

股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.09
总股本/流通(百万股)	400/35
总市值/流通(百万元)	6836/591
12个月最高/最低(元)	21.2/9.8

研究所

分析师：李帅华

SAC 登记编号：S1340522060001

Email：lishuaihua@cnpsec.com

## 斯瑞新材（688102.SH）：

募投产能开始爬坡，公司发展有望再上台阶

### ● 正文：

**斯瑞新材是国内金属新材料细分领域龙头。**公司产品主要有高强高导铜合金、中高压电接触材料、高性能铬粉、CT 和 DR 球管零组件等，主要应用于轨道交通、电力电子、医疗影像等领域。经过了 20 多年的发展，公司始终围绕着铜、铬等合金的制造技术，研发出多项核心技术，不断的拓展下游应用领域，目前公司已经成为该细分领域的行业龙头。

**原材料涨价、项目转固，上半年公司业绩承压。**2022H1 公司实现营收 4.85 亿元，同比增长 6.77%，归母净利润 0.52 亿元，同比增长 45.85%，扣非归母净利润 0.26 亿元，同比降低 45.85%。主要原因在于上半年铜价大幅上涨，产品成本增加，同时募投项目厂房设备转固，固定费用增加，产能尚未充分释放。随着下半年随着募投项目产能的释放，铜价的平稳等不利影响因素的消失，公司业绩将稳步好转。

**高强高导铜合金稳步发展，公司具有核心优势。**高强高导铜合金应用广泛，影响着牵引电机、高端连接器等性能好坏，下游轨道交通行业和连接器行业稳步发展，高强高导铜合金需求旺盛。相比于同行，斯瑞新材更加专注于该铜合金的研发，在多项细分领域建立起了技术优势，并得到下游客户的认可。

**其他业务多点开花，行业前景持续向好。**(1) 中高压电接触材料：是电气开关设备的关键材料，其性能决定了开断能力和接触可靠性，公司拥有市场领先的自研技术，铜合金触头国内市场占有率第一，将持续受益于电网投资、新能源汽车等行业的发展。(2) CT 和 DR 球管：直接医疗影像设备中的成像质量和使用寿命。该行业技术壁垒较高，国内严重依赖进口，斯瑞新材是我国少数能够提供 CT 和 DR 球管零组件的企业，未来国产化替代空间巨大。

**2万吨产能逐步释放，公司业绩弹性大。**2021 年公司高强高导铜合金产量为 8252 吨，中高压电接触材料产量为 760 吨，金属铬粉产量为 727 吨。2020 年 10 月公司募投 3.6 亿元，用于建设 2 万吨铜铁和铬锆铜项目，产能扩张近 3 倍，目前该项目已经达到批量化投产条件，正在产能爬坡期。此外公司还规划 2000 吨产能高性能金属铬粉扩产项目，产能扩张近 3 倍。随着这些项目落地达产，公司业绩有望再上

新台阶。

### ● 盈利预测

预计 2022/2023/2024 年公司归母净利润为 1.14/1.42/1.92 亿元，对应 EPS 为 0.28/0.35/0.48 元，对应 PE 为 60.2/48.2/35.5 倍。考虑到公司是国内细分领域的龙头，扩产速度加快，公司业绩有望大幅提升。首次覆盖，给予“推荐”评级。

### ● 风险提示

项目进展不及预期，原材料价格大幅波动，下游需求不及预期。

公司财务及预测数据摘要	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	968	1111	1608	2463
增速	42.3%	14.7%	44.8%	53.2%
归属母公司股东净利润（百万）	63	114	142	192
增速	21.6%	79.2%	24.9%	35.8%
每股收益 EPS（元）	0.16	0.28	0.35	0.48
市盈率 PE	107.89	60.21	48.22	35.52
市净率 PB	11.65	6.67	5.86	5.03
净资产收益率 ROE	10.8%	11.1%	12.1%	14.2%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 9 月 16 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>利润表</b>									
营业收入	968	1,111	1,608	2,463	成长能力				
营业成本	784	890	1,313	2,036	营业总收入增长率	42.3%	14.7%	57.5%	54.9%
毛利润	185	221	296	427	EBIT 增长率	10.4%	23.1%	27.7%	35.5%
税金及附加	7	9	13	20	归母净利润增长率	21.6%	79.2%	24.9%	35.8%
销售费用	17	22	32	49	总资产增长率	21.1%	37.3%	12.6%	16.8%
管理费用	41	44	64	99	获利能力				
研发费用	41	44	64	99	净资产收益率	10.8%	11.1%	12.1%	14.2%
财务费用	25	0	0	0	总资产收益率	4.9%	6.5%	7.2%	8.3%
息税前利润	93	118	148	201	投入资本收益率	8.1%	7.4%	8.4%	10.3%
投资收益	0	0	0	0	偿债能力				
<b>营业利润</b>	<b>66</b>	<b>118</b>	<b>148</b>	<b>201</b>	资产负债率	54.1%	41.7%	41.1%	41.4%
营业外收支	-1	0	0	0	流动比率	1.40	2.28	2.34	2.34
<b>利润总额</b>	<b>65</b>	<b>118</b>	<b>148</b>	<b>201</b>	速动比率	0.82	1.69	1.54	1.47
所得税	3	6	7	10	营运能力				
<b>少数股东损益</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	应收账款周转天数	55	60	60	60
<b>归母净利润</b>	<b>63</b>	<b>114</b>	<b>142</b>	<b>192</b>	存货周转天数	75	80	80	80
<b>资产负债表</b>									
货币资金	172	540	475	411	总资产周转天数	434	492	418	313
应收票据	14	23	31	51	每股指标(元)				
应收账款	156	214	322	499	每股收益	0.16	0.28	0.35	0.48
其他应收款	13	30	32	64	每股净资产	1.47	2.56	2.92	3.40
存货	185	211	373	532	估值比率				
<b>流动资产合计</b>	<b>613</b>	<b>1,090</b>	<b>1,311</b>	<b>1,644</b>	PE	107.89	60.21	48.22	35.52
长期股权投资	2	2	2	2	PB	11.65	6.67	5.86	5.03
固定资产	376	376	376	376	现金流量表				
在建工程	141	141	141	141	净利润	63	114	142	192
无形资产	98	98	98	98	非现金支出	41	0	0	0
商誉	0	0	0	0	非经营收益	21	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>668</b>	<b>668</b>	<b>668</b>	<b>668</b>	营运资金变动	-51	-69	-205	-255
<b>资产总计</b>	<b>1,280</b>	<b>1,758</b>	<b>1,979</b>	<b>2,311</b>	经营活动现金流净额	73	43	-65	-64
短期借款	218	218	218	218	资本开支	-222	0	0	0
应付票据	0	10	5	18	投资	0	0	0	0
其他流动负债	131	134	151	182	其他	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>438</b>	<b>478</b>	<b>559</b>	<b>701</b>	投资活动现金流净额	-222	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>693</b>	<b>733</b>	<b>814</b>	<b>956</b>	债务融资	187	0	0	0
股本	360	400	400	400	其他	-63	-32	0	0
资本公积金	57	374	374	374	筹资活动现金流净额	125	325	0	0
其他综合收益	1	1	1	1	现金及现金等价物净增加额	-24	368	-65	-64
归母所有者权益	587	1,025	1,167	1,360	期初现金	195	170	539	474
少数股东权益	0	-1	-2	-4	期末现金	170	539	474	410
<b>所有者权益合计</b>	<b>587</b>	<b>1,025</b>	<b>1,165</b>	<b>1,355</b>					
<b>负债和所有者权益总</b>	<b>1,280</b>	<b>1,758</b>	<b>1,979</b>	<b>2,311</b>					

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

## 目录

1 国内铜合金细分龙头，业绩稳步提升 .....	6
1.1 深耕合金新材料多年，下游应用不断拓展 .....	6
1.2 上半年利润承压，产能释放业绩好转 .....	9
2 高强高导铜合金稳步发展，公司具有核心竞争力 .....	11
2.1 政策推动轨交发展，连接器行业稳步增长 .....	11
2.2 公司优势在于专注铜合金材料的细分领域 .....	14
3 各项业务多点开花，未来前景持续向好 .....	15
3.1 中高压电接触材料：全球用电量高增，相关零件的需求攀升 .....	15
3.2 医疗影像行业：CT设备持续增长，零组件国产化空间大 .....	19
4 募投产能逐步释放，公司业绩弹性大 .....	21
5 盈利预测 .....	23
6 风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1：公司高强高导铜合金和中高压电接触材料产品情况 .....	6
图表 2：公司发展历程 .....	7
图表 3：公司铬粉、医疗影像以及新产业等产品情况 .....	8
图表 4：公司的股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日） .....	8
图表 5：公司年度营收及同比情况（亿元） .....	9
图表 6：公司年度归母净利润及同比情况（亿元） .....	9
图表 7：公司季度营收及同比情况（亿元） .....	10
图表 8：公司季度归母净利润及同比情况（亿元） .....	10
图表 9：公司分业务营收情况（亿元） .....	10
图表 10：公司分业务毛利润情况（亿元） .....	10
图表 11：公司毛利率及净利率情况 .....	10
图表 12：公司分业务毛利率情况 .....	10
图表 13：2022Q2 公司毛利到净利拆分（亿元） .....	11
图表 14：公司期间费用率情况 .....	11
图表 15：斯瑞新材在高强高导铜合金的研发情况 .....	12

图表 16: 公司主要从事高强高导铜合金材料制备和加工 .....	12
图表 17: 中国铁路货运总发量 (亿吨) .....	13
图表 18: 中国铁路固定资产投资累计完成额 (亿元) .....	13
图表 19: 全球连接器市场规模 (亿美元) .....	13
图表 20: 中国连接器市场规模 (亿美元) .....	13
图表 21: 斯瑞新材铜合金产品和技术参数对比 .....	14
图表 22: 高强高导铜合金核心技术及其先进性 (截止到 2022 年 6 月 30 日) .....	15
图表 23: 中高压电接触材料产业链 .....	15
图表 24: 全球发电量 (太瓦时) .....	16
图表 25: 中国发电量 (太瓦时) .....	16
图表 26: 国内电源工程建设完成投资 (亿元) .....	17
图表 27: 国内风电工程建设完成投资 (亿元) .....	17
图表 28: 国内输配电网建设 .....	17
图表 29: 国内电网建设投资规模 (亿元) .....	17
图表 30: 公司中高压接触材料方面的技术优势概览 .....	18
图表 31: 铜铬产品的技术参数对比 .....	18
图表 32: 铜钨产品的技术参数对比 .....	18
图表 33: CT 和 DR 球管零组件产业链 .....	19
图表 34: 中国 CT 设备销售量和预测 (台) .....	20
图表 35: 中国 DR 设备销售量和预测 (台) .....	20
图表 36: CT 球管和 DR 球管零组件业内龙头企业 .....	20
图表 37: 公司募投项目具体产能规划情况 .....	21
图表 38: 公司未来产能规划情况 (吨) .....	22
图表 39: 公司各项业务的营收毛利预测 .....	23
图表 40: 行业内同类公司的估值比较 (wind 一致预期, 截至 2022/9/16) .....	24

## 1 国内铜合金细分龙头，业绩稳步提升

### 1.1 深耕合金新材料多年，下游应用不断拓展

**斯瑞新材是国内金属新材料细分领域龙头。**斯瑞新材的产品主要有高强高导铜合金材料及制品、中高压电接触材料及制品、高性能金属铬粉、医疗 CT 和 DR 球管零组件以及新一代铜铁合金材料，主要应用于轨道交通、航空航天、电力电子、医疗影像等领域。公司是国内有色金属新材料细分领域的龙头，战略目标是在每个细分领域做到技术创新世界第一、市场占有率为世界第一。

图表 1：公司高强高导铜合金和中高压电接触材料产品情况

领域	产品	应用
高强高导铜基合金	铜铬（锆）合金材料铸锭	电连接器端子、集成电路引线框架、大功率异步牵引电机、高铁接触导线、高压开关触头、焊接电极、连铸模具等领域。
	铜铁合金材料铸锭	主要应用于烙铁头、OLED背板、铜钢异种金属焊材、电磁屏蔽罩、无线充电、杀菌材料等领域。
	高强高导棒/板材	应用于智能终端设备、汽车焊接工业、钢铁及核电冷却系统、精密压铸模具等领域。
	高速轨道交通电机转子端环	主要应用在列车动力装置的牵引电机中，将导条伸出铁心两端的部分用两个端环（短路环）分别把所有导条的两端都连接起来。
	高速轨道交通电机转子导条	主要应用在列车动力装置的引电机中，安装在转子铁心槽内，两端用端环（短路环）焊接，形成闭合的回路。
中高压电接触材料	真空自耗电弧熔炼 CuCr25-CuCr50 系列电触头	该产品采用真空自耗电弧熔炼工艺制造，具有气体含量低，显微组织均匀以及产品质量一致性优异的特征。广泛应用在 1.14kV-126kV 电压等级的真空开关领域。
	真空熔铸屏蔽筒	屏蔽筒广泛应用于真空灭弧室。其作用是防止触头在燃弧过程中产生大量的金属蒸汽和液滴喷溅，污染绝缘外壳的内壁。

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司多年发展，核心围绕铜、铬等合金的生产研发。

(1) 中高压电接触材料起家。1995年公司前身陕西斯瑞工业有限责任公司成立，成立之初公司为解决电力行业中高压开关无油化，开始研制铜铬(CuCr)合金，并陆续开发了真空熔铸、真空溶渗、真空自耗电弧熔炼等技术，实现了铜铬触头材料的技术突破和批量化生产，成为西门子、ABB、伊顿、施耐德、西电集团和旭光电子等国内外大型电气设备制造企业的主要供应商。

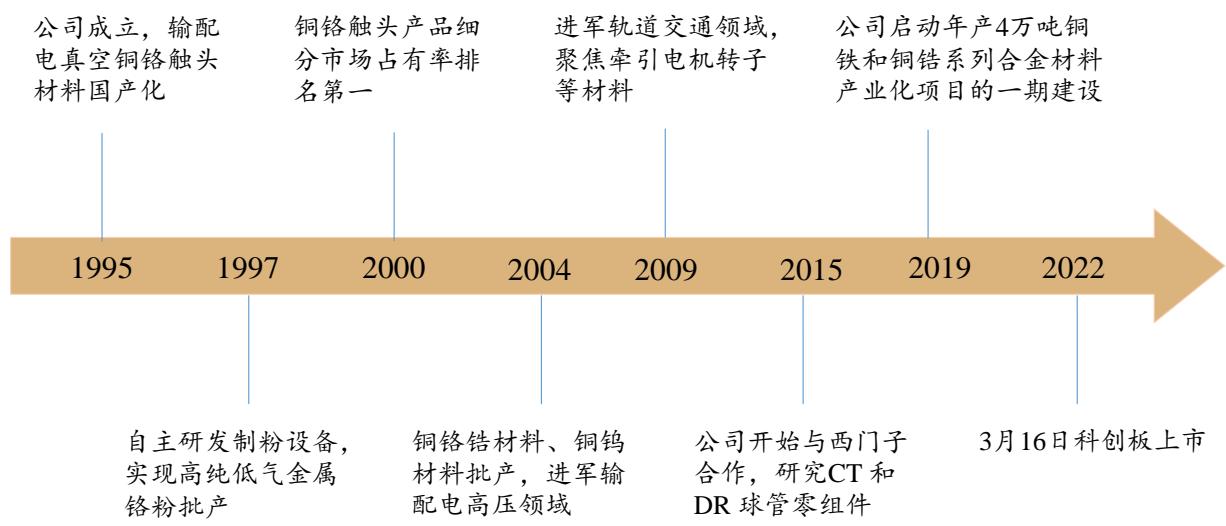
(2) 切入轨道交通用高强高导铜合金材料。2007年公司开始将业务重点放在轨道交通中的牵引电机转子材料，公司开发了以铬锆铜(CuCrZr)为核心的高强高导铜合金材料，实现了高强高导铜合金的技术突破和产业化，牵引电机转子用端环和导条产品以及铸锭材料被广泛应用于轨道交通、消费电子和航空航天领域。公司成为了通用电气、西屋制动、中国中车、阿尔斯通、斯柯达、庞巴迪等国际大型轨道交通设备制造企业的主要供应商。

(3) 攻克 CT 球管和 DR 球管核心零组件，进军医疗 X 射线领域。2015 年公司为了满足西门子爱克斯的球管零组件本土化的需求，开始攻关 CT 和 DR 球管零组件，开发了管壳组件、转子组件、轴承套、阴极零件等产品，是阴阳极、X 射线出口的关键零部件。公司客户覆盖西门子医疗，以及上海联影、昆山医源等国内外医疗 X 射线制造商和研发单位。

(4) 继续立足铜、铬合金，公司业务多点开花。2018 年基于铜铬合金材料生产，公司对开发了多项高性能金属铬粉的制备技术，进军高温合金、靶材等下游应用领域市场，实现了对德国 GfE、西门子、西部超导等知名企业的供货。同时公司也在布局铜铬、铬锆铜等材料，进军新型显示器材料、集成电路等领域。

**总结：**经过了 20 多年的发展，公司始终围绕着铜、铬等合金的制造技术，研发出了真空熔铸、真空溶渗、真空自耗电弧熔炼等多项核心技术，不断的拓展下游应用领域，目前公司已经成为铜铬铁等有色新材料的细分领域的行业龙头。

图表 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，中邮证券研究所

图表 3：公司铬粉、医疗影像以及新产业等产品情况

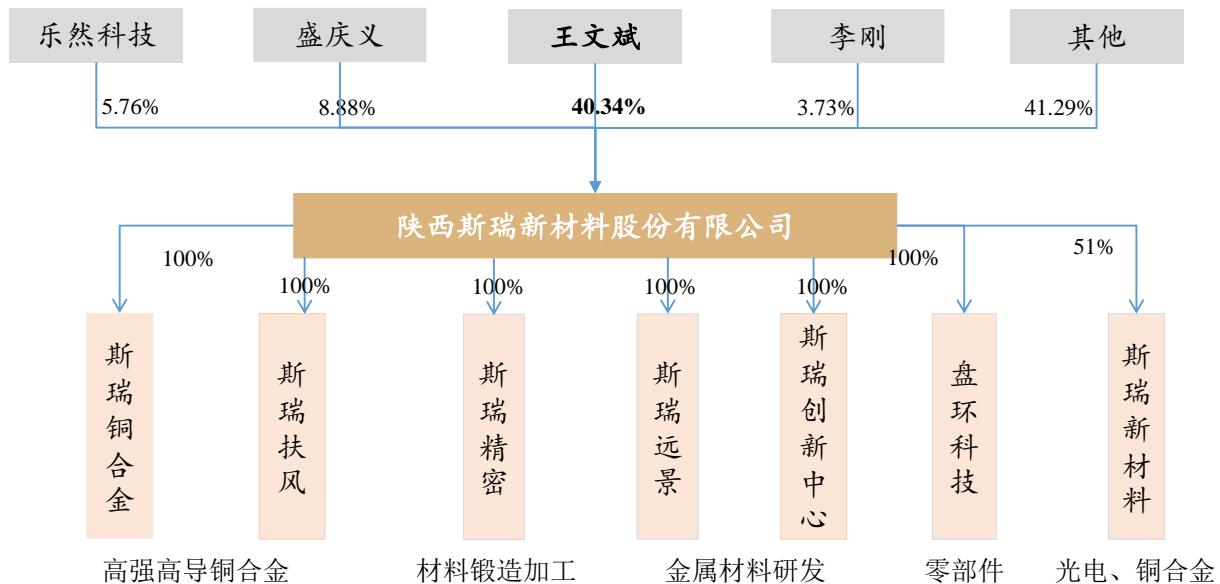
领域	产品	应用	图片
高性能金属铬粉	高纯低气金属铬粉	高纯低气金属铬粉广泛用于制造输变电行业电工触头、燃料电池用粉末冶金极板、真空溅射镀膜靶材。此外还可用于生产制备3D打印精密零件、高性能焊接材料等。	
	真空级脱气铬	真空级脱气铬可应用于Ni、Fe、Co基高温合金的冶炼，主要用于航空飞机、燃气轮机燃烧室、涡轮盘、叶片用高温合金	
医疗影像零组件	铜镍合金管壳组件、不锈钢管壳组件、钢管壳组件	支撑阴阳极，X射线出口的关键零部件。保持超高真空使用环境，保持洁净，来维持高真空和高压。涉及铜镍合金、不锈钢焊接，经过表面处理达到规定的热辐射系数，有利于管内热量散发。	
新产业方向	光通讯CuW产品---电子封装散热材料	光模块中有件三大核心部，光芯片、激光器和光棱镜，此三大部件对载体材料的散热系数和热膨胀系数有着苛刻的要求，此载体叫光芯片基座。	
	真空精密铸件	纯铜及低铬铜合金精密铸件主要用于导电连接件，铝青铜、锡青铜材料精密铸件主要应用于机床配件、耐磨连接件、船舶用泵体类等领域。	

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司的实际控制人是王文斌，持股 40.34%。斯瑞新材的创始人王文斌毕业于西安交通大学金属材料及热处理专业，毕业后一直从事金属新材料的研发和产业化工作。创立公司以来，王文斌先生和公司同时获得了国家科技进步二等奖、陕西省科学技术奖一等奖和中国有色金属工业科学技术一等奖等荣誉。

公司旗下子公司中，西安斯瑞和斯瑞扶风主要负责高强高导铜合金和高性能铬粉等的生产和销售，斯瑞精密主要负责提供材料锻造工艺环节的加工服务，苏州斯瑞未来主要负责光电材料、铜合金等业务，斯瑞远景和斯瑞铜合金创新中心主要负责金属材料的研发工作。

图表 4：公司的股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日）



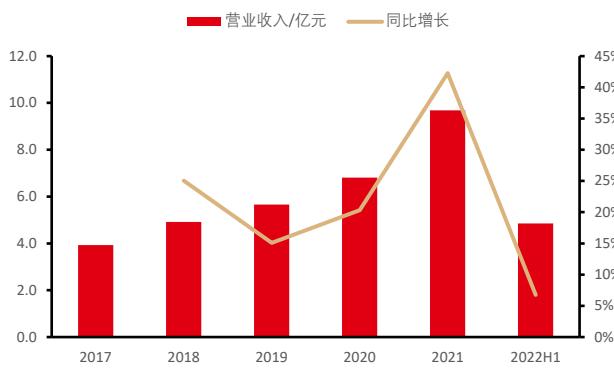
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1.2 上半年利润承压，产能释放业绩好转

**原材料涨价、项目转固，上半年公司业绩承压。**2022H1 公司实现营收 4.85 亿元，同比增长 6.77%，归母净利润 0.52 亿元，同比增长 45.85%，扣非归母净利润 0.26 亿元，同比降低 45.85%。2022Q2 公司营收 2.46 亿元，同比下降 6.94%、环比增长 2.8%；归母净利润 2084 万元，同比下降 8.07%，环比下滑 33.31%，扣非净利润 1433 万元，同比减少 52%，环比增长 23.63%。

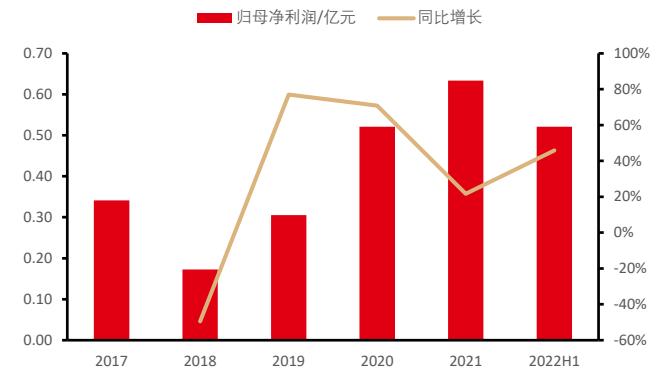
主要原因在于上半年铜价大幅上涨，产品成本增加，同时募投项目厂房设备转固，固定费用增加，产能尚未充分释放。随着下半年随着募投项目产能的释放，铜价的平稳等不利影响因素的消失，公司业绩将稳步好转。

图表 5：公司年度营收及同比情况（亿元）



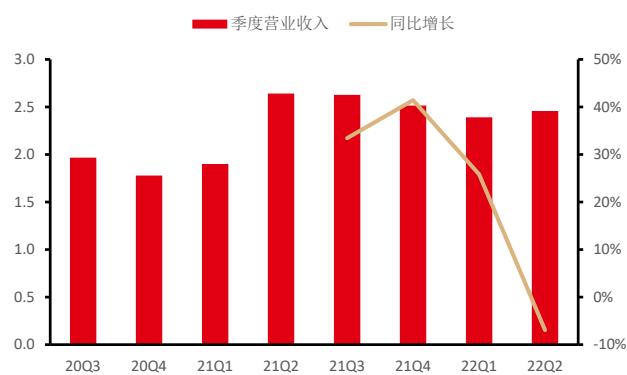
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

图表 6：公司年度归母净利润及同比情况（亿元）



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

图表 7: 公司季度营收及同比情况 (亿元)



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

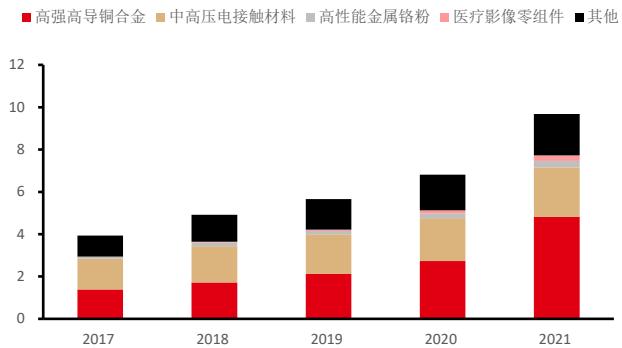
图表 8: 公司季度归母净利润及同比情况 (亿元)



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

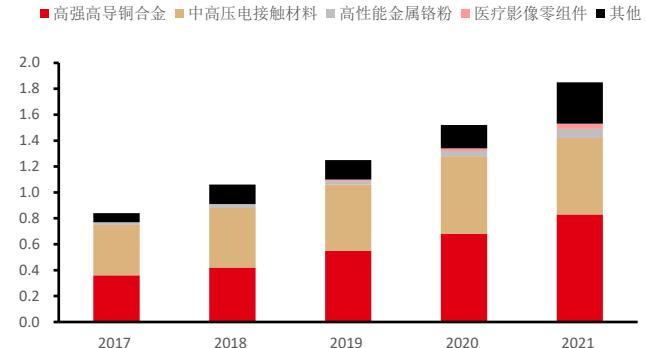
**各个业务稳步增长，高强高导铜合金快速放量。**分业务看，2021 年公司高强高导铜合金业务实现营收 4.83 亿元，同比增长 77.28%，产量为 8252 吨，同比增长 46.27%，销量为 5940 吨，同比增长 71.95%。中高压电接触材料业务实现营收 2.32 亿元，同比增长 14.28%，高性能金属铬粉营收为 3166 万元，同比增长 43.42%，CT 和 DR 球管零组件营收为 2641 万元，同比增长 75.05%。

图表 9: 公司分业务营收情况 (亿元)



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

图表 10: 公司分业务毛利润情况 (亿元)

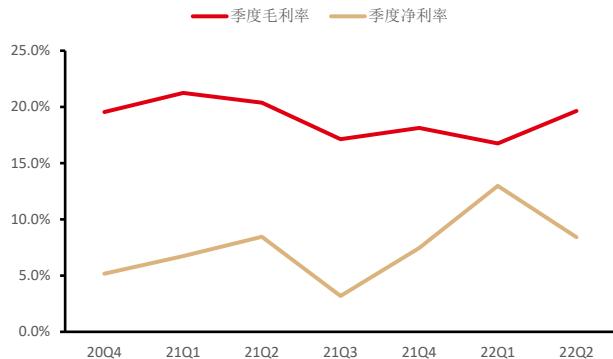


数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

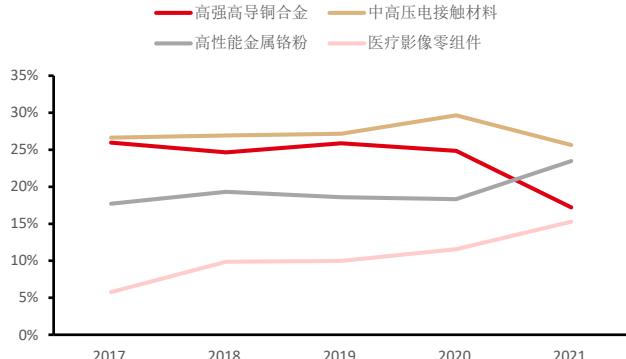
**钢材价格上涨，公司毛利率有所下降。**2021 年公司高强高导铜合金产品的毛利率为 17.21%，同比下降 7.65pct，中高压电接触材料毛利率为 25.64%，同比下降 4.01pct，主要原因是公司这项业务一般采用“原材料+加工费”的模式定价，钢材价格上涨、加工费变动不大，毛利率有所降低。

图表 11: 公司毛利率及净利率情况

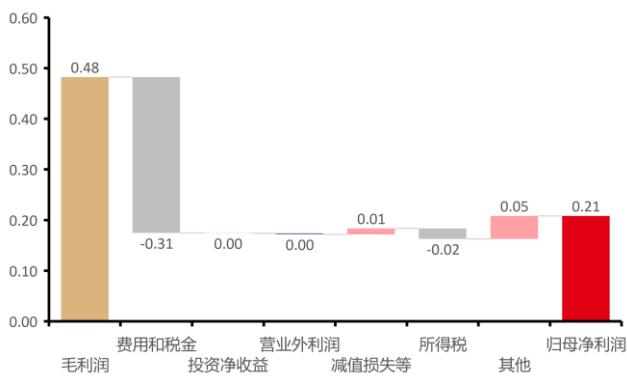
图表 12: 公司分业务毛利率情况



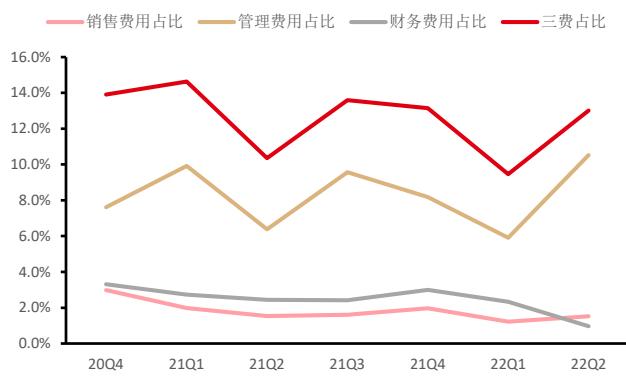
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

**图表 13：2022Q2 公司毛利到净利润拆分（亿元）**


数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

**图表 14：公司期间费用率情况**


数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

## 2 高强高导铜合金稳步发展，公司具有核心竞争力

### 2.1 政策推动轨交发展，连接器行业稳步增长

高强高导铜合金是一种技术含量高、应用领域广、处于国际科技前沿的特种铜材。在材料科学与工程领域，强度和导电性能是此增彼减的一对矛盾体，一方面，合金元素有利于提高铜合金的强度，另一方面，合金元素会使铜晶体结构产生缺陷，降低导电能力。并且，高强高导铜合金材料及制品的研发和生产还需要结合应用场景，满足耐腐蚀、抗高温软化、抗应力松弛、机加工性能、焊接性能等特殊要求，因此需要综合考虑材料成分设计、制造工艺路线、产品质量控制等多方面因素，经历长期的研发积累和产业化经验，才能真正实现规模化生产。

高强高导铜合金材料及制品具有较高的强度和导电性，同时具备导热性、耐磨性、耐蚀性、抗高温软化和抗应力松弛等性能，应用范围包括牵引电机端环和导条、承力索和接触线、高端连接器、引线框架等，涉及轨道交通、航空航天、5G 通信、新能源汽车等领域。

**图表 15：斯瑞新材在高强高导铜合金的研发情况**

应用领域	下游产品	描述	斯瑞研发情况
轨道交通	牵引电机端环和导条	转子端环和导条是牵引电动机中用于实现电能和机械能转换环形导电部件和条状导电部件，要求具有高强度、高韧性、良好导电性、抗高温软化能力等性能。高强高导铜合金材料及制品是牵引电机中端环和导条的优良使用材料。	已产业化
	承力索和接触线	承力索和接触线是铁路接触网的组成部分，研发高强高导承力索和接触线是提升目前高铁经济性的重要发展方向。	产品验证和市场开发阶段
5G通信、航空航天、新能源汽车	高端连接器	5G智能终端的Type-C接口和电源连接器、航空航天用连接器、新能源汽车用连接器是高端连接器。高强高导铜合金应用在连接器的接触件零件中，能够提高导电率、热传导系数、机械强度、抗高温软化性能等。	已产业化
半导体	引线框架	半导体向高密度化、小型化、多功能化的方向发展，引线框架越来越薄，因此对材料性能要求不断提升。高强高导铜合金是引线框架的重要原材料。	技术研发阶段

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**高端牵引电机需要性能更好的铜合金。**牵引电机是轨道交通车辆的“心脏”，对轨道车辆的动力品质、能耗、控制、经济性、舒适性和可靠性都产生影响。由于牵引电机的功率大、转矩大、转速高、起动频繁，转子温度高达 200~300 °C，同时有电磁力、离心力、热应力等影响，因此转子的端环和导条需要采用强度更高、导电和导热性更好的高性能铜合金材料。

**图表 16：公司主要从事高强高导铜合金材料制备和加工**

材料制备	精密加工	构成部件	下游产品	最终应用
高强高导铜合金圆锭	端环和导条	转子	牵引电机	轨道交通
高强高导铜合金扁锭	板带（卷）	接触件	连接器	消费电子、航空航天

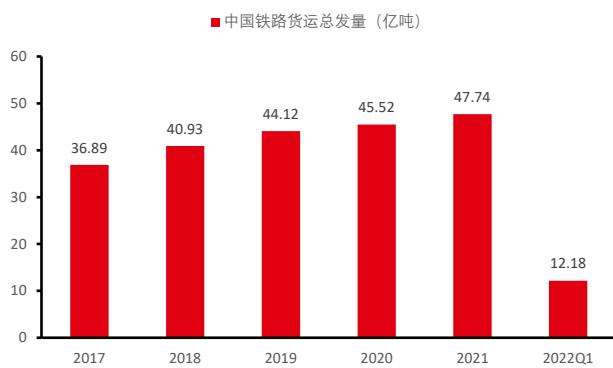
注：发行人目前在产业链中所处环节见红色彩线框，对外销售的产品主要包括端环和导条产品、高强高导铜合金铸锭等材料。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

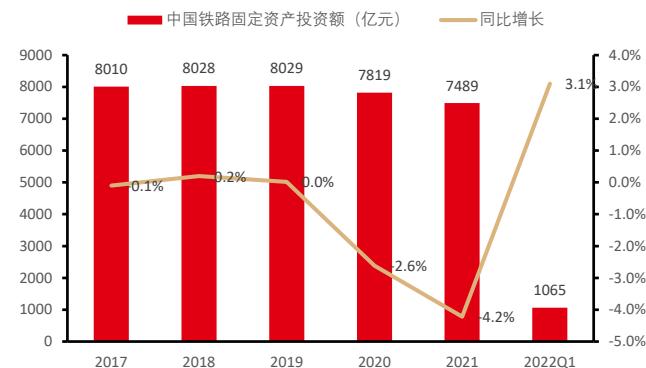
**轨道交通国之重器，政策利好推动稳步发展。**铁路是国民经济大动脉、关键基础设施和重大民生工程，是综合交通运输体系的骨干和主要交通方式之一，在我国经济社会发展中的地位和作用至关重要。加快铁路建设特别是中西部地区铁路建设，是稳增长、调结构，增加有效投资的重大举措。根据中商情报网统计，我国铁路货运总发量由 2017 年的 36.89 亿吨增长至 2021 年的 47.74 亿吨，年均复合增长率 6.7%。2022Q1 我国铁路货运总发量 12.18 亿吨，同比增长 2.3%，我国铁路固定资产投资累计完成额 1065 亿元，同比增长 3.1%。

根据《中长期铁路网规划（2016-2030 年）》，至 2025 年，我国铁路网规模达 17.5 万公里，网络覆盖进一步扩大，路网结构更优化，骨干作用更加显著；到 2030 年，基本实现内外互联互通、区域多路畅通、省会高铁连通、城市快速通达、县域基本覆盖。

图表 17：中国铁路货运总发量（亿吨）



图表 18：中国铁路固定资产投资累计完成额（亿元）



数据来源：交通部，中商情报网，中邮证券研究所整理

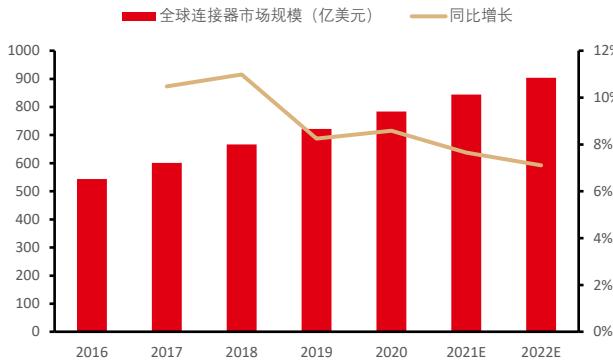
数据来源：交通部，中商情报网，中邮证券研究所整理

**高强高导铜合金是高端连接器的重要材料。**随着制造业信息化、智能化水平的逐步提高，连接器将持续向功能化、小型化、智能化方向发展，接触件材料性能要求也不断提升，包括高接触力、低接触阻抗、良好散热性、抗高温软化性能等，从而对铜合金材料的导电率、热传导系数、机械强度、高温软化性能等提出了更高要求。高强高导铜合金作为兼具高强度、高导电性和一些特殊性能的合金，是高端连接器的重要原材料。

根据观天下数据 2020 年全球连接器市场规模为 784 亿美元，并预计 2023 年全球连接器市场规模将会超过 900 亿美元。2020 年国内连接器市场规模为 249 亿美元，预计 2022 年将超过 290 亿美元。连接器小型化、无线化、高速化、智能化是大趋势，当前连接器行业正处于 5G、航空航天、新能源汽车等为代表的新一轮需求起点。

图表 19：全球连接器市场规模（亿美元）

图表 20：中国连接器市场规模（亿美元）



数据来源：观研天下，中邮证券研究所整理



数据来源：观研天下，中邮证券研究所整理

## 2.2 公司优势在于专注铜合金材料的细分领域

行业内其他龙头覆盖面更广。海外德国 Wieland、德国 KME、日本三菱是全球知名的铜合金产品综合性供应商，起步早，研发实力强，产品种类丰富，具有全球性的品牌知名度。国内博威合金的产品包括黄铜、白铜、青铜、锌白铜、银铜合金、无铅白铜、无镍黄铜、铬锆铜、高抗拉高硬度铜镍锡板带、铜镍硅、铁青铜、锡磷青铜等，产品线更加丰富。目前博威合金已经建成高强高导铜合金产能 2000 吨，在建设计产能 14100 吨。

图表 21：斯瑞新材铜合金产品和技术参数对比

企业	材料	铬含量	锆含量	抗拉强度(Mpa)	导电率(IACS)
KME AG	R480	0.4%-1.2%	0.03%-0.30%	480-560	86%
	R540	0.4%-1.2%	0.03%-0.30%	540-630	86%
博威合金	R480	0.5%-1.5%	0.02%-0.20%	480-570	85%
	R540	0.5%-1.5%	0.02%-0.20%	540-630	85%
日本三菱	H	0.25%	0.10%	598	82%
	SH	0.25%	0.10%	632	74%
斯瑞新材	R480	0.5%-1.5%	0.05%-0.15%	480-560	85%
	R540	0.5%-1.5%	0.05%-0.15%	540-620	85%

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

公司的核心优势在于更加专注铜合金材料的细分领域。(1) 在牵引电机端环和导条制造技术方面，公司综合采用了半连续铸造和连续挤压技术，提高生产效率、材料利用率和产品质量。同时，不需要设计护环热套于端环上，减轻电机的负荷，降低电机的制造成本。(2) 在非真空下引连铸扁锭制造技术方面，公司克服了传统熔铸过程必须先制造圆锭再进行形变加工的难点，直接生产扁锭，节省了损耗、缩短了流程，降低了成本。

此外根据公司公告，斯瑞新材制造的铜合金材料具备高强高导的耐高温特性，可以在单晶炉冷场中应用。随着光伏行业度电成本的要求不断提高和硅原材料价格大幅上涨，对于单晶生产制造效率要求不断提高，公司该项业务有望进一步提升单晶生产效率和降低成本。

图表 22：高强高导铜合金核心技术及其先进性（截止到 2022 年 6 月 30 日）

核心技术	来源	专利情况	先进性	上半年进展
牵引电机端环和导条制造技术	自研	10项授权发明专利；2项在审发明专利	本项技术导条综合采用了半连续铸造和连续挤压技术，提高生产效率、材料利用率和产品质量。端环设计槽型部分设计为单槽连接，便于焊接，节省焊料和焊接人工成本，同时设计不需要护环热套于端环上，减轻电机的负荷，降低电机的制造成本。	端环铣加工流程找正自动化技术，显著提升端环铣槽效率。
非真空下引连铸扁锭制造技术	自研	2项授权发明专利	本项技术克服了传统熔铸过程必须先制造圆锭再进行形变加工的难点，直接生产扁锭，节省了损耗、缩短了流程，降低了成本。同时，非真空熔铸的工艺变量多，控制难度大，该技术确定了一系列非真空熔铸的关键参数，降低了设备限制，满足了大尺寸产品制造要求。	实现多种高性能铜合金8吨大规格铸锭气氛保护熔炼实现批量生产
真空熔炼铸锭制造技术	自研	4项授权发明专利	本项技术采用自制铜锆中间合金、自制真空级脱气铬、纯铜3种原材料进行熔炼，采用复合搅拌技术（电磁搅拌和自旋转搅拌），使材料成分均匀、一致性好、性能稳定。	实现多种高性能铜合金3吨大规格铸锭真空感应熔炼实现批量生产
液体火箭发动机燃烧室内衬制造技术	自研	1项授权发明专利，1项在审发明专利	本项技术采用高强度高导热耐高温铜合金，采用力学性能及导热性能一致性组织调控技术、精密机加工技术，获得的零件力学性能高、导热性能好、耐高温软化、尺寸一致性高，保证火箭发动机性能可靠。	获得中小批量订单

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 3 各项业务多点开花，未来前景持续向好

#### 3.1 中高压电接触材料：全球用电量高增，相关零件的需求攀升

中高压电接触材料是电气开关设备的关键材料，承担电路开断和耐压的作用，其性能决定了电气开关的开断能力和接触可靠性，属于国家制造强国建设战略咨询委员会颁布的《工业“四基”发展目录（2016年版）》中“电力装备领域”的关键基础材料“灭弧室高性能触头材料”。

**铜铬触头市场占有率在国内排名第一。**斯瑞新材研发生产的铜铬(CuCr)材料和铜钨(CuW)材料，可以广泛应用于真空断路器、六氟化硫断路器、油浸式断路器、气体绝缘金属封闭开关设备、接地开关、负荷开关、重合器、高压接触器等电气设备，覆盖电源工程、输配电网络、轨道交通等领域。根据中国电器工业协会统计，2019年公司的铜铬触头市场占有率在国内排名第一。

图表 23：中高压电接触材料产业链

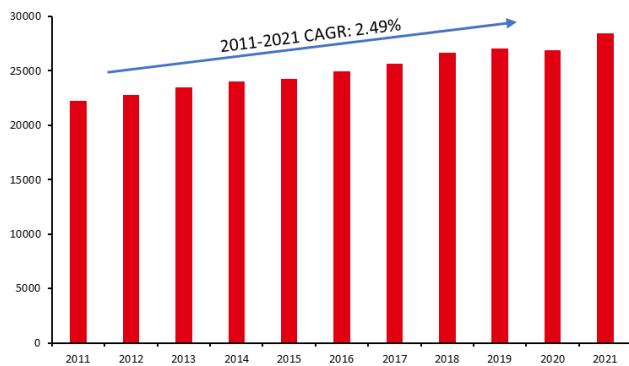


资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

中高压电接触材料及制品主要应用在电源工程（发电厂）、输配电网络、轨道交通的中高压开关设备中，随着全球用电量需求的增加，电源工程投资规模的扩大，中高压电接触材料及制品的需求越来越大。

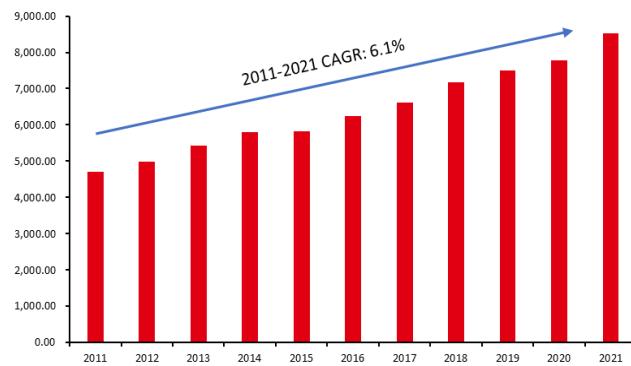
根据 2022 年《BP 世界能源统计年鉴》，2021 年全球发电量增长至 2.7 万太瓦时（折合 27 万亿千瓦时），中国发电量达 7503.4 太瓦时（折合 7.5 万亿千瓦时），同比增长 4.7%，占全球发电量的 27.8%，排名全球第一。

图表 24：全球发电量（太瓦时）



资料来源：BP Statistical Review of World Energy 2022，  
中邮证券研究所

图表 25：中国发电量（太瓦时）



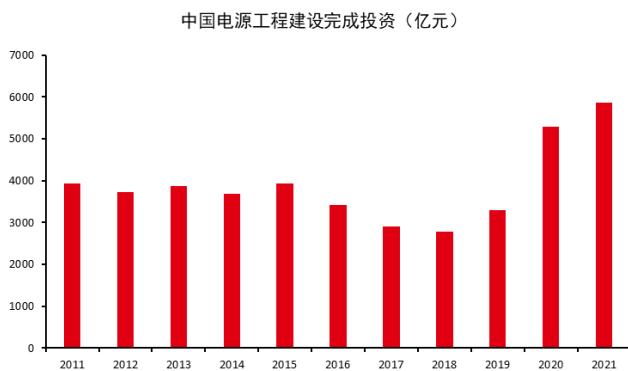
资料来源：BP Statistical Review of World Energy 2022，  
中邮证券研究所

随着我国新能源行业的不断发展，中高压电接触材料及制品的新一轮需求将不断扩大。

2021 年，我国电源工程建设完成投资 5870 亿元，比上年增长 10.9%，其中，水电完成投资 1173 亿元，比上年增长 10.0%；风电完成投资 2589 亿元，比上年下降 2.4%。可再生能源的蓬勃

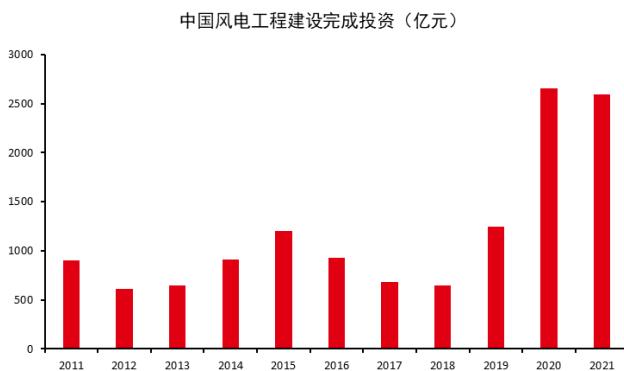
发展，不断驱动我国能源格局的优化。

图表 26：国内电源工程建设完成投资（亿元）



资料来源：招股书，中电联，中邮证券研究所

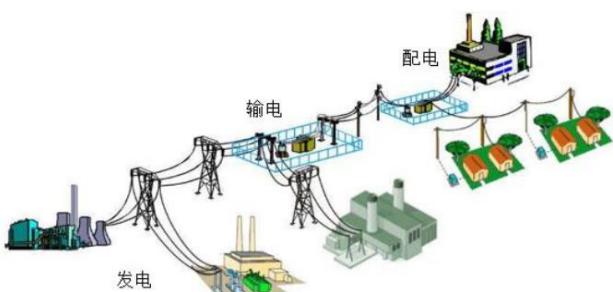
图表 27：国内风电工程建设完成投资（亿元）



资料来源：招股书，中电联，中邮证券研究所

2020 年面对新冠疫情对宏观经济的冲击，我国加大电网投资，发挥逆周期调控作用，带动经济和就业，除已经公布的 2020 年近千亿元重点工程外，国家电网研究编制 2020 年特高压和跨省 500 千伏及以上交直流项目前期工作计划，新增拟推进输电工程的合计投资规模达 1073 亿元，将拉动输配电设备的需求。

图表 28：国内输配电网络



资料来源：招股书，中邮证券研究所

图表 29：国内电网建设投资规模（亿元）



资料来源：招股书，中电联，中邮证券研究所

公司拥有市场领先的自研技术，铜铬合金在国内市场份额排名第一。根据中国电器工业协会统计，公司中高压电接触材料及制品中，铜铬合金在国内市场份额排名第一。公司的中高压电接触材料及制品客户覆盖了西门子电气、ABB、伊顿、施耐德等全球知名的电气设备制造商和西电集团、旭光电子等国内主要电气设备制造商。

公司拥有最全的中高压电接触材料的制造工艺。公司同时拥有真空熔铸法、真空自耗电弧熔炼法、真空熔渗法、混粉烧结法和 3D 打印技术制备中高压电接触材料及制品。而奥地利 Plansee 是全球知名的金属材料和相关部件的供应商，主要采用混粉烧结工艺；桂林金格主要采用真空熔渗法和真空自耗法进行生产；金昌蓝宇主要是使用铜钨材料的制备技术。

图表 30：公司中高压接触材料方面的技术优势概览

技术	技术亮点
真空熔铸法制造技术	通过多年产业化经验形成自有熔铸法工艺，并根据需要加入Te、Bi等稀有金属提高抗熔焊性和耐高温性，能够生产Cr含量40%以下产品，是目前市场上兼顾质量与成本的主流技术。
真空中耗电弧熔炼制造技术	自主设计了一套“冷等静压+真空脱气+电弧熔炼（熔滴控制）”的制备技术，产品Cr分均匀稳定、纯度高、组织细小、弥散、电性能优异，满足高质量的应用需求。
真空渗渗法制造技术	使用了低温液氮制粉技术制备的高性能铬粉，提高了真空渗渗触头材料的质量和性能。
混粉烧结法制造技术	在原材料方面进行突破创新，包括雾化制粉、电极感应气雾化制粉、添加二硼化钛陶瓷相、添加纳米Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub> 等，实现产品性能的提升。
3D打印制造技术	自主开发了CuCr电触头3D打印技术，能够生产多品种、小批量、复杂结构的产品。

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

公司产品与行业龙头相差无几。从铜铬产品的技术参数来看，比较公司与 Plansee Group、桂林金格的各项参数，公司的氧含量和氮含量低于 Plansee Group 和桂林金格，主要由于公司采用了自主生产的高性能金属铬粉作为原材料。公司铜铬产品的电导率和 Plansee Group、桂林金格相当。从铜钨产品的技术参数来看，比较公司与 Plansee Group、桂林金格的各项参数，公司的密度、氢含量、氧含量、氮含量、电导率参数相当。

图表 31：铜铬产品的技术参数对比

生产企业	铜铬	密度 (g/cm <sup>3</sup> )	铬含量 (%)	氧含量 (ppm)	氮含量 (ppm)	电导 MS/m
Plansee Group	CuCr25	8.05	25	650	100	31
	CuCr30	7.9	30	675	105	28
	CuCr45	7.6	43	700	110	21
桂林金格	CuCr25	8.3	24-28	500	50	28
	CuCr30	8.2	30±2	500	50	26
	CuCr45	8	42-47	500	50	20
斯瑞新材	<b>CuCr25</b>	<b>8.34</b>	<b>25.23</b>	<b>230</b>	<b>3</b>	<b>31.57</b>
	<b>CuCr30</b>	<b>8.29</b>	<b>30.63</b>	<b>270</b>	<b>4</b>	<b>29.84</b>
	<b>CuCr40</b>	<b>8.09</b>	<b>42</b>	<b>340</b>	<b>16</b>	<b>24.75</b>
	<b>CuCr50</b>	<b>7.95</b>	<b>51.7</b>	<b>430</b>	<b>16</b>	<b>20.6</b>

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

图表 32：铜钨产品的技术参数对比

生产企业	铜钨	密度 (g/cm³)	氢含量 (ppm)	氧含量 (ppm)	氮含量 (ppm)	电导 MS/m
Plansee Group	CuW70	14	≤5	≤50	≤20	30
	CuW80	15.2	≤5	≤50	≤20	25
	CuW90	16.5	≤5	≤50	≤20	22
桂林金格	CuW70	13.8	-	-	-	≥24
	CuW80	15.15	-	-	-	≥20
	CuW90	16.75	-	≤50	≤8	≥20
斯瑞新材	CuW70	14	4	50	10	≥25
	CuW80	15	4	50	10	≥22
	CuW90	17	4	50	10	≥20

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

### 3.2 医疗影像行业：CT 设备持续增长，零组件国产化空间大

CT 和 DR 球管是医疗影像设备中的 X 射线发射源，直接影响成像质量和使用寿命。CT 和 DR 球管零组件包括管壳组件、转子组件、轴承套、阴极零件等。“十三五”期间，国家加强对 CT 设备核心部件的研发支持力度，尤其是《中国制造 2025》更是将 CT 球管组件作为高性能医疗器械中的核心部件放在了突出位置。

图表 33：CT 和 DR 球管零组件产业链



资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

CT 设备是医疗影像领域最重要的设备之一，特别是 2020 年新冠肺炎期间，CT 设备的重要性更加凸显。但是我国的 CT 设备人均保有量与发达国家存在较大差距，截至 2019 年末，我国人均保有量为每百万人拥有约 18 台，美国为 44 台，日本为 111 台。因此，我国 CT 设备行业具有非常广阔的发展空间。

根据弗若斯特沙利文的报告，我国 CT 设备市场销售量从 2015 年 2345 台增长至 2021 年的 6889 台，预计 2026 年销售量将达 11279 台，2015 年-2026 年复合增长率约为 15.3%。上述 CT 设备和 DR 设备的需求量不断攀升，加之球管零组件的替换需求，持续利好 CT 和 DR 球管零组件的市场。CT 设备平均每年更换一次球管，DR 设备平均每三年更换一次球管，按照 CT 球管零组件每套 2 万元计算，DR 球管零组件每套售价 0.2 万元计算，我国 CT 球管和 DR 球管零组件 2020 年的市场规模达 6.7 亿元人民币。

图表 34：中国 CT 设备销售量和预测（台）



资料来源：招股书，Frost&Sullivan，中邮证券研究所

图表 35：中国 DR 设备销售量和预测（台）



资料来源：招股书，Frost&Sullivan，中邮证券研究所

**行业技术壁垒较高，CT 和 DR 球管零组件仍然依赖进口，国内有较大的拓展空间。**然而，在我国 CT 和 DR 设备行业迅速发展的背景下，我国在 CT 和 DR 球管及相关零组件等核心产品方面几乎完全依赖进口，主要原因是产品技术壁垒较高。以 CT 球管为例，为了满足高压、高真空、高温、高转速、高热容量的服役条件，对材料制备、薄壁件成型、异质金属连接、高精度机加工、表面处理等技术均提出了极其严苛的要求。目前这些零部件的技术主要控制在几家国外球管公司手中，CT 球管主要来自 GE、西门子、飞利浦、万睿视、东芝等国际企业，DR 球管方面主要来自西门子、飞利浦、东芝、意大利 IAE 等国际企业。

**斯瑞新材已成为我国 CT 球管和 DR 球管零组件的国内主要供应商。**公司是我国少数能够提供 CT 球管和 DR 球管零组件的企业，已经实现对西门子的稳定批量供货，并逐步实现对上海联影、昆山医源（原昆山国力子公司）、无锡麦默、中国电子科技集团第十二研究所、珠海瑞能等国产设备及球管主要生产企业的供货。

图表 36：CT 球管和 DR 球管零组件业内龙头企业

公司名称	公司简介
Plansee Group	奥地利攀时集团是全球知名的钼、钨、钽、铌、铬等金属部件的综合性供应商。在医学影像领域，主要提供转子，轴承组件，阴极组件，发射器，CT 准直器和屏蔽罩。
PMB-Alcen	法国PMB 公司是Alcen 集团的子公司，主营业务包括医疗、工业和零组件。零组件业务包括射频零组件、X 射线管零组件、陶瓷/金属组件等。其中X 射线管包括阴极零件、阳极零件、铍窗等。
安泰天龙	安泰天龙钼科技有限公司，注册资本30,000 万元，上市公司安泰科技（000969.SZ）的控股子公司，主营难熔金属材料及制品，包括钼、钨、铌、铼等，应用于航空航天、汽车、集成电路、医疗等领域。2019 年开始研发CT 球管零组件领域的“CT 球管关键阳极部件研制及产业化”等课题研究尚在研发之中。
西安瑞福莱	西安瑞福莱钼有限公司，注册资本5,000 万元，上市公司西部材料（002149.SZ）的控股子公司，前身为西北有色金属研究院第六研究室，主要生产钼矩形靶、宽幅高精度钼钼板片材、钼及钼合金、钼及钼合金、钽、铌等难熔金属材料的板、带、箔、丝、棒、管及其深加工产品。2022 年二季度，公司高性能低成本钛合金生产线主体项目历时 16 个月顺利完成基建及主体设备安装投产。

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

#### 4 募投产能逐步释放，公司业绩弹性大

**高强高导铜合金产能约为 8000 吨，中高压电解决材料产能约为 920 吨。**2021 年公司高强高导铜合金产量为 8252 吨，产能约为 8000 吨，其中铸锭等产能约为 6375 吨，端环、导条成品产能约为 1600 吨；中高压电接触材料及制品产量为 760 吨，产能约为 920 吨，其中铜铬触头产能约为 800 吨，铜钨触头产能约为 120 吨；CT 和 DR 球管零组件产量为 15.14 吨。

**募投 2 万吨铜铁和铬锆铜项目，公司产能翻近 3 倍。**2020 年 10 月 17 日公司决定募投 3.62 亿元用于年产 4 万吨铜铁和铬锆铜系列合金材料产业化项目（一期），项目整体规划分三期建设合计 4 万吨产能，这次募集资金主要投向一期项目，建设 2 万吨产能，包括 1.43 万吨铬锆铜和 0.57 万吨铜铁合金材料。项目建设周期预计为 24 个月。公司预计建设完成后试生产运营第一年产销达到正常年份产销量的 26%，第二年产销达到正常年份产销量的 57%，第三年达到正常年份产销量。

**上半年募投项目各项工作进展顺利，目前厂房等基础设施建设基本完成，部分主要设备陆续安装调试完成，生产工艺验证稳步推进，已经达到批量化投产条件，目前已进入产能爬坡期。**

图表 37：公司募投项目具体产能规划情况

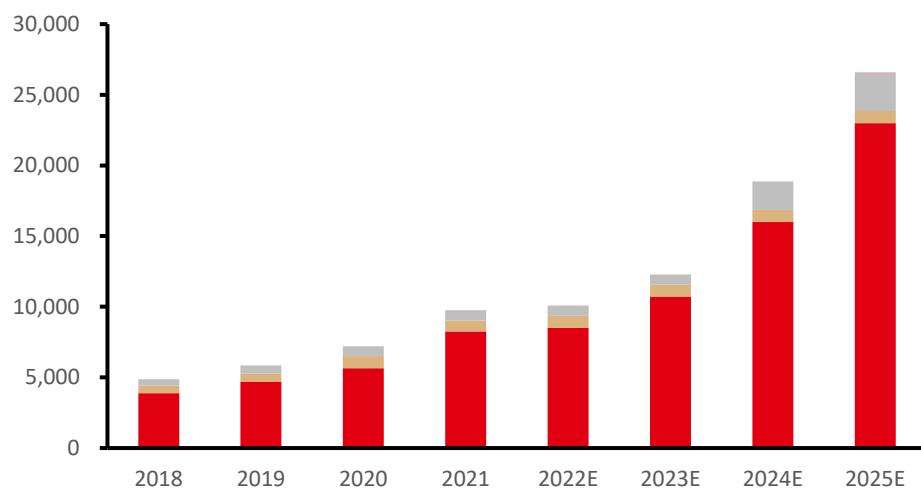
类型	具体产品	数量(吨)
铬锆铜合金材料	铸锭	8000
	上引杆棒线	2600
	电力/轨道/铸件产品	1800
	毛坯	1600
	粉末	300
	合计	14300
铜铁合金材料	板带	3600
	杆棒线	1800
	粉末	300
	合计	5700

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**高性能金属铬粉扩产 2000 吨，产能扩张近 3 倍。**斯瑞新材自主研发设计了一整套低温液氮研磨设备和工艺流程方案，一方面实现了对高强高导铜合金材料及制品和中高压电接触材料及制品的铬粉原材料的自主可控和需求，另一方面满足了靶材、高温合金等应用市场对高性能金属铬粉原材料的需求。此外公司还掌握了射频等离子球化工艺制备球形铬粉的技术能力，可应用于 3D 打印等领域。2021 年公司高性能金属铬粉产量为 727 吨，产能为 700 吨，公司正在计划 2000 吨产能高性能金属铬粉扩产项目，产能扩张近 3 倍。

图表 38：公司未来产能规划情况（吨）

■ 高强高导铜合金 ■ 中高压电接触材料 ■ 高性能金属铬粉 ■ 医疗影像零组件



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 5 盈利预测

公司各项业务的盈利假设：

(1) **高强高导铜合金业务**: 随着募投项目产能的逐步释放, 2023-2025 年产能按照募投计划中达产率 30%/80%/100%计算; 价格方面由于今年 6 月份以来铜价大幅下跌, 公司产品定价是加工费形式, 所以毛利率有所提升。

(2) **中高压电接触材料**: 预计该业务保持稳定。

(3) **高性能金属铬粉**: 目前公司正在规划 2000 吨的扩产项目, 预计 2023 年投产。

(4) **医疗影像零组件**: 下游医疗影像行业发展迅速, 给予该业务年均 30%的增速。

图表 39: 公司各项业务的营收毛利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>高强高导铜合金材料及制品</b>					
营收(万元)	27253	48316	57835	89860	142360
营业成本(万元)	20480	40003	47262	74803	119953
毛利(万元)	6774	8313	10574	15057	22407
毛利率(%)	24.9%	17.2%	18.3%	16.8%	15.7%
<b>中高压电接触材料及制品</b>					
营收(万元)	20262	23154	26000	27500	27500
营业成本(万元)	14255	17218	18550	19600	19600
毛利(万元)	6006	5936	7450	7900	7900
毛利率(%)	29.6%	25.6%	28.7%	28.7%	28.7%
<b>高性能金属铬粉</b>					
营收(万元)	2207	3166	3800	7940	21438
营业成本(万元)	1803	2423	2888	6034	16293
毛利(万元)	404	743	912	1906	5145
毛利率(%)	18.3%	23.5%	24.0%	24.0%	24.0%
<b>医疗影像零组件</b>					
营收(万元)	1509	2641	3434	4464	5803
营业成本(万元)	1334	2238	2919	3794	4933
毛利(万元)	175	403	515	670	870
毛利率(%)	11.6%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>其他</b>					
营收(万元)	16836	19552	20000	31075	49230
营业成本(万元)	14955	16469	17400	27035	42830
毛利(万元)	1881	3083	2600	4040	6400
毛利率(%)	11.2%	15.8%	13.0%	13.0%	13.0%
<b>总计</b>					
营收(万元)	68067	96829	111069	160838	246331
营业成本(万元)	52827	78351	89018	131267	203608
毛利(万元)	15240	18478	22051	29572	42722
毛利率(%)	22.4%	19.1%	19.9%	18.4%	17.3%

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

预计 2022/2023/2024 年公司归母净利润为 1.14/1.42/1.92 亿元，对应 EPS 为 0.28/0.35/0.48 元，对应 PE 为 60.2/48.2/35.5 倍。考虑到公司是国内细分领域的龙头，扩产速度加快，公司业绩有望大幅提升。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 40：行业内同类公司的估值比较（wind 一致预期，截至 2022/9/16）

公司	市盈率PE				市净率PB 2022E
	TTM	2021	2022E	2023E	
中航光电	44.6	55.6	39.6	30.9	6.0
联影医疗	93.0	-	79.9	61.7	11.1
西部超导	54.3	57.7	50.4	37.0	8.4
瑞可达	78.0	132.1	61.1	39.6	12.6
博威合金	33.5	60.1	8.9	8.7	6.0
<b>斯瑞新材</b>	<b>92.8</b>	-	<b>60.2</b>	<b>48.2</b>	<b>6.7</b>
平均值	<b>66.0</b>	<b>76.4</b>	<b>50.0</b>	<b>37.7</b>	<b>8.5</b>

资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 6 风险提示

项目进展不及预期，原材料价格大幅波动，下游需求不及预期。

## 中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
强于大市 中性 弱于大市	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
推荐 谨慎推荐 中性 回避	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。