

永兴材料(002756)深度研究报告

传统主业提供坚实基础, 新能源为未来打开想象空间

强推(首次)

目标价: 27.8元

当前价: 23.0元

- ❖ 不锈钢无缝管坯细分领域龙头, 具备较强的议价权。全国不锈钢无缝管坯表观消费量50万吨, 公司15-16万吨, 高市占率也让公司具备业内的议价权。
- ❖ 前后端产能进一步匹配, 产量和产能利用率稳步提升。募投项目“年产25万吨高品质不锈钢及特种合金棒线项目”去年投产, 之前炼钢产能充裕(35万吨)、轧制产能不足(16万吨)的问题得到了有效解决, 预计公司明年产量仍有小幅上扬空间。
- ❖ 成本加成定价模式平滑业绩周期波动。公司采用成本加成的定价模式, 在拿到下游订单的第一时间会上游锁原材料, 因此下游景气与否以及上游原材料波动对公司业绩的影响均不大。此外, 随着后续核电重启、油改落地、化工装备升级等宏观环境改善, 我们预计高端特种不锈钢材料的行业景气度在今后若干年将持续提升。公司不断着力于装备升级、技术改造及新产品研发, 预计吨毛利中枢也会稳步抬升。
- ❖ 预计公司特钢板块2020年业绩4-4.5亿元, 特钢行业的估值在18倍左右, 即特钢业务估值应该给到75亿左右, 而公司最新市值82亿, 即使不考虑碳酸锂部分, 公司也可以合理享受现有市值。
- ❖ 新能源汽车风再起, 公司锂业务具备价值重估的基础。公司2017年介入锂行业, 计划打造双主业驱动。但是一方面因为在锂价的高点介入, 另一方面也因为市场对于公司锂生产成本、产品质量的不确定, 对公司能否在寒冬中存活下来抱有疑虑, 因此对于这部分业务几乎没有给予估值。但是随着今年锂价逐步筑底, 叠加政策友好带动市场对于未来几年新能源汽车需求回暖预期, 我们认为这部分业务未来是具备价值重估基础的。在锂行业拐点之际, 我们采用吨碳酸锂市值来测算弹性。参照前几年也同样从其它行业介入碳酸锂的江特电机, 江特电机未来有3万吨产能, 扣除其传统业务, 江特目前吨锂市值大约20万元/吨。按此来估, 公司1万吨产能可以给20亿市值。考虑到新能源风起给整个锂行业带来的后续上涨空间, 后续向上空间或更高, 我们对公司的1亿吨碳酸锂给予25亿的估值。
- ❖ 盈利预测和投资建议。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为3.62亿元、5.25亿元和5.93亿元, EPS分别为1元、1.46元和1.65元, 对应PE分别为22.4倍、15.4倍和13.7倍。考虑到特钢板块75亿的估值和锂板块25亿的估值, 公司合理市值在100亿左右, 对应的股价为27.8元, 首次覆盖, 给予“强推”评级。
- ❖ 风险提示: 新能源汽车推广不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	4,794	5,084	5,809	6,387
同比增速(%)	18.9%	6.0%	14.3%	10.0%
归母净利润(百万)	387	362	525	593
同比增速(%)	10.1%	-6.6%	45.3%	12.9%
每股盈利(元)	1.08	1.00	1.46	1.65
市盈率(倍)	21	23	16	14
市净率(倍)	2	2	2	2

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2020年02月14日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 任志强

电话: 021-20572571

邮箱: renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号: S0360518010002

证券分析师: 严鹏

电话: 021-20572535

邮箱: yanpeng@hcyjs.com

执业编号: S0360518070001

公司基本数据

总股本(万股)	36,000
已上市流通股(万股)	18,462
总市值(亿元)	82.8
流通市值(亿元)	42.46
资产负债率(%)	24.8
每股净资产(元)	9.5
12个月内最高/最低价	24.28/12.51

市场表现对比图(近12个月)



# 目 录

一、公司概况.....	5
（一）公司简介.....	5
（二）公司发展历程.....	5
（三）公司股权结构.....	6
（四）公司业务分析.....	8
1、收入分析.....	8
2、毛利分析.....	10
3、费用分析.....	11
4、净利润.....	11
二、传统主业稳中有升，特色产品稳固行业地位.....	12
（一）不锈钢行业整体平稳发展，高壁垒保障企业健康成长.....	12
1、不锈钢行业拥有多重壁垒，行业集中度较高.....	12
2、不锈钢粗钢产量增速回升，下游需求持续增长.....	12
（二）不锈钢业务优势明显，下游客户合作关系稳定.....	15
1、公司主攻高端产品，产品获得多项专利与认证.....	15
2、年产 25 万吨项目建成投产，原有产能不足问题得到大幅改善.....	16
3、下游客户投资入股，合作关系进一步加强.....	16
4、原材价格上涨挤压产品毛利，稳健盈利模式缓冲业绩周期波动.....	16
三、锂电产业链布局加速推进，业务具备价值重估的基础.....	17
（一）锂行业下游领域长期向好，提锂技术仍有改进空间.....	17
1、新能源汽车风再起，碳酸锂价格有望联涨.....	17
2、锂云母提锂技术需进一步挖掘，成本降低空间较大.....	18
（二）公司全产业链布局进一步完善，上中下游齐头并进.....	19
1、上中游公司一体化，原料供应有所保障.....	19
2、锂云母提锂技术取得突破，成本降低带来新优势.....	20
3、锂项目建设顺利推进，即将成为新的业绩贡献点.....	20
4、锂业务潜力巨大，具备价值重估的基础.....	21
四、盈利预测和投资建议.....	21
（一）传统主业稳中有升.....	21
（二）新能源汽车风再起，公司锂业务具备价值重估的基础.....	22
（三）盈利预测和投资建议.....	22
五、风险提示.....	22

# 图表目录

图表 1	公司主要产品展示.....	5
图表 2	公司发展历程.....	6
图表 3	公司前 10 大股东持股情况.....	6
图表 4	公司股份质押比例变化趋势.....	7
图表 5	公司业务与股权结构.....	8
图表 6	2019 年三季度末公司实现营业收入 36.97 亿元.....	9
图表 7	公司产品主要用于油气开采及炼化与制造业.....	9
图表 8	公司产品的主要目标市场为华东地区.....	9
图表 9	公司不锈钢产品主要细分为棒材与线材.....	9
图表 10	公司细分产品营业收入贡献.....	10
图表 11	近年来公司不锈钢棒材营收占比略显向上的趋势，线材营收占比略微降低.....	10
图表 12	2019 年上半年公司的毛利率为 13.38%，较 2018 年有较大幅度的下降.....	10
图表 13	公司毛利与吨钢毛利.....	11
图表 14	不锈钢棒材是主要的毛利来源，毛利率在三大产品中保持最高的地位.....	11
图表 15	在各项费用中，研发费用占有主导地位.....	11
图表 16	研发费用拥有显著的向上趋势.....	11
图表 17	截至 2019 年三季度末，归属母公司净利润为 3.61 亿元，非经常性损益大幅增加（单位：亿元）.....	12
图表 18	2019 年全年国内不锈钢粗钢产量达到 3119 万吨，同比增长 16.8%.....	13
图表 19	2018 年不锈钢粗钢细分产品产量占比.....	13
图表 20	不锈钢粗钢细分产品产量贡献及趋势.....	13
图表 21	不锈钢表观消费量及增长率.....	14
图表 22	油气与天然气开采业、制造业固定资产投资完成额累计同比增长率.....	14
图表 23	公司 2018 和 2019 年取得的部分发明专利.....	15
图表 24	公司近年来取得的质量体系认证.....	15
图表 25	从全体行业角度来看，不锈钢棒材价格与镍价格有较高的相关程度.....	17
图表 26	公司不锈钢生产主要以不锈废钢为原材料，毛利率与不锈废钢价格有较大的联系.....	17
图表 27	金属锂的主要用途.....	17
图表 28	锂价格走势（单位：元）.....	18
图表 29	新能源汽车产量走势图（单位：万辆）.....	18
图表 30	提锂技术的优劣对比.....	18
图表 31	提锂技术成本对比.....	19
图表 32	公司锂业务版块相关的控股子公司.....	20

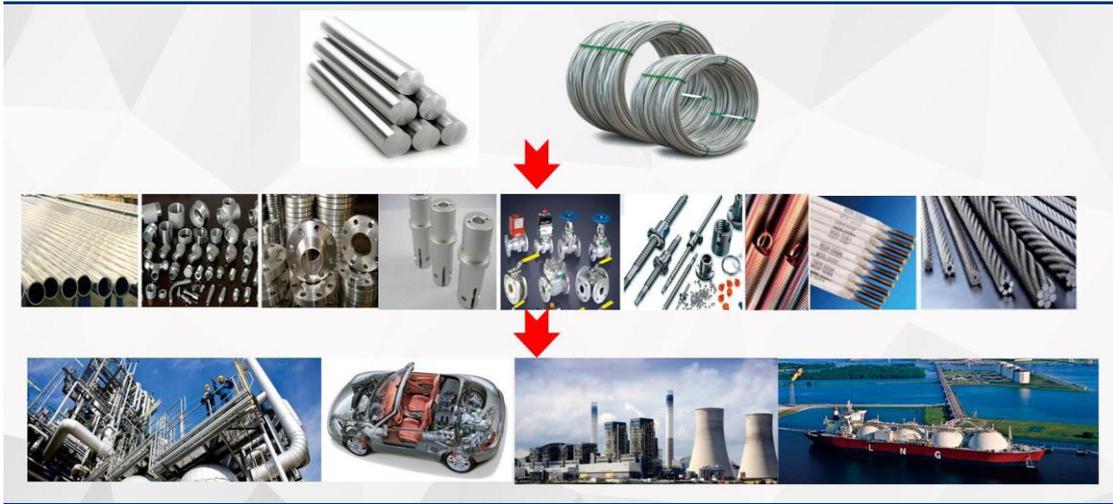
图表 33 公司提锂技术部分成果.....	20
图表 34 2018 年碳酸锂产量组成.....	21
图表 35 2020 年预计碳酸锂产量组成.....	21

## 一、公司概况

### （一）公司简介

永兴特种材料科技股份有限公司（以下简称“公司”或“永兴材料”）成立于2000年，坐落在太湖南岸的湖州市南太湖新区，公司主要从事不锈钢业务和锂电新能源业务。其中，不锈钢业务主要产品包括奥氏体不锈钢棒材（管坯）、高压锅炉用不锈钢棒材（管坯）、双相不锈钢棒材（管坯），拉丝用不锈钢线材、冷镦用不锈钢线材、焊接用不锈钢线材、切削用不锈钢线材等。公司于2017年开始进军新能源行业，主要产品为电池级碳酸锂。

图表 1 公司主要产品展示



资料来源：公司公告，华创证券

### （二）公司发展历程

**传统主业提供坚实基础，新能源为未来打开想象空间。**公司前身为2000年7月成立的湖州久立特钢有限公司，三年后不锈钢管坯连轧项目竣工投产。2007年，公司整体改制为“永兴特种不锈钢股份有限公司”。2015年5月，公司在深圳证券交易所成功挂牌上市。之后，公司明确了“企业转型、主业升级”的发展方向，在巩固提升不锈钢棒材市场领先地位的基础上，积极发展锂电新能源业务。

2017年7月，公司对江西合纵锂业科技有限公司进行投资，同年8月，设立江西永兴特钢新能源科技有限公司，全面进军新能源产业。时至今日，公司收购控股了永诚锂业（原江西旭锂矿业）、花桥矿业等企业，正逐步实现锂电板块上中下游全面布局。

**图表 2 公司发展历程**


资料来源：公司公告，华创证券

### （三）公司股权结构

公司实际控制人为高兴江，持股比例为 45.3%。

截至 2019 年第三季度末，公司前十大股东中，浙江久立特材料科技有限公司为**本年新进股东**，其持有股份占总股本比例为 10.0%。久立特材是一家高端制造公司，作为永兴材料重要的下游客户，今年以自有资金购买永兴材料 10% 的股份，深化两家公司之间的合作，也侧面反映了行业内部和下游客户对公司未来发展的高度认可。

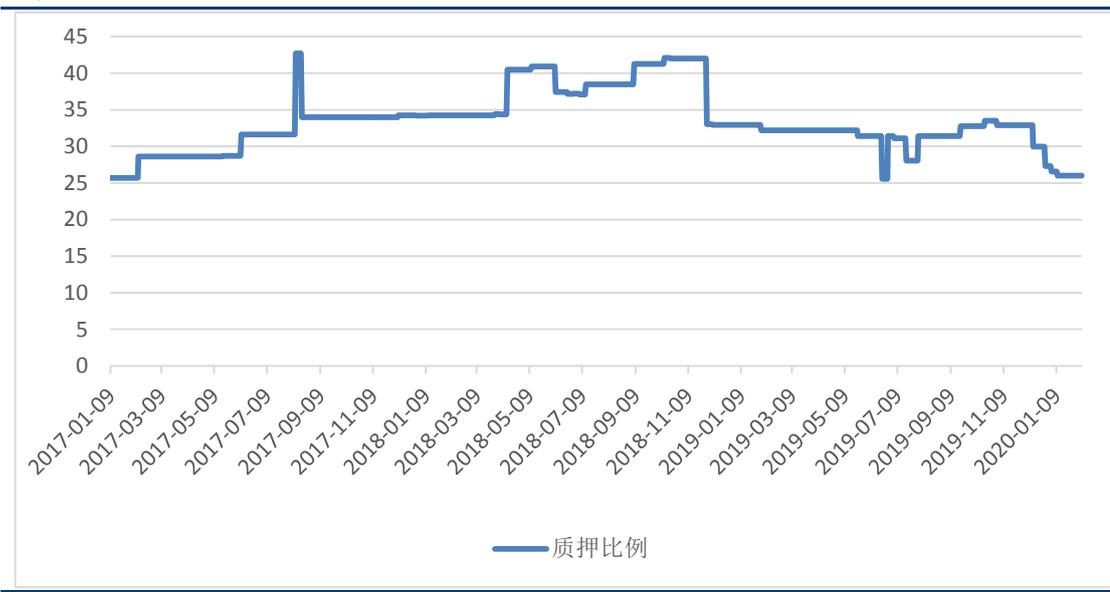
**图表 3 公司前 10 大股东持股情况**

排名	股东名称	方向	持股数量（股）	持股数量变动（股）	占总股本比例（%）
1	高兴江	减少	162,984,300	-25,640,000	45.3
2	浙江久立特材料科技股份有限公司	增加	36,000,000	36,000,000	10.0
3	杨金毛	不变	15,714,000	0	4.4
4	姚战琴	不变	8,183,200	0	2.3
5	周桂荣	减少	8,160,000	-2,720,000	2.3
6	杨辉	减少	7,417,500	-2,472,500	2.1
7	邱建荣	减少	6,135,000	-2,045,000	1.7
8	顾建强	减少	6,135,000	-2,045,000	1.7
9	李德春	减少	3,232,500	-1,077,500	0.9
10	永兴达实业有限公司	增加	2,650,026	69,300	0.7
	合计		256,611,526	69,300	71.3

资料来源：wind，华创证券

公司股份质押率降低，预计今年得到较大的释放。公司前期股权质押率较高，最高时一度达到 42.73%，但 19 年以来，公司质押率一直呈下降趋势，最新股权质押率为 26.01%。根据 2020 年 1 月 14 日的公告，公司实际控制人高兴江未解押股权质押数量为 8450 万股，占总股本的 23.47%。质押比例的降低进一步缓解资金层面的风险，提高投资者的信心。

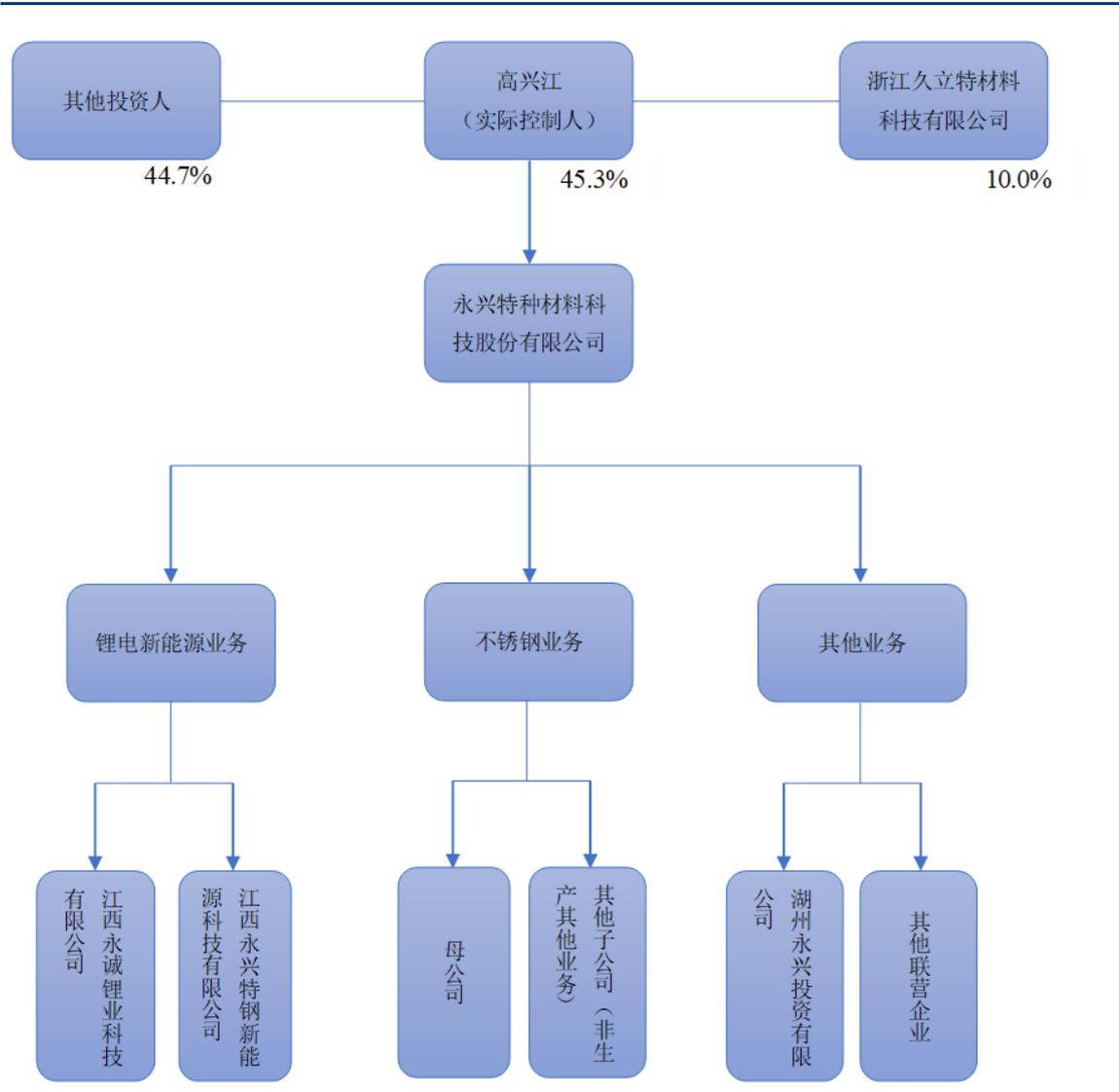
图表 4 公司股份质押比例变化趋势



资料来源：wind、公司公告、华创证券

公司直接拥有 6 家全资子公司，联营 3 家企业。目前，公司主营业务分为不锈钢和锂电新能源两大板块。其中，母公司永兴材料与子公司湖州永兴特钢进出口有限公司、湖州永兴物资再生利用有限公司、及永兴特钢美洲公司主要经营不锈钢原材料回收、产品生产与产品批发零售等业务，子公司江西永兴特钢新能源科技有限公司、江西永诚锂业科技有限公司主要经营锂电新能源原料采集与电池级碳酸锂生产业务。2018 年公司转让了所持有的合纵锂业股份，为发展控股子公司锂电业务提供了有力支撑。

图表 5 公司业务与股权结构



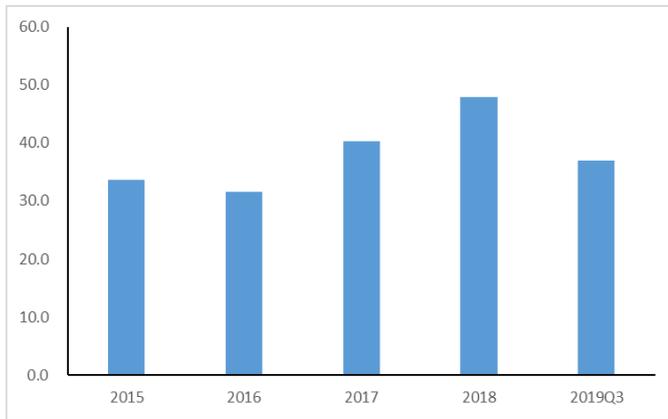
资料来源：公司公告，wind，华创证券

#### (四) 公司业务分析

##### 1、收入分析

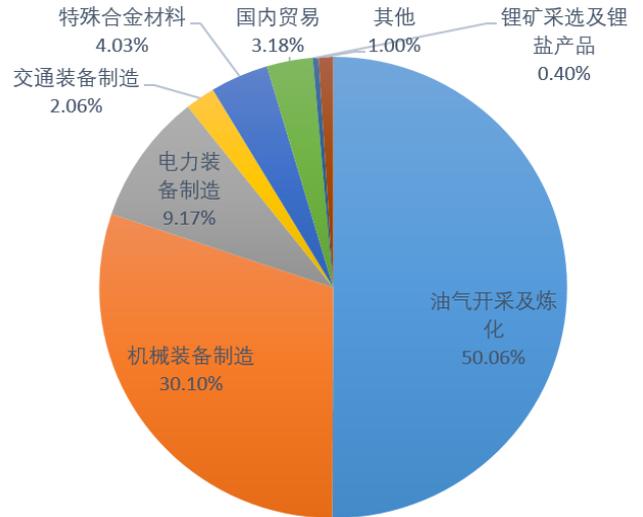
限于数据的可得性，我们仅能从年报和中报获得细分产品的营业收入与营业成本的情况。公司 2018 年不锈钢产量为 28.25 万吨，同比增长 11.26%。根据 2019 年中期财务报告，公司产品主要用于油气开采及炼化与制造业，分别占比 50.06%与 41.34%；公司产品的主要目标市场为华东地区，其中来自华东地区的营业收入占比达到 90.97%；公司不锈钢产品主要细分为棒材与线材，2018 年年报显示，不锈钢棒材营收占比达到 57%，不锈钢线材营收占比达到 38%，其他主营业务收入占比为 5%，近年来公司不锈钢棒材营收占比略显向上的趋势，线材营收占比略微降低。另外，2017 年公司涉入的锂电新能源业务在 2019 年中期报告中首次出现，其所属的锂矿采选及锂盐制造业营业收入达到 988 万元，营收占比为 0.40%。

图表 6 2019 年三季度末公司实现营业收入 36.97 亿元



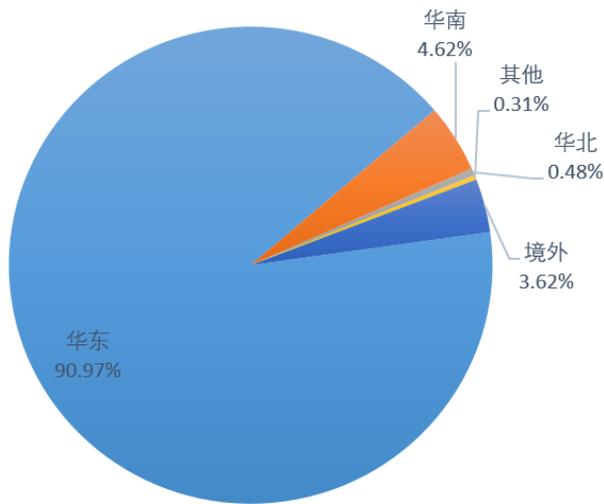
资料来源: wind、华创证券

图表 7 公司产品主要用于油气开采及炼化与制造业



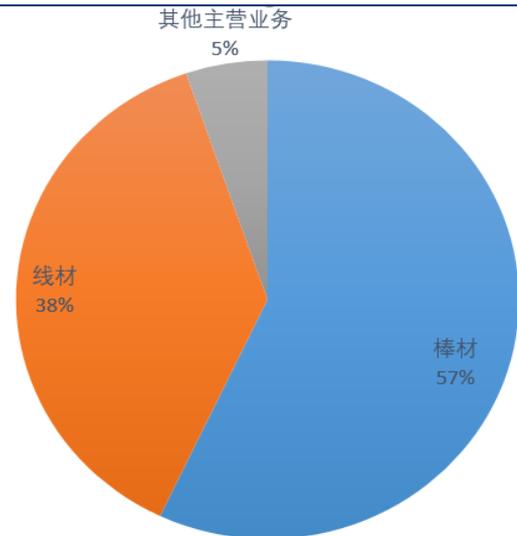
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 8 公司产品的主要目标市场为华东地区



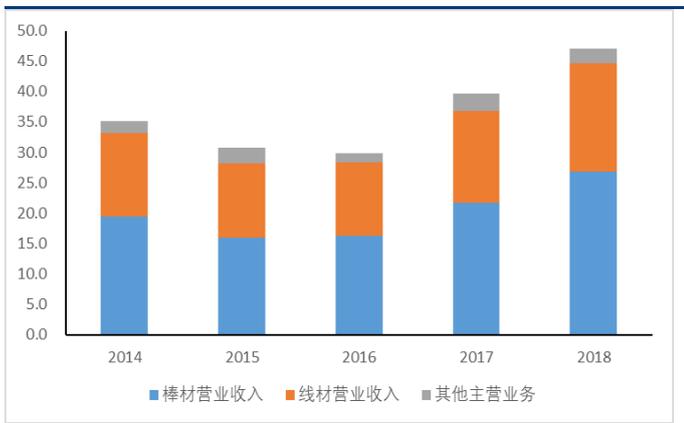
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 9 公司不锈钢产品主要细分为棒材与线材



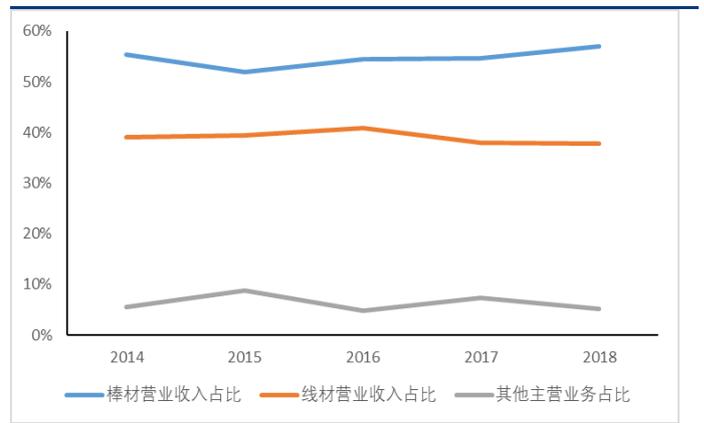
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 10 公司细分产品营业收入贡献



资料来源：公司公告、华创证券

图表 11 近年来公司不锈钢棒材营收占比略显向上的趋势，线材营收占比略微降低



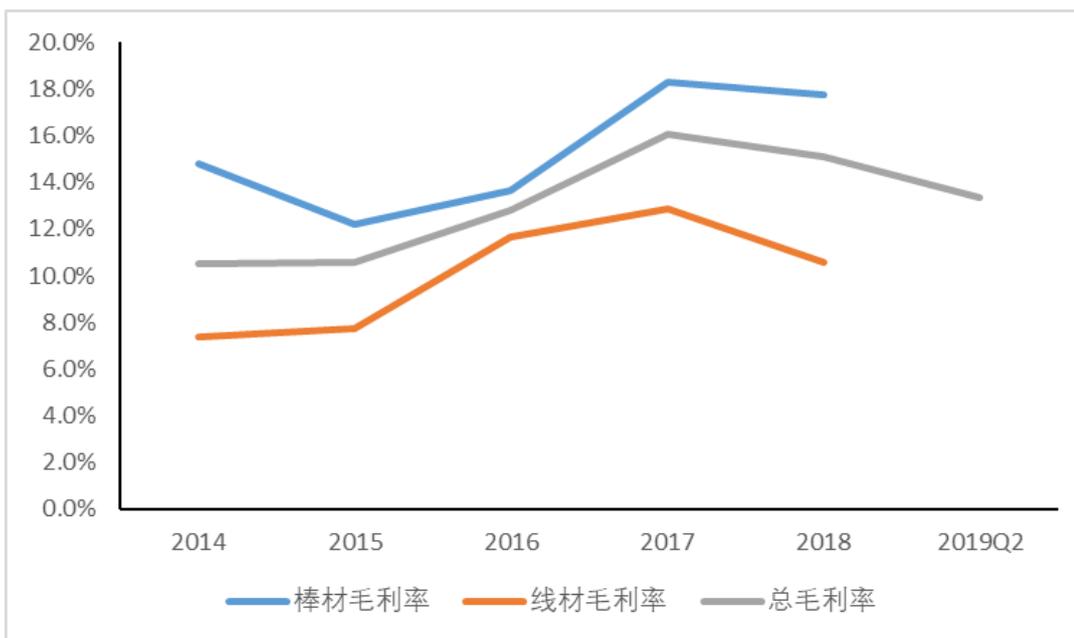
资料来源：公司公告、华创证券

## 2、毛利分析

2019 年上半年公司的毛利率为 13.38%，较 2018 年有较大幅度的下降。实际上在 2018 年公司毛利率初显下降的趋势，为 15.09%，较 2017 年下降 0.96%，但公司的吨钢毛利与 2017 年持平。公司在经营中，会接单后立刻锁定成本价格，因此吨毛利相对稳定，毛利率会有一定变化。

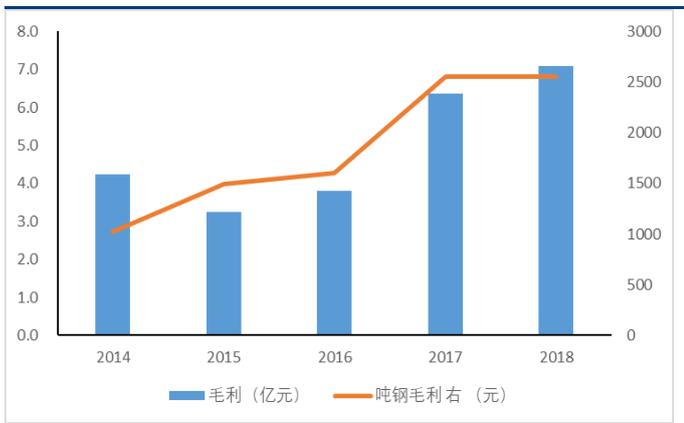
2018 年不锈钢棒材、线材与其他主营产品的毛利率分别为 17.78%，10.59%和 18.22%。在公司主要经营产品中，不锈钢棒材是主要的毛利来源，毛利率在三大产品中保持最高的地位，在原材料价格上涨与下游需求增长速度降低的冲击下，相较于 2017 年，线材毛利率下降 2.27%，而棒材毛利率仅下降 0.55%。另外，公司涉入的锂矿采选及锂盐制造业板块毛利为 238.28 万元，毛利率为 24.10%。

图表 12 2019 年上半年公司的毛利率为 13.38%，较 2018 年有较大幅度的下降



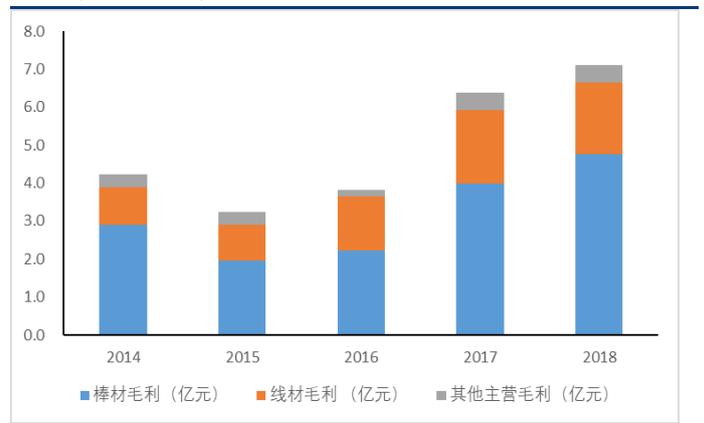
资料来源：wind、华创证券

图表 13 公司毛利与吨钢毛利



资料来源: 华创证券

图表 14 不锈钢棒材是主要的毛利来源, 毛利率在三大产品中保持最高的地位

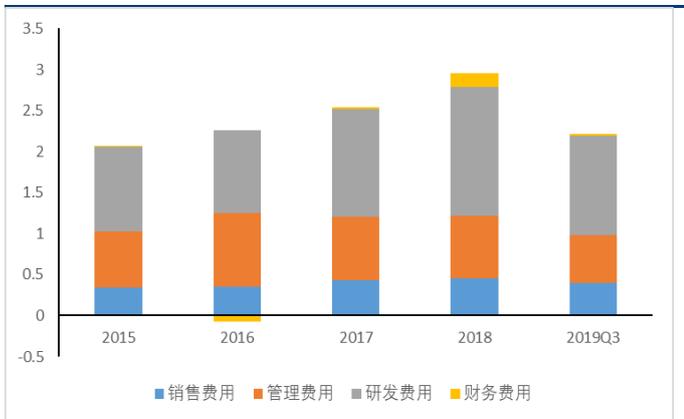


资料来源: 华创证券

### 3、费用分析

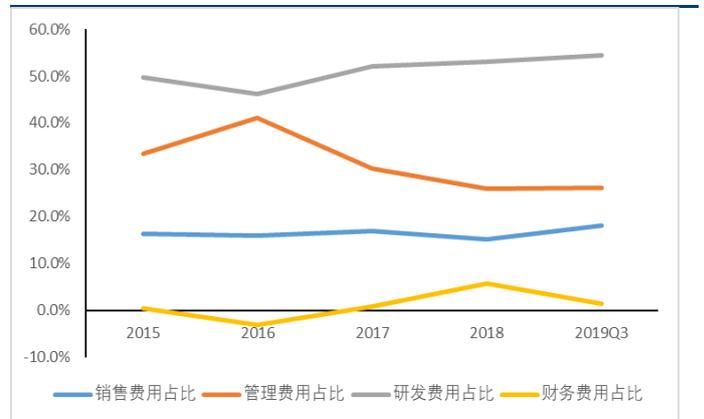
在各项费用中, 研发费用占有主导地位, 并有显著的向上趋势。截至 2019 年三季度末, 公司研发费用为 1.21 亿元, 占营业收入的 3.28%, 占总费用的 54.50%, 这表明公司重视对科研项目的投入, 以创新驱动发展。公司的管理费用呈现下降的趋势, 这说明公司在降低内部控制的费用, 减少不必要的损失。

图表 15 在各项费用中, 研发费用占有主导地位



资料来源: wind、华创证券

图表 16 研发费用拥有显著的向上趋势

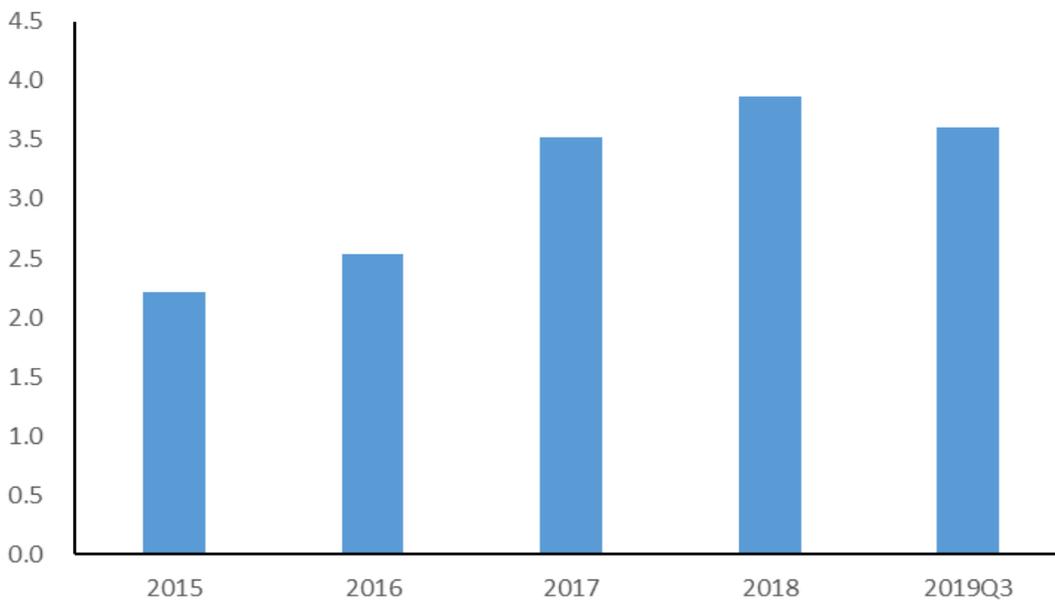


资料来源: wind、华创证券

### 4、净利润

截至 2019 年三季度末, 归属母公司净利润为 3.61 亿元, 同比增长 9.39%。扣除非经常性损益后的归母净利润为 1.93 亿元, 同比下降 24.47%, 非经常性损益主要来源于报告期内确认的拆迁补偿收益及转让锻造车间收益 9858.17 万元以及获得的再生资源回收相关财政补助 5908.50 万元。

图表 17 截至 2019 年三季度末，归属母公司净利润为 3.61 亿元，非经常性损益大幅增加（单位：亿元）



资料来源：公司公告、华创证券

## 二、传统主业稳中有升，特色产品稳固行业地位

### （一）不锈钢行业整体平稳发展，高壁垒保障企业健康成长

#### 1、不锈钢行业拥有多重壁垒，行业集中度较高

不锈钢行业拥有三重壁垒，其他行业企业涉入较为困难。其行业壁垒主要体现在三个方面：

（1）政策壁垒：钢铁行业目前属于国家重点调控对象，对产能过剩、技术水平落后环境污染严重的项目新建、扩建、改造有严格限制，提高了钢铁行业进入门槛；

（2）技术壁垒：不锈钢生产涉及技术环节多、技术工艺复杂，生产、研制高质量高附加值不锈钢产品不仅需要资金与人员投入，更需要生产经验的积累；

（3）认证壁垒：不锈钢棒线材主要应用于装备制造领域的关键部位，终端用户对产品质量与稳定性等要求高，需要通过对供应商认证的形式确保产品质量的可靠和稳定，新的供应商很难进入。

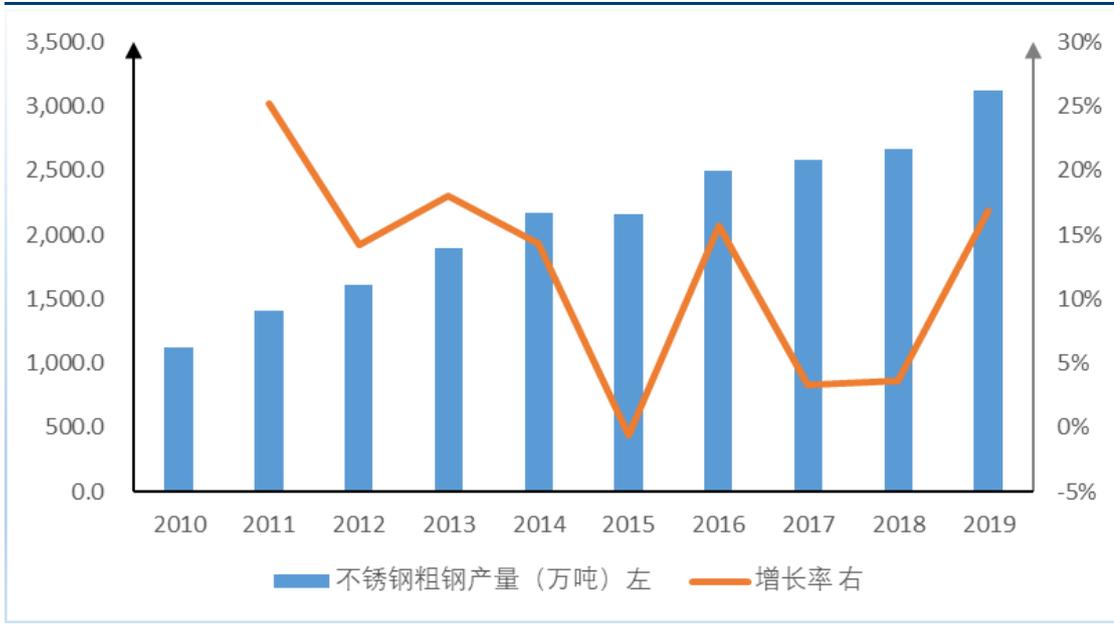
不锈钢行业集中度较高，长材生产企业产量较低。国内最大的不锈钢生产企业是青山集团，2019 年青山集团不锈钢粗钢产量达到 1140 万吨，同比增加 22.7%，总产量占国内粗钢生产总量的 29.3%。太钢不锈不锈钢产量为 416 万吨，北海诚德不锈钢产量为 285 万吨，分居第二、第三，排名前三的企业不锈粗钢产量共计 1841 万吨，行业 CR3 为 59%，较 2018 年下降 2%。高产量的不锈钢生产企业产品多为板材，产量中板材占比高达 90%，长材生产企业产量并不高，主要原因是长材规格多，对产品精细程度要求较高，因而生产周期长，产能低。

#### 2、不锈钢粗钢产量增速回升，下游需求持续增长

2019 年全年国内不锈钢粗钢产量达到 3119 万吨，同比增长 16.8%。2017 年后，不锈钢粗钢产量增长速度有所回落，主要原因是国家大力推进供给侧结构性改革，“去产能”深入至不锈钢领域，不少违规产炉被关停。2018 年，

预计我国不锈钢粗钢产能达到 4000 吨，而实际的产量为 2670.6 吨，产能利用率仅 66.7%。经过两年时间的积淀，不锈钢行业再次回归高速通道，整体产量出现较大幅度的上涨，产能利用率达到 74.2%。

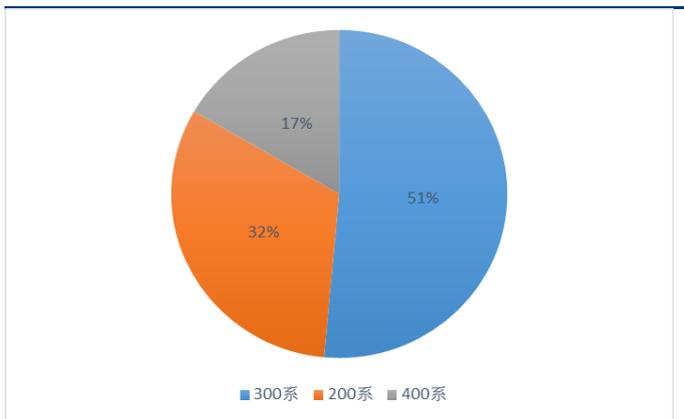
**图表 18 2019 年全年国内不锈钢粗钢产量达到 3119 万吨，同比增长 16.8%**



资料来源: mysteel、华创证券

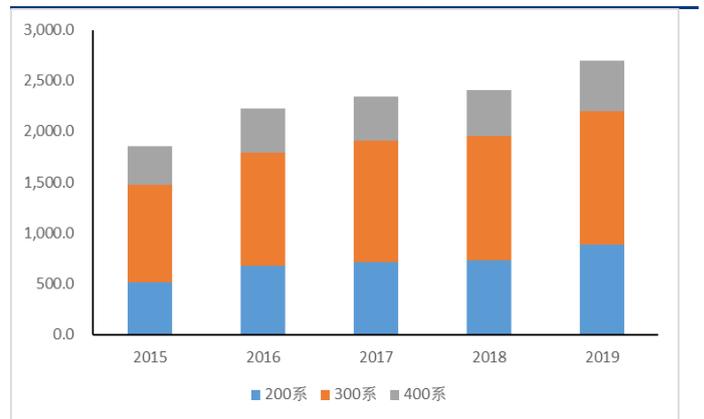
不锈钢通常按照组织状态分为马氏体钢、铁素体钢、奥氏体钢、奥氏体-铁素体（双相）不锈钢及沉淀硬化不锈钢等。其中奥氏体不锈钢按元素成分分为 300 系（也称镍铬系，Cr-Ni 系）不锈钢和 200 系（也称铬锰系，Cr-Mn 系）不锈钢两个品种，400 系不锈钢指的是碳铬系马氏体和铁素体不锈钢。目前市场上主流钢种为以上三种，在 2019 年粗钢产量中，200 系粗钢产量为 996.9 万吨，系列占比为 32%，较 2018 年增加 162.11 万吨，同比增长 19.4%；300 系粗钢产量为 1604.8 万吨，较 2018 年增加 114.24 万吨，系列占比为 51%，同比增长 7.7%；400 系粗钢产量 517.6 万吨，较 2018 年增加 33.8 万吨，系列占比为 17%，同比增长 6.7%。

**图表 19 2018 年不锈钢粗钢细分产品产量占比**



资料来源: mysteel、华创证券

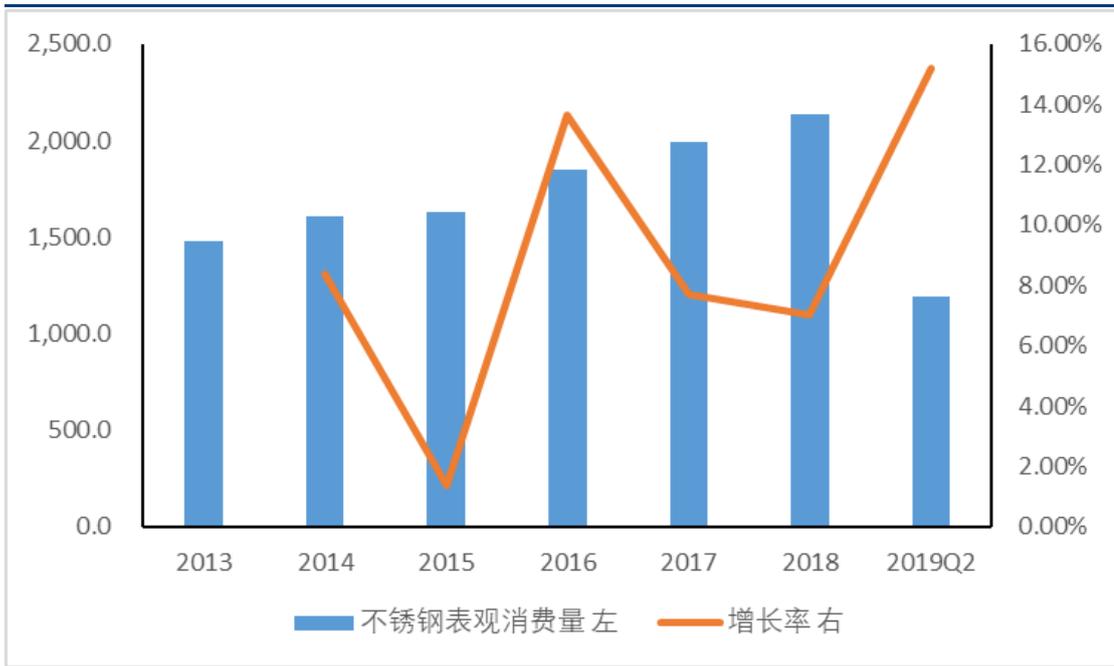
**图表 20 不锈钢粗钢细分产品产量贡献及趋势**



资料来源: wind、华创证券

根据中国特钢企业协会不锈钢分会数据显示，2018 年，中国不锈钢表观消费量为 2132 万吨，同比增加 139 万吨，增长 7%。2019 年上半年，不锈钢表观消费量为 1192.9 万吨，同比增长 15.2%，增长率持续回升。

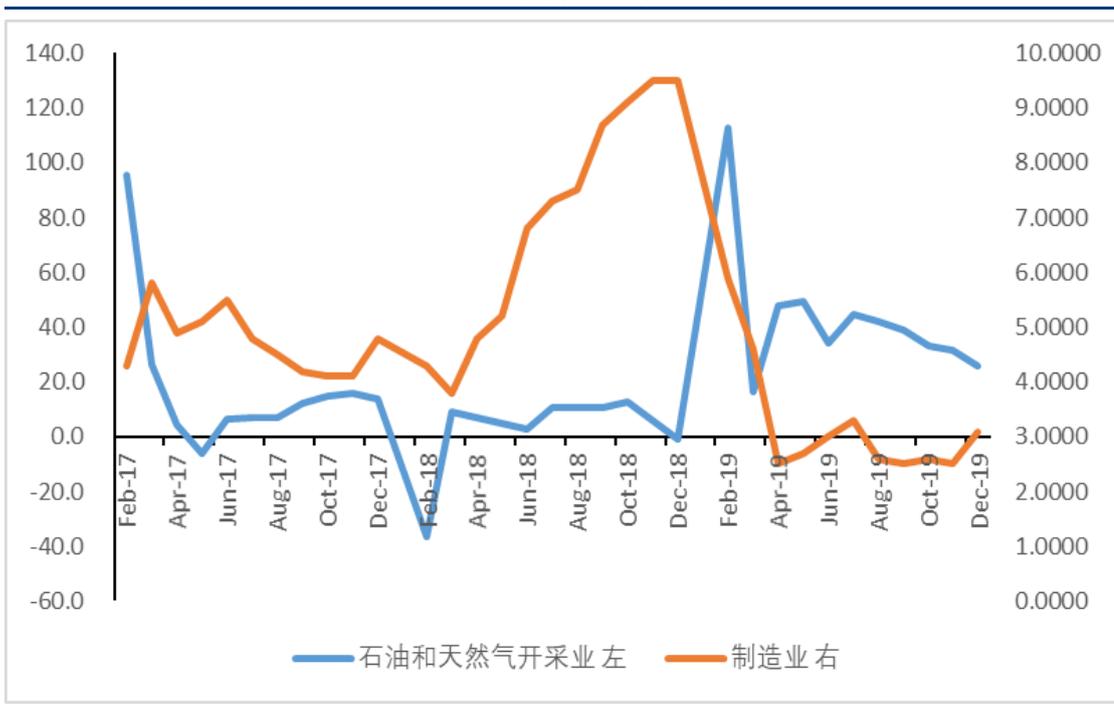
图表 21 不锈钢表观消费量及增长率



资料来源: 中国特钢企业协会不锈钢分会网、华创证券

不锈钢的下游需求主要来源于制造业与建筑业, 其中制造业占比达到 80%, 可以用于石油化工、高压锅炉、装备制造、核电能源、航空航天等工业领域。下游的资产投资额可以很好的反映出对不锈钢产品的需求。目前, 制造业固定资产投资完成额稳定增加, 虽然在 2019 年增长率有所下降, 但固定资产投资需求总量没有下降的趋势; 石油与天然气开采业在 2019 年前出现较大幅度的波动, 2019 年后保持较为稳定的增长趋势。我们预计受到疫情的影响, 2020 年下游油气开采、设备制造等景气度虽然受到影响, 但固定资产投资规模不会出现大幅度的跌落。

图表 22 油气与天然气开采业、制造业固定资产投资完成额累计同比增长率



资料来源: wind、华创证券

## （二）不锈钢业务优势明显，下游客户合作关系稳定

### 1、公司主攻高端产品，产品获得多项专利与认证

公司主要生产不锈钢棒材与线材产品，目前拥有 200 多个钢种，规格品种齐全。与高产量不锈钢生产企业不同，公司自成立以来始终专注于不锈钢棒线材的生产，其不锈钢产品取得多项国家级奖项。目前公司是不锈钢长材龙头企业，不锈钢棒线材在国内市场占有率长期稳居前二，双相不锈钢棒线材产量居全国第一位。同时，公司可以按照客户的技术要求对客户进行个性化定制生产，满足客户不同需求。

2018 年，公司新增发明专利 4 项，获得各类专利授权 7 项，通过省级工业新产品新技术鉴定 4 项。公司坚持驱动创新发展，重视对技术人才的培养，2018 年公司研发费用达到 1.21 亿元，占营业收入的 3.28%。公司总工程师杨辉先生在不锈钢研发领域取得突出贡献，获得国务院特殊人才津贴，同时引进 23 位通过职称评审的专业人才，壮大了科研队伍，提高了核心竞争力。

图表 23 公司 2018 和 2019 年取得的部分发明专利

专利名称	专利类型	申请号	发布日期
一种耐高温高浓度硫酸的奥氏体不锈钢	发明专利	2017114228483	20180529
一种耐高温高浓度硫酸的奥氏体不锈钢的制备方法	发明专利	2017114243661	20180605
一种钢包的底部出水、透气结构	发明专利	2018109718472	20181109
一种轧机导槽	发明专利	2018111127678	20181211
一种 303Cu 大盘卷固溶工艺	发明专利	2018112277704	20181225
一种应用于轧钢线可逆轧机的除尘设备及设备运作方法	发明专利	2018115787408	20190226
一种辅助控制炉门开启度的固溶炉入口线材高度监测装置	发明专利	2019100306310	20190329
一种不锈钢酸洗线酸液过滤装置	发明专利	2018115320104	20190419
一种高电导率的电解质材料及其制备方法	发明专利	201910062189X	20190521
一种电解质材料及其制备方法	发明专利	2019100621902	20190528
一种红钢送至轧机的移钢区间上的保温罩	发明专利	2019101132231	20190607
一种受限空间的设备安装工具	发明专利	2019100735301	20190607
镍基 GH4080A 合金盘条的生产方法	发明专利	2019102284015	20190709
一种浇钢包上水口自动拔出装置	发明专利	2019106749346	20191008

资料来源：华创证券整理

公司产品取得国内外多个协会质量体系的认证，行业壁垒得到进一步强化。目前公司在海外德国劳氏船级社（GL）、德国莱茵（TUV）、挪威船级社（DNV）、英国劳氏船级社（LR）等协会质量体系认证，公司产品可出口至美国、瑞士、韩国等发达国家；在国内获得中国方圆质量、环境、职业健康、能源四体系认证，获得中石化、东方锅炉、上海锅炉、哈尔滨锅炉等行业核心用户对产品的认证。产品取得的质量体系认证进一步强化行业壁垒，保障公司产品的竞争优势。

图表 24 公司近年来取得的质量体系认证

认证机构	证书编号
中国方圆标志认证集团	00217Q24566R1M, 00217E32194R2M, CQM17S11865R2M
中国船级社 CCS 工厂	ZG15W00007

认证机构	证书编号
挪威船级社 DNV 工厂	191514-2015-AQ-RGC-IATF
德国莱茵 TUV 工厂	01202CHI/Q-06 0237
美国船级社 ABS 工厂	14-MMPS-CF&PAC-639
英国劳氏船级社 LR 工厂	MD00/2791/0003/1

资料来源：公司官网、华创证券

## 2、年产 25 万吨项目建成投产，原有产能不足问题得到大幅改善

公司前后端产能进一步匹配，产量和产能利用率稳步提升。2018 年 3 月，公司“年产 25 万吨高品质不锈钢和特种合金棒线项目”建成投产，该项目引进了国际先进水平的轧机机组、在线固溶炉和自动化技术装备，采用了在线性能控制、在线热处理等先进的热机械控制工艺技术和纯氧燃烧、余热回收发电等清洁生产技术，轧制加工环节生产效率提升 50% 以上，员工配置减少 30% 以上，已实现生产过程的自动化、智能化和绿色制造。之前炼钢产能充裕（35 万吨）、轧制产能不足（16 万吨）的问题得到了有效解决，预计公司在 2020 年产量仍有小幅上扬空间。

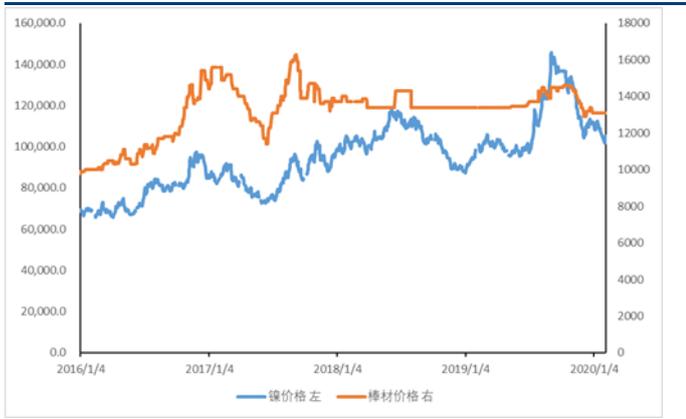
## 3、下游客户投资入股，合作关系进一步加强

久立特材以自有资金入股永兴材料，截至 2019 年年末，持有股份达 10%。早在 2014 年，永兴材料与久立特材共同出资联营湖州久立永兴特种合金材料有限公司。2018 年，公司紧跟国家战略导向，与钢铁研究总院、久立特材永兴合金共同成立特种不锈钢及合金材料技术创新中心。2019 年 6 月，公司与久立特材签订战略合作协议，协议表明，久立特材在同等条件下会优先采购永兴材料的产品。本次久立特材入股是以战略投资为目的，通过入股公司正式建立以资本为纽带的紧密合作关系，结合两家公司在各自领域的优势，联合拓展高端市场，进一步发挥业务协同效应，此外，入股股份对应的永兴利润可以作为投资收益计入久立业绩，按照目前永兴的股价和 2018 年的业绩来粗略计算，收购之后可以增厚久立业绩 4400 万元。

## 4、原材料价格上涨挤压产品毛利，稳健盈利模式缓冲业绩周期波动

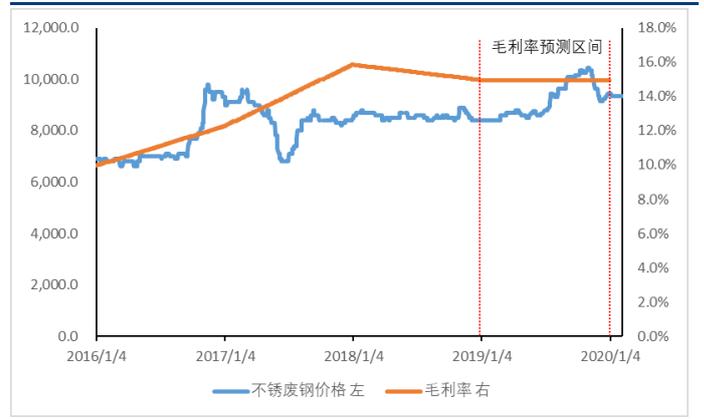
2018 年，不锈钢原材料镍价格呈现波动上升的趋势，而不锈钢棒材和线材的价格波动幅度不大，多数不锈钢产品公司毛利率有所降低。公司不锈钢生产虽然主要以不锈废钢为原材料，但公司毛利率与镍价格和不锈废钢价格没有较大的联系，2017 年不锈废钢平均价格为 7445 元，较 2016 年上升 12.9%，但公司毛利率较 2016 年上升 3.6%，这是因为公司采用“以销定产”的经营方式与“成本加成”定价模式，限制了上游原材料价格波动对公司利润的影响。2019 年不锈废钢价格走势较为波动，平均价格为 9158 元，较 2018 年上升 5%，我们预计 2019 年全年公司产品毛利率将与 2018 年毛利率持平。

图表 25 从全体行业角度来看，不锈钢棒材价格与镍价格有较高的相关程度



资料来源: wind、华创证券

图表 26 公司不锈钢生产主要以不锈废钢为原材料，毛利率与不锈废钢价格有较大的联系



资料来源: wind、公司公告、华创证券

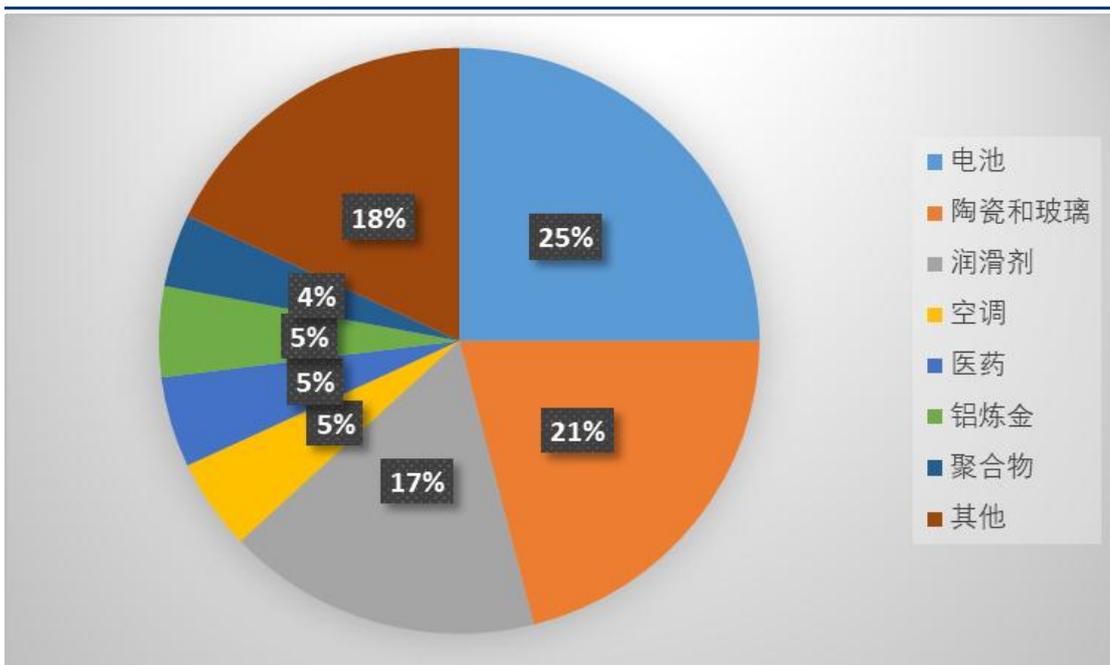
### 三、锂电产业链布局加速推进，业务具备价值重估的基础

#### (一) 锂行业下游领域长期向好，提锂技术仍有改进空间

##### 1、新能源汽车风再起，碳酸锂价格有望联涨

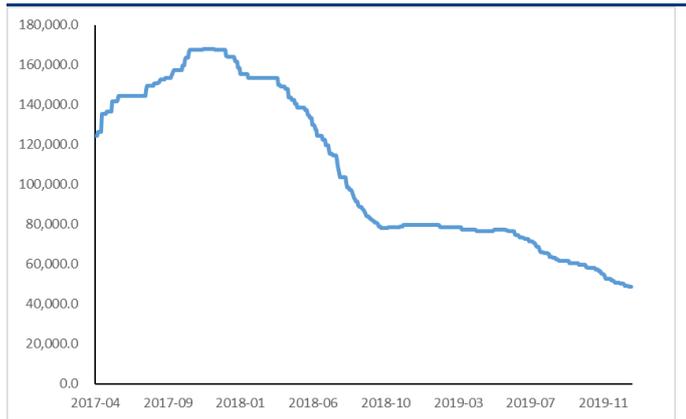
锂是自然界中最轻的金属，可以应用于陶瓷业、玻璃业、医药等领域，在 1996~2000 年，开拓了电池领域的应用。目前，锂在电池行业消费比例达到了 25%，在单个行业中占比最高；锂电池具有能量密度高、重量轻、使用寿命长的优点而被广泛应用于新能源汽车领域，其中需要用到锂电池的纯电动汽车占到了 85%，因此认为锂的价格与新能源汽车的产销和政策高度相关。

图表 27 金属锂的主要用途

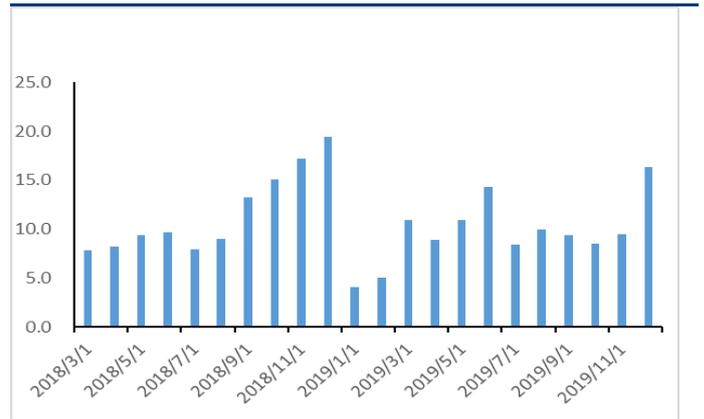


资料来源: 上海有色金属网、华创证券

受宏观经济压力、燃油车降价销售、补贴大幅度退坡的影响，2019 年我国新能源汽车产销同比下降了 2.3% 和 4.0%，全年产销 120 万辆。新能源汽车产业的低谷也对碳酸锂价格造成了巨大的影响，电池级碳酸锂从 2018 年 1 月开始一路下跌，至今仅为高点价格的 30.5%。但我们认为对新能源汽车无需过度悲观，2019 年汽车行业整体下行和新能源汽车补贴退坡的双重影响下，产销量仍然有 120 万辆。同时 2020 年 1 月 13 日工信部部长苗圩表示，2020 年 7 月新能源汽车补贴将不再进一步退坡，这为新能源汽车行业的健康发展提供了保障。政策的友好与会带动市场对于未来几年新能源需求回暖的预期，对锂电池的需求也会随之提升，我们预计碳酸锂价格下降趋势会逐渐放缓，出现反弹迹象。

**图表 28 锂价格走势（单位：元）**


资料来源：wind、华创证券

**图表 29 新能源汽车产量走势图（单位：万辆）**


资料来源：wind、华创证券

## 2、锂云母提锂技术需进一步挖掘，成本降低空间较大

目前提锂的主要原料来自于盐湖与矿石，矿石又分为锂辉石与锂云母。国内锂提取技术以矿石原料为主。从加工角度来看，锂辉石纯度高，而锂云母纯度低，锂云母中含有的其他元素会腐蚀机器导致设备维护成本上升，加之传统的锂云母提锂技术存在诸多弊端，因此在加工成本方面锂辉石提锂较锂云母提锂低，锂云母提锂每吨平均加工成本在 2.8 万左右，锂辉石提锂平均每吨加工成本在 2.0 万元左右；从原料角度来看，我国锂辉石分布在四川阿坝州和甘孜州，但资源储量较少，以锂辉石为原料的企业主要靠从澳大利亚和智利进口来满足锂的高需求，因此锂辉石原料成本中运输成本占了较高的比例，而锂云母多分布于江西和湖南地区，其中江西宜春为亚洲最大的锂云母资源地，在运输成本方面显著低于锂辉石，因此在原料成本方面，锂云母提锂要低于锂辉石提锂，国内自购的锂云母提锂每吨平均原料成本在 2 万元左右，而锂辉石提锂每吨平均原料成本在 3.1 万元左右。国内较早成立的锂主业公司例如天齐锂业、赣锋锂业等主要依托国外进口锂辉石生产锂，作为行业龙头，其锂辉石提锂技术已经成熟，提锂平均成本稳定，改进空间较小；而与锂云母相关的提锂技术尚不成熟，需要在原有的基础上进一步挖掘，随着我国科研技术的不断推进，锂云母提锂技术的成本有显著下降趋势，虽然锂云母的锂纯度较低，但提锂的副产品可以综合利用产生新的效益，在未来锂云母提锂加工成本有望低于锂辉石提锂。

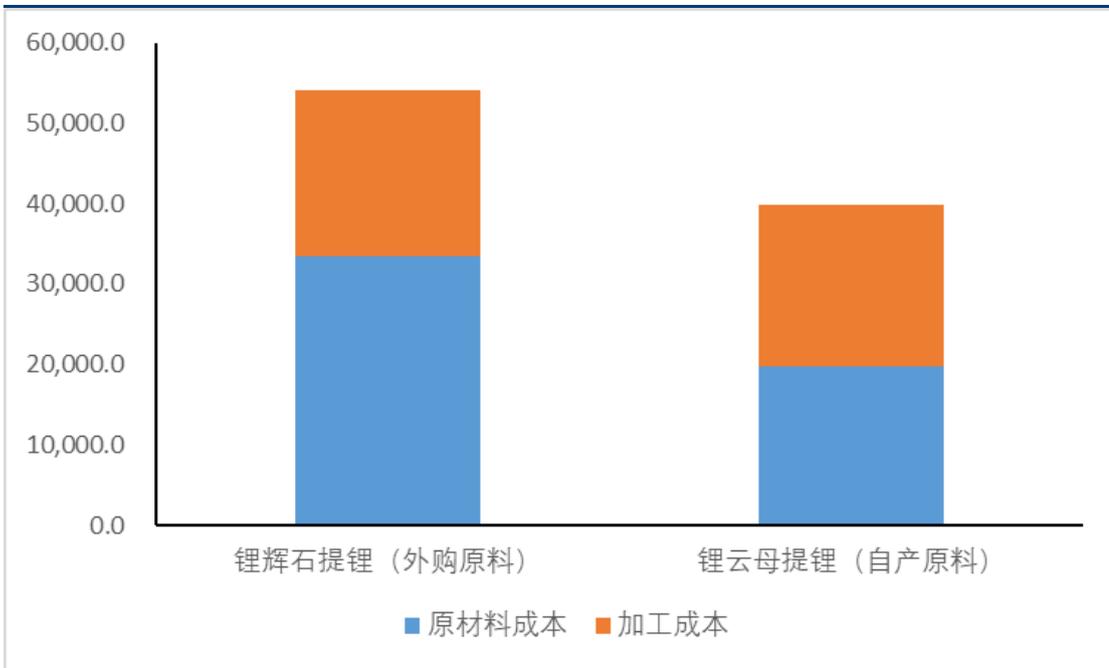
**图表 30 提锂技术的优劣对比**

技术	锂辉石提锂	锂云母提锂
公司	天齐锂业、赣锋锂业	江特电机、永兴材料
加工成本	较低	较高，但改进空间大，有望低于锂辉石提锂
原料成本	较高，主要依赖从澳洲与南美洲进口，运输成本较高，占原料成本大部分	较低，国内江西宜春拥有最大的锂云母资源地，运输成本较低

技术	锂辉石提锂	锂云母提锂
优势	锂辉石本身纯度较高，工艺较成熟	锂云母资源不依赖进口，且供应稳定；锂云母提锂过程产生的副产品和尾矿可高效利用，进一步降低成本
劣势	原材料大多数依赖进口，供应不稳定	纯度低
未来展望	锂辉石提锂技术改进空间较小，成本变动不会太大	锂云母提锂技术尚有较大的改进空间，随着科研工作的推进，加工成本有望低于锂辉石提锂

资料来源：华创证券整理

图表 31 提锂技术成本对比



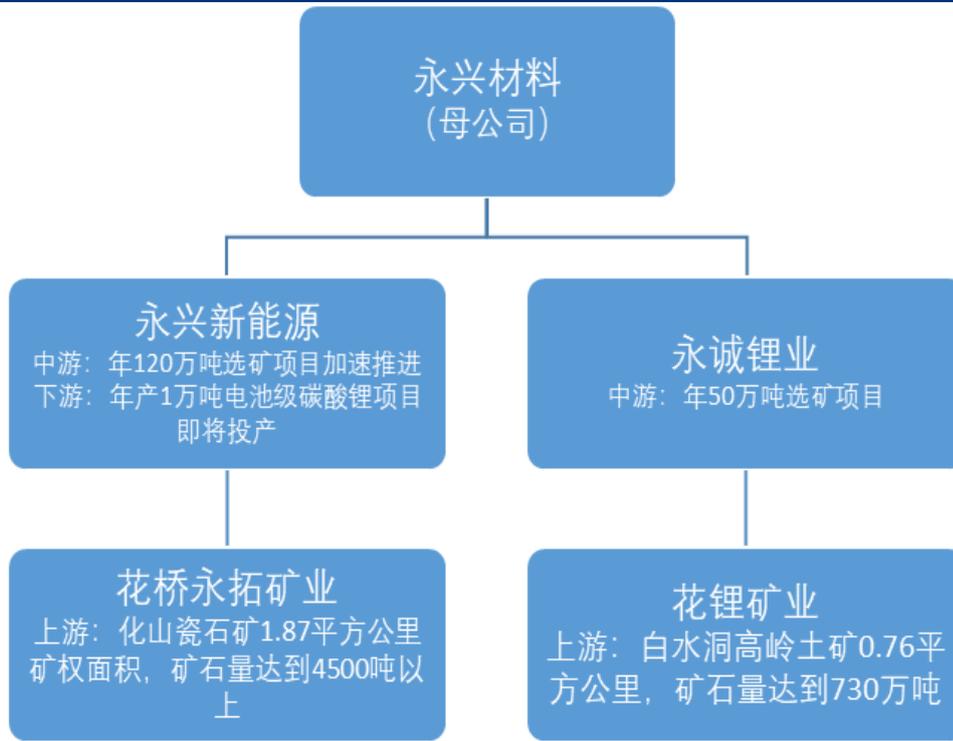
资料来源：wind、华创证券

## （二）公司全产业链布局进一步完善，上中下游齐头并进

### 1、上中游公司一体化，原料供应有所保障

公司明确发展新能源锂电的方向，通过新建子公司和参股锂电行业有竞争力的公司的方式加速推进锂业务发展。12月中旬，公司收购花桥矿业并增加投资，取得年产100万吨的矿山，为提取锂所需的原材料供应提供了充分的保障。此外，公司控股永诚锂业持有花锂矿业48.97%的股份，其签署的协议同样能为锂项目提供上游资源。对上游资源的控制能够使得公司在定价方面具有显著的谈判优势。

图表 32 公司锂业务版块相关的控股子公司



资料来源：wind、华创证券

## 2、锂云母提锂技术取得突破，成本降低带来新优势

在锂云母提锂技术在行业内得到更新的同时，永兴公司不甘满足现状，积极挖掘新的突破点。公司研发投入强度高，核心技术人员经验丰富，创新能力强，在熟练掌握现有的锂云母提锂核心技术的基础上加以改进，成果颇为丰富，包括复合盐低温焙烧技术与固氟技术的融合、先成形后隧道窑焙烧的工艺、动力学控制选择性浸出技术等，这些技术与工艺能够在同等投入物料的情况下产出更多的锂，同时有效减缓其他元素对窑壁的腐蚀，因而在提高产量的同时降低成本。今年锂价逐步筑底，公司提锂技术成本的降低能够为其在行业中赢得相对优势，提高核心竞争力。

图表 33 公司提锂技术部分成果

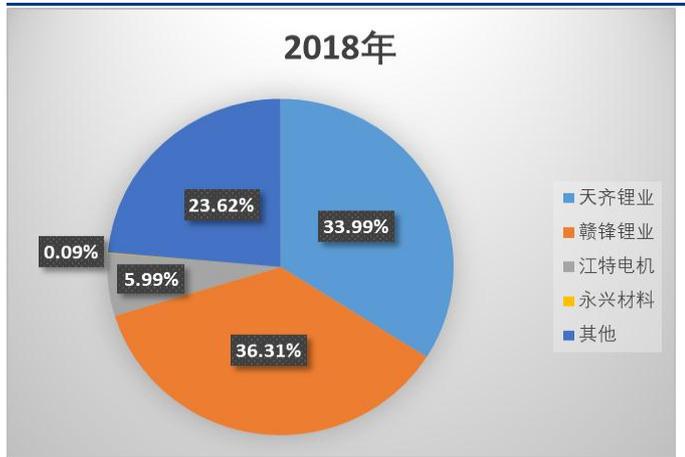
技术名称	针对问题	原理	主要效果
复合盐低温焙烧技术与固氟技术的融合	提取时会产生氢氟酸，污染环境，严重腐蚀设备	采用硫酸盐工艺低温焙烧法，首先得到硫酸锂，再用常规方法获得碳酸锂	有效避免了氢氟酸的产生，并对氟元素进行了有效固定。从而减少污染与机器腐蚀。
先成形后隧道窑焙烧的工艺	粉状矿物质焙烧时容易粘结，需要耗费人工进行清理	首先将矿物做成球，并加入添加剂，之后再焙烧	有效减缓粘壁时间，在试生产的三个月内，公司仅清理了一次炉壁，大大提升提锂效率

资料来源：华创证券整理

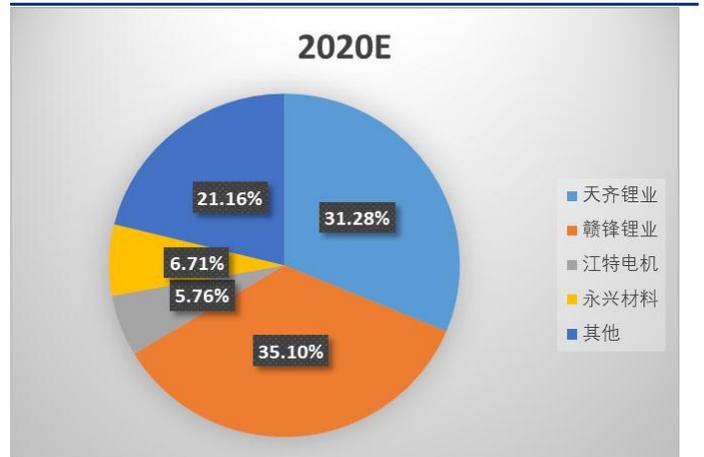
## 3、锂项目建设顺利推进，即将成为新的业绩贡献点

公司自 2018 年初开始 1 万吨电池级碳酸锂项目，截至 2019 年年中，项目分阶段调试已经顺利完成，进入全线

调试阶段，预计于 2020 年第一季度投产后成为新的业绩贡献点。2018 年我国的碳酸锂产量为 11.65 万吨，我们预计在 2020 年碳酸锂产量将达到 14.90 万吨，公司自锂项目正式推出即占有市场 6.7% 的产量，相比之下较早从其他行业介入碳酸锂的江特电机产量在 2018 年仅为 6983 吨，以锂为主业的赣锋锂业 2018 年碳酸锂产量为 16325 吨，永兴的进展不容小觑，在未来公司规划继续扩张锂电业务，产能达到 3 万吨，有望与其他锂业公司产能规模相持。

**图表 34 2018 年碳酸锂产量组成**


资料来源：wind、华创证券

**图表 35 2020 年预计碳酸锂产量组成**


资料来源：wind、华创证券

#### 4、锂业务潜力巨大，具备价值重估的基础

公司在 2017 年介入锂行业，计划打造双主业驱动。但是一方面因为在锂价的高点介入，另一方面也因为市场对公司锂生产成本、产品质量的不确定，对公司能否在对公司能否在寒冬中存活下来抱有疑虑，因此对于这部分业务几乎没有给予估值。但是随着今年锂价逐步筑底，锂项目的顺利推进，即将投产，叠加政策友好带动市场对于未来几年新能源汽车需求回暖预期，我们任务这部分业务未来是具备价值重估基础的。在锂价即将迎来拐点之际，我们采用吨碳酸锂市值来测算弹性。参照前几年也同样从其它行业介入碳酸锂的江特电机，江特未来有 3 万吨产能，扣除其传统业务，江特目前吨锂市值大约 20 万元/吨。按此来估，公司 1 万吨产能可以给 20 亿市值。即使保守估计销量 8000 吨，公司也能给到 16 亿市值。公司目前市值 67 亿元，向上至少看 20% 空间。这还没有考虑到新能源风起给整个锂行业带来的后续上涨空间，如果考虑的话，向上空间或更高。

### 四、盈利预测和投资建议

#### （一）传统主业稳中有升

不锈钢无缝管坯细分领域龙头，具备较强的议价权。全国不锈钢无缝管坯表观消费量 50 万吨，公司 15-16 万吨，高市占率也让公司具备业内的议价权。

前后端产能进一步匹配，产量和产能利用率稳步提升。募投项目“年产 25 万吨高品质不锈钢及特种合金棒线项目”去年投产，之前炼钢产能充裕（35 万吨）、轧制产能不足（16 万吨）的问题得到了有效解决，预计公司明年产量仍有小幅上扬空间。

成本加成定价模式平滑业绩周期波动。公司采用成本加成的定价模式，在拿到下游订单的第一时间会去上游锁原材料，因此下游景气与否以及上游原材料波动对公司业绩的影响均不大。此外，随着后续核电重启、油改落地、化工装备升级等宏观环境改善，我们预计高端特种不锈钢材料的行业景气度在今后若干年将持续提升。公司不断着

力于装备升级、技术改造及新产品研发，预计吨毛利中枢也会稳步抬升。

预计公司特钢板块 2020 年业绩 4.5-5 亿元，特钢行业的估值再 15 倍左右，即特钢业务估值应该给到 75 亿左右，而公司最新市值 82 亿，即使不考虑碳酸锂部分，公司也可以合理享受现有市值。

## （二）新能源汽车风再起，公司锂业务具备价值重估的基础。

公司 2017 年介入锂行业，计划打造双主业驱动。但是一方面因为在锂价的高点介入，另一方面也因为市场对于公司锂生产成本、产品质量的不确定，对公司能否在寒冬中存活下来抱有疑虑，因此对于这部分业务几乎没有给予估值。但是随着今年锂价逐步筑底，叠加政策友好带动市场对于未来几年新能源汽车需求回暖预期，我们认为这部分业务未来是具备价值重估基础的。在锂行业拐点之际，我们采用吨碳酸锂市值来测算弹性。参照前几年也同样从其它行业介入碳酸锂的江特电机，江特电机未来有 3 万吨产能，扣除其传统业务，江特目前吨锂市值大约 20 万元/吨。按此来估，公司 1 万吨产能可以给 20 亿市值。考虑到新能源风起给整个锂行业带来的后续上涨空间，后续向上空间或更高，我们对公司的一亿吨碳酸锂给予 25 亿的估值。

## （三）盈利预测和投资建议

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.62 亿元、5.25 亿元和 5.93 亿元，EPS 分别为 1 元、1.46 元和 1.65 元，对应 PE 分别为 22.4 倍、15.4 倍和 13.7 倍。考虑到特钢板块 75 亿的估值和锂板块 25 亿的估值，公司合理市值在 100 亿左右，对应的股价为 27.8 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

## 五、风险提示

新能源汽车推广不及预期。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	442	621	467	505
应收票据	968	1,026	1,627	1,788
应收账款	158	135	165	179
预付账款	21	23	24	26
存货	393	1,415	1,495	1,516
其他流动资产	354	376	429	472
流动资产合计	2,336	3,596	4,207	4,486
其他长期投资	11	11	11	11
长期股权投资	263	263	263	263
固定资产	989	1,117	1,240	1,359
在建工程	392	592	782	962
无形资产	179	161	145	130
其他非流动资产	174	174	174	175
非流动资产合计	2,008	2,318	2,615	2,900
<b>资产合计</b>	<b>4,344</b>	<b>5,914</b>	<b>6,822</b>	<b>7,386</b>
短期借款	56	-144	156	106
应付票据	0	0	0	0
应付账款	390	1,548	1,635	1,769
预收款项	40	43	49	54
其他应付款	36	15	15	15
一年内到期的非流动负债	18	18	18	18
其他流动负债	236	786	927	1,108
流动负债合计	776	2,266	2,800	3,070
长期借款	0.00	100.00	200.00	120.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	154	148	148	148
非流动负债合计	154	248	348	268
<b>负债合计</b>	<b>930</b>	<b>2,514</b>	<b>3,148</b>	<b>3,338</b>
归属母公司所有者权益	3,405	3,392	3,594	3,863
少数股东权益	9	8	80	185
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,414</b>	<b>3,400</b>	<b>3,674</b>	<b>4,048</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,344</b>	<b>5,914</b>	<b>6,822</b>	<b>7,386</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>509</b>	<b>597</b>	<b>97</b>	<b>786</b>
现金收益	494	521	771	885
存货影响	-45	-1,022	-80	-21
经营性应收影响	-127	-108	-632	-177
经营性应付影响	103	1,139	93	139
其他影响	85	66	-56	-39
<b>投资活动现金流</b>	<b>-112</b>	<b>-450</b>	<b>-450</b>	<b>-450</b>
资本支出	-606	-444	-444	-445
股权投资	21	0	0	0
其他长期资产变化	473	-6	-6	-5
<b>融资活动现金流</b>	<b>-321</b>	<b>32</b>	<b>199</b>	<b>-298</b>
借款增加	74	-100	400	-130
财务费用	-367	-345	-390	-403
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	-28	477	189	235

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4,794</b>	<b>5,084</b>	<b>5,809</b>	<b>6,387</b>
营业成本	4,077	4,423	4,672	5,055
税金及附加	55	58	67	73
销售费用	45	47	54	59
管理费用	77	82	302	332
财务费用	17	26	26	26
资产减值损失	34	70	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-14	10	8	2
其他收益	129	105	100	90
<b>营业利润</b>	<b>450</b>	<b>423</b>	<b>701</b>	<b>820</b>
营业外收入	0	5	5	5
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>446</b>	<b>424</b>	<b>702</b>	<b>821</b>
所得税	60	63	105	123
<b>净利润</b>	<b>386</b>	<b>361</b>	<b>597</b>	<b>698</b>
少数股东损益	-1	-1	72	105
<b>归属母公司净利润</b>	<b>387</b>	<b>362</b>	<b>525</b>	<b>593</b>
NOPLAT	401	383	619	720
EPS(摊薄) (元)	1.08	1.00	1.46	1.65

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	18.9%	6.0%	14.3%	10.0%
EBIT 增长率	13.1%	-2.7%	61.7%	16.3%
归母净利润增长率	10.1%	-6.6%	45.3%	12.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.0%	13.0%	19.6%	20.9%
净利率	8.1%	7.1%	10.3%	10.9%
ROE	11.3%	10.6%	14.3%	14.7%
ROIC	13.6%	11.8%	15.7%	16.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	21.4%	33.6%	38.9%	36.6%
债务权益比	6.7%	3.6%	14.2%	9.7%
流动比率	301.0%	158.7%	150.3%	146.1%
速动比率	250.4%	96.2%	96.9%	96.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	9	10	9	10
应付账款周转天数	31	79	123	121
存货周转天数	33	74	112	107
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.08	1.00	1.46	1.65
每股经营现金流	1.41	1.66	0.27	2.18
每股净资产	9.46	9.42	9.98	10.73
<b>估值比率</b>				
P/E	21	23	16	14
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	14	13	9	8

## 大宗组团队介绍

### 副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

### 组长、高级分析师：严鹏

清华大学博士。2018 年加入华创证券研究所。

### 研究员：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王晓芳

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500