

## 天山铝业 (002532.SZ)

2024 年 08 月 14 日

## 区位优势突出的一体化铝企，稀缺成长价值凸显

## ——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

李怡然（分析师）

温佳贝 (分析师)

liyiran@kysec.cn

wenjiabei@kysec.cn

证书编号: S0790523050002

证书编号: S0790524040009

日期 2024/8/14

当前股价(元) 6.75

|           |           |
|-----------|-----------|
| 一年最高最低(元) | 9.15/4.68 |
|-----------|-----------|

|         |        |
|---------|--------|
| 总市值(亿元) | 314.00 |
|---------|--------|

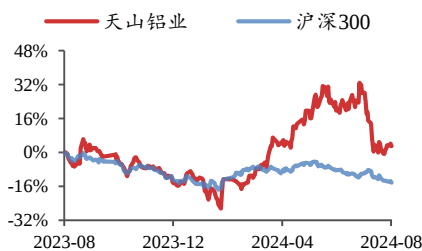
流通市值(亿元) 278.78

|         |       |
|---------|-------|
| 总股本(亿股) | 46.52 |
|---------|-------|

|          |       |
|----------|-------|
| 流通股本(亿股) | 41.30 |
|----------|-------|

|            |       |
|------------|-------|
| 近3个月换手率(%) | 88.86 |
|------------|-------|

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 极具区域特色的电解铝老兵，一体化优势突出

天山铝业立足新疆享受低廉的能源价格，成本优势领先多省；公司自铝土矿到深加工实现全产业链布局，单吨成本领先行业平均水平。目前公司致力于完善产业链，向上布局铝土矿，原材料成本有望降低，且天足铁路的运行及天铝有限所得税的下调有望再次降低公司单吨电解铝的生产成本；此外，公司手握待建合规电解铝指标 20 万吨，稀缺成长性凸显。我们预计公司 2024-2026 年实现收入 314.24、325.51、356.46 亿元，同比分别变动+8.5%、+3.6%、+9.5%，实现归母净利润 42.69、53.11、60.51 亿元，同比分别变动+93.6%、+24.4%、+13.9%，EPS 分别为 0.92、1.14、1.30 元/股，对应 2024 年 8 月 14 日收盘价 PE 分别 7.4、6.0、5.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 海内外齐发力，成长价值凸显

公司海内外规划多个项目正在陆续推进中，上游布局助力降本，中下游布局助力成长。分地区来看，公司业务布局新疆、江苏、广西、几内亚、印尼：（1）**新疆**：公司于新疆布局 120 万吨在产电解铝项目，同时配套 6 台 350MW 自备发电机组和 60 万吨预焙阳极，实现电力 80~90%自给、预焙阳极 100%自给，电解铝项目产业配套完善，此外，公司手握待建合规电解铝指标 20 万吨，正在积极推进；深加工方面，公司于新疆地区布局 6 万吨高纯铝产能和 30 万吨铝箔坯料产线，提高产品附加值；（2）**江苏**：公司于江阴地区布局技改 2 万吨+新建 20 万吨铝箔项目，江苏地区毗邻长江三角洲锂电产业聚集区，便于快速响应市场和客户需求；（3）**广西**：公司于广西靖西地区布局 250 万吨氧化铝产线，伴随靖西铝土矿项目探转采的推进和几内亚铝土矿产能释放，广西地区氧化铝产线有望实现 100%铝土矿自给；（4）**几内亚**：公司通过收购本土矿业公司股权获得当地一座铝土矿全部使用权，目前已进入生产开采阶段；（5）**印尼**：脱离国内内卷市场，瞄准海外，公司在印尼布局 200 万吨铝土矿-氧化铝一体化项目。

● **风险提示：**铝价大幅波动风险、几内亚和印尼政策风险、新疆 20 万吨待建合规电解铝指标推进进度不及预期、在建工程进度不及预期风险。

## 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 33,008 | 28,975 | 31,424 | 32,551 | 35,646 |
| YOY(%)     | 14.8   | -12.2  | 8.5    | 3.6    | 9.5    |
| 归母净利润(百万元) | 2,650  | 2,205  | 4,269  | 5,311  | 6,051  |
| YOY(%)     | -30.9  | -16.8  | 93.6   | 24.4   | 13.9   |
| 毛利率(%)     | 15.3   | 14.1   | 20.8   | 23.6   | 24.2   |
| 净利率(%)     | 8.0    | 7.6    | 13.6   | 16.3   | 17.0   |
| ROE(%)     | 11.6   | 9.1    | 15.4   | 16.5   | 16.2   |
| EPS(摊薄/元)  | 0.57   | 0.47   | 0.92   | 1.14   | 1.30   |
| P/E(倍)     | 12.0   | 14.4   | 7.4    | 6.0    | 5.3    |
| P/B(倍)     | 1.4    | 1.3    | 1.1    | 1.0    | 0.9    |

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1、天山铝业：区域特色突出的电解铝老兵              | 4  |
| 1.1、扎根新疆，一体化布局铝产业链               | 4  |
| 1.2、曾氏家族控股，股权结构集中且稳定             | 4  |
| 1.3、铝锭是公司利润的主要来源，立足新疆一体化布局成本优于同行 | 5  |
| 2、区位优势突出的一体化铝企，稀缺成长价值凸显          | 7  |
| 2.1、优势一：扎根新疆能源成本优势突出             | 8  |
| 2.2、优势二：向上进军海外补足原材料，增强上游资源可控能力   | 10 |
| 2.3、优势三：手握稀缺合规待建电解铝指标，成长价值凸显     | 11 |
| 2.4、优势四：进军下游，提高产品附加值             | 12 |
| 2.4.1、高纯铝：高端市场，盈利能力极强            | 12 |
| 2.4.2、铝箔：行业竞争激烈，合理位置布局降本提效       | 14 |
| 3、盈利预测与投资建议                      | 15 |
| 4、风险提示                           | 16 |
| 附：财务预测摘要                         | 17 |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1：扎根新疆，成为电解铝行业领军企业             | 4  |
| 图 2：曾氏家族为实际控制人，股权结构集中            | 5  |
| 图 3：2016~2023 年公司营收 CAGR 达 4%    | 5  |
| 图 4：2016~2023 年公司归母净利润 CAGR 达 7% | 5  |
| 图 5：铝锭贡献主要的营业收入（百万元）             | 6  |
| 图 6：铝锭贡献主要毛利（百万元）                | 6  |
| 图 7：天山铝业氧化铝产量不断提高（单位：万吨）         | 6  |
| 图 8：天山铝业吨毛利高于行业平均水平              | 6  |
| 图 9：天山铝业资产负债率不断优化（单位：%）          | 7  |
| 图 10：近年来天山铝业财务费用率有所增长            | 7  |
| 图 11：天山铝业费用率水平位居行业中游（%）          | 7  |
| 图 12：天山铝业财务费用率高于同行（%）            | 7  |
| 图 13：天山铝业一体化布局铝产业链               | 8  |
| 图 14：新疆是我国第四大煤炭产出地               | 8  |
| 图 15：新疆地区煤炭价格普遍低于其他地区（元/吨）       | 8  |
| 图 16：新疆地区电解铝产能利用率较高（%）           | 9  |
| 图 17：新疆地区产能利用率高于全国平均水平（%）        | 9  |
| 图 18：新疆生产成本明显低于其他省份（元/吨）         | 9  |
| 图 19：新疆生产成本一直低于全国平均水平（元/吨）       | 9  |
| 图 20：2023 年天山铝业生产成本位于行业低水平（万元）   | 9  |
| 图 21：2023 年天山铝业生产成本同比-2%         | 9  |
| 图 22：中国进口铝土矿呈季节性变动（万吨）           | 10 |
| 图 23：2023H1 国内铝土矿产量同比-18%        | 10 |
| 图 24：2024H1 中国氧化铝产量同比+1.4%       | 11 |
| 图 25：2024H1 中国电解铝产量同比+6.7%       | 11 |
| 图 26：高纯铝终端市场以电子行业为主              | 12 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 27：高纯铝下游市场以电子铝箔为主 .....          | 13 |
| 图 28：高纯铝按纯度可分为不同等级 .....           | 13 |
| 图 29：2023 年高纯铝销售受关税政策影响 .....      | 14 |
| 图 30：高纯铝环节盈利能力强 .....              | 14 |
| 图 31：电池铝箔加工费下行（万元/吨） .....         | 14 |
| 表 1：国内电解铝新增产能有限 .....              | 12 |
| 表 2：目前国际上提纯技术以三层液电解法和偏析法为主 .....   | 13 |
| 表 3：天山铝业高纯铝业务市占率领先 .....           | 13 |
| 表 4：天山铝业主要业务业绩拆分 .....             | 15 |
| 表 5：天山铝业业绩对电解铝和氧化铝价格变化的敏感性分析 ..... | 15 |
| 表 6：天山铝业估值低于可比公司 .....             | 16 |

## 1、天山铝业：区域特色突出的电解铝老兵

### 1.1、扎根新疆，一体化布局铝产业链

扎根新疆成本优势凸显，向上补足产业链降低原材料风险敞口。2010年9月，曾氏家族赴新疆投资成立天山铝业，2014年，公司两期合计120万吨电解铝项目全部投产；2015年，新疆生产建设兵团发展和改革委员会出具《企业投资项目备案证明》（兵发改(产业)备[2015]7号），重新核定建设规模为140万吨/年电解铝。2015~2020年，天山铝业不断补足产业链，向上布局原材料降低风险敞口，向下布局高纯铝、电池铝箔延伸产业链。截至2023年年底，公司拥有在运营电解铝产能120万吨+合规但未运营电解铝产能指标20万吨、氧化铝产能250万吨、阳极碳素60万吨产能和自备机组6\*350KW，氧化铝、预焙阳极实现理论100%自给自足，电力自给率达80%~90%。

图1：扎根新疆，成为电解铝行业领军企业



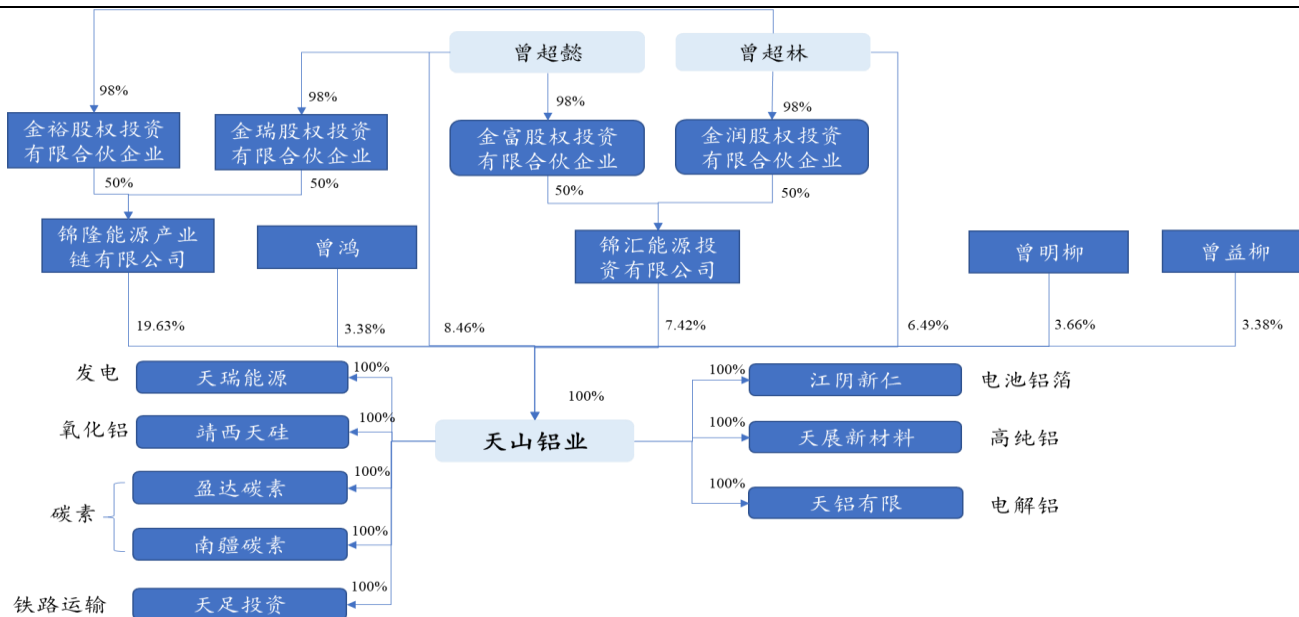
资料来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

### 1.2、曾氏家族控股，股权结构集中且稳定

曾氏家族控股，股权结构集中且稳定。天山铝业集团实际控制人为曾超懿和曾超林，截至2024Q1，曾超懿曾超林及其一致行动人合计持股比例高达42%，股权结构集中且稳定。

子公司被认定为高新技术企业所得税率降低，收购天足铁路优化成本。公司下设多个全资子公司分管各个业务条线，包括天铝有限（电解铝）、天瑞能源（电力）、盈达碳素&南疆碳素（碳素）、靖西天桂（氧化铝）、江阴新仁（电池铝箔）和天展新材料（高纯铝）；此外，2023年公司完成天足投资收购，旗下天足铁路助力省去厂区-石河子火车站的公路运输费用和一次装卸费用，可有效提高运输和装卸效率，降低运输成本。2023年，天铝有限获评“国家高新技术企业”，天铝有限2023年至2025年将按15%的税率缴纳企业所得税（2022年为25%），对业绩有积极贡献。

图2：曾氏家族为实际控制人，股权结构集中

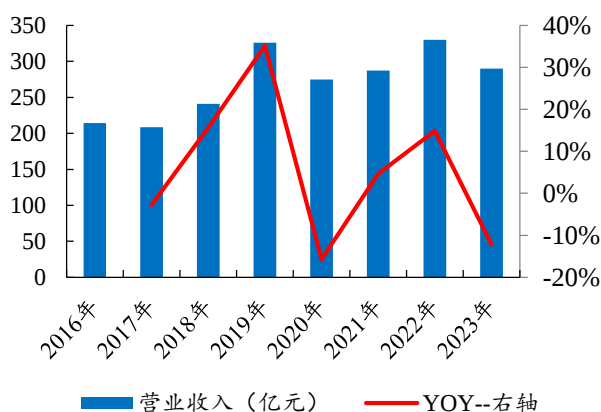


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

### 1.3、铝锭是公司利润的主要来源，立足新疆一体化布局成本优于同行

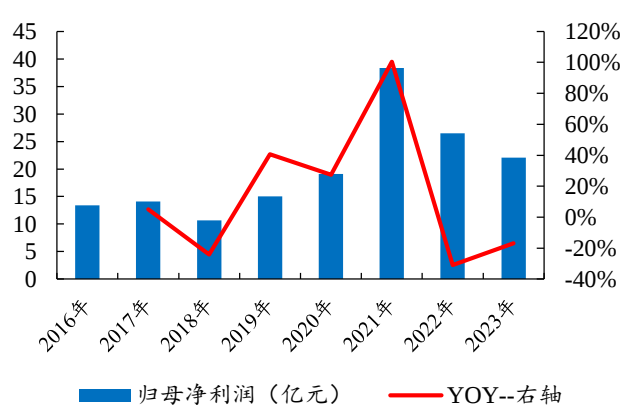
营业收入主要受铝价影响，立足新疆一体化布局成本优于同行。2023 年公司实现营业收入 289.7 亿元,同比减少 12.2%,实现归母净利润 22.1 亿元,同比减少 16.8%，主要系当年铝价承压所致。分结构来看，公司营收号毛利的主要贡献方均为自产铝锭板块，2023 年该板块营收和毛利占比分别为 64%、94%，是公司利润的主要来源。此外，公司致力于一体化布局，不断向上布局预焙阳极、氧化铝、铝土矿等原材料板块，平抑原材料价格波动风险，且公司扎根新疆，电力成本优势显著，吨毛利水平高于同行。

图3：2016~2023 年公司营收 CAGR 达 4%



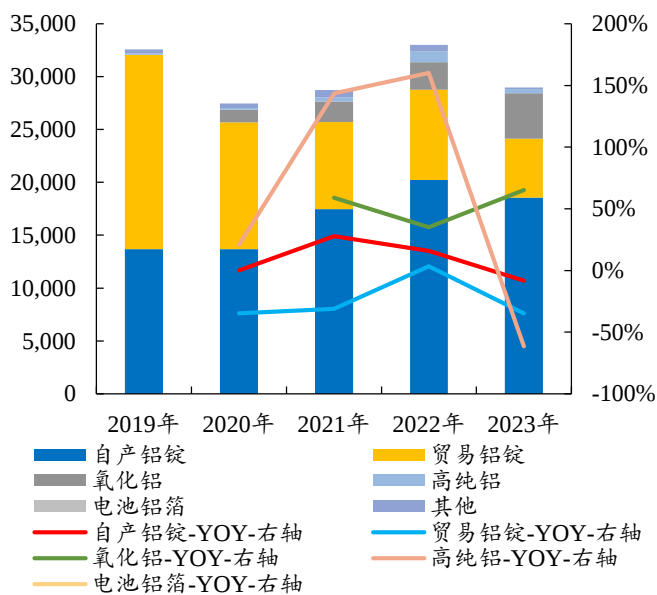
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图4：2016~2023 年公司归母净利润 CAGR 达 7%



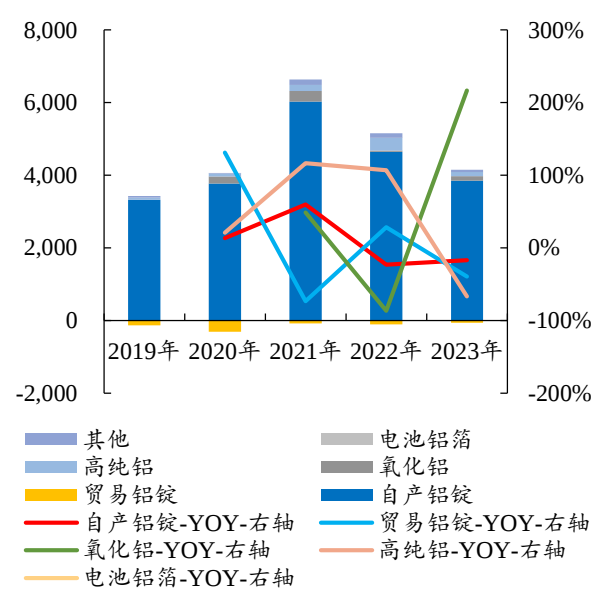
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图5：铝锭贡献主要的营业收入（百万元）



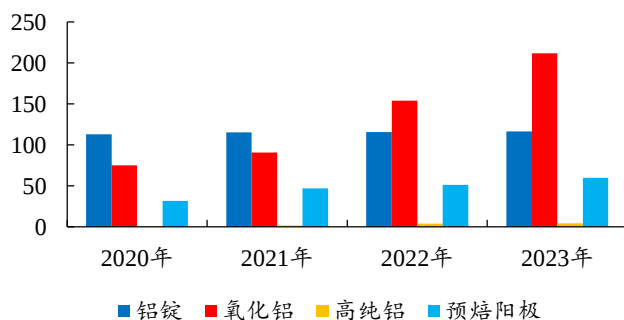
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图6：铝锭贡献主要毛利（百万元）



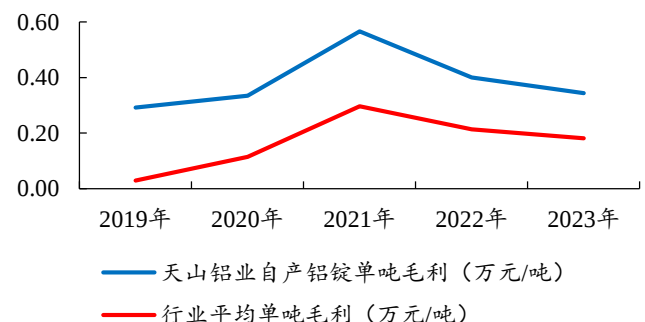
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图7：天山铝业氧化铝产量不断提高（单位：万吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

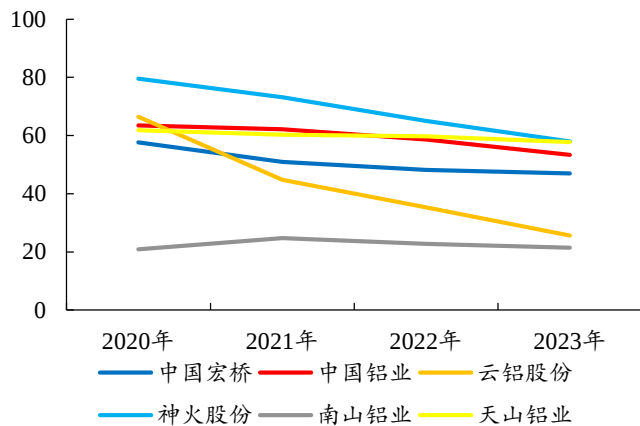
图8：天山铝业吨毛利高于行业平均水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

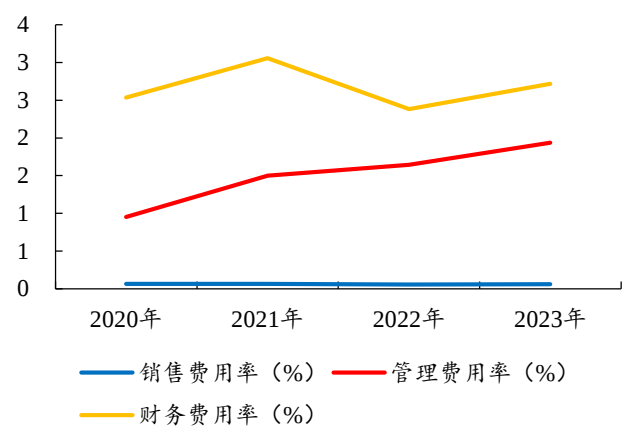
资产结构不断优化，财务费用率改善空间较大。资产结构来看，2020年以来，公司资产结构不断优化，2020~2023年资产负债率由61.85%下降至57.78%，但相比同行仍位于较高水平。费用率来看，公司费用率位居行业中游水平，细分来看，主要系公司财务费用率水平较高，主要系用于项目建设的有息债务利息资本化转为生产经营的财务费用所致，我们认为后续伴随铝价高位公司经营利润改善，不断偿还

图9：天山铝业资产负债率不断优化（单位：%）



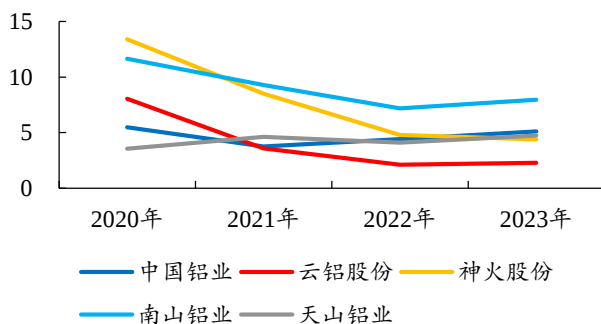
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：近年来天山铝业财务费用率有所增长



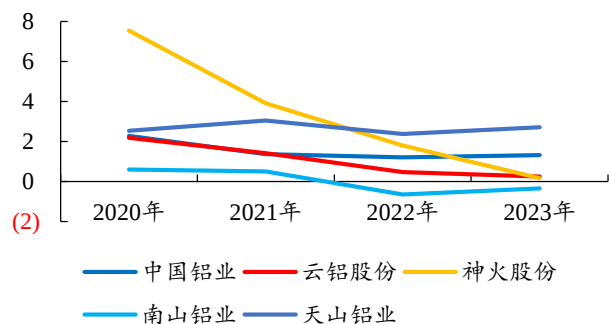
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：天山铝业费用率水平位居行业中游（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：天山铝业财务费用率高于同行（%）

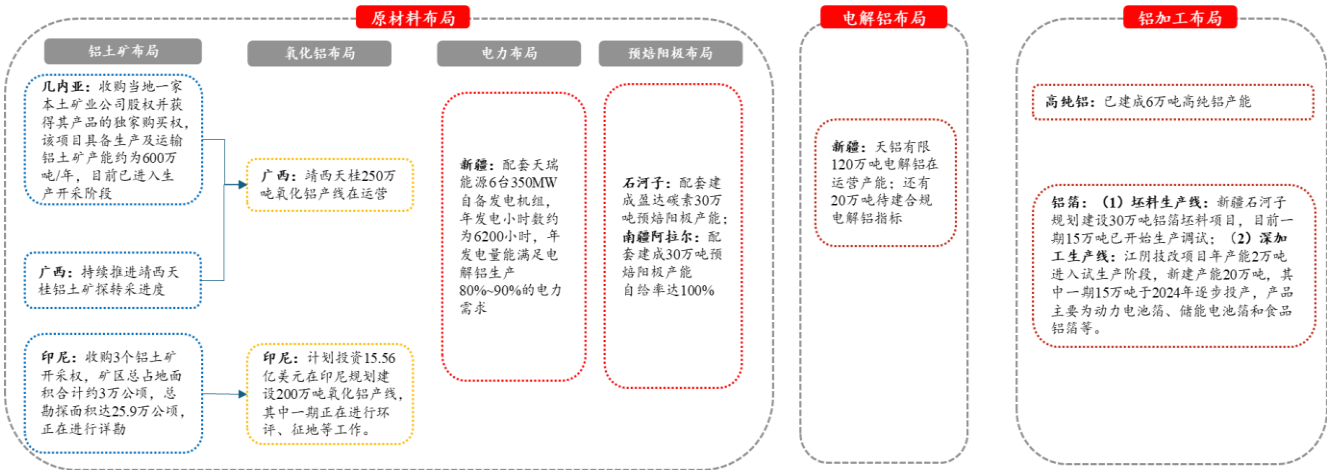


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、区位优势突出的一体化铝企，稀缺成长价值凸显

立足新疆一体化布局凸显成本优势，海外多项目推进+新疆 20 万吨待建电解铝指标打开成长空间。天山铝业立足新疆电力成本优势凸显，同时布局预焙阳极、氧化铝等原材料，降低原材料价格波动风险，成本更低更稳定。此外，公司近年来开始进军海外，着手推进几内亚铝土矿布局和印尼铝土矿-氧化铝布局，完善铝产业链原材料布局。**电解铝环节来看**，公司目前在运营产能 120 万吨，仍有 20 万吨合规电解铝产能指标处于待建状态，此前因电力供应问题一直搁置，伴随新疆新能源发电的不断发展，电力问题或将得到缓解，届时公司在运营产能将增长约 17%达到 140 万吨，在电解铝合规产能指标极为稀缺的背景下，天山铝业的成长性价值稀缺。此外，公司铝加工环节来看，**(1) 高纯铝**：目前已建成 6 万吨高纯铝产能，其中可产 4N6 以上产品产能为 4.5 万吨，产品主要对外销售给电子光箔及航空板制造厂商；**(2) 铝箔**：在石河子加工为坯料后送至锂电产业聚集区—江阴加工成铝箔，产品主要为动力电池铝箔、储能电池铝箔和食品铝箔等。公司致力于向上补齐原材料短板，降低生产成本，同时布局深加工领域，提高产品盈利能力。

图13：天山铝业一体化布局铝产业链

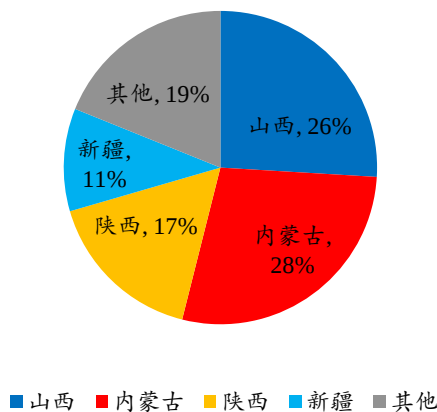


资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.1、优势一：扎根新疆能源成本优势突出

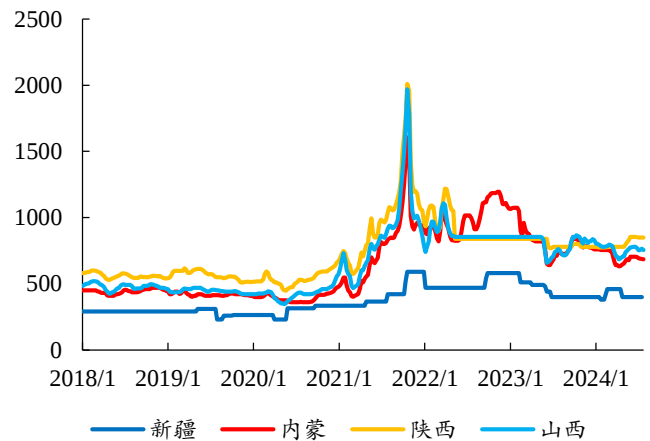
新疆地区能源成本优势显著，电解铝生产成本领先行业。新疆地区煤炭资源丰富，是我国第四大煤炭产地，为疆内高耗能的电解铝企业提供稳定能源保障，疆内电解铝产能利用率高于其他地区；此外，由于运距较长，运输成本过高，新疆煤炭价格普遍低于其他地区，电力成本远低于其他地区，使得新疆地区电解铝生产成本在行业中极具竞争力，2024年6月，电解铝全国平均生产完全成本为17202元/吨，贵州地区生产完全成本最高达20038元/吨，新疆生产完全成本仅15577元/吨，明显低于其他省份，主要系低廉的能源价格带来的成本优势。

图14：新疆是我国第四大煤炭产地



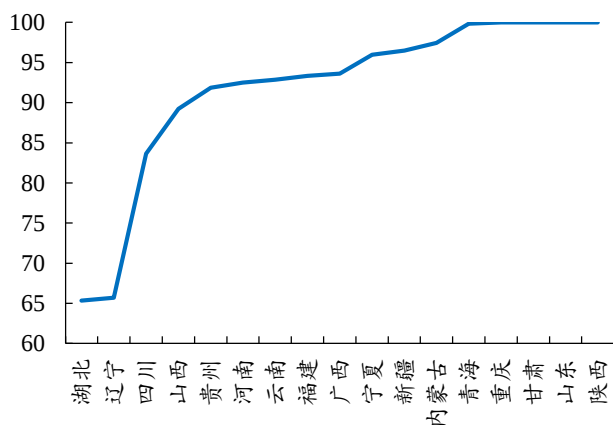
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：新疆地区煤炭价格普遍低于其他地区（元/吨）



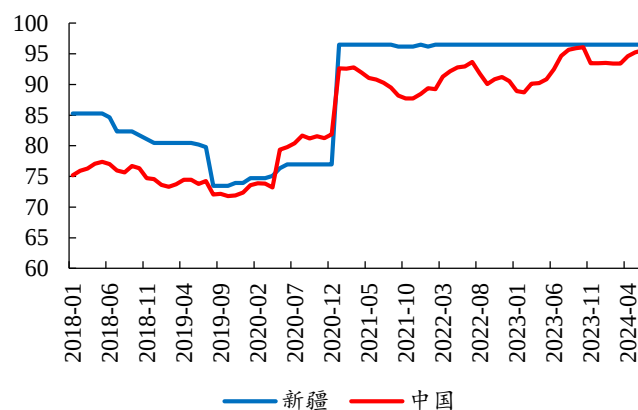
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：新疆地区电解铝产能利用率较高（%）



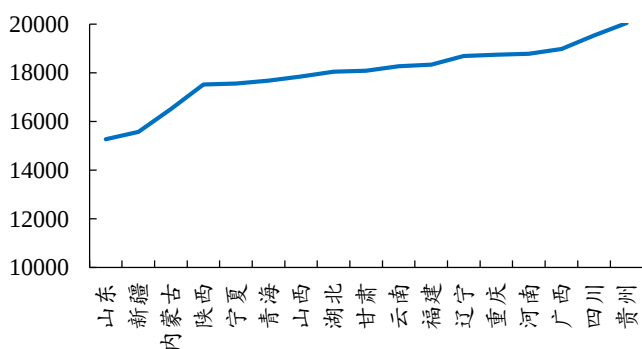
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图17：新疆地区产能利用率高于全国平均水平（%）



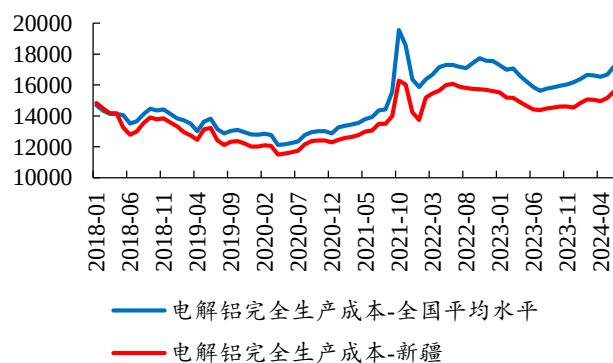
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图18：新疆生产成本明显低于其他省份（元/吨）



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

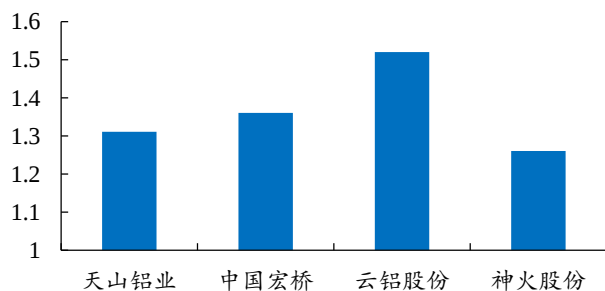
图19：新疆生产成本一直低于全国平均水平（元/吨）



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

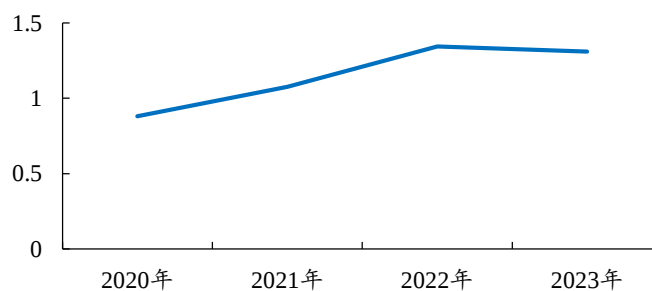
**天山铝业扎根新疆实现一体化布局，成本优势显著。**公司于新疆石河子地区布局 120 万吨电解铝产能，并配套自备发电机组和预焙阳极产能，其中自备发电机组由子公司天瑞能源运营，天瑞能源拥有 6 台 350MW 自备发电机组，年发电小时数约为 6200 小时，年发电量能满足自身电解铝生产 80%~90% 的电力需求，具有区位优势的一体化布局为公司带来稳定可靠且低成本的电力和原材料的供应，成本优势凸显。

图20：2023 年天山铝业生产成本位于行业低水平(万元)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2023 年天山铝业生产成本同比-2%



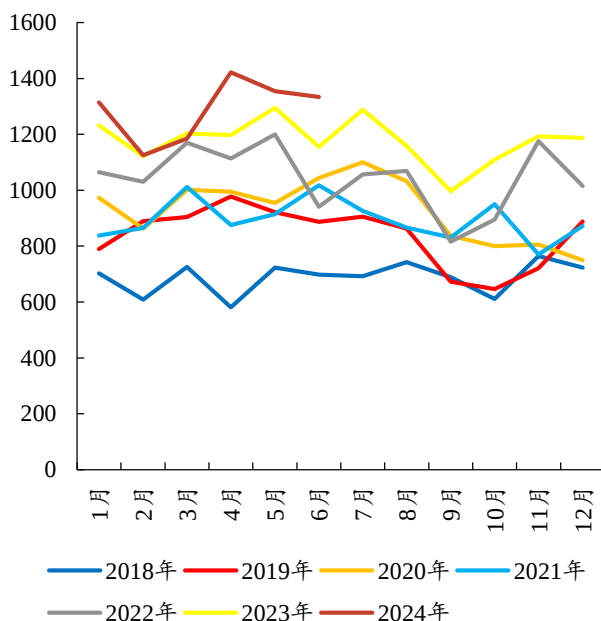
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.2、优势二：向上进军海外补足原材料，增强上游资源可控能力

晋豫矿山部分停产，国内铝土矿供给不足。2023年6月下旬依据《自然资源部办公厅关于开展2023年度矿山地质环境保护与土地复垦“双随机、一开工”监督检查工作的通知》，河南省三门峡地区的铝土矿因执行复垦要求，当地铝土矿基本处于停产状态，河南省铝土矿月度产量从50~60万吨中枢掉落至35万吨，至今未见大规模复产；山西地区因安全事故自2023年11月底开始有不少矿山处于停产状态，当地铝土矿月度产量从200万吨中枢掉落至100~120万吨。2024H1，国内铝土矿产量仅2810万吨，同比-18%。

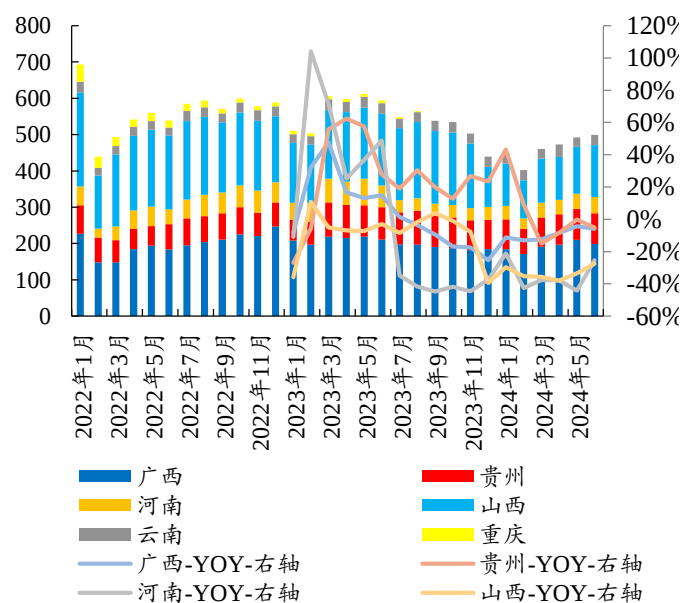
矿石结构性短缺制约氧化铝开工率，氧化铝产量同比增速不及电解铝产量增速。截至2024年6月，中国氧化铝总产能10402万吨，在产产能8535万吨，平均产能利用率82%，其中山西、河南受当地矿山停产影响铝土矿供应不足，且山西、河南氧化铝产线以国产矿为主，短期内难以适应进口矿来源，另一方面进口矿多与沿海产线签订长单，可供山西、河南使用的散单量较少，2024年上半年中国氧化铝产量4188万吨，同比+1.4%，不及电解铝产量增速（+6.7%）。

图22：中国进口铝土矿呈季节性变动（万吨）



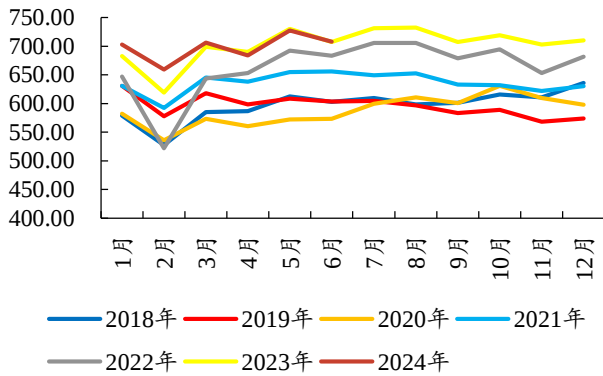
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2023H1 国内铝土矿产量同比-18%



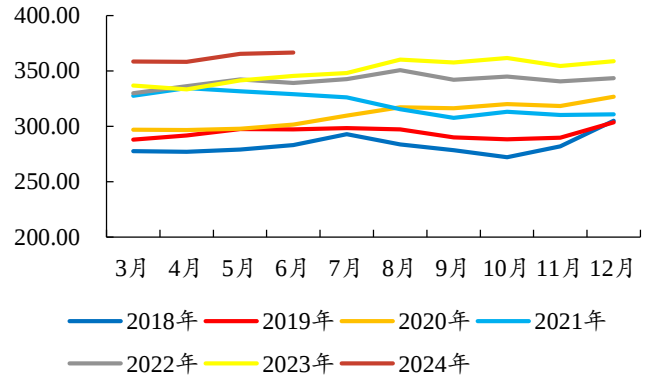
数据来源：SMM、开源证券研究所

图24：2024H1 中国氧化铝产量同比+1.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2024H1 中国电解铝产量同比+6.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

**几内亚+广西布局铝土矿，实现资源自主可控。**步入 2024 年因晋豫矿山部分停产，铝土矿出现结构性短缺，氧化铝开工率收到影响，在其产能过剩的大背景下价格出现大幅度上调，公司逐步向矿端布局，实现资源自给。（1）**几内亚**：公司在几内亚完成了一家本土矿业公司的股权收购并获得其铝土矿产品的独家购买权，该项目具备生产及运输铝土矿产能约为 600 万吨/年，矿区面积约 200 平方公里，同时，该项目可利用现有物流通道运输并装载至远洋大货轮运至中国，项目已进入生产开采阶段；（2）**中国广西**：公司正在推进广西自有铝土矿探转采工作，力争 2024 年内完成相关手续并实现矿石开采。几内亚和广西铝土矿的逐步生产运营有望降低铝土矿原料成本，此外，上述铝土矿产能基本满产后，公司铝土矿自给率达 100%，实现资源端的自主可控。

**瞄准海外市场，于印尼一体化布局氧化铝项目。**受制于国内铝土矿资源不足、电解铝产能天花板限制，国内氧化铝产线扩产难度大，天山铝业瞄准海外市场，在铝土矿资源丰富的印尼地区扎根布局，计划投资 15.56 亿美元在印尼规划建设 200 万吨氧化铝生产线，分两期建设，其中一期 100 万吨，该项目已被列入印尼国家战略项目清单，目前正在进行环评、征地等工作；此外，公司通过收购 PT Inti Tambang Makmur 100% 股权取得三个铝土矿开采，其中 PPC 公司所持有的铝土矿资源储量约 6800 多万吨，另外两个采矿权尚未勘探，目前公司已聘任专业勘探机构正在对三个矿区进行详细勘探，未来所产铝土矿将全部用于公司印尼氧化铝项目所需原料，确保其拥有稳定且低成本铝土矿供应，氧化铝成本优势凸显。

### 2.3、优势三：手握稀缺合规待建电解铝指标，成长价值凸显

**天山铝业手握为数不多的电解铝产能合规增量，成长价值凸显。**据阿拉丁统计，目前处于待建状态的合规电解铝产能指标约 96 万吨，分别为青海海源绿能 11 万吨、内蒙古扎铝二期 35 万吨、新疆天山铝业 20 万吨、新疆农六师铝业 20 万吨、中铝青海 10 万吨，合规待建电解铝指标非常有限。天山铝业目前有 120 万吨在运营电解铝产能+20 万吨合规待建电解铝指标，针对待建产能，目前公司正在积极推进与地方政府进行电力资源、基础设施配置等方面的洽谈工作；此外，新疆在绿电方面有独特的优势，石河子地区拥有丰富的光照资源，光伏产业优势突出，公司未来会考虑更多地使用光伏发电，提升外购电中新能源发电的占比。

表1：国内电解铝新增产能有限

| 省市  | 项目     | 规划产能 | 截至2023年底投产产能 | 已有合规产能 | 产能指标 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 2024新投 | 2024净增 | 2025新投 | 2025净增 | 2026新投 | 2026净增 |
|-----|--------|------|--------------|--------|------|----|----|----|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 云南  | 云南宏泰   | 203  | 150          | 203    |      |    | 5  | 48 |    | 53     |        |        |        |        |        |
| 云南  | 云南宏合   | 193  | 0            | 193    |      |    | 5  | 20 |    | 25     |        |        |        |        |        |
| 贵州  | 元豪铝业   | 33   | 8            | 10.65  |      |    |    |    |    | 0      |        |        |        |        |        |
| 贵州  | 双元铝业   | 10   | 14.5         | 14.5   | 10   |    |    |    |    | 0      |        | 10     |        |        |        |
| 青海  | 中铝青海   | 50   | 40           | 50     | 10   |    |    |    |    |        |        | 10     | 10     |        |        |
| 青海  | 海源绿能   | 35   | 24           | 35     |      |    |    |    |    |        |        | 11     | 11     |        |        |
| 内蒙古 | 华云三期   | 42   | 0            | 42     |      |    | 17 | 25 |    | 42     | 17     |        |        |        |        |
| 内蒙古 | 扎铝二期   | 35   | 0            | 35     |      |    |    |    |    |        |        |        |        | 35     | 35     |
| 四川  | 广元弘昌晟  | 25   | 12           | 12     |      |    |    |    |    | 0      | 0      |        |        |        |        |
| 山西  | 中铝华润二期 | 50   | 0            | 0      |      |    |    |    |    | 0      | 0      |        |        |        |        |
| 新疆  | 天山铝业   | 120  | 120          | 140    |      |    |    |    |    | 0      |        | 20     | 20     |        |        |
| 新疆  | 农六师铝业  | 190  | 170          | 190    |      |    |    |    |    | 0      |        | 20     | 20     |        |        |
| 合计  |        | 986  | 538.5        | 925.15 | 20   | 0  | 27 | 93 |    | 120    | 17     | 71     | 61     | 35     | 35     |

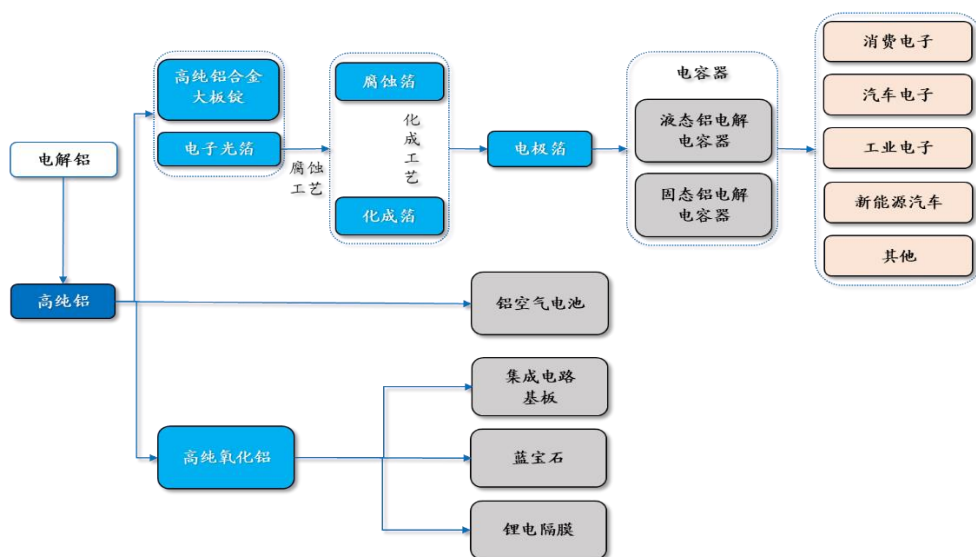
数据来源：阿拉丁、开源证券研究所

## 2.4、优势四：进军下游，提高产品附加值

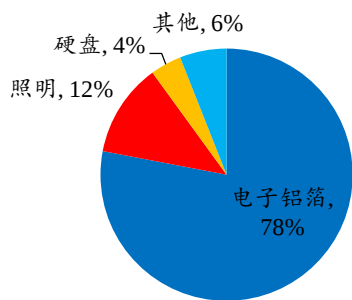
### 2.4.1、高纯铝：高端市场，盈利能力极强

高纯铝广泛应用于电子铝箔行业，终端需求有望回暖。高纯铝通常指由原铝经过再提纯加工而生产成的铝含量 $\geq 99.93\%$ 的铝产品，具有比原铝更好的导电性、延展性、反射性和抗腐蚀性，广泛应用于电子铝箔领域，电子铝箔领域占高纯铝消费量的78%左右，电子铝箔的终端消费涉及汽车电子、消费电子、工业电子、新能源汽车等领域，电子行业目前处于边际复苏状态，新能源汽车市场整体呈稳增长态势，终端市场整体边际向好。

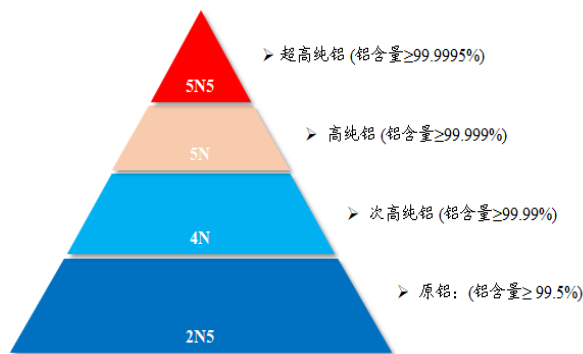
图26：高纯铝终端市场以电子行业为主



资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

**图27：高纯铝下游市场以电子铝箔为主**


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

**图28：高纯铝按纯度可分为不同等级**


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

天山铝业采用偏析法生产，具备领先的技术和成本优势。目前国际上提纯技术有三层液电解法、偏析法和区域熔炼三种，其中三层液法和偏析法目前应用广泛，但三层液电解精炼法生产高纯铝能耗比较大，美国、加拿大、德国、日本等高纯铝产品生产国都慢慢将制备技术从三层液电解精炼法转向偏析法，该方法具有省电、低能耗、环保的优势。天山铝业的高纯铝生产线引进国外技术和设备，关键工艺控制精细度高，并引进国际领先的高纯铝偏析法生产技术及工艺，在生产高品质高纯铝产品时，开创性的低耗能位居行业领先水平，单吨高纯铝生产的电力消耗由 16000 度降至 600 度左右，实现了真正的低能耗生产，此外，由于产业链的上下游高度融合，下游产品利用上游原材料铝液直接提纯，大大降低了深加工产品的能耗和生产成本，核心技术先进，公司在高纯铝领域具备领先的技术和成本竞争优势。

**表2：目前国际上提纯技术以三层液电解法和偏析法为主**

| 制备方法      | 优点                         | 缺点     |
|-----------|----------------------------|--------|
| 三层液电解精炼   | 精度可达 4N 至 5N，提纯精度和生产效率较高   | 能耗大    |
| 偏析法--分步结晶 | 纯度可由 3N5 提到 4N5，精炼原铝量的 80% | 流程长    |
| 偏析法-定向凝固  | 提纯效率高                      | 提纯效果一般 |
| 区域熔炼      | 主要生产 5N5 至 6N5 超高纯铝        | 生产效率较低 |

资料来源：《段梦平等：高纯铝制备技术研究进展》、开源证券研究所

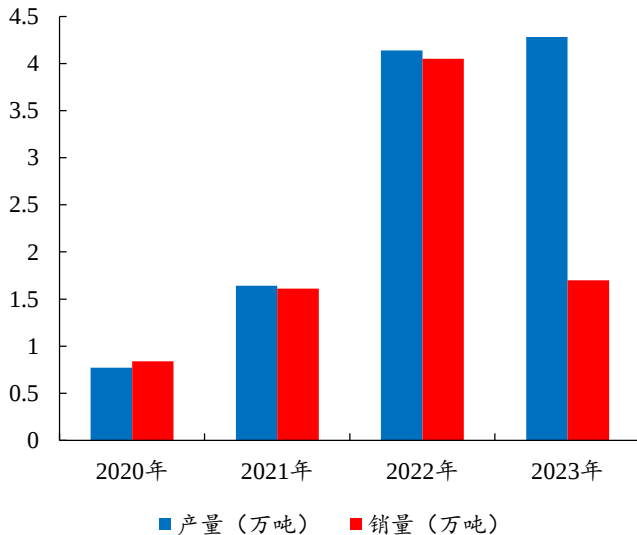
2023 年高纯铝关税政策影响销量，后续有望逐步恢复。天山铝业已建成 6 万吨高纯铝产能，其中可产 4N6 以上产品产能为 4.5 万吨，可生产高纯铝纯度及市占率均领先行业。2023 年高纯铝销售量同比减少 58%，毛利同比减少 66.93%，主要系 2023 年受高纯铝出口关税调整及国内消费电子市场疲软等因素的影响，积累了一定的库存，导致高纯铝未实现销售毛利约 1.8 亿元。但在政府各部门及海关总署的大力支持下，高纯铝出口关税政策问题得以解决，目前公司正在积极组织拓展海外市场，同时积极开发国内新客户，现已顺利进入航空板客户的供应链。

**表3：天山铝业高纯铝业务市占率领先**

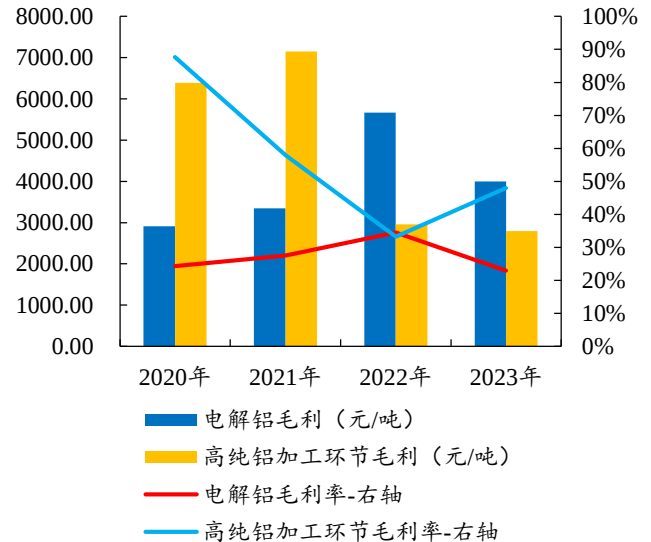
| 企业        | 天山铝业 | 新疆众和    | 包头铝业   | 内蒙古新长江   |
|-----------|------|---------|--------|----------|
| 主要产品高纯铝纯度 | 4N6  | 3N5 及以上 | 3N 及以上 | 4N6 及 5N |
| 建成产能（万吨）  | 6    | 5.5     | 5      | 4.2      |
| 在建产能（万吨）  | 4    | 0       | 1      | 0        |
| 现有产能市场份额  | 29%  | 27%     | 24%    | 20%      |

数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

高纯铝广泛应用于电子铝箔等高端市场，盈利能力极强。按照公司电解铝和高纯铝销量测算，2023 年高纯铝成本较原铝高 3030 元/吨，而售价高 5827 元/吨（不含税），测算加工环节毛利率约 48%，盈利能力极强。

**图29：2023 年高纯铝销售受关税政策影响**


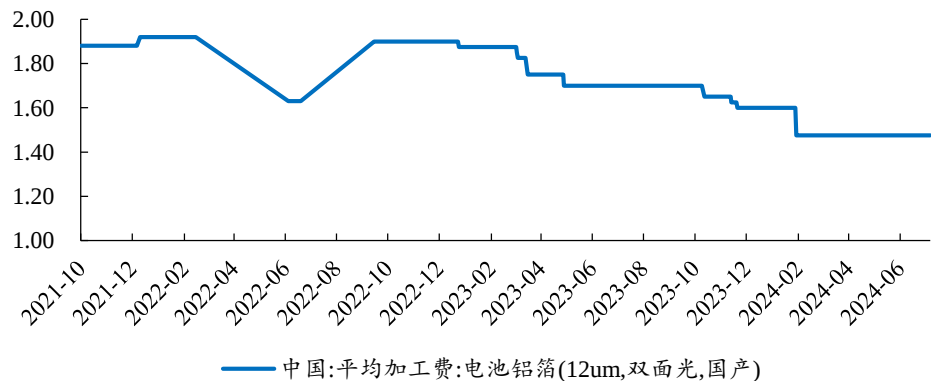
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图30：高纯铝环节盈利能力强**


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 2.4.2、铝箔：行业竞争激烈，合理位置布局降本提效

铝箔加工费下行，公司合理布局降低成本。公司于新疆石河子规划 30 万吨铝箔坯料产能，利用自身铝液生产降低成本，铝箔产线于江阴布局，其中技改项目年产能 2 万吨，新建项目年产能 20 万吨，毗邻长江三角洲锂电产业聚集区，便于快速响应市场和客户需求。公司铝箔产品主要为动力电池铝箔、储能电池铝箔和食品铝箔等，广泛应用于新能源汽车、储能电站、户用及工商业储能、电子产品、食品加工等领域。据公司 2023 年年报，公司石河子铝箔坯料生产基地及江阴铝箔生产基地均在进行设备安装及调试，已有部分产品出货，已完成超过 40 家客户的试单和 10 多家客户的认证，2024 年进入产能爬坡阶段。

**图31：电池铝箔加工费下行（万元/吨）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

**电解铝产量预测：**考虑到公司正在努力推进新疆 20 万吨合规产能进度，我们预计 2024~2026 年公司电解铝产量分别为 115、119、134.4 万吨。

**铝价预测：**目前国内电解铝产能有 4500 万吨天花板限制，增量有限，海外增量主要集中在东南亚及中东地区，受基础设施不完善影响进度缓慢，2026 年前难有大规模产能释放，需求端来看，国内地产竣工虽有拖累，但新能源、特高压等领域仍维持较高增速，尤其是亚非拉地区光伏装机规模的激增有望形成新的拉动力。我们认为 2024~2026 年铝行业有望持续维持高景气，我们预测 2024~2026 年铝价中枢分别为 1.95、2、2 万元/吨。

我们预计公司 2024-2026 年实现收入 314.24、325.51、356.46 亿元，同比分别变动+8.5%、+3.6%、+9.5%，实现归母公司净利润 42.69、53.11、60.51 亿元，同比分别变动+93.6%、+24.4%、+13.9%，EPS 分别为 0.92、1.14、1.30 元/股。

表4：天山铝业主要业务业绩拆分

| 报表口径   |          | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 自产铝锭业务 | 营业收入（亿元） | 185.42 | 185.51 | 189.38 | 211.33 |
|        | 营业成本（亿元） | 146.90 | 139.73 | 135.43 | 150.83 |
|        | 毛利率（%）   | 20.78% | 24.68% | 28.49% | 28.63% |
| 氧化铝业务  | 营业收入（亿元） | 43.01  | 52.65  | 49.65  | 49.65  |
|        | 营业成本（亿元） | 41.78  | 40.38  | 37.36  | 37.07  |
|        | 毛利率（%）   | 2.86%  | 23.31% | 24.76% | 25.32% |
| 高纯铝业务  | 营业收入（亿元） | 3.95   | 9.56   | 12.39  | 12.39  |
|        | 营业成本（亿元） | 2.80   | 6.52   | 7.97   | 7.96   |
|        | 毛利率（%）   | 29.22% | 31.83% | 35.64% | 35.74% |
| 电池铝箔业务 | 营业收入（亿元） | 0.16   | 14.75  | 21.00  | 30.00  |
|        | 营业成本（亿元） | 0.15   | 11.19  | 15.43  | 22.01  |
|        | 毛利率（%）   | 7.76%  | 24.14% | 26.54% | 26.62% |
| 合计     | 营业收入（亿元） | 289.75 | 314.24 | 325.51 | 356.46 |
|        | 营业成本（亿元） | 248.89 | 249.00 | 248.68 | 270.37 |
|        | 毛利率（%）   | 14.10% | 20.76% | 23.60% | 24.15% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：天山铝业业绩对电解铝和氧化铝价格变化的敏感性分析

| 归母净利润（亿元）              |         | 铝价（万元/吨） |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------------------------|---------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                        |         | 1.90     | 1.92  | 1.94  | 1.95  | 1.96  | 1.98  | 2.00  | 2.02  | 2.04  |
| 氧化铝<br>价格<br>（元/<br>吨） | 3300.00 | 36.90    | 38.55 | 40.21 | 41.03 | 41.86 | 43.51 | 45.16 | 46.82 | 48.47 |
|                        | 3350.00 | 37.31    | 38.97 | 40.62 | 41.45 | 42.27 | 43.93 | 45.58 | 47.23 | 48.89 |
|                        | 3400.00 | 37.73    | 39.38 | 41.03 | 41.86 | 42.69 | 44.34 | 45.99 | 47.65 | 49.30 |
|                        | 3450.00 | 38.14    | 39.80 | 41.45 | 42.28 | 43.10 | 44.76 | 46.41 | 48.06 | 49.72 |
|                        | 3500.00 | 38.56    | 40.21 | 41.86 | 42.69 | 43.52 | 45.17 | 46.82 | 48.48 | 50.13 |
|                        | 3550.00 | 38.97    | 40.63 | 42.28 | 43.10 | 43.93 | 45.58 | 47.24 | 48.89 | 50.55 |
|                        | 3600.00 | 39.39    | 41.04 | 42.69 | 43.52 | 44.35 | 46.00 | 47.65 | 49.31 | 50.96 |

|         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 3650.00 | 39.80 | 41.45 | 43.11 | 43.93 | 44.76 | 46.41 | 48.07 | 49.72 | 51.37 |
| 3700.00 | 40.22 | 41.87 | 43.52 | 44.35 | 45.18 | 46.83 | 48.48 | 50.14 | 51.79 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

按照目前公司战略发展规划，公司业务主要聚焦氧化铝和电解铝，高纯铝和电池铝箔贡献利润有限，我们选取中国铝业、中国宏桥、云铝股份三家公司作为可比公司，以 2024 年 8 月 14 日股价为基准，2024~2026 年可比公司平均估值分别为 9.0、7.9、7.1 倍，天山铝业分别为 7.4、6.0、5.3 倍，低于可比公司。天山铝业扎根新疆聚焦电解铝业务，成本优势领先行业，目前公司致力于完善产业链，向上布局铝土矿，原材料成本有望进一步降低，此外，公司手握稀缺待建合规电解铝指标 20 万吨，成长性凸显。首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：天山铝业估值低于可比公司

| 股票代码      | 公司简称 | 收盘价(元) | EPS (元) |       |       |       | PE (倍) |       |       |       |
|-----------|------|--------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      |        | 2023A   | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
| 601600.SH | 中国铝业 | 6.6    | 0.4     | 0.5   | 0.7   | 0.8   | 14.4   | 11.9  | 10.1  | 8.6   |
| 1378.HK   | 中国宏桥 | 9.9    | 1.2     | 2.1   | 2.1   | 2.1   | 5.3    | 4.8   | 4.8   | 4.8   |
| 000807.SZ | 云铝股份 | 11.7   | 1.1     | 1.3   | 1.5   | 1.6   | 32.7   | 10.2  | 8.7   | 7.8   |
| 可比公司平均 PE |      |        |         |       |       |       | 9.0    | 7.9   | 7.1   |       |
| 002532.SZ | 天山铝业 | 6.8    | 0.5     | 0.9   | 1.1   | 1.3   | 14.7   | 7.4   | 6.0   | 5.2   |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：天山铝业、中国宏桥盈利预测来自于开源证券研究所预测；其他公司盈利预测均来自于 Wind 一致预期（数据截至 2024 年 8 月 14 日）

4、风险提示

- (1) 铝价大幅波动风险。若海外电解铝产能超预期释放、海内外需求不及预期，铝价大幅下挫将对公司业绩带来负面影响。
- (2) 几内亚、印尼政策风险。公司在几内亚投资铝土矿，在印尼投资铝土矿及氧化铝项目，上述项目是公司未来重要布局方向，海外投资仍具有政策等方面的不确定性。
- (3) 新疆 20 万吨待建合规电解铝指标推进进度不及预期。公司手握 20 万吨待建合规电解铝指标，目前正在与政府就电力等问题进行商谈，若进度不及预期或将对公司业绩带来不确定性。
- (4) 在建工程进度不及预期风险。公司印尼、几内亚等地区在建铝土矿、氧化铝项目是公司未来主要增长点，若建设进度不及预期或将对公司业绩造成负面影响。

### 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 24923 | 21512 | 26585 | 18972 | 34021 |
| 现金               | 8832  | 7812  | 11056 | 4755  | 15576 |
| 应收票据及应收账款        | 1887  | 1505  | 1629  | 1849  | 1969  |
| 其他应收款            | 48    | 97    | 42    | 96    | 65    |
| 预付账款             | 4306  | 2078  | 5871  | 2020  | 6456  |
| 存货               | 9532  | 9543  | 7574  | 9849  | 9524  |
| 其他流动资产           | 319   | 477   | 414   | 403   | 432   |
| <b>非流动资产</b>     | 32387 | 35585 | 35363 | 35628 | 37709 |
| 长期投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产             | 27397 | 26467 | 28175 | 28569 | 30467 |
| 无形资产             | 1488  | 1480  | 1699  | 1800  | 1913  |
| 其他非流动资产          | 3502  | 7638  | 5489  | 5260  | 5329  |
| <b>资产总计</b>      | 57310 | 57097 | 61947 | 54600 | 71730 |
| <b>流动负债</b>      | 26298 | 24621 | 27395 | 16884 | 29921 |
| 短期借款             | 4078  | 8813  | 5618  | 6180  | 6798  |
| 应付票据及应付账款        | 14338 | 6715  | 17390 | 5504  | 18908 |
| 其他流动负债           | 7882  | 9094  | 4386  | 5201  | 4215  |
| <b>非流动负债</b>     | 8106  | 8367  | 6872  | 5577  | 4447  |
| 长期借款             | 6642  | 7021  | 5586  | 4211  | 3114  |
| 其他非流动负债          | 1465  | 1346  | 1286  | 1366  | 1333  |
| <b>负债合计</b>      | 34404 | 32988 | 34267 | 22461 | 34367 |
| 少数股东权益           | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 股本               | 4652  | 4652  | 4652  | 4652  | 4652  |
| 资本公积             | 8891  | 8826  | 8826  | 8826  | 8826  |
| 留存收益             | 9511  | 10790 | 13779 | 17497 | 21732 |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 22904 | 24107 | 27678 | 32137 | 37360 |
| <b>负债和股东权益</b>   | 57310 | 57097 | 61947 | 54600 | 71730 |

| 现金流量表(百万元)     | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 3157  | 3916  | 13878 | -2426 | 16285 |
| 净利润            | 2651  | 2206  | 4269  | 5311  | 6051  |
| 折旧摊销           | 1489  | 1647  | 1325  | 1438  | 1561  |
| 财务费用           | 787   | 788   | 718   | 618   | 570   |
| 投资损失           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -770  | -2053 | 7517  | -9768 | 8110  |
| 其他经营现金流        | -999  | 1330  | 49    | -25   | -8    |
| <b>投资活动现金流</b> | -2123 | -3738 | -1156 | -1680 | -3631 |
| 资本支出           | 2155  | 2357  | 2733  | 1376  | 3287  |
| 长期投资           | 0     | -1381 | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 33    | 0     | 1578  | -304  | -344  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -819  | 100   | -9478 | -2195 | -1833 |
| 短期借款           | 115   | 4735  | -3195 | 562   | 618   |
| 长期借款           | 1203  | 379   | -1434 | -1375 | -1097 |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 20    | -66   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -2156 | -4948 | -4849 | -1382 | -1354 |
| <b>现金净增加额</b>  | 218   | 263   | 3244  | -6301 | 10821 |

| 利润表(百万元)        | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 33008 | 28975 | 31424 | 32551 | 35646 |
| 营业成本            | 27962 | 24889 | 24900 | 24868 | 27037 |
| 营业税金及附加         | 477   | 468   | 489   | 507   | 558   |
| 营业费用            | 18    | 18    | 19    | 19    | 21    |
| 管理费用            | 301   | 344   | 332   | 350   | 388   |
| 研发费用            | 242   | 217   | 224   | 237   | 259   |
| 财务费用            | 787   | 788   | 718   | 618   | 571   |
| 资产减值损失          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 129   | 389   | 268   | 285   | 296   |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资产处置收益          | 17    | -0    | 5     | 5     | 4     |
| <b>营业利润</b>     | 3364  | 2642  | 5016  | 6242  | 7111  |
| 营业外收入           | 8     | 16    | 12    | 13    | 13    |
| 营业外支出           | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| <b>利润总额</b>     | 3366  | 2652  | 5022  | 6249  | 7119  |
| 所得税             | 715   | 446   | 753   | 937   | 1068  |
| <b>净利润</b>      | 2651  | 2206  | 4269  | 5311  | 6051  |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 2650  | 2205  | 4269  | 5311  | 6051  |
| EBITDA          | 5174  | 4997  | 6762  | 8037  | 8971  |
| EPS(元)          | 0.57  | 0.47  | 0.92  | 1.14  | 1.30  |

| 主要财务比率         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 14.8  | -12.2 | 8.5   | 3.6   | 9.5   |
| 营业利润(%)        | -32.0 | -21.5 | 89.9  | 24.4  | 13.9  |
| 归属于母公司净利润(%)   | -30.9 | -16.8 | 93.6  | 24.4  | 13.9  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 15.3  | 14.1  | 20.8  | 23.6  | 24.2  |
| 净利率(%)         | 8.0   | 7.6   | 13.6  | 16.3  | 17.0  |
| ROE(%)         | 11.6  | 9.1   | 15.4  | 16.5  | 16.2  |
| ROIC(%)        | 7.5   | 6.0   | 11.1  | 12.4  | 12.6  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 60.0  | 57.8  | 55.3  | 41.1  | 47.9  |
| 净负债比率(%)       | 30.9  | 58.7  | 10.3  | 26.2  | -7.6  |
| 流动比率           | 0.9   | 0.9   | 1.0   | 1.1   | 1.1   |
| 速动比率           | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.4   | 0.6   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.6   | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 0.6   |
| 应收账款周转率        | 57.1  | 47.3  | 67.0  | 57.1  | 57.2  |
| 应付账款周转率        | 21.0  | 14.4  | 20.7  | 18.7  | 17.9  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.57  | 0.47  | 0.92  | 1.14  | 1.30  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.68  | 0.84  | 2.98  | -0.52 | 3.50  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 4.92  | 5.18  | 5.95  | 6.91  | 8.03  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 12.0  | 14.4  | 7.4   | 6.0   | 5.3   |
| P/B            | 1.4   | 1.3   | 1.1   | 1.0   | 0.9   |
| EV/EBITDA      | 7.5   | 9.2   | 5.1   | 5.0   | 3.2   |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

17 / 19

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|          | 评级          | 说明                    |
|----------|-------------|-----------------------|
| 证券<br>评级 | 买入（Buy）     | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|          | 增持          | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|          | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|          | 减持          | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业<br>评级 | 看好          | 预计行业超越整体市场表现；         |
|          | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|          | 看淡          | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn