

2018年11月19日

中国一重 (601106.SH)

深度分析

机械 | 矿山冶金机械 III

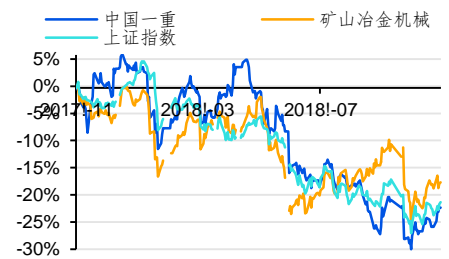
 投资评级 **买入-A(上调)**

股价(2018-11-16) 2.84元

交易数据

总市值(百万元)	19,476.10
流通市值(百万元)	18,567.92
总股本(百万股)	6,857.78
流通股本(百万股)	6,538.00
12个月价格区间	2.50/3.99元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.65	-5.4	-5.43
绝对收益	8.4	-5.02	-26.23

分析师

范益民
 SAC 执业证书编号: S0910518060001
 fanyimin@hua.jinsc.cn
 021-20377169

分析师

张仲杰
 SAC 执业证书编号: S0910515050001
 zhangzhongjie@hua.jinsc.cn
 021-20377099

相关报告

中国一重: 订单增加叠加改革增效, 公司迈入上升周期 2018-05-08

外景气回升, 内深化改革, 迈入价值再造新阶段

投资要点

- ◆ **历史悠久, 是我国高端装备自主创新典范:** 公司始建于 1954 年, 是中央管理的涉及国家安全和国民经济命脉的 53 户国有重要骨干企业之一, 为钢铁、电力、能源、石化、国防等行业提供重大成套技术装备和服务。公司具备核岛一回路核电设备全覆盖制造能力, 是当今世界炼油用加氢反应器的最大供货商, 是冶金企业全流程设备供应商。公司历史上创造了数百项“第一”, 是我国高端装备自主创新典范。
- ◆ **我国进入大炼化时代, 石化投资周期性反转:** 我国炼化行业呈现显著的结构不平衡, 成品油过剩而化工品自给不足。在油价运行于每桶 60-80 美元较高位区间, 石化企业具备较好的盈利水平, 资本开支进入新一轮扩张周期。我国政策上推动“三桶油”及民营企业通过炼化一体拉动产业升级, 2025 年前预计投资规模达 1.1 万亿。石化装备作为重要利润贡献点, 顺大炼化周期, 盈利能力有望进一步提升。
- ◆ **核反应压力容器龙头, 积极布局卡位四代核电技术:** 首批四台 AP1000 机组商运临近, 石岛湾 CAP1400 示范机组有望年内核准后 FCD, 将开启核电机组审批窗口。短期看, 以 AP 系列、华龙一号为代表的三代技术将继续推进建设; 长期看, 我国掌握自主核心技术的四代堆将逐步由实验堆进入示范堆阶段。公司在核反应压力容器领域是绝对龙头, 在核岛其他主设备和锻件领域同样具备竞争优势; 另外, 公司积极布局卡位四代核电技术, 为长期在核电装备领域保持龙头地位奠定基础。
- ◆ **钢铁产能置换正当时, 拉动中高端冶金成套设备需求:** 当前全球的钢铁和有色冶炼产能已由增量转入存量需求; 市场以落后产能淘汰置换, 以及节能降耗、技术改造升级为主。冶金设备行业已迈入由制造向制造和技术改造服务的转型期, 综合能力较弱的企业将逐渐被淘汰。钢企自供给侧改革后盈利普遍改善, 而环保政策依然严格, 产能置换是当前冶金设备需求的主要动力。公司在国内冶金成套设备行业占据核心地位, 将持续受益产能置换及钢企产能集中后对中高端冶金设备需求的提升。
- ◆ **下游景气复苏, 内部深化改革, 迈入价值再造新阶段:** 一方面公司主要下游行业均处于景气回升阶段, 订单量、现金流、盈利能力等方面均有显著改善; 另一方面, 董事长刘明忠自上任以来以三项制度改革为核心点和突破点, 全力推动劳动用工、企业人事、薪酬分配改革, 整合内部组建四大业务板块进而带动全公司的改革全面深化; 公司内部提质增效, 出清无效低效产能, 借“国企改革双百行动”的东风, 公司作为高端重型装备行业佼佼者, 业绩将重回上升通道, 步入价值再造新阶段。
- ◆ **投资建议:** 我们预测公司 2018-2020 年营业收入分别为 103 亿元、125 亿元和 158 亿元, 净利润分别为 2.80 亿元、6.90 亿元、11.15 亿元。考虑到公司在我国高端重型装备制造业的地位和重要性, 主要业务触底反弹和盈利能力提升, 着力内部改革经营质量持续向好, 根据公司和行业估值水平, 提高公司至“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示:** 国际油价大幅波动将影响炼化企业盈利持续性; 炼化一体化项目投资进度不及预期; 钢铁产能置换不及预期致冶金设备采购需求下降; 核电审批重启进度不及预期; 原材料价格波动影响企业盈利能力等。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	3,204.4	10,251.8	10,260.1	12,537.4	15,777.7
同比增长(%)	-36.1%	219.9%	0.1%	22.2%	25.8%
营业利润(百万元)	-5,621.1	209.9	373.8	890.5	1,436.8
同比增长(%)	200.2%	-103.7%	78.1%	138.2%	61.3%
净利润(百万元)	-5,734.0	84.2	280.0	690.2	1,115.1
同比增长(%)	219.4%	-101.5%	232.6%	146.5%	61.5%
每股收益(元)	-0.84	0.01	0.04	0.10	0.16
PE	-3.4	231.4	69.6	28.2	17.5
PB	2.1	1.8	1.8	1.7	1.6

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、	以“一”为重，高端装备自主创新典范	3
(一)	历史悠久，承造多个经济命脉行业之重器	3
(二)	行业洗牌，七大重机分化，进一步向头部集中	4
(三)	下游需求复苏，内部深化改革，公司业绩重回上升轨道	7
二、	石化装备：“大炼化”拉动重型反应容器需求	8
(一)	炼化景气反转利润可观，资本开支进入上行周期	8
(二)	炼化产业向集约化升级，千吨级容器市场年均超 65 亿	10
(三)	重型反应容器制造能力全球首屈一指	12
(四)	订单饱满，盈利能力显著提升	13
三、	核电装备：核岛主设备具备宽护城河，核电短期有望重启	13
(一)	未来十年全球核电建设集中在我国	13
(二)	我国核岛设备市场空间年均达 500 亿元	15
(三)	反应堆压力容器及锻件优势明显	16
(四)	卡位四代核电技术，保持先发优势	17
四、	冶金装备：产能置换正当时，中高端成套设备需求旺盛	18
(一)	钢铁去产能卓有成效	18
(二)	钢铁行业普遍盈利，产能置换正当时	19
(三)	冶金设备转入存量市场，比拼综合实力，强者恒强	20
(四)	毛利率显著提升，国际业务成亮点	22
五、	迈入价值再造新阶段	23
(一)	积极改革成效显著，经营质量持续改善	23
(二)	聚焦主业，处僵治困，资产结构不断优化	25
(三)	两优质子公司纳入“双百”，有望激活企业活力	26
六、	盈利预测与估值	27
七、	风险提示	29

图表目录

图 1：中国一重股权结构	3
图 2：中国一重 2010 年及 2017 年产品结构	4
图 3：重型机械行业 2005-2017 年主营收入、增速与利润率（亿元，%，%）	5
图 4：七大重机企业（集团）2014-2016 年收入（亿元）	5
图 5：我国重型机械行业企业数	6
图 6：四大重机上市公司存货周转率	6
图 7：四大重机上市公司应收账款周转率	6
图 8：四大重机上市公司经营性现金流净额（亿元）	7
图 9：中国一重经营现金流量净额（亿元）	7
图 10：中国一重营业收入及归母净利润预测（亿元）	8
图 11：我国石化行业利润总额与布伦特原油价格走势	9
图 12：布伦特原油价格与石化行业固定资产投资增速（美元，%）	9
图 13：主要石化装备上市公司订单情况（亿元）	10
图 14：七大石化产业基地及其主要项目	10

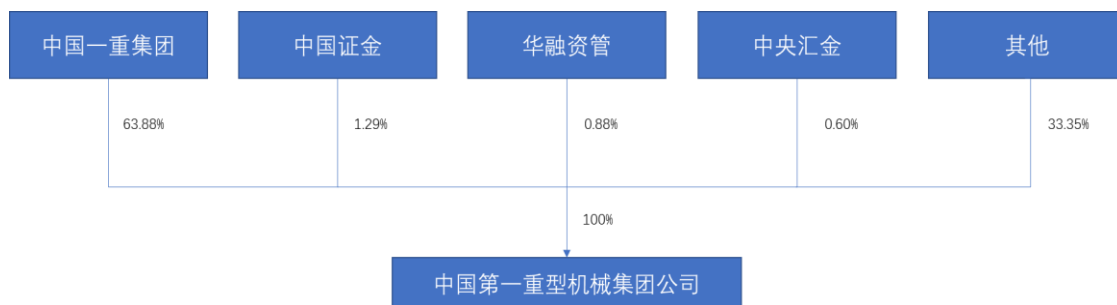
图 15: 我国石化行业重型反应容器市场测算	11
图 16: 世界单重最大的煤液化反应器	12
图 17: 世界最大的加氢裂化反应器	12
图 18: 公司石化装备业务营业收入与毛利率预测 (亿元, %)	13
图 19: 各国核电机组并网、在建、规划数量 (截至 2018 年 2 月底)	14
图 20: 中国核能消耗量 (百万吨油当量)	14
图 21: 中国能源消耗占比	14
图 22: 我国建成与在建核电机组容量测算 (GW)	15
图 23: 压水堆核电站结构示意图	16
图 24: 中国一重 AP1000 核岛锻件	17
图 25: 中国一重华龙一号压力容器	17
图 26: 公司核电装备业务营业收入与毛利率 (亿元, %)	17
图 27: 2011-2015 钢铁产量与产能利用率	18
图 28: 钢铁消耗当月同比 (%)	18
图 29: SW 钢铁行业营业收入 (亿元)	19
图 30: SW 钢铁行业归母净利润 (亿元)	19
图 31: 我国冶金矿山机械行业企业数 (家)	21
图 32: 一重、二重、太重冶金设备业务营收对比 (万元)	21
图 33: 公司 5500 毫米宽厚板轧机	22
图 34: 公司 300 吨转炉	22
图 35: 公司冶金设备业务收入与毛利率 (亿元, %)	23
图 36: 刘明忠在任期间新兴铸管营业收入 (亿元)	24
图 37: 中国一重员工专业构成 (2016 年)	24
图 38: 中国一重员工专业构成 (2017 年)	24
图 39: 中国一重员工学历构成 (2016 年)	24
图 40: 中国一重员工学历构成 (2017 年)	24
图 41: 公司 2013-2017 年期间费用率变化 (%)	25
图 42: 四大重机上市公司资产负债率	26
图 43: 四大重机上市公司财务费用 (亿元)	26
图 44: 大连加氢反应器制造有限公司营业收入与净利润 (万元)	27
图 45: 大连设计研究院有限公司营业收入与净利润 (万元)	27
表 1: 中国一重主要子公司列表及其 2017 年营收与利润情况	4
表 2: 七家传统重型机械制造企业	5
表 3: 我国千万吨级以上石化项目 (未列已完成招标工作的项目)	11
表 4: 我国主要重型机械企业的水压机和油压机制造能力	12
表 5: 中国核电出口战略资料	15
表 6: 供给侧改革相关会议以及政策	19
表 7: 2018 年上半年公布的钢铁淘汰产能与新建产能	20
表 8: 主要财务假设	28
表 9: 可比公司市值、股价以及估值对比 (2018 年 11 月 18 日)	29

一、以“一”为重，高端装备自主创新典范

（一）历史悠久，承造多个经济命脉行业之重器

中国一重始建于1954年，前身为第一重型机器厂，是“一五”期间建设的156项重点工程项目之一，是中央管理的涉及国家安全和国民经济命脉的国有重要骨干企业之一。2008年12月25日经国务院国资委批准，一重集团联合华融、宝钢集团、长城共同发起设立本公司。2010年2月9日更名为中国第一重型机械股份公司，并在上交所挂牌上市。公司拥有国家级企业技术中心、重型技术装备国家工程研究中心以及国家能源重大装备材料研发中心，研发技术属于行业内龙头。

图1：中国一重股权结构



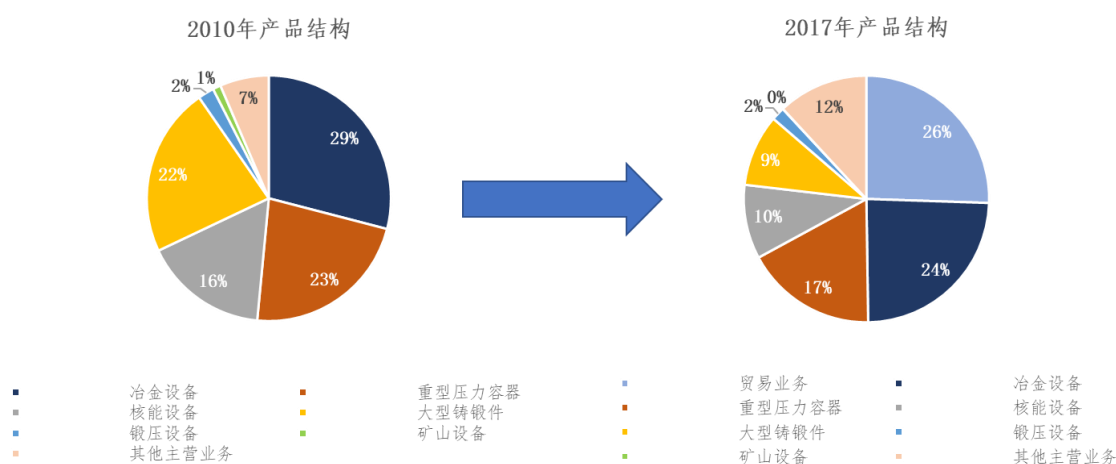
资料来源：Wind，华金证券研究所

作为目前中央管理的涉及国家安全和国民经济命脉的53户国有重要骨干企业之一，中国一重主要为钢铁、有色、电力、能源、汽车、矿山、石油、化工、交通运输等行业及国防军工提供重大成套技术装备、高新技术产品和服务，并开展相关的国际贸易。主要产品有核岛设备、重型容器、大型铸锻件、专项产品、冶金设备、重型锻压设备、矿山设备和工矿配件等。60多年来，为国民经济建设提供机械产品350多万吨，开发研制新产品400多项，填补国内工业产品技术空白400多项，创造了数百项“第一”。

公司具备核岛一回路核电设备全覆盖制造能力，是中国核岛装备的领导者，公司的核岛主设备装备中核、中广核、国电投等各大核电企业；公司是当今世界炼油用加氢反应器的最大供货商，重型压力容器装配在中石油、中石化、中海油所属各大石油化工企业的基地中；公司还是冶金企业全流程设备供应商，冶金设备供应于宝钢、鞍钢、武钢等各大钢铁企业。

公司自2010年上市以来，产品结构不断优化，盈利能力较弱，行业竞争激烈的铸锻件业务占比明显减小。未来随着贸易、矿山设备等非主营业务逐渐退出，公司业务将更为聚焦在盈利能力较强的压力容器、核能、冶金三大业务。

图 2：中国一重 2010 年及 2017 年产品结构



资料来源：wind，华金证券研究所

中国一重集团旗下拥有 12 家全资或控股子公司。其中一重大连加氢反应器制造有限公司覆盖母公司多数核反应堆压力容器及石油化工重型容器业务产品，为公司主要利润点；一重集团天津重工有限公司为第三制造基地，主要制造冶金行业高端重型成套装备；一重新能源发展集团有限公司主营新能源原动设备以及公路铁路运输业务。

表 1：中国一重主要子公司列表及其 2017 年营收与利润情况

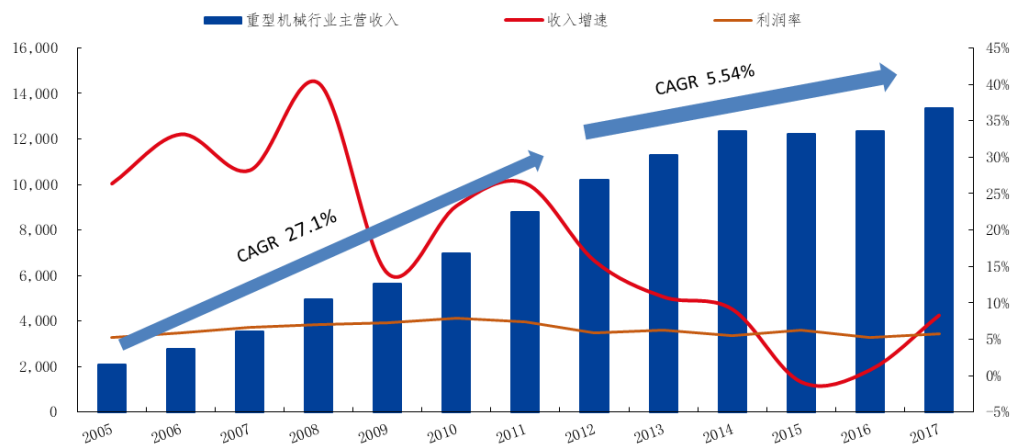
子公司名称	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	主营业务
大连加氢反应器制造有限公司	252,031	27,743	重型机械,加氢反应器的设计制造
一重集团天津重工有限公司	86,112	3,325	重型机械制造
一重集团大连工程技术有限公司	62,684	5,097	机械,电控,自动化,液压设计技术研制
一重新能源发展集团有限公司	46,143	561	公路,铁路运输
一重集团大连国际科技贸易有限公司	14,792	2,275	贸易

资料来源：公司年报，华金证券研究所

（二）行业洗牌，七大重机分化，近一步向头部集中

重型机械行业是装备制造业中从事大型、重型和成套重大技术装备的产业，属于母机制造行业，是衡量国家重工业发展水平的重要标志。我国在 2000 年前后进入重化工业时期，钢铁、有色、煤炭、电力、化工等行业得到快速发展，这也为重型机械行业创造了巨大的市场需求。2005-2011 年期间，我国重型机械行业整体营业收入复合增长率达 27.1%。

图 3：重型机械行业 2005-2017 年主营收入、增速与利润率（亿元，%，%）



资料来源：中国重型机械工业年鉴，wind，华金证券研究所

经过多年发展，国内重型机械行业形成了一重、二重、上重、中信重工、太重、北方重工、大重等七家传统重型机械制造企业。由于历史原因，各大企业各有专业侧重。

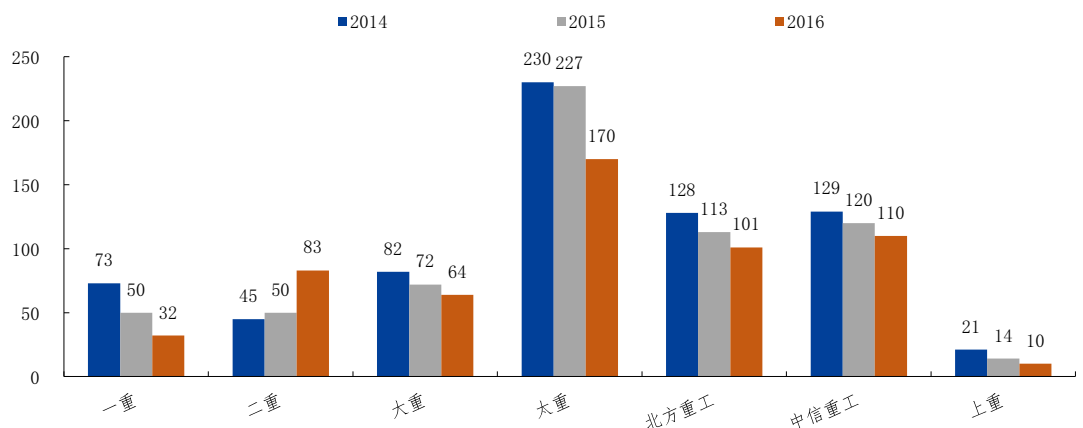
表 2：七家传统重型机械制造企业

名称	主要业务
中国第一重型机械集团公司	石化重型反应容器、冶金成套设备、核电压力容器、大型锻件等
中国第二重型机械集团公司	冶金成套设备、电站铸锻件、石化重型反应容器等
太原重型机械（集团）制造有限公司	钢铁轧锻设备、轨交轮轴、风电机组设备、焦化设备等
北方重工集团有限公司	矿山冶金成套设备、盾构机等
中信重工机械股份有限公司	水泥有色等矿山设备、特种机器人等
大连重工·起重集团有限公司	港口机械、冶金焦炉炼焦成套设备、桥门式及核电站起重机械等
上海重型机器厂有限公司	用于核电、火电、冶金等行业大型铸锻件等

资料来源：公开资料，华金证券研究所整理

“七大重机”的工业总产值长期在重型机械行业中排名前七位，是中国重型机械行业的第一阵营。据中国重型机械工业年鉴，我国 2016 年重型机械行业合计营业收入 1.23 万亿，“七大重机”集团合计收入 570 亿元，占据行业约 4.6% 市场份额。

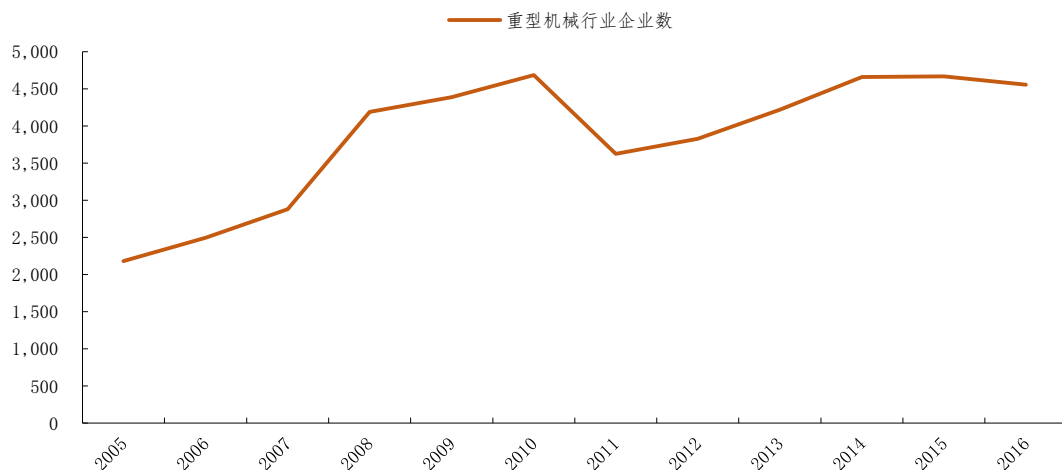
图 4：七大重机企业（集团）2014-2016 年收入（亿元）



资料来源：中国重型机械工业年鉴，华金证券研究所

受四万亿投资的后周期影响，2012 年以来基础工业领域产能过剩，投资效益不断下降，装备需求严重萎缩。重型机械行业整体营收规模增速明显放缓，产能过剩而需求不足，整体盈利能力有所下滑。重型机械行业 2012-2017 年营业收入复合增长率由前期的 27.1% 降至 5.54%，行业整体受到较大冲击。中国二重 2010 年上市，因 2011 年至 2013 年连续三年亏损，于 2014 年暂停上市；上海重型机器厂年亏损近 10 亿元，已于 2016 年 8 月从上市公司上海电气中剥离；北方重工于 2018 年 8 月申请破产重整。重型机械行业经历了强力洗牌，行业企业数量在 2014 年达到顶峰后出现拐点，并推动行业内的优势资产和资源向头部企业集中。

图 5：我国重型机械行业企业数

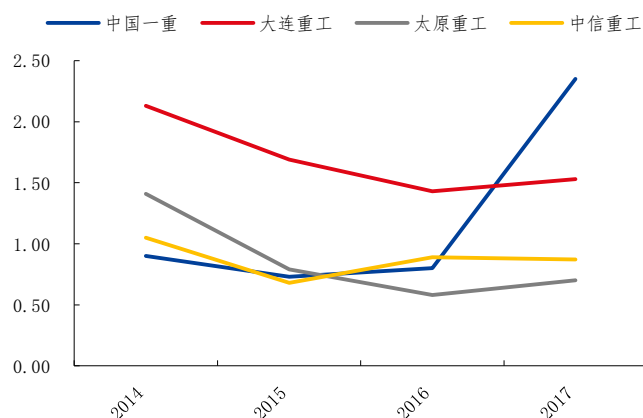


资料来源：Wind，中国重型机械工业年鉴，华金证券研究所

注：2011 年起按重型机械行业归口新标准统计

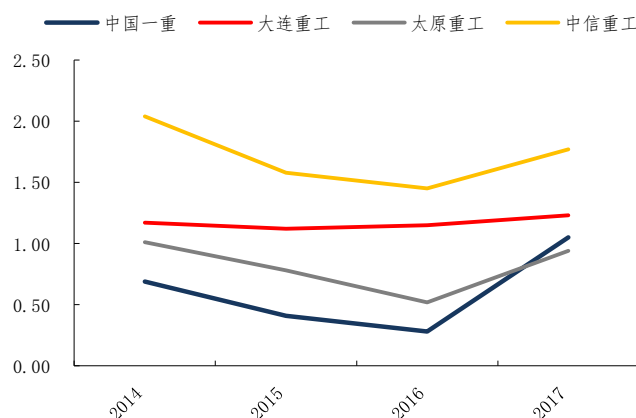
从目前重机行业四家上市公司对比看，中国一重在 2017 年收入提升显著，产品结构转好的背景下，存货周转率与应收账款周转率亦明显转好，而经营性现金流净额改善趋势最为显著。

图 6：四大重机上市公司存货周转率



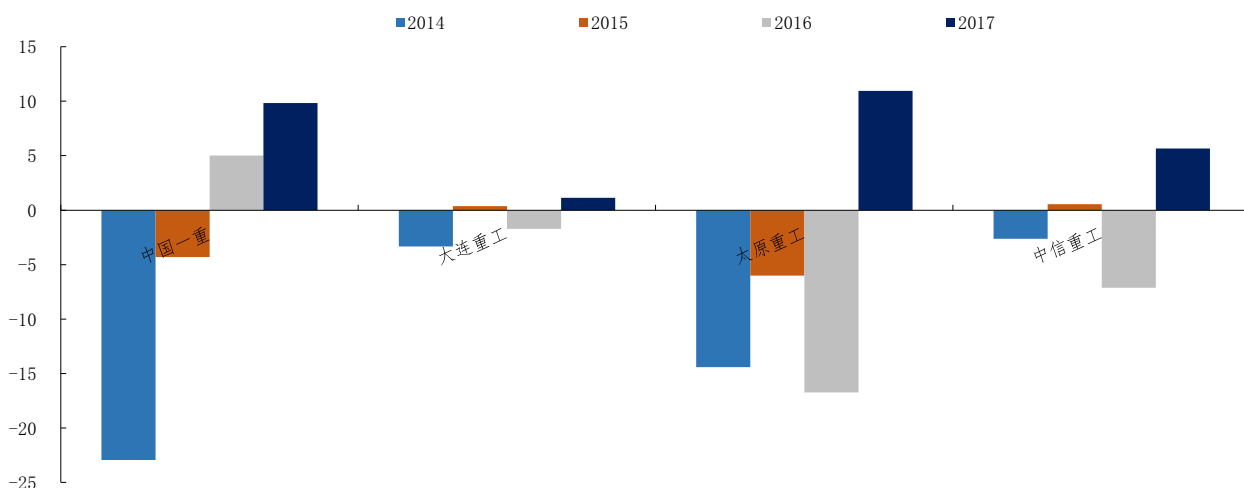
资料来源：wind，华金证券研究所

图 7：四大重机上市公司应收账款周转率



资料来源：wind，华金证券研究所

图 8：四大重机上市公司经营性现金流净额（亿元）



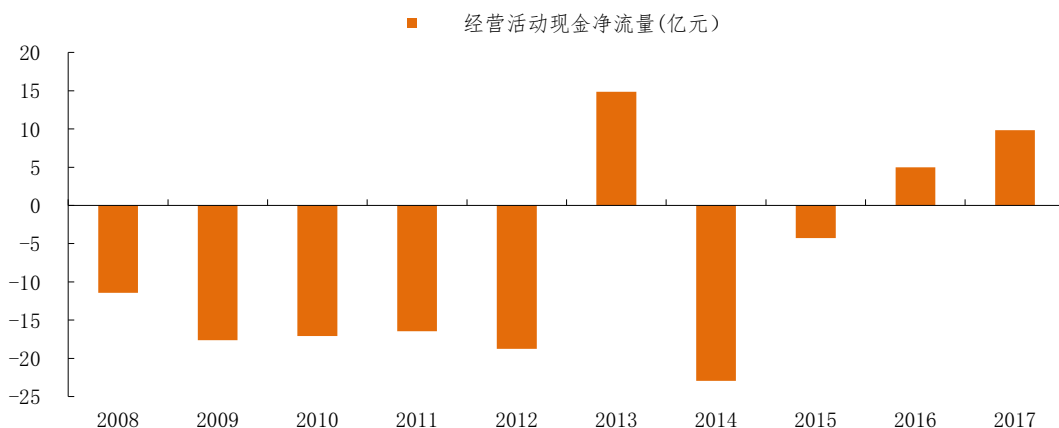
资料来源：wind，华金证券研究所

（三） 下游需求复苏，内部深化改革，公司业绩重回上升轨道

随着我国供给侧改革的深入推进，以及国际油价的上涨等，公司主要的下游行业石化、核电、钢铁等景气回升需求复苏，公司订单量、现金流、盈利能力等方面均有显著改善；另一方面，董事长刘明忠自 2016 年上任以来结合新兴际华管理经验，以三项制度改革为核心点和突破点，全力推动劳动用工、企业人事、薪酬分配改革，整合内部组建四大业务板块进而带动全公司的改革全面深化；公司内部提质增效，出清无效低效产能，借“国企改革双百行动”的东风，公司作为高端重型装备行业佼佼者，业绩将重回上升通道，步入价值再造新阶段。

公司 2018 年上半年新增订单 75.28 亿元，同比增长 24.02%，在 2017 年全年 122.5 亿元的基础上继续稳步攀升。公司先后签订迄今世界单台重量最大 3000 吨级浆态床锻焊加氢反应器、国内首台重型 H 型钢开枢机区域设备等多个具有战略意义的制造合同。公司上半年预收款余额 20.42 亿元，同比年初增长 58.19%。另外，公司 2017 年经营性现金流继续转好至净流入 9.8 亿元，同比增长 96.6%。

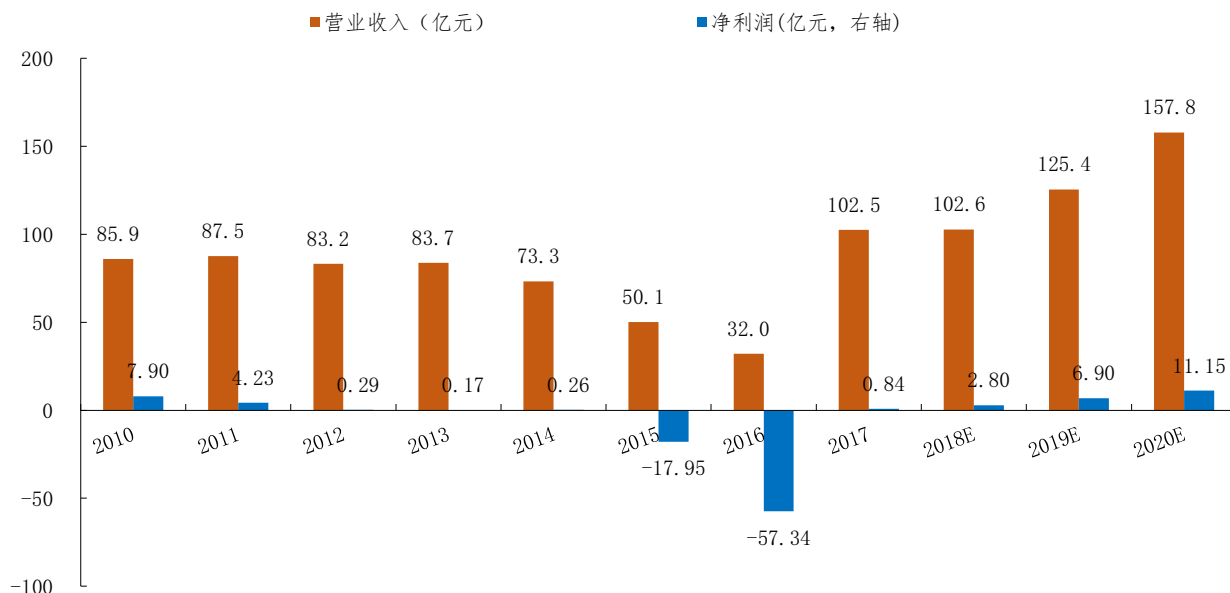
图 9：中国一重经营现金流量净额（亿元）



资料来源：wind，华金证券研究所

公司 2018 年上半年实现营收 53.98 亿元，同比增长 35.42%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比增长 135%。从主要下游行业的景气度，结合近两年新签订单及上半年经营情况看，我们预测公司 2018-2020 年营业收入分别为 103 亿元、125 亿元、158 亿元，净利润分别为 2.80 亿元、6.90 亿元、11.15 亿元。

图 10：中国一重营业收入及归母净利润预测（亿元）



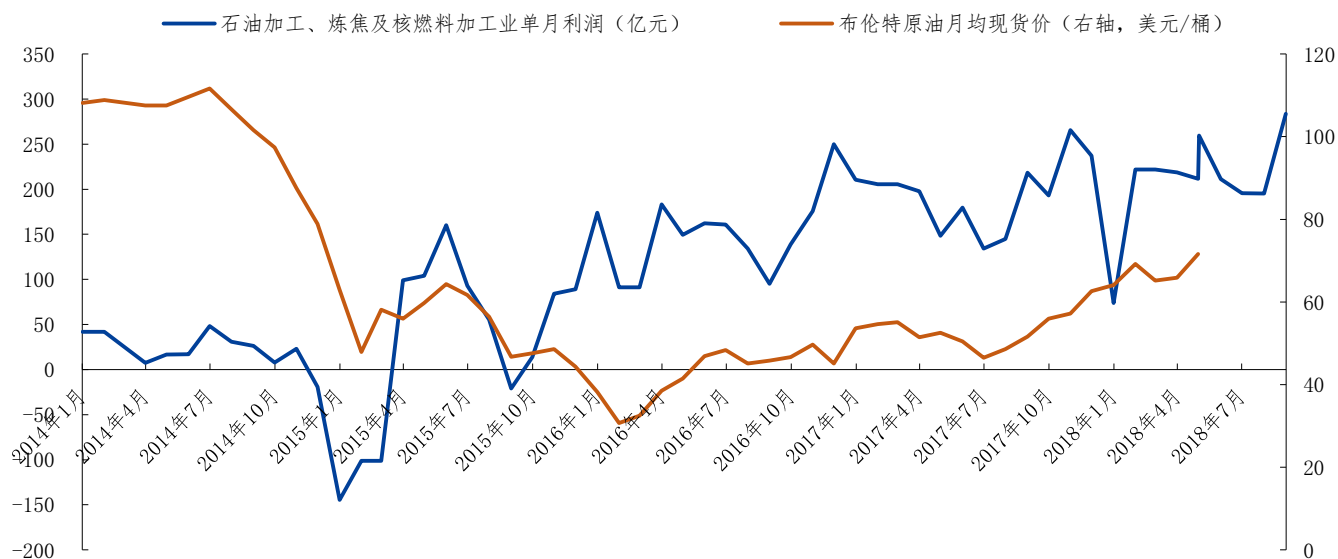
资料来源：wind，华金证券研究所预测

二、石化装备：“大炼化”拉动重型反应容器需求

（一）炼化景气反转利润可观，资本开支进入上行周期

2014 年，欧佩克对原油生产的垄断联合行动意见不统一、美国页岩油产量短期快速上升，导致原油供需不匹配。原油价格 2014 年中下跌，炼化行业利润总额由正转负；2015 年上半年油价阶段性底部企稳，叠加炼化行业二季度旺产及国内油价地板价设置，行业利润稳步上升；2016 年初欧佩克供给出现缺口，中国经济开始复苏带动原油需求上升。原油价格触底反弹，炼化行业利润继续处于上升通道，并于当年创利润新高，达到 1146.9 亿元，同比增长 95%；2017 年行业整体利润也随原油价格上升维持高位。

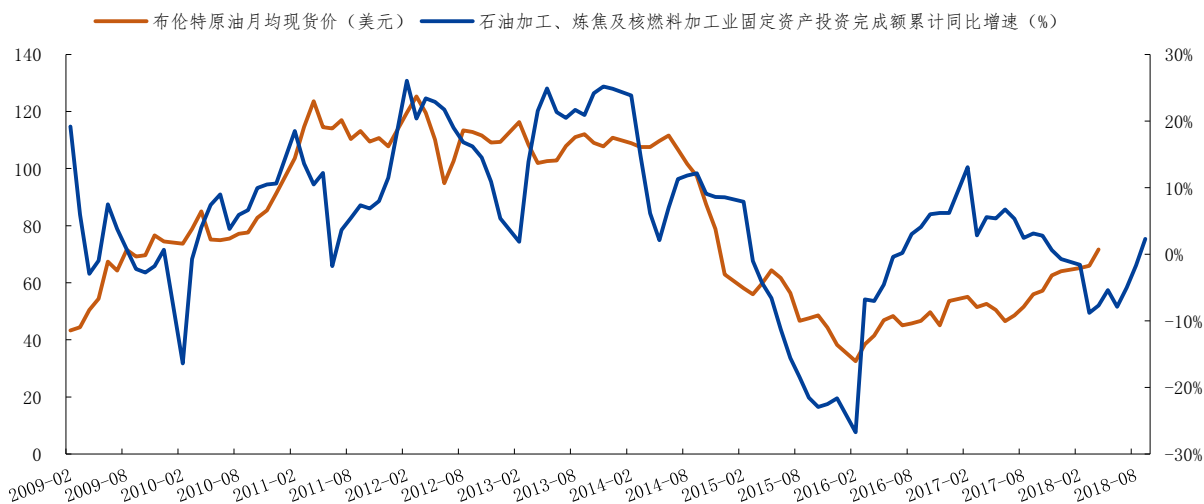
图 11：我国石化行业利润总额与布伦特原油价格走势



资料来源：wind，华金证券研究所

2014-2015 年，油价单边下跌侵蚀炼化企业盈利能力，石化企业资本支出受到抑制，石化固定资产投资增速曾现逐年下滑态势。2016 年以来，一方面受国际原油价格上行驱动炼化企业盈利逐步好转；另一方面，大炼化项目逐步推进，企业提高生产效率及成品油质量提高竞争力，企业扩张的意愿强烈，石化行业固定资产投资迎来拐点。

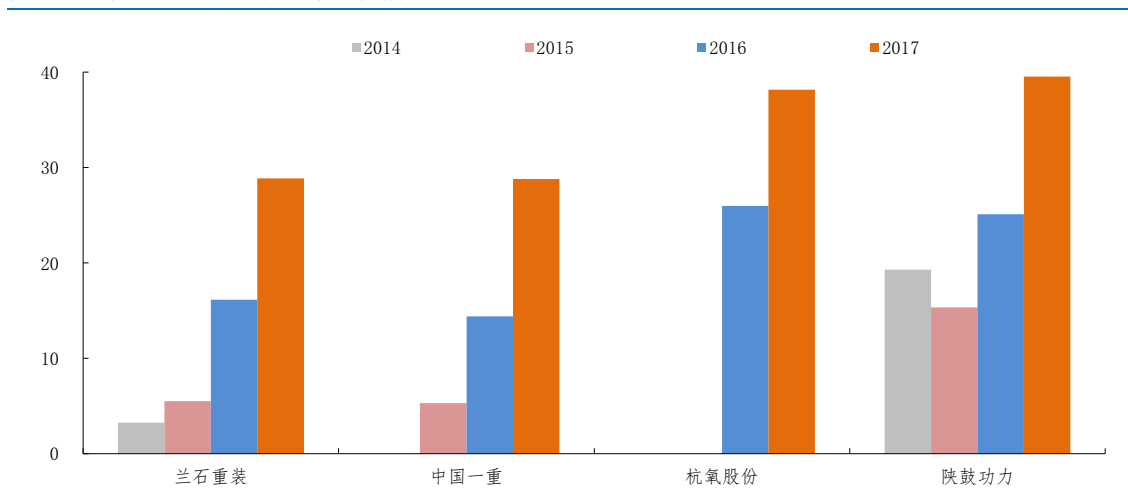
图 12：布伦特原油价格与石化行业固定资产投资增速（美元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

炼化企业主要通过集中调整结构，提高炼油集中度，推进炼油改造及油品质量升级；化工产业突出向价值链中高端跃升。炼化一体化的大力发展代表着石化固定资产投资也将进入新一轮的扩张阶段。石油炼化行业在油价逐步复苏的过程中，固定资产投资增速转正，进入上行通道。从石化装备行业较有代表性的上市公司近四年订单变化来看，行业复苏步伐明显。中国一重（重型反应容器）、兰石重装（换热器、反应容器）、杭氧股份（空分设备）、陕鼓动力（风机、压缩机）等企业订单呈显著增长态势。

图 13: 主要石化装备上市公司订单情况 (亿元)



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

(二) 炼化产业向集约化升级, 千吨级容器市场年均超 65 亿

我国在“十三五”规划中确立了炼化一体化为石化产业升级的主导方向。2015 年, 发改委发布《石化产业规划布局方案》, 将建设七大石化产业基地以推进炼化一体化, 包括大连长兴岛、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷。预计到 2025 年, 七大石化基地的炼油产能将占全国 40%。

图 14: 七大石化产业基地及其主要项目



资料来源: 安迅思, 华金证券研究所

炼化一体化可显著提升资源有效利用, 炼油与化工产能更具弹性, 而产业集群化具备规模效应, 可增强企业抗风险能力。根据中海油惠州二期炼化项目分析, 炼化一体化可以降低原料成本, 提高石油资源的利用效率, 炼油环节可以为乙烯裂解提供优质裂解的原料, 乙烯的收率可从 30% 提升至 36%; 在建设成本上, 炼化一体化强化了“炼油”和“化工”的联合、集中布局, 节约了工厂用地, 估算节省建设投资 10% 以上, 提高节能减排效果 15% 左右。

2005-2015 年期间，新建年产 1000 万吨以上的大型炼化项目较少，新增项目多数为中石油、中石化两家公司投资建造。2016 年以来，一批规模较大的民营炼化一体化项目相继出现。以恒力石化、浙江石化、恒逸石化、盛虹石化为主等多个大型炼化项目预计在 2018-2021 年开始投产，合计总投资接近 5500 亿元，单体产能均在 1500 万吨以上，最高单体产能达到 4000 万吨。

据我们不完全统计，2019-2020 年间，我国千万吨级以上的炼化一体化项目总投资规模达 4172 亿元；“十四五”期间，潜在千万吨级以上的炼化一体化项目炼能达 1.54 亿吨，预计投资规模超 7000 亿元。

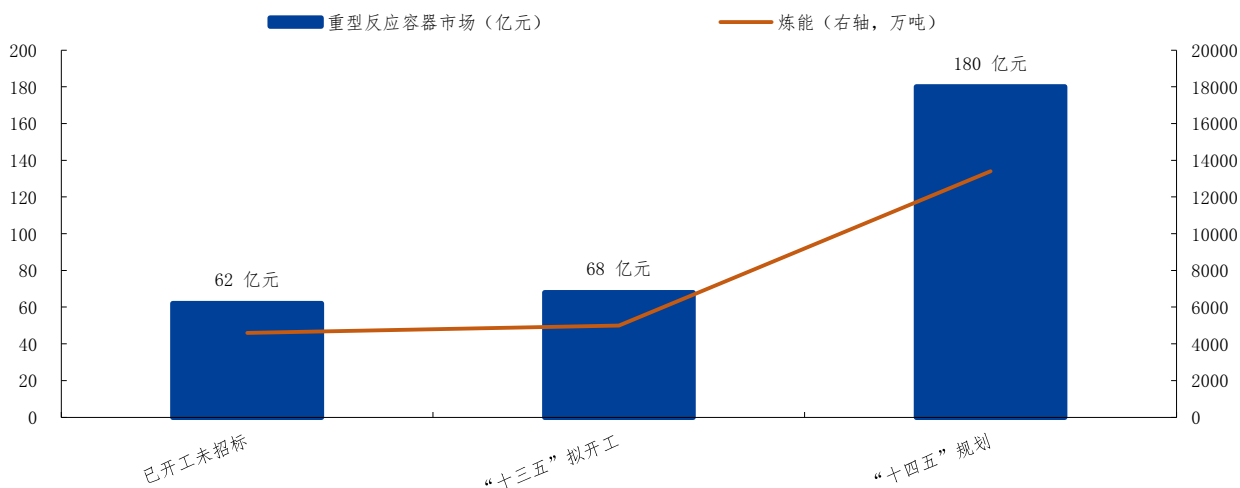
表 3：我国千万吨级以上石化项目（未列已完成招标工作的项目）

项目名	炼能增量（万吨油）	投资规模（亿元）	最新进展
浙江石化（二期）	2000	830	一期 2018 年底投产；二期 2020 年底投产
盛虹石化	1600	776	2017 年 9 月获核准，2020 年投产
旭阳石化	1500	558	2018 年 7 月环评，一期 2020 年投产，二期 2024 年投产
中科炼化	1000	430	2018 年 8 月底进入土建施工阶段
中委广东石化	2000	654	2018 年 7 月环评二次公示，2022 年投产
中国兵器精细化工	1500	924	2018 年 7 月核准
大榭石化	3200		
高桥石化	2000		
大连福佳	2000		
一泓石油化工	1500		待推进
新华联合石油化工	2000		
中东海湾炼化	1500		
中石化曹妃甸石化	1200		
埃克森美孚惠州炼化	预计 2000		

资料来源：各公司官网，流程工业，华金证券研究所整理

参考浙江石化一期 2000 万吨炼化投资规模 901 亿元，其中重型反应容器占比 3%，预计未来两年炼化行业重型反应容器市场需求达 130 亿元。“十四五”期间，潜在千万吨级以上的炼化一体化项目炼能达 1.34 亿吨，预计拉动重型反应容器市场需求达 180 亿元。

图 15：我国石化行业重型反应容器市场测算



资料来源：华金证券研究所预测

（三） 重型反应容器制造能力全球首屈一指

公司是重型反应容器绝对龙头，将持续受益我国炼化一体化推进带来对重型反应容器，特别是千吨级以上容器的需求。公司重型反应容器主要包括炼油用热壁加氢反应器、煤液化反应器及 PTA 装置反应器等。

公司围绕“大”和“特”两个关键点，公司拥有万吨以上水压机 2 台，另外还有 6000 吨、4500 吨等各吨位自由锻造压力机，并分别配备功能齐全 630 吨/米、400 吨/米等数字化锻造操作机，在重型压力容器制造中拥有无可比拟的优势。

从重型装备企业所具备的制造能力看，一重、二重、上重、中信重工具备千吨级以上锻焊压力容器制造能力，其中仅有一重在石化行业反应容器拥有长期且稳定的产品交付成绩；二重在反应容器领域属于后起之秀，近几年才开始切入到反应容器领域；上重的产品重心放在其控股股东上海电气业务相关度较高的火电、核电等行业；中信重工产品以大型锻件为主。

表 4：我国主要重型机械企业的水压机和油压机制造能力

	吨位	类型	投产时间	技术来源
中国一重	15000 吨	水压机	2006 年	自主
中国一重	12500 吨	水压机	1964 年	自主
中国二重	16000 吨	水压机	2013 年	自主
中国二重	12000 吨	水压机	1968 年	捷克
上重	12000 吨	水压机	1961 年	自主
兰石重装	4000 吨	水压机		
中信重工	18500 吨	油压机	2011 年	中德合作
上重	16500 吨	油压机	1961 年	自主
金州重型	6000 吨	油压机		
天沃科技	4500 吨	油压机		

资料来源：华金证券研究所整理

公司已向国内提供 400 余台容器产品，千吨以上容器超过 40 台，其重型压力容器的材料研究和制造技术已经达到世界先进水平，几乎装配到“三桶油”全部炼油基地。公司作为重型反应容器行业龙头，2007 年成功制造出世界单重最大的 2044 吨煤液化反应器，2008 年世界最大的 1703 吨加氢裂化反应器，产品材料以及制作技术都处于业内顶尖水准。目前正承接浙江石化二期用于渣油石化的 3000 吨级浆态床锻焊加氢反应器制造合同，该反应容器是浙江石化 4000 万吨/年炼化一体化项目的核心设备，为当前同类设备单台重量世界之最。

图 16：世界单重最大的煤液化反应器



图 17：世界最大的加氢裂化反应器



资料来源：公司官网，华金证券研究所

资料来源：公司官网，华金证券研究所

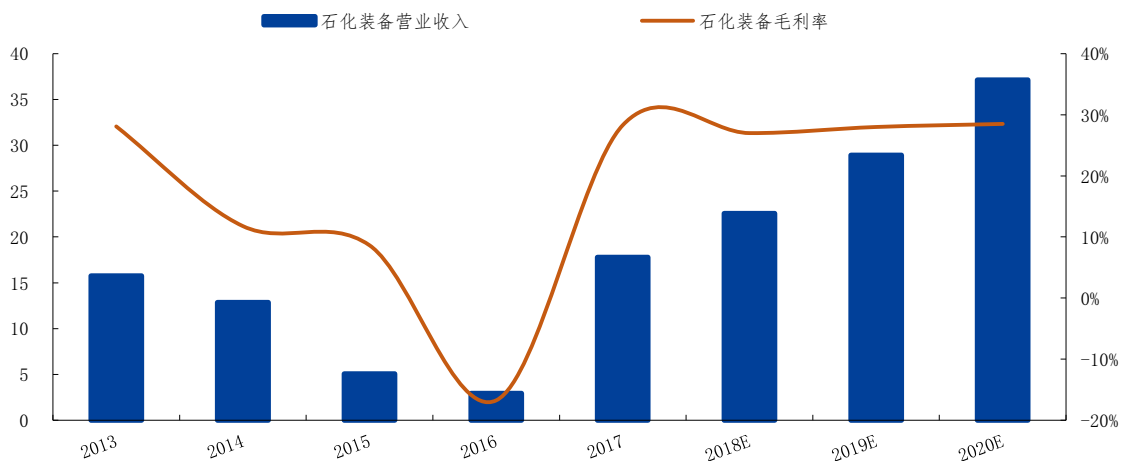
（四） 订单饱满，盈利能力显著提升

得益于我国新建石化项目的持续开工和油品升级带来的炼厂加氢设备需求，公司近两年订货金额快速增长。公司于 2017 年初与浙江石化签订锻焊加氢反应器和环氧乙烷反应器设备的制造合同，总金额超过 15 亿元；2017 年 9 月中国一重与中国石化签订了茂名石化 3 台 2000 吨级浆态床锻焊加氢反应器制造合同；2018 年 5 月，公司再次与浙江石化签订二期渣油石化装备 3000 吨级浆态床锻焊加氢反应器制造合同。

公司 2016、2017 年重型压力容器设备订单金额分别为 14.4 亿元、28.88 亿元。2018 年上半年订货额达 30 亿元，超 2017 全年水平。公司订单量的提升拉动营收规模和盈利能力的双升，公司 2017 年实现重型压力容器营业收入 17.78 亿元，同比大增 505%；毛利率达 28.3%，为 5 年来最好水平。公司主要重型反应容器的生产由全资子公司大连加氢反应器制造有限公司承接，随着规模效应、钢价企稳、以及“双百企业”落地渐进，压力容器业务的盈利能力或将进一步增强。

公司重型压力容器板块将受益于炼化一体化项目推进带来的设备投资景气提升。我们预计该板块业务收入将处于中高速增长。我们预测石化装备业务 2018-2020 年营收增速分别为 45%、50%、30%；受钢价和能源价格相对高位，及石化装备订单签订与执行周期（约 12 个月）的影响，料 2018 年毛利率将小幅下滑；随着原材料和能源价格 2018 年开始企稳，并受益于规模效应，毛利率未来有小幅提升空间，因此预测 2018-2020 年毛利率分别为 27%、28%、28.5%。

图 18：公司石化装备业务营业收入与毛利率预测（亿元，%）



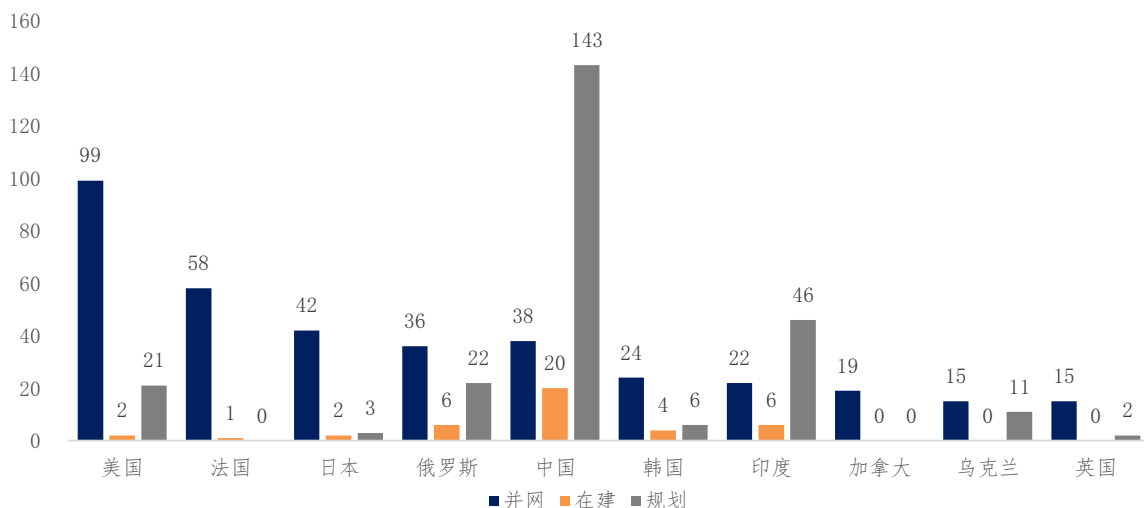
资料来源：wind，华金证券研究所预测

三、 核电装备：核岛主设备具备宽护城河，核电短期有望重启

（一） 未来十年全球核电建设集中在我国

根据世界核能协会的数据，截至 2018 年 2 月，全球 30 个国家和地区共有 440 个核电机组，总装机容量为 390GW，发电量约占全球发电量的 11%。美国接近 100 台、法国 58 台、其次机组较多的是日本、俄罗斯、中国。从核电占国家总发电量的比重来看，全球共有 14 个国家和地区超过 20%。其中法国的核电比重高达 76%，韩国占比 30%，美国和俄罗斯接近 20%。而我国核电占发电总量占比不足 3%，对比发达国家，我国核电应用水平仍然较低。按照全球目前规划和在建核电机组的统计，2030 年的全球核电装机容量将达 602GW，是目前容量 382GW 的 1.61 倍。

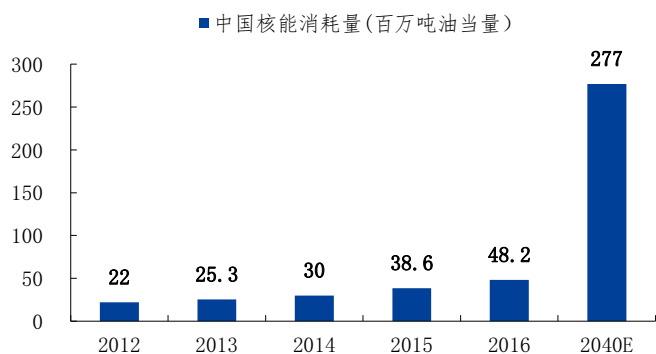
图 19：各国核电机组并网、在建、规划数量（截至 2018 年 2 月底）



资料来源：wind，华金证券研究所

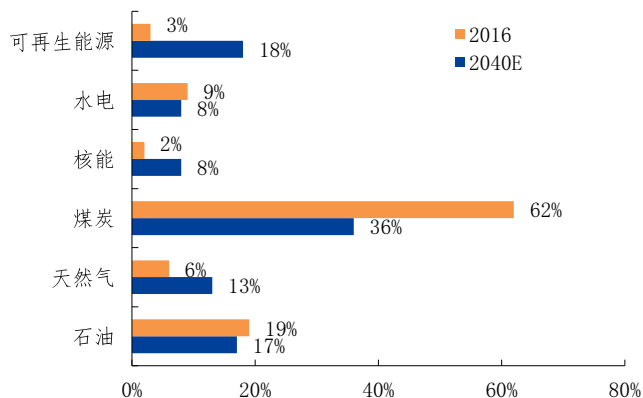
根据 BP 统计及预测，在全球能源逐渐转型为清洁能源的背景下，2016 年全球核能发电量增长 1.5%，增长量 59 太瓦时；其中由中国核能发电量的增长驱动达 51 太瓦时，中国的增长占全球增长的 86%。从中国能源需求看，核能的需求占比将从 2016 年的 2% 提升至 2040 的 8%，2016-2040 年核能需求增幅预计达到 574%。

图 20：中国核能消耗量（百万吨油当量）



资料来源：BP 中国能源统计年鉴，华金证券研究所

图 21：中国能源消耗占比



资料来源：BP 中国能源统计年鉴，华金证券研究所

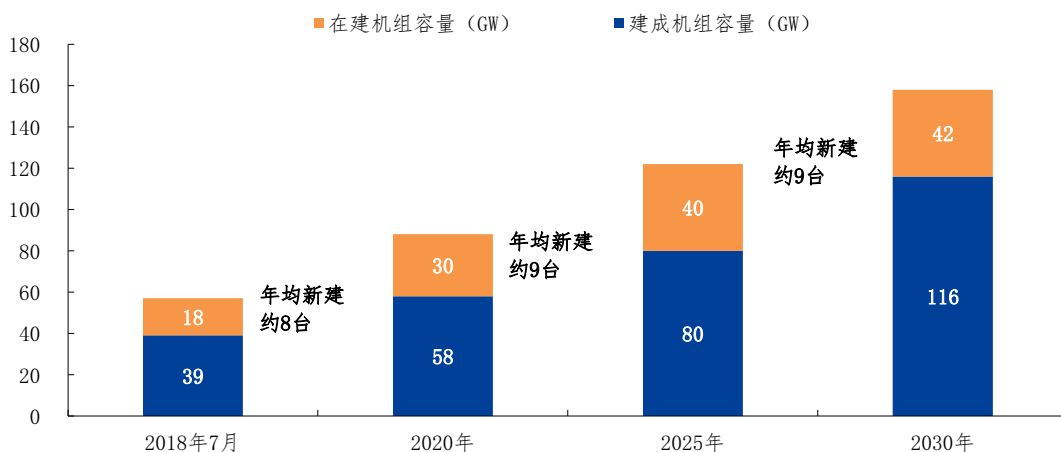
我国是核能及核技术应用大国，在建机组数量居世界第一。据世界核运行者协会（WANO）统计，我国核电机组的运行指标大多数高于世界平均水平，部分指标处于国际先进水平，在建核电机组质量受控。从核电政策指引上，2016 年制定的电力发展“十三五”规划，到 2020 年核电装机容量达到 58GW，在建容量 30GW 以上。这一核电政策指引与 2012 年的核电中长期发展规划

(2011-2020) 相一致。目前，我国核电运行装机容量约为 38GW，占全国电力装机 2.14%。2017 年，商运核电机组累计发电量为 2474.69 亿千瓦时，占全国累计发电量的 3.94%，对比发达国家仍有较大的提升空间。

(二) 我国核岛设备市场空间年均达 500 亿元

国家能源局《2018 年能源工作指导意见》中提出年内计划建成 5 台机组，计划开工 6-8 台机组。今年以来，田湾 3 号、阳江 5 号、台山 1 号已分别实现商运；按目前进度，预计今年将可能实现商运的有田湾 4 号、山门 1, 2 号、海阳 1, 2 号机组等共 5 台机组，届时将大超年内建成 5 台机组的目标。自 2016 年以来，核电行业仍没有新机组审批，上游设备厂商订单受到一定影响；随着四台三代 AP1000 机组（三门 1、2 号，海阳 1、2 号）商运临近，石岛湾 CAP1400 示范机组有望年内核准后 FCD，并将开启核电机组审批窗口。根据目前我国核电规划与前期项目路条情况，预计最早一批核准的包括石岛湾 2 台 CAP1400、湛江 2 台 CAP1000、昌江 2 台华龙一号、漳州 2 台华龙一号、宁德 2 台华龙一号、徐大堡 2 台 AP1000。

图 22：我国建成与在建核电机组容量测算（GW）



资料来源：华金证券研究所预测

我国三代核电技术日趋成熟，且相较于耗资近百亿美元的美国 AP 系列、俄罗斯压水堆等，我国华龙一号、CAP1000/CAP1400 拥有显著的性价比优势。我国三代核电技术走出国门步伐加快，将塑造中国制造第二张名片。

表 5：中国核电出口战略资料

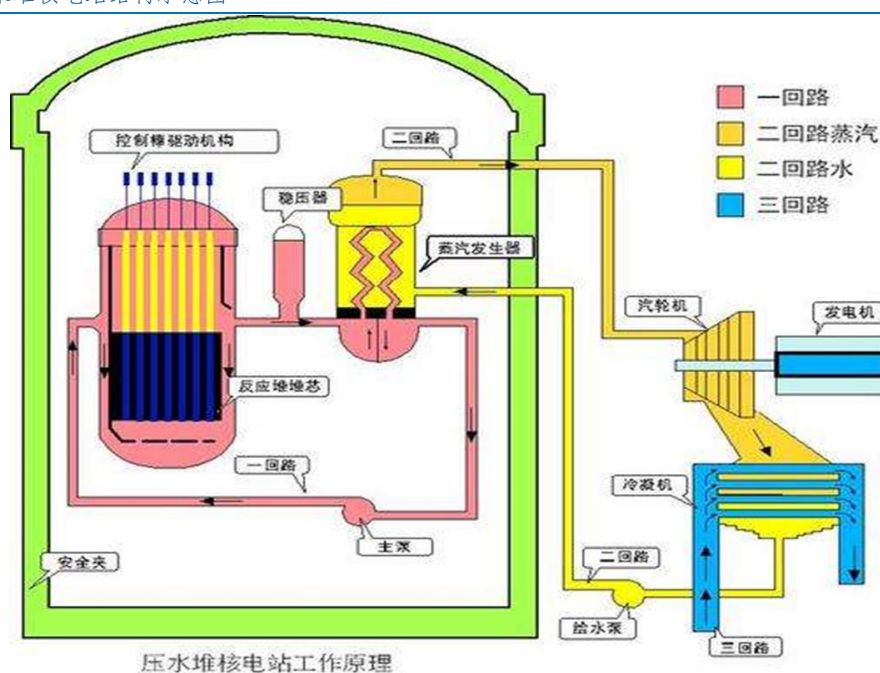
核电项目	所在地	机组技术	承接公司	项目进程
卡拉奇海岸核电站	巴基斯坦	华龙一号	中核集团	验收试运
阿根廷第五核电站	阿根廷	华龙一号	中核集团	融资规划，2020 开建
Bradwell B 项目	英国	华龙一号	中广核集团	合作，审核阶段
肯尼亚核电局项目	肯尼亚	华龙一号	中广核集团	签订国际合作协议
埃及核电项目	埃及	华龙一号	中核集团	签订国际合作协议
Thyspunt	南非	CAP1400	国电投	签订国际合作协议，参与竞标

资料来源：北极星电力网，世界核协会，华金证券研究所

目前我国已建与在建核电站技术以压水堆为主，设备主要分为核岛设备、常规岛设备和辅助设备。从以往核电投资占比看，核岛设备占电站总投资比重在 30%-40%，常规岛设备投资占比 10%-15%，辅助设备投资占比 7%-10%。其中核岛设备是核电设备制造中最关键的一环，而常规岛设备和辅助设备跟普通火电站差别不大，技术成熟且竞争激烈。核岛设备主要包括压力容器、主泵、蒸汽发生器、稳压器、主管道等主设备以及堆内构件、控制棒驱动机构等。我国核岛主设备主要供应商为一重、上气、东气、哈气和二重等企业。

目前国内已经建成投产的二代改进型核电机组，其单位造价在 1.2-1.4 万元/千瓦，预计 AP 系列与华龙一号批量建造后的成本在 1.6-2 万元/千瓦，即单台百万千瓦电站的投资额在 160-200 亿元。根据我们预测，未来十年年均新建约 8 台机组，核岛主设备及锻件投资额占比 35%，核岛设备的市场空间年均达 448-560 亿元。

图 23：压水堆核电站结构示意图



资料来源：网络资料，华金证券研究所

（三） 反应堆压力容器及锻件优势明显

公司是国内最早开发生产核电装备的企业，产品包括核反应堆压力容器、蒸发器、稳压器、主管道、主泵等，致力于核电大型锻件及核岛主设备制造，先后为国内核电行业提供 40 余台核岛一回路主设备和 1000 余件核电锻件。二代加、三代百万千瓦级核反应堆压力容器已交付近 20 台，占我国 60% 以上压力容器市场；在制三代百万千瓦级核反应堆压力容器超过 10 台。公司在国内率先承担世界首座 AP1000 核岛全套锻件的制造任务；全球首台“华龙一号”福清 5 号核反应堆压力容器已于 2017 年交付，福清 6 号压力容器 2018 年 10 月从大连起运。

图 24: 中国一重 AP1000 核岛锻件



资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

图 25: 中国一重华龙一号压力容器

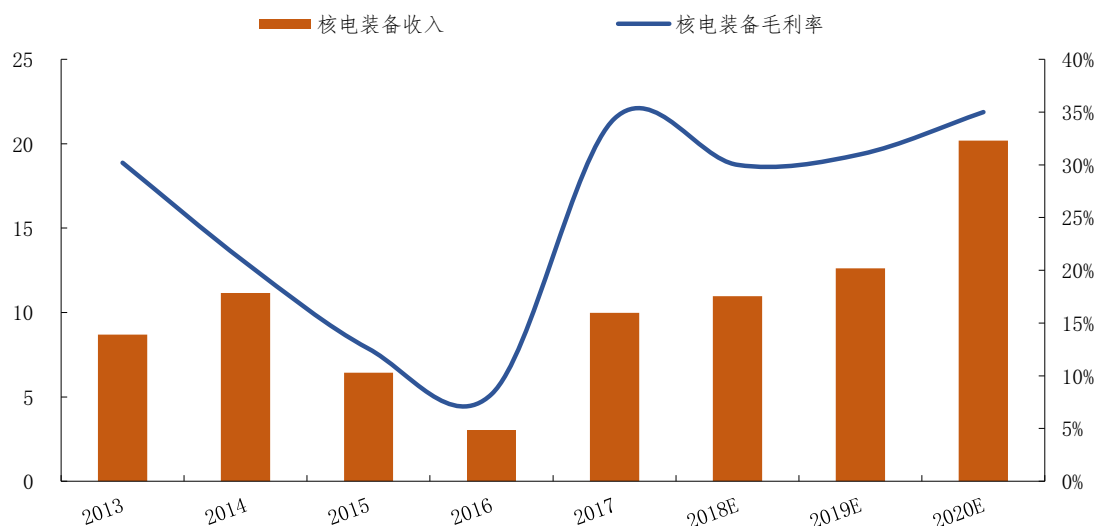


资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

公司 2016 年新增核电装备订单 20.71 亿元, 而受到 2016 年以来我国未有新发电机组审批影响, 预计 2017-2018 年核电业务订单较为低迷。公司核电装备业务 2017 年实现收入 9.97 亿元, 同比增加 228%; 毛利率为 34.39%, 盈利能力增强, 并显著优于公司其他业务。

我国核电发电量占比仍然较低, 有较大的提升空间; 核电设备市场空间庞大, 作为核电主设备制造领域的龙头, 公司将持续受益。考虑到 2016 年至今未新机组审批, 我们预计公司 2018-2019 将以消化存量订单为主, 2020 年起将进入设备交付高峰期。该板块业务 2018-2020 年销售收入预计分别增长 10%、15%、60%, 分别达 11.0 亿元、12.6 亿元、20.2 亿元。核电主设备订单执行周期一般 2-3 年, 前期所签订单的毛利率将受原材料和能源价格处于高位的影响; 而随着原材料和能源价格企稳, 以及受益于规模效应, 预计毛利率自 2020 年将有较大提升, 我们预计 2018-2020 年毛利率分别为 30%、31%、35%。

图 26: 公司核电装备业务营业收入与毛利率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所预测

(四) 卡位四代核电技术, 保持先发优势

全球来看，核电站技术方案逐步进入到更安全，更经济，防核扩散的第四代核电站技术，其中包括气冷快堆、铅冷快堆、钠冷快堆、熔盐堆、超临界水堆和超高温堆。我国走在四代堆技术研究前列，并以高温气冷堆和快堆为主要发展方向。

我国在 20 世纪 80 年代起开展 10MW 高温气冷实验堆的研究，于 2000 年 12 月建成临界，2003 年 1 月实现满功率并网发电；国家重大科技专项石岛湾高温气冷堆示范工程于 2012 年 12 月 FCD，并于 2018 年 9 月完成燃料装卸系统后开始调试，计划于 2019 年底前后建成发电；中核集团自主设计建造的我国首座实验快堆于 2011 年 7 月实现并网发电，2012 年国家科技部验收；首座 60 万千瓦示范快堆霞浦核电站于 2017 年 12 月开始土建开工，预计 2023 年建成投产。我国掌握四代堆全部关键技术，具有完全自主知识产权的第四代先进核电技术，具有固有安全性、多功能用途、模块化建造的特点和优势。

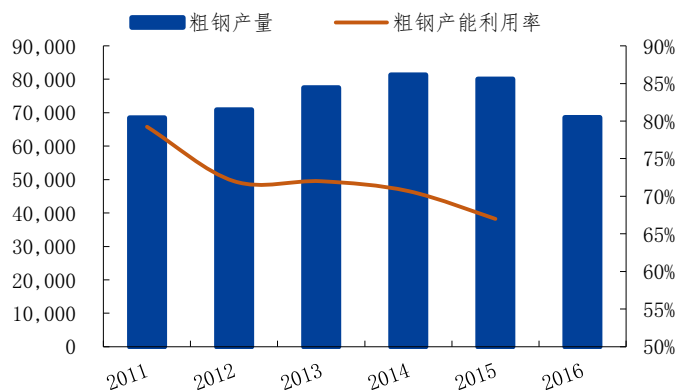
公司与中核建合作推进高温气冷堆产业化，已完成项目初步设计和压力容器、金属堆内构件的初步制造方案，正开展蒸发器换热管对接焊接、环焊缝热丝 TIG 焊等研究工作，目前石岛湾高温气冷堆示范机组土建施工今年上半年进入收尾阶段，正全力推进蒸发器等关键主设备的到货安装；快堆方面，公司在 2017 年开展核电装备联合设计业务，取得快堆科研及施工设计合同。公司在四代核电技术产业化推进初期与相关企业进行深度合作研发关键设备，具备显著的先发优势，随着我国愈加重视核电发展的自主知识产权，以及高温气冷堆和快堆示范工程的推进，预计“十四五”期间将加快推进四代核电技术产业化进程。

四、冶金装备：产能置换正当时，中高端成套设备需求旺盛

（一） 钢铁去产能卓有成效

“十二五”期间，钢铁产量持续增长，而产能利用率不断下滑，2015 年下降至 67%，产能过剩问题严重。另一方面，钢铁行业需求在 2015 年触底后略有反弹，自 2016 年我国粗钢产量和表观消费量均出现小幅回升。2016-2017 年全国粗钢产量分别为 8.08/8.32 亿吨，同比分别增长 1.2%/5.7%；表观消费量分别为 7.09/7.85 亿吨，同比分别增长 2.0/10.7%。钢铁产销两旺主要得益于基础设施、房地产、汽车、工程机械等行业近两年的超预期增长。

图 27：2011-2015 钢铁产量与产能利用率



资料来源：wind，华金证券研究所

图 28：钢铁消耗当月同比 (%)



资料来源：wind，华金证券研究所

在钢铁产能严重过剩的状况下，国家实施多项政策严格限制钢铁产能，推动产业结构升级。2016年1月国常会计划在2020年前累计减产1.5亿吨；发改委与工信部相继公布实施办法和相关意见严控产能增加。尤其是在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域实施更严格的1.25:1的产能置换，其余地域为等量置换。目标为十三五计划完成减产，并将粗钢产能利用率提高至75%-80%。我国在化解过剩产能中政策执行严格，成效显著。我国钢铁产能2016年减少6500万吨，2017年减少超5000万吨，2018年1-7月减少2470万吨，2016年以来累计去产能已接近“十三五”目标的1.5亿吨。此外还出清了1.4亿吨地条钢产能。未来钢铁行业供给侧改革的任务将由去产能转变为巩固供给侧改革成效，提升钢铁行业竞争力，产能置换将成行业重点发展方向。

表 6：供给侧改革相关会议以及政策

时间	会议/政策	相关主要内容
2016/1/22	国务院常务会议	引导企业通过兼并重组、转型转产、搬迁改造等主动退出产能。在近几年淘汰落后钢铁产能9000多万吨的基础上，再压减粗钢产能1—1.5亿吨。
2016/2/4	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	在近年来淘汰落后钢铁产能的基础上，从2016年开始，用5年时间再压减粗钢产能1亿—1.5亿吨。在6个月内未整改或整改后仍不合格的，依法关停退出。
2016/10/28	《钢铁工业调整升级规划（2016—2020年）》	要求各地一律不得净增钢铁冶炼能力，结构调整及改造项目必须严格执行产能减量置换，已经国家核准和地方备案的拟建、在建钢铁项目也要实行减量置换。
2017/5/12	《钢铁行业产能置换实施办法》	严查400立方米及以下的炼铁高炉（符合《铸造用生铁企业认定规范条件》的铸造高炉除外）、30吨及以下炼钢转炉、30吨及以下炼钢电炉（高合金电弧炉除外）等落后产能。
2017/12/31	《钢铁行业产能置换实施办法》	京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域实施更严格的1.25:1的产能置换，其余地域为等量置换。
2018/4/20	《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》	累计退出粗钢产能超过1.2亿吨，计划2018年退出粗钢产能3000万吨左右完成目标，并且粗钢产能利用率在2020年达到75%-80%。

资料来源：国务院、工信部、发改委，华金证券研究所

（二） 钢铁行业普遍盈利，产能置换正当时

钢铁行业供给侧改革以来，钢价回升显著，国内钢企盈利状况大为改善，并刺激企业产能置换以提高效率和质量。根据SW钢铁板块32家上市企业财报（除st抚钢），钢企盈利面同比显著扩大，行业盈利能力改善明显。2017年32家企业整体归母净利润765亿元，同比增长384%。

图 29：SW 钢铁行业营业收入（亿元）

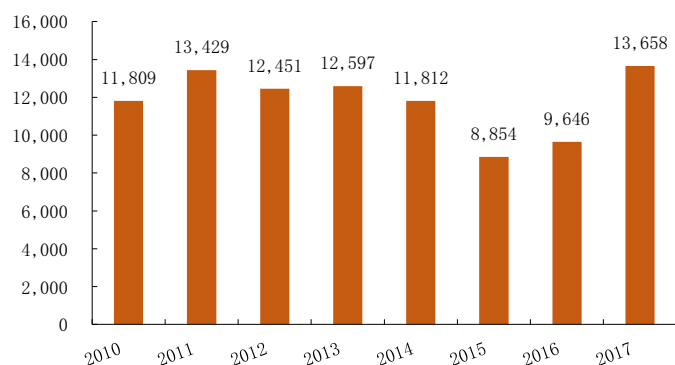
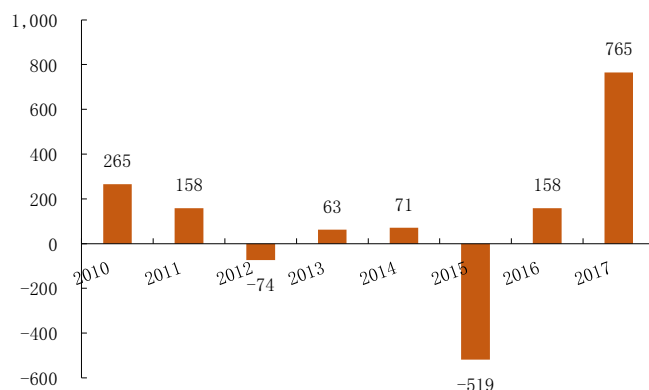


图 30：SW 钢铁行业归母净利润（亿元）



资料来源: wind, 华金证券研究所

资料来源: wind, 华金证券研究所

去产能政策的严格执行的同时,环保标准不断提高,生产工艺和设备落后的企业面临着去产能和环保的双重压力。在环保和限产的双向压力下,钢企对技术和工艺落后的设备进行提升动力得到加强。产能置换后的产品质量和生产效率得到进一步提升,并与企业盈利实现良性循环。据钢铁新闻网统计我国钢铁企业产能置换项目,2017年公示将新建炼钢产能1.18亿吨,对应置出产能1.32亿吨;2018年上半年公示将新建炼钢产能2670万吨,对应置出产能3362万吨。参考目前钢铁项目每吨钢材产能投资约3500元计算,2017年至2018年上半年公示的产能置换项目拟新建合计1.45亿吨产能,按通常3年建设周期,每年将拉动约1700亿元投资规模。

表7: 2018年上半年公布的钢铁淘汰产能与新建产能

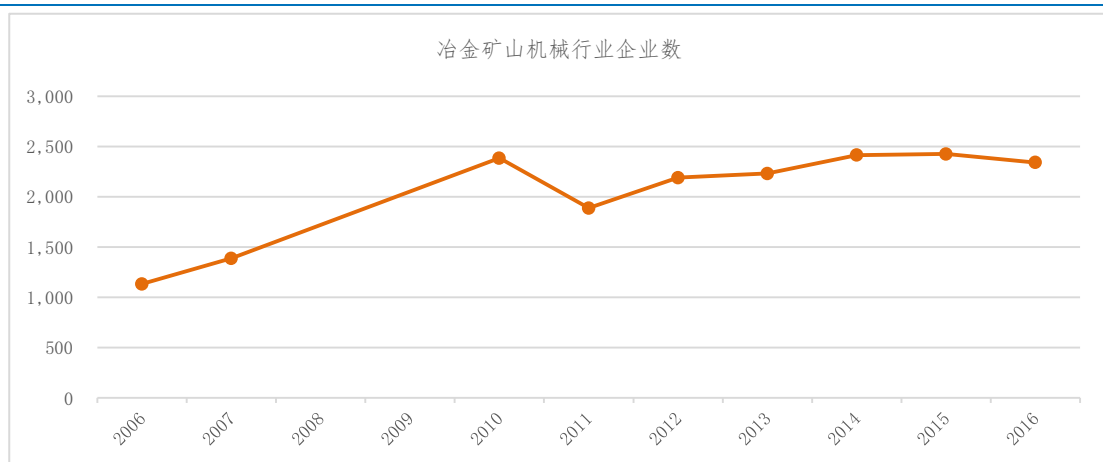
公示时间	淘汰项目		新建项目	
	企业	淘汰产能(万吨)	企业	新建产能(万吨)
2018/1/11	河北文峰、河北新武安等	1242	河北太行	548
2018/2/2	河北前进	90	福建鼎盛	172.5
2018/2/8	福州福泰	50	-	-
2018/2/9	陕西汉中	57.5	陕西汉中	60
	河源德润	92	河源德润	90
2018/3/22	莱钢永锋	124	永锋淄博	122
	山东钢铁	1367	山东钢铁	1345
2018/4/2	鸿泰钢铁	100	鸿泰钢铁	98
2018/5/16	玉溪仙福	45.83	玉溪仙福	45.03
2018/5/17	唐山兴隆	150	柳州钢铁	146
2018/6/11	山西中升	170	山西中升	165
合计		3362		2670

资料来源: Mysteel, 华金证券研究所

(三) 冶金设备转入存量市场, 比拼综合实力, 强者恒强

当前,全球的钢铁和有色金属冶炼产能已过剩,并由增量转入存量需求;新增主力市场主要为落后生产工艺及设备淘汰置换,以及节能降耗、自动化、智能化技术改造升级。冶金设备行业已迈入由冶金设备制造向冶金设备制造和技术改造服务的转型期,制造能力和技术服务能力较弱的企业将逐渐被淘汰,行业内企业数量已自2015年出现向下拐点。

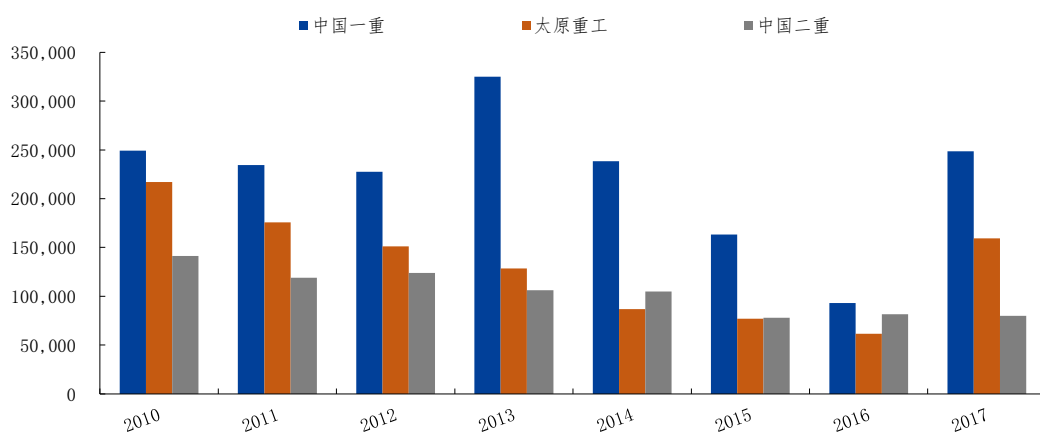
图 31：我国冶金矿山机械行业企业数（家）



资料来源：Wind，中国重型机械工业年鉴，华金证券研究所

国内在冶金成套设备供应商占据核心地位的主要为中国一重、中国二重、太原重工等，其中又以一重为绝对领头羊，在轧制设备与冶炼设备均具有显著的规模和技术优势。二重产品特点与一重相当，产品覆盖大型热连轧机、中厚板轧机等；太原重工冶金设备业务主要在轧制，在无缝钢管成套设备、焊管成套具备传统优势。

图 32：一重、二重、太重冶金设备业务营收对比（万元）



资料来源：Wind，中国重型机械工业年鉴，华金证券研究所

轧制设备是轧制工序的关键设备，约有 90%的钢材是通过将钢锭或钢坯轧制成材。公司生产的轧制设备包括热带钢连轧机、冷带钢连轧机、中宽厚板轧机等。公司为鞍钢、韩国浦项制铁制造的 5500 毫米宽厚板轧机是目前世界上规格最大、装机水平最高、轧制能力最强，具有国际先进水平的宽厚板轧机。公司除了自行设计制造外，也与西马克集团、西门子奥钢联、达涅利集团、三菱重工等国际知名公司合作制造不同种类连轧机，公司在巴西、印度、德国等国家设立办事处，增强自身在海外市场的影响力和竞争优势。作为供应商，公司将各类轧制设备产品出售给宝钢、鞍钢、武钢、首钢等钢铁公司，产品也出口到美洲、欧洲、东南亚、非洲等地区。

公司生产的冶炼设备有高炉、混铁炉（600-1300 吨）、转炉（100-300 吨），并先后与西马克集团、西门子奥钢联等国际知名公司合作；制造的 4063 立方米高炉、600-1300 吨混铁炉、100-300 吨转炉、1100-2300 毫米板坯连铸机设备装备了宝钢、鞍钢、武钢等十几家大型钢铁企业。目前公司已经具备向国内外钢铁企业提供具有自主知识产权冶炼设备的能力。

图 33：公司 5500 毫米宽厚板轧机



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

图 34：公司 300 吨转炉



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

钢铁行业目前以去产能及产业升级为主导方向，冶金设备行业已迈入存量市场的竞争，公司在冶金成套项目总包优势愈发明显。这主要伴随着国内自主集成成套设备能力的增强，国内新上项目数量的减少，钢铁企业对冶金成套项目工程总承包和交钥匙工程也越来越青睐；这为冶金设备制造业的发展提供了新的机遇，并进一步推动冶金设备企业向制造服务业升级转变。公司已完成了多个冶金成套总承包项目，具备显著的竞争优势。其中包括：山东远大、海宁联鑫 1420mm 酸洗冷连轧机交钥匙工程项目、1450mm 十八辊不锈钢双机架冷轧机组、1600mm 不锈钢连铸机及冷轧退火酸洗生产线、尼日利亚董氏集团的 900mm 冷连轧项目。另外，今年上半年公司承揽的沃莱迪 1780mm 炉卷轧机总承包项目正式开工建设。

（四） 毛利率显著提升，国际业务成亮点

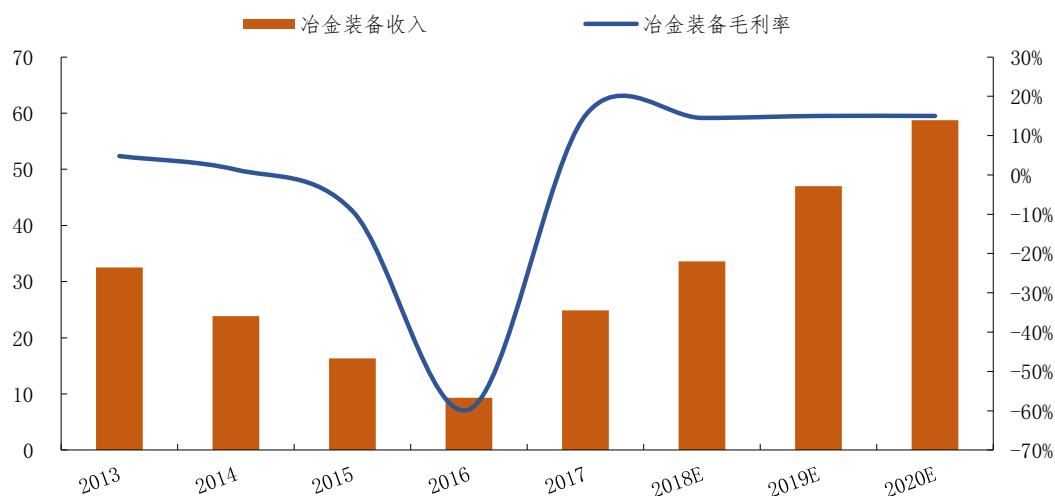
2013-2016 年，公司冶金成套设备受到钢铁行业产能过剩影响，需求下降致市场竞争异常激烈，使得冶金设备毛利率下降，利润空间遭受挤压。随着供给侧改革逐步推进，2016 年下半年以来，公司订单迅速增加，盈利能力大为改善。公司 2016/2017 年冶金成套类设备新增订单分别为 20.36/33.78 亿元；2018 年上半年新签订单量 27 亿元，达 2017 年全年的 80%。2017 年冶金成套类设备收入 24.87 亿元，同比增加 168%，公司制造技术的提升以及规模效应，使成本得以摊薄，产品盈利能力大幅上升。公司作为全球仅有少数顶尖冶金设备供应商，在下游行业需求整体回暖的情况下，营收与盈利能力的提升具有可持续性。

另外，越来越多的冶金成套项目按工程总承包的方式实施，工程总承包将继续推动冶金设备制造企业响应“一带一路”倡议走向国际市场，实现由中国制造向中国创造的转变。公司 2018 年上半年国际化经营取得新突破，实现新增订货 5.1 亿元，其中大部分为冶金成套设备和服务订单。

公司冶金设备受益于钢铁行业的供给侧改革和产能置换的推进；下游钢铁企业盈利普遍向好，提升资本开支意愿加强，而成套设备的出口也呈现复苏态势。公司 2017 年及 2018 年上半年新签订单分别达 33.78 亿元、27 亿元，我们预计冶金设备 2018-2020 年销售收入增速分别为 35%、40%和 25%，分别达 33.6 亿元、47.0 亿元、58.8 亿元；预计短期毛利率会受到原材料与能源价

格处于高位影响；随着营收规模的扩大，以及向中高端产品结构调整，盈利能力将持续改善。我们预测公司 2018-2020 年毛利率分别为 14.5%、15%和 15.5%。

图 35：公司冶金设备业务收入与毛利率（亿元，%）



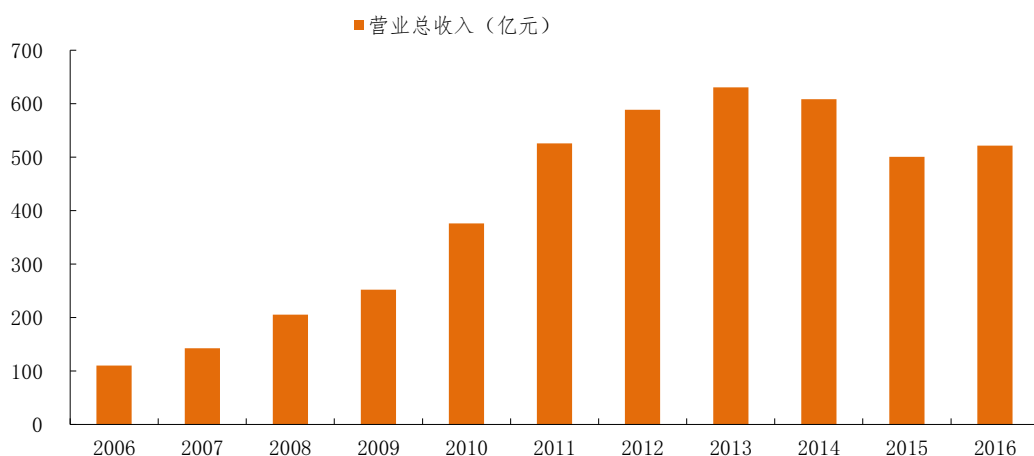
资料来源：Wind，华金证券研究所预测

五、迈入价值再造新阶段

（一）积极改革成效显著，经营质量持续改善

公司在 2015、2016 年连续两年亏损，刘明忠临危受命，担任中国一重集团董事长。董事长刘明忠为钢铁冶金专业出身，工学博士，此前在新兴际华担任董事长。在 2006-2016 年任期中，刘明忠凭借自身专业知识水平，参与主导世界首创特长离心球墨铸管及配套管件的研发活动，并将产品行销 58 个国家和地区，其生产、技术、质量居世界领先水平。刘明忠建设包括铸管、服装、新材料等 8 大产业基地，使得各板块产品结构和总体产业结构继续优化。新兴际华东拓西进，不仅在国内建立多个产业园区，也在印度、加拿大、赞比亚等国家着手布局。11 年里，新兴际华集团实现营业总收入由 185 亿元增长至 2100 亿元；归母净利润由 4.3 亿元增长至 29.7 亿元。董事长结合在新兴际华的管理经验以三项制度改革为核心点和突破点，全力推动劳动用工、企业人事、薪酬分配改革，整合内部组建四大业务板块进而带动全公司的改革全面深化，带领公司 2017 年扭亏为盈。

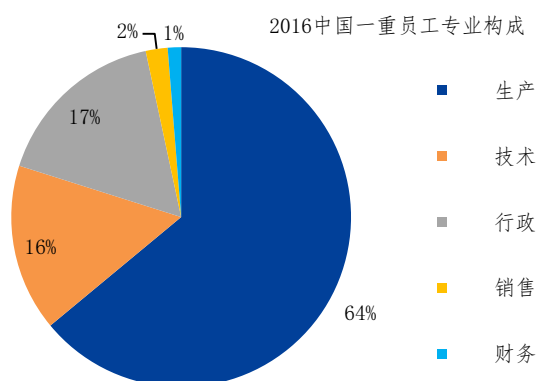
图 36: 刘明忠在任期间新兴铸管营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 华金证券研究所

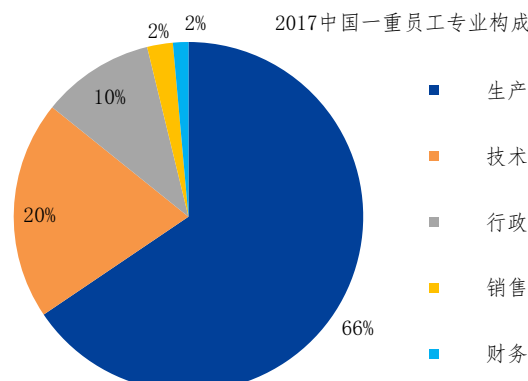
公司自 2016 年起进行内部资源整合改革, 全力推动劳动用工、企业人事、薪酬分配改革。其中精简员工编制是重要的一环。中国一重员工总人数从 11033 人缩减至 8413 人。从员工结构看, 技术人员和本硕博学历员工占比显著提高。

图 37: 中国一重员工专业构成 (2016 年)



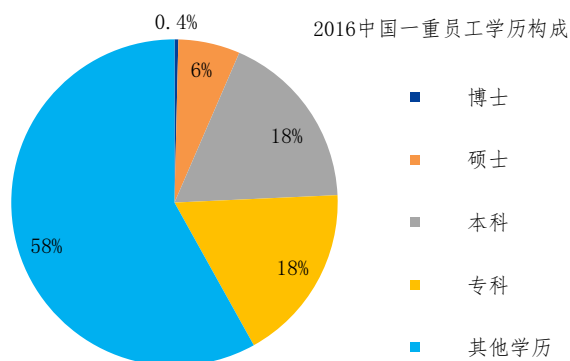
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 38: 中国一重员工专业构成 (2017 年)



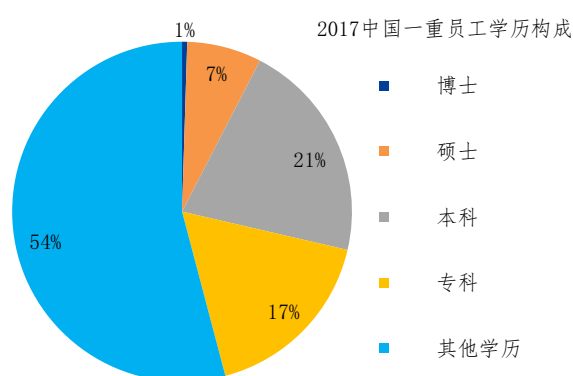
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 39: 中国一重员工学历构成 (2016 年)



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 40: 中国一重员工学历构成 (2017 年)

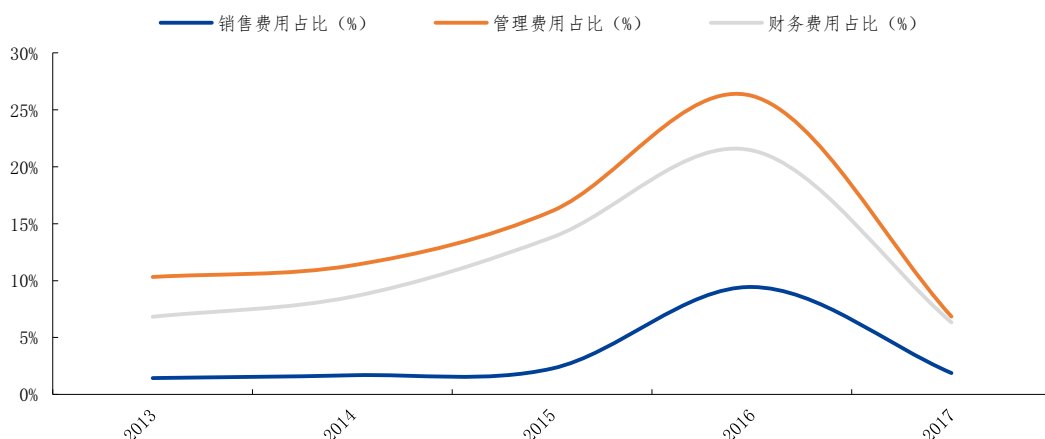


资料来源: wind, 华金证券研究所

公司在 2016 年先后对各单位总经理、副总经理、总会计师等 278 个岗位进行内部市场化选聘, 淘汰率达 40%。劳动用工方面, 重新开展职工编制核定工作, 总部职能部门人员通过市场化

选聘由 193 人减至 129 人，减少比例达 33%；平均年龄由 41 岁减至 38 岁，管理人员由 14.5% 减至 6.5%，辅助生产工人由 19.2% 减至 7.9%。薪酬分配方面，按照薪酬分配坚持向营销、高科技研发、苦险脏累差、高级管理四类人员倾斜的原则，积极做好薪酬分配政策的调整工作。层层签订经济责任书，建立了横向到边、纵向到底的责任网。2017 年公司整体管理费用率、销售费用率、财务费用率均有不同程度的下降。未来随着降本增效，清理无效资产的深入推进，以及公司各业务收入规模的扩大，公司利润水平和利润率将有进一步的提升空间。

图 41：公司 2013-2017 年期间费用率变化（%）



资料来源：wind，华金证券研究所

（二） 聚焦主业，处僵治困，资产结构不断优化

据经济观察报，按照中国一重内部《全面深化改革实施方案》提出了发展混合所有制、处置“僵尸企业”、加强资产管理、解决历史遗留问题等 10 个方面问题、21 项任务、105 条具体措施，并明确改革问题清单、任务清单、责任清单。至 2018 年初，各项改革工作全面推进，105 项具体措施中，43 项已完成，4 项已基本完成，33 项正按时间节点推进，25 项持续推进工作也在逐步深入落实。

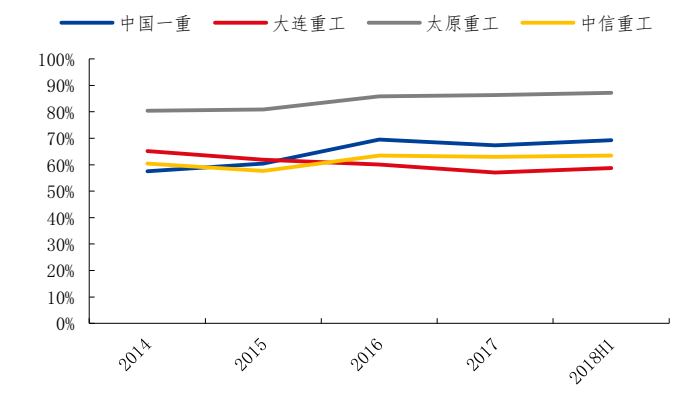
公司正积极清理低效无效资产，完成工业副产品等挂牌出售工作。公司于 2018 年 2 月，转让全资子公司一重新能源 70% 股权给集团，以聚焦重型装备制造主业。新能源板块业务不属于公司主业，正处于发展初期，存在较大风险，并可能将影响公司核心产业的发展。转让一重新能源公司 70% 股权预计为公司带来 1654 万元股权转让收益。

另外，公司正加快苏州重工，绍兴重型机床两户“僵尸企业”处置，预计在未来两年将逐步清除。2017 年，苏州重工（公司控股 82.08%）账面资产总额 1.68 亿元，负债总额 2.78 亿元，亏损 3927 万元；绍兴重型机床（公司控股 60%）账面资产总额 2.95 亿元，负债总额 3.56 亿元，亏损 3706 万元。处理两户僵尸企业将每年为公司减亏 5000 万元以上，并将改善资产负债表。

公司 2017 年起强力推进货款回收，严格按照回款考核细则，将营销人员的收入与业绩紧密挂钩。定期限、定人员、定责任、定目标、定奖罚，对回款指标进行细化分解，分阶段制定回款目标并及时对回款情况进行动态梳理，按照逾期应收款、正常周转应收款、当年销售合同回款等

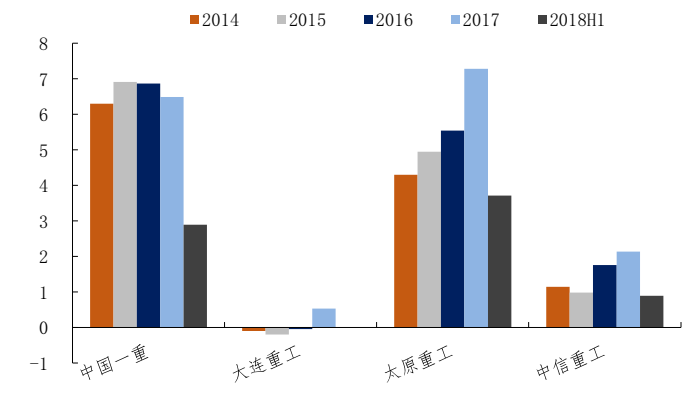
进行分类，采取相应措施进行清收。公司 2017 年实现回款 120.7 亿元，达到历史最好水平，同比增长 50.4%；2018 年上半年完成回款 49.57 亿元，继续保持良好的回款态势。另一方面，公司于 2017 年 10 月完成非公开发行股票融资，向中国第一重型机械集团公司非公开 3.20 亿股，募资 15.50 亿元。良好的回款和定增募资持续改善公司资产负债表，为公司运营的良性循环创造了条件。

图 42：四大重机上市公司资产负债率



资料来源：wind，华金证券研究所

图 43：四大重机上市公司财务费用（亿元）



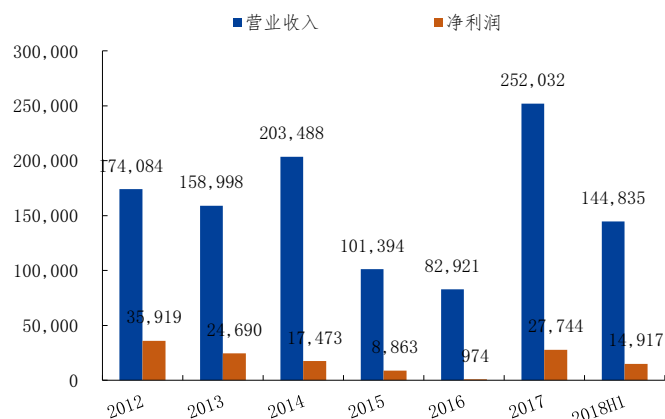
资料来源：wind，华金证券研究所

（三）两优质子公司纳入“双百”，有望激活企业活力

2018 年 3 月，根据《关于开展“国企改革双百行动”企业遴选工作的通知》要求，国务院国有企业改革领导小组办公室决定选取百家中央企业子企业和百家地方国有骨干企业，在 2018-2020 年期间实施“国企改革双百行动”，深入推进综合改革，聚焦重点难点，补齐改革短板，在改革重点领域和关键环节率先取得突破，打造一批治理结构科学完善、经营机制灵活高效、党的领导坚强有力、创新能力和市场竞争力显著提升的国企改革尖兵，充分发挥典型引领示范带动作用。

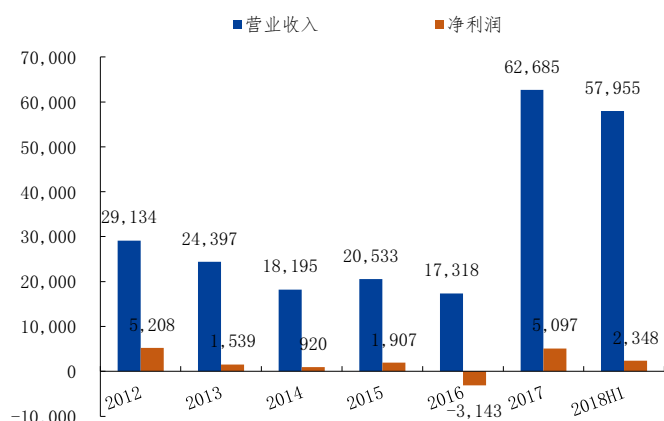
2018 年 8 月 8 日，公司下属全资子公司大连工程技术有限公司、大连加氢反应器制造有限公司被纳入本次国企改革“双百企业”名单。围绕着“双百企业”，多项改革措施将落地，包括健全企业法人治理结构、完善市场化经营机制、积极稳妥推进股权多元化和混合所有制改革、健全激励约束机制、解决历史遗留问题、员工持股、完善现代企业制度、薪酬改革等。公司全资子公司大连工程技术与大连加氢反应器均为较为公司优质资产，历史上保持了较好的营收和盈利水平，随着国企改革推进，激励机制落地将激发企业经营活力，盈利能力有望迈入持续的上升通道。

图 44：大连加氢反应器制造有限公司营业收入与净利润（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 45：大连设计研究院有限公司营业收入与净利润（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

六、盈利预测与估值

公司 2018 年前三季度实现营收 67.64 亿元，同比增长 2.47%；实现归母净利润 1.03 亿元，同比增长 148%。公司 2018-2020 年主要业务板块的财务指标预测如下：

公司重型压力容器板块将受益于炼化一体化项目推进带来的设备投资景气提升。我们预计该板块业务收入将处于中高速增长。我们预测石化装备业务 2018-2020 年营收增速分别为 45%、50%、30%；受钢价和能源价格相对高位，及石化装备订单签订与执行周期（约 12 个月）的影响，料 2018 年毛利率将小幅下滑；而原材料和能源价格 2018 年企稳，受益于规模效应，毛利率未来有小幅提升空间，因此预测 2018-2020 年毛利率分别为 27%、28%、28.5%。

我国核电发电量占比仍然较低，有较大的提升空间；核电设备市场空间庞大，作为核电主设备制造领域的龙头将持续受益。考虑到 2016 至 2018 年 10 月期间没有新机组审批，我们预计公司 2018-2019 将以消化存量订单为主，2020 年起将进入设备交付高峰期。该板块业务 2018-2020 年销售收入预计分别增长 10%、15%、60%，分别达 11.0 亿元、12.6 亿元、20.2 亿元。核电主设备订单执行周期 2-3 年，前期签订的订单，短期将受原材料和能源价格处于高位的影响；2020 年起将进入设备交付高峰期，预计规模效应将拉动毛利率提升，我们预计 2018-2020 年毛利率分别为 30%、31%、35%。

公司冶金设备受益于钢铁行业的供给侧改革和产能置换的推进；下游钢铁企业盈利普遍向好，提升资本开支意愿加强，而成套设备的出口也呈现复苏态势。结合公司 2017 年及 2018 年上半年新签订单分别达 33.78 亿、27 亿元，预计冶金设备 2018-2020 年销售收入增速分别为 35%、40% 和 25%，分别达 33.6 亿元、47.0 亿元、58.8 亿元；预计短期毛利率会受到原材料与能源价格高位影响，后续将随规模效应，以及公司产品结构向中高端切入，盈利能力将持续改善。我们预测公司 2018-2020 年毛利率分别为 14.5%、15%和 15.5%。

公司大型铸锻件下游主要为火电行业，考虑到核风光发电的占比提升，预计增速较低；贸易业务不是公司重要发展领域，预计规模将逐步收缩。

随着未来三年营收规模的增长，公司规模效应将逐步显现；另一方面公司自 2016 年以来大力降本增效，人力资源优化方面效果将逐步释放。我们预计，销售费用率及管理费用率将持续改善，2018-2020 年销售费用率分别为 1.78%、1.74%、1.73%，管理费用率分别为 6.70%、6.50%、6.40%。

表 8：主要财务假设

单位 (万元)		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
重型压力容器	营业收入	50,728	29,427	177,813	257,829	386,743	502,766
	增长率 (%)	-60.54%	-41.99%	504.24%	45.00%	50.00%	30.00%
	营业成本	46,348	34,354	127,486	188,215	278,455	359,478
	毛利率 (%)	8.63%	-16.74%	28.30%	27.00%	28.00%	28.50%
核能设备	营业收入	64,356	30,395	99,721	109,693	126,147	201,835
	增长率 (%)	-42.29%	-52.77%	228.09%	10.00%	15.00%	60.00%
	营业成本	56,265	27,886	65,430	76,785	87,041	131,193
	毛利率 (%)	12.57%	8.25%	34.39%	30.00%	31.00%	35.00%
冶金设备	营业收入	163,275	92,946	248,710	335,758	470,062	587,577
	增长率 (%)	-31.47%	-43.07%	167.59%	35.00%	40.00%	25.00%
	营业成本	178,271	148,439	210,972	287,073	399,552	496,503
	毛利率 (%)	-9.18%	-59.70%	15.17%	14.50%	15.00%	15.50%
大型铸锻件	营业收入	88,435	79,040	96,765	104,506	104,506	104,506
	增长率 (%)	-17.04%	-10.62%	22.43%	8.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	98,831	98,800	85,236	95,100	95,100	95,100
	毛利率 (%)	-11.76%	-25.00%	11.91%	9.00%	9.00%	9.00%
锻压设备	营业收入	14,725	25,636	18,022	18,022	18,022	18,022
	增长率 (%)	-6.49%	74.10%	-29.70%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	15,947	34,591	16,333	16,941	16,941	16,941
	毛利率 (%)	-8.30%	-34.93%	9.38%	6.00%	6.00%	6.00%
矿山设备	营业收入	6,432	1,124	191	191	191	191
	增长率 (%)	69.39%	-82.53%	-83.04%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	5,211	1,495	184	184	184	184
	毛利率 (%)	18.98%	-33.05%	3.44%	3.50%	3.50%	3.50%
贸易业务	营业收入	19,920	4,491	261,589	65,397	-	-
	增长率 (%)	63.27%	-77.45%	5724.71%	-75.00%	-100.00%	-100.00%
	营业成本	-	-	261,403	65,397	-	-
	毛利率 (%)	100.00%	100.00%	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	营业收入	93,348	57,382	122,372	134,609	148,070	162,877
	增长率 (%)	-19.61%	-38.53%	113.26%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	86,526	50,861	82,785	110,380	118,456	130,302
	毛利率 (%)	7.31%	11.36%	32.35%	18.00%	20.00%	20.00%
合计	营业收入	501,218	320,440	1,025,183	1,026,006	1,253,741	1,577,775
	增长率 (%)	-31.60%	-36.07%	219.93%	0.08%	22.20%	25.85%
	营业成本	487,399	396,427	849,828	840,076	995,730	1,229,700
	毛利率 (%)	2.76%	-23.71%	17.10%	18.12%	20.58%	22.06%

资料来源：wind，华金证券研究所预测

根据公司业务特点，选择可比公司的估值情况如下：

表 9：可比公司市值、股价以及估值对比（2018 年 11 月 18 日）

可比公司	证券代码	市值（亿元）	最新股价	PS (TTM)	PB (LF)
三一重工	600031.SH	642	8.24	1.25	2.12
兰石重装	603169.SH	50	4.69	1.67	1.61
中信重工	601608.SH	123	2.79	2.51	1.71
大连重工	002204.SZ	65	3.34	1.03	1.02
太原重工	600169.SH	62	2.39	0.92	1.49
鞍重股份	002667.SZ	16	7.10	8.58	2.13
山东矿机	002526.SZ	41	2.29	2.20	1.72
北方股份	600262.SH	29	16.71	2.10	2.60
可比公司平均值		129		2.53	1.80
可比公司中位值		56		1.88	1.71
中国一重	601106.SH	195	2.81	1.87	1.78

资料来源：wind，华金证券研究所

公司内部提质增效出清无效低效产能，外部需求端石化、核电、钢铁行业均处于景气度提升阶段，借“国企改革双百行动”的东风，公司将进入营收增加、盈利能力改善的快车道。我们预测公司 2018-2020 年营业收入分别为 103 亿元、125 亿元和 158 亿元，净利润分别为 2.80 亿元、6.90 亿元、11.15 亿元。考虑到公司在我国高端重型装备制造业的地位和重要性，主要业务触底反弹和盈利能力提升，着力内部改革经营质量持续向好，根据公司和行业估值水平，提高公司至“买入-A”评级。

七、风险提示

国际油价大幅波动将影响炼化企业盈利持续性和投资积极性；炼化一体化项目投资进度不及预期；钢铁价格如高位回落，影响下游钢企产能置换积极性，以及冶金设备采购需求下降；核电审批重启进度不及预期；原材料价格波动影响企业盈利能力等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,204.4	10,251.8	10,260.1	12,537.4	15,777.7
减:营业成本	3,964.3	8,498.3	8,400.8	9,957.3	12,297.0
营业税费	81.7	136.1	133.4	163.0	205.1
销售费用	302.5	193.2	182.6	218.2	273.0
管理费用	840.6	700.9	687.4	814.9	1,009.8
财务费用	687.0	648.5	342.0	383.5	451.1
资产减值损失	2,959.4	26.9	170.0	145.0	145.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	9.9	142.1	30.0	35.0	40.0
营业利润	-5,621.1	209.9	373.8	890.5	1,436.8
加:营业外净收支	74.0	-104.6	15.0	55.0	70.0
利润总额	-5,547.1	105.3	388.8	945.5	1,506.8
减:所得税	242.9	29.8	108.9	255.3	391.8
净利润	-5,734.0	84.2	280.0	690.2	1,115.1

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,910.1	3,506.1	3,591.0	2,256.7	3,471.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	10,216.2	9,631.0	10,604.2	14,122.4	16,994.8
应收票据	2,553.3	4,469.0	2,086.0	5,924.0	4,156.2
预付帐款	635.9	1,031.6	1,302.0	1,464.0	1,951.9
存货	3,440.1	3,799.0	3,435.0	5,139.3	5,449.8
其他流动资产	346.5	100.5	80.0	60.0	50.0
可供出售金融资产	3.8	3.8	6.3	6.3	6.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	72.9	71.4	71.4	71.4	71.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	6,391.0	5,963.1	5,938.5	5,486.2	5,317.7
在建工程	1,831.3	2,259.5	1,686.7	1,215.7	886.0
无形资产	1,425.0	1,459.4	1,392.9	1,326.3	1,259.8
其他非流动资产	590.7	1,085.2	453.5	353.1	302.6
资产总额	30,416.9	33,379.5	30,647.4	37,425.4	39,917.5
短期债务	7,140.4	6,709.1	7,700.4	8,491.0	9,276.6
应付帐款	4,828.9	6,006.9	5,894.1	8,212.1	9,208.7
应付票据	327.2	1,184.4	1,849.2	1,746.5	2,694.1
其他流动负债	6,686.2	3,112.0	3,613.0	2,802.0	4,709.1
长期借款	1,255.0	4,520.0	353.8	4,453.8	1,528.4
其他非流动负债	889.8	931.4	200.0	200.0	200.0
负债总额	21,127.4	22,463.9	19,610.4	25,905.3	27,616.9
少数股东权益	84.8	85.5	85.5	85.5	85.5
股本	6,538.0	6,857.8	6,857.8	6,857.8	6,857.8
留存收益	2,590.8	3,895.2	4,093.7	4,576.8	5,357.4
股东权益	9,289.5	10,915.6	11,036.9	11,520.1	12,300.6

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	-5,790.0	75.6	280.0	690.2	1,115.1
加:折旧和摊销	528.0	507.8	571.0	576.8	614.8
资产减值准备	2,959.4	26.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	711.8	656.2	342.0	383.5	451.1
投资损失	-9.9	-142.1	-30.0	-35.0	-40.0
少数股东损益	-56.0	-8.6	-	-	-
营运资金的变动	3,851.2	-464.2	2,967.6	-7,497.9	2,008.8
经营活动产生现金流量	500.3	983.4	4,130.6	-5,882.3	4,149.7
投资活动产生现金流量	1,223.3	-397.3	120.5	448.0	-10.0
融资活动产生现金流量	-1,982.9	-54.3	-4,166.2	4,100.0	-2,925.4

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	-36.1%	219.9%	0.1%	22.2%	25.8%
营业利润增长率	200.2%	-103.7%	78.1%	138.2%	61.3%
净利润增长率	219.4%	-101.5%	232.6%	146.5%	61.5%
EBITDA 增长率	579.7%	-130.5%	-4.4%	43.8%	35.2%
EBIT 增长率	317.8%	-117.0%	-14.6%	78.0%	48.2%
NOPLAT 增长率	335.5%	-112.0%	-16.3%	80.4%	50.2%
投资资本增长率	-25.1%	-1.0%	-15.8%	41.2%	-11.1%
净资产增长率	-38.4%	17.5%	1.1%	4.4%	6.8%
盈利能力					
毛利率	-23.7%	17.1%	18.1%	20.6%	22.1%
营业利润率	-175.4%	2.0%	3.6%	7.1%	9.1%
净利润率	-178.9%	0.8%	2.7%	5.5%	7.1%
EBITDA/营业收入	-137.7%	13.1%	12.5%	14.8%	15.9%
EBIT/营业收入	-154.0%	8.2%	7.0%	10.2%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	69.5%	67.3%	64.0%	69.2%	69.2%
负债权益比	227.4%	205.8%	177.7%	224.9%	224.5%
流动比率	1.06	1.32	1.11	1.36	1.24
速动比率	0.88	1.10	0.93	1.12	1.03
利息保障倍数	-7.18	1.29	2.09	3.32	4.19
营运能力					
固定资产周转天数	733	217	209	164	123
流动营业资本周转天数	1,518	355	298	309	310
流动资产周转天数	2,668	749	766	719	696
应收帐款周转天数	1,313	348	355	355	355
存货周转天数	559	127	127	123	121
总资产周转天数	3,847	1,120	1,123	977	882
投资资本周转天数	2,523	672	615	555	488
费用率					
销售费用率	9.4%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
管理费用率	26.2%	6.8%	6.7%	6.5%	6.4%
财务费用率	21.4%	6.3%	3.3%	3.1%	2.9%
三费/营业收入	57.1%	15.0%	11.8%	11.3%	11.0%
投资回报率					
ROE	-62.3%	0.8%	2.6%	6.0%	9.1%
ROA	-19.0%	0.2%	0.9%	1.8%	2.8%
ROIC	-20.1%	3.2%	2.7%	5.8%	6.2%
分红指标					
DPS(元)	-	-	0.01	0.03	0.05
分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	1.1%	1.7%

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	-0.84	0.01	0.04	0.10	0.16
BVPS(元)	1.34	1.58	1.60	1.67	1.78
PE(X)	-3.4	231.4	69.6	28.2	17.5
PB(X)	2.1	1.8	1.8	1.7	1.6
P/FCF	-34.0	-29.5	-50.5	-15.9	13.0
P/S	6.1	1.9	1.9	1.6	1.2
EV/EBITDA	-6.5	20.6	19.1	16.6	10.9
CAGR(%)	-149.2%	145.3%	-153.6%	-149.2%	145.3%
PEG	0.0	1.6	-0.5	-0.2	0.1
ROIC/WACC	-2.5	0.4	0.3	0.7	0.8

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

分析师声明

范益民、张仲杰声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn