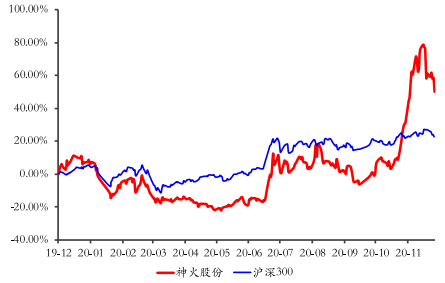
电解铝产能持续扩充，夯实未来增长基础

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-12-17
收盘价（元）	7.40
近 12 个月最高/最低（元）	9.23/3.73
总股本（百万股）	1,900
流通股本（百万股）	1,900
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	140.60
流通市值（亿元）	140.60

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林
执业证书号：S0010520060001
电话：15652540369
邮箱：shilin@hazq.com
研究助理：许勇其
执业证书号：S0010120070052
电话：18019001956
邮箱：xuyq@hazq.com
研究助理：翁嘉敏
执业证书号：S0010120070014
电话：13777083119
邮箱：wengjm@hazq.com

相关报告

主要观点：

煤电铝一体化经营平台，产能扩充继续夯实未来增长基础

公司是河南省重点企业，聚焦煤铝双主务，通过(1)淘汰落后产能以及(2)扩张优质电解铝产能积极优化产业布局，已基本形成较为完善且具备持续性生产能力的煤-电-铝经济产业链，垂直一体化的产业布局显著提升公司经营效益。截至 2020H1 末，公司控制煤炭保有储量约为 18.58 亿吨，可采储量 8.95 亿吨；现有电解铝建成产能 125 万吨（新疆神火 80 万吨、云南神火 45 万吨），另云南神火 45 万吨在建产能预计 2020 年 3 月建成投产。

煤炭业务：募投项目梁北矿扩产，有望带来盈利增量

截至目前，公司煤炭核定产能累计达到 645 万吨。在供给侧改革背景下，2016-2019 年公司各矿区的落后产能相继退出。随着产能出清基本接近尾声，预计资产减值对公司煤炭板块盈利情况将趋于正常。同时，公司拥有的梁北矿出产的炼焦配煤在国内具备明显的资源稀缺属性，经济价值高，市场需求旺盛。煤矿项目正在改扩建过程中，预计建设完成后可实现 240 万吨年产能，有望成为公司煤炭板块新的利润增长点。

电解铝业务：超前布局铝业务板块，即将迎来收获期

云南 90 万吨水电铝项目投产开启电解铝业务的新篇章。①云南神火：受益于云南地区充沛的水电资源、地方政府电价及税收等方面的政策优惠，云南神火生产成本优势显著；此外，云南不仅紧邻国内经济发达铝材销售市场，运输方便，而且靠近东南亚和南亚等铝产品主要消费国，有望进一步拓展海外潜在消费市场。随着云南水电铝项目 2021 年完全建成投产，公司进入业绩增长的快速通道。②新疆神火：80 万吨电解铝产能基本满产，受益于临近煤炭原产地的区位优势，公司有能力平衡产能扩张和原材料运输及环保压力。

投资建议

电解铝行业已迈入高利润时代，公司在产能规模和生产成本等方面均位于行业前列。我们预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 8.07/17.24/19.98 亿元，同比增速分别为-40.0%/113.6%/15.9%，对应 PE17.73X/8.30X/7.16X，首次推荐，给予“买入”评级。

风险提示

云南水电铝项目进展不及预期；煤炭和铝价格下跌超预期；云南水电配套建设不及预期；优惠政策变动等。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17618	16479	27554	29740
收入同比(%)	-9.0%	-6.5%	67.2%	7.9%
归属母公司净利润	1345	807	1724	1998
净利润同比(%)	452.2%	-40.0%	113.6%	15.9%
毛利率(%)	14.8%	19.2%	20.7%	20.8%
ROE(%)	17.3%	9.4%	16.7%	16.2%
每股收益(元)	0.71	0.42	0.91	1.05
P/E	7.74	17.73	8.30	7.16
P/B	1.34	1.67	1.39	1.16
EV/EBITDA	11.69	10.75	7.79	6.73

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 煤电铝一体化经营平台 6
1.1 公司基本情况 6
1.2 煤炭+电解铝双轮驱动，实现协同发展 7
2 煤炭板块：落后产能陆续出清，新建优质产能驱动业绩增长 9
2.1 煤炭资源品质优越，资源区位优势明显 9
2.2 基本出清落后产能，积极整合优质资源 10
2.3 募投项目梁北矿扩产，有望带来盈利增量 11
2.4 落后产能出清叠加优质产能释放，产销量或强劲增长 11
3 电解铝板块：超前布局铝业务，即将迎来收获期 12
3.1 铝业务布局超前，后续增长动力强劲 12
3.2 优势一：区位优势增强盈利韧性 14
3.3 优势二：电力成本优势显著 15
3.4 优势三：合规产能保障公司经营稳定性 16
3.5 整合优质铝矿资源，有效控制电解铝生产成本 16
4 电解铝行业迈入高利润时代 19
4.1 供给侧改革优化电解铝行业格局 19
4.2 需求端：汽车轻量化及光伏或为用铝新亮点 20
4.3 成本端：氧化铝产能持续释放，抑制价格上行 22
风险提示： 24
财务报表与盈利预测 25

图表目录

图表 1 公司股权结构 6
图表 2 “煤电铝一体化”产业链 7
图表 3 “十三五”阶段公司电解铝板块布局情况 8
图表 4 煤炭及铝和铝制品营收及变动（亿元，%） 9
图表 5 煤炭和铝锭毛利润及变动（亿元，%） 9
图表 6 公司前三季度扣非归母净利润转正（百万元） 9
图表 7 公司财务费用及费用率逐渐降低（万元，%） 9
图表 8 公司控制的煤炭保有储量及可采储量（万吨） 10
图表 9 神火股份煤炭矿井产能情况（万吨） 10
图表 10 神火股份煤炭产销情况（万吨） 11
图表 11 神火股份吨煤成本（元/吨，%） 12
图表 12 神火股份吨煤价格（元/吨，%） 12
图表 13 神火股份吨煤毛利（元/吨） 12
图表 14 神火股份煤炭毛利率情况（%） 12
图表 15 云南神火铝业务布局 13
图表 16 云南神火铝业务相关产能情况 13
图表 17 国内电解铝产能分布情况（万吨） 14
图表 18 国内氧化铝产能分布情况（万吨） 14
图表 19 最具有竞争优势的省份 14
图表 20 新疆神火位于准东煤矿腹地 15
图表 21 云南神火地域优势 15
图表 22 各省电解铝企业用电价格（元/千瓦时） 16
图表 23 电煤价格指数（元/吨） 16
图表 24 新疆地区合规产能分布情况（万吨） 16
图表 25 云南地区合规产能分布情况（万吨） 16
图表 26 电解铝生产工艺的主要流程 17
图表 27 全国电解铝完全成本构成 18
图表 28 国内部分地区的氧化铝价格（元/吨） 18
图表 29 辅料预焙阳极市场价格（元/吨） 18
图表 30 辅料氟化铝价格（元/吨） 18
图表 31 云南神火及新疆神火电解铝利润与成本估算 18
图表 32 中国电解铝总产能及开工率（万吨，%） 19
图表 33 中国电解铝产量及增速（万吨，%） 19
图表 34 2020 年中国电解铝拟投产、在建产能汇总（万吨） 20
图表 35 国内电解铝下游消费结构 20
图表 36 房地产开发投资完成额及同比（亿元，%） 21
图表 37 房屋竣工面积增速转正（%） 21
图表 38 汽车产量及同比增速（万辆，%） 21
图表 39 新能源汽车产量及同比增速（万辆，%） 21
图表 40 国家电网年度实际投资额 (亿元) 22
图表 41 国内光伏新增装机量（GW，%） 22

图表 42 国内氧化铝产能情况（万吨，%） 23
图表 43 国内氧化铝平均价格（元/吨） 23
图表 44 2021 年中国氧化铝拟投产、在建产能汇总（万吨） 23

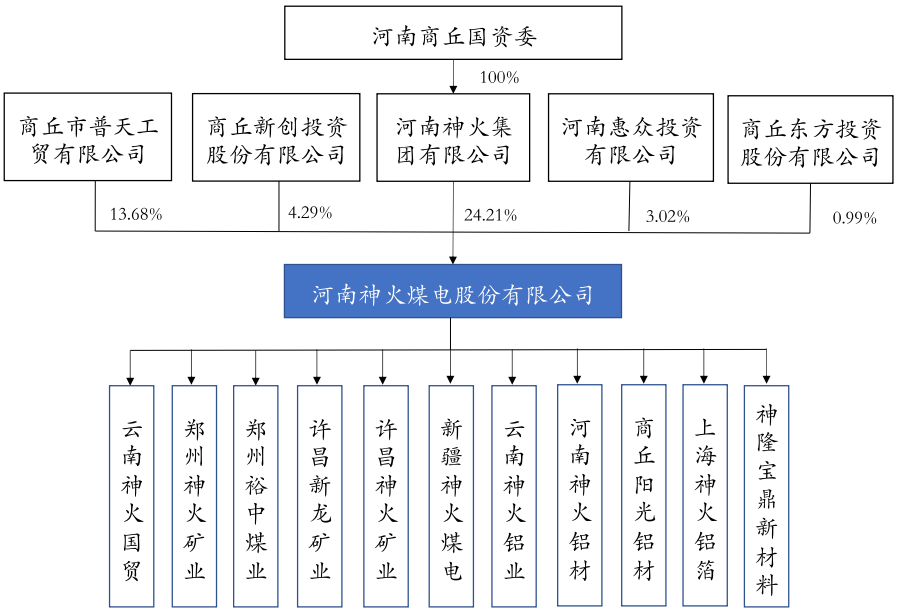
1 煤电铝一体化经营平台

1.1 公司基本情况

河南神火煤电股份有限公司成立于 1998 年 8 月，河南神火集团有限公司为主要发起人，与永城市化学工业公司、永城市铝业等共 5 家单位发起设立，1999 年 8 月在深交所上市交易。神火集团作为公司第一大控股股东，持有公司股份比例为 24.21%，公司实际控制人为河南省商丘市国资委。神火集团为河南省重点支持发展的煤炭及铝加工企业集团。公司主营业务为煤炭、发电、铝产品的生产、加工和销售等。煤炭业务的主要产品为煤炭和型焦，具备低硫、低磷、中低灰分以及高发热量等特点，广泛应用于冶金、化工等领域。煤种优越的品质以及其稀缺性，使得公司煤炭板块的盈利能力优于其他同业对手；铝业务为公司核心业务之一，主要产品为氧化铝、电解铝和铝材等，产品质量优良。目前公司已基本形成较为完善的煤-电-铝经济产业链，通过产业链垂直一体化布局提升企业经营效益。

煤炭板块，公司目前拥有一套完整的煤炭生产及配套体系，控制的煤炭保有储量计 18.60 亿吨，可采储量 8.96 亿吨；铝板块的产能方面，氧化铝 80 万吨/年（已关停）、电解铝 119 万吨/年（权益产能，其中：①新疆煤电 80 万吨在建产能、②云南神火 90 万吨绿色水电铝材一体化项目，权益占比 43.4%）、装机容量 2000MW（公司本部 1 台 600MW、新疆 4 台 350MW 自备机组）、阳极炭块 46 万吨/年、铝材 10 万吨/年（阳光铝材 5 万吨铸轧生产线及 5 万吨冷轧生产线），铝箔 2.5 万吨/年，另有神隆宝鼎年产 10.5 万吨的铝箔项目在建。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

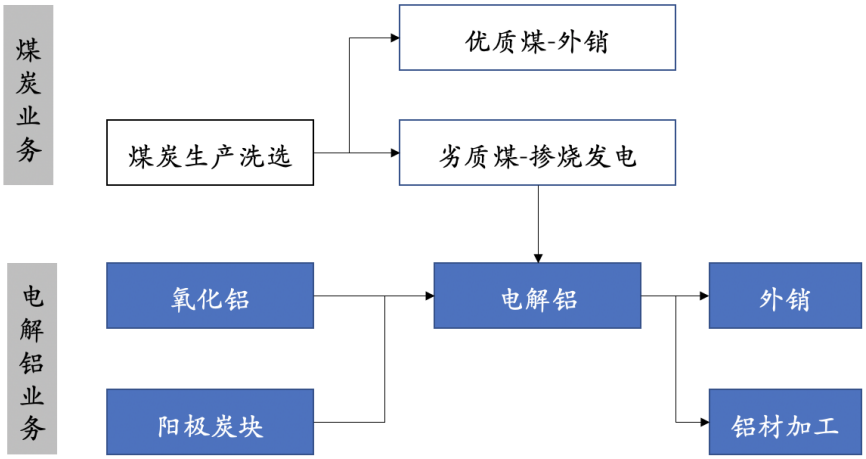
1.2 煤炭+电解铝双轮驱动，实现协同发展

神火股份以煤炭业务起家，上市之初公司主营煤炭生产、洗选加工与销售、发电等。**2006 年为“十一五”发展规划的开局之年，也是公司实现跨越式发展的一年。**神火股份不仅通过股权、投资入股、收购资产等多种方式扩大煤炭资源储备，同时收购沁阳沁澳铝业 14 万吨电解铝项目，进军铝行业，由原本单一的煤炭主业向“煤-电-铝”一体化产业模式转型。2007 年，对内，公司对神火集团铝电产业的优良资产实施重组；对外，积极兼并重组多项铝相关项目，自上而下推进上游开采、中游冶炼、下游加工的铝产业布局，为公司优质发展奠定坚实基础。

煤炭+电解铝业务双轮驱动，实现资源充分利用。煤炭方面，公司煤种以冶金煤为主，对外销售经洗选加工生产的优质精煤。2020 年，冶金煤、瘦焦煤和动力煤年市场销售均价分别在 1350 元/吨、1280 元/吨和 560 元/吨左右，平均冶金煤售价相比较动力煤高约 800 元/吨，产品竞争优势突出。此外，公司将低热值的混煤矸石及洗选出来的煤泥、洗中煤等劣质煤炭用于发电，转化为电能，供给公司生产原铝，控制生产成本。

公司再通过对原铝的深加工，将部分原铝加工生产铝合金及铝材产品，包括铸轧卷、冷轧卷和铝箔等，可运用于建材、包装、家电和印刷等行业，应用市场前景广阔。

图表 2 “煤电铝一体化”产业链

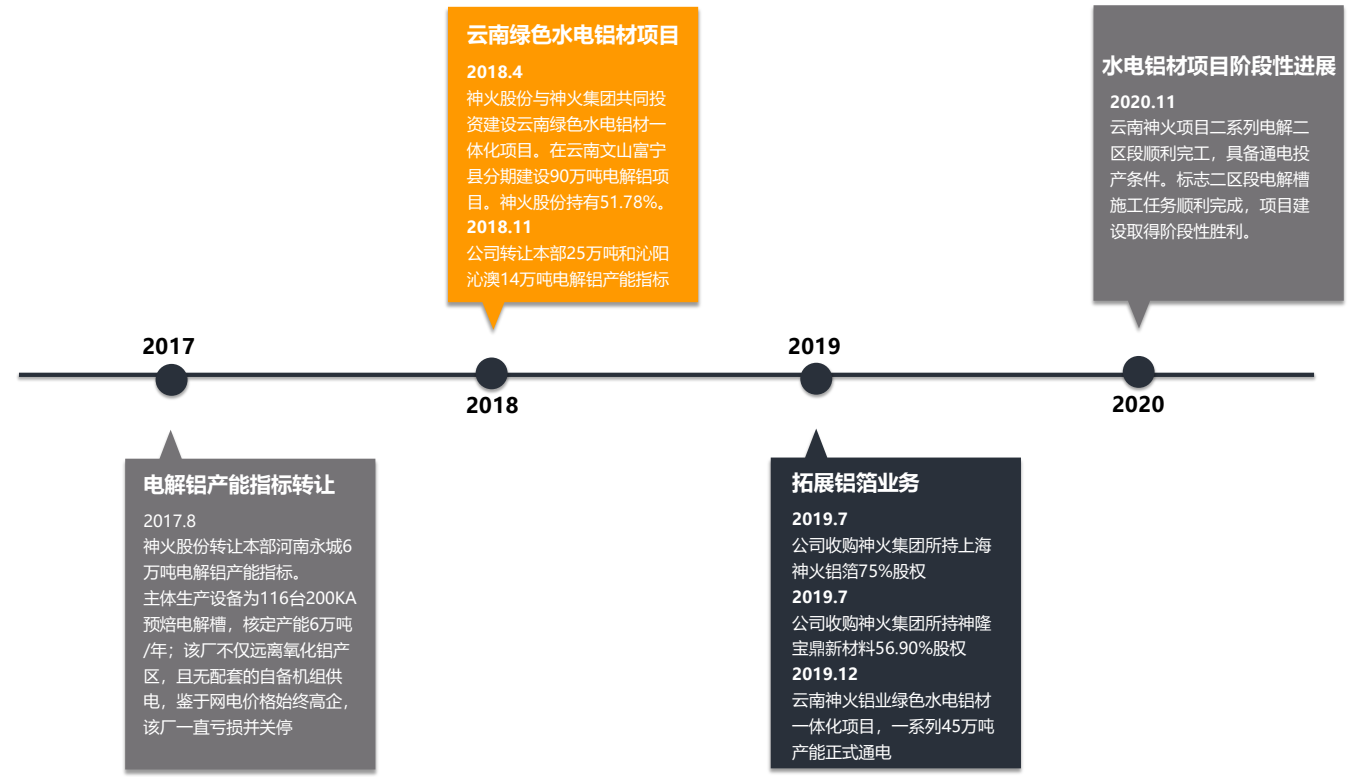


资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司由煤炭业务起家，由于产品单一、业务集中的特点使得公司承受较大的经营风险。上市初期，公司在扩大煤炭主业的同时，努力实现煤电联营，通过对弱势电厂的兼并重组以及改扩建等，提升自身经营效益，分散因业务单一带来的风险。2006 年，公司实现跨越式发展，进军电解铝行业，布局“水电铝材”一体化产业链，以多样化的产品满足市场需求，提升公司抵御市场风险的能力。2017 年是供给侧结构性改革的深化之年，公司淘汰落后产能，向具备电力资源及原材料供应和成本优势的云南转移，建设云南绿色水电铝材一体化项目， 2021 年或为公司业绩集中释放期。2019 年三季度，公司剥离房地产业务，聚焦煤炭、电解铝主

业，最大程度消除融资障碍，为改善公司资产负债情况奠定基础。2020 年公司非公开发行 A 股获得证监会核准批复，募集资金规模不超过 20.49 亿元，主要用于梁北煤矿改扩建项目和偿还银行借款，加快业务结构优化的步伐。

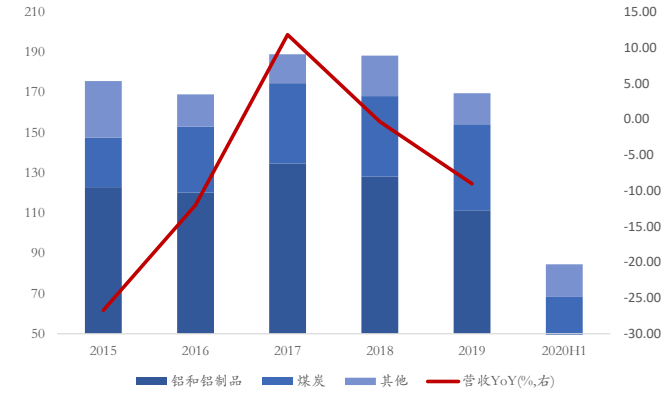
图表 3 “十三五”阶段公司电解铝板块布局情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

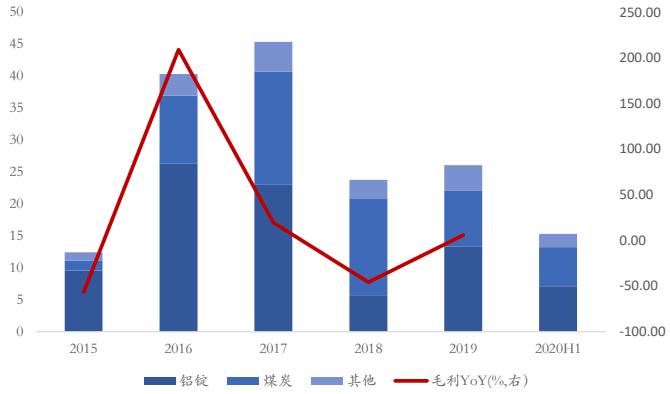
为聚焦煤电主业，公司彻底剥离房地产等非相关业务。营收方面，2019 年煤炭和电解铝业务分别实现营收 44.20/103.55 亿元，占比 25.09%/58.77%；毛利方面，公司 2019 年煤炭和电解铝业务毛利率分别为 20.51%/12.89%，实现毛利 9.06/13.84 亿元，占全年毛利总和的 34.77%/53.09%。无论是从收入结构或毛利结构，电解铝业务都是公司经营业绩的主要来源。同时，为优化业务结构，公司积极筹划房地产剥离计划，2019 年 8 月完成房地产业务的完全剥离。在煤炭资源优化方面，2016 年，为响应河南省人民政府关于印发河南省化解产能过剩的政策，公司在 16-18 年期间积极淘汰煤炭落后产能，目前产能出清工作基本完成，随着梁北煤矿项目改扩建项目的持续推进，公司煤炭业务结构有望进一步改善。

图表 4 煤炭及铝和铝制品营收及变动（亿元，%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

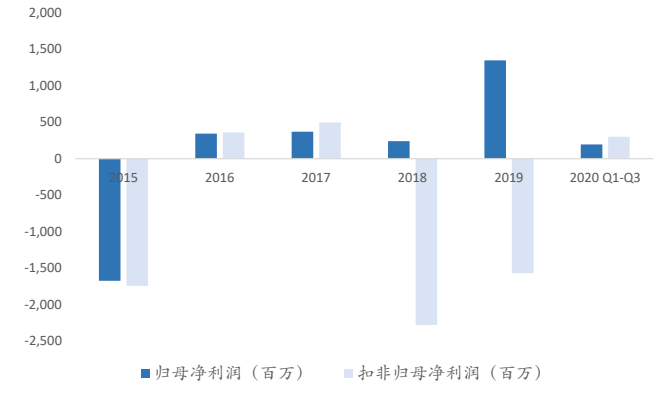
图表 5 煤炭和铝锭毛利润及变动（亿元，%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

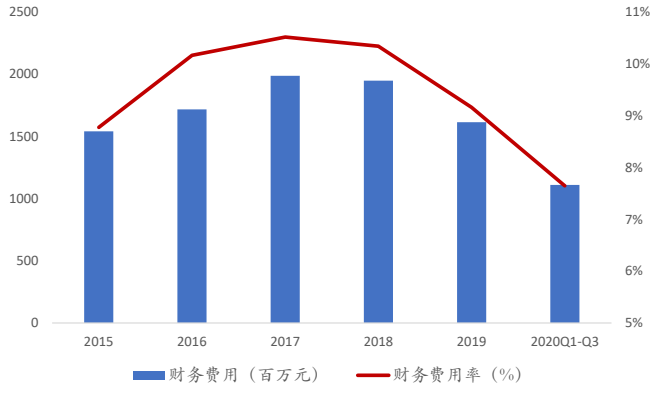
电解铝高利润持续叠加汇源铝业停产减亏，前三季度业绩显著提升。2020Q1-Q3，公司实现营业收入 145.91 亿元，同比增长 8.23%；实现归母净利润 4.93 亿元，较上年同期 25.23 亿元减少 20.3 亿元，减幅为 80.36%。其中，归母净利润降幅明显主要是因为去年同期公司确认山西省左权县高家庄煤矿探矿权转让收益为资产处置收益。同时，受电解铝主要原材料氧化铝、阳极炭块价格下跌的影响，公司利润快速修复，并且永城铝厂产能转移和汇源铝业关停同比减亏、融资成本下降和产品结构调整优化等因素使公司主营产品盈利能力大幅提升。此外，公司本次 20 亿元的募集项目，其中 3 亿元将用于偿还银行借款，有望进一步改善公司资本结构，降低财务费用支出以增强抗风险能力，实现可持续发展。

图表 6 公司前三季度扣非归母净利润转正（百万元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司财务费用及费用率逐渐降低（万元，%）



资料来源：wind，华安证券研究所

2 煤炭板块：落后产能陆续出清，新建优质产能驱动业绩增长

2.1 煤炭资源品质优越，资源区位优势明显

在煤炭资源储备方面，公司拥有较丰富的优质煤炭资源储量。截止 2020 年 6

月末，公司控制煤炭保有储量约为 18.58 亿吨，可采储量 8.95 亿吨，其中：①永城矿区生产的煤炭属于低硫、低磷、中低灰分、高发热量的优质无烟煤，是冶金、电力、化工的首选洁净燃料；②许昌矿区生产的贫瘦煤，粘结指数较高，可以作为主焦煤的配煤使用，同样具有良好的市场需求。永城和许昌矿区地理位置优越，紧邻工业发达且严重缺煤的华东和华中地区，煤炭销售有较为可靠的保障。同时，由于河南地处中原，其便利的交通运输条件使得河南地区的煤炭资源相较山西约有 100 元/吨的运输成本优势。

图表 8 公司控制的煤炭保有储量及可采储量（万吨）

矿区	主要煤种	保有储量	可采储量
永城矿区	无烟煤	26,752.42	10,234.68
许昌、郑州矿区	瘦煤、贫煤、无烟煤	159,043.23	79,312.07
合计		185,795.65	89,546.75

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 基本出清落后产能，积极整合优质资源

在供给侧改革背景之下，各矿区的落后产能相继退出。2016 年，公司根据《河南省人民政府办公厅关于印发河南省化解过剩产能煤矿关闭退出实施方案的通知》的要求，对列入 2016-2018 年关停名单的 27 对小煤矿进行了关停。2018-2019 年期间，公司又对 6 对小煤矿计提了减值准备，落后产能逐渐出清，但同时计提的较大的资产减值对公司过往三年的经营业绩产生负面影响。截至目前，公司落后产能已基本出清，预计资产减值对公司煤炭业务的影响将趋于正常。

目前，公司煤炭的核定产能累计达到 645 万吨，主要的生产矿井有新庄煤矿、刘河煤矿、薛湖煤矿、梁北煤矿和泉店煤矿。梁北煤矿正处于改扩建状态，建设完成后预计实现 240 万吨年产能。

图表 9 神火股份煤炭矿井产能情况（万吨）

矿区	矿井	煤种	持股比例	核定产能	权益产能	备注
永城矿区	新庄煤矿	无烟煤	100%	180	180	在产
	刘河煤矿	无烟煤	100%	45	45	在产
	薛湖煤矿	无烟煤	100%	120	120	在产
许昌矿区	梁北煤矿	贫瘦煤	100%	90	90	在产
	梁北煤矿改扩建	贫瘦煤	100%	240	240	在改扩建
	泉店煤矿	贫瘦煤	82%	210	172	在产
郑州矿区	大磨岭煤矿	贫瘦煤	70%	60	42	在建
	和成煤矿	无烟煤	70%	45	32	在建
在产产能合计				645	607	
在建产能合计				255	224	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 募投项目梁北矿扩产，有望带来盈利增量

梁北矿建成后所生产的原煤为瘦焦煤，属于稀缺煤种，具有高发热量、低灰、低硫、低磷等特点，主要用于高炉和其它煤种的配煤。该煤种经济价值高，市场需求旺盛，项目建成达产后有望成为公司煤炭板块新的利润增长点。2018 年 5 月，子公司许昌新龙矿业所属的梁北煤矿改扩建项目获国家能源局核准批复，原设计产能为 90 万吨/年。此次项目总投资 22.27 亿元（不含矿业权费用），设计目标是提升梁北煤矿的生产能力，由 90 万吨/年扩建至 240 万吨/年，并且配套扩建选煤厂。梁北煤矿计划 2020 年 11 月进行联合试运转、并在此期间进行工程质量认证、安全设施验收等单项验收，预计 2021 年 8 月完成项目竣工验收。**2021 年、2022 年、2023 年的矿井年产量预计可分别达到 150 万吨、180 万吨、240 万吨。**

根据《梁北煤矿改扩建可行性研究报告》，按照综合煤价 538.29 元/吨进行测算，预计项目达产后每年可实现 8.07 亿元的营业收入，生产期内每年净利润可达到 2.15 亿元，项目投资税后财务内部收益率为 12.74%，项目投资税后投资回收期为 10.39 年。而目前梁北煤的煤价能达到 800 元每吨以上，远高于梁北煤矿改扩建可行性研究报告中的煤炭估价，梁北煤矿正式投入运营后，未来或带来远高于报告中预测的实际收益。

2.4 落后产能出清叠加优质产能释放，产销量或强劲增长

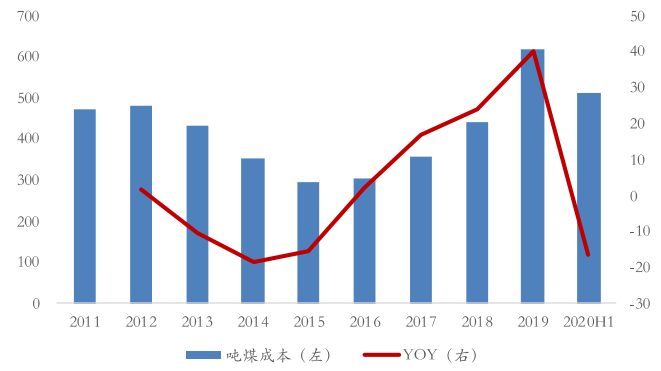
落后产能出清叠加梁北煤矿优质产能释放，煤炭产销量以及产销完成率逐年修复。近几年，由于大规模的落后产能退出，公司煤炭的产销量出现了一定程度的下滑。2017-2019 年煤炭生产量分别为 626.36 万吨、563.93 万吨、551.69 万吨，分别同比下滑 14.27%、9.96%、9.08%。但随着落后产能出清逐渐接近尾声，降幅逐年收窄。同时，2020 年上半煤炭生产量为 281.69 万吨，同比增 1.85%，出现煤炭生产逐渐恢复的迹象。随着落后产能退出结束叠加新增产能的投产，公司的生产经营情况趋于稳定，产销情况逐步改善；生产完成率和销售完成率在近几年有所增加，体现公司煤炭业务组织生产和销售能力也在逐年增强。

图表 10 神火股份煤炭产销情况（万吨）

煤炭	单位	2016	2017	2018	2019	2020H1
生产量	万吨	730.63	626.36	563.93	551.06	281.69
其中：永城矿区	万吨	420.91	300.61	245.53	301.42	155.75
其中：许昌、郑州矿区	万吨	309.72	325.75	318.4	249.64	125.94
生产完成率	%	89.32	78.69	81.02	92.62	47.18
销售量	万吨	725.06	642.93	548.31	568.81	282.6
其中：永城矿区	万吨	407.38	319.77	240.71	311.25	157.35
其中：许昌、郑州矿区	万吨	317.68	323.16	307.6	257.56	125.25
销售完成率	%	88.64	80.77	78.78	95.60	47.34

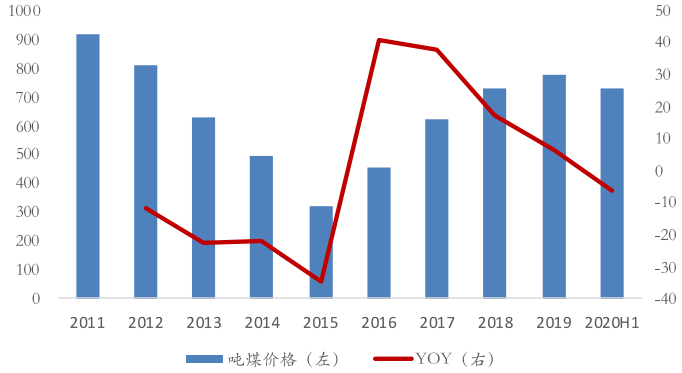
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 神火股份吨煤成本（元/吨，%）



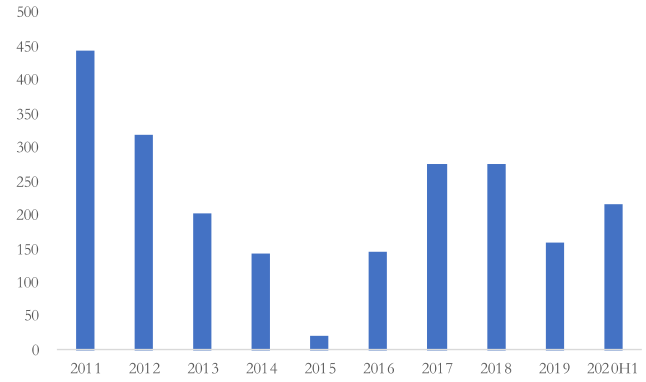
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12 神火股份吨煤价格（元/吨，%）



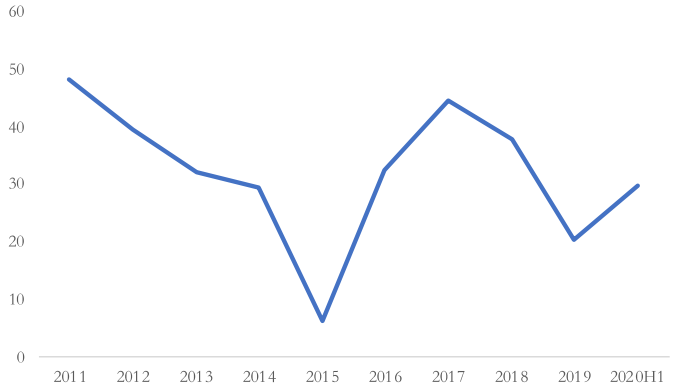
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 神火股份吨煤毛利（元/吨）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 14 神火股份煤炭毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 电解铝板块：超前布局铝业务，即将迎来收获期

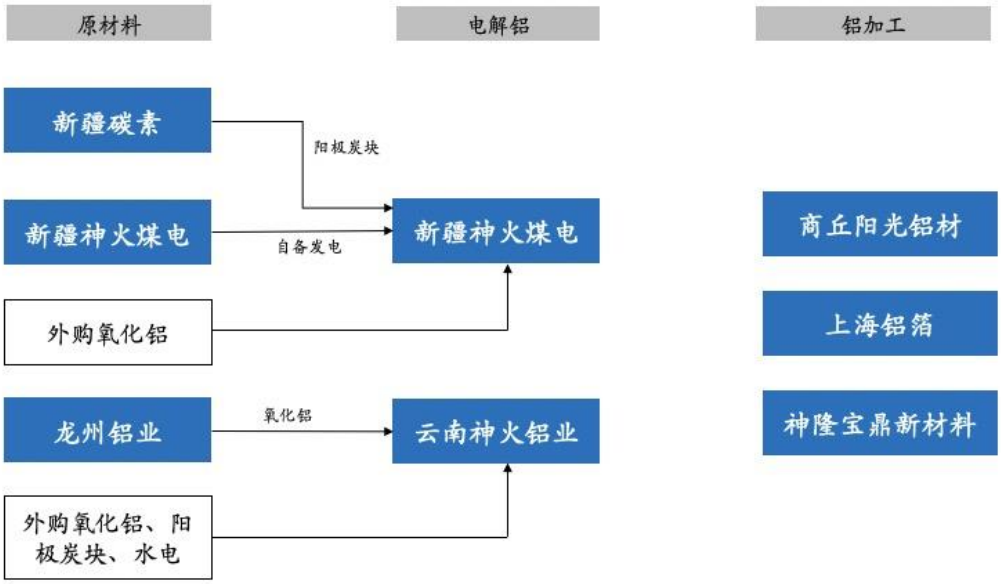
公司铝业务的主要产品为电解铝及电解铝深加工产品。其中，电解铝产品为铝锭，主要运用于建筑、电力、交通运输等行业；电解铝深加工产品主要包括铸轧卷、冷轧卷和铝箔，主要运用于建材、包装、家电和印刷等行业。公司铝锭产品质量优良，纯度达 99.7%以上，2003 年公司“如固”牌铝锭在伦敦金属交易所(LME)注册成功，优良的产品质量保证了公司的市场竞争力。

3.1 铝业务布局超前，后续增长动力强劲

神火股份早在 2006 年就开始考虑布局铝产业链，通过兼并重组沁澳铝业并收购其 14 万吨产能起正式进军电解铝行业，在 2007 年增资入股河南神火铝业，正式开启“煤-电-铝一体化经营战略”。为打造完整的上游原材料开采-中游电解铝冶炼-下游铝加工的全产业链，增强公司的核心竞争力和抵御市场风险的能力，公司从 2007 年开始收购和设立多家铝公司。**原材料方面**，公司先后收购汇源铝业、神火新材料和龙州铝业等布局氧化铝和氢氧化铝的生产；**电解铝生产方面**，公司近几年通过收购新疆神火煤电

和云南神火铝业，扩大电解铝产能规模；**下游铝材加工方面**，公司设立商丘阳光铝材主要生产冷轧卷和铸轧卷以及上海铝箔生产双零铝箔等铝加工产品。

图表 15 云南神火铝业务布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

作为电解铝行业的骨干企业，云南神火的电解铝产能位居全国第 6 位，产能指标达到 170 万吨，运行产能达到 125 万吨，仅次于中铝、中国宏桥、国电投、信发以及东方希望。公司现有产能 125 万吨中，新疆神火的电解铝产能达到 80 万吨，云南神火的电解铝产能达到 45 万吨，另云南神火还有 45 万 吨产能将在明年年初建成投产。此外，公司目前装机装机容量 2000MW，阳极炭块产能达到 46 万吨，铝箔产能达到 2.5 万吨，另有神隆宝鼎年产 10.5 万吨的铝箔项目在建。

图表 16 云南神火铝业务相关产能情况

产品	经营企业	地区	持股比例	核定产能（万吨）	权益产能（万吨）	备注
氧化铝	有色汇源铝业	河南鲁山	75%	48	36	停产，实施破产重组，原有两条生产线，分别拥有产能48万吨，32万吨
氢氧化铝	神火新材料	河南汝州	100%	10	10	停产，破产清算
阳极炭块	本部	河南永城	100%	6	6	在产
	新疆炭素	新疆昌吉	100%	40	40	在产
电解铝	本部	河南永城	100%	52	52	停产，产能转移至云南神火
	沁澳铝业	河南沁阳	70%	14	10	停产，产能转移至云南神火
	新疆煤电	新疆昌吉	100%	80	80	在产
	云南神火	云南文山	43.4%	90	39.06	在建，一期 45 万吨已于 2020 年 8 月投产， 二期 45 万吨预计于 2021 年 3 月投产
铝材	商丘阳光铝材	河南商丘	60%	10	6	在产，5 万吨铸轧卷、5 万吨冷轧卷
铝箔	上海铝箔	上海	75%	2.5	1.9	在产
	神隆宝鼎	河南商丘	56.9%	10.5	6	在建

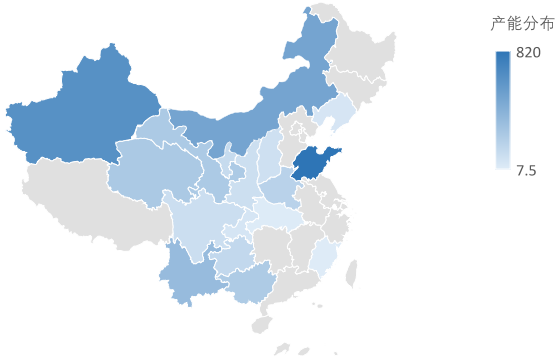
资料来源：公司公告，华安证券研究所

神火股份在云南地区和新疆地区布局的电解铝的生产成本具有明显优势。据数据测算，新疆神火、云南神火电解铝完全成本均在行业平均水平以下，其中新疆神火的完全成本大约为 10119 元/吨，云南神火的完全成本大约为 10054 元/吨。我们认为主要是受益于公司区位优势、合规产能上规模以及显著的电力成本优势等方面。

3.2 优势一：区位优势增强盈利韧性

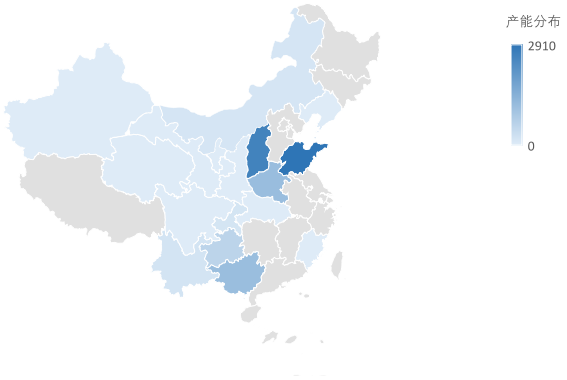
公司的电解铝业务布局主要集中在最具竞争优势的云南和新疆地区。在供给侧改革背景之下，我国电解铝行业的合规产能触及天花板，区域产能难以实现大幅度扩张。在电力成本和原材料成本的驱动下，各个电解铝企业逐渐进行产业转移，以获取更大的竞争优势和行业利润。目前国内最具有竞争优势的省份分别为云南、新疆、山东和内蒙古。

图表 17 国内电解铝产能分布情况（万吨）



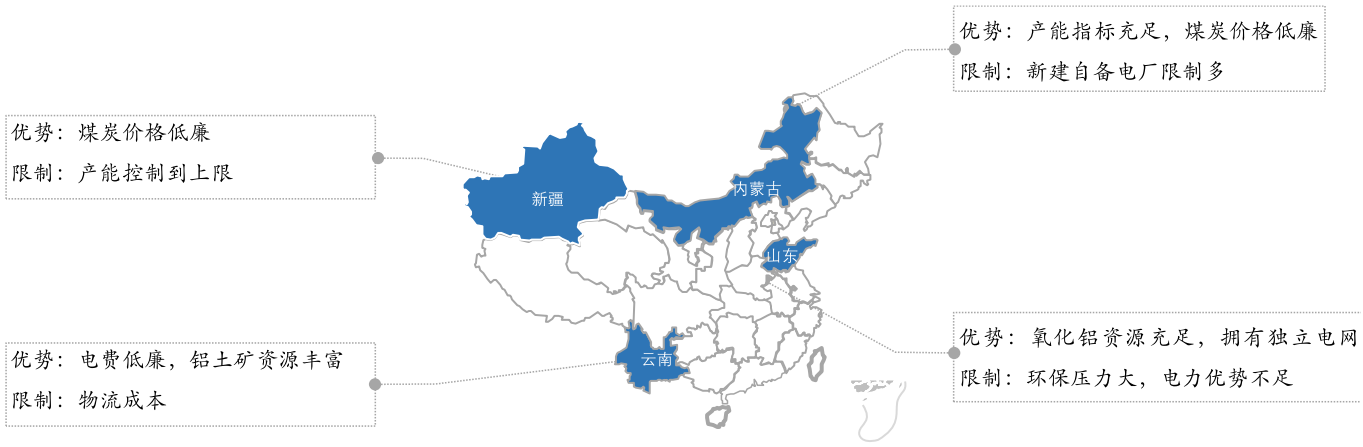
资料来源：百川数据，华安证券研究所

图表 18 国内氧化铝产能分布情况（万吨）



资料来源：百川数据，华安证券研究所

图表 19 最具有竞争优势的省份



资料来源：华安证券研究所整理

新疆神火：

① **临近原材料生产地。**新疆神火位于准东煤田腹地。准东煤田是全国

最大的整装煤田，资源预测储量达 3900 亿吨，目前累计探明煤炭资源储量为 2136 亿吨，丰富的煤炭资源储量为新疆神火提供了稳定的原材料来源。此外，新疆神火建设有连接煤炭原料产地和电厂的输煤皮带走廊,廊道运输的距离仅 20 公里左右，不仅能够大幅降低运输成本，而且能够有效降低环保压力。

云南神火：

①临近氧化铝生产地。云南神火位于文山州富宁县，临近原材料氧化铝生产地。广西铝土矿资源丰富储量大，氧化铝企业主要分布在百色、崇左、南宁等地区。依托丰富的铝土矿资源，四大氧化铝生产基地，如中铝广西、广西华、广西信发和田东锦鑫，分别围绕百色市的平果、靖西、德保、田东等地区建成。截止目前，目前，广西的氧化铝产能达到了 1120 万吨，仅次于山东、山西、河南三省。云南神火毗邻广西靖西、德保等氧化铝主产地，其中距离广西靖西仅 120 余公里，距离德保仅 150 公里，不仅为原材料采购提供了便利，也大大降低了运输费用。

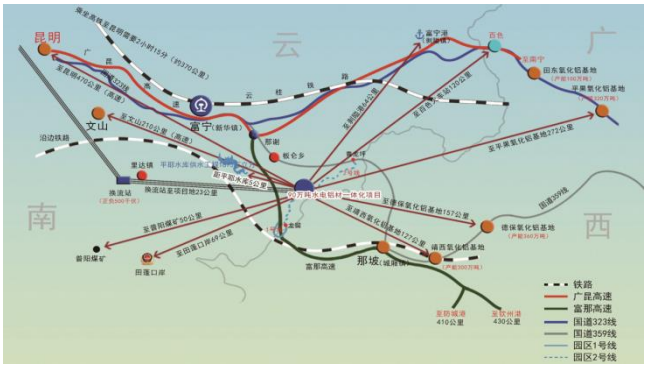
②紧邻铝材消费市场。此外，云南神火一方面紧邻沿海经济发达的铝材消费市场，且交通较为便利，能够降低产品运输费用。另一方面公司面向东南亚和南亚等铝产品主要消费国，借助地域优势，公司有望在未来进一步开拓海外这些潜在消费。

图表 20 新疆神火位于准东煤矿腹地



资料来源：华安证券研究所整理

图表 21 云南神火地域优势



资料来源：华安证券研究所整理

3.3 优势二：电力成本优势显著

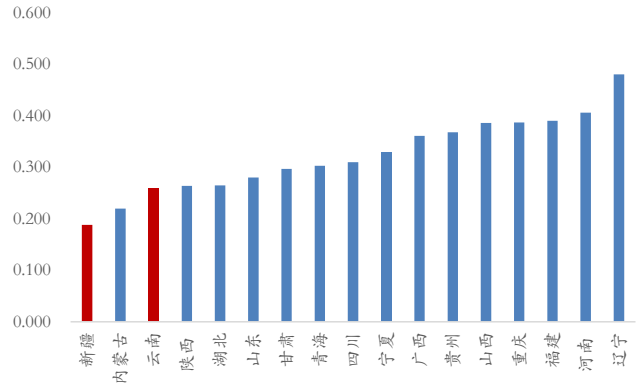
低廉电力价格，凸显成本优势。电力是电解铝重要的成本构成之一，占电解铝生产成本的 40%左右，所以电力价格很大程度影响了电解铝业务的盈利空间。公司电解铝业务布局所在地的电力成本远低于其他区域：

① **新疆神火**电力成本优势突出主要受益于所在地综合用煤成本较低，通过低钠煤和高钠煤配比后的综合用煤在 100 元/吨左右，加上过网费 0.028 元/度和政府性基金 0.0241 元/度，2019 年的自备电综合成本约为 0.19 元/千瓦时。

② **云南神火**电力成本优势则主要受益于**云南省充沛的水电资源**。云南省水电资源丰富，现有电力总装机能力大约接近九千万千瓦，其中 93%的电力为水电，而且还有两个单体千万装机的水电机组计划投运，生产所需的电力资源因而具有充足的资源保障。此外，在政策方面，云南省发改委和云南电网公司、相关发电企业协定，确保为公司本次投资的云南绿色水电铝一体化项目**提供优惠电价**。在每期项目建设期间及投产后 5 年内的实际用电含税电价不高于 0.25 元/千瓦时(上网

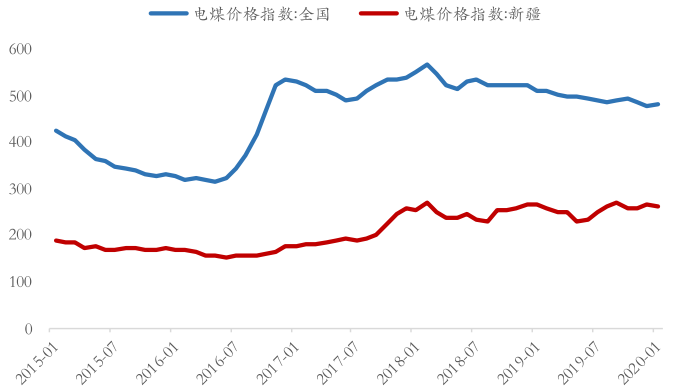
电价 0.13 元/千瓦时和过网费 0.12 元/千瓦时），并且投产后的 6-10 年内，每年的电价按照去年的电价为基数依次递增 0.012 元/千瓦时，直至第 10 年到 0.3 元/千瓦时封顶。此外，铝加工项目用电电价(含上网电价和过网费)不超过 0.20 元/千瓦时。整体来看，充沛的水电资源叠加较强力度的用电优惠政策支持，云南神火电力成本优势明显。

图表 22 各省电解铝企业用电价格（元/千瓦时）



资料来源：SMM，华安证券研究所

图表 23 电煤价格指数（元/吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

3.4 优势三：合规产能保障公司经营稳定性

通过产能指标置换、转让及停产等方式，公司基本出清落后电解铝产能。目前，公司在新疆及云南分别拥有合规产能 80 万吨（建成 80 万吨）及 90 万吨（建成 60 万吨），最大程度保障公司经营的稳定性。

图表 24 新疆地区合规产能分布情况（万吨）

新疆		
公司名称	建成产能（万吨）	合规产能（万吨）
新疆信发	190	190
新疆天山铝业	140	140
新疆神火	**80**	**80**
新疆东方希望	160	80
新疆起亚	135	80
新疆嘉润	60	45
新疆天龙	25	25
新疆众和	18	18
合计	**808**	**658**

资料来源：百川数据，华安证券研究所

图表 25 云南地区合规产能分布情况（万吨）

云南			
公司名称	子公司名称	建成产能（万吨）	合规产能（万吨）
云铝股份	云铝阳宗海	20	30
	云铝泽鑫	30	30
	云铝浦鑫	38	38
	云铝溢鑫	45	45
	云铝涌鑫	30	32
	云铝海鑫	45	70
	云铝润鑫	25	25
	云铝文山	50	50
	小计	**283**	**320**
神火股份	**云南神火**	**60**	**90**
中国宏桥	云南宏泰	30	203
四川其亚	云南其亚		35
合计		**373**	**648**

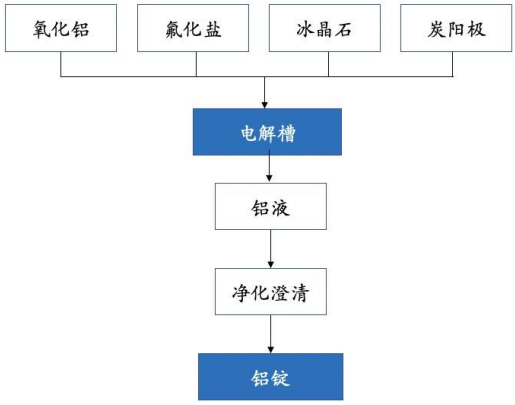
资料来源：百川数据，华安证券研究所

3.5 整合优质铝矿资源，有效控制电解铝生产成本

公司的电解铝工业选用冰晶石-氧化铝融盐电解法，将氧化铝作为溶质，冰晶石作为溶剂，以碳素体作为阳极，铝液作为阴极，通入强大的直流电后在电解槽内

进行生产。电解铝的生产过程所需要的原材料主要包括氧化铝、阳极炭块、冰晶石、氟化铝等，其中氧化铝和阳极炭块是所需占比最大的原材料。生产单吨电解铝大概需要 1.92 吨氧化铝、0.5 吨阳极炭块，0.025 吨氟化铝和 0.01 吨冰晶石。

图表 26 电解铝生产工艺的主要流程

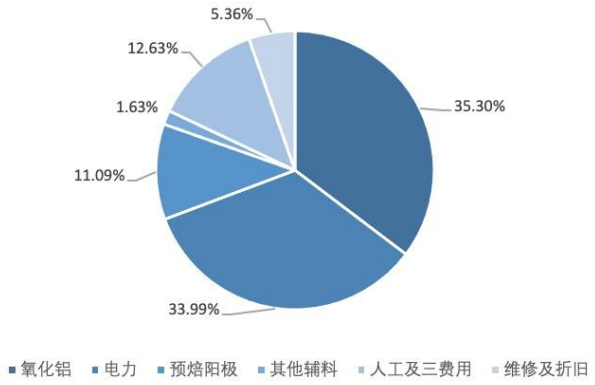


资料来源：公司公告，华安证券研究所

阳极炭块基本自给，氧化铝仍依赖外部购买。**在阳极炭块方面**，公司能基本实现内部供给。公司在新疆地区的电解铝在产产能 80 万吨，按照一吨电解铝需要 0.5 吨阳极炭块进行估算，电解铝的生产过程需要约 40 万吨的阳极炭块。而公司旗下的全资子公司新疆炭素主要生产阳极炭块，每年产能可达到 40 万吨，基本实现平衡。但是氧化铝方面，新疆及云南地区的铝土矿相对匮乏，尤其新疆地区，铝土矿资源的对外依存度接近 100%，因而导致电解铝的生产成本较大程度受到上游产品价格的牵制。

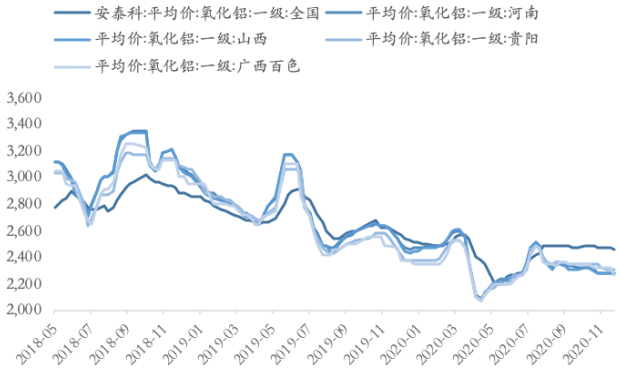
整合优质铝土矿资源，控制电解铝生产成本。为有效获取稳定的低成本氧化铝，补齐上游原材料短板，今年公司参股广西龙州新翔生态铝业 36%的股权并成为其第一大股东。龙州铝业的厂址位于广西壮族自治区崇左市龙州县龙北农场，设计氧化铝年产能为 100 万吨，并副产 30 万吨的铁精矿，目前该项目处于建设状态，有望于 2020 年 12 月投产。正式投产后，氧化铝单位完全成本为 1796 元/吨，每年能实现营业收入 22.57 亿元，净利润每年可实现 3.36 亿元，全部投资财务内部收益率(税后)为 14.4%。虽然 100 万吨氧化铝产能目前不能完全满足公司在云南地区的电解铝生产业务，但此次参股有助于公司完善上游原材料的布局，把握优质铝土矿资源，一定程度上控制电解铝生产成本。

图表 27 全国电解铝完全成本构成



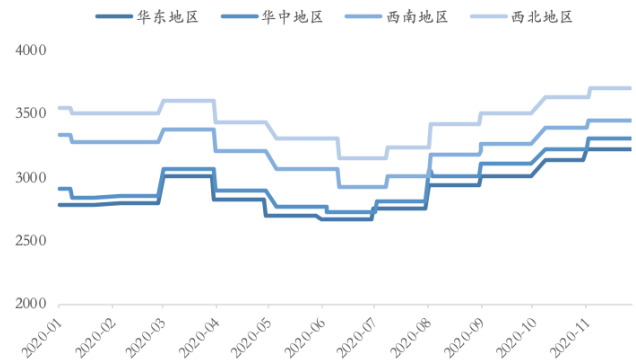
资料来源：SMM，华安证券研究所

图表 28 国内部分地区的氧化铝价格（元/吨）



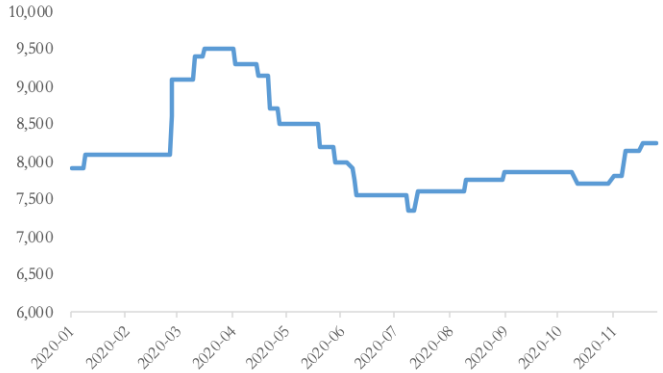
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 29 辅料预焙阳极市场价格（元/吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 30 辅料氟化铝价格（元/吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 31 云南神火及新疆神火电解铝利润与成本估算

	云南			新疆		
	单价	吨铝消耗	单位成本	单价	吨铝消耗	单位成本
氧化铝	2008	1.92	3855	2038	1.92	3913
阳极炭块	2942	0.47	1383	2554	0.45	1149
氟化铝	6611	0.02	132	6697	0.02	134
电解铝新水消耗	1.77	0.4	0.71	1.33	0.4	0.53
电力	0.22	13563	2984	0.17	13713	2331
人力成本			463			366
运输费用			106			793
财务费用			367			604
其他成本			586			353
完全生产成本			**9877**			**9644**
吨铝平均运输 成本			177			475
9月总成本			**10054**			**10119**
9月长江均价			14617			14617
9月长江均价（不含税）			12935			12935
吨铝利润（税前）			**2881**			**2816**

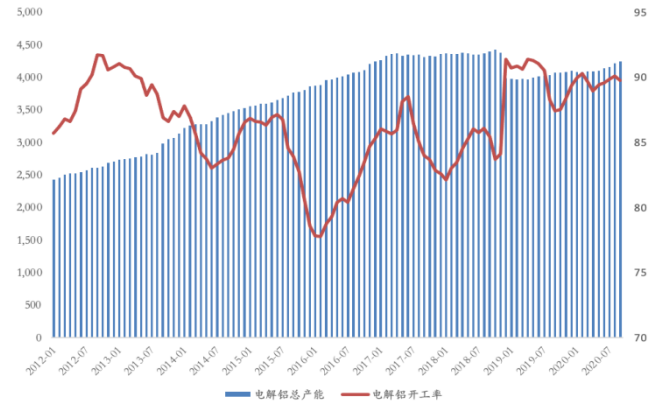
资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 电解铝行业迈入高利润时代

4.1 供给侧改革优化电解铝行业格局

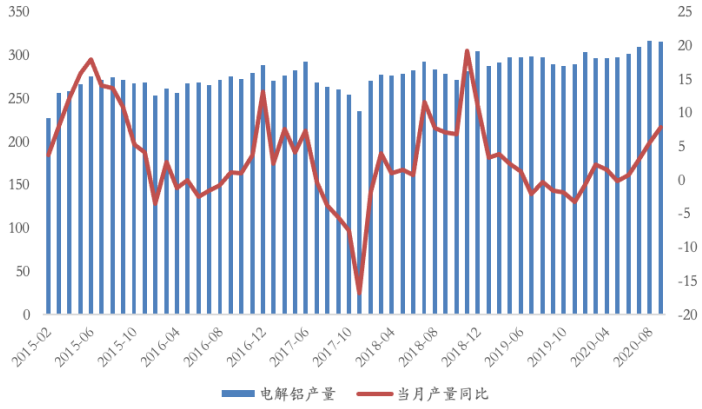
电解铝行业一直深受产能过剩问题的困扰，一方面，其过量产能导致行业发展形势恶化，另一方面，高耗能、高污染的生产模式使得资源环境问题日益突出。特别是2010年以来，我国电解铝产能以每年400万吨的速度疯狂扩张，造成严重的产能过剩。叠加国内经济下行压力增加，铝价承压下行，产能利用率不断走低。2017年是实施“十三五”规划的重要一年，也是供给侧结构性改革步入深化之年。四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规专项行动工作方案的通知》，分四个阶段开始为期六个月的专项行动。电解铝行业无序扩张的势头由此得到有效遏制。全行业电解铝产能天花板已基本形成，全国电解铝产能指标4500万吨中，有效产能约为4150万吨，运行产能3877万吨，产能利用率将近93.4%，未来产量提升空间有限。

图表32 中国电解铝总产能及开工率（万吨，%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表33 中国电解铝产量及增速（万吨，%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 34 2020 年中国电解铝拟投产、在建产能汇总（万吨）

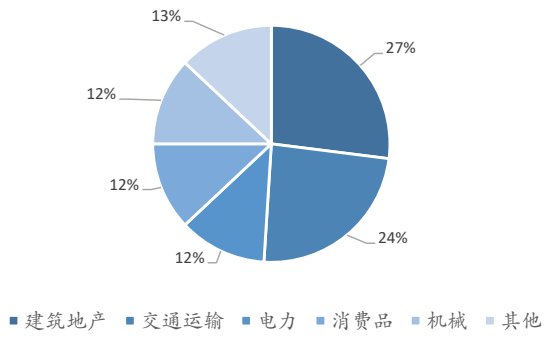
省份	企业	新产能	新产能已投产	待开工产能	始投产时间	年内另在建且具备投产能力产能	预期年内还可投产	预期年度最终实现累计	备注
云南	鹤庆溢鑫铝业	22.5	20.5	2	2020年4月	0	0	20.5	二系列4工段4月23日开始通电投产
云南	云南神火铝业	53	45	8	2020年2月	0	9	53	一期45万吨产能2月17日开始通电投产，9月完成一期投产，预计12月10日开始二期一、二段投产，2021年2月完成投产。三期待定
云南	云南文山铝业	50	50	0	2020年5月	0	0	50	2020年5月末开始投产，9月10日完成投产
云南	云铝海鑫铝业	35	8	27	2020年9月	0	0	8	2020年9月8日开始通电
云南	云南宏泰新型材料	35	13	22	2020年9月	0	0	13	2020年9月初开始部分投产
云南	云南其亚金属	13	2	11	2020年11月	0	11	13	11月18日开始通电投产
四川	广元中孚高精铝材	32.5	32.5	0	2020年5月	0	0	32.5	6月末一期投产完毕，二期7月中旬开始投产，11月初完成投产
山西	中铝华润	25	15.5	9.5	2020年7月	0	9.5	25	二系列25万吨中的12.5万吨7月末开始投产，11月24日二系列二段开始通电
内蒙古	古创源金属	35	17	18	2020年8月	0	18	35	8月中旬开始投产，预计12月末完成投产
	总计	301	203.5	97.5		0	46.5	250	

资料来源：百川资讯，华安证券研究所（数据截止至 2020.12..03）

4.2 需求端：汽车轻量化及光伏或为用铝新亮点

国内电解铝的下游消费需求中，建筑地产、交通运输和电力等占据着主要地位。据百川数据，截止 2020 年 11 月，建筑地产领域电解铝消费量达到 844 万吨，消费比例为 27%，其次为交通运输领域以及电力领域，消费量分别为 751 万吨及 375 万吨，消费占比 24%、12%。

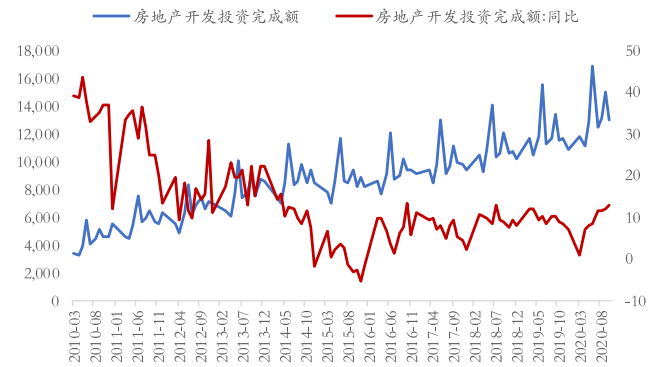
图表 35 国内电解铝下游消费结构



资料来源：华安证券研究所整理

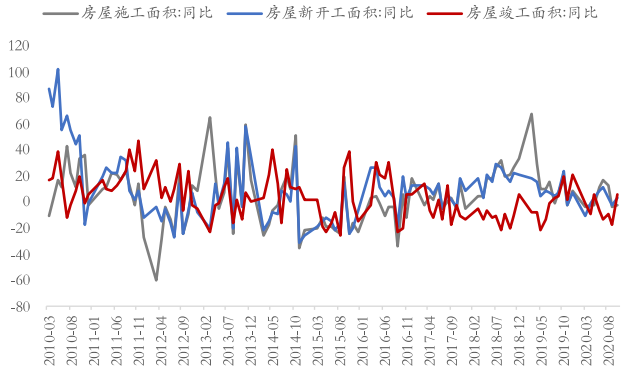
地产后周期拉动铝消费。铝在房地产这块的消费主要集中于房屋竣工期，常被应用在铝合金门窗、铝装饰板和铝灯饰等。房屋竣工面积可以较好的作为预期铝消费的现行指标。同一批房地产的新开工和竣工时间相差 3 年左右，2016 年-2018 年是房地产施工和新开工的高峰期，20 年及 21 年或为竣工大年。根据统计局数据，2020 年 10 月，房屋竣工面积的同比增速转正为 5.88%，铝在建筑领域的消费回暖。2021 年房地产领域有望进入竣工的高峰期，将进一步拉动铝消费增长。

图表 36 房地产开发投资完成额及同比（亿元，%）



资料来源：wind，华安证券研究所

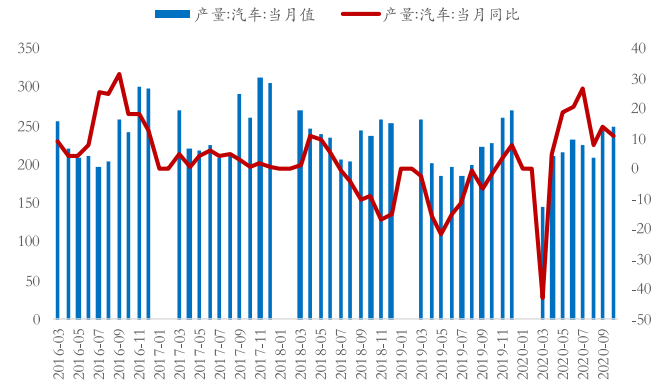
图表 37 房屋竣工面积增速转正（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

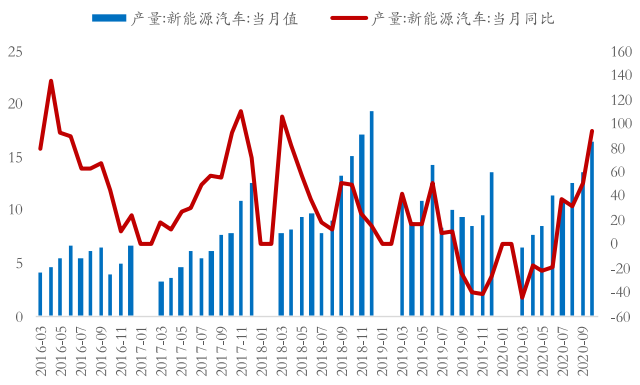
电动汽车轻量化将成为铝消费的新增长点。在节能减排以及新能源汽车迈入成长期的大背景下，汽车轻量化已经成为行业发展的必然趋势。铝不仅质量轻，还具有良好的再生性、抗腐蚀性、强吸振性等优点，在轻量化领域被广泛应用，汽车单车用铝量也将稳步增长。2019 年国内单车用铝量仅为 120-140 千克，与欧美国家的 190 千克仍存在较大的差距。根据国际铝协预测，2030 年全球单车用铝量将超过 280 千克，所以为实现汽车轻量化的目标及用铝使用量的增加，汽车的用铝总消费量将稳步增长。另外，新能源汽车的快速发展也将推动铝行业的需求增长。今年 1-10 月，新能源汽车产量为 93.7 万辆，受疫情影响整体同比略有下降；10 月新能源汽车产量 16.5.万辆，同比增加了 94.1%。目前新能源汽车消费基数相对较低，但未来具有较大的发展潜力，汽车用铝需求存在较大的提升空间。

图表 38 汽车产量及同比增速（万辆，%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 39 新能源汽车产量及同比增速（万辆，%）

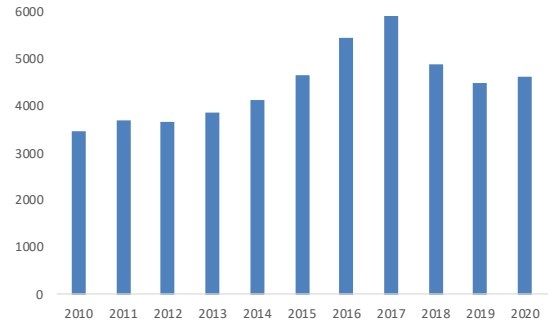


资料来源：wind，华安证券研究所

国家电网投资超预期拉动铝需求。2020 年 3 月，国家电网公司将固定资产投资增至 4600 亿元，比去年实际投资额同比增加 2.8%，以保障 5G 基站、大数据中心等新基建领域的电力供应。根据国家电网规划，目前国内共有 8 条待核准、7 条在建的特高压项目、以及 2 条柔性直流输电项目，规划项目投资金额在 1600 亿元左右，有望拉动铝消费增长。

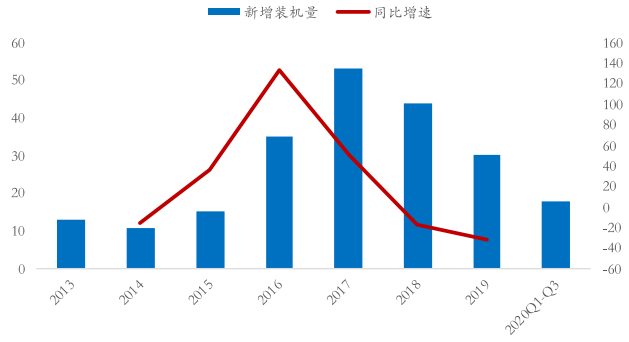
光伏产业发展有望带动铝需求扩张。铝合金支架材料凭借其安全性和高耐久性在我国的光伏发电系统中有着广泛的运用。近几年我国光伏行业发展迅速，铝合金型材用量也随之增长。基于国家能源局“十四五”国家可再生能源规划中提出的 2030 年非化石能源消费占比 20%的战略目标，国内光伏装机量的有望大幅度扩张，预计未来每年光伏新增装机有望达到 55GW-60GW。另外根据国际可再生能源署的数据，建设装机一兆瓦光伏电站需要用铝 19 吨，那预计未来光伏领域每年新增用铝量达到 100 多万吨，具有较大的用铝空间。2020 年前 3 季度，我国光伏发电新增装机达到 17.71GW。在十四五规划推动下，光伏产业规模将持续增长，这也将进一步带动铝合金框架需求的扩张。

图表 40 国家电网年度实际投资额（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 41 国内光伏新增装机量（GW，%）



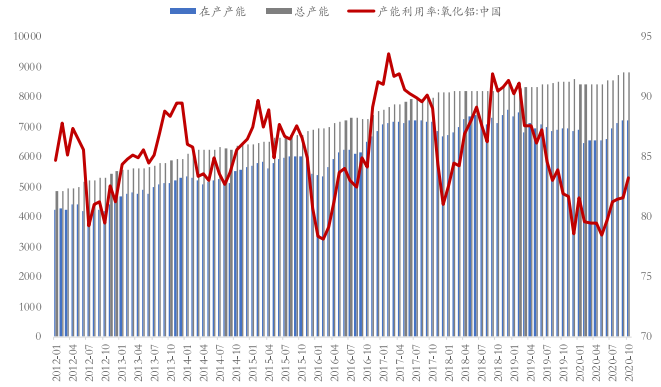
资料来源：wind，华安证券研究所

4.3 成本端：氧化铝产能持续释放，抑制价格上行

氧化铝产能过剩格局短期难以改变。据百川资讯统计，2020 年 11 月的中国氧化铝总产能达到 8784 万吨，运行产能为 7040 万吨，开工率为 81.08%。目前国内电解铝消费领域对氧化铝对需求量维持在 6000 多万吨，非冶金铝领域对氧化铝的需求量为 300 多万吨，国内氧化铝处于过剩状态。国内电解铝产能规模的天花板为 4500 万吨，按照生产 1 吨电解铝需要 1.92 吨氧化铝进行测算，未来氧化铝的需求大约在 9000 万吨左右，而目前的氧化铝建成产能已经能够在一定程度上满足电解铝领域的最高需求水平。并且明年氧化铝 530 万吨左右的新增产能进行投产，氧化铝产能过剩的格局将长期维持。

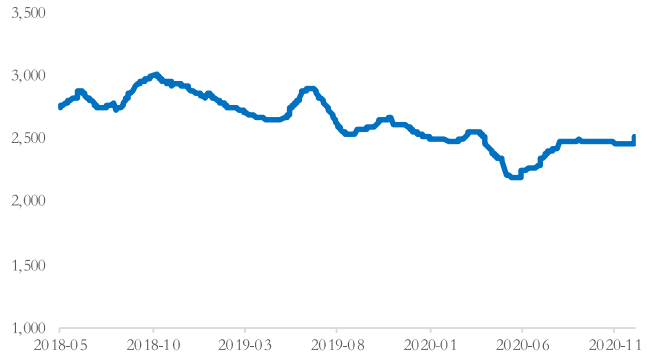
氧化铝价格上行空间有限，保障电解铝利润空间。氧化铝产能过剩状态的长期持续，一定程度上抑制氧化铝价格的上涨。截止 2020 年 12 月初，氧化铝平均价格为 2285 元每吨左右，周同比上涨 0.17%，年同比下降 8.02%。从电解铝价格的持续上升并没有带动氧化铝进一步上涨来看，随着明年氧化铝新增产能的进一步释放，氧化铝持续过剩，原材料成本价格收到抑制，保障电解铝最低利润红线。

图表 42 国内氧化铝产能情况（万吨，%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 43 国内氧化铝平均价格（元/吨）



资料来源：安泰科，华安证券研究所

图表 44 2021 年中国氧化铝拟投产、在建产能汇总（万吨）

公司	地区	省份	城市	原有产能	新建产能	开始投产时间	2019年投产	2020年投产	2021年投产	2022年及之后	当前进度
博赛南川氧化铝	西南	重庆	重庆	0	80	2019年3月	80	0	0	0	复产，4月出料，5月稳定出料
魏桥2	华东	山东	滨州	1600	200	2019年	100	100	0	0	2019年6月投产100万吨，2020年8月沾化二期100万吨投产、出产品
靖西天桂	华南	广西	百色	0	80	2019年	80	0	0	0	投产结束
中电投金元	西南	贵州	遵义	0	100	2020年5月	0	100	0	0	5月底投料，7月稳定出产品
中铝防城港	华南	广西	防城港	0	200	2020年8月	0	200	0	0	8月初已投产，9月出料
靖西天桂2	华南	广西	百色	80	90	2021年	0	0	90	0	2021年
广铝	西南	贵州	贵阳	60	30	2021年	0	0	30	0	2021年Q1
中铝防城港2	华南	广西	防城港	0	200	2021年	0	0	200	0	2021年
锦江龙州项目	华南	广西	崇左	0	100	2021年	0	0	100	0	7月在三通一平，再建，预计2021年投产
博塞万州项目	西南	重庆	重庆	0	220	2021年	0	0	110	110	在建，一期2021年投产，二期2022年
其亚铝业	西南	贵州	黔东南州	0	60	2022年或之后	0	0	0	60	2019年12月17日政府和其亚签订项目协议
锦国投	东北	内蒙古	赤峰	0	650	2022年或之后	0	0	0	260	在建
河北文丰新材料	华北	河北	曹妃甸	0	300	2022年或之后	0	0	0	300	在建
东方希望遵义	西南	贵州	遵义	0	320	待定	0	0	0	320	2019年2月签约
国电投北海	华南	广西	北海	0	400	待定	0	0	0	400	2020年8月签订框架协议
2019年新增							**260**				
2020年新增								**300**			
2021年新增									**530**		
2022年新增										**1450**	

资料来源：百川资讯，华安证券研究所（数据截止至 2020.12.10）

风险提示：

1） 云南水电铝项目进展不及预期；
2） 煤炭和铝价格下跌超预期；
3） 云南水电配套建设不及预期；
4） 优惠政策变动。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	15816	9260	12494	13077
现金	10304	2000	2200	2400
应收账款	963	601	1109	1231
其他应收款	159	830	1320	1256
预付账款	629	528	880	950
存货	2130	3253	4837	5079
其他流动资产	1632	2048	2148	2160
非流动资产	33578	37046	37874	39108
长期投资	3390	3390	3390	3390
固定资产	16328	18381	18739	19384
无形资产	4885	5502	5615	5747
其他非流动资	8976	9773	10130	10587
资产总计	49394	46306	50368	52185
流动负债	36293	32398	34737	34555
短期借款	18548	14703	8358	6581
应付账款	2581	2298	3725	4035
其他流动负债	15164	15397	22655	23938
非流动负债	4264	4264	4264	4264
长期借款	2191	2191	2191	2191
其他非流动负	2073	2073	2073	2073
负债合计	40558	36662	39001	38819
少数股东权益	1054	1054	1054	1054
股本	1901	1901	1901	1901
资本公积	2449	2449	2449	2449
留存收益	3432	4240	5964	7962
归属母公司股东	7782	8589	10313	12311
负债和股东权	49394	46306	50368	52185

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	131	1183	7990	3702
净利润	1345	807	1724	1998
折旧摊销	1532	1537	569	658
财务费用	1711	543	390	268
投资损失	-579	-404	-737	-804
营运资金变动	-1683	-1798	5650	1212
其他经营现金	832	3104	-3532	1157
投资活动现金	3372	-5099	-1055	-1457
资本支出	3076	-5504	-1792	-2262
长期投资	260	0	0	0
其他投资现金	36	404	737	804
筹资活动现金	-3418	-4387	-6735	-2044
短期借款	1424	-3845	-6346	-1776
长期借款	510	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	59	0	0	0
其他筹资现金	-5411	-543	-390	-268
现金净增加额	87	-8304	200	200

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17618	16479	27554	29740
营业成本	15010	13315	21857	23542
营业税金及附加	472	426	723	779
销售费用	505	432	732	797
管理费用	1033	751	1318	1454
财务费用	1614	420	348	222
资产减值损失	-1685	-664	-670	-667
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	579	404	737	804
营业利润	1008	1009	2874	3331
营业外收入	149	0	0	0
营业外支出	95	0	0	0
利润总额	1061	1009	2874	3331
所得税	492	202	1149	1332
净利润	569	807	1724	1998
少数股东损益	-776	0	0	0
归属母公司净利润	1345	807	1724	1998
EBITDA	2076	3036	3405	3730
EPS（元）	0.71	0.42	0.91	1.05

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-9.0%	-6.5%	67.2%	7.9%
营业利润	100.8%	0.1%	184.8%	15.9%
归属于母公司净利	452.2%	-40.0%	113.6%	15.9%
获利能力				
毛利率(%)	14.8%	19.2%	20.7%	20.8%
净利率(%)	0.26%	7.6%	4.9%	6.3%
ROE(%)	17.3%	9.4%	16.7%	16.2%
ROIC(%)	0.9%	4.0%	6.7%	7.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	82.1%	79.2%	77.4%	74.4%
净负债比率(%)	459.0%	380.2%	343.1%	290.4%
流动比率	0.44	0.29	0.36	0.38
速动比率	0.36	0.17	0.20	0.20
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.36	0.55	0.57
应收账款周转率	18.29	27.43	24.84	24.16
应付账款周转率	5.82	5.79	5.87	5.83
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	0.71	0.42	0.91	1.05
每股经营现金流	0.07	0.62	4.20	1.95
每股净资产(最新	4.09	4.52	5.43	6.48
估值比率				
P/E	7.74	17.73	8.30	7.16
P/B	1.34	1.67	1.39	1.16
EV/EBITDA	11.69	10.75	7.66	6.47

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。