

## 神火股份

000933

审慎增持 (维持)

## 铝业成长性可期 管理层变革打开发展新篇章

2020年10月18日

## 市场数据

市场数据日期	2020-10-16
收盘价(元)	5.25
总股本(百万股)	1900.50
流通股本(百万股)	1900.46
总市值(百万元)	9977.63
流通市值(百万元)	9977.40
净资产(百万元)	7826.82
总资产(百万元)	51145.08
每股净资产	4.12

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17618	17727	21380	24219
同比增长	-9.0%	0.6%	20.6%	13.3%
归母净利润(百万元)	1345	800	1490	2008
同比增长	452.2%	-40.6%	86.4%	34.8%
毛利率	14.8%	22.7%	24.6%	25.8%
归母净利润率	7.6%	4.5%	7.0%	8.3%
净资产收益率	17.3%	9.5%	15.2%	17.3%
每股收益(元)	0.71	0.42	0.78	1.06
每股经营现金流(元)	0.07	1.39	2.85	2.91

## 相关报告

《神火股份(000933)点评: Q2业绩符合预期,期待低成本云南神火并表贡献弹性》2020-08-06  
《神火股份:拟现金增资控股云南神火,电解铝权益产能提升》2020-07-09  
《神火股份(000933)2019&2020Q1业绩点评:2019新疆神火盈利出色》2020-04-29

分析师:

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

王丽佳

wanglijia@xyzq.com.cn

S0190519080007

研究助理:

王琪

wangqi19@xyzq.com.cn

于嘉懿

yujiayi@xyzq.com.cn

## 投资要点

- 公司以煤炭+电解铝为核心主业,伴随着绝大部分减值已经在 2016-2019 年的财务报表中陆续体现,未来公司将轻装上阵。
- **铝:战略眼光再造一个“神火”,布局云南。**公司电解铝现有产能新疆神火 80 万吨,云南神火 90 万吨 2021Q1 完全投产,届时权益产能 119 万吨。新疆神火电力成本处于行业第一梯队;云南神火享受水电优惠电价,叠加优越地理位置降低物流成本,完全成本甚至较新疆更低。公司战略眼光独到,两次布局均选择低成本地区,也意味着即便铝价大跌,公司电解铝业务也具备足够的利润安全垫。行业层面继续看好行业供需格局优化和氧化铝绝对过剩背景下电解铝高利润的可持续性,电解铝业务高利润可期。
- **煤炭:定增产能投放,步入量增时代。**公司煤炭板块现有产能 645 万吨,扩产后达 855 万吨,我们测算 2020-2023 年公司煤炭产量年均复合增速达 13%。同时,未来煤炭增量主要为盈利能力强的许昌矿区贫瘦煤,不论是梁北煤矿 150 万吨改扩建项目投产(可研按产品综合售价 538.29 元/吨测算,可实现净利润 2.15 亿元/年,若以煤价 800 元/吨计,则项目对应净利润超过 5 亿元),还是泉店煤矿 50 万吨左右的增产潜力,都有望贡献较高的利润弹性,公司煤炭板块整体盈利能力也将步入增量时代。
- **董秘升任掌舵人,公司发展或迎新篇章。**作为公司新任掌舵人,李董事长了解资本市场的诉求和资本的规范化运作,同时精通财务,又对公司的煤、铝业务和日常经营十分熟悉,有望带领新一届领导班子,推动公司发展迈上新台阶。此外,董事会换届后已符合国有上市公司实施股权激励的要求,未来实施股权激励进一步发挥管理层及核心骨干的积极性可以期待。
- **上调公司盈利预测,**预计 2020-2022 年实现归母净利 8 亿元、14.9 亿元和 20 亿元, EPS 分别为 0.42 元、0.78 元和 1.06 元,对应目前股价(10 月 16 日)的 PE 分别为 12.5 倍、6.7 倍和 5 倍,维持公司“审慎增持”评级。

**风险提示:电解铝价格大跌;氧化铝价格大幅波动;在建项目进展低于预期。**

## 目 录

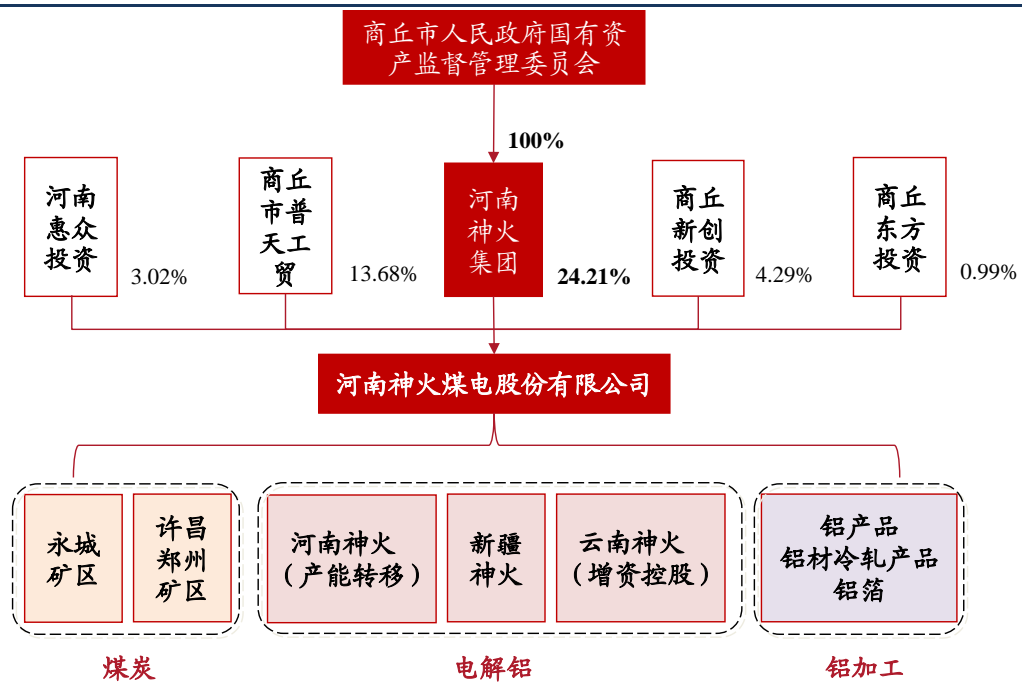
1、轻装上阵，煤、铝协同发展 .....	- 3 -
2、铝板块：战略眼光再造一个“神火”，布局云南 .....	- 6 -
3、煤炭板块：定增产能投放，步入量增时代 .....	- 13 -
4、董秘升任掌舵人，公司发展或迎新篇章 .....	- 16 -
5、盈利预测与评级 .....	- 16 -
6、风险提示 .....	- 17 -
图 1、神火股份股权结构及重要业务板块 .....	- 3 -
图 2、公司营业收入构成（亿元） .....	- 3 -
图 3、公司毛利构成（亿元） .....	- 3 -
图 4、公司货币资金充足（亿元） .....	- 4 -
图 5、2020H1 公司财务费用及财务费用率下降 .....	- 4 -
图 6、公司 2020H1 归母净利润为 2.13 亿元 .....	- 6 -
图 7、公司 2020Q2 业绩环比 Q1 拆分（百万元） .....	- 6 -
图 8、2020 年 9 月中国电解铝电价-开工产能结构（元/千瓦时） .....	- 7 -
图 9、云南神火较原料采购地较云铝文山更近 .....	- 8 -
图 10、考虑免所得税，目前云南神火较新疆神火约有 800 元/吨的成本优势 .....	- 8 -
图 11、电解铝成本曲线（横轴为在产产能:万吨；纵轴为完全成本:元/吨） .....	- 10 -
图 12、公司铝锭业务毛利及毛利率变化 .....	- 12 -
图 13、电解铝月度产量 .....	- 12 -
图 14、电解铝需求结构 .....	- 12 -
图 15、电解铝库存降至低位（万吨） .....	- 13 -
图 16、测算电解铝利润 .....	- 13 -
图 17、公司煤炭板块毛利及毛利率变化 .....	- 15 -
图 18、公司煤炭业务未来产量测算（万吨） .....	- 15 -
图 19、晋城地区无烟煤坑口含税价（元/吨） .....	- 16 -
图 20、贫煤、瘦煤坑口含税价（元/吨） .....	- 16 -
表 1、公司定增募投项目安排 .....	- 4 -
表 2、2016 年以来公司陆续对低效资产进行了处置和减值（万元） .....	- 5 -
表 3、2016-2019 年公司资产减值损失构成（万元） .....	- 5 -
表 4、公司铝板块业务布局 .....	- 6 -
表 5、交易完成后神火股份持有云南神火 43.40% 的股份（出资额：万元） .....	- 9 -
表 6、公司铝板块主要产销数据（万吨） .....	- 11 -
表 7、新疆电解铝业务盈利情况估算 .....	- 11 -
表 8、公司铝锭业务重要经营数据测算 .....	- 11 -
表 9、截至今年 6 月末，控制煤炭保有储量 18.58 亿吨,可采储量 8.95 亿吨 .....	- 14 -
表 10、公司煤炭板块布局：目前产能 645 万吨，扩产后达 855 万吨 .....	- 14 -
表 11、公司煤炭板块主要经营数据 .....	- 14 -
表 12、许昌矿区煤炭业务盈利情况估算 .....	- 15 -

## 报告正文

## 1、轻装上阵，煤、铝协同发展

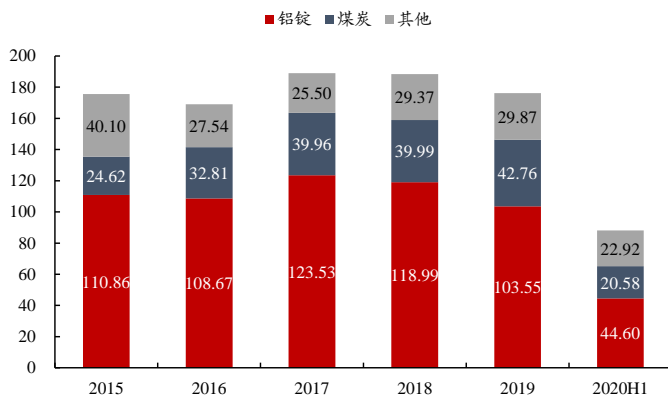
- **煤炭+铝两大核心业务协同发展。**公司煤炭业务的主要产品为煤炭和型焦，具有低硫、低磷、中低灰分、高发热量等特点。铝业务的主要产品为电解铝及深加工产品，包括铝锭、铸轧卷、冷轧卷和铝箔，煤炭和铝业务是公司收入和利润的最主要构成部分。
- 公司控股股东为河南神火集团，持有公司 24.21%的股份，实际控制人为商丘市人民政府国资委。

图 1、神火股份股权结构及重要业务板块



资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

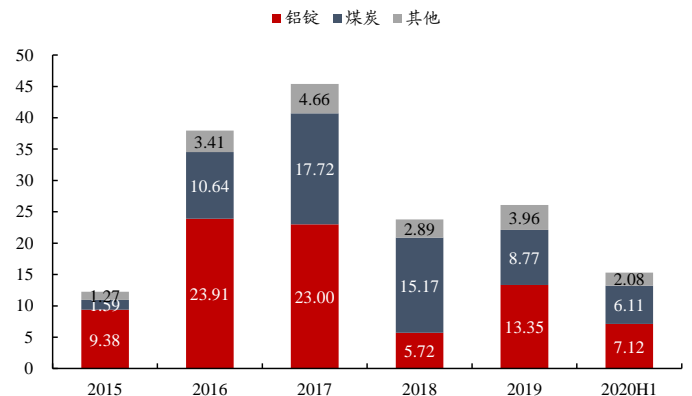
图 2、公司营业收入构成（亿元）



注：其他业务包括贸易、房地产等

资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司毛利构成（亿元）

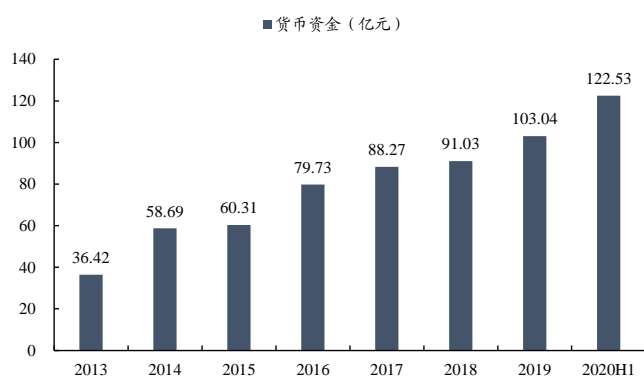


注：其他业务包括贸易、房地产等

资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

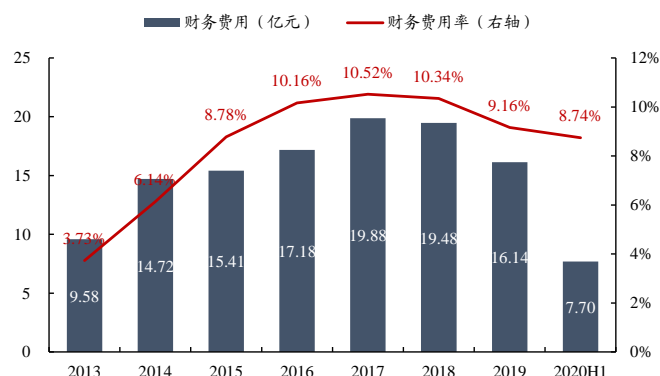
- **矿权纠纷解决，公司现金流改善明显，定增3亿元用于还贷将进一步改善公司融资结构，降低财务费用支出。**2019年高家庄煤矿探矿权涉及的和解协议履行完毕，潞安集团支付24.6亿价款，截至2020年6月末，公司货币资金122.53亿元，较2018年末+34.6%，现金流显著改善，同时公司此次定增拟募集资金20.5亿元，其中17.5亿元用于梁北煤矿改扩建项目，另外3亿元计划用于偿还金融机构贷款，有望进一步改善公司融资结构，降低财务费用支出，增厚经营性利润，增强公司的抗风险能力，提升公司信用等级，增强后续融资的能力。

图4、公司货币资金充足(亿元)



资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图5、2020H1公司财务费用及财务费用率下降



资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表1、公司定增募投项目安排

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入总额 (万元)
1	河南平顶山矿区梁北煤矿改扩建项目	202,821.49	174,865.36
2	偿还银行借款	-	30,000.00
合计		<b>202,821.49</b>	<b>204,865.36</b>

资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **2016年以来，公司陆续对盈利质量较差的资产进行了处置和减值。**2016年公司对被列入2016-2018年煤炭行业化解过剩产能关闭退出名单的27对煤矿计提资产减值准备21.93亿元，减少当年归母净利润8.89亿元。2018年对永城铝厂、沁澳铝业、阳光铝材、金鹏、金源两对矿井等计提减值准备13.83亿元，减少归母净利润11.33亿元。2019年对河南神火新材料、河南有色汇源铝业等长期亏损或停产资产计提相关资产减值准备17.65亿元，减少归母净利润11.81亿元。这些资产减值导致2016-2019年公司经营性利润在报表上的体现大打折扣。
- **绝大部分减值已经在财务报表中体现，未来公司将轻装上阵。**①母公司方面，本部永城铝厂2018、2019年共计提固定资产减值准备5.47亿元，炭素厂2019年计提固定资产减值准备0.45亿元。②子公司方面，汇源铝业拟实施破产重整，截至2019年末，公司及公司子公司对汇源铝业应收款项净额8.10亿元，

沁阳沁澳铝业的部分厂房建筑物已计提减值准备 3,928.13 万元，机器设备已计提减值 966.93 万元。煤炭板块，除列入河南省 2016-2018 年煤炭行业化解过剩产能关闭退出煤矿名单的 27 对煤矿已完成减值以外，公司近两年对金鹏矿业、金源矿业、隆源矿业、隆祥矿业、文峪矿业也进行了相应的减值处理。尚未做过减值处理的包括公司子公司裕中煤业（持股比例 51%）的子公司隆庆矿业、宽发矿业、申盈矿业，许昌神火矿业集团（持股比例 51%）的子公司华伟矿业，均为孙公司，考虑合并报表，公司持股比例仅 51%\*51%，预计未来可能的减值对公司业绩的影响较小。随着绝大部分减值已经陆续做完，未来公司将轻装上阵。

表 2、2016 年以来公司陆续对低效资产进行了处置和减值（万元）

	2010	2011	2012	2013	2014
资产减值损失	5,114.59	12,380.99	4,833.02	4,520.60	7,924.52
	2015	2016	2017	2018	2019
资产减值损失	20,446.13	<b>204,342.27</b>	<b>14,563.99</b>	<b>134,673.07</b>	<b>168,498.44</b>
信用减值损失	-	-	-	-	<b>1,240.50</b>
资产处置收益	-	-	<b>1,650.18</b>	<b>256,620.18</b>	<b>316,328.11</b>

资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、2016-2019 年公司资产减值损失构成（万元）

	2016	2017	2018	2019
<b>资产减值损失</b>	<b>204,342.27</b>	<b>14,563.99</b>	<b>134,761.53</b>	<b>168,498.44</b>
坏账损失	10,672.10	5,786.56	-3,532.20	-
存货跌价损失	-25,656.74	3,718.69	34,966.55	26,556.64
固定资产减值损失	27,912.04	5,058.75	75,597.77	132,381.31
工程物资减值损失	505.94	-	-	-
在建工程减值损失	164,818.65	-	19,783.89	9,182.33
无形资产减值损失	26,090.29	-	1,179.01	378.16
商誉减值损失	-	-	6,766.51	-

【2016】对被列入 2016-2018 年煤炭行业化解过剩产能关闭退出名单的煤矿计提资产减值准备 21.93 亿元。

【2017】固定资产减值中，河南神火铝材计提减值准备 343.62 万元，沁阳沁澳铝业计提减值准备 3,928.13 万元，汝州市神火庇山煤业计提减值准备 181.88 万元，新密市超化煤矿计提减值准备 605.11 万元。

【2018】1) 固定资产减值损失：分公司永城铝厂、子公司沁阳市沁澳铝业、河南有色金属控股、商丘阳光铝材和河南神火铝材；2) 在建工程减值损失和无形资产减值损失：金鹏、金源两对矿井被列入河南省 2018 年化解过剩产能关闭煤矿名单，提取 1.41 亿元固定资产减值准备，隆源矿因经济收益不达预期提取固定资产减值准备 0.55 亿元。以上矿井对其探矿权合计计提 0.12 亿元无形资产减值损失。

【2019】1) 禹州隆祥矿业和禹州文峪矿业申请政策性关停，禹州隆祥确认 1.76 亿元固定资产减值损失，禹州文峪确认 0.53 亿元在建工程减值损失；2) 河南神火新材料长期亏损申请破产清算，确认 3.08 亿元固定资产减值损失；3) 河南有色汇源铝业停产且持续亏损，确认 4.97 亿元固定资产减值损失、0.31 亿元在建工程减值损失；4) 商丘阳光铝材和禹州神火隆源矿业持续亏损，分别确认 0.85 亿元和 1.34 亿元固定资产减值损失；5) 母公司和永城市神火示范电站有限公司存在闲置固定资产，分别确认 0.64 亿元、0.59 亿元固定资产减值损失。

资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

详细  
资产减值  
情况备注



- **今年以来季度盈利节节攀升。**公司 2020Q2 单季度实现营收 51.22 亿元，环比 +38.85%，归母净利润 1.73 亿元，环比+334.49%，扣非后归母净利润 7333.49 万元，环比+6.80%。主要是受益于建筑等亮点板块拉动铝材消费，电解铝 Q2 以来价格和利润快速修复，Q2 整体盈利情况好于 Q1。此外，公司通过调整融资结构降低融资成本，Q2 财务费用环比减少约 1 亿元，其他收益&投资净收益环比增加 0.56 亿元，也是 Q2 业绩环比改善的重要原因。根据业绩预告，公司 Q3 单季度预计实现归母净利 2.76 亿元，扣非后归母净利 1.52 亿元，分别环比+59%/+107%，核心即在于下半年以来电解铝业务维持高利润。

图 6、公司 2020H1 归母净利润为 2.13 亿元

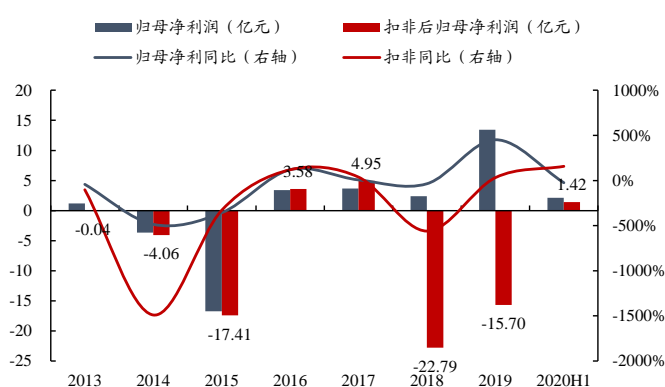
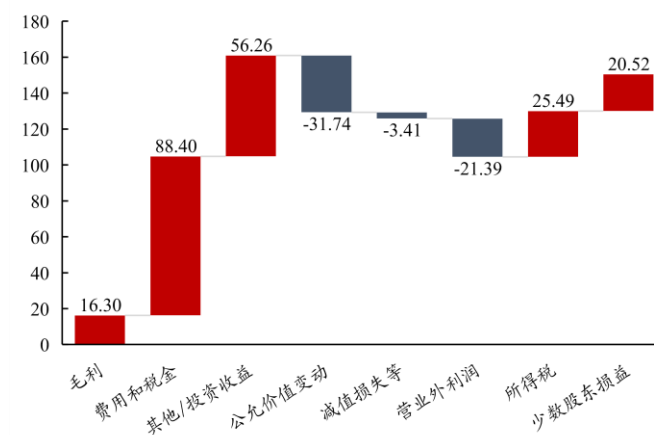


图 7、公司 2020Q2 业绩环比 Q1 拆分 (百万元)



资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：+/-表示该部分科目变化对归母净利形成正/负贡献

资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、铝板块：战略眼光再造一个“神火”，布局云南

- **公司电解铝现有产能新疆神火 80 万吨，云南神火 90 万吨在建。**公司本部及新疆炭素主要生产阳极炭块，新疆煤电和云南神火主要生产电解铝，子公司阳光铝材主要生产冷轧卷和铸轧卷、上海铝箔生产双零铝箔等铝加工产品。截至 2020 年 6 月 30 日，公司铝板块业务布局为：电解铝产能 80 万吨/年（公司永城本部 52 万吨和子公司沁澳铝业 14 万吨产能指标已公示转移至云南神火）、装机容量 2000MW、阳极炭块产能 56 万吨/年、铝材产能 10 万吨/年、铝箔 2.5 万吨/年、神隆宝鼎年产 10.5 万吨的铝箔项目在建。

表 4、公司铝板块业务布局

板块	主力企业	简介
氧化铝	有色汇源	破产重整，原有两条生产线，总计氧化铝产能 80 万吨
	神火新材料	破产清算，原有 10 万吨氢氧化铝生产线
	神火铝业	电解铝全部停产，产能转移至云南神火，原有 870MW 自备发电机组（1*600MW、2*135MW），52 万吨电解铝、16 万吨炭素生产线
电力与电解铝	新疆神火	自备发电机组 4*350MW，炭素生产线 40 万吨，40 万吨 400KA 电解铝产线、40 万吨 500KA 电解铝产线
	沁澳铝业	全部停产，产能转移至云南神火，原有 14 万吨 290KA 电解铝产线

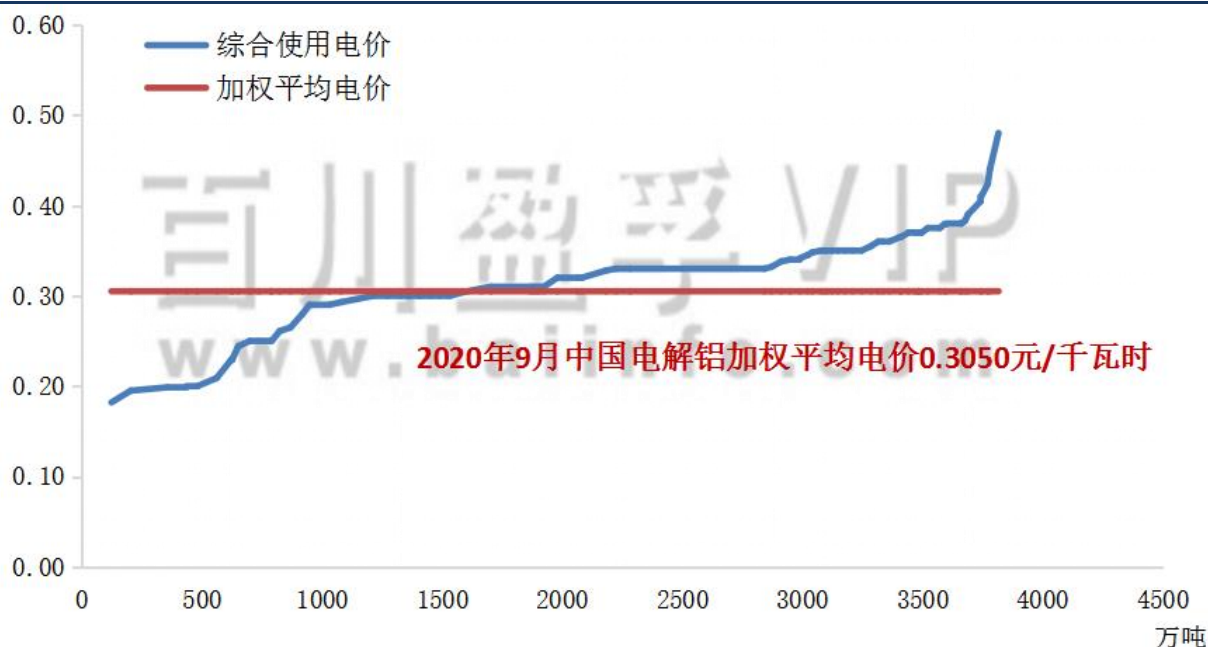
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

铝加工	云南神火	90万吨产能在建, 一系列45万吨已投产, 二系列45万吨计划2021年2月底全部通电启动
	阳光铝材	5万吨铸轧产线、5万吨冷轧产线
	上海铝箔	2.5万吨铝箔生产线
	神隆宝鼎	10.5万吨的铝箔项目, 在建

资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **新疆神火: 电力成本处于行业第一梯队。**电力和氧化铝是电解铝生产成本中两大最主要的部分, 占比均为30%-40%, 其中, 电力成本中70%以上为煤炭。新疆地区煤炭资源丰富, 疆内自备电成本优势显著。根据百川盈孚统计, 2020年9月中国电解铝行业综合使用电价加权平均值为0.3050元/千瓦时, 而新疆神火自备电综合成本(含过网费、政府调节基金等)仅0.18元/千瓦时左右, 新疆神火电力成本处于行业第一梯队水平。

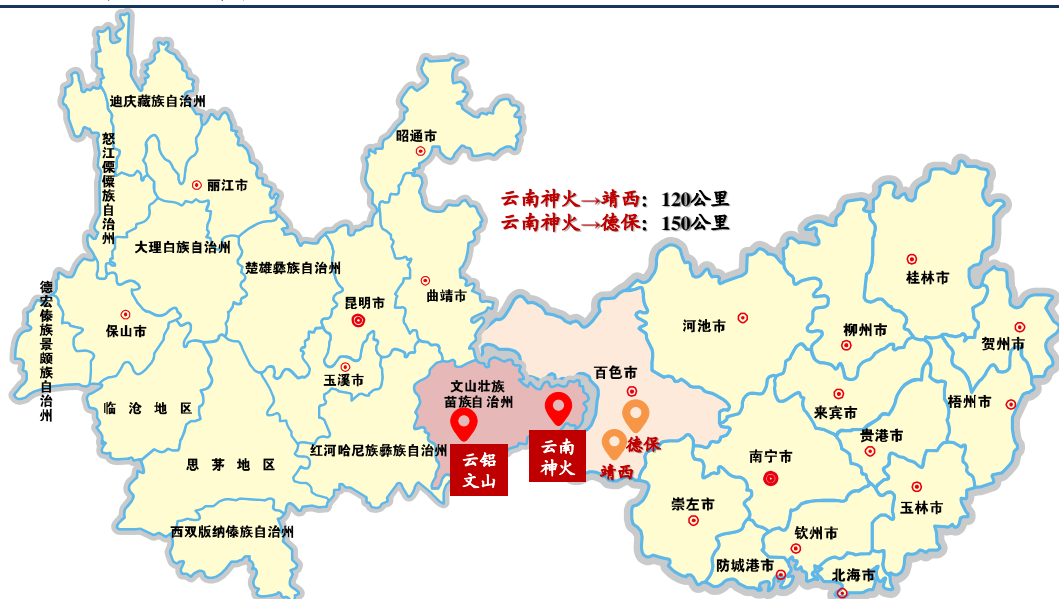
图8、2020年9月中国电解铝电价-开工产能结构(元/千瓦时)



资料来源: 百川资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **云南神火: 水电优惠电价+优越地理位置保障, 完全成本甚至较新疆更低。**
  - ① **享受优惠电价,** 电费前5年0.25元/度(上网电价0.13元/度+过网费0.12元/度), 第6年开始每年+0.012元/度, 0.3元/度封顶, 电力成本优势明显;
  - ② **运输费用低,** 云南项目靠近主要原材料氧化铝产地—广西百色地区和沿海经济发达地区主要铝材消费市场, 相较于新疆神火大大节约运输费用;
  - ③ **享受“两免三减半”的税收优惠。** 新疆神火凭借着自备电和预焙阳极自给的成本优势, 已经属于行业内具备较强成本竞争力的主体, 而云南神火电解铝完全成本甚至较新疆神火更低, 盈利能力更强。

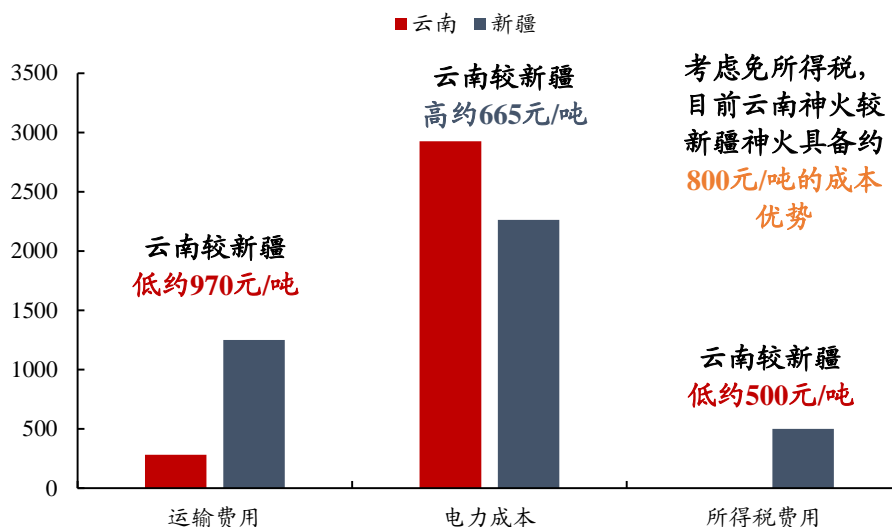
图 9、云南神火较原料采购地较云铝文山更近



资料来源：百度地图，兴业证券经济与金融研究院整理

- 根据我们的测算，考虑免所得税，目前云南神火较新疆神火约有 800 元/吨的成本优势。云南神火和新疆神火的成本差异主要体现在：**①运输费用：**包括 2 吨氧化铝进和 1 吨电解铝出，云南神火接近氧化铝产地广西百色和电解铝消费地广东佛山，而新疆神火处于疆内，需要将氧化铝运输至疆内和电解铝运输至疆外销售，测算单位电解铝云南神火较新疆神火的运费优势约 970 元/吨；**②电力成本：**云南神火电价 0.25 元/度，新疆神火自备电综合电价约 0.18 元/度，测算税后生产单吨电解铝的电力成本相差约 665 元；**③所得税费用：**云南神火享受“两免三减半”的税收优惠，以吨铝税前利润 2000 元计，云南神火的所得税费优势为 500 元/吨。

图 10、考虑免所得税，目前云南神火较新疆神火约有 800 元/吨的成本优势



注：以上数据为生产单吨电解铝的核心成本测算数据，纵轴单位为元/吨  
资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院测算

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



- **云南神火一系列已投产，二系列三段预计 2021Q1 通电启动，截至目前神火股份已成为云南神火控股股东，项目完全投产后公司权益电解铝产能达 119 万吨。**
  - ✓ **二系列计划 2021Q1 通电启动：**云南神火于 2019 年 5 月 1 日开工建设，目前一系列 45 万吨产能已于 2020 年 9 月 7 日实现全部通电试运行，二系列 45 万吨产能仍处于建设期，计划 2021 年 2 月底通电启动。
  - ✓ **公司持有云南神火的股权已由 32.21% 增至 43.40%：**本次交易包含三部分：1) 神火股份以 0 元对价受让文山城投持有的云南神火 30,000 万元认缴出资权；2) 云南神火注册资本由 506,000 万元变更为 606,000 万元，神火股份和商丘新发分别认缴 70,000 万元和 30,000 万元（认缴价格为 1.0067 元/出资额）；3) 神火集团与神火股份签订《表决权委托协议》，神火集团将其拥有的云南神火全部表决权委托给神火股份行使。本次交易完成后，神火股份将持有云南神火 43.40% 股权，并拥有其 73.60% 表决权，成为云南神火控股股东。

**表 5、交易完成后神火股份持有云南神火 43.40% 的股份（出资额：万元）**

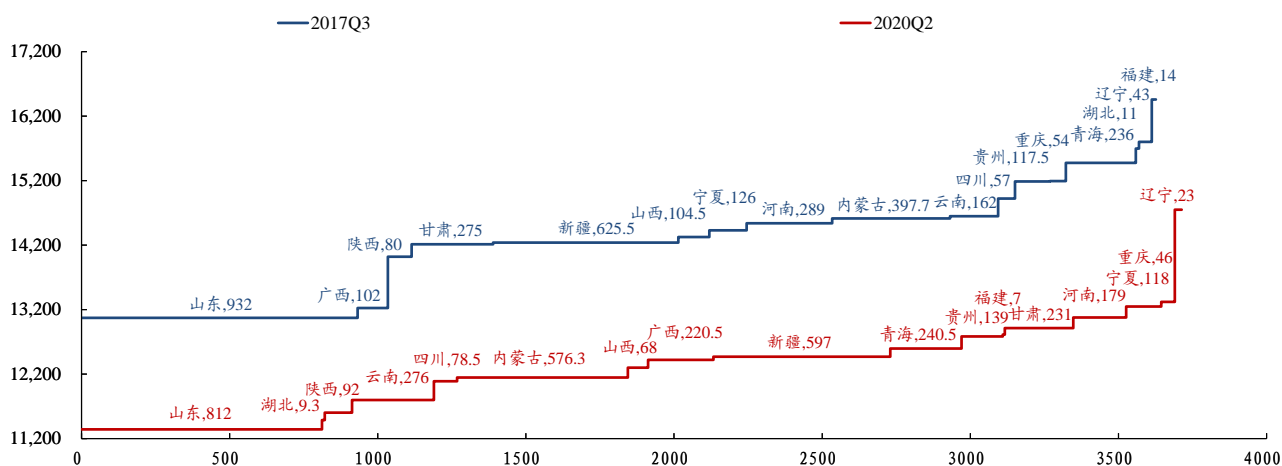
序号	股东名称	增资前		增资后	
		出资额	出资比例	出资额	出资比例
1	神火集团	183,000.00	36.17%	183,000.00	30.20%
2	神火股份	163,000.00	32.21%	263,000.00	43.40%
3	文山城投	80,000.00	15.81%	50,000.00	8.25%
4	河南资产基金	60,000.00	11.86%	60,000.00	9.90%
5	中央产业基金	20,000.00	3.95%	20,000.00	3.30%
6	商丘新发	-	-	30,000.00	4.95%
	合计	506,000.00	100.00%	606,000.00	100.00%

资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **云南神火投产前 5 个月即实现盈利，今年 1-9 月份预计实现利润总额 1.91 亿元。**云南神火一系列试运行阶段产出的电解铝全部用于云南神火自身生产环节中的电解槽填充基础铝和铝母线的制作安装工程，2020 年 5 月份开始有部分产品对外销售，2020 年 1-5 月份实现营业利润 1,186.41 万元，利润总额 1,187.74 万元，净利润 885.24 万元，投产前 5 个月即实现盈利。根据业绩预告，云南神火前三季度实现利润总额 1.91 亿元，影响归属于上市公司股东的净利润 5,865.70 万元。伴随着产能建设完成、产量进一步释放，云南神火对神火股份的业绩增厚将更为显著，有望再造一个“神火”。
- **战略眼光独到，两次布局均选择低成本地区，这也意味着，公司电解铝业务具备足够的利润安全垫。**公司本为河南省区域性煤炭生产企业，2007 年开始布局电解铝，且能及时抓住行业政策机会，以 2012 年西部大开发进军新疆为起点，新建了 80 万吨电解铝产能，2018 年云南消纳弃水电量政策，将河南省全部电解铝产能转移到云南发展水电铝，新建 90 万吨电解铝产能，这两次

战略选择均是“第一个吃螃蟹”的人，充分显示管理团队的战略眼光，并且选择的均是成本最低的生产区域。综合 SMM 2020Q2 区域成本数据和阿拉丁电解铝区域在产产能数据，即便需求下滑 10%，新疆和云南也分别具备 443 元/吨、1116 元/吨的成本优势，公司电解铝业务具备足够的利润安全垫。

图 11、电解铝成本曲线（横轴为在产产能:万吨；纵轴为完全成本:元/吨）



资料来源：SMM，阿拉丁，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2019 年原料价格下跌带来新疆神火盈利大幅改善，但本部亏损拖累电解铝业务利润。**新疆神火：2019 年实现产量 80.45 万吨，销量 79.67 万吨，同比基本持平，根据新疆资源经营数据，计算 2019 年新疆电解铝业务平均售价 12137 元/吨，同比降约 148 元/吨，利润的改善主要来自于：①氧化铝、预焙阳极等主要原辅材料价格同比下降；②自发供电量同比增加，综合电力成本进一步下行，测算 2019 年公司新疆地区电解铝业务单位完全成本 11266 元/吨，同比降 608 元/吨，新疆资源 2019 年实现营业利润 6.95 亿元，同比+109.47%，净利润 4.85 亿元，同比+85.44%。永城本部：产能实施置换与转移，已于 2019 年 6 月起关停，2019 年本部电解铝业务亏损 7.68 亿元，其中经营性/非经营性亏损 4.14 亿元/3.54 亿元，对电解铝板块业绩形成较大拖累。伴随永城铝厂产能转移后全线关停，2020H1 同比减亏 7,809.10 万元。
- **伴随河南产能向低成本云南地区转移，公司电解铝业务布局大大优化，未来盈利能力将显著改善。**通过止住河南出血点，并将产能置换至低成本的云南地区发展水电铝，公司电解铝业务的“低成本化”布局基本完成，后续将逐步进入业绩释放期。
- **此外，公司通过参股龙州铝业布局低成本氧化铝。**神火股份参股广西龙州新翔生态铝业 36%的股权。龙州铝业设计氧化铝年产能 100 万吨，后期建设 30 万吨铁精矿项目，于 2019 年 11 月 15 日开工建设，有望于 2020 年 12 月份投产，投产后氧化铝单位完全成本仅 1,796.00 元/吨。更为重要的是，崇左市市辖区内铝土矿资源主要分布在龙州县、扶绥县，合计探明储量 1 亿吨左右，远景储量 2.8 亿吨，崇左市政府将市境内的铝土矿资源配给龙州铝业。神火股份通过参股实现了对优质铝土矿资源和低成本氧化铝产能的参与。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 6、公司铝板块主要产销数据（万吨）

		2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	2019H1
电解铝产量	永城区域	35.85	33.20	30.92	27.60	8.23	-	8.24
	新疆区域	81.26	81.00	80.34	80.46	80.45	40.38	40.24
	合计	<b>117.11</b>	<b>114.20</b>	<b>111.26</b>	<b>108.06</b>	<b>88.69</b>	<b>40.38</b>	<b>48.48</b>
电解铝销量	永城区域	35.26	33.71	30.82	27.25	8.80	-	8.80
	新疆区域	82.21	80.57	80.64	80.56	79.67	41.16	40.15
	合计	<b>117.47</b>	<b>114.28</b>	<b>111.46</b>	<b>107.81</b>	<b>88.47</b>	<b>41.16</b>	<b>48.95</b>
铝材冷轧产品	产量	5.23	5.98	6.04	6.00	5.57	3.16	2.89
	销量	5.22	5.99	5.84	5.91	5.81	3.06	2.53
铝箔	产量	-	-	-	-	2.66	1.29	-
	销量	-	-	-	-	3.12	1.68	-
氧化铝	产量	75.92	46.65	64.52	69.15	26.84	-	22.22
	销量	76.83	46.65	62.57	70.81	26.45	-	22.11
阳极炭块产量	永城区域	16.29	14.57	13.42	12.83	4.91	-	3.85
	新疆区域	44.31	36.47	43.49	48.08	44.68	21.65	21.07
	合计	<b>60.60</b>	<b>51.04</b>	<b>56.91</b>	<b>60.91</b>	<b>49.59</b>	<b>21.65</b>	<b>24.92</b>
阳极炭块销量	永城区域	16.86	14.34	13.20	11.33	6.70	-	3.81
	新疆区域	45.12	38.56	44.44	46.40	45.34	22.27	22.18
	合计	<b>61.98</b>	<b>52.90</b>	<b>57.64</b>	<b>57.73</b>	<b>52.04</b>	<b>22.27</b>	<b>25.99</b>

资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、新疆电解铝业务盈利情况估算

	2019 年	2018 年	同比
营业收入（万元）	966,992.65	989,686.70	-2.29%
营业利润（万元）	69,458.79	33,158.75	109.47%
净利润（万元）	48,523.46	26,166.16	85.44%
销量（万吨）	79.67	80.56	-1.10%
单位售价（元/吨）	12,137.48	12,285.09	-147.61 元/吨
单位完全成本（元/吨）	11,265.64	11,873.48	-607.84 元/吨

注：收入、成本及净利润以新疆资源经营数据近似代替

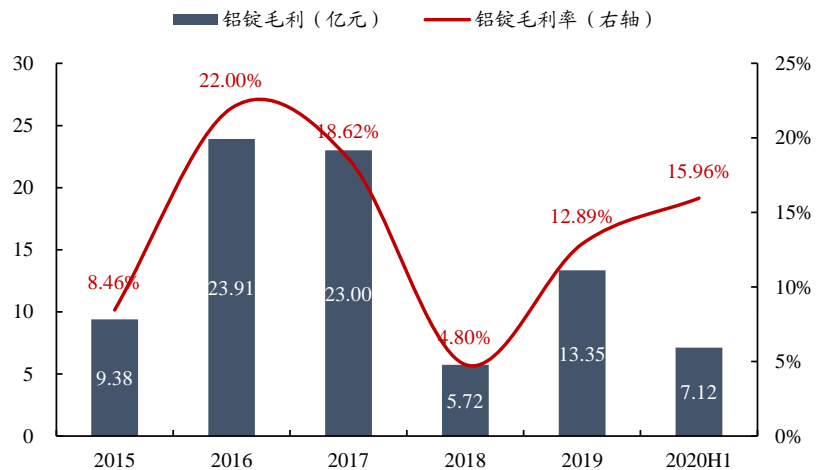
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、公司铝锭业务重要经营数据测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	2019H1
产量（万吨）	117.11	114.20	111.26	108.06	88.69	40.38	48.48
销量（万吨）	117.47	114.28	111.46	107.81	88.47	41.16	48.95
收入（百万元）	11,086.15	10,866.90	12,352.70	11,899.24	10,354.67	4,460.33	5,539.88
成本（百万元）	10,148.22	8,475.70	10,052.30	11,327.65	9,019.83	3,748.51	4,953.90
毛利（百万元）	937.93	2,391.20	2,300.40	571.58	1,334.84	711.82	585.98
毛利率	<b>8.46%</b>	<b>22.00%</b>	<b>18.62%</b>	<b>4.80%</b>	<b>12.89%</b>	<b>15.96%</b>	<b>10.58%</b>
吨铝售价（元/吨）	9,437.43	9,509.02	11,082.63	11,037.23	11,704.16	10,836.57	11,317.43
吨铝成本（元/吨）	8,638.99	7,416.61	9,018.75	10,507.05	10,195.36	9,107.17	10,120.33
吨铝毛利（元/吨）	<b>798.45</b>	<b>2,092.41</b>	<b>2,063.88</b>	<b>530.18</b>	<b>1,508.80</b>	<b>1,729.40</b>	<b>1,197.09</b>

资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、公司铝锭业务毛利及毛利率变化

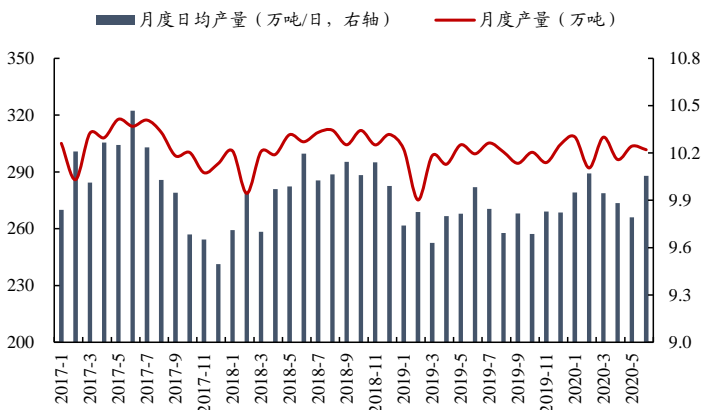


资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 行业层面，继续看好电解铝高利润的可持续性。

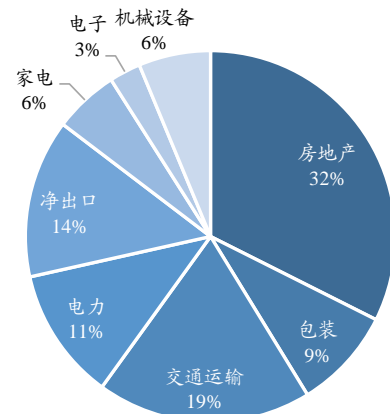
- ✓ **从供需角度**，①供应端增量不必过于担忧：短期新建产能集中投产期预计在今年 Q4 及明年 Q1，但实际贡献的产量增量有限。更长周期来看，电解铝产能面临着指标天花板的硬性约束，行业中长期增量可控。②需求端今年以来建筑领域用铝需求超预期，短期为季节性旺季，叠加汽车、净出口等需求环比持续改善，未来海外需求存在复苏回暖预期，电解铝需求有望持续强势。③库存方面，截至 10 月 12 日，电解铝社会库存仅 72.9 万吨，较 4 月初下降 56.5%，绝对值也处于历史较低水平。
- ✓ **从成本角度**，考虑规划产能完全释放，国内氧化铝总建成产能将达 9882 万吨，以吨电解铝生产需要氧化铝 1.93 吨计算，对应电解铝产能 5120 万吨，而电解铝产能天花板不到 4500 万吨，因此中期氧化铝过剩格局依旧。此外，我国氧化铝以进口为主，在全球氧化铝市场过剩的背景下，预计对国内氧化铝市场形成一定压力。氧化铝过剩格局持续，也意味着氧化铝环节难以获得持续高利润，从而继续为电解铝环节留出利润空间。

图 13、电解铝月度产量



资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

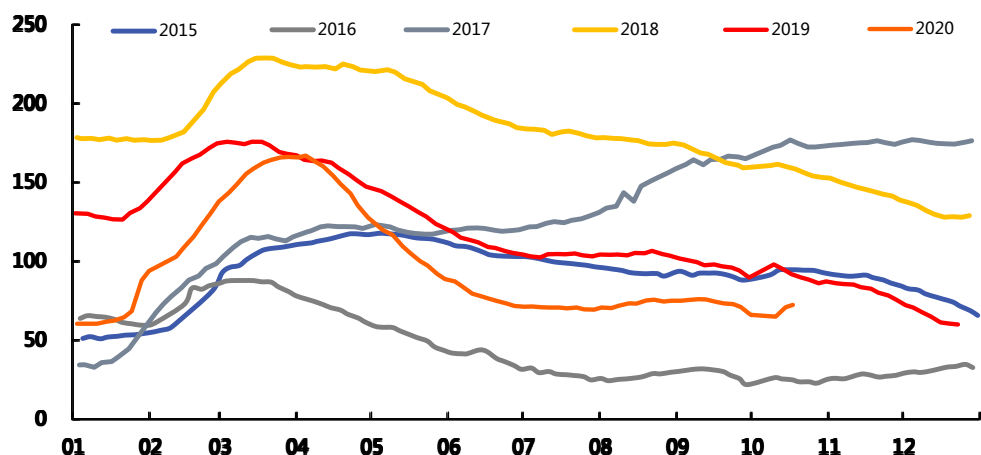
图 14、电解铝需求结构



资料来源：ALD，兴业证券经济与金融研究院整理

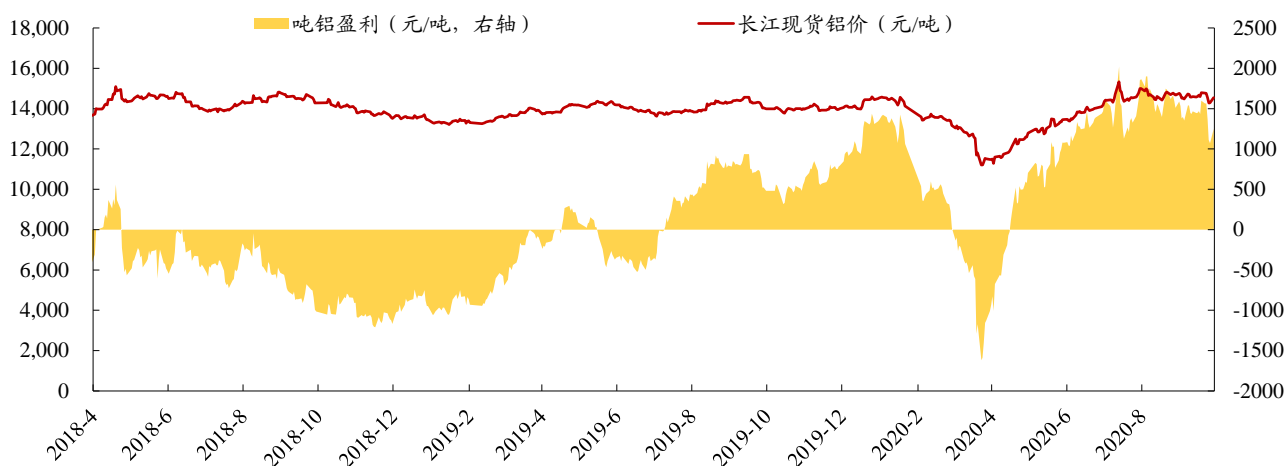
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 15、电解铝库存降至低位(万吨)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、测算电解铝利润



资料来源: SMM, 阿拉丁, wind, 兴业证券经济与金融研究院测算

### 3、煤炭板块：定增产能投放，步入量增时代

- **公司煤炭板块现有产能 645 万吨，扩产后达 855 万吨，未来增量均为贫瘦煤。**截至 2020 年 6 月末，公司控制煤炭保有储量 18.58 亿吨，可采储量 8.95 亿吨。公司在产煤矿主要位于河南省永城市、许昌市，目前主要矿井核定年产能 645 万吨，包括：新庄煤矿 180 万吨、刘河煤矿 45 万吨、薛湖煤矿 120 万吨、梁北煤矿 90 万吨、泉店煤矿 210 万吨，伴随定增项目梁北煤矿改扩建增加 150 万吨和大磨岭煤矿 60 万吨基建完成后，公司煤炭板块年产能将达到 855 万吨，权益产能约 800 万吨，公司煤炭业务产量将步入增量时代。分煤种来看，公司永城矿区生产的煤炭属于低硫、低磷、中低灰分、高热量的优质无烟煤，是冶金、电力、化工的首选洁净燃料。许昌矿区生产的贫瘦煤粘结指数比较高，可以作为主焦煤的配煤使用，未来产能增量均为贫瘦煤。



表 9、截至今年 6 月末，控制煤炭保有储量 18.58 亿吨，可采储量 8.95 亿吨

矿区	主要煤种	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)
永城矿区	无烟煤	26,752.42	10,234.68
许昌、郑州矿区	瘦煤、贫煤、无烟煤	159,043.23	79,312.07
合计		<b>185,795.65</b>	<b>89,546.75</b>

资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、公司煤炭板块布局: 目前产能 645 万吨, 扩产后达 855 万吨

	持股比例	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	煤种	备注	
永城矿区 (本部)	新庄煤矿	100%	180	180	无烟煤	-
	刘河煤矿	100%	45	45	无烟煤	-
	薛湖煤矿	100%	120	120	无烟煤	-
许昌矿区	梁北煤矿	100%	90	90	贫瘦煤	-
	梁北煤矿改扩建	100%	150	150	贫瘦煤	技改扩产
	泉店煤矿	82%	210	172.2	贫瘦煤	-
郑州矿区	大磨岭煤矿	70%	60	42	贫瘦煤	在建
合计 (在产)			<b>645</b>	<b>607.2</b>	-	-
合计 (总)			<b>855</b>	<b>799.2</b>	-	-

资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **产量止降企稳, 贫瘦煤盈利能力强于无烟煤。**从公司近年的煤炭产销量来看, 由于落后产能退出、井下生产条件变化等因素, 2015-2019 年煤炭产量逐年下滑, 但伴随产能退出工作的完成, 2019 年煤炭产量同比降幅已经显著收窄, 2020H1 实现煤炭产量 281.69 万吨, 同比+1.85%。从产销结构看, 永城本部的无烟煤产销占比更高, 其中 2018 年新庄煤矿、薛湖煤矿复工复产后按照“双六”规定组织生产, 永城矿区煤炭产量下滑, 2019 年许昌矿区因井下生产条件变化产量下降。从盈利能力看, 永城矿区产能利用率受限, 盈利能力稍差, 而许昌矿区贫瘦煤主要作为主焦煤的配煤使用, 盈利能力强于无烟煤。

表 11、公司煤炭板块主要经营数据

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	2019H1
煤炭产量 (万吨)	永城矿区	445.12	420.91	300.61	245.53	301.42	155.75
	许昌、郑州矿区	331.82	309.72	325.75	318.40	249.64	125.94
	合计	<b>776.94</b>	<b>730.63</b>	<b>626.36</b>	<b>563.93</b>	<b>551.06</b>	<b>281.69</b>
煤炭销量 (万吨)	永城矿区	438.39	407.38	319.77	240.71	311.25	157.35
	许昌、郑州矿区	327.16	317.68	323.16	307.60	257.56	125.25
	合计	<b>765.55</b>	<b>725.06</b>	<b>642.93</b>	<b>548.31</b>	<b>568.81</b>	<b>282.60</b>
煤炭业务经营数据测算	收入 (百万元)	2,462.31	3,280.90	3,996.34	3,998.56	4,275.57	2,057.92
	成本 (百万元)	2,303.21	2,216.58	2,224.56	2,481.47	3,398.84	1,446.66
	毛利 (百万元)	159.09	1,064.32	1,771.78	1,517.09	876.73	611.25
	毛利率	<b>6.46%</b>	<b>32.44%</b>	<b>44.34%</b>	<b>37.94%</b>	<b>20.51%</b>	<b>29.70%</b>
	吨煤售价 (元/吨)	321.64	452.50	621.58	729.25	751.67	728.21
	吨煤成本 (元/吨)	300.86	305.71	346.00	452.57	597.53	511.91
	吨煤毛利 (元/吨)	<b>20.78</b>	<b>146.79</b>	<b>275.58</b>	<b>276.69</b>	<b>154.13</b>	<b>216.30</b>
							<b>264.08</b>

资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 12、许昌矿区煤炭业务盈利情况估算

	2019 年	2018 年	同比
营业收入 (万元)	201,881.27	241,671.31	-16.46%
营业利润 (万元)	37,151.57	87,489.75	-57.54%
净利润 (万元)	29,051.22	64,759.92	-55.14%
销量 (万吨)	257.56	307.6	-16.27%
单位售价 (元/吨)	783.82	785.67	-1.85 元/吨
单位完全成本 (元/吨)	639.58	501.24	138.34 元/吨

注：收入、成本及净利润以许昌神火经营数据近似代替

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 公司煤炭板块将步入增量时代。

- ✓ **行业层面，煤炭价格止跌回暖。**伴随需求的持续改善，无烟煤价格自 9 月份开始止跌回暖，贫瘦煤价格也从 5 月份开始企稳回升。四季度来看，冬季供暖需求依旧是主基调，产地供给短缺叠加冬储需求，进口煤也未见放松迹象，预计四季度煤价将偏强运行。中长期来看，煤炭价格有望维持在“绿色区间”，价格的稳定性预计提高。
- ✓ **公司层面，在建项目完全达产后煤炭产量增量预计达 260 万吨，利润也将步入增量时代。**①定增用于梁北煤矿 150 万吨改扩建项目：项目原设计产能 90 万吨/年，通过新增采区的开拓、开采以及配套的相关设施设计，净增产能 150 万吨，项目总投资 20.28 亿元，内部收益率（税前）为 12.46%，根据可研，按产品综合售价 538.29 元/吨（不含税）测算，可实现营业收入 8.07 亿元/年、净利润 2.15 亿元/年，若以煤价 800 元/吨计，则项目对应净利润超过 5 亿元；②泉店煤矿 50 万吨增量：核定产能由 120 万吨增长至 210 万吨，但 2019 年产量较核定产能仍有 50 万吨左右的增产潜力；③大磨岭煤矿 60 万吨：2020 年已经实现联合试运转，2021 年有望贡献显著的产量增量。根据我们的测算，2020-2023 年公司煤炭产量年均复合增速达到 13%。同时，未来煤炭增量主要为盈利能力强的许昌矿区贫瘦煤，煤炭板块整体盈利能力也将步入增量时代。

图 17、公司煤炭板块毛利及毛利率变化

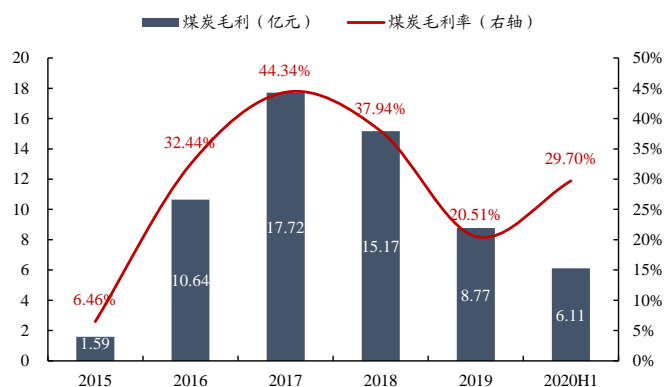
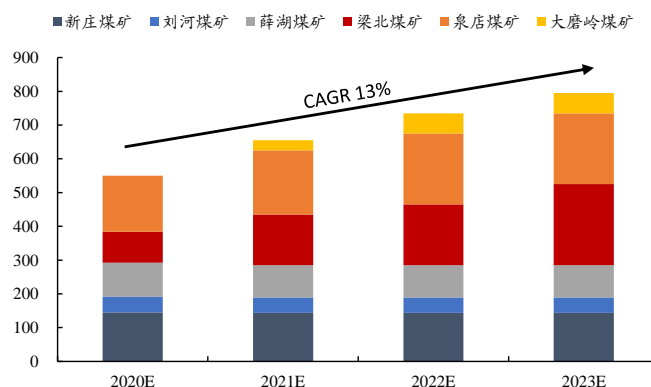


图 18、公司煤炭业务未来产量测算 (万吨)

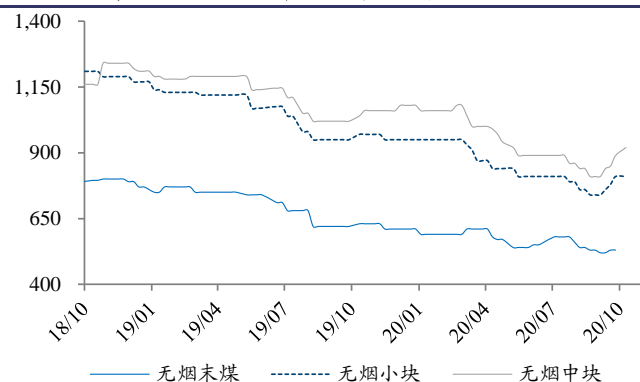


资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院测算

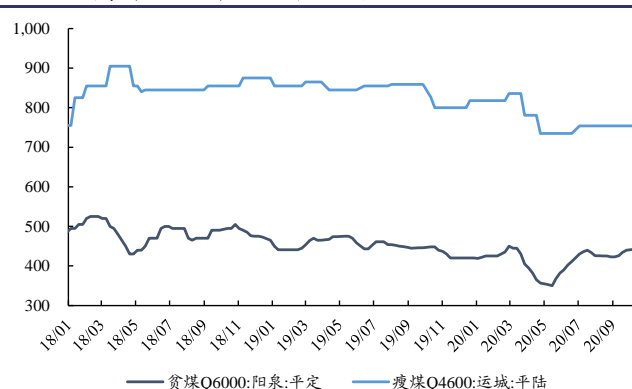
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 19、晋城地区无烟煤坑口含税价（元/吨）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、贫煤、瘦煤坑口含税价（元/吨）



资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、董秘升任掌舵人，公司发展或迎新篇章

- **新一届董事会成立，董秘李宏伟先生升任公司掌舵人，有望更好地了解资本市场诉求，带领公司迈上发展新台阶。**2020年5月20日，公司董事会第八届一次会议召开，董事会选举李宏伟先生为公司董事长，李宏伟先生曾任河南神火铝电有限公司财务部长、总会计师、副总经理，华铝工业投资有限公司总会计师，公司下属铝业公司总会计师、煤业公司总会计师、公司财务部长、副总会计师、副总经理、董事会秘书等职。董秘、总会计师、财务部长等职业经历，奠定了李董事长更加了解资本市场的诉求和资本的规范化运作，同时精通财务，又对公司的煤、铝业务和日常经营十分熟悉，作为公司新任掌舵人，李董事长有望带领公司新一届领导班子，推动公司发展迈上新台阶。
- **董事会换届后已符合国有上市公司实施股权激励的要求，未来实施股权激励进一步发挥管理层及核心骨干的积极性可以期待。**国有企业实施股权激励存在明确的要求，首先在治理结构上，要求在董事会组成人员中，外部董事的人数占一半以上，薪酬委员会由外部董事构成。5月20日公司董事会换届以后：①5个内部董事+4个独立董事（曹胜根、严义明、翟新生、马萍）变为4个内部董事（李宏伟、李炜、崔建友、张伟）+5个独立董事（马萍、文献军、谷秀娟、徐学锋、黄国良），独立董事人数已经超过董事会半数。②此次换届后，公司薪酬委员会由谷秀娟、黄国良、徐学锋组成，全部为独立董事担任。公司在治理结构上已经符合国有企业实施股权激励的要求，未来通过股权激励的实施、进一步激发管理层及核心骨干的积极性值得期待。

#### 5、盈利预测与评级

- 上调公司盈利预测，预计公司2020-2022年实现归母净利润为8亿元、14.9亿元和20亿元，EPS分别为0.42元、0.78元和1.06元，对应目前股价（10月16日）的PE分别为12.5倍、6.7倍和5倍，维持公司“审慎增持”评级。

## 6、风险提示

- 电解铝价格大幅下跌;
- 氧化铝价格大幅波动;
- 在建项目进展低于预期。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	15816	15800	21040	26099	<b>营业收入</b>	17618	17727	21380	24219
现金	10304	11254	15702	20077	营业成本	15010	13704	16126	17980
应收账款	963	969	1169	1324	营业税金及附加	472	475	573	654
其他应收款	159	160	193	218	营业费用	505	511	614	702
预付账款	629	574	676	753	管理费用	1033	897	1026	1187
存货	2130	1944	2288	2551	财务费用	1614	1514	1461	1397
其他流动资产	1632	899	1013	1175	资产减值损失	-1685	0	0	0
<b>非流动资产</b>	33578	32641	30942	29203	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3390	3378	3382	3380	投资净收益	579	464	453	450
固定资产	16328	18174	17934	17044	<b>营业利润</b>	1008	1061	2008	2722
无形资产	4885	4686	4466	4225	营业外收入	149	139	141	140
其他非流动资产	8976	6403	5160	4554	营业外支出	95	187	161	180
<b>资产总计</b>	49394	48441	51982	55302	<b>利润总额</b>	1061	1012	1987	2682
<b>流动负债</b>	36293	34329	36208	37892	所得税	492	233	457	606
短期借款	18548	17678	17587	17760	<b>净利润</b>	569	779	1530	2075
应付账款	2581	2395	2797	3098	少数股东损益	-776	-20	40	67
其他流动负债	15164	14257	15824	17034	<b>归属母公司净利润</b>	1345	800	1490	2008
<b>非流动负债</b>	4264	4663	4882	4669	EBITDA	4153	4055	5073	5784
长期借款	2191	2591	2791	2591	EPS (元)	0.71	0.42	0.78	1.06
其他非流动负债	2073	2072	2091	2078	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	40558	38993	41091	42561	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	1054	1034	1074	1141	<b>成长能力</b>				
股本	1901	1901	1901	1901	营业收入	-9.0%	0.6%	20.6%	13.3%
资本公积	2449	2449	2449	2449	营业利润	100.8%	5.3%	89.3%	35.6%
留存收益	3329	3939	5349	7134	归属于母公司净利润	452.2%	-40.6%	86.4%	34.8%
归属母公司股东权益	7782	8414	9818	11600	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	49394	48441	51982	55302	毛利率 (%)	14.8%	22.7%	24.6%	25.8%
<b>现金流量表</b>					净利率 (%)		7.6%	4.5%	7.0%
<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	ROE (%)	17.3%	9.5%	15.2%	17.3%
<b>经营活动现金流</b>	131	2633	5421	5538	ROIC (%)	8.7%	12.4%	20.5%	30.6%
净利润	569	779	1530	2075	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	1531	1481	1605	1666	资产负债率 (%)	82.1%	80.5%	79.0%	77.0%
财务费用	1614	1514	1461	1397	净负债比率 (%)	59.59%	60.78%	57.94%	55.88%
投资损失	-579	-464	-453	-450	流动比率	0.44	0.46	0.58	0.69
营运资金变动	-1683	-105	1118	776	速动比率	0.37	0.40	0.51	0.61
其他经营现金流	-1321	-572	161	74	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	3372	469	464	488	总资产周转率	0.34	0.36	0.43	0.45
资本支出	1129	0	0	0	应收账款周转率	24	18	19	19
长期投资	-0	-12	4	-1	应付账款周转率	5.67	5.51	6.21	6.10
其他投资现金流	4501	456	468	487	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-3418	-2151	-1437	-1651	每股收益 (最新摊薄)	0.71	0.42	0.78	1.06
短期借款	1424	-870	-90	173	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.07	1.39	2.85	2.91
长期借款	510	400	200	-200	每股净资产 (最新摊薄)	4.09	4.43	5.17	6.10
普通股增加	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	59	0	0	0	P/E	7.42	12.48	6.70	4.97
其他筹资现金流	-5411	-1681	-1547	-1624	P/B	1.28	1.19	1.02	0.86
<b>现金净增加额</b>	87	950	4448	4375	EV/EBITDA	5	5	4	3



## 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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 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。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。

## 特别声明

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。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn