

南山铝业 Shandong Nanshan Aluminium (600219 CH)

国内铝加工先锋，高端化转型奏效

Domestic Aluminum Processing Pioneer, High-End Transformation is Effective

观点聚焦 Investment Focus

维持优于大市 Maintain OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb3.62
目标价	Rmb5.55
HTI ESG	5.0-5.0-5.0
MSCI ESG 评级	BB
来源: MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission; no further distribution	
市值	Rmb42.38bn / US\$6.31bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$29.55mn
发行股票数目	11,709mn
自由流通股 (%)	48%
1 年股价最高最低值	Rmb5.07-Rmb2.97
注: 现价 Rmb3.62 为 2023 年 2 月 3 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	10.7%	13.5%	-14.1%
绝对值 (美元)	14.5%	22.9%	-18.7%
相对 MSCI China	1.5%	-30.3%	-2.2%

(Rmb mn)	Dec-21A	Dec-22E	Dec-23E	Dec-24E
营业收入	28,725	33,900	38,110	43,397
(+/-)	29%	18%	12%	14%
净利润	3,411	3,973	4,360	4,750
(+/-)	66%	16%	10%	9%
全面摊薄 EPS (Rmb)	0.29	0.34	0.37	0.41
毛利率	24.6%	25.5%	26.1%	26.4%
净资产收益率	8.0%	8.7%	8.9%	9.0%
市盈率	12	11	10	9

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

- **南山铝业是全球唯一一家在同地区拥有热电、氧化铝、电解铝、熔铸、铝型材/热轧-冷轧-箔轧/锻压、废铝回收(再生利用)的完整铝加工最短距离产业链的公司。**公司终端产品广泛应用于航空、汽车、轨道交通、船舶、能源、石化、集装箱、工业型材、精品民用型材、高端系统门窗、容器罐、食品包装、电池箔、铝深加工等若干领域。目前公司已成为世界最尖端的航空材料供应商俱乐部成员和国内首家乘用车四门两盖铝板生产商。公司规模和产量稳居铝产业企业前列。
- **公司聚焦于汽车板、航空板、动力电池箔等高附加值产品的发展。**高端产品的销量约占公司铝产品总销量的 13%，2022H1 同比 2021H1 增长约 2 个百分点；高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的 21%，2022H1 同比 2021H1 增长约 1 个百分点。未来随着高端产品的产能释放，公司高端产品利润空间将会逐步扩大。
- **公司产能稳定提升。**公司主要产品包括上游产品氧化铝、铝合金锭，下游产品铝板带（汽车板、航空板、罐料）、铝型材、铝箔等。氧化铝方面，公司已拥有氧化铝产能 200 万吨，印尼氧化铝项目均于今年成功投产。电解铝产能 81.6 万吨基本稳定。铝加工方面，公司现有铝型材产能 32 万吨，铝箔产品 9.1 万吨（包装铝箔 7 万吨，动力电池铝箔专用 2.1 万吨），航空板产能 5 万吨，汽车板产能 20 万吨，罐料 60 万吨。
- **南山铝业近年营收及净利润保持稳健增长。**营收方面，公司营业收入 2022H1 同比 2021H1 增加 42.82%。营业收入增量一方面来自公司持续调整产品结构增加高附加值产品的对外销售，另一方面来自铝锭价格的大幅上涨。同时，随着印尼一期和二期共 200 万吨氧化铝项目的达产，氧化铝粉销量也较上年同期增加，贡献了大量营收。
- **盈利预测：**我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.34 元、0.37 元、0.41 元(原预测 0.38、0.46 和 0.51 元/股)。参考可比公司估值水平，给予其 2023 年 15 倍 PE，目标价 5.55 元（原目标价 6.84 元，2022 年 18 倍 PE，-19%）。维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**国家政策影响产品开采，公司产能释放不及预期，黄金产销量低于预期。全球流动性超预期收紧，黄金价格低于预期。

Yijie Wu

lisa.yj.wu@htisec.com

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

一、投资亮点

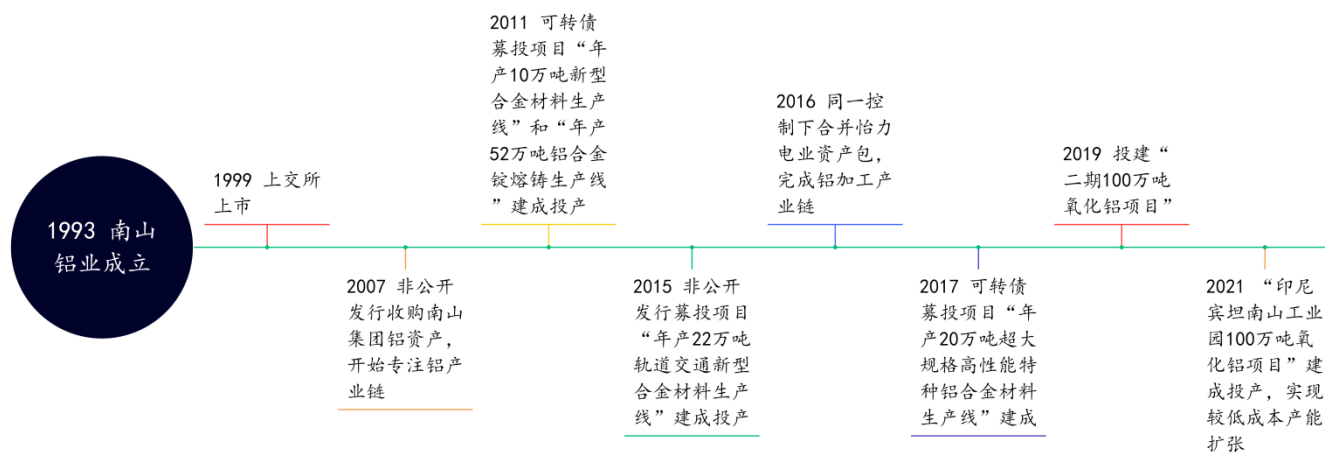
南山铝业是全球唯一一家在同地区拥有热电、氧化铝、电解铝、熔铸、铝型材/热轧-冷轧-箔轧/锻压、废铝回收(再生利用)的完整铝加工最短距离产业链的公司。公司终端产品广泛应用于航空、汽车、轨道交通、船舶、能源、石化、集装箱、工业型材、精品民用型材、高端系统门窗、容器罐、食品包装、电池箔、铝深加工等若干领域。目前公司已成为世界最尖端的航空材料供应商俱乐部成员和国内首家乘用车四门两盖铝板生产商。公司规模和产量稳居铝产业企业前列。

二、发展历程

2.1 主要发展历程

1989年南山集团成立。上世纪90年代初到世纪末，南山集团连续兴建了精纺、热电厂、葡萄酒厂、电解铝、教育、旅游等产业项目，主要产品达几十个门类、上千个品种，使企业迅速走向全国。1993年南山集团创立山东南山铝业股份有限公司（股票代码：600219），并于1999年12月23日成功在上海证券交易所上市。2007年，南山铝业通过非公开发行收购南山集团铝电资产，形成完整的铝产业链。由原有的纺织呢绒业务转型，开展铝业深加工业，实现双主业向单主业的转变。2008年至2015年期间公司多次通过可转债、股票募集资金新建铝业生产线，扩大投产规模。2016年，南山铝业收购怡力电业资产包，公司铝加工产业链得以进一步完善。2017年，年产“20万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目”完全建成投产。2019年公司投建“二期100万吨氧化铝项目”。“印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目”于2021年内建成投产，公司以较低成本实现了氧化铝的产能扩张。

图1 南山铝业主要发展历程



资料来源：海通国际

2.2 创始人与管理团队

1983年，时任前宋村（南山村的前身）第三小队队长宋作文以高出承包基数一倍的数额，承包了黄县玻璃纤维厂等第三小队所有企业，带领全村走“工业兴村”之路。宋作文带领南山集团干部、员工，大力兴办企业，走共同富裕的道路，使一个队办小厂，发展成为以民营股份制经济为主体，集产、供、销、科、工、贸为一体，进入中国企业500强的国家级大型企业集团。成功地实现了由乡村向城市化、由农业向工业化的战略转变，创出了一条“南山经济模式”的发展之路。他本人也荣获“全国优秀企业家”、“全国劳动模范”等多项荣誉，并两次当选人大代表。

南山铝业公司目前法人是吕正风，在他的带领下南山铝业通过实践逐步确立“突出主业、链式运作”的经营理念。吕正风出席2022泛太平洋铝业高峰论坛指出目前国内已建成完整产业链条，形成从上游冶炼到下游深加工的全产业链布局，通过不断地整合、优化、升级产业链，南山铝业形成了完整的价值创造体系。南山铝业是目前国内唯一一家可以批量供货汽车板的上市公司，也是目前国内认证速度最快、认证厂家最多、认证合金最全的企业。

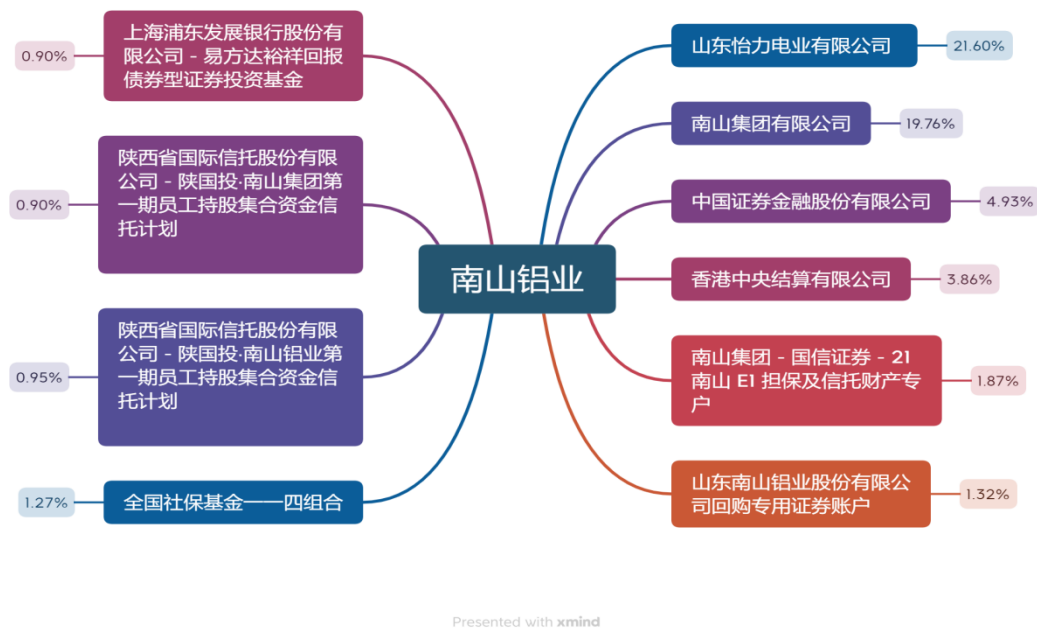
表1 南山铝业核心管理团队

姓名	职位	主要经历
吕正风	董事，总经理，董事长，战略委员会主任，提名委员会委员，战略委员会委员	教授级高级工程师。曾任南山铝业轻合金分厂厂长、技术部长、总工程师，国家铝合金压力加工工程技术研究中心副主任等职务。
韩艳红	财务总监，董事，审计委员会委员，总会计师	先后任职南山集团财务部主任，山东南山铝业股份有限公司财务部主任、财务总监
隋冠男	董事会秘书	2006-2014年任山东南山铝业股份有限公司证券事务处代表，2013年起任董事会秘书
刘春雷	董事，提名委员会委员，常务副总经理	先后担任山东南山铝业股份有限公司总经理助理、证券部部长、副总经理
黄利群	独立董事，审计委员会委员，薪酬与考核委员会委员，提名委员会主任，战略委员会委员	硕士学位，一级律师，有各大事务所从业经历。连续担任三届济南市政协委员，担任山东省第十二届政协委员
马正清	监事	先后担任山东南山铝业股份有限公司副总经理、总经理、监事
刘强	监事，监事会主席	先后担任山东南山铝业股份有限公司副总经理、董事、监事、监事会主席
梁仕念	独立董事，薪酬与考核委员会委员，战略委员会委员，提名委员会委员，审计委员会委员，审计委员会主任	山东财经大学学士，天津财经硕士，正高级会计师，中国律师资格。
邢栋	董事会证券事务代表	本科学历。2014-2020年于南山铝业证券部工作，2020年7月任证券事务代表。

资料来源：wind，海通国际

2.3 股权架构

图2 南山铝业前十名股东持股情况表



资料来源：南山铝业2022年第三季度报告，海通国际

2.4 子公司情况

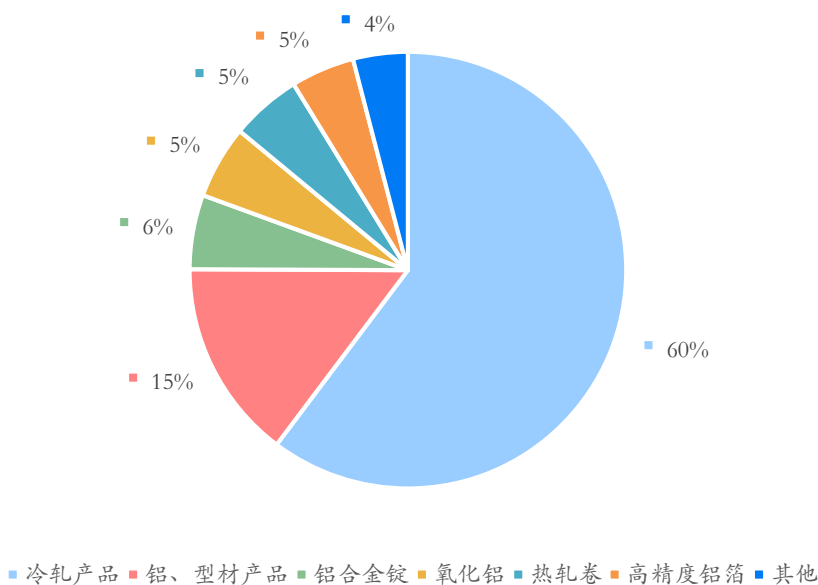
2022 年半年报显示，南山铝业全资子公司有 10 家，控股子公司有 6 家，间接控股子公司有 3 家，联营企业 1 家。子公司业务主要分为氧化铝、电解铝、铝板带箔、铝型材等板块。2023 年 1 月 10 日，南山铝业新设航空锻造公司——山东宏山航空锻造有限责任公司，注册资本 5000 万。目前由南山铝业 100% 控股。中航重机与南山铝业签署《合作框架意向协议》，将在后续收购锻造子公司 80% 股权。

三、经营业务

3.1 南山铝业主营业务构成

南山铝业是一家全产业链的铝深加工企业，公司有着高质量、多层次、高端化的产品系列矩阵。南山铝业主营产品类别有冷轧产品，铝、型材产品，铝合金锭，氧化铝，热轧卷，高精度铝箔等。截止 2021 年，冷轧产品占业务收入的 60.26%；铝、型材产品的占业务收入 14.8%。

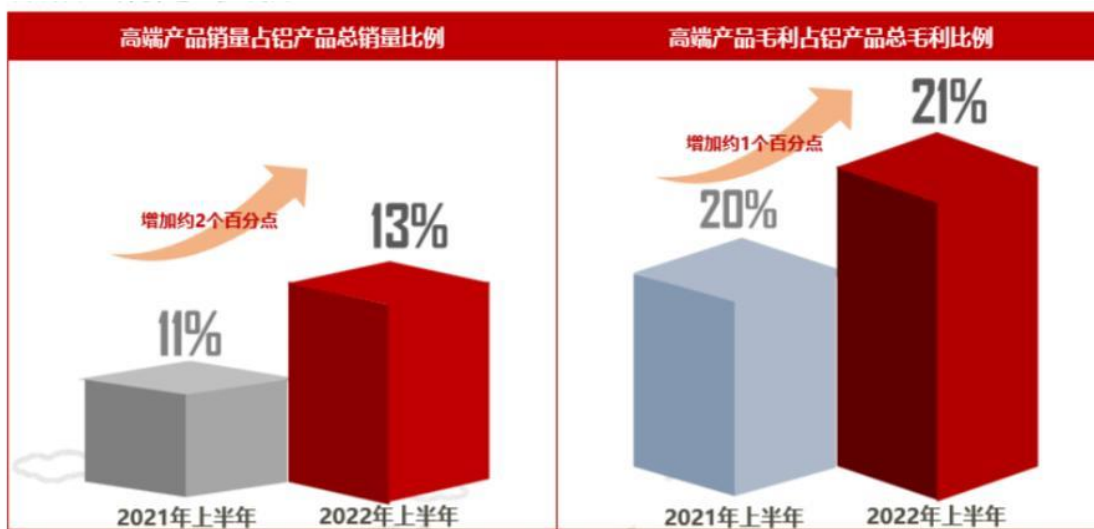
图3 2021年南山铝业主营业务构成



资料来源：南山铝业 2021 年年报，海通国际

公司聚焦于汽车板、航空板、动力电池箔等高附加值产品的发展。高端产品的销量约占公司铝产品总销量的 13%，同比 2021 年增长约 2 个百分点；高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的 21%，同比 2021 年增长约 1 个百分点。未来随着高端产品的产能释放，公司高端产品利润空间将会逐步扩大。

图4 南山铝业高端产品销量及毛利概况



资料来源：南山铝业2022年半年报，海通国际

我国汽车产销总量连续 14 年稳居全球第一。据中国汽车工业协会，2022 年汽车产销分别完成 2702.1 万辆和 2686.4 万辆，同比分别增长 3.4%和 2.1%，较上年产量增速持平，销量增速下降 1.7%。汽车产销稳中有增，新能源汽车持续爆发式增长。我国新能源汽车近两年来高速发展，连续 8 年稳居世界第一。2022 年产销分别完成 705.8 万辆和 688.7 万辆，同比分别增长 96.9%和 93.4%，市场占有率达到 25.6%。新能源汽车的爆发式增长，快速拉动了铝轧制材的需求。据公司 2021 年年报显示，2021 年南山铝业冷轧卷和热轧卷产量分别是 82.56 万吨和 109.48 万吨，销量分别是 90 万吨和 112.56 万吨。南山铝业实现了内外铝板的批量供货，占据中国汽车铝板生产商的领先地位。

图 7 中国新能源汽车销量及增长率



资料来源：中国汽车工业协会，海通国际

在节能减排政策和电动化加速的驱动下，汽车轻量化逐渐成为世界汽车发展的潮流。铝合金由于其低密度、耐腐蚀、高强度等性能优势取代传统钢铁材料成为汽车用材的首选，汽车用铝迎来大幅增长。据世界铝业协会估计，2025 年国产汽车用铝量将突破单车 180kg，铝板等压延铝材占比将提升至 18%，按照汽车铝板占压延铝材 50% 计算，预计 2025 年国内汽车铝板年需求量能够达到 60 万吨。

航空板产品：波音、空客、罗罗、中商飞等全球主流航企均是南山铝业航空板合作客户。作为国内民机上下游合作企业，公司不断驱动创新，加快推进产品认证进程，大力支持国产大飞机 C919 项目，逐步实现航空板国产替代。

南山铝业航空板材连轧生产线由南山铝业股份有限公司投资建设，总投资约 19.9 亿元，改造厂房 2.25 万平方米，设备主要从德国、法国等发达国家引进，精密度和自动化程度全球领先。截止 2021 年底，南山铝业航空板材连轧生产线项目年产航空用铝板材 15 万吨，实现产值 30 亿元。

图 8 南山铝业航空板材连轧生产线流程



资料来源：公司官网，海通国际

2017年3月，南山铝业开始参与国产大飞机C919的研发工作，目前已通过2系和7系多个合金型号厚板及薄板产品的认证，并已开始批量供货。产品主要应用于机身框、隔板、机翼壁板、翼梁及翼肋等部位，其中7系铝合金厚板已应用于C919、ARJ21等机型生产。

图 9 C919 图片



资料来源：CGTN，海通国际

受到飞机自重减轻、安全性增强和经济性驱动，航空金属结构件向大型化和整体化趋势发展，大型结构锻件需求放量提速。2023年1月10日，中航重机发布公告称与南山铝业签署《合作框架意向协议》，后续将收购南山铝业锻造子公司80%的股份。南山锻造公司具备多层次高端化设备及产品系列矩阵，具备生产高技术含量、高附加值的铝合金及钛合金、高温合金、高强度结构钢等锻件的能力。航空产品包含机身（起落架及其支撑梁、机舱门框架、机翼、框架）和发动机（安装节、机匣、涡轮盘、轴、叶片等）锻件，覆盖飞机机身和发动机90%以上的锻件。本次合作有利于南山铝业进一步优化整体资源配置，提升公司经营能力和可持续发展实力。

动力电池箔产品：公司动力电池箔产品布局高端。以10-12 μ 为中心的高端产品的研发与认证工作在公司重点推进，加强与宁德时代、比亚迪、中创新航、国轩高科、亿纬锂能、欣旺达等国内龙头电池企业的合作，助力汽车轻量化发展。

受新能源汽车与储能拉动，电池箔需求快速增长。南山铝业动力电池箔产品可应用于锂电池正极集流体和钠电池正负极，且公司已具备供货钠离子电池的技术能力。动力电池箔专用生产线2.1万吨/年，吨毛利6000多元。聚焦于更薄、韧性更强的高性能电池箔产品。目前主要供应的产品10-12 μ 高强电池箔，产品延伸率可以达到3.5倍甚至4倍以上，有利于在电池箔细分领域抢占更大的市场份额。

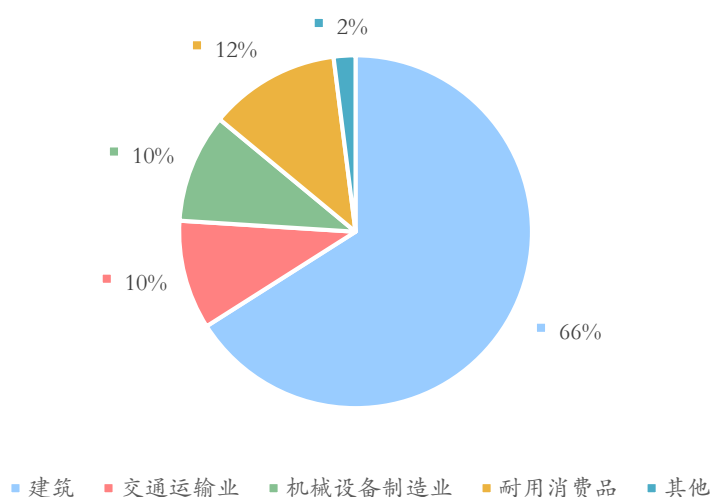
型材、包装材料产品：公司在型材、包装材料等传统产品市场深耕多年，有显著的技术优势、强烈的品牌影响力以及广泛的客户群体。型材方面，公司不断推进产业结构高端化，加速产业转型升级。包装材料方面，公司与下游客户加强合作，在提升质量的基础上，加快实现减薄、增韧等创新工作。

铝型材是铝棒通过热熔、挤压、从而得到不同截面形状的铝管材料。成型过程主要包括熔铸，挤压，切割，CNC洗切，表面预处理，上色，5个过程。在产业集中度偏低、价格恶性竞争的行业背景下，南山铝业积极进行高端化转型，研发应用于航空、高铁、汽车等高端制造业的中高端铝型材产品。

铝制建材具有轻量化、耐蚀、防火、防潮、隔音、隔热等优良特性。在老城区改造中，铝制建材需求量不断增加，公司成为了多家下游客户建材供应商。在民用建材领域公司稳健发展，不断加大国企、央企入围力度，持续优化产品销售结构，推动个性化定制服务，根据市场终端客户需求，实现多元化、个性化、全方位布局。不断开发高附加值产品，提高市场竞争力和抗风险能力。未来公司产品将以集装箱、光伏产品为基础，航空、汽车用高端铝型材、轨道交通为主要拓展方向，逐步实现产品迭代升级，持续打造核心产品优势，稳固公司的市场地位。

目前南山铝业具有从熔铸—模具—挤压—表处—复合—深加工的工序完备产业链，拥有当今世界最先进的挤压生产线60余条，配置了一大批国际先进的配套生产设备，可生产不同品种、规格的高品质铝材型材，产品涉及汽车轻量化、航空航天、轨道交通、公路运输、电力、船舶、精品民用、全铝家居、高端系统门窗等众多领域。

图 10 2022 年中国铝型材消费结构



资料来源：中研普华产业研究院，海通国际

铝罐、铝箔等铝包装材料具有质量轻、加工性能好、防锈、无味、循环使用较容易的特点。受新冠疫情的影响，无菌包装市场对铝箔产品有大量需求。公司依靠完整的产业链，兼具供应稳定、质量稳定的优势，与多个国际知名集团性软包装公司开展了长期战略合作。且作为国内主要无菌包装用铝箔供应商，在行业内口碑良好，品牌效应明显。

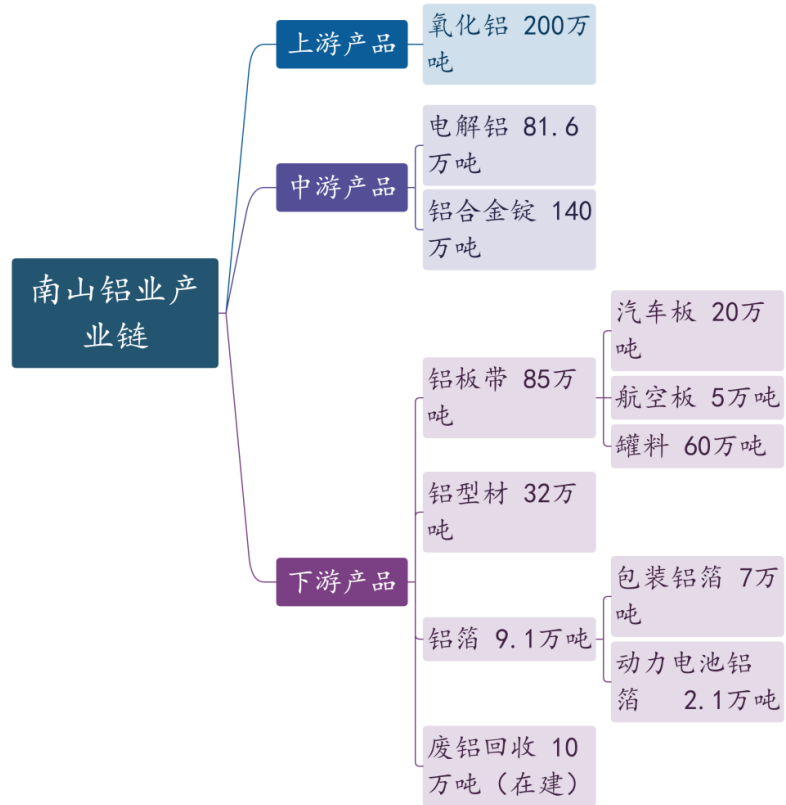
由于铝制易拉罐在保质期和运输方面均优于玻璃瓶，铝制罐料需求量逐步递增。公司通过引入 ASI 认证等手段，增加可持续发展方面的投入。公司坚持核心客户战略，继续稳固与中粮、奥瑞金、昇兴太平洋、宝钢的战略合作，巩固国内市场龙头地位；在国外市场，稳定与波尔、阿德、皇冠、百威等国际制罐客户的合作，持续优化市场布局。

3.3 公司主要产品产能

公司主要产品包括上游产品氧化铝、铝合金锭，下游产品铝板带（汽车板、航空板、罐料）、铝型材、铝箔等。

氧化铝方面，公司已拥有氧化铝产能 200 万吨，印尼氧化铝项目均于 2022 年成功投产。电解铝产能 81.6 万吨基本稳定。铝加工方面，公司现有铝型材产能 32 万吨，铝箔产品 9.1 万吨（包装铝箔 7 万吨，动力电池铝箔专用 2.1 万吨），航空板产能 5 万吨，汽车板产能 20 万吨，罐料 60 万吨。

图 11 南山铝业上中下游产业链对应产能



Presented with xmind

资料来源：公司公告，海通国际

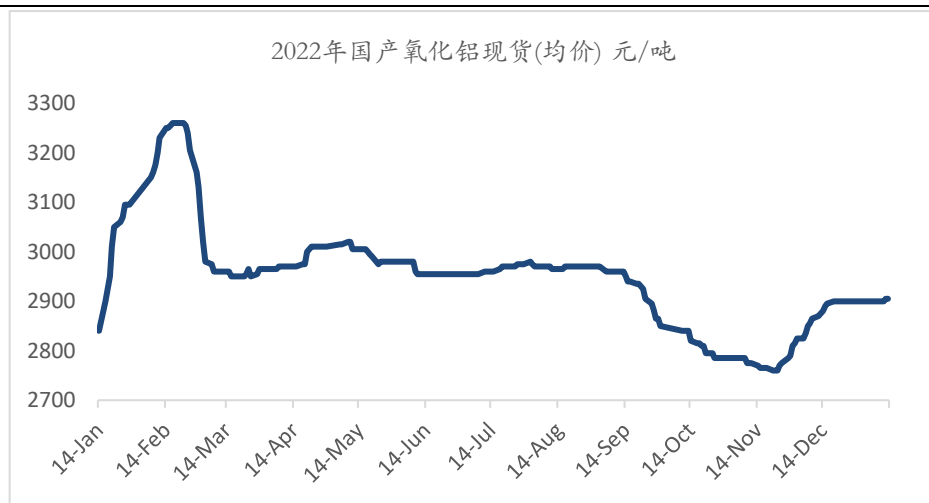
四、铝行业

4.1 氧化铝市场行情回顾

2022 年初，受国家相关政策及疫情影响，部分企业限产、停产，氧化铝供不应求，下游企业主动参与市场备货，带动价格持续上升。2022 年 3 月由于前期限产、减产企业逐步恢复生产，市场供给量增加，氧化铝价格转势下降并逐步企稳。据国际铝业协会数据显示，2022 年 1-11 月，全球氧化铝产量累计达到 1.276 亿吨，同比增长 0.64%。2022 年中国氧化铝全年产量为 7821.5 万吨，原铝全年产量为 4013.1 万吨，按照吨铝消耗 1.93 吨氧化铝计算，2022 年中国国产氧化铝富余约为 76.2 万吨，中国国产氧化铝则过剩较为明显。2022 年没有出现 2021 年的极端上涨行情，一方面是由于产能过剩抑制价格涨幅，另一方面是进口铝土矿等原材料价格上涨侵蚀利润空间，增加了氧化铝厂的经营风险。

2022 年中国氧化铝建成产能为 9930 万吨，同比增长 11.27%。2022 年出现大幅新增产能，总计新增 1120 万吨。受产能增量显著影响，相较 2021 年，2022 年产量也有明显增长，同比增长 5.86%。由此可见，短期内氧化铝供给过剩之势不改，且缺乏价格回升动力。

图 12 2022 年国产氧化铝现货（均价）行情走势图

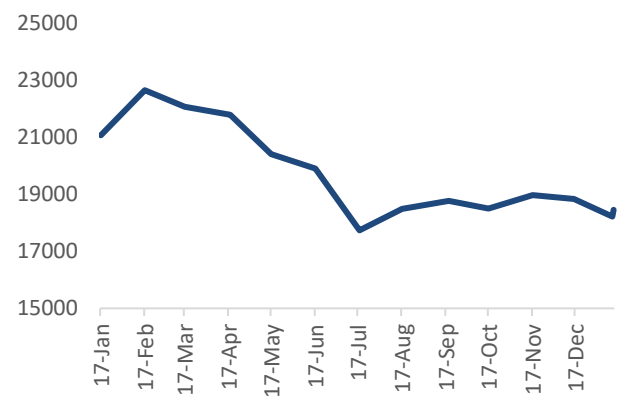


资料来源：百川盈孚，海通国际

4.2 原铝市场行情回顾

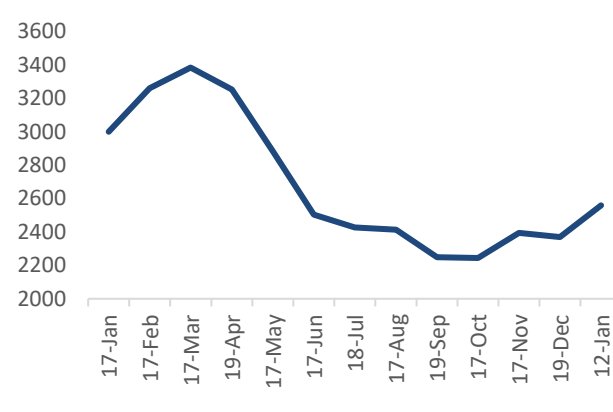
2022 年一季度受部分地区疫情及国际形势影响，铝锭资源较为紧张，同期叠加国内铝锭需求预期较好，铝价维持震荡上行态势。二季度，随着上海等多地爆发疫情，运输受到较大阻碍，国内经济受到波动，贸易型铝锭需求降低，铝价逐步下跌，第三季度和第四季度铝锭价格趋稳，波动较小。南山铝业国内加工产品定价模式为“铝价+加工费”，国外业务采用“LME+加工费”的形式结算。受市场供求关系影响，铝锭市场价格可能存在波动风险及向下游传导不及时风险，对公司业务会有一些的影响。

图 13 2022 年 A00 铝锭（元/吨）



资料来源：百川盈孚，海通国际

图 14 2022 年 LME 铝现货收盘价行情走势图（美元/吨）



资料来源：百川盈孚，海通国际

4.3 铝业供需分析

据中国铝业协会数据，2022 年 1 至 11 月中国原铝产量为 3360.20 万吨。今年 1-10 月，全球原铝需求为 5,772 万吨，较上年同期高出 1.8 万吨。1-10 月原铝产量增加 37.8 万吨，欧洲产量减少，但被中国和亚洲其他地区增产所抵消。国内 1 至 11 月氧化铝产量为 7498.02 万吨，同比增长 5.8%。中国电解铝产量为 3677.4 万吨，同比增长 3.9%。全球(除中国外)电解铝产量 2566.7 万吨，同比减少 17.6 万吨。截止 2022 年 11 月底国内建成电解铝产能 4528 万吨，运行产能 4061 万吨，产能利用率约为 90%。预计未来电解铝加速向绿色转型，电解铝产能结构面临调整。铝材产量为

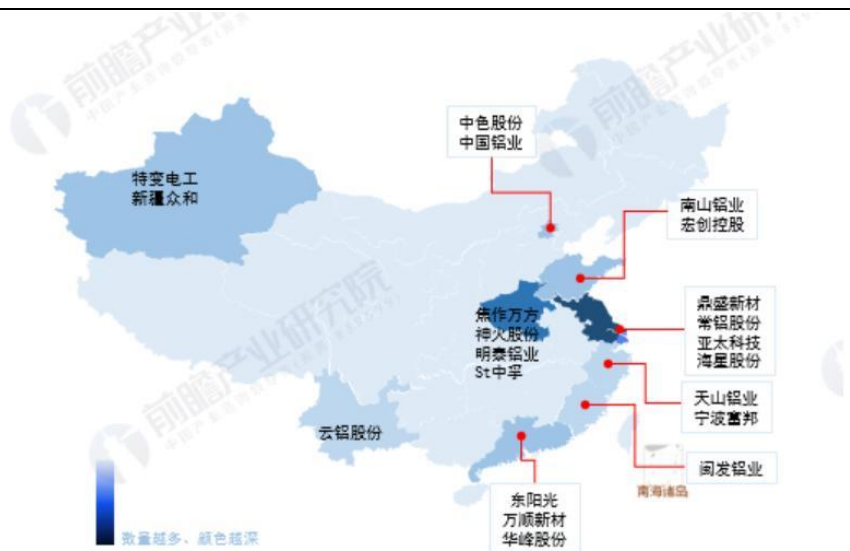
5687.33 万吨，同比下降 1.1%。由于疫情影响以及海外需求疲软，铝材产量及进出口量均小幅下降。2022 年 1-11 月未锻轧铝及铝材出口量为 613.2 万吨，同比增长 21.3%。铝合金产量为 1108.20 万吨，同比增长 15.9%。国内铝业供给整体充足。

4.5 铝加工产业链

铝的上游产业链包括铝土矿开采、氧化铝提炼和电解铝生产。铝土矿全球储量丰富，主要集中在靠近赤道的国家，包括澳大利亚、几内亚、巴西、越南和牙买加等地，合计储量占全球 64%。我国的储量仅占全球的 3%，但分布高度集中，广西、河南、山西和贵州四省合计占比已达 90% 以上。产业链中游为铝加工产品的生产，产品包括铝型材和铝板带箔。产业链下游为铝加工制品的应用，涉及领域包括建筑装饰、包装容器、航空航天、交通运输等。

从代表性企业分布情况来看，中国铝加工行业产量分布相对集中，产业集群化趋势明显。中国铝材生产规模保持稳定，山东、河南、广东产量排名前三。截止 2022 年 10 月，山东省以铝材产量 1118.92 万吨名列全国第一，占全国铝材总产量的 21.99%。第二名是河南省，铝材产量 892.57 万吨，占比 17.54%。广东省以 444.86 万吨居第三位，占比 8.74%。

图 15 铝加工产业链部分代表性企业区域分布图



资料来源：前瞻产业研究院，海通国际

4.6 铝行业发展政策前景

基建提升用铝需求。基础设施建设中的建筑用铝型材、电网建设中的铝制电缆桥架、交通运输中的轨道交通车车体等都是重要的铝应用领域。当下，美联储放缓加息的预期持续升温，国内放开疫情管制，基建作为国民经济的重要支柱，将提升国内用铝需求。

汽车轻量化拉动铝需求。新能源汽车、光伏电站及组件、5G 基站及储能装置等领域中的铝加工产品应用广泛，汽车轻量化、光伏用铝等新应用将快速拉升用铝需求。随新能源领域的兴起各类铝加工产品得以充分应用，传统铝行业迎来了巨大的发展机遇，铝企业绩有望高增。

五、财务分析

南山铝业近年营收及净利润保持稳健增长。营收方面，公司营业收入 2022H1 较 2021H1 同比增加 42.82%。营业收入增量一方面来自公司持续调整产品结构增加高附加值产品的对外销售，另一方面来自铝锭价格的大幅上涨。同时，随着印尼一期和二期共 200 万吨氧化铝项目的达产，氧化铝粉销量也逐步增加，贡献了大量营收。

表 2 南山铝业 2022 年 H1 财务数据

资产负债			利润				现金流量		
流动资产 (亿)	资产负债率 %	归母股东权益 (亿)	营业总收入 (亿)	ROE (摊 薄, %)	营业总成本 (亿)	归母净利润 (亿)	经营性净现金 (亿)	投资活动 现金净流量 (亿)	现金净增加额 (亿)
337.95	26.64	438.07	179.10	4.17%	156.44	18.26	28.98	-6.95	16.42

资料来源: Wind, 海通国际

2022 年南山铝业毛利率和投资回报率均出现小幅下降，毛利率维持在 20% 左右，投资回报率接近 5.5%。截至 2022 年 11 月底，几内亚铝矿上涨 28.4%、澳洲铝矿上涨 9.1%、印尼铝矿上涨 28.4%。南山铝业国内生产线铝土矿来源以澳矿为主，少量补充几内亚、所罗门及印尼铝土矿，对铝土矿进口依存度较大。进口铝土矿价格高涨导致南山铝业毛利率降低。近几年公司现金收入比保持增长趋势，有着稳定的现金流，抗风险能力不降提升。

表 3 南山铝业 2018-2021 年主要收入构成 (亿元)

指标名称	2018	2019	2020	2021
铝制品 (行业)				
收入	197.40	210.65	217.87	279.64
成本	163.59	166.06	166.31	210.19
毛利	33.81	44.59	51.55	69.45
毛利率 (%)	17.13	21.17	23.66	24.83
冷轧产品				
收入	95.61	110.36	125.07	173.10
成本	77.49	83.13	93.11	126.90
毛利	18.12	27.23	31.95	46.19
毛利率 (%)	18.95	24.68	25.55	26.69
铝型材产品				
收入	40.68	42.47	35.18	42.52
成本	34.94	36.01	28.27	34.02
毛利	5.74	6.46	6.91	8.50
毛利率 (%)	14.11	15.21	19.63	20.00
氧化铝				
收入	5.37	6.43	4.81	15.58
成本	3.68	4.64	3.89	11.52
毛利	1.69	1.79	0.92	4.06
毛利率 (%)	31.47	27.91	19.06	26.08
高精度铝箔				
收入	12.45	11.37	11.59	13.57
成本	10.18	9.20	9.09	10.55
毛利	2.27	2.17	2.50	3.02
毛利率 (%)	18.26	19.13	21.56	22.27
铝合金锭				
收入	13.53	10.83	19.54	15.83
成本	12.48	12.48	15.90	12.19
毛利	1.05	1.05	3.64	3.64
毛利率 (%)	7.73	7.73	18.64	23.00
热轧卷				
收入	26.29	25.72	18.55	15.03
成本	22.33	21.41	14.02	11.72
毛利	3.97	4.31	4.52	3.32
毛利率 (%)	15.08	16.77	24.39	22.06

资料来源: Wind, 海通国际

5.1 盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.34 元、0.37 元、0.41 元。参考可比公司估值水平, 给予其 2023 年 15 倍 PE; 目标价 5.55 元, 给予“优于大市”评级。

表 4 可比公司估值表 (截至 2023 年 2 月 2 日)

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601600.SH	中国铝业	0.30	0.39	0.45	20.41	14.12	12.32
000807.SZ	云铝股份	0.96	1.34	1.59	11.67	10.24	8.61
601677.SH	明泰铝业	2.71	2.14	2.62	16.25	9.69	7.93
600888.SH	新疆众和	0.63	0.93	1.08	13.06	9.98	8.55
	均值	1.15	1.20	1.44	15.35	11.00	9.35

注: 收盘价为 2023 年 2 月 2 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通国际

5.2 风险提示

公司产能释放低于预期, 原材料价格波动的风险, 行业竞争风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	28,725	33,900	38,110	43,397
每股收益	0.29	0.34	0.37	0.41	营业成本	21,650	25,251	28,151	31,960
每股净资产	3.59	3.88	4.18	4.51	毛利率%	24.6%	25.5%	26.1%	26.4%
每股经营现金流	0.37	0.50	0.68	0.59	营业税金及附加	258	305	343	391
每股股利	0.06	0.06	0.06	0.06	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	290	342	385	438
P/E	11.33	9.72	8.86	8.13	营业费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
P/B	0.92	0.85	0.79	0.73	管理费用	854	1,007	1,132	1,289
P/S	1.37	1.14	1.01	0.89	管理费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	7.26	3.75	2.96	2.47	EBIT	4,258	4,730	5,172	5,553
股息率%	1.91%	1.82%	1.82%	1.82%	财务费用	148	-22	-42	-125
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.3%
毛利率	24.63%	25.51%	26.13%	26.36%	资产减值损失	-24	0	0	0
净利润率	11.87%	11.72%	11.44%	10.94%	投资收益	54	64	72	82
净资产收益率	7.96%	8.73%	8.90%	9.00%	营业利润	4,145	4,816	5,286	5,760
资产回报率	5.40%	5.90%	6.12%	6.15%	营业外收支	-5	6	5	4
投资回报率	6.84%	7.21%	7.39%	7.44%	利润总额	4,139	4,822	5,291	5,764
盈利增长 (%)					EBITDA	6,401	7,403	7,982	8,516
营业收入增长率	28.82%	18.02%	12.42%	13.87%	所得税	420	489	537	584
EBIT 增长率	61.57%	11.08%	9.34%	7.37%	有效所得税率%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
净利润增长率	66.43%	16.49%	9.73%	8.94%	少数股东损益	309	360	395	430
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	3,411	3,973	4,360	4,750
资产负债率	24.78%	25.00%	23.64%	24.14%					
流动比率	2.04	2.12	2.37	2.46	资产负债表 (百万元)				
速动比率	1.53	1.56	1.82	1.88	货币资金	18,273	19,292	23,447	26,075
现金比率	1.22	1.19	1.45	1.45	应收账款及应收票据	3,895	5,004	5,000	6,392
经营效率指标					存货	6,429	7,599	7,259	8,721
应收账款周转天数	32.49	32.49	32.49	32.49	其它流动资产	2,100	2,431	2,650	3,050
存货周转天数	91.90	100.00	95.00	90.00	流动资产合计	30,697	34,326	38,355	44,239
总资产周转率	0.48	0.52	0.55	0.58	长期股权投资	498	552	552	552
固定资产周转率	1.13	1.24	1.40	1.60	固定资产	27,504	27,365	27,225	27,174
					在建工程	1,656	2,328	2,414	2,607
					无形资产	2,341	2,285	2,229	2,173
					非流动资产合计	32,481	33,012	32,902	32,988
现金流量表 (百万元)					资产总计	63,178	67,338	71,257	77,228
净利润	3,411	3,973	4,360	4,750	短期借款	8,092	8,092	8,092	8,092
少数股东损益	309	360	395	430	应付票据及应付账款	3,950	5,169	4,997	6,544
非现金支出	2,299	2,673	2,810	2,964	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	242	274	267	257	其它流动负债	2,972	2,932	3,119	3,362
营运资金变动	-1,845	-1,431	141	-1,465	流动负债合计	15,014	16,193	16,208	17,999
经营活动现金流	4,416	5,848	7,972	6,936	长期借款	0	0	0	0
资产	-1,180	-3,144	-2,695	-3,046	其它长期负债	640	640	640	640
投资	-24	-54	0	0	非流动负债合计	640	640	640	640
其他	0	64	72	82	负债总计	15,655	16,833	16,848	18,639
投资活动现金流	-1,205	-3,134	-2,623	-2,964	实收资本	11,950	11,797	11,797	11,797
债权募资	2,922	0	0	0	归属于母公司所有者权益	42,867	45,488	48,997	52,747
股权募资	681	-607	0	0	少数股东权益	4,657	5,017	5,411	5,841
其他	-3,386	-1,089	-1,194	-1,344	负债和所有者权益合计	63,178	67,338	71,257	77,228
融资活动现金流	218	-1,696	-1,194	-1,344					
现金净流量	3,274	1,018	4,156	2,628					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 6 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021 年), 海通国际

APPENDIX 1**Summary**

Nanshan Aluminum is the only company in the world that has a complete aluminum processing shortest distance industry chain of thermoelectric power, alumina, electrolytic aluminum, melting and casting, aluminum profiles/hot rolling-cold rolling-foil rolling/forging, and aluminum scrap recycling (recycling) in the same region. The end products of the company are widely used in several fields such as aviation, automobile, rail transportation, ship, energy, petrochemical, container, industrial profile, fine civil profile, high-end system doors and windows, container cans, food packaging, battery foil, and aluminum deep processing. At present, the company has become a member of the world's most sophisticated aerospace material supplier club and the first domestic producer of aluminum plates for four doors and two covers for passenger cars. The scale and output of the company are steadily ranked among the top enterprises in the aluminum industry.

The company focuses on the development of high value-added products such as automotive plates, aerospace plates and power battery foils. The sales volume of high-end products accounts for 13% of the total sales volume of the company's aluminum products, an increase of about 2 percentage points compared with last year; the gross profit of high-end products accounts for about 21% of the total gross profit of the company's aluminum products, an increase of about 1 percentage point compared with last year. With the future release of high-end product capacity, the company's high-end product profit margin will gradually expand.

The company's production capacity is steadily increasing. The company's main products include upstream products of alumina and aluminum alloy ingots, downstream products of aluminum sheet and strip (automotive sheet, aviation sheet, can material), aluminum profiles, aluminum foil and so on. For alumina, the company already has alumina production capacity of 2 million tons, and both Indonesia alumina projects were successfully put into operation this year. Electrolytic aluminum production capacity of 816,000 tons is basically stable. For aluminum processing, the company has 320,000 tons of aluminum profile capacity, 91,000 tons of aluminum foil products (70,000 tons of aluminum foil for packaging and 21,000 tons of aluminum foil for power battery), 50,000 tons of aviation plate capacity, 200,000 tons of automotive plate capacity and 600,000 tons of can material.

Nanshan Aluminum has maintained steady growth in revenue and net profit in recent years. In terms of revenue, the company's operating income increased by 42.82% in the current period compared with the same period of the previous year. The increment of operating income comes from the company's continuous adjustment of product structure to increase the external sales of high value-added products on the one hand, and the significant increase of aluminum ingot price on the other. At the same time, with the production of Indonesia Phase I and Phase II of a total of 2 million tons of alumina project, alumina powder sales also increased compared with the same period last year, contributing a large amount of revenue.

We expect the company's 2022-2024 EPS to be Rmb0.34, 0.37 and 0.41 respectively (previously Rmb0.38, 0.46 and 0.51). Referring to the valuation level of comparable companies, we give it 15 times PE in 2023, a target price of Rmb5.55 (previously Rmb6.84, 2022 18x 2022e PE). We maintain an "Outperform" rating.

Risks: The company's production capacity release is lower than expected, the risk of raw material price fluctuations, industry competition risk.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，Yijie Wu，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Yijie Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 002594.CH and 002074.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 002594.CH and 002074.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 002594.CH and 002074.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

002594.CH 及 002074.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

002594.CH and 002074.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

江西一诺新材料有限公司 及 欣旺达惠州动力新能源有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

江西一诺新材料有限公司 and 欣旺达惠州动力新能源有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去 12 个月中获得对 002594.CH 提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 002594.CH.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 002594.CH 及 002074.CH 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 002594.CH and 002074.CH.

海通在过去的 12 个月中从江西一诺新材料有限公司 及 欣旺达惠州动力新能源有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 江西一诺新材料有限公司 and 欣旺达惠州动力新能源有限公司.

海通担任 002594.CH 有关证券的做市商或流动性提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 002594.CH.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

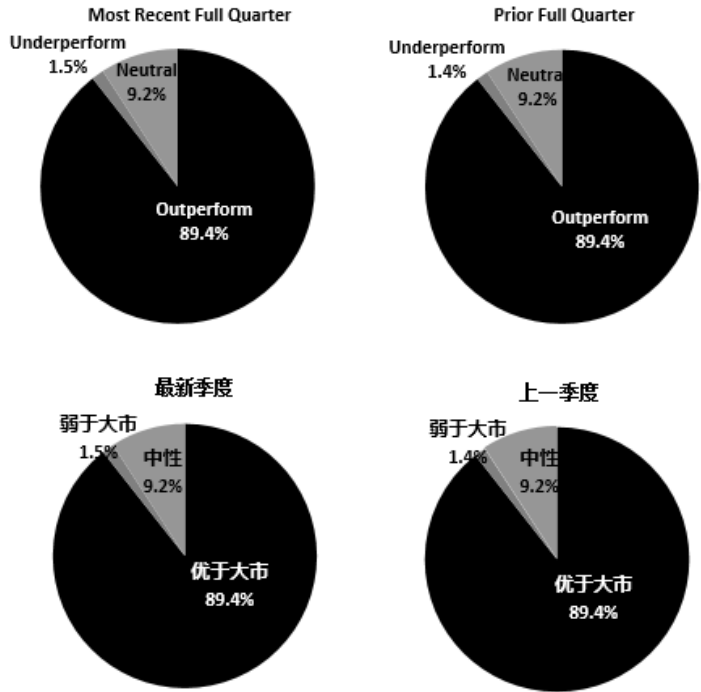
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2022 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.2%	1.5%
投资银行客户*	5.2%	7.3%	8.3%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Dec 31, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.5%
IB clients*	5.2%	7.3%	8.3%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不承担或保证此任何数据的原创性、准确性和/或完整性, 并明确表示不作出任何明示或默示的担保, 包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用, 不得以任何形式复制或重新传播, 并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外, 信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券, 或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害, ESG 方均不承担与此任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities

referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with,

or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Recommendation Chart

Shandong Nanshan Aluminium - 600219 CH



1. 20 May 2021 OUTPERFORM at 4.14 target 6.84.

2. 31 Mar 2022 OUTPERFORM at 4.06 target 6.84.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates