

江苏神通 (002438.SZ) 价值低估的阀门龙头，行业高景气与扎实经营助力持续良好增长

2020 年 03 月 10 日

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2020/3/9
当前股价(元)	7.99
一年最高最低(元)	9.28/6.73
总市值(亿元)	38.81
流通市值(亿元)	36.31
总股本(亿股)	4.86
流通股本(亿股)	4.54
近 3 个月换手率(%)	61.37

段小虎（分析师）

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号：S0790520020001

● 下游景气度提升，乏燃料处理弹性巨大，首次覆盖给予“买入”评级

公司作为冶金、核电（球、蝶阀）阀门细分龙头，将率先受益于下游景气度回升；深耕核电领域扎实经营，延伸业务前瞻布局乏燃料后处理，有望分享千亿级市场。我们预测公司 2019-2021 年可实现归母净利润 1.8/2.4/3.3 亿元，同比增长 74.9%/33.3%/35.1%；EPS 分别为 0.37/0.50/0.67 元/股；当前股价对应 PE 为 23/17/13 倍。若采用 PEG 估值，我们以 2020 年动态 PE 和未来两年公司归母净利润的复合增长率作为计算依据（CAGR=34.2%），得出 PEG=0.50<1，表明公司具有较高成长性而估值偏低。综合两种估值方法，我们首次覆盖给予“买入”评级。

● 内生外延并举促进业绩快速增长，细分龙头有望充分受益下游旺盛需求

公司在冶金阀门、核电阀门（球、蝶阀）市占率分别超过 70%、90%，并通过收购无锡法兰、瑞帆节能拓展了能源及节能服务领域业务。近三年，公司内生与外延并举，叠加下游景气度回升，实现了业绩高速增长。聚源瑞利举牌后，公司背靠津西集团，将在企业治理、资本运作、资源协同等方面持续获益。分行业来看，1）冶金领域，随环保趋严，部分钢铁厂搬迁改造将重建产能，公司作为冶金领域阀门产品龙头，将从钢铁厂新建工程和后续维护工作中大幅获益；2）核电领域，核电建设复苏在即，预计未来年均 4-6 个新建机组获批，对应年均新增市场空间 2-3 亿元。公司作为我国核电工程领域蝶阀、球阀主要供应商，将持续受益于核电项目加速建设。同时，公司凭借稳扎稳打的风格及多年在核电领域的积累，将业务延伸至乏燃料处理领域，且未来有望向核电领域其他种类阀门继续拓展。

● 乏燃料后处理拥有千亿市场空间，有望成为新的业绩增长点

我国乏燃料处理能力亟待提升且市场空间巨大，预计 2020 年我国将产生上千吨乏燃料，对应千亿级市场空间。公司具备乏燃料领域送取样系统、空气提升系统、贮存井等产品的供货能力，并已获得部分订单，未来乏燃料处理业务前景可期。

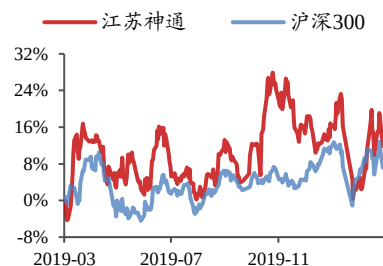
风险提示：冶金、核电行业下游需求不及预期；乏燃料项目进展不及预期等

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	756	1,087	1,363	1,826	2,470
YOY(%)	25.8	43.9	25.4	33.9	35.3
净利润(百万元)	62	103	181	241	326
YOY(%)	21.0	65.6	74.9	33.3	35.1
毛利率(%)	36.6	32.1	33.7	34.8	35.2
净利率(%)	8.3	9.5	13.3	13.2	13.2
ROE(%)	3.6	5.7	9.2	11.0	13.0
EPS(摊薄/元)	0.13	0.21	0.37	0.50	0.67
P/E(倍)	65.3	39.4	22.6	16.9	12.5
P/B(倍)	2.4	2.3	2.1	1.9	1.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：贝格数据

目 录

1、 “内生+外延”打造阀门行业领军企业.....	3
2、 政策和竞争推动行业升级，促进提高竞争力实现国产替代.....	5
3、 阀门行业下游需求旺盛，乏燃料业务潜力可期	7
3.1、 冶金阀门：环保政策拉动下游需求旺盛	7
3.2、 核电阀门：核电重启有望加速建设带来阀门需求.....	7
3.3、 乏燃料后处理：行业门槛高，市场前景广阔.....	8
4、 盈利预测与投资建议	8
5、 风险提示	9
附：财务预测摘要.....	10

图表目录

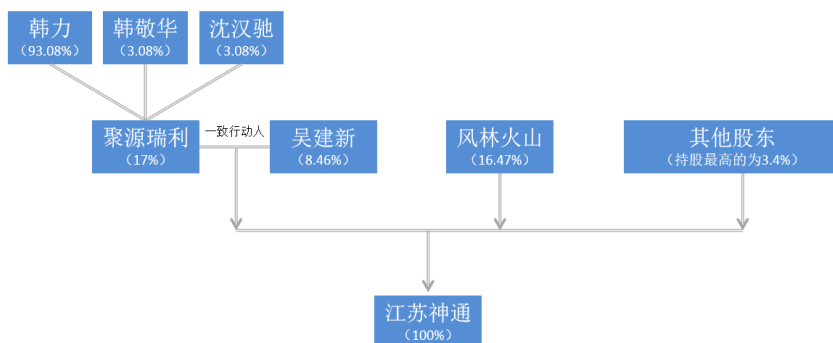
图 1： 公司更换控股股东引入产业资本	3
图 2： 公司近三年营收增长较快	4
图 3： 公司近三年业绩大幅增长	4
图 4： 2019 年公司毛利率有所回升	4
图 5： 核电板块毛利率最高（2018 年）	4
图 6： 核电板块毛利占比最高（2018 年）	5
图 7： 三项费用率在 2019 年前三季度明显下降	5
图 8： 工业阀门主要应用在能源、化工及油气领域	6
图 9： 中国阀门行业营业收入平稳增长	6
图 10： 中国阀门行业利润总额平稳增长	6
图 11： 中国大陆在运行核电厂共 47 座（截至 2019 年 10 月 22 日）	8
表 1： 公司估值水平低于可比上市公司平均估值水平	9

1、“内生+外延”打造阀门行业领军企业

“内生+外延”打造阀门行业领军企业。公司自 2001 年设立以来，一直深耕工业阀门业务。在冶金阀门领域，公司主要产品包括应用于高炉、转炉、焦炉、煤气管网等系统的特种阀门，主要产品市占率超过 70%；在核电阀门领域，公司较早地获取了相关技术和资质，在国家发布《核电中长期发展规划（2005~2020 年）》后实现了快速发展，目前在核电部分阀门领域市占率超过 90%。2015 年，公司通过收购无锡法兰拓展了石油石化及核电领域等产品布局；2017 年，通过收购瑞帆节能向“能源环保+节能服务”延伸。

宁波聚源瑞利举牌，产业资本入驻。2019 年 3 月以来，宁波聚源瑞利通过大宗交易、集中竞价及协议转让等方式逐步实现对公司举牌，当前持有公司 17% 股权，同时受托行使前董事长吴建新所持 8.46% 的股权表决权，即合计控制公司 25.46% 表决权，成为公司的控股股东。韩力作为聚源瑞利的普通合伙人及执行事务合伙人则成为上市公司的实际控制人，并担任董事长。聚源瑞利为津西系投资平台，韩力为津西集团实际控制人韩敬远之子。津西集团总部位于北京，在天津、香港、新加坡以及美国等地拥有控股企业 40 多家，年销售收入超过 1000 亿元，是集钢铁、非钢、金融三大板块为一体的大型企业集团和香港上市公司，连续 17 年跻身中国企业 500 强，综合实力强大。津西集团的入驻有望与公司在多业务领域产生协同效应，助力公司更快地发展。

图1：公司更换控股股东引入产业资本



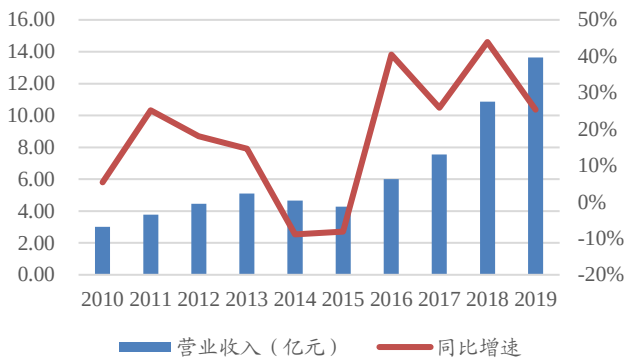
资料来源：天眼查、开源证券研究所

发展思路转变、下游景气回暖，近三年业绩快速增长。自 2010 年上市以来，公司发展大致历经了两个阶段。2010-2015 年，公司发展相对保守，因下游冶金行业景气下行以及福岛核电事故引起的国内核电项目审批暂停，公司营收/归母净利润表现欠佳，5 年间 CAGR 依次为 7.2% 以及 -17.8%（其中归母净利润在 2015 年出现大幅下滑）。2015 年底-2019 年，公司先后收购并表无锡法兰、瑞帆节能拓展业务范围，伴随下游需求逐步回暖，公司业绩迎来高速增长期，3 年间 CAGR 依次为 31.43% 以及 51.87%。

2019 年业绩同比大幅增长。依据 2020 年 1 月 20 日发布的业绩快报，公司 2019 年实现营业收入 13.63 亿元，同比快速增长 25.37%，实现归母净利润 1.81 亿元，同比大幅增长 74.86%。公司营业收入的快速增长，主要得益于冶金行业、能源石化行业阀门市场需求的增加以及公司交付核电领域产品的增加；归母净利润实现更大幅

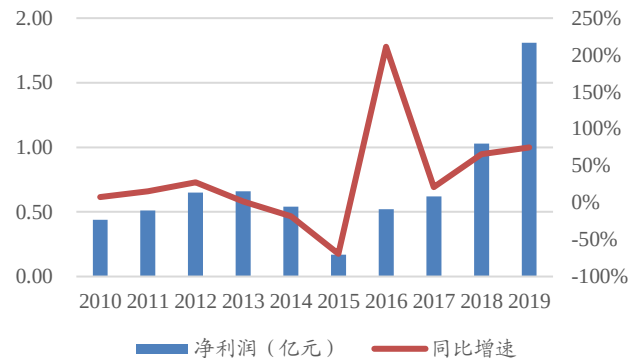
度的增长，主要受益于公司经营规模持续扩大、智能制造和信息化水平的不断提高以及增收节支和降本增效的系列措施取得了成效。

图2：公司近三年营收增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

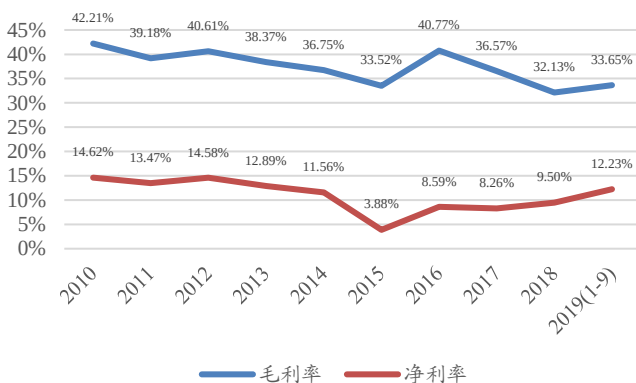
图3：公司近三年业绩大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

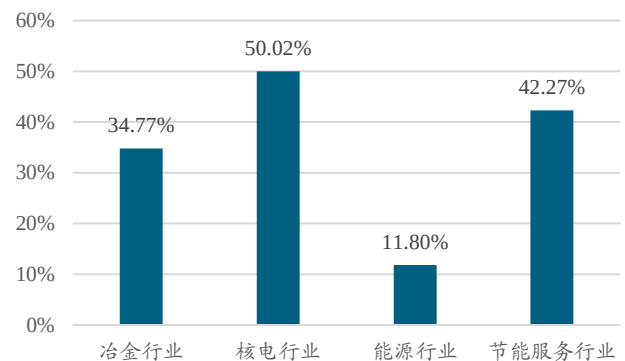
毛利率水平较 2018 年提升，核电板块盈利能力最强。公司 2019 年前 3 季度毛利率为 33.65%，相比 2018 年同期的 31.06% 上升 2.59pct。依据 2018 年数据，公司各板块中核电毛利率最高，达到 50.0%；节能服务其次，毛利率约为 42.3%；冶金毛利率约为 34.8%；当前盈利能力最差的板块为能源板块，毛利率仅为 11.8%。未来，随着钢价回调，以及能源板块市场的前期开拓取得有效进展，公司的毛利率水平有望进一步提升。根据 2018 年数据，核电业务是公司毛利占比最高的板块，达到 36.3%，冶金、能源、节能服务板块依次占比 27.6%、13.6% 以及 13.3%。

图4：2019 年公司毛利率有所回升

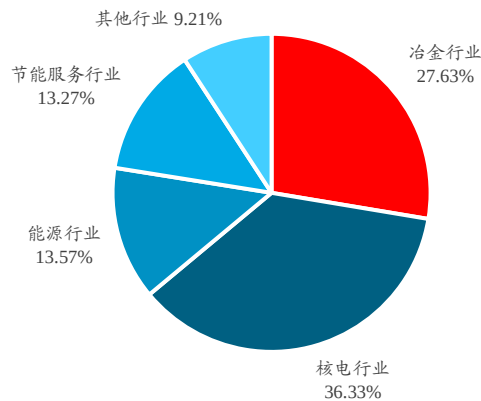


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：核电板块毛利率最高（2018 年）

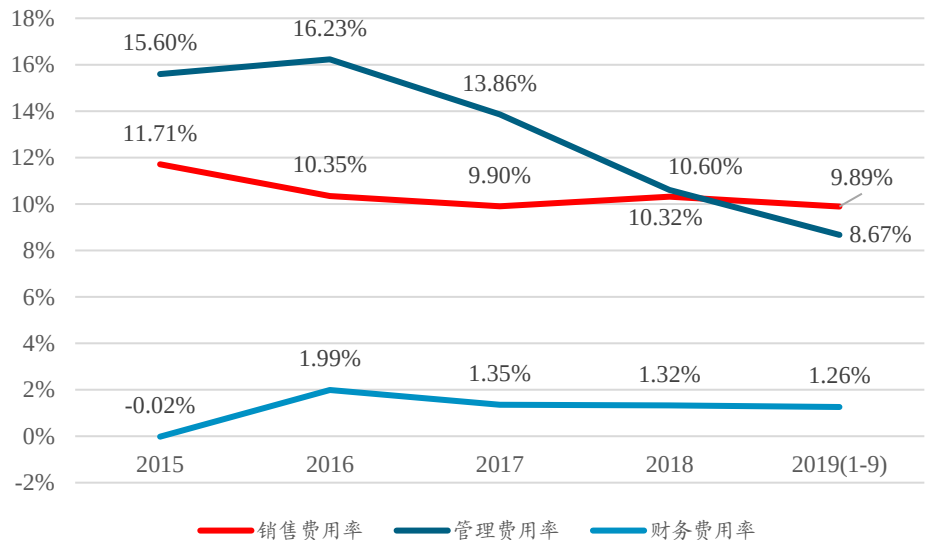


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：核电板块毛利占比最高（2018年）


数据来源：Wind、开源证券研究所

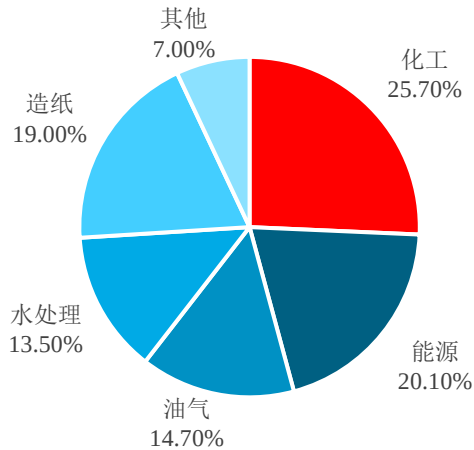
2016-2019 年前三季度，公司整体费用率呈明显下降趋势。其中，管理费用率下降幅度最为明显，由 16.23% 下降至 8.67%，降幅达 7.56pct，主要是由于新控股股东的入驻在提高经营管理效率方面持续发挥优势；销售费用率从 10.35% 降至 9.89%，小幅下降 0.46 pct；财务费用率由 1.99% 降至 1.26%，小幅下降 0.73 pct。

图7：2019 年前三季度费用率明显下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

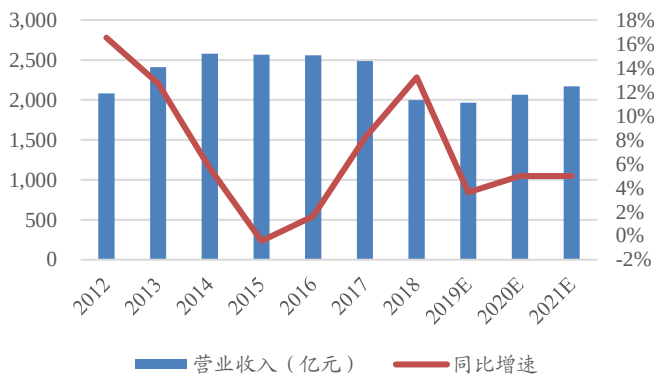
2、政策和竞争推动行业升级，促进提高竞争力实现国产替代

阀门是流体输送系统中的控制部件，具有截止、调节、导流、防止逆流、稳压、分流或溢流泄压等功能，依靠调节阀门的关闭件来实现，被广泛应用在冶金、电力、水利、石化、长输管线等行业中。按照用途和作用划分，主要的阀门种类有切断阀类（闸阀、截止阀、球阀、蝶阀、旋塞阀等）、调节阀类（调节阀、节流阀、减压阀等）、分流阀类（分配阀、疏水阀等）、止回阀类（逆止阀、单向阀等）、安全阀类（安全阀、泄爆阀等）。工程设计选择阀门等管道材料时，必须根据介质性质、压力、温度、安装及使用要求等具体情况确定材料的种类和型号，因此不同的阀门产品之间难以互相替换。

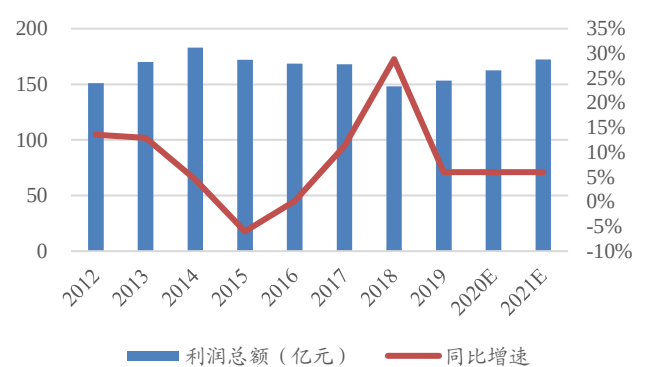
图8：工业阀门主要应用在能源、化工及油气领域


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

预测 2020 年中国阀门行业市场空间超 2000 亿元。据中国通用机械工业协会及其阀门分会统计，2019 年全行业完成阀门 652.22 万吨，同比平稳增长 4.84%，预测全年实现营业收入约 1967 亿元。从历史数据看，阀门行业的市场规模增长较为平稳，2018-2019 年阀门行业增速大幅回落主要是受中美贸易摩擦和环保政策影响。中国通用机械工业协会阀门分会在主办刊物《阀协通讯》2020 年 1、2 月合刊中预测，2020 年通用机械行业仍将保持增长，上半年由于 1-2 月份受疫情影响波动较大，预计二季度开始企稳，全行业营业收入增速为 5%，利润总额增速 6%与 2019 年持平。我们取通用机械行业预测增速作为阀门行业的增速估计值，预计 2020 年阀门市场空间约 2065 亿元。

图9：中国阀门行业营业收入平稳增长


数据来源：中国通用机械工业年鉴、开源证券研究所

图10：中国阀门行业利润总额平稳增长


数据来源：中国通用机械工业年鉴、开源证券研究所

阀门行业企业众多，集中度偏低，领军企业有望在产业升级过程中提升市场份额。根据中国通用机械工业年鉴，2018 年全国 1702 家阀门企业实现主营业务收入 1997.22 亿元，其中属于中国通用机械工业协会阀门分会的会员企业（骨干企业）共 109 家，实现营业收入 338.4 亿元，仅占全行业营收的 16.94%。随着国家宏观经济政策对新能源发展、智能制造、一带一路等产业持续投入，有望拉动阀门产业升级和开拓新应用领域，另一方面中美贸易摩擦和世界各国的贸易保护可以倒逼阀门行业加大研发投入和技术创新，行业必然会经历优胜劣汰、优化产业结构、提高行业集中度的成长阶段，目前在资金、企业规模、研发实力上占优的领军企业有望在该过程中充分受益。

国产阀门多集中在低端产品市场，政策支持推动中高端阀门国产替代。我国阀门行业虽然发展速度较快，但由于起步晚，仍处于发展阶段，阀门的设计、制造、生产和实验测试能力同发达国家比还有很大差距，尤其是在高端阀门市场，大量的高温、高压、耐蚀阀门和关键设备上的特种阀门仍十分依赖进口。大量小规模阀门制造商在低端市场依靠价格战抢占市场，严重阻碍了整个行业创新技术、研发新产品的能力。《核电中长期发展规划（2005~2020年）》明确提出“到2020年，在引进、消化和吸收新一代百万千瓦级压水堆核电站工程设计和设备制造技术的基础上，进行再创新，实现自主化，全面掌握先进压水堆核电技术，培育国产化能力”以及“将核电设备制造和关键技术纳入国家重大装备国产化规划，形成设备的成套能力”，以此鼓励包括阀门在内的各行业注重自主创新，实现核电站用高端阀门等材料的国产替代。

3、阀门行业下游需求旺盛，乏燃料业务潜力可期

3.1、冶金阀门：环保政策拉动下游需求旺盛

环保政策促使钢铁工厂搬迁，重建产能带来巨大阀门需求。近几年国家严格执行环保政策，对全国钢铁企业提出了节能减排和搬离城市周边的要求。部分钢铁厂已经制定了搬迁改造计划，比如梅山钢铁盐城项目、中天钢铁南通项目、津西钢铁防城港项目等。钢铁厂搬迁相当于重新建设，而阀门是在冶金产业中量大面广的易耗品，在大型钢铁厂产能重建和维护的过程中都会对阀门产生巨量的需求。冶金阀门是江苏神通的优势领域，其主要产品的市场占有率高达70%，有望在新建产能带来的增量市场中大幅获益。

3.2、核电阀门：核电重启有望加速建设带来阀门需求

核电建设正式重启，公司核电阀门领域接近垄断有望充分受益。2019年1月30日，中国核工业集团漳州核电一期项目1号、2号机组，以及中国广核集团惠州太平岭核电一期项目1号、2号机组共四台机组获得核准，预示着核电建设即将迎来复苏。自2008年以来，江苏神通已成为我国核电工程阀门的主要供应商，获得了已招标核级蝶阀、核级球阀90%以上的订单；且紧跟国内核电工程技术进步，持续研发了满足第三代、第四代核电技术要求的阀门产品，覆盖AP1000、华龙一号、CAP1400及高温气冷堆等主力堆型，完全具备核级蝶阀、球阀、调节阀、隔膜阀、仪表阀、地坑过滤器等产品的供货能力。根据公司公告，每新建一个百万千瓦级核电机组，产生的蝶阀和球阀需求大约价值5000万元，假设平均每年有4~6个机组建设招标，则对应每年2~3亿元新建项目阀门订单。由于在“十三五”期间核电建设经历了三年“零核准”，重启后核电项目有望迎来密集建设期，江苏神通凭借市场优势地位和全面的产品谱系有望充分受益。

图11: 中国大陆在运行核电厂共 47 座 (截至 2019 年 10 月 22 日)



资料来源: 中国核能

3.3、乏燃料后处理: 行业门槛高, 市场前景广阔

公司围绕核电领域不断延伸业务范围, 凭借稳扎稳打的经营风格, 以及在核电领域的经验积累, 已将业务延伸至乏燃料处理领域。未来, 公司有望凭借技术优势及客户粘性, 将业务范围拓展至核电领域的其他阀门种类。

乏燃料贮存水池即将饱和, 后处理业务潜力可期。我国早在 1983 年就确立了核能发展“必须相应发展后处理”的路线, 目前我国每年产生的乏燃料非常多, 但并没有相应的乏燃料处理能力。我国首座投入商运的大型核电机组大亚湾核电站于 1994 年正式并网, 目前其站内乏燃料贮存水池已填满, 部分乏燃料组件被迫转运至岭澳 4 号机组储存, 我国乏燃料后处理市场建设亟待加速。截至 2019 年底, 我国在运行核电机组共 47 台, 按一座百万千瓦级的大型核电机组一年产生乏燃料 20~25 吨计算, 仅 2020 年就将产生上千吨乏燃料, 需要 5 个 200 吨级处理能力的后处理厂才能消化。按每个乏燃料后处理厂需要 250 亿元投资计算, 这将是千亿级的市场空间。江苏神通具备送取样系统、空气提升系统、贮存井等产品的供货能力, 并已获得部分订单, 未来的乏燃料处理业务潜力可期。

4、盈利预测与投资建议

核心假设:

- 冶金: 下游钢铁企业搬迁项目按计划推进;
- 核电: 球阀、蝶阀等优势产品在新建核电项目的招标中维持当前市占率;

- 乏燃料后处理：2020 年确认在手订单的收入，其他后处理厂项目投资额保持不变，公司取得的订单份额保持不变。

公司作为冶金、核电（球、蝶阀）阀门细分龙头，将率先受益于下游景气度回升；深耕核电领域扎实经营，延伸业务前瞻布局乏燃料后处理，有望分享千亿市场蛋糕。我们预测公司 2019/2020/2021 年可实现营业收入 13.63/18.26/24.70 亿元，同比增长 25.4%/33.9%/35.3%；实现归母净利润 1.8/2.4/3.3 亿元，同比增长 74.9%/33.3%/35.1%；EPS 分别为 0.37/0.50/0.67 元；当前股价对应 PE 为 23/17/13 倍。

若采用 PEG 估值，我们以 2020 年动态 PE 和未来两年公司归母净利润的复合增长率作为计算依据（CAGR=34.21%），得出 PEG=0.50<1，表明公司具有较高成长性而估值偏低。综合两种估值方法，我们首次覆盖给予“买入”评级。

表1：公司估值水平低于可比上市公司平均估值水平

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603699.SH	纽威股份	13.77	31.0	72.8	31.7	23.4	32.7	21.8	16.6	13.4
000777.SZ	中核科技	12.18	131.1	26.9	-	-	37.3	35.7	-	-
603308.SH	应流股份	17.31	21.6	76.2	57.0	40.9	47.6	65.6	41.8	29.7
可比公司平均值							39.2	41.0	29.2	21.6
002438.SZ	江苏神通	7.99	65.6	74.9	33.3	35.1	39.4	22.6	16.9	12.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/3/9，除江苏神通外，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

冶金行业下游需求不及预期；核电项目审批进度不及预期；乏燃料项目进展不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1802	2126	3403	4461	5846
现金	216	234	1099	1471	1991
应收票据及应收账款	613	628	928	1156	1664
其他应收款	18	13	27	27	45
预付账款	40	50	63	89	117
存货	561	776	862	1294	1604
其他流动资产	354	425	425	425	425
非流动资产	1103	1170	1351	1680	2086
长期投资	80	86	92	99	105
固定资产	584	624	763	1033	1413
无形资产	134	128	137	148	147
其他非流动资产	305	333	359	400	421
资产总计	2906	3296	4754	6141	7932
流动负债	1065	1390	2680	3837	5315
短期借款	208	347	1432	2096	3064
应付票据及应付账款	404	528	614	888	1131
其他流动负债	454	516	634	852	1120
非流动负债	120	103	103	110	114
长期借款	49	39	38	46	50
其他非流动负债	71	64	64	64	64
负债合计	1185	1493	2782	3946	5429
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	486	486	486	486	486
资本公积	814	814	814	814	814
留存收益	420	511	638	830	1089
归属母公司股东权益	1721	1803	1972	2195	2503
负债和股东权益	2906	3296	4754	6141	7932

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	152	144	58	182	172
净利润	62	103	181	241	326
折旧摊销	57	86	58	78	108
财务费用	10	14	34	68	108
投资损失	-11	-14	-7	-8	-10
营运资金变动	12	-67	-207	-197	-359
其他经营现金流	23	21	0	0	0
投资活动现金流	-483	-225	-232	-399	-504
资本支出	81	114	175	323	400
长期投资	-322	-61	-6	-6	-6
其他投资现金流	-725	-172	-63	-82	-110
筹资活动现金流	422	99	-47	-75	-116
短期借款	69	139	0	0	0
长期借款	-1	-10	-0	7	4
普通股增加	266	-0	0	0	0
资本公积增加	184	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-96	-30	-47	-82	-120
现金净增加额	91	18	-220	-292	-448

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	756	1087	1363	1826	2470
营业成本	479	738	904	1190	1600
营业税金及附加	10	11	15	23	29
营业费用	75	112	123	153	202
管理费用	105	66	78	104	132
研发费用	0	50	16	26	44
财务费用	10	14	34	68	108
资产减值损失	23	14	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	14	7	8	10
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	65	97	201	270	366
营业外收入	12	23	13	15	16
营业外支出	3	1	2	2	2
利润总额	74	118	212	283	380
所得税	11	15	31	42	54
净利润	62	103	181	241	326
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	62	103	181	241	326
EBITDA	140	221	305	430	594
EPS(元)	0.13	0.21	0.37	0.50	0.67

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	25.8	43.9	25.4	33.9	35.3
营业利润(%)	29.3	49.3	106.8	34.4	35.9
归属于母公司净利润(%)	21.0	65.6	74.9	33.3	35.1
获利能力					
毛利率(%)	36.6	32.1	33.7	34.8	35.2
净利率(%)	8.3	9.5	13.3	13.2	13.2
ROE(%)	3.6	5.7	9.2	11.0	13.0
ROIC(%)	3.4	5.2	6.0	6.8	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	40.8	45.3	58.5	64.3	68.4
净负债比率(%)	6.5	12.0	22.1	33.7	47.8
流动比率	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1
速动比率	0.8	0.6	0.8	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	1.2	1.8	1.8	1.8	1.8
应付账款周转率	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.21	0.37	0.50	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.30	0.12	0.37	0.35
每股净资产(最新摊薄)	3.54	3.71	4.06	4.52	5.15
估值比率					
P/E	65.3	39.4	22.6	16.9	12.5
P/B	2.4	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	30.0	19.4	14.8	11.2	8.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835