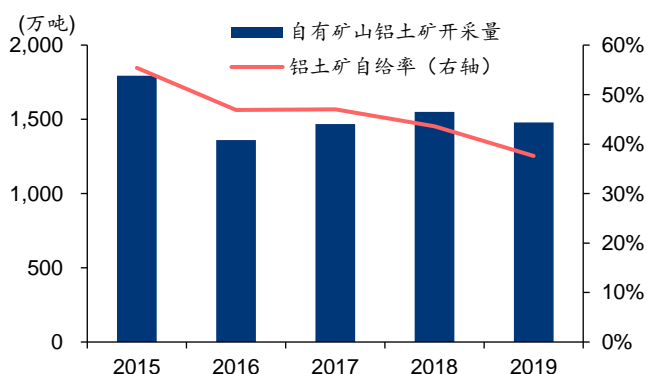
此外，公司持续优化生产布局，产业基地逐步形成。19年贵州华仁、内蒙古华云实现达产；广西、包头、山西产业基地逐步形成，山西新材料拟薄水铝石项目实现建成即盈利，利润贡献能力持续增强；广西华昇200万吨氧化铝项目建设如期进行，公司预计20年下半年投产。

图表19：公司铝土矿产量及分布（万吨）

分布	2017年	2018年	2019年
平果矿	566.8	567.4	598.8
贵州矿	141.0	209.2	192.1
遵义矿	49.6	71.5	90.4
孝义矿	177.1	174.7	84.3
山西其他矿	28.9	132.0	56.0
澠池矿	40.8	40.5	37.5
洛阳矿	77.9	46.0	37.9
小关矿	64.0	95.5	51.2
巩义矿	66.8	23.0	7.0
登封矿	42.3	31.4	1.1
新密矿	4.2	2	0.8
三门峡矿	46.8	106.0	44.5
许昌矿	9.0	19.0	10.2
焦作矿	43.0	36.0	11.1
平顶山矿	52.1	11.0	6.1
阳泉矿	288.0	143.9	13.3
华兴矿	—	21.8	201.8
<b>总计</b>	<b>1698.3</b>	<b>1730.9</b>	<b>1444.1</b>

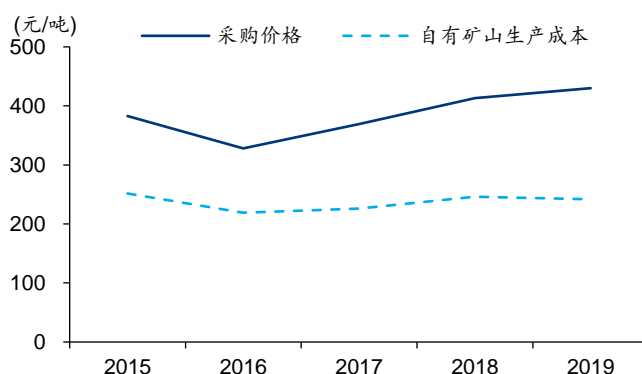
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表20：公司近年来铝土矿自给率有所下降



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表21：公司铝土矿采购成本与自有矿山生产成本

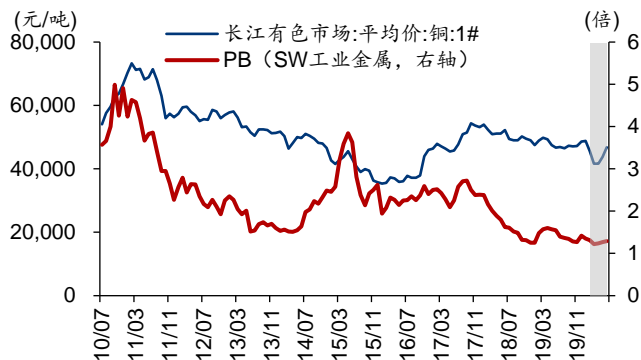


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 铝企 PB 估值处近 10 年低位，公司估值仍有修复空间 基本金属资金关注度提升，板块估值有望修复

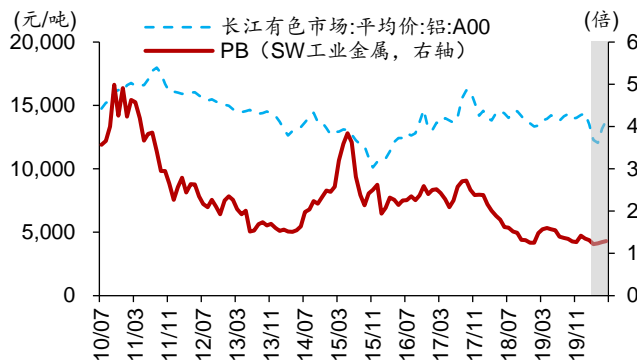
2020.6.29-2020.7.3, SW 工业金属板块 PB 1.39 倍, 处于历史分位数低位约 7.0% (历史最低值约 1.21 倍); 且资金呈现净流入趋势, 板块关注度提升。中欧美经济 Q2 逐渐复苏, 基本金属价格同步上涨修复, 板块却未同步反映修复而是处于底部持续震荡; 我们预期低 PB 对板块形成支撑, 同时在行业基本面先行修复的情景下, 板块估值料将修复。

图表22: 铜价与 SW 工业金属 PB



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 铝价与 SW 工业金属 PB



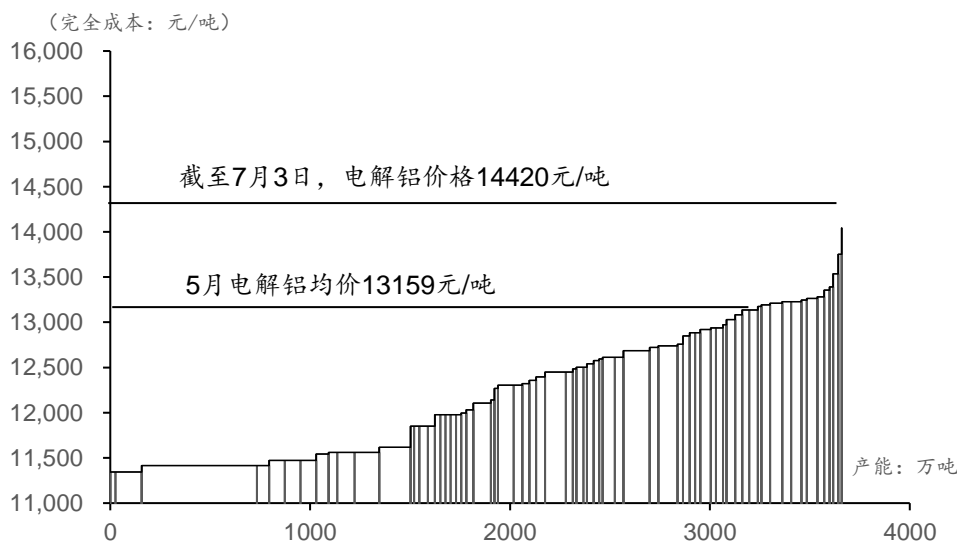
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 铝企 PB 估值初现修复迹象，但仍处近 10 年低位

据华泰有色 2020.6.19 《观短重长，细辨景气待拐点》，新冠疫情一度导致电解铝价格暴跌且库存大增，很快出现全行业亏损，主流铝企纷纷限产保价；3 月复工以后国内电解铝社会库存持续下降，产能利用率也于 5 月恢复至 90% 以上，供给过剩格局转为平衡。

据我的有色，以完全成本计，中国电解铝行业 5 月现货均价 13159 元/吨，平均完全成本 12161 元/吨，平均盈利 998 元/吨，亏损程度 11.37%。截至 2020 年 7 月 3 日，电解铝现货价格收于 14420 元/吨，电解铝生产企业基本全部盈利。

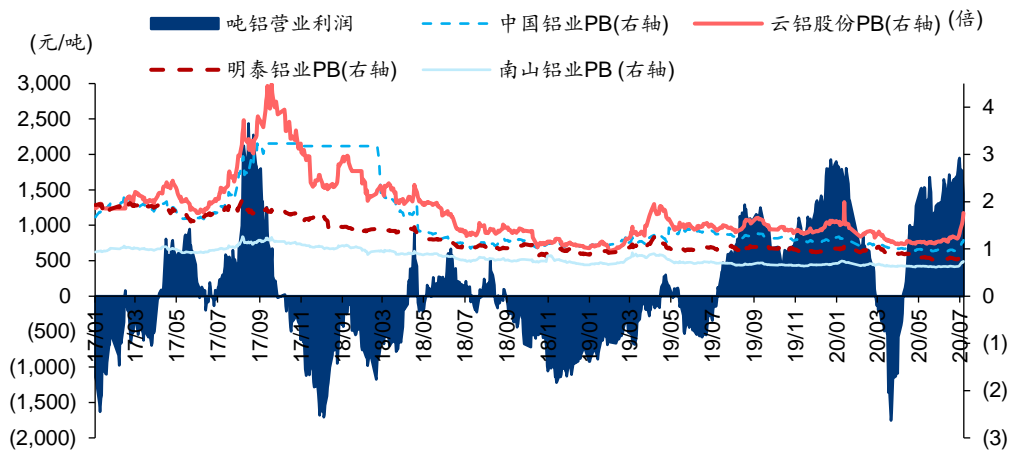
图表24: 中国电解铝行业成本曲线（完全成本）



资料来源: 我的有色, 华泰证券研究所

根据我们测算, 2020 年 4 月上旬起电解铝营业利润转正, 随后持续上行; 铝企 PB 估值却未同步修复。自 2020 年 7 月起, 铝企 PB 估值方显修复迹象, 但目前仍处历史低位。

图表25: 中国电解铝行业营业利润测算及主要铝企PB表现



资料来源: Wind, 阿拉丁, 华泰证券研究所

图表26: 铝企估值处历史低位

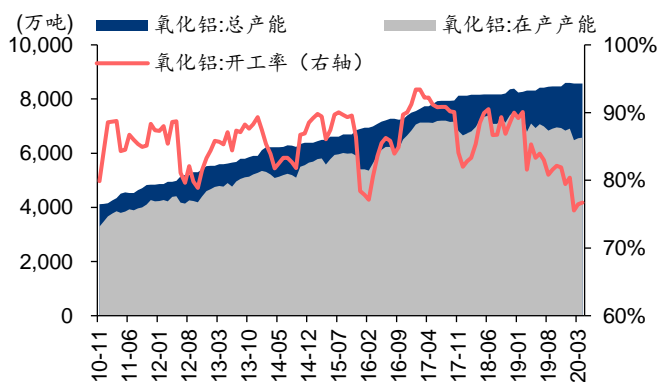
		PE	PB (LF)	PB(最低)	PB(最高)	PB 历史分位水平
		(20E,Wind 一致预期)				
600595.SH	ST 中孚		0.99	0.65	7.41	5%
601677.SH	明泰铝业	9	0.92	0.77	3.30	6%
601600.SH	中国铝业	92	1.24	0.95	5.03	7%
000933.SZ	神火股份	33	1.38	0.87	7.77	7%
601388.SH	怡球资源		1.63	1.14	6.67	9%
600219.SH	南山铝业	18	0.74	0.52	1.64	20%
000807.SZ	云铝股份	44	1.94	0.93	4.86	26%
000612.SZ	焦作万方		2.29	0.93	5.92	27%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 数据截至2020年7月9日, PB历史分位取2010.07.09-2020.07.09分位值; 部分企业PE(20E) Wind一致预期缺失

**对下半年铝价趋于谨慎; 即使悲观预期下吨铝盈利重回0附近, 公司估值仍有修复空间**

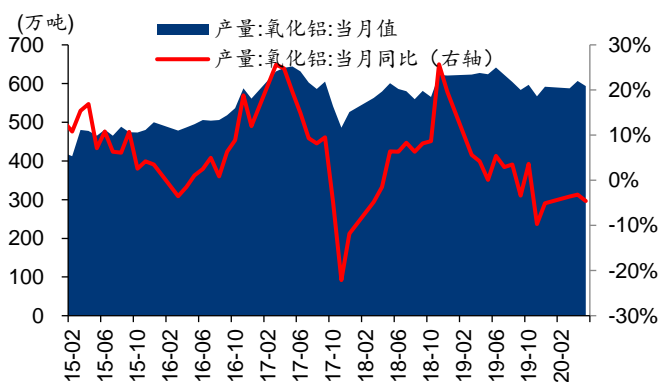
截至2020年7月3日, 铝的可统计社会库存仍在下降, 但降幅显著收窄, 供需向好的格局尚未改变。但随着铝价超过1.4万元/吨、全行业盈利, 铝企投复产积极性增加, 之前减产产能复产且新增产能加速投放, 未来供给压力增大; 叠加已进入消费淡季, 市场情绪由乐观转为谨慎。

图表27: 中国氧化铝产能及开工率



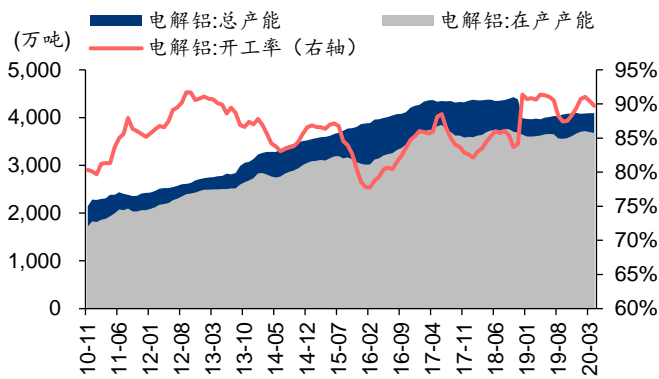
资料来源: 阿拉丁, 华泰证券研究所

图表28: 中国氧化铝产量当月值及当月同比



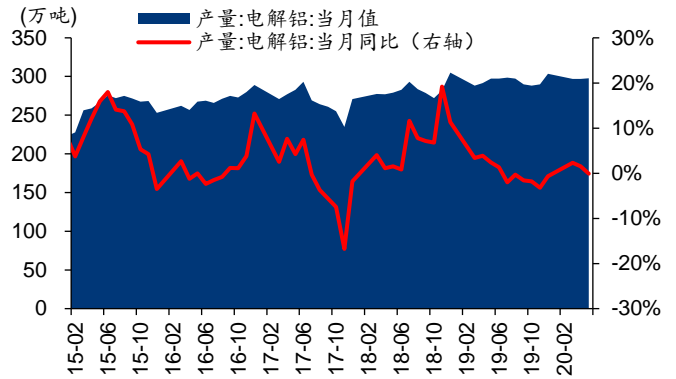
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表29: 中国电解铝产能及开工率



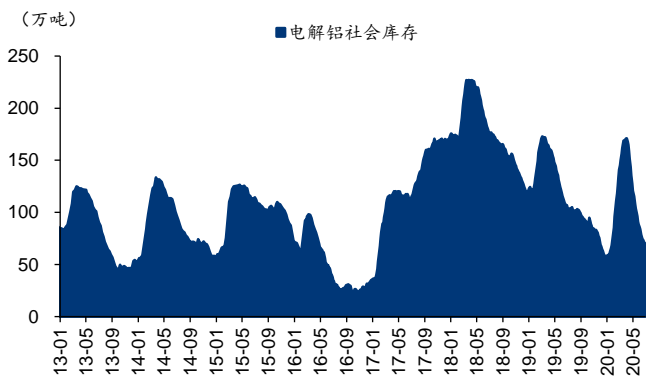
资料来源: 阿拉丁, 华泰证券研究所

图表30: 中国电解铝产量当月值及当月同比



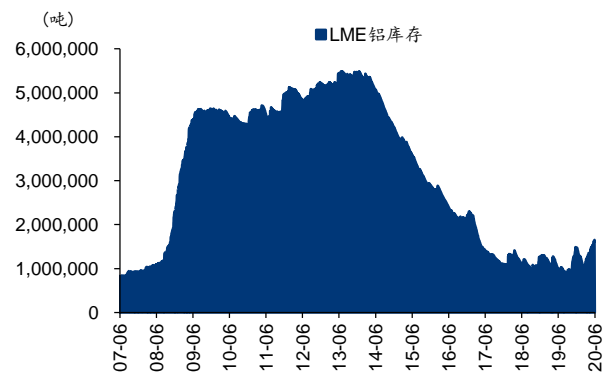
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表31: 中国电解铝社会库存



资料来源: Mysteel, 华泰证券研究所

图表32: LME 铝库存



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

氧化铝方面, 据中国铝业年报, 2019年中国氧化铝产量约为7155万吨, 消费量约为7298万吨, 同比分别减少0.4%和增长0.4%, 产能利用率约为82.2%, 同比下降2.8个百分点。受疫情影响, 我们认为2020年消费难言乐观, SMM预计2020年仍将新增650万吨氧化铝产能。此外, 因多数企业已经达到超净排放标准, 此后环保限产对氧化铝企业的生产影响不大。中长期看, 产能仍维持过剩局面, 氧化铝价格继续上行空间不大。

图表33: 2020年氧化铝新增产能预计

	拟新建产能	2019年已投产产能	2020年预计投产产能
齐星氧化铝技改项目	90	50	40
魏桥氧化铝项目	200	100	100
中电投贵州务正道氧化铝工程项目	100	0	100
贵州广铝公司氧化铝项目	60	0	60
靖西天桂铝业氧化铝项目	90	0	90
其亚铝业氧化铝项目	60	0	60
中国铝业广西华昇氧化铝项目	200	0	200
合计			<b>650</b>

资料来源: SMM, 华泰证券研究所; 单位: 万吨

电解铝方面, 据中国铝业年报, 2019年中国电解铝产量约为3593万吨, 消费量约为3655万吨, 同比分别减少1.8%和1.2%, 产能利用率约为88%, 同比减少2个百分点。

据华泰期货 2020 一季报，国内电解铝建成产能 2Q20 已超过 4100 万吨，且仍在增长，大幅超过华泰期货 2020 年约 3600 万吨的需求预期。据我的有色，2020 年下半年，中国电解铝新增产能达 230 万吨水平，且新投产产能集中于云南、广西、内蒙古等成本较低地区。在目前行业盈利可观的背景下，企业投产意愿较强。短期看，我们认为新增产能投产需要时间，对行业供需格局影响有限，电解铝价格预期高位震荡；中长期看，随着低成本新增产能逐渐投产，行业成本中枢进一步下移，叠加行业供给相对过剩，我们对 2020 年下半年电解铝价格趋于谨慎。

**图表34： 2020 年下半年中国电解铝新增复产计划**

**2020 年下半年中国电解铝新增计划（万吨）**

省份	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
云南	5	10	15	17	18	22	23
四川	5	5	2.5	-	-	-	-
广西	-	-	5	8	11	13	-
内蒙古	-	6	11	11	6	11	16
山西	6	6	6	7	-	-	-
<b>总计</b>	<b>16</b>	<b>27</b>	<b>39.5</b>	<b>43</b>	<b>35</b>	<b>46</b>	<b>39</b>

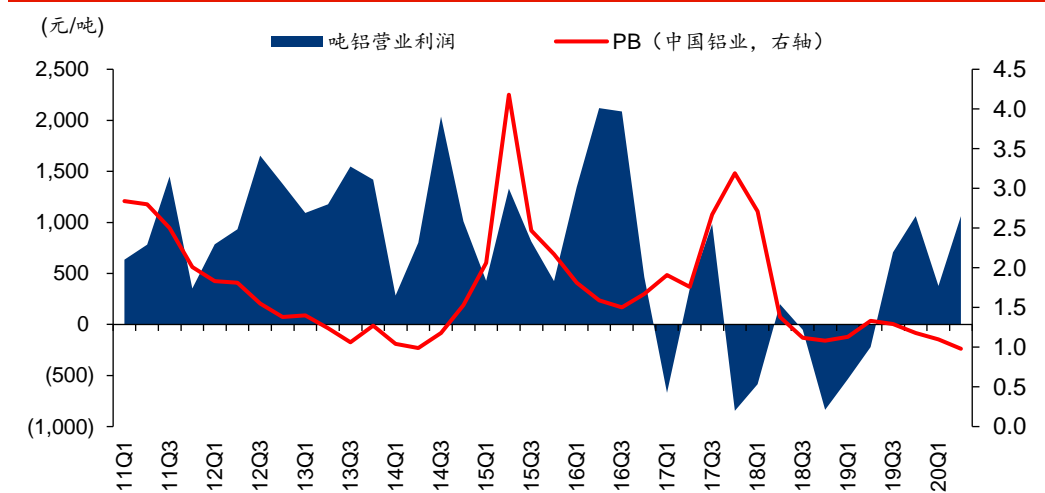
**2020 年下半年中国电解铝复产计划（万吨）**

省份	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
新疆	8	-	-	-	-	-	-
山东	5	-	-	-	-	-	-
河南	3	-	-	-	-	-	-
贵州	5	-	-	-	-	-	-
内蒙古	5	6.5	-	-	-	-	-
<b>总计</b>	<b>26</b>	<b>6.5</b>	-	-	-	-	-

资料来源：我的有色，华泰证券研究所

从 11 年至今季度数据看，自 17 年起，根据我们测算，电解铝吨营业利润在 0 值上下波动。2Q20 起电解铝营业利润逐渐修复至 3Q17 水平，而 PB 估值（季度均值）却延续下行态势。我们认为短期电解铝价格或高位震荡，利润有望维持；中长期看，我们对铝价趋于谨慎，但即使悲观预期下，营业利润重回 0 值附近，目前公司 PB (LF) 水平 (1.24 倍，截至 2020.7.9) 较 17 年至今均值 1.63 倍仍有 30% 修复空间，我们认为公司估值有望修复。

**图表35： 电解铝行业季度营业利润测算及中国铝业 PB 季度均值**



资料来源：Wind，阿拉丁，华泰证券研究所



## 盈利预测：首次覆盖给予“增持”评级

产销方面，公司电解铝产能预期维持 459 万吨，参考 2019 年产量 379 万吨，我们假设 2020-2022 年公司电解铝产量均为 400 万吨；公司预计广西华昇 200 万吨氧化铝项目 20 年下半年投产，公司氧化铝产能将新增 200 万吨至 2086 万吨。我们假设该项目 2020 年不贡献增量，2020 年产量持平 2019 年；2021-22 年分别达产 30%、50%，则 2020-22 年氧化铝产量分别为 1380、1440、1480 万吨。参考历史数据，公司产销率均接近 100%，因此我们假设公司 2020-22 年产销率均为 100%。

图表36：公司盈利预测核心假设

项目	单位	假设	说明
20-22 年电解铝均价，含税	万元/吨	1.30/1.32/1.35	受疫情影响价格大跌，后期存在供给过剩预期，价格反弹乏力；21-22 年价格逐渐修复
20-22 年氧化铝均价，含税	万元/吨	0.23/0.25/0.27	跟随电解铝价格调整
20-22 年电解铝生产成本	万元/吨	1.03/1.02/1.01	预期预焙阳极等原材料价格继续走弱
20-22 年氧化铝生产成本	万元/吨	0.22/0.22/0.21	参考 2019 年成本数据
20-22 年电解铝产量	万吨	400/400/400	公司部分电解铝产能退出，参考 2019 年生产量进行假设
20-22 年氧化铝产量	万吨	1380/1440/1480	参考 2019 年生产量及新建项目投产进度进行假设
单吨电解铝消耗氧化铝	吨/吨	1.91/1.91/1.91	历史数据基本稳定，预期维持不变
单吨电解铝消耗预焙阳极	吨/吨	0.48/0.48/0.48	历史数据基本稳定，预期维持不变

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

费用方面，对于销售费用，2019 年因产品运费同比降低，公司销售费用大幅下行。考虑疫情影响，高速免费时间延长有望降低公司运输费用，但疫情亦导致一定时间内产品运输受阻、仓储费用增加，因此我们假设 2020 年公司销售费用率持平 1Q20 水平，即 1%。2021-22 年取近两年加权平均值。对于管理费用，公司 2017-19 年管理费用率平稳下行，随着公司继续降本增效，公司管理费用率有望进一步下行，因此我们假设 2020-22 年公司管理费用率分别为 1.56%/1.55%/1.54%。对于研发费用，公司继续推进高品质氧化铝研发，预期研发费用平稳上行，因此假设 2020-22 年公司研发费用率分别为 0.54%/0.57%/0.60%。对于财务费用，我们参考公司历史上债务成本及存款利率进行假设，预计 2020-22 年财务费用率分别为 2.58%/2.34%/2.24%。

图表37：公司期间费用核心假设

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.30%	1.39%	0.88%	1.00%	0.96%	0.97%
管理费用率	2.25%	1.62%	1.57%	1.56%	1.55%	1.54%
研发费用率		0.35%	0.49%	0.54%	0.57%	0.60%
财务费用率	2.53%	2.49%	2.48%	2.58%	2.34%	2.24%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

基于前述假设，我们预计 2020-22 年公司归母净利润分别为 6.60/8.16/9.74 亿元，预计 2020-22 年公司 EPS 分别为 0.04/0.05/0.06 元。

图表38：公司盈利预测核心结果

	2020E	2021E	2022E
营业收入，亿元	1795	1867	1938
yoy	-5.6%	4.0%	3.8%
营业成本，亿元	1655	1724	1789
营业利润，亿元	16.51	20.23	23.89
yoy	-15.7%	22.5%	18.1%
归属于母公司股东的净利润，亿元	6.60	8.16	9.74
yoy	-22.5%	23.7%	19.4%
EPS，元	0.04	0.05	0.06
PE，倍	92.12	74.49	62.38

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们预计公司20年BPS为2.93元。可比公司20年Wind一致预期PB为1.26倍，考虑到公司为低PB铝企龙头，我们给予公司一定估值溢价，给予20年1.3-1.4倍PB，对应目标价3.81~4.10元，首次覆盖给予“增持”评级。

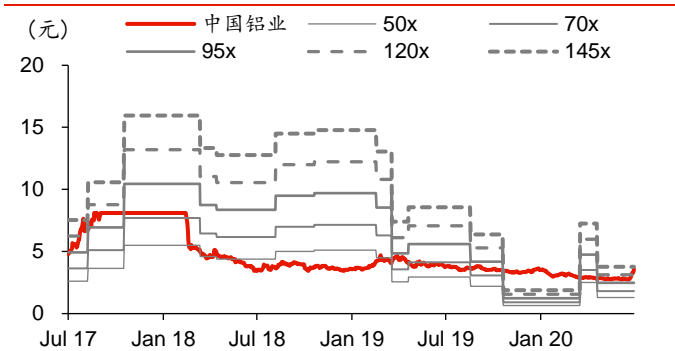
图表39：可比公司Wind一致预期盈利预测及估值

股票代码	公司名称	归母净利润(亿元)			EPS(元)			PB(20E)
		2020E	2021E	2020E	2020E	2021E	2020E	
000807	云铝股份	5.01	8.76	11.88	0.16	0.28	0.38	1.83
600219	南山铝业	16.05	19.42	22.94	0.13	0.16	0.19	0.71
000933	神火股份	3.19	5.29	7.21	0.17	0.28	0.38	1.32
600888	新疆众和	1.22	1.32	1.74	0.12	0.13	0.17	1.19
平均值								1.26

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；预测均为Wind一致预期，选取2020年7月9日收盘价

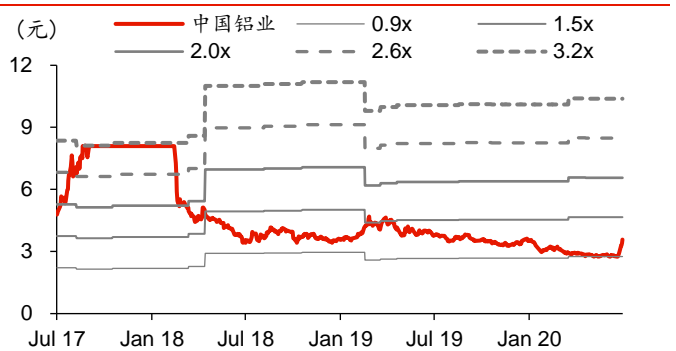
## PE/PB - Bands

图表40：中国铝业历史PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表41：中国铝业历史PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

- 1、新建项目进展不及预期：若电解铝项目投产不及预期，则影响公司产销量增，进而影响公司业绩表现；
- 2、公司产销低于预期：若疫情对公司产销影响超预期，则公司产品产销或表现不佳，业绩或低于预期；
- 3、公司成本高于预期：若几内亚项目达产进度不及预期，则影响公司自供比例，进而提高公司生产成本，公司业绩将受到影响。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	58,895	48,714	50,465	51,040	52,284
现金	21,296	9,065	13,781	11,824	12,784
应收账款	5,206	4,559	4,745	4,902	5,126
其他应收账款	4,954	5,738	4,767	6,013	5,231
预付账款	1,550	863.87	1,416	955.08	1,506
存货	20,460	19,515	19,135	20,742	20,775
其他流动资产	5,430	8,972	6,621	6,604	6,862
非流动资产	141,981	154,357	155,336	156,998	159,398
长期投资	9,757	12,898	13,695	14,743	16,091
固定投资	94,074	91,269	91,869	92,101	92,078
无形资产	13,649	15,805	16,052	16,639	17,261
其他非流动资产	24,501	34,385	33,720	33,515	33,969
资产总计	200,876	203,071	205,800	208,038	211,683
流动负债	74,749	69,170	71,576	76,641	83,553
短期借款	39,296	21,238	21,238	22,404	30,167
应付账款	8,568	7,858	7,713	8,603	8,255
其他流动负债	26,884	40,073	42,624	45,635	45,131
非流动负债	58,458	63,176	62,329	58,050	53,058
长期借款	52,454	52,233	51,386	47,108	42,115
其他非流动负债	6,004	10,943	10,943	10,943	10,943
负债合计	133,207	132,346	133,905	134,692	136,611
少数股东权益	15,254	16,065	16,576	17,211	17,962
股本	14,904	17,023	17,023	17,023	17,023
资本公积	30,105	28,128	28,128	28,128	28,128
留存公积	3,051	3,651	4,821	6,271	7,997
归属母公司股东权益	52,415	54,660	55,319	56,135	57,109
负债和股东权益	200,876	203,071	205,800	208,038	211,683

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	13,185	12,577	13,934	13,283	11,293
净利润	1,608	1,488	1,171	1,450	1,726
折旧摊销	8,055	7,883	7,333	7,895	8,220
财务费用	4,484	4,720	4,628	4,365	4,344
投资损失	(739.99)	(1,161)	(842.16)	(842.97)	(908.58)
营运资金变动	(3,555)	(3,155)	2,020	808.56	(1,692)
其他经营现金	3,333	2,801	(376.56)	(393.69)	(395.73)
投资活动现金	(5,696)	(13,496)	(7,236)	(8,475)	(9,474)
资本支出	6,852	9,091	5,846	6,737	7,312
长期投资	(127.48)	(5,835)	(797.17)	(1,048)	(1,348)
其他投资现金	1,284	1,431	(592.81)	(690.36)	(813.54)
筹资活动现金	(16,266)	(10,474)	(1,982)	(7,929)	(8,623)
短期借款	8,462	(18,058)	0.00	1,166	7,763
长期借款	15,657	(221.52)	(846.77)	(4,279)	(4,993)
普通股增加	0.00	2,119	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	10,536	(1,977)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(50,920)	7,664	(1,135)	(4,816)	(11,393)
现金净增加额	(8,705)	(11,372)	4,716	(3,122)	(6,804)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	180,240	190,074	179,471	186,652	193,815
营业成本	164,310	176,256	165,486	172,432	178,937
营业税金及附加	1,409	1,431	1,366	1,422	1,473
营业费用	2,497	1,673	1,795	1,792	1,887
管理费用	2,927	2,991	2,806	2,900	2,991
财务费用	4,484	4,720	4,628	4,365	4,344
资产减值损失	(2,472)	(1,424)	(1,773)	(1,657)	(1,696)
公允价值变动收益	100.97	(9.85)	27.09	14.78	18.88
投资净收益	739.99	1,161	842.16	842.97	908.58
营业利润	2,424	1,957	1,651	2,023	2,389
营业外收入	361.51	408.40	299.67	356.52	354.86
营业外支出	355.47	251.95	286.83	298.08	278.95
利润总额	2,430	2,114	1,664	2,081	2,465
所得税	822.50	625.72	493.21	631.28	738.98
净利润	1,608	1,488	1,171	1,450	1,726
少数股东损益	737.60	637.08	510.94	634.29	751.75
归属母公司净利润	870.23	851.00	659.70	815.86	974.27
EBITDA	14,516	13,538	12,182	13,031	13,698
EPS (元, 基本)	0.05	0.05	0.04	0.05	0.06

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	0.09	5.46	(5.58)	4.00	3.84
营业利润	(22.55)	(19.26)	(15.65)	22.53	18.10
归属母公司净利润	(36.87)	(2.21)	(22.48)	23.67	19.42
获利能力 (%)					
毛利率	8.84	7.27	7.79	7.62	7.68
净利率	0.89	0.78	0.65	0.78	0.89
ROE	2.38	2.10	1.63	1.98	2.30
ROIC	3.63	3.96	3.53	3.79	4.06
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.31	65.17	65.07	64.74	64.54
净负债比率 (%)	119.45	111.09	106.40	103.69	104.67
流动比率	0.79	0.70	0.71	0.67	0.63
速动比率	0.46	0.33	0.37	0.34	0.32
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.94	0.88	0.90	0.92
应收账款周转率	22.35	30.03	38.58	38.69	38.66
应付账款周转率	12.48	13.26	13.12	13.06	13.11
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.05	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.74	0.82	0.78	0.66
每股净资产(最新摊薄)	2.84	2.89	2.93	2.98	3.03
估值比率					
PE (倍)	69.83	71.41	92.12	74.49	62.38
PB (倍)	1.25	1.24	1.22	1.20	1.18
EV_EBITDA (倍)	10.80	11.22	12.34	11.55	11.23

## 免责声明

### 分析师声明

本人，李斌、邱乐园，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者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。

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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，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。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师李斌、邱乐园本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。



## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司