

## 一体化优势显现，几内亚铝土矿布局将进一步降本

2024 年 08 月 26 日

➤ **事件：公司发布 2024 年半年报。**2024H1 公司营收 137.8 亿元，同比-6.8%，归母净利润 20.7 亿元，同比 103.4%；扣非归母净利润 19.6 亿元，同比 168.4%；分季度看，2024Q2 营收 69.6 亿元，同比-11.36%，归母净利润 13.5 亿元，同比 161.47%，环比 88.06%；扣非归母净利润 12.6 亿元，同比 200.95%，环比 77.88%。

➤ **2024H1 氧化铝、电解铝毛利上升。**量：2024H1 公司自产铝锭产量 58.54 万吨，同比上升 0.64%；高纯铝 1.6 万吨，同比上升 3.38%；氧化铝产量 109.3 万吨，同比上升 37.57%。2024 年公司生产经营目标：2024 年，公司全年主要生产经营目标为：原铝产量 116 万吨、发电量 130 亿度、氧化铝产量 235 万吨、预焙阳极产量 55 万吨、铝土矿产量 300 万吨、高纯铝产量 2.5 万吨、铝箔及铝箔坯料产量 10 万吨。**利**：2024H1 电解铝价格同比+1310 元/吨，氧化铝价格同比+378 元/吨。公司电解铝，氧化铝毛利提升，2024H1 电解铝单吨毛利 3682 元/吨，同比+630 元/吨。氧化铝单吨毛利 695 元/吨，同比+671 元/吨，子公司靖西天桂铝业 24H1 实现净利润 5.5 亿元（23H1 净利润仅 51 万元）。

➤ **2024Q2，公司归母净利润同环比增长。**环比来看，主要增利项：毛利（+4.58 亿元，主要是铝价、氧化铝价格上涨驱动），其他/投资收益（+2.84 亿元，主要是 23 年底天铝有限获得高新技术企业，增值税加计抵减增加）；主要减利项：所得税（-0.95 亿元），费用和税金（-0.12 亿元）。**同比来看**，主要增利项：毛利（+7.57 亿元），其他/投资收益（1.82 亿元）；主要减利项：所得税（-0.85 亿元），费用和税金（-0.08 亿元），其他/投资收益（1.82 亿元），营业外利润（-0.08 亿元）。

➤ **未来看点：1) 一体化布局完善。**预焙阳极和氧化铝实现自给，广西天桂 250 万吨氧化铝和南疆 30 万吨预焙阳极项目逐步达产，氧化铝和预备阳极自给率 100%，只是氧化铝是名义上自给，广西氧化铝对外出售，新疆电解铝从山西购入氧化铝，公司电力装机 2100MW，2023 年发电量 135 亿度，电力自给率 80%-90%，剩余电力从电网购买。公司一体化布局完成，原材料保障能力增强，有助于稳定业绩。**2) 能源价格低廉，成本优势突出。**公司电解铝产能在煤炭资源丰富的新疆，能源成本低，成本优势突出，高盈利持续性强。**3) 战略布局印尼 200 万吨氧化铝产能。**公司收购印尼三个铝土矿，并计划投资 15.56 亿美元建设 200 万吨氧化铝产线，布局印尼铝土矿、氧化铝项目，有助于未来进一步扩展电解铝。**4) 布局几内亚铝土矿，保障资源供应。**公司 2023 年底收购 Galicomininglimited100%股权，间接取得 EliteMiningGuineaS.A.50%股权及铝土矿独家购买权，该项目规划年产能 500-600 万吨铝土矿，2024 年项目已经进入规模开采并即将运回国内满足自身氧化铝生产原料需求。

➤ **投资建议：**电解铝供需格局向好，公司成本优势明显，业绩将继续释放。我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利润 38.93 亿元、44.85 亿元和 49.37 亿元，对应现价的 PE 分别为 8、7 和 6 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格大幅上涨，电池铝箔项目进展不及预期，电解铝下游需求不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	28,975	31,210	32,605	33,590
增长率 (%)	-12.2	7.7	4.5	3.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,205	3,893	4,485	4,937
增长率 (%)	-16.8	76.5	15.2	10.1
每股收益 (元)	0.47	0.84	0.96	1.06
PE	14	8	7	6
PB	1.3	1.2	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

6.69 元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 孙二春**

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

### 相关研究

- 1.天山铝业 (002532.SZ) 2023 年年报点评：电解铝成本优势突出，上游铝土矿布局再下一城-2024/04/11
- 2.天山铝业 (002532.SZ) 2022 年年报点评：成本上涨拖累业绩，期待新业务成长-2023/03/21
- 3.天山铝业 (002532.SZ) 2022 年半年报点评：Q2 业绩弱于预期，锂电池箔布局打开成长空间-2022/08/27

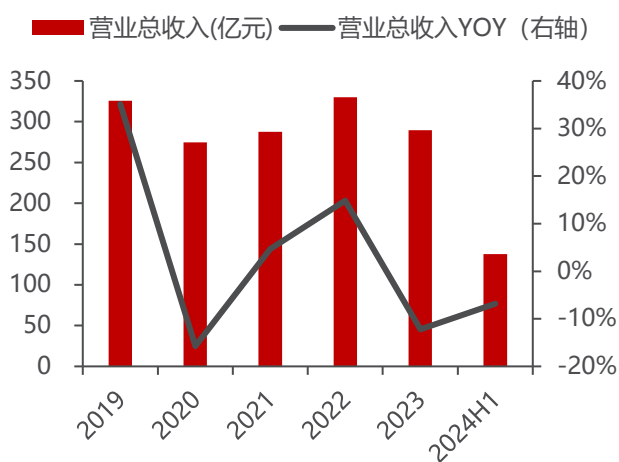
# 目录

1 事件：公司发布 2024 年半年报 .....	3
2 2024 半年业绩：氧化铝、电解铝毛利上升 .....	4
3 2024Q2 业绩：同环比均大幅增长 .....	6
4 电解铝成本优势突出，上游铝土矿布局再下一城 .....	8
5 盈利预测与投资建议 .....	11
6 风险提示 .....	12
插图目录 .....	14
表格目录 .....	14

## 1 事件：公司发布 2024 年半年报

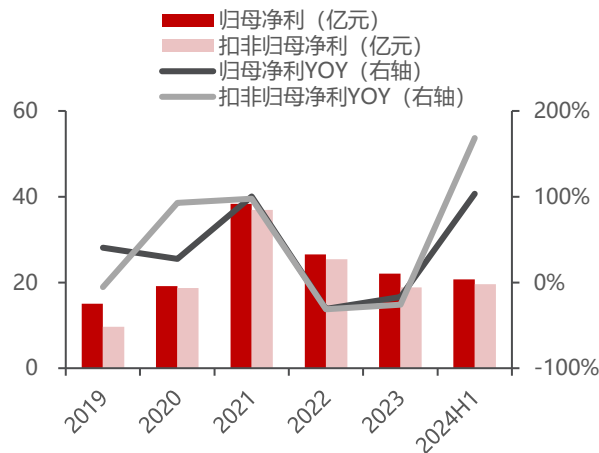
公司发布 2024 年半年报。2024H1 公司营收 137.8 亿元，同比-6.8%，归母净利润 20.7 亿元，同比+103.4%；扣非归母净利润 19.6 亿元，同比+168.4%；分季度看，2024Q2 营收 69.6 亿元，同比-11.36%，归母净利润 13.5 亿元，同比+161.47%，环比+88.06%；扣非归母净利润 12.6 亿元，同比+200.95%，环比+77.88%。

图1：2024H1，公司营收同比减少 6.80%



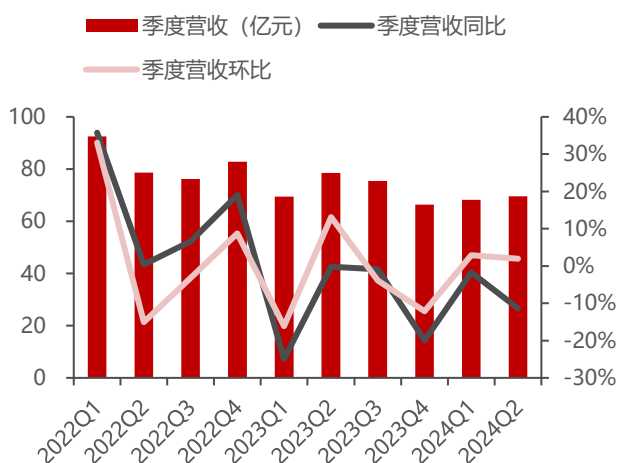
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2024H1，公司归母净利润同比增加 103.4%



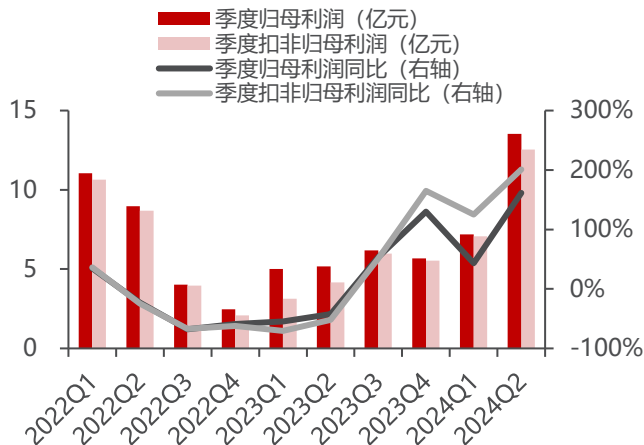
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2024Q2，公司营收同比减少 11.36%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2024Q2，公司归母净利润同比增加 161.47%

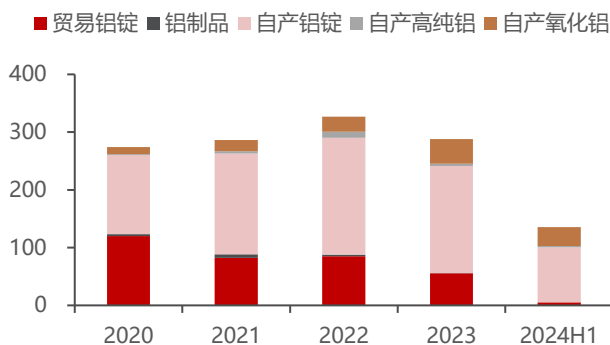


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 2024 半年业绩：氧化铝、电解铝毛利上升

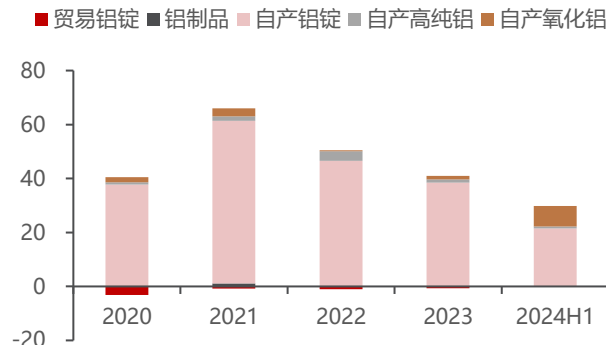
分产品看，自产铝锭毛利贡献占比 72.29%。公司业务以电解铝生产和贸易为主，也积极布局上下游产业。2024H1，公司自产铝锭营收 95.30 亿元，同比上涨 4.71%，占总营收 70.27%，贸易铝锭营收 5.44 亿元，同比减少 84.95%，占总营收比 4.01%，氧化铝营收 32.67 亿元，同比增加 80.38%，占营收比重 24.09%；毛利方面，公司自产铝锭贡献毛利 21.55 亿元，同比增加 22.17%，占总毛利比 72.29%；氧化铝贡献毛利 7.59 亿元，同比增加 3062.50%，毛利占比 25.46%；高纯铝贡献毛利 0.67 亿元，占比 2.25%。

图5：2024H1，公司自产铝锭营收占比 70.27% (单位：亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2024H1，公司自产铝锭毛利占比 72.29% (单位：亿元)

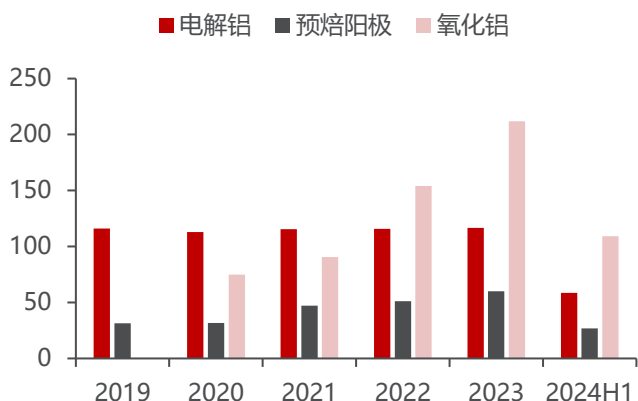


资料来源：wind，民生证券研究院

量：2024H1 公司自产铝锭产量 58.54 万吨，同比上升 0.64%；高纯铝 1.6 万吨，同比上升 3.38%；氧化铝产量 109.3 万吨，同比上升 37.57%。**2024 年公司生产经营目标**：2024 年，公司全年主要生产经营目标为：原铝产量 116 万吨、发电量 130 亿度、氧化铝产量 235 万吨、预焙阳极产量 55 万吨、铝土矿产量 300 万吨、高纯铝产量 2.5 万吨、铝箔及铝箔坯料产量 10 万吨。

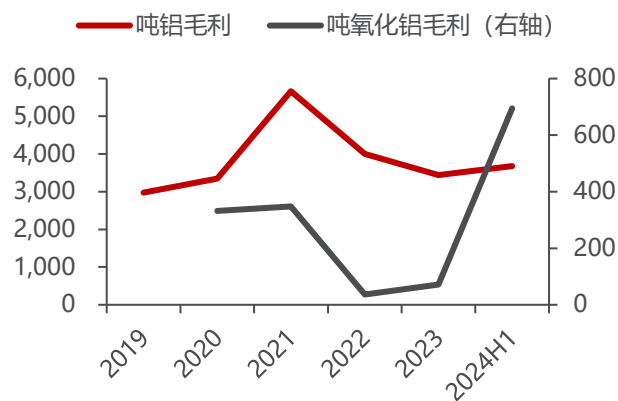
利：2024H1 电解铝，氧化铝价格上涨，其中电解铝同比上涨 1310 元/吨，氧化铝同比上涨 378 元/吨。公司电解铝，氧化铝毛利提升，2024H1 公司电解铝单吨毛利 3682 元/吨，同比+630 元/吨。氧化铝单吨毛利 695 元/吨，同比+671 元/吨，子公司靖西天桂铝业 24H1 实现净利润 5.5 亿元（23H1 净利润仅 51 万元）。

图7: 公司主要产品产量 (单位: 万吨)



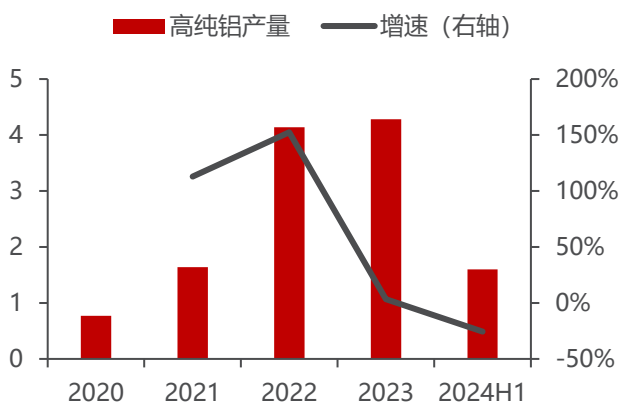
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 公司自产铝锭、氧化铝毛利变化 (单位: 元/吨)



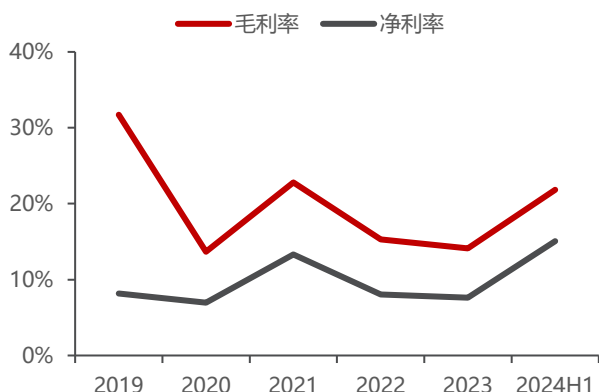
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2024H1 公司高纯铝产量 1.6 万吨 (单位: 万吨)

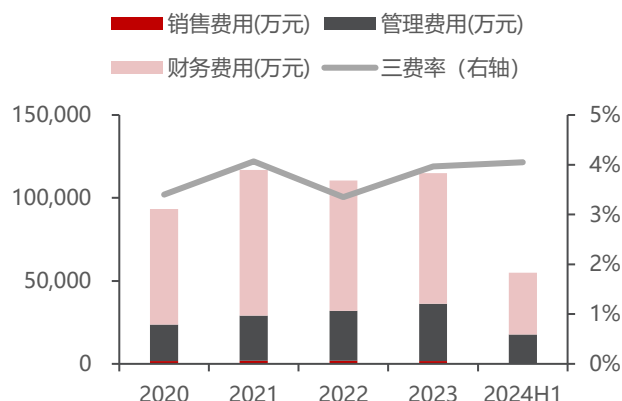


资料来源: wind, 民生证券研究院

**2024H1 公司三费费率上升 0.17pct, 毛利率同比上升 9.37pct。**公司 2024 H1 三费费用 5.58 亿元, 同比下降 2.83%, 三费费率 4.05%, 同比上升 0.17pct, 其中销售费用 800 万元, 同比下降 1.25%; 管理费用为 1.78 亿元, 同比增加 6.10%, 主要因为职工薪酬和业务招待费增加; 财务费用 3.73 亿元, 同比下降 6.61%。2024H1, 公司毛利率、净利率为 21.83%和 15.06%, 同比分别上升 9.37 pct 和 8.15pct。

**图10: 2024H1, 公司毛利率同比上升 9.37pct**


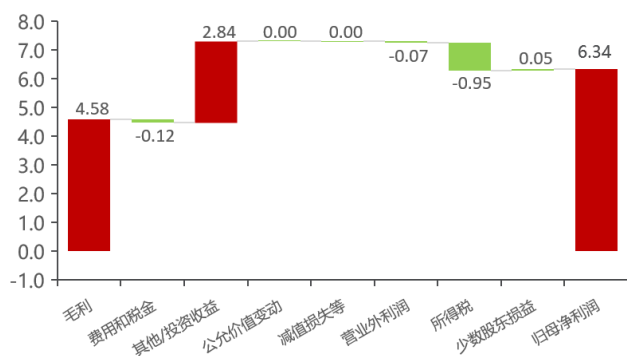
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图11: 2024H1, 公司三费率同比上涨 0.17pct**


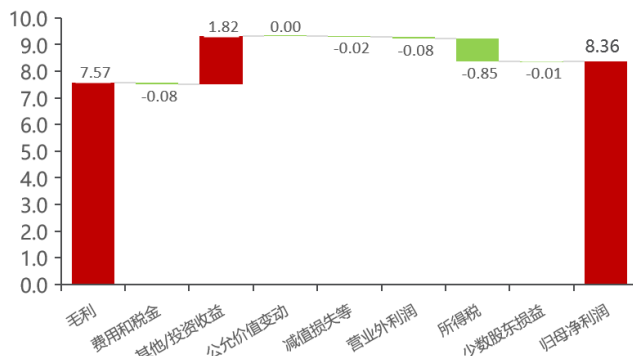
资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3 2024Q2 业绩: 同环比均大幅增长

**2024Q2, 公司归母净利润同环比大幅增长。环比来看, 主要增利项: 毛利 (+4.58 亿元, 主要是铝价、氧化铝价格上涨驱动), 其他/投资收益 (+2.84 亿元, 主要是 23 年底天铝有限获得高新技术企业, 增值税加计抵减增加); 主要减利项: 所得税 (-0.95 亿元), 费用和税金(-0.12 亿元)。** **同比来看, 主要增利项: 毛利 (+7.57 亿元), 其他/投资收益 (1.82 亿元); 主要减利项: 所得税 (-0.85 亿元), 费用和税金 (-0.08 亿元), 其他/投资收益 (1.82 亿元), 营业外利润 (-0.08 亿元)。**

**图12: 2024Q2, 公司归母净利环比增加 6.34 亿元 (单位: 亿元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图13: 2024Q2, 公司归母净利同比增加 8.36 亿元 (单位: 亿元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**2024Q2 铝价、氧化铝价格上涨。**2024Q2 长江有色铝锭均价 20537 元/吨, 环比上升 1490 元/吨, 氧化铝价格 3633 元/吨, 环比上升 258 元/吨。公司基本实现一体化生产, 氧化铝名义上自给, 预焙阳极和电力基本自给, 公司 Q2 利润环比大幅改善主要是铝价上涨驱动。

图14: 2024Q2, 铝价环比上升 1490 元/吨 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

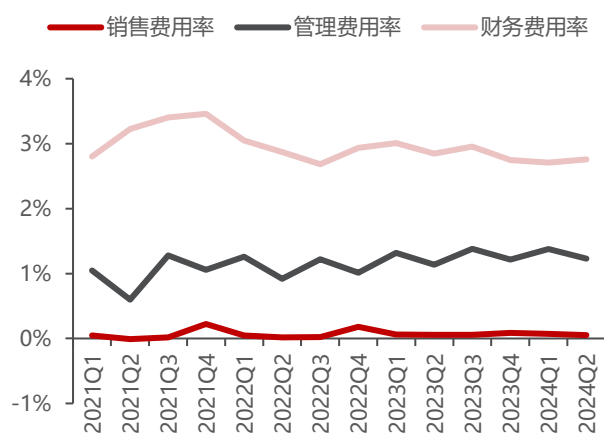
图15: 2024Q2, 氧化铝价格环比上升 258 元/吨 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院测算

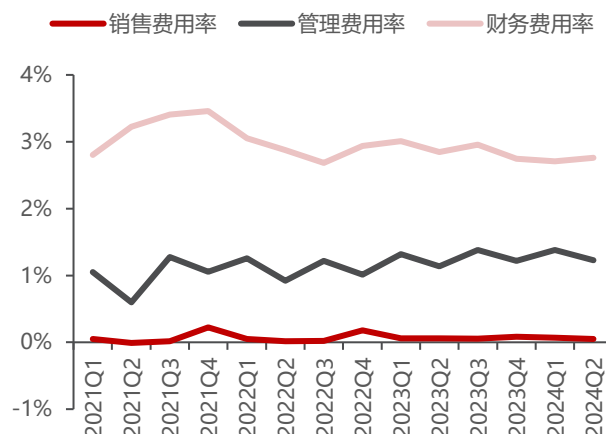
**三费费率环比下降 0.12pct。**从费用率来看, 公司三费费率表现相对平稳, 2024Q2 公司销售费用率环比下降 0.02pct, 管理费用率环比下降 0.15pct, 财务费用率环比上升 0.05pct。三费费率 4.03%, 环比下滑 0.12pct。

图16: 2024Q2, 三费费率环比下降 0.12pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

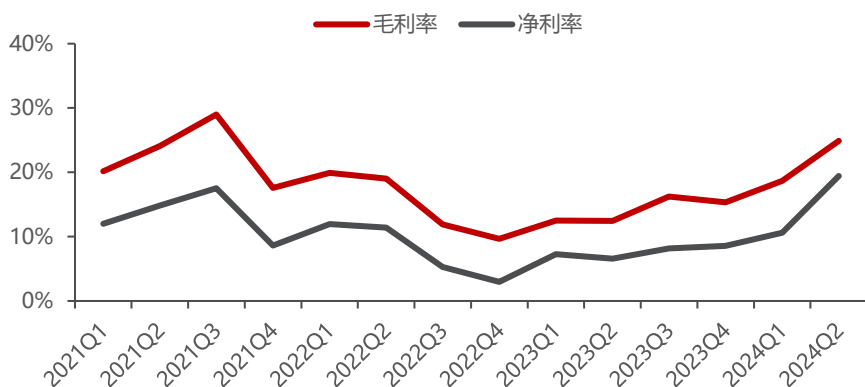
图17: 2024Q2, 研发费用率环比上升 0.15pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

**2024Q2 毛利率同比增加 6.22pct。**2024Q2 公司毛利率、净利率为 24.91% 和 19.43%, 同比分别上涨 12.48pct、12.86pct, 环比分别上涨 6.22pct 和 8.83pct。毛利率同比大幅回升主要受铝价上涨带动。

图18: 2021Q1-2024Q2 公司毛利率和净利率



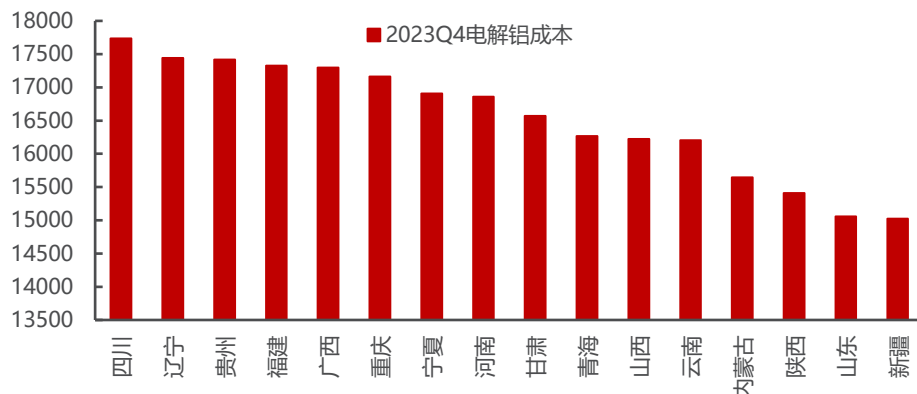
资料来源: wind, 民生证券研究院

## 4 电解铝成本优势突出，上游铝土矿布局再下一城

**一体化布局完善，业绩稳定性提升。**预焙阳极和氧化铝实现自给，广西天桂 250 万吨氧化铝和南疆 30 万吨预焙阳极项目逐步达产，氧化铝和预备阳极自给率 100%，只是氧化铝是名义上自给，广西氧化铝对外出售，新疆电解铝从山西购入氧化铝，公司电力装机 2100MW，2023 年发电量 135 亿度，电力自给率 80%-90%，剩余电力从电网购买。公司一体化布局完成，原材料保障能力增强，有助于稳定业绩。

**新疆能源价格低，电解铝成本优势明显。**公司电解铝产能位于新疆，新疆煤炭资源丰富，煤价远远低于东部地区。公司电解铝成本处于行业左侧，优势突出，并且长期看，新疆风光资源也很丰富，新能源电力成本也处于全国低位，低能源价格仍将保持。

图19: 新疆电解铝成本处于全国最低 (含税, 单位: 元/吨)



资料来源: SMM, 民生证券研究院

**战略布局印尼氧化铝，海外扩张翻开新篇章。**2023 年 2 月，公司收购 PT



Inti Tambang Makmur 100% 股权，间接持有三个铝土矿采矿权，矿区总面积 3 万公顷，总勘探面积 25.9 万公顷。由于印尼将禁止铝土矿出口，公司积极布局下游氧化铝业务，计划投资 15.56 亿美元在印尼建设 200 万吨氧化铝产线，延伸铝产业链，该项目已完成可研报告，进入设计阶段。在国内铝产业链受抑制情况下，海外布局铝产业将是电解铝公司保持成长性必不可少的一步，印尼铝土矿、煤炭资源丰富，公司战略布局印尼，有助于加快铝产业链海外扩张步伐，打开上游成长性空间，实现持续发展。

**收购几内亚矿业公司部分股权及获得铝土矿独家购买权，保障铝土矿资源供应。**公司 2023 年底收购 Galico mining limited 100% 股权，进而间接取得 Elite Mining Guinea S.A. 50% 股权以及码头和道路的优先使用权，并有权按照其与 Elite 公司签署的独家购买协议约定的价格购买 Elite 公司所持矿区开采的全部铝土矿产品，公司在几内亚直接锁定铝土矿资源供应和采购成本，该项目规划年产能 500-600 万吨铝土矿，2024 年项目已经进入规模开采并即将运回国内满足自身氧化铝生产原料需求。同时，公司广西自有铝土矿探转采工作亦在逐步推进中，随着上述项目的逐步落实，未来公司上游资源的保障度将达到 100%。

图20：几内亚铝土矿项目股权图



资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：股权图时间为 2023 年 12 月）

**电解铝生产主体公司或得高新企业资格，所得税率下调助力业绩释放。**2023 年 12 月，全资子公司新疆生产建设兵团第八师天山铝业有限公司（天铝有限）被认定为高新技术企业，有效期三年。根据《高新技术企业认定管理办法》及《中华人民共和国企业所得税法》等相关规定，企业获得高新技术企业资格后，自高新技术企业证书颁发之日所在年度起按 15% 的税率缴纳企业所得税，所得税率下调助力业绩释放。

**2024 年高纯铝出口税率下调至 0，高纯铝业务利润将回升。**高纯铝主要用于生产电子光箔和电极箔，并进一步应用于电解电容器，公司具有高纯铝产能 6 万吨，并新开工 2 万吨产能，远期产能规划 10 万吨，随着新能源车快速发展以及电子消费的兴起，高纯铝需求空间广阔。2022 年，子公司天展新材出口高纯铝 8662 吨，受国务院关税税则委员会关于“自 2023 年 1 月 1 日起按重量计含铝量在 99.95%及以上的未锻轧非合金铝（税则号 76011010）出口执行关税由 0 调整至 30%”的政策影响，自 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月，天展新材高纯铝出口量为 0 吨。2024 年高纯铝出口税率由 30%降为 0，预计公司高纯铝库存（2023 年末 2.72 万吨）将被逐步消化，高纯铝业务利润将回升。

## 5 盈利预测与投资建议

电解铝供需格局向好，公司成本优势明显，业绩将继续释放。我们预计公司2024-2026年将实现归母净利38.93亿元、44.85亿元和49.37亿元，对应现价的PE分别为8、7和6倍，维持“推荐”评级。

## 6 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) 电池铝箔项目进展不及预期。**公司电池铝箔规划项目较多, 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) 电解铝下游需求不及预期。**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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	28,975	31,210	32,605	33,590
营业成本	24,889	24,954	25,457	25,854
营业税金及附加	468	499	522	537
销售费用	18	19	20	20
管理费用	344	375	391	403
研发费用	217	234	245	252
EBIT	3,430	5,129	5,971	6,523
财务费用	788	839	890	907
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	2,642	4,693	5,407	5,952
营业外收支	10	2	2	2
利润总额	2,652	4,695	5,409	5,954
所得税	446	798	919	1,012
净利润	2,206	3,897	4,489	4,942
归属于母公司净利润	2,205	3,893	4,485	4,937
EBITDA	5,081	6,927	7,859	8,497

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,812	8,995	11,673	14,555
应收账款及票据	1,505	1,881	2,144	2,393
预付款项	2,078	3,108	3,309	3,620
存货	9,543	9,230	9,416	9,563
其他流动资产	574	598	636	672
流动资产合计	21,512	23,812	27,178	30,802
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	26,467	26,497	26,537	26,492
无形资产	1,480	1,522	1,654	1,786
非流动资产合计	35,585	35,858	36,129	36,315
资产合计	57,097	59,670	63,307	67,117
短期借款	8,813	9,613	10,413	11,213
应付账款及票据	6,715	6,729	6,835	6,942
其他流动负债	9,094	8,657	8,794	8,791
流动负债合计	24,621	24,999	26,043	26,946
长期借款	7,021	6,521	6,021	5,521
其他长期负债	1,346	1,354	1,354	1,354
非流动负债合计	8,367	7,875	7,375	6,875
负债合计	32,988	32,874	33,417	33,820
股本	4,652	4,652	4,652	4,652
少数股东权益	2	6	10	15
股东权益合计	24,109	26,796	29,890	33,297
负债和股东权益合计	57,097	59,670	63,307	67,117

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-12.22	7.71	4.47	3.02
EBIT 增长率	-17.04	49.54	16.41	9.25
净利润增长率	-16.80	76.51	15.21	10.09
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	14.10	20.04	21.92	23.03
净利润率	7.61	12.48	13.77	14.71
总资产收益率 ROA	3.86	6.52	7.08	7.36
净资产收益率 ROE	9.15	14.53	15.01	14.83
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.87	0.95	1.04	1.14
速动比率	0.40	0.46	0.55	0.65
现金比率	0.32	0.36	0.45	0.54
资产负债率 (%)	57.78	55.09	52.79	50.39
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	6.40	7.00	8.00	9.00
存货周转天数	139.95	135.00	135.00	135.00
总资产周转率	0.51	0.52	0.52	0.50
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.47	0.84	0.96	1.06
每股净资产	5.18	5.76	6.42	7.15
每股经营现金流	0.84	1.08	1.48	1.55
每股股利	0.15	0.26	0.30	0.33
<b>估值分析</b>				
PE	14	8	7	6
PB	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.66	6.23	5.19	4.49
股息收益率 (%)	2.24	3.89	4.48	4.93

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,206	3,897	4,489	4,942
折旧和摊销	1,651	1,798	1,888	1,974
营运资金变动	-805	-1,539	-444	-640
经营活动现金流	3,916	5,023	6,872	7,219
资本开支	-2,357	-2,071	-2,158	-2,158
投资	-1,381	0	0	0
投资活动现金流	-3,738	-2,071	-2,158	-2,158
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2,429	308	300	300
筹资活动现金流	100	-1,768	-2,036	-2,180
现金净流量	263	1,184	2,678	2,882

## 插图目录

图 1: 2024H1, 公司营收同比减少 6.80%.....	3
图 2: 2024H1, 公司归母净利同比增加 103.4%.....	3
图 3: 2024Q2, 公司营收同比减少 11.36%.....	3
图 4: 2024Q2, 公司归母净利润同比增加 161.47%.....	3
图 5: 2024H1, 公司自产铝锭营收占比 70.27% (单位: 亿元).....	4
图 6: 2024H1, 公司自产铝锭毛利占比 72.29% (单位: 亿元).....	4
图 7: 公司主要产品产量 (单位: 万吨).....	5
图 8: 公司自产铝锭、氧化铝毛利变化 (单位: 元/吨).....	5
图 9: 2024H1 公司高纯铝产量 1.6 万吨 (单位: 万吨).....	5
图 10: 2024H1, 公司毛利率同比上升 9.37pct.....	6
图 11: 2024H1, 公司三费率同比上涨 0.17pct.....	6
图 12: 2024Q2, 公司归母净利环比增加 6.34 亿元 (单位: 亿元).....	6
图 13: 2024Q2, 公司归母净利同比增加 8.36 亿元 (单位: 亿元).....	6
图 14: 2024Q2, 铝价环比上升 1490 元/吨 (单位: 元/吨).....	7
图 15: 2024Q2, 氧化铝价格环比上升 258 元/吨 (单位: 元/吨).....	7
图 16: 2024Q2, 三费率环比下降 0.12pct.....	7
图 17: 2024Q2, 研发费用率环比上升 0.15pct.....	7
图 18: 2021Q1-2024Q2 公司毛利率和净利率.....	8
图 19: 新疆电解铝成本处于全国最低 (含税, 单位: 元/吨).....	8
图 20: 几内亚铝土矿项目股权图.....	9

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
公司财务报表数据预测汇总.....	13

## 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
行业评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026