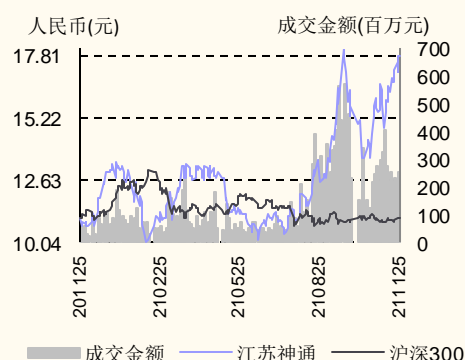


市场价格 (人民币): 17.82 元

目标价格 (人民币): 20.91 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.86
已上市流通 A 股(亿股)	4.47
总市值(亿元)	86.56
年内股价最高最低(元)	18.10/10.04
沪深 300 指数	4896
深证成指	14828



细分阀门龙头, “双碳” 进程中持续增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,348	1,586	2,107	2,627	3,344
营业收入增长率	23.98%	17.60%	32.88%	24.67%	27.31%
归母净利润(百万元)	172	216	308	407	518
归母净利润增长率	66.47%	25.58%	42.71%	32.17%	27.18%
摊薄每股收益(元)	0.354	0.445	0.635	0.839	1.067
每股经营性现金流净额	0.08	0.23	0.59	0.76	0.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.73%	9.99%	12.60%	14.40%	15.60%
P/E	22.84	30.00	26.31	19.91	15.65
P/B	1.99	3.00	3.32	2.87	2.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **特种阀门龙头, 充分受益于核电重启:** 公司深耕阀门领域 20 余年, 是核级蝶阀、球阀龙头企业, 且在持续拓展新品。按“十四五”期间, 全国每年新核准 6 台机组测算: 1) **核级球阀蝶阀等空间:** 新机组配套, 按单站价值*设备占比*阀门占比*蝶阀球阀等占比, 年市场空间 5.99 亿元; 存量机组维修更换, 按照装机容量、蝶阀及球阀维护占比折算, 年市场空间为 2.33 亿元; 合计 8.32 亿元/年。2) **阀门+乏燃料营收预测:** 按测算的阀门市场空间, 预计公司核级阀门年 5-7 亿元新订单, 最新募投项目拟 1.5 亿元投入乏燃料二期项目建设。核电阀门订单执行周期在 2-3 年, 乏燃料后处理设备交货期一般 2 年, 预测公司 21-23 年核电阀门及乏燃料领域营收为 7.14/8.97/11.95 亿元, 随着钢价逐渐回落, 预计 21-23 年毛利率为 41.4%/42.9%/42.9%。
- **紧跟“双碳”战略, 公司多业务板块受益。** 1) **冶金板块:** 冶金领域, 公司披露特种阀门市占率达 70%, 充分受益于“碳达峰”进程中钢铁企业转型、设备更换。公司“阀门管家”工业互联网平台切入通用阀门领域, 进一步打开成长空间, 上半年冶金订单同比增长 22%, 我们预计 21-23 年冶金板块营收 5.65/7.06/8.47 亿元, 毛利率稳定在 31%。2) **节能服务:** 公司收购瑞帆节能, 切入节能服务领域。公司合同能源管理服务 (EMC) 主要用于钢铁企业节能减排, 近两年, 节能服务已累计获得 26 亿元订单, 预计 21-23 年营收 1.9/2.5/4.0 亿元。3) **能源石化:** 公司能源石化领域订单来自能源装备事业部及子公司无锡法兰, 收入增量约滞后订单增量一年, 2020 年新单增速 17%, 预计 21-23 年带来营收 5.08/5.94/7.72 亿元, 毛利率相对稳定。

投资建议与估值

- 核级阀门、乏燃料后处理、冶金、节能服务等板块都将带来确定性业绩增量, 预计 21-23 年公司营收 21.07、26.27、33.44 亿元, 归母净利润 3.08、4.07、5.18 亿元。实现 EPS 分别为 0.64、0.84、1.07 元, 对应 PE 分别为 26 倍、20 倍、16 倍。参照可比公司, 给与公司 2022 年 33 倍 PE, 对应市 102 亿元, 目标价 20.91 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 核电建设进度不及预期的风险; 钢铁企业转型进度不及预期的风险; 原材料价格波动风险; 股东质押占比较高的风险。

牛波

分析师 SAC 执业编号: S1130520060001
niubo@gjzq.com.cn

内容目录

一、领先的高端阀门企业，持续拓宽业务边界	4
1.1 持续拓宽业务边界的阀门龙头	4
1.2 三大重点领域积极发展	4
1.3 业绩稳定增长，财务表现良好	6
二、核电新装机持续，阀门龙头高增开启	7
2.1 “双碳”目标需要核电，新周期已来	7
2.2 核级阀门龙头，充分受益于核电重启	9
2.3 积极布局乏燃料后处理业务，业绩开始兑现	13
三、全面发展，下游多行业景气度高	14
3.1 冶金领域：钢铁企业转型加速，“阀门管家”带来第二曲线	14
3.2 能源化工领域：中标多个项目，公司业绩将稳中有进	17
3.3 节能服务领域：EMC 屡获大单，打开新增长空间	18
四、盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议及估值	20
五、风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司主要产品及应用领域	4
图表 3: 公司 2021 年 H1 营收分布	5
图表 4: 公司 2020 年营收分布	5
图表 5: 各子行业营收及增速 (亿元、%)	5
图表 6: 430/2B 冷轧不锈钢卷:2mm 市场价 (元/吨)	6
图表 7: 各子行业毛利率	6
图表 8: 公司营收及增速 (亿元、%)	6
图表 9: 公司归母净利润及增速 (亿元、%)	6
图表 10: 公司 ROE 拆分	7
图表 11: 各种电源 CO2 排放量 (g/kwh)	7
图表 12: 中国沿海城市发电、用电量 (亿 kwh)	7
图表 13: 各种发电设备年平均利用小时数 (小时)	8
图表 14: 2019 年至今核电新核准机组	8
图表 15: 中国年度核准新机组数量 (台)	8
图表 16: 中国核电机组在建数量-当月值 (台)	8
图表 17: 中国在运机组数量及容量 (台, GW)	9
图表 18: 中国核电投资完成额及增速 (亿元、%)	9
图表 19: 中国在运、在建核电厂机组数量 (台)	9

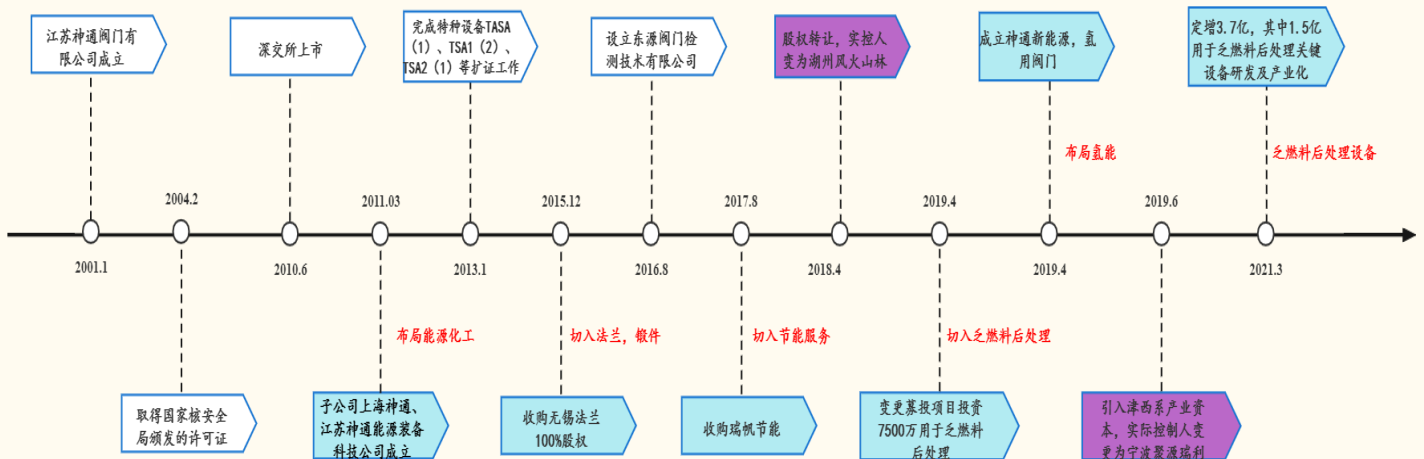
图表 20: 核电站结构拆分.....	10
图表 21: “十四五”期间, 核级球阀、蝶阀等市场空间测算 (亿元)	10
图表 22: 核电站价值拆分.....	10
图表 23: 核电设备价值拆分.....	10
图表 24: 核岛设备价值拆分.....	11
图表 25: 公司前五大客户营收及占比 (亿元, %)	11
图表 26: 公司及可比公司毛利率.....	12
图表 27: 公司及可比公司净利率.....	12
图表 28: 公司及可比公司收现率.....	12
图表 29: 公司及可比公司应收账款周转率.....	12
图表 30: 公司新签订单情况 (亿元)	13
图表 31: 乏燃料封闭式后处理流程图.....	13
图表 32: 中国乏燃料生产量及累积量 (吨).....	14
图表 33: 全国政府性基金乏燃料处理处置支出 (亿元)	14
图表 34: 公司乏燃料领域募投项目.....	14
图表 35: 中国粗钢产能利用率.....	15
图表 36: 固定资产投资完成额增速-黑色金属冶炼及压延.....	15
图表 37: 钢铁行业生产流程.....	15
图表 38: 电弧炉炼钢各环节碳排放占比.....	15
图表 39: 中国高炉周检查量及开工率 (万吨, %)	15
图表 40: 公司冶金领域子行业市占率.....	16
图表 41: 公司冶金领域主要产品及应用情况.....	16
图表 42: 公司冶金领域营收、新签订单及增速 (亿元, %)	17
图表 43: 公司石化领域产品中标情况.....	17
图表 44: 公司能源化工领域收入、订单及毛利率 (亿元, %)	18
图表 45: 中国钢铁行业碳排放量及占比 (亿吨、%)	18
图表 46: 中国及世界平均吨钢排碳量 (吨).....	18
图表 47: 公司节能服务新订单及营收 (亿元)	19
图表 48: 公司营收及毛利率预测拆分.....	20
图表 49: 可比公司估值比较 (市盈率法)	20

一、领先的高端阀门企业，持续拓宽业务边界

1.1 持续拓宽业务边界的阀门龙头

- 公司是国内规模最大的阀门制造商之一，优势产品冶金特种阀门、核级蝶阀和球阀领域的细分市场占率分别达 70% 和 90%。近年来，公司业务范围和产品种类持续延伸，业务目前已拓展到能源化工、氢能等行业，产品线延伸至乏燃料处理、节能服务和阀门维保后市场，是业内领先的一站式解决方案提供商。

图表 1：公司发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 三大重点领域积极发展

- 公司主要产品为特种阀门、法兰，适用行业包括冶金领域、核电领域、乏燃料后处理、煤化工领域、LNG 存储、石油石化等领域。公司产品主要应用于能源化工、核电、冶金三大领域。

图表 2：公司主要产品及应用领域

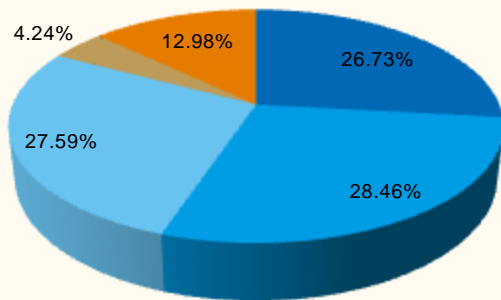
应用领域	产品用途介绍
冶金	特种阀门：应用于高炉、转炉煤气与烟气系统的特种阀门及法兰； 阀门管家：工业互联网平台，形成覆盖产品全生命周期的设备+服务+资产管理的综合性解决方案
核电	特种阀门：核级蝶阀、球阀、调节阀、隔膜阀、仪表阀，核级法兰及锻件，配套设备； 乏燃料后处理设备：阀门产品；料液循环等系统模块；贮存设备
能源石化	特种阀门：应用于石油石化、煤化工、生物化工、LNG、等的特种阀门、法兰及锻件。
节能服务	合同能源管理 (EMC)：模式建设、投资、运营高炉、转炉干法除尘系统，煤气、余热、余压等能源综合回收利用系统；分享节能环保收益
氢能	特种阀门：应用于储氢、加氢及燃料电池系统的减压阀、电磁阀、调节阀、安全阀等
军工航天	核动力装置配套产品：航空发动机-主要应用于大型固定翼无人机、直升机等的航空动力

来源：公司公告，国金证券研究所

- **三大主要业务领域稳健增长。**1) **核电板块:** 公司核级蝶阀、球阀市占率在90%以上,且在陆续开发仪表阀、隔膜阀、截止阀等新品。受益于核电新装机重启,公司2019年、2020年核电板块营收增速分别为16.82%、16.61%,2021H1,核电板块营收达2.54亿元,同比增长64.94%,核电板块业绩将持续受益于核电新装机增加。2) **能源化工板块:** 石油化工领域,公司低泄漏阀门、高性能蝶阀、耐磨球阀等特种阀门配套较多下游大客户,受益于大炼化订单增长,公司近三年能源板块营收CAGR达22.86%,且公司的超(超)临界火电配套关键阀门长期配套于华能、华电、大唐等电力集团;3) **冶金板块:** 公司在冶金行业特种阀门积累深厚,研发的高炉炉顶均压煤气回收技术向各大钢铁企业高炉系统推广;2019年,公司与大股东关联方津西钢铁合作,推出“阀门管家”工业互联网平台,切入通用阀门领域。近三年冶金板块营收复合增速17.96%,在钢铁行业集中度提升、更新高需求的背景下,公司冶金板块营收有望进一步高质量增长。

冶金板块营收占比高,核电板块毛利率最高,营收集中度略降。2021年H1,公司冶金、能源化工、核电三大领域营收分别为2.46亿元、2.61亿元和2.54亿元,三大行业营收占比之和为82.78%,较2015年下降15.12pct,业务拓展的边际效应显现。2021年能源化工、核电、冶金行业毛利率分别为14.0%、43.63%和31.86%,核电板块毛利率高于其他行业。上半年冶金、能源化工板块毛利率一定程度受到钢价上涨的影响,均较2020年末有所下降,近期钢价开始回落,我们认为公司未来成本端将边际改善,毛利率中长期回升。

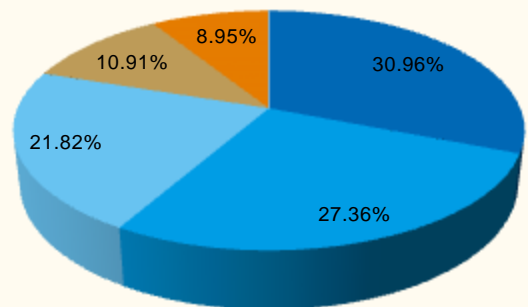
图表 3: 公司 2021 年 H1 营收分布



■ 冶金行业 ■ 能源化工行业 ■ 核电行业 ■ 节能服务行业 ■ 其他行业

来源: 公司公告, 国金证券研究所

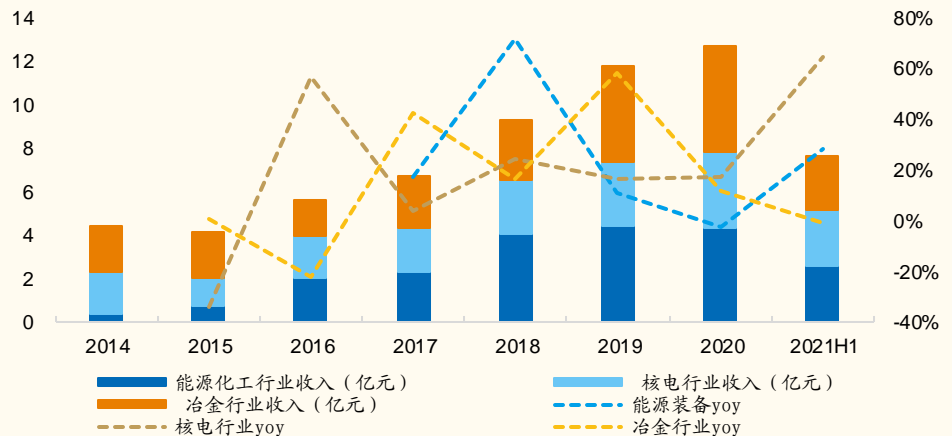
图表 4: 公司 2020 年营收分布



■ 冶金行业 ■ 能源化工行业 ■ 核电行业 ■ 节能服务行业 ■ 其他行业

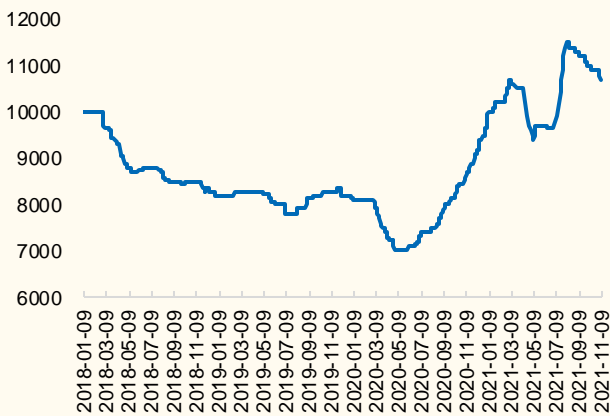
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 各子行业营收及增速 (亿元、%)



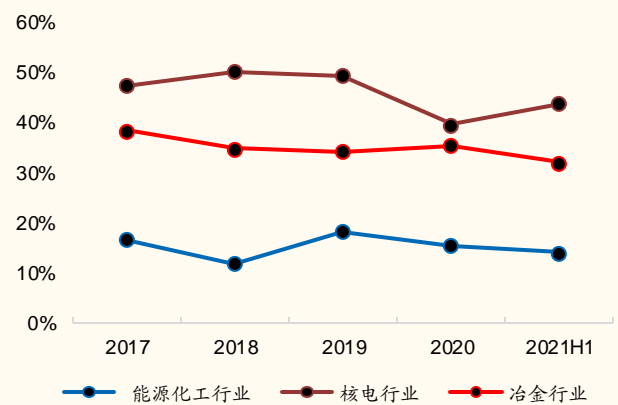
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 430/2B 冷轧不锈钢卷:2mm 市场价 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 各子行业毛利率



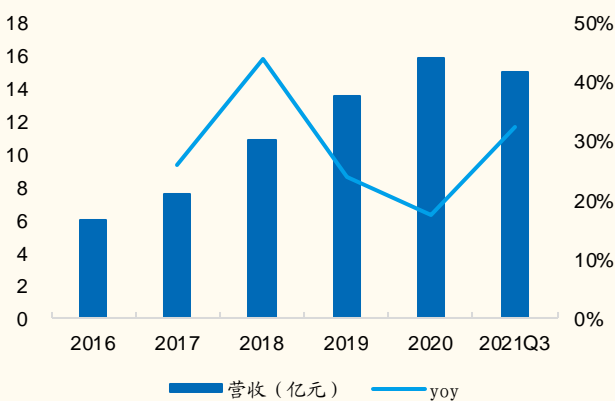
来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 业绩稳定增长, 财务表现良好

- **营收、利润增速向上。**2016 年后, 受益于主要业务板块下游需求回暖, 公司 2016 至 2020 年营收复合增速达 27.51%; 公司 2021 前三季度实现营收 15.03 亿元, 同比增长 32.33%。2016 年至 2020 年, 公司归母净利润复合增速为 42.76%, 2021 年前三季度, 公司实现归母净利润 2.13 亿元, 同比增长 31.80%。

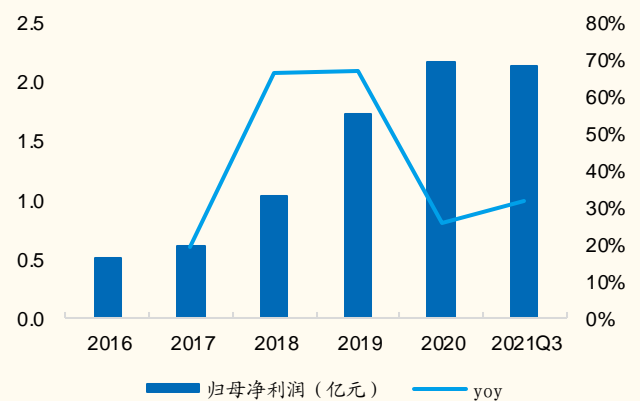
成本管控良好, 毛利率平稳, 净利率微升。2018-2020 年, 公司毛利率稳定在 32% 以上, 今年上半年钢价上涨, 公司订单管控能力较强, 提前锁定原材料价格, 前三季度毛利率仅微降至 30.91%。

图表 8: 公司营收及增速 (亿元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

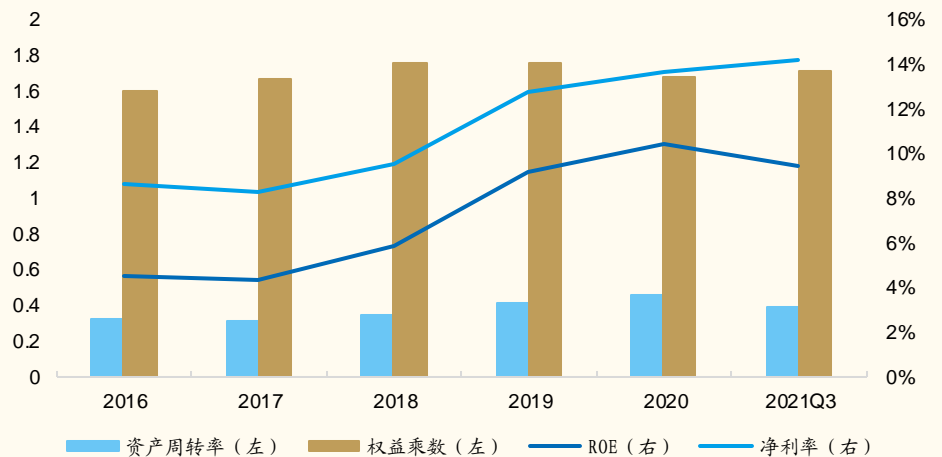
图表 9: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **ROE 稳步提升, 净利率贡献主要增量。**五年来, 公司 ROE 稳步提升, 2020 年 ROE 为 10.46%, 较 2016 年提升 6pct。在净资产周转率、权益乘数相对稳定情况下, 公司 ROE 增长的主要驱动来自净利率的稳健提升。

图表 10: 公司 ROE 拆分



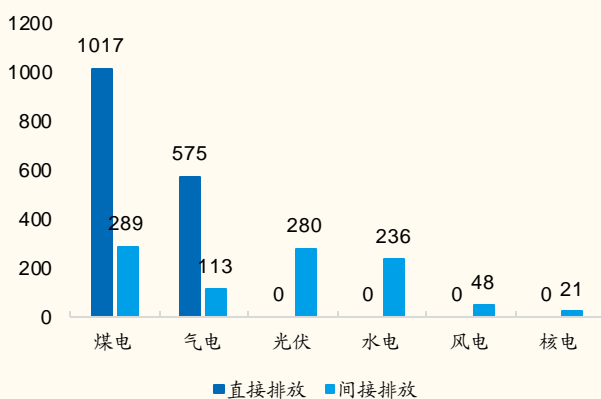
来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、核电新装机持续, 阀门龙头高增开启

2.1 “双碳”目标需要核电, 新周期已来

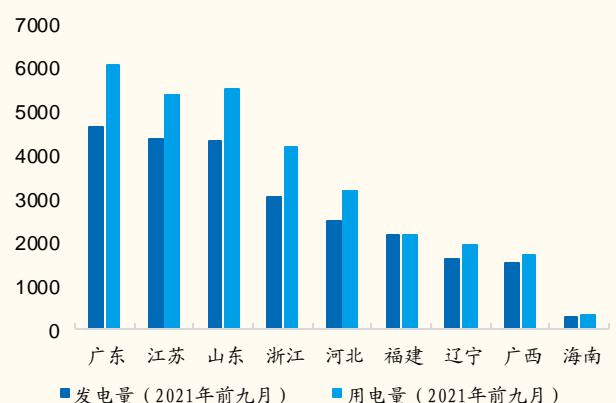
- **核电低碳经济、可靠性高。**核电具有低碳排放、高能量密度、高稳定可靠、换料周期长等特点, 十分适用于承担电网基本负荷。核电优势如下, **1) 低碳排放:**核电无直接碳排放, 度电间接 CO2 排放量为 21g, 仅为煤电碳排放的 1.6%、太阳能发电碳排放的 7.5%、水电碳排放的 8.9%; **2) 缓解沿海省份缺电:**中国沿海省份发电量均小于用电量, 均存在缺口, 目前以特高压从西部输送缓解。从经济性看, 沿海新建核电可以一定程度缓解沿海省份电力短缺问题; **3) 核电利用小时数远高于其他电源:**因高利用率、不参与调峰等特性, 核电利用小时数远高于其他电源。2020 年, 核电设备年平均利用小时数达 7453h, 较火电 (4216h) 高出 76.8%。

图表 11: 各种电源 CO2 排放量 (g/kwh)



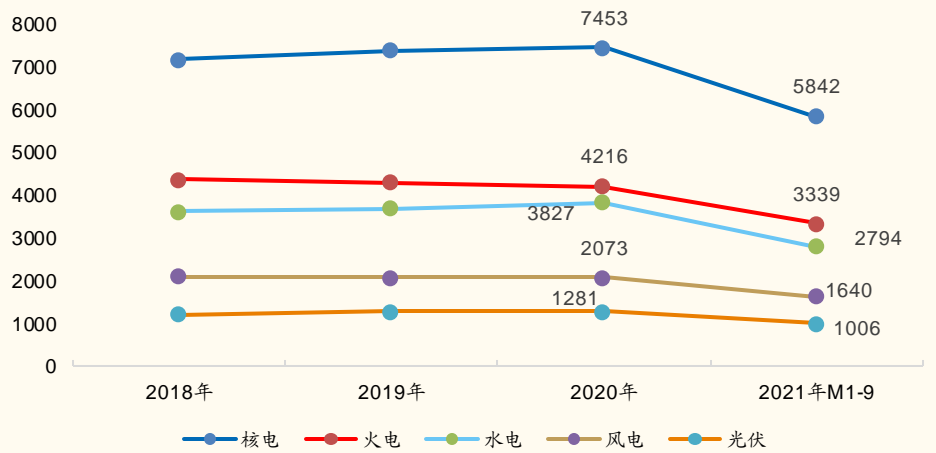
来源: IAEA, 国金证券研究所

图表 12: 中国沿海城市发电、用电量 (亿 kwh)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 13: 各种发电设备年平均利用小时数 (小时)



来源: wind, 国金证券研究所

- 在建机组八年下滑后，“十四五”核电重启已至。新投产核电机组发展顺沿着“核准—在建—在运”的方向。2011年福岛核电站事故后，中国新机组核准骤停，在2011至2019年间，仅2012年和2015年通过了3台、8台机组核准，与此对应的是中国在建机组数量从2012年12月的29台下降至2020年8月的11台，经历了近8年的下降达到最低值。

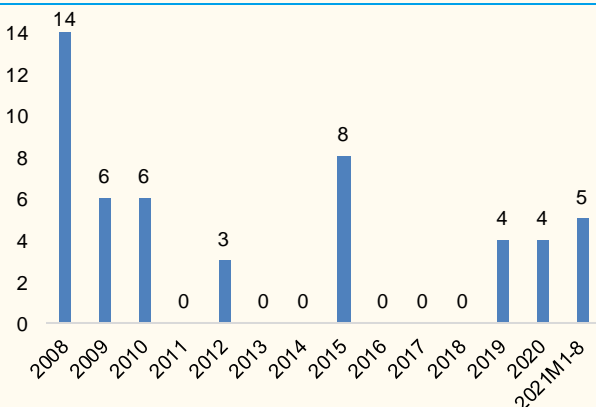
2020年9月，国常会指出，“积极稳妥推进核电项目建设，是扩大有效投资、增强能源支撑、减少温室气体排放的重要举措”，并核准了海南昌江核电二期、浙江三澳核电一期工程，开启了核电重启之路。2019年、2020年、2021年至今，核准新机组数量分别为4台、4台、5台。2021年《政府工作报告》提出在安全的前提下积极发展核电，结合高确定性核准机组、潜在核准机组，我们预计“十四五”期间每年新核准机组约为6台。

图表 14: 2019 年至今核电新核准机组

核准时间	核准机组情况	年度合计 (台)
2019 年	广东太平岭核电站 (1#、2#), 福建漳州核电站 (1#、2#)	4
2020 年	海南昌江核电站 (3#、4#), 浙江三澳核电站 (1#、2#)	4
2021 年	江苏田湾核电站 (7#、8#), 辽宁徐大堡核电站 (1#、2#), 海南昌江小堆机组	5

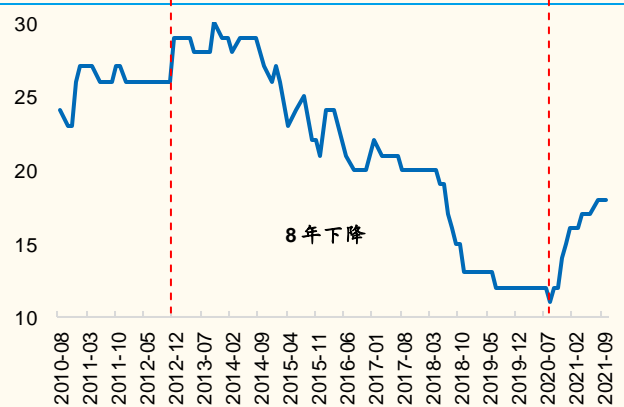
来源: 中国核安全局, 国金证券研究所

图表 15: 中国年度核准新机组数量 (台)



来源: 国家核安全局, 国金证券研究所

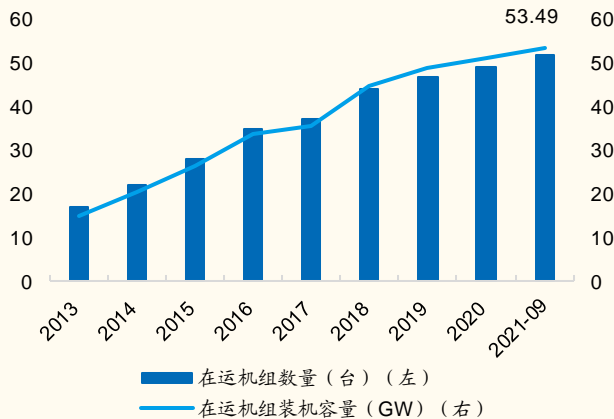
图表 16: 中国核电机组在建数量-当月值 (台)



来源: wind, 国金证券研究所

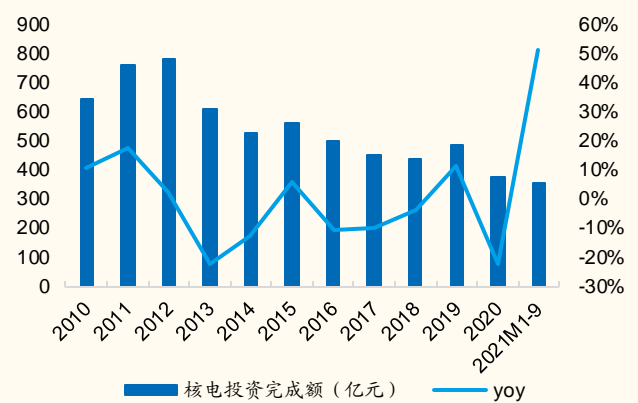
根据国家核安全局数据，截至 2021 年 10 月底，我国共有 52 台在运核电机组，19 台机组在建。今年前 9 个月，核电投资完成额达 356 亿元，同比增长 51.49%，增速达十年新高。我们预计“十四五”期间，核电年投资额将从 500 亿元提升至 1000 亿元以上。

图表 17: 中国在运机组数量及容量 (台, GW)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 中国核电投资完成额及增速 (亿元, %)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 19: 中国在运、在建核电厂机组数量 (台)

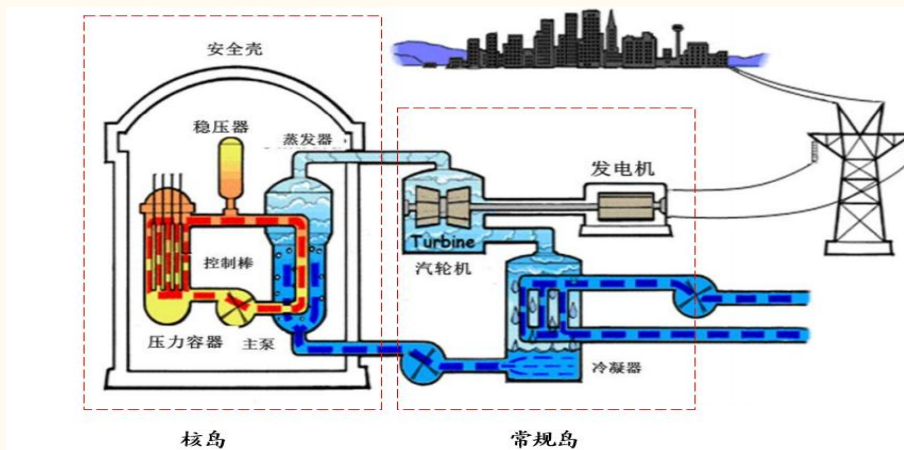
电厂名称	所在省份	在运机组数量 (台)	装机容量 (MW)	在运详细情况
红沿河核电厂	辽宁	5	5*1118.79	5 压水堆
石岛湾核电厂	山东	1	1*211	1 气冷堆
海阳核电厂	山东	2	2*1253	2 压水堆
田湾核电厂	江苏	6	2*1060+2*1126+2*1118	6 压水堆
秦山核电厂	浙江	1	1*330	1 压水堆
秦山第二核电厂	浙江	4	2*650+2*660	4 压水堆
秦山第三核电厂	浙江	2	2*728	2 重水堆
方家山核电厂	浙江	2	2*1089	2 压水堆
三门核电厂	浙江	2	2*1251	2 压水堆
宁德核电厂	福建	4	4*1089	4 压水堆
福清核电厂	福建	5	4*1089+1*1161	5 压水堆
岭澳核电厂	广东	4	2*990+2*1086	4 压水堆
大亚湾核电厂	广东	2	2*984	2 压水堆
台山核电厂	广东	2	2*1750	2 压水堆
阳江核电厂	广东	6	6*1086	6 压水堆
防城港核电厂	广西	2	2*1086	2 压水堆
昌江核电厂	海南	2	2*650	2 压水堆
合计		52	53485.95	-

来源: 中国核能行业协会, 国金证券研究所

2.2 核级阀门龙头, 充分受益于核电重启

- **核电站设备结构: 三大部分。**核电设备分为核岛 (NI)、常规岛 (CI)、辅助系统 (BOP) 三个部分。核岛是核电站安全壳内的核反应堆及与反应堆有关的各个系统的统称, 是电站的核心, 其主要功能是利用核裂变产生蒸汽; 常规岛是核电装置中汽轮发电机组及其配套设施和它们所在厂房的统称, 主要功能是将核岛产生的蒸汽热能转换成汽轮机的机械能, 再通过发电机转变成电能; 辅助系统是核岛和常规岛外的组成设备。

图表 20: 核电站结构拆分



来源: 中国广核招股书, 国金证券研究所

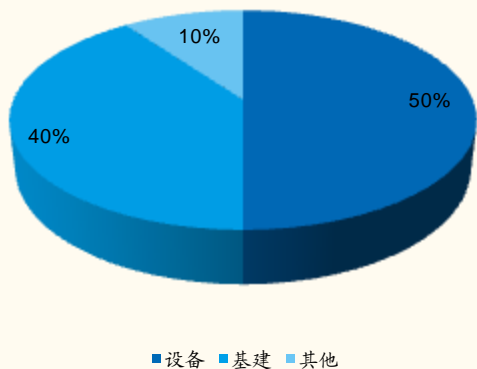
- “十四五”期间核级球阀、蝶阀等市场空间测算: 每年新增市场空间约 8.32 亿元。从新核准机组配套、存量机组维修更换两个角度测算, 1) 新核准机组配套: 核电设备价值占机组比例超过 50%, 核岛占核电设备价值的 52%左右, 核级阀门是核岛重要组成部件, 价值量占核岛整体的 12%左右, 得到核级阀门占核电站总价值的 3.1%左右。假设“十四五”期间每年 6 台核准新建, 三代核电机组保守成本约 1.8 万元/KW, 按单台机组成本 180 亿元计算, 核级阀门价值量占比在 3%左右, “十四五”期间核准带来的核级阀门空间为 32.4 亿元, 球阀、蝶阀等阀门价值约占核级阀门的 18.5%, 得到核级蝶阀、球阀市场空间在 5.99 亿元。2) 存量机组维修更换: 存量核电站超过一半的维修费用花在阀门维修, 根据公司招股书, 每 2GW 核电装机容量的年维修费用在 6700 万元, 截至 2021 年 9 月末, 中国在运核电机组装机容量达 53.5GW, 保守估计阀门年维修费用约 17.92 亿元, 按照股书中的蝶阀、球阀维修费用占比折算(约 13%), 球阀、蝶阀年维修费用约 2.33 亿元。

图表 21: “十四五”期间, 核级球阀、蝶阀等市场空间测算(亿元)

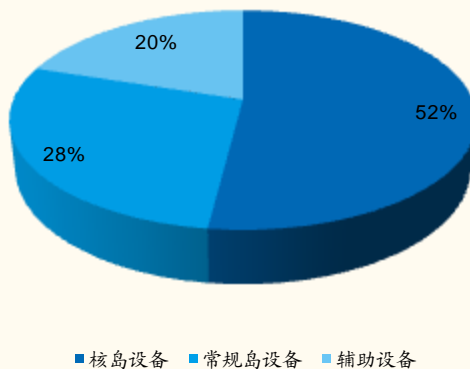
新机组配套需求(亿元)	存量机组维修更换需求(亿元)	合计(亿元)
$180 \times 6 \times 3\% \times 18.5\% = 5.99$	$53.5 / 2 \times 0.67 \times 13\% = 2.33$	8.32

来源: 国金证券研究所测算

图表 22: 核电站价值拆分



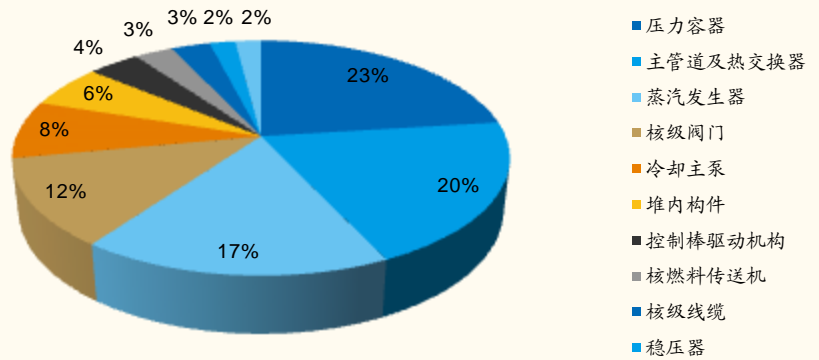
图表 23: 核电设备价值拆分



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

来源: 产业信息网, 国金证券研究所

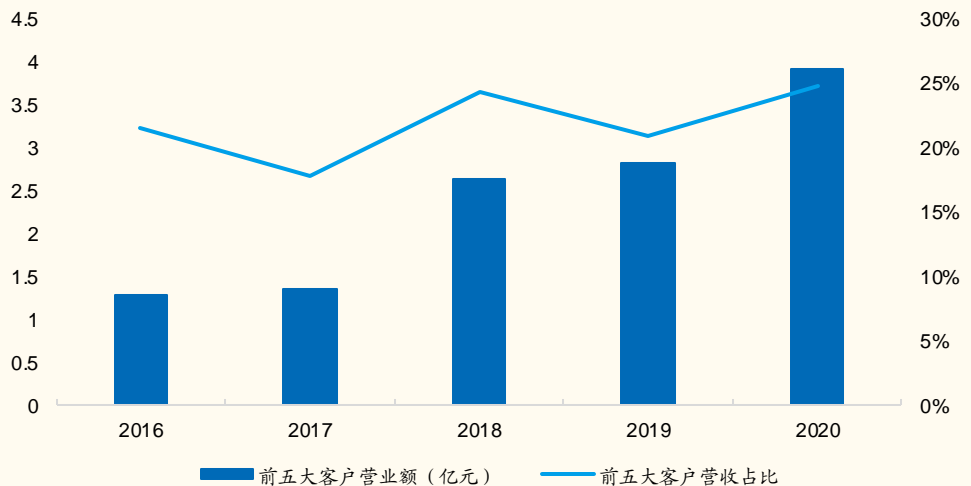
图表 24: 核岛设备价值拆分



来源: 中国核电信息网, 国金证券研究所

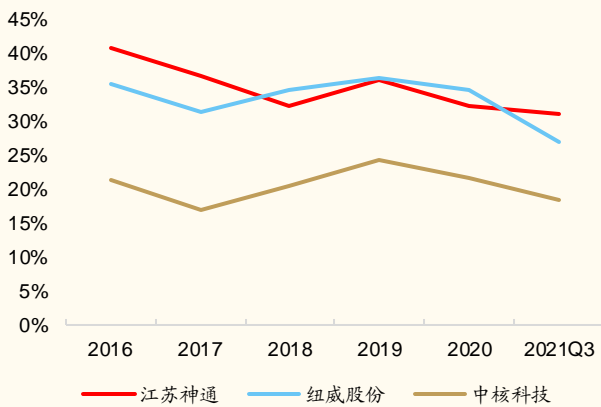
- **深耕二十载, 优势明显。**公司已成长为国内核电阀门的主要供应商, 2008年后, 公司获得招标核级蝶阀、核级球阀 90%以上的订单, 推动了核级蝶阀、球阀的国产化。**技术优势:** 经历近二十年深耕沉淀, 公司主持参与制定了 37 项国家或行业标准, 拥有 318 项有效专利, 居行业首位; 公司通过 ABS、CCS 等多项认证, 在自主研发管理、质量管理环节均位居行业前列。**客户优势:** 公司客户为中大型钢企、核电站及石油化工企业, 资信良好, 公司在营收快速增加时, 客户集中度相对稳定, 前五大客户营收占比在 20%左右。**公司盈利能力领先, 回款情况优秀。**我们选取阀门领域上市公司纽威股份、中核科技对比, 公司毛利率、净利率均处于行业领先水平, 收现率、应收账款周转率均优于竞争对手。

图表 25: 公司前五大客户营收及占比 (亿元, %)



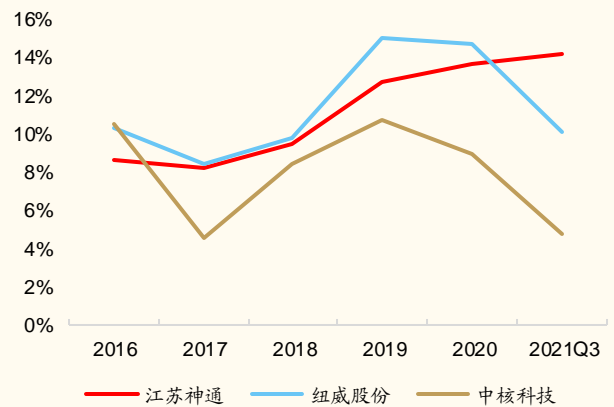
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 公司及可比公司毛利率



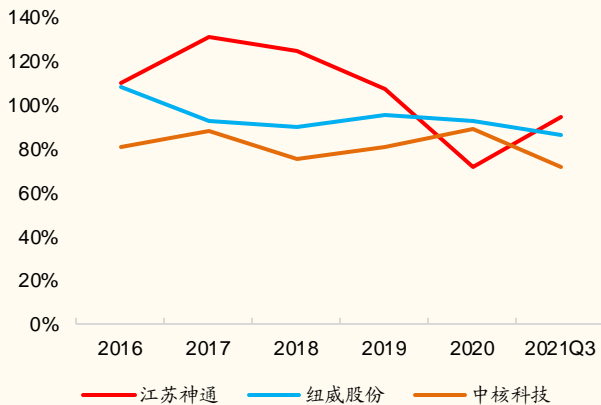
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 公司及可比公司净利率



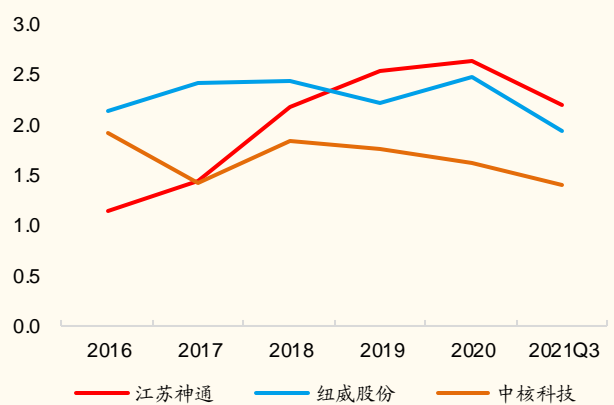
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 28: 公司及可比公司收现率



来源: wind, 国金证券研究所

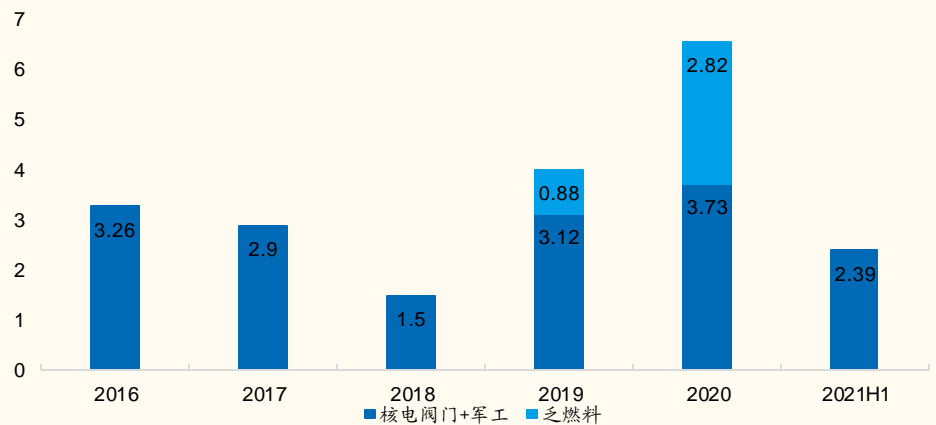
图表 29: 公司及可比公司应收账款周转率



来源: wind, 国金证券研究所

- **充分受益行业复苏, 开启持续高增。**公司充分受益于行业重启, 核电事业部新订单触底回升, 预计“十四五”期间, 核电阀门新增+维修更换将为公司带来年 5-7 亿元订单。公司正进一步扩展阀门品类, 目前完全具备核级蝶阀、球阀、调节阀、隔膜阀、仪表阀、地坑过滤器等产品的供货能力, 新品类阀门也将带来营收增长。

图表 30: 公司新签订单情况 (亿元)

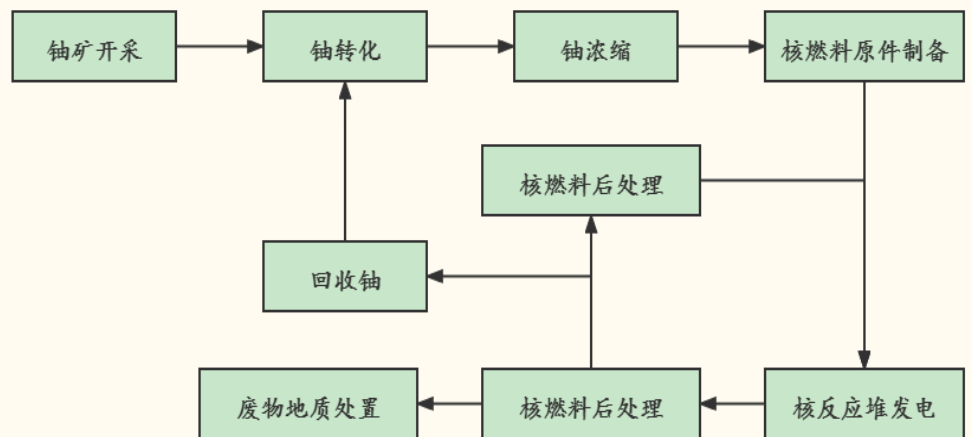


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 积极布局乏燃料后处理业务, 业绩开始兑现

- **中国选择乏燃料闭式后处理能。**乏燃料是经受过辐射照射的核燃料, 含有大量的放射性元素。中国确立了乏燃料后处理的闭式核燃料循环政策, 以充分利用裂变材料资源。闭式燃料循环是指核电厂的燃料从制造加工到装料运行再到乏燃料, 乏燃料余热排出后通过乏燃料后处理, 将有用的核燃料如铀 239 等提炼萃取出来, 实现核燃料循环使用。

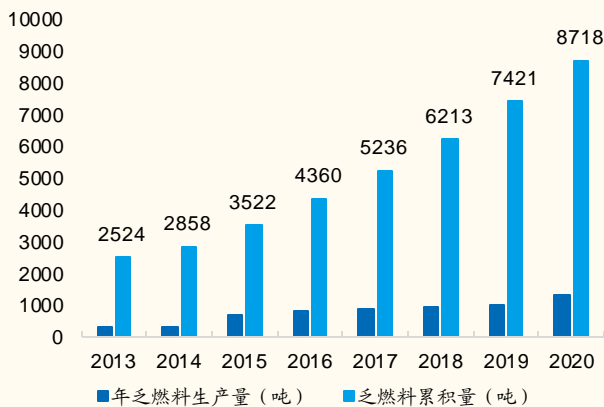
图表 31: 乏燃料封闭式后处理流程图



来源: 《乏燃料后处理体系对比分析研究》, 国金证券研究所

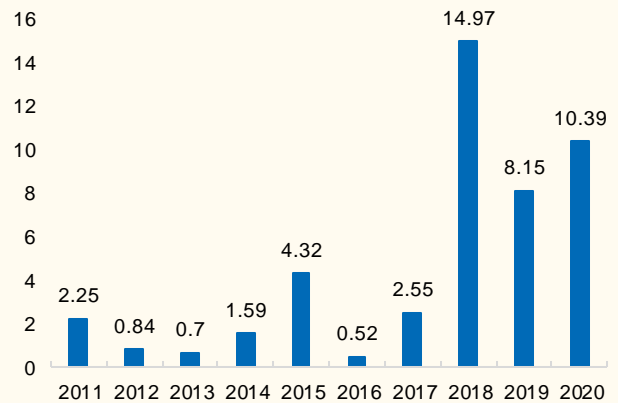
中国乏燃料后处理能力不足, 后处理建设急需加速。一座百万 kW 的压水堆核电站, 每年卸出乏燃料约 25t, 其中含有可循环利用的铀约为 23.75t。截至 2021 年 9 月, 中国在运核电机组数量为 52 台, 且呈逐渐增加趋势, 目前我国乏燃料年处理能力仅为 50 吨, 预计年后处理产能缺口超过 1250 吨, 乏燃料后处理能力继续加速建设。2018 年后, 全国政府性基金再乏燃料处理处置领域支出爆发式增长, 我们预计“十四五”期间此项支出仍会保持高位, 推动中国乏燃料后处理产业建设。

图表 32: 中国乏燃料生产量及累积量 (吨)



来源:《能源》, 国金证券研究所

图表 33: 全国政府性基金乏燃料处理处置支出 (亿元)



来源: wind, 财政部, 国金证券研究所

- **积极布局, 乏燃料后处理带来第二增长。**公司在乏燃料领域的产品包括三类: 阀门类包括蝶阀、球阀、止回阀等; 气动取送样系统模块; 贮存设备。2019 年公司投入 7500 万元实施“乏燃料后处理关键设备研发及产业化项目”, 2021 年 11 月, 公司非公开发行股票审核通过, 拟募集资金不超过 3.71 亿元, 其中 1.5 亿元投入乏燃料后处理关键设备研发及产业化项目。2019 年以来, 公司已在国内首个 200 吨级的乏燃料后处理建设项目中累计获得约 3.7 亿元订单, 第二套项目招标正在进行中, 未来加速建设产生的需求将成为公司新的利润增长点。

图表 34: 公司乏燃料领域募投项目

募投项目名称	时间	项目周期	投资金额	产能/产品规划
乏燃料后处理关键设备研发及产业化项目	2019 年 4 月	2019.01-2021.06	7500 万元	形成年产气动送样系统 1 套、贮存井约 1500 个、空气提升系统约 300 套的生产能力。
乏燃料后处理关键设备研发及产业化 (二期) 项目	2021 年 11 月	-	1.5 亿元	料液循环系统 200 套, 后处理专用球阀 4,500 台/年、后处理专用蝶阀 250 台/年、后处理专用仪表阀 1 万台/年、样品瓶 20 万个/年的生产能力,

来源: 公司公告, 国金证券研究所

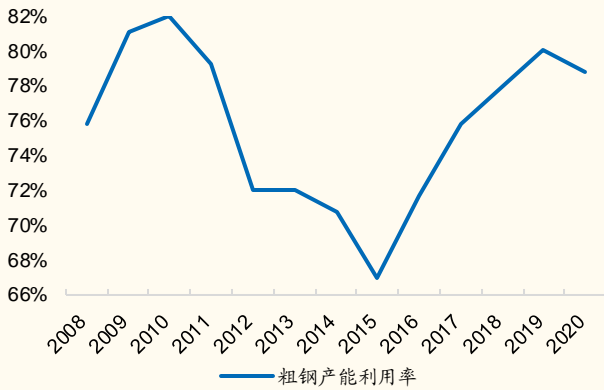
三、全面发展, 下游多行业景气度高

3.1 冶金领域: 钢铁企业转型加速, “阀门管家”带来第二曲线

- **钢铁行业转型加速, 阀门置换需求高。**2016 年 10 月, 工信部下发了《钢铁工业调整升级规划 (2016-2020 年)》, 提出降低粗钢产能、降低钢铁行业能源消耗及污染物排放等目标; 2019 年 4 月, 生态环境部、发改委等联合发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》, 指出新建 (搬迁) 钢铁项目要达到超低排放水平, 目标在 2025 年底前, 80% 以上的产能完成改造。

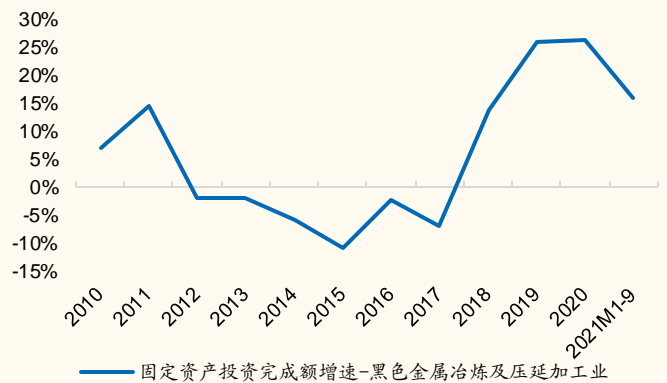
政策出台传导后, 2016 年起中国粗钢产能利用率触底回升, 黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资在 2017 年后开始高增。在电弧炉炼钢环节中, 高炉炼铁环节排碳量占全部环节近 2/3, 2021 年来, 高炉检修量逐渐增加, 开工率逐渐下降。我们认为, 未来固定资产投资增加、检修率提升, 会带来新增、置换优质冶金阀门需求。

图表 35: 中国粗钢产能利用率



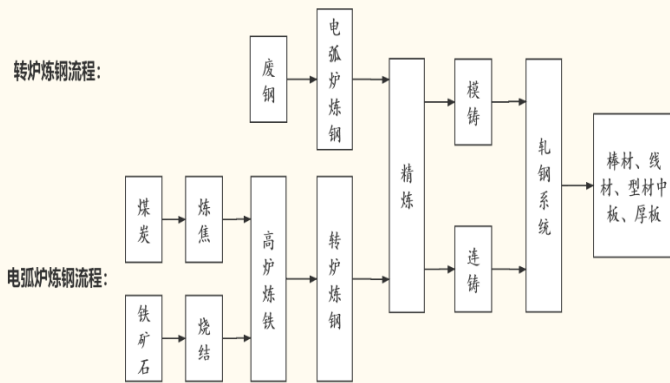
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 36: 固定资产投资完成额增速-黑色金属冶炼及压延



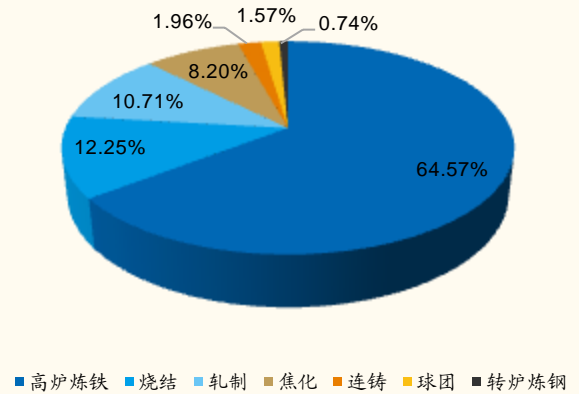
来源: wind, 国金证券研究所

图表 37: 钢铁行业生产流程



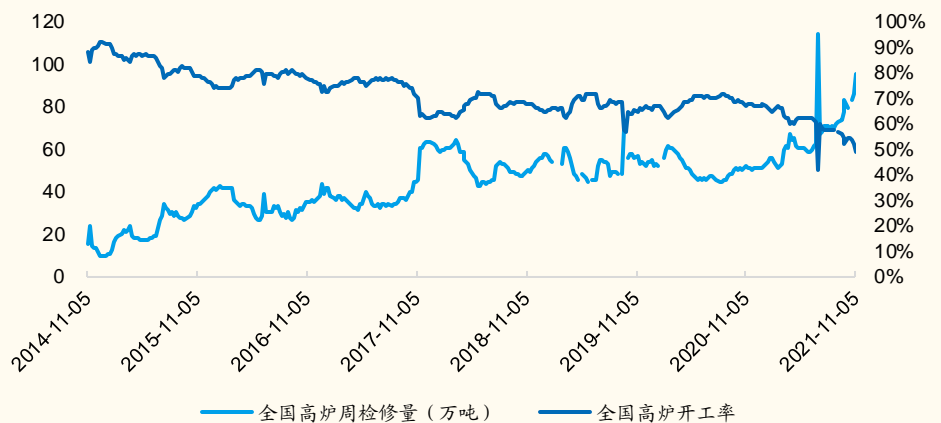
来源: 《节能技术与能源结构对我国钢铁行业碳排放影响研究》, 国金证券研究所

图表 38: 电弧炉炼钢各环节碳排放占比



来源: 《中国钢铁工业的二氧化碳排放估算》, 国金证券研究所

图表 39: 中国高炉周检查量及开工率 (万吨, %)

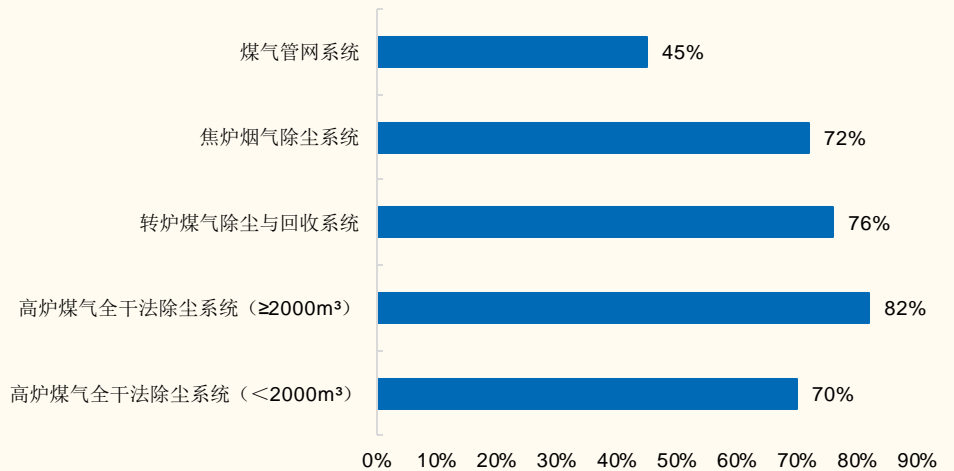


来源: wind, 国金证券研究所

- 下游客户优质, 公司冶金特种阀门市占率达 70%。冶金领域, 公司产品主要应用于对冶金企业具有节能、减排及降耗效果的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统和焦炉烟气除尘系统, 主要产品市场占有率达 70%以上。公司研发的高炉均压煤气回收系统在江苏沙钢、津西钢铁、

常熟龙腾特钢等几十个项目中得到成功应用。冶金领域，阀门是耗材，公司冶金阀门将持续受益于钢厂减排改造、定期更换，产能搬迁等。

图表 40: 公司冶金领域子行业市占率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41: 公司冶金领域主要产品及应用情况

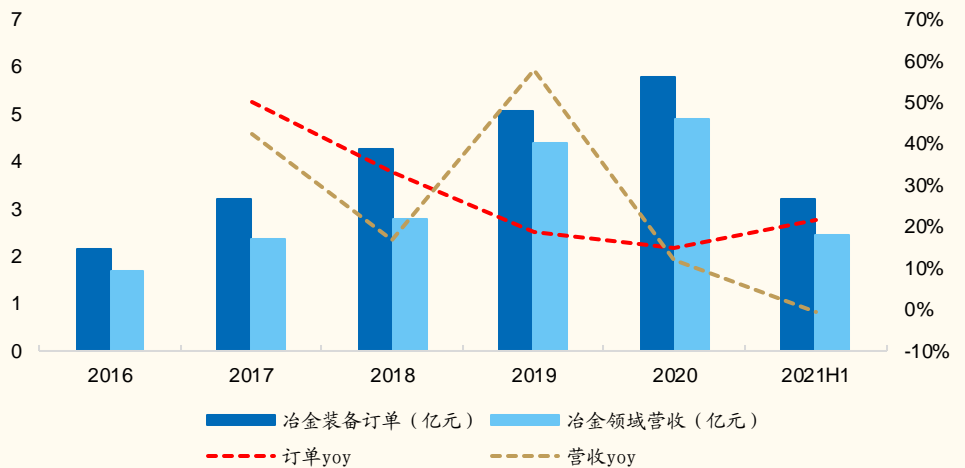
应用领域	子领域	主要配套阀门产品及数量
高炉	高炉煤气全干法除尘系统	全封闭盲板阀约 36 套/座；金属硬密封蝶阀约 36 套/座（蝶阀）；调压阀组 1 套/座
	高炉煤气余压发电（TRT）系统	快速切断阀 1 套/座（蝶阀）；快开阀 1 套/座（蝶阀）；盲板阀、金属硬密封蝶阀各若干
转炉	转炉煤气湿法除尘与回收系统	水封逆止阀 1 套/座；三通阀 1 套/座；旁通阀 1 套/座
	转炉煤气干法除尘与回收系统	杯形阀、回收阀各 1 套/座；泄爆阀 4 套/座
	其它通风除尘阀门	蝶阀、盲板阀若干
焦炉	焦炉（包括干熄焦）拦焦、装煤烟气除尘多管阀等	多管阀约 110 口/座、蝶阀约 35 套/座
煤气管网系统	煤气管网及煤气柜、煤气加压站系统	金属硬密封蝶阀约 45 套/座、盲板阀约 45 套/座

来源：公司公告，国金证券研究所

- “阀门管家”项目打开成长空间。2019 年起，公司与大股东关联方津西钢铁合作，推出“阀门管家”工业互联网平台，客户的阀门类设备和库存备件全部接入物联网系统平台，从产品生产、交货到后期维护、退役，涉及的所有数据都有数据库记录。“阀门管家”为钢铁企业提供阀门全生命周期管理服务，提高钢铁企业阀门备件有效性和及时性，最优化备件库存量提高经济效益。目前“阀门管家”平台覆盖的冶金行业各类阀门市场容量达 60-80 亿元，预计后市场服务模式将进一步接入其他产品，打开成长空间。

新增订单大于营收，2021H1 新增订单增速大于营收增速。2016 年后，公司冶金板块业绩持续增长，且冶金板块年新签订单金额持续大于冶金板块收入。2019 年后，随着“阀门管家”推出，公司 2021 年上半年订单增速再次大于营收增速。我们认为，未来冶金板块将受益于“阀门管家”渗透率持续提升，板块业绩将稳中有进。

图表 42: 公司冶金领域营收、新签订单及增速 (亿元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 能源化工领域: 中标多个项目, 公司业绩将稳中有进

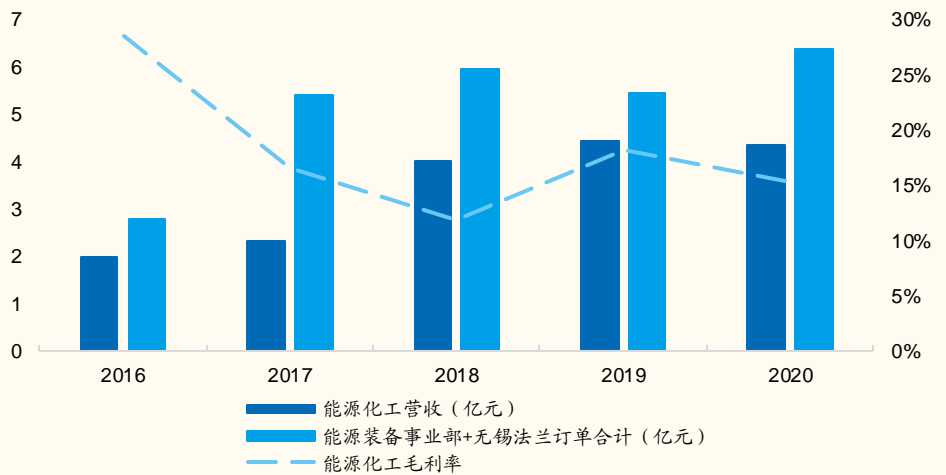
- **石化行业快速发展, 阀门应用广泛。**公司在能源石化板块主要面向石油化工、煤化工、天然气集储输、火电等市场。目前中国石化行业正呈大型化、炼化一体化、产业集群化等方向发展。2015年, 发改委发布《石化产业规划布局方案》, 提出推动产业集聚发展, 建设上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷、大连长兴岛、河北曹妃甸、江苏连云港七大世界级石化基地。截至2020年底, 中国千万吨级炼油基地总数达到30个。
- **能源化工领域: 收入转化约滞后1年。**能源石化领域, 公司开发的低泄漏阀门、高性能蝶阀、耐磨球阀等特种阀门中标多个项目, 主要订单来自能源装备事业部和子公司无锡法兰。公司2017年订单5.40亿元, 较2016年增长92.2%, 2018年收入增长71.8%, 营收滞后新订单签署约一年。2020年, 公司能源化工领域订单增长17%, 我们预计2021年在收入端增速将体现。2016年后, 公司能源化工领域毛利率稳定在15%左右。随着全国炼化一体化项目继续进行, 预计未来公司能源石化领域营收保持相对稳定。

图表 43: 公司石化领域产品中标情况

产品	中标项目
低泄漏阀门、高性能蝶阀、耐磨球阀	中石化中天合创乙烯项目、中煤榆林甲醇项目、万华化学聚氨酯项目、恒力石化、浙江石化、盛宏炼化
超(超)临界火电配套关键阀门	长期应用于华能电力、大唐电力、华电集团等企业
低温阀门	大量应用于中石化茂名分公司、镇海炼化分公司、中石油江苏液化天然气有限公司等项目

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 44: 公司能源化工领域收入、订单及毛利率 (亿元, %)

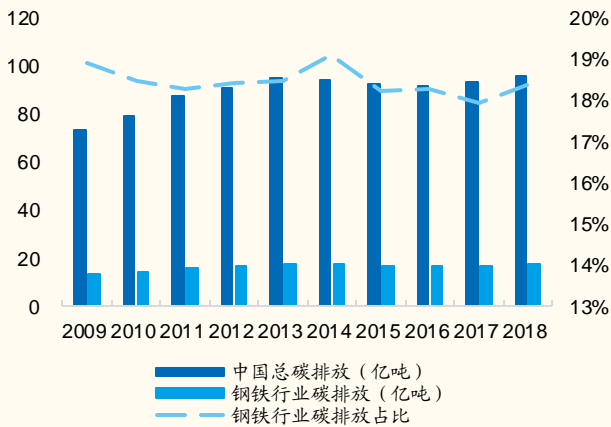


来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.3 节能服务领域: EMC 屡获大单, 打开新增长空间

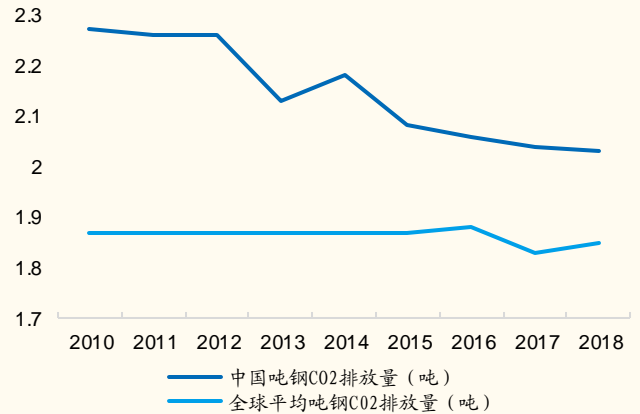
- **钢铁行业减排压力大, 合同能源管理模式 (EMC) 是优选。** EMC 模式即服务提供商为用能单位提供必要的节能技术改造服务, 服务提供商以用能方减少的能源费用或增加的节能效益的约定比例作为收入来源。我国钢铁行业碳排放量约占总量的 18%, 呈稳定难降趋势; 至 2018 年底, 我国吨钢碳排放量约为 2.03 吨, 与全球均值 1.8 吨仍存在较大差距, 钢铁行业碳减排压力较大。“双碳”目标下, EMC 模式成钢铁、冶金企业转型升级的优选, 行业需求有望在近几年集中释放。

图表 45: 中国钢铁行业碳排放量及占比 (亿吨, %)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 46: 中国及世界平均吨钢排碳量 (吨)



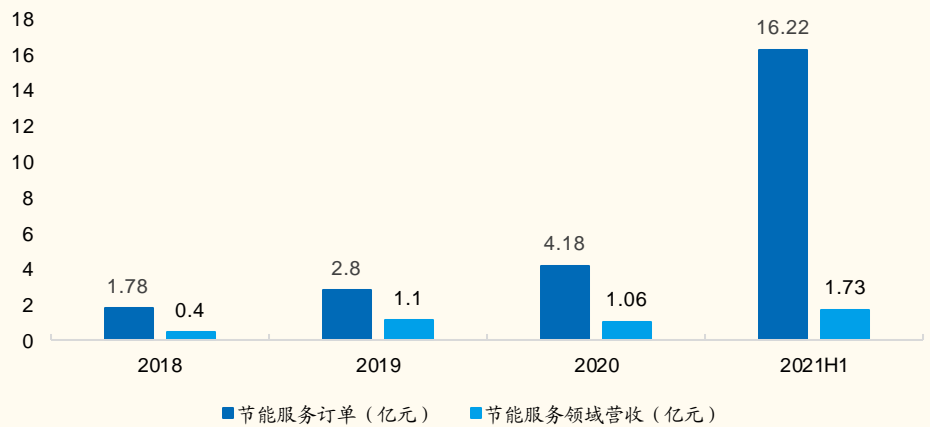
来源: 冶金信息网, 国金证券研究所

- **收购瑞帆节能, 切入节能领域。** 2017 年, 公司以 3.26 亿元收购瑞帆节能 100% 股权, 切入节能服务领域。瑞帆节能的主营业务为钢铁行业高炉煤气湿法改干法及 TRT 余热利用、脱硫脱硝系统节能技术应用的合同能源管理 (EMC)。瑞帆具备丰富的节能服务项目运营管理经验, 在运行的合同能源管理项目效果良好, 且储备了行业独有的金属膜除尘技术, 可大幅提升能源回收效率。

屡获大单, 打开增长。 子公司瑞帆节能在 2020 年取得津西钢铁近 10 亿元订单后, 2021 年上半年又斩获邯钢钢铁 16 亿元 EMC 订单, 收益分享期限为 99 个月, 折算到自然年度内的营业收入约为 2 亿元, 目前该项目已启动工程建设, 建设周期约 1.5 年。津西钢铁项目 2022 年起逐步确认收入, 2023 年开始确认邯钢钢铁订单收入, 预计届时仅现有两个订单可为瑞帆节

能带来约 4 亿元以上营收，随着新单拓展，合同能源管理（EMC）业务将打开公司成长上限。

图表 47：公司节能服务新订单及营收（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- 我们预计公司 21-23 年营收分别为 21.07、26.27、33.44 亿元，毛利率分别为 32.37%、33.32%、32.78%，实现 EPS 为 0.64 元、0.84 元、1.07 元，对应 PE 为 26.31、19.91、15.65X。

核电阀门+乏燃料：1) 收入：根据我们测算，新机组配套，按单站价值*设备占比*阀门占比*蝶阀及球阀占比，年市场空间 5.99 亿元；存量机组维修更换，按照装机容量、蝶阀及球阀维护占比折算，年市场空间为 2.33 亿元；合计 8.32 亿元/年。预计公司年核电阀门新增订单在 5-7 亿元，且在手乏燃料领域 3.7 亿元订单陆续执行。考虑新核电订单执行周期在 2-3 年，乏燃料后处理设备的交货期一般在 2 年，我们预计核电阀门及乏燃料领域 21-23 年营收分别为 7.14、8.97、11.95 亿元。**2) 毛利率：**今年钢价上涨对核电板块毛利率有部分冲击，未来逐步提升，预计 21-23 年核电板块毛利率为 41.4%、42.9%、42.9%。

冶金：1) 收入：我们认为在“碳达峰”进程中，钢铁企业减排、整合转型加速，冶金领域阀门需求高景气。公司“阀门管家”平台切入通用阀门领域，今年上半年订单同比增长 21.6%，预计 21-23 年营收分别为 5.65、7.06、8.47 亿元。**2) 毛利率：**2021 年上游成本产生一定影响，保守估计未来毛利率持平，预计 21-23 年毛利为 31%、31%、31%。

能源石化：1) 收入：公司能源石化领域订单来自能源装备事业部及子公司无锡法兰，且收入增量约滞后订单增量一年，2020 年公司新订单增速为 17%。预计 21-23 年营收为 5.08、5.94、7.72 亿元。**2) 毛利率：**能源石化业务毛利率相对稳定，预计 21-23 年毛利率为 15%、15%、15%。

节能服务：1) 收入：随着两份大订单执行，预计 21-23 年营收分别为 1.9、2.5、4.0 亿元。**2) 毛利率：**21 年上半年，南京钢铁 1、2 号高炉煤气改干法除尘、TRT 项目中，南京钢铁 1、2 号炉停炉检修，影响毛利率，我们预计今年毛利率将较 2020 年有所下滑，保守估计 21-23 年稳定在 30%。

图表 48: 公司营收及毛利率预测拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
核电阀门+乏燃料					
销售收入 (亿元)	2.96	3.46	7.14	8.97	11.95
yoy	16.82%	16.61%	61.26%	25.50%	33.23%
毛利率	49.28%	39.47%	41.39%	42.86%	42.95%
冶金					
销售收入 (亿元)	4.39	4.91	5.65	7.06	8.47
yoy	32.58%	11.79%	15.00%	25.00%	20.00%
毛利率	34.15%	35.36%	31.00%	31.00%	31.00%
能源石化					
销售收入 (亿元)	4.45	4.34	5.08	5.94	7.72
yoy	10.70%	-2.33%	17.00%	17.00%	15.00%
毛利率	18.14%	15.29%	15.00%	15.00%	15.00%
节能服务					
销售收入 (亿元)	1.06	1.73	1.90	2.50	4.00
yoy	-3.19%	63.26%	9.83%	31.58%	60.00%
毛利率	52.01%	39.32%	30.00%	30.00%	30.00%
合计收入 (亿元)	13.48	15.86	21.07	26.27	33.44
毛利率	35.95%	32.44%	32.37%	33.32%	32.78%

来源: 国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

- 我们选取业务重叠范围较高的上市公司中核科技、纽威股份、中密控股作为可比公司，可比公司 2021 年 PE 均值为 28.81，考虑公司未来业绩增速较高，且盈利能力位于业内领先水平，给与公司 2022 年 33 倍 PE，目标价 20.91 元，给予公司“买入评级”。

图表 49: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS				PE			
			2020 均	2021E	2022E	2023E	2020 均	2021E	2022E	2023E
603699.SH	纽威股份	10.78	0.65	0.64	0.91	1.16	23.15	16.69	11.75	9.17
000777.SZ	中核科技	13.33	0.26	-	-	-	41.88	51.8	-	-
300470.SZ	中密控股	42.90	1.10	1.44	1.77	2.11	32.45	30.95	25.16	21.07
平均值							32.49	33.15	18.02	14.71
002438.SZ	江苏神通	17.10	0.45	0.64	0.84	1.07	26.62	26.31	19.91	15.65

来源: 国金证券研究所测算 (可比公司的 2020 年 EPS、PE 取年度均值, 中核科技 PE 取 2021 年 11 月 23 日收盘值)

五、风险提示

- **核电建设进度不及预期的风险：**若未来年新核准机组数量不及预期，会影响公司核岛阀门新订单数量及金额，使后续年度增量业绩低于预期。
- **钢铁企业转型进度不及预期：**公司节能服务、“阀门”管家业务下游客户均是钢铁企业，若钢铁企业增效、减排进度不及预期，可能会影响公司相关领域业绩。
- **原材料价格波动风险：**公司主要产品为球阀、蝶阀、法兰等，成本中钢材比例较大，若钢材价格继续上涨，会影响公司业务毛利率。
- **股东质押占比较高的风险：**截至 2021 年 11 月，股东风火山林持有公司股权 11.74%，其累计质押 3760 万股，占所持股份的 65.94%，占公司总股本的 7.74%。若质押比例进一步提高，可能产生现金流波动。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,087	1,348	1,586	2,107	2,627	3,344	货币资金	234	240	294	512	379	487
增长率		24.0%	17.6%	32.9%	24.7%	27.3%	应收款项	641	773	917	934	1,165	1,483
主营业务成本	-738	-863	-1,076	-1,425	-1,751	-2,248	存货	776	751	773	781	864	985
%销售收入	67.9%	64.0%	67.9%	67.6%	66.7%	67.2%	其他流动资产	475	501	435	532	614	730
毛利	349	485	510	682	875	1,096	流动资产	2,126	2,265	2,419	2,759	3,021	3,685
%销售收入	32.1%	36.0%	32.1%	32.4%	33.3%	32.8%	%总资产	64.5%	67.4%	67.4%	63.7%	65.4%	69.4%
营业税金及附加	-11	-13	-15	-21	-26	-33	长期投资	86	29	89	67	67	67
%销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	680	673	679	1,105	1,140	1,175
销售费用	-112	-134	-102	-126	-158	-201	%总资产	20.6%	20.0%	18.9%	25.5%	24.7%	22.1%
%销售收入	10.3%	9.9%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	368	364	373	372	366	361
管理费用	-66	-70	-75	-84	-105	-134	非流动资产	1,170	1,094	1,172	1,569	1,599	1,628
%销售收入	6.0%	5.2%	4.7%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	35.5%	32.6%	32.6%	36.3%	34.6%	30.6%
研发费用	-50	-63	-65	-84	-105	-134	资产总计	3,296	3,358	3,590	4,328	4,620	5,313
%销售收入	4.6%	4.7%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	短期借款	357	348	325	926	602	482
息税前利润 (EBIT)	111	205	252	366	482	595	应付款项	733	598	689	719	884	1,134
%销售收入	10.2%	15.2%	15.9%	17.4%	18.3%	17.8%	其他流动负债	300	359	334	231	299	368
财务费用	-14	-19	-18	-26	-31	-19	流动负债	1,390	1,305	1,347	1,876	1,785	1,984
%销售收入	1.3%	1.4%	1.1%	1.2%	1.2%	0.6%	长期贷款	39	27	23	0	0	0
资产减值损失	-14	37	19	0	0	0	其他长期负债	64	57	59	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,493	1,388	1,428	1,882	1,791	1,990
投资收益	14	23	16	16	18	20	普通股股东权益	1,803	1,970	2,162	2,446	2,829	3,323
%税前利润	11.8%	12.2%	6.4%	4.5%	3.8%	3.4%	其中：股本	486	486	486	486	486	486
营业利润	97	191	247	356	468	596	未分配利润	460	609	787	1,071	1,454	1,948
营业利润率	8.9%	14.2%	15.6%	16.9%	17.8%	17.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	21	-1	2	-2	0	0	负债股东权益合计	3,296	3,358	3,590	4,328	4,620	5,313
税前利润	118	191	249	354	468	596	比率分析						
利润率	10.9%	14.1%	15.7%	16.8%	17.8%	17.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-15	-19	-33	-46	-61	-77	每股指标						
所得税率	12.6%	9.8%	13.4%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.213	0.354	0.445	0.635	0.839	1.067
净利润	103	172	216	308	407	518	每股净资产	3.712	4.056	4.451	5.036	5.824	6.841
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.297	0.082	0.232	0.593	0.758	0.846
归属于母公司的净利润	103	172	216	308	407	518	每股股利	0.025	0.025	0.050	0.050	0.050	0.050
净利率	9.5%	12.8%	13.6%	14.6%	15.5%	15.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.73%	8.73%	9.99%	12.60%	14.40%	15.60%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	3.14%	5.12%	6.02%	7.12%	8.82%	9.75%
净利润	103	172	216	308	407	518	投入资本收益率	4.40%	7.85%	8.69%	9.43%	12.19%	13.59%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	100	46	73	81	100	121	主营业务收入增长率	43.91%	23.98%	17.60%	32.88%	24.67%	27.31%
非经营收益	7	-7	-2	21	23	8	EBIT增长率	28.09%	83.99%	23.36%	45.13%	31.52%	23.53%
营运资金变动	-67	-171	-175	-122	-162	-236	净利润增长率	65.62%	66.47%	25.58%	42.71%	32.17%	27.18%
经营活动现金净流	144	40	113	288	368	411	总资产增长率	13.42%	1.88%	6.90%	20.55%	6.75%	15.00%
资本开支	-113	-57	-98	-504	-130	-150	资产管理能力						
投资	-126	9	32	-53	0	0	应收账款周转天数	167.7	144.1	138.4	123.0	123.0	123.0
其他	15	17	17	16	18	20	存货周转天数	330.6	322.7	258.4	200.0	180.0	160.0
投资活动现金净流	-225	-32	-49	-541	-112	-130	应付账款周转天数	179.7	165.2	141.4	125.0	125.0	125.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	209.3	168.3	135.2	120.0	108.2	94.2
债权募资	129	-22	-27	530	-324	-120	偿债能力						
其他	-30	-32	-44	-59	-65	-53	净负债/股东权益	8.97%	-6.63%	-2.80%	9.24%	1.22%	-5.84%
筹资活动现金净流	99	-54	-71	471	-389	-173	EBIT利息保障倍数	7.7	10.8	14.4	14.1	15.4	30.7
现金净流量	18	-46	-7	218	-133	108	资产负债率	45.29%	41.34%	39.78%	43.49%	38.77%	37.46%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	8	8	14
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402