



核心观点

❖ 不锈钢细分市场龙头，锂电新能源新板块开始兑现营收。永兴材料前身湖州久立特钢，公司深耕高端不锈钢长材，细分行业市占率近年来保持第二。2017年，公司进入锂电池新能源领域，伴随锂盐产能释放和锂电行业筑底，新能源有望为公司中长期发展注入新机。

❖ 深根不锈钢长材高端细分领域，差异化品种熨平周期波动。国内不锈钢供应结构性分化巨大，低端同质化产品竞争激烈利润遭受挤压，高端进口替代产品技术壁垒高，盈利稳定。永兴材料作为行业领跑者，持续保持高研发投入，通过技术积累和客户沉淀，公司不锈钢毛利长期始终高于行业平均值10%以上。随着年内不锈钢工艺改造完成，公司不锈钢产量后期仍有3-4万吨提升空间。不锈钢长材业务温和增长，为公司提供稳定现金流。

❖ 锂电新能源开始放量，静待锂电行业进入复苏周期。2017年开始，公司进入锂电新能源领域。通过建设“年产1万吨电池级碳酸锂项目”及上游矿石采选配套项目，打造从采矿、选矿到碳酸锂深加工的全产业链生产。2020年一季度公司已实现碳酸锂产量1000吨，未来1-2年将逐步实现1万吨碳酸锂产能。新能源汽车浪潮推动下，锂电长期需求展望向好，但受到2018-2019年全球锂盐产能投放和国内新能源车补贴退坡影响，锂电价格2019年开始持续下降并打破部分高成本生产线。随着高成本部分产能挤出，行业在2021年有望迎来复苏周期。公司不锈钢业务提供稳定现金流，锂云母提取工艺突破后锂盐成本具备竞争优势，静待锂电行业复苏。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

盈利预测：预计公司2020-2022年公司营业收入分别为48、57和60亿元，归属于母公司净利润分别为3.07、4.07和5.1亿元，对应EPS分别为0.85、1.13和1.42元。故给予“增持”评级。对不锈钢和锂电行业分别参考可比公司估值，合计总市值约120亿元，对应股价约22.4元。截止2020年6月24日，公司股价18.7元，给予增持评级。

❖ 风险提示：不锈钢需求下滑，锂电复苏不确定，海外疫情反复

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	4909	4813	5686	5973
+/-%	2.4%	-2%	18%	5%
净利润(百万)	344	307	407	510
+/-%	-11.3%	-11%	33%	26%
EPS(元)	0.95	0.85	1.13	1.42
PE	19.75	20.18	15.20	12.07

资料来源：公司公告、川财证券研究所；现价为2020年6月24日收盘价

④ 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	材料
报告时间	2020/6/29
前收盘价	18.7元
公司评级	增持评级

④ 分析师

许惠敏

证书编号：S1100520050002
xuhuimin@cczq.com

④ 联系人

王磊

证书编号：S1100118070008
wanglei@cczq.com

④ 川财研究所

北京

西城区平安里西大街28号
中海国际中心15楼，
100034

上海

陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳

福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

成都

中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、永兴材料：高端不锈钢 + 锂电新能源双主业驱动	5
1.1 永兴材料发展进程	5
1.2 业务结构：不锈钢业务盈利稳定，锂电新能源板块开始贡献营收	5
1.3 股权结构：民营企业，董事长高兴江为实际控制人	6
二、不锈钢板块：深根长材细分领域，受益进口替代与市场渗透推进	7
2.1 不锈钢需求：总量高速增长	7
2.2 不锈钢供应：产能结构有待优化，高低端品类分化加剧	10
2.3 永兴材料：深耕高端产品研发，熨平行业周期波动	12
三、锂电新能源：行业短期面临洗牌 资金稳健静待花开	15
3.1 公司 2017 年开始布局锂电，2020 年产能正式投放	15
3.2 锂盐需求：2019-2020 年面临阶段性失衡，长期复合需求增速 18%	17
3.3 锂盐供应：上游锂矿资源稀缺，上下游一体化布局最具价值	18
3.4 锂盐价格已经触及高位成本线，2021-2022 将迎来行业复苏	21
四、估值评级：给予“增持”评级	23
风险提示	26
盈利预测	27

图表目录

图 1:	永兴材料公司沿革	5
图 2:	永兴材料主营业务收入 (2015-2019)	6
图 3:	永兴材料归母净利润 (2015-2019)	6
图 4:	永兴材料股权结构	6
图 5:	不锈钢分类	8
图 6:	不锈钢长材上下游	8
图 7:	国内不锈钢表观消费 (2004-2019)	9
图 8:	国内不锈钢终端消费分布	9
图 9:	我国不锈钢产业分布	9
图 10:	中国不锈钢产能 (2008-2019)	10
图 11:	中国不锈钢产能利用率	10
图 12:	不锈钢中低端和高端产能同步扩张	11
图 13:	高端进口替代仍有空间	11
图 14:	不锈钢价格跟随镍等原料波动	11
图 15:	304 不锈钢冷轧生产利润	11
图 16:	永兴材料不锈钢品种结构	12
图 17:	永兴材料高端产品研发投产进程 (2006-2019)	13
图 18:	不锈钢长材市场 CR5 为 74% (2009-2019)	13
图 19:	不锈钢长材企业市占率分布 (2019)	13
图 20:	永兴材料研发/收入比例 (2006-2019)	14
图 21:	永兴不锈钢棒线材产量 (2009-2019)	14
图 22:	永兴材料不锈钢产品下游 (2019)	14
图 23:	永兴毛利率较行业平均值高 10% 左右	15
图 24:	石化波动对公司盈利能力影响有限	15
图 25:	永兴材料布局锂电新能源进程	16
图 26:	公司现有矿产资源	16
图 27:	锂产业链上下游	17
图 28:	全球锂消费结构 (2019)	18
图 29:	中国锂消费结构 (2018 年)	18
图 30:	全球新能源汽车产量 2021 年重回高速增长	18
图 31:	全球新能源汽车分地区产量变化 (2016-2019)	18
图 32:	全球锂资源储量变化 (2010-2019)	19
图 33:	全球锂储量分布 (2019 年)	19
图 34:	中国锂盐加工原料构成 (2017)	19
图 35:	不同锂盐加工方式对比	19
图 36:	国内外主要锂企业产能产量	20
图 37:	永兴材料碳酸锂工艺	21
图 38:	全球锂盐价格	21
图 39:	全球锂盐产量	22
图 40:	中国锂盐产量	22
图 41:	全球主要企业碳酸锂生产成本对比	22
图 42:	2020 年 6 月初国内碳酸锂现金成本模拟测算一分工艺	23

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	2019 年下半年以来锂矿停产信息.....	23
图 44:	不锈钢业务营收预估.....	24
图 45:	锂盐业务营收预估	24
图 46:	公司对碳酸锂价格敏感性分析:	25
图 47:	可比公司估值 (2020 年 6 月 24 日收盘价)	25

一、永兴材料：高端不锈钢 + 锂电新能源双主业驱动

1.1 永兴材料发展进程

永兴材料前身湖州久立特钢，2007年公司整体改制并更名为永兴特钢，主营不锈钢棒材和线材。2015年5月，公司在深交所上市，募集资金主要用于不锈钢深加工升级。

2017年，公司收购江西合纵锂业和旭锂矿业，正式进军锂电行业。2019年，公司锂电业务正式并入财报，实现“新材料+新能源”双主业。考虑“特钢”已无法涵盖公司现有业务，2019年8月，公司更名为“永兴材料”。

图 1：永兴材料公司沿革



资料来源：公司官网，川财证券研究所

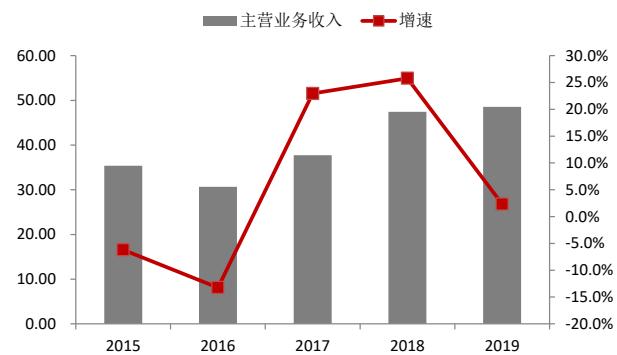
1.2 业务结构：不锈钢业务盈利稳定，锂电新能源板块开始贡献营收

根据2019年公司年报，公司实现营业收入49亿元，同比增长2.4%，归母净利润3.4亿元，同比下降11.29%。公司营收主要依靠不锈钢业务，锂电新能源板块2019年首次贡献营收，约1500万元。随着新产能持续释放，新能源业务板块将为公司注入新的发展动能。

公司深根高端不锈钢长材，市占率长期保持细分市场前二。高端不锈钢长材产品差异化高，技术和客户沉淀壁垒较强。近5年来，不锈钢长材业务可为公司提供每年2-3亿元净利润，为公司锂电新主业发展打下了稳定基础。

公司于2017年开始布局锂电新能源板块，通过收购联营等方式，打造采矿—选矿—碳酸锂加工上下游一体化布局。2020年一季度，公司实现碳酸锂生产和供货1000吨，标志公司新能源业务板块正式实现营收。随着“年产1万吨电池级碳酸锂项目”和“120万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目”年内陆续投产，公司将在未来1-2年内实现1万吨/年碳酸锂产量，为公司长期发展注入新的动能。

图 2：永兴材料主营业务收入（2015-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 3：永兴材料归母净利润（2015-2019）



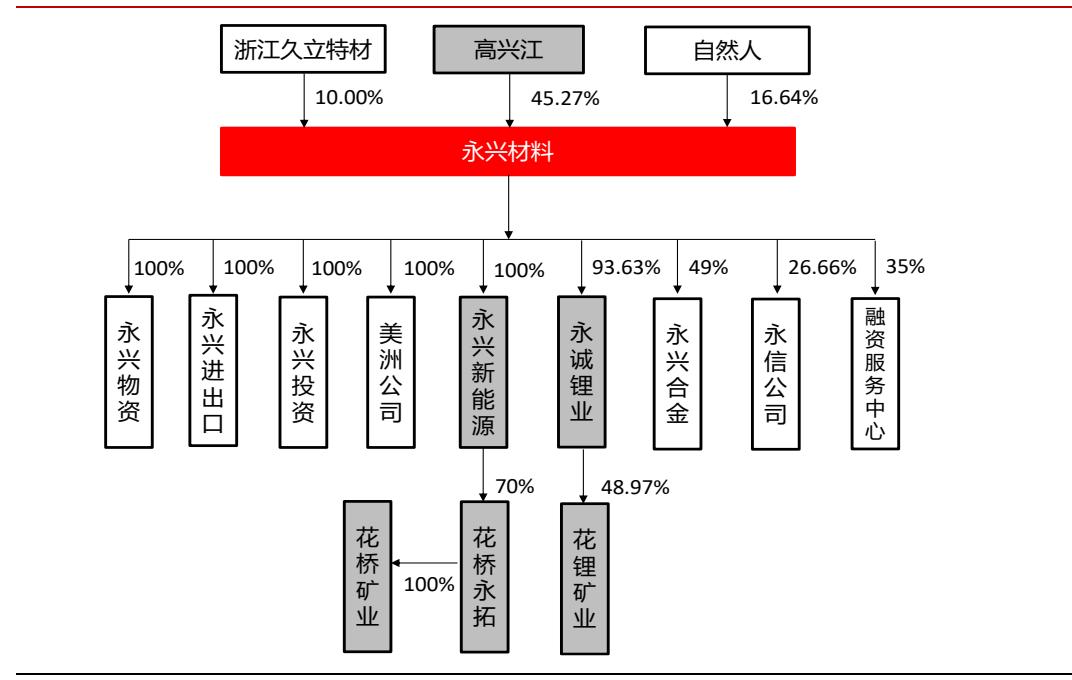
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

1.3 股权结构：民营企业，董事长高兴江为实际控制人

股权方面，公司为民企，控股股东为高兴江。截止2020年4月末，高兴江持有公司股东45.27%和浙江久立特材持有10%，其他股东为自然人。

子公司方面，公司拥有永兴物资、永兴进出口、永兴投资、美洲公司、永兴新能源、永城锂业等6家控股子公司。并通过永兴新能源持有花桥矿业70%股权（年开采规模100万吨），通过永城锂业持有花锂矿业48.97%股权（年开采规模25万吨）。

图 4：永兴材料股权结构



资料来源：公司年报（2019），川财证券研究所

二、 不锈钢板块：深根长材细分领域，受益进口替代与市场渗透推进

2.1 不锈钢需求：总量高速增长

不锈钢是铬含量 $\geq 10.5\%$ 、碳含量 $\leq 1.2\%$ 的钢，以不锈、耐蚀性为主要特性。国内不锈钢行业两极分化严重，中低端同质标准化产品竞争激烈，而定制化高端耐腐蚀、耐高温不锈钢产品仍依赖进口。

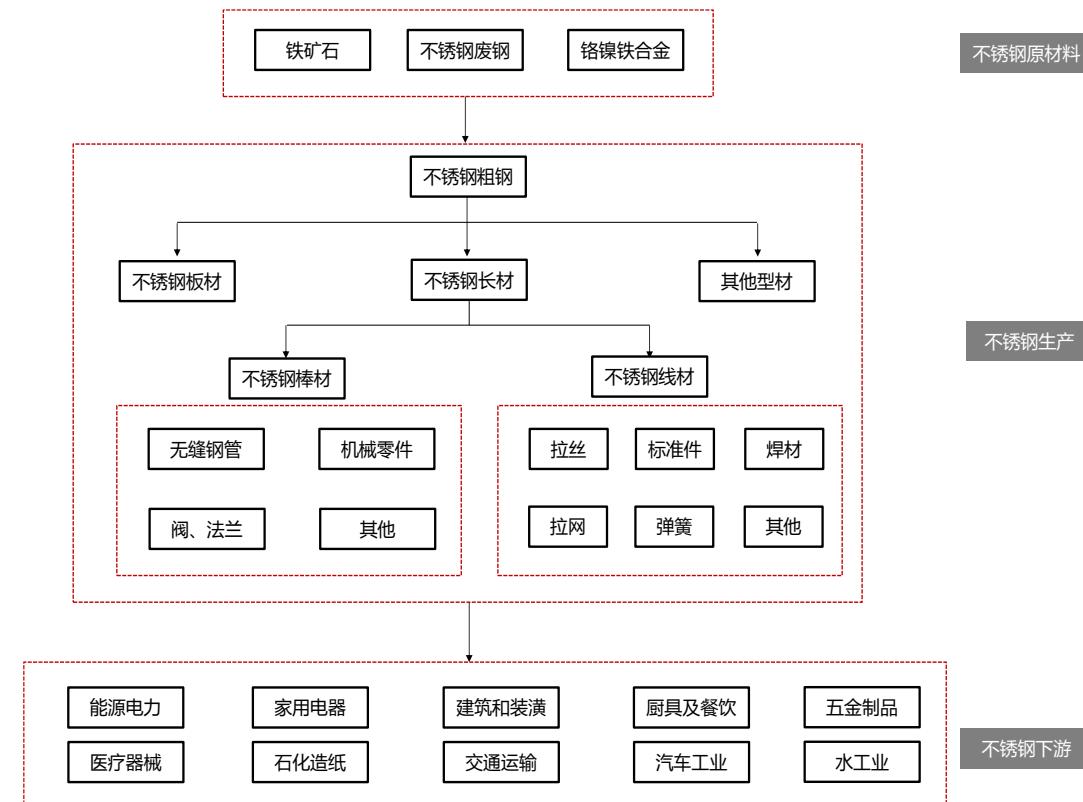
从外型上区分，不锈钢可以分为板材、长材和型材。板材是不锈钢产品中最大品类（占比80%），长材其次（占比18%），型材占比最少（占比2%）；按照不锈钢成分不同，不锈钢可以分为Cr系（400系列）、Cr-Ni系（300系列）、Cr-Mn-Ni（200系列）、耐热铬合金钢（500系列）及析出硬化系（600系列）。目前国内不锈钢产品主要以300、400、200、三个系列为主。其中，300系最为常见，占不锈钢总产量约50%；除此之外，按照金相组织，不锈钢分为：奥氏体型不锈钢、铁素体型不锈钢、马氏体型不锈钢等。公司作为中国不锈钢长材龙头企业，不锈钢棒线材国内市场占有率连续多年位居前二，双相不锈钢棒线材产量居全国第一位。

图 5: 不锈钢分类

分类方式	类别
外型	板材 长材 (棒材、线材) 型材: 其他形状
化学成分	铬系: 除铁外, 钢中主要合金元素为铬, 代表钢号430、410 铬镍系或者铬镍钼系: 指除铁外, 钢种主要合金元素为铬、镍、钼, 代表钢号304、316 铬锰氮系: 指除铁外, 钢种主要合金是铬、锰、氮, 相当于美国AISI200系列
金相组织	奥氏体不锈钢: 铁-铬-镍合金, 具有面心立方晶体结构 铁素体不锈钢: 铁-铬合金, 具有体心立方晶体结构 马氏体不锈钢: 铁-铬合金, 晶体结构随成分而改变 奥氏体-铁素体双相不锈钢: 通常是铁-铬-镍合金, 具有奥氏体和铁素体的双相结构 沉淀硬化不锈钢: 铁-铬-镍合金。实在马氏体、奥氏体、双相钢的基础上经热处理沉淀析出硬化相, 是合金硬化或强化

资料来源: 永兴材料招股说明书、川财证券研究所

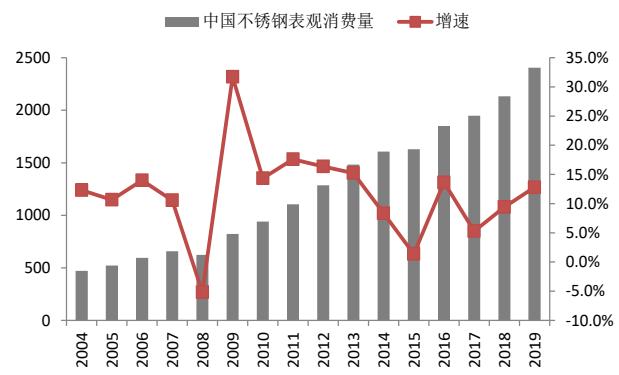
图 6: 不锈钢长材上下游



资料来源: 永兴材料招股说明书、川财证券研究所

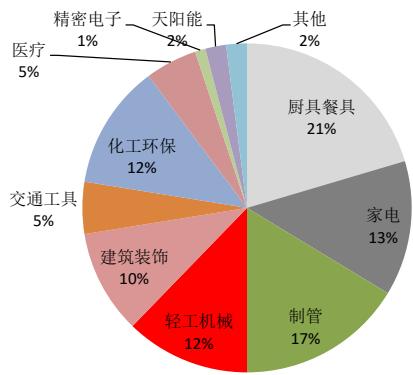
2008年以来，我国不锈钢行业迅猛发展。据中国特钢行业不锈钢分会统计，2019年中国不锈钢表观消费量2405万吨，同比增长12.8%，占全球消费总量约一半。受疫情影响，2020年1-3月，我国不锈钢表观消费量490万吨，同比下降14.12%。

图 7：国内不锈钢表观消费（2004-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

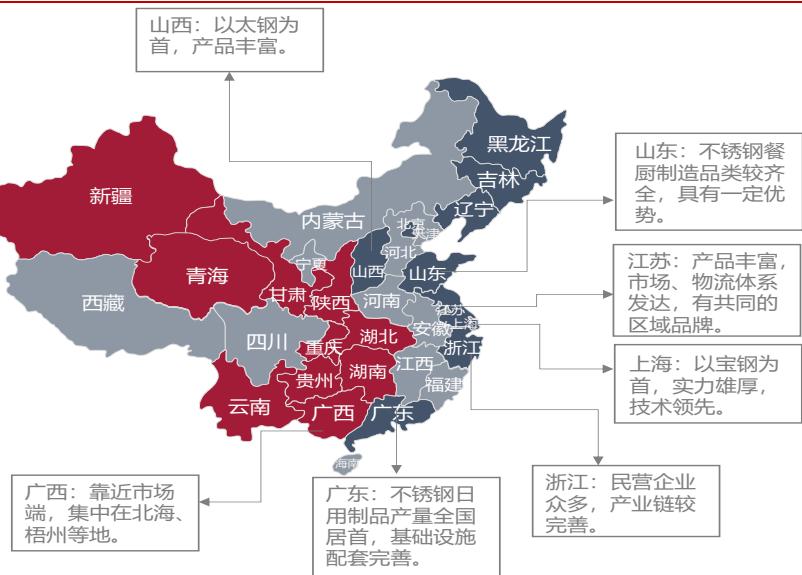
图 8：国内不锈钢终端消费分布



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

区域方面，不锈钢依托产业集聚形成了四大产业集群，包括：福建、广东、广西和无锡。其中华东地区工业门类齐全，拥有众多不锈钢加工与制品产业集群，永兴材料地处浙江，90%销售辐射范围集中华东。

图 9：我国不锈钢产业分布



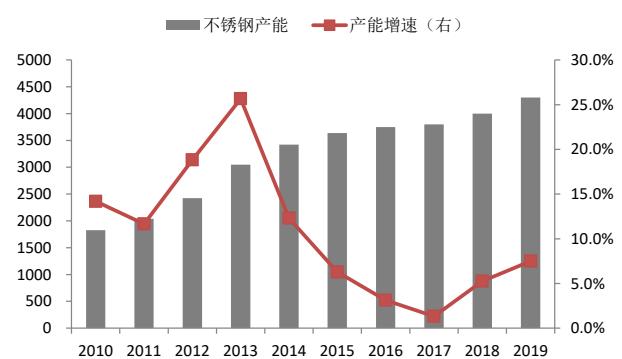
资料来源：公开资料、川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.2 不锈钢供应：产能结构有待优化，高低端品类分化加剧

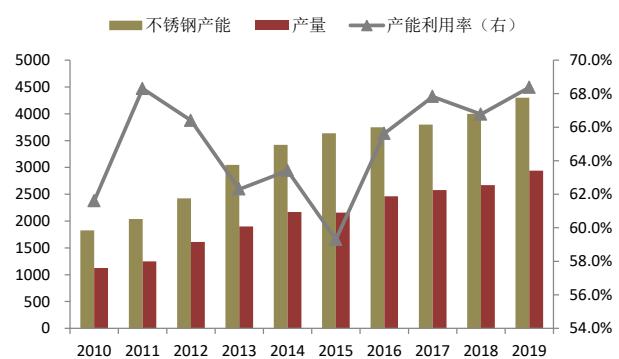
伴随需求扩张，不锈钢供应端产能也在快速增长。2010-2013年期间，不锈钢产能年度增速维持10%以上增长。2013-2017年行业供应增速持续放缓，2018年之后，不锈钢产能重回增长势头。2019年不锈钢粗钢产能增长7.5%至4300万吨，未来1-2年仍有450万吨左右不锈钢产能等待投产。综合来看，国内不锈钢产能总体过剩，近年来产能利用率多维持在70%以内。

图 10：中国不锈钢产能（2008-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 11：中国不锈钢产能利用率



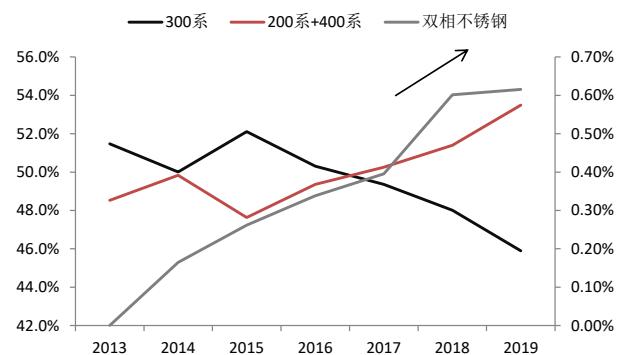
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

不锈钢供应呈现较大的结构性分化，根据不锈钢行业协会公布的分牌号产量数据显示，随着近年民营企业产能快速投放，中低端（200 系和 400 系）产量不降反增：2015 年 200 系和 400 系产量共占 47.6%，2019 年共占 53.5%。

与此同时，高端双相不锈钢产能同样在积极推进，双相不锈钢产量占比自 2015 年 0.26% 提升至 2019 年 0.62%。目前国内双相不锈钢产品主要在油气输送、化学品船制造、核电、建筑等领域拓展。尽管我国已经在压力容器行业的超级奥氏体不锈钢、核电用挤压不锈钢等刚实现了进口替代，但仍有大量高端新材料领域属于空白。

我们简单用认定进口单价 1 万元/吨以上的不锈钢品种为高端材料，2013 年以来，尽管不锈钢进口总量起伏较大，但高端材料进口量总体保持正增产。

图 12：不锈钢中低端和高端产能同步扩张



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 13：高端进口替代仍有空间



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

成本方面，不锈钢行业成本主要包括铁水、镍、铬铁合金等，原料成本占不锈钢生产成本 90% 左右。且镍等金属价格波动极大，为规避原料价格风险，行业通常采用“合金附加费制度”进行定价。即，不锈钢价格 = 基础价 + 合金附加费。

由于原料备货周期等约束限制，不锈钢行业利润仍随原料和供需波动，且中低端产品利润随着产能持续投放中枢下移，呈现明显周期性。2016-2017 年，以 304 不锈钢冷轧为代表的行业平均毛利中枢为 1100 元/吨，2018 下半年至今这一中枢下移至 500 元/吨。利润中枢下移印证不锈钢行业整体竞争激烈，供应端相对过剩。周期性波动下，终端锁价能力和原料采购灵活性是影响企业盈利的关键要素。

图 14：不锈钢价格跟随镍等原料波动



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 15：304 不锈钢冷轧生产利润



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

2.3 永兴材料：深耕高端产品研发，熨平行业周期波动

永兴材料一直以来紧盯进口替代领域，基于原有的差异化、个性化定制服务，高端产品比例持续增加。与现有客户在石化领域、核电领域、火电领域、燃油发动机领域开展新产品开发和运用，已成功开发多项新产品，包括超级奥氏体、超级双相钢、镍基合金、高温合金等。

国内不锈钢长材供应市场集中度较高，2019年前5大不锈钢长材企业市占率74%。按产量排名分别为：青山集团、永兴材料、福建吴航、东北特钢和华新丽华等。

图 16：永兴材料不锈钢品种结构

产品	质量标准	主要性能及用途	不锈钢棒材
			不锈钢线材
奥氏体不锈钢棒材	国家标准 GB 美国标准 ASTM 德国标准 DIN 欧盟标准 EN 日本标准 JIS 等	适用于不锈钢流体、结构、热交换器用管，应用于石化、“三化”、机械等行业	
高压锅炉用耐热不锈钢棒材	国家标准 GB 美国标准 ASTM	高性能、高质量要求不锈钢，有良好的耐高温、耐高压性能，用于制造电站锅炉过热器、再热器、高压热交换器等等高温高压核心部件	
奥氏体-铁素体双相不锈钢棒材	国家标准 GB 美国标准 ASTM 德国标准 DIN 欧盟标准 EN	高品质特殊质量要求不锈钢，具有良好的耐应力腐蚀性能，应用于石油、国防、海洋、化工、煤气输送等行业，同时也是节镍型不锈钢	
超级奥氏体不锈钢棒材	国家标准 GB 美国标准 ASTM 德国标准 DIN 欧盟标准 EN 日本标准 JIS 等	其特点是高镍、高钼、含铜含氮，且基体组织百分百为奥氏体，耐点蚀当量值 (PREN=[Cr]+3.3[Mo]+16[N]) ≥40%。超级奥氏体不锈钢的出现填补了过去铬镍奥氏体不锈钢与高镍耐蚀合金之间没有高耐点蚀和高耐缝隙腐蚀不锈钢的空白。超级奥氏体不锈钢性能的最大特点是在苛刻的腐蚀环境中，此类钢的耐点蚀、耐缝腐蚀性能优异，不仅远优于原有的所有奥氏体不锈钢，而且还可与一些知名的镍基耐蚀合金相媲美	
镍基和铁镍基合金棒材	国家标准 GB 美国标准 ASTM 德国标准 DIN 欧盟标准 EN 日本标准 JIS 等	又称为超合金，铁镍基合金一般指镍含量在大于 30%，镍含量与铁含量之和大于 50%的合金，镍基合金一般是指镍含量大于 50%的合金；在 650~1000°C 高温下有较高的强度、良好的抗氧化腐蚀能力、优异的抗酸碱腐蚀能力等综合性能的合金材料、主要用于制造深层油气开采及炼化、舰船制造、海工装备、航空航天等高端装备的核心部件	
钢丝用不锈钢线材	国家标准 GB 美国标准 ASTM 德国标准 DIN 欧盟标准 EN 日本标准 JIS 等	通过成分控制能实现不同要求，主要用于生产不锈钢丝、不锈钢五金制品（厨房用品、烤架）、丝网（如煤碳工业耐磨损网、工业和民用筛网）、不锈钢链条、杆件、工具等等	
冷镦用不锈钢线材	国家标准 GB 美国标准 ASTM 德国标准 DIN 欧盟标准 EN 日本标准 JIS 等	需要承受较大的冷变形，冷镦性有很高的要求，用于以冷镦方式生产的不锈钢标准件（如螺栓、螺帽等）	
焊接用不锈钢线材	国家标准 GB 美国标准 ASTM 德国标准 DIN 欧盟标准 EN 日本标准 JIS 等	用于生产不锈钢焊条、焊丝等焊接用材料，对其残余元素、碳含量、气体含量及成分配比关系等要求极高	
弹簧用不锈钢线材	国家标准 GB 美国标准 ASTM 德国标准 DIN 欧盟标准 EN 日本标准 JIS 等	主要用于制造工业级的高性能弹簧，其要求具有高强度、耐腐蚀、优异的抗疲劳性能	
切削用不锈钢线材	国家标准 GB 美国标准 ASTM 德国标准 DIN 欧盟标准 EN 日本标准 JIS 等	相比较其他不锈钢品类，其显著特点是适用于高速切削加工，主要用于制造工业轴类，零件，3C 行业转动件等	
镍基和铁镍基合金线材	国家标准 GB 美国标准 ASTM 德国标准 DIN 欧盟标准 EN 日本标准 JIS 等	又称为超合金，铁镍基合金一般指镍含量在大于 30%，镍含量与铁含量之和大于 50%的合金，镍基合金一般是指镍含量大于 50%的合金；在 650~1000°C 高温下有较高的强度、良好的抗氧化腐蚀能力、优异的抗酸碱腐蚀能力等综合性能的合金材料、主要用于制造深层油气开采及炼化、舰船制造、海工装备、航空航天等高端装备的核心部件	

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：《永兴材料公开发行可转换公司债券募集说明书》，川财证券研究所

图 17：永兴材料高端产品研发投产进程（2006-2019）

时间	品种	用途
2019/9/25	替代进口用 GH2132 高温合金材料	进口替代。 铁镍基高温合金，是目前使用广泛的一类铁镍基沉淀硬化型高温合金。被广泛用于制造高温长期工作的航空发动机高温承力部件或者汽车发动机紧固件，之前此类材料主要从日本、美国等国家进口。
2019/6/26	镍基耐蚀合金N06625	进口替代。 以钼、铌为主要强化元素的固溶强化型镍基合金，具有优良的耐腐蚀和抗氧化性能，广泛应用于石油化工、核电能源、海洋工程等领域耐蚀工程装备。国内高等级焊接材料N06625应用仍以进口为主，价格偏高且交货期不稳定。公司已多年将N06625列为新产品研发重点之一，前期已可生产N06625棒材。2018年，公司具备了量产N06625焊接用盘条的能力。经多方测试、评定公司提交给下游客户的试制品，各项检测指标符合技术规范要求。近期，该产品已形成较大批量销售。
2018/9/20	超级奥氏体不锈钢 N08367	核电厂海水系统大口径超级奥氏体不锈钢无缝管制造技术”顺利通过中国机械工业联合会组织的科技成果鉴定， 填补国内外空白 。
2017/4/21	耐高温浓硫酸高硅不锈钢 S38815	进口替代，填补国内空白。 S38815系高硅不锈钢，其中硅的质量分数达到6%。公司研发的S38815具有以下特点：一是在高温浓硫酸中具有优良的耐腐蚀性能，具备耐点腐蚀、缝隙腐蚀和应力腐蚀开裂的特点。二是克服高硅不锈钢存在的脆性富硅相、热加工性能较差的缺点，具备良好的塑形变形性能。目前，公司销售的产品为S38815钢板和钢管，该产品经公司熔炼和锻压后委托加工成中板、焊管及无缝管向客户供货
2016/9/13	新型奥氏体耐热钢SP2215高压锅炉管 替代 620 °C及以上超超临界火电机组锅炉过热器 / 再热器	

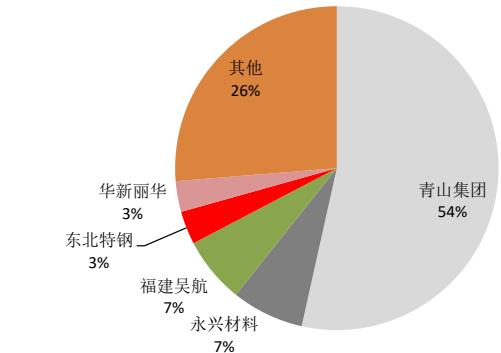
资料来源：公司公告、川财证券研究所

图 18：不锈钢长材市场 CR5 为 74% (2009-2019)



资料来源：不锈钢行业协会，川财证券研究所

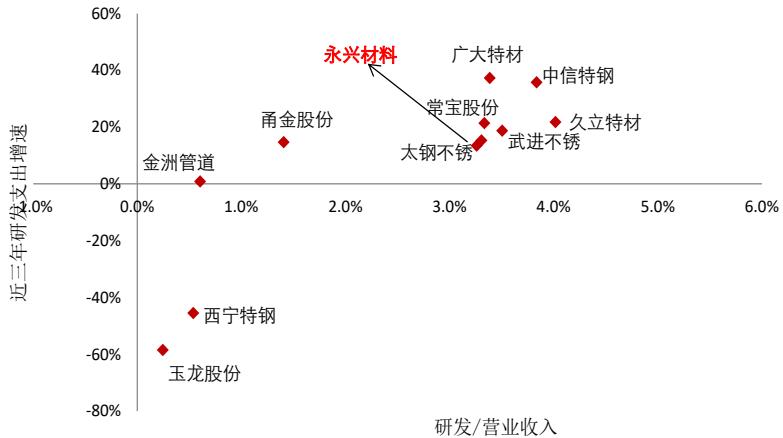
图 19：不锈钢长材企业市占率分布 (2019)



资料来源：不锈钢行业协会，川财证券研究所

高端不锈钢长材市场核心壁垒在于技术和产品沉淀。永兴材料所属不锈钢长材定制化程度高，技术研发和沉淀是该细分行业重要壁垒。公司高度重视持续研发：2019年，公司研发投入1.62亿元，占其营业总收入3.3%，比例在不锈钢/特钢上市公司中处于头部区域；研发人员297人，占总人数比例21%。

图 20: 永兴材料研发/收入比例 (2006-2019)

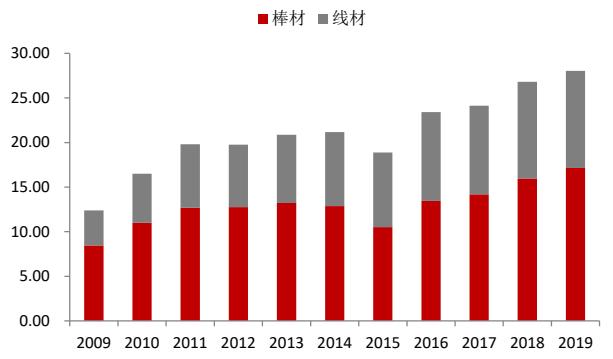


资料来源: Wind、川财证券研究所

公司目前的炼钢产能为年产 35 万吨不锈钢和镍基合金，不锈钢轧材产能 25 万吨。随着 2018 年“年产 25 万吨高品质不锈钢和特种合金棒线项目”投产，公司不锈钢长材产量和产能利用率持续增长。2019 年长材产量 29 万吨，同比增长 3.4%。

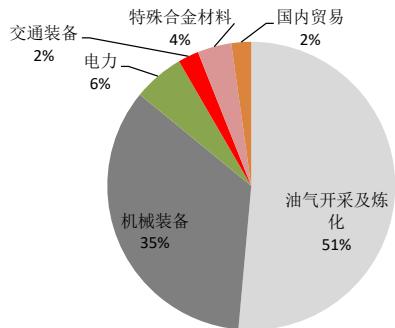
炼钢产能中，炼钢一厂为 10 万吨，炼钢二厂为 25 万吨。受生产工艺限制，炼钢一厂实际产量约为生产能力的 60-70%。公司目前正对炼钢一厂实施技术改造，将模铸生产设备部分改造为连铸机。2020 年年中改造完成后，炼钢一厂的实际产量将接近 10 万吨，实现 3-4 万吨的提升。届时，公司不锈钢产量有望进一步释放，龙头地位得到巩固。

图 21: 永兴不锈钢棒线材产量 (2009-2019)



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 22: 永兴材料不锈钢产品下游 (2019)



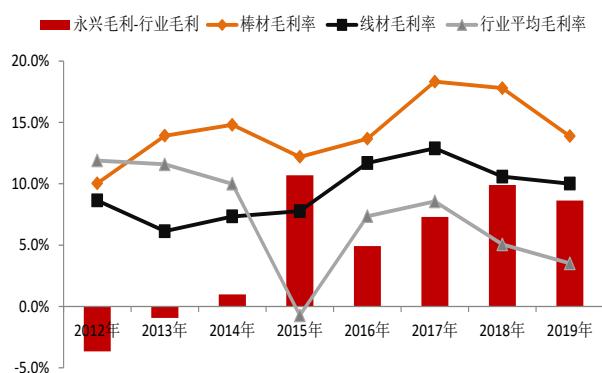
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

下游需求中，石化行业是公司重要下游。根据 2019 年公司年报数据，油气开采及炼化占公司总收入 51%，机械行业占总收入 30%，其他电力、交运等占比较小。

受海外疫情冲击，国际原油价格较去年年末 60 美金跌至 40 美金左右。但公司石化业务集中于油气的后期炼化，油气价格下降对炼化环节冲击有限。油气行业主要分为开采、运输、炼化三个环节，公司产品主要运用于开采和炼化两个环节，且用于后期炼化环节的占比更高。尽管油价下跌可能会抑制国内油气开采，但对后期炼化生产影响有限。

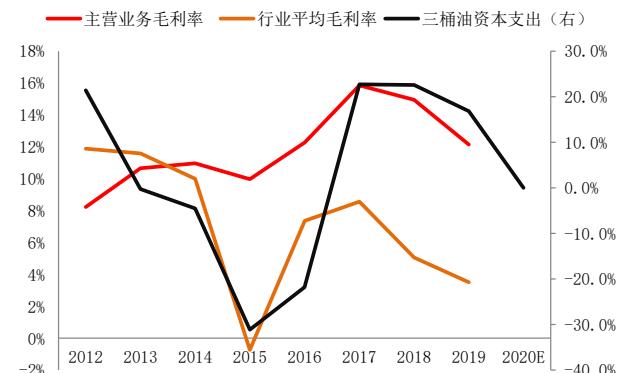
且公司产品规格多样化，有效缓解单一下游需求周期性扰动。受益于公司产品强差异化，永兴材料公司盈利波动远小于行业利润波动，近年来公司较行业平均毛利率稳定高 10% 左右。且随着海外疫情缓解，油价恢复，行业利润预计自 2020 年年末开始改善。

图 23：永兴毛利率较行业平均值高 10% 左右



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 24：石化波动对公司盈利能力影响有限



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

三、锂电新能源：行业短期面临洗牌 资金稳健静待花开

自 2017 年起，公司通过投资、并购、自主研发等方式，布局锂电材料产业。锂电材料业务将主要以锂云母为原料，采用锂云母焙烧分解置换生产电池级碳酸锂并联产钽铌、长石等副产品，主要产品电池级碳酸锂将主要运用于锂离子电池的正极材料及电解质材料。

3.1 公司 2017 年开始布局锂电，2020 年产能正式投放

公司锂电新能源业务以其子公司永兴能源为平台，通过投资、并购、自主研

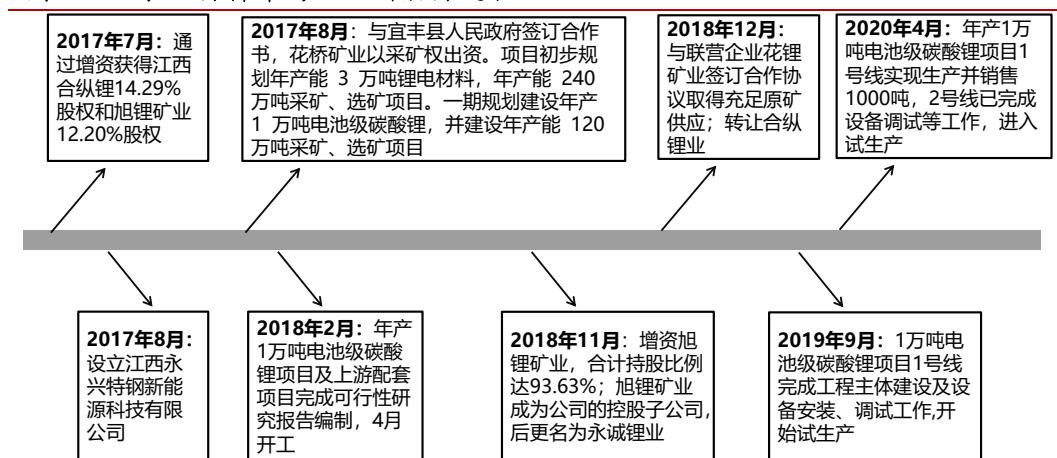
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

发等方式，着眼布局锂电材料产业，建设从采矿、选矿到碳酸锂深加工的电池正极材料全产业链，实现高端电池级材料碳酸规模化生产。

公司锂电资源集中“亚洲锂都”江西省宜春市。2017年-2018年期间，永兴材料通过增资、收购等方式持有宜春永城锂业（旭锂矿业）93.63%股权和花桥永拓70%股权。永城锂业与联营公司花锂矿业签署长期合作协议，以保证每年25万吨锂云母供应；花桥永拓旗下花桥矿业年矿石产量100万吨，将成为未来公司锂矿石重要保障来源。

2018年4月，公司年产1万吨电池级碳酸锂项目正式开工，并于2019年9月完成项目一期1号线（5000吨）主体安装和调试，2020年一季度正式实现电池级碳酸锂产出量约1000吨，产品成功向多家行业内龙头企业完成供货；2020年6月，1万吨电池级碳酸锂项目2号线（5000吨）已完成设备调试等工作，进入试生产。公司发行7亿元可转债，以支持“1万吨电池级碳酸锂项目及配套的120万吨选矿项目”。随着碳酸锂产品的投放，公司锂电新能源业务2020年起正式进入运营阶段。

图 25：永兴材料布局锂电新能源进程



资料来源：公司公告、川财证券研究所

图 26：公司现有矿产资源

矿山	氧化锂品位	可采储量	年开采量	权益产量
化山瓷石矿（花桥矿业）	0.39%	2615.65	100	70
白水洞高岭土矿（花锂矿业）	0.45%	546.67	25	12

资料来源：公司公告、川财证券研究所

3.2 锂盐需求：2019-2020 年面临阶段性失衡，长期复合需求增速

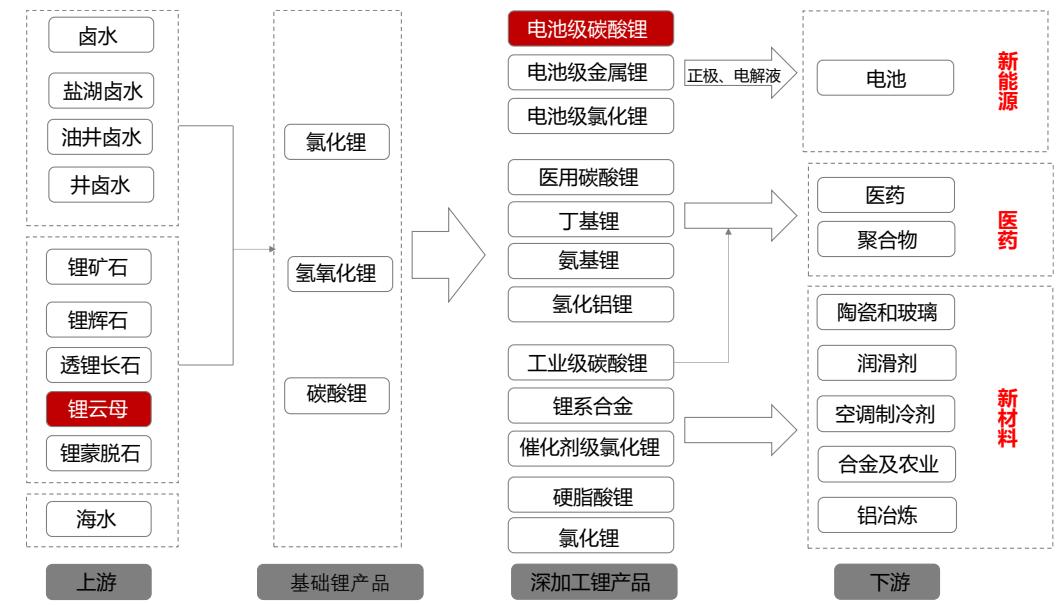
18%

锂是自然界最轻的金属元素，被誉为“21 世纪的能源金属”，广泛应用于电池、玻璃陶瓷、润滑脂、空气处理、医药、核聚变和航空航天等领域。近年来在新能源汽车产量快速增长的带动下，全球及中国锂消费进入高速增长阶段。

近年来，电池、陶瓷和玻璃在锂中的消费占比不断上升，成为最主要的两大消费版块，合计接近 70%。根据咨询公司 Roskill 统计，2012 年锂离子电池消费量占全球锂产品总消费量的 27%，2019 年这一比重已经提高至 56%。

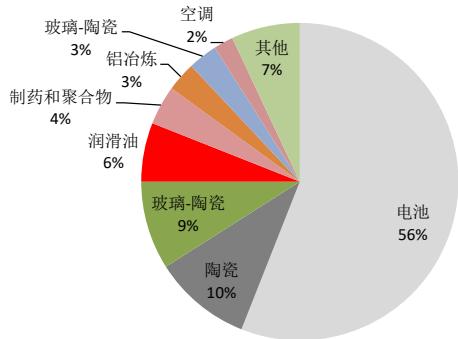
2018 年，全球锂需求量约 27.4 万吨 LCE（碳酸锂当量）。受中国汽车产量下滑和新冠疫情影影响，Roskill 将 2020 年全球锂需求短暂下调至负增长。但长期来看，预计 2027 年全球锂需求会增长至 100 万吨 LCE，年均复合增长率 18%。

图 27：锂产业链上下游



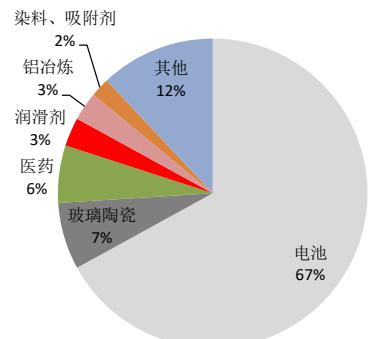
资料来源：公司公告、川财证券研究所

图 28：全球锂消费结构（2019）



资料来源：Roskill, 川财证券研究所；

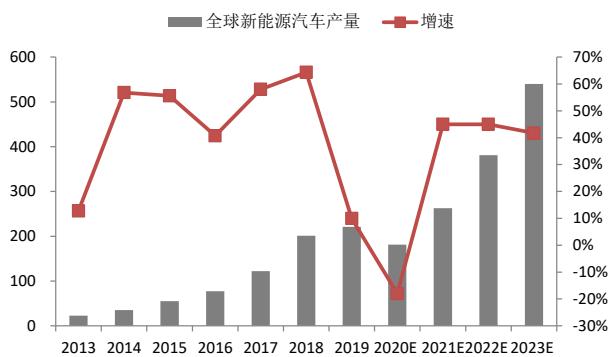
图 29：中国锂消费结构（2018 年）



资料来源：中国锂工业协会，川财证券研究所；单位：%

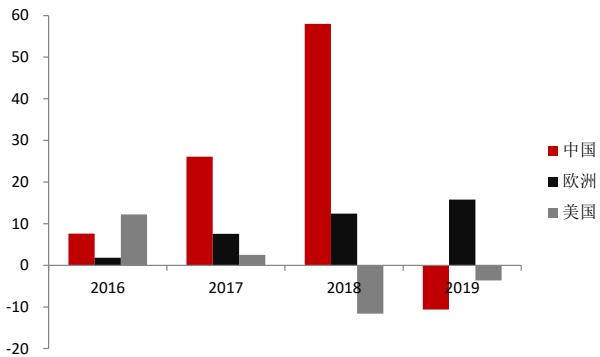
汽车需求占锂下游总需求近 60%，国内外新能源汽车行业的增长态势也将带动全球动力电池行业的快速增长。海外市场方面，随着欧盟碳排放政策趋严，全球主流车企的电动新车型在 2020-2022 年将迎来投放周期。国内市场方面，根据中国汽车工业协会数据，2019 年国内新能源汽车销量 120.6 万辆，国家工信部于 2019 年底提出的 2025 年国内市场新能源汽车销量占比要达到 25% 的指向性政策扶持，新能源汽车市场成长空间巨大。

图 30：全球新能源汽车产量 2021 年重回高速增长



资料来源：Wind, 川财证券研究所；

图 31：全球新能源汽车分地区产量变化（2016-2019）



资料来源：Wind, 川财证券研究所；单位：%

3.3 锂盐供应：上游锂矿资源稀缺，上下游一体化布局最具价值

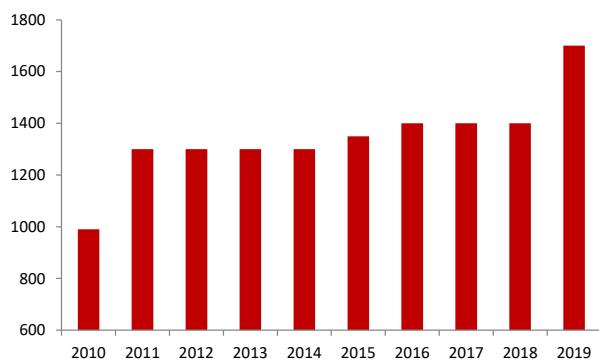
上游锂矿资源的开采与锂原材料的生产是锂行业的基础。锂上游矿产资源主要来自矿石（锂辉石、锂云母等）和卤水（盐湖卤水）提取。目前卤水型锂

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

矿占据了全球经济可采储量的 71%。随着锂金属需求攀升，锂矿资源在全球范围内快速开发。据美国地质调查局（USGS）统计，2019 年全球锂金属储量约为 1700 万吨（按照 1 吨金属锂等于 5.322 吨碳酸锂折算，折合碳酸锂当量 LCE 为 9000 万吨），约为 10 年前 2 倍。

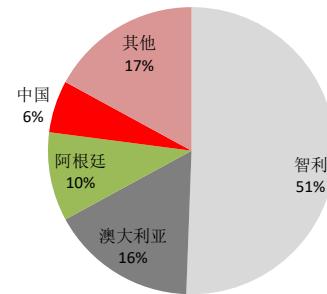
全球锂资源主要分布在智利、澳大利亚、阿根廷、中国等国。其中，澳大利亚为全球锂矿主要供给国，占全球锂矿供应量 85%。中国是目前世界上最大的锂消费国，占 2018 年消费量的 39%。但中国锂资源储量仅占世界 6%，中国大量依靠上游锂矿石资源进口。

图 32：全球锂资源储量变化（2010–2019）



资料来源：USGS，川财证券研究所；单位：万吨

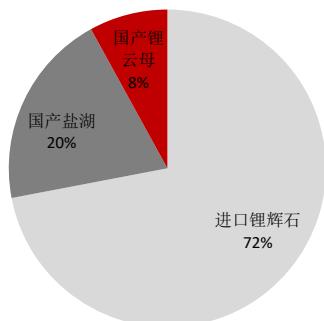
图 33：全球锂储量分布（2019 年）



资料来源：USGS，川财证券研究所；单位：%

中国锂矿类型分为卤水型和硬岩型两种类型，卤水型约占我国保有资源储量的 67%，主要分布在青海和西藏；硬岩型约占保有资源储量的 33%，其中锂辉石矿集中分布在四川和新疆，锂云母矿主要在江西。

图 34：中国锂盐加工原料构成（2017）



资料来源：有色金属工业协会锂业分会，川财证券研究所

图 35：不同锂盐加工方式对比

优势	劣势
盐湖卤水 有过程简单、回收率高、成本低及对环境污染小	盐湖卤水的存在形式差别很大，工艺难以复制；卤水里面镁的含量也比较高，使得镁锂比较难分离，增加了处理难度
锂辉石 工艺成熟，过程易于控制，对矿石品味适应性强，锂回收率高	锂辉石依赖于进口
锂云母 不依赖进口，采矿成本低	锂云母品位低、渣量大；含有一定量氟，冶炼时易形成难溶氟化物，导致收率低，造成环境污染；锂云母矿石中所含的钾、铷、铯、氟等稀有贵重资源难

资料来源：CNKI，川财证券研究所

据 SMM 统计，2018 年，全球锂盐总产能 39.5 万吨，其中国内企业 20.8 万吨，占全球总产能 53%。全球主要的锂资源开采掌握在美国雅保 (ALB)、美国富美实公司 (FMC) 和澳大利亚泰利森 (天齐锂业占股 51%)、智利矿业化工 SQM (天齐锂业占股 25%) 四家垄断，四家合计约占全球 90% 的锂上游资源。国内锂盐企业主要有赣锋锂业、天齐锂业、雅化集团、西藏矿业、青海锂业、蓝科锂业、江特电机和永兴材料等。

其中，海外除泰利森外，其他三家均采用成本最低的盐湖卤水工艺；中国锂上游资源相对于锂盐产能缺口较大，约 50% 的锂化工上游原料以来澳大利亚等国的进口。截止 2017 年末，我国锂盐生产中，72% 以进口锂辉石为原料，20% 为国内盐湖卤水，8% 为锂云母矿。

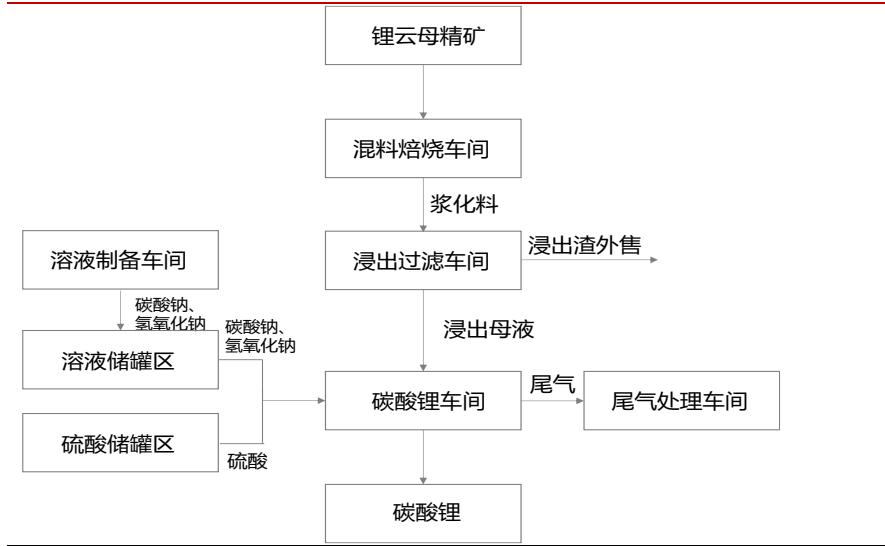
图 36：国内外主要锂企业产能产量

企业	工艺类型	2019年锂盐产量
Talison (天齐锂业51%)	锂辉石	100000
RIM (赣锋锂业)	锂辉石	54500
智利矿业化工 (SQM)	盐湖卤水	45100
Albemarle (Rockwood)	盐湖卤水	41500
Galaxy Resources	锂辉石	23950
Altura	锂辉石	20588
Pilbara Minerals (赣锋锂业8.37%)	锂辉石	19000
FMC	盐湖卤水	16785
Orocobre	盐湖卤水	13209
盐湖股份	盐湖卤水	11302
Bald Hill	锂辉石	10000
五矿盐湖	盐湖卤水	6000
江特电机	锂云母	5000
融捷股份	锂辉石	3415
西藏矿业	盐湖卤水	3000
Nemaska Lithium	锂辉石	2000
藏格控股	盐湖卤水	2000
永兴材料	锂云母	2000

资料来源：天齐锂业 2019 年公司年报、川财证券研究所

工艺方面，永兴材料以锂云母为原料、采用焙烧分解置换生产碳酸锂并联产钠、钾产。项目全部建成后，可生产碳酸锂 1 万吨/年，副产钾钠盐 5 万吨/年，氟化钠 3000 吨/年，浸出渣 17 万吨/年。此前，由于锂云母提锂工艺尚不成熟，该工艺为全球锂盐工艺成本最高部分。但随着锂云母提取技术突破，目前国内锂云母工艺和锂辉石工艺成本已相差无几。

图 37：永兴材料碳酸锂工艺

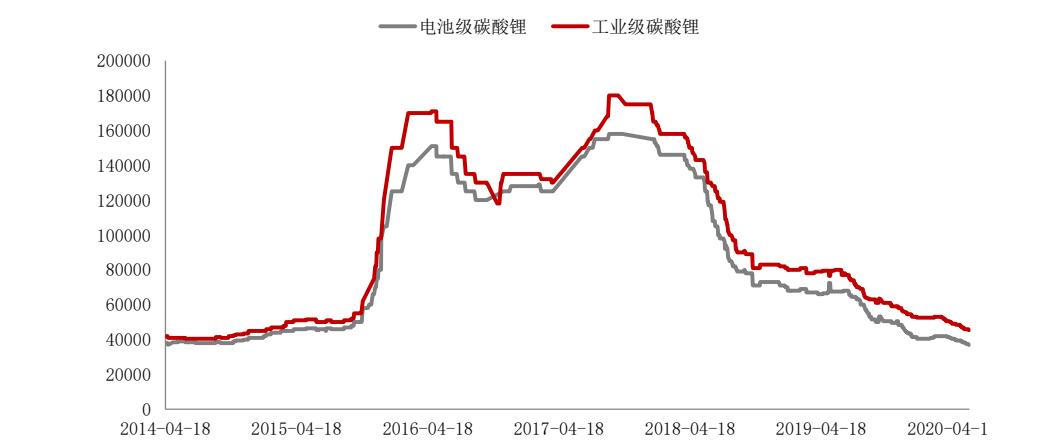


资料来源：公司公告、川财证券研究所

3.4 锂盐价格已经触及高位成本线，2021-2022 将迎来行业复苏

2015 年开始，锂盐价格经历过一轮大涨大跌。以中国电池级碳酸锂价格为例，2015 年年初这一价格平稳于 4 万元/吨左右，随着新能源领域需求增长，锂盐价格自 2015 年大幅上涨，2016-2017 年国内碳酸锂价格高达 12-16 万元/吨。随着国内外锂矿和锂盐产能投放，供应端自 2018-2019 年开始增加，碳酸锂价格 2018 年年末开始持续回落，2020 年年初几乎回到五年之前的价格，6 月初电池级碳酸锂报价 4.5 万元/吨。

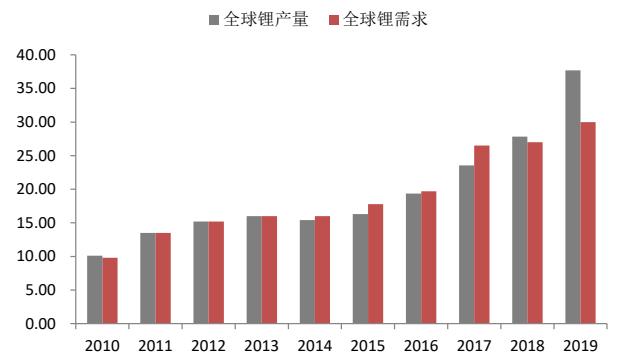
图 38：全球锂盐价格



资料来源：Wind、川财证券研究所

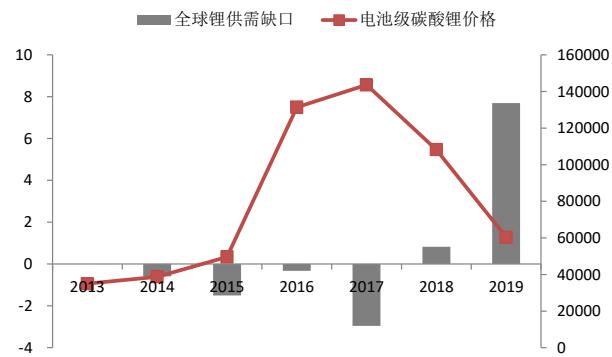
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 39：全球锂盐产量



资料来源：有色金属工业协会锂业分会，川财证券研究所；

图 40：中国锂盐产量

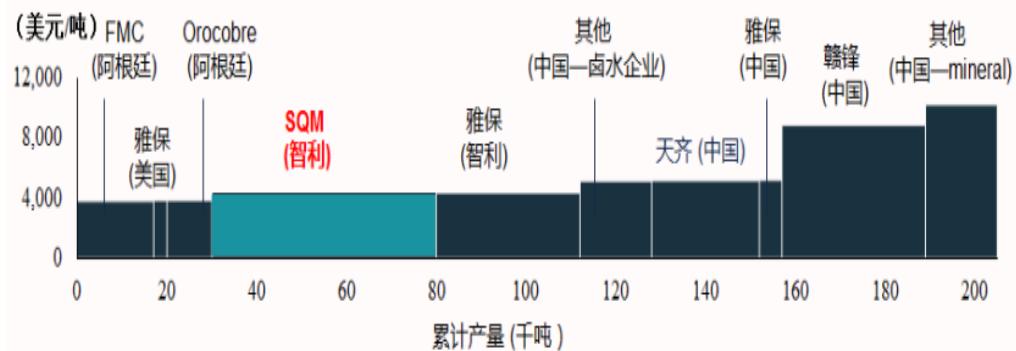


资料来源：协会锂业分会，川财证券研究所；单位：万吨

由于矿产资源来源和开采工艺不同，全球锂盐成本差异较大。四大巨头中，除澳大利亚泰利森为锂矿石资源外，其他三家均为卤水资源，完全成本线约2.5万元/吨。

国内卤水企业完全成本约3万元/吨，但国内盐湖卤水杂质较多，以生产工业级碳酸锂为主。电池级碳酸锂主要原料集中锂辉石及锂云母。随着国内锂云母工艺升级，二者现金成本已经非常接近。以6月初矿石原料价格测算，国内锂辉石和锂云母行业平均现金成本分别为4.7万元/吨和4.9万元/吨，电池级碳酸锂售价为4.6万元/吨。锂盐价格已经开始跌破部分企业现金成本，供需阶段性失衡，行业短期面临洗牌。

图 41：全球主要企业碳酸锂生产成本对比



资料来源：天齐锂业2019年公司年报，川财证券研究所

图 42：2020 年 6 月初国内碳酸锂现金成本模拟测算一分工艺

	不含税现金成本	含税成本	电池级/工业级碳酸锂价格
自产锂辉石精矿	43496	49150	45500
外采锂辉石精矿	47304	53454	45500
自采锂云母精矿	46920	53020	45500
外采锂云母精矿	48900	55257	45500
盐湖卤水	30000	33900	37000

资料来源：《典型矿石提锂工艺介绍及经济效益分析》，川财证券研究所

锂辉石成本公式：锂辉石精矿进口单价*8*汇率+2 万；锂云母成本公式：锂云母精矿单价*18+3 万

上游资源端同样处于亏损线，全球锂精矿到岸矿成本线约 300-500 元/吨，而今年以来国内锂辉石到岸价在 400-450 美元/吨，上游锂矿同样开始进入亏损区间。

2019 年下半年开始，随着锂盐价格跌破边际成本线，矿山和锂盐加工企业减产消息开始增多。考虑海内外需求四季度开始逐步恢复，供应端跌至国内锂盐成本线，锂盐价格已经筑底，等待长期需求恢复。

图 43：2019 年下半年以来锂矿停产信息

时间	事件
2019年6月	Pilbara宣布减产，期产能建设分阶段进行，推迟产能释放周期
2019年8月	Bald Hill 宣布债务违约，破产重组
2018年8月	Mt Cattlin 宣布从2020年起减少40%的矿石开采量
2019年10月	Galaxy宣布主动减产25%-40%
2019年10月	雅保与MRL决定将Wodgina矿山关停维护，暂停所有生产
2020年5月	Livent，撤回2020年产量指引，全球扩建项目继续暂停和推迟

资料来源：公开资料、川财证券研究所

四、 估值评级：给予“增持”评级

考虑行业差异性，我们将公司不锈钢板块和锂电新能源板块营收分别进行预估。

不锈钢板块营收预估假设：

- 1、 一厂改造完成后，不锈钢产量较现有 30 万吨/年增加 3-4 万吨/年。
- 2、 伴随疫情缓和，不锈钢产品价格 2020 年开始小幅回升，公司产品价格回升比例与行业相同

3、公司棒材毛利小幅回升至 14%，棒材毛利维持 10%

4、贸易和其他业务收入及毛利率保持不变

该假设下，公司不锈钢业务板块 2019、2020、2021 和 2022 年营业收入分别为 49 亿元、45.9 亿元、52 亿元和 53 亿元，板块毛利分别为 5.97 亿元、5.09 亿元、6.47 亿元和 6.64 亿元。

图 44：不锈钢业务营收预估

棒材				线材				贸易和其他业务收入	总收入	利润
产量	营业收入	单价	毛利率	产量	营业收入	单价	毛利率			
2019	17.15	2734169634	15943	13.9%	10.89	1739956395	15978	10.0%	435296317	4909422346
2020E	17	2520503233	14826	12.0%	11	1668647619	15170	10.0%	398641433	4587792285
2021E	20	3200000000	16000	14.0%	10	1592800000	15928	10.0%	398641433	5191441433
2022E	20	3300000000	16500	14.0%	10	1624656000	16247	10.0%	398641433	5323297433

资料来源：Wind、川财证券研究所

锂电新能源板块营收预估假设：

- 1、公司 2020 年开始碳酸锂产能正式投放，2020 年、2021 年和 2022 年产量分别为 5000 吨、9000 吨和 1 万吨。
- 2、受疫情影响，电池级碳酸锂价格 2020 年维持低位，假设平均价为 45000 元/吨。但随着疫情影响消退，海外经济 2020 年四季度复苏，2021 年和 2022 年碳酸锂均价分别回升至 55000 元/吨和 65000 元/吨。
- 3、营业成本按照《2020-06-05-002756.SZ-永兴材料：公开发行可转换公司债券募集说明书》数据推算。

图 45：锂盐业务营收预估

	2020	2021	2022
碳酸锂产量	5000	9000	10000
营业收入	225000000	495000000	650000000
单价	45000	55000	65000
营业成本	216475000	389655000	432950000
毛利率	3.79%	21.28%	33.39%
利润	8525000	105345000	217050000

资料来源：Wind、川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

值得注意的是，由于锂电新能源行业正处于新一轮洗牌期，成本和现金流对公司尤为重要。根据公司在 2020 年 6 月 5 日发布的可转债公告，我们测算公司盈利对碳酸锂价格敏感性分析：

图 46：公司对碳酸锂价格敏感性分析：

电池级碳酸锂 (元/吨)	40000	45000	50000	55000	60000	65000
板块利润 (万元)	-2966	1535	6035	10535	15035	19535

资料来源：公司可转债说明书、川财证券研究所

预计公司 2020-2022 年公司营业收入分别为 48、57 和 60 亿元，归属于母公司净利润分别为 3.07、4.07 和 5.1 亿元。对应 EPS 分别为 0.85、1.13 和 1.42 元。

考虑公司不锈钢和锂电新能源分属不同板块，分别参考其可比公司估值。以 2020 年 6 月 24 日收盘价计算，不锈钢估值给与 15 倍；锂盐公司估值分化较大，采用营收相对稳健的雅化集团作为参考，给与锂电板块 50 倍估值。根据前文测算，2020 年，不锈钢板块贡献盈利 5.1 亿元，参考可比公司估值，对应市值 76.5 亿元；锂盐板块贡献盈利 0.85 亿元，参考可比公司估值，对应市值 42.5 亿元，合计总市值约 120 亿元，对应股价约 22.4 元。截止 2020 年 6 月 24 日，公司股价 18.7 元，给予增持评级。

图 47：可比公司估值 (2020 年 6 月 24 日收盘价)

证券代码	公司名称	股价	市盈率	PB
不锈钢板块				
002318.SZ	久立特材	7.20	12.12	1.87
000708.SZ	中信特钢	17.16	16.08	3.67
000825.SZ	太钢不锈	3.34	8.98	0.60
603878.SH	武进不锈	7.43	9.46	1.33
603995.SH	甬金股份	25.32	17.55	2.09
		12.84	1.91	
碳酸锂板块				
002460.SZ	赣锋锂业	54.03	195.08	8.49
002466.SZ	天齐锂业	25.80	NA	6.27
002497.SZ	雅化集团	9.28	123.94	3.34
		159.51	6.03	

资料来源：Wind、川财证券研究所、数据取 wind 一致预期

风险提示

不锈钢印尼低成本冲击

2018年以来，依托镍矿资源，印尼低成本不锈钢快速投产并通过进口冲击国内市场。2020年以来，这一进口冲击持续。不锈钢消费虽然维持高增长，但低成本资源冲击会对整体价格造成压制。

锂电新能源复苏时点不确定

随着锂盐价格跌至4.5万元/吨附近，锂盐和上游锂矿已经开始触及边际高位成本线。长期来看，锂电行业需求高增长确定性强，但短期1-2年内周期复苏节奏仍有较大不确定性。且高成本边际供应挤出，公司锂云母工艺成本竞争力需要检验。

海外疫情反复

海内外疫情反复仍是整体经济复苏最大不确定性。

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2162	1973	2103	2296	营业收入	4909	4813	5686	5973
现金	652	582	606	598	营业成本	4312	4295	4998	5092
应收账款	164	160	196	207	营业税金及附加	48	50	49	50
其他应收款	7	21	20	23	营业费用	46	46	46	46
预付账款	22	22	26	26	管理费用	73	75	74	74
存货	448	436	511	520	财务费用	-8	21	69	136
其他流动资产	868	751	745	922	资产减值损失	-47	-42	-44	-43
非流动资产	2380	3204	4214	5185	公允价值变动收益	-0	0	-0	-0
长期投资	264	264	264	264	投资净收益	-7	-3	-6	-5
固定资产	981	2089	3220	4208	营业利润	415	365	487	613
无形资产	242	321	394	470	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	894	531	336	243	营业外支出	2	3	2	3
资产总计	4542	5177	6317	7481	利润总额	413	363	485	611
流动负债	777	1174	1967	2735	所得税	73	59	81	101
短期借款	50	586	1053	2135	净利润	340	304	404	507
应付账款	507	332	664	343	少数股东损益	-3	-3	-3	-3
其他流动负债	220	256	250	256	归属母公司净利润	344	307	407	510
非流动负债	308	406	542	663	EBITDA	512	549	851	1186
长期借款	164	274	401	523	EPS (元)	0.95	0.85	1.13	1.42
其他非流动负债	144	132	141	140					
负债合计	1085	1580	2509	3398					
少数股东权益	66	64	61	59					
股本	360	360	360	360					
资本公积	825	825	825	825					
留存收益	2189	2348	2562	2840					
归属母公司股东权益	3391	3533	3747	4024					
负债和股东权益	4542	5177	6317	7481					
单位:百万元									
现金流量表				主要财务比率					
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	345	430	1002	572	成长能力				
净利润	340	304	404	510	营业收入	2.4%	-2.0%	18.1%	5.0%
折旧摊销	106	162	295	437	营业利润	-7.8%	-12.8%	33.7%	25.4%
财务费用	-8	21	69	136	归属于母公司净利润	-11.3%	-11.1%	33.4%	25.1%
投资损失	7	3	6	5	盈利能力				
营运资金变动	-90	-14	217	-515	毛利率(%)	12.2%	10.4%	11.7%	13.7%
其他经营现金流	-9	-47	10	-1	净利率(%)	0.9%	7.0%	6.4%	7.2%
投资活动现金流	38	-942	-1318	-1411	ROE(%)	10.1%	8.6%	10.9%	12.7%
资本支出	456	861	1237	1330	ROIC(%)	11.8%	10.8%	14.2%	17.1%
长期投资	-232	0	-0	0	偿债能力				
其他投资现金流	262	-81	-81	-81	资产负债率(%)	23.9%	24.2%	24.9%	25.0%
筹资活动现金流	-176	442	339	831	净负债比率(%)	26.57%	30.14%	35.81%	40.42%
短期借款	-6	537	466	1083	流动比率	2.78	3.07	3.55	4.14
长期借款	164	109	128	122	速动比率	2.21	2.50	2.89	3.46
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.10	1.03	1.15	1.12
其他筹资现金流	-334	-204	-255	-373	应收账款周转率	25	24	26	25
现金净增加额	208	-70	23	-8	应付账款周转率	9.62	8.85	10.58	10.76

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004