

## 业绩创新高，一体化优势继续夯实

2025 年 04 月 21 日

► **事件：公司发布 2024 年年报。**1) **业绩：**2024 年公司实现营收 280.9 亿元，同比-3.1%，归母净利润 44.6 亿元，同比+102.0%；扣非归母净利润 43.1 亿元，同比+128.8%。**单季度看**，2024Q4 实现营收 72.9 亿元，同比+10.0%，环比+4.0%，归母净利 13.7 亿元，同比+141.4%，环比+35.7%；扣非归母净利 13.5 亿元，同比+143.4%，环比+34.8%；2) **分红：**2024 年度拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税），加上 2024 年中期分红，2024 年现金分红合计 18.5 亿元，分红率 41.4%。

► **2024 年氧化铝、电解铝毛利上升。**量：2024 年公司自产铝锭产量 117.6 万吨，同比上升 0.9%；高纯铝产量 2.8 万吨，同比下降 34.4%；氧化铝产量 227.9 万吨，同比上升 7.6%；预焙阳极产量 54.9 万吨，同比下降 8.4%。**利：**2024 年电解铝价格同比上涨 1224 元/吨，氧化铝价格同比上涨 1149 元/吨。公司电解铝，氧化铝毛利提升，2024 年电解铝单吨毛利 3911 元/吨，同比+474 元/吨。氧化铝单吨毛利 1016 元/吨，同比+944 元/吨，子公司靖西天桂铝业 24 年实现净利润 17.8 亿元（23 年净利润仅 0.26 亿元）。

► **2024Q4，公司归母净利润同环比增长。**环比来看，主要增利项：毛利（+3.7 亿元，主要是铝价、氧化铝价格上涨驱动）；主要减利项：所得税（-0.3 亿元），减值损失等（-0.2 亿元）。同比来看，主要增利项：毛利（+7.2 亿元），其他/投资收益（+0.7 亿元）；主要减利项：所得税（-0.5 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，氧化铝和预焙阳极自给率 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，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，一期 100 万吨环评已通过，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+广西铝土矿，保障资源供应。**公司 2023 年底间接取得 EliteMiningGuineaS.A.50%股权及铝土矿独家购买权，项目规划年产能 500-600 万吨铝土矿，目前原料正逐步运回国内，25 年 4 月广西铝土矿项目采矿证获批，产能 100 万吨，原料保障进一步增强。

► **投资建议：**电解铝供需格局向好，公司一体化优势明显，业绩将继续释放。我们预计公司 2025-2027 年归母净利 51.3 亿元、55.5 亿元和 60.5 亿元，对应现价的 PE 分别为 7、6 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	28,089	30,356	30,659	31,306
增长率（%）	-3.1	8.1	1.0	2.1
归属母公司股东净利润（百万元）	4,455	5,126	5,545	6,054
增长率（%）	102.0	15.1	8.2	9.2
每股收益（元）	0.96	1.10	1.19	1.30
PE	8	7	6	6
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 21 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

7.58 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

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

## 相关研究

1.天山铝业 (002532.SZ) 2024 年三季报点评：氧化铝盈利提升，一体化布局前景可期-2024/10/26

2.天山铝业 (002532.SZ) 2024 年半年报点评：一体化优势显现，几内亚铝土矿布局将进一步降本-2024/08/26

3.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

# 目录

1 事件：公司发布 2024 年年报 .....	3
2 2024 年业绩：氧化铝毛利大幅增加 .....	4
3 2024Q4 业绩：同环比均大幅增长 .....	5
4 电解铝成本优势突出，上游铝土矿布局稳步推进 .....	7
5 盈利预测与投资建议 .....	10
6 风险提示 .....	11
插图目录 .....	13
表格目录 .....	13

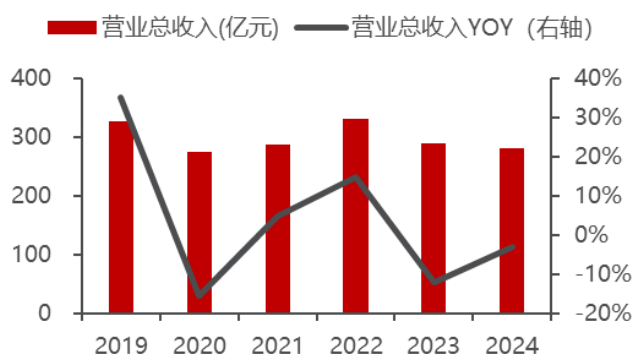
# 1 事件：公司发布 2024 年年报

**公司发布 2024 年年报。**2024 年公司实现营收 280.9 亿元，同比-3.1%，归母净利润 44.6 亿元，同比+102.0%；扣非归母净利润 43.1 亿元，同比+128.8%。

**单季度看，**2024Q4 实现营收 72.9 亿元，同比+10.0%，环比+4.0%，归母净利 13.7 亿元，同比+141.4%，环比+35.7%；扣非归母净利 13.5 亿元，同比+143.4%，环比+34.8%。

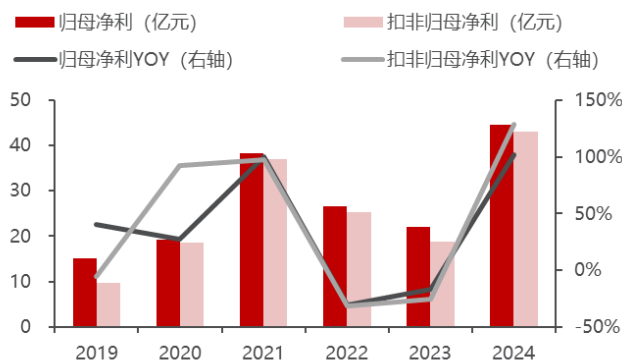
**分红：**2024 年度拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税），加上 2024 年中期分红，2024 年现金分红合计 18.5 亿元，分红率 41.4%。

**图1：2024 年公司营收同比减少 3.1%**



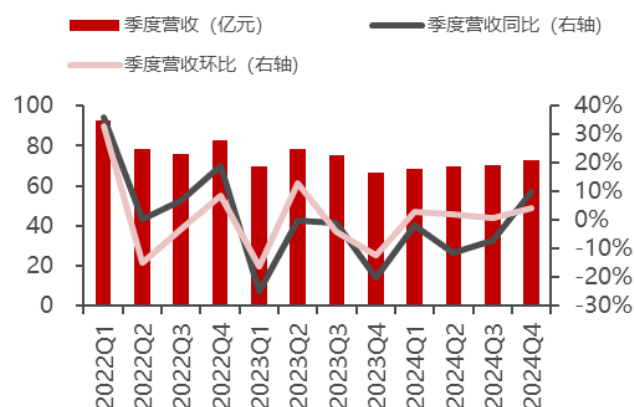
资料来源：wind，民生证券研究院

**图2：2024 年公司归母净利润同比增加 102.0%**



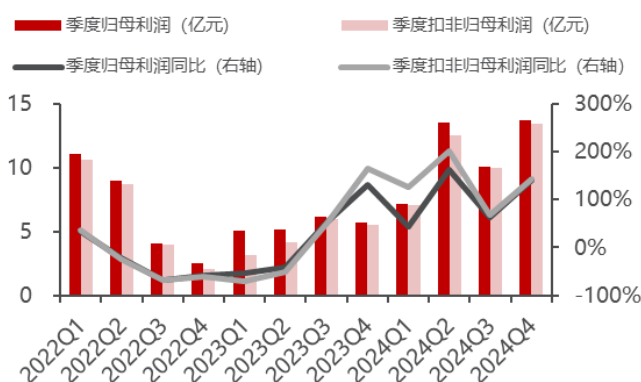
资料来源：wind，民生证券研究院

**图3：2024Q4 公司营收同比增加 10.0%**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图4：2024Q4 公司归母净利润同比增加 141.4%**

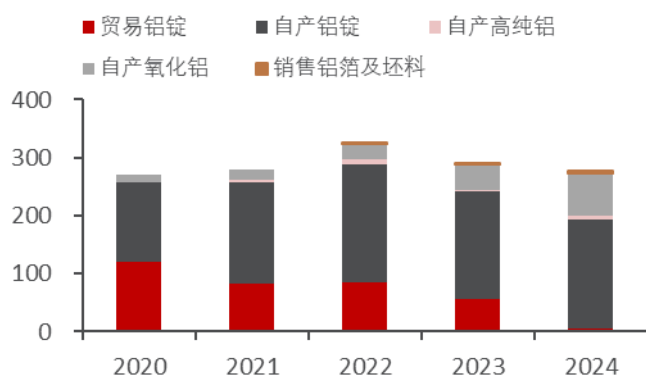


资料来源：wind，民生证券研究院、

## 2 2024 年业绩：氧化铝毛利大幅增加

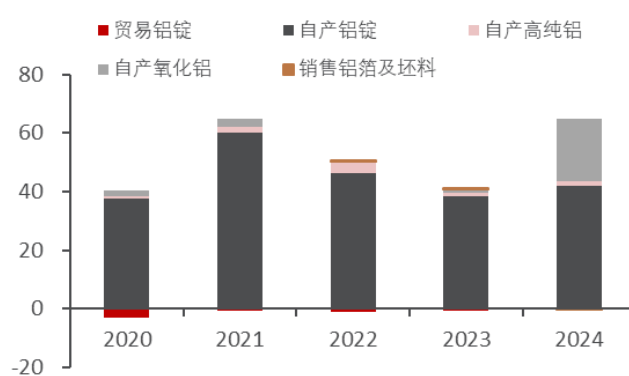
分产品看，自产铝锭毛利占比 64.8%，氧化铝毛利贡献大幅提升。公司业务以电解铝生产和贸易为主，也积极布局上下游产业。2024 年公司自产铝锭营收 187.6 亿元，同比上涨 1.2%，营收占比 67.7%，贸易铝锭营收 5.4 亿元，同比减少 90.2%，营收占比 2.0%，氧化铝营收 73.2 亿元，同比增加 70.1%，营收占比 26.4%；毛利方面，公司自产铝锭贡献毛利 42.0 亿元，同比增加 8.9%，毛利占比 64.8%；氧化铝贡献毛利 21.2 亿元，同比增加 1624.4%，毛利占比 32.8%；高纯铝贡献毛利 1.7 亿元，毛利占比 2.6%。

图5：2024 年自产铝锭营收占比 67.7% (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

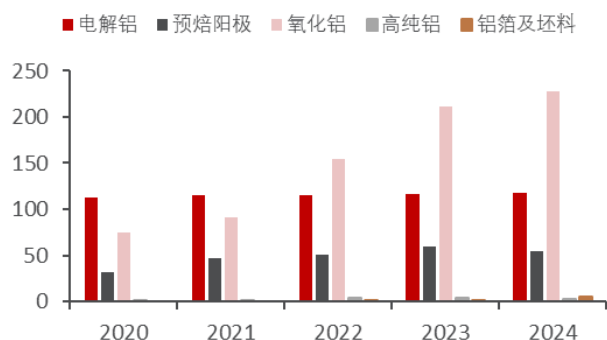
图6：2024 年公司自产铝锭毛利占比 64.8% (亿元)



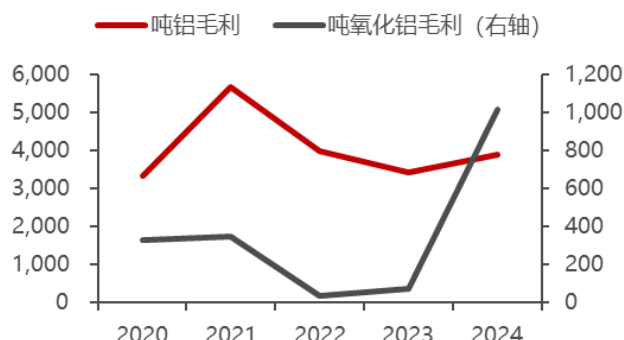
资料来源：wind，民生证券研究院

**量：**2024 年公司自产铝锭产量 117.6 万吨，同比上升 0.9%；高纯铝产量 2.8 万吨，同比下降 34.4%；氧化铝产量 227.9 万吨，同比上升 7.6%；预焙阳极产量 54.9 万吨，同比下降 8.4%。

**利：**2024 年电解铝，氧化铝价格上涨，其中电解铝同比上涨 1224 元/吨，氧化铝同比上涨 1149 元/吨。公司电解铝，氧化铝毛利提升，2024 年公司电解铝单吨毛利 3911 元/吨，同比+474 元/吨。氧化铝单吨毛利 1016 元/吨，同比+944 元/吨，子公司靖西天桂铝业 24 年实现净利润 17.8 亿元（23 年净利润仅 0.26 亿元）。

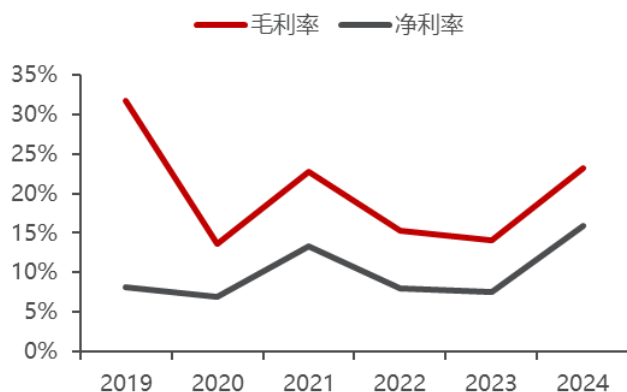
**图7：公司主要产品产量（单位：万吨）**


资料来源：wind，民生证券研究院

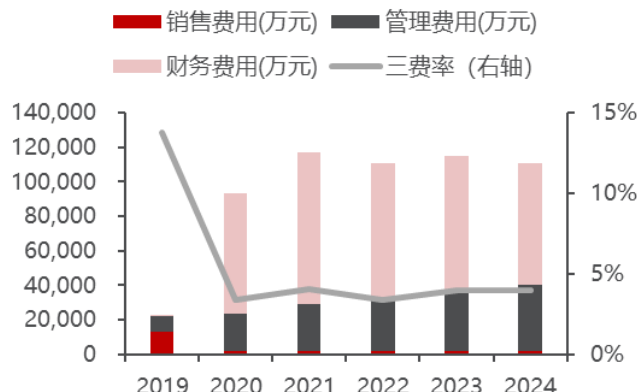
**图8：公司自产铝锭、氧化铝毛利变化（单位：元/吨）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**2024 年公司三费费率下降 0.02pct，毛利率同比上升 9.17pct。**公司 2024 年三费费用 11.1 亿元，同比下降 3.5%，三费费率 4.0%，同比下降 0.02pct，其中销售费用 1876 万元，同比增加 6.3%；管理费用为 3.8 亿元，同比增加 11.4%；财务费用 7.1 亿元，同比下降 10.2%。2024 年公司毛利率、净利率为 23.3%和 15.9%，同比分别上升 9.2pct 和 8.3pct。

**图9：2024 年公司毛利率同比上升 9.17pct**


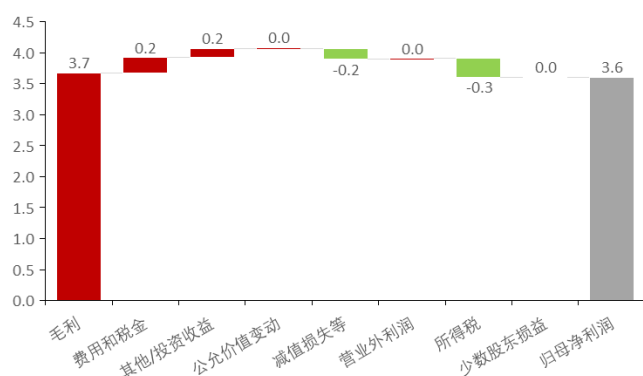
资料来源：wind，民生证券研究院

**图10：2024 年公司三费费率同比下降 0.02pct**


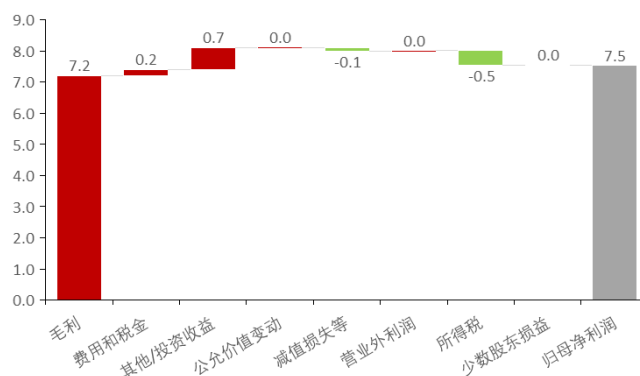
资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 2024Q4 业绩：同环比均大幅增长

**2024Q4 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 (+3.7 亿元，主要是铝价、氧化铝价格上涨驱动)；主要减利项：所得税 (-0.3 亿元)，减值损失等(-0.2 亿元)。****同比来看，主要增利项：毛利 (+7.2 亿元)，其他/投资收益 (+0.7 亿元)；主要减利项：所得税 (-0.5 亿元)。**

**图11：2024Q4 公司归母净利环比增加 3.6 亿元（单位：亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图12：2024Q4 公司归母净利同比增加 7.5 亿元（单位：亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**2024Q4 铝价、氧化铝价格上涨。**2024Q4 长江有色铝锭均价 20533 元/吨，环比上升 979 元/吨，氧化铝价格 5318 元/吨，环比上升 1379 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 Q4 利润环比大幅改善主要是铝价上涨驱动。

**图13：2024Q4 铝价环比上升 979 元/吨**


资料来源：ifind，民生证券研究院

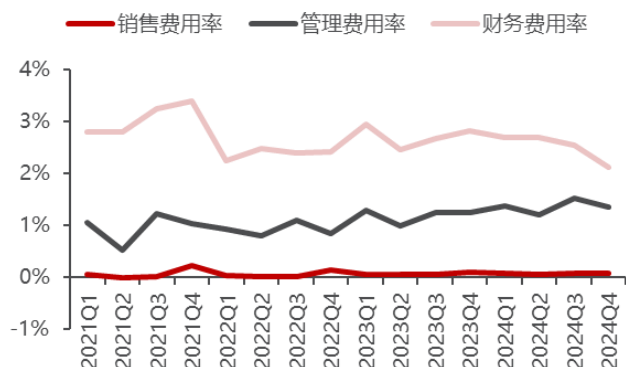
**图14：2024Q4 氧化铝价格环比上升 1379 元/吨**


资料来源：ifind，民生证券研究院

**2024Q4 三费费率环比下降 0.62pct。**从费用率来看，公司三费费率表现相对平稳，2024Q4 公司销售费用率环比下降 0.01pct，管理费用率环比下降 0.18pct，财务费用率环比下降 0.42pct。三费费率 3.55%，环比下滑 0.62pct。

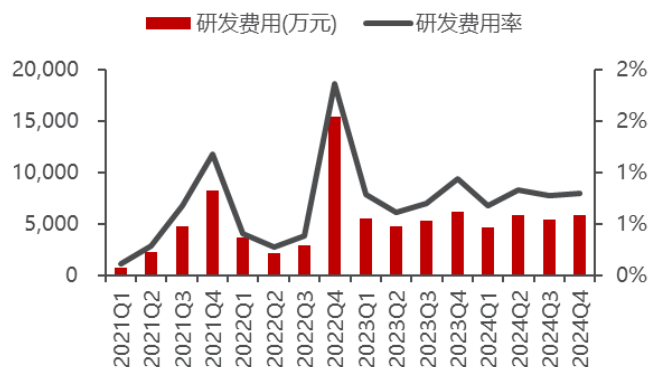


图15：2024Q4 三费率环比下降 0.12pct



资料来源：wind，民生证券研究院

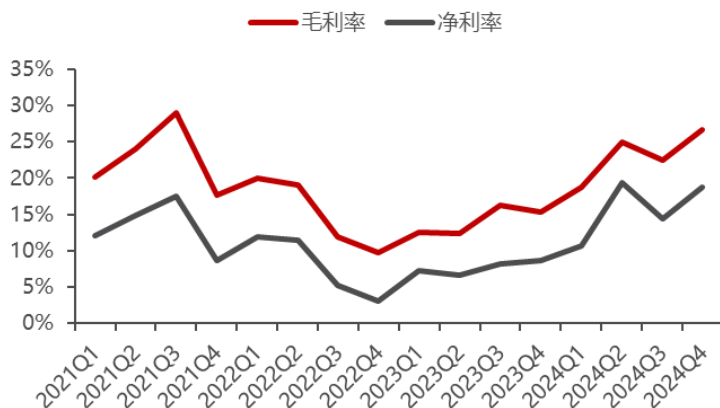
图16：2024Q4 研发费用率环比上升 0.15pct



资料来源：wind，民生证券研究院

**2024Q4 毛利率同比增加 6.22pct。**2024Q4 公司毛利率、净利率为 26.7% 和 18.8%，同比分别上涨 11.4pct、10.2pct，环比分别上涨 4.2pct 和 4.4pct。毛利率同比大幅回升主要受铝价和氧化铝价格上涨带动。

图17：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

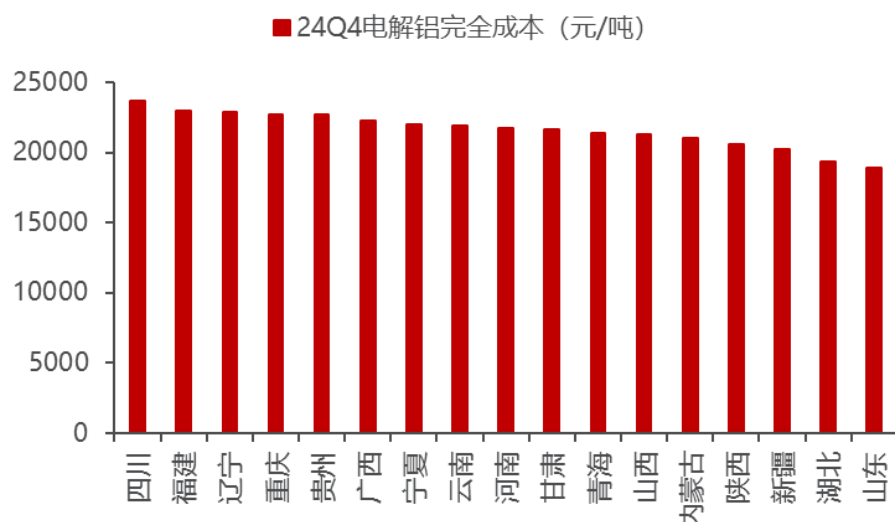
## 4 电解铝成本优势突出，上游铝土矿布局稳步推进

**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，氧化铝和预焙阳极自给率 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，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18：新疆电解铝成本位于全国低位**



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，2025 年初一期 100 万吨产能已获得印尼环评审批。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获得铝土矿独家购买权+国内广西铝土矿获得采矿证，一体化优势持续夯实。**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，目前项目已进入开采阶段，矿石陆续运回国内。同时，2025 年 4 月，公司获得广西靖西市孟麻街-南坡矿区铝土矿采矿证，批复产能 100 万吨。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19：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）

表1：广西靖西市孟麻街-南坡矿区铝土矿项目概况

位置	开采方式	开采矿种	矿区面积	证载规模	有效期
广西靖西市	露天开采	铝土矿、镓	6.29 平方公里	100 万吨	2025/2/10-2036/2/9

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

电解铝供需格局向好，公司一体化优势明显，业绩将继续释放。我们预计公司 2025-2027 年归母净利 51.3 亿元、55.5 亿元和 60.5 亿元，对应现价的 PE 分别为 7、6 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)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,089	30,356	30,659	31,306
营业成本	21,554	22,975	22,758	22,809
营业税金及附加	474	513	518	529
销售费用	19	21	21	22
管理费用	384	416	414	423
研发费用	217	228	230	235
EBIT	5,934	6,203	6,718	7,289
财务费用	707	621	573	554
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	5,219	6,035	6,529	7,127
营业外收支	4	2	2	2
利润总额	5,223	6,037	6,531	7,129
所得税	767	906	980	1,069
净利润	4,456	5,131	5,551	6,060
归属于母公司净利润	4,455	5,126	5,545	6,054
EBITDA	7,648	8,118	8,724	9,381

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,108	10,870	12,532	13,606
应收账款及票据	899	998	1,176	1,201
预付款项	1,508	1,723	1,707	1,711
存货	8,824	8,749	8,417	8,436
其他流动资产	593	589	623	655
流动资产合计	20,931	22,929	24,455	25,609
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	27,351	27,266	27,190	27,029
无形资产	3,836	3,877	4,733	5,568
非流动资产合计	35,849	36,004	36,885	37,659
资产合计	56,780	58,933	61,340	63,268
短期借款	3,433	3,233	3,033	2,833
应付账款及票据	8,881	9,179	8,916	8,936
其他流动负债	8,966	8,483	8,628	7,735
流动负债合计	21,280	20,895	20,577	19,504
长期借款	7,668	7,168	6,668	6,168
其他长期负债	998	998	998	998
非流动负债合计	8,666	8,166	7,666	7,166
负债合计	29,946	29,061	28,243	26,670
股本	4,652	4,652	4,652	4,652
少数股东权益	3	8	13	19
股东权益合计	26,834	29,872	33,097	36,598
负债和股东权益合计	56,780	58,933	61,340	63,268

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.06	8.07	1.00	2.11
EBIT 增长率	73.03	4.53	8.30	8.51
净利润增长率	102.03	15.05	8.18	9.16
盈利能力 (%)				
毛利率	23.27	24.32	25.77	27.14
净利率	15.86	16.90	18.11	19.36
总资产收益率 ROA	7.85	8.70	9.04	9.57
净资产收益率 ROE	16.61	17.16	16.76	16.55
偿债能力				
流动比率	0.98	1.10	1.19	1.31
速动比率	0.50	0.59	0.69	0.79
现金比率	0.43	0.52	0.61	0.70
资产负债率 (%)	52.74	49.31	46.04	42.15
经营效率				
应收账款周转天数	3.78	4.00	5.00	5.00
存货周转天数	149.43	139.00	135.00	135.00
总资产周转率	0.49	0.52	0.50	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.96	1.10	1.19	1.30
每股净资产	5.77	6.42	7.11	7.86
每股经营现金流	1.12	1.56	1.77	1.67
每股股利	0.40	0.45	0.50	0.55
估值分析				
PE	8	7	6	6
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.41	4.80	4.19	3.71
股息收益率 (%)	5.28	5.94	6.60	7.26

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,456	5,131	5,551	6,060
折旧和摊销	1,713	1,915	2,006	2,091
营运资金变动	-1,724	-421	19	-953
经营活动现金流	5,220	7,238	8,215	7,792
资本开支	-1,273	-2,071	-2,885	-2,863
投资	-843	0	0	0
投资活动现金流	-2,116	-2,071	-2,885	-2,863
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,656	-700	-700	-700
筹资活动现金流	-3,576	-3,405	-3,667	-3,855
现金净流量	-473	1,762	1,662	1,074

## 插图目录

图 1: 2024 年公司营收同比减少 3.1% .....	3
图 2: 2024 年公司归母净利同比增加 102.0% .....	3
图 3: 2024Q4 公司营收同比增加 10.0% .....	3
图 4: 2024Q4 公司归母净利润同比增加 141.4% .....	3
图 5: 2024 年自产铝锭营收占比 67.7% (亿元) .....	4
图 6: 2024 年公司自产铝锭毛利占比 64.8% (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: 2024 年公司毛利率同比上升 9.17pct .....	5
图 10: 2024 年公司三费费率同比下降 0.02pct .....	5
图 11: 2024Q4 公司归母净利环比增加 3.6 亿元 (单位: 亿元) .....	6
图 12: 2024Q4 公司归母净利同比增加 7.5 亿元 (单位: 亿元) .....	6
图 13: 2024Q4 铝价环比上升 979 元/吨 .....	6
图 14: 2024Q4 氧化铝价格环比上升 1379 元/吨 .....	6
图 15: 2024Q4 三费费率环比下降 0.12pct .....	7
图 16: 2024Q4 研发费用率环比上升 0.15pct .....	7
图 17: 公司单季度毛利率和净利率 .....	7
图 18: 新疆电解铝成本位于全国低位 .....	8
图 19: 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
表 1: 广西靖西市孟麻街-南坡矿区铝土矿项目概况 .....	9
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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048