

➤ **事件：公司发布 2024 年半年报：**2024H1，公司实现归母净利润 25.2 亿元，同比增长 66.3%；扣非归母净利润 23.9 亿元，同比增长 60.2%。单季度看，2024Q2，公司实现归母净利 13.6 亿元，同比增长 115%，环比增长 16.5%；扣非归母净利 13.5 亿元，同比增长 121.4%，环比增长 30.8%。实际业绩略超前期业绩预告中枢。

➤ **2024H1 电解铝产量大幅提升。**量：2024H1 电解铝产量 135.1 万吨，同比上升 37.7 万吨，主要因为 2024 年 3 月云南开始复产电解铝，复产时间较 2023 年早；氧化铝产量 72.3 万吨，同比下滑 1 万吨。**2024 年，公司生产经营目标：**氧化铝产量 140 万吨，电解铝产量 270 万吨，碳素产量 80 万吨。**价：**2024H1 铝价 19798 元/吨，同比+1310 元/吨。预焙阳极均价 4489 元/吨，同比-1478 元/吨，氧化铝价 3506 元/吨，同比+397 元/吨。虽然铝价上涨较多，但由于氧化铝价格以及电费上涨，公司单吨盈利略下滑，测算 2023 年公司吨铝毛利 2788 元，同比下滑 19 元/吨。

➤ **2024Q2 业绩：Q2 电解铝量价齐升，归母净利润同环比均实现增长。**量：Q2 云南处于复产进程中，公司电解铝产量 71.38 万吨，环比增加 7.7 万吨，同比增加 26.4 万吨（主要由于 23Q1 云南开始二次限产，且复产时间较晚）。24Q2 公司氧化铝产量 35.74 万吨，保持满产状态。**价：**24Q2 市场铝价环比+1490 元/吨，氧化铝环比+258 元/吨，预焙阳极环比+37 元/吨，云南市场电价由于逐步进入丰水期环比 24Q1 略有下滑。**Q2 业绩环比来看，**主要增利项：毛利（+5.09 亿元，主要由于 Q2 电解铝量价齐升），其他/投资收益（+0.22 亿元）。主要减利项：其他/投资收益（-0.32 亿元），减值损失等（-1.67 亿元），所得税（-0.61 亿），少数股东损益（-0.75 亿元），费用和税金（-0.37 亿元）。

➤ **中期分红：**每股 0.23 元现金红利，总共派发 7.98 亿元，分红比例 32%。

➤ **未来看点：1) 业绩弹性大。**公司电解铝产能大，按照 2024 年产量指引，公司权益产量 221 万吨，相对较低的成本以及高产能，公司业绩弹性大。**2) 资产负债表优化，业绩充分释放。**随着盈利改善以及资本扩张结束，公司资产负债表、利润表、现金流量表优化明显，且减值基本不再计提，公司未来业绩有保障。**3) “双碳”目标下，绿色铝价值凸显。**欧洲确立征收进口商品碳关税，按照欧洲碳关税政策，绿色铝未来可免除碳关税额度可观，且国内“双碳”背景下，电解铝行业纳入碳交易势在必行，绿色铝溢价将体现，公司电解铝均位于云南，估值有望提升。

➤ **投资建议：**公司电解铝权益产能大，业绩弹性高，而绿色铝未来价值潜力大，我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利 48.45 亿元、54.77 亿元和 60.94 亿元，对应现价的 PE 分别为 9、8 和 7 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**电解铝需求不及预期，云南限产超预期，电解铝行业纳入碳交易进展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	42,669	51,757	51,868	53,219
增长率 (%)	-12.0	21.3	0.2	2.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,956	4,845	5,477	6,094
增长率 (%)	-13.4	22.5	13.0	11.3
每股收益 (元)	1.14	1.40	1.58	1.76
PE	11	9	8	7
PB	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

12.08 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

- 云铝股份 (000807.SZ) 2023 年报点评：产量回升驱动 Q4 业绩超预期，绿色铝长期价值可期-2024/03/29
- 云铝股份 (000807.SZ) 2023 年三季度报点评：电解铝量价齐升，启槽成本拖累 Q3 业绩-2023/10/29
- 云铝股份 (000807.SZ) 2023 年半年报点评：成本上升拖累 Q2 业绩，期待 Q3 量利齐升-2023/08/27
- 云铝股份 (000807.SZ) 深度报告：拨“云”见日，绿色铝凸显长期价值-2023/03/26
- 云铝股份 (000807.SZ) 2022 年年报点评：业绩略超预期，资产质量继续优化-2023/03/24

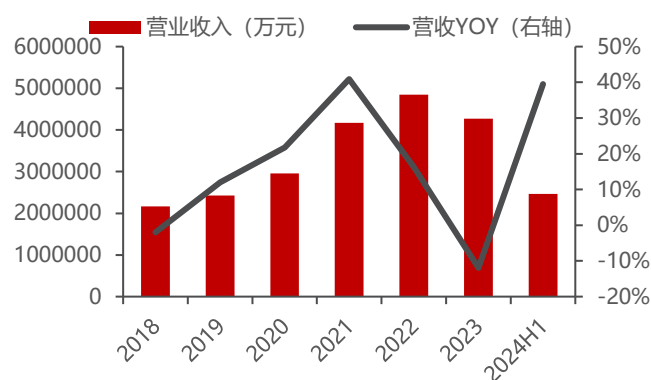
# 目录

<b>1 事件：公司发布 2024 年半年报</b>	<b>3</b>
<b>2 2024H1 业绩：电解铝量价齐升驱动业绩大增</b>	<b>3</b>
<b>3 2024Q2 业绩：归母净利润同比环比均上升</b>	<b>6</b>
<b>4 业绩弹性大，绿电铝凸显长期价值</b>	<b>8</b>
4.1 Q3 电解铝满产	8
4.2 碳交易方兴未艾，绿色铝价值凸显	9
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>11</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>12</b>
<b>插图目录</b>	<b>14</b>
<b>表格目录</b>	<b>14</b>

## 1 事件：公司发布 2024 年半年报

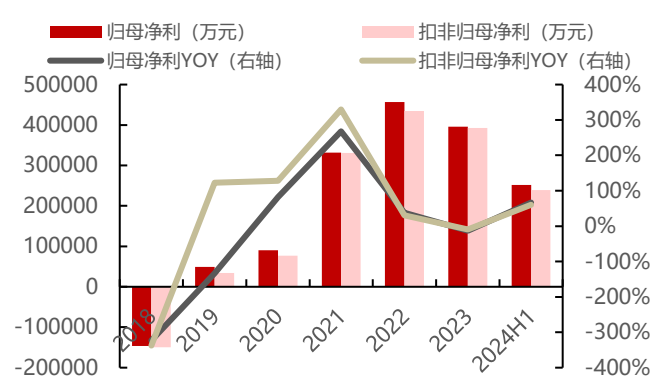
公司发布 2024 年半年报：2024H1，公司实现归母净利润 25.2 亿元，同比增长 66.3%；扣非归母净利润 23.9 亿元，同比增长 60.2%。单季度看，2024Q2，公司实现归母净利 13.6 亿元，同比增长 115%，环比增长 16.5%；扣非归母净利 13.5 亿元，同比增长 121.4%，环比增长 30.8%。实际业绩略超前期业绩预告中枢。

图1：2024H1，公司营业收入 246.5 亿元



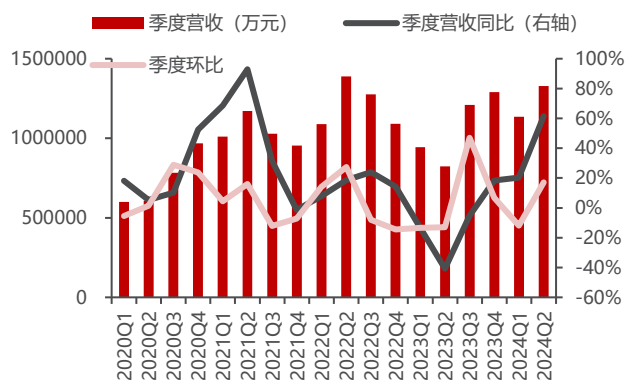
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2024H1，公司归母净利润 25.2 亿元



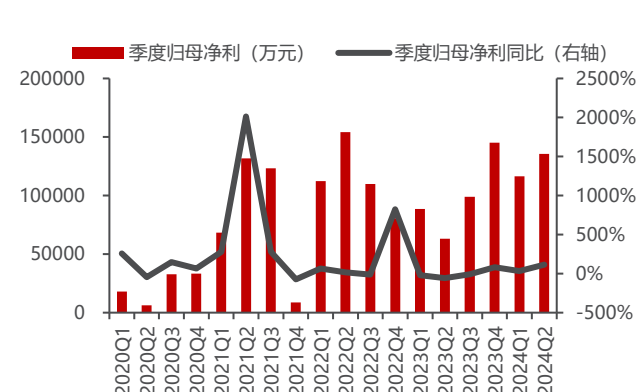
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2024Q2，公司营收同比上升 61.6%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2024Q2，公司归母净利润同比上升 115%



资料来源：wind，民生证券研究院

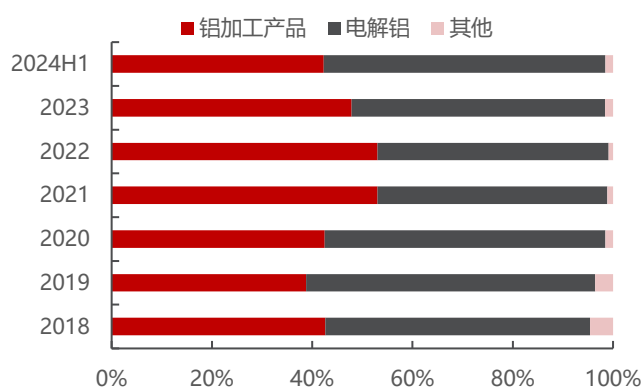
## 2 2024H1 业绩：电解铝量价齐升驱动业绩大增

营收方面，受电解铝产量上升及铝价走强影响，2024H1 公司电解铝营收 138.4 亿元，同比+80.3%，占总营收 56.2%；铝加工产品营收 104.3 亿元，同比+8.8%，占总营收比 42.3%；其他产品营收 3.8 亿元，同比-6.2%，占营收比

重 1.5%。

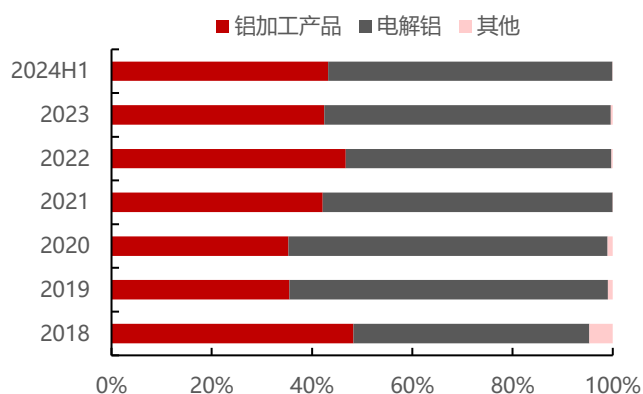
**毛利方面**，公司电解铝贡献毛利 21.4 亿元，同比上升 51.4%，占总毛利比 56.7%；铝加工产品贡献毛利 16.3 亿元，同比上升 25.7%，占总毛利比 43.2%；其他产品贡献毛利 0.02 亿元，同比下降 91.9%，毛利占比 0.06%。

图5：2024H1，公司产品营收分布



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2024H1，公司产品毛利分布

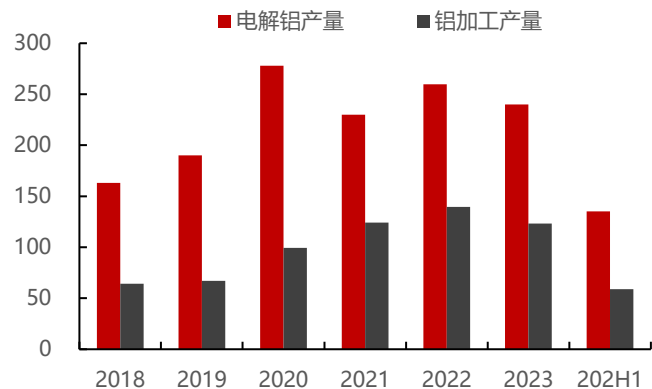


资料来源：wind，民生证券研究院

**量**：2024H1 原铝产量 135.1 万吨，同比上升 37.7 万吨，主要因为 2024 年 3 月云南开始复产电解铝，复产时间较 2023 年早；氧化铝产量 72.3 万吨，同比下滑 1 万吨。**2024 年公司生产经营目标**：氧化铝产量 140 万吨，电解铝产量 270 万吨，铝合金及加工产品产量 126 万吨，碳素产量 80 万吨。

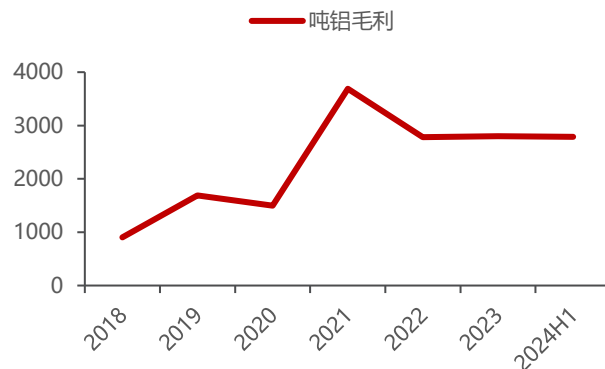
**价**：2024H1 铝价 19798 元/吨，同比+1310 元/吨。预焙阳极均价 4489 元/吨，同比-1478 元/吨，氧化铝价 3506 元/吨，同比+397 元/吨。虽然铝价上涨较多，但由于氧化铝价格以及电费上涨，公司单吨盈利略下滑，测算 2023 年公司吨铝毛利 2788 元，同比下滑 19 元/吨。

图7：2024H1，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8：2024H1，公司吨铝毛利同比下滑 19 元/吨

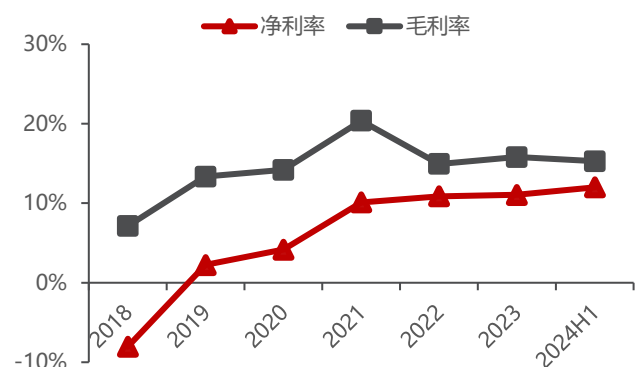


资料来源：wind，民生证券研究院

备注：由于铝加工盈利较低，我们测算吨铝毛利=（铝加工毛利+铝锭毛利）/铝锭产量

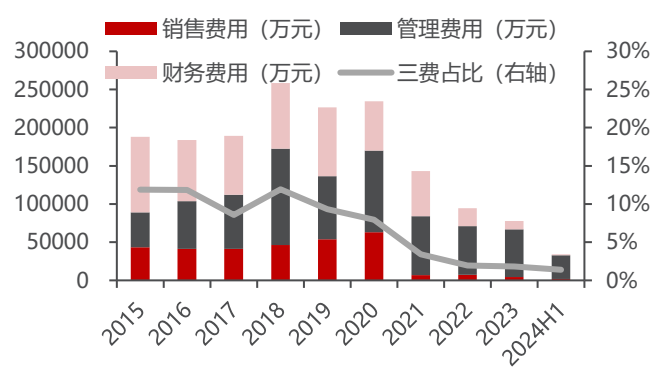
三费率同比下降 0.52pct，毛利率、净利率分别下滑 0.87pct 和上升 0.19pct。公司 2024H1 三费费用 3.4 亿元，同比上升 1.5%，三费率 1.9%，同比减少 0.5pct，其中财务费用 0.16 亿元，同比下降 76.4%，主要因为借款费用减少等所致。公司毛利率、净利率为 15.3%和 12%，同比分别下滑 0.87pct 和上升 0.19pct。

图9：2024H1，公司净利率同比上升 0.19pct



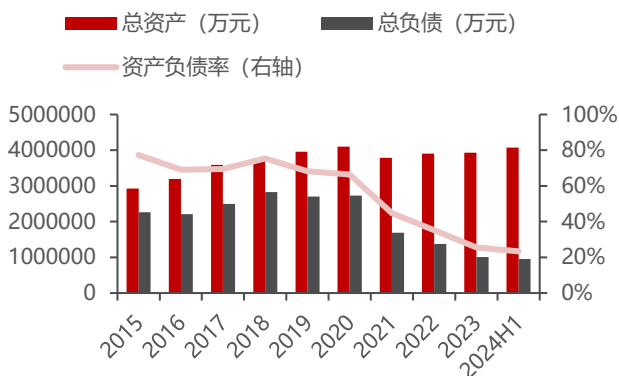
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2024H1，公司三费率同比下降 0.5pct

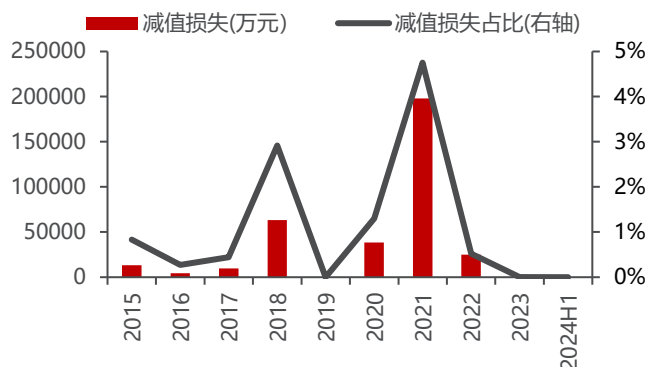


资料来源：wind，民生证券研究院

资产负债表继续修复，资产减值计提为 0。随着盈利继续改善，公司继续偿还债务，负债率进一步下降，2024H1 公司资产负债率低至 23.4%，同比下降 6.1pct。2024H1 公司基本没有计提资产减值。

**图11: 2024H1, 公司资产负债率同比下降 6.1pct**


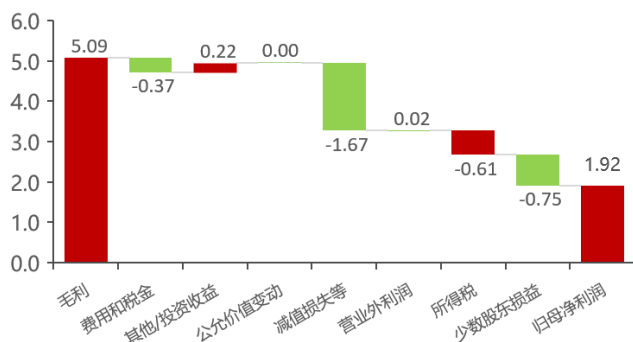
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图12: 2024H1, 公司资产减值 0 万元**


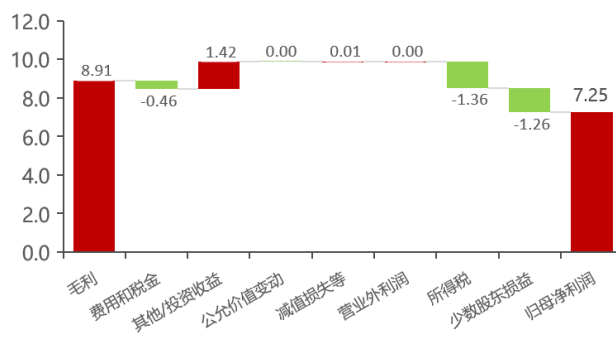
资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3 2024Q2 业绩: 归母净利润同比环比均上升

**2024Q2, 公司归母净利润同比环比均上升。环比来看, 主要增利项: 毛利 (+5.09 亿元, 主要由于 Q2 铝价环比大涨), 其他/投资收益 (+0.22 亿元)。主要减利项: 其他/投资收益 (-0.32 亿元), 减值损失等 (-1.67 亿元, 主要是 Q1 有 1.67 亿的资产处置收益), 所得税 (-0.61 亿), 少数股东损益 (-0.75 亿元), 费用和税金 (-0.37 亿元)。** **同比来看, 主要增利项: 毛利 (+8.91 亿元), 其他/投资收益 (+1.42 亿元)。主要减利项: 费用和税金 (-0.46 亿元), 少数股东损益 (-1.26 亿元), 所得税 (-1.36 亿元)。**

**图13: 2024Q2, 公司归母净利润环比增加 1.92 亿元 (单位: 亿元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图14: 2024Q2, 公司归母净利润同比增加 7.25 亿元 (单位: 亿元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**Q2 电解铝产量环比回升, 铝价大涨。量: Q2 云南处于复产进程中, 公司电解铝产量 71.38 万吨, 环比增加 7.7 万吨, 同比增加 26.4 万吨 (主要由于 23Q1 云南开始二次限产, 且复产时间较晚)。24Q2 公司氧化铝产量 35.74 万吨, 保持满产状态。价: 24Q2 市场铝价环比+1490 元/吨, 氧化铝环比+258 元/吨,**

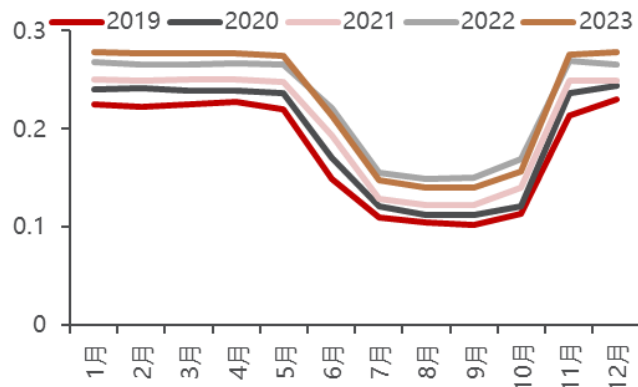
预焙阳极环比+37 元/吨，云南市场电价由于逐步进入丰水期环比 24Q1 略有下滑。

图15：2024Q2 铝均价环比上涨 1490 元/吨（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：云南省电力交易基准价情况（单位：元/KWh）

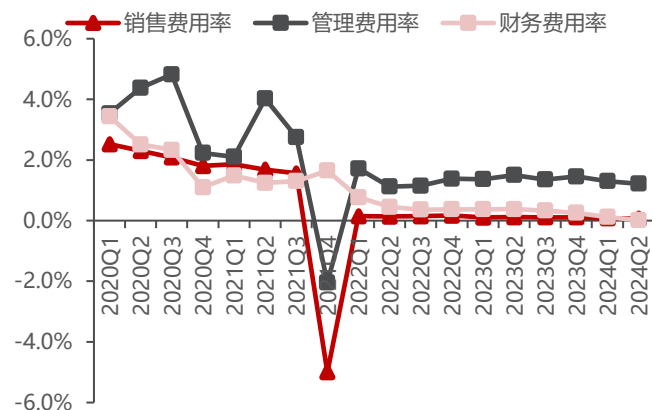


资料来源：昆明市电力交易中心，民生证券研究院

**三费费率环比下滑 0.2pct。**2024Q2 三费费用率小幅下滑，其中公司销售费用率环比基本持平，管理费用率环比下滑 0.1pct，财务费用率下降 0.1pct。

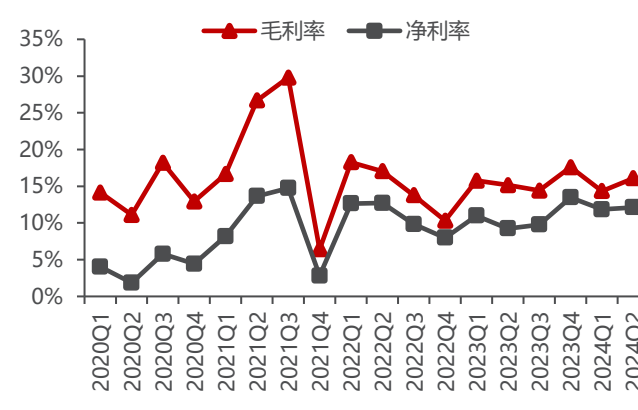
**2024Q2 毛利率环比上升 1.7pct, 同比上升 0.9pct。**2024Q2 公司毛利率、净利率为 16.1%和 12.1%，环比分别上升 1.7pct、0.3pct，主要因为电解铝产量回升，铝价震荡走高。

图17：2024Q2，三费费率环比下滑 0.2pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2024Q2，净利率环比上升 0.93pct



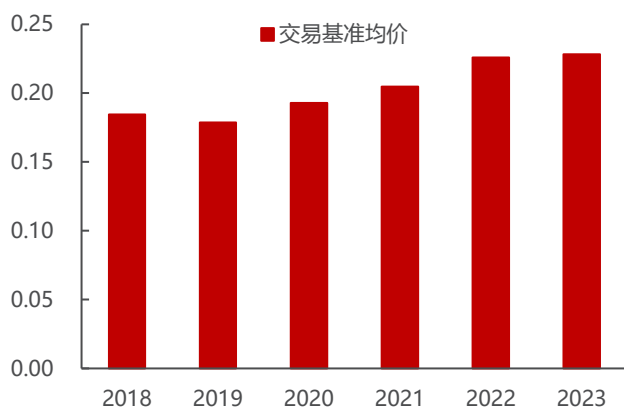
资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 业绩弹性大，绿电铝凸显长期价值

### 4.1 Q3 电解铝满产

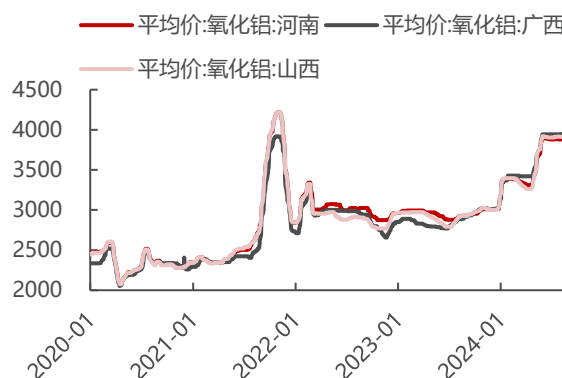
**一体化布局，氧化铝采购具有优势。**公司已形成铝土矿 160 万吨，氧化铝 140 万吨，绿色铝 305 万吨，铝合金及铝加工产品 160 万吨，炭素制品 82 万吨的产能规模，按去年公司 240 万吨电解铝，143 万吨氧化铝产量测算，公司氧化铝自给率约 31%。云南临近广西，广西铝土矿资源丰富，并且广西海岸线长，未来进口铝土矿也较为便利，公司氧化铝采购具有优势。受云南电力需求增加影响，交易基准电价有所上升，2023 年交易电力均价 228 元/MWh，较 2018 年上涨 44 元/MWh，加上配网费、政府性基金等，公司 2023 年电力均价约 400 元/MWh，不含税价 354 元/MWh，处于全国低位。

图19：云南省电力交易基准价年均价（元/KWh）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图20：我国主要地区氧化铝价格（元/吨）

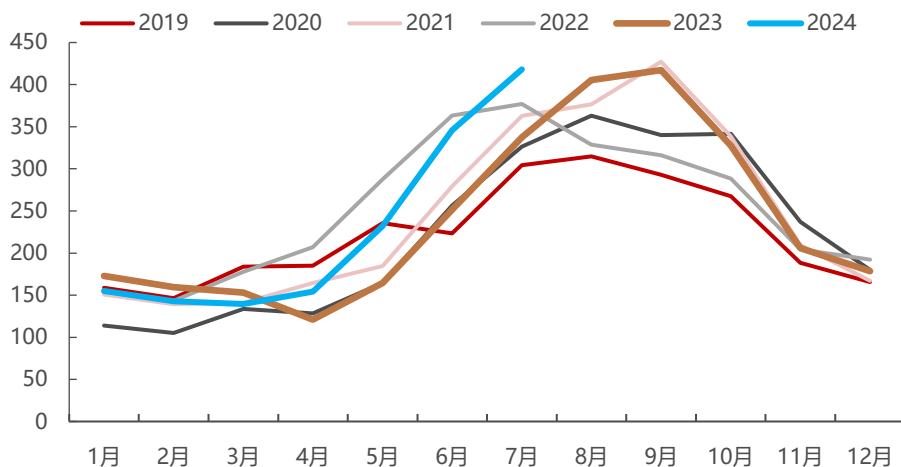


资料来源：Wind，民生证券研究院

**期待 Q3 量利齐升。**我国水电站来水季节性明显，发电量变动较大，每年 6-9 月是丰水期，5 月、10 月是平水期，11 月到次年 4 月是枯水期，枯水期发电量不到丰水期的 60%，电力供应下降明显。进入三季度，电解铝处于满产状态，届时公司有望迎来量利齐升局面。



图21: 云南省水电发电量 (单位: 亿 KWh)



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 4.2 碳交易方兴未艾, 绿色铝价值凸显

**国内碳交易方兴未艾。**国内碳交易参考欧洲市场, 政府确定配额总量, 由市场交易形成碳价。2021 年全国性碳交易开启, 碳价开始逐步上行, 目前主要是电力行业进行碳交易, 碳价基本位于 70 元/吨以上, 碳排放权的稀缺性逐步体现, 未来随着电解铝等高耗能行业的纳入, 碳价或将进一步上行。受“双碳”政策目标影响, 参照欧洲碳价走势, 未来国内碳价上行空间较大。

图22: 上海碳排放交易价格 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 欧洲碳交易价格 (单位: 欧元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

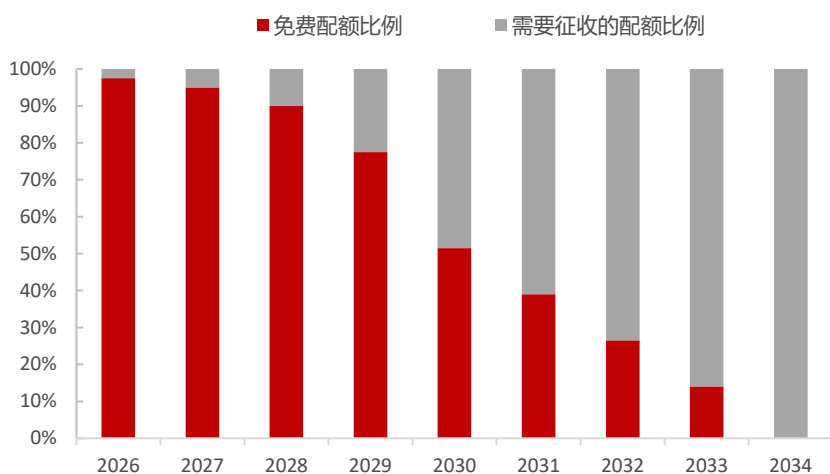
**欧洲碳关税协议通过, 绿色铝溢价时代来临。**2023 年 2 月 9 日, 欧洲议会环境、公共卫生和食品安全委员会 (ENVI) 正式通过欧洲碳边界调整机制 (CBAM) 协议, 2023 年 10 月 1 日生效, 协议要求对钢铁、水泥、铝、化肥等领域征收碳关税, 2026 年开始起征, 并逐步取消免费配额量, 直至 2034 年全面取消。欧

盟碳关税征收金额公式如下：

$$CBAM = \text{碳含量} \times (\text{欧盟碳支付成本} - \text{出口国碳支付成本})$$

我国碳交易机制发展较晚，碳配额发放较充足，碳价远低于欧洲，随着欧洲碳关税政策落地，国内电解铝将面临高额的关税。根据关税计价公式，出口欧洲的商品等于是按照欧洲的碳价来缴纳碳排放费用，按照目前欧洲和国内碳价差，对化石能源燃料的电解铝企业来讲，成本大幅攀升。

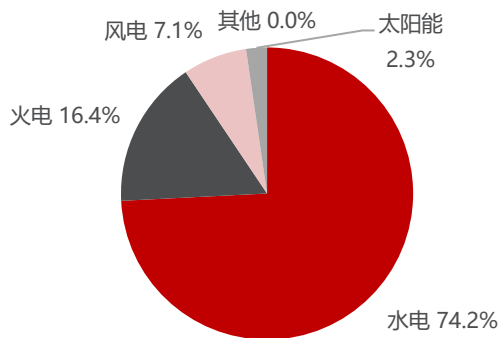
图24：CBAM 配额分配变化



资料来源：wind，民生证券研究院

云南可再生能源占比高，公司绿电价值空间巨大。2023年云南电源结构中，水电占比高达74.2%，风光等新能源发电占比9.4%，可再生能源占比高达83.6%，电解铝碳排放量较低，绿色铝特征明显。“双碳”背景下，未来随着电解铝行业纳入碳交易，云南绿色铝优势将会凸显。

图25：2023年云南电源结构



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：国内电解铝碳排放成本 (单位：元/吨)



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

**盈利预测与评级：**公司电解铝权益产能大，业绩弹性高，而绿色铝未来价值潜力大，我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利 48.45 亿元、54.77 亿元和 60.94 亿元，对应现价的 PE 分别为 9、8 和 7 倍，维持“推荐”评级。

## 6 风险提示

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

**2) 云南限产超预期。**云南枯水期电力供应不足，加上高耗能行业扩张较为明显，枯水期缺电问题突出，公司限产比例可能超预期。

**3) 电解铝行业纳入碳交易进展不及预期。**“双碳”背景下，电解铝行业纳入碳交易势在必行，但受限于经济发展，进展可能会非常缓慢。

## 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	42,669	51,757	51,868	53,219
营业成本	35,923	44,222	42,880	43,320
营业税金及附加	357	362	391	415
销售费用	46	41	57	59
管理费用	621	673	752	772
研发费用	198	78	78	85
EBIT	5,729	6,380	7,711	8,569
财务费用	110	80	71	50
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-77	-10	-10	-11
营业利润	5,542	6,782	7,852	8,738
营业外收支	1	3	3	3
利润总额	5,544	6,785	7,855	8,741
所得税	825	1,086	1,335	1,486
净利润	4,718	5,699	6,520	7,255
归属于母公司净利润	3,956	4,845	5,477	6,094
EBITDA	7,485	8,116	9,439	10,285

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,261	8,754	13,850	19,458
应收账款及票据	162	284	284	292
预付款项	101	128	123	125
存货	4,051	5,089	5,052	5,103
其他流动资产	287	387	333	361
流动资产合计	9,863	14,642	19,642	25,339
长期股权投资	485	499	519	532
固定资产	23,020	22,410	21,764	21,108
无形资产	3,137	3,082	3,017	2,952
非流动资产合计	29,447	28,647	27,876	27,108
资产合计	39,310	43,289	47,518	52,447
短期借款	70	70	70	70
应付账款及票据	3,674	3,998	3,877	3,917
其他流动负债	2,342	2,198	2,168	2,218
流动负债合计	6,085	6,266	6,115	6,205
长期借款	3,765	3,465	3,165	2,865
其他长期负债	212	212	212	212
非流动负债合计	3,977	3,677	3,377	3,077
负债合计	10,063	9,943	9,492	9,282
股本	3,468	3,468	3,468	3,468
少数股东权益	3,518	4,373	5,416	6,577
股东权益合计	29,247	33,346	38,026	43,165
负债和股东权益合计	39,310	43,289	47,518	52,447

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	-11.96	21.30	0.22	2.61
EBIT 增长率	-6.34	11.37	20.85	11.13
净利润增长率	-13.41	22.47	13.05	11.28
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	15.81	14.56	17.33	18.60
净利润率	11.06	11.01	12.57	13.63
总资产收益率 ROA	10.06	11.19	11.53	11.62
净资产收益率 ROE	15.37	16.72	16.79	16.66
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.62	2.34	3.21	4.08
速动比率	0.94	1.50	2.37	3.24
现金比率	0.86	1.40	2.26	3.14
资产负债率 (%)	25.60	22.97	19.98	17.70
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.39	2.00	2.00	2.00
存货周转天数	41.16	42.00	43.00	43.00
总资产周转率	1.09	1.20	1.09	1.01
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.14	1.40	1.58	1.76
每股净资产	7.42	8.35	9.40	10.55
每股经营现金流	1.69	1.82	2.40	2.62
每股股利	0.23	0.46	0.53	0.61
<b>估值分析</b>				
PE	11	9	8	7
PB	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	5.49	4.60	3.38	2.53
股息收益率 (%)	1.90	3.82	4.39	5.05

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,718	5,699	6,520	7,255
折旧和摊销	1,756	1,735	1,728	1,715
营运资金变动	-853	-1,105	-55	1
经营活动现金流	5,871	6,322	8,337	9,103
资本开支	-431	-770	-919	-914
投资	-87	19	-19	-14
投资活动现金流	-515	-762	-948	-939
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,048	-300	-300	-300
筹资活动现金流	-3,080	-2,067	-2,293	-2,556
现金净流量	2,276	3,493	5,096	5,608

## 插图目录

图 1: 2024H1, 公司营业收入 246.5 亿元.....	3
图 2: 2024H1, 公司归母净利润 25.2 亿元.....	3
图 3: 2024Q2, 公司营收同比上升 61.6%.....	3
图 4: 2024Q2, 公司归母净利润同比上升 115%.....	3
图 5: 2024H1, 公司产品营收分布.....	4
图 6: 2024H1, 公司产品毛利分布.....	4
图 7: 2024H1, 公司主要产品产量 (单位: 万吨) .....	5
图 8: 2024H1, 公司吨铝毛利同比下滑 19 元/吨 .....	5
图 9: 2024H1, 公司净利率同比上升 0.19pct.....	5
图 10: 2024H1, 公司三费费率同比下降 0.5pct.....	5
图 11: 2024H1, 公司资产负债率同比下降 6.1pct.....	6
图 12: 2024H1, 公司资产减值 0 万元.....	6
图 13: 2024Q2, 公司归母净利润环比增加 1.92 亿元 (单位: 亿元) .....	6
图 14: 2024Q2, 公司归母净利润同比增加 7.25 亿元 (单位: 亿元) .....	6
图 15: 2024Q2 铝均价环比上涨 1490 元/吨 (单位: 元/吨) .....	7
图 16: 云南省电力交易基准价情况 (单位: 元/KWh) .....	7
图 17: 2024Q2, 三费费率环比下滑 0.2pct.....	7
图 18: 2024Q2, 净利率环比上升 0.93pct.....	7
图 19: 云南省电力交易基准价均价 (元/KWh) .....	8
图 20: 我国主要地区氧化铝价格 (元/吨) .....	8
图 21: 云南省水电发电量 (单位: 亿 KWh) .....	9
图 22: 上海碳排放交易价格 (单位: 元/吨) .....	9
图 23: 欧洲碳交易价格 (单位: 欧元/吨) .....	9
图 24: CBAM 配额分配变化.....	10
图 25: 2023 年云南电源结构 .....	10
图 26: 国内电解铝碳排放成本 (单位: 元/吨) .....	10

## 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