

云铝股份（000807）

绿电铝龙头，盈利持续提升

深耕电解铝行业多年，绿色铝企业龙头。公司 1998 年改制上市，2019 年加入中铝集团，目前业务范围涵盖铝土矿开采、氧化铝、绿色铝、铝加工及铝用炭素生产和销售，主要产品有氧化铝、铝用阳极炭素、石墨化阴极、重熔用铝锭、高精铝、圆铝杆、铝合金、铝焊材等。截至 2023 年，公司已经形成年产氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨、阳极炭素 80 万吨、石墨化阴极 2 万吨、绿色铝合金 157 万吨的绿色铝一体化产业规模。

盈利稳步提升，资产质量优。近年来随着铝价持续维持高位以及公司产销量的稳步提升，公司盈利能力持续增强，公司原铝产量从 2019 年的 189.94 万吨增长至 2023 年的 239.95 万吨，归母净利润从 19 年的 5.0 亿元提升至 23 年的 39.6 亿元。且随着云南省供电形势的好转，产能利用率及产量将得到进一步提升。与此同时，盈利的抬升带来了优异的经营性现金流，过去几年公司不断偿还有息负债，资产负债率从 19 年的 68%持续走低至 23 年的 25.6%，当前已处于净现金状态，资产质量优。

电解铝需求：传统需求韧性较强，新能源需求占比持续提升。1) 传统需求领域：电解铝主要应用于建筑地产/交通运输/电力/包装用铝/消费品/机械领域，2023 年占比分别为 23.9%/22.7%/21.5%/11.5%/9.6%/7.6%。地产领域 24 年国内房屋竣工面积同比-28%，对铝需求形成一定拖累；但传统领域电力、家电等需求韧性较强。2) 新能源领域：电解铝需求主要由光伏及新能源车拉动。光伏装机的稳定增长叠加新能源车产销的高景气度为铝需求提供较多增量。

公司为水电铝龙头，享有多重优势：依托云南省丰富的绿色电力优势，2023 年公司生产用电结构中绿电比例约 80%。绿电铝优势显著：1) 清洁能源：水力发电不会排放大量的温室气体和废渣，对环境的污染也比较小。2) 成本优势：云南水电资源丰富，水力发电成本相对较低，水电铝企业能够享受优惠的电价，降低了生产成本。故水电铝在成本上具有竞争力。3) 碳关税：随着国内、国际碳排放市场的逐步建立和碳关税的征收，市场更加关注供给端的单位能耗和碳排放水平，绿色铝消费增长空间及潜力较大。

盈利预测与投资建议：电解铝供需向好带来铝价价格中枢抬升，同时公司水电铝成本优势明显，盈利具备较好弹性。我们预计 24-26 年公司归母净利 46/58/67 亿元，同比+16.33%/+25.77%/+15.81%，当前市值对应 PE 分别为 13/10/9 倍。给予 25 年 11x PE，目标价 18.37 元，首次覆盖给予“持有”评级。

风险提示：产品价格波动风险；大宗原辅料持续稳定供应和价格波动风险；电价调整及电力供应存在不确定性的风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	48,463.02	42,668.77	51,992.93	55,997.35	56,267.27
增长率(%)	16.31	(11.96)	21.85	7.70	0.48
EBITDA(百万元)	8,320.01	7,380.05	8,072.04	9,756.28	10,904.01
归属母公司净利润(百万元)	4,568.64	3,955.77	4,601.72	5,787.53	6,702.38
增长率(%)	37.65	(13.41)	16.33	25.77	15.81
EPS(元/股)	1.32	1.14	1.33	1.67	1.93
市盈率(P/E)	12.67	14.63	12.58	10.00	8.64
市净率(P/B)	2.59	2.25	2.02	1.78	1.57
市销率(P/S)	1.19	1.36	1.11	1.03	1.03
EV/EBITDA	5.14	5.81	6.35	4.94	3.65

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 02 月 16 日

投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	持有（首次评级）
当前价格	16.69 元
目标价格	18.37 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,467.96
流通 A 股股本(百万股)	3,467.90
A 股总市值(百万元)	57,880.21
流通 A 股市值(百万元)	57,879.25
每股净资产(元)	8.07
资产负债率(%)	24.99
一年内最高/最低(元)	17.35/11.01

作者

刘奕町	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001	
liuyiting@tfzq.com	
陈凯丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060001	
chenkaili@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《云铝股份-半年报点评:量价齐升业绩创新高，水电一体化有望充分受益》2021-08-30
- 《云铝股份-季报点评:降本扩产助力弹性释放，后周期较高盈利有望持续》2020-10-23
- 《云铝股份-半年报点评:水电铝持续放量，盈利增长有望持续》2020-08-27

内容目录

1. 云铝股份：深耕电解铝行业多年，西部绿色铝企业龙头	4
1.1. 云铝股份：国内最大的绿色低碳铝供应商	4
1.2. 中铝集团子公司，实控人为国务院国资委	4
1.3. 业务涵盖铝土矿-氧化铝-电解铝的一体化产业链	4
1.4. 产销持续增长，24H1 主要产品产量创新高	5
1.5. 收入利润稳健增长，财务状况持续向好	6
1.5.1. 收入稳定增长，毛利维持较高水平	6
1.5.2. 费用降幅明显，归母净利润持续攀升	6
1.5.3. 货币资金逐年攀升，有息负债大幅下降	7
2. 电解铝：供需趋紧，高利润有望延续	8
2.1. 电解铝：供需趋紧，高利润有望延续	8
2.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长	10
2.3. 进出口：俄铝受制裁后大量流入我国，后续影响或减弱	14
3. 公司为水电铝龙头，享有多重优势	15
4. 盈利预测	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司发展历程图	4
图 2：公司隶属于中铝集团（数据截至 2024 年 12 月 4 日）	4
图 3：公司主营业务广泛	5
图 4：公司原铝产量逐年增加（万吨）	5
图 5：公司主要产品的收入稳定增长（亿元）（%）	6
图 6：电解铝价格在 2020 年至 2022 年间大幅上升（元/吨）	6
图 7：公司铝行业吨毛利较 20 年显著提升（元/吨）	6
图 8：公司费用降幅明显（亿元）	7
图 9：公司归母净利润呈攀升趋势（亿元）（%）	7
图 10：公司经营活动产生的现金流量净额持续位于高位（亿元）	7
图 11：公司货币资金逐年攀升，有息负债大幅下降（亿元）	8
图 12：公司资产负债率逐年递减（%）	8
图 13：24 年 11 月底国内电解铝运行产能 4358 万吨	8
图 14：24 年月国内电解铝产量同比+4%（万吨）	8
图 15：24 年铝水转化率水平较往年比有所提升（%）	9
图 16：2024 年中国占全球电解铝产量分布的 60%	10
图 17：24 年海外电解铝产量略高于 23 年（万吨）	10
图 18：欧洲天然气价格已有所回落（美元/百万英热）	10

图 19: 24 年下半年以来氧化铝价格大幅攀升 (元/吨)	10
图 20: 2023 年电解铝下游需求主要集中在地产、交运和电力领域	11
图 21: 2023 年挤压材及板带箔为主要铝加工材形态	11
图 22: 2024 年 12 月铝板带箔开工率达 74.28% (%)	11
图 23: 24 年国内竣工面积累计同比-28%	11
图 24: 2024 年国内房屋新开工 7.39 亿平 (亿平)	11
图 25: 铝型材开工率下滑反应地产竣工需求的走弱 (%)	12
图 26: 24 年国内传统汽车产量同比+3.78%	12
图 27: 24 年国内电网投资累计增速+15.26% (%)	13
图 28: 24 年国内铝杆产量同比+14.91% (万吨)	13
图 29: 2024 年国内光伏新增装机 277.17GW (GW)	13
图 30: 2024 年国内光伏组件产量同比+59% (GW)	13
图 31: 油车到新能源车单车用铝量明显提升 (磅)	14
图 32: 24 年国内新能源汽车销量 1286 万辆 (万辆)	14
图 33: 24 年 1-11 月国内电解铝进口量 197.6 万吨 (吨)	14
图 34: 国内铝锭主要进口自俄罗斯 (24 年 1-11 月)	14
图 35: 24 年全年未锻轧铝及铝材出口增速达到 17.3% (万吨)	15
图 36: 2023-2024 年碳市场碳排放配额价格大幅上涨 (元/吨)	16
图 37: 云南省电网企业代理购电价格呈季节性变化 (元/兆瓦时)	16
图 38: 2024 年云南电价显著低于全国电价均值 (元/兆瓦时)	16
表 1: 公司电解铝控制产能 312 万吨, 权益产能 257 万吨	5
表 2: 2025 年中国电解铝新产能总计 238.5 万吨 (E) (万吨)	9
表 3: 公司 2024~2026 年盈利预测	16
表 4: 可比公司估值比较 (截至 2025 年 02 月 14 日收盘)	17

1. 云铝股份：深耕电解铝行业多年，西部绿色铝企业龙头

1.1. 云铝股份：国内最大的绿色低碳铝供应商

公司前身为云南铝厂，始建于1970年，1998年改制上市为云南铝业股份有限公司。2019年加入中铝集团，是全国有色行业、中国西部省份工业企业中唯一一家“国家环境友好企业”，国家绿色工厂。公司拥有绿色铝产能305万吨，是国内最大的绿色低碳铝供应商，电解经济技术指标处于行业领先地位。

图 1：公司发展历程图

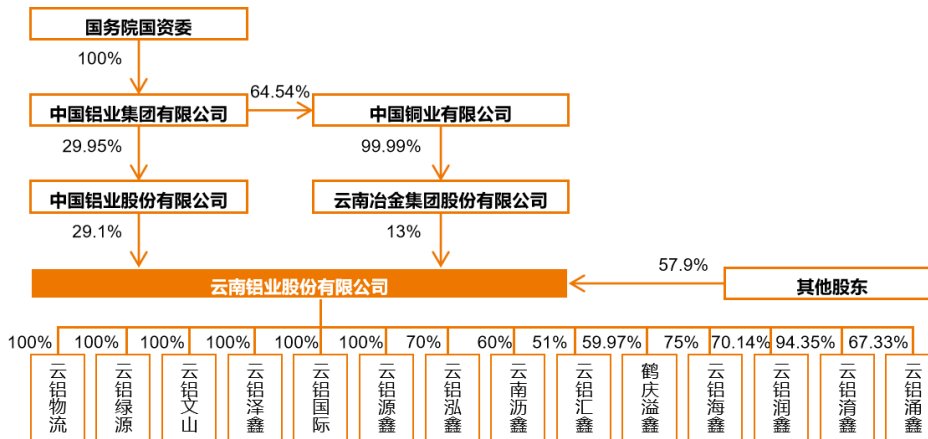


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 中铝集团子公司，实控人为国务院国资委

中铝集团子公司，实控人为国务院国资委。2018年，中铝集团与云南省人民政府签署战略合作协议，公司加入中铝集团。中国铝业股份有限公司（下称“中国铝业”）作为公司控股股东，业务涵盖广泛，是全球铝行业唯一拥有完整产业链的国际化大型铝业公司。国务院国资委是公司的实控人。截至2024年12月4日，公司前两大股东分别为中国铝业、云南冶金集团股份有限公司（下称“云南冶金”），分别持股29.10%和13.00%。中铝集团通过中国铝业及云南冶金合计持有公司总股本的17.10%。

图 2：公司隶属于中铝集团（数据截至2024年12月4日）



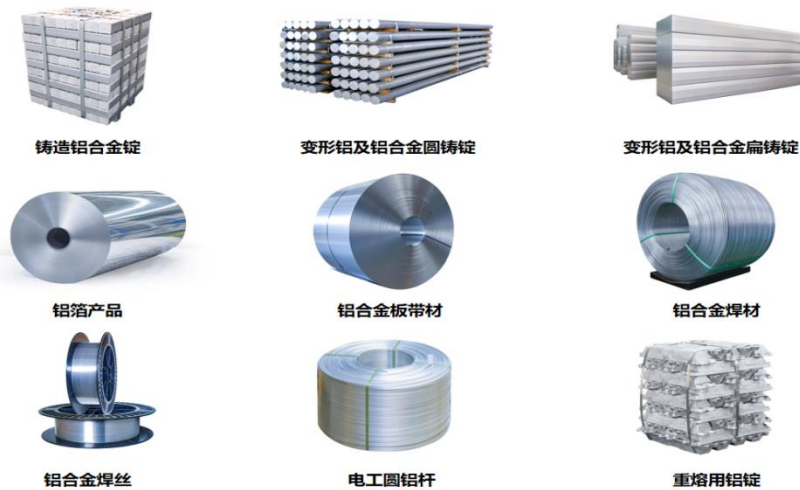
资料来源：公司公告，天眼查，天风证券研究所

1.3. 业务涵盖铝土矿-氧化铝-电解铝的一体化产业链

公司从事的主要业务是铝土矿开采、氧化铝、绿色铝、铝加工及铝用炭素生产和销售，主

主要产品有氧化铝、铝用阳极炭素、石墨化阴极、重熔用铝锭、高精铝、圆铝杆、铝合金、铝焊材等。截至 2023 年，公司已经形成年产氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨、阳极炭素 80 万吨、石墨化阴极 2 万吨、绿色铝合金 157 万吨的绿色铝一体化产业规模。

图 3：公司主营业务广泛



资料来源：公司官网，天风证券研究所

氧化铝方面，公司着力加大云南省铝土矿开发力度，依托自有铝土矿资源优势，云铝文山已形成年产 140 万吨氧化铝生产规模，为公司绿色铝产业发展提供了较强的铝土矿—氧化铝资源保障。

炭素方面，公司具备铝用阳极炭素产能 80 万吨，石墨化阴极产能 2 万吨，与索通发展合资建设年产 90 万吨阳极炭素项目已顺利投产（公司持股比例 35%，算上自有产能，公司权益炭素产能达到 112 万吨），铝用炭素自给率得到进一步提升。

表 1：公司电解铝控制产能 312 万吨，权益产能 257 万吨

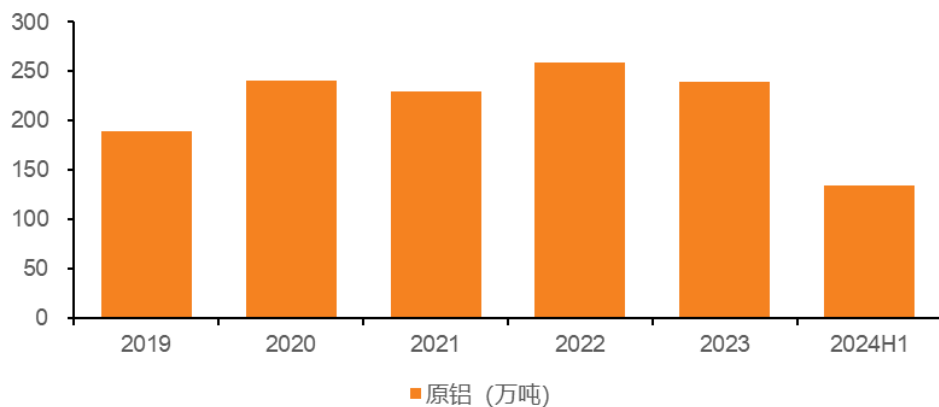
产品	子公司	地点	权益比例	产能(万吨)	权益产能(万吨)
电解铝	本部-阳宗海铝分公司	昆明	100.00%	20	20
	云铝润鑫	个旧	70.14%	25	18
	云铝涌鑫	建水	67.33%	34	23
	云铝泽鑫	富源	100%	33	33
	云铝消鑫	曲靖	94.35%	38	36
	鹤庆溢鑫	鹤庆	59.97%	42	25
	云铝文山	文山	100%	50	50
	云铝海鑫	昭通	75.00%	70	53
	合计		82%	312	257

资料来源：公司公告，铝车轮质量协会公众号，天风证券研究所

1.4. 产销持续增长，24H1 主要产品产量创新高

产能利用率持续提升，24H1 产量创新高。在产量方面，公司原铝产量从 2019 年的 189.94 万吨增长至 2023 年的 239.95 万吨。云南省枯水期气候干旱，水电减少。每年云南省在枯水期实施的限电措施使得公司产能利用率始终未能达到满负荷状态。2024H1 随着云南省供电形势的好转，公司抢抓机遇快速复产，产能利用率大幅提升，实现主要产品产量创新高。在此期间，公司实现氧化铝 72.30 万吨，炭素制品 39.75 万吨，原铝 135.07 万吨，铝合金及铝加工产品 58.77 万吨的产量。

图 4：公司原铝产量逐年增加（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

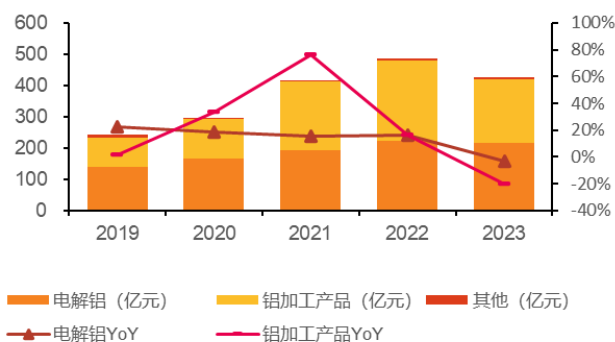
1.5. 收入利润稳健增长，财务状况持续向好

1.5.1. 收入稳定增长，毛利维持较高水平

铝价位于高位带来公司营收较以往的显著提升。公司的主要收入来源为电解铝和铝加工产品。2019年至2023年，电解铝收入从140.02亿元增长到215.96亿元，铝加工产品收入从94.13亿元增加到204.07亿元，总收入复合增速达15.13%。20年以来收入的显著增长主要归因于电解铝价格持续维持在高位。2023年，铝价略有回落，带来收入微降。

由于电价、阳极成本的上涨，公司吨成本呈上升趋势，但由于铝价的上涨，公司吨毛利相较以往依然有所增厚。公司铝行业吨成本从2020年的10439元/吨上涨到2023年的14439元/吨，吨毛利从2020年的1727元/吨上涨到2023年的2711元/吨。

图 5：公司主要产品的收入稳定增长（亿元）（%）



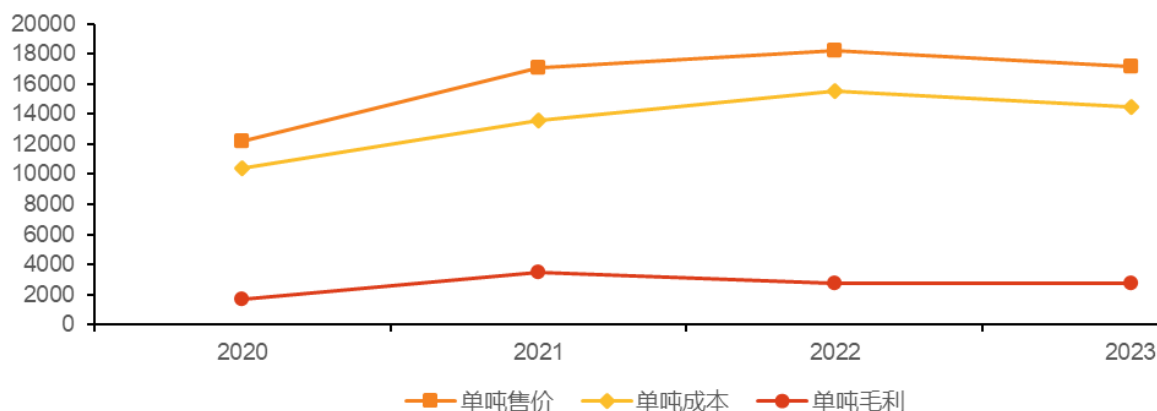
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：电解铝价格在 2020 年至 2022 年间大幅上升（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：公司铝行业吨毛利较 20 年显著提升（元/吨）

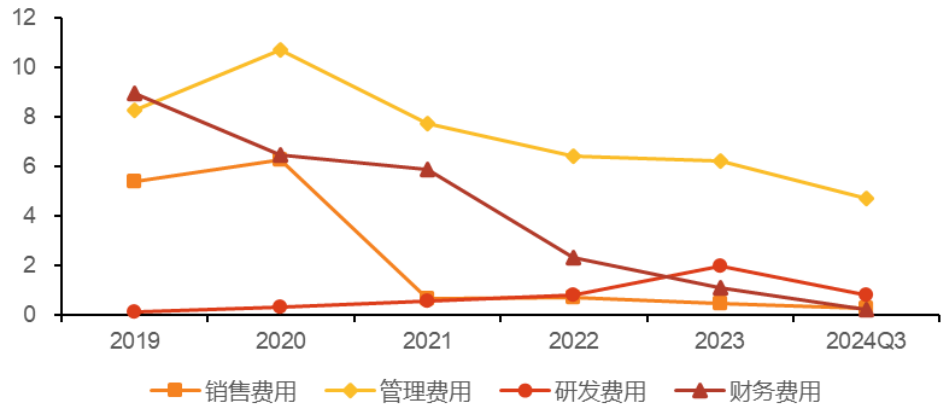


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.5.2. 费用降幅明显，归母净利润持续攀升

除研发费用有所抬升，各项费用均持续优化。近年来除了研发费用持续攀升，公司其他费用均呈现下降趋势。具体而言，管理费用从 2019 年的 8.27 亿元降至 2023 年的 6.21 亿元，主要为公司修理费与办公费较以往减少所致；近几年良好的现金流状况支撑公司偿还有息债务，同时借款利率有所降低，使得公司的借款费用大幅减少。财务费用从 2019 年的 9.0 亿元减少到 2023 年的 1.1 亿元，2024 年前三季度进一步降至 0.23 亿元；研发费用的增长主要由于近几年公司加大了研发投入所致。

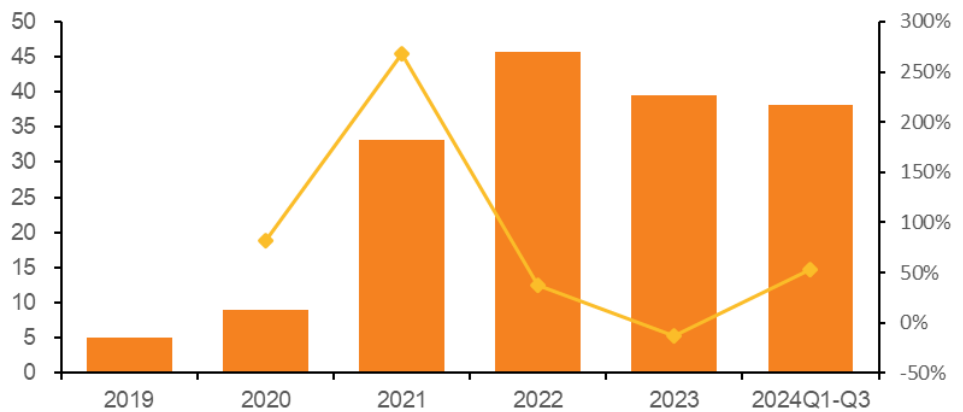
图 8：公司费用降幅明显（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

盈利稳定性增强。2019 年公司归母净利润实现了扭亏为盈，主要得益于产品产量的增长，以及产品完全成本的下降。具体而言，2018 年至 2019 年，氧化铝和预焙阳极的价格都呈走低趋势。公司的大宗原辅料采购成本、产品销售费用、用电成本、物流费用等均有所降低。此外，2019 年管理费用及资产减值金额同比有所减少。在随后的 2021 年至 2023 年期间，公司的归母净利润持续稳定在较高水平。2024 年前三季度，公司的归母净利润达到 38.2 亿元，同比增长 52.49%。

图 9：公司归母净利润呈攀升趋势（亿元）（%）

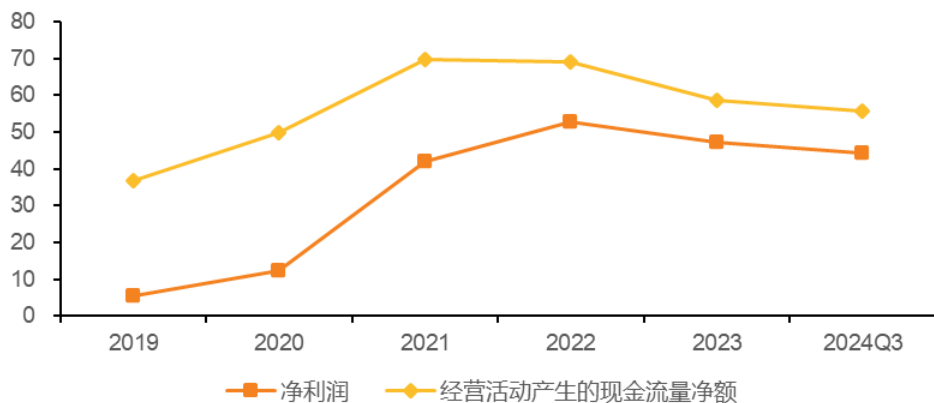


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.5.3. 货币资金逐年攀升，有息负债大幅下降

现金流持续保持优异。自 2021 年以来，公司净利润较为平稳，且持续保持了较好的经营性净现金流。2024 年前三季度，公司实现了净利润 44.2 亿元，同期实现经营活动产生的现金流量净额 55.7 亿元。公司的经营活动产生的现金流量净额普遍高于净利润，现金流情况较为良好。

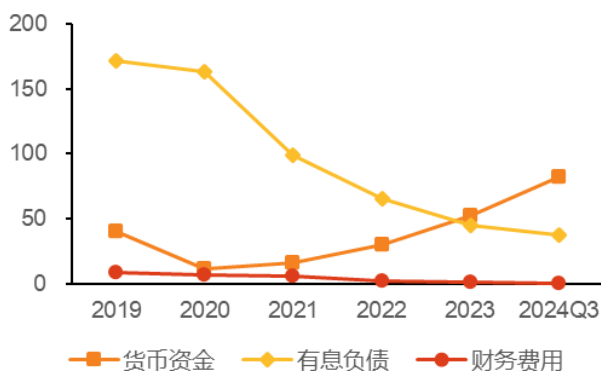
图 10：公司经营活动产生的现金流量净额持续位于高位（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

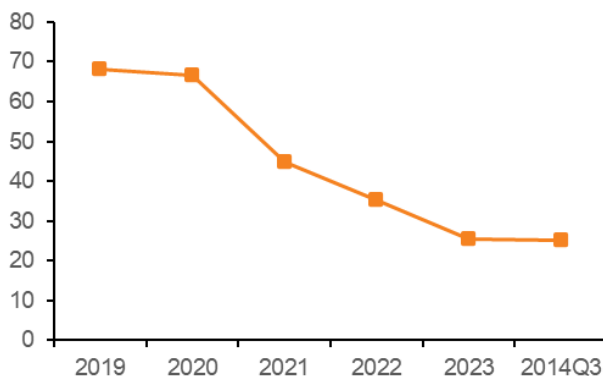
优异的现金流+持续还债使得公司处于净现金状态。经营性现金流持续位于高位使得公司不断偿还有息负债，有息负债金额从19年的171.6亿元下降至24年三季度末的37.2亿元，同期公司货币资金余额从19年的40.5亿元抬升至24年三季度末的82.0亿元，当前货币资金余额已超过有息负债，公司已处于净现金状态。公司资产负债率从19年的68.2%降低至24年三季度末的25.0%。

图 11：公司货币资金逐年攀升，有息负债大幅下降（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公司资产负债率逐年递减（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 电解铝：供需趋紧，高利润有望延续

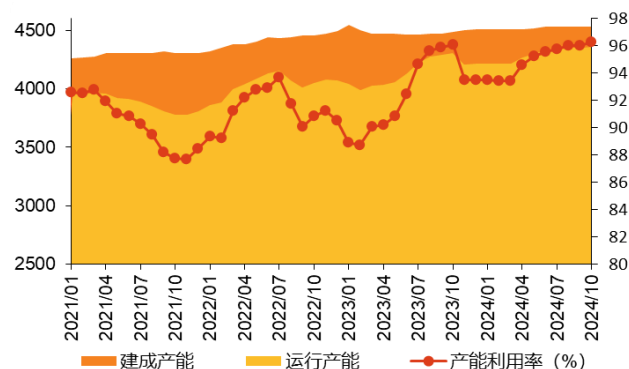
2.1. 电解铝：供需趋紧，高利润有望延续

建成产能即将达峰，产能利用率为历史相对高位。国内电解铝存在产能天花板，2017 年国家发改委等四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案的通知》，我国电解铝行业产能的天花板被划定为 4400-4500 万吨。2018 年工信部颁布《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》以及多项产能限制政策的推进下，全国电解铝产量同比增速快速下降，4500 万吨产能天花板逐步确立。

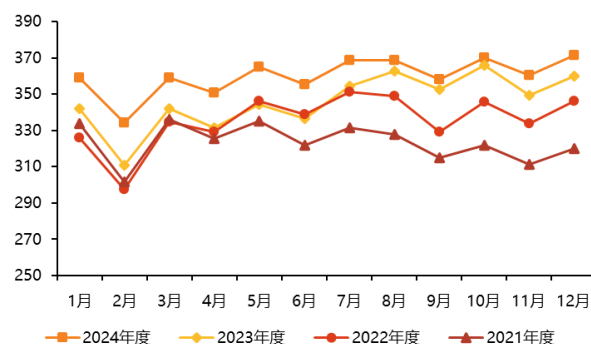
截至 24 年 11 月底，国内电解铝建成产能及运行产能分别为 4530.85/4357.93 万吨，建成产能达 4500 万吨天花板，同时产能利用率已达到 96.2%，为历史相对高点。近年来随着建成产能以及运行产能的增加，国内电解铝产量持续提升，24 年国内电解铝产量 4321.1 万吨，同比+4.06%。

图 13：24 年 11 月底国内电解铝运行产能 4358 万吨

图 14：24 年月国内电解铝产量同比+4%（万吨）



资料来源：钢联，天风证券研究所

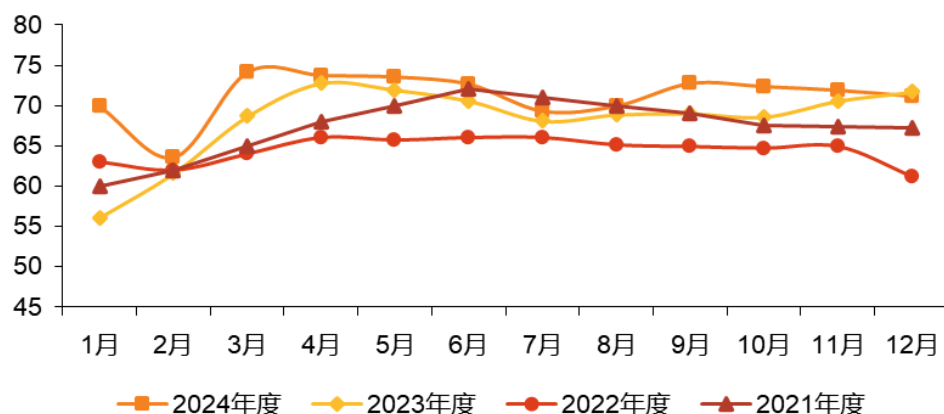


资料来源：钢联，天风证券研究所

铝水转化率持续提升，铝锭低库存或将成为常态化现象。近年来以来随着铝棒及其他初级加工品产量的提升，铝水转化率有明显提升，导致年内电解铝产量虽同比增长，但铸锭量同比显著下降。

据钢联数据，24年12月铝水转化率达到71.21%，而根据工信部、发改委及生态环境部印发的工业领域碳达峰实施方案，到25年铝水直接合金化比例提高到90%以上。随着铝水转化率的进一步提高，预计铝锭低库存将成为常态化现象。

图 15：24 年铝水转化率水平较往年比有所提升（%）



资料来源：钢联，天风证券研究所

考虑到建成产能已接近产能天花板，而当前产能利用率位于历史相对高位，后续建成及运行产能增长空间有限。而参考过去几年国内电解铝运行产能变化规律，云南或受限于偏紧的水电供应在四季度发生减产，其他地区产量也可能受到电力或者意外事故扰动。当前国内电解铝供应面临的是增量有限而易发生减量的脆弱局面。

表 2：2025 年中国电解铝新产能总计 238.5 万吨（E）（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	除已投产外年内还可投产	预期年度最终实现累计
内蒙古东山铝业有限公司	20	0	20	2025 年四季度		20	20
内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35	0	35	2025 年年底		35	35
新疆农六师铝业有限公司准东项目	28	0	28	2025 年二季度		28	28
贵州省六盘水双元铝业有限责任公司	3.5	0	3.5	2025 年一季度		3.5	3.5
中国铝业股份有限公司青海	49	0	49	2025 年一季度		49	49

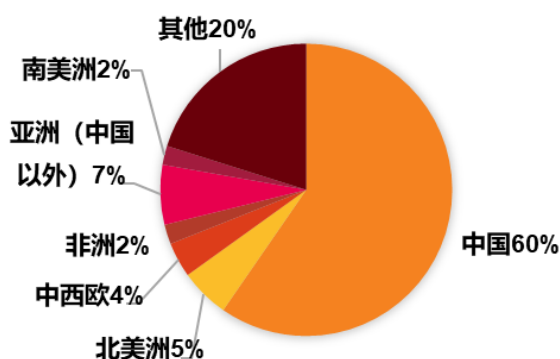
分公司						
云南宏泰新型材料有限公司	53	0	53	待定	53	53
云南宏合新型材料有限公司	50	0	50	待定	50	50
总计	238.5	0	238.5	0	238.5	238.5

资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

海外电解铝产量相对稳定，中西欧因停产贡献一定减量。国内电解铝产量占全球比重逐年提升，贡献全球主要产量增量。近年来海外电解铝产量相对稳定，24 年海外产量占全球比重约 40%。因能源价格高企，21 年以来欧美较多铝厂减产或关闭，至今尚未恢复。

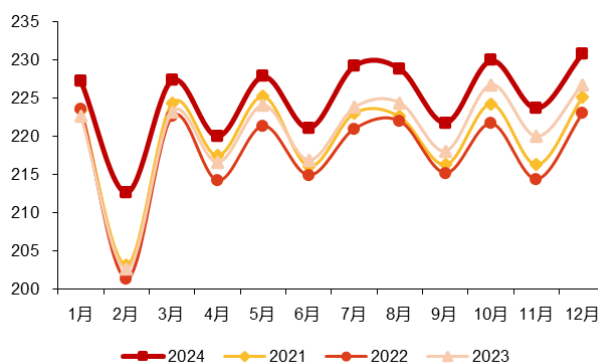
24 年海外电解铝产量 2700.9 万吨，同比+2.07%。从各个地区产量来看，亚洲贡献主要增量，产量同比增量 13.9 万吨，同比+3.0 %；非洲贡献主要减量，产量同比减量-1.7 万吨，同比-1.07%。

图 16：2024 年中国占全球电解铝产量分布的 60%



资料来源：Wind，天风证券研究所

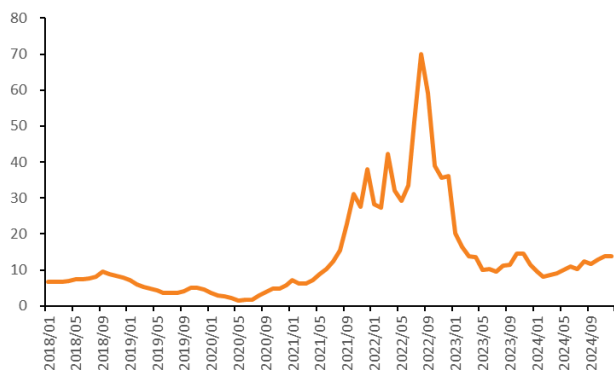
图 17：24 年海外电解铝产量略高于 23 年（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

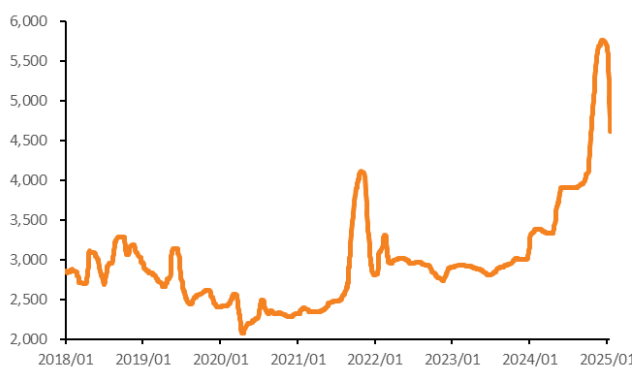
海外需求或抑制前期停产产能短期内复产意愿。随着欧洲能源问题的缓解，欧洲天然气价格已有明显回落，但至今并没有大规模复产的迹象，一方面系前两年高企的成本导致部分中小企业现金流紧张从而濒临破产，重新复产启槽压力较大；另一方面我们认为 24 年下半年以来持续较高的氧化铝价格抬升了海外铝企的成本，进一步延缓了其复产的进度。

图 18：欧洲天然气价格已有所回落（美元/百万英热）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：24 年下半年以来氧化铝价格大幅攀升（元/吨）



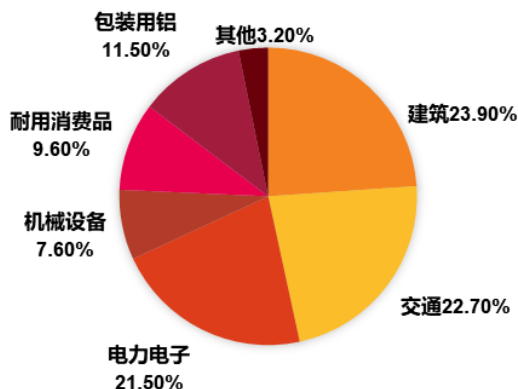
资料来源：Wind，天风证券研究所

海外新投项目短期内或受限于基础设施及电厂建设。23 年以后海外新投电解铝产能主要集中在印尼、马来西亚等国，考虑到印尼基础设施条件相对较差，我们认为短期内海外项目大规模放量的可能性较小。此外较多中资企业去印尼建厂，而我国不再新建境外煤电项目后，中资企业海外电解铝产能配套的电厂建设或也将存在一定难度。

2.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长

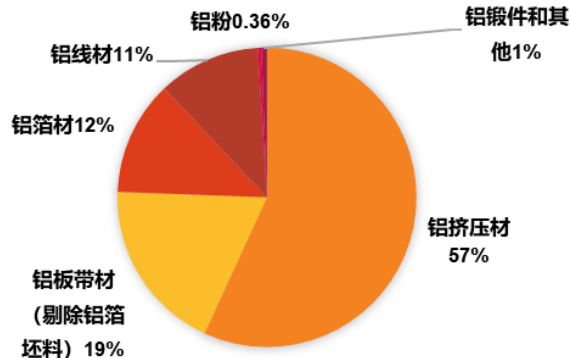
电解铝需求可通过终端或中游指标加以交叉验证。电解铝下游按终端消费分，地产、交运和电力为主要消费领域，23 年需求占比分别达到 23.9%/22.7%/21.5%，其余应用领域较为分散，包装用铝、消费和机械分别占比 11.5%/9.6%/7.6%，下游应用整体和宏观经济相关性强。挤压材及板带箔为主要铝加工材形态，占比分别达到 57%/19%。在判断需求时，既可以通过下游终端需求指标，也可以加工端开工率变化加以验证。

图 20：2023 年电解铝下游需求主要集中在地产、交运和电力领域



资料来源：SMM，天风证券研究所

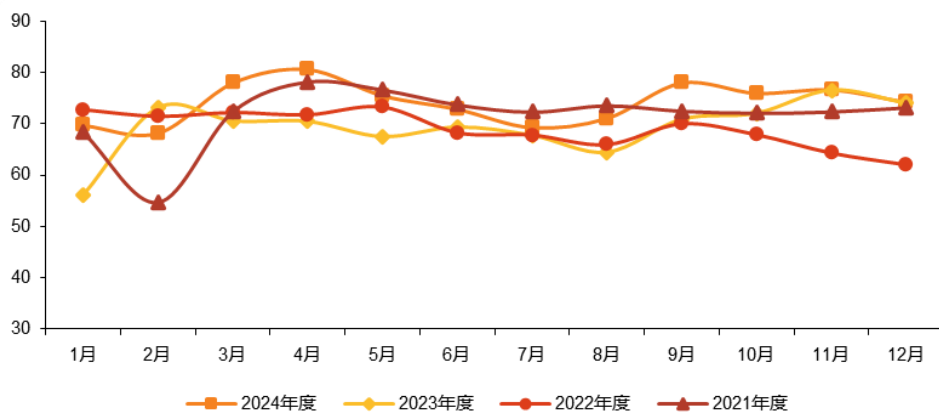
图 21：2023 年挤压材及板带箔为主要铝加工材形态



资料来源：中国有色金属加工工业协会官方，天风证券研究所

24 年铝型材的开工率较 23 年有一定下滑。地产行业的下行导致了对铝型材等建筑材料的需求减少，进而影响了铝型材的开工率。与铝型材不同，铝板带箔的开工率在 2024 年保持了相对稳定的状态，没有出现明显的下降趋势。这表明消费领域对铝板带箔的需求相对较为稳定，甚至在某些时段可能还有所增长。消费需求保持强劲，特别是在包装、汽车、航空航天等高端消费领域，铝板带箔的应用越来越广泛。政府政策的支持和消费升级的推动，也促进了铝板带箔需求的增长。

图 22：2024 年 12 月铝板带箔开工率达 74.28% (%)

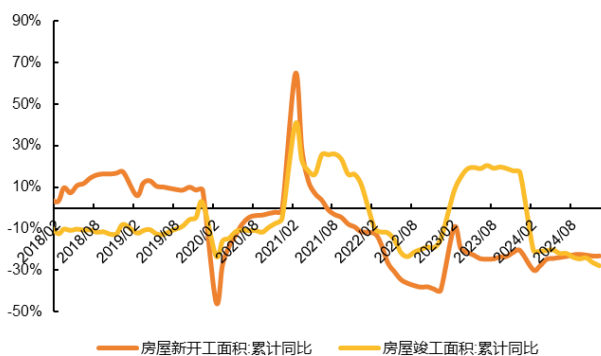


资料来源：钢联，天风证券研究所

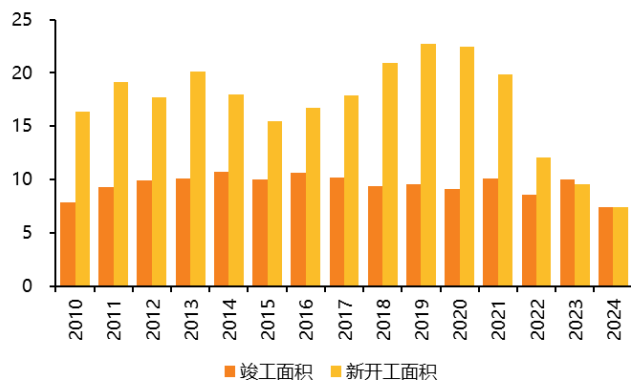
地产竣工为铝第一大应用领域，24 年表现欠佳。24 年国内竣工面积累计同比-28%，对年内铝需求形成明显拖累。一方面保交房工作已进尾声，据住建部统计，截至 11 月中旬全国已交付 285 万套，其中多地完成率在 80%以上；另一方面 2021 年以来的低开工将继续对竣工端形成拖累。铝型材开工率的同比下滑也反应了地产对铝需求的拖累。

图 23：24 年国内竣工面积累计同比-28%

图 24：2024 年国内房屋新开工 7.39 亿平（亿平）

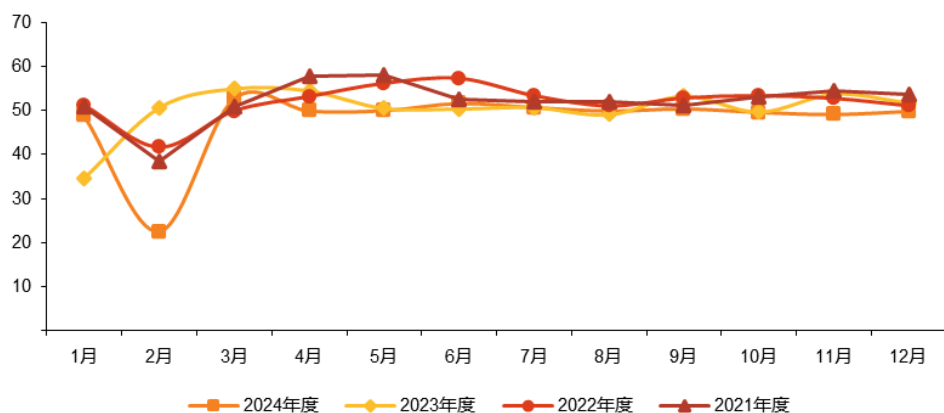


资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：铝型材开工率下滑反应地产竣工需求的走弱（%）

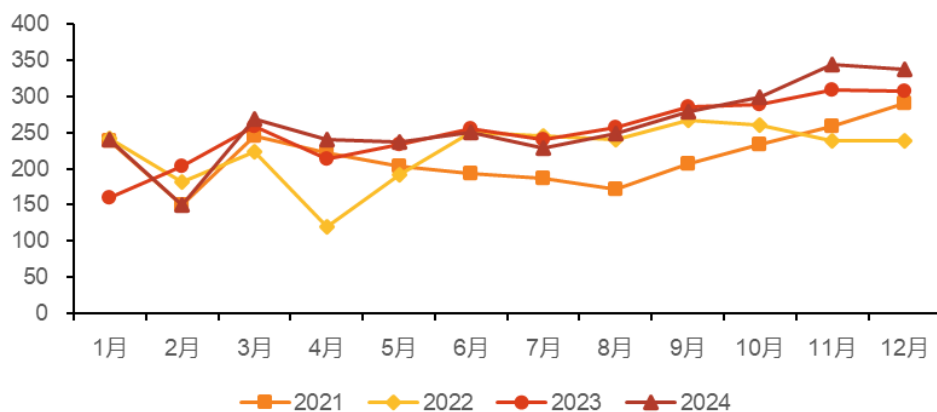


资料来源：钢联，天风证券研究所

交通运输为铝第二大下游应用领域，车用铝合金范围广泛。由于铝合金材料所具有的优势，其在汽车上的应用范围越来越广，汽车用铝合金包括铸造、轧制、挤压和锻造四大类，其中铸造铝合金主要用于汽车发动机缸体、缸盖、离合器壳、保险杠、车轮、发动机托架等零部件；轧制铝板带箔主要用于车身面板、车门蒙皮、散热系统、电池壳、电池箔等；挤压型材主要用于防撞梁、悬挂件、各种支架、电池托盘等；锻造件主要用于车轮、保险杠、曲轴等。

传统车产量增长有限，但单车用铝量仍有提升空间。24 年国内传统汽车销量 3126 万辆，同比+3.78%，由于新能源车对传统汽车的替代，传统车产量增长空间有限，为满足汽车轻量化的要求，铝制材料在汽车上的应用率不断提高，也基本成为汽车减重的首选材料，此外新能源汽车单车用铝量高于传统车，其占比提升也将带动单车用铝量持续提升。

图 26：24 年国内传统汽车产量同比+3.78%

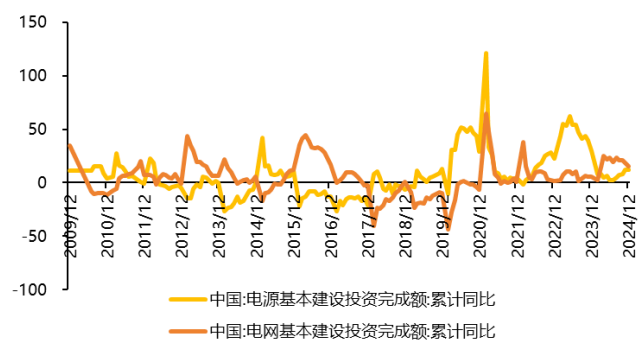


资料来源: Wind, 天风证券研究所

电力是国内铝下游第三大应用领域，特高压提供额外需求增量。在导电性能性能和铜芯电缆相当的前提下，铝合金电缆有很多性能优于铜芯电缆，如成本低、损耗低、重量轻、耐腐蚀、抗疲劳能力强等，发展前景十分可观。此外，特高压电网项目输电电缆主要采用的钢芯铝绞线，是由铝线和钢线绞合而成的线缆，在满足相同导电性能的前提下，相同质量的铝合金电缆长度是铜电缆的两倍。随着国内特高压电网项目持续推进，铝制杆线的消费比重将逐年提高。除铝杆线用途以外，电力用铝还包括母线铝排、变电端变压器和互感器等电力输送端的用途。

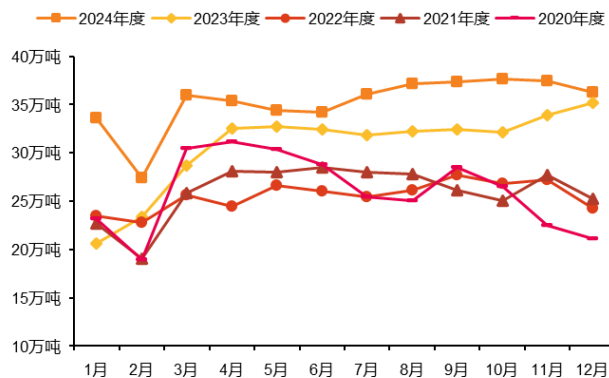
电网投资维持高位，对铝需求形成托底。24 年国家电网加大投资，全年投资额达到 6083 亿元，同比增长约 15%。国家电网公司披露，2024 年电网建设投资超过 6000 亿元，主要用于特高压交直流工程建设、加强县域电网与大电网联系、电网数字化智能化升级等。铝杆是制造电线电缆的重要原材料，电网投资增加，尤其是特高压建设投资的增加，对铝杆需求有明显拉动。整个十四五期间国网和南网的投资规模将超过 3 万亿元，预计近几年电网投资将维持高位。

图 27: 24 年国内电网投资累计增速+15.26% (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 28: 24 年国内铝杆产量同比+14.91% (万吨)



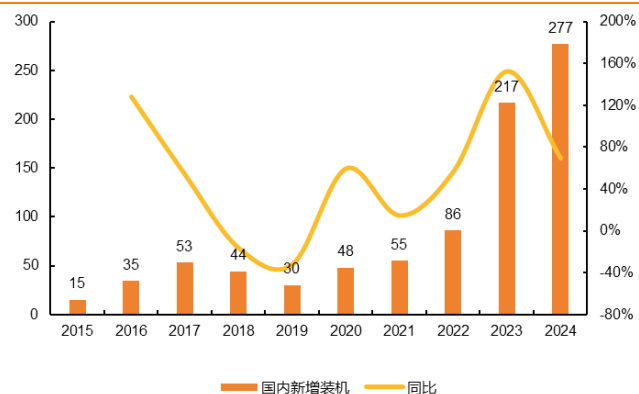
资料来源: 钢联, 天风证券研究所

光伏行业铝用量稳定增长，24 年贡献铝需求重要。铝合金在光伏领域主要用于支架及光伏组件边框，在支架领域铝合金因重量轻、安装方便快捷等特点，更多应用于分布式电站，据 SMM 预测，光伏边框及支架对铝单耗分别为 0.65/0.7 万吨/GW。

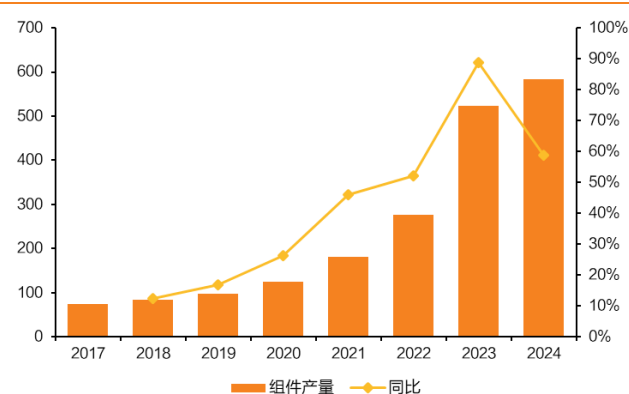
23 年以来在光伏电站投资经济性 & 环境效益提升的驱动下，光伏新增装机量大幅增长。2024 年国内光伏新增装机 277.17GW，同比+69.13%；国内光伏组件产量 583GW，同比+59%。

图 29: 2024 年国内光伏新增装机 277.17GW (GW)

图 30: 2024 年国内光伏组件产量同比+59% (GW)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

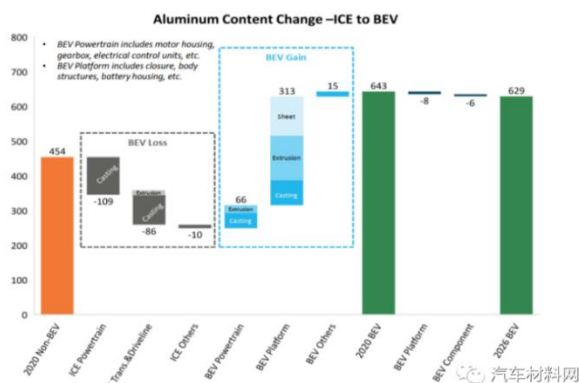


资料来源: 钢联, 天风证券研究所

新能源车因车身结构差异, 单车用铝量有显著提升。据 DuckerFrontier 研究, 新能源车单车铝合金使用量比传统燃油车多 41.6%。其中因减少了燃油车用发动机、传动系统以及其他零部件, 较燃油车用铝量分别减少了 24.0%、18.9%和 2.2%。而纯电动车因动力系统和车身结构件铝合金用量更多, 动力传动系统、结构件及其他零部件分别使单车用铝量提高了 10.3%、48.7%、2.3%。从铝材类型来看, 传统压铸用铝比例下降, 轧制板带箔和挤压型材占比相对提升。

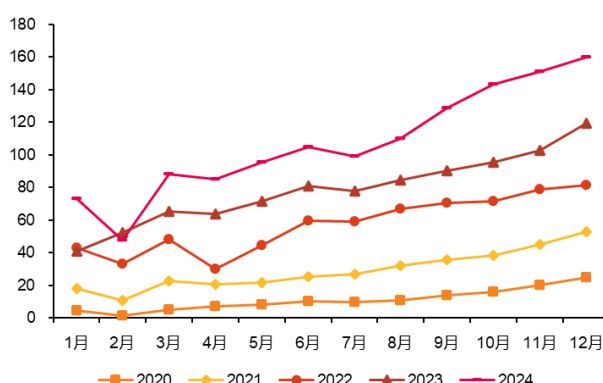
新能源车产销维持高景气度, 对铝需求形成有效补充。2024 年, 各级政府出台了一系列扶持政策以推动新能源车产业的发展, 其中包括新能源车置换补贴申请、新能源车购置税减免等, 进一步降低了使用成本。此外, 政府还大力推动充电基础设施建设, 提高了充电设施的覆盖率和便利性, 为电车的普及提供了坚实保障。政策实施效果显著, 24 年国内新能源汽车销量 1286 万辆, 同比+36.08%, 行业维持了较高的景气度。根据国际铝协数据, 2021 年中国新能源车单车用铝量预计为 220kg/辆, 整体单车用铝为 160kg/辆, 2025 年单车用铝量将达到 240kg/辆。

图 31: 油车到新能源车单车用铝量明显提升 (磅)



资料来源: 全球铝合作伙伴公众号, 汽车材料网公众号, 天风证券研究所

图 32: 24 年国内新能源汽车销量 1286 万辆 (万辆)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

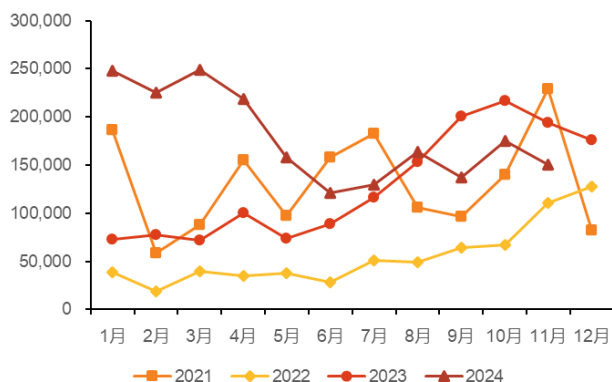
2.3. 进出口: 俄铝受制裁后大量流入我国, 后续影响或减弱

进口同比大增, 俄罗斯为主要来源国。国内电解铝进口数量一方面与内外盘铝价差有关, 24 年 1-11 月国内电解铝进口量 197.6 万吨, 同比增加 44.5%, 一季度因进口窗口处于打开状态, 增量尤为明显。2024 年 4 月 12 日, 英国和美国宣布, 伦敦金属交易所和芝加哥商品交易所将进一步限制俄罗斯的金属交易, 禁止俄罗斯新生产的铝、铜和镍在交易所和场外衍生品的交易, LME 较内盘铝溢价明显, 进口窗口关闭, 此后进口量环比有所下降。

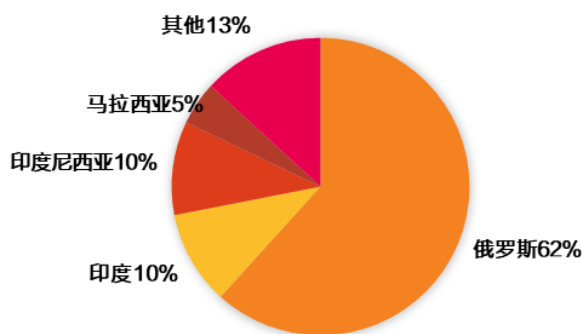
国内电解铝进口来源国主要为俄罗斯、印度尼西亚、马来西亚、印度等国家, 24 年 1-11 月俄罗斯占比达到 62%。22 年下半年以来国内电解铝进口主要来源国一直为俄罗斯, 主要受海外政局影响, 俄铝在海外贸易方式发生变化, 更多流向中国。

图 33: 24 年 1-11 月国内电解铝进口量 197.6 万吨 (吨)

图 34: 国内铝锭主要进口自俄罗斯 (24 年 1-11 月)



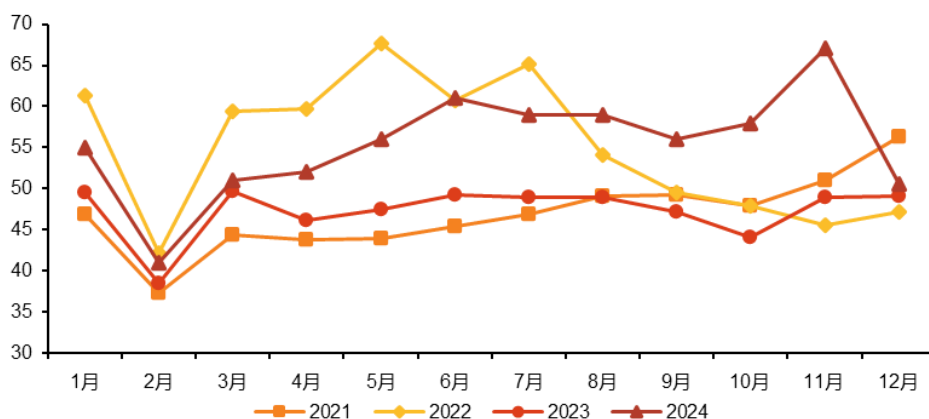
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 海关总署, 天风证券研究所

铝材出口改善显著, 对国内电解铝需求形成拉动。因存在较高出口关税, 国内铝出口主要通过铝加工材形式。24 年全年未锻轧铝及铝材出口量 666 万吨, 因去年的较低基数, 同比增量 98 万吨, 增速达到 17.3%, 对国内铝需求形成一定补充。

图 35: 24 年全年未锻轧铝及铝材出口增速达到 17.3% (万吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 公司为水电铝龙头, 享有多重优势

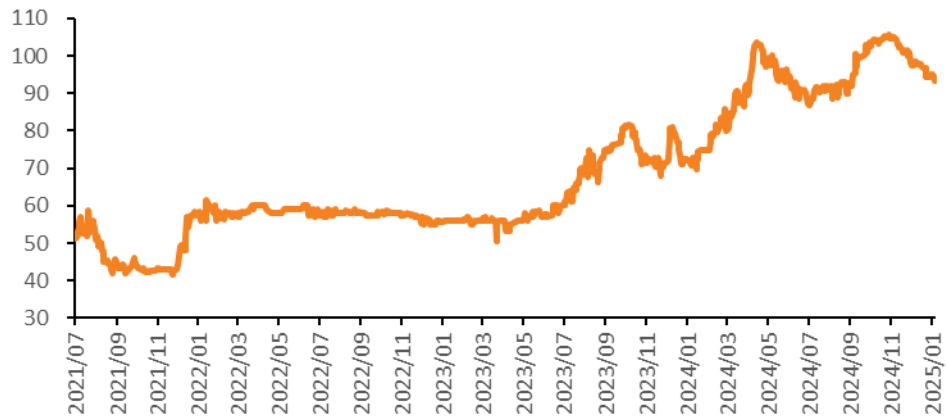
依托云南省丰富的绿色电力优势, 2023 年公司生产用电结构中绿电比例约 80%。绿电铝具有较多优势。

水力发电高效清洁, 环保效益显著。水力发电属于清洁、可再生能源, 发电时可以将所有能量都转化为电能, 利用率非常高。相比于火力发电, 水力发电不会排放大量的温室气体和废渣, 对环境的污染也比较小, 进而发挥环境保护的作用。

根据欧盟《碳边境调节机制(CBAM)法案》(以下简称《CBAM 法案》), 欧盟将于 2026 年 1 月 1 日起对钢铁、水泥、铝、化肥、电力和氢产品开征碳边境调节机制。碳边境调节机制, 又称“碳关税”(下文统称为碳关税), 是指严格实施碳减排政策的国家或地区, 要求进口(出口)高碳产品时缴纳(返还)相应的税费或碳配额。

碳关税的存在会在短期导致铝等有色金属制造业的出口规模受到负向影响的波及, 从而倒逼电解铝行业向以清洁能源、新能源为主、煤电兜底调剂为辅的绿色低碳用能结构转变, 我国电解铝产能向具有绿色低碳能源优势的地区转移的趋势将更加明显。此外, 国家支持扩大绿色低碳产品供给和消费。随着国内、国际碳排放市场的逐步建立和碳关税的征收, 市场更加关注供给端的单位能耗和碳排放水平, 绿色铝消费增长空间及潜力较大。根据安泰科数据显示, 我国火电生产 1 吨电解铝的平均碳排放量为 13 吨, 而水电生产 1 吨电解铝的平均碳排放量为 1.8 吨。2023-2024 年碳市场碳排放配额价格大幅上涨, 每吨价格在 90-100 元之间震荡。

图 36：2023-2024 年碳市场碳排放配额价格大幅上涨（元/吨）

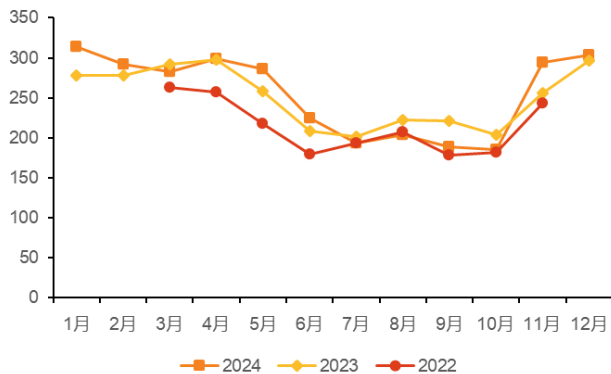


资料来源：Wind，天风证券研究所

云南水电资源丰富，水电铝企业成本竞争力强。火电的发电成本大约是水电的 4 倍，尤其在如云南等水电资源丰富的地区，水力发电成本相对较低，因此水电铝企业能够享受到相对更低的电价，从而降低了生产成本，使得水电铝在成本上具有竞争力。

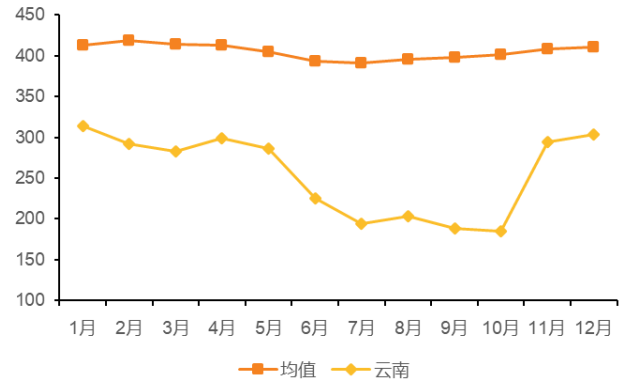
云南电价最近三年呈现逐年上涨趋势。从 2022 年的 213.56 元/兆瓦时涨到 2024 年 255.72 元/兆瓦时，涨幅较大。此外，云南电价在不同季节有明显波动，6-10 月为丰水期，电价较低，其他月份是枯水期，电价相对偏高。但云南电价较其他地方仍有成本优势明显。即使在枯水期来，云南省电价仍处于全国电价洼地，以 2024 年 3 月份为例，云南省电网代理购电价格为 283 元/MWh，仅高于蒙东、新疆地区，和青海地区持平，云南电力成本优势显著。

图 37：云南省电网企业代理购电价格呈季节性变化（元/兆瓦时）



资料来源：钢联，天风证券研究所

图 38：2024 年云南电价显著低于全国电价均值（元/兆瓦时）



资料来源：钢联，天风证券研究所

4. 盈利预测

铝产量预测：我们假设 24-26 年原铝产能利用率 95%/100%/100%，对应原铝产量分别为 290/305/305 万吨，假设 24-26 年铝合金及铝加工产能利用率 85%/85%/85%，铝加工产品产量为 130/130/130 万吨。

铝价预测：我们预测 25-26 年铝锭价格 20500/20600 元/吨。我们预计公司 2024~2026 年实现电解铝营业收入 283.19、317.48、319.03 亿元，同比分别变动+31.13%、+12.11%、+0.49%，实现铝加工营业收入 230.09、235.84、236.99 亿元，同比分别变动+12.75%、+2.5%、+0.49%。

表 3：公司 2024~2026 年盈利预测

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
电解铝	营收（万元）	2233672.53	2159612.76	2831858.41	3174778.76	3190265.49
	成本（万元）	1849945.56	1774185.61	2400000	2625000	2572500

	毛利（万元）	383726.98	385427.15	431858.41	549778.76	617765.49
	毛利率	17%	18%	15%	17%	19%
铝加工产品	营收（万元）	2571211.7	2040714.36	2300884.96	2358407.08	2369911.50
	成本（万元）	2232943.47	1754165.59	1976000	1976000	1937000
	毛利（万元）	338268.23	286548.77	324884.96	382407.08	432911.50
	毛利率	13%	14%	14%	16%	18%
其他	营收（万元）	41418.26	66549.64	66549.64	66549.64	66549.64
	成本（万元）	39284.47	63971.53	63971.53	63971.53	63971.53
	毛利（万元）	2133.79	2578.11	2578.11	2578.11	2578.11
	毛利率	5%	4%	4%	4%	4%
合计	总营业收入（万元）	4846302.49	4266876.76	5199293	5599735.48	5626726.63
	YOY	16.31%	-11.96%	21.85%	7.70%	0.48%
	总成本（万元）	4122173.49	3592322.73	4439971.53	4664971.53	4573471.53
	总毛利（万元）	724129	674554.03	759321.47	934763.95	1053255.10
	毛利率	15%	16%	15%	17%	19%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计 2024~2026 年公司营业收入 520/560/563 亿元，同比+21.85%/+7.7%/+0.48%，公司归母净利 46/58/67 亿元，同比+16.33%/+25.77%/+15.81%，当前市值对应 PE 分别为 13/10/9 倍。较其他可比公司，公司水电铝在成本上具有竞争力。此外，随着国内、国际碳排放市场的逐步建立和碳关税的征收，绿色铝消费增长空间及潜力较大。所以估值水平应当给予一定溢价，给予 25 年 11x PE，目标价 18.37 元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值比较（截至 2025 年 02 月 14 日收盘）

证券代码	证券简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000933.SZ	神火股份	402.18	47.57	58.06	64.83	8.45	6.93	6.20
601600.SH	中国铝业	1191.80	131.62	143.80	159.22	9.98	9.14	8.25
600595.SH	中孚实业	148.35	10.47	15.16	19.02	14.17	9.79	7.80
002532.SH	天山铝业	407.51	42.00	45.93	51.04	9.70	8.87	7.98
平均值						10.58	8.68	7.56
301622.SZ	云铝股份	578.8	48.83	58.74	65.71	11.85	9.85	8.81

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

产品价格波动风险。公司主要产品为铝锭和铝加工产品，其价格受国内外宏观经济周期、产业政策和供求关系等多种因素影响，公司主要产品市场价格存在一定的波动性。如果公司所处行业的供需关系出现显著变化或铝产品市场价格发生大幅下跌，则可能导致公司产品价格下跌，从而对公司的盈利能力产生不利影响。

大宗原辅料持续稳定供应和价格波动风险。受宏观经济走势以及铝行业整体景气程度的变化影响，氧化铝、阳极炭素、石油焦、金属硅等大宗原辅料存在价格波动风险，若公司的原材料价格出现大幅波动，而公司不能有效地将原材料价格上涨的压力转移到下游，将会对公司经营业绩产生不利影响。同时，公司随着产业规模持续提升，若大宗原材料不能持续稳定供应，将对公司生产经营带来不确定性。

电价调整及电力供应存在不确定性的风险。原铝生产耗电量大，电力成本占总成本的比重高，如电价上调可能给公司生产经营带来不确定性；同时公司所在区域的云南省发电以水电为主，水电发电量与来水密切相关，来水的不确定性，可能给公司生产经营带来影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,044.87	5,260.94	12,119.55	15,804.43	24,939.75
应收票据及应收账款	959.66	162.38	1,090.39	320.51	1,066.22
预付账款	120.18	101.30	156.05	114.34	150.75
存货	3,917.81	4,051.14	4,621.55	4,490.63	4,442.82
其他	203.13	287.17	436.83	339.55	414.69
流动资产合计	8,245.65	9,862.92	18,424.36	21,069.46	31,014.23
长期股权投资	488.82	484.91	484.91	484.91	484.91
固定资产	24,379.70	23,019.64	21,411.72	19,898.81	18,380.89
在建工程	613.24	588.28	688.28	588.28	488.28
无形资产	3,125.80	3,137.42	3,057.65	2,977.88	2,898.11
其他	2,206.25	2,216.54	2,214.59	2,212.65	2,210.70
非流动资产合计	30,813.82	29,446.79	27,857.15	26,162.52	24,462.89
资产总计	39,059.47	39,309.71	46,281.52	47,231.98	55,477.12
短期借款	469.99	70.20	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	5,811.72	3,673.69	8,095.63	4,246.10	7,865.33
其他	2,626.98	2,154.66	2,891.96	3,309.62	2,838.03
流动负债合计	8,908.70	5,898.55	10,987.59	7,555.72	10,703.36
长期借款	4,377.00	3,765.00	2,300.00	2,300.00	2,300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	359.42	212.28	285.85	249.07	267.46
非流动负债合计	4,736.42	3,977.28	2,585.85	2,549.07	2,567.46
负债合计	13,782.96	10,062.77	13,573.44	10,104.79	13,270.82
少数股东权益	2,925.44	3,517.70	3,987.73	4,644.95	5,367.51
股本	3,467.96	3,467.96	3,467.96	3,467.96	3,467.96
资本公积	10,693.21	10,693.21	10,693.21	10,693.21	10,693.21
留存收益	8,142.87	11,540.79	14,531.91	18,293.80	22,650.35
其他	47.03	27.27	27.27	27.27	27.27
股东权益合计	25,276.51	29,246.93	32,708.07	37,127.19	42,206.30
负债和股东权益总计	39,059.47	39,309.71	46,281.52	47,231.98	55,477.12

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,268.02	4,718.50	4,601.72	5,787.53	6,702.38
折旧摊销	1,782.53	1,737.15	1,687.69	1,692.69	1,697.69
财务费用	275.06	153.78	9.47	(78.14)	(151.53)
投资损失	(121.07)	76.89	4.29	(13.29)	22.63
营运资金变动	(1,594.78)	(1,000.93)	2,561.41	(2,426.92)	2,358.53
其它	1,304.71	185.61	723.11	1,011.12	1,111.63
经营活动现金流	6,914.47	5,870.99	9,587.69	5,972.97	11,741.33
资本支出	(1,039.46)	504.85	26.43	36.78	(18.39)
长期投资	82.19	(3.91)	0.00	0.00	0.00
其他	(75.77)	(1,016.24)	(130.73)	(23.49)	(4.24)
投资活动现金流	(1,033.03)	(515.30)	(104.29)	13.29	(22.63)
债权融资	(3,573.29)	(2,157.01)	(761.09)	78.14	151.53
股权融资	(590.24)	(817.39)	(1,863.69)	(2,379.53)	(2,734.90)
其他	(424.99)	(105.51)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(4,588.52)	(3,079.91)	(2,624.79)	(2,301.38)	(2,583.38)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,292.91	2,275.78	6,858.61	3,684.88	9,135.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	48,463.02	42,668.77	51,992.93	55,997.35	56,267.27
营业成本	41,221.73	35,923.23	44,399.72	46,649.72	45,734.72
营业税金及附加	361.84	357.05	435.07	468.58	470.84
销售费用	71.16	45.72	36.40	39.20	39.39
管理费用	640.27	620.87	629.11	677.57	680.83
研发费用	82.55	198.00	103.99	111.99	112.53
财务费用	233.06	110.28	9.47	(78.14)	(151.53)
资产/信用减值损失	(232.99)	(1.56)	1.53	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	121.07	(76.89)	(4.29)	13.29	(22.63)
其他	59.28	(50.20)	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,905.05	5,542.27	6,376.41	8,141.74	9,357.85
营业外收入	6.64	5.43	6.04	5.73	5.88
营业外支出	5.11	4.17	4.64	4.40	4.52
利润总额	5,906.59	5,543.53	6,377.81	8,143.07	9,359.22
所得税	638.56	825.03	1,052.98	1,344.42	1,545.21
净利润	5,268.02	4,718.50	5,324.83	6,798.65	7,814.01
少数股东损益	699.38	762.73	723.11	1,011.12	1,111.63
归属于母公司净利润	4,568.64	3,955.77	4,601.72	5,787.53	6,702.38
每股收益（元）	1.32	1.14	1.33	1.67	1.93

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	16.31%	-11.96%	21.85%	7.70%	0.48%
营业利润	25.07%	-6.14%	15.05%	27.69%	14.94%
归属于母公司净利润	37.65%	-13.41%	16.33%	25.77%	15.81%
获利能力					
毛利率	14.94%	15.81%	14.60%	16.69%	18.72%
净利率	9.43%	9.27%	8.85%	10.34%	11.91%
ROE	20.44%	15.37%	16.02%	17.82%	18.19%
ROIC	19.45%	18.13%	20.33%	30.49%	33.69%
偿债能力					
资产负债率	35.29%	25.60%	29.33%	21.39%	23.92%
净负债率	13.69%	-2.74%	-25.72%	-32.58%	-50.31%
流动比率	0.91	1.62	1.68	2.79	2.90
速动比率	0.48	0.96	1.26	2.19	2.48
营运能力					
应收账款周转率	91.35	76.06	83.01	79.38	81.15
存货周转率	13.93	10.71	11.99	12.29	12.60
总资产周转率	1.26	1.09	1.21	1.20	1.10
每股指标（元）					
每股收益	1.32	1.14	1.33	1.67	1.93
每股经营现金流	1.99	1.69	2.76	1.72	3.39
每股净资产	6.45	7.42	8.28	9.37	10.62
估值比率					
市盈率	12.67	14.63	12.58	10.00	8.64
市净率	2.59	2.25	2.02	1.78	1.57
EV/EBITDA	5.14	5.81	6.35	4.94	3.65
EV/EBIT	6.54	7.60	8.03	5.98	4.32

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com