

天山铝业（002532）

一体化护城河持续拓宽，电解铝产能释放 + 铝箔深加工打开盈利新空间

买入（首次）

2026 年 10 月 22 日

证券分析师 刘奕町

执业证书：S0600526060002

liuyt@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毅达

执业证书：S0600524110001

xuyd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	28,089	29,502	35,564	36,537	37,112
同比（%）	(3.06)	5.03	20.55	2.74	1.57
归母净利润（百万元）	4,455	4,818	8,802	9,171	9,367
同比（%）	102.03	8.13	82.69	4.19	2.14
EPS-最新摊薄（元/股）	0.96	1.04	1.90	1.98	2.02
P/E（现价&最新摊薄）	11.71	10.83	5.93	5.69	5.57

投资要点

■ **电解铝量价成本三重共振，20 万吨增量产能释放进一步增厚主业盈利。**公司此前电解铝实际运行产能约 120 万吨/年，140 万吨绿电铝技改项目于 2026 年 7 月全部达产。2026H1 公司电解铝产量 66.05 万吨、同比增长 12.8%，全年目标 135 万吨，新增产能进入集中释放期。与此同时，2026H1 自产铝锭平均售价升至 2.41 万元/吨，生产成本同比下降约 18%，推动自产铝锭毛利率同比提升 24.08pct 至 47.63%，随着 20 万吨产能增量完整贡献，公司电解铝业务有望延续量利齐升。

■ **矿端资源加速补齐，一体化成本护城河由中游向上游延伸。**公司已形成几内亚、广西、印尼三地铝土矿布局。几内亚 EMG 项目公司间接持股 50%并享有全部产品独家购买权，2025 年实际开采约 100 万吨，未来规划产能 500—600 万吨/年；广西孟麻街—南坡矿许可产能 100 万吨/年，与广西 250 万吨氧化铝基地形成区位协同。随着自有矿逐步放量，公司铝土矿自给率及成本控制能力有望提升。印尼方面，公司依托当地三宗铝土矿资源规划 200 万吨/年氧化铝项目，其中一期 100 万吨已列入印尼 PSN 清单，有望形成海外资源就地转化的第二成长曲线。

■ **铝箔加速放量、高纯铝需求修复，深加工逐步打开第二利润增长点。**公司现有高纯铝产能 6 万吨/年，并已形成 18 万吨/年铝箔坯料和 16 万吨/年成品铝箔产能。2026H1 高纯铝销量同比增长约 21%，库存持续消化；铝箔及坯料产量达到 11.81 万吨、同比增长 61%，铝箔销量同比增长约 106%。2025 年铝箔业务已实现扭亏为盈，毛利率由 2024 年的-2.00%提升至 19.78%。随着江阴铝箔项目继续爬坡，公司有望将上游低成本铝液优势进一步转化为高附加值深加工利润。

■ **低库存叠加供需紧平衡，铝价中枢获支撑，公司红利属性凸显。**截至 2026 年 10 月 16 日，国内电解铝社会库存降至 59.88 万吨，5 月以来去库量近 85 万吨，全球可流通铝锭库存处于多年低位。国内产能约束延续，海外新增供给仍受电力及成本制约，预计 27—28 年全球电解铝供需维持相对紧平衡，叠加潜在补库需求与边际成本支撑，行业盈利中枢有望维持较高水平。随着公司资本开支强度下降，自由现金流向股东回报转化能力提升，公司红利属性持续凸显。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026-2028 年实现营收分别为 355.64/365.37/371.12 亿元，同比增速分别为 20.55%/2.74%/1.57%；实现归属母公司股东净利润分别为 88.02/91.71/93.67 亿元，同比增速分别为 82.69%/4.19%/2.14%。对应 2026-2028 年的 PE 分别为 5.93/5.69/5.57 倍，与可比公司估值均值相比较为合理，考虑公司全产业链布局，分红比例常年位于铝产业链公司前列，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

■ **风险提示：**下游需求不及预期导致铝价下跌风险；原材料保供风险；美元持续走强风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.05
一年最低/最高价	10.30/21.88
市净率(倍)	1.59
流通 A 股市值(百万元)	45,380.77
总市值(百万元)	51,147.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.94
资产负债率(% ,LF)	38.01
总股本(百万股)	4,628.74
流通 A 股(百万股)	4,106.86

相关研究

内容目录

1. 天山铝业：全产业链一体化的低成本电解铝企业	4
1.1. 公司股权结构稳定，实际控制人为曾超懿、曾超林	4
1.2. 从电解铝起家到全产业链贯通，2026 年产能扩至 140 万吨	5
1.3. 量价成本三重共振，上半年归母净利润同比翻倍	6
2. 全产业链布局稳步推进，产能与产量同步进入释放期	8
2.1. 铝土矿：布局三地铝土矿资源，几内亚项目已实现供矿	8
2.2. 氧化铝：广西基地满产运行，印尼 200 万吨打开第二增长极	11
2.3. 电解铝：电解铝量价成本三重共振，20 万吨增量产能释放进一步增厚主业盈利	11
2.4. 下游深加工：铝箔加速放量，贡献增量利润	13
3. 供给约束强化叠加需求结构改善，行业盈利中枢有望维持高位	15
3.1. 短期视角下，全球显性库存加速下降，低库存格局支撑铝价	15
3.2. 长期视角下，资源与产能约束延续，需求结构转型支撑供需紧平衡	16
4. 盈利预测与估值	20
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 天山铝业集团股份有限公司股权结构 (截至 26 年 9 月)	4
图 2: 公司发展历程	5
图 3: 公司营业收入 (亿元) 及同比增长率	6
图 4: 公司归母净利润 (亿元) 及同比增长率	6
图 5: 公司营业收入构成	6
图 6: 公司主要产品毛利	6
图 7: 公司期间费用率	7
图 8: 公司资产负债率与债务资本比率	7
图 9: 公司自由现金流量	7
图 10: 公司股息率	7
图 11: 公司产能布局图	8
图 12: 几内亚 EMG 股权结构与关键时点	9
图 13: 印尼铝土矿资源股权结构	10
图 14: 公司氧化铝期末产能与产量	11
图 15: 公司氧化铝自给率 (国内)	11
图 16: 公司电解铝期末产能与产量 (万吨)	12
图 17: 公司销售自产铝锭营业收入	12
图 18: 公司自产铝锭毛利 (亿元) 与毛利率	12
图 19: 2026 年 7 月全国主要省份电价 (元/度)	13
图 20: 高纯铝与电解铝区别	14
图 21: 公司高纯铝产量及期末库存	14
图 22: 公司高纯铝毛利及毛利率	14
图 23: 公司铝箔及铝箔坯料产量及销量	15
图 24: 公司铝箔及铝箔坯料毛利及毛利率	15
图 25: 国内电解铝社会库存 (万吨) (截至 2026 年 10 月 16 日)	16
图 26: LME 全球铝库存 (万吨) (截至 2026 年 10 月 16 日)	16
图 27: 氧化铝价格支撑较强 (元/吨)	17
图 28: 我国铝土矿境外依存度进一步上升	17
图 29: 国内电解铝产能 (万吨)	17
图 30: 国内电解铝产量 (万吨)	17
图 31: 海外电解铝企业成本与 LME 铝价 (美元/吨)	18
图 32: 2021 年中国电解铝下游需求结构	19
图 33: 2025 中国电解铝下游需求结构	19
图 34: 全球电解铝供需平衡表	19
图 35: 资本开支 (亿元, 即购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金)	20
图 36: 自由现金流 (亿元)	20
表 1: 公司铝土矿资源整理	9
表 2: 公司营收及毛利情况拆分 (亿元)	21
表 3: 可比公司估值 (截至 2026 年 10 月 20 日)	22

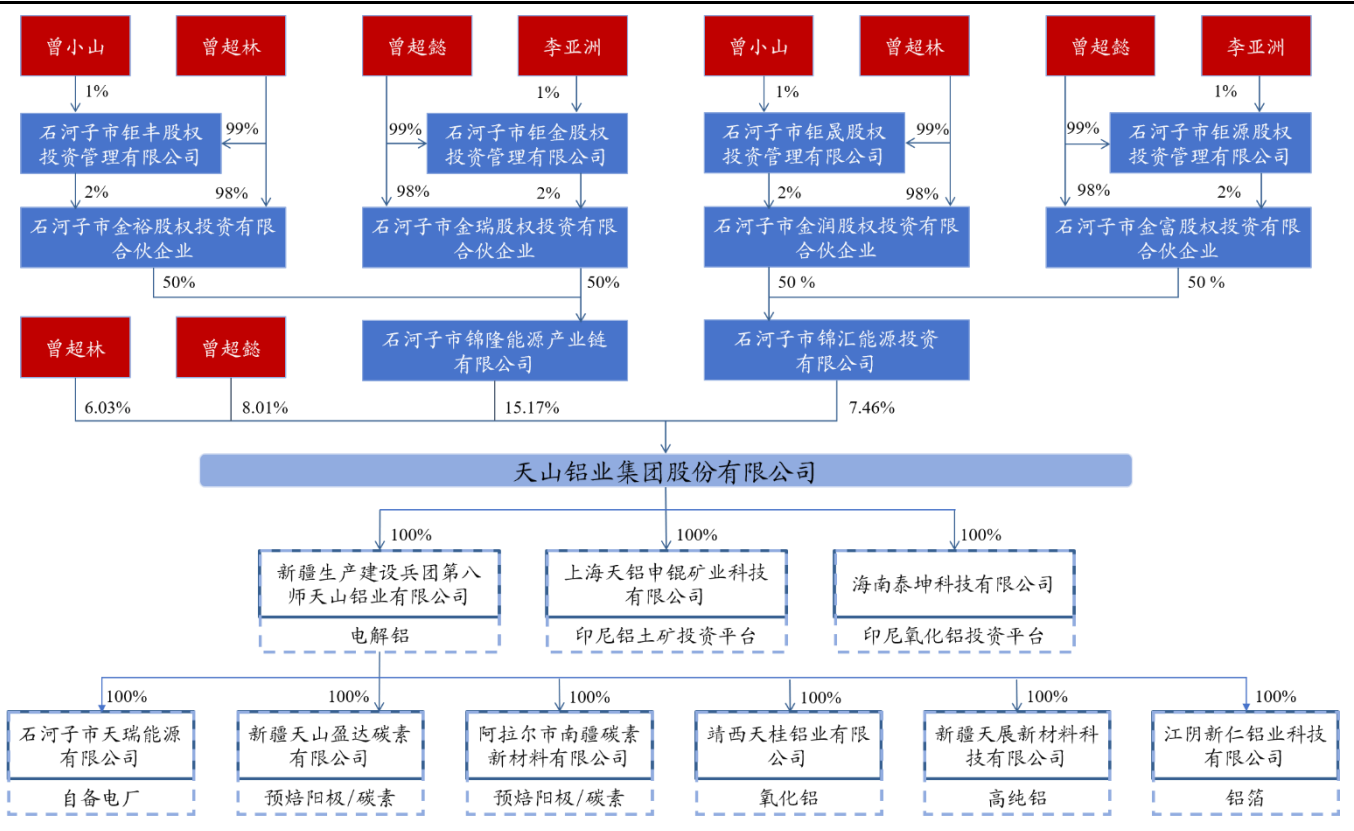
1. 天山铝业：全产业链一体化的低成本电解铝企业

天山铝业是国内一体化程度领先的电解铝企业，成本优势与成长弹性兼备。公司业务贯穿铝土矿、氧化铝、预焙阳极与自备电，直至电解铝及高纯铝、铝箔深加工，产品广泛应用于建筑、交通等传统领域，并延伸至新能源汽车、储能等新兴市场。截至 2026 年 6 月 30 日，公司已建成氧化铝 250 万吨/年、预焙阳极 60 万吨/年与自备电 2.1GW，140 万吨电解铝绿色低碳能效提升项目已于 7 月完成全部达产。2026 年上半年公司实现营业收入 175.11 亿元，同比增长 14.25%；归母净利润 41.77 亿元，同比增长 100.44%，加权平均 ROE 达 13.42%。

1.1. 公司股权结构稳定，实际控制人为曾超懿、曾超林

公司股权结构稳定，控制权集中于曾氏家族。截至 2026 年 9 月底，实际控制人曾超懿、曾超林及其控制的石河子市锦隆能源产业链有限公司、石河子市锦汇能源投资有限公司为一致行动人，合计持股 36.67%。上市公司直接持有天铝有限、海南泰坤与上海天铝申锑三个平台 100% 股权：国内电解铝、电力、预焙阳极、氧化铝、高纯铝与铝箔业务由天铝有限体系间接全资持有；海外资源则通过海南泰坤与上海天铝申锑两条路径，分别对应印尼氧化铝项目与印尼铝土矿矿权。

图1: 天山铝业集团股份有限公司股权结构 (截至 26 年 9 月)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

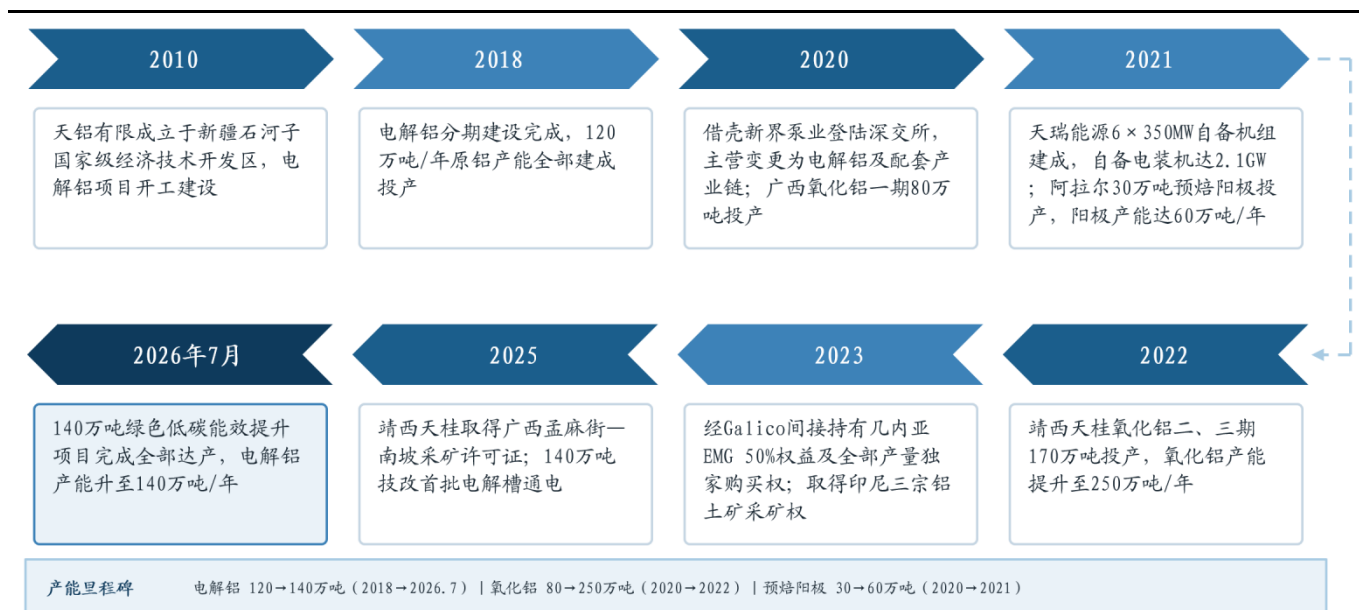
1.2. 从电解铝起家到全产业链贯通，2026 年产能扩至 140 万吨

2010—2020 年，公司以电解铝起家并完成上市，奠定规模基础。天铝有限于 2010 年成立于新疆石河子国家级经济技术开发区并开工建设电解铝项目，2012 年一期投产后分期扩建，至 2018 年建成 120 万吨/年原铝生产线，跻身国内主流电解铝生产商。2020 年，公司通过重大资产重组借壳新界泵业登陆深交所，主营业务由水泵及控制设备变更为电解铝及配套产业链，同年广西氧化铝一期 80 万吨投产。

2021—2022 年，电力、预焙阳极与氧化铝三项配套集中落地，一体化结构成型。2021 年，天瑞能源 6 台 350MW 自备发电机组建成，自备电装机达 2.1GW；南疆阿拉尔 30 万吨预焙阳极投产，与石河子 30 万吨合计形成 60 万吨/年阳极产能。2022 年，广西靖西天桂氧化铝二、三期 170 万吨投产，氧化铝产能由 80 万吨提升至 250 万吨/年。至此，公司形成氧化铝、预焙阳极和自备电一体化配套体系，公司由普通电解铝生产商升级为具备显著成本优势的一体化企业。

2023 年至今，公司向上补齐矿端资源，同时推进电解铝产能扩张。2023 年底，公司完成 Galico Mining Limited 100% 股权收购，间接持有几内亚 Elite Mining Guinea S.A. (EMG) 50% 权益并取得其全部铝土矿产品的独家购买权，同期取得印尼西加里曼丹三宗铝土矿采矿权。2025 年，靖西天桂取得广西孟麻街—南坡采矿许可证。140 万吨绿色低碳能效提升项目于 2025 年 11 月首批电解槽通电，2026 年 7 月完成全部达产，电解铝产能升至 140 万吨/年。公司成本护城河由中游自供延伸至上游资源，产量增长空间同步打开。

图2：公司发展历程

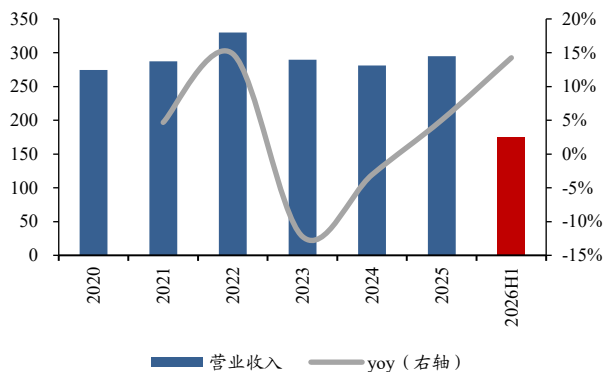


数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

1.3. 量价成本三重共振，上半年归母净利润同比翻倍

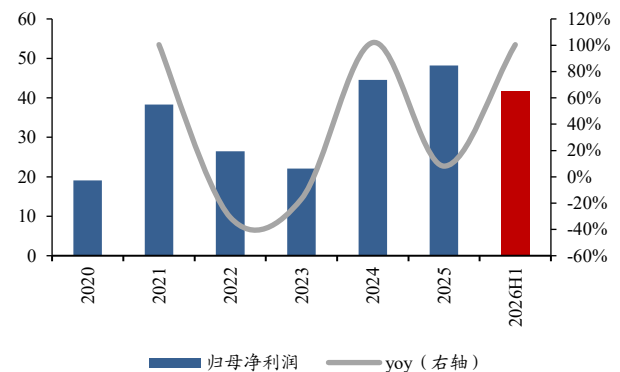
公司业绩自 2024 年以来进入上行通道，2026 年上半年盈利进一步加速。2024 年，公司实现营业收入 280.89 亿元，同比下降 3.06%，但归母净利润大幅增长 102.03%至 44.55 亿元，呈现“收入承压、利润高增”的特征；2025 年，公司营业收入恢复增长至 295.02 亿元，同比增长 5.03%，归母净利润进一步增至 48.18 亿元，同比增长 8.13%，盈利中枢继续抬升。2026 年上半年，公司实现营业收入 175.11 亿元，同比增长 14.25%，归母净利润 41.77 亿元，同比增长 100.44%，仅半年归母净利润已达到 2025 年全年的 86.7%，主要得益于电解铝销售价格上涨叠加成本下降带动盈利水平同比大幅提升。

图3：公司营业收入（亿元）及同比增长率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

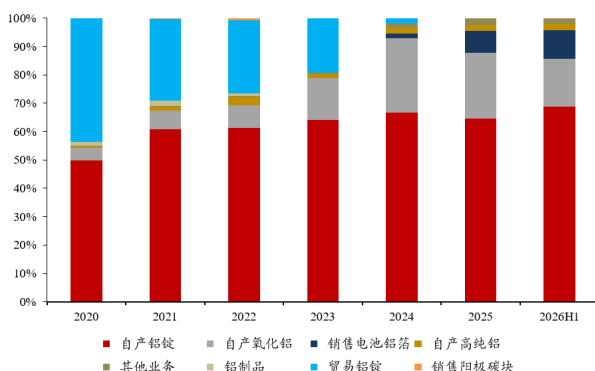
图4：公司归母净利润（亿元）及同比增长率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

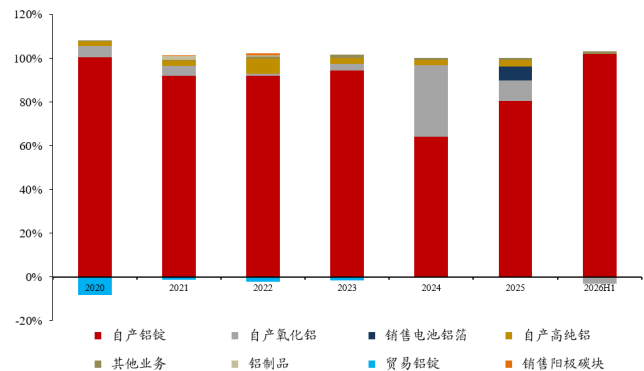
公司收入与毛利均以电解铝为核心，盈利贡献进一步向电解铝集中。收入端，2024 年、2025 年及 2026H1 自产铝锭收入占比分别为 66.8%、64.6%和 68.7%，始终为公司最主要收入来源；毛利端集中趋势更为明显，自产铝锭毛利占比由 2024 年的 64.2%提升至 2025 年的 80.6%，2026H1 进一步升至 102.0%（主要系同期氧化铝业务录得负毛利）。随着电解铝量价改善及一体化成本优势持续释放，电解铝已成为公司盈利增长的核心驱动力。

图5：公司营业收入构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

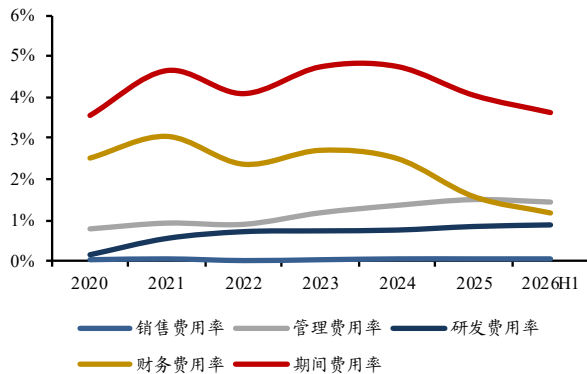
图6：公司主要产品毛利



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

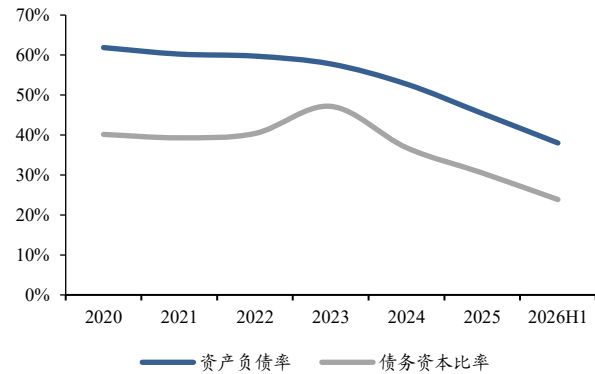
期间费用率持续下降，资本结构不断优化。公司期间费用率由 24 年的 4.73% 降至 25 年的 4.03%，26 年 H1 进一步降至 3.61%，主要系持续压降有息负债、优化负债结构带动利息支出减少，收入增长亦形成一定费用摊薄；24 年至 26 年 H1，资产负债率由 52.75% 降至 38.01%，债务资本比率由 36.83% 降至 23.85%，主要系存货占款减少带动经营现金流改善，为债务偿还提供支撑，叠加净资产增长，共同推动杠杆水平下降。

图7：公司期间费用率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

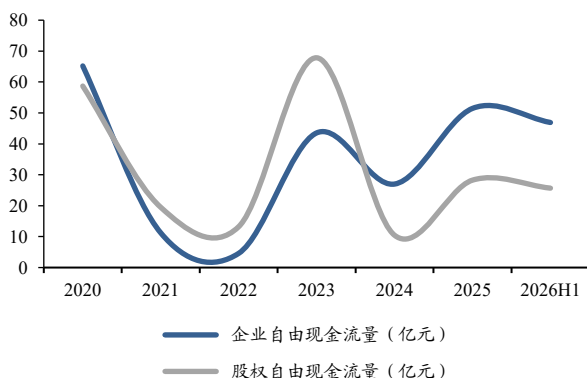
图8：公司资产负债率与债务资本比率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

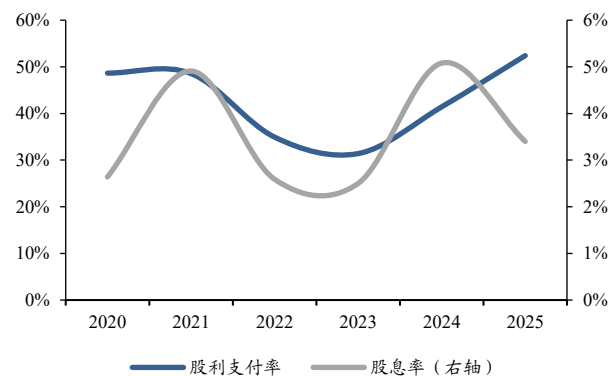
资本开支回落叠加经营现金流改善，分红能力持续增强。随着主要建设项目陆续完工，资本开支较建设高峰回落，叠加存货占款减少带动经营现金流改善，2025 年企业及股权自由现金流双双回升，2026 年上半年维持较高水平。2025 年公司现金分红 25.24 亿元，分红比例达 52.4%，为上市以来最高水平；2026 年中期已按每 10 股派 3 元先行派现约 13.69 亿元，并承诺 2026 年度分红比例不低于 50%，年内累计回购金额约 3 亿元。

图9：公司自由现金流量



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图10：公司股息率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

注：股息率计算所用股价取当年年末最后一个交易日的收盘价

2. 全产业链布局稳步推进，产能与产量同步进入释放期

公司主要品种产量全面增长，增量集中于电解铝与深加工两端。截至 2026 年 6 月 30 日，公司已建成氧化铝 250 万吨/年、预焙阳极 60 万吨/年与自备电 2.1GW，下游配套高纯铝 6 万吨/年、铝箔坯料 18 万吨/年与成品铝箔 16 万吨/年；140 万吨电解铝项目已于 7 月完成全部达产。2026 年上半年，公司电解铝产量 66.05 万吨、同比增长 12.8%，氧化铝产量 126.23 万吨、同比增长 5%，阳极碳素产量 32.78 万吨、同比增长 20%，铝箔及坯料产量 11.81 万吨、同比增长 61%。公司 2026 年全年目标为原铝产量 135 万吨、氧化铝产量 260 万吨、预焙阳极产量 60 万吨、铝箔及坯料产量 25 万吨，其中原铝目标较 2025 年实际产量增长 13.8%，铝箔及坯料增长 41.3%。

图 11：公司产能布局图



数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

2.1. 铝土矿：布局三地铝土矿资源，几内亚项目已实现供矿

公司三地布局铝土矿资源，原料保障能力持续增强。几内亚方面，公司经 Galico Mining 间接持有 EMG 50% 股权，矿区面积约 200 平方公里，并享有全部铝土矿产品的独家购买权及码头、道路优先使用权，项目已进入实际开采并陆续发运回国。广西方面，全资子公司靖西天桂持有孟麻街—南坡矿 100% 采矿权，许可生产规模 100 万吨/年，选矿厂与运矿道路建设正在推进。印尼方面，公司经 PT ITM 间接持有 PPC、PBG、PMA 三宗采矿权各 49% 股权并拥有 100% 表决权，正开展详勘并逐步转入采矿。

表1：公司铝土矿资源整理

矿源/项目	权益与采购权	矿证有效期	项目详情	截至 26 年 6 月底进展
几内亚 EMG	经 Galico Mining 间接持股 50%; 享全部产量独家购买权及码头、道路优先使用权		历史规划 500—600 万吨/年; 2025 年开采约 100 万吨	已生产并发运回国; 2026H1 仍处产能、运力爬坡阶段
广西 孟麻街—南坡	靖西天桂 100%持证并表	2036-02-09	许可 100 万吨/年; Al ₂ O ₃ 49.99%、SiO ₂ 6.46%、A/S 7.74; 开采 9.6 年+基建 1.4 年	选厂与运矿道路建设中, 拟进入实质开采阶段
印尼 PPC	经 PTITM 间接持股 49%, 拥有 100%表决权并实现控制	2029-12-02	2021 RKAB 历史估算约 6,800 多万吨, 详勘与资源备案阶段	详勘中并逐步开展采矿作业
印尼 PBG	经 PTITM 间接持股 49%, 拥有 100%表决权并实现控制	2031-04-18	详勘与资源备案阶段	详勘中并逐步开展采矿作业
印尼 PMA	经 PTITM 间接持股 49%, 拥有 100%表决权并实现控制	2032-07-23	详勘与资源备案阶段	详勘中并逐步开展采矿作业

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司以参股加包销的方式锁定几内亚优质矿源。2023 年底，公司完成 Galico Mining Limited 100%股权收购，间接持有 EMG 50%权益，同时取得该矿区全部铝土矿产品的独家购买权及码头、道路优先使用权。该项投资按权益法核算，公司以一半的股权投入锁定了矿山 100%的产出，既取得资源排他性，又无需承担矿山扩产的全部资本开支与运营负担，资本效率突出。

图12：几内亚 EMG 股权结构与关键时点



数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

EMG 矿区资源禀赋优良，产运体系已打通，当前仍处于爬坡阶段。根据几内亚矿业和地质部统计，EMG 矿区矿石 Al_2O_3 含量 41.80%、水分 11.48%，项目方口径资源量超过 3 亿吨，公司已协助合作方完成矿区公路与码头设施修缮，全链条进入持续运营状态。EMG 项目于 2024 年上半年进入规模开采，2024 年 12 月首批铝土矿启运回国，2025 年作为全链条运营后的首个完整年度，实际开采量约 100 万吨，产能及外运能力仍处爬坡期。EMG 项目生产及运输综合产能约 600 万吨/年，对照当前产量仍具较大提升空间，且未来增量可通过独家购买权由公司采购，无需追加股权投入。

广西本地矿投产后将进一步缩短原料运距。靖西天桂持有孟麻街—南坡矿 100% 采矿权，有效期至 2036 年 2 月，许可生产规模 100 万吨/年。公开资料显示，堆存矿 Al_2O_3 含量 49.99%、铝硅比 7.74；干选后 Al_2O_3 品位可提高至 55.86%、回收率 96.42%，100 万吨原矿约可形成 49.79 万吨干选产品。该矿与广西氧化铝基地同处一省，投产后可省去海运与长距离运输环节，与进口矿形成来源互补。

铝土矿自给率提升有望进一步优化公司氧化铝成本。广西基地拥有 250 万吨/年氧化铝产能，按历史设计矿耗约 2.89 吨/吨氧化铝测算，年用矿需求约 720 万吨。2025 年 EMG 开采约 100 万吨，自有矿覆盖率仍较低。未来随着 EMG 500—600 万吨/年规划产能及孟麻街—南坡 100 万吨/年本地矿逐步释放，自给率有望显著提升。但公司已明确，EMG 产量仍将根据铝土矿市场价格灵活调整，实际爬坡节奏及降本幅度仍取决于矿价、运力及项目推进情况。

印尼禁止铝土矿原矿出口，公司以自建氧化铝产能就地转化。公司经 PT ITM 持有 PPC、PBG、PMA 各 49% 股权并拥有 100% 表决权，矿证分别有效至 2029 年 12 月、2031 年 4 月与 2032 年 7 月；其中 PPC 历史资源估算超过 6,800 万吨，现有技术年产能力 240 万吨湿吨。印尼自 2023 年起禁止铝土矿原矿出口并持续收紧矿权审批，这三宗矿权所产铝土矿无法运往国内，只能在当地转化为氧化铝——公司据此同步规划 200 万吨/年氧化铝产能，目前一期 100 万吨产能建设有序推进。

图 13：印尼铝土矿资源股权结构

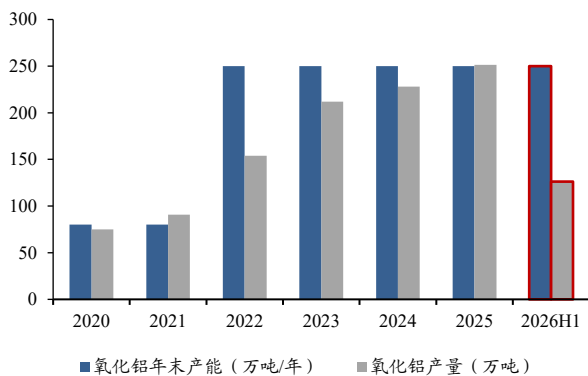


数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

2.2. 氧化铝：广西基地满产运行，印尼 200 万吨打开第二增长极

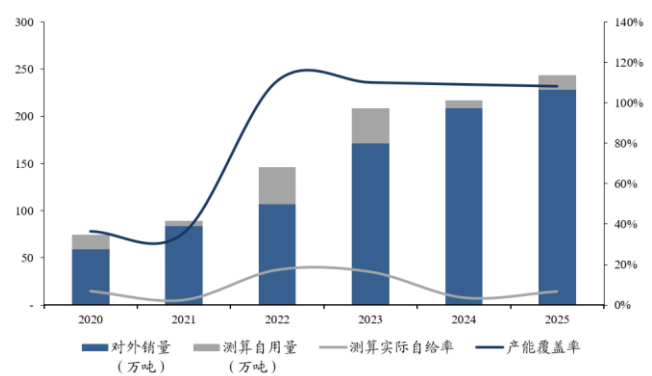
国内端：氧化铝产能具备较强覆盖能力，实际经营以外销为主。2022-2025 年，公司广西氧化铝产能提升至 250 万吨/年，按电解铝理论耗用量（1.95 吨/吨铝）测算，产能覆盖率持续高于 100%；2026 年随着新疆电解铝新增产能投产，覆盖率有所下降，但 2026H1 仍达 97.05%。不过，广西氧化铝并非主要用于内部消化，而是以对外销售为主，仅部分供应新疆电解铝基地，主要由于广西与新疆距离较远，公司根据区域价差及运输成本灵活安排外售与外采。

图14：公司氧化铝期末产能与产量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图15：公司氧化铝自给率（国内）



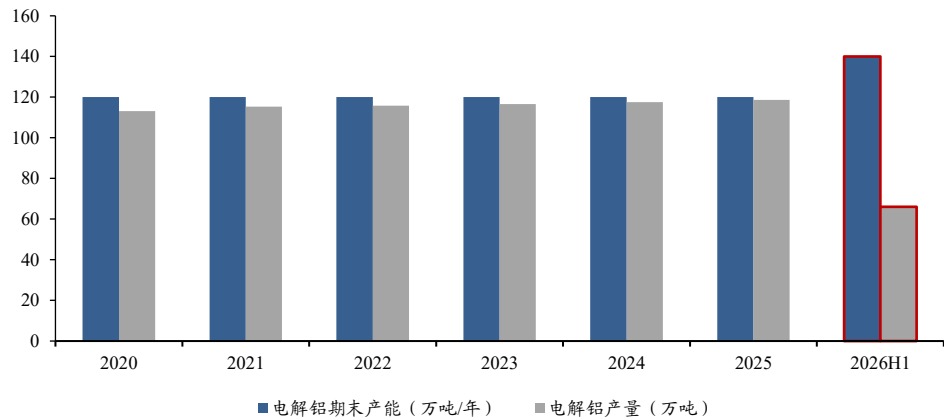
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

印尼端：规划 200 万吨氧化铝项目，打开第二成长曲线。印尼氧化铝项目由集团 100%持股的 PT TIANSHAN ALUMINA INDONESIA 实施，分两期建设，其中一期 100 万吨已列入印尼 PSN 清单，获环评审批及所得税减免优惠，港口码头设计等前期工作有序推进中。

2.3. 电解铝：电解铝量价成本三重共振，20 万吨增量产能释放进一步增厚主业盈利

140 万吨技改项目达产，进一步扩展公司盈利空间。公司此前电解铝实际运行产能约 120 万吨/年，在此基础上，公司于 25 年 6 月启动 140 万吨电解铝绿色低碳能效提升项目，25 年 11 月首批电解槽通电，26 年 7 月完成全部达产，公司电解铝产能提升至 140 万吨/年。得益于此，2026 年上半年电解铝产量 66.05 万吨、同比增长 12.8%，新增产能释放将直接带动电解铝销量和利润贡献提升，增厚公司整体盈利的同时强化规模效应。

图16: 公司电解铝期末产能与产量(万吨)

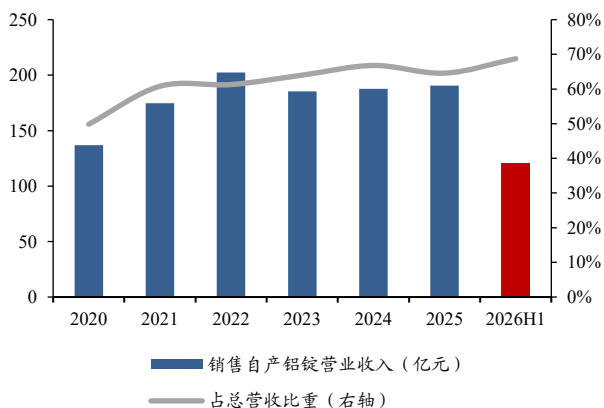


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 图中2026H1产能按7月达产后的140万吨/年

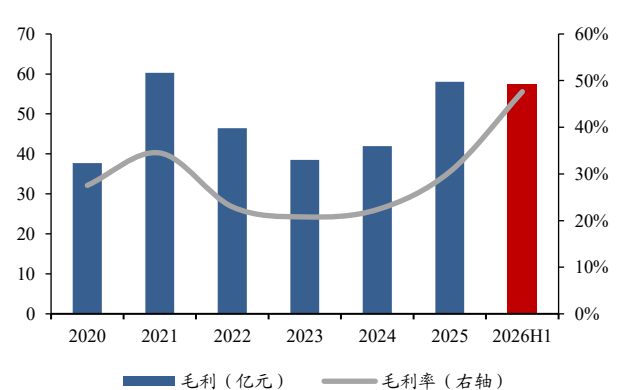
售价上行叠加成本下行, 电解铝盈利能力显著增强。2026年上半年, 公司自产铝锭毛利率达47.63%, 同比提升24.08pct, 实现毛利57.34亿元, 已接近2025年全年58.02亿元的水平。盈利能力大幅改善主要来自价格与成本两端共同驱动: **价格端**, 公司自产电解铝平均售价(含税)由2025年的20,600元/吨升至2026年上半年的24,070元/吨; **成本端**, 受氧化铝价格及综合用电成本下降影响, 电解铝生产成本同比下降约18%。售价提升与成本下降形成双向增厚, 推动吨铝盈利显著扩张, 进一步强化电解铝业务对公司利润的贡献。

图17: 公司销售自产铝锭营业收入



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 公司自产铝锭毛利(亿元)与毛利率



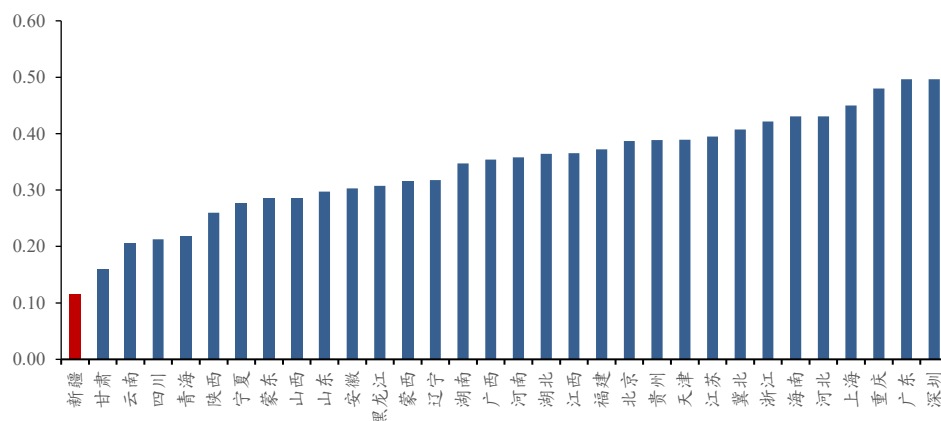
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

预焙阳极实现完全自给, 一体化布局强化成本与供应链控制。公司在石河子和南疆

阿拉尔分别建有 30 万吨/年的预焙阳极生产线，合计产能 60 万吨/年，产品主要用于配套自身电解铝生产。2026 年上半年，公司预焙阳极产量 32.78 万吨，同比增长 20%，与电解铝放量同步。公司披露，预焙阳极约占电解铝生产成本的 15%—20%，阳极自给将原本由外部阳极厂商完成的生产环节内部化，可减少外部供应商的加工利润、运输费用以及阶段性供需紧张带来的价格溢价，并依托规模化生产和产业链协同提升成本控制能力。

自备电与低区域电价共同构筑公司的电力成本优势。公司 2.1GW 自备机组可覆盖电解铝用电的 70%—80%，不足部分通过外购补充，2026 年上半年发电约 72 亿千瓦时。2026 年 7 月新疆工商业代理购电价约为 0.12 元/度，处于全国较低水平，为公司外购电成本保持低位提供了有利条件。

图19：2026 年 7 月全国主要省份电价（元/度）



数据来源：北极星电力市场网，东吴证券研究所

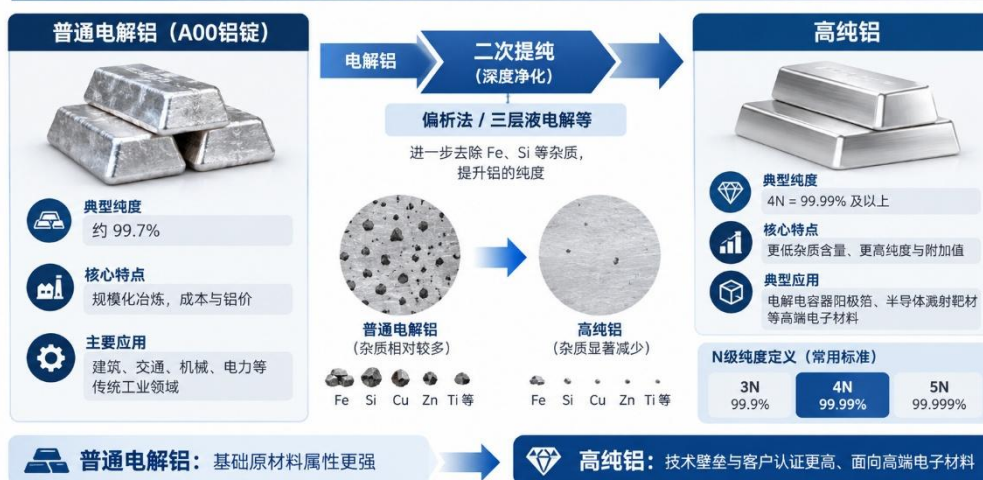
2.4. 下游深加工：铝箔加速放量，贡献增量利润

高纯铝与铝箔均属于电解铝向高附加值材料延伸的重要方向，但产品属性和应用场景存在明显差异。高纯铝以电解铝为原料，通过偏析法或三层液电解等工艺进一步去除铁、硅等杂质，纯度可提升至 4N（99.99%）以上，公司现有产品覆盖 4N6 等级，主要用于电解电容器阳极箔、半导体溅射靶材等高端电子材料。铝箔则由铝液或铝箔坯料经铸轧、冷轧及精轧等工序制成，主要应用于锂电池集流体、食品包装等领域。相较 A00 铝锭，两类产品均具有更高加工壁垒和附加值，其盈利能力更多取决于产品结构、客户认证及下游需求，而非单纯跟随铝价波动。

图20：高纯铝与电解铝区别

高纯铝：在普通电解铝基础上进一步深度提纯

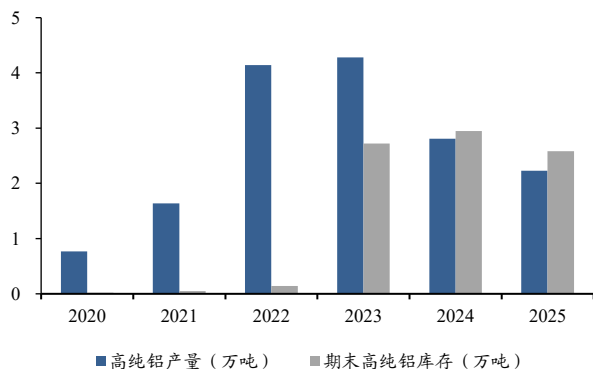
核心差异在纯度、提纯工艺与下游应用



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

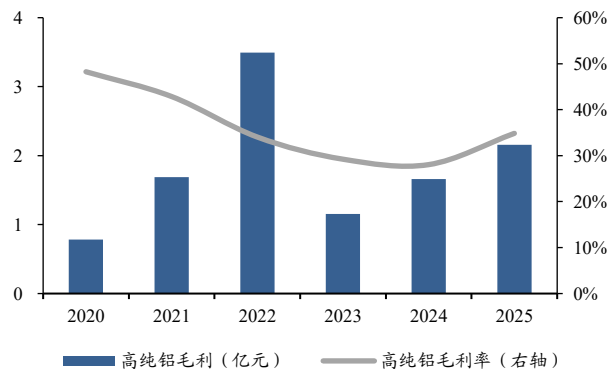
高纯铝产量阶段性承压，公司主动控产实现供需匹配。2023 年，受出口关税政策调整及国内消费电子需求疲软影响，公司高纯铝销量同比下降 58%，形成较大库存。为缓解库存压力，公司逐步控制产量，高纯铝产量由 2023 年的 4.28 万吨降至 2024 年的 2.81 万吨，2025 年进一步降至 2.23 万吨。随着出口问题解决及下游需求恢复，2025 年销量回升至 2.60 万吨，超过当期产量，年末库存由 2.95 万吨降至 2.58 万吨，26 年上半年受益于下游铝电解电容器需求旺盛，公司高纯铝销量同比上升约 21%。整体来看，公司通过主动调整生产节奏有效缓解库存压力，随着下游需求回暖及库存持续消化，现有产能有望逐步释放，高纯铝业务盈利弹性值得期待。

图21：公司高纯铝产量及期末库存



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

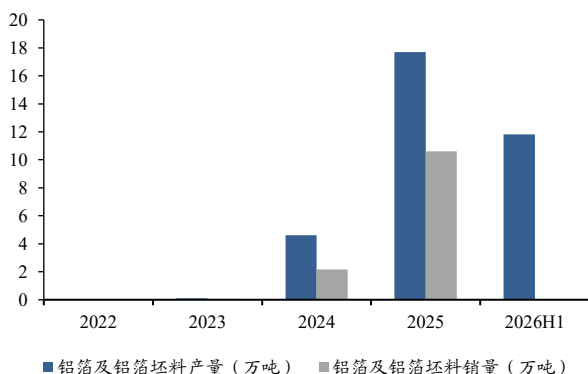
图22：公司高纯铝毛利及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

铝箔业务产销快速放量，深加工利润贡献持续提升。2023 至 2025 年，公司铝箔及坯料产量由 0.10 万吨增至 17.69 万吨，销量由 0.06 万吨增至 10.60 万吨，2026 年上半年，产量达 11.81 万吨，同比增长 61%，受益于储能、锂电需求改善及食品包装需求稳定，铝箔销量同比增长约 106%。盈利端，2025 年业务实现扭亏为盈，毛利率由 2024 年的-2.00%升至 19.78%，毛利约 4.53 亿元。截至 26 年 6 月底，公司铝箔产业链已形成 18 万吨坯料和 16 万吨成品箔年产能，当前江阴铝箔项目仍在持续爬坡。随着下游需求改善、销量增长及规模效应释放，公司有望进一步将上游低成本铝液优势转化为铝深加工盈利能力。

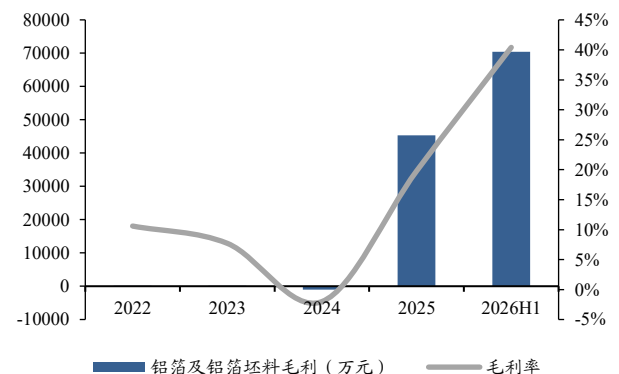
图23：公司铝箔及铝箔坯料产量及销量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：26H1 未披露具体销量

图24：公司铝箔及铝箔坯料毛利及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 供给约束强化叠加需求结构改善，行业盈利中枢有望维持高位

3.1. 短期视角下，全球显性库存加速下降，低库存格局支撑铝价

中国社库快速去化，海外延续极低水平。截至 2026 年 10 月 16 日，我国的电解铝社会库存已下行至 59.88 万吨，5 月以来去库量近 85 万吨；海外 LME 库存已经下降至 23.78 万吨，从全球总量角度，铝锭可流通库存已下行至多年来最低水平。

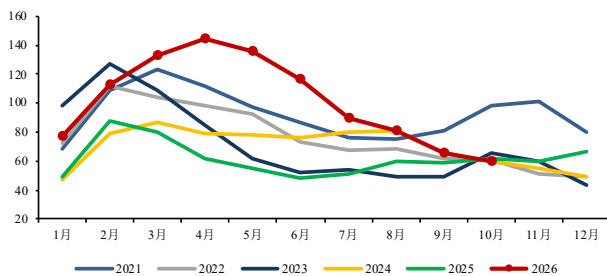
基准情形下，我们认为 2027-2028 年海外下游具备库存需求，将进一步加剧全球库存的紧缺水平：

- 1) **升水下行后的下游铝企补库：**随着中东地缘冲突导致 EGA、巴林铝业等部分电解铝产能停工，海外铝锭现货升水高企，我们预计海外铝下游加工厂内铝锭周转天数应当处于极低水平。随着后续中东产能的复产以及印尼新投产产能的不断释放，

我们预计海外铝锭升水将领先于 LME 铝价下行，27-28 年海外下游铝加工企业的主动/被动补库将带来 40-50 万吨的库存转移。

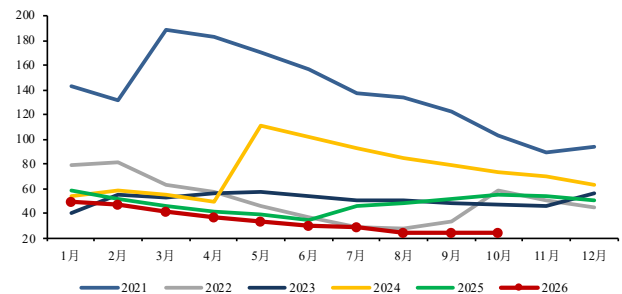
- 2) **由价差套利驱动的美国主体补库：**2026-07-20 特朗普签署 onshoring 激励公告，即在美国新建 / 扩建原铝冶炼项目，并要求项目须在 2029-01-20 前开工，获批企业可按 25%（当前标准铝锭 Section 232 关税为 50%）进口与项目年产量等量的原铝。核心标杆项目为 Century + EGA 合资 Inola, Oklahoma 75 万吨/年项目，Century Aluminum 管理层预计可于 2027 年获得相对应进口配额，由 25% 关税价差带来的套利驱动逻辑有望推动美国市场主体主动补库。

图25：国内电解铝社会库存(万吨)(截至 2026 年 10 月 16 日)



数据来源：钢联，东吴证券研究所

图26：LME 全球铝库存(万吨)(截至 2026 年 10 月 16 日)

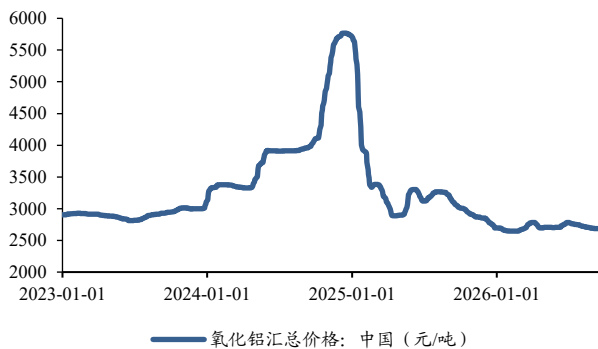


数据来源：钢联，东吴证券研究所

3.2. 长期视角下，资源与产能约束延续，需求结构转型支撑供需紧平衡

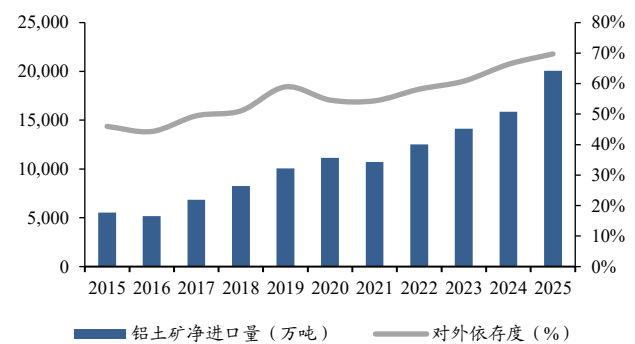
上游资源约束趋强，铝土矿价格下行空间或逐步收窄，一体化企业的资源价值进一步凸显。几内亚、印尼等主要铝土矿供应国正通过出口管理、矿权审批以及本地加工要求等方式，提高资源留存和本地转化比例。几内亚虽尚未正式落地削减铝土矿出口的相关政策，但在“Simandou 2040”框架下推动本土氧化铝产能建设的方向较为明确；印尼则在原矿出口限制基础上继续加强 RKAB 审批管理。随着主要资源国对矿产资源开发和出口的约束增强，全球铝土矿供应的不确定性上升，矿价进一步下行的空间受到限制，并有望通过原料成本向氧化铝环节传导。对于拥有矿山—氧化铝—电解铝一体化布局的企业而言，资源自给和成本控制能力的重要性将进一步提升。

图27: 氧化铝价格支撑较强 (元/吨)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图28: 我国铝土矿境外依存度进一步上升

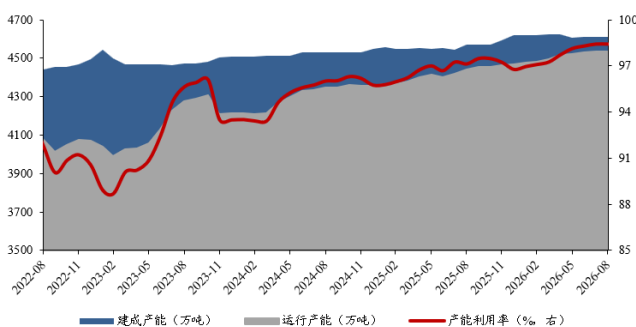


数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

注: 对外依存度=铝土矿净进口量/(中国铝土矿产量+铝土矿净进口量)

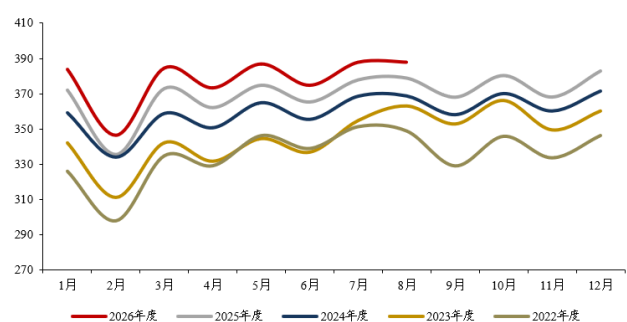
中国电解铝产能供给约束仍然有效，当前行业产能接近上限。截至2026年8月，中国电解铝开工产能已达4537.16万吨，市场对其突破“4500万吨”电解铝产能约束红线较为担忧，但“4500万吨”更多是行业对产能约束的简化表述，清理整顿后形成的合规产能上限约为4543万吨/年，当前开工规模尚未实质突破政策边界。与此同时，我国新增电解铝项目均须通过产能置换取得合规指标，不来自置换的新增产能不具备合法性，因此现有项目投产主要体现为存量指标在区域和企业间重新配置，而非产能总量扩张。此外，《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027年）》再次强调电解铝产能总量约束，并对新置换项目的能耗、环保绩效、电解槽规模及清洁能源使用比例提出更高要求。总体看，当前行业产能接近上限，但供给约束并未放松，未来增量仍将受到指标、能耗及环保等多重限制。

图29: 国内电解铝产能 (万吨)



数据来源: 钢联, 东吴证券研究所

图30: 国内电解铝产量 (万吨)

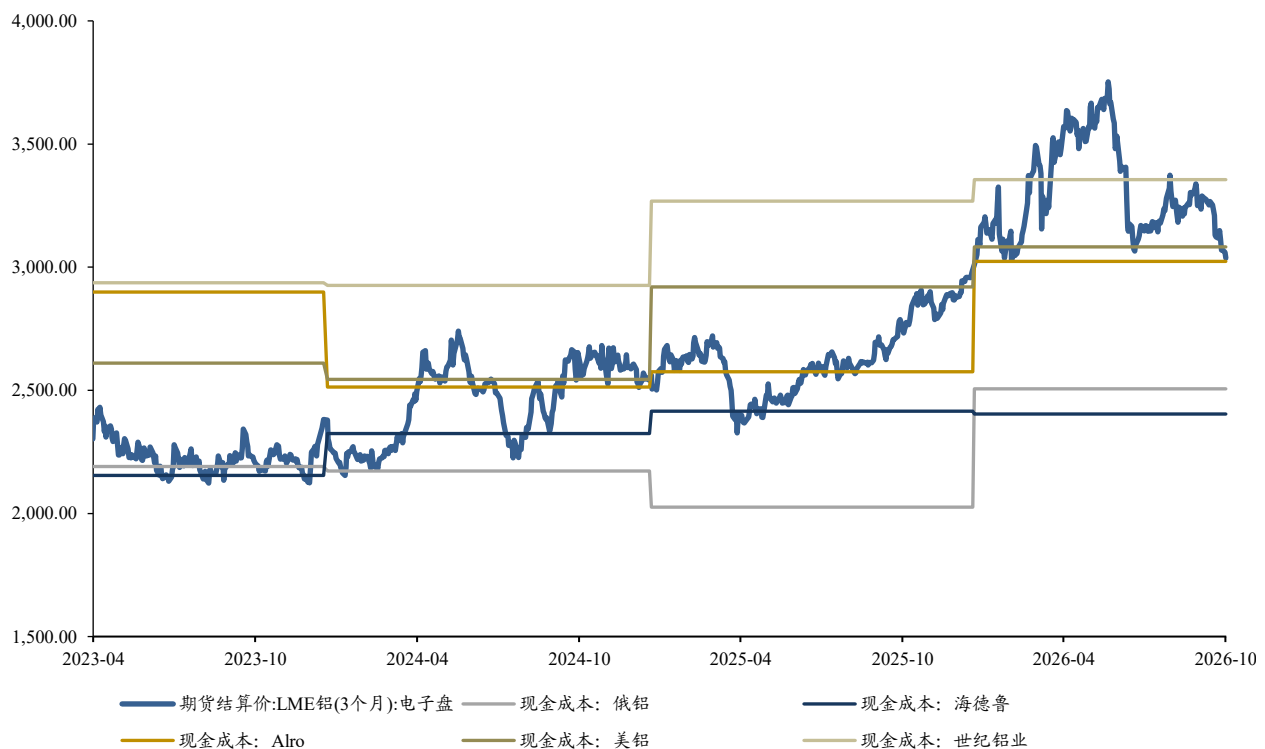


数据来源: 钢联, 东吴证券研究所

海外新增产能同样受到电力资源和成本抬升的制约。电解铝属于典型高耗能产业，新建冶炼项目通常需要获得期限较长、价格稳定且具有竞争力的电力供应。随着 AI 及数据中心快速发展，高负荷用电需求增加，部分地区优质电力资源面临来自数字基础设施的竞争。2026 年 2 月，Century 将 Hawesville 铝厂出售给数据基础设施企业 TeraWulf，用于建设 AI/HPC 数据中心，反映出高耗能产业与数据中心之间对电力资源的竞争正在增强。

从成本曲线来看，按 2026 年上半年口径测算，世纪铝业、美铝和 Alro 完全成本分别约为 3512、3197 和 3081 美元/吨，而截至 2026 年 10 月 13 日，LME 三个月期铝价格约为 3037 美元/吨。部分海外冶炼企业已接近甚至高于盈亏平衡线，高成本产能的盈利空间明显收窄。考虑到电力、氧化铝及区域升水等因素仍对海外生产成本形成支撑，边际产能成本抬升有望构成铝价的重要底部支撑。

图31：海外电解铝企业成本与 LME 铝价（美元/吨）

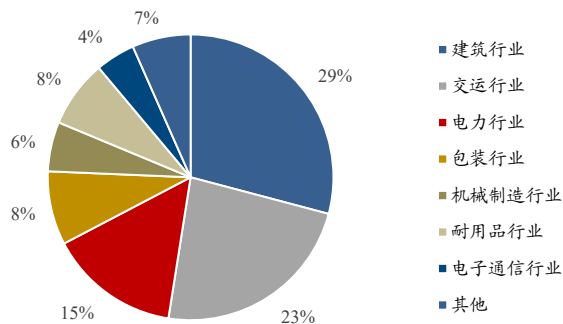


数据来源：公司公告，iFinD，东吴证券研究所

电解铝下游需求发生结构性转变，新需求占比进一步增长。随着能源转型和产业结构升级，传统建筑领域对铝消费的影响逐步下降，而新能源汽车、电网建设、光伏等方向的重要性不断提升。根据测算，国内建筑用铝占比由 2021 年的 29% 下降至 2025 年的

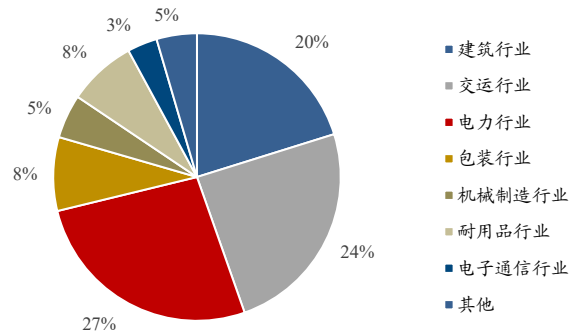
20%；同期交运行业用铝占比由 23%提升至 24%，电力行业则由 15%提升至 27%。

图32：2021 年中国电解铝下游需求结构



数据来源：国家统计局、安泰科、阿拉丁，海关总署，东吴证券研究所测算

图33：2025 中国电解铝下游需求结构



数据来源：国家统计局、安泰科、阿拉丁，海关总署，东吴证券研究所测算

印尼产能扩张和中东产能恢复将增加海外供应，但 2027—2028 年全球供需预计仍处相对紧平衡状态。供给端，在考虑印尼新增电解铝产能释放及中东受扰动产能恢复后，我们测算 2027—2028 年海外电解铝供给增速分别约为 10.94%和 7.18%，全球供给增速约为 4.29%和 3.00%。需求端，随着国内光伏、汽车需求修复以及全球制造业景气改善，预计同期全球铝需求增速约为 3.41%和 3.38%。整体供需关系有望由 2026 年的明显短缺逐步过渡至紧平衡状态。叠加欧美电解铝完全成本中枢上移以及海外产业链潜在补库需求，铝价中长期仍具备较强的基本面支撑。

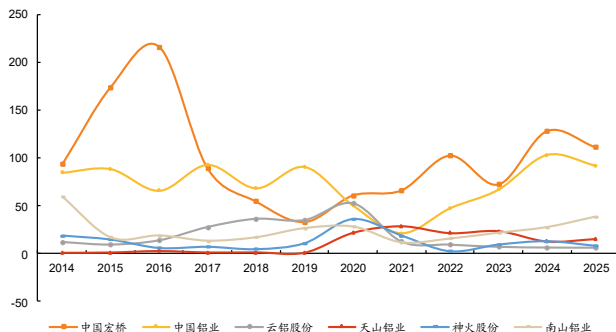
图34：全球电解铝供需平衡表

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
中国供需平衡								
国内需求（万吨）	4007.6	4061.6	4299.3	4511.5	4630.5	4640.6	4839.3	5043.2
YOY		1.35%	5.85%	4.94%	2.64%	0.22%	4.28%	4.21%
国内原铝产量（万吨）	3850.3	4014.4	4160	4310	4405.6	4533.4	4533.4	4533.4
YOY		4.26%	3.63%	3.61%	2.22%	2.90%	0.00%	0.00%
中国原铝供需平衡（万吨）	59.4	161.3	-242.6	-261	-334.7	-244.4	-307.3	-485.5
海外供需平衡								
海外电解铝产量（万吨）	2887.8	2875.7	2910.5	2964.2	3021.4	2924.9	3244.9	3477.9
YOY		-0.42%	1.21%	1.85%	1.93%	-3.19%	10.94%	7.18%
海外电解铝总需求（万吨）	2883.4	2838.9	2731.7	2778.1	2819.7	2870.9	2928.3	2986.9
YOY		-1.54%	-3.78%	1.70%	1.50%	1.82%	2.00%	2.00%
海外电解铝供需平衡（万吨）	4.4	36.8	178.8	186.1	201.7	54.0	316.6	491.0
全球供需平衡								
全球电解铝产量（万吨）	6738.1	6890.1	7070.5	7274.2	7427	7458.3	7778.3	8011.3
YOY		2.26%	2.62%	2.88%	2.10%	0.42%	4.29%	3.00%
全球电解铝需求（万吨）	6891.0	6900.5	7031.0	7289.6	7450.2	7511.5	7767.6	8030.1
YOY		0.14%	1.89%	3.68%	2.20%	0.82%	3.41%	3.38%
全球供需平衡（万吨）	-152.89	-10.43	39.50	-15.40	-23.20	-53.18	10.66	-18.76

数据来源：国家统计局、阿拉丁、CRU、东吴证券研究所测算

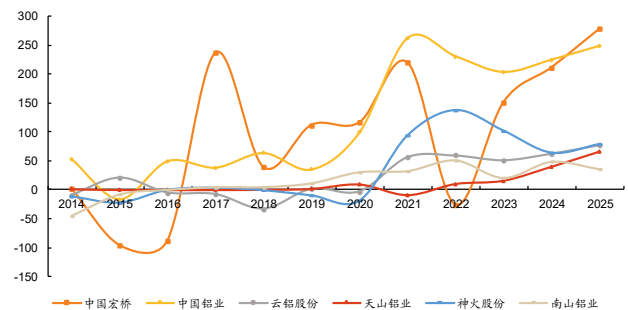
供给刚性增强、资本开支下降，电解铝行业的盈利与现金流属性有望进一步强化。2017 年供给侧改革以来，国内电解铝行业竞争模式逐步由产能扩张转向存量产能优化，在产能约束持续存在的背景下，企业依靠大规模新增产能获取增长的空间明显收窄，行业资本开支强度随之下降。与此同时，新能源、电力和交通等新兴需求持续增长，使供需格局更趋平衡，行业盈利中枢及现金流稳定性有所改善。随着主要企业资产负债表持续修复、资本支出压力下降，自由现金流向股东回报转化的能力有望增强，电解铝行业的高分红属性亦将进一步显现。

图35：资本开支（亿元，即购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图36：自由现金流（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

基于宏观经济状况及公司自身经营情况，我们对未来公司细分业务以及电解铝价格做出核心假设：

细分业务产量：1）电解铝业务：140 万吨绿电铝技改项目于 2026 年 7 月全部达产，预计公司 2026-2028 年电解铝年均产量分别 135 万吨/140 万吨/140 万吨；2）氧化铝业务：公司氧化铝业务维持满产状态，预计公司 2026-2028 年氧化铝产量均为 250 万吨；3）铝箔及坯料业务：随着公司逐步提高其自身产能利用率，预计公司 2026-2028 年铝箔及坯料销量达 17 万吨、20 万吨、22 万吨；4）高纯铝业务：电子光箔、航空板、半导体靶材等下游需求恢复，预计公司 2026-2028 年高纯铝销量达 3.12 万吨、3.2 万吨、3.5 万吨。

细分业务价格：1）电解铝业务：从供需层面，我国电解铝产能天花板已趋近，而海外电解铝供给难以快速放量，而需求端则受到全球经济触底回升的影响而抬升，我们预

计 2026-2028 年含税铝价均值为 24,000 元/吨；2) 氧化铝业务：基于我国铝土矿对几内亚矿的高度依赖，以及几内亚自身政府控价保证税收的诉求，我们认为氧化铝价格具备一定支撑，我们预计 2026-2028 年国内氧化铝含税铝价均值为 2,700 元/吨；3) 铝箔及坯料业务：公司铝加工产品采用“铝价+加工费”的定价模式，在加工费稳定的情况下，我们预计 2026-2028 年公司铝箔及坯料销售均价为 24625 元/吨；4) 高纯铝业务：随着电子材料、航空材料需求恢复，我们预计 2026-2028 年公司高纯铝销售均价为 27600 元/吨。

表2：公司营收及毛利情况拆分（亿元）

	单位	2025A	2026E	2027E	2028E
电解铝	营业收入	190.49	244.25	246.37	246.37
	毛利	58.01	116.07	117.53	117.53
	毛利率	30.46%	47.52%	47.70%	47.70%
氧化铝	营业收入	68.27	53.76	53.76	53.76
	毛利	6.62	-0.69	-0.24	-0.24
	毛利率	9.70%	-1.28%	-0.44%	-0.44%
高纯铝	营业收入	6.19	8.61	8.83	9.66
	毛利	2.16	4.05	4.17	4.56
	毛利率	34.84%	47.03%	47.18%	47.18%
铝箔及铝箔坯料	营业收入	22.91	41.86	49.25	54.17
	毛利	4.53	8.46	10.10	11.38
	毛利率	19.78%	20.20%	20.50%	21.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

根据公司自身经营策略，公司主要业务板块可分为电解铝、氧化铝，以及铝加工板块，中国铝业、宏桥控股、南山铝业、中孚实业，以及云铝股份在上述业务板块和公司较为相近，故选择这五家铝产业链公司作为可比公司。

我们预计公司 2026-2028 年实现营收分别为 355.64/365.37/371.12 亿元，同比增速分别为 20.55%/2.74%/1.57%；实现归属母公司股东净利润分别为 88.02/91.71/93.67 亿元，同比增速分别为 82.69%/4.19%/2.14%。对应 2026-2028 年的 PE 分别为 5.93/5.69/5.57 倍，与可比公司估值均值相比较为合理，考虑公司全产业链布局，分红比例常年位于铝产业链公司前列，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

表3：可比公司估值（截至 2026 年 10 月 20 日）

证券简称	股票代码	股价（元/股）	PE			EPS（摊薄）（元/股）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
中国铝业	601600.SZ	8.83	6.34	6.27	6.15	1.39	1.41	1.44
宏桥控股	002379.SZ	14.14	5.96	6.01	5.95	2.37	2.35	2.38
南山铝业	600219.SH	4.27	10.01	8.50	7.45	0.43	0.50	0.57
中孚实业	600595.SH	5.64	5.86	5.88	5.94	0.96	0.96	0.95
云铝股份	000807.SZ	24.93	6.00	5.59	5.37	4.16	4.46	4.65
均值			6.83	6.45	6.17	1.86	1.94	2.00
天山铝业	002532.SZ	11.27	5.93	5.69	5.57	1.90	1.98	2.02

数据来源：Wind，可比公司估值来自 Wind 一致预期（2026 年 10 月 20 日），其他由东吴证券研究所测算

5. 风险提示

1）下游需求不及预期导致铝价下跌风险

铝的下游消费主要为房地产、电力和交通。地产端，若后续地产竣工端疲软则对用铝需求影响较大；电力端，光伏为主要用铝增长方向，若因经济衰退导致光伏组件需求量降低，则对用铝需求影响较大；交通端看来，新能源汽车为主要汽车用铝需求增长方向，若后续因政策变动导致新能源汽车增长放缓，则对用铝需求影响较大。

2）原材料保供风险

公司氧化铝业务依赖海外进口铝土矿，而重要来源国几内亚为军政府，若公司因几内亚政府大幅收紧矿权从而无法保证铝土矿的供应，则氧化铝业务面临重大风险。

3）美元持续走强风险

铝作为大宗商品具备一定的金融属性，美元若持续走强将对铝价形成压制作用。

天山铝业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	17,865	26,122	35,060	44,160	营业总收入	29,502	35,564	36,537	37,112
货币资金及交易性金融资产	6,540	13,919	22,346	31,043	营业成本(含金融类)	22,303	22,718	23,324	23,733
经营性应收款项	3,513	4,018	4,128	4,195	税金及附加	552	665	683	694
存货	7,187	7,321	7,516	7,648	销售费用	22	25	26	26
合同资产	0	0	0	0	管理费用	445	537	552	560
其他流动资产	624	864	1,070	1,274	研发费用	255	307	316	321
非流动资产	36,285	35,703	34,780	33,783	财务费用	470	343	268	182
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	279	336	346	351
固定资产及使用权资产	28,681	29,481	28,942	28,088	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1,877	375	75	15	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	3,838	3,755	3,673	3,590	减值损失	(140)	0	0	0
商誉	6	6	6	6	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	5,594	11,306	11,715	11,948
其他非流动资产	1,882	2,085	2,085	2,085	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
资产总计	54,150	61,825	69,841	77,943	利润总额	5,593	11,305	11,714	11,947
流动负债	17,902	18,512	18,788	18,969	减:所得税	781	2,515	2,548	2,569
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,864	6,960	6,960	6,960	净利润	4,811	8,789	9,166	9,378
经营性应付款项	6,764	6,890	7,074	7,198	减:少数股东损益	(7)	(12)	(5)	11
合同负债	108	130	134	136	归属母公司净利润	4,818	8,802	9,171	9,367
其他流动负债	4,165	4,532	4,620	4,675	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.04	1.90	1.98	2.02
非流动负债	6,684	6,640	6,640	6,640	EBIT	6,065	11,647	11,981	12,129
长期借款	6,078	6,078	6,078	6,078	EBITDA	7,882	13,642	14,114	14,386
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.40	36.12	36.16	36.05
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	16.33	24.75	25.10	25.24
其他非流动负债	604	559	559	559	收入增长率(%)	5.03	20.55	2.74	1.57
负债合计	24,586	25,152	25,428	25,608	归母净利润增长率(%)	8.13	82.69	4.19	2.14
归属母公司股东权益	29,567	36,690	44,434	52,344					
少数股东权益	(4)	(16)	(21)	(10)					
所有者权益合计	29,563	36,674	44,413	52,335					
负债和股东权益	54,150	61,825	69,841	77,943					

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	8,053	10,694	11,474	11,824	每股净资产(元)	6.39	7.93	9.60	11.31
投资活动现金流	(1,586)	(1,280)	(1,211)	(1,261)	最新发行在外股份(百万股)	4,629	4,629	4,629	4,629
筹资活动现金流	(6,449)	(2,053)	(1,836)	(1,866)	ROIC(%)	12.34	19.64	17.50	15.50
现金净增加额	14	7,379	8,427	8,697	ROE-摊薄(%)	16.29	23.99	20.64	17.90
折旧和摊销	1,817	1,995	2,133	2,257	资产负债率(%)	45.40	40.68	36.41	32.86
资本开支	(1,533)	(1,211)	(1,211)	(1,261)	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.83	5.93	5.69	5.57
营运资本变动	823	(364)	(235)	(222)	P/B(现价)	1.76	1.42	1.17	1.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>