

01378.HK 中国宏桥

增持 (首次)

拨云见日，估值重构

2018年1月18日

市场数据

日期	2018-1-17
收盘价(港元)	10.08
总股本(亿股)	80.58
流通股本(亿股)	80.58
总市值(亿港元)	812
流通市值(亿港元)	812
净资产(亿元)	457
总资产(亿元)	1425
每股净资产(元)	6.17

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	61,396	89,858	92,706	115,975
同比增长(%)	39.2	46.4	3.2	25.1
归属股东净利润(百万元)	6,850	6,940	8,591	17,398
同比增长(%)	84.8	1.3	23.8	102.5
毛利率(%)	23.1	17.7	17.6	24.9
净利润率(%)	11.2	7.7	9.3	15.0
每股收益(元)	0.96	0.86	1.07	2.16
每股股息(港仙)	47	38	44	90

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

山东省环境督查意见点评: 烈火见真金, 电解铝龙头迎来机会 (兴证海外周期 20171227)

海外周期研究

分析师: 鲁衡军
SAC: S0190515010004
SFC: AZF126

联系人: 韩亦佳
SAC: S0190517080003
hanyij@xyz.com.cn

投资要点

- **中国宏桥是全球规模最大的铝生产商, 成本优势显著。**宏桥的核心竞争力有五点: (1) 控制优质铝土矿资源, 减少原材料成本波动, 同时降低氧化铝自产成本; (2) 地处全国最集中的铝产业集群, 独特的铝水直供模式提高下游客户依赖度; (3) 自备电厂, 独立电网, 电力成本低; (4) 创新驱动, 自主研发 600KA 生产线具备国际领先水平; 及 (5) 具备优秀企业的“基因”。
- **中国宏桥的估值体系有望被重新构建, 估值水平将与其竞争力相吻合。**对标全球龙头, 中国宏桥不但没有享受龙头公司的估值溢价, 反而处于明显的估值洼地, 源于市场对其民营企业身份及经营模式的“偏见”。但是, 公司正发生积极变化: (1) 中国宏桥从过去的冒进式发展进入规范发展阶段, 重环保、降杠杆、增分红, 消除估值隐忧。(2) 中信及其它长线资金的注资有利于稳固宏桥的行业领先地位, 央企民企巨头联手。因此, 未来市场有望逐步打消对宏桥的“偏见”。
- **首次覆盖公司给予“增持”评级, 1年维度给予公司对应2018年9倍估值, 目标价11.60港元, 2年维度给予公司对应2019年7倍估值, 目标价18.21港元:**我们预测, 铝行业盈利有望见底, 未来盈利中枢将逐步抬升; 宏桥作为全球铝业龙头, 受益于基本面改善及估值体系重塑; 预测公司2017~2019年归母净利润分别为69亿、86亿和174亿, 同比增长分别为1.3%、23.8%和102.5%。我们首次评级覆盖公司给予“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下滑、电解铝产能大幅扩张、铝价暴跌、公司产能继续缩减、自备电厂、独立电网、环保开支、几内亚政局不稳、铝土矿出口国的政策不确定性



目 录

1、公司基本情况：全球铝业龙头	- 4 -
1.1、发展历程	- 4 -
1.2、股权结构	- 5 -
1.3、主营构成	- 7 -
2、五点核心优势，成就宏桥“帝国”	- 8 -
2.1、布局铝土矿资源是战略优势	- 8 -
2.2、“产业集群”是地理优势	- 11 -
2.3、电力成本低是传统优势	- 13 -
2.4、创新是技术优势	- 14 -
2.5、具备优秀企业的“基因”	- 14 -
3、“偏见”有望消除，估值体系重塑	- 15 -
3.1、股权结构改善，央企民企巨头联手，稳固宏桥领先地位	- 15 -
3.2、从高速扩张到规范发展，重环保、降杠杆、增分红，消除估值隐忧	- 16 -
4、盈利预测与估值	- 17 -
5、风险提示	- 18 -
图表 1、中国宏桥成长史	- 4 -
图表 2、中国宏桥在行业下行周期逆势扩张	- 5 -
图表 3、宏桥保持高毛利，优质龙头领先行业平均水平	- 5 -
图表 4、电解铝行业 TOP10	- 5 -
图表 5、氧化铝行业 TOP10	- 5 -
图表 6、管理层的资本市场行为	- 6 -
图表 7、公司股权结构	- 6 -
图表 8、中国宏桥自上市以来收入水平（亿元）	- 7 -
图表 9、中国宏桥的铝产品结构（亿元）	- 7 -
图表 10、毛利率	- 7 -
图表 11、归属母公司股东净利润（亿元）	- 7 -
图表 12、中国宏桥电解铝成本拆分，2016 年	- 8 -
图表 13、SMB 联合体共同开采几内亚铝土矿，中国宏桥权益占比 22.5%	- 9 -
图表 14、铝矾土从几内亚运至山东	- 9 -
图表 15、SMB 设计产能：拥有年出口 3000 万吨铝矾土矿的能力	- 9 -
图表 16、全球矿企布局几内亚铝土矿资源	- 10 -
图表 17、我国企业在海外获得的重点铝土矿资源统计	- 10 -
图表 18、自供氧化铝比例逐步提高	- 11 -
图表 19、自产与采用氧化铝成本对比（不含增值税）	- 11 -
图表 20、围绕宏桥集团，大批优质深加工企业集聚发展	- 12 -
图表 21、下游客户依赖度高，宏桥应收账款周转天数仅 4 天	- 12 -
图表 22、中国宏桥：自供电比例逐步提高	- 13 -
图表 23、中国宏桥：自发电成本通常低于外部采购价	- 13 -
图表 24、宏桥集团 2016 年吨铝能耗水平领先可比公司	- 14 -
图表 25、技术设备领先行业平均水平	- 14 -
图表 26、生产线建设成本领先可比公司	- 14 -
图表 27、全球铝行业主要公司：彭博一致盈利预期（2018/1/16）	- 15 -
图表 28、全球周期行业龙头：彭博一致盈利预期（2018/1/16）	- 15 -
图表 29、违规产能主要聚集于山东、新疆和内蒙古，基本执行到位	- 16 -
图表 30、山东省国控废气污染源监测抽查数据	- 16 -

图表 31、预计公司净资产负债率有明显改善	- 17 -
图表 32、预计 17 年自由现金流实现首次转正.....	- 17 -
图表 33、2017H2，中国宏桥吨铝营业成本预估（已扣增值税，单位：元） - 17 -	- 17 -
图表 34、铝价变动对业绩的敏感性测算	- 18 -
图表 35、公司盈利预测结果.....	- 18 -
附表.....	- 19 -

报告正文

1、公司基本情况：全球铝业龙头

1.1、发展历程

中国宏桥是全球最大的电解铝企业，主要从事液态铝合金、铝合金锭、铝合金铸轧产品的生产和销售。公司已打通“上下游一体化”及“铝电网一体化”的产业布局，凭借规模优势和成本优势稳居行业翘楚。

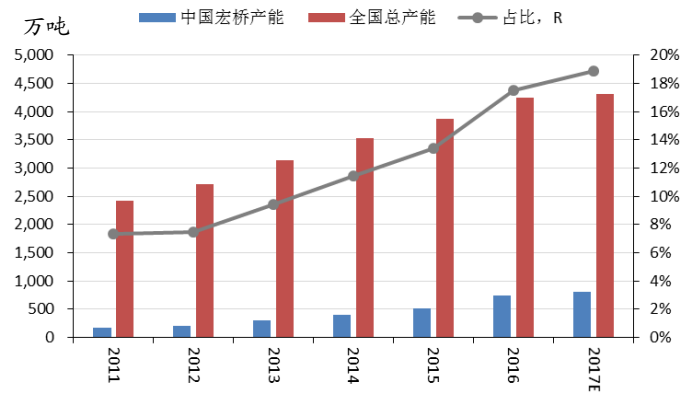
图表 1、中国宏桥成长史

1994年07月	山东宏桥成立，于成立时，主要从事生产及分销坚固尼及色织布。
2000年12月	铝电成立，其业务范围包括生产热电。
2006年06月	山东宏桥收购铝电全部股权从而成为铝电实益拥有人。
2006年09月	铝电自创业集团收购设计年总产能约 156,000 吨的铝产品生产设施，并开始铝产品生产。
2007年04月	铝电自创业集团收购设计年总产能约 100,000 吨的铝产品生产设施。
2007年	透过自建新铝产品生产设施，集团的加权平均设计年总产能增加至约 301,513 吨。
2008年	透过自建新铝产品生产设施，集团的加权平均设计年总产能增加至约 601,085 吨。
2009年	透过自建新铝产品生产设施，集团的加权平均设计年总产能增加至约 738,973 吨。
2010年01月	山东宏桥自创业集团收购设计年总产能约 160,000 吨的铝产品生产设施，集团的铝产品设计年总产能增加至约 916,000 吨。
2010年03月	收购政通全部股权。
2011年03月	中国宏桥集团有限公司于香港联合交易所有限公司主板上市。
2012年12月	中国宏桥集团宣布与三家矿土商和船运商投资 10 亿美元于印尼成立氧化铝生产公司，建设及经营设计年产能为 200 万吨的氧化铝生产厂。
2012年	截至 2012 年年底，中国宏桥集团铝产品总设计年产能达到 201.56 万吨。
2013年	中国宏桥集团铝产品总设计年产能达到 295.6 万吨，为中国第三大铝产品生产商。
2014年06月	中国宏桥联同其他合作伙伴共同开发于非洲几内亚的铝土矿项目，远景储量 22 亿吨。
2014年12月	收购滨北新材料全部股权。
2015年07月	首船采自几内亚项目的铝矾土成功启航，中国宏桥集多式联运为一体的完整产业链条已全部建成。
2015年	中国宏桥集团铝产品总设计年产能达到 518.6 万吨，成为全球最大的铝生产商。
2016年05月	收购宏创控股（002379.SZ）28.18% 股权。
2016年06月	于中信信托收购北海信和新材料全部股权。
2016年	中国宏桥集团铝产品总设计年产能达到 743.6 万吨。

资料来源：中国宏桥官网，兴业证券经济与金融研究院整理

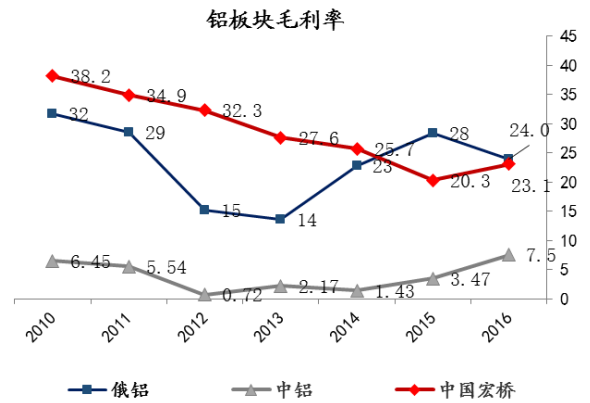
纵观宏桥发展史，其在行业下行周期逆势扩张，自 2010 年以来保持 30% 以上的年均产能扩张速度，跃升为全球规模最大的铝生产商，遥遥领先排名第二的俄铝。在规模扩张的同时，公司严控成本，保持了一贯的高盈利水平。规模和成本，宏桥用朴素的经营哲学奠定了全球铝业龙头的地位。

图表 2、中国宏桥在行业下行周期逆势扩张



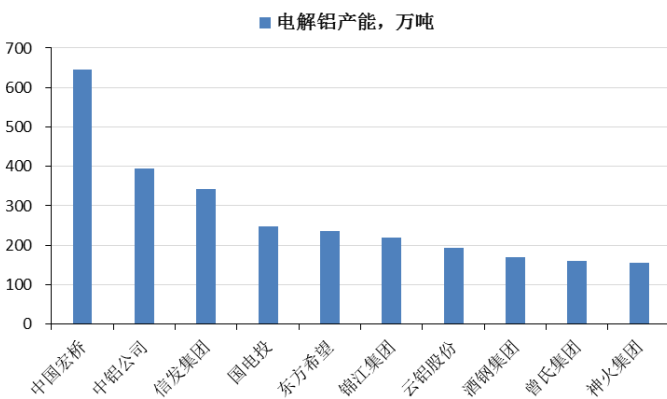
数据来源: ALD, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、宏桥保持高毛利, 优质龙头领先行业平均水平



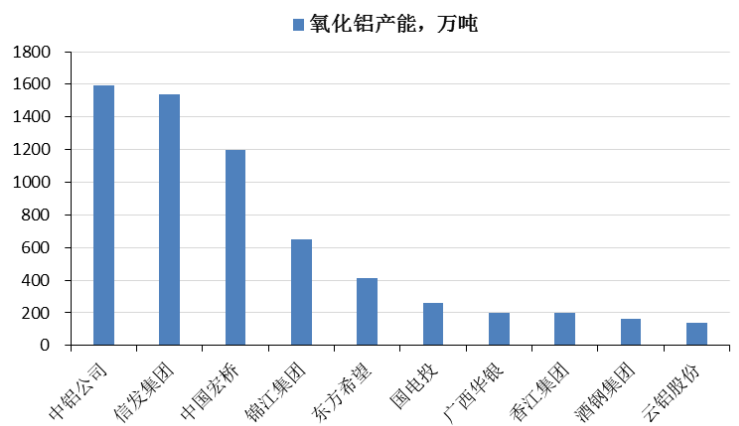
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、电解铝行业 TOP10



数据来源: 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5、氧化铝行业 TOP10



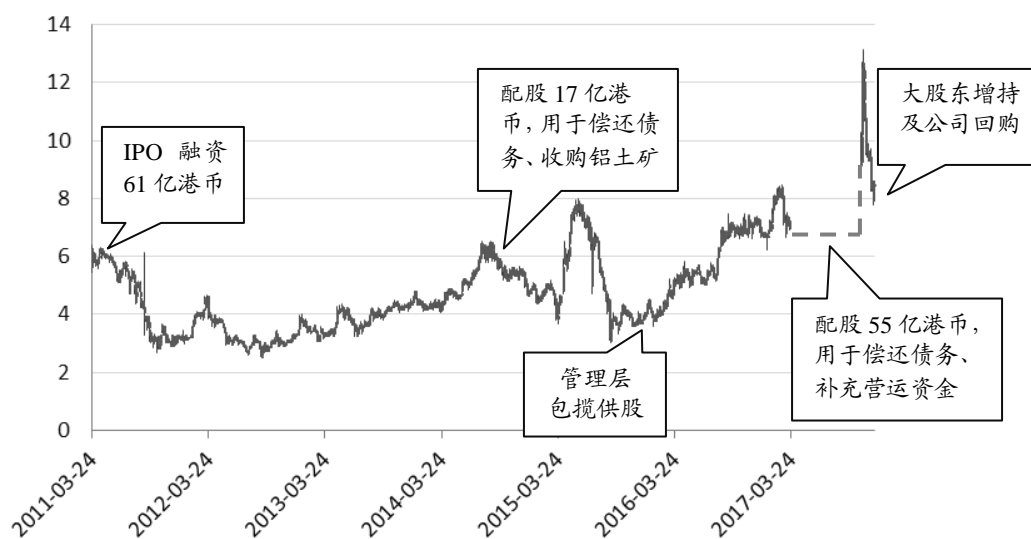
数据来源: 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、股权结构

截止 2016 年底, 中国宏桥累计融资 78 亿港币, 累计分红 116 亿港币, 在全行业最低谷、资金最困难时期, 控股股东几乎包揽了全部供股¹, 真金白银的背后, 是管理层对股权的珍惜。

¹ 2016 年 1 月, 中国宏桥公告“50 供 7”的供股方案, 供股价 4.31 港元, 与前一交易日收盘价持平。供股结果为, 宏桥控股包揽了 99.7% 的配股, 持股比例将由 78.51% 增至 81.12%。

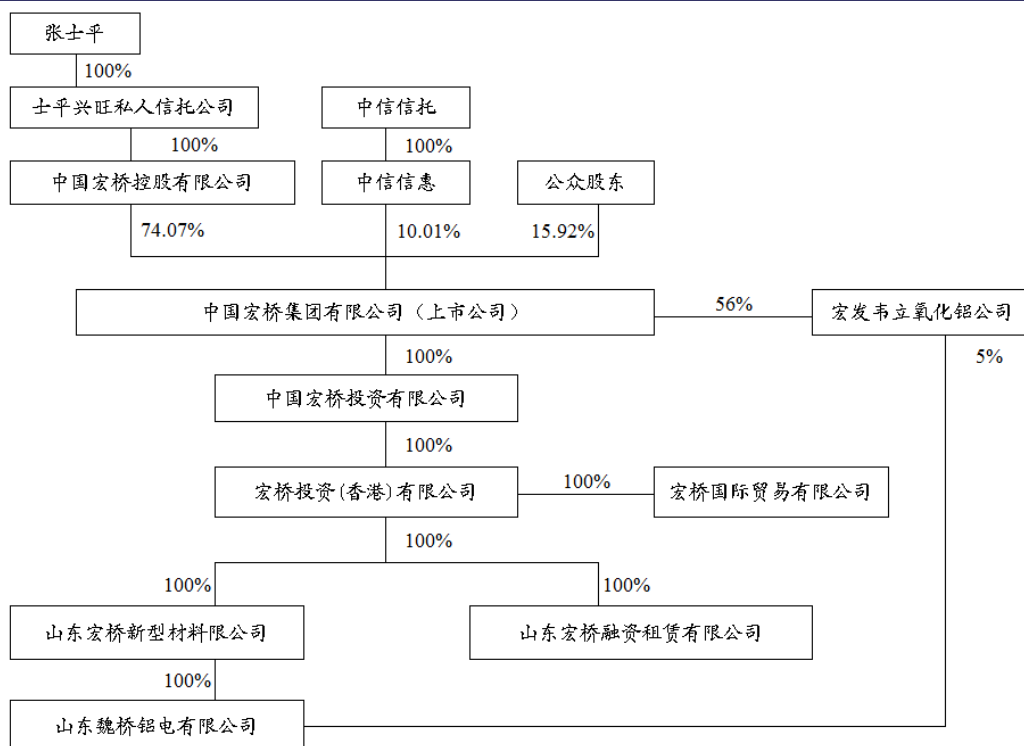
图表 6、管理层的资本市场行为



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

创始人及实际控制人张士平持股 74.07%，拥有绝对的控制权，其一生都致力于中国宏桥和魏桥纺织（2698.HK）的事业，敏锐的嗅觉和强大的执行力也是宏桥能成为行业第一的坚实基础。在上世纪 90 年代中期，国家“限产压锭”，老牌棉纺企业纷纷倒闭，张士平却从危局中看到了机会，他引入外资，在行业萧条期大举收购及自建生产基地，魏桥纺织从最初不超过 100 人的小镇油棉厂扩大为集纺织、染整、服装、家纺、热电、铝业、盐化于一体的大型企业。

图表 7、公司股权结构

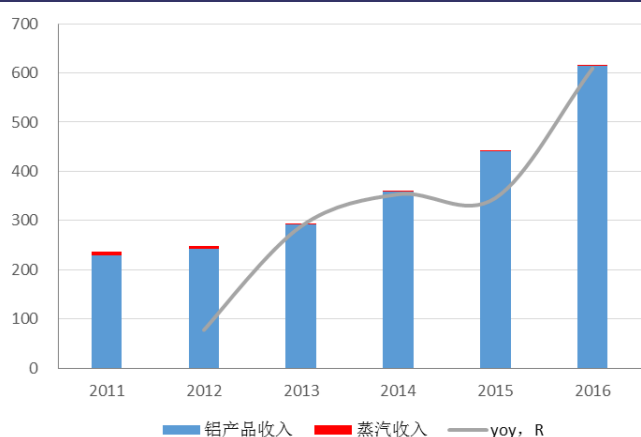


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、主营构成

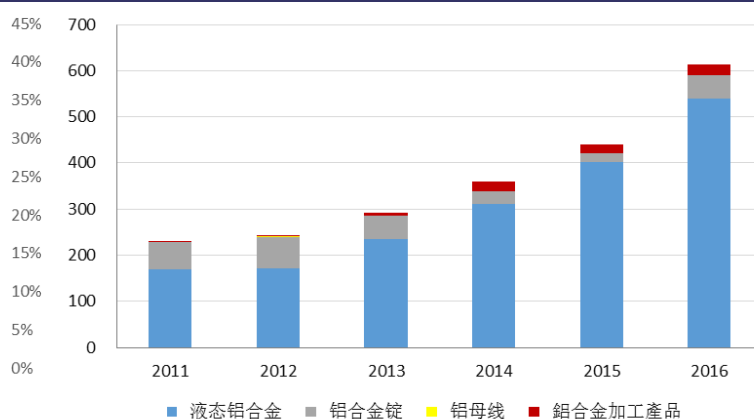
公司主营业务包括销售铝产品和外销蒸汽。2013-2016年，主营业务收入分别为294亿、361亿、441亿和614亿，同比增速分别为19%、23%、22%和39%。蒸汽属于热电联产机组的副产品，占收入比重较小；铝产品包括液态铝合金、铝合金锭、铝合金加工产品，其中，液体铝合金为主要产品，2013-2016年，液态铝合金的销售额分别占铝产品收入的80%、86%、91%和88%，液铝可以通过特制容器直接输送至周边客户，节省铸造及装运成本。

图表 8、中国宏桥自上市以来收入水平（亿元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

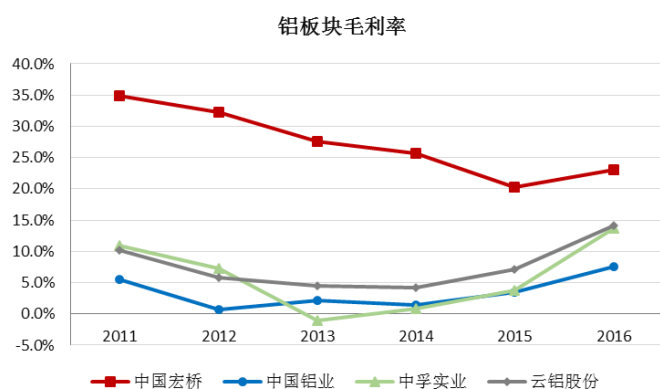
图表 9、中国宏桥的铝产品结构（亿元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

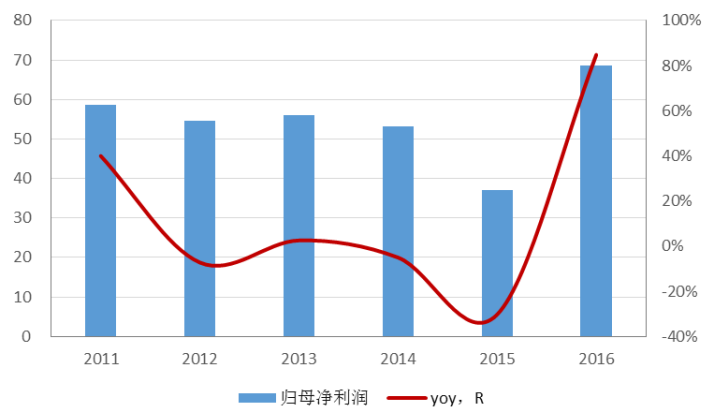
在行业下行周期，宏桥以量补价，持续保持业内领先水平。2013-2016年，铝板块毛利率分别为28%、26%、20%和23%，归母净利润分别为56亿、53亿、37亿和69亿，同比增速分别为3%、-5%、-30%和85%。

图表 10、毛利率



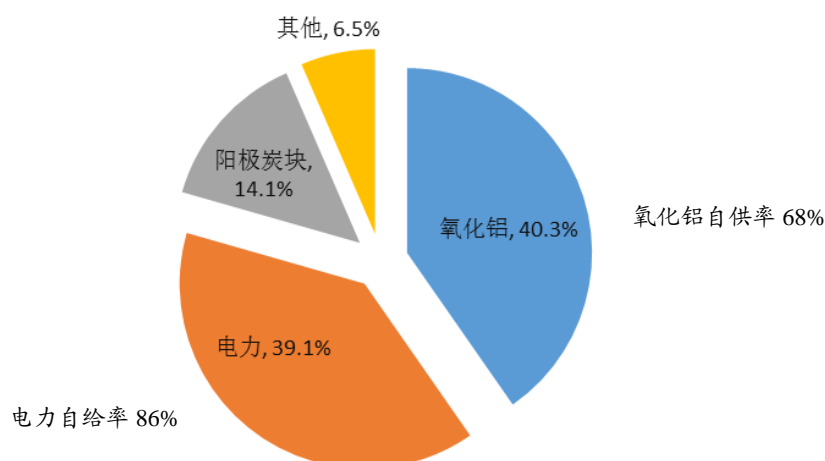
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 11、归属母公司股东净利润（亿元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12、中国宏桥电解铝成本拆分，2016 年



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理
 备注：其他包括折旧、人力成本、购买其他材料成本等

2、五点核心优势，成就宏桥“帝国”

公司能够持续获得远高于行业平均水平的利润，主要由于以下五点因素的协同作用：(1) 控制优质铝土矿资源，减少成本波动，同时降低氧化铝自产成本；(2) 地处全国最集中的铝产业集群，铝水直供模式提高下游铝加工客户的赖度度；(3) 自备电厂，独立电网，电力成本低；(4) 创新驱动，自主研发 600KA 生产线具备国际领先水平；及 (5) 过往经历证明，张士平具备优秀的企业家品质，这是宏桥的“基因”。

2.1、布局铝土矿资源是战略优势

- 我国是一个铝土矿相对匮乏的国家，2016 年底我国铝土矿基础储量 10 亿吨，静态仅能满足我国氧化铝 7000 万吨/年产量不足 6 年的生产需求。
- 从国外进口铝土矿具有不确定性，2014 年印尼禁铝出口，2016 年马来西亚禁铝出口。
- 即便供给侧改革关停了大量产能，未能布局铝土矿的电解铝企业仍然处于亏损状态，产业链利润目前集中于中游氧化铝部分，考虑到我国面临铝土矿贫化的挑战，企业纷纷出海布局铝土矿资源，价值链向上游优质铝土矿转移有望成为大势所趋。

因此，铝土矿的长期稳定供应，对于中国宏桥这样的巨头公司而言，已经不单单是自产氧化铝能节省多少成本的问题，而是扼住命门的关键，具有重要的战略意义。中国宏桥 2014 年中进入几内亚矿业市场，与新加坡韦力国际集团²、烟台港集团、几内亚 UMS 公司³组成“中国赢联盟”，并注册成立博凯矿业公司（SMB）和非洲港口公司（WAP），共同开采几内亚博凯地区的铝土矿并运送回国。该项目 2015 年 7 月投产，2016 年承接宏桥 1285 万吨铝矾土的采购量，2017 年承接宏桥 2800 万吨的采购量。

图表 13、SMB 联合体共同开采几内亚铝土矿，中国宏桥权益占比 22.5%

SMB 联合体成员	承担任务
新加坡韦力国际集团非洲公司	总包、综合管理、内行航运、海运
烟台港集团	港口建设和运营管理、国内烟台港转运
中国宏桥	铝土最终使用方
UMS	租赁矿业设备、矿业重型卡车、公路运输

图表 14、铝矾土从几内亚运至山东



数据来源：中国驻几内亚大使馆官网，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：中国驻几内亚大使馆官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15、SMB 设计产能：拥有年出口 3000 万吨铝矾土矿的能力

矿山	目前有 4 个矿区投入开矿生产。两个待开采矿区，即将与几内亚和法国企业开始合作采矿业。具备每天开矿 18 万吨的能力。
港口	建成两个内河港区、8 个泊位，一条规划完整的航道、一个勘测、规划的大型外海锚地。具备每天装货出口 12 万吨，以及接卸进口件杂货的能力。
陆路物流	建成两条标准硬化运矿道路，两座道路桥涵。拥有和雇佣 800 辆运矿卡车、50 辆洒水车辆。具备每天运送 14 万吨矿石的能力。
水上物流	发挥韦立集团的核心水上物流优势，建立起强大的物流运营能力，具备每天装载 16 万吨的能力。
海运	建立起从几内亚博凯港到中国烟台港，经跨大西洋、好望角、印度洋、南中国海，海运距离 11400 海里，经跨三大洋的新兴的铝土矿海运航线，搭建起一条中国至几内亚、几内亚至中国的双向物流运输通道。

资料来源：SMB 矿业赢联盟于 2017 年 5 月供稿，兴业证券经济与金融研究院整理

几内亚铝土矿具有储量丰富、易开采的特点。几内亚铝土矿储量 410 亿吨，占全球储量的 2/3，已探明储量占全球 1/3。众多矿企纷纷布局几内亚铝土矿资源，其中，SMB 联盟建成了中国首条自海外矿山到国内工厂、集多式联运为一体的完整

² 新加坡韦立国际集团是一家总部设在新加坡，专注于提供海运、物流方案，为中国有色金属等行业提供专业化服务的海运企业。

³ 几内亚 United Mining Supply 公司，全称“联合矿业供应公司”。

产业链，拥有年出口 3000 万吨铝矾土矿的能力。中国宏桥掌握了河港运输权和铝土矿拥有权，占据了铝土矿资源的制高点：

- 储量丰富。SMB 矿业项目已探明储量达 6.24 亿吨，潜在可开采储量 22 亿吨，目前是世界第一大铝土矿开发项目，设计产能位列几内亚第一。
- 铝土矿露天开采，具有价格优势，到岸完全成本约 50~55 美元/吨。
- 矿石品质高，采用高品位铝土矿生产氧化铝，可以节约能源及用碱量，进一步降低自产氧化铝成本。

图表 16、全球矿企布局几内亚铝土矿资源

	大股东	铝土矿产量
中国赢联盟 SMB	中国宏桥、新加坡韦力集团、烟台港集团、几内亚 UMS	2016 年 1285 万吨，2017 年产量 3200 万吨
几内亚铝矾土公司	几政府持股 49%，HALCO 财团控股 51%（ALCOA 财团由美铝持股 45%，力拓持股 45%，德国 DADCO 持股 10%）	近年保持在 1400 万吨附近，未来可增至 2250 万吨
金迪亚铝土矿公司	俄铝	年产量 300 万吨，此外俄铝拥有一条连接 Debele 矿山与科纳克里港口的铁路以及科纳克里港口的经营权
BelAir 矿区项目	英国 ALUFER 矿业公司	计划 2018 年开采
Dian-Dian 铝土矿项目	俄铝	计划 2018 年开采
131 铝土矿项目	中铝	计划 2018 年开采
Dian-Dian 铝土矿项目	俄铝	计划 2018 年开采
-	澳大利亚 AMC 矿业公司	计划 2019 年生产，年产量 500 万吨，最终产量可达到 1000 万吨/年

资料来源：公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

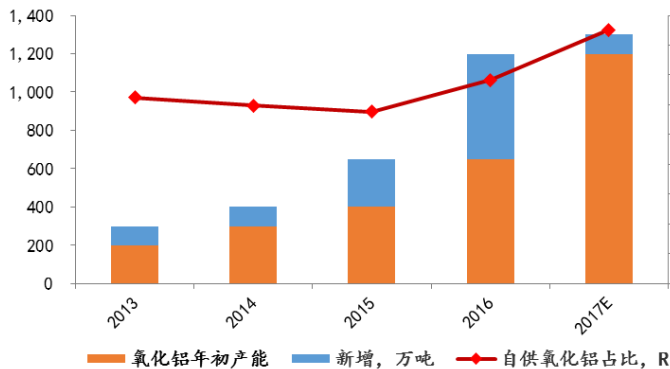
图表 17、我国企业在海外获得的重点铝土矿资源统计

矿山/项目名称	所属集团	所在国家	资源量(亿吨)
博法地区	国家电力投资集团	几内亚	30
博凯地区 MBS	中国宏桥	几内亚	22
博凯地区	河南国际矿业集团	几内亚	15
澳大利亚铝土矿资源公司(ASX:BAU)	兖矿集团	澳大利亚	1.42
澳大利亚铝土矿资源公司(ASX:BAU)	山东省地矿局	澳大利亚	1.42
开普氧化铝公司(Cape Alumina)	信发集团	澳大利亚	10
澳大利亚铝土矿公司(Australian Bauxite)	信发集团	澳大利亚	-
Naiwailevu 铝土矿项目	信发集团	斐济	0.8
-	中色股份	老挝	1.6
占巴色省 Champasak 铝土矿	云铝股份	老挝	1.4
占巴色省 Champasak 铝土矿	中材矿业	老挝	0.93
欧迈矿业公司	重庆博赛集团	圭亚那	3
加纳铝土矿公司	重庆博赛集团	加纳	3
-	五矿集团	牙买加	1.5

资料来源：安泰科，公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

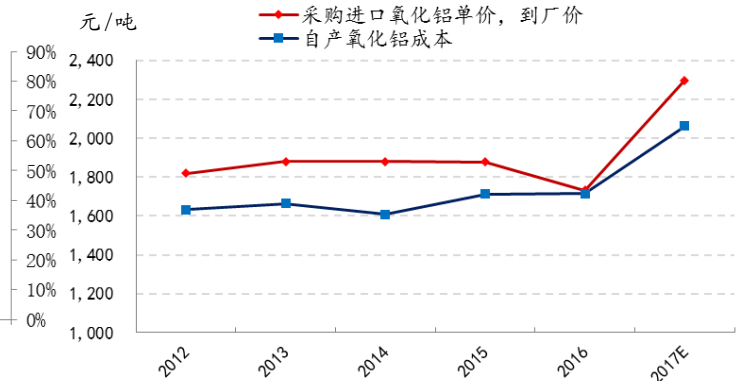
几内亚铝土矿项目确保了稳定的原材料供应，并有效控制成本，降低原材料价格波动所导致的潜在风险。此外，宏桥第一期设计年产能 100 万吨的印尼氧化铝厂已于 2016 年初投产，第二期 100 万吨生产线正在建设；澳大利亚、印度等地铝矾土供应渠道稳定，进一步保证了未来数年内宏桥将继续以稳定的价格和货源获得铝矾土及氧化铝。

图表 18、自供氧化铝比例逐步提高



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 19、自产与采用氧化铝成本对比（不含增值税）



数据来源：公司公告，WIND，兴业证券经济与金融研究院

2.2、“产业集群”是地理优势

宏桥集团的生产经营主体位于山东省滨州市邹平县，为中国最集中的铝产业集群所在地，全县聚集了超过 80 家铝加工企业，规模以上铝企业 25 家。滨州市政府于“十三五规划”中，致力打造“大型铝企业达到 100 家以上，铝产业产值达到 5000 亿元，产业链向终端延伸，价值链向高端拓展”的铝产业集群。

“产业集群”带来的优势已发展为公司较深的护城河，这是其他铝业巨头，包括俄铝，中铝，信发，都无法比拟的。而且，随着滨州铝产业集群的延伸及壮大，宏桥的护城河会越来越宽。直观来看，

- 公司的下游客户大都建在公司周围，需求稳定且对公司的依赖性较高，公司可以液态铝合金而非铝锭的形式向下游客户供货，独特的铝水直供模式可以节省铸造及装运成本每吨约人民币 150 元——液态铝产品运输成本节省至仅每吨约 10 元，而汽运铝锭的平均成本每吨约 150-200 元。铝水直供模式同时亦为下游客户节约至少 500 元的铸造及重熔成本。
- 生产基地背靠滨州套尔河港区，公司进口散装氧化铝/铝土矿，可经套尔河港区码头卸船，直送氧化铝堆场，每吨节省 150 元~300 元的包装、装卸及装运成本。

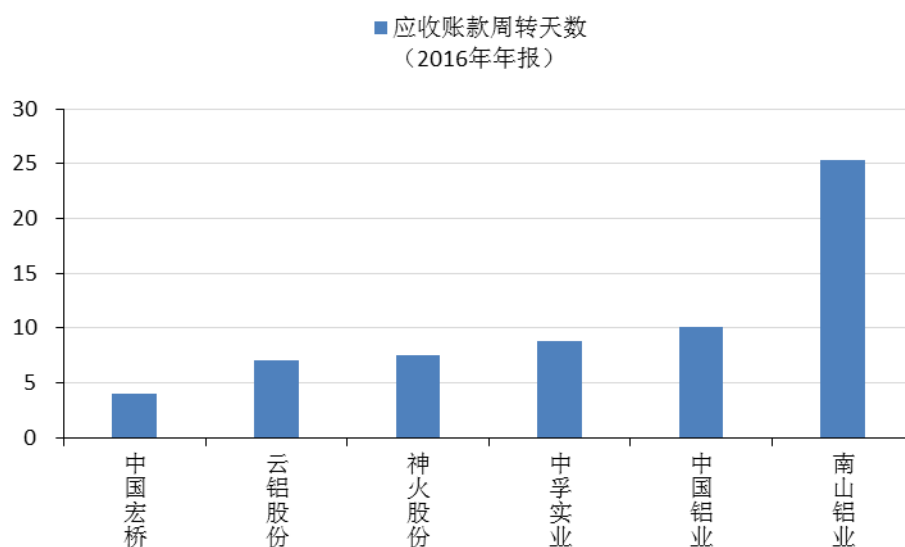
“产业集群”优势明显：运输及铸造成本的节省有效的保障了公司和产业集群内企业可持续的低成本优势，并吸引铝加工企业不断聚焦于宏桥集团周围。

图表 20、围绕宏桥集团，大批优质深加工企业集聚发展

本地企业	创新金属	位于山东邹平国家级经济技术开发区内，铝合金年综合产能突破 500 万吨，是国内规模最大的铝合金材料生产基地，产品广泛应用于航空、交通运输、工业产品、电子产品、建筑等领域。
	渤海活塞 (600960.SH)	地处滨州，为亚洲最大的铝合金活塞生产企业，为国内一汽集团、东风集团、潍柴动力、中国重汽、广西玉柴、康明斯(东风、西安、重庆、福田、广西)、上汽集团、长安集团、广汽集团、福田汽车、江淮汽车、奇瑞汽车、长城汽车、比亚迪汽车、华晨汽车、江铃汽车、吉利汽车等众多知名主机厂配套，国内综合市场占有率 35%，国际排名第四。
	裕航合金	位于邹平县韩店镇工业园区内，可年产 10 万吨铝合金工业型材。
招商引资	北汽集团	北汽投资 138 亿元建设北汽滨州轻量化零部件基地，规划到 2020 年，北汽将在滨州建成产业规模达到 300 亿级以上的大型轻量化产业集群。产业基地与宏桥集团的政通铝材二期仅有一路之隔，一期项目已经投产。
	中信戴卡	2014 年，中信集团与魏桥铝电（中国宏桥全资子公司）、盟威集团三方签订战略合作协议，建设滨州联信戴卡产业园，未来 3-5 年内，新建、扩建 100 万吨/年铝合金深加工项目。同时，中信戴卡追加投资 20 亿元，利用液铝做原料，生产 KSM 戴卡轮毂等汽车底盘压铸件产品。
	台湾六丰	2010 年，台湾六和集团与创新集团合资成立六丰机械工业公司，投资 10 亿元打造年产 500 万只铝合金轮毂的能力。
	河北立中	2015 年，河北立中集团与魏桥铝电合作，在经济技术开发区建设高端铝合金轮毂项目。

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，公司目前拥有 646 万吨电解铝产能、1400 万吨氧化铝产能、14420 兆瓦自备电厂装机容量以及 79 万吨铝深加工产能，产能规模位居全球第一。7 大生产基地聚集在一地，集中供电，集中采购，规模优势带来原材料、辅料和设备的采购优惠、与下游客户的谈判优势，从而减少的存货、备件和资金占用，提高运营效率。

图表 21、下游客户依赖度高，宏桥应收账款周转天数仅 4 天


资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、电力成本低是传统优势

电解铝属于高耗能行业，电力成本占生产成本 39% 的比重，规模庞大、产业链完整且拥有独立电网的自备电厂是宏桥的传统优势。我们测算认为，自备电厂是宏桥的传统优势，但并不是唯一优势。专项基金的征缴对象面向所有自备电厂，抬升全行业成本，过网费是宏桥的独家优势，考虑过网费及专项基金的征缴，宏桥依然具备竞争优势。

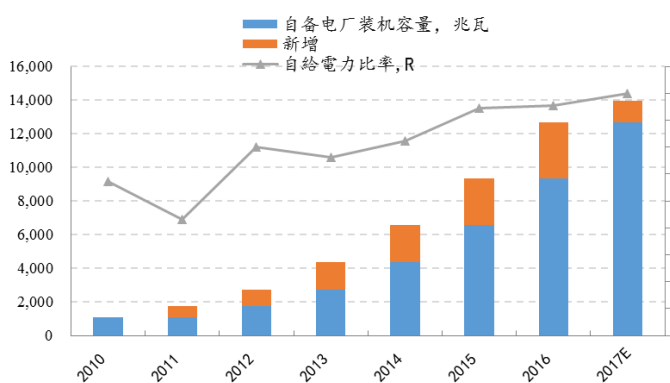
- 对于拥有自备电厂的企业，财政部发布《关于征收工业企业结构调整专项资金有关问题的通知》，规定要求将基于实际自发自用电量征收专项基金，每个省份征收的标准不同，其中，山东省计征 1.39 分/千瓦时，河南省计征 1.50 分/千瓦时，新疆、云南等地暂不征收此项费用。

据了解，中国炼铝超过 70% 的产能由自备电厂供电，专项基金的推行将加大国内除新疆、云南外大部分电解铝企业的用电成本。中国宏桥也不例外，专项基金的征收预计抬升吨铝成本 180 元，依然较新疆有成本优势（新疆电解铝产能规模位列全国第二，自备电厂比例高，煤炭成本低，平均吨铝成本全国最低；与新疆电解铝企业相比，宏桥的吨铝成本优势约 700-1000 元）。

- 根据山东省物价部门发布的相关文件，山东省与电网连接的所有电厂应向接网的电网公司支付 0.035 元/度的系统备用费。

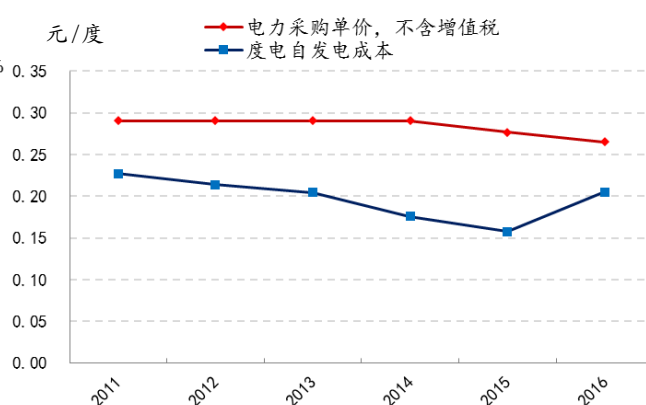
宏桥集团、山东信发的自备电厂孤网运行属于特殊历史条件下形成的孤例，暂时没有并网方面的要求。不过，若小概率事件出现，宏桥吨铝成本抬升 470 元，优势缩窄，成本略低新疆地区，低于全行业均值。

图表 22、中国宏桥：自供电比例逐步提高



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 23、中国宏桥：自发电成本通常低于外部采购价



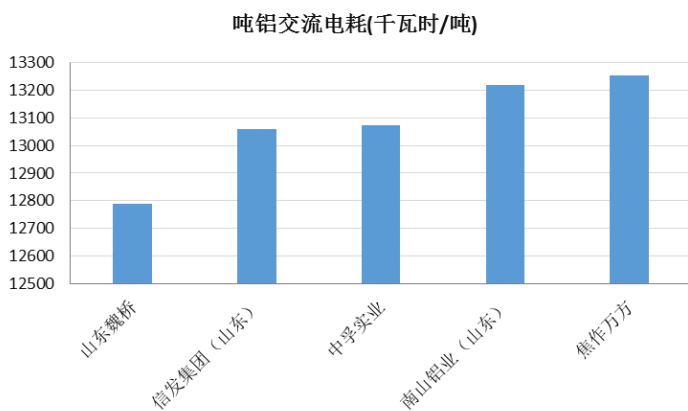
数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、创新是技术优势

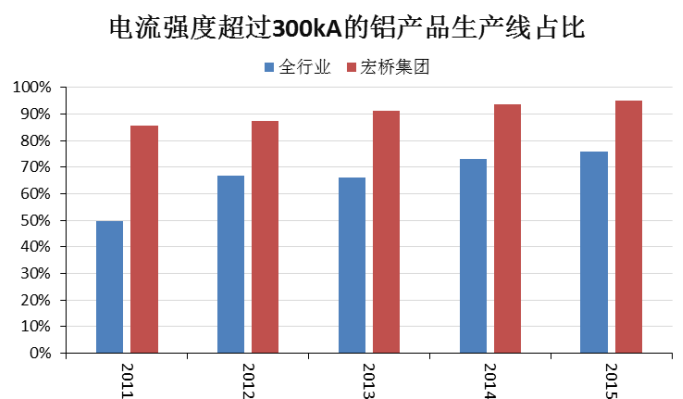
规模和成本优势之外，中国宏桥一直坚持以技术创新为核心，2015年初研发出全球首条全系列600KA铝产品生产线，折合吨铝直流电耗小于12500kWh，具备单槽容量最大、吨铝投资最少、液态铝质量最好、能耗最低、自动化程度最高的特点和优势，整体技术水平达到国际领先水平。

2016年7月，工信部、发改委、质检总局三部委联合公布了能效“领跑者”企业名单，电解铝行业能效“领跑者”仅有的2个名额被山东宏桥和魏桥铝电斩获，两者均是中国宏桥全资子公司。

图表 24、宏桥集团 2016 年吨铝能耗水平领先可比公司



图表 25、技术设备领先行业平均水平



资料来源：各省物价局 2016 年公示，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：安泰科，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：山东魏桥属于中国宏桥全资子公司，是宏桥集体的主要经营实体。

2.5、具备优秀企业的“基因”

- 严控成本，能耗、原材料消耗、“人耗”行业领先，生产线建设成本低于同行可比公司；在过剩产业里依然可以淘金。
- 高瞻远瞩，于行业低迷期逆势扩张产能，以少量资金从容布局海外优质铝土矿和氧化铝资源，抢占先机。

图表 26、生产线建设成本领先可比公司

	自备电厂建设成本 (元/千瓦)	电解铝生产线建设成本 (元/吨)
中国宏桥	3506	5843
焦作万方	4500	8444
中孚实业	4000	-
中国铝业	-	6400

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、“偏见”有望消除，估值体系重塑

中国宏桥的估值体系有望被重新构建，估值水平将与其竞争力相吻合。对标全球龙头及铝行业可比公司，中国宏桥不但没有享受龙头公司的估值溢价，甚至处于明显的估值洼地。主要源于市场对民营企业身份及经营模式的“偏见”，集中体现在主观臆断民企污染超标、不注重环境效益、认为民企是供给侧改革的牺牲品。但是，公司正发生积极变化：中国宏桥从过去的冒进式发展进入规范发展阶段，中信及其它长线基金的注资有利于稳固宏桥的行业领先地位，央企民企巨头联手。因此，未来市场有望逐步打消对宏桥的“偏见”。

图表 27、全球铝行业主要公司：彭博一致盈利预期（2018/1/16）

	1378.HK	2600.HK	000807.SZ	AA.US	0486.HK	
	中国宏桥	中国铝业	云铝股份	美国铝业	俄铝	
货币单位	港元	港元	人民币	美元	港元	
收盘价	9.99	5.57	9.95	56.76	5.69	
2017E	1.03	0.19	0.27	3.23	0.68	
EPS	2018E	1.65	0.35	0.57	3.92	0.94
	2019E	1.69	0.39	0.84	4.20	0.90
PE	2017E	9.70	29.16	37.09	17.57	8.32
(倍)	2018E	6.06	15.96	17.38	14.48	6.06
	2019E	5.91	14.14	11.85	13.51	6.34

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 28、全球周期行业龙头：彭博一致盈利预期（2018/1/16）

	1378.HK	0914.HK	VALE.	BHP	RIO	
	中国宏桥	海螺水泥	淡水河谷	必和必拓	力拓	
货币单位	HKD	HKD	BRL	AUD	AUD	
收盘价	9.99	40.3	42.53	31.66	81.26	
2017E	1.03	3.24	4.14	1.68	6.04	
EPS	2018E	1.65	3.58	4.02	1.97	5.41
	2019E	1.69	3.69	3.87	1.64	5.10
PE	2017E	9.70	12.44	10.28	18.85	13.46
(倍)	2018E	6.06	11.26	10.58	16.07	15.02
	2019E	5.91	10.92	10.98	19.30	15.94

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1、股权结构改善，央企民企巨头联手，稳固宏桥领先地位

铝业的供给侧改革于 2017 年三季度基本执行到位，中国宏桥在本轮电解铝行业清理整顿中备受关注。此轮电解铝大考重塑了行业公平有序的竞争格局，在当前新增产能严格受限的情况下，谁拥有的电解铝规模大、成本低，谁最受益；宏桥关停 268 万吨违规产能，但其核心竞争优势不变，因此我们判断认为，中国宏桥同样是此轮改革的受益者，并非此次改革的“牺牲品”。

图表 29、违规产能主要聚集于山东、新疆和内蒙古，基本执行到位

省份	公司	宣布关停	已经关停	细则
山东	宏桥	268 万吨	135 万吨	用尚未启动的新建产能置换责令关停的剩余 133 万吨产能
	信发	53 万吨	53 万吨	
新疆	其亚	80 万吨	42 万吨	已经关停的产能包含 40 万吨在建产能和 2 万吨在建产能，用指标置换剩余 38 万吨产能
	东方希望	80 万吨	30 万吨	
	嘉润	40 万吨	40 万吨	
内蒙古	锦联	20 万吨	5 万吨	

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

与此同时，在这个特殊的时间点，中信于 2017 年 8 月入股中国宏桥（中信信托 7 亿美元认购配股，中信银行认购 3.2 亿美元可转债），中信集团与宏桥的合作由来已久，此次入股是对中国宏桥多年来企业实力的认可。央企民企巨头联手，稳固宏桥行业领先地位。

3.2、从高速扩张到规范发展，重环保、降杠杆、增分红，消除估值隐忧

在新的环保形势下，宏桥集团完成了环保设备的更新升级，从山东省抽查的污染物排放情况来看，宏桥以高标准完成环保要求，滨州市的空气质量有明显改善。

图表 30、山东省国控废气污染源监测抽查数据

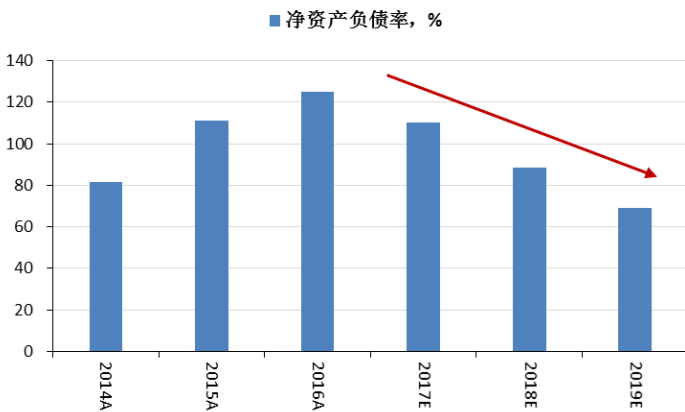
魏桥铝电有限公司热电厂		氮氧化物 mg/m ³	二氧化硫 mg/m ³	烟尘 mg/m ³
2017-10-16	16:00	13.50	0.00	3.58
2017-08-31	09:00	19.00	11.50	4.00
2017-05-02	15:00	64.00	16.00	10.00
2017-02-14	14:00	51.50	41.50	15.15
2016-10-25	10:00	68.00	15.00	30.00
2016-06-29	14:00	70.00	15.00	26.00
2016-05-31	09:00	52.00	128.00	25.00
2016-03-10	15:00	71.00	100.00	26.00
2015-06-09	10:00	218.50	22.50	16.50

资料来源：山东省环保厅，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：大气污染物排放标准日益严格，最新山东省火电厂大气污染物排放标准限值为氮氧化物限值 50mg/m³，二氧化硫限值 35 mg/m³，烟尘限值 5 mg/m³

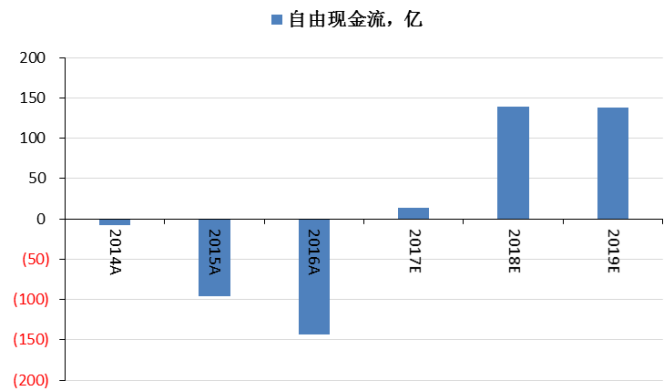
公司经营现金流良好，未来暂无大额资本开支计划，预计 2017 年首次实现自由现金流转正。换句话说，扩张已经告一段落，宏桥进入降负债、高派息的“现金牛”阶段，消除了压制公司估值的最大隐忧。同时，中信及长线资金的入股，对改善公司资产负债表有实质性利好。

图表 31、预计公司净资产负债率有明显改善



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

图表 32、预计 17 年自由现金流实现首次转正



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

4、盈利预测与估值

按照 2017 年铝价和原材料、能源价格进行预判，中国宏桥可以实现吨铝毛利 2207 元，按照 734 万吨的销量，公司预计实现归母净利润 69 亿元，经营活动现金流可达 162 亿元左右（+折旧 60 亿，+利息支出 33 亿），自由现金流约 113 亿元（-维护性资本开支 30 亿，-19 亿分红）。参见前文，若自备电厂专项基金全面执行，预计 2017 年净利润减少 10 亿至 59 亿。

图表 33、2017H2，中国宏桥吨铝营业成本预估（已扣增值税，单位：元）

2017H1 吨营业成本	9,950
+电力成本变动（单价变动*数量）	106
+氧化铝成本变动	-28
+阳极炭块成本变动	322
+冰晶石、氟化铝其它辅料成本变动	183
最新营业成本	10,533
+自备电厂专项基金	198
潜在营业成本	10,731

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

在供给侧改革关停违规产能、规范自备电厂和“2+26”城市采暖季限产的严格执行下，可以预见电解铝存量和新增产能受到严格控制，供给端减量明显而需求端维持旺盛，预计电解铝板块最快于 2018 年出现供需缺口。我们认为，行业盈利有望见底，且盈利中枢将逐步抬升。（参考报告《山东省环境督查意见点评：烈火见真金，电解铝龙头迎来机会 20171227》）

假设吨铝成本维持稳定的前提下，铝价上涨 500 元，公司归母净利润增加约 25 亿元，业绩弹性大。根据我们对电解铝企业盈亏平衡点的估计，我们对 2018 年铝价的预期为 15500 元（含增值税），2019 年铝价预期 17,000 元（含增值税），对

应公司 2017~2019 年归母净利润分别为 69 亿、86 亿和 174 亿，同比增长 1.3%、23.8%和 102.5%，对应 2017~2019 年 EPS 分别为 0.86 元、1.07 元和 2.16 元。我们首次评级覆盖公司给予“增持”评级，1 年维度给予公司对应 2018 年 9 倍估值，目标价 11.60 港元，2 年维度给予公司对应 2019 年 7 倍估值，目标价 18.21 港元。

图表 34、铝价变动对业绩的敏感性测算

	2017E	2018E				
		14,580	15,210	15,795	16,380	17,550
铝价（元，含增值税）	14,537	14,580	15,210	15,795	16,380	17,550
铝价（元，扣增值税）	12,425	12,462	13,000	13,500	14,000	15,000
吨成本（元/吨）	10,217	11,047	11,047	11,047	11,047	11,047
吨铝毛利（元/吨）	2,207	1,415	1,953	2,453	2,953	3,953
吨铝净利(元/吨)	9,59	776	1,153	1,503	1,853	2,553
收入（亿元）	898	872	909	944	979	1,049
归母净利润（亿元）	69	54	81	105	130	179

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

图表 35、公司盈利预测

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	61,396	89,858	92,706	115,975
同比增长(%)	39.2	46.4	3.2	25.1
归属股东净利润(百万元)	6,850	6,940	8,591	17,398
同比增长(%)	84.8	1.3	23.8	102.5
毛利率(%)	23.1	17.7	17.6	24.9
净利润率(%)	11.2	7.7	9.3	15.0
每股收益(元)	0.96	0.86	1.07	2.16
每股股息(港仙)	47	38	44	90

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

5、风险提示

1. 宏观经济大幅降速，下游需求乏力引致铝价暴跌的风险；
2. 供给侧改革不达预期，产能扩张引致铝价下跌的风险；
3. 政策风险，如供给侧改革超预期执行、产能继续缩减的风险；
4. 历史遗留下的独立电网带来的风险，包括但不限于并网运行、安全隐患、补缴历年政府基金带来的大额开支等；
5. 环保开支超预期风险；
6. 几内亚政局不稳，影响铝土矿供应的风险；
7. 几内亚、澳大利亚、马来西亚等国家关于铝土矿出口不确定性带来的风险。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	48,780	62,889	72,782	89,389
货币资金	13,239	10,871	19,116	22,255
预付租赁款项	56	90	93	116
应收账款	18,328	26,824	27,675	34,621
存货	17,143	25,091	25,886	32,383
交易性金融资产	13	13	13	13
非流动资产	93,742	98,216	96,342	95,184
物业、厂房及设备	86,658	89,663	87,686	85,411
预付租赁款项	3,067	4,488	4,630	5,793
递延所得税资产	557	557	557	557
物业、厂房及设备	1,745	1,793	1,754	1,708
于联营公司的投资	945	945	945	945
商誉	311.77	311.77	311.77	311.77
资产总计	142,521	161,106	169,124	184,573
流动负债	49,653	66,441	68,099	72,382
短期借款	28,813	34,200	34,835	34,542
应付账款	20,110	31,511	32,533	37,109
其他	731	731	731	731
非流动负债	47,180	39,857	40,546	40,228
长期借款	46,487	37,050	37,738	37,421
其他	693	2,808	2,808	2,808
负债合计	96,833	106,299	108,646	112,610
股本	474	527	527	527
储备	44,324	53,417	59,001	70,310
少数股东权益	890	863	950	1,125
股东权益合计	45,688	54,807	60,478	71,963
负债及权益合计	142,521	161,106	169,124	184,573

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
除税前溢利	9,764	9,957	12,397	25,105
折旧和摊销	5,650	9,845	6,977	7,274
经营产生的现金	15,147	18,639	22,530	27,256
已付所得税	-2,318	-3,044	-3,719	-7,532
经营活动现金流	12,829	15,595	18,811	19,725
投资活动现金流	-29,249	-14,240	-4,965	-5,946
融资活动现金流	20,589	-3,723	-5,601	-10,639
现金净变动	4,169	-2,368	8,245	3,140
现金的期初余额	8,489	12,842	10,474	18,719
现金的期末余额	12,842	10,474	18,719	21,859

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	61,396	89,858	92,706	115,975
营业成本	47,199	73,959	76,359	87,099
销售费用	164	258	175	199
管理费用	2,081	1,365	1,119	1,237
财务费用	3,346	3,993	3,919	3,938
其他收益及亏损	1,159	-326	1,263	1,603
除税前溢利	9,764	9,957	12,397	25,105
所得税	2,949	3,044	3,719	7,532
年度全面收益	6,967	6,913	8,678	17,574
少数股东损益	-34	-27	87	176
归属股东净利润	6,850	6,940	8,591	17,398
EPS(元)	0.96	0.86	1.07	2.16

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性(%)				
营业收入增长率	39.2	46.4	3.2	25.1
营业利润增长率	85.3	1.4	25.5	102.5
净利润增长率	84.8	1.3	23.8	102.5
盈利能力(%)				
毛利率	23.1	17.7	17.6	24.9
归属股东净利率	11.2	7.7	9.3	15.0
ROE	15.0	12.7	14.2	24.2
偿债能力(%)				
净资产负债率	125.2	110.2	88.4	69.1
流动比率	1.0	1.1	0.9	0.8
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力(次)				
资产周转率	0.4	0.6	0.5	0.6
应收帐款周转率	4.1	3.3	3.3	3.3
每股资料(元)				
每股收益	0.96	0.86	1.07	2.16
每股净资产	6.17	6.69	7.39	8.79
估值比率(倍)				
PE	7.8	9.8	7.9	3.9
PB	1.2	1.3	1.1	1.0

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恒生指数的涨跌幅为基准,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恒生指数的涨跌幅为基准,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
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
			李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
			曹静婷	021-68982274	caojt@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	卢俊	021-68982297	lujun@xyzq.com.cn
			张馨月	13167227339	zhangxinyue@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-68583167					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	苏蔚	010-66290190	suwei@xyzq.com.cn
			朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23826027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn	王留阳	13530830620	wangliuyang@xyzq.com.cn
张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@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					

国际机构销售经理					
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	0755-23826028	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	18817533269	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	021-68982273	caimzh@xyzq.com.cn
王奇	14715018365	kim.wang@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
晁启浚 Evan	(852) 67350150	evan.chao@xyzq.com.hk	段濛濛	13823242912	duanmm@xyzq.com.hk
钟骏 Stephen	(852) 53987752	stephen.chung@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
张蔚瑜 Nikola	(852) 68712096	nikola.cheung@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
周围	13537620185	zhouwei@xyzq.com.hk			
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真：(852) 3509-5900					
私募及企业业务负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私企销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn	唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn
管庆	18612596212	guanqing@xyzq.com.cn	黄谦	18511451579	huangq@xyzq.com.cn
金宁	18810340769	jinning@xyzq.com.cn	陈欣	15999631857	chenxintg@xyzq.com.cn
彭蜀海	0755-23826013	pengshuhai@xyzq.com.cn	陶醉	0755-23826015	taozui@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	袁敏	021-20370677	yuanmin@xyzq.com.cn
晏宗飞	021-20370630	yanzongfei@xyzq.com.cn	徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
证券与金融业务负责人			张枫	021-38565711	zhangfeng@xyzq.com.cn
证金销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
周子吟	021-38565485	zhouziyin@xyzq.com.cn	吴良彬	021-38565799	wulb@xyzq.com.cn
双星	021-38565665	shuangxing@xyzq.com.cn	黄梅君	021-38565911	huangmj@xyzq.com.cn
张力	021-68982272	zhanglil@xyzq.com.cn	王方舟	021-68982302	wangfangzhou@xyzq.com.cn
罗敬云	021-20370633	luojy@xyzq.com.cn	李晓政	021-38565996	lixzh@xyzq.com.cn
束海平	021-68982266	shuhp@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.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】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

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.xyq.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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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。

【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与光大证券股份有限公司、闽港控股有限公

司、五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司和民信国际控股有限公司有投资银行业务关系。