

铝价上涨催化业绩，一体化布局巩固成本优势

2022 年 04 月 09 日

► **事件：2022 年 4 月 7 日晚间，公司发布 2021 年报。**2021 年，公司实现营业收入 287.45 亿元，同比增长 4.7%；归母净利润 38.33 亿元，同比增长 100.4%；扣非归母净利润 36.94 亿元，同比增加 97.7%。2021Q4，公司实现营业收入 69.53 亿元，同比减少 15.1%、环比减少 2.6%；归母净利润 6.01 亿元，同比减少 12.4%、环比减少 52.0%；扣非归母净利 5.51 亿元，同比减少 18.5%、环比减少 54.5%。业绩符合我们之前预期。

► **铝价大涨，吨铝毛利上升助推业绩大增。**分产品看，公司利润主要来源于电解铝，其中自产铝锭贡献毛利 60.3 亿元，同比增加 59.5%，占总毛利 92.5%，氧化铝贡献毛利 2.9 亿元，同比增加 48.8%，占总毛利 4.5%。量：2021 年公司铝锭产销量为 115.4 万吨、106.4 万吨，同比分别增加 2.1 和减少 5.4%；氧化铝产销量为 90.7 万吨和 75.0 万吨，同比分别增加 21.0%和 41.8%。**2022 年经营目标：原铝产量 115 万吨，氧化铝产量 200 万吨，预焙阳极产量 55 万吨，高纯铝产量 3.5 万吨。**利：公司自产铝锭吨毛利 5665 元，同比增加 2315 元，氧化铝吨毛利 348 元，同比增加 16 元。公司毛利率、净利率为 22.8%和 13.3%，分别提升 9.1 pct 和 6.4pct。

► **受动力煤价格上涨拖累，2021Q4 归母净利环比-52.0%。**2021Q4 公司毛利率、净利率为 17.6%和 8.6%，同比分别上升 6.2pct、0.27pct，环比分别下降 11.4pct 和 8.9pct，三费费率 4.65%，环比上升 0.16pct，研发费率 1.2%，环比上升 0.5pct。公司 Q4 业绩下滑，主要因为动力煤价格上涨，自备电厂成本上升。

► **未来看点：1) 氧化铝项目稳步推进，原料基本自给，上游一体化布局完善。**广西二期、三期 170 万吨氧化铝项目有望 2022 年上半年达产，预焙阳极产能继续释放，公司预焙阳极、氧化铝基本自给，而电力自给率 80%-90%，原料自给有助于提升公司成本管控能力。**2) 高纯铝项目稳步推进，动力电池箔领域布局提速。**公司 2 万吨高纯铝项目预计年中投产，并新开工 2 万吨，2022 年底产能达到 8 万吨，远期规划 10 万吨；电池箔领域，公司实施 10 万吨动力电池箔的产线改造升级，并配套建设 10 万吨冷轧，力争 2023 年投产，新能源车领域的布局将为公司业绩提供新的增量。**3) 能源成本低，区域优势明显。**公司电解铝产能分布在资源丰富的新疆，能源成本低，未来随着西北大风光基地的建设，公司成本优势或进一步巩固，也有利于未来在绿电领域的布局。

► **投资建议：**随着上游氧化铝项目的推进，公司成本优势继续巩固，业绩或稳定增长。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 56.54 亿元、62.11 亿元和 65.33 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.34 元和 1.40 元，对应 4 月 8 日收盘价的 PE 分别为 7、6 和 6 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**动力煤价格大幅上涨，产能释放不及预期，下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	28745	34946	32328	32092
增长率 (%)	4.7	21.6	-7.5	-0.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	3833	5654	6211	6533
增长率 (%)	100.4	47.5	9.9	5.2
每股收益 (元)	0.82	1.22	1.34	1.40
PE	10	7	6	6
PB	1.8	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 8 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

8.04 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.【民生金属公司点评】天山铝业：原料成本上升，Q4 利润环比下降

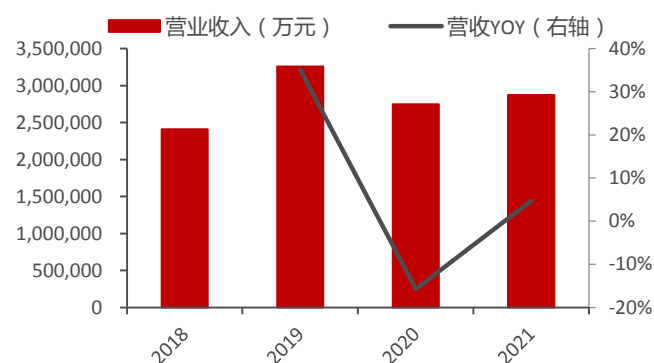
目录

1 事件：公司发布 2021 年年报	3
2 点评	4
2.1 2021 年度业绩：铝价大幅上涨，业绩明显提升	4
2.2 2021Q4 业绩：动力煤价格大幅上涨拖累利润	5
2.3 未来看点：一体化布局降低成本，区域优势助力长远发展	7
3 盈利预测与投资建议	10
3.1 估值分析	10
3.2 投资建议	10
4 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件：公司发布 2021 年年报

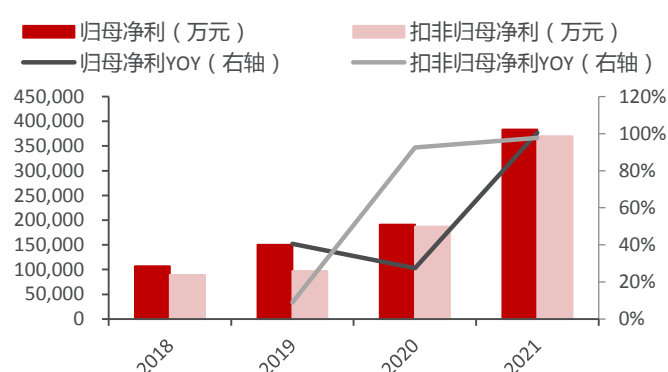
公司发布 2021 年年报。2021 年，公司实现营收 287.45 亿元，同比增长 4.7%；归母净利润 38.33 亿元，同比增长 100.4%；扣非归母净利润 36.94 亿元，同比增加 97.7%。2021Q4，公司实现营收 69.53 亿元，同比减少 15.1%、环比减少 2.6%；归母净利润 6.01 亿元，同比减少 12.4%、环比减少 52%；扣非归母净利润 5.51 亿元，同比减少 18.5%、环比减少 54.5%。业绩符合我们之前预期。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 4.7%



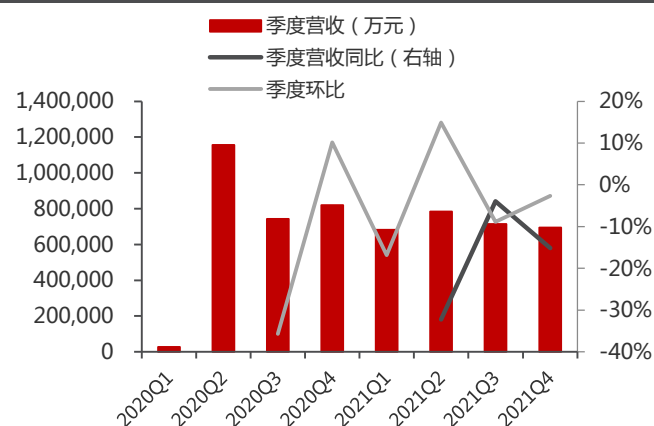
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 100.4%



资料来源：wind，民生证券研究院

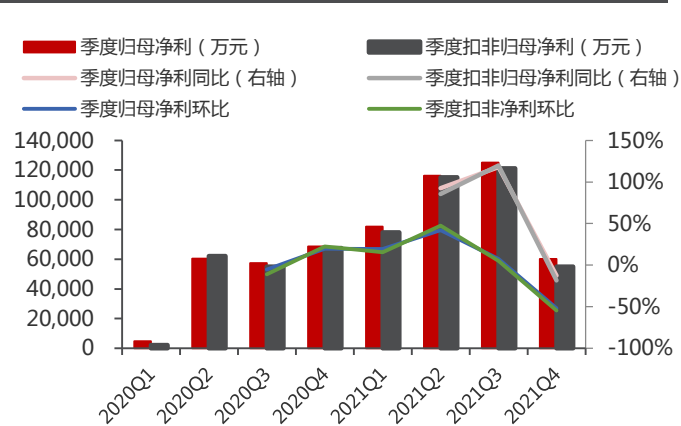
图 3：2021Q4，公司营收环比减少 2.6%



资料来源：wind，民生证券研究院

备注：公司 2020 年重大资产重组

图 4：2021Q4，公司归母净利润环比减少 52%



资料来源：wind，民生证券研究院、

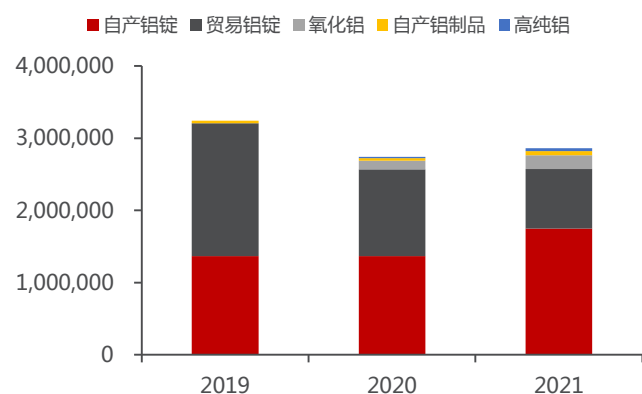
备注：公司 2020 年重大资产重组

2 点评

2.1 2021 年度业绩：铝价大幅上涨，业绩明显提升

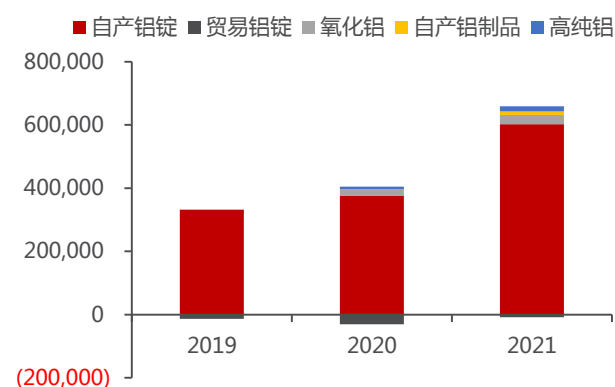
分产品看，自产铝锭毛利贡献占比 92.5%。公司业务以电解铝生产和贸易为主，也开始积极布局上下游产业。2021 年，公司自产铝锭营收 174.7 亿元，同比增加 27.7%，占总营收 61.1%，贸易铝锭营收 82.5 亿元，同比减少 31.2%，占总营收比 28.8%，氧化铝营收 19.3 亿元，同比增加 58.9%，占营收比重 6.7%；毛利方面，公司自产铝锭贡献毛利 60.3 亿元，同比增加 59.5%，占总毛利比 92.5%，贸易铝锭亏损 0.82 亿元，同比减少 73.6%，氧化铝贡献毛利 2.9 亿元，同比增加 48.8%，占毛利比 4.5%。

图 5：2021 年，公司自产铝锭营收占比 61.1%（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

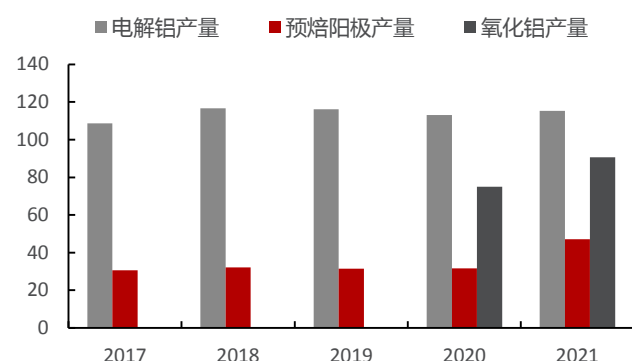
图 6：2021 年，公司自产铝锭毛利占比 92.5%（单位：万元）



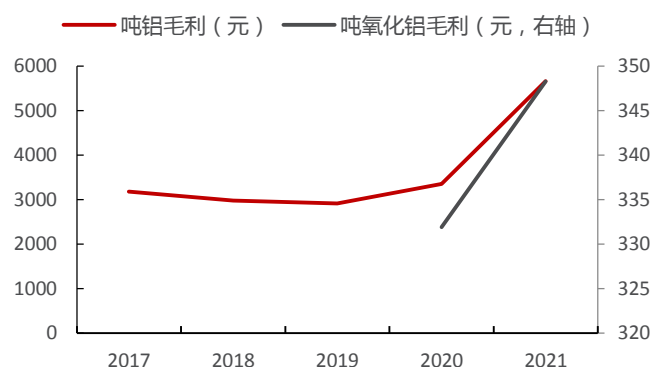
资料来源：wind，民生证券研究院

量：预焙阳极和氧化铝项目产能释放，产量增长明显。2021 年，公司 80 万吨氧化铝和 30 万吨预焙阳极投产项目，产能开始放量。2021 年公司铝锭产销量为 115.4 万吨、106.4 万吨，同比分别增加 2.1 和减少 5.4%；贸易铝锭销量为 51.0 万吨，同比下降 47.7%；氧化铝产销量为 90.7 万吨和 75.0 万吨，同比分别增加 21.0%和 41.8%；预焙阳极产量 47.1 万吨，同比增加 49.2%；铝制品产销量均为 3.1 万吨，同比增加 25.5%；高纯铝产销量为 1.61 万吨和 1.64 万吨，同比分别增加 91.7%和 113.0%。**2022 年，公司生产经营目标：**原铝产量 115 万吨，氧化铝产量 200 万吨，预焙阳极产量 55 万吨 高纯铝产量 3.5 万吨。

利：铝价上涨，盈利能力提升。公司积极布局预焙阳极和氧化铝等上游产业，成本控制能力，随着铝价上涨，公司盈利能力提升。**吨盈利方面，**2021 年公司自产铝锭吨毛利 5665 元，同比增加 2315 元，氧化铝吨毛利 348 元，同比增加 16 元。

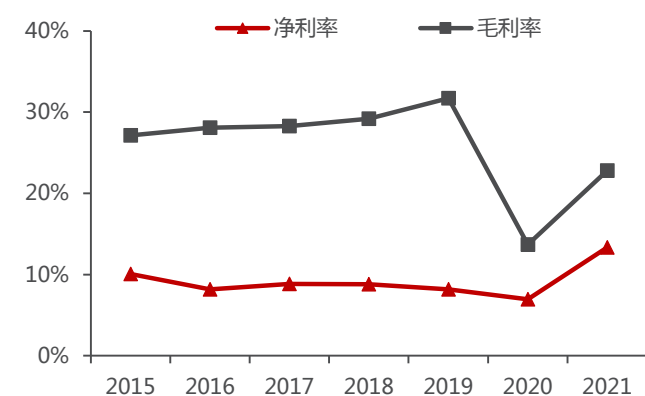
图 7：2021 年，公司电解铝产量同比增加 2.1% (单位：万吨)


资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2021 年，公司电解铝吨毛利增加 2315 元


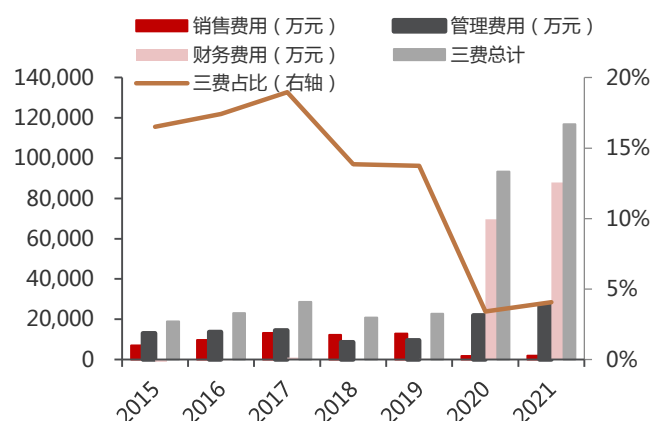
资料来源：wind，民生证券研究院

三费费率上升 0.67pct，净利率上升 6.4pct。公司 2021 年三费费用 11.69 亿元，同比上升 25.27%，三费费率 4.07%，同比上升 0.67pct，其中销售费用 1899 万元，同比上升 9.00%，主要是包装费大幅上升；管理费用为 2.71 亿元，同比增加 23.30%，主要因为职工薪酬及办公及会议费增加；财务费用 8.79 亿元，同比上升 26.30%，主要系利息费用大幅增加。公司毛利率、净利率为 22.8% 和 13.3%，同比分别提升 9.1 pct 和 6.4pct。

图 9：2021 年，公司净利率上升 6.4pct


资料来源：wind，民生证券研究院

备注：公司 2020 年重大资产重组，2015-2019 年为新界泵业数据

图 10：2021 年，公司三费费率上升 0.67pct


资料来源：wind，民生证券研究院

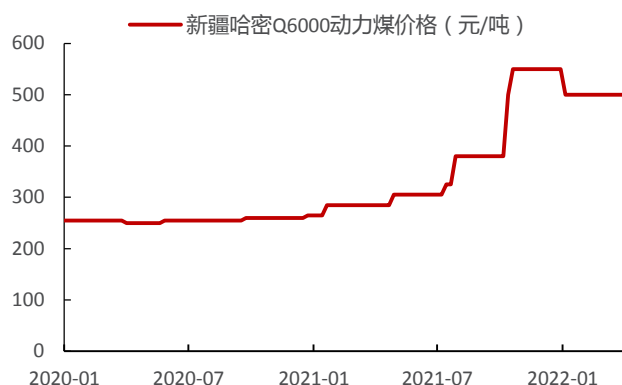
备注：公司 2020 年重大资产重组，2015-2019 年为新界泵业数据

2.2 2021Q4 业绩：动力煤价格大幅上涨拖累利润

2021Q4 净利率同比上升 6.2pct，环比下降 8.9pct。2021Q4，公司实现营收 69.53 亿元，同比减少 15.1%、环比减少 2.6%；归母净利润 6.01 亿元，同比减少 12.4%、环比减少 52%；扣非归母净利 5.51 亿元，同比减少 18.5%、环比

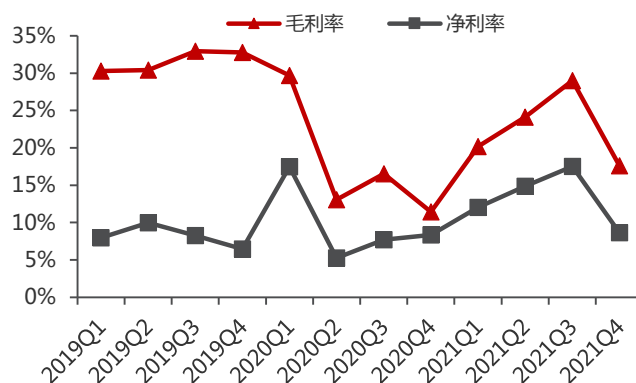
减少 54.5%。2021Q4 公司毛利率、净利率为 17.6% 和 8.6%，同比分别上升 6.2pct、0.27pct，环比分别下降 11.4pct 和 8.9pct。公司 Q4 业绩下滑，主要因为三季度以来，动力煤价格明显上涨，公司自备电厂成本上升，利润受拖累。

图 11：2021Q4，动力煤现货价大幅上升



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021Q4，毛利率环比下降 11.4pct

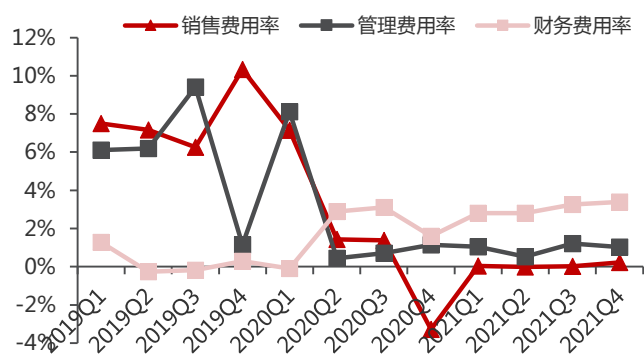


资料来源：wind，民生证券研究院

备注：公司 2020 年重大资产重组，2019 年为新界泵业数据

三费率环比上升 0.16pct，研发费率环比上升 0.5pct。从费用率来看，2021Q4 公司销售费用率环比上升 0.2pct，管理费用率环比下降 0.18pct，财务费用率环比上升 0.14pct；2021Q4 公司研发费用环比上升 71.4%，研发费率上升 0.5pct。

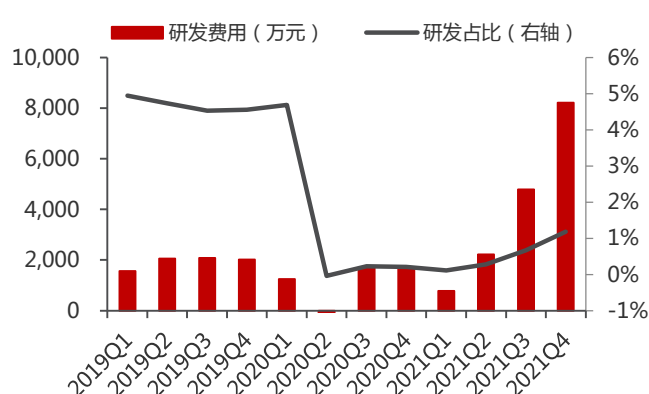
图 13：2021 年 Q4，三费率环比上升 0.16pct



资料来源：wind，民生证券研究院

备注：公司 2020 年重大资产重组，2019 年为新界泵业数据

图 14：2021 年 Q4，研发费用费率上升 0.5pct



资料来源：wind，民生证券研究院

备注：公司 2020 年重大资产重组，2019 年为新界泵业数据

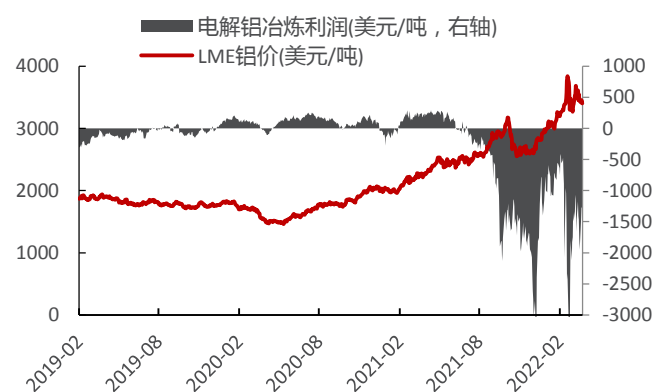
2.3 未来看点：一体化布局降低成本，区域优势助力长远发展

2.3.1 欧洲电解铝亏损严重，减产继续，LM 铝库存持续下降

能源价格高企，欧洲电解铝企业亏损严重。全球能源转型过程中，传统能源投资不足，供应增长缓慢，而全球经济复苏，需求回升，供需持续紧张，价格大幅上涨，尤其欧洲天然气价格上涨明显。天然气价格上涨推升电价上升，欧洲电解铝企业亏损严重，不得不进行减产，据 SMM 统计，欧洲电解铝减产产能达 92.8 万吨，根据我们测算，欧洲依赖天然气生产的电解铝企业，亏损仍然超过 1000 美元/吨，未来减产或将会延续。

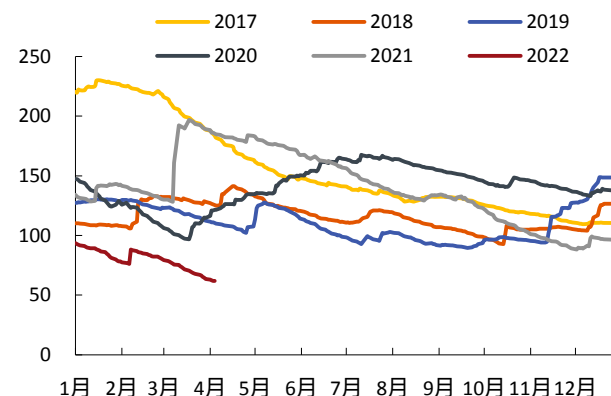
海外供应偏紧，LME 铝库存持续下降。海外电解铝企业减产，供应紧张，而需求较强，LME 库存持续下降，截至 2022 年 4 月 7 日，LME 铝库存 62.0 万吨，处于历史低位，且在继续下降，每周降库约 3 万吨，在减产仍未缓解情况下，LME 铝去库趋势较难扭转。

图 15：欧洲电解铝企业亏损严重



资料来源：wind，民生证券研究院测算

图 16：LME 铝库存处于历史低位且继续下降（单位：万吨）



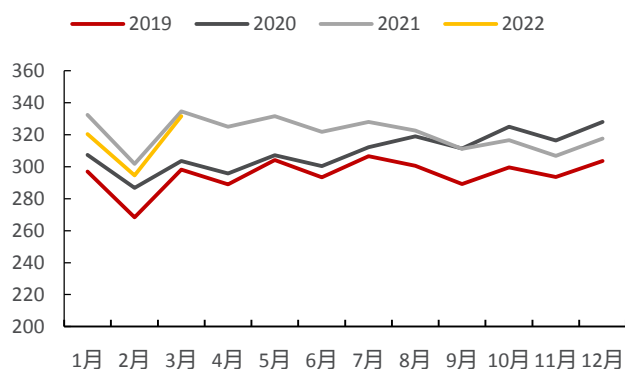
资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.2 国内供应上升，出口支撑需求

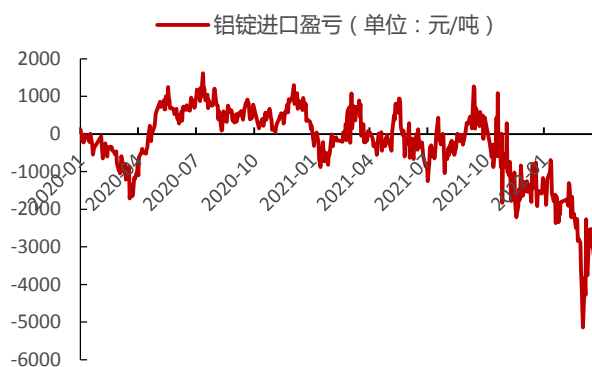
云南电解铝复产较快，国内供应上升。国内电解铝利润较高，而云南水电出力增加，电力紧张局面缓解，国内电解铝产量持续增长，1 季度国内电解铝产量 946.5 万吨，同比下降 2.3%，其中 3 月份电解铝产量已基本恢复到 2021 年同期水平，随着云南丰水期来临，电解铝供应将进一步上升。

国内外价差扩大，电解铝出口增，进口减。由于海外电解铝供应紧张，电解铝

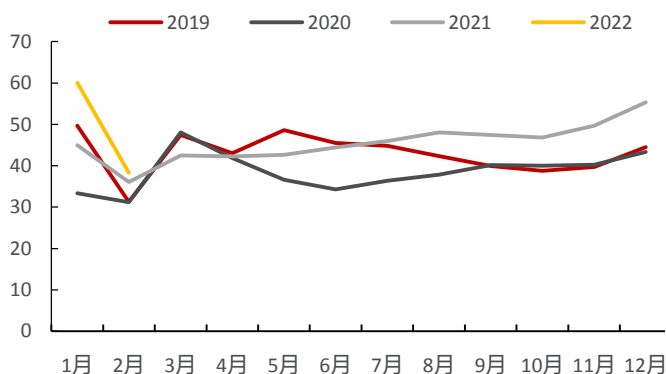
内外价差扩大，目前电解铝进口亏损超过 3000 元/吨，内外价差的扩大，导致铝锭进口量大降，铝材出口增加。2022 年 1-2 月，我国铝锭进口 2.6 万吨，同比下降 6.3 万吨，铝材出口 98.4 万吨，同比增加 17.3 万吨，净出口大幅增加 22.6 万吨，海外对国内需求的带动比较明显。

图 17：国内电解铝产量回升（单位：万吨）


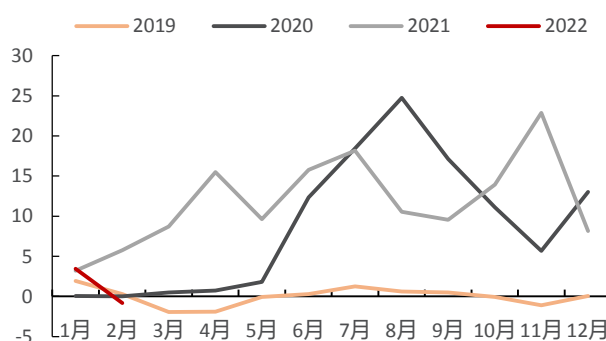
资料来源：SMM，民生证券研究院

图 18：我国电解铝进口亏损扩大


资料来源：SMM，民生证券研究院

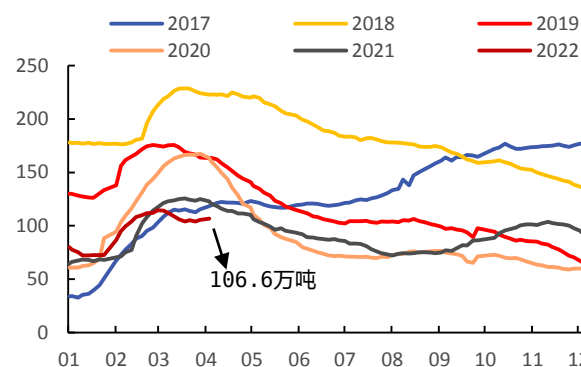
图 19：我国铝材出口继续增长（单位：万吨）


资料来源：SMM，民生证券研究院

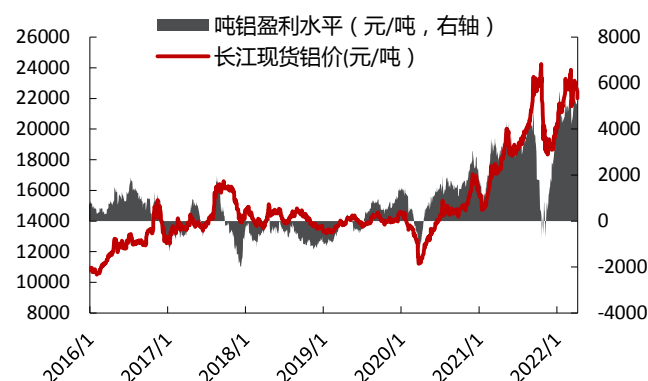
图 20：我国铝锭由进口转为出口（单位：万吨）


资料来源：SMM，民生证券研究院

疫情导致消费旺季延迟，电解铝行业保持高利润。3 月，国内疫情有所发展，防控趋严，对需求抑制比较明显，国内电解铝反季节性累库，库存累积主要发生在华东，也正是此次疫情防控严的地区，未来疫情若好转，电解铝消费旺季将会到来，库存有望再次下降。需求受抑背景下，电解铝行业平均吨利润 4228 元，仍然维持高位，行业保持高景气。

图 21：国内电解铝库存保持平稳（单位：万吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：电解铝利润处于高位


资料来源：wind，民生证券研究院测算

2.3.3 一体化布局日益完善，成本优势助力长远发展

氧化铝项目稳步推进，一体化布局完善。上游原料方面，预焙阳极和氧化铝基本实现自给，公司积极推进氧化铝项目，并完善上游铝土矿资源的配套，2022年上半年，广西二期、三期 170 万吨氧化铝项目有望达产，氧化铝产量继续快速增长，虽然广西氧化铝项目产品主要外销，公司新疆电解铝厂仍需外购氧化铝，但氧化铝项目的投产，基本规避了氧化铝价格波动影响公司业绩的风险，也算是另一种原料自给。随着预焙阳极产能释放，产量继续提升，按照公司产量指引，2022 年公司预焙阳极将实现自给自足。

下游铝加工方面，高纯铝项目稳步推进，动力电池箔扩张提速，公司加快 2 万吨高纯铝产能建设，并新开工 2 万吨产能，到 2022 年底，高纯铝建成产能有望达到 8 万吨，公司远期产能规划 10 万吨，动力电池箔领域，公司积极切入新能源车赛道，子公司新仁铝业对 10 万吨动力电池箔产线进行升级改造，并在石河子开工建设配套冷轧产线，力争 2023 年投产，动力电池箔有望成为公司新的业绩增长点。

能源成本低，区域优势明显。公司电解铝产能位于新疆，新疆煤炭、油气资源丰富，动力煤价格较内地低 700 元/吨标煤，对于电解铝这样高耗能的产品来讲，公司能源成本优势明显。新疆不只传统油气储量大，风光等自然资源也很丰富，随着西北风光大基地的开发，新疆能源成本的优势将继续巩固，同时公司也多了一项绿色电源的选择，为未来电解铝市场碳交易做准备。

3 盈利预测与投资建议

3.1 估值分析

目前公司主营电解铝冶炼业务，我们选择三家 A 股主营电解铝生产的神火股份、云铝股份以及中国铝业，作为可比公司，2022 年可比公司 PE 平均值为 7 倍，与天山铝业 7 倍的估值相同。公司作为上游一体化冶炼企业，并且具有能源成本优势，稳定性较强，应当给予一定的估值溢价，因此我们认为公司估值水平具备提升空间。

表 1：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601677.SH	云铝股份	12.54	0.96	1.35	2.45	13	9	5
002540.SZ	神火股份	13.49	1.45	2.94	3.15	9	5	4
601702.SH	中国铝业	5.72	0.29	0.74	0.91	20	8	6
002532.SZ	天山铝业	8.04	0.82	1.22	1.34	10	7	6
可比公司估值平均值						14	7	5

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：股价时间为 2022 年 4 月 8 日

3.2 投资建议

随着上游氧化铝项目的推进，公司成本优势继续巩固，业绩或稳定增长。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 56.54 亿元、62.11 亿元和 65.33 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.34 元和 1.40 元，对应 4 月 8 日收盘价的 PE 分别为 7、6 和 6 倍，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 原材料价格大幅上涨。公司自备电厂原料为动力煤,动力煤价格大幅上涨,将影响自备电厂成本,对公司的利润产生不利影响。

2) 产能释放不及预期。公司氧化铝和高纯铝项目在建,若部分项目的投产、达产进度受到外部因素干扰延期,则会对公司利润产生不利影响。

3) 下游需求不及预期等。公司业绩受铝价影响较大,电解铝需求走弱,导致价格下降,将对公司盈利产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	28745	34946	32328	32092
营业成本	22188	26587	23382	23051
营业税金及附加	458	559	517	513
销售费用	19	17	16	16
管理费用	271	315	291	289
研发费用	160	105	97	96
EBIT	5649	7362	8024	8126
财务费用	879	468	295	61
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	4943	7063	7885	8228
营业外收支	3	4	3	3
利润总额	4946	7067	7888	8231
所得税	1113	1413	1677	1698
净利润	3833	5654	6211	6533
归属于母公司净利润	3833	5654	6211	6533
EBITDA	6975	17922	22278	26021

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7576	9092	10455	16708
应收账款及票据	1615	1384	1410	1424
预付款项	4191	4599	4181	4116
存货	8834	8005	7545	7562
其他流动资产	515	534	553	573
流动资产合计	22732	23614	24144	30382
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	25118	26801	25165	18571
无形资产	1124	1437	1754	2022
非流动资产合计	30750	33359	32472	26446
资产合计	53482	56973	56615	56828
短期借款	3963	2435	1743	0
应付账款及票据	13183	14467	13137	12939
其他流动负债	8581	9023	8802	8713
流动负债合计	25727	25925	23682	21652
长期借款	5439	4939	2939	1439
其他长期负债	1047	1047	1047	1047
非流动负债合计	6486	5986	3986	2486
负债合计	32213	31911	27668	24138
股本	4652	4652	4652	4652
少数股东权益	2	2	2	3
股东权益合计	21269	25062	28947	32689
负债和股东权益合计	53482	56973	56615	56828

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.68	21.57	-7.49	-0.73
EBIT 增长率	86.22	30.34	8.99	1.27
净利润增长率	100.44	47.50	9.86	5.18
盈利能力 (%)				
毛利率	22.81	23.92	27.67	28.17
净利润率	13.33	16.18	19.21	20.36
总资产收益率 ROA	7.17	9.92	10.97	11.50
净资产收益率 ROE	18.02	22.56	21.46	19.99
偿债能力				
流动比率	0.88	0.91	1.02	1.40
速动比率	0.37	0.42	0.52	0.86
现金比率	0.29	0.35	0.44	0.77
资产负债率 (%)	60.23	56.01	48.87	42.48
经营效率				
应收账款周转天数	5.60	3.97	4.19	4.35
存货周转天数	145.33	109.90	117.77	119.74
总资产周转率	0.54	0.61	0.57	0.56
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.22	1.34	1.40
每股净资产	4.57	5.39	6.22	7.03
每股经营现金流	0.43	4.11	4.33	5.23
每股股利	0.20	0.40	0.50	0.60
估值分析				
PE	10	7	6	6
PB	1.8	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.31	2.26	1.63	1.03
股息收益率 (%)	2.43	4.86	6.08	7.29

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3833	5654	6211	6533
折旧和摊销	1326	10559	14254	17894
营运资金变动	-4126	2359	-717	-272
经营活动现金流	1979	19120	20139	24349
资本开支	-2868	-13164	-13364	-11866
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-2887	-13164	-13364	-11866
股权募资	0	0	0	0
债务募资	827	-2029	-2692	-3243
筹资活动现金流	-1763	-4441	-5411	-6231
现金净流量	-2676	1515	1364	6253

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 4.7%.....	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 100.4%	3
图 3：2021Q4，公司营收环比减少 2.6%	3
图 4：2021Q4，公司归母净利润环比减少 54.5%	3
图 5：2021 年，公司自产铝锭营收占比 61.1%（单位：万元）	4
图 6：2021 年，公司自产铝锭毛利占比 92.5%（单位：万元）	4
图 7：2021 年，公司电解铝产量同比增加 2.1%（单位：万吨）	5
图 8：2021 年，公司电解铝吨毛利增加 2315 元	5
图 9：2021 年，公司净利率上升 6.4pct	5
图 10：2021 年，公司三费费率上升 0.67pct	5
图 11：2021Q4，动力煤现货价大幅上升	6
图 12：2021Q4，毛利率下降	6
图 13：2021 年 Q4，三费费率环比上升 0.16pct	6
图 14：2021 年 Q4，研发费用费率上升 0.5pct	6
图 15：欧洲电解铝企业亏损严重	7
图 16：LME 铝库存处于历史低位且继续下降（单位：万吨）	7
图 17：国内电解铝产量回升（单位：万吨）	8
图 18：我国电解铝进口亏损扩大	8
图 19：我国铝材出口继续增长（单位：万吨）	8
图 20：我国铝锭由进口转为出口（单位：万吨）	8
图 21：国内电解铝库存保持	9
图 22：电解铝利润处于高位	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：可比公司 PE 数据对比	10
公司财务报表数据预测汇总	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001