



Research and
Development Center

多元化产业布局，积极拥抱新能源

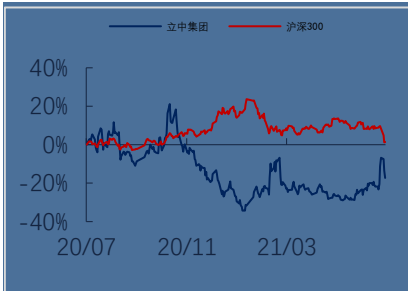
—立中集团(300428)公司深度报告

2021年07月31日

娄永刚	黄礼恒
S1500520010002	S1500520040001
010-83326716	18811761255
louyonggang@cindasc.com	huangliheng@cindasc.com

相关研究

1. 20190926 四通新材（300428）“双轮驱动”的小行业龙头

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
立中集团(300428)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	14.11
52周内股价波动区间(元)	20.68-11.22
最近一月涨跌幅(%)	-85.89
总股本(亿股)	6.00
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	84.63

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

多元化产业布局，积极拥抱新能源

2021年07月31日

本期内容提要：

◆**资源整合完成，三大主业龙头地位强化。**公司成立于1984年，于2015年深交所创业板挂牌上市，实际控制人为臧氏家族。公司于2018年收购立中股份，2020年完成了对立中合金的股权收购，形成了再生铸造铝合金材料、铝合金车轮、功能中间合金新材料三大主业齐头并进，一条产业链协同升级的发展格局。同时，在新能源汽车快速发展和“碳达峰、碳中和”的国家号召下，公司积极布局新能源汽车产业链的延伸和发展。未来3年，公司业务规模和盈利能力大幅提升，抗风险能力迅速增强。

◆**再生铝龙头，借势新能源及碳中和快速占领高地。**公司当前拥有铸造铝合金（原生+再生）产能120万吨/年，当前国内原生+再生铸造铝合金产能约为950万吨/年，公司铝合金锭市场占有率约13%，2020年公司再生铸造铝合金产量为71.48万吨，其中再生铝为原料的铸造铝合金产量为43.20万吨，是国内铸造原生/再生铝合金龙头企业。根据IAI数据，结合我们对于未来燃油车及新能源汽车的预测，预计2023年燃油车及新能源汽车将分别拉动公司再生铸造铝合金101/19万吨销量，对应CGAR=10%/69%。同时公司当前仍有近42万吨/年规划在建产能，我们预计伴随新增产能的陆续投产，公司再生铸造铝合金产能2023将达到154万吨/年，汽车轻量化的持续推进，将使再生铸造铝合金在汽车中的运用领域继续拓宽。

◆**铝合金车轮龙头，新能源轮毂或助力板块业绩高增长。**公司是行业内唯一一家从铝合金材料研发制造到车轮产品及制造的企业，同时为国内前三，世界前十的铝合金汽车车轮制造商。公司产品出口覆盖亚欧美等地，已成为通用、宝马等国际著名汽车厂商全球采购供应商，并成功切入特斯拉、宝马等海外车企、国内小鹏及蔚来等知名车企的供应链中。公司铝合金车轮国内市占率约为8%，全球市占率约为5%。预计伴随新能源汽车的持续放量，新能源汽车轮毂将对公司铝合金车轮板块有明显驱动，我们预计至2023年公司新能源轮毂销量将达到339万只，对应CGAR=67%，参考公司2020年年报，预计至2023年新能源汽车板块将为公司贡献营业收入近10亿元。

◆**功能中间合金龙头，切入新能源锂电新材料完善产业链。**公司现已发展成为全球规模最大的功能中间合金新材料生产企业。未来伴随公司2.5万吨/年高端晶粒细化剂产能投产，功能中间合金盈利空间有望进一步走阔。此外，公司于2021年7月30日公告拟投资建设立中集团新能源锂电新材料项目。该项目共计将投资六氟磷酸锂、双氟磺酰亚胺锂、氟化钠（电子级）及其他氟化盐等产品产能分别为1.8万吨/年、8000吨/年、3000吨/年以及11.6万吨/年。该项目首先将充分利用项目产生的副产品，解决公司关键原料的质量和供应保障问题，使公司产业链得到进一步延伸；其次将进一步丰富公司在新能源汽车锂电池材料领域的产品种类，同时增加公司在钠离子电池材料端的技术储备，帮助公司实现多元化的产业布局；最后随着新能源汽车销量增加，六氟磷酸锂、双氟磺酰亚胺锂等新能源锂电池材料的市场需求量正在快速增长，将进一步增强公司的盈利能力和综合竞争力。

◆**盈利预测与投资评级。**暂不考虑锂电新材料项目业绩，我们预计2021-2023年公司EPS分别为0.92、1.27、1.51元/股，对应当前股价的PE分别为20x、14x、12x。考虑公司新增再生铸造铝合金及铝合金车轮增量显著，新能源汽车及碳中和政策对下游需求有持续驱动力，给予公司“买入”评级。

◆**风险因素：**新增产能不及预期，新能源需求不及预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	13,665	13,392	19,314	23,266	26,005
增长率 YoY %	102.3%	-2.0%	44.2%	20.5%	11.8%
归属母公司净利润 (百万元)	597	433	552	764	903
增长率 YoY%	53.1%	-27.6%	27.6%	38.4%	18.2%
毛利率%	13.4%	10.7%	9.6%	10.4%	11.0%
净资产收益率ROE%	15.6%	10.4%	11.6%	13.9%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	1.06	0.75	0.92	1.27	1.51
市盈率 P/E(倍)	13.26	19.27	19.55	14.12	11.95
市净率 P/B(倍)	2.20	2.07	2.27	1.96	1.68

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2020 年 7 月 30 日收盘价

目录

与市场不同	5
资源整合完成，三大主业龙头地位强化	6
多元化产业布局，积极拥抱新能源	8
再生铝龙头，借势新能源及碳中和快速占领高地	8
铝合金车轮龙头，新能源轮毂或助力板块业绩高速增长	15
功能中间合金龙头，切入新能源锂电新材料完善产业链	20
布局锂电新材料，深入新能源完善产业链	21

表目录

表 1: 立中集团铸造合金主要客户及分布领域 (单位: 万吨)	10
表 2: 公司铸造合金产能情况 (单位: 万吨)	14
表 3: 各地新能源汽车政策	18
表 4: 公司铝合金车轮产能情况 (单位: 万只/年)	19
表 5: 公司功能中间合金产能情况 (单位: 万吨)	20
表 6: 立中集团新能源锂电新材料项目 (吨)	22
表 7: 2021-2023 年国内六氟磷酸锂扩产情况 (吨)	23
表 8: 立中集团可比公司估值表 (2021 年 7 月 30 日)	24

图目录

图 1: 公司股权结构	6
图 2: 立中集团发展历程	7
图 3: 立中集团营业收入情况	7
图 4: 立中集团归母净利润情况	7
图 5: 公司业务板块	8
图 6: 立中集团再生铸造铝合金业务结构	9
图 7: 立中集团再生铸造铝合金产品结构	9
图 8: 立中集团铸造合金前十大客户结构变动情况	9
图 9: 立中再生铸造铝合金产能布局情况	11
图 10: 燃油汽车铝合金结构件分布	12
图 11: 全球燃油车带动公司铸造合金销量增长	12
图 12: 新能源汽车铝合金结构件分布	12
图 13: 全球新能源汽车带动公司铸造合金销量增长	12
图 14: IAI“摇篮到大门”碳排放量测算	13
图 15: 再生铝与电解碳排放量对比	13
图 16: 公司铝合金车轮业务结构	15
图 17: 公司 OEM 客户	16
图 18: 中国铝合金车轮产量变动情况	16
图 19: 公司铝合金车轮业务营收变动情况	17
图 20: 国内乘用车销售情况 (万辆)	17
图 21: 各领域碳排放量占比	18
图 22: 各类型汽车碳排放量对比	18
图 23: 新能源汽车对公司铝合金车轮需求驱动	19
图 24: 功能中间合金的应用环节	20
图 25: 立中集团功能中间合金营业收入变动情况	21
图 26: 立中集团功能中间合金毛利及毛利率变动情况	21
图 27: 六氟磷酸锂与新能源汽车产量变动情况	22
图 28: 六氟磷酸锂价格与利润变动情况	22

与市场不同

市场对于公司的认知仍停留在公司为传统的铸造铝合金、铝合金车轮以及功能中间合金的制造商，我们通过跟踪公司近年来产品结构以及经营策略发现公司通过改善产品销售结构、提高产品研发能力，产业链逐步向新能源延伸，同时公司于 2021 年 7 月 30 日公告拟投资建设立中集团新能源锂电新材料项目，若项目进展顺利，公司与新能源产业链绑定将进一步加深，预计公司业绩也将大幅提升。

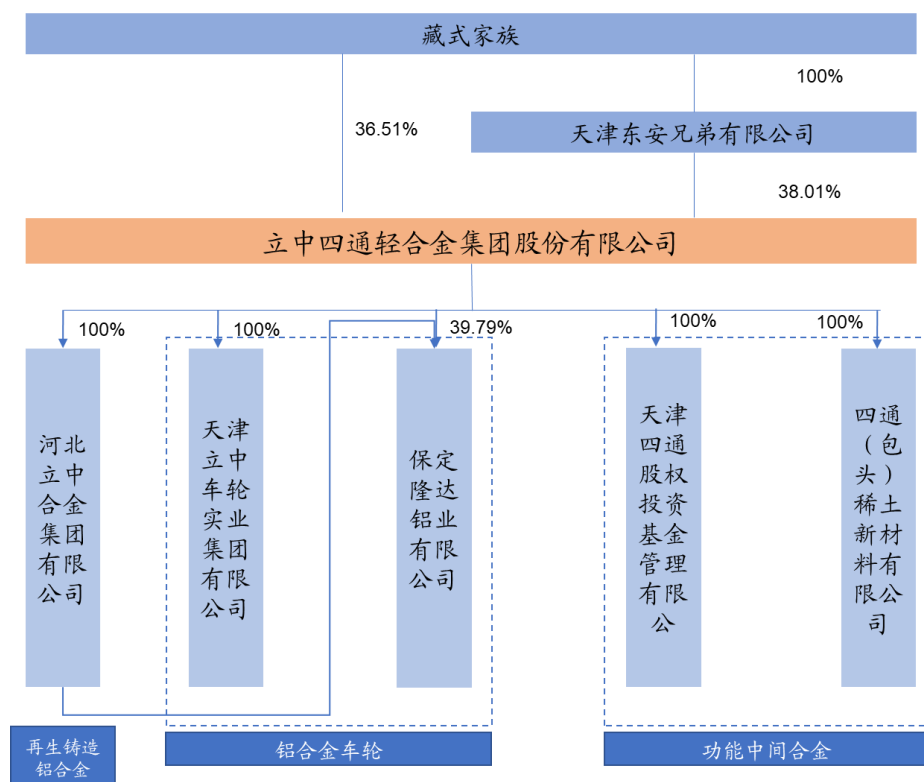
市场对于公司再生铸造铝合金业务结构及发展空间认识较为粗浅，我们通过对于公司业务结构以及下游汽车及新能源行业的分析，认为作为国内再生铸造铝合金龙头，公司将充分受益于汽车及新能源行业需求驱动，预计 2023 年燃油车及新能源汽车将分别拉动公司再生铸造铝合金 101/19 万吨销量，对应 CGAR=10%/69%，而汽车轻量化的持续推进，将使铸造铝合金（原生+再生）在汽车中的运用领域继续拓宽。

市场担心下游商用车需求增速的趋缓可能会对公司铝合金业务有影响，我们认为伴随新能源汽车的持续放量，叠加公司积极展开与下游新能源汽车厂商的合作，且当前并公司已成功切入特斯拉、宝马等海外车企、国内小鹏及蔚来等知名车企的供应链中。预计新能源汽车轮毂将对公司铝合金车轮板块有明显驱动，我们预计至 2023 年公司新能源轮毂销量将达到 339 万只，对应 CGAR=67%，参考公司 2020 年年报，预计至 2023 年新能源汽车板块将为公司贡献营业收入近 10 亿元。

资源整合完成，三大主业龙头地位强化

立中四通轻合金集团股份有限公司（以下简称“公司”）始创于 1984 年，于 2015 年 3 月 19 日在深交所创业板挂牌上市，实际控制人为臧氏家族。公司以“轻合金新材料和汽车轻量化零部件全球供应商”为市场定位，主营再生铸造铝合金材料、铝合金车轮和功能中间合金新材料三大业务，各业务板块均为细分行业龙头，是行业内唯一一家拥有从熔炼设备研发制造、再生铸造铝合金研发制造、功能中间合金研发制造、车轮模具研发制造、车轮产品设计和生产工艺技术研究制造完整产业链的公司。

图 1：公司股权结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司于 2018 年收购同一控制人下车轮企业立中股份，新增铝合金车轮的研发、设计、制造和销售业务，公司主要业务扩展为功能中间合金新材料和铝合金车轮轻量化的研发、生产、销售。2020 年完成了对立中合金的股权收购，形成了再生铸造铝合金材料、铝合金车轮、功能中间合金新材料三大主业齐头并进，一条产业链协同升级的发展格局，公司业务规模和盈利能力大幅提升，抗风险能力迅速增强。

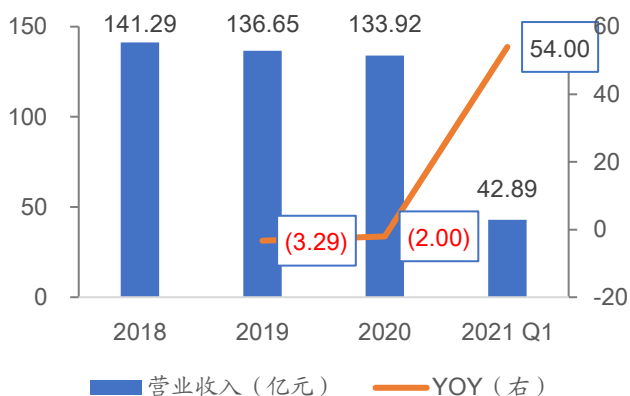
图 2：立中集团发展历程


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

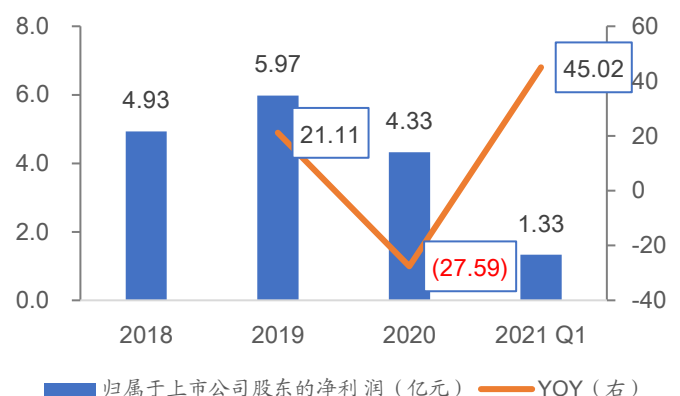
2018年，公司功能中间合金新材料年生产能力超过6万吨/年。公司持续优化产品结构，通过直接及间接方式持有天津企管及其控股子公司立中股份100%的股权，新增铝合金车轮的业务带动营业收入大幅增长487.38%至67.55亿元，经营性现金流大增616.46%至66.7亿元，实现归母净利润3.9亿元，同比增长272.38%。

2020年公司完成了对实际控制人资产立中合金的股权收购，增加再生铸造铝合金业务，在宏观经济和行业压力持续增加的背景下，依然保持稳健的生产经营，营业收入同比大幅增长108.37%，实现营业收入133.92亿元，归母净利润4.3亿元。

2021年一季度，公司实现营业收入42.9亿元，同比增长54%，实现归属于上市公司股东净利润1.3亿元，增长45.02%。主要原因是2020年受新冠病毒疫情影响，2021年1季度逐步恢复，营业收入和归属于上市公司股东净利润随之增长。

图 3：立中集团营业收入情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

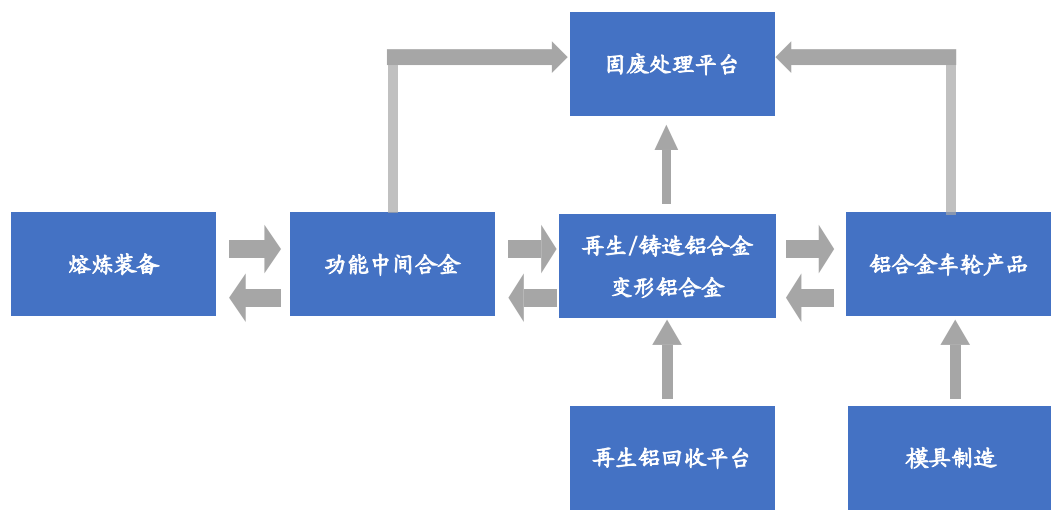
图 4：立中集团归母净利润情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

多元化产业布局，积极拥抱新能源

公司功能中间合金、再生铸造铝合金和铝合金车轮三大业务板块均为行业龙头。近几年，公司通过内生外延式发展和资源整合协同布局，实现了三大主业齐头并进，并形成从熔炼设备研发制造→再生铸造铝合金研发制造→功能中间合金研发制造→车轮模具研发制造→车轮产品设计、生产工艺技术研究制造极具规模化的完整产业链。

图 5：公司业务板块

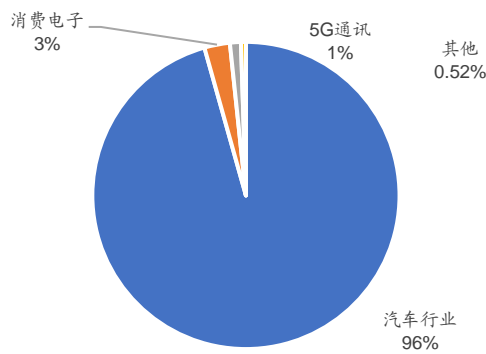


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

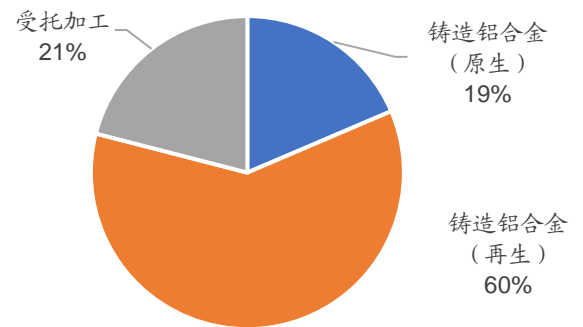
再生铝龙头，借势新能源及碳中和快速占领高地

公司再生铸造铝合金板块专业研发、生产及销售铸造铝合金材料，以再生铝和电解铝为主要原材料，生产各种牌号的铸造铝合金锭/液，是国内再生铸造铝合金行业龙头企业。公司拥有铸造铝合金（原生+再生）产能 120 万吨/年，当前国内原生+再生铸造铝合金产能约为 950 万吨/年，公司铝合金锭市场占有率约 13%。

铸造铝合金主要应用领域为汽车、消费电子以及 5G 通讯等，汽车领域约占总业务板块的 96% 占比最高，铸造铝合金在汽车领域的运用集中于生产燃油汽车和新能源汽车的发动机缸体、发动机缸盖以及车身结构件等，销售模式分为直接向客户销售铸造铝合金锭（液）和接受客户委托代为加工铸造铝合金收取加工费两种模式。其中直接销售占比约为 72%，为再生铸造铝合金板块主要销售模式。

图 6: 立中集团再生铸造铝合金业务结构


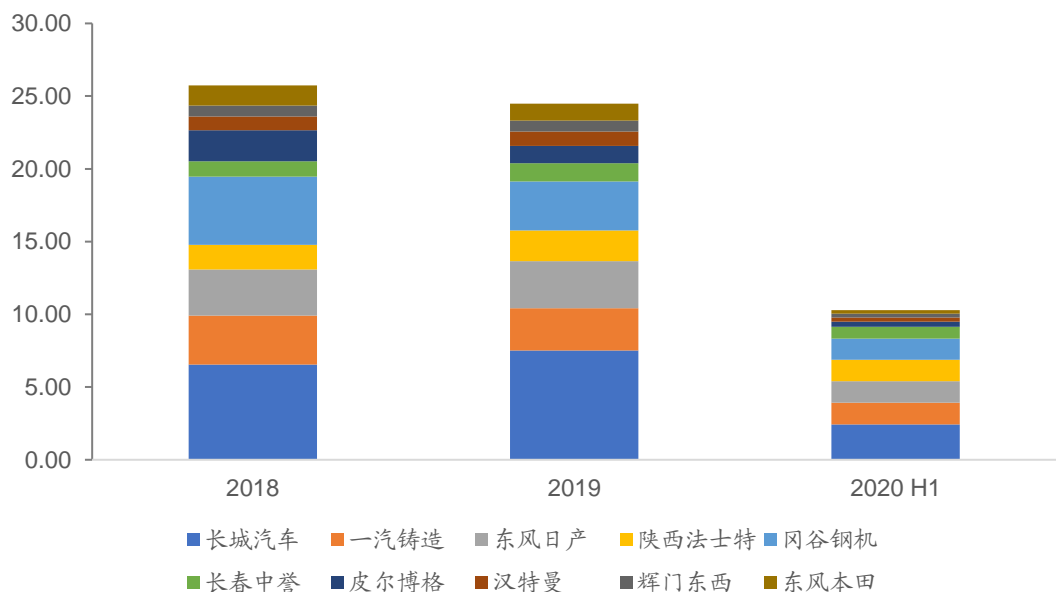
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 7: 立中集团再生铸造铝合金产品结构


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

出于安全考虑, 整车厂对上游零部件制造商和原材料供应商考核严苛、认证周期长, 为保障汽车零部件质量, 整车厂会对汽车零部件制造商指定原材料供应商, 因此, 一旦进入整车厂的供应商名录或者被整车厂指定为汽车零部件的原材料供应商, 下游客户一般会增加采购量, 并且不轻易更换, 双方合作较为稳定。

公司经过多年发展已积累了众多大型优质客户资源, 并形成了稳定的长期合作关系, 产品销售覆盖国内大型汽车生产集群, 并已成为长城汽车、东风日产等著名整车制造企业和汽车压铸零部件生产企业的原材料供应商。公司近三年来前十大客户非常稳定, 仅有部分客户出现排名调整, 整体变动较小。

图 8: 立中集团铸造合金前十大客户结构变动情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

近年来，除了不断维护并扩大再生铸造铝合金原有汽车业务，公司敏锐把握消费电子等下游行业快速发展机会，针对性研发新产品，积极拓展中高端客户资源，直接供应比亚迪等智能电子生产企业等，扩大非汽车领域中高端客户业务规模。

表 1: 立中集团铸造合金主要客户及分布领域 (单位: 万吨)

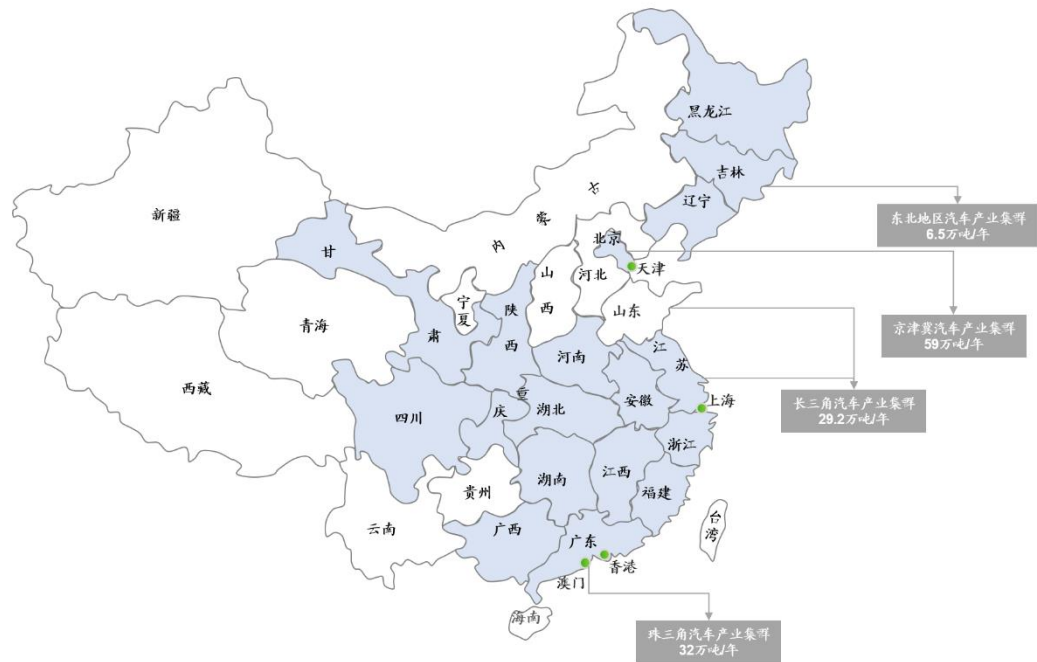
客户名称	销售的主要产品形态	最终产品	客户所属行业
长城汽车	铸造铝合金液	汽车发动机、变速箱、离合器、底盘等轻量化汽车配件产品	汽车整车制造
东风日产	铸造铝合金液	汽车发动机、变速箱、离合器、底盘等轻量化汽车配件产品	
汉特曼	铸造铝合金液/铸造铝合金锭	汽车变速箱壳体、离合器底盘等轻量化产品	汽车压铸零部件制造
一汽铸造	铸造铝合金液	汽车发动机缸体、缸盖	
利优比	铸造铝合金锭	汽车发动机缸体、变速箱、离合器底盘等轻量化产品	汽车压铸零部件制造
法士特	铸造铝合金锭	重型汽车变速器、分动器、取力器	
卡斯马	铸造铝合金锭	汽车底盘结构件、支架、前桥	消费电子
比亚迪	铸造铝合金锭	手机、智能手表结构件	
建升压铸	铸造铝合金锭	通讯基站发射器外壳、结构件等	5G 通信

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从原材料角度来看, 铸造铝合金原材料分为原铝及再生铝, 再生铝由于其能耗低, 碳排放量低环保优势显著, 对发展循环经济具有重要作用。公司 2019、2020 年再生铸造铝合金产量分别为 71.48、74.54 万吨, 其中以再生铝为原料的合金产量分别为 43.20、46.16 万吨, 占比分别为 60%、62%, 再生铝产量占比进一步提高。

由于再生铝的原材料废铝属于非标类原材料, 不同种类来源其化学成分等均有不同, 进而影响后续各生产环节。公司从事铸造合金产业多年, 已积累了丰富的行业经验并掌握了多样化的废铝回收渠道, 可缩短回收流程提高回收效率。另外, 铸造铝合金企业的原材料采购以及产品销售等存在地理半径, 生产布局尤为重要, 公司再生铸造铝合金产能毗邻长三角集群、珠三角集群、京津冀集群、东北集群四大汽车产业集群, 贴近客户的同时可快速回收客户生产过程中的工业废料, 可有效缩短运输距离, 减少运输成本, 并进一步拓宽客户渠道。

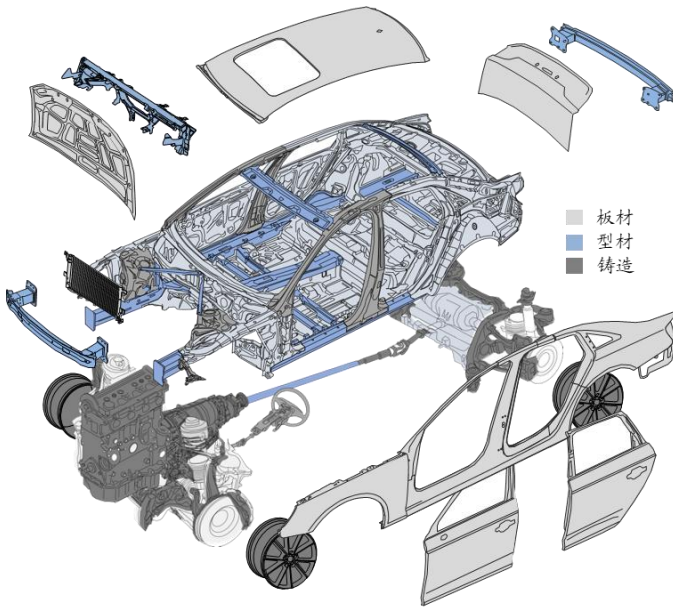
图 9：立中再生铸造铝合金产能布局情况



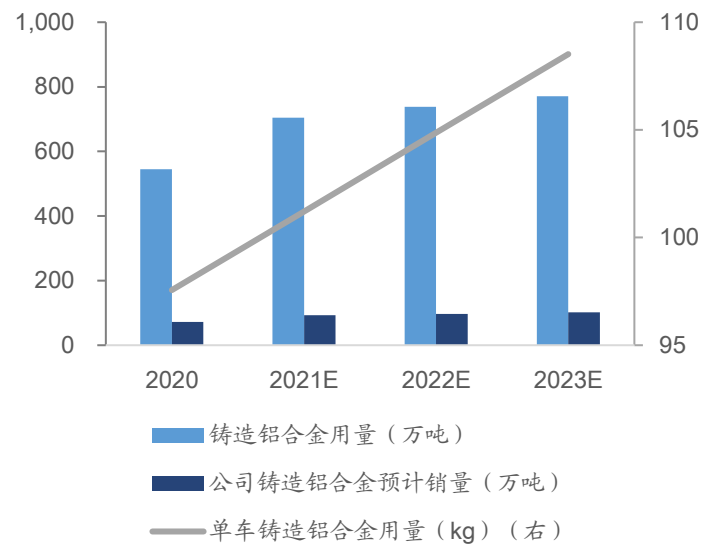
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

铸造铝合金在汽车行业中的运用根据车型的不同主要分为燃油及新能源。燃油汽车中铸造合金主要运用在汽车发动机、变速箱、离合器、底盘等零部件中，铝作为低密度轻质材料，提高铝在汽车中的广泛应用可有效减轻车身重量，降低汽车碳排放量。据中国汽车工程学会，发布的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，为实现汽车产业碳排放总量于 2028 年左右提前达峰等总体发展目标，2025/2030/2035 年国内乘用车（含新能源）新车百公里油耗达到 4.6/3.2/2L，乘用车轻量化系数平均下降 12.5%/21.5%/30%。

据 IAI 数据，当前燃油车单车用铝量约为 136kg，其中铸造铝合金用量（原生+再生）约为 98kg，占比约 72%，我们预计伴随汽车轻量化的持续推进，铸造铝合金（原生+再生）将在燃油车中的运用领域继续拓宽，预计至 2023 年，燃油车单车用铸造铝合金（原生+再生）量将达到 109kg，燃油车产量将达到 7100 万辆，对应铸造铝合金（原生+再生）需求量约为 771 万吨，将带动公司铸造铝合金（原生+再生）销量增长至 101 万吨，CGAR=10%。

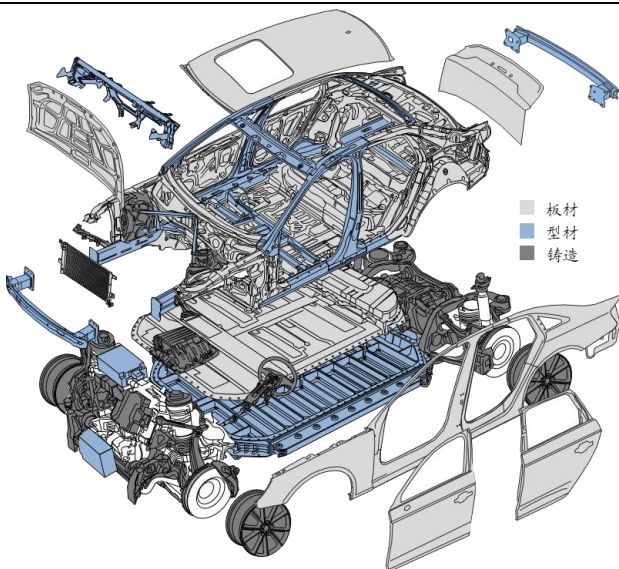
图 10: 燃油汽车铝合金结构件分布


资料来源: IAI, 信达证券研发中心

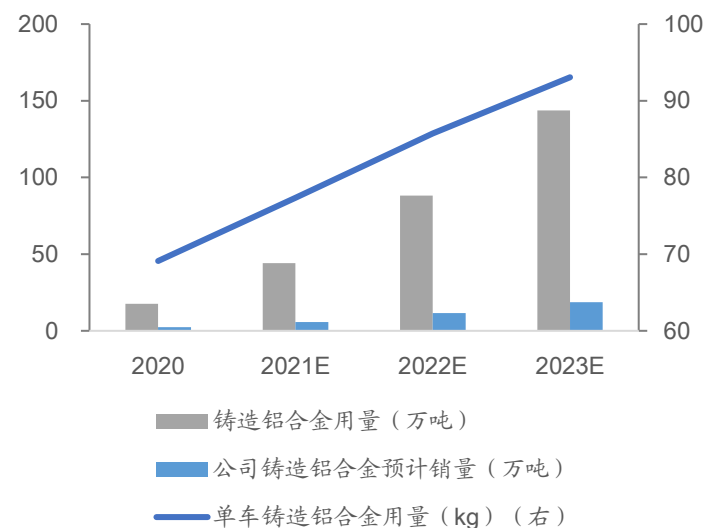
图 11: 全球燃油车带动公司铸造合金销量增长


资料来源: IAI, 信达证券研发中心

新能源汽车更加注重轻量化, 据 IAI 数据当前新能源汽车单车用铝量约为 158kg, 较燃油车单车用铝量多 22kg。新能源汽车中铸造铝合金用量(原生+再生)约为 69kg, 占比约为 43%。预计伴随新能源汽车的渗透率不断提高, 铸造铝合金(原生+再生)将在新能源汽车车中的运用领域继续拓宽, 预计至 2023 年, 新能源汽车单车用铸造铝合金(原生+再生)量将达到 93kg, 占新能源汽车单车用铝量 46%, 占比提升 3%。我们预计至 2023 年新能源汽车产量将达到 1543 万辆, 对应铸造铝合金(原生+再生)需求量约为 143 万吨, 将带动公司铸造铝合金(原生+再生)销量增长至 19 万吨, CGAR=69%。

图 12: 新能源汽车铝合金结构件分布


资料来源: IAI, 信达证券研发中心

图 13: 全球新能源汽车带动公司铸造合金销量增长


资料来源: IAI, 信达证券研发中心

公司再生铸造铝合金业务一方面将受益于新能源汽车及汽车轻量化带来的需求增长，另一方面“双碳”政策的逐步趋严，也将更多的拓宽再生铝的应用空间。在生产能耗以及碳排放量方面，由于再生铝主要生产原料为废铝，无须经过前期从铝土矿到氧化铝再到电解铝的高能耗、高碳排放量的流程。据 IAI “摇篮到大门”模型测算，生产一吨电解铝平均碳排放量约为 17 吨（包含铝土矿的采掘、氧化铝的提取以及电解铝的冶炼），而生产一吨再生铝平均碳排放量约为 0.6 吨（考虑新废铝及旧废铝的冶炼），仅为原铝全流程的 3%。因此，提高再生铝的使用率也是铝行业实现“双碳”目标的关键路径。

图 14: IAI “摇篮到大门”碳排放量测算

	铝土矿开采	氧化铝精炼	阳极生产	电解	铸造	回收*	半成品生产	内部废料重熔	总计
电力 (间接)	0.6	16.9	-	670.6	-	3.1	9.5	2.5	703
非二氧化碳温室气体 (直接)	-	32.2	-	35.4	-	-	-	-	68
工艺二氧化碳 (直接)	-	-	6.4	92.6	-	-	-	-	99
辅助原料 (间接)	-	14.8	19.3	6.4	-	-	-	-	41
热能 (直接/间接)	2.6	124.3	6.4	-	6.4	15.6	19	8.4	183
运输 (间接)	-	15.4	-	18.7	-	-	-	-	34
总计 (从摇篮到大门)	3	204	32	824	6	19	29	11	1127

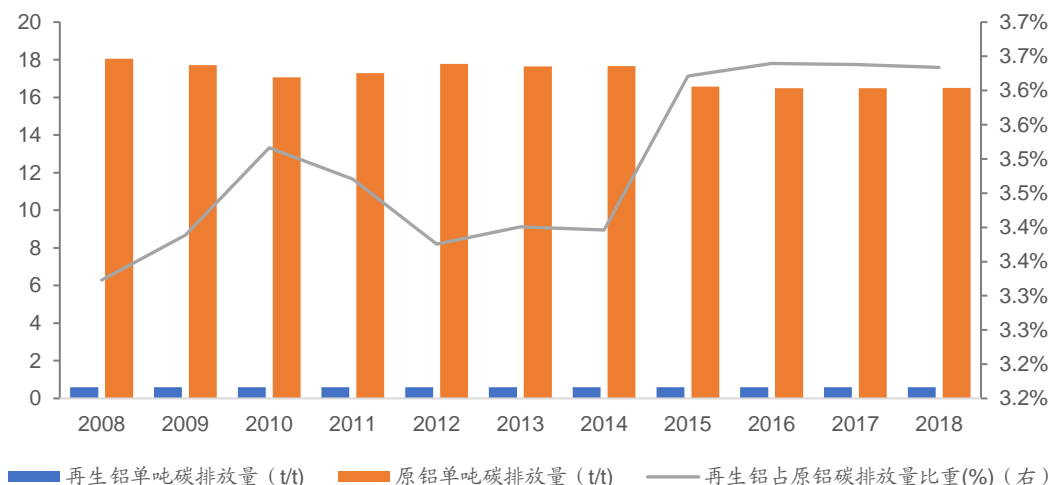
电解铝冶炼环节碳排放量，占总碳排放量94%

铝加工环节碳排放量，占总碳排放量6%

注：2018年铝业总排放量（百万吨二氧化碳当量）
*消费前后废料的回收

资料来源: IAI, 信达证券研发中心

图 15: 再生铝与电解碳排放量对比



资料来源: IAI, 信达证券研发中心

伴随全球碳排放政策的进一步趋严，部分国家已逐步关注到碳资产的重要性，如欧盟早在 2019 年发布绿色框架，提出将对生产过程中产生大量二氧化碳的商品（铝、水泥、钢铁等）征收碳边境税碳排放政策，并于 2021 年进一步强调 2023 年电力部门和能源密集型工业部门，如水泥、钢铁、铝、炼油、造纸、玻璃、化学品和化肥等将首先纳入碳关税征收范围。政府碳排放政策的进一步趋严，也促使终端厂商偏向采购产业链过程中碳足迹更少的产品，如苹果在其气候路线图中强调将通过一系列创新行动降低排放，其中包括将在产品中持续增加低碳和可再生材料的用量。终端商以及各国政府对于低碳产品的青睐将提升再生铝的消费需求，公司作为国内再生铸造铝合金的龙头企业，将优先受益碳排放政策下的需求空间扩张。

公司当前已在保定、清远等地建有生产基地，合计产能约为 120 万吨/年，同时正在江苏以及湖北新建生产基地，产品销售覆盖国内主要汽车产业生产集群地，生产区域布局的多元化进一步拓宽了公司客户渠道，降低了企业的生产成本，我们预计伴随新增产能的陆续投产，公司再生铸造铝合金产能 2023 将达到 154 万吨/年，CGAR=3.5%。

表 2：公司铸造合金产能情况（单位：万吨）

		2021E	2022E	2023E
当前产能		120	120	120
新建产能	江苏隆诚铝合金项目	6	6	10
	广东英德铝合金项目	3	3	10
	江苏立中铝合金项目	4	4	4
	武汉合金新型汽车轻量化铝合金材料	6	10	10
合计		139	143	154

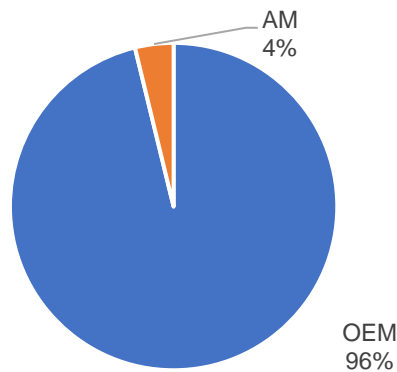
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

铝合金车轮龙头，新能源轮毂或助力板块业绩高增长

公司铝合金车轮板块致力于高端铝合金车轮轻量化的研发设计以及生产销售，在铝合金车轮领域，公司是行业内唯一一家从铝合金材料研发制造到车轮产品设计及制造的企业，同时为国内前三，世界前十的铝合金汽车车轮制造商。

公司铝合金车轮业务根据使用对象的不同分为整车配套市场(OEM)及售后服务市场(AM)。OEM市场销售模式为直接向汽车厂提供铝合金车轮产品，公司在成为汽车厂潜在供应商后可参与项目报价，并在获得项目授予后，完成产品设计及样品试做并交付订单。由于铝合金车轮并非易损件，有较长的产品寿命，因此汽车厂对零部件供应商的选择非常慎重，一般新的铝合金车轮供应商通过世界级汽车厂认证需要2-3年甚至更久。AM市场主要采取零售商方式销售。公司根据品牌知名度及覆盖范围等方式选择零售商作为长期合作伙伴，获得零售订单。2020年公司OEM市场销售1290万只铝合金车轮，占总销量的96%；AM市场销售51万只铝合金车轮，占总销量的4%，公司OEM市场为公司铝合金车轮销售的主导市场。

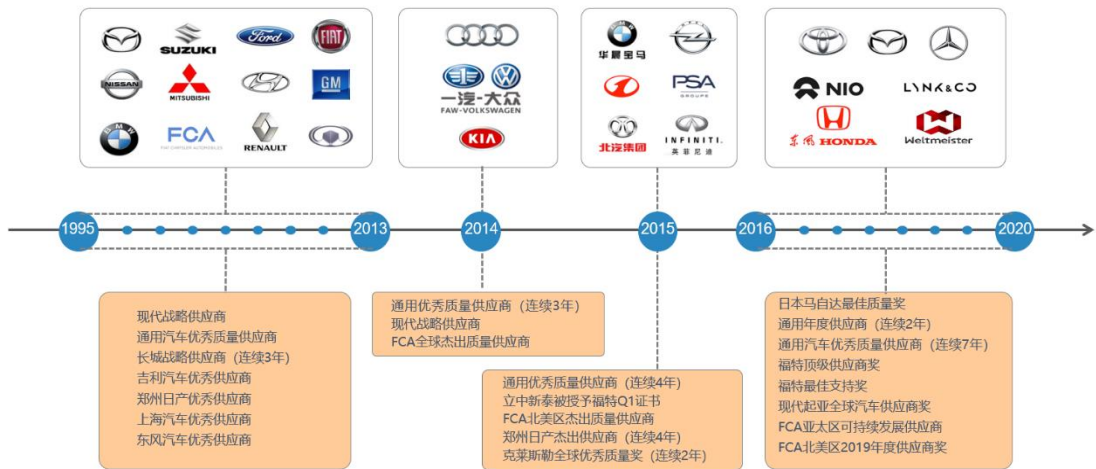
图 16：公司铝合金车轮业务结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司产品出口覆盖亚欧美等地，已成为通用、福特、宝马等国际著名汽车厂商全球采购供应商。在国内市场方面，公司直接为长城汽车、吉利汽车、北京汽车等知名厂商配套供货。新能源方面，公司自主研发的高强韧铸旋轻质铝合金车轮可运用于新能源汽车，现已量产和开发多款电动车项目，并于2018年获得宝马IX3电动车独家供货权。同时，公司已经成为蔚来汽车、威马汽车、小鹏汽车等多家新兴造车企业的供应商，并成功切入特斯拉供应链。公司成功切入众多大型新能源车企的供应链中，能够为公司未来的产能扩张提供销量保证，并通过长期合作与客户建立良好的合作关系。

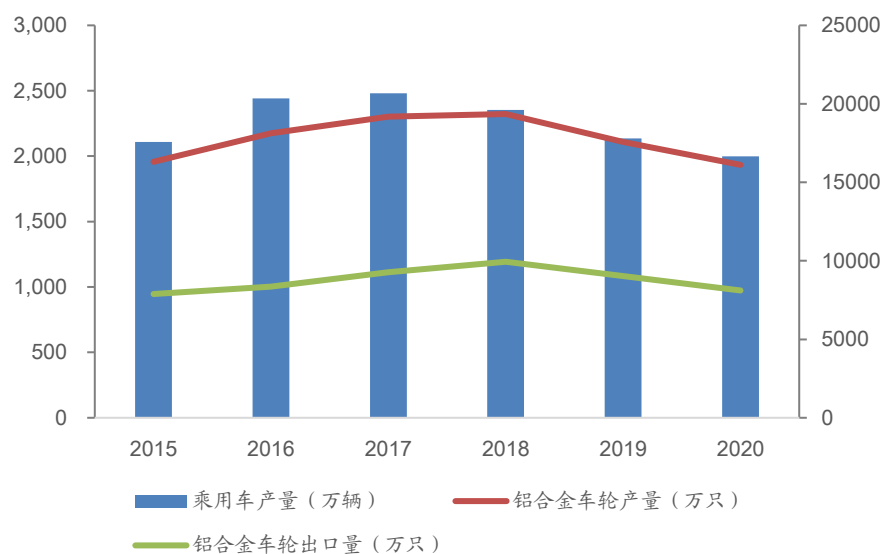
图 17: 公司 OEM 客户



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从铝轮毂配套车型来看, 目前绝大多数乘用车配套铝合金车轮, 而商用车则主要配套钢轮。据 CAW, 2020 年全球生产铝合金车轮 2.7 亿只, 中国生产铝合金车轮 1.6 亿只, 出口 8117 万只, 按照一辆汽车需配备五只轮毂并参考 2020 年中国 1999 万辆乘用车产量数据测算, 当前国内铝合金车轮市占率为 80%。立中集团 2019/2020 年生产销售铝合金轮分别为 1673/1343 万只, 国内市占率分别为 9.5%/8%, 全球市占率分别为 5.7%/5%。

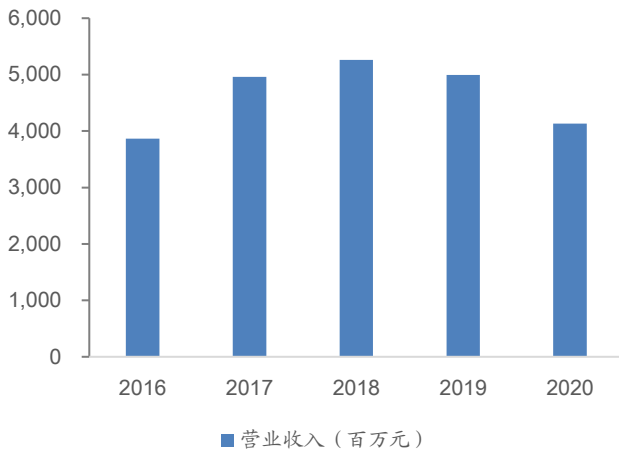
图 18: 中国铝合金车轮产量变动情况



资料来源: Wind, 铝车轮质量协会, 信达证券研发中心

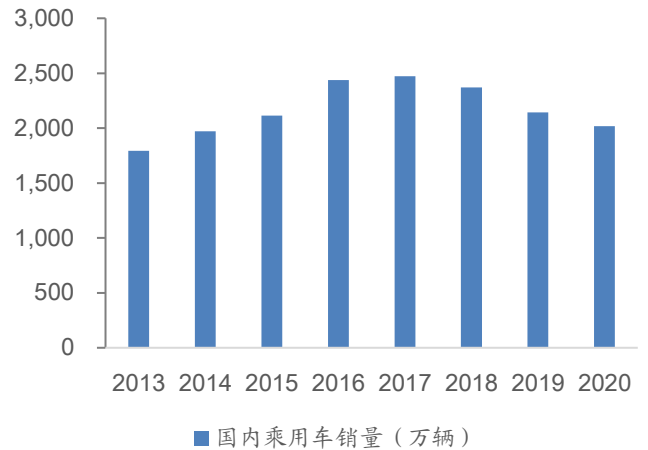
公司铝合金车轮市占率高且营销模式以 OEM 为主，该市场铝合金车轮需求与乘用车的产量密切相关。2020 年公司铝合金车轮营业收入为 41.3 亿元，同比下降 17%，2020 年我国乘用车产量为 1999 万辆，同比下降 6%，公司铝合金车轮业务变动情况与乘用车销售情况变动较为一致。

图 19: 公司铝合金车轮业务营收变动情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

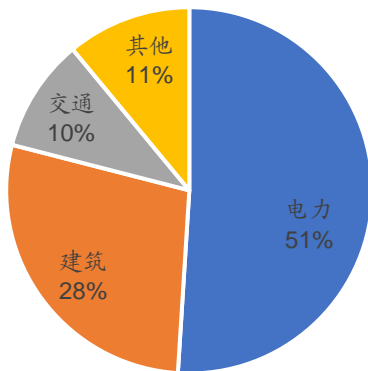
图 20: 国内乘用车销售情况 (万辆)



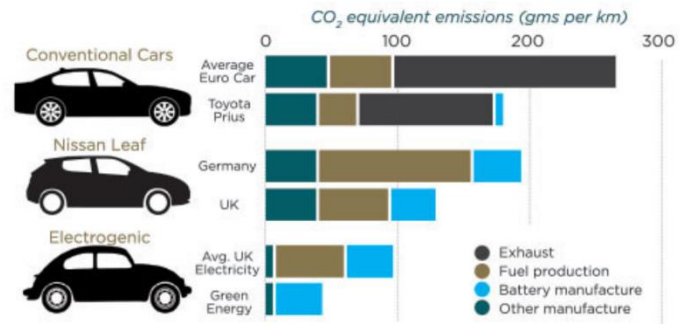
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

虽然公司铝合金车轮业务整体跟随乘用车产量变动，但伴随车轮生产工艺的进步，公司产品结构也逐渐有所变换。2020 年公司实现了高端铝合金车轮产品占比增 2.3% 至 27.7%，新能源汽车铝合金车轮产量 48.04 万只、销量 43.72 万只，占公司车轮总产销量的 3.5%、3.3%，2020 年全球新能源汽车产量约 255 万辆，假设新能源汽车中铝合金车轮市场占有率约为 80%，则对应全球 2020 年铝合金车轮产量约为 1020 万只，公司新能源汽车铝合金车轮市场占有率约为 4.29%。

近年来环保政策逐步趋严，2007 年以来中国先后四次提出相关国际承诺，并于 2020 年 9 月提出“双碳”目标，即 2030 年实现碳达峰，2060 年实现碳中和。据 wind 数据，中国碳排放主要来自燃料燃烧，占全国碳排放量 90% 以上，其中交通运输占比约 10%，根据 Carbon brief 对主流车型碳排放量的测算，电动车平均碳排放量不足 100g/km，而传统燃油车碳排放量近 300g/km，电动车碳排放量不足传统燃油车的 1/2。

图 21: 各领域碳排放量占比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: 各类型汽车碳排放量对比


资料来源: Carbon Brief, electrogenic, 信达证券研发中心

推广新能源用车, 提倡绿色出行是交通行业实现“双碳”目标的重要环节。随着经济持续发展以及居民收入的持续增长, 伴随城市化进程的持续推进以及居民消费升级, 预计交通运输需求规模将持续扩大, 行业节能减排压力有所增长。

为有效降低行业碳排放量, 交通部会同发改委制定了《绿色出行创建行动方案》, 提出到 2022 年, 力争 60% 以上的创建城市绿色出行比例达到 70% 以上。而各地政府也先后推出鼓励新能源汽车发展, 提高新能源汽车占有率的相关政策, 预期将对新能源汽车市占率的提升有明显推动作用。

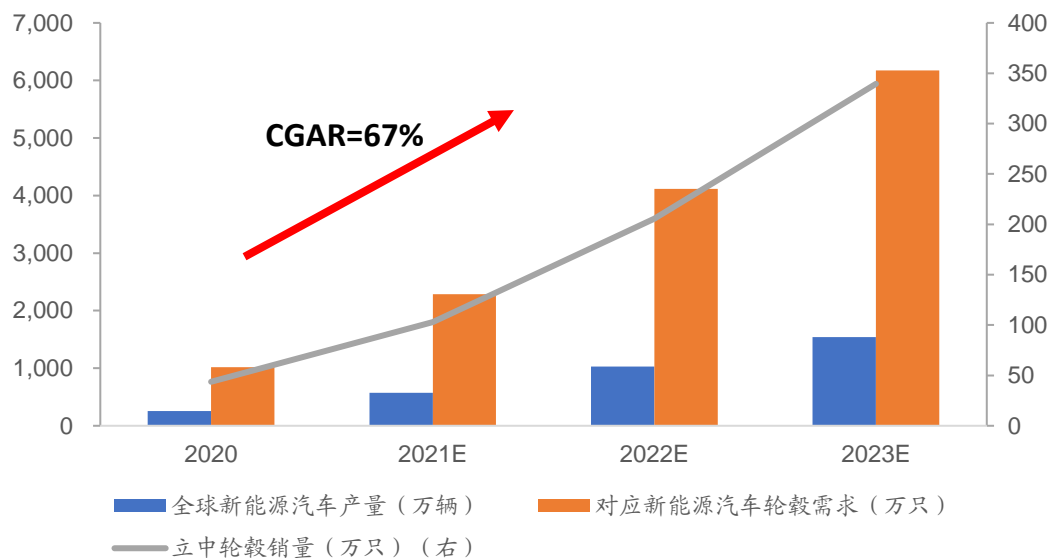
表 3: 各地新能源汽车政策

部门	相关政策	政策内容
工信部	《国家车联网产业标准体系建设指南 (智能交通相关)》	2025 年, 系统形成能够支撑车联网应用、满足交通运输管理和服务需求的标准体系
浙江	《浙江省新能源汽车产业发展“十四五”规划》	2025 年, 全省新能源汽车产业规模持续做大。
上海	十四五规划	加快发展新能源汽车, 形成动力电油、驱动电机、电控及燃料电池电加快燃料电池汽车推广应用, 到 2025 年本地新能源汽车产值占汽车行业比重达到 35% 以上。
山西	《2021 年政府工作报告》	构建“零部件-系统总成-整车”产业链, 加快新能源汽车规模化量产, 支持太原、晋中、长治、运城等地集群发展。
上海	《上海市加快新能源汽车产业发展实施计划 (2021—2025 年)》	本地新能源汽车年产量超过 120 万辆; 新能源汽车产值突破 3500 亿元, 占全市汽车制造业产值 35% 以上。
北京	《北京市氢燃料电池汽车产业发展规划 (2020-2025 年)》	2023 年前, 培育 3-5 家具有国际影响力的氢燃料电池汽车产业链龙头企业, 力争推广氢燃料电池汽车 3000 辆、建成加氢站 37 座, 氢燃料电池汽车全产业链累计产值突破 85 亿元
海南	《海南省清洁能源汽车推广 2021 年行动计划》	2021 年全省计划推广 2.5 万辆新能源汽车; 除特殊用途车辆外, 全省各级党政机关、国有企事业单位新增及更换的公务用车 100% 使用新能源汽车; 力争到 2021 年底, 逐步提高全省公务用车领域新能源汽车配备比例。

资料来源: 工信部, 信达证券研发中心

伴随国内新能源汽车渗透率的逐步提升，我们预计至 2023 年全球新能源汽车产量将达到 1543 万辆，参考当前铝合金车轮市占率，预计 2023 年全球铝合金车轮需求量约为 6172 万只，当前立中集团新能源汽车铝合金车轮市占率约为 4.3%，参考公司往期铝合金车轮全球市占率比重，同时考虑新进产能存在认证周期及行业规模壁垒，我们认为公司至 2023 年全球新能源汽车轮毂市场占有率将达到 5.5%，对应公司轮毂销量预计为 339 万只，年均复合增长率将达到 67%，参考公司 2020 年年报，预计至 2023 年新能源汽车板块将为公司贡献营业收入近 10 亿元。

图 23: 新能源汽车对公司铝合金车轮需求驱动



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

伴随新能源汽车及“双碳”政策的进一步推进，我们预计公司新能源轮毂销量将逐渐释放，同时当前公司拥有在建乘用车产能 445 万只/年，其中包括 400 万只/年轻量化铸旋铝合金车轮（此类型车轮可用于新能源汽车）、45 万只/年高级锻造镁铝合金车轮项，另外公司还在建 60 万只/年稀土铝合金商用车轮项目，伴随以上项目的陆续投产，公司铝合金车轮产能也将逐步扩张至 2305 万只/年，产能增长 505 万只/年。

表 4: 公司铝合金车轮产能情况 (单位: 万只/年)

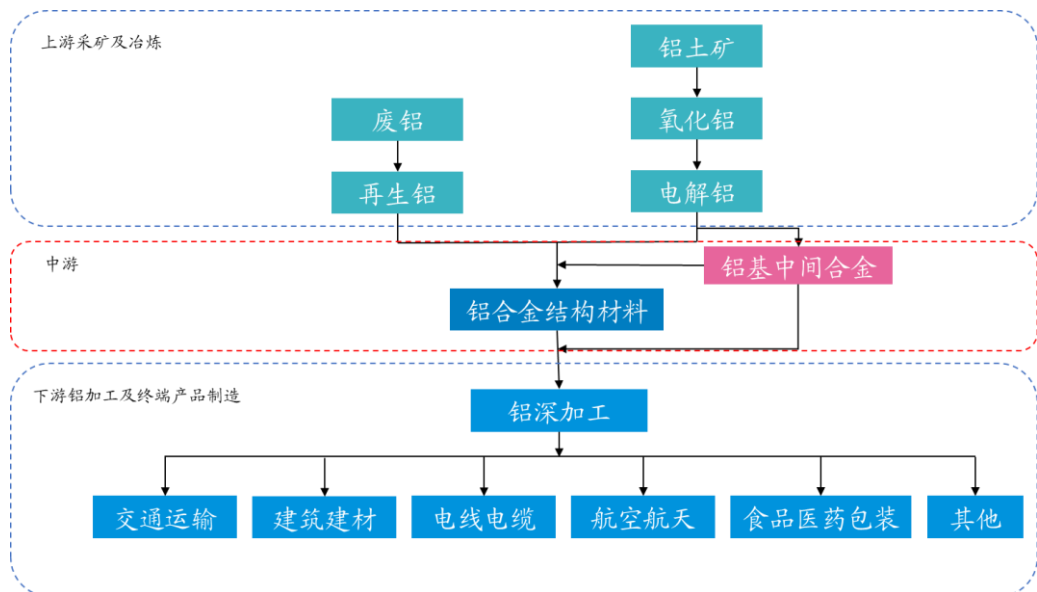
	2021E	2022E	2023E
当前产能	1800	1800	1800
新建产能			
260 万只轻量化铸旋铝合金车轮项目	260	260	260
140 万只轻量化铸旋铝合金车轮	140	140	140
45 万只高级锻造镁铝合金车轮项目	45	45	45
60 万只稀土铝合金商用车轮项目一期		30	60
合计	2245	2275	2305

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

功能中间合金龙头，切入新能源锂电新材料完善产业链

公司功能中间合金新材料业务始于 1998 年，现已发展成为全球规模最大的功能中间合金新材料生产企业。公司现拥有金属晶粒细化、金相变质等 4 大类功能中间合金和特种中间合金等 300 多种产品，广泛应用于汽车、高铁以及航空航天等领域。功能中间合金新材料主要用于铝的深加工行业，通过添加功能中间合金材料改变金属性能，提高铝在凝固过程中的形核率，细化铝的结晶颗粒，提高铝材强度及可塑性。

图 24：功能中间合金的应用环节



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司现有功能中间合金产能 7 万吨，正在建设年产 2.5 万吨的高端铝晶粒细化剂生产线和包头年产 5 万吨铝基稀土中间合金项目，其中年产 2.5 万吨高端铝晶粒细化剂项目已完成土建和设备安装，将于 2021 年逐步投产，项目投产后将满足持续增加的国内外高端铝材市场需求，进一步提升公司的盈利能力。我们预计伴随新增产能的陆续投产，公司功能中间合金产能 2023 将达到 11 万吨/年，较 2020 年增加 4 万吨/年。

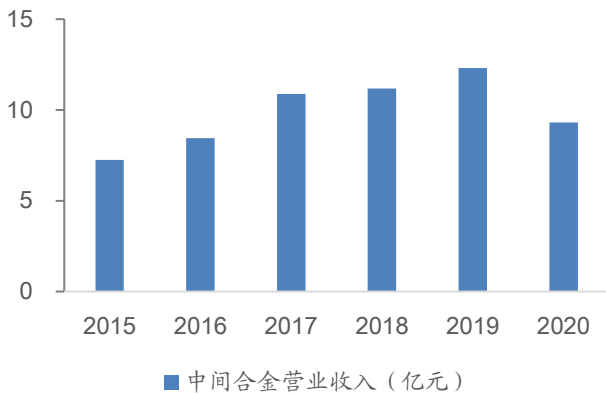
表 5：公司功能中间合金产能情况（单位：万吨）

		2021E	2022E	2023E
当前产能		7	7	7
新建产能	稀土中间合金项目	2.5	2.5	2.5
	高端晶粒细化剂	1.5	1.5	1.5
合计		11	11	11

资料来源：Wind，信达证券研发中心

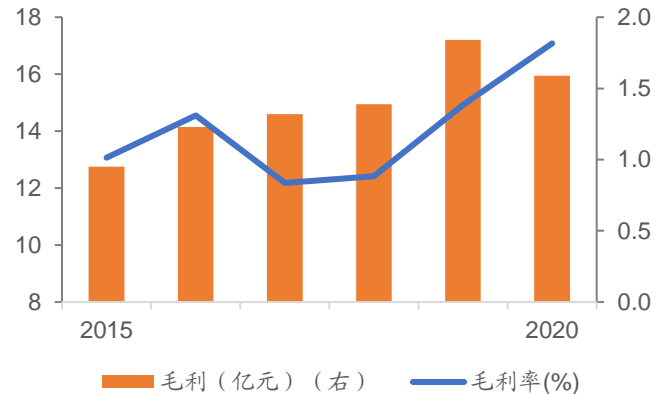
除 2020 年受新冠疫情影响公司业绩变动情况较大，近五年公司功能中间合金营业收入及毛利变动整体较为平稳，但毛利水平根据产品结构有所改变。2019 年公司功能中间合金营业收入同比增长 10% 至 12.31 亿元，毛利增 32% 至 1.84 亿元，主因公司航空航天级特种中间合金生产线加速推进，该产品定制化程度较高、附加值较高，伴随产品市场的进一步开拓带动公司盈利空间走阔。未来伴随公司 2.5 万吨/年高端晶粒细化剂产能投产，功能中间合金盈利空间有望进一步走阔。

图 25: 立中集团功能中间合金营业收入变动情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 26: 立中集团功能中间合金毛利及毛利率变动情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

布局锂电新材料，深入新能源完善产业链

由于公司功能中间合金业务对氟硼酸钾、氟钛酸钾等氟化盐原料的需求量较大，为了保证公司关键原料的质量和供应保障，并进一步推进上下游产业链的延伸发展，公司于 2021 年 7 月 30 日公告审议通过了《关于拟投资建设新能源锂电新材料项目的议案》，同意公司使用自筹资金投资建设新能源锂电新材料项目，项目总投资为人民币 12 亿元。

该项目共计将投资六氟磷酸锂、双氟磺酰亚胺锂、氟化钠（电子级）及其他氟化盐等产品产能分别为 1.8 万吨/年、8000 吨/年、3000 吨/年以及 11.6 万吨/年，本项目分两期建设，一期项目建设期为 2021 年 11 月至 2023 年 3 月；二期项目建设期为 2023 年 4 月至 2024 年 8 月。该项目首先将充分利用项目产生的副产品，解决公司关键原料的质量和供应保障问题，使公司产业链得到进一步延伸；其次将进一步丰富公司在新能源汽车锂电池材料领域的产品种类，同时增加公司在钠离子电池材料端的技术储备，帮助公司实现多元化的产业布局；最后随着新能源汽车销量增加，六氟磷酸锂、双氟磺酰亚胺锂等新能源锂电池材料的市场需求量正在快速增长，将进一步增强公司的盈利能力和综合竞争力。

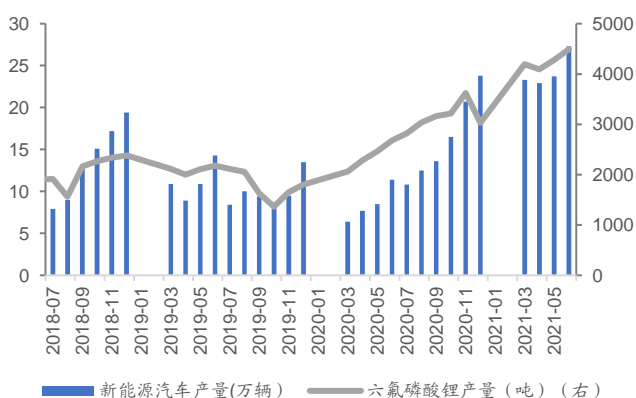
表 6: 立中集团新能源锂电新材料项目 (吨)

产品	一期产能	二期产能	小计
六氟磷酸锂	10,000	8,000	18,000
双氟磺酰亚胺锂	-	8,000	8,000
氟钛酸钾	3,000	-	3,000
氟硼酸钾	6,000	-	6,000
氟锆酸钾	2,000	-	2,000
其他氟盐	16,000	-	16,000
氟化钙	-	13,000	13,000
盐酸	-	76,000	76,000
氟化钠 (电子级)	-	3,000	3,000
合计	37,000	108,000	145,000

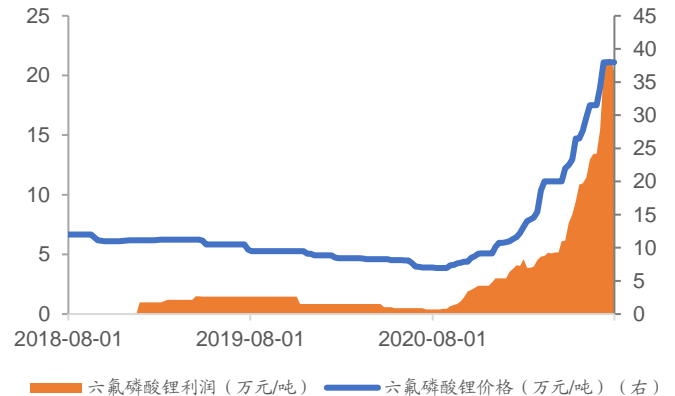
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

六氟磷酸锂下游为动力电池电解液, 根据中国汽车工业协会数据, 2021 年 1-5 月我国新能源汽车累计销量 93.8 万台, 同比增长 224.2%。2021 年 5 月, 我国动力电池产量共计 13.8GWh, 同比增长 165.8%, 环比增长 6.7%。作为新能源汽车的重要组成部分, 动力电池的市场需求也保持增长状态。

随着新能源汽车需求提振, 锂电市场景气度拉动六氟需求高速增长。自 2020 年中旬, 受新能源汽车需求量持续上升叠加前期部分小产能亏损关停, 供需结构改善带动六氟磷酸锂自底部上升超 4 倍至 38 万元/吨, 行业平均利润也上升近 50 倍至当前的 20 万元/吨。

图 27: 六氟磷酸锂与新能源汽车产量变动情况


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 28: 六氟磷酸锂价格与利润变动情况


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

现阶段六氟行业规模不断扩容，龙头集中度不断提升，根据百川盈孚对未来三年国内主要六氟磷酸锂厂商产能扩建计划统计，预计至 2023 年国内六氟磷酸锂产能将扩大至 15 万吨/年，而立中集团六氟磷酸锂一期产能将在 2023 年建成投产，产能位居前列。锂电池产业具有的巨大市场需求和良好的发展前景，无论是磷酸铁锂电池和三元锂电池，所需的电解液均以六氟磷酸锂为主要原料，伴随新能源汽车的持续放量，下游锂电池需求量将快速增长。若项目进展顺利，预计公司业绩将大幅提升。

表 7：2021-2023 年国内六氟磷酸锂扩产情况（吨）

	2021E	2022E	2023E
天赐材料	12000	32000	62000
立中集团			10000
多氟多	17000	10000	10000
江苏新泰	8160	8160	8160
森田新能源	9000	7000	7000
必康股份	6400	6400	6400
宏源药业	4400	4400	4400
中化蓝天	4000	4000	4000
厚成科技	3800	3800	3800
永太科技	3000	6000	3000
石磊氟材料	2000	2000	2000
石大胜华	2000	2000	2000
衢州杉杉	2000	2000	2000
衢州北斗星	1300	1300	1300
天津金牛	5000	1000	1000
山东滨化	1000	1000	1000
龙德新能源	1000	1000	1000

资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

盈利预测

暂不考虑锂电新材料项目业绩，根据公司当前功能中间合金、再生铸造铝合金以及铝合金车轮产能建设进度，我们预计公司 2021/2022/2023 年中间铝合金产量为 5.7/8.5/9.6 万吨，再生铸造铝合金产量为 80/93/100 万吨，铝合金车轮板块产品合计产量约为 1476/1820/2013 万只。

我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.92、1.27、1.51 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 20x、14x、12x。考虑公司新增再生铸造铝合金及铝合金车轮增量显著，新能源汽车及碳中和政策对下游需求有持续驱动力，给予公司“买入”评级

表 8：立中集团可比公司估值表（2021 年 7 月 30 日）

		市值 (亿元)		净利润 (亿元)		市盈率 PE (倍)		
300428.SZ	立中集团	107.9	5.5	7.6	9.0	20	14	12
601677.SH	明泰铝业	200.9	13.6	16.8	13.6	15	12	15
605208.SH	永茂泰	48.3						
002996.SZ	顺博合金	86.0	2.9	3.9	2.9	30	22	30
可比公司均值		111.7	8.3	10.4	8.3	22.2	17.0	22.2

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：除立中集团为信达证券研发中心测算，其余各公司净利来源于 wind 一致预期

风险因素

新增产能不及预期，新能源需求不及预期。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	4,133	8,001	12,558	17,660	23,282	
货币资金	797	1,636	3,917	7,556	12,169	
应收票据	27	19	27	32	36	
应收账款	1,212	2,661	3,838	4,624	5,168	
预付账款	48	187	274	326	363	
存货	1,167	2,028	2,960	3,532	3,923	
其他	883	1,469	1,541	1,590	1,623	
非流动资产	2,720	3,296	2,745	1,791	435	
长期股权投资	118	52	-14	-80	-146	
固定资产(合计)	1,806	2,138	1,367	193	-1,383	
无形资产	397	535	673	812	950	
其他	399	571	719	866	1,013	
资产总计	6,853	11,297	15,303	19,451	23,717	
流动负债	2,325	5,675	8,047	10,346	12,608	
短期借款	1,190	3,368	5,547	7,725	9,904	
应付票据	451	454	454	454	454	
应付账款	450	796	796	796	796	
其他	234	1,056	1,250	1,371	1,453	
非流动负债	678	979	1,975	2,970	3,966	
长期借款	525	352	1,348	2,343	3,339	
其他	152	627	627	627	627	
负债合计	3,002	6,655	10,022	13,317	16,574	
少数股东权益	22	466	531	620	726	
归属母公司股东权益	3,828	4,177	4,750	5,514	6,417	
负债和股东权益	6,853	11,297	15,303	19,451	23,717	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	13,665	13,392	19,314	23,266	26,005	
同比(%)	102.3%	-2.0%	44.2%	20.5%	11.8%	
归属母公司净利润	597	433	552	764	903	
同比(%)	53.1%	-27.6%	27.6%	38.4%	18.2%	
毛利率(%)	13.4%	10.7%	9.6%	10.4%	11.0%	
ROE%	15.6%	10.4%	11.6%	13.9%	14.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.06	0.75	0.92	1.27	1.51	
P/E	13.26	19.27	19.55	14.12	11.95	
P/B	2.20	2.07	2.27	1.96	1.68	
EV/EBITDA	7.74	10.24	5.42	4.06	3.03	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	13,665	13,392	19,314	23,266	26,005	
营业成本	11,828	11,965	17,465	20,835	23,146	
营业税金及附加	77	84	121	146	163	
销售费用	394	161	231	279	312	
管理费用	268	260	348	419	468	
研发费用	388	339	488	588	657	
财务费用	119	178	204	321	438	
减值损失合计	-22	-17	-17	-17	-17	
投资净收益	58	20	29	35	39	
其他	177	167	265	320	357	
营业利润	804	576	735	1,016	1,201	
营业外收支	-6	-1	-1	-1	-1	
利润总额	798	575	734	1,015	1,200	
所得税	123	92	117	162	191	
净利润	675	483	617	853	1,009	
少数股东损益	78	51	65	90	106	
归属母公司净利润	597	433	552	764	903	
EBITDA	1,181	1,081	2,657	3,433	4,121	
EPS(当年)(元)	1.06	0.75	0.92	1.27	1.51	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金	605	363	511	2,001	3,088	
净利润	439	483	617	853	1,009	
折旧摊销	231	314	1,784	2,186	2,589	
财务费用	53	185	204	321	438	
投资损失	2	-20	-29	-35	-39	
营运资金变动	-140	-627	-2,083	-1,343	-927	
其它	20	28	18	18	18	
投资活动现金流	-689	-373	-1,222	-1,216	-1,212	
资本支出	-298	-472	-1,282	-1,282	-1,282	
长期投资	-475	71	32	32	32	
其他	84	28	29	35	39	
筹资活动现金流	-86	456	2,992	2,853	2,736	
吸收投资	500	25	21	0	0	
借款	2,183	4,994	3,174	3,174	3,174	
支付利息或股息	-158	-246	-204	-321	-438	
现金流净增加额	-151	427	2,281	3,639	4,612	

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017年任广发证券有色金属行业研究员，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事铜镍、稀土磁材、新材料等研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020年3月加入信达证券研究发展中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。