证券研究报告

铝

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

南山铝业 （600219）

增持 （上调）

高端产业定位精准，中国版美铝雏形初现

市场数据

报告日期	2014-11-27
收盘价（元）	7.63
总股本（百万股）	1934.17
流通股本(百万股)	1934.17
总市值（百万元）	14757.75
流通市值(百万元)	14757.75
净资产（百万元）	17605.96
总资产（百万元）	30876.8
每股净资产	9.10

相关报告

《南山铝业(600219)2012 中报点评-业绩低于预期，应收款显著增加》2012-08-31

《南山铝业（600219）2011 年报点评：业绩大幅增长，符合预期》2012-02-23

《南山铝业（600219）2011 三季报:业绩持续增长,符合预期》2011-10-26

分析师:

任志强

renzhiqiang@xyzq.com.cn

S0190514030002

兰杰

lanj@xyzq.com.cn

S0190511080002

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	14525	16812	20862	23992
同比增长	-2.3%	15.7%	24.1%	15.0%
净利润(百万元)	794	792	1056	1287
同比增长	8.7%	-0.3%	33.5%	21.8%
毛利率	15.1%	11.7%	11.9%	11.9%
净利润率	5.5%	4.7%	5.1%	5.4%
净资产收益率（%）	4.6%	4.4%	5.6%	6.4%
每股收益(元)	0.41	0.41	0.55	0.67
每股经营现金流(元)	0.73	2.05	0.45	0.63

投资要点

- 公司相对其他电解铝和铝加工企业的优势明显：唯一的短距离全产业链铝业公司；自备电优势；长协矿优势；产能迈向高端，深加工业务盈利良好；管理优秀
- **南山铝业航空材料产业园区定位高端铝加工产业，填补我国航空铝材以及汽车铝板空白。**公司设备一流，且通过行业重要客户认证，与下游行业巨头建立了合作关系。公司战略定位精准，产能会在 2014-2016 年逐步释放，将会在我国铝消费向高端转移的过程中显著受益。
- 公司安全边际+弹性俱佳：（1）公司 PB 仅 0.8 倍，在铝行业中估值最低，但实际上公司的盈利能力在行业中是较强的，即使在低迷的铝价下，预计公司今年估值也仅 19 倍，低 PB+低 PE 的组合是有安全边际的，而且公司历史上的利润都较稳健；（2）弹性：业绩弹性，我们认为铝是基本金属中最强的品种，且公司深加工业务未来将显著增厚业绩；估值弹性，相对公司的盈利能力，公司估值被低估，且未来深加工业务（轨道交通、汽车轻量化、航空航天用铝）放量将继续提升估值。
- 预计公司 2014-2016 年的业绩分别为 0.41、0.55、0.67 元，对应 PE 分别为 19、14、12 倍。公司的 PB 为 0.8 倍。无论在电解铝还是铝加工行业均处于最低水平，给予公司“增持”的投资评级。公司积极开拓高附加值的航空、汽车、轨道交通等铝材市场，将使公司产品呈高端化，并将成为 A 股中同时在航空、船舶、汽车、轨道交通等高端市场中均有布局的稀缺标的，具有成为中国版美铝的潜质。
- **风险提示：**公司项目产能投放慢于预期；行业竞争加剧。

目 录

一、唯一的短距离全产业链铝业公司 ..... - 4 -
二、自备电与长协矿奠定公司成本优势 ..... - 4 -
2.1 自备电优势 ..... - 4 -
2.2 长协矿以较低的价格锁定了铝土矿成本，避免了后期价格波动带来的经营风险。 ..... - 6 -
三、我国高端铝加工材供应缺口巨大 ..... - 7 -
3.1 我国人均铝消费量低，消费结构低于世界平均水平 ..... - 7 -
3.2 我国铝加工产品主要集中在低端产品，高端产品依赖进口 ..... - 8 -
四、南山铝业航空材料产业园区填补我国高端铝产品空白 ..... - 12 -
4.1 特种压延材项目 ..... - 12 -
4.2 锻造项目 ..... - 13 -
五、南山铝业航空材料产业园区瞄准了我国高端铝加工品的空白领域，战略定位精准 ..... - 14 -
六、易拉罐料与轨道交通型材领军企业，提升公司综合盈利能力 ..... - 16 -
6.1 易拉罐料市场龙头 ..... - 16 -
6.2 轨道交通用型材发展潜力大 ..... - 17 -
七、盈利预测与投资建议 ..... - 19 -

图 1 南山铝业铝加工产业链 ..... - 4 -
图 3 使用自备电的电解铝成本显著低于网电 ..... - 5 -
图 5 印尼铝土矿占我国进口铝土矿的 60%以上 ..... - 6 -
图 6 印尼铝土矿主要出口至我国 ..... - 6 -
图 7 年初以来铝土矿进口价格持续上涨 ..... - 6 -
图 8 相比于美洲和非洲铝土矿澳洲矿具备成本优势 ..... - 6 -
图 9 主要经济体人均原铝消费量对比（千克/人*年） ..... - 7 -
图 10 中国铝消费结构仍然偏重于建筑领域 ..... - 7 -
图 11 全球铝消费结构中交通运输规模已经和建筑相当 ..... - 7 -
图 12 铝合金是飞机的主要结构材料 ..... - 8 -
图 13 空客公司铝合金厚板用量年均增速达 20% ..... - 9 -
图 14 我国 C919 飞机 ..... - 9 -
图 15 铝合金在汽车上的具体应用 ..... - 10 -
图 16 近年来电解铝价格处于相对低位 ..... - 10 -
图 17 石油价格处于相对高位 ..... - 10 -
图 18 汽车车身用铝将是最具潜力的细分市场 ..... - 10 -
图 19 全球易拉罐消费结构 ..... - 16 -
图 20 世界易拉罐料人均年消费量 ..... - 16 -
图 21 我国易拉罐料市场供应结构 ..... - 17 -
图 22 铝材在高速列车上的应用 ..... - 18 -

表 1 电耗成本占到电解铝总成本的 40% ..... - 5 -
表 2 大型客机用典型合金、状态及应用部位 ..... - 8 -
表 3 主流汽车厂商铝合金板应用情况 ..... - 11 -
表 4 诺贝丽斯产能扩张计划 ..... - 12 -
表 5 南山铝业特种压延材项目中厚板产能情况 ..... - 13 -
表 6 南山铝业特种压延材项目薄板产能情况 ..... - 13 -
表 7 南山铝业锻造项目进度明细 ..... - 14 -
表 8 公司最新模锻压机可生产产品 ..... - 15 -
表 9 铝合金车体和不锈钢车体用铝量比较 ..... - 18 -
表 10 轨道交通用铝 2014 年需求量约 8.4 万吨 ..... - 19 -

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

公司相对其他电解铝和铝加工企业的优势:

- 唯一的短距离全产业链铝业公司
  南山铝业是国内铝加工龙头企业之一，拥有完整的铝加工产业链，并且是目前世界唯一一家短距离内铝产业链最完整的铝加工企业。
- 自备电优势
  电力成本约占电解铝生产完全成本的 40%，公司东海电厂发电成本仅 0.29 元/度，使得南山铝业拥有自备电成本优势，与使用网电的电解铝企业相比，随着煤炭价格的持续下跌，公司的生产成本优势更加明显。
- 长协矿优势
  公司与印尼、澳洲矿的长期协议为公司提供了相对较低的价格以及稳定的原材料供应，巩固了公司的成本优势。
- 产能迈向高端，深加工业务盈利良好
  随着募投项目深加工项目产能的逐步释放，公司产能从低端迈向高端，产品毛利持续上升，整体盈利能力得到增强。
- 管理优秀

我们与市场对南山铝业认识的不同点:

（1）传统意义上，市场认为南山是一个电解铝企业，而且是一个弹性比较弱的电解铝企业，所以估值给的最低；但实际情况是目前公司的所有电解铝产能都有深加工业务配套，而且像轨道交通用铝、汽车轻量化用铝、航空航天用铝这三类下游需求增速最快、壁垒最高、盈利能力最强的领域，公司均有着重布局：在南车主要基地四方的高铁铝型材招标中，公司占比达到 60%，在轨道交通铝型材领域的竞争力很强，近期高铁投资的启动在公司订单的体现上也很明显；在航空航天铝材领域，公司不仅向 BE 和 RECARO 供应内饰件用铝型材，而且 14 年也陆续与波音、空客、中商飞签订了合作协议，甚至不排除如果公司未来技术和市场开拓顺利的话，公司供应空客铝型材的量占到空客总采购量的 30%左右，民航市场潜力巨大，公司已占据先机，未来有望与国际巨头 PK。除了潜力巨大的轨道交通用铝、汽车轻量化用铝、航空航天用铝，公司剩下的品种中如易拉罐料、铝箔等下游需求主要是消费领域，增速平稳，公司竞争力强，利润的抗周期能力很强。

（2）公司可转债实现强制转股的紧迫性：1.公司 60 亿的可转债，可转债实现强制转股的价格是 8.65 元，明年 4%的利息成本，2.4 亿的财务费用明年 10 月付息，这对上市公司是不小的负担；2.账面利润的影响同样巨大，在可转债的募投项目 20 万吨特种铝合金投产前，公司利息全部资本化，可转债的利息成本并未影响之前的利润表，但从 15 年下半年开始项目陆续转股，利息无法资本化，对利润表的影响很大。集团和管理层已经完成了 2760 万股的增持，显示对公司发展的信心，集团负责资本运营的平台南山金融发展公司有 10 亿的注册资本，为公司发展提供了强有力的金融支持。

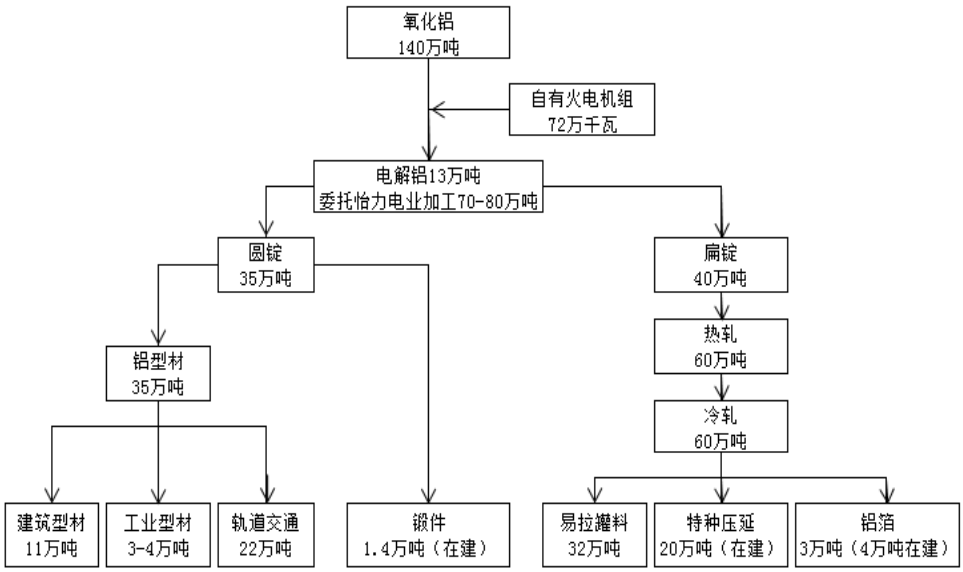
公司安全边际+弹性俱佳:（1）公司 PB 仅 0.8 倍，在铝行业中估值最低，但实际上公司的盈利能力在行业中是较强的（自备电成本优势+长协矿+管理优秀+深加工），即使在低迷的铝价下，预计公司今年估值也仅 19 倍，低 PB+低 PE 的组合是有安全边际的，而且公司历史上的利润都较稳健；（2）弹性：业绩弹性，我们认为铝是基本金属中最强的品种，且公司深加工业务未来将显著增厚业绩；估值弹性，相对公司的盈利能力，公司估值被低估，且未来深加工业务（轨道交通、汽车轻量化、航空航天用铝）放量将继续提升估值。

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

一、唯一的短距离全产业链铝业公司

- **公司是国内技术装备水平最高、配套最为完善的铝加工龙头企业之一**，拥有从热电—氧化铝—电解铝—热轧—冷轧—箔轧及铝型材的完整铝产业链，并且是目前世界唯一一家短距离内（45 平方公里）铝产业链最完整的铝加工企业。
- 公司现有氧化铝产能 140 万吨，为氧化铝净卖出企业，可完全满足公司电解铝生产需求。自有电解铝产能 13 万吨，此外，与怡力电业（母公司的全资控股企业）签有委托加工协议，付予怡力电业加工费，每年最多可得到 70-80 万吨的电解铝供应。在下游铝加工品方面，公司现有铝型材产能 35 万吨，其中轨道交通为 22 万吨，建筑型材为 11 万吨，其他工业型材 3-4 万吨；有 1.4 万吨锻件项目在建；压延材方面，公司有 20 万吨特种压延材项目在建，建成后冷轧产能将达到 60 万吨与热轧相匹配，热轧产品将被高毛利的压延材取代，公司盈利能力得以增强。

图 1 南山铝业铝加工产业链



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

- **公司铝加工全产业链攻守兼备**：上游电解铝环节能够在铝价上涨时为公司带来一定盈利弹性，下游铝加工环节又能够在铝价弱势阶段为公司提供相对稳定的加工盈利。
- 公司铝加工品和下游客户的定价方式，是以铝锭价格加上加工费的形式来计价，铝价的变化完全反映到客户的结算价当中，所以，下游铝加工环节能够在铝价弱势阶段为公司提供相对稳定的加工盈利。

二、自备电与长协矿奠定公司成本优势

2.1 自备电优势

- 公司的自备电优势体现在电解铝的生产上，电力成本占到电解铝完全成本的

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

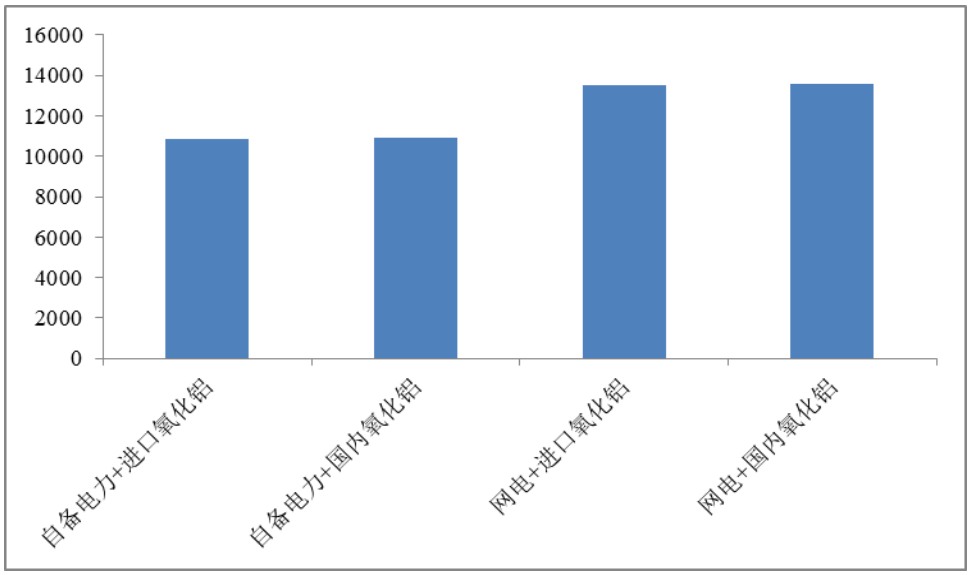
40%以上，因此电解铝成本竞争的本质可以说就是电力成本的竞争。

表 1 电耗成本占到电解铝总成本的 40%

材料	消耗	单价	成本（元）	占比
电耗	13500	0.45	6075	40.34%
氧化铝	1.9	2900	5510	36.59%
阳极炭块	0.5	4400	2200	14.61%
人工和折旧	1	1000	1000	6.64%
氟化铝	0.03	7000	210	1.39%
冰晶石	0.01	6400	64	0.42%
总成本			15059	

数据来源：兴业证券研究所，彭博

图 2 使用自备电的电解铝成本显著低于网电



数据来源：彭博

- 公司发电业务由南山热电厂经营，目前有 72 万千瓦总装机容量，分布在南山和东海两个厂区（其中东海装机容量为 60 万千瓦，南山装机容量为 12 万千瓦），年发电量 50 亿度，可完全满足公司自用电需求。
- 目前，其他电解铝厂商主要使用网电，吨电解铝需要消耗 13500 度电，我们按照 0.45 元/度的工业电价计算，电解铝的网电成本为 6075 元/吨。南山铝业的自备电来源是自建发电厂，外购煤炭发电，煤炭采购价格主要依据环渤海指数。东海电厂装机容量大，发电成本低，为 0.29 元/度；南山电厂装机容量小，发电成本高，为 0.39 元/度过网费为 1 分/度。总的平均用电成本约为 0.31 元/度。公司电解铝电力成本约为 4185 元/吨，吨铝电力成本比网电铝厂低 1890 元，以公司 13 万吨电解铝产量计算，电力成本可节省资金 2.45 亿元，占 2013 年公司营业收入的 2%，可增厚 EPS0.12 元。
- 受宏观经济增速放缓、以及煤炭结构性过剩影响，煤炭价格一直呈下降趋势，加之蒙古等低成本煤炭冲击，煤炭价格仍将低迷。与煤炭价格相反，电力价格刚性较大，自电改以来已经上涨 40%之多，公司电力成本优势不仅得以巩固，还有扩大可能。

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

2.2 长协矿以较低的价格锁定了铝土矿成本，避免了后期价格波动带来的经营风险。

- 2014 年初，印尼限矿令生效，我国有 60%以上的进口铝土矿来自印尼，作为印尼铝土矿的主要进口国，我国铝土矿供应面临较大风险。
- 我国进口铝土矿主要来自印尼、澳大利亚和印度三个国家，其中印尼矿占绝大多数。08 年以来进口自印尼的铝土矿占全部进口铝土矿比例平均达到 60%以上，占我国总消费量的 40%，印尼原矿出口禁令将迫使我国进口商转移进口途径，寻找其他原料来源。铝土矿的替代来源有巴西、几内亚、澳大利亚等国家，但是巴西、几内亚等美洲非洲国家的进口成本远高于印度澳大利亚等国。
- 为应对禁令，公司采取了以下措施：1、从 2013 年下半年到 2014 年初，加大从印尼的采购数量，提高低温矿库存。2、部分采购力拓的澳洲低温矿来增加工厂库存量，保证低温矿来源。3、公司的二期高温线使用矿石为澳洲高温矿，为保证生产需求，公司和力拓签订了长期铝土矿供应协议，每年的采购数量和国内公司的高温线需求相匹配。
- 我们认为长协矿使公司从两方面收益：**1、澳大利亚的铝土矿进口成本低于从美洲与非洲国家的进口成本；2、长协矿减少了公司受后期价格波动的影响。**

图 3 印尼铝土矿占我国进口铝土矿的 60%以上

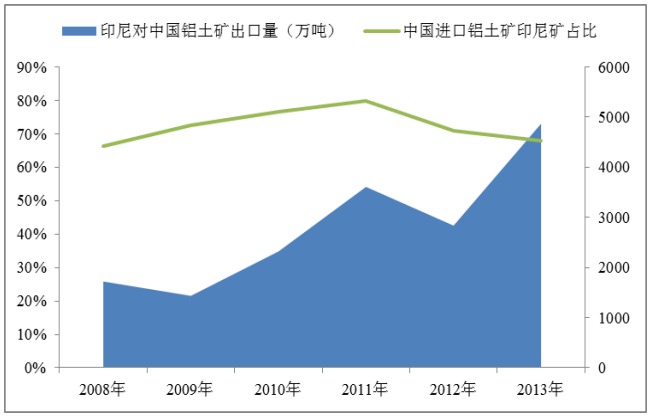
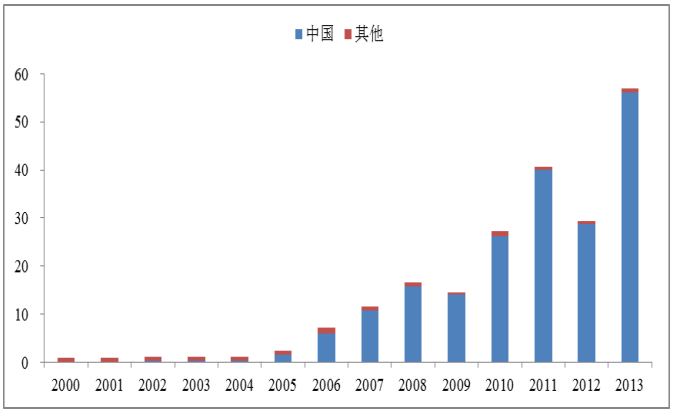


图 4 印尼铝土矿主要出口至我国



数据来源：兴业证券研究所，wind

图 5 年初以来铝土矿进口价格持续上涨

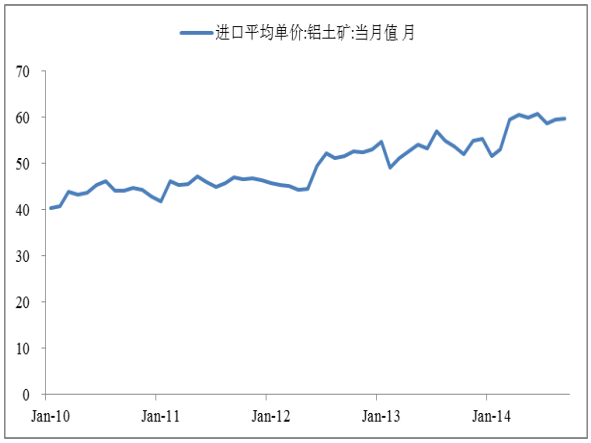
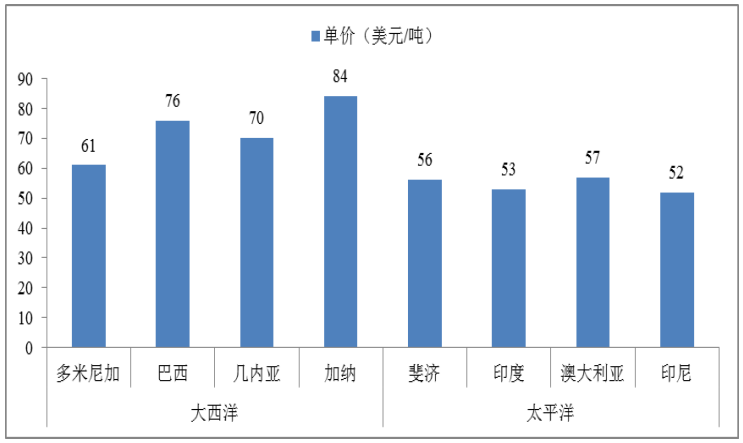


图 6 相比于美洲和非洲铝土矿澳洲矿具备成本优势



数据来源：兴业证券研究所，wind

敬请参阅最后一页特别声明
用使司公限有理管产资平太供仅档文此

三、我国高端铝加工材供应缺口巨大

3.1 我国人均铝消费量低，消费结构低于世界平均水平

我们认为中国铝加工行业，尤其是高端铝加工品，具有很大的发展空间，主要基于以下观点：

- **中国铝材消费程度依然偏低。**从人均消费原铝量来看，中国 2010 年人均消费量约为 11.7 千克，美国为 13.8 千克，相比较美国、欧洲、日本等发达国家水平仍有差距。
- **在产业结构升级以及节能减排等政策推动下，铝合金应用结构有望向高端转移。**在汽车、轨道交通以及航空航天领域铝合金的应用会得到进一步推广。

图 7 主要经济体人均原铝消费量对比（千克/人*年）

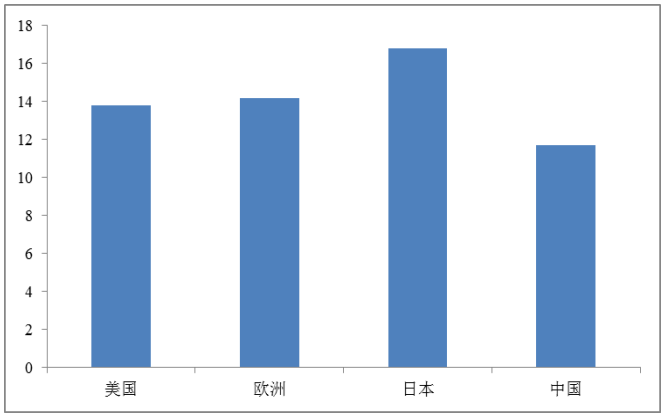
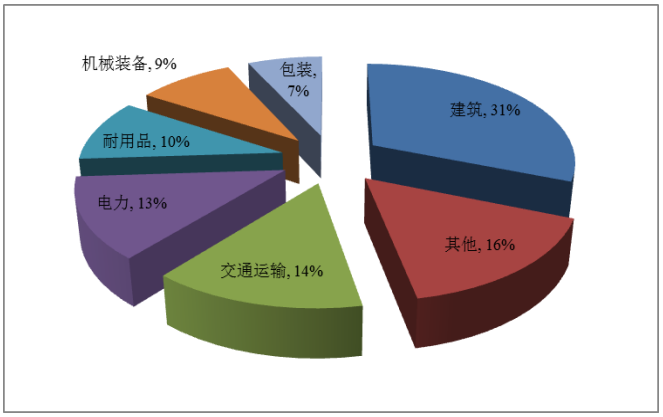
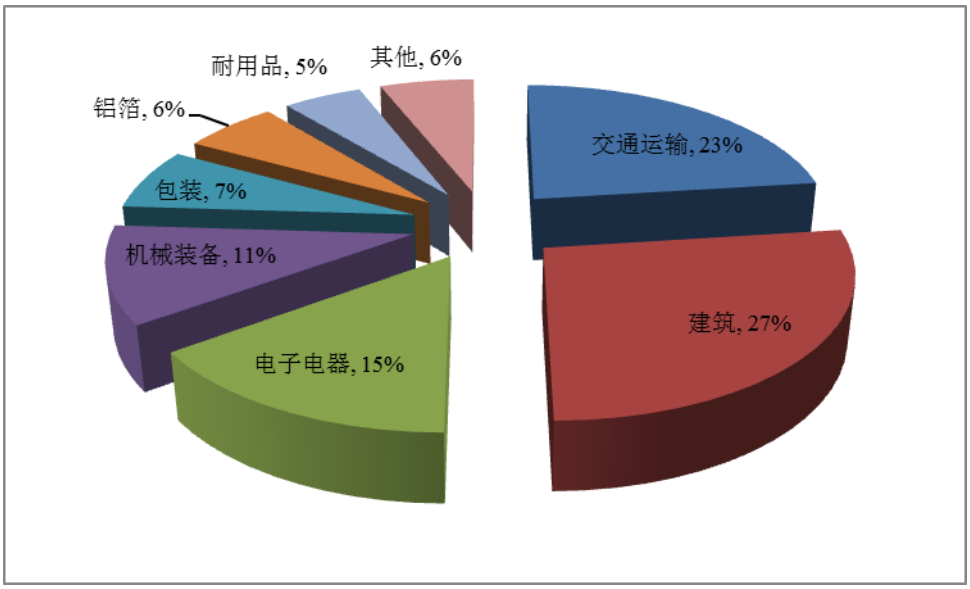


图 8 中国铝消费结构仍然偏重于建筑领域



数据来源：兴业证券研究所，wind，安泰科

图 9 全球铝消费结构中交通运输规模已经和建筑相当



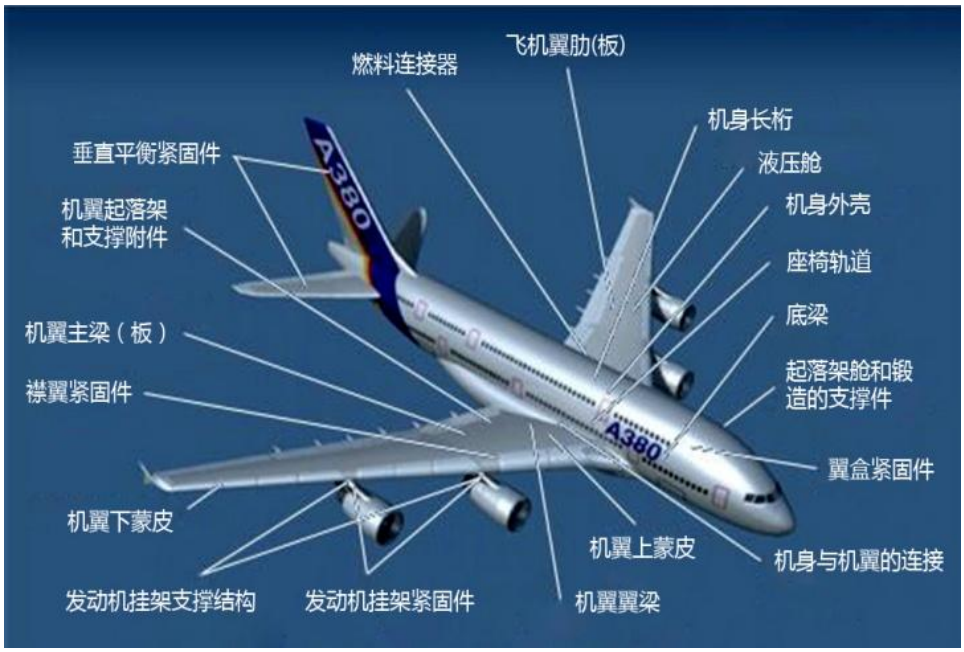
数据来源：兴业证券研究所，安泰科

敬请参阅最后一页特别声明
用使司公限有理管产资平太供仅档文此

3.2 我国铝加工产品主要集中在低端产品，高端产品依赖进口

- **铝合金是航空业重要材料，应用广泛。发达国家的发展经验告诉我们，伴随着航空工业的发展，铝合金产品的消费将迎来爆发式增长。我国民用及军用飞机进入战略期，但是我国航空用铝加工品主要依靠进口**
- 20 世纪初在莱特兄弟制造的飞机上就采用了 Al-Cu-Mn 铸造的飞机发动机的曲柄箱体。1906 年 A.Wilm 在 Al-Cu-Mg 系合金中发现时效硬化现象，使铝合金作为飞机主体结构材料成为可能，此后，铝合金作为飞机机体的主要结构材料登上历史舞台。
- 铝合金厚板主要用于生产飞机的机身、机翼、尾翼和蒙皮等部位，高强度铝合金预拉伸中厚板以其优良的综合性能开始替代部分模锻件，用于大型客机受力部件，大大降低加工成本和制造成本。

图 10 铝合金是飞机的主要结构材料



数据来源：兴业证券研究所，百度图片

表 2 大型客机用典型合金、状态及应用部位

牌号	品种	应用部位
7050	厚板	加强框、梁接头、窗框
7475	薄板	翼面蒙皮、角片
2124	厚板	机身加强隔框、机翼蒙皮壁板、机翼桁条、接头和梁等
7055	厚板	机翼上壁板蒙皮
7150	厚板	机翼上壁板
2324	厚板	机翼下壁板蒙皮
7085	厚板	框、梁、肋
2397	厚板	接头、梁、框
2524	薄板	机身蒙皮
2198/2098	薄板	机身蒙皮

数据来源：兴业证券研究所，中国知网

- 世界上两大客机及商用飞机制造公司——波音公司和空客公司都在加紧生产各式飞机，尽管单架飞机的铝材用量比例有所下降，但由于飞机的大型化与架数的增加，铝材总用量的增速仍比铝的整体消费量的增速快很多，特别是

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

铝合金厚板。空客公司 2002 年铝合金厚板用量 2.5 万吨，2010 的用量达到 10 万吨，这 8 年的年平均增长率高达 20%。波音公司的飞机产量比空客公司的多，虽然其单架飞机的厚板用量比空客飞机的少一些，但总用量大体上与空客公司的相当。据此，考虑到其他国家的民用飞机制造以及军用飞机的制造，2008 年全世界航空级铝合金厚板的需求量约为 30 万吨，其中美国的消费量约占 50%。

- 根据中商飞预测，到 2029 年中国市场需要 3750 多架大型客机。目前国内仅有中铝旗下的东北轻合金和西南铝能够提供航空板材，但由于整体设备配置水平存在瓶颈，产品质量稳定性存在一定不足。中商飞、沈飞、西飞、陕飞等各大飞机制造企业用铝板主要依靠进口，价格昂贵、周期长、且受贸易壁垒限制，采购存在较大困难。
- 除板材外，飞机和发动机中的许多重要件与关键件都是锻件。据统计，模锻件重量约占飞机机体结构重量的 20-35%，占发动机结构重量的 30-45%。我国商飞公司正在研制的 C919 飞机共有大型锻件项数 100 余项，材质为铝合金、钛合金、高温合金和高强合金结构钢。航空领域使用的锻件产品质量要求高、标准严、生产工艺复杂，对设备有特别严格的要求，国内现有末端液压机装备尚无法完全满足要求。以我国目前的锻造技术能力，商用航空大型精密模锻件还不能自主生产，还得依靠进口，严重制约了航空及相关领域的发展。
- 我国将发展大型商用飞机列入《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）》，从战略的层面重视航空业的发展。我国商飞公司正在研发的 C919 大飞机，大量关键零部件依靠进口，亟待国产化，因此航空锻件在商用飞机和发动机方面有着广阔的发展前景。

图 11 空客公司铝合金厚板用量年均增速达 20%

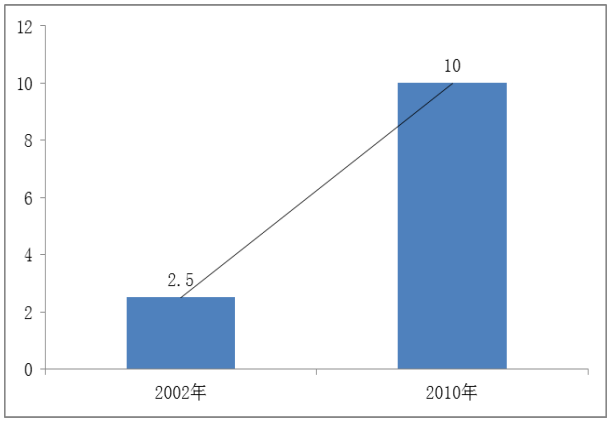


图 12 我国 C919 飞机

数据来源：兴业证券研究所，安泰科，百度图片

汽车轻量化之风已起，汽车铝化率上升势不可挡

- 特斯拉的 Model S 采用了全铝车身，2015 款福特畅销皮卡 F-150 以及吉普经典越野车型牧马人也将采用全铝车身，铝轧制品巨头诺贝丽斯和美铝在全球大幅扩张汽车用铝板产能。这些都在印证：**在车用车身及部件上，用轻质的铝合金替代钢材的趋势大大加快。**
- 轻量化背后的推动力是：**1、CAFE（燃油经济性平均标准）迫使汽车厂商必须走轻量化路线以降低油耗。2、电动汽车处于电池成本和电池重量的考虑，汽车厂商以全铝车身代替钢材从而降低电池成本是理性的选择。3、近年来石油价格一直处于相对高位，而电解铝由于产能过剩价格处于相对低位，从消费者的角度来看，铝替代钢节约的成本超过了增加的购车成本。**

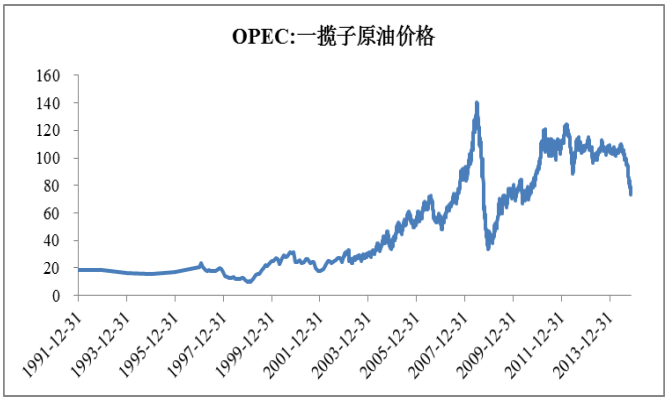
敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

图 13 铝合金在汽车上的具体应用

资料来源：兴业证券研究所，百度图片

图 14 近年来电解铝价格处于相对低位

图 15 石油价格处于相对高位

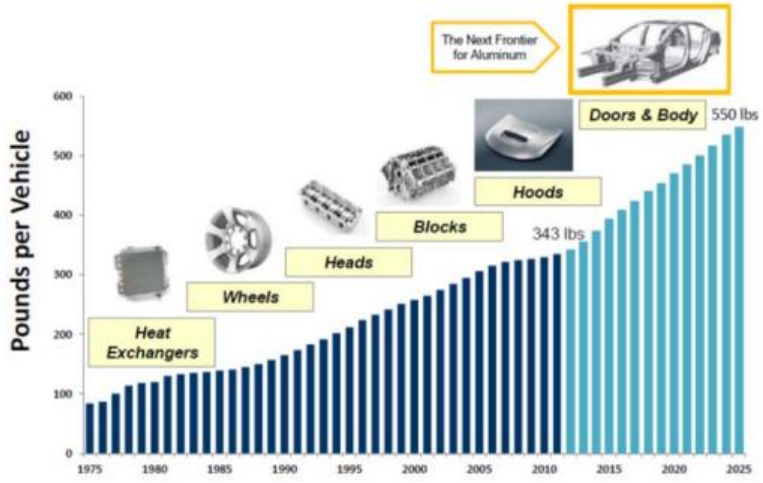


数据来源：兴业证券研究所，wind

铝制车身将是最具发展潜力的细分领域

- 目前，北美采用全铝车身的车型占比不到 1%，全球全铝车身车型的占比只会更低。根据 HIS Automotive 的数据，2013 年全球车用车产量为 8280 万辆，预计在 2025 年采用全铝车身的车型占比将达到 30%。年平均增速超过 33%。为了满足这些新增的需求，车身用铝行业将会出现爆发式增长。

图 16 汽车车身用铝将是最具潜力的细分市场



数据来源：兴业证券研究所，The Aluminum Association

敬请参阅最后一页特别声明
用使司公限有理管产资平太供仅档文此

表 3 主流汽车厂商铝合金板应用情况

地区	汽车型号	铝合金板应用部位
欧洲	路虎揽胜	全铝车身
	捷豹 XJ、XX	全铝车身
	奔驰 S 级	发动机舱盖
	奔驰 E 级	发动机舱盖、翼子板、行李箱盖
	奥迪 A6	发动机舱盖
	奥迪 A8	全铝车身
	沃尔沃 S60	发动机舱盖
	沃尔沃 S70	后车门
	雷诺	发动机舱盖
	标致 307	发动机舱盖
	雪铁龙 C5	发动机舱盖
北美	凯迪拉克	发动机舱盖
	通用 C/K Truck	发动机舱盖
	福特 Lincoln	发动机舱盖
	福特 Ranger	发动机舱盖
	福特 F-150	发动机舱盖
	克莱斯勒 Prowler	全铝车身
	克莱斯勒 Jeep	发动机舱盖
日本	丰田 Soarer	发动机舱盖、车身顶盖、行李箱盖
	丰田 Altezza Gita	后车门
	日产 Cedrie	发动机舱盖、行李箱盖
	日产 Skyline	发动机舱盖
	本田 S2000	发动机舱盖
	本田 Insight	全铝车身
	马自达 Roadster	发动机舱盖
	马自达 RX7	发动机舱盖
	三菱 Lancer Evo	发动机舱盖、翼子板
	斯巴鲁 Legacy	发动机舱盖
	斯巴鲁 Imprezza	发动机舱盖
	大发 Copen	发动机舱盖、车身顶盖、行李箱盖
韩国	现代 Motors Equns	发动机舱盖
	现代 MotorsGenesis	发动机舱盖

资料来源：兴业证券研究所整理

汽车铝材巨头在北美的产能扩张从侧面印证了这一预测。

- 诺贝丽斯是全球领先的铝轧制品生产巨头，专注于铝材加工行业，产品包括汽车铝材、易拉罐罐料、铝箔等。其下游客户包括奥迪、宝马、福特、捷豹路虎等主流整车厂商。
- 近几年诺贝丽斯大幅扩张产能，以面对汽车轻量化的需求。其年报披露，在 2013 年公司铝轧制品产量为 289.5 万吨，从 2012 年 12 月到 2015 年 12 月三面的时间里，将扩张合计 117 万吨的汽车铝材产能，也即扩张 40%的总产能来应对汽车轻量化带来的新需求。

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

- 仅在 2013 年，诺贝丽斯就投入超过 7 亿美金在全球扩张产能。汽车铝材加工是重资产行业，新建一条年产 12 万吨的铝材生产线就需要 2 亿美元以上的投入，并且新建产能订购生产设备需要一个较长的周期，铝材加工厂商只有在行业的长景气周期里才会考虑扩张产能。诺贝丽斯大规模新建产能也从侧面验证了汽车铝材加工行业的未来景气度。

表 4 诺贝丽斯产能扩张计划

区域	扩建产能用途	预计产能（万吨）	完工日期
北美	汽车用铝板	24	2013 年 7 月
北美	汽车用铝板	12	2015 年底
欧洲	汽车用铝板	12	2015 年底
亚洲	铝压延材	35	2013 年 7 月
亚洲	汽车用铝板	12	2014 年中
南美	铝压延材	22	2012 年 12 月
	合计	117	

资料来源：公司公告

- **我国汽车轻量化蓄势待发**

1、与美国等国外汽车厂商类似，我国车企也面临即将实施的更加严苛的国五排放标准，有足够的动力来推动汽车轻量化。2、我国电动汽车行业蓬勃发展，提高车身铝化率也是我国汽车厂商的理性选择。3、石油价格一直处于相对高位，从消费者的角度来看，铝替代钢节约的成本超过了增加的购车成本。

我国暂无批量生产汽车用铝板能力，需求缺口大。国内铝合金板材研发较国外起步晚，汽车用铝合金板材正处于研制和开发阶段。由于无法从国内采购铝板，合资品牌在国内用铝板部件的量产车型，只能从欧洲、日本、美国进口，甚至将部分铝板件改用钢板。然而，从国外进口铝板采购成本高，运输周期长，严重制约了其应用。自主品牌车企同样受采购铝板成本高等因素限制，仅有极少数车型能够进行应用。

因此，**汽车铝板的国产化已成为各大车企迫切的需求**，同时，也给铝加工企业生产、研发汽车铝板带来契机和动力。

四、南山铝业航空材料产业园区填补我国高端铝产品空白

南山铝业航空材料产业园区集板带、锻压、挤压于一体，产品定位高端铝加工产业。投产后，产品将覆盖航空、汽车、船舶、核电、轨道交通、容器罐等领域的全部变形铝合金。投产后将成为亚洲乃至世界最大的航空用产品加工基地，为新型合金材料国产化提供强有力的材料支撑。

4.1 特种压延材项目

- 特种压延材项目引进世界一流的生产及配套设备，生产设备达到世界先进水平，具备良好的前瞻性、优势性和标志性。包括熔铸、热轧、中厚板、冷轧、精整五个子项目，立足生产高技术含量、高附加值的 2 系、4 系、5 系、6 系、7 系铝合金产品。中厚板系列产品主要涵盖航空、船舶、轨道交通、工模具等领域；薄板带系列产品主要涵盖航空、汽车、船舶、制罐等领域。目前厂房基础设施已经建设完毕，正在进行设备安装，预计年底前开始试车，2015 年初开始试生产。
- 项目总产能 35 万吨，产品分为中厚板和薄板带，其中中厚板 10 万吨，薄板带 25 万吨。一期产能 20 万吨中厚板 5 万吨，薄板带 15 万吨，2015 年投产，

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

二期 2018 年投产。项目建成后南山铝业将具备生产和研发航空等高端变形铝合金板带产品的能力。项目总投资收益率预计为 16.8%，项目投资财务内部收益率 14.81%，项目投资回收期（含建设期）8.04 年。

表 5 南山铝业特种压延材项目中厚板产能情况

产品名称	合金牌号	设计产能（万吨）		
		一期	二期	合计
航空用板	2024T351	0.5	0.5	1
航空用板	7050T7451	0.5	0.5	1
工具用板	6061T651	1.5	1.5	3
船舶用板	5083H321		0.5	0.5
船舶用板	5083H116	0.5		0.5
容器罐体用板	5454H32	0.5	0.5	1
轨道车辆用板	5086H34	0.7	0.8	1.5
模具用板	7039F	0.3	0.2	0.5
热轧用板	5083H112	0.5	0.5	1
合计		5	5	10

资料来源：兴业证券研究所整理，公司公告

表 6 南山铝业特种压延材项目薄板产能情况

产品名称	合金牌号	设计产能		
		一期	二期	合计
汽车板	5052H34	2	4	6
汽车板	6016T4	0.5		0.5
钎焊板	434H14	1	2	3
船舶板	5052H32	1		1
航空薄板	7475T73	0.5		0.5
罐盖料/拉环料	5182H19	5		5
5 系合金带材	5754H32		4	4
5128 热轧带材	5182F	5		5
总计		15	10	25

资料来源：兴业证券研究所整理，公司公告

- 中厚板包括航空用板、船用板、工具用板、容器罐体用板、轨道车辆用板等。薄板带产品包括航空用薄板、汽车用板、船体用板、钎焊板、罐盖料、拉环料、专业用板等，并具备生产易拉罐体料和铝箔坯料能力。

4.2 锻造项目

- 锻造项目引进世界一流的模锻、自由锻液压机，将具备生产和研发铝合金、钛合金、高温合金锻造产品的能力，产品覆盖航空、船舶、核电、石化、油气等领域应用的大部分铝合金、钛合金、高温合金和结构钢的锻件产品，典型产品包括飞机框、梁、发动机涡轮盘、起落架、燃气轮机等高端产品，可以满足国内外高端锻件市场需求。目前基础设施建设基本完成，25MN 自由锻正在进行设备安装，2014 年 10 月份试生产，60MN 自由锻计划 2015 年 5 月试生产。

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

表 7 南山铝业锻造项目进度明细

项目/主机设备	开始试生产时间
25MN 自由锻液压机	2014.11
60MN 自由锻液压机	2015.04
125MN 模锻液压机	2015.12
500MN 模锻液压机	2016.01

- 南山铝业大型精密模锻件项目主导产品为应用于航空领域的铝合金、钛合金、高温合金、高强合金结构钢等锻件产品。项目建成后，**南山铝业将成为国内唯一能与美铝等国际企业形成有力竞争的航空用大型精密模锻件生产企业，弥补国内航空锻件制造方面与国际一流水平的差距**。
- **南山铝业引进国际一流锻压设备。**从全球著名的自由锻压机供应商——德国威普克潘克公司和模锻压机供应商——德国辛北尔康普公司引进目前世界上最先进的航空专用锻压设备，25MN、60MN 自由锻液压机，125MN、500MN 模锻液压机。
- 南山铝业引进的四台液压机特别是两台 125MN 和 500MN 模锻液压机，解决了制约国内航空锻件发展的装备瓶颈，也为锻造工艺的进步奠定了基础，生产产品可覆盖干线飞机及其支线飞机 90%结构锻件的市场，100%航空发动机涡轮盘、轴、叶片及机匣壳体环形件等锻件市场，将带动国内航天航空用高性能锻件的发展和进步，使我国锻件制造业具备与美铝、威曼高登以及奥伯杜瓦等国际一流企业竞争的能力。
- 锻造项目充分考虑了国家的战略需求，压机必须先进，以满足未来飞机发动机工艺要求，有效提升我国的航空制造能力，为中国梦的实现贡献力量在中国航空业快速发展，及自行研制 C919 客机的契机下，锻造项目必将在国内航空航天用高性能锻件的生产研发过程中大放异彩。
- **南山铝业已经与空客公司、中国商飞、中国商飞上海飞机设计研究院签署了航空材料供应商战略合作协议：目前与波音和空客都已开始了实质性的合作**。
- 该项目总投资 15 亿元，新上生产设备 123 台（套）。项目主导产品将主要面对航空、交通运输、能源、动力机械、矿山设备等市场的铝合金锻件产品，预计达产后年销售收入约为 13 亿元，利润总额为 6 亿元，年净利润 4.5 亿元，年税金 3 亿元。项目全部投资所得税后财务内部收益率 27.34%，财务净现值 13.9 亿元，投资回收期 5.3 年。项目具有较强的盈利能力。

五、南山铝业航空材料产业园区瞄准了我国高端铝加工品的空白领域，战略定位精准

- 国家工信部披露：“2012 年我国铝材产量 3074 万吨，而在 30 年前，这个数字仅为 28 万吨，可以看出，我国铝加工行业经过长期高速发展，取得了很大的成就，除个别高端产品外，已经能够满足国家经济发展和人民生活中对铝材的基本需求。虽然随着未来中国经济的持续发展，铝材消费量还有一定的增长空间，产能产量仍会增长，但随着基数的变大，未来铝材产能产量和消费涨幅势必回落，取而代之的是对铝材质量和品质的追求，是品质的‘升级版’。”

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

- 工信部披露的信息表明两个问题：

  1、 我国高端铝加工品产能存在缺口（高端铝压延材和锻件几乎没有生产能力）。

  2、 普通铝材加工行业竞争激烈，已无超额收益。

- **我国铝加工行业产品结构不合理（集中在低端产品），低端产品竞争激烈、产品附加值低、竞争激烈，而高端产品研发投入不足，结构性矛盾突出。随着我国工业化进程仍将持续快速增长以及节能环保政策的不断落实，我国铝加工行业必将向高精尖方向发展，由此将带来对中高端铝型材产品的巨大市场需求，拥有人才、技术、管理、设备等优势的企业将会在新的行业发展中受益。**

我们认为南山铝业会在本轮行业发展升级中受益，基于以下观点：

- **公司具备设备优势：**相比于普通铝加工材，下游客户对高端铝加工品的质量要求更高，而对于铝加工行业，加工设备的水平往往决定了产品的质量，因此，拥有更先进设备的铝加工企业产品往往具有更高的竞争力。

  南山铝业拥有目前世界上最先进的设备。特种压延材项目有世界一流（进口自日本三井、西马克、东芝三菱、派罗特克、瓦格斯塔夫、和布里克蒙等国际一流厂商）的 1+5 热轧生产线（即一台 4100mm 热粗轧机和 5 机架 3000mm 热连轧机），辊底式淬火炉，80MN 拉伸机和 120MN 拉伸机，一台 5600mm 厚板轧机，硬合金熔铸生产线，连续式热处理生产线及配套设备。锻造项目拥有从全球著名的自由锻压机供应商——德国威普克潘克公司和模锻压机供应商——德国辛北尔康普公司进口的 25MN、60MN 两台自由锻液压机和 125MN、500MN 两台模锻液压机。四台锻造机解决了制约航空锻件发展的装备瓶颈，生产产品可覆盖干线飞机及其支线飞机 90%结构锻件的市场，100%航空发动机锻件市场，是公司锻件制造具备与美铝、威曼高登以及奥伯杜瓦等国际一流企业竞争的能力。150MN 挤压机项目拥有当今世界上最先进的 150MN 正反向挤压机。年可挤压 2、4、5、6、7XXX 系航空航天、交通运输等领域用大规格挤压材 2 万吨。

表 8 公司最新模锻压机可生产产品

设备	产品
125MN 模锻压机	发动机安装节、机翼锻件、结构件
500MN 模锻压机	大型飞机结构件（分段模锻）、发动机压气机盘、发动机盘件、主起落架

- **人才与技术优势：**平台建设方面：与美国普渡大学、中南大学、北京有色金属研究总院、北京航空材料研究院合作；建设南山铝业技术中心、南山航空材料研究院、南山学院。公司在研项目有：航空用 7 系铝合金圆锭制备工艺研究；航空用 2 系和 7 系铝合金扁铸锭制备工艺研究；航空用 2024 合金高损伤容限厚板工艺研究。

  公司与一流科研机构合作，不断深入研发高端铝加工品，确保了公司技术行业前沿地位，增强公司生长能力，推动公司可持续发展。

- **通过客户认证，公司订单有保障。**压延材方面，南山铝业已经与空客公司、中国商飞、中国商飞上海飞机设计研究院签署了航空材料供应商战略合作协议；目前与波音和空客都已开始了实质性的合作；南山工业铝材在国内率先通过了 IRIS（国际铁路行业标准）体系认证，成为南车青岛四方机车车辆股份有限公司高速列车及动车组车体型材最主要的供应商，份额达 60%；公司同时是北车集团的 A 及供应商，份额达 20%；公司在国内铝合金敞煤车铝合金材料供应商的供货份额达到 80%。铝挤压材方面公司进入波音后备供应商序列；公司与空客签署挤压材供应合作备忘录；与中国商飞达成战略合作协

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

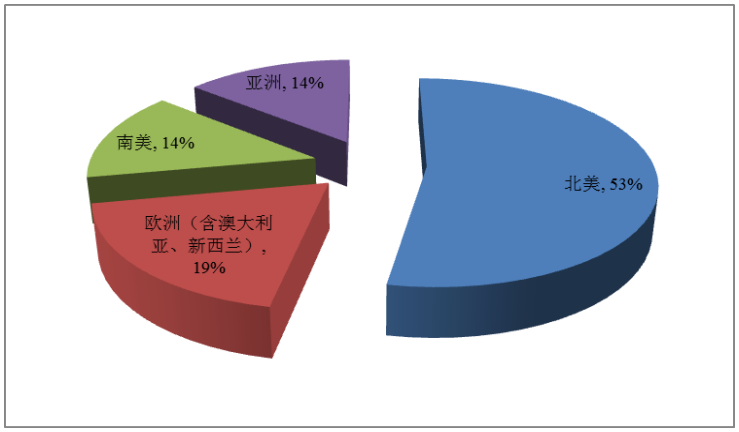
议；通过 B/E 公司原材料供应商资格认证；成为 RECARO 的一级供应商。公司的铝箔产品通过了康美、利乐的产品认证，已经成为利乐、康美包、纷美等世界一流软包公司的主供应商。

六、易拉罐料与轨道交通型材领军企业，提升公司综合盈利能力

6.1 易拉罐料市场龙头

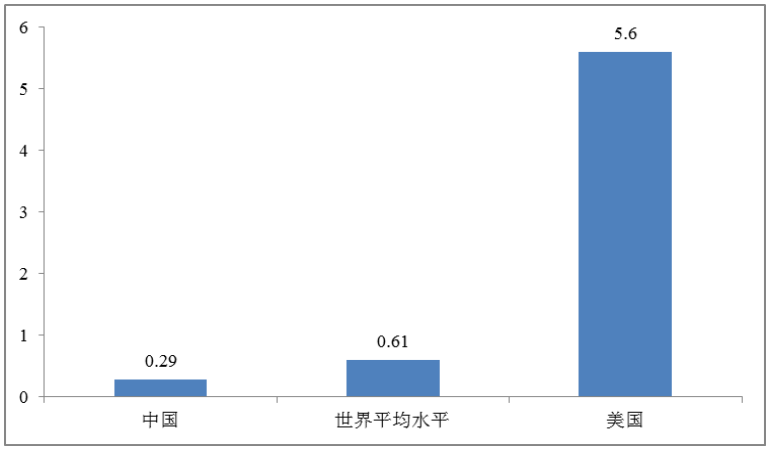
- 易拉罐料是易拉罐制罐的初级原材料，食品饮料作为必需的快消品，其与经济周期或固定资产投资相关性较低，但与整体经济发展水平和个人购买力相关性更高，而在现今国内经济转型期，经济增长的引擎从投资逐步转变为内需，作为消费型铝材的**易拉罐料需求将维持极高的确定性。**
- 目前，**我国易拉罐总产量、人均消费量均较低，仍有较大上升空间。**2013 年我国生产罐体约为 260 亿只，生产罐料约为 361kt，消费罐料 332.5kt，进口 15kt 罐料，出口量超过 50kt，净出口量约为 35kt。我国产量据世界第三位，为美国产量的 17%，德国产量的 82%。**我国人均消费量为 0.29 千克，仅为美国人均消费量的 5%，也低于世界人均消费量的 0.61 千克，我们认为我国易拉罐市场未来仍有着广阔的发展空间。**

图 17 全球易拉罐消费结构



资料来源：兴业证券研究所，华印企业网

图 18 世界易拉罐料人均年消费量



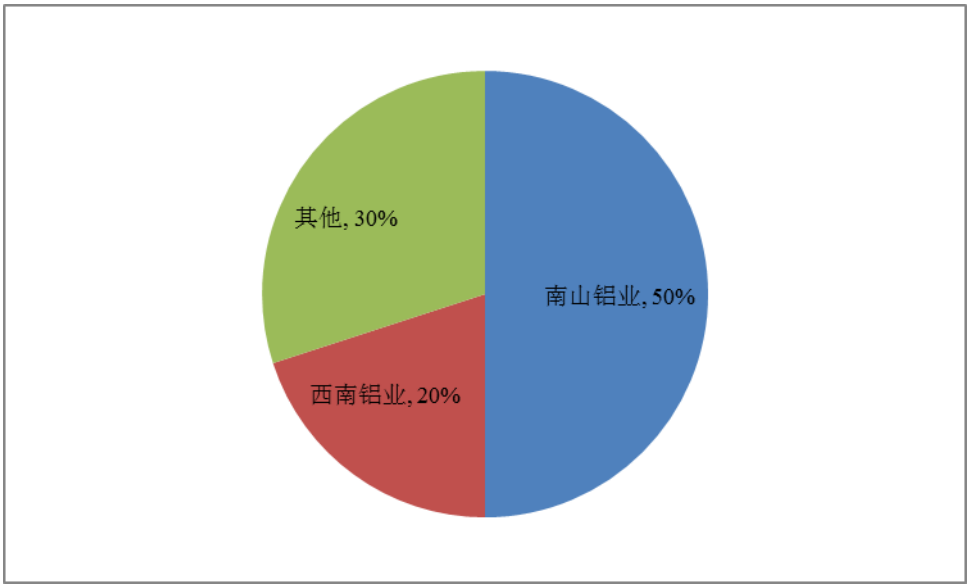
资料来源：兴业证券研究所，安泰科

敬请参阅最后一页特别声明
用使司公限有理管产资平太供仅档文此

- 35kt 的净进口量标志我国国内罐料市场进口替代已经完成，我认为这不是终点，我国罐料产量将继续增长，出口会逐步增加，在国际市场占据更大的份额。冷轧罐料的技术门槛不高，决定其质量的是加工设备的水平，我国罐料生产企业的生产线均是引自于国外知名厂商的先进设备，产品质量已达国际先进水平。与德国美国相比我国具有成本优势，因此，**我认为冷轧罐料产能会逐步从欧美发达国家向我国转移。**

- **公司是易拉罐料市场的领军企业**。公司罐料产品产能 30 万吨，2013 年产销量约为 18 万吨，市场占有率达到了 50%，市场占有率第二的西南铝业仅为 20%，公司行业领头羊地位稳固。

图 19 我国易拉罐料市场供应结构



资料来源：兴业证券研究所整理

- 我们认为**公司在易拉罐料市场的领军位置不会改变，将为公司带来持续盈利能力**

1) 国内的铝加工费低于全球成本，差价约为 2000 元/吨，易拉罐料产能将进入国外向国内转移阶段。我国产量虽然已经大幅增长但是仍然未超过德国，且只占美国的 17%，市场空间足够。

2) 我国具有相关生产条件的厂商虽然有 15 家，但是只有 8 家企业具有生产能力，其中仅有 5 家能够批量生产，罐料的生产能力转化需要时间，短期内南山铝业的行业领军位置不会改变。南山铝业的罐料产量从 0 增长到 20 万吨用了 8 年时间，西南铝业用了同样的时间将产量从 0.7 万吨提高到 10 万吨。

3) 鉴于南山铝业的行业领军地位、产能释放情况以及全产业链特点，公司在产能弹性和生产成本上在行业中有领先优势。

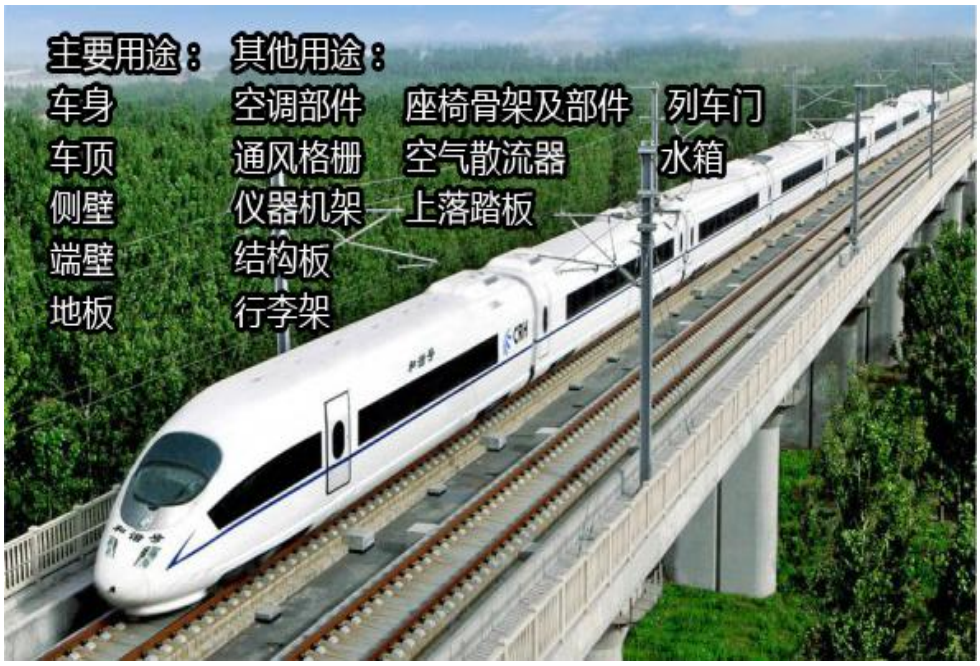
6.2 轨道交通用型材发展潜力大

- 在城际轨道交通方面，根据《中长期铁路网规划》，到 2020 年，全国铁路营业里程达到 12 万公里，复线率和电化率分别达到 50%和 60%以上，建设客运专线 1.6 万公里。铝制铁路车体具有轻量化、密封性好，抗腐蚀性高等性能，在时速 200 公里以上高速列车车体上具有绝对的优势。目前，在时速 200 公里以上高速列车招标材质上主要为铝合金车辆，每辆车的整体车身铝材平均用量约 10 吨，其中 90%以上为大截面铝型材。

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

- 预计十二五期间，国内客运专线约需铝合金高速列车 7000 辆，每辆车约需铝型材 10 吨，合计需要铝型材约为 7 万吨。

图 20 铝材在高速列车上的应用



资料来源：兴业证券研究所，百度图片

- 目前我国五种铁路客运专线动车组 CRH1，CHR2，CRH3、CRH5 和 CRH380 当中，除 CRH1 为不锈钢材质外，其余四种车体均为铝合金材质，一般说来时速超过 250 公里的高速列车均为铝合金材质。
- 在城市轨道交通方面，主要包括地铁和轻轨两种形式，从车体材料来分主要包括铝合金车和不锈钢车两种。为了提高轨道交通的速度，铝合金车体成为必备条件。即便是在不锈钢车体中，铝合金所占的比重也较大。

表 9 铝合金车体和不锈钢车体用铝量比较

部件类型	铝合金车体耗铝量（公斤）	不锈钢车体耗铝量（公斤）
底架	4027.3	2866
侧墙	1936	1558
车顶	651	665
端墙	200.6	206
总计	6814.9	5295

资料来源：工业和信息化部网站

- 随着城市轨道交通项目核准权下放到地方，全国正掀起新一轮城市轨道交通建设潮。据不完全统计，目前全国正在施工建设的地铁线路超过 70 条，开始建设地铁的城市已达 28 个。
- 预计到 2015 年，我国城市轨道交通每年需车辆约为 3000-4000 辆。预计其中 60%的车辆将采用铝合金车体，按每辆车需铝合金材 7 吨计算：剩下 40%采用不锈钢车体，按每辆车需铝合金 5 吨计算，则大致需要铝材 1.8 万吨至 2.5 万吨。
- 预计 2014 年高铁（含城际）需求量 3800 量，对铝材需求 3.7 万吨，城轨需求量 2800 辆，对铝材需求 1.7 万吨，运煤敞车需求量 6000 辆，对铝材需求

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

3 万吨，**整个轨道交通 2014 年的用铝需求量约 8.4 万吨。轨道交通用铝市场主要被中国忠旺、麦达斯、南山铝业、利源精制、丛林所瓜分，未来这一市场仍有巨大的增长潜力**。

表 10 轨道交通用铝 2014 年需求量约 8.4 万吨

	假设	2014 年需求量	铝材需求	市场规模
高铁（含城际）用铝	动车组型材使用量为 8 吨/辆，板材使用量为 1.5 吨/辆，单车铝材使用量价值 50 万元	3800 辆	3.7 万吨	15 亿
城轨	70%为铝合金车体，型材用量为 4 吨/量，板材为 2 吨/辆，单车用铝量价值 25 万	2800 辆	1.7 万吨	7 亿
运煤敞车	单车用铝量 5 吨	6000 辆	3 万吨	9 亿

资料来源：工业和信息化部网站

七、盈利预测与投资建议

- 预计公司 2014-2016 年的业绩分别为 0.41、0.55、0.67 元，对应 PE 水平分别为 19、14、12 倍。公司的 PB 为 0.8 倍。无论在电解铝还是铝加工行业均处于最低水平，给予公司“增持”的投资评级。
- 公司积极开拓高附加值的航空、汽车等铝材市场，将使公司产品呈高端化，并将成为 A 股中同时在航空、船舶、汽车、轨道交通等高端市场中均有布局的稀缺标的，具有成为中国版美铝的潜质。我们认为公司具有投资价值。
- 风险提示：煤炭价格大幅上扬，公司运营成本上升；公司高端产能未能按计划投产

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	13449	7041	10863	13477
货币资金	4143	633	2777	3993
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	440	622	702	848
其他应收款	113	142	175	199
存货	3432	3850	4823	5582
非流动资产	15980	15376	14571	13728
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	230	9	9	9
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	11656	12597	12405	11801
在建工程	2397	1079	472	229
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1516	1516	1516	1516
资产总计	29429	22418	25434	27205
流动负债	4725	2499	2985	3350
短期借款	1669	0	0	0
应付票据	444	0	0	0
应付账款	1486	1604	2056	2368
其他	1126	895	929	981
非流动负债	5774	275	275	275
长期借款	275	275	275	275
其他	5499	0	0	0
负债合计	10499	2774	3260	3625
股本	1934	1934	1934	1934
资本公积	9745	9745	9745	9745
未分配利润	5183	5684	6741	8027
少数股东权益	1623	1751	1869	1989
股东权益合计	18930	19643	20817	22223
负债及权益合计	29429	22418	24076	25847

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	906	792	1056	1287
折旧和摊销	800	841	920	956
资产减值准备	182	-145	40	33
无形资产摊销	65	0	0	0
公允价值变动损失	0	-1	-1	-1
财务费用	122	-6	-40	-110
投资损失	-25	0	0	0
少数股东损益	112	128	118	120
营运资金的变动	-628	-2453	1236	1066
经营活动产生现金流量	1410	3974	863	1217
投资活动产生现金流量	-1970	-80	-120	-110
融资活动产生现金流量	-242	-7404	1401	109
现金净变动	-817	-3510	2143	1216
现金的期初余额	4528	4143	633	2777
现金的期末余额	3712	633	2777	3993

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	14525	16812	20862	23992
营业成本	12332	14843	18382	21139
营业税金及附加	72	62	64	65
销售费用	289	333	417	478
管理费用	440	458	589	678
财务费用	90	-6	-40	-110
资产减值损失	182	0	0	0
公允价值变动	0	-1	-1	-1
投资收益	25	0	0	0
营业利润	1144	1120	1450	1741
营业外收入	45	0	0	0
营业外支出	24	0	0	0
利润总额	1165	1120	1450	1741
所得税	259	201	276	334
净利润	906	920	1174	1407
少数股东损益	112	128	118	120
归属母公司净利润	794	792	1056	1287
EPS（元）	0.41	0.41	0.55	0.67

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	-2.3%	15.7%	24.1%	15.0%
营业利润增长率	16.6%	-2.0%	29.4%	20.1%
净利润增长率	8.7%	-0.3%	33.5%	21.8%
盈利能力				
毛利率	15.1%	11.7%	11.9%	11.9%
净利率	5.5%	4.7%	5.1%	5.4%
ROE	4.6%	4.4%	5.6%	6.4%
偿债能力				
资产负债率	35.7%	12.4%	13.5%	14.0%
流动比率	2.85	2.82	3.64	4.02
速动比率	2.11	1.25	1.99	2.33
营运能力				
资产周转率	0.51	0.65	0.87	0.91
应收帐款周转率	23.93	28.42	28.29	27.80
每股资料（元）				
每股收益	0.41	0.41	0.55	0.67
每股经营现金	0.73	2.05	0.45	0.63
每股净资产	8.95	9.25	9.80	10.46
估值比率（倍）				
PE	18.72	18.76	14.06	11.54
PB	0.86	0.83	0.78	0.73

敬请参阅最后一页特别声明

用使司公限有理管产资平太供仅档文此

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推　　荐：相对表现优于市场；

中　　性：相对表现与市场持平

回　　避：相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买　　入：相对大盘涨幅大于 15% ；

增　　持：相对大盘涨幅在 5%～15%之间

中　　性：相对大盘涨幅在-5%～5%；

减　　持：相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	**办公电话**	**邮 箱**	**姓 名**	**办公电话**	**邮 箱**
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	**办公电话**	**邮 箱**	**姓 名**	**办公电话**	**邮 箱**
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609（100033） 传真：010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓 名	**办公电话**	**邮 箱**	**姓 名**	**办公电话**	**邮 箱**
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035） 传真：0755-23826017					
海外销售经理					
姓 名	**办公电话**	**邮 箱**	**姓 名**	**办公电话**	**邮 箱**
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					
私募销售经理					
姓 名	**办公电话**	**邮 箱**	**姓 名**	**办公电话**	**邮 箱**
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.xyzq.com.cn 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。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。