

云铝股份 (000807.SZ)

买入(首次评级)

当前价格: 13.04 元
 目标价格: 16.38 元

布局产业绿色发展，打造水电铝一体化龙头

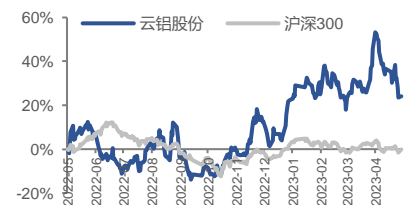
投资要点:

- 电解铝产能天花板与稳增长需求冲突，基本面长期向好。**在国内供给侧改革确立的4500万吨产能天花板背景下，需求端传统领域在国内稳增长政策下或迎边际改善，新能源汽车、光伏等领域将带来新的增量需求。在供需矛盾的持续下，预计23-25年电解铝价格有望维持高位，行业吨铝利润具备较大改善弹性。
- 上游核心原料自给自足，一体化成本优势突出。**公司重视绿色铝材一体化，经过多年的发展，目前已形成了集铝土矿开采、氧化铝生产、电解铝冶炼、铝加工及铝用炭素制品生产和销售为一体的较为完整的铝产业链，随着氧化铝和阳极炭素的自给率大幅提高，低电力成本优势继续保持，公司的电解铝成本在整个行业中处于领先地位，通过测算2022年公司一体化具备约2100元/吨的成本优势。
- 绿电构筑公司核心竞争力。**依托云南省丰富的绿色电力优势，公司成为国内最大的绿色铝供应商，2022年公司生产用电结构中绿电比例达到约88.6%，与煤电铝相比，碳排放仅为煤电铝的20%。在国内“碳达峰、碳中和”战略背景下，高耗能行业纳入碳排放交易已是势在必行，随着国内、国际碳排放市场的逐步建立和碳关税的征收，市场更加关注供给端的单位能耗和碳排放水平，云南绿色铝优势将会进一步凸显，消费增长空间潜力巨大。
- 公司重视资产优化，计提减值后轻装上阵。**公司近年来针对技术落后、能耗高的老旧设备充分计提减值，减值瘦身，公司资本性资产下降，助力未来业绩进一步释放。
- 盈利预测与投资建议：**选取国内铝行业公司天山铝业、中国铝业和南山铝业作为可比公司，以2023年5月16日收盘价计算，可比公司2023-2024年预测PE均值分别为10.3/8.6倍。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为55.10/91.84/96.33亿元，对应EPS为1.59/2.65/2.78元/股。2023年5月16日公司收盘价13.04元，对应23-24年PE为8.2/4.9倍，估值均低于行业平均水平。2023年按照行业平均给予公司10.3倍PE，对应目标价16.38元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：电解铝价格不及预期，材料和能源价格波动风险，云南限电影响超预期**

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	3468/3432
总市值/流通市值 (百万元)	45222/44749
每股净资产 (元)	6.70
资产负债率 (%)	35.29
一年内最高/最低 (元)	15.95/8.96

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆
 执业证书编号: S0210522090001
 邮箱: WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	41,669	48,463	48,980	53,534	53,615
增长率	41%	16%	1%	9%	0%
净利润 (百万元)	3,319	4,569	5,510	9,184	9,633
增长率	268%	38%	21%	67%	5%
EPS (元/股)	0.96	1.32	1.59	2.65	2.78
市盈率 (P/E)	13.6	9.9	8.2	4.9	4.7
市净率 (P/B)	2.5	2.0	1.7	1.3	1.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

产销量：假设公司在既有产能下产量保持稳定，且每年均能够实现满销。公司电解铝运行产能为 305 万吨，但受云南季节性限产影响，产能很难实现满产，根据 2023 公司内部经营管理计划，预计 2023-2025 年电解铝产量稳定在 255 万吨；由于公司大力推进“合金化”战略，预计下游铝加工产品产量将逐步提升，假设 2023-2025 年铝合金及铝加工产品产销量为 140/145/155 万吨，考虑到公司采用自产铝锭进行铝合金加工，则电解铝销量为 115/110/100 万吨。

价格：受电解铝市场供求关系影响，价格将进一步提升。预计 2023-2025 年电解铝含税价分别为 21000/23000/23000 元/吨，铝合金及铝加工产品采取“铝价+加工费”的定价模式，假设加工费保持不变，预计铝加工产品平均含税售价为 21920/23920/23920 元/吨。

成本：随着氧化铝和预焙阳极价格的回落，电解铝和铝加工产品成本都将下降。考虑到市场整体偏宽松，预计氧化铝 23-25 年价格分别较 22 年回落 100/150/250 元/吨，预焙阳极回落 550/750/950 元/吨，公司自产氧化铝和预焙阳极仅能满足 27%和 64%的电解铝需求，预计 2023-2025 年电解铝单位生产成本为 15184/15088/14926 元/吨，铝加工产品单位生产成本为 15784/15688/ 15527 元/吨。

我们区别于市场的观点

市场担忧未来在没有产能扩张的情况下，公司利润释放空间有限。我们认为：随着公司近年来针对技术落后、能耗高的老旧设备充分计提减值，公司资本性资产下降，折旧摊销费用降低，另外，公司的产能扩产结束带动现金流充沛，长期借款大幅减少，财务费用降低，助力未来业绩进一步释放。

股价上涨的催化因素

国内供给端扰动加剧、电解铝产能复产不及预期，导致供给缺口高于预期；云南限电影响缓解，导致公司电解铝产量超预期。

估值与目标

选取国内铝行业公司天山铝业、中国铝业和南山铝业作为可比公司，以 2023 年 5 月 16 日收盘价计算，可比公司 2023-2024 年预测 PE 均值分别为 10.3/8.6 倍。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 55.10/91.84/96.33 亿元，对应 EPS 为 1.59/2.65/2.78 元/股。2023 年 5 月 16 日公司收盘价 13.04 元，对应 23-24 年 PE 为 8.2/4.9 倍，估值均低于行业平均水平。2023 年按照行业平均给予公司 10.3 倍 PE，对应目标价 16.38 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

电解铝价格不及预期，材料和能源价格波动风险，云南限电影响超预期

正文目录

1	布局产业绿色发展，打造水电铝一体化龙头	6
1.1	深耕行业数十年，资源与实力兼备	6
1.2	依托央企平台，助力公司稳定发展	6
1.3	产业一体化布局优势突出	7
1.4	量价齐升，业绩再创新高	8
2	行业层面：产能天花板与稳增长需求冲突，基本面长期向好	11
2.1	供应端：“双碳”战略促使电解铝供应持续偏紧	11
2.2	需求端：稳增长政策持续发力，电动车及光伏将拉动终端需求	14
2.3	价格：供需矛盾下电解铝价格将维持强势	16
3	公司层面：一体化成本优势突出，绿电构筑核心竞争力	17
3.1	上游核心原料自给自足，成本优势突出	17
3.2	电解铝：产量释放稳定，为下游加工提供基础	19
3.3	铝加工：“合金化”为公司主要发展方向	20
4	盈利预测及估值	21
4.1	核心假设	21
4.2	盈利预测	22
4.3	估值及投资建议	22
5	风险提示	23

图表目录

图表 1: 公司发展史.....	6
图表 2: 交易前后持股变化.....	6
图表 3: 公司股权结构图.....	6
图表 4: 交易前后持股变化.....	7
图表 5: 公司主要产品.....	8
图表 6: 2017-2022 年公司营业收入/百万元.....	9
图表 7: 2017-2022 年公司归母净利/百万元.....	9
图表 8: 主营业务收入构成/百万元.....	9
图表 9: 营业成本构成/百万元.....	9
图表 10: 公司毛利润构成/百万元.....	9
图表 11: 公司主营业务毛利率.....	9
图表 12: 期间费用率.....	10
图表 13: 2022 年可比公司费用率对比.....	10
图表 14: 公司资产减值损失/百万元.....	10
图表 15: 公司资产情况/百万元.....	10
图表 16: 公司 2022 年资产减值情况.....	11
图表 17: 2022 年电解铝下游消费结构.....	11
图表 18: 全球原铝产能及产量/千吨.....	12
图表 19: 全球原铝产能及产量增长率.....	12
图表 20: 全球原铝产能分布.....	12
图表 21: 全球原铝产量分布.....	12
图表 22: 我国电解铝产能及产量/万吨.....	13
图表 23: 我国电解铝产能及产量增长率.....	13
图表 24: 我国电解铝产能分布.....	13
图表 25: 我国电解铝产量分布变化.....	13
图表 26: 电解铝产能企业分布.....	13
图表 27: 全球电解铝产量预测/万吨.....	14
图表 28: 全球铝消费量/万吨.....	14
图表 29: 房地产竣工面积累计值.....	15
图表 30: 房地产开工面积累计值.....	15
图表 31: 我国新能源汽车销量.....	15
图表 32: 全球新能源汽车销量.....	15
图表 33: 全球光伏装机预期.....	16
图表 34: 全球电解铝需求预测/万吨.....	16
图表 35: 全球电解铝库存/万吨.....	17
图表 36: 电解铝供需平衡表/万吨.....	17
图表 37: 价格走势及预测.....	17
图表 38: 公司氧化铝产量/万吨.....	18
图表 39: 各地区氧化铝毛利情况(元/吨).....	18
图表 40: 我国各地区电力成本(元/度).....	18
图表 41: 公司阳极炭素权益产能/万吨.....	19
图表 42: 公司阳极炭素产量/万吨.....	19
图表 43: 公司电解铝权益产能/万吨.....	19
图表 44: 公司电解铝产量/万吨.....	19
图表 45: 云南省限产政策对公司影响.....	20

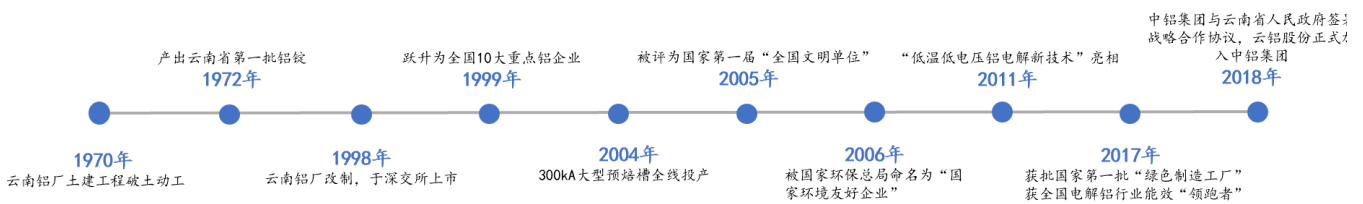
图表 46: 云南省发电结构.....	20
图表 47: 我国主要城市碳排放均价 (元/吨)	20
图表 48: 铝合金铸造工艺.....	20
图表 49: 铝合金及铝加工产量/万吨.....	21
图表 50: 铝合金及铝加工收入/百万元	21
图表 51: 盈利预测.....	22
图表 52: 可比公司估值	23
图表 53: 敏感性测试.....	23
图表 54: 财务预测摘要	24

1 布局产业绿色发展，打造水电铝一体化龙头

1.1 深耕行业数十年，资源与实力兼备

云铝股份前身为云南铝厂，于 1970 年成立，1998 年改制成为国有控股上市公司，在深交所上市。2018 年 11 月，云南省国资委直接将公司控股股东云冶集团 51% 股权无偿划转至中铝集团全资子公司中国铝业，自此公司正式加入中铝集团。云铝股份是一家拥有完整铝产业链的绿色低碳企业，是“国家环境友好企业”、国家“绿色工厂”，连续六届蝉联“全国文明单位”，多年荣登《财富》中国 500 强企业榜单。

图表 1：公司发展史



数据来源：公司官网、华福证券研究所

1.2 依托央企平台，助力公司稳定发展

云铝股份 2022 年 11 月之前控股股东为云南冶金，持股比例为 32.0%，中国铝业为其第二大股东，持股比例 10.1%。2022 年 11 月 22 日，云南冶金以非公开协议转让的方式将其持有公司的 658,911,907 股无限售流通股股份（占公司总股本的 19%）转让给中国铝业，股份过户完成后，中国铝业持有云铝股份约 29.1% 的股权，成为云铝股份第一大股东，云铝股份将纳入中国铝业合并财务报表范围，云南冶金持有云铝股份约 13.0% 的股权，为云铝股份第二大股东。

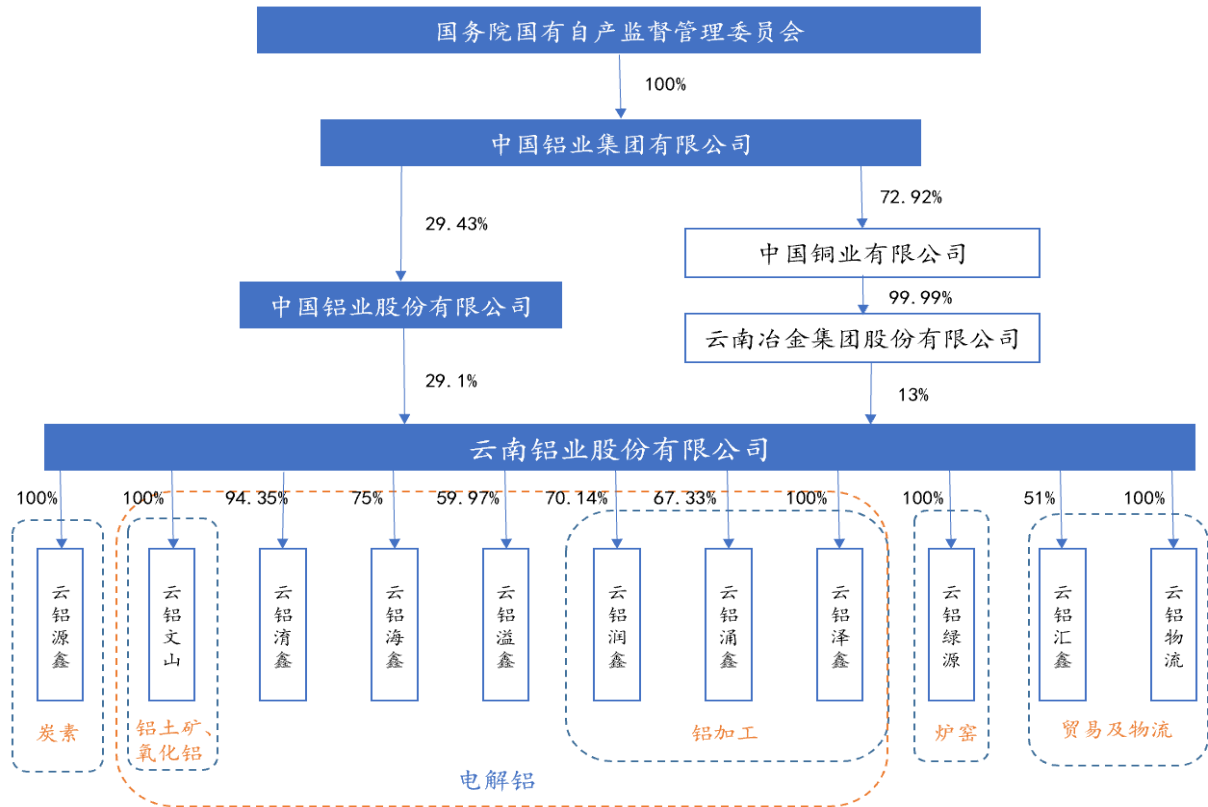
图表 2：交易前后持股变化

股东名称	交易前		交易后	
	持股数量（股）	对应比例（%）	持股数量（股）	对应比例（%）
中国铝业	350,290,778	10.10	1,009,202,685	29.10
云南冶金	1,109,818,170	32.00	450,906,263	13.00

数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，交易前后未发生变化。公司下设 10 余家二级公司，其中云铝文山、云铝清鑫、云铝海鑫、云铝溢鑫、云铝润鑫、云铝涌鑫、云铝泽鑫为主要的电解铝生产公司。

图表 3：公司股权结构图

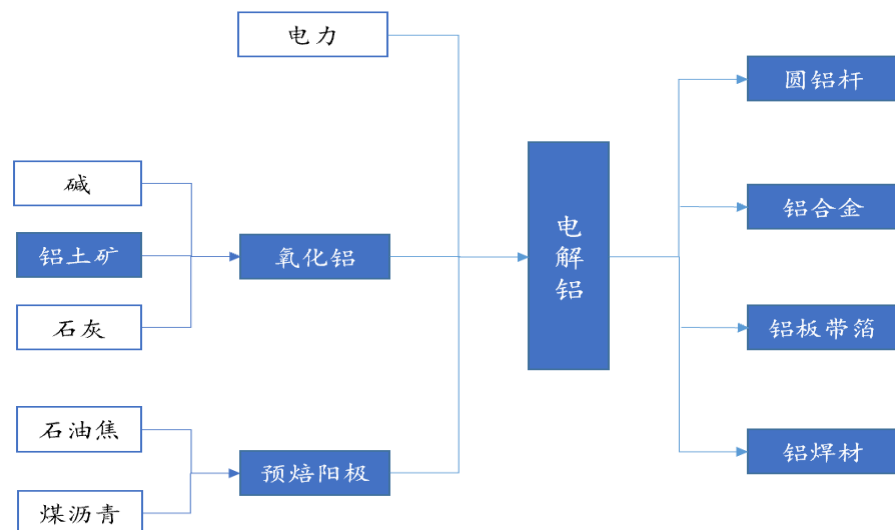


数据来源：WIND，华福证券研究所

1.3 产业一体化布局优势突出










公司重视绿色铝材一体化，经过多年的发展，目前已形成了集铝土矿开采、氧化铝生产、电解铝冶炼、铝加工及铝用炭素制品生产和销售为一体的较为完整的铝产业链，形成年产氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨、阳极炭素 80 万吨、铝合金 140 万吨、铝板带 13.5 万吨、铝箔 3.6 万吨的产业规模，主要产品有氧化铝、铝用阳极炭素、重熔用铝锭、圆铝杆、铝合金、铝板带箔、铝焊材等。

图表 4：公司一体化产业链



数据来源：公司年报，华福证券研究所

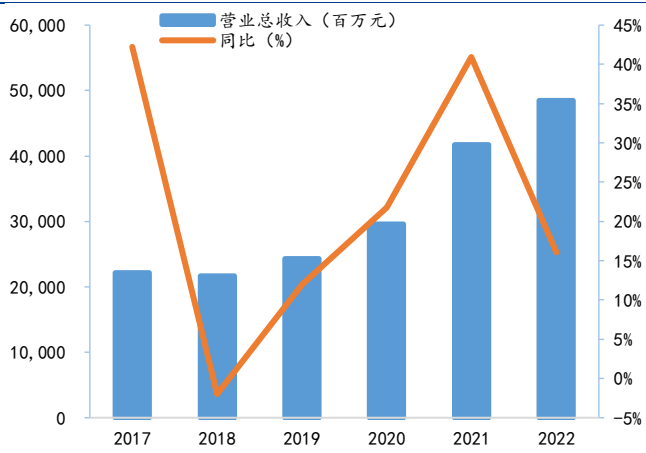
图表 5：公司主要产品

产品	图片	介绍
氧化铝		主要成分为三氧化二铝，用于熔盐电解法生产金属铝也是生产刚玉、陶瓷、耐火材料等的重要原料。
阳极炭素		电解铝行业重要的、不可或缺的原材料。
重熔用铝锭		生产铝制品的主要原料，重熔后用于铝产品的初级加工及深加工。
高精铝		广泛用于电子工业、航空航天工业、交通领域、光学应用及化工冶金工业等领域，主要用于制作高压电容器铝箔、高性能导线、集成电路用键合线、高速轨道用合金、光学反光面等。
圆铝杆		用于电力、通讯、机械等行业用电线、电缆和线管等的生产。
铝合金		铸造铝合金、变形铝合金（含铝合金扁锭、圆棒），主要用于航空航天、轨道交通、船舶、汽车、建筑装饰、3C 电子、包装印刷等领域。
铝板带		用于建筑材料、包装材料、汽车散热片、波纹瓦、空调散热片、电子产品等铝制产品的生产。
铝箔		用于电容器、电池箔、软包装（食品、药品、日用品等）等方面。
铝焊材		用于航空、船舶、汽车、轨道交通等领域铝构件的焊接。

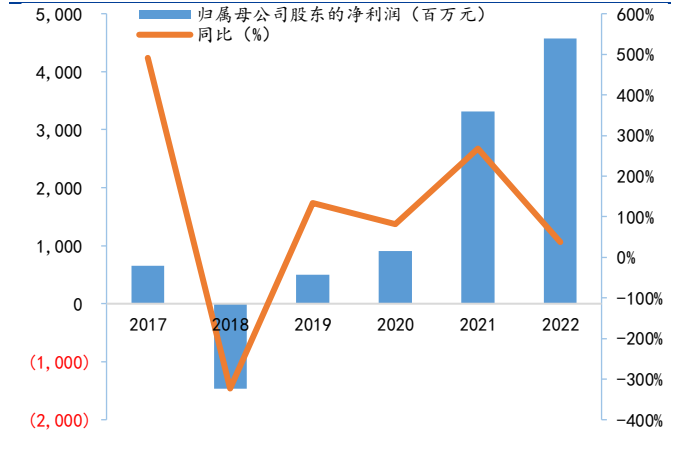
数据来源：公司年报，华福证券研究所

1.4 量价齐升，业绩再创新高

公司业绩再创新高，高盈利状态有望持续。除 2018 年受铝产品市场价格持续下跌和氧化铝、电力等主要成本要素价格持续上涨的影响，致使经营业绩出现亏损外，公司净利持续增长。得益于铝价的不断攀升及海鑫水电铝项目二期产能的逐步释放，2022 年实现营业收入 484.63 亿元，同比增长 16.08%，同时，公司通过实施全要素对标、降本增效和节能减排等措施积极应对限电减产，2022 年归母净利润达到 45.69 亿元，同比增长 37.07%，经营业绩实现“四连增”，再创历史新高。

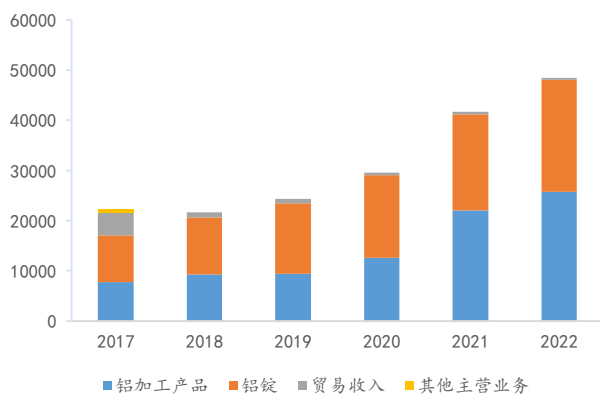
图表 6：2017-2022 年公司营业收入/百万元


数据来源：wind，华福证券研究所

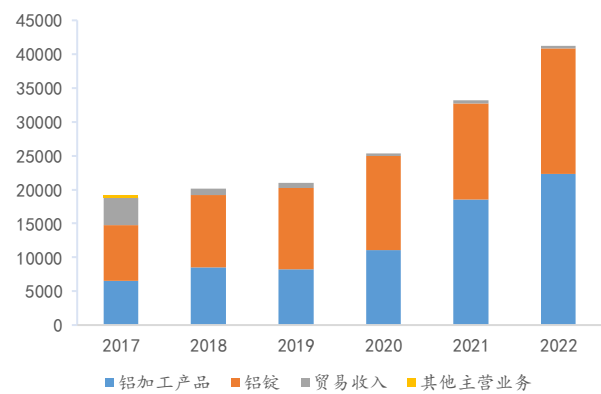
图表 7：2017-2022 年公司归母净利润/百万元


数据来源：wind，华福证券研究所

产品结构优化，核心业务成长性突出。铝锭和铝加工产品是公司盈利增长的主要来源。根据公司年报披露，2022 年铝加工产品毛利率为 13.16%，铝锭毛利率为 17.18%，贸易收入毛利率仅有 5.15%。公司不断进行营收结构优化，高毛利产品营收占比逐步提高，低毛利产品逐渐缩减，近五年来，铝加工产品和铝锭在主营业务收入中占比由 95.4% 提升至 99.1%，贸易收入占比下降至 0.85%。公司大力推进“合金化”战略，提升铝产品附加值，铝加工产品收入已超过总收入的 50%。

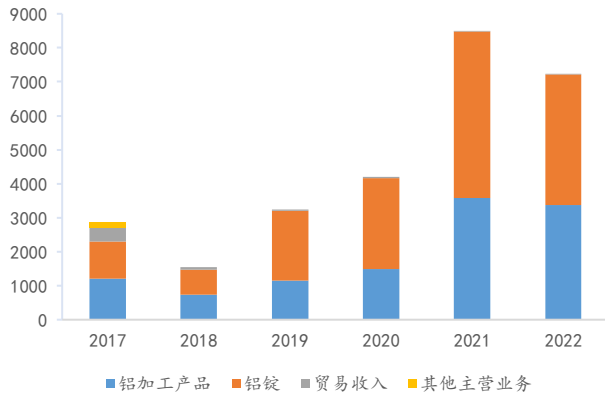
图表 8：主营业务收入构成/百万元


数据来源：wind，华福证券研究所

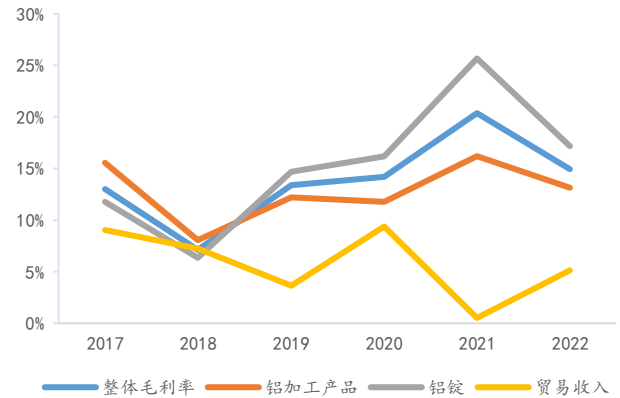
图表 9：营业成本构成/百万元


数据来源：wind，华福证券研究所

图表 10：公司毛利润构成/百万元
图表 11：公司主营业务毛利率



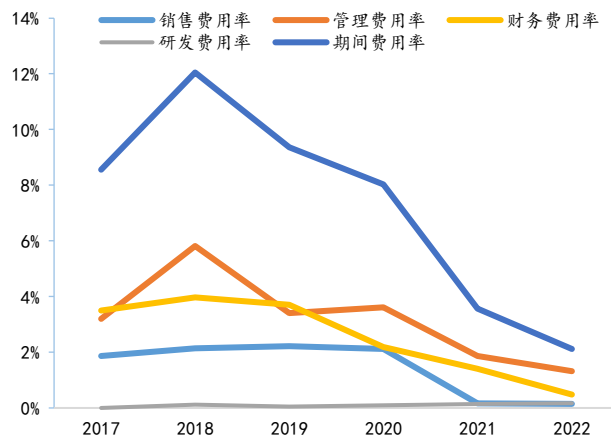
数据来源: wind, 华福证券研究所



数据来源: wind, 华福证券研究所

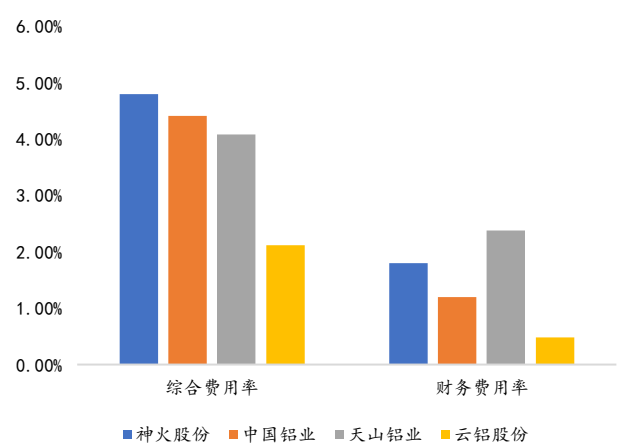
四费支出得到控制，财务费用持续降低。2022 年公司四费总额 10.27 亿元，占营业收入比重 2.12%，较上年减少 1.45 个百分点，处于行业领先水平，这主要是由于目前公司带息负债规模减少及利率降低所致。2018 年，因公司对主要设备进行了集中停产检修及有息债务本金增加等原因，导致期间费用大幅增加。2018 年以后，公司在充分发挥资源协同效应的同时进一步加强内部管理，使得销售费用率、管理费用率、财务费用率均有所降低。

图表 12: 期间费用率



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 13: 2022 年可比公司费用率对比

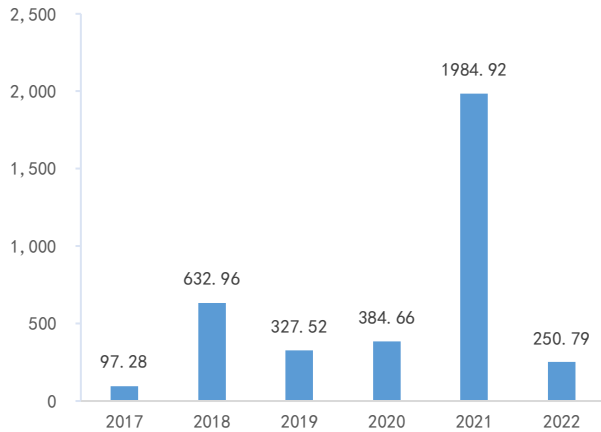


数据来源: wind, 华福证券研究所

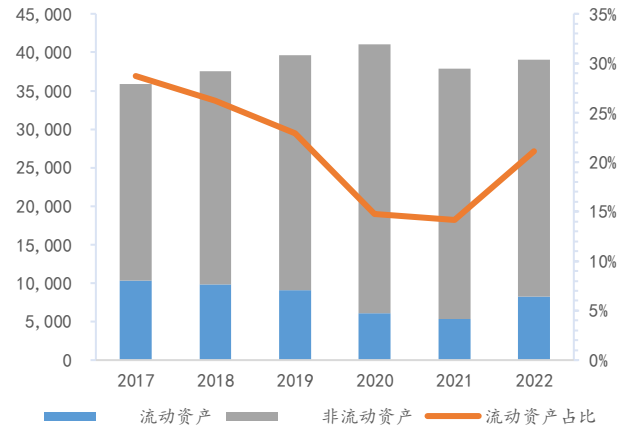
公司重视资产优化，计提资产减值，轻装上阵。近年来，公司不断针对技术落后、能耗高的老旧设备计提减值，其中 2021 年计提金额高达 19.8 亿元，主要集中在氧化铝、铝土矿、炭素等原料及配套设备领域，2022 年公司计提减值损失 2.51 亿元，同比下降 87.4%，证明公司已计提减值较充分。随着减值瘦身的推进，公司资本性资产下降，流动性资产比例有所提升。

图表 14: 公司资产减值损失/百万元

图表 15: 公司资产情况/百万元



数据来源: wind, 华福证券研究所



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 16: 公司 2022 年资产减值情况

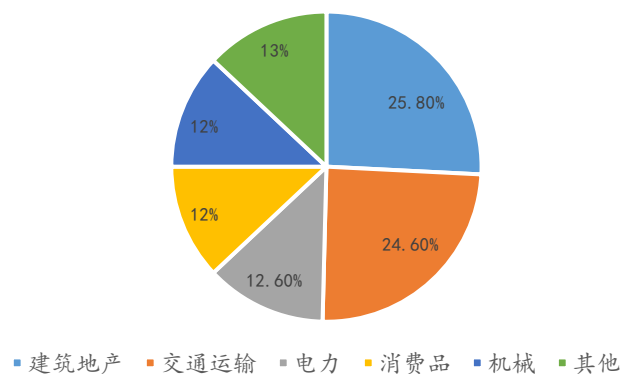
类别	子公司	减值资产	减值金额 (万元)	减值原因
存货		铝产品、加工铝产品、原材料	183.66	存货跌价
固定资产	云铝润鑫	240kA 系列电解设备	14867.46	云南省内电力供需形势严峻
	云铝消鑫	230kA 系列电解铝生产线配套设备及设施	8486.64	云南省内电力供需形势严峻
在建工程	浩鑫公司	中精轧机轧制油回收系统 1 套、3#磨床 1 台、2#分卷 1 台、合卷机 1 台、1#厚切机 1 台、2#厚切机 1 台	1901.18	设备技术落后、控制精度差

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2 行业层面: 产能天花板与稳增长需求冲突, 基本面长期向好

电解铝是通过电解熔融氧化铝而得到的成品铝, 其三大生产要素是电力、氧化铝、预焙阳极, 合计占总成本的 90%左右。其应用十分广泛, 主要应用于轻工业、电器行业、机械制造、电子行业、交通运输、冶金以及房产建筑等行业, 其中, 建筑地产和交通运输需求占比最高, 两者合计达 50%以上。随着绿色能源、环保减排的要求日益提高, 在新能源汽车、光伏电站、风电设备等新兴产业领域也正越来越多地运用。

图表 17: 2022 年电解铝下游消费结构



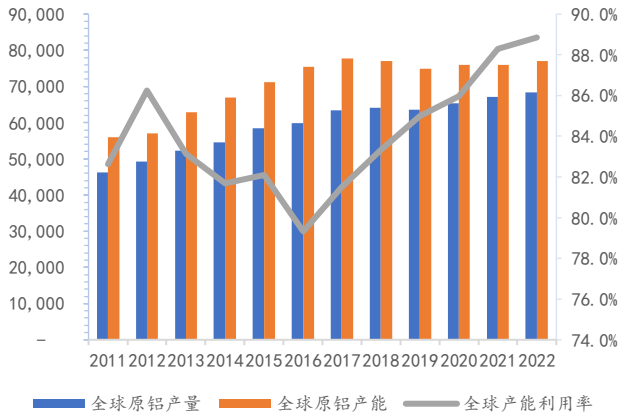
数据来源: 百川盈孚, 华福证券研究所

2.1 供应端: “双碳” 战略促使电解铝供应持续偏紧

全球电解铝生产增长缓慢, 产能利用率持续提高。在全球“碳中和”背景

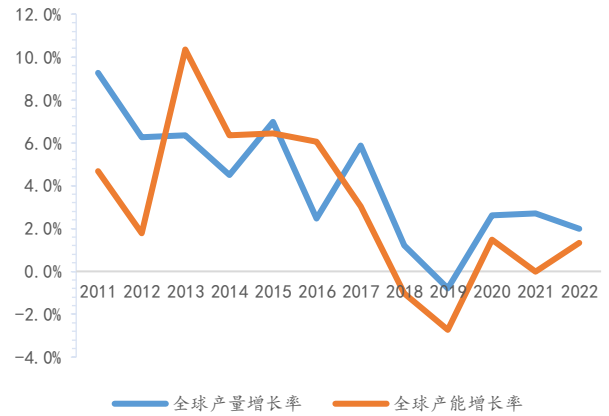
下，近年来产能增长愈发缓慢，欧洲和美国更是呈现萎缩态势，而随着经济的发展，各国对电解铝的需求量都存在不同程度的提高，只能在原有产能基础上提高产能利用率来弥补供给缺口，截至 2022 年全球产能利用率达到 88.85%，呈现紧供给局面。

图表 18：全球原铝产能及产量/千吨



数据来源：WIND，华福证券研究所

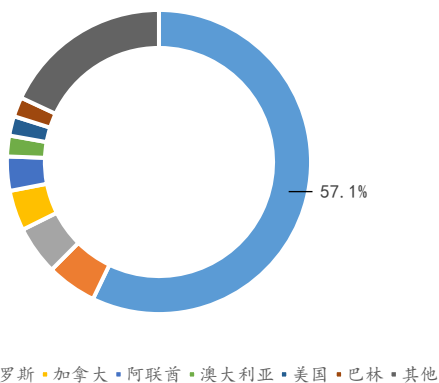
图表 19：全球原铝产能及产量增长率



数据来源：WIND，华福证券研究所

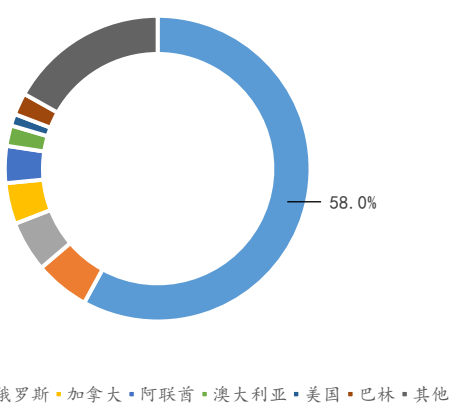
我国是电解铝供给大国，产能产量占比过半稳居全球第一。根据 USGS 数据，2022 年全球铝产能 7700 万吨，我国产能 4400 万吨，占比 57.1%；全球铝产量 6900 万吨，我国产量 4000 万吨，占比 58.0%。除我国外，印度、俄罗斯、加拿大、阿联酋为其余铝产量前五大国，合计占比 19.4%。

图表 20：全球原铝产能分布



数据来源：USGS，华福证券研究所

图表 21：全球原铝产量分布

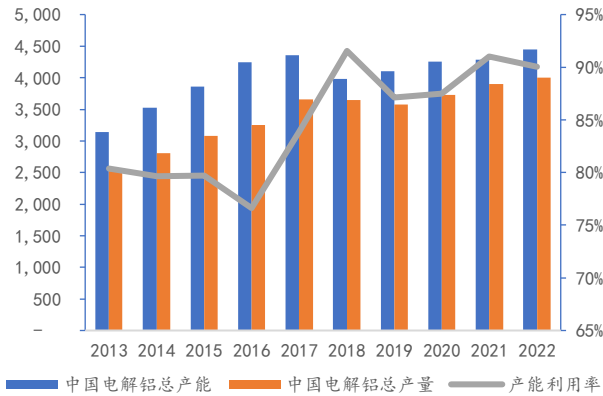


数据来源：USGS，华福证券研究所

我国电解铝产能受限，产量接近饱和。2017 年开始我国对电解铝实施供给侧改革，2018 年颁布的《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》确立了我国电解铝产能天花板为 4500 万吨，以控制行业产能的无序增长。根据阿拉丁数据，2022 年我国电解铝产能已达 4445.1 万吨，全年产量 4003 万吨，产能利用率达 90.06%，接近饱和状态。随着我国“双碳”行动进入实施，取消优惠电价、取消目录电价及上浮比例限制、施行阶梯电价等一系列能耗“双控”、限制“两高”行业的电力政策出台，预计未来新建产能有

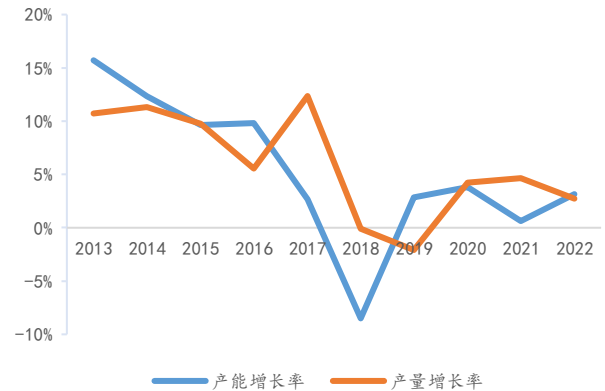
限，新投或复产产能投产不确定性加剧，产量增速将进一步放缓。

图表 22：我国电解铝产能及产量/万吨



数据来源：WIND，阿拉丁，华福证券研究所

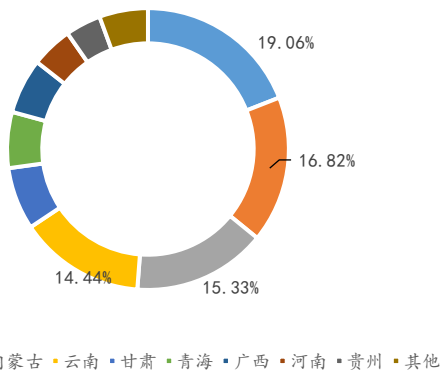
图表 23：我国电解铝产能及产量增长率



数据来源：WIND，阿拉丁，华福证券研究所

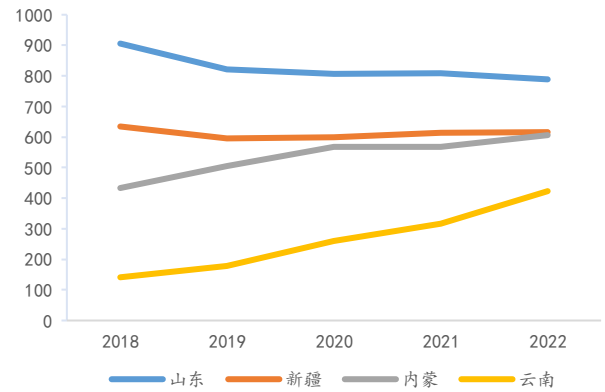
从产能分布看，我国电解铝产能分布集中。从地域分布看，山东、新疆、内蒙古、云南是目前国内最主要的电解铝生产省，合计产能占比达 60.7%。在供给侧改革和“双碳”背景下，山东部分电解铝产能继续向云南转移。从企业分布看，魏桥铝电、中国铝业、云铝股份为我国前三大电解铝生产企业，三者合计占比 30.4%。

图表 24：我国电解铝产能分布



数据来源：百川盈孚，华福证券研究所

图表 25：我国电解铝产量分布变化



数据来源：百川盈孚，华福证券研究所

图表 26：电解铝产能企业分布

序号	公司	省份	2022 年产能	占比
1	魏桥铝电	山东	5,920,000	13.4%
2	中国铝业	青海、贵州等	4,950,000	11.2%
3	云铝股份	云南	3,050,000	6.9%
4	云南宏泰	云南	2,030,000	4.6%
5	东方希望	新疆	1,900,000	4.3%
6	农六师铝业	新疆	1,800,000	4.1%
7	神火股份	新疆	1,700,000	3.8%
8	信发集团	山东	1,650,000	3.7%
9	东兴嘉峪关	甘肃	1,350,000	3.1%

10	天山铝业	新疆	1,200,000	2.7%
11	锦联铝材	内蒙	1,050,000	2.4%
12	东方希望	内蒙	850,000	1.9%
13	内蒙古创源	内蒙	800,000	1.8%
14	新疆其亚	新疆	800,000	1.8%
15	百河铝业	青海	700,000	1.6%
	其他		14,426,000	32.7%
	总计		44,176,000	

数据来源：百川盈孚，公司年报，华福证券研究所

受欧洲能源危机及国内电力紧张影响，未来供给端有所扰动。受欧洲能源危机影响，电解铝产能将继续受到扰动，2023年预计产量将减少约50万吨。国内2022年受政府限电影响，四川、云南、贵州等地减产规模达249万吨，其中四川、贵州等地目前已逐渐复产，云南受电力紧张影响追加限产80万吨，预计丰水期即5月份开始陆续复产。在不考虑未来继续限电的影响下，预计未来电解铝产量如下：

图表 27：全球电解铝产量预测/万吨

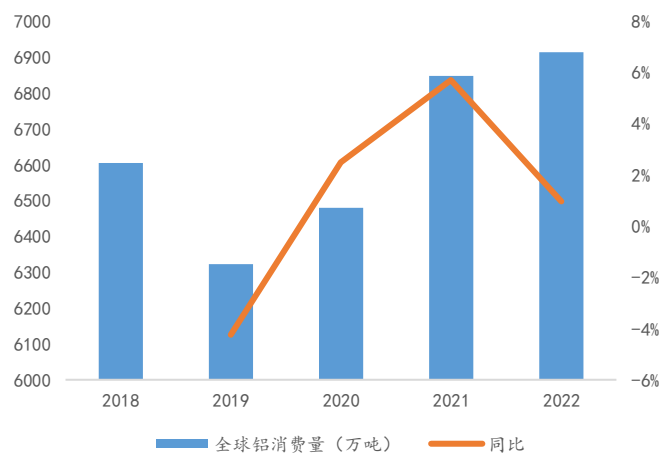
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电解铝产量	6533	6709	6842	7042	7142	7192
同比%		3%	2%	2%	1%	1%
同比				200	100	50
欧洲减产				-50	0	0
国内增加				200	50	0
海外增加				50	50	50

数据来源：WIND，华福证券研究所

2.2 需求端：稳增长政策持续发力，电动车及光伏将拉动终端需求

电解铝消费终端以建筑、交通运输、电子电力为主，其中建筑行业用铝以竣工房屋的门窗、幕墙、装饰等场景为主，交通运输行业用铝以汽车、轨道交通为主，电子电力行业用铝以电源端和输电端为主。近年来，受传统基建行业增速放缓影响，电解铝实际消费量增速也趋于缓慢，2022年全球铝消费增速仅有1%。但随着绿色能源、环保减排的要求日益提高，新能源汽车、光伏等行业增速较快，未来将贡献较多增量需求。

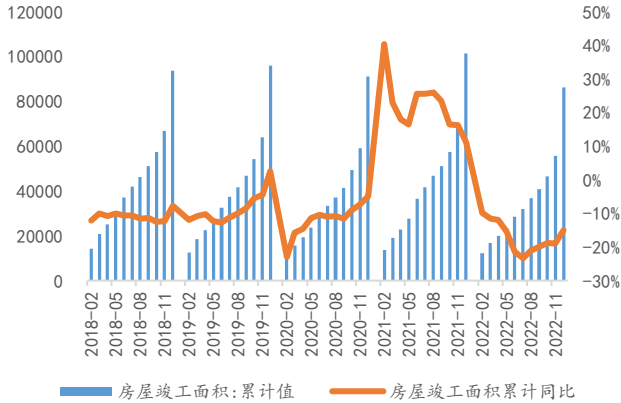
图表 28：全球铝消费量/万吨



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

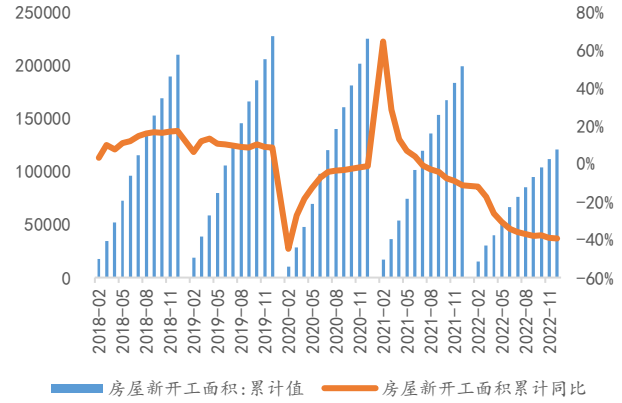
我国地产刺激政策加码, 刺激电解铝需求改善。过去一年我国陆续出台降首付、降利率等政策减少购房者成本, 以提振购房者信息, 激活房地产市场。但由于政策具有滞后性, 2022年, 房企整体开工较去年同比减少39.4%。未来在疫情影响逐渐减弱及国家频繁释放积极信号的影响下, 房地产市场逐步企稳恢复, 对铝价的压制将有所缓解。

图表 29: 房地产竣工面积累计值



数据来源: WIND, 华福证券研究所

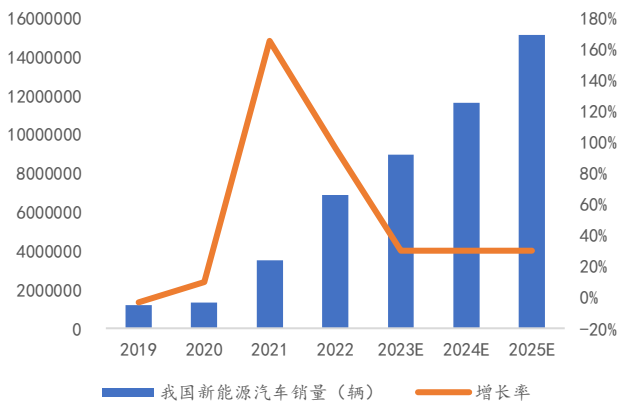
图表 30: 房地产开工面积累计值



数据来源: WIND, 华福证券研究所

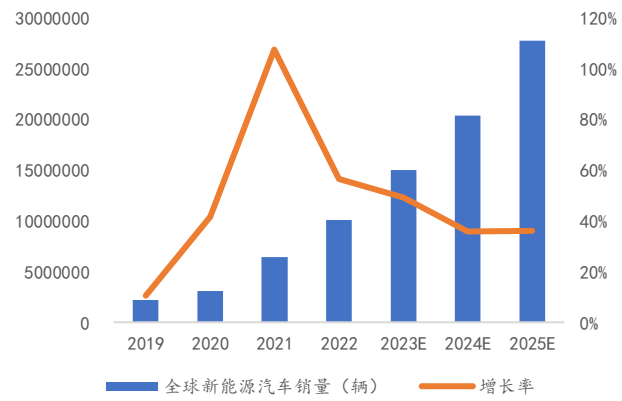
新能源汽车产销两旺, 车身轻量化趋势不断加强, 带动电解铝高需求增长。电动车铝材主要应用部件包括电池包、副车架、翼子板、四门两盖等, 较燃油车用铝范围大, 根据 SMM 数据, 纯电动汽车的单车用铝量为 292kg, 非纯电动汽车的单车用铝量为 206kg, 新能源汽车铝型材消费是传统燃油车的 3~4 倍。在双碳背景下, 各国大力鼓励新能源汽车消费, 2022 年全球新能源汽车销量达 1065 万辆, 同比增长 65%, 其中, 我国新能源汽车销量 687 万辆, 同比增长 99%。我们保守预计未来国内和海外电动车将分别保持 30%和 44%的速度稳步增长, 则 2025 年新能源汽车销量将达到 2772 万辆。

图表 31: 我国新能源汽车销量



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 32: 全球新能源汽车销量

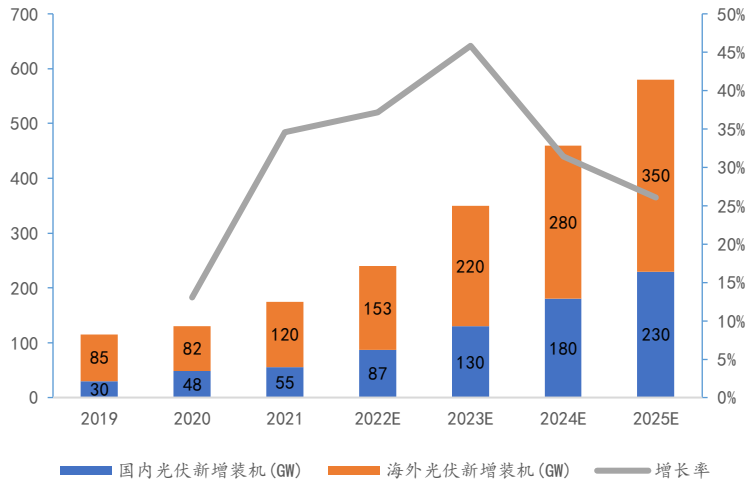


数据来源: EV Sales, 华福证券研究所

清洁能源迅猛发展, 以光伏为代表的新基建基本面向好。电解铝应用在光伏领域中主要在光伏组件边框以及支架两部分, 通过对市场主要光伏组件企业

产品的统计以及测算得出，每 GW 光伏组件边框的耗铝量在 0.9-1.1 万吨。近年来，全球光伏新增装机容量逐年增长，2021 年全球光伏装机新增 175GW，较 2020 年增长 33.6%。在国家对新能源高度重视的背景下，预计未来光伏新增装机容量将继续稳步增长。

图表 33：全球光伏装机预期



数据来源：CPIA, IEA, 华福证券研究所

假设全球新能源汽车、光伏的用铝量稳步增长，国内房地产逐渐回暖，我们预测 2023-2025 年全球电解铝需求量为 7203/7515/7890 万吨，同比增长约 4%/4%/5%。

图表 34：全球电解铝需求预测/万吨

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内地产需求	1,024	1,077	1,041	1,052	1,062	1,073
国内新能源汽车	33	88	176	229	297	387
国内光伏需求	48	55	87	130	180	230
国内其他需求	2,687	2,769	2,731	2,786	2,841	2,898
国内电解铝需求	3,792	3,989	4,035	4,196	4,381	4,587
同比	8%	5%	1%	4%	4%	5%
国外新能源汽车	42	74	107	154	222	319
国外光伏需求	83	120	153	220	280	350
国外其他需求	2,561	2,664	2,617	2,633	2,633	2,633
国外电解铝需求	2686	2858	2877	3007	3134	3302
同比	-4%	6%	1%	4%	4%	6%
全球电解铝需求	6,478	6,847	6,912	7,203	7,515	7,890
同比	2%	6%	1%	4%	4%	5%

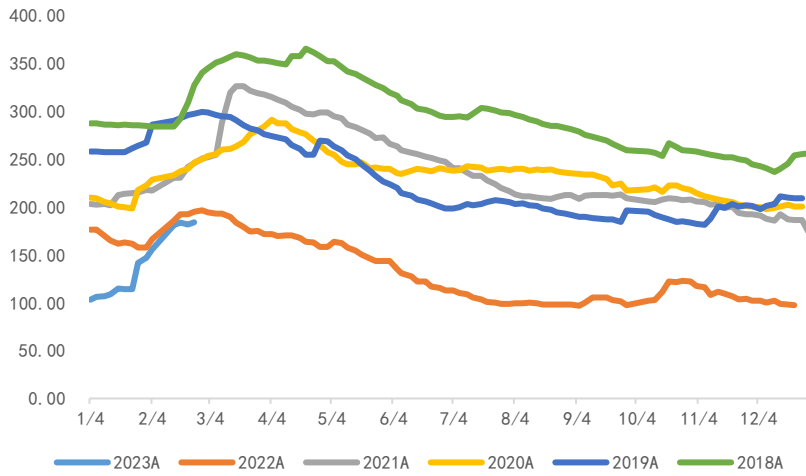
数据来源：WIND, 百川盈孚, 华福证券研究所

2.3 价格：供需矛盾下电解铝价格将维持强势

全球电解铝库存逐年减少，未来将在很长一段时间中处于供不应求状态，价格将持续强势。2022 年，国内电解铝平均价格为 19923 元/吨，较 2021 年增长 5.5%。在双碳背景下，全球电解铝产量增长空间有限，而国内在新能源汽车、光伏等产业的快速发展下，电解铝的需求将迅速扩张，供给缺口进一步扩大，

支撑电解铝价格。基于供需平衡表，我们保守预计 2023-2025 年电解铝的平均价格分别为 21000/23000/23000 元/吨。

图表 35：全球电解铝库存/万吨



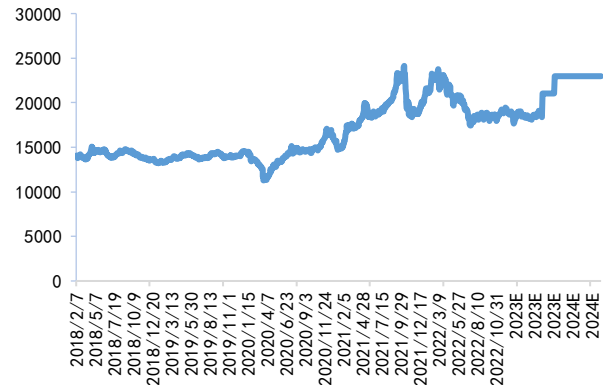
数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 36：电解铝供需平衡表/万吨

年份	全球电解铝供给	全球电解铝需求	供需平衡
2020	6533	6478	54
2021	6709	6847	-138
2022	6842	6912	-70
2023E	7042	7203	-161
2024E	7142	7515	-374
2025E	7192	7890	-698

数据来源：百川盈孚，阿拉丁，华福证券研究所

图表 37：价格走势及预测



数据来源：百川盈孚，华福证券研究所

3 公司层面：一体化成本优势突出，绿电构筑核心竞争力

3.1 上游核心原料自给自足，成本优势突出

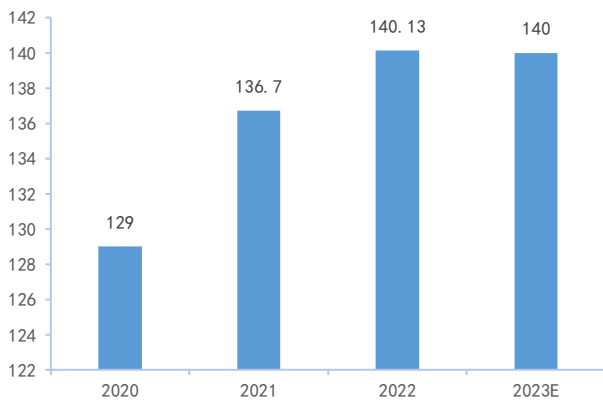
电解铝主要的竞争是成本竞争，其三大成本要素是电力、氧化铝、预焙阳极，合计占总成本的 90%左右，其中，氧化铝的原材料是铝土矿、碱及燃料。基于此，公司形成了部分配套的铝土矿资源、氧化铝、阳极炭素以充分发挥成本优势。

铝土矿：锁定上游优质资源，夯实原材料供应。截至 2021 年 8 月，公司全资子公司云铝文山拥有 5 个采矿权和 18 个探矿权，仅公司拥有的采矿权和正在办理“探转采”程序的 4 个探矿权合计保有铝土矿资源净矿量约为 6970 万吨，其中，5 个采矿权按照 140 万吨/年产能计算，预计可开采 3-4 年，4 个探矿权预计可开采 10 年左右。除此之外，为获得位于老挝净矿量约 1.4 亿吨的三水铝土

矿控制权，公司正积极与老挝中老铝业老股东协商股权交割事项。

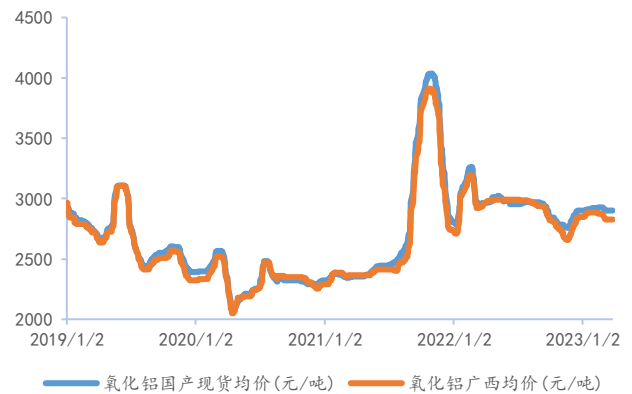
氧化铝：产量稳步增长，目前已实现满产。依托自有铝土矿资源优势，云铝文山已形成年产 140 万吨氧化铝生产规模，2020-2022 年公司生产氧化铝 129.0/136.7/140.10 万吨，实现逐年稳步增长。按照每吨电解铝耗用 2 吨氧化铝简单测算，公司目前氧化铝可满足当地 70 万吨电解铝生产需求。对于其余外购部分，由于公司靠近广西百色氧化铝主产区，氧化铝价格相较国内其他区域价格偏低，公司氧化铝成本方面仍具有相对优势。

图表 38：公司氧化铝产量/万吨



数据来源：公司年报，华福证券研究所

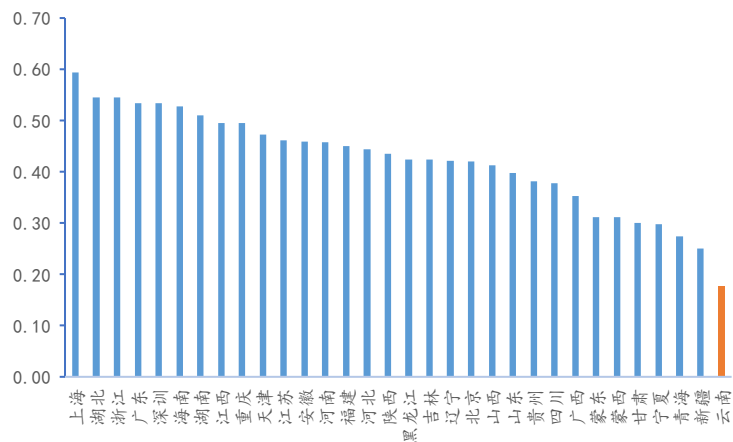
图表 39：各地区氧化铝毛利情况（元/吨）



数据来源：百川盈孚，华福证券研究所

电力：依托云南丰富的水电资源，公司电力成本具备相对优势。自 2021 年 9 月云南取消优惠电价后，电价随行就市，据国家电网数据，云南是全国电价最低的省份。由于云南电力结构单一，水电占比接近 80%，受干湿季分明影响，公司枯水期（12 月至次年 4 月）的电力成本在 0.45-0.46 元/度，丰水期（6-10 月）用电成本 0.33 元/度左右。

图表 40：我国各地区电力成本（元/度）



数据来源：国家电网，华福证券研究所

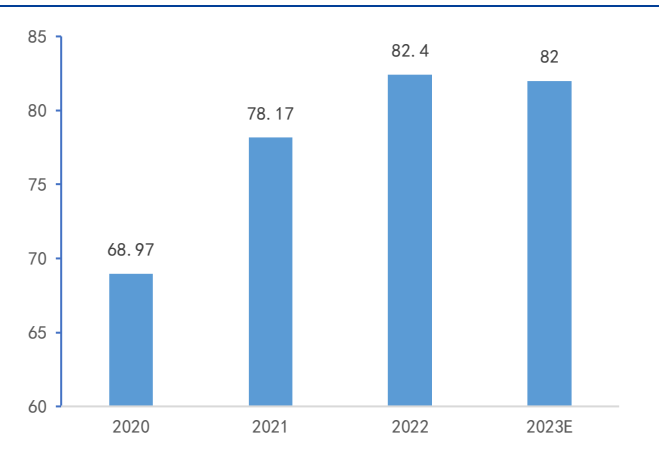
预焙阳极：优越产地位置打造成本优势。公司具备铝用阳极炭素产能 80 万吨，石墨化阴极产能 2 万吨，除此之外，与索通发展合资建设年产 90 万吨阳极炭素项目也已顺利投产，公司权益炭素产能达到 113.5 万吨，公司铝用炭素自给

率得到进一步提升，按照每吨电解铝耗用 0.5 吨阳极炭素简单测算，公司目前炭素可满足 227 万吨电解铝生产需求。

图表 41：公司阳极炭素权益产能/万吨

公司	产能	权益	权益产能	可满足电解铝需求
云铝源鑫	80	100%	80	160
索通云铝	90	35%	33.5	67
合计	170		113.5	227

数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 42：公司阳极炭素产量/万吨


数据来源：公司年报，华福证券研究所

综上，由于氧化铝和阳极炭素的自给率大幅提高，低电力成本优势继续保持，公司的电解铝成本在整个行业中处于领先地位，根据百川盈孚统计，2022 年电解铝行业全年平均加权成本约为 17500 元/吨，公司铝锭平均成本仅为 15400 元/吨，具备约 2100 元/吨的成本优势。

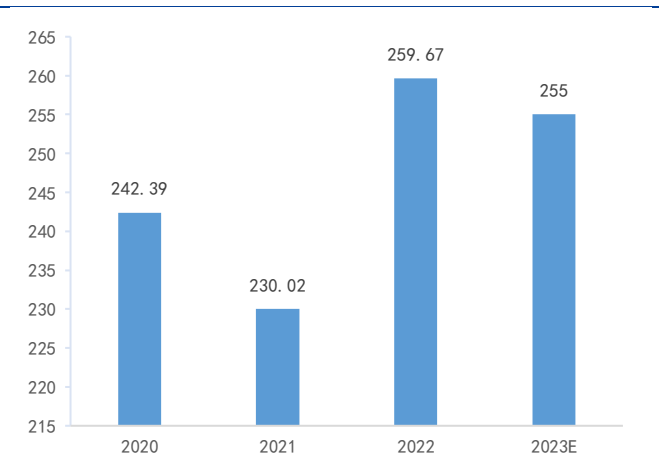
3.2 电解铝：产量释放稳定，为下游加工提供基础

电解铝产能位居云南省第一。公司目前已建成电解铝总产能 310 万吨，其中合规产能 305 万吨，占云南省总建成产能的 54.4%，权益产能 254 万吨。由于云南水电占比超过 80%，枯水期限电常态化，产量难以达到满产状态。2021 年受能耗管控和枯水期缺电双重影响，公司电解铝产量 230.02 万吨，同比下降 4.41%；2022 年 9 月以来，云南省因电力供需形势严峻，实施了能效管理，面对限电的不利影响，公司通过安排设备检修维护、合理组织生产、优化产品结构等方式积极应对，保持生产稳健运行，全年电解铝产量 259.67 万吨，同比增加 12.89%，达近三年来最高水平。

图表 43：公司电解铝权益产能/万吨

公司	产能	权益	权益产能
本部	20	100%	20
云铝涌鑫	32	67.33%	22
云铝润鑫	25	70.14%	17
云铝泽鑫	30	100%	30
云铝清鑫	38	94.35%	36
云铝海鑫	70	75%	52
云铝溢鑫	45	59.97%	27
云铝文山	50	100%	50
合计	310		254

数据来源：百川盈孚，公司年报，华福证券研究所

图表 44：公司电解铝产量/万吨


数据来源：公司年报，华福证券研究所

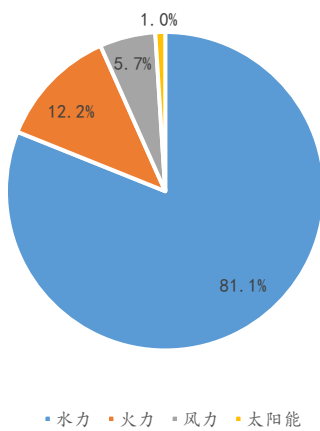
图表 45：云南省限产政策对公司影响

时间	云南省限产政策	对公司影响
2021 年 9 月	《关于坚决做好能耗双控有关工作的通知》	受限电影响，公司减少电解铝产能约 77 万吨，同时，公司控股子公司云铝海鑫已建成的鲁甸 6.5 级地震灾后恢复重建水电铝项目二期 38 万吨产能也未能按原计划投产运行。
2022 年 9 月	《关于紧急启动电解铝用能管理的通知》	以停槽方式开展用能管理，9 月 14 日前压降用电负荷 10%。
2023 年 2 月	云南电网通知	公司（含公司全资子公司云铝文山电解铝生产线）按电网要求配合调整生产组织，在开展用能管理期间公司的电解铝产量将相应减少，同时公司将及时优化安排好全年的设备检修工作。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

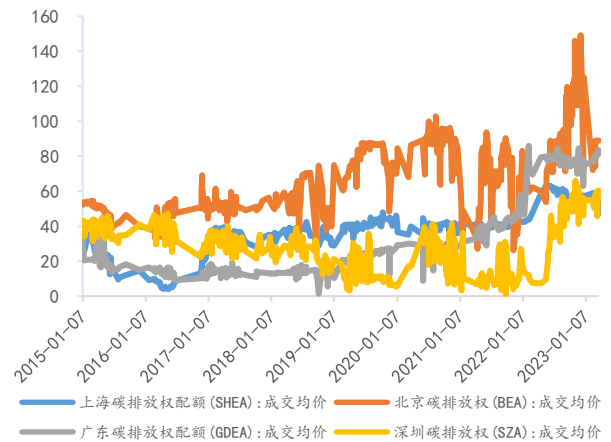
公司是国内最大的绿色铝供应商，绿电占比达 88.6%。依托云南省丰富的绿色电力优势，2022 年公司生产用电结构中绿电比例达到约 88.6%，与煤电铝相比，碳排放仅为煤电铝的 20%。在国内“碳达峰、碳中和”战略背景下，高耗能行业纳入碳排放交易已是势在必行，随着国内、国际碳排放市场的逐步建立和碳关税的征收，市场更加关注供给端的单位能耗和碳排放水平，云南绿色铝优势将会进一步凸显，消费增长空间潜力巨大。

图表 46：云南省发电结构



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 47：我国主要城市碳排放均价（元/吨）

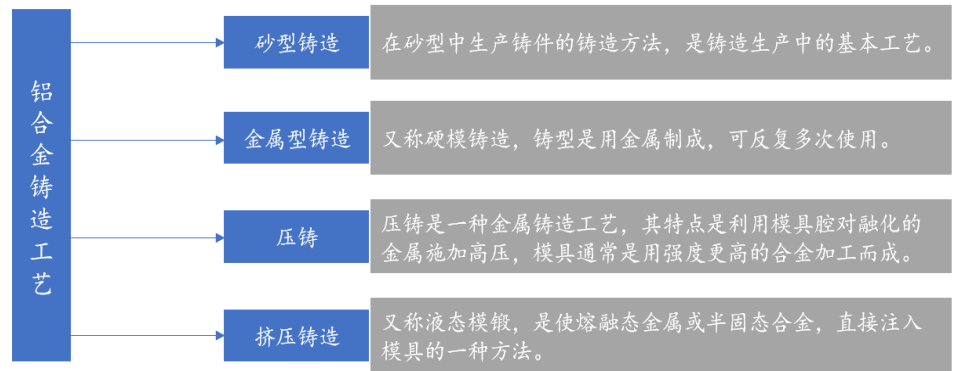


数据来源：WIND，华福证券研究所

3.3 铝加工：“合金化”为公司主要发展方向

依托上游自产电解铝液，公司大力推进“合金化”战略，致力于扩大铝的应用和向中高端产品升级，研发并产业化生产铝焊材、高精铝、IT 用高端铝合金、新型锻造轮毂用铝合金、航空用铝合金、3N 铝锭等具有差异化竞争优势的新产品，目前，公司铝加工合金化率已达到 50% 以上。其中，原铝系铸造铝合金(A356.2)、铝扁锭、铝焊材等是公司在行业内最具竞争优势的合金产品，2022 年公司铸造铝合金销量同比增长约 10%，国内市场占有率达 26% 左右，处于行业领先地位。

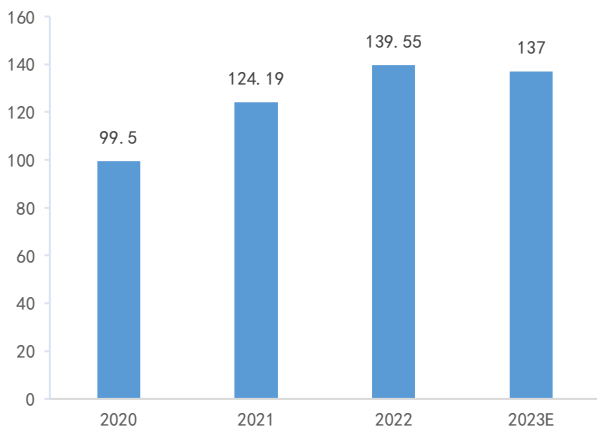
图表 48：铝合金铸造工艺



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

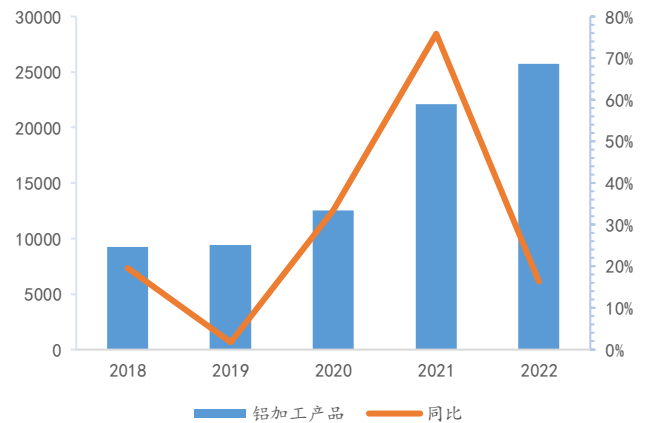
公司同时持续开拓高品质铝锭及高精铝的市场份额，拓展广泛应用于军工、轨道交通、电子等高端领域的高质量产品市场渠道，充分发挥绿色品牌效益、规模化效应。2022年，公司实现铝合金及铝加工产量 139.55 万吨，同比增长 12.37%，产量再创新高，实现收入 257.12 亿元，同比增长 16.4%，产品结构得到进一步优化。

图表 49：铝合金及铝加工产量/万吨



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 50：铝合金及铝加工收入/百万元



数据来源：公司年报，华福证券研究所

4 盈利预测及估值

4.1 核心假设

产销量：假设公司在既有产能下产量保持稳定，且每年均能够实现满销。公司电解铝运行产能为 305 万吨，但受云南季节性限产影响，产能很难实现满产，根据 2023 公司内部经营管理计划，预计 2023-2025 年电解铝产量稳定在 255 万吨；由于公司大力推进“合金化”战略，预计下游铝加工产品产量将逐步提升，假设 2023-2025 年铝合金及铝加工产品产销量为 140/145/155 万吨，考虑到公司采用自产铝锭进行铝合金加工，则电解铝销量为 115/110/100 万吨。

价格：受电解铝市场供求关系影响，价格将进一步提升。预计 2023-2025 年电解铝含税价分别为 21000/23000/23000 元/吨，铝合金及铝加工产品采取“铝价+加工费”的定价模式，假设加工费保持不变，预计铝加工产品平均含税售价为 21920/23920/23920 元/吨。

成本：随着氧化铝和预焙阳极价格的回落，电解铝和铝加工产品成本都将下降。考虑到市场整体偏宽松，预计氧化铝 23-25 年价格分别较 22 年回落 100/150/250 元/吨，预焙阳极回落 550/750/950 元/吨，公司自产氧化铝和预焙阳极仅能满足 27%和 64%的电解铝需求，预计 2023-2025 年电解铝单位生产成本为 15184/15088/14926 元/吨，铝加工产品单位生产成本为 15784/15688/15527 元/吨。

4.2 盈利预测

随着公司产能释放和下游拓展。我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 489.8、535.3、536.1 亿元，分别同比+1.07%、+9.30%、+0.15%；毛利 89.8、137.5、141.8 亿元，毛利率 18.34%、25.69%、26.46%。

图表 51：盈利预测

业务	指标	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电解铝	产量	万吨	230.02	259.67	255.00	255.00	255.00
	销量	万吨	105.83	120.12	115.00	110.00	100.00
	营业收入	百万元	19,120.41	22,336.73	21,371.68	22,389.38	20,353.98
	成本	百万元	14,212.10	18,499.46	17,461.60	16,596.30	14,926.48
	毛利率	%	25.67%	17.18%	18.30%	25.87%	26.67%
铝加工	产量	万吨	124.19	139.55	140.00	145.00	155.00
	销量	万吨	124.19	139.55	140.00	145.00	155.00
	营业收入	百万元	22,085.87	25,712.12	27,157.86	30,694.16	32,811.00
	成本	百万元	18,508.11	22,329.43	22097.89	22747.24	24066.37
	毛利率	%	16.20%	13.16%	18.63%	25.89%	26.65%
其他业务	营业收入	百万元	462.54	414.18	450.00	450.00	450.00
	成本	百万元	460.12	392.84	437.23	437.23	437.23
	毛利率	%	0.52%	5.15%	2.84%	2.84%	2.84%
总计	营业收入	百万元	41,668.82	48,463.02	48,979.55	53,533.54	53,614.98
	YOY	%	40.90%	16.31%	1.07%	9.30%	0.15%
	营业成本	百万元	33,180.33	41,221.73	39,996.73	39,780.76	39,430.08
	毛利	百万元	8,488.49	7,241.29	8,982.82	13,752.78	14,184.90
	YOY	%	102.17%	-14.69%	24.05%	53.10%	3.14%
	毛利率	%	20.37%	14.94%	18.34%	25.69%	26.46%

数据来源：公司公告、华福证券研究所

期间费用率

公司综合期间费用率明显低于同行业，自 2018 年以来逐年下降，成本控制能力明显优于同行业。假设 2023-2025 年销售费用率、管理费用率均维持在 2022 年水平，分别为 0.15%/1.32%；考虑到公司重视研发投入，我们预计 2023-2025 的研发费用率分别为 0.2%/0.22%/0.24%。

4.3 估值及投资建议

选取国内铝行业公司天山铝业、中国铝业和南山铝业作为可比公司，以 2023 年 5 月 16 日收盘价计算，可比公司 2023-2024 年预测 PE 均值分别为 10.3/8.6 倍。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 55.10/91.84/96.33 亿

元，对应 EPS 为 1.59/2.65/2.78 元/股。2023 年 5 月 16 日公司收盘价 13.04 元，对应 23-24 年 PE 为 8.2/4.9 倍，估值均低于行业平均水平。2023 年按照行业平均给予公司 10.3 倍 PE，对应目标价 16.38 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 52：可比公司估值

证券代码	可比公司	EPS (元)			PE			最新股价
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
002532.SZ	天山铝业	0.6	0.8	1.0	11.6	8.4	6.6	6.6
601600.SH	中国铝业	0.2	0.4	0.5	23.7	12.7	10.5	5.7
600219.SH	南山铝业	0.3	0.3	0.4	9.8	9.8	8.8	3.2
	平均	-	-	-	15.0	10.3	8.6	-

数据来源：Wind、华福证券研究所

5 风险提示

电解铝价格不及预期

公司整体销售利润主要受铝价影响，若受宏观因素影响，经济增速缓慢，下游需求不及预期，或将导致铝价大幅下降，将会对公司盈利产生负面影响。

图表 53：铝价对 2023-2025 年公司业绩的敏感性测试

	电解铝价格 (元/吨)					
	2023 年	19000	20000	21000	22000	23000
净利润 (百万元)	2821	4777	6734	8690	10646	
归母净利润 (百万元)	2308	3909	5510	7111	8712	
EPS	0.67	1.13	1.59	2.05	2.51	
	2024 年	21000	22000	23000	24000	25000
净利润 (百万元)	7250	9197	11143	13090	15036	
归母净利润 (百万元)	5976	7580	9184	10788	12392	
EPS	1.72	2.19	2.65	3.11	3.57	
	2025 年	21000	22000	23000	24000	25000
净利润 (百万元)	7775	9711	11646	13582	15517	
归母净利润 (百万元)	6431	8032	9633	11234	12835	
EPS	1.85	2.32	2.78	3.24	3.70	

数据来源：华福证券研究所

原材料和能源价格波动风险

公司的原材料和能源价格出现大幅波动时，若公司不能有效地将原材料和能源价格上涨压力转移到下游，或将影响公司业绩。

云南限电影响超预期

受季节性影响，枯水期限电常态化，电力供应不足超预期将会带动公司产量大幅下降，从而影响公司业绩。

图表 54：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,045	8,579	20,097	32,071	营业收入	48,463	48,980	53,534	53,615
应收票据及账款	960	553	577	547	营业成本	41,222	39,997	39,781	39,430
预付账款	120	120	119	118	税金及附加	362	450	454	442
存货	3,918	4,914	4,496	4,175	销售费用	71	73	80	80
合同资产	0	0	0	0	管理费用	640	647	707	708
其他流动资产	203	391	428	428	研发费用	83	98	118	129
流动资产合计	8,246	14,558	25,717	37,340	财务费用	233	104	-152	-345
长期股权投资	489	489	489	489	信用减值损失	18	8	9	8
固定资产	24,379	23,229	22,205	21,298	资产减值损失	-251	-200	-100	-50
在建工程	474	574	574	474	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	3,126	3,053	2,940	2,781	投资收益	121	39	43	47
商誉	0	0	0	0	其他收益	12	10	10	10
其他非流动资产	2,346	2,189	2,207	2,218	营业利润	5,905	7,568	12,588	13,236
非流动资产合计	30,814	29,534	28,415	27,260	营业外收入	7	6	8	5
资产合计	39,059	44,092	54,132	64,600	营业外支出	5	8	5	6
短期借款	470	500	500	500	利润总额	5,907	7,566	12,591	13,235
应付票据及账款	5,812	5,873	5,823	5,535	所得税	639	832	1,448	1,588
预收款项	0	0	0	0	净利润	5,268	6,734	11,143	11,647
合同负债	138	275	281	245	少数股东损益	699	1,223	1,959	2,014
其他应付款	260	288	299	288	归属母公司净利润	4,569	5,511	9,184	9,633
其他流动负债	2,367	1,798	1,808	2,037	EPS (按最新股本摊薄)	1.32	1.59	2.65	2.78
流动负债合计	9,047	8,734	8,711	8,605					
长期借款	4,377	3,377	2,877	2,377					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	359	464	440	420					
非流动负债合计	4,736	3,841	3,317	2,797					
负债合计	13,783	12,575	12,027	11,403					
归属母公司所有者权益	22,351	27,368	35,997	45,075					
少数股东权益	2,925	4,149	6,108	8,122					
所有者权益合计	25,277	31,517	42,105	53,197					
负债和股东权益	39,059	44,092	54,132	64,600					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,914	8,241	13,118	12,985
现金收益	7,284	8,846	12,902	13,127
存货影响	-876	-996	418	322
经营性应收影响	-624	606	77	80
经营性应付影响	594	89	-40	-298
其他影响	537	-305	-239	-246
投资活动现金流	-1,033	-655	-610	-493
资本支出	1,256	-886	-774	-660
股权投资	-82	0	0	0
其他长期资产变化	-2,207	231	164	167
融资活动现金流	-4,589	-2,052	-990	-518
借款增加	-3,340	-1,469	-566	-289
股利及利息支付	-896	-930	-881	-848
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-353	347	457	619

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	16.3%	1.1%	9.3%	0.2%
EBIT 增长率	16.4%	24.9%	62.2%	3.6%
归母公司净利润增长率	37.7%	20.6%	66.7%	4.9%
获利能力				
毛利率	14.9%	18.3%	25.7%	26.5%
净利率	10.9%	13.7%	20.8%	21.7%
ROE	18.1%	17.5%	21.8%	18.1%
ROIC	22.8%	24.0%	29.6%	24.4%
偿债能力				
资产负债率	35.3%	28.5%	22.2%	17.7%
流动比率	0.9	1.7	3.0	4.3
速动比率	0.5	1.1	2.4	3.9
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.1	1.0	0.8
应收账款周转天数	4	6	4	4
存货周转天数	30	40	43	40
每股指标 (元)				
每股收益	1.32	1.59	2.65	2.78
每股经营现金流	1.99	2.38	3.78	3.74
每股净资产	6.45	7.89	10.38	13.00
估值比率				
P/E	10	8	5	5
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	91	75	50	49

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfbzq.com.cn