

## 固定收益研究/专题研究

2019年03月26日

张继强 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

# 盈利底部，龙头仍有较好安全边际

## 铝行业信用报告

### 相关研究

- 1 《固定收益研究：微观活才能宏观稳》  
2019.03
- 2 《固定收益研究：中国债券纳入国际债券指数展望》  
2019.03
- 3 《固定收益研究：CPI：猪价掀波澜？》  
2019.03

### 核心观点：行业盈利处于底部，龙头铝企具有较强抗风险能力

目前电解铝价格仍未见明显起色，铝行业盈利仍处于底部，上游原料及能源价格仍处于较高位置、成本高企，铝企盈利基本处于底部位置。除新疆、内蒙古等地电解铝企业成本竞争力较强外，其他省份铝企 2019 年亏损压力仍较大。财务上，中游铝企负债率整体偏高，短期债务压力偏大，当前更需关注企业流动性保持情况。2019 年铝企行权偿债较为集中，弱资质铝企集中偿付风险较突出，但是对宏桥、南山、中铝等行业龙头，成本、技术、再融资和外部支持的综合竞争力较优，仍具有较强的抗风险能力。

### 行业基本面：铝价走低，中游成本压力增大

铝行业上游是铝土矿采选，中游产品主要是氧化铝、电解铝（铝锭或铝水等），下游是铝材加工。受低铝价影响，目前电解铝企业开工率不高，但是社会库存相比历年同期已处于较高水平，反映处较弱需求基本面。成本端，供给侧改革以来，上游原料和能源成本持续上行，中游铝企盈利环境削弱，仅以新疆为代表的低成本省份电解铝企业仍能保持一定盈利。政策面，环保、电力政策变动或将进一步削弱铝企燃煤自备电厂的成本竞争力。考虑海外铝土矿项目投建进展，未来原料端对铝价支撑可能会有所减弱。

### 区位对铝企成本控制能力影响较大

氧化铝企业多具有资源依赖的特点，国内产能普遍分布在矿山、沿海地区。电解铝企业普遍设立自备电厂降低对相对高成本电网的依赖，所需煤炭多临近采购、新疆地区优势较大；物流成本主要涉及氧化铝采购运输和电解铝销售，西北和华北离主要消费区域偏远产生相对更大运费，新疆地区劣势更为突出；政策方面，自备电厂需要缴纳政府性基金及附加、交叉性补贴等费用，但是各地执行标准不同，对成本影响也各不相同。

### 成本控制能力是中游铝企竞争力核心

氧化铝企业成本主要集中在原料采购和物流，近期受原料价格上涨制约较大。电解铝企业成本控制在于提升技术、氧化铝获取、降低电价、控制费用等方面，目前氧化铝价格下，自备和外购已明显成本优势，降低电价则主要取决于低能源成本，新疆企业的低煤价优势和氧化铝物流劣势能较大程度互补。企业层面，电解铝产能位于内蒙古的正才控股、山东的南山铝业完全成本水平较低，神火股份、青海投资集团和中孚实业完全成本竞争力偏弱。

### 财务方面：关注企业流动性保持情况

中游企业负债率多居高位，债务压力较大，近年铝价高位时间较短，财务修复特征不明显，下游加工企业负债率相对偏低；盈利方面，近期改善区间集中在 2016-2017 年，2018 年以来由于铝价回撤和原料价格上行，利润情况边际弱化；现金流方面，经营及投资活动现金流均有收缩趋势；偿债能力方面，行业景气下行背景下，关注企业流动性保持情况，山东宏桥、南山铝业、辽宁忠旺流动性储备相对较好，短期偿债能力尚可。

### 龙头铝企融资环境较优，抗风险能力突出

山东宏桥、魏桥铝电规模和行业地位突出，目前成本端仍有较强竞争力，南山集团和南山铝业全产业链布局，兼具成本和加工技术竞争力，上述龙头民营铝企流动性储备充裕，自身偿债能力较强；中铝集团、中国铝业和云冶集团作为央企发债主体，成本端的竞争力相对偏弱，但是具有更强力外部支持。目前龙头铝企的融资环境改善明显、整体较优，综合竞争力和抗风险能力较强，相比弱势铝企具有一定避风港属性。

风险提示：铝价超跌风险；短期流动性风险。

## 正文目录

行业基本面：铝价走低，中游成本压力增大 .....	4
信用资质分析：成本控制和流动性保持是重要关注点 .....	8
股东背景：民企数量较多 .....	8
业务竞争力：成本控制是核心 .....	8
大部分企业布局集中在中游氧化铝和电解铝板块 .....	8
铝土矿成本上行，氧化铝厂商利润被压缩 .....	9
电解铝技术水平差异影响有限，区位不同对成本控制有较大影响 .....	9
新疆电力和氧化铝成本优劣势互补，部分企业人工和财费成本较高 .....	11
加工业务：产品技术溢价多难以量化判断，需关注过度投资行为 .....	11
财务分析：负债率整体偏高，偿债能力边际弱化，流动性分化 .....	12
中游企业负债率多居高位，债务压力较大，近年财务修复特征不明显 .....	12
盈利改善区间短暂，2018年以来边际弱化 .....	12
经营及投资活动现金流均有收缩趋势 .....	13
行业景气下行背景下，关注业内企业流动性储备情况 .....	14
铝信用债情况及投资建议 .....	15
风险提示： .....	16

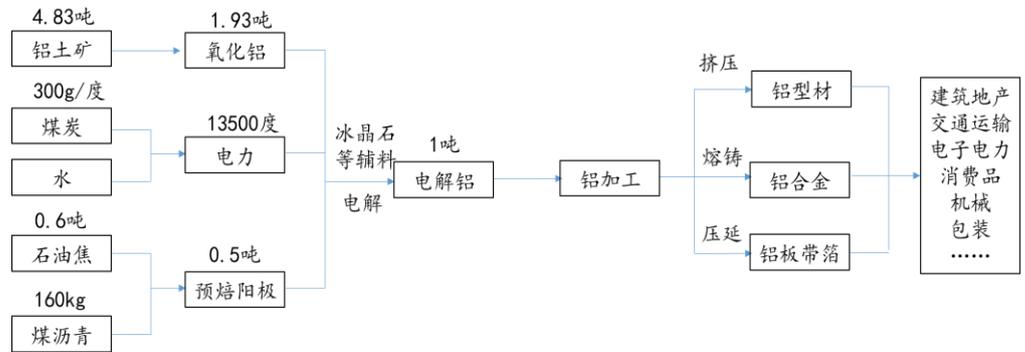
## 图表目录

图表 1: 铝产业链结构.....	4
图表 2: 2018 年铝土矿进口量创新高 (万吨) .....	5
图表 3: 氧化铝产量持续上升, 进口依存下降 (万吨) .....	5
图表 4: 国内电解铝现货库存 (周度) 仍居近年高位 (万吨、%) .....	5
图表 5: 电解铝近年价格及期货库存情况 (元/吨、吨) .....	5
图表 6: 电解铝及上游主要货种价格累计涨幅 (%、以 2016 年 1 月 1 日为基期) .....	6
图表 7: 电解铝市价逼近厂商完全成本 (元/吨) .....	6
图表 8: 电解铝企业自备电政府性基金等费用趋势上行 (元/度) .....	7
图表 9: 国内铝土矿进口结构情况 (%) .....	7
图表 10: 海外主要建成和在建铝土矿项目 (万吨) .....	7
图表 11: 发债铝企基本情况 (亿元) .....	8
图表 12: 2017 年末铝行业发债主体产业布局 (万吨) .....	9
图表 13: 氧化铝企业吨利润估算 (万吨) .....	9
图表 14: 除中铝外其他企业电解铝分布集中 (万吨) .....	10
图表 15: 2017 年铝企电力自给率差异 (%) .....	10
图表 16: 新疆煤价显著低于疆内地区 (元/吨) .....	10
图表 17: 2018 年主要电解铝企业吨成本拆分 (不含税、亿元) .....	11
图表 18: 近年主要铝加工企业累计或计划投资额与建设产能情况对比 (亿元) .....	12
图表 19: 铝行业公司负债情况对比 (%、亿元) .....	12
图表 20: 铝行业公司盈利情况对比 (%) .....	13
图表 21: 铝行业公司净现金流情况对比 (亿元) .....	14
图表 22: 铝行业公司偿债能力对比 (倍、亿元) .....	14
图表 23: 铝发债主体及其存量债情况 (亿元) .....	15
图表 24: 2018 年至 2019 年 3 月 15 日发债情况 (亿元) .....	15
图表 25: 截至 2019 年 3 月 15 日铝企存量债行权到期情况 (亿元) .....	15
图表 26: 2017、2018H1 债务成本估算 (%) .....	16
图表 27: 2019 年铝企发债加权票面利率有所下降 (亿元) .....	16

## 行业基本面：铝价走低，中游成本压力增大

铝行业上游是铝土矿采选，中游产品主要是氧化铝、电解铝（铝锭或铝水等），下游是铝材加工。氧化铝和电解铝均是铝行业中游主要产品，电解铝既可以通过氧化铝电解生产，也可以通过废铝再生获得，且是下游铝材加工的原料，在产业链中处于较核心位置。

图表1：铝产业链结构



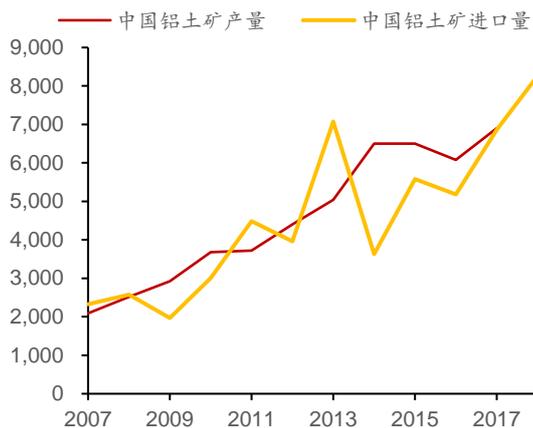
资料来源：安泰科，华泰证券研究所

目前国内铝行业中游冶炼工艺基本成熟、准入门槛较低，由铝土矿生产氧化铝主要有拜耳法和碱石灰法（环保风险较大），电解铝生产环节差别主要在于电解槽电流容量和规模化。一般来说，生产一吨电解铝需要原料氧化铝 1.93 吨、电约 1.35-1.4 万度、预焙阳极约 0.5 吨、辅料氟化铝约 0.02 吨，其中氧化铝、电力是电解铝生产最主要成本，合计占比可达 80% 以上，产品定价主要为市场现货定价，企业竞争力主要体现在原料、能源、物流等成本控制和规模化。氧化铝主要参考市场现货定价，生产所需铝土矿视品位等差异所需采购量不同，一吨氧化铝可大致认为需要 2.5 吨铝土矿、约 0.14 吨烧碱、0.24 吨石灰石等原料及辅料，其业务竞争力主要体现在优质资源的获取和综合成本控制能力上。下游铝加工企业主要赚取加工费，视技术水平、规模化及客户粘性不同，企业业务资质差异较明显。

**国内铝土矿分布集中且品质偏差，进口比重快速上升。**根据国家统计局 2016 年数据，我国铝矾土资源集中在山西、贵州、河南、广西四省，有一定区域约束，基础储量合计约 9.21 亿吨、约占全国总储量的 91.27%，资源总量有限且品质较差，进口依赖较严重，2017 年国内、国外进口铝土矿分别为 6901.7 万吨、6876.3 万吨，2018 年铝土矿进口量达到历史新高 8273 万吨，增量主要来自赢联盟（宏桥等）几内亚项目，未来随着中铝、特变电工等矿山项目逐渐投产，进口比重有望进一步增加。

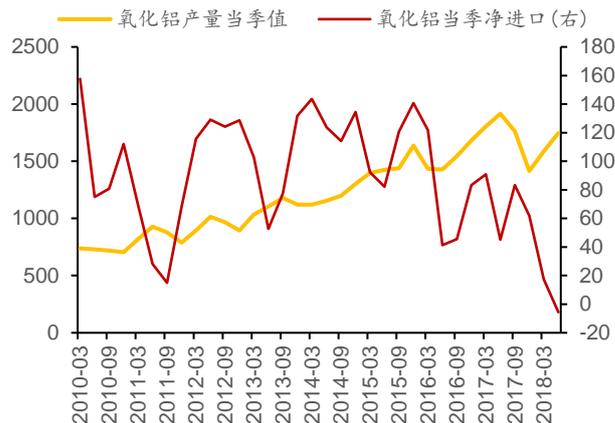
**中游氧化铝原料自给率较高，进口规模下滑。**中游氧化铝 2018 年 6 月末年产能约 8135 万吨，2017 年产量约 6901.7 万吨、产能利用率约 84%，中游自给率较高、对进口依赖较低；2018 年内海德鲁巴西氧化铝厂（年产能约 640 万吨）因环保问题被迫减产 50%，国内外价差扩大，短期氧化铝外贸转为净出口。目前国内环保高压持续，2018 年 7 月 3 日国务院印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》相比 17 年“2+26”城市新增加长三角地区和汾渭平原，供给弹性受到一定限制，前 9 月国内产量 5056.8 万吨、同比 3.40%。

图表2：2018年铝土矿进口量创新高（万吨）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

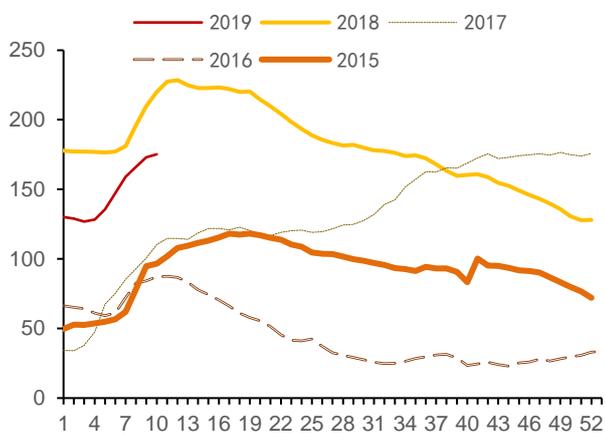
图表3：氧化铝产量持续上升，进口依存下降（万吨）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

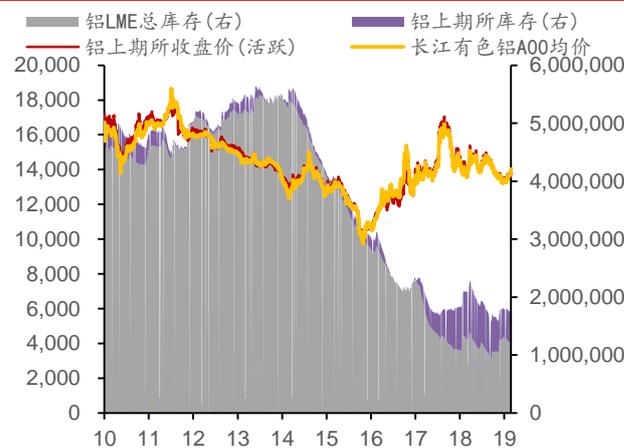
**电解铝社会库存高企，中游供给过剩压力偏大，开工率仍有提升空间。**供给侧，2017 山东冬季限产执行力度不及预期，国内最大铝企宏桥集团正常生产，2018 年一季度电解铝现货库存最高接近 230 万吨、为历史最高水平，供需形势较差，铝价（期货）相比 2017Q3 峰值回撤 3000-4000 元，下半年价格持续走弱，至 2018Q4 铝价最低降至 13230 元/吨。根据百川资讯统计数据，截止 2019 年 2 月 11 日，我国电解铝总产能有效产能 4673.6 万吨，开工 3560.65 万吨，开工率 76.19%，待复产 231 万吨、全年计划新投产约 193 万吨，考虑接近成本线的铝价，未来投复产情况存在不确定性。2019 春节前后 6 周时间，铝现货库存如期上涨、增加逾 40 万吨，虽然远不及 2018 年春节后峰值，但是相比 2017 年及以前仍处于很高水平，短期或继续压制铝价。

图表4：国内电解铝现货库存（周度）仍居近年高位（万吨、%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：电解铝近年价格及期货库存情况（元/吨、吨）

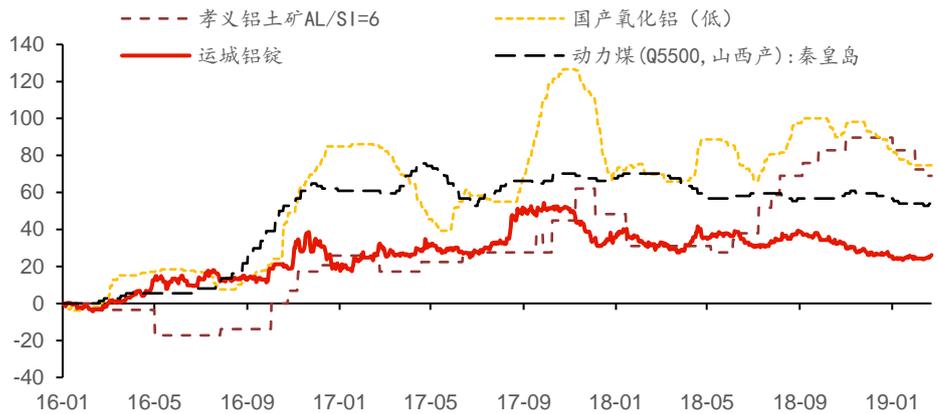


注：数据截至 2019 年 3 月 18 日

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**供给侧改革、环保、冬季限产等政策实际上较大程度提高了电解铝企业原料及能源成本，削弱了中游整体盈利环境。**铝及上游煤炭行业景气度大体在 2015Q4 至 2016Q1 降至周期底部，此后下游宏观需求回暖、国内供给侧改革政策推进等一定程度上改善了行业供需关系，但是相对来讲，中游电解铝冶炼受益较有限。2016 年和 2017 年我国煤炭去产能实际完成量分别为 2.9 亿吨和 2.4 亿吨、均超额完成任务，2018 年目标退出产能 1.5 亿吨；环保、冬季限产等对铝土矿、氧化铝供给产生较大负面影响，2018 年海外海德鲁氧化铝厂停产推高海外价格吸引国内厂商出口获利也减少了市场供给；而 2017 年以来新疆清除东方希望等违规电解铝产能 200 万吨、山东清除宏桥、信发违规产能 321 万吨，规模较大但是在建产能为主，对产量负面影响有限。以 2016 年 1 月 1 日为起点，可以发现，去产能以来铝锭价格峰值累计涨幅约 50%，而煤炭自 2016Q4 以来价格累计涨幅基本维持在 60% 以上，氧化铝价格最高翻倍，铝土矿 2017 年价格走势与铝锭趋同，但是在 2018 年出现较大幅度上涨。

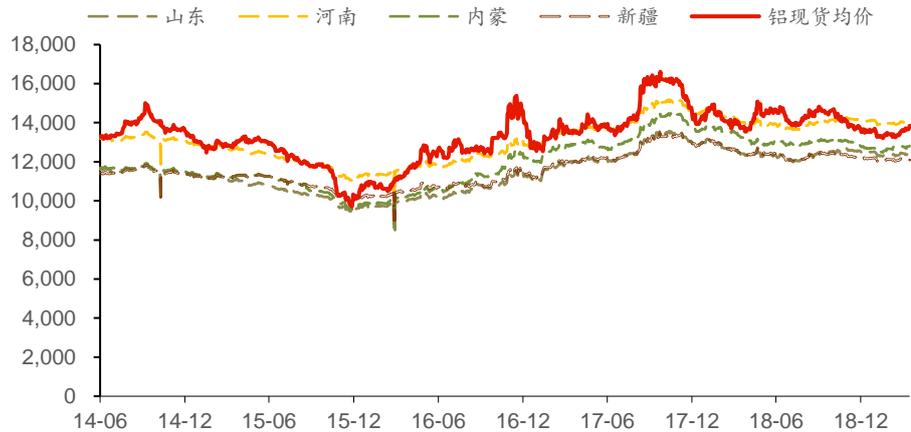
图表6: 电解铝及上游主要货种价格累计涨幅(%,以2016年1月1日为基期)



资料来源:百川资讯,华泰证券研究所

按照我们的测算,即使是国内煤价、发电成本最低的新疆地区,2018年电解铝完全成本基本维持在1.2万元/吨左右,而河南地区生产成本最高逾1.4万元/吨。对氧化铝企业,2018年国内铝矾土价格(百川)从年初的380元/吨增长至当前550元/吨,涨幅逾40%,氧化铝企业也难有利可图。总体上,产业链利润结构向上游矿企转移,中游整体盈利压力较大,下游企业由于主要采用“铝价+加工费”的定价模式,利润受铝价波动影响相对有限。

图表7: 电解铝市价逼近厂商完全成本(元/吨)



注:假设电力成本为估算自备电成本,氧化铝全部外购采用长协价格(期货价格\*系数17.5%)

资料来源:Wind,华泰证券研究所

**环保、电力政策变动削弱自备电厂成本竞争力。**电力能源方面,2015年11月30日国家发改委出台《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》,2018年3月28日相关部门印发《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案(征求意见稿)》,燃煤自备电厂缴纳政府性基金及附加、政策性交叉补贴、系统备用费的政策意向明确,下半年四川、吉林、山东先后出台燃煤自备电厂缴费政策相关通知。其中山东省物价局将政府性基金由此前的0.0504元/度降至0.0291元/度,2018年7月1日至2019年底缓冲期交叉性补贴为0.05元/度,2020年以后增至0.1016元/度,对于并网自备电厂缴纳备用费为0.02、0.03、0.035元/度(对应220kv、110kv、<35kv电压),对于此前未缴纳相关费用的电解铝企业,缓冲期吨铝电力成本将增加约0.0791元/度,缓冲期后将增至0.1307元/度,考虑备用费将增至0.1507元/度,按照吨铝耗电1.35万度计算分别将增加单位成本1068元、1764元、2034元,届时具有自备电铝企成本竞争力将明显削弱。此外,发改委在3月《征求意见稿》中提出补缴政府性基金及附加和系统备用费的要求,我们认为补缴政策落实预计缓和,以避免对业内企业短期较大流动性冲击。

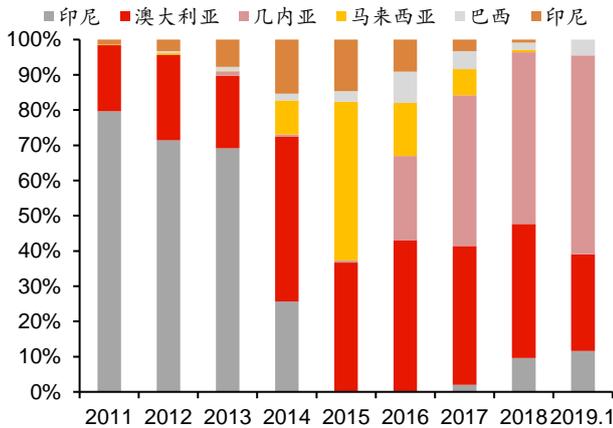
**图表8： 电解铝企业自备电政府性基金等费用趋势上行（元/度）**

省份	政策文件	政府性基金	交叉补贴	系统备用费
山东	《关于降低一般工商业电价及有关事项的通知》 《关于完善自备电厂价格政策的通知》	0.0504 降至 0.0291	2020 以前 0.05, 以后: 0.1016	220KV: 0.02; 110KV: 0.03; <35KV: 0.035
河南	《河南省发展和改革委员会关于我省降低工商业及其他用户单一制电价的通知》	0.0321		
吉林	《关于第三批降低我省一般工商业电价有关事项的通知》	0.0282	0.15	
四川	《关于自备电厂系统备用费和政策性交叉补贴征收标准有关问题的通知》 《关于再次降低我省一般工商业电价有关事项的通知》	0.0314 降至 0.0301	0.15	0.02, 部分可 免征

资料来源：发改委、各省物价局网站，华泰证券研究所

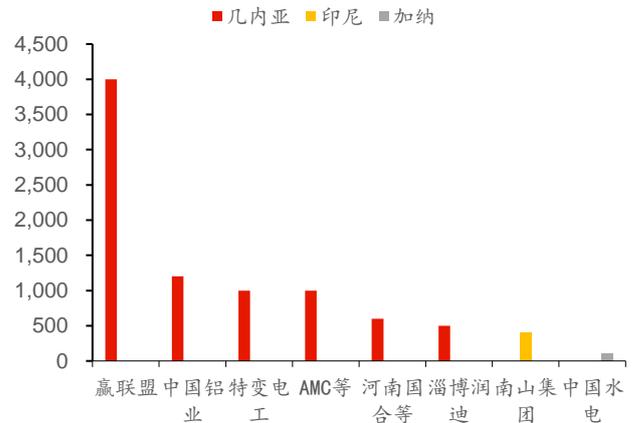
**原料端对铝价成本支撑或将减弱。**伴随赢联盟（新加坡韦利国际、魏桥创业、烟台港、几内亚 UMS）在几内亚铝土矿项目投产，2016 年我国进口自几内亚铝土矿比例持续提高，2018 年进口量达到 3819.19 万吨、占比约 48.78%，2019 年 1 月占比升至 56.49%。赢联盟此前计划 18 年铝土矿装运量达到 4000 万吨（2017 年为 3200 万吨），未来中铝、特变电工、忠旺等国内铝电企业在建项目有望在 2019、2020 年逐渐投产，缓解环保带来的供应紧张压力，但是对铝价成本支撑预计也将减弱。

**图表9： 国内铝土矿进口结构情况（%）**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表10： 海外主要建成和在建铝土矿项目（万吨）**



资料来源：安泰科、SMM，华泰证券研究所

## 信用资质分析：成本控制和流动性保持是重要关注点

本文选取铝行业有存量债的发债主体 11 家，包括：中国铝业股份、云南冶金集团、青海投资集团、神火煤电股份、山东宏桥、南山铝业、中孚实业、利源精制、辽宁忠旺、正才控股，中铝集团和南山集团同为发债主体，但是考虑其业务较复杂，故以铝业核心子公司为分析对象。本章将从企业股权结构、业务竞争力、财务情况综合对比分析企业信用资质。

### 股东背景：民企数量较多

10 家公司中中央国企两家，均归属中铝集团旗下，其中云南冶金集团此前经重组后有中国铜业控股，铝板块核心经营主体是云铝股份，为集团下除中国铝业外另一核心资产。地方国有企业两家，分别是青海投资集团和神火煤电股份。民营企业 6 家，其中南山铝业控股股东为南山集团，该公司为集团所有制企业，第一、二大股东分别为龙口市东江镇南山村村委会（持股 51%）、宋作文（持股 49%），宋作文历任南山集团党委书记、董事长，现任南山村村委会主任，长子宋建波为南山集团党委书记、董事长，宋作文对公司经营决策有较大影响力，可以认为南山铝业实质上是民营企业。

图表11：发债铝企基本情况（亿元）

发债主体	控股股东	实控人	存量债	公司性质	发债主体	控股股东	实控人	存量债	公司性质
中国铝业	中铝集团	国务院国资委	154	央企	天山铝业	锦隆能源	曾氏家族	16.21	民企
云冶集团	中国铜业	国务院国资委	19.09	央企	中孚实业	豫联集团	张志平等	4.32	民企
青投集团	青海国资委	青海国资委	10.08	地方国企	正才控股	锦江集团	斜正刚	37.6	民企
神火股份	神火集团	商丘市国资委	0.4	地方国企	辽宁忠旺	忠旺精制	刘忠田	85	民企
山东宏桥	宏桥投资	张士平	312.63	民企	利源精制	王民	王民等	7.4	民企
南山铝业	南山集团	南山村村委会	23.25	民企					

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 业务竞争力：成本控制是核心

#### 大部分企业布局集中在中游氧化铝和电解铝板块

氧化铝业务对资源依赖较大，物流成本限制了生产范围。中铝、宏桥和正才控股产能规模分列发债主体前三位，2017 年末年产能规模分别为 1609 万吨、1300 万吨、670 万吨，云冶集团、南山铝业、神火股份规模均在 200 万吨以下。资源方面，中国铝业和云冶集团优势较大，氧化铝的原料自给率分别达到 46%和 100%，山东宏桥无铝土矿资源储备，其大多采购自母公司中国宏桥的几内亚项目，产品全部供应电解铝生产。其他如神火股份、正才控股产区位于河南、内蒙古，临近国内铝土矿主产区有助于控制物流成本，南山铝业主要采购自海外贸易商力拓。

电解铝生产的技术工艺标准化，此前产能扩张主要取决于资本投入，大部分主体都有电解铝业务布局。规模方面，以山东宏桥 646 万吨和中国铝业 392.9 万吨产能规模最大，云南冶金等其他电解铝企业规模分布在 80-160 万吨，体量相对较小。除中国铝业和正才控股氧化铝产能规模较大、对外销售较多，云冶集团、神火股份、南山铝业氧化铝大部分供应电解铝生产而不对外销售。

辽宁忠旺仅涉及下游铝加工业务，南山、中铝等较多主体也有延伸产业链进行加工业务。规模和资本实力方面以中铝集团为代表，2017 年铝加工产品产量 167.7 万吨居国内首位，其次是南山集团和辽宁忠旺，2017 年产量分别为 103.34 万吨、65.4 万吨。辽宁忠旺和利源精制无中上游业务布局，仅从事铝加工业务。

图表12： 2017年末铝行业发债主体产业布局（万吨）

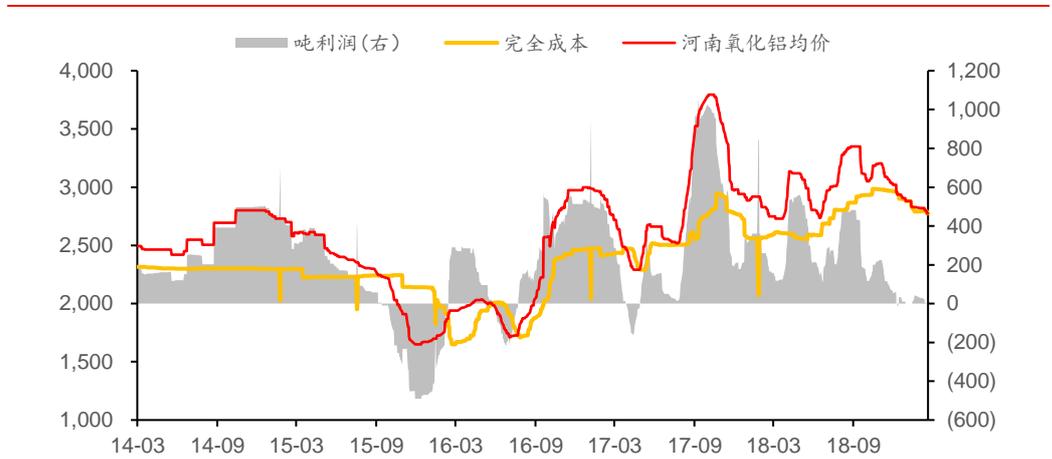
	铝土矿	氧化铝		电解铝		铝加工	
	储量(亿吨)	产能	产量	产能	产量	产能	产量
中国铝业	8.8	1609	1281	392.9	361		167.7
云南冶金	1.61	140	84.78	158	141.95	80	62.1
青投集团				145	98.64	68	35.7
神火煤电		80	64.52	146	111.26	15	6.04
山东宏桥		1300	1331.4	646	795.62	79	43.6
南山铝业		140	174.01	81.6	83.29	112	103.34
天山铝业				120	108.61		
中孚实业				75	67.79	80	53.46
正才控股		670	695.43	87	91.88		
辽宁忠旺							65.4
利源精制							12.68

资料来源：跟踪评级报告、募集说明书，华泰证券研究所

**铝土矿成本上行，氧化铝厂商利润被压缩**

中游氧化铝自备优势近期明显削弱。铝发债主体中，中国铝业和正才控股有较大比例氧化铝对外出售，2017年毛利润占比分别达到44.76%和61.33%，是两公司第一大业务板块。从2016Q4至2018Q2，国内氧化铝价格高涨，行业盈利水平较佳，吨盈利中枢在400元/吨左右，为中国铝业和正才控股提供了不错的利润和现金流。但是伴随原料端铝土矿价格持续上涨，成本曲线持续上行，2018Q3以来氧化铝价格走弱，行业盈利水平弱化。短期铝土矿价格跟随氧化铝波动走弱，氧化铝盈利情况不佳，中游电解铝企业自备氧化铝的优势也被削弱。

图表13： 氧化铝企业吨利润估算（万吨）



资料来源：Wind、百川资讯，华泰证券研究所

**电解铝技术水平差异影响有限，区位不同对成本控制有较大影响**

技术上，除山东宏桥外整体差异不大。一般来说，企业电解槽电流密度越大，吨铝耗电量越低。根据工信部2013年7月发布的《铝行业规范条件》，新建电解铝必须采用400KA以上电解槽，现有项目电解槽必须在160KA以上；根据国家发展改革委、工业和信息化部《关于电解铝企业用电实行阶梯电价政策的通知》，电解铝企业铝液电解交流电耗高于13700KWH/t但不高于13800KWH/t，其铝液电解用电每千瓦时加价0.02元，高于13800KWH/t的每千瓦时加价0.08元。目前在产的电解铝产能电解槽规格多在160KA~500KA，吨铝电耗在13000KWH~13700KWH。山东宏桥拥有600KA特大型电解槽，吨铝耗电最低可降至12500KWH以下，技术水平相对更为先进，其他企业技术水平、电耗情况基本相近。

区位差异对电解铝企业成本控制的影响体现在能源、物流、政策等多方面。铝企普遍设立自备电厂降低对相对高成本电网的依赖，所需煤炭多临近采购，一般新疆内外价格会有明显差异。物流成本主要涉及氧化铝采购运输和电解铝销售，西北和华北离主要消费区域偏远产生相对更大运费，新疆地区劣势更为突出，原料氧化铝及产品电解铝进出疆运费约600元/吨。政策方面，电解铝企业普遍需要缴纳政府性基金及附加、交叉性补贴等费用，但是各地执行标准不同，对成本影响也各不相同。从发债铝企的产能分布看，除中国铝业产能分布在山西、贵州等六个省份外，其他企业分布均较为集中，区域经营条件和生产成本可能存在较明显差异。

图14：除中铝外其他企业电解铝分布集中（万吨）

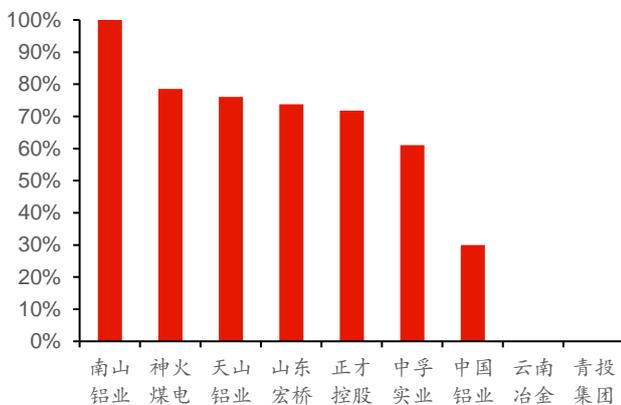
	中国铝业	云南冶金	青投集团	神火煤电	山东宏桥	南山铝业	天山铝业	中孚实业	正才控股	合计
山西	126.40									126.40
贵州	54.50									54.50
甘肃	100.00									100.00
青海	42.00		145							187.00
山东	20.00				646	81.6				747.60
内蒙古	50.00									50.00
云南		158								158.00
河南				66				75	87	228.00
新疆				80			120			200.00

注：数据截至2017年末

资料来源：跟踪评级报告、募集说明书，华泰证券研究所

能源以燃煤自备电和外购电为主，新疆区域低煤价优势突出。除云冶集团、青投集团，其他铝企多配有一定比例自备电厂，其发电成本差异主要在于动力煤价格和运费的差异。新疆煤炭资源优质丰富，且由于运费较高需求基本不出疆，新疆内市场隔绝、煤价显著低于疆外各省份，2016-2018年价格基本维持在200-280元/吨，与山东秦皇岛动力煤价差最低约200元/吨、最高逾500元/吨，目前的差距也在320元/吨以上。若按照每度电需标煤320克和吨铝耗电13500度估算，煤耗成本约0.18元/度，吨铝生产成本差距达到2400元。神火股份和天山铝业在新疆分布有120万吨和80万吨电解产能且均配有自备电厂，相比疆内企业电力成本优势较明显。

图15：2017年铝企电力自给率差异（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图16：新疆煤价显著低于疆内地区（元/吨）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

政策面缴费执行趋严，区域差距将收窄。如上文所述，自吉林、四川、山东等省份相继发布自备电厂政府性基金及附加等相关费用缴纳政策，在2018年6月以前，地处河南的神火股份需缴纳过网费0.08元/度（包括0.02元/度农网还贷基金），山东宏桥等则未缴纳政府性基金及附加、交叉性补贴，山东宏桥自备电厂未并入地方电网不缴纳过网费，对比下，

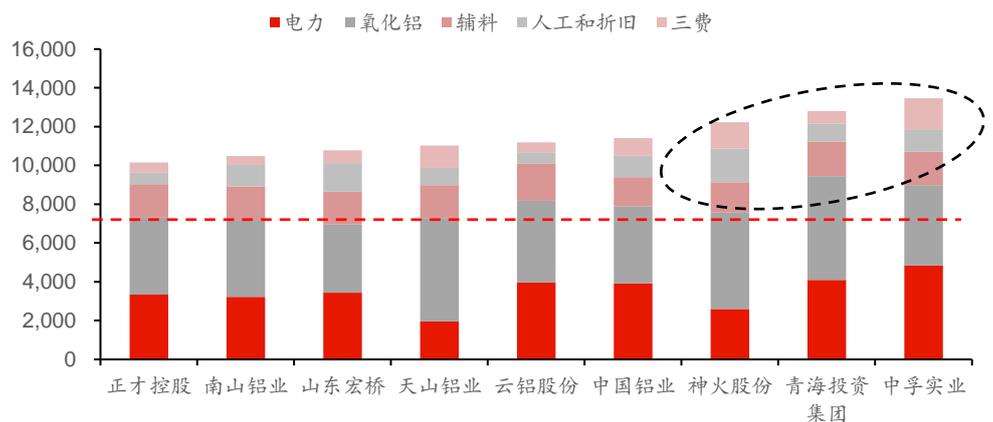
因区域政策执行不同产生的吨铝电力成本差距达到 1080 元。我们认为未来政策执行趋严，长期看以山东为代表的电解铝大省缴费规格将与河南等省份趋同。

### 新疆电力和氧化铝成本劣势互补，部分企业人工和财费成本较高

**新疆铝企的低电力成本优势突出。**核心电解铝产能位于新疆的天山铝业、神火煤电具有最低的电力成本，较好覆盖了氧化铝进疆增加的物流成本，总的原料和能源成本竞争力较强。**正才控股、南山铝业、山东宏桥**电解铝自备电供应较高且内蒙外购电价存在一定优势，相比天山铝业、神火煤电氧化铝原料物流成本较低，未来考虑征缴政府性基金及附加等费用后，南山和宏桥的成本优势或被削弱。**中国铝业**电解铝产能分布较广，直供电比例较高，且通过对高成本地区弹性生产能在一定程度上控制生产成本；**云冶集团**下属云铝股份临近广西，原料部分自给且较低物流成本一定程度弥补了电力全部外购的劣势，两家央企估算不含税完全成本在 11000-11500 元/吨，居行业内中游。**青海投资集团**区位较差，**中孚实业**自备电厂全部位于河南境内，两公司成本竞争力均较弱。

**神火股份、青投集团和中孚实业完全成本劣势较突出。**神火股份和中孚实业的人力、财务成本均较高，一方面反映公司内部降本增效力度有限，另一方面高债务压力也明显压制了自身盈利和财务修复能力。青投集团电解铝生产全部使用网电，区位偏远物流成本偏高，外加人工、折旧和三费，完全成本处于较高水平。上述三家企业估算完全成本在 12000 元/吨之上，其他企业在人工、折旧和三费方面差距则相对有限。

图表17：2018年主要电解铝企业吨成本拆分（不含税、亿元）



注：1、云铝股份为云南冶金铝板块运营主体；2、人工、折旧和三费根据利润表和现金流量表相关数据，结合企业电解铝毛利占比估算；3、山东铝企未计算政府性基金及附加等费用；4、氧化铝成本分自产、外购短单、外购长协，其中长协价格参考上期所铝价\*系数（17.5%）；

资料来源：百川资讯、阿拉丁、Wind，华泰证券研究所

### 加工业务：产品技术溢价多难以量化判断，需关注过度投资行为

**以利源精制为代表，过度投资风险突出。**在上述铝企中，中国铝业2017年铝加工产量167.7万吨，是行业内龙头企业，但是对该公司利润贡献较有限，主营业务依赖铝加工的企业主要是南山铝业、辽宁忠旺和利源精制。三家企业在近年均有较大规模扩张，其中忠旺此前主要生产铝挤压材，现在铝模板领域已有较突出竞争力；南山铝业在铝板带箔材领域竞争力较强，尤其在航空板材领域具有较突出技术实力，并通过了波音供应商资格认证；利源精制业务集中在铝轻量化板材领域。**对于非专业投资者一般很难判断加工企业的产品技术水平及其溢价，但是可以通过估算单吨铝材投资额判断其是否有过度投资行为。**一般可以认为，单位投资成本越高、技术水平越先进、适用领域越狭窄，但是建成达产和投资回报面临挑战也将更大。对比明泰铝业等上市公司，可以发现，辽宁忠旺和南山铝业单位投资规模不大，但是利源精制过度投资现象较为突出，可以大致估算其投建轨道车辆等项目铝产能单吨投资成本或在10万元以上。虽然很难量化未来新兴技术达产的效益，但是通过对比同业公司，需要关注企业过度投资、沉淀资金的风险。

**图表18：近年主要铝加工企业累计或计划投资额与建设产能情况对比（亿元）**

	累计投资情况	主要项目
辽宁忠旺	180	70万吨高精铝及加工材、年产60万吨高强度大截面工业铝挤压产品、全铝特种车辆
南山铝业	133.68	年产20万吨超大规格高性能特种合金材料生产线、年产22万吨轨道交通新型材料、年产1.4万吨大型精密模锻件、年产4万吨高精度铝箔
利源精制	105	产客运轨道车辆1000辆（包括动车组400辆、铝合金城轨地铁400辆、不锈钢城轨地铁200辆）、铝合金货车1000辆、铝型材深加工产品6万吨
明泰铝业	17.94	年产12.5万吨车用铝合金板项目、年产2万吨交通用铝型材项目
亚太科技	14.80	年产6.5万吨新能源汽车铝材项目、年产4万吨轻量化环保型铝合金材项目，补充流动资金
和胜股份	2.22	2.2万吨高端工业铝型材生产建设项目

注：铝轨道车辆耗铝约12吨/辆，铝合金货车约8吨/辆，不锈钢地铁约15吨/辆，铝合金轨道货车耗铝约1.8吨/辆

资料来源：募集说明书、跟踪评级报告、搜狐网、非公开发行预案、Wind，华泰证券研究所

### 财务分析：负债率整体偏高，偿债能力边际弱化，流动性分化

#### 中游企业负债率多居高位，债务压力较大，近年财务修复特征不明显

**资产负债结构方面**，偏下游加工企业负债率水平普遍低于中上游铝企，截至2018年6月末，南山铝业资产负债率24.06%、处于行业最低水平，其次分别是辽宁忠旺47.79%和利源精制52.42%；其他企业负债率最低的是中国铝业（66.72%），该公司负债率近年下降主要受益126亿元债转股落地，大部分铝企负债率在70%以上的较高水平，神火股份最高达到84.77%。**债务结构方面**，负债中绝大部分是有息债务，截至2018年6月末11家铝企债务在总负债中占比基本分布在60%-80%，青投集团占比达到81.97%，刚兑压力相对偏大。

**从趋势看**，自2015至2018上半年，大部分铝企业财务数据没有表现出明显修复特点。神火股份、山东宏桥、天山铝业、正才控股资产负债率均有一定上升，有息债务占比仍维持在较高的水平，整体刚兑压力仍较大，债务规模方面青投集团、山东宏桥、天山铝业、正才控股增长幅度分别达到34%、70%、169%、51%，伴随电解铝产能及配套电厂投建债务增长明显。辽宁忠旺2015-2017年总债务累计下降109.07亿元，降幅较大与其剥离部分资质偏差的铝资产有关，债务压力有所缓解。

**图表19：铝行业公司负债情况对比（%、亿元）**

证券简称	资产负债率				债务/总负债				总债务规模			
	2015	2016	2017	2018H1	2015	2016	2017	2018H1	2015	2016	2017	2018H1
中国铝业	73.43	70.76	67.27	66.72	79.11	78.72	77.56	77.97	1099.44	1058.74	1044.23	1064.76
云南冶金集团	77.38	75.97	73.67	73.71	75.44	72.63	70.76	70.46	503.31	461.63	459.96	465.17
青投集团	78.78	76.70	76.38	77.71	78.21	80.76	83.20	81.97	307.31	352.90	406.13	410.34
神火煤电	82.93	85.21	85.47	84.77	78.67	78.05	75.05	74.52	329.08	344.27	345.95	335.71
山东宏桥	63.99	65.92	66.47	67.17	60.41	69.66	66.00	63.63	400.51	620.98	667.01	679.07
南山铝业	26.66	21.46	24.72	24.06	57.97	50.54	60.36	63.13	53.76	46.30	68.70	70.03
天山铝业	69.75	74.44	70.34	70.54	41.18	53.75	77.49	79.01	73.64	127.17	183.69	198.16
中孚实业	77.21	77.76	79.05	75.68	82.13	80.30	67.74	71.40	158.70	164.58	136.92	137.20
正才控股	67.36	67.90	69.01	68.28	72.94	69.12	72.55	74.96	235.77	247.94	335.38	356.99
辽宁忠旺	54.69	50.05	55.84	47.79	74.72	82.78	64.51	67.74	291.78	200.40	227.77	182.71
利源精制	56.49	62.24	47.50	52.42	84.72	84.86	70.39	66.94	42.21	63.85	50.90	54.26

资料来源：Wind，华泰证券研究所

#### 盈利改善区间短暂，2018年以来边际弱化

**受益供给侧改革推进**，铝价回升带动16、17行业盈利好转。从主业利润率、销售净利率及总资产报酬率看，包括中国铝业、云冶集团、神火股份等在内的中上游铝企在2016或2017年均表现出扭亏或盈利改善的迹象。山东宏桥2017年主业利润率由上年的17.18%

下降至 6.00%，负面影响因素包括关停违规产能计提资产减值 56.56 亿元（当期营业利润 59.62 亿元）、减限产导致成本上升、电力成本上升等。此后铝土矿及氧化铝价格上涨，且累计反弹幅度均超过电解铝，行业成本曲线上行，氧化铝和电解铝盈利情况均边际弱化，2018 上半年铝企利润率普遍表现出下行趋势。下游方面，辽宁忠旺利润率情况相对稳定，利源精制由于在 2018 年资金链紧张影响经营，营收情况急剧恶化，在 2018 年 9 月出现债券违约。目前，行业成本端仍居高位且下游需求不佳，中游盈利压力仍将持续，此前神火股份、云铝股份分别发布了 2018 年业绩预减公告，其中云铝预计归属上市公司股东净利润为-14.6 亿元左右，业绩将出现巨亏，后续其他铝企盈利情况仍需关注。

图表20： 铝行业公司盈利情况对比（%）

证券简称	主业利润率				销售净利率				总资产报酬率			
	2015	2016	2017	2018H1	2015	2016	2017	2018H1	2015	2016	2017	2018H1
中国铝业	-5.60	0.51	1.39	1.19	0.34	0.87	1.31	1.66	2.59	2.94	3.65	1.96
云南冶金集团	-5.63	-12.42	1.75	1.42	-4.55	-13.12	1.09	0.44	0.99	-2.20	4.02	1.68
青投集团	-3.99	-0.21	-0.31	0.76	0.32	0.63	0.68	0.81	0.84	1.23	1.17	0.63
神火煤电	-10.36	-9.00	4.83	-6.16	-10.48	-6.06	1.62	3.38	-0.72	1.98	5.10	2.59
山东宏桥	13.61	17.18	6.00	5.67	10.28	12.87	4.22	1.92	9.41	11.56	6.41	2.63
南山铝业	5.81	12.06	12.77	10.51	4.91	10.16	10.08	8.98	2.70	4.71	5.44	2.52
天山铝业	4.54	7.96	8.48	4.97	4.46	6.32	6.78	4.49	6.01	6.20	7.59	3.29
中孚实业	-13.40	1.13	-6.11	-7.82	-11.52	1.16	-4.04	-6.03	-1.72	4.35	1.76	-0.10
正才控股	5.30	4.20	4.08	2.41	4.45	2.71	3.33	1.99	5.72	5.23	7.06	2.33
辽宁忠旺	20.48	20.24	19.82	19.32	18.57	19.43	17.93	17.65	6.47	7.71	9.09	3.86
利源精制	24.15	23.08	20.44	-230.77	20.82	21.51	17.26	-231.95	9.76	8.64	6.46	-2.04

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 经营及投资活动现金流均有收缩趋势

经营活动现金流方面，2016、2017 年行业内大部分企业经营活动净现金流均为正值，天山铝业则净流出 21.94 亿元，主要是受原料采购价格和数量增加的影响，2018 年上半年有所恢复。辽宁忠旺和利源精制在 2018 年上半年经营活动现金流有所恶化，辽宁忠旺受客户回款放缓负面影响较大，利源精制由于资金链问题生产陷入困境，导致经营获现受阻。

2018 上半年大部分铝企投资现金流净流出规模收缩。山东宏桥在 2015-2017 年大举扩张产能，保持较大规模投资现金净流出，在 2018 年上半年转变为净流入 22.75 亿元，辽宁忠旺此前三年投资行为也较为激进，2018 年上半年投资活动现金净流入 68.61 亿元，紧信用外部环境下两家大型民企通过非经营途径大幅回笼资金。

筹资活动现金流方面，由于铝企投资活动收缩鲜有大规模融资，山东宏桥在 2018 年上半年筹资活动现金流净流入大 52.28 亿元，此前在 2017 年公司由于去产能及港股母公司被沽空影响，筹资活动短期明显萎缩，2018 年公司融资环境有所恢复但是面临政府性基金及附加等费用补缴压力，融资增长有“存粮过冬”的思路。

图表21: 铝行业公司净现金流情况对比 (亿元)

证券简称	经营活动				投资活动				筹资活动			
	2015	2016	2017	2018H1	2015	2016	2017	2018H1	2015	2016	2017	2018H1
中国铝业	72.31	115.19	131.28	67.42	29.53	-49.97	-71.33	-7.39	-58.14	-36.61	-18.36	-93.15
云南冶金集团	45.12	22.57	67.71	26.77	-36.00	-33.21	-43.97	-14.71	3.01	16.58	-22.75	-10.58
青投集团	4.60	3.80	5.48	5.86	-30.61	-17.22	-34.13	-8.22	23.96	2.51	39.44	1.16
神火煤电	-7.36	6.11	10.96	4.32	-14.73	-21.65	0.05	-4.11	27.28	11.62	-10.50	-2.65
山东宏桥	72.99	149.88	287.48	69.00	-160.22	-258.49	-175.62	22.75	100.34	136.46	-4.99	52.28
南山铝业	8.94	18.92	18.10	4.76	-9.54	-15.81	-18.28	-8.84	11.58	-9.76	16.15	-10.72
天山铝业	17.69	34.81	-21.94	9.32	-22.95	-50.49	-7.36	-11.47	12.66	34.50	7.15	2.85
中孚实业	8.68	7.69	5.06	6.08	5.35	-0.31	0.04	-0.74	-11.22	-5.95	-12.99	-5.87
正才控股	35.14	50.35	49.59	19.66	-31.69	-40.83	-38.32	-17.54	-2.08	-8.46	1.90	-6.33
辽宁忠旺	82.08	43.90	45.13	-47.27	-138.93	-31.09	-95.54	68.61	60.39	-22.91	26.15	2.39
利源精制	8.39	7.06	12.81	-4.55	-39.65	-29.13	-37.73	-1.38	9.33	20.76	23.12	5.32

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**行业景气下行背景下, 关注业内企业流动性储备情况**

**流动性储备方面**, 截至2018年6月末, 中国铝业现金及现金等价物余额244.77亿元, 半年期间山东宏桥净增加144.03亿元, 两公司流动性储备较为充裕; 天山铝业、中孚实业、利源精制则分别为6.24亿元、1.14亿元、0.42亿元, 相比2016、2017年均处于较低水平, 流动性压力较大。

**偿债能力方面**, 短期看, 2018年6月末山东宏桥、南山铝业、辽宁忠旺货币资金/短期债务倍数在1倍以上, 流动性储备情况较好, 其他铝企则均在0.5倍以下, 青投集团、中孚实业和利源精制则在0.2倍之下, 近期分别发生了青投集团未按时支付境内外债券本息、中孚实业评级下调的负面事件, 利源精制则已发生实质性违约。长期看, 2015-2017年青投集团全部债务/EBITDA均在20倍以上, 公司盈利能力较弱, 依靠自身经营获利难维持长期债务, 而受益盈利改善神火股份和云冶集团全部债务/EBITDA在2017年分别下降至7.0、6.25倍, 2018年铝企盈利普遍走弱, 该项指标或面临普遍上行压力。

图表22: 铝行业公司偿债能力对比 (倍、亿元)

证券简称	现金及现金等价物余额				货币资金/短期债务				全部债务/EBITDA		
	2015	2016	2017	2018H1	2015	2016	2017	2018H1	2015	2016	2017
中国铝业	207.53	238.08	277.51	244.77	0.37	0.41	0.44	0.47	8.44	7.83	6.54
云南冶金集团	44.80	50.85	51.71	53.26	0.21	0.21	0.19	0.20	16.13	67.97	7.00
青投集团	33.40	22.53	33.31	32.09	0.26	0.11	0.15	0.15	25.53	22.82	26.35
神火煤电	22.73	19.08	19.59	17.15	0.26	0.31	0.30	0.26	26.50	12.82	6.25
山东宏桥	82.32	110.17	216.99		0.42	0.67	0.95	1.72	2.01	2.63	3.85
南山铝业	32.70	27.42	42.64	27.78	1.71	1.68	1.58	1.14	2.55	1.14	1.43
天山铝业	8.90	27.74	5.54	6.24	0.50	0.46	0.25	0.22	4.46	5.52	4.68
中孚实业	8.35	9.57	1.68	1.14	0.25	0.23	0.25	0.19	86.60	5.95	9.14
正才控股	13.01	14.26	32.73	28.63	0.47	0.43	0.51	0.46	5.75	5.27	3.31
辽宁忠旺	98.11	88.09	63.85	87.60	1.06	2.45	1.56	1.32	5.66	3.72	3.26
利源精制	4.17	2.84	1.05	0.42	0.15	0.17	0.05	0.13	4.35	5.50	4.35

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 铝信用债情况及投资建议

截至2019年3月15日，包括关联发债主体中铝集团、南山集团、魏桥铝电在内，14家铝业公司存量债合计1704.18亿元，其中中铝系（中铝集团和中国铝业）、宏桥系（山东宏桥和魏桥铝电）、南山系（南山集团和南山铝业）存量债分别为774亿元、450.63亿元、299.47亿元，合计1524.09亿元、占比达89.43%，是六家主要发债主体。

图表23：铝发债主体及其存量债情况（亿元）

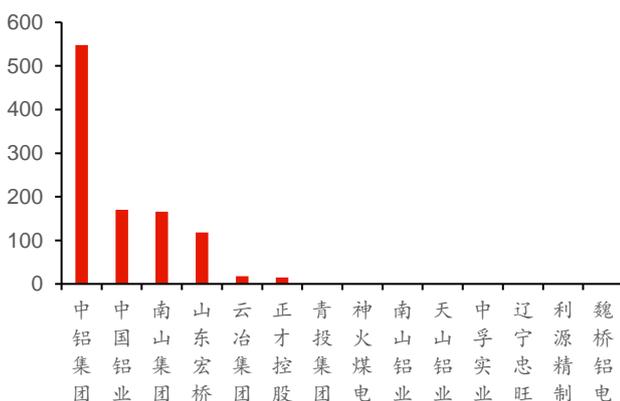
	主体评级	展望	存量债		主体评级	展望	存量债
中铝集团	AAA	稳定	610.00	南山铝业	AAA	稳定	23.25
山东宏桥	AA+	稳定	302.63	云冶集团	AA	稳定	19.09
南山集团	AAA	稳定	276.21	天山铝业	AA	稳定	16.21
中国铝业	AAA	稳定	164.00	青投集团	AA	稳定	10.08
魏桥铝电	AA+	稳定	148.00	利源精制	C		7.40
辽宁忠旺	AA+	稳定	85.00	中孚实业	AA-	稳定	4.32
正才控股	AA+	稳定	37.60	神火煤电	AA-	稳定	0.40

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**2018年以来新发债集中在龙头大型铝企。**2018年至2019年3月15日，中铝集团、中国铝业、南山集团、山东宏桥、云冶集团、正才控股、青投集团合计发行新债1035.2亿元，其中中铝集团发行新债548亿元、占比达52.94%，青投集团新债发行规模仅0.2亿元私募债、再融资环境明显较差，神火股份等其他7家主体未发新债。

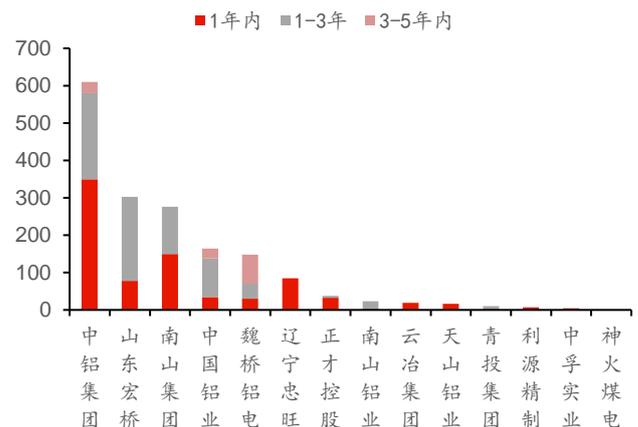
**未来一年内弱资质铝企债券到期量较大。**截至2019年3月15日，未来一年按全部行权计算铝企存量债到期量806.70亿元，其中辽宁忠旺、云冶集团、天山铝业、利源精制、中孚实业、神火股份存量债全部将于一年内到期，弱资质企业集中偿付压力偏大，中铝集团到期债券规模约350亿元、占其存量债57.38%，预计仍会有较大发债需求。

图表24：2018年至2019年3月15日发债情况（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25：截至2019年3月15日铝企存量债行权到期情况（亿元）

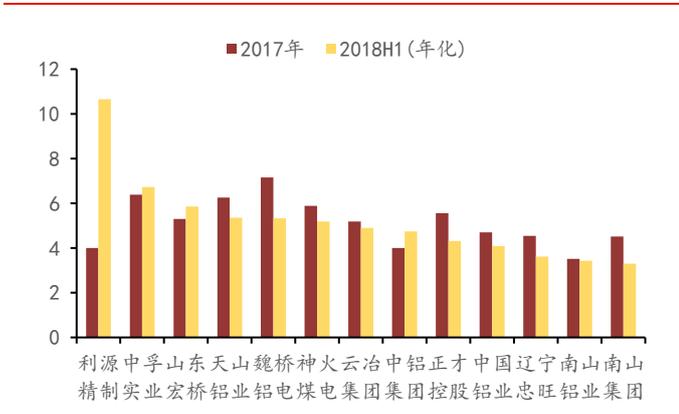


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**龙头企业再融资环境较优、成本降低。**相比2017年，可以看到在2018年上半年大部分铝企估算的年化债务成本均有一定程度下降，如南山集团、南山铝业、辽宁忠旺债务成本均在4%以下；成本在6%以上的有利源精制和中孚实业，分别为10.66%、6.7%。山东宏桥年化债务成本由5.30%上升至5.86%，其在2018年较多发债储备流动性、规模达到98亿元，可能在一定程度上提高了融资成本。**新发债方面**，自2018年来主要集中在中铝、南山、宏桥等龙头大型铝企，对比2018全年和2019年3月22日止的新发债数据，可以发现加权票面利率均有下降，即使考虑新发债的期限结构有差异，整体融资成本也有明显

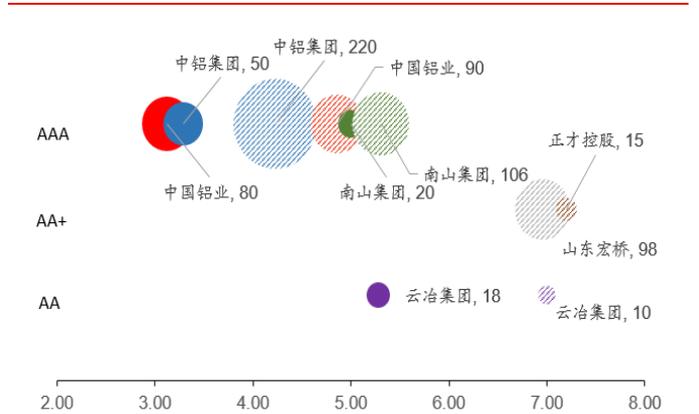
降低。其中主体评级 AA 的云冶集团在 2019 发行两期超短融，票面利率均为 5.28%，相比 2018 年两期超短融均下降 172BP，除融资环境转好外，由地方国企转变为中央国企的身份转变可能也是另一个重要因素。而对两大发债央企，中铝股份公司和集团新发债的加权平均票面利率分别已降至 3.12%、3.29%。宏桥系主体目前还未在 2019 年完成发行新债，魏桥铝电 3+2 年期公司债“19 魏桥 01”目前正在发行，后续定价情况仍需关注。

图表26： 2017、2018H1 债务成本估算（%）



注：2017 年为利润表利息支出/总债务均值，2018H1 用财务费用代替利息支出，青投集团数据可得性偏弱不做对比  
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 2019 年铝企发债加权票面利率有所下降（亿元）



注：面积代表发行规模，纯色、杂色分别代表 2019、2018 年，数据截至 2019 年 3 月 22 日  
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**整体看，国内铝行业盈利仍处于底部，弱资质铝企信用风险增大。**目前电解铝价格仍未见明显起色，上游原料及能源价格仍处于较高位置，生产成本高企，铝企盈利基本处于底部位置，除新疆、内蒙古等地外，2019 年电解铝企业亏损压力仍较大。在近年扩张过程中，铝企普遍累积了较多债务，2017 年行业短暂好转并未较大程度纾解债务压力，2019 年铝企行权偿债压力普遍较大，弱资质铝企集中偿付风险较突出。

**龙头铝企融资环境较优，抗风险能力突出。**山东宏桥、魏桥铝电规模和行业地位突出，目前成本端仍有较强竞争力，南山集团和南山铝业全产业链布局，兼具成本和加工技术竞争力，上述龙头民营铝企流动性储备充裕，自身偿债能力较强；中铝集团、中国铝业和云冶集团作为央企发债主体，成本端的竞争力相对偏弱，但是具有更强力外部支持。目前龙头铝企的融资环境改善明显、整体较优，综合竞争力和抗风险能力较强，相比弱势铝企具有一定避风港属性。

**风险提示：**

**铝价超跌风险。**若宏观经济超预期下行，铝下游需求或将进一步走弱，导致铝价出现大幅下跌风险。

**短期流动性风险。**铝价持续较弱，业内企业盈利及经营获现情况较弱，且未来一年存在较大偿债压力，短期存在较大流动性风险。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com