

常宝股份 (002478.SZ)

主业扎实开始恢复，海外燃气轮机余热锅炉管业务有望快速增长

公司是特种无缝钢管国内头部企业，经营扎实，其油气管业务受下游影响有所收缩，但锅炉管业务总体呈现较快增长，后者 24 年收入占比已提升到 40% 以上。公司锅炉管较早就进入海外供应体系，其中，HRSG 锅炉管用于燃气轮机的余热发电部分，已经配套 GEV、三菱等国际电气装备企业。海外电力系统及 AI 数据中心的发展叠加，燃气轮机需求激增，预计未来几年都有望快速增长；相应地，公司该部分业务有望快速增长并带来不错的边际业务贡献。首次覆盖，给予“增持”评级。

□ **公司简介。**公司前身为 1958 年成立的常州钢铁厂，历经全民所有制、市属国企、民营化改制后 2017 年上市，系国内领先的特种无缝钢管企业，主营业务涵盖油气管、锅炉管等高端专用管材。公司凭借积极的产能扩张、深厚的技术积淀、广泛的优质客户基础，逐步形成了显著的领先优势；公司较早就开始发力海外市场，前几年一度超过 40%，目前受部分行业下降海外比较下降，但仍然在 20% 以上。公司业务扎实，报表健康，三季度末在手净现金 30 亿元。

□ **锅炉管是公司核心增长引擎，HRSG 业务受益于海外燃气轮机大发展。**公司油气管业务过去几年受下游影响有所收缩，但锅炉管业务较快增长，后者收入占比从 2022 年 23% 大幅提升到目前 40% 左右。公司较早就进入国际电气装备供应链体系，是 GEV、三菱等国际电气装备企业的余热锅炉（HRSG）的锅炉管供应商。作为燃气轮机发电余热发电系统关键设备，HRSG 可提升整体系统的发电效率，其锅炉管成本占比达 20%-30%。海外电力系统及 AI 数据中心的发展叠加，燃气轮机需求激增，EIA 预计 2028 年将现并网高峰，单年新增装机超 10GW，对比之下 24-25 年年新增并网不足 100MW。随着装机的逐步落地，公司 HRSG 锅炉管需求有望迎来显著增长。

□ **投资建议：**公司主业扎实，三季度经营已经开始好转；公司 HRSG 锅炉管有望受益于海外燃气轮机大发展。公司报表很健康，也看好公司持续经营能力，估算 25-26 年利润分别为 5.5 亿元、7.0 亿元，对应 PE13.7X、10.7X，首次覆盖，给予“增持”投资评级。

□ **风险提示：**原材料价格波动，国际贸易与汇率风险，新业务拓展不及预期，锅炉管需求不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6661	5696	5794	6161	6935
同比增长	7%	-14%	2%	6%	13%
营业利润(百万元)	852	761	648	838	979
同比增长	68%	-11%	-15%	29%	17%
归母净利润(百万元)	783	634	546	701	810
同比增长	66%	-19%	-14%	28%	15%
每股收益(元)	0.87	0.70	0.61	0.78	0.90
PE	9.6	11.8	13.7	10.7	9.3
PB	1.4	1.3	1.3	1.1	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

中游制造/电力设备及新能源

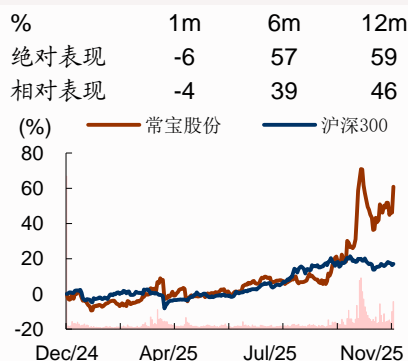
目标估值：NA

当前股价：8.33 元

基础数据

总股本(百万股)	901
已上市流通股(百万股)	723
总市值(十亿元)	7.5
流通市值(十亿元)	6.0
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	10.4
资产负债率	34.0%
主要股东	曹坚
主要股东持股比例	24.5%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

游家训 S1090515050001

✉ youjx@cmschina.com.cn

梁旭 S1090525080004

✉ liangxu1@cmschina.com.cn

胡佳怡 S1090525080002

✉ hujiayi1@cmschina.com.cn

刘伟洁 S1090519040002

✉ liuweijie@cmschina.com.cn

正文目录

一、 公司是国内头部特种无缝钢管企业	4
1、 历史沿革：前身为常州钢铁厂，目前是国内头部特种无缝钢管企业	4
2、 股权结构：股权结构稳定，管理层多为常宝有限老班子成员	6
3、 财务情况：报表扎实、在手现金超 30 亿元	7
二、 钢管行业准入壁垒高，锅炉管是公司重要看点	10
1、 钢管行业准入壁垒高，公司有较大领先优势	10
1) 在资金层面：公司资产负债率低、在手现金多。	10
2) 产能层面：公司正积极扩产布局新领域	10
3) 技术层面：公司脱胎于宝钢，能力较强	11
4) 客户层面：客户覆盖面广，海外收入占比近 30%	12
2、 锅炉管正成为公司核心增长点	12
三、 北美燃气轮机供需错配，公司锅炉管有望受益客户扩产	13
1、 北美燃气轮机供需严重错配	13
2、 公司锅炉管是燃气轮机核心部件，且较早进入国际企业供应链	15
盈利预测	17
风险提示	18

图表目录

图 1： 公司股权结构	6
图 2： 常宝普莱森特殊油管通过国家制造业单项冠军认定	11
图 3： Lazard 对各个能源度电成本的测算	13
图 4： 美国热电联产天然气历史装机数据	14
图 5： 美国热电联产天然气未来预期装机数据	14
图 6： GEV 对于未来的燃气轮机需求比较乐观	15
图 7： 热电联产燃气轮机的工作原理	16
图 8： 常宝股份历史 PE Band	18
图 9： 常宝股份历史 PB Band	18
表 1： 公司发展历程	4

表 2: 公司产品	5
表 3: 公司管理层及董事情况	6
表 4: 公司人力资源情况	7
表 5: 业绩摘要	8
表 6: 负债情况	8
表 7: 现金流情况	8
表 8: 资产回报率情况	9
表 9: 固定资产和在建工程情况	9
表 10: 公司资产负债率低、在手现金多	10
表 11: 公司季度末公司在建工程创近年来新高	10
表 12: 25 年中报中公司在建工程情况	10
表 13: 过去几年公司无缝钢管的产销情况	11
表 14: 公司各业务情况	12
表 15: GEV 燃气轮机新增订单	15
附: 财务预测表	19

一、公司是国内头部特种无缝钢管企业

1、历史沿革：前身为常州钢铁厂，目前是国内头部特种无缝钢管企业

公司前身为全民所有制企业的常州钢铁厂，经过多次改制和管理层的变更，目前已成为国内领先的无缝钢管企业。公司发展历程大致可以分成四个阶段：

第一阶段，1958-1999 年：从全民所有制企业的常州钢铁厂开始，最终改制成为有限责任公司。公司前身为 1958 年成立的原常州钢铁厂，最开始为全民所有制企业。1989 年，常州市人民政府批准组建宝钢集团常州钢铁厂。该厂作为非公司制企业法人直至 1999 年年底按公司制规范改制为有限责任公司。

第二阶段，2000-2003 年：宝钢集团转让常钢公司 86.8%的股权，常钢公司成为常州市属国有企业。由于常钢公司 1998 年至 2000 年连续亏损，2001 年仅实现微利；截至 2002 年 5 月底，1998 年以来累计账面亏损达 4,963.84 万元，部分生产线被强制淘汰，且存在大量潜亏长期挂账、无力消化。2003 年前后，宝钢集团实施战略调整，将其持有的常钢公司 86.8%股权（后增至 100%）转让给常州机电国资，后者自此成为常钢公司唯一股东。

第三阶段，2003-2010 年：改制为民营企业，后续变更为股份有限公司，并于 2010 年成功上市。2003 年 5 月宝钢集团退出后，常钢公司失去集团支持、人心不稳、生存压力加剧。为脱困并推进现代企业制度改革，常州机电国资于 2003 年 12 月 23 日将公司 100%股权转让给曹坚等 27 名自然人，企业更名为常州常宝钢管有限公司（后为江苏常宝钢管有限公司），转为民营。2008 年 1 月，公司整体变更为股份有限公司，并于 2010 年 9 月 21 日成功上市。

第四阶段，2010 年至今：加速从一个传统的钢管制造商，向服务于高端制造和战略新兴产业的特种专用管材解决方案提供商转型。上市后，公司于 2012 年建成投产高端 U 型管项目，2013 年投产 CPE 热轧机组，持续强化特种管材核心产能。2017 年，公司国际化迈出关键一步，阿曼管加工工厂建成投产。2021 年，公司实现重大技术升级，世界先进的 PQF 机组和技术研发中心相继投用。此外，公司还于 2023 年计划建设新能源汽车用精密管及新能源半导体用特材项目，标志着其从传统能源领域向新能源、半导体等高增长产业的战略转型。

表 1：公司发展历程

年份	重要事件
1958	建立常州钢铁厂
1989	组建宝钢集团常州钢铁厂
2003	成立江苏常宝钢铁厂
2005	合资成立常州常宝精特钢管有限公司
2006	成立常宝普莱森钢管公司
2010	常宝股份在深交所上市（股票代码：002478）
2012	常宝 U 型管项目建成投产
2013	常宝 CPE 热轧无缝钢管机组投产
2017	常宝阿曼管加工工厂建成投产
2021	常宝 PQF 机组建成投产，技术研发中心投产；
2023	建设新能源汽车用精密管项目、新能源及半导体用特材项目

资料来源：公司官网，公司年报，招商证券

目前，公司现已成为国内领先的特种无缝钢管企业。主营产品包括油气开采用管、电站锅炉用管、工程机械管、石化换热器用管、汽车用管、船舶用管及其他细分领域专用管材，客户涵盖国内外知名石油、能源、石化及装备制造企业。多年来，公司深耕特种无缝钢管领域，持续加大研发投入，引进先进装备，系统开展全流程自主技术攻关，形成了独具特色的制造工艺。其油管、中小口径合金高压锅炉管、HRSG 超长管、U 型换热器管等产品已成为行业标杆，具备较强品牌影响力和核心竞争力。

表 2：公司产品

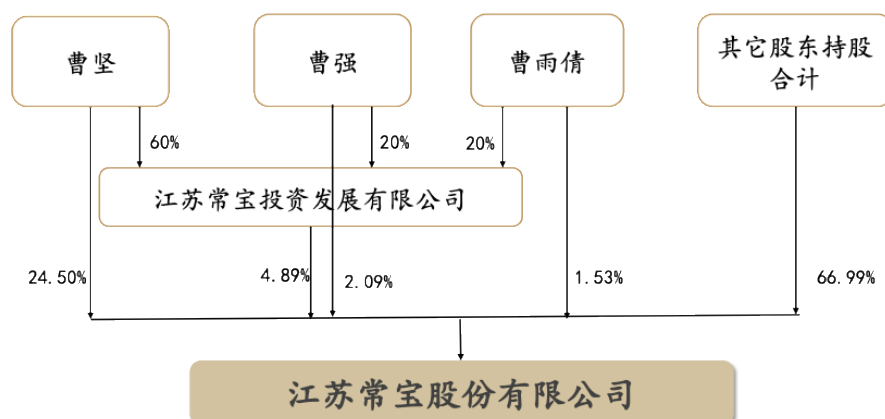
产品类别	主要特点	主要产品图片
油套管 & 管线管	产品应用于深海深地石油天然气开采及输送领域，包括 API 油套管、抗 H2S 应力腐蚀油套管、抗 CO2 腐蚀油套管、高强度抗挤毁套管、抗挤毁+抗 H2S 腐蚀油套管、稠油热采管、隔热油管、耐低温管、管线管等产品。	
锅炉管	产品应用于电站锅炉制造领域，包括超临界&超超临界高压锅炉管、中低压锅炉管、高压锅炉用内螺纹管、HRSG 超长锅炉管、U 型管、蛇形管等产品。	
热交换器管	产品应用于石油化工领域、储能及光热发电领域，包括石化冷却器、冷凝器、加热器蒸发器、再沸器、废热锅炉等换热设备用管等产品。	
工程机械用管	产品应用于工程机械制造领域，包括臂架管、油缸管、机械管、高压油路管、液压支柱管等产品。	
汽车管	产品应用于汽车制造领域，包括乘用车、商用车零部件用管、车轴管、驱动桥用管、油路管、平衡杆、稳定杆用精密钢管、驱动轴用精密钢管、球笼保持架用精密钢管、凸轮轴用精密钢管、安全气囊用精密钢管、电机轴用精密钢管等产品。	
特种专用品种管	产品应用于细分特种专用行业领域，包括钻杆用管（石油钻杆、地质钻杆、非开挖钻杆、抗硫钻杆、加重钻杆）、射孔枪管、钻铤用管、绳索取芯管、高压气瓶管、管件用管等产品。	

资料来源：公司年报，招商证券

2、股权结构：股权结构稳定，管理层多为常宝有限老班子成员

公司股权结构稳定，董事长曹坚家族通过一致行动关系合计持有 33.01% 的股权。公司实际控制人为董事长曹坚，根据三季报数据，其直接持股 24.50%。其直系亲属曹雨倩（女儿），直接持股 1.53%，曹强（弟弟）直接持股 2.09%，三人为一致行动人。此外，三人还通过分别持有常宝投资的股权（曹坚 60%，曹强 20%，曹雨倩 20%），间接合计持有公司 4.89% 的股权。三人目前合计持有公司 33.01% 的股权。

图 1：公司股权结构



资料来源：Wind，招商证券

公司当前管理层为常宝有限老班子成员。董事长曹总，历任宝钢集团常州钢铁厂设备科和热轧车间管理人员、企管办副主任、财务科副科长、营销部经理，改制后拿到公司股权，并一直持续至今担任公司董事长。副董事长韩总，曾任宝钢集团常州钢铁厂三改办秘书、党办秘书，目前是公司副董事长、总经理，三季度直接持股 1.23%。其余公司高管，戴正春、刘志峰、陈松林、丁伟等也均为长期在公司担任要职，成长起来的高管。

表 3：公司管理层及董事情况

姓名	职务	年龄	个人简历
曹坚	董事长 董事	61	历任宝钢集团常州钢铁厂多个管理职务，常州宝钢钢管有限公司副总经理、党委书记、董事长、总经理，江苏常宝钢管有限公司董事长、总经理。2007 年起，历任江苏常宝钢管股份有限公司董事长、总经理、财务负责人等核心职务，兼任多家子公司董事长、执行董事。现任股份公司董事长、党委书记，兼任多家主要关联公司执行董事、董事。
韩巧林	副董事长， 董事，总经理	54	曾任宝钢集团常州钢铁厂及常州宝钢钢管有限公司秘书、总经理助理等职务，江苏常宝钢管有限公司总经理助理、副总经理。2007 年起，历任股份公司总经办主任、工会主席、监事会主席、党委书记。现任股份公司董事、总经理，兼任集团公司总经理及多家子公司董事长、执行董事。
戴正春	董事，副总经理	54	历任公司人力资源部部长助理、分厂副厂长、国内贸易部经理、监事。现任公司董事、副总经理，兼任销售公司总经理。
陈松林	副总经理	43	历任公司设备点检员、部长助理、部长、分厂厂长、副总监、子公司副总经理（主持工作）、总经理助理等职。现任公司副总经理，兼任销售公司总经理。

敬请阅读末页的重要说明

刘志峰	董事会秘书	41	历任公司总经理办公室秘书、助理、证券事务代表，证券法务部副部长、总经理办公室副主任等职。现任公司董事会秘书，兼证券法务部部长、总经理办公室主任，兼任外部公司董事。
丁伟	董事，监事会主席	40	曾任宝钢集团常州钢铁厂主任助理、检修部经理，江苏常宝钢管有限公司装备供应部经理。后任股份公司职工监事、监事会主席。现任公司总经理助理、设备安环总监、工会主席。

资料来源：Wind，招商证券

表 4：公司人力资源情况

	2020	2021	2022	2023	2024
员工总人数	3,343	1,745	1,803	1,824	1,869
人均薪酬(万元)	10.82	15.48	14.64	16.26	16.69
人均创利(万元)	3.7	7.78	26.12	42.93	33.93
人均创收(万元)	117.91	242.2	345.17	365.17	304.78
专业构成					
生产人员	1,100	986	1,060	1,041	1,057
销售人员	50	56	49	51	54
技术人员	1,605	406	411	434	462
财务人员	38	24	24	25	25
行政人员	368	191	206	219	220
学历构成					
高中及以下	1,317	1,112	1,124	1,093	1,060
专科生	1,239	357	389	398	436
本科生	740	249	259	297	330
硕士	47	27	31	36	43

资料来源：Wind，招商证券

3、财务情况：报表扎实、在手现金超 30 亿元

前三季度业绩增速一般，但 Q3 已看到明显拐点。公司 25 年前三季度业绩表现一般，前三季度营收为 42.84 亿元，同比增长 1.40%；归母净利润为 3.92 亿元，同比下降 4.60%；扣非净利润为 3.53 亿元，同比增长 0.80%。Q3 业绩表现亮眼，业绩有明显拐点。单 Q3 营收 14.72 亿元，同比增长 3.66%；归母净利润 1.38 亿元，同比增长 61.15%；扣非净利润 1.34 亿元，同比增长 40.60%。

公司控费能力优秀，各项费用保持稳定。财务费用显著改善：利息收入增加带动前三季度财务费用录得净收入 0.84 亿元，同比改善 40.37%，Q3 延续该趋势助力单季度利润率提升。销售与管理费用率降低：前三季度销售费用率降至 0.67%，管理费用率微增至 2.18%，但 Q3 费用控制成效显著。研发投入持续加码：前三季度研发费用同比增长 5.41%至 1.62 亿元，费用率提升至 3.77%，反映公司对高端技术等创新的投入，为业绩长期增长提供支撑。

现金流强劲，在手现金超 30 亿。公司经营现金流持续改善，前三季度经营现金流净额达 2.49 亿元，同比增长 22.60%，其中 Q3 现金流入显著，带动经营现金流/净利润比率提升至 61.73%。且公司 Q3 期末货币资金为 30.59 亿元，同比增长 15.94%，流动资金充裕。尽管短期借款有所增加，但公司持续投入在建工程（同比增长 46.66%至 7.26 亿元），为未来产能扩张奠定基础。

表 5: 业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化(%)
营业收入	6,223.37	6,660.79	5,696.39	4,224.51	4,283.69	1.40%
营业成本	5,291.30	5,411.10	4,741.91	3,526.82	3,585.37	1.66%
毛利	932.06	1,249.69	954.48	697.69	698.32	0.09%
营业税金及附加	22.50	31.38	27.85	17.95	17.78	-0.97%
销售费用	36.93	42.30	47.47	32.77	28.72	-12.37%
管理费用	106.62	135.61	142.64	89.51	93.49	4.44%
研发费用	230.58	251.15	211.35	153.22	161.51	5.41%
财务费用	-113.12	-112.65	-143.74	-59.89	-84.07	-
四费合计	261.01	316.41	257.71	215.60	199.64	-7.40%
信用减值损失	22.78	22.27	-19.12	-5.25	17.53	-
资产减值损失	93.93	56.69	23.92	1.53	2.74	79.73%
公允价值变动净收益	2.17	-10.91	31.41	7.33	-8.46	-
投资净收益	-34.34	4.17	13.59	-1.87	-11.86	-
资产处置收益	0.08	-0.09	7.03	0.15	0.04	-72.95%
其他收益	6.94	35.56	45.16	24.36	18.71	-23.22%
营业外收入	65.05	81.01	7.02	6.96	1.32	-81.01%
营业外支出	26.01	24.34	7.47	4.77	2.96	-37.87%
利润总额	545.72	908.34	760.87	500.03	457.42	-8.52%
所得税	61.64	103.04	95.04	66.41	53.67	-19.18%
净利润	484.08	805.30	665.83	433.62	403.75	-6.89%
少数股东损益	13.04	22.27	31.61	22.28	11.31	-49.24%
归属于母公司所有者的净利润	471.03	783.03	634.22	411.34	392.44	-4.60%
非经常性损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
扣非净利润	471.03	783.03	634.22	411.34	392.44	-4.60%
主要比率						百分点变化
毛利率 (%)	14.98	18.76	16.76	16.52	16.30	(0.21)
销售费用率 (%)	0.59	0.64	0.83	0.78	0.67	(0.11)
管理费用率 (%)	1.71	2.04	2.50	2.12	2.18	0.06
研发费用率 (%)	3.71	3.77	3.71	3.63	3.77	0.14
财务费用率 (%)	(1.82)	(1.69)	(2.52)	(1.42)	(1.96)	(0.54)
归母净利率 (%)	7.57	11.76	11.13	9.74	9.16	(0.58)
扣非净利率 (%)	7.57	11.76	11.13	9.74	9.16	(0.58)

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 负债情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化(%)
负债率 (%)	35.40	30.81	29.44	28.14	33.96	5.82
短期借款 (百万元)	135.68	130.06	161.46	130.53	352.84	170.31%
一年内到期的非流动负债 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期借款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
应付债券 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
在手现金 (百万元)	1443.66	1700.31	2634.74	1961.83	3059.20	55.94%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 7: 现金流情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	百分点变化
赊销比 (%)	18.33	20.25	19.98	30.14	29.35	(0.79)
存货营收比 (%)	23.39	17.57	19.12	28.22	29.95	1.73
销售商品、劳务获现金/营收 (%)	94.63	80.17	85.80	98.98	84.95	(14.03)
经营性现金流净额 (百万元)	783.20	489.61	857.32	203.30	249.25	-

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	百分点变化
经营现金流净额/税后净利润（%）	161.79	60.80	128.76	46.88	61.73	14.85

资料来源：公司公告、招商证券

表 8：资产回报率情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	百分点变化
归母净利率(%)	7.57	11.76	11.13	9.74	9.16	(0.58)
总资产周转率(%)	87.00	87.90	70.70	53.99	49.70	(4.29)
权益乘数	1.55	1.45	1.42	1.39	1.51	0.12
ROE(%)	10.68	15.97	11.67	7.72	6.80	(0.93)
ROA(%)	6.77	10.63	8.26	5.54	4.68	(0.86)
ROIC(%)	10.01	14.36	10.43	6.73	5.28	(1.45)

资料来源：公司公告、招商证券

表 9：固定资产和在建工程情况

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化
固定资产	1977.46	2061.31	2035.67	1,898.55	1977.71	4.17%
在建工程	79.57	80.72	494.81	508.35	725.67	42.75%

资料来源：公司公告、招商证券

二、钢管行业准入壁垒高，锅炉管是公司重要看点

1、钢管行业准入壁垒高，公司有较大领先优势

公司的主要产品为无缝钢管。属于典型的重工业范畴，具备资本密集型和技术密集型特征，核心的壁垒在于资金、产能、技术、客户等方面，四者相互依托。

1) 在资金层面：公司资产负债率低、在手现金多。

钢管生产需要大量初始投资用于设备采购、厂房建设和原材料储备。同时，生产经营过程中流动资金占用量大，只有形成较大规模才能具备市场竞争力。新进入者若无雄厚资金支持，难以应对产业规模化趋势带来的压力。

公司资产负债率低，在手现金多，运营相对安全。整体看，公司整体资产负债率 34.0%，资产负债率低。在手现金 30.6 亿元，短期借款为 3.5 亿元，整体现金流较为充沛。

表 10：公司资产负债率低、在手现金多

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化(%)
负债率 (%)	35.40	30.81	29.44	28.14	33.96	5.82
短期借款 (百万元)	135.68	130.06	161.46	130.53	352.84	170.31%
一年内到期的非流动负债 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期借款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
应付债券 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
在手现金 (百万元)	1443.66	1700.31	2634.74	1961.83	3059.20	55.94%

资料来源：公司公告、招商证券

2) 产能层面：公司正积极扩产布局新领域

公司正积极扩产。目前公司固定资产 19.8 亿元，三季度末公司在建工程创近年来新高，达到 7.3 亿元。中报中主要的一项为常宝普莱森特材项目中报在建工程该项目余额 5 亿元。根据 24 年 10 月 25 日公告，本项目固定资产投资估算为 7.03 亿元。11 月 21 日，该项目已经正式竣工。

表 11：公司季度末公司在建工程创近年来新高

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化
固定资产	1977.46	2061.31	2035.67	1,898.55	1977.71	4.17%
在建工程	79.57	80.72	494.81	508.35	725.67	42.75%

资料来源：公司公告、招商证券

表 12：25 年中报中公司在建工程情况

项目	期末账面余额 (百万元)	期初账面余额 (百万)
常宝股份厂区光伏电站项目	4.16	4.16
常宝股份管加工车丝线相关项目	13.79	6.75
常宝股份其他辅助设施	24.2	5.4
常宝股份管加工探伤线相关项目	0.58	0.04
常宝股份管加工加厚线相关项目	2.47	1.73
常宝精特无缝钢管冷加工横裂工艺的研究与开发	0.6	2.14

项目	期末账面余额（百万元）	期初账面余额（百万）
常宝精特汽车精密管项目	104.17	67.22
常宝普莱森其他技改项目	23.85	5.74
常宝普莱森 U 型管相关项目	3.44	2.75
常宝普莱森管加工分厂相关项目	35.55	27.69
普莱森其他辅助设施	0.35	0.35
常宝普莱森特材项目	501.68	370.86
常宝精特其他辅助设施	1.9	
合计	716.74	494.83

资料来源：公司公告、招商证券

常宝普莱森特材项目的投产，将助力公司进一步覆盖新能源及半导体等领域。

该特材项目以建设世界级特材工厂为目标，是公司旗下的第七家工厂。该项目设计年产能达 8500 吨，涉及材料主要有 300 系列奥氏体不锈钢、奥氏体-铁素体双相不锈钢、高温合金及耐蚀合金等，挤压规格范围 $\Phi 38-122\text{mm}$ ，壁厚范围 3.5-21mm。项目主要产品为高性能特材、海洋工程用高柔性软管、半导体工程用特材等。

表 13：过去几年公司无缝钢管的产销情况

	产量/万吨	产量 YOY	销量/万吨	销量 YOY
2019	54		51	
2020	43	-20%	43	-16%
2021	50	16%	54	26%
2022	74	48%	70	30%
2023	76	3%	79	13%
2024	71	-7%	71	-10%

资料来源：公司公告、招商证券

3）技术层面：公司脱胎于宝钢，能力较强

钢管行业产品技术要求高，需要攻克核心制造工艺，如焊接、无缝钢管的生产技术。不同客户（如汽车、油气领域）对钢管的质量、参数和耐用性有特定要求，涉及精密加工和定制化生产，这对新进入者构成挑战。

公司技术能力强。公司深耕专用钢管领域多年，技术积淀深厚，拥有资深研发团队，建有三大省级以上科研平台（含院士工作站、国家级博士后站），形成覆盖材料、CPE 工艺、热处理及扣型等方向的完整研发体系；成功开发深井超厚壁油管、中海油直连扣等特色产品，在新钢种与材料优化方面成果显著，获评国家专精特新“小巨人”企业，技术赋能品牌建设成效突出。

图 2：常宝普莱森特殊油管通过国家制造业单项冠军认定

第九批制造业单项冠军企业公示名单		
序号	企业名称	产品名称
1	德州奥科新材料股份有限公司	高性能聚丙烯酰胺纤维
2	德州太平洋电力设备（集团）有限公司	40.7kV 及以下开关柜
3	德州中车海泰新材料科技有限公司	矿用自卸车耐磨衬板及耐磨铸件
4	大阳能源有限公司	大型冶金用耐火设备
7	江苏常宝普莱森钢管有限公司	非常规油气开采用特种油管
8	南通南江新材料股份有限公司	产线用耐火设备
9	江苏常宝普莱森钢管有限公司	非常规油气开采用特种油管

资料来源：公司官网、招商证券

4) 客户层面：客户覆盖面广，海外收入占比近 30%

公司已经积累了优质的客户资源。公司客户不仅涵盖了中国国内多个行业的领军企业，如中国石化、中国石油、中海油等国内能源巨头，还包括了东方电气、上海电气等机械设备制造业的佼佼者。此外，与国际知名企业如 GEV，三菱重工等的也有一定的合作基础。

24 年公司海外收入占比接近 30%。公司出海的产品主要包括油套管和锅炉管，已与海外头部企业建立了一定的合作基础。但过去几年受制于油价，海外油套管需求增速一般，导致公司 22-24 年海外收入呈现下降趋势。

2、锅炉管正成为公司核心增长点

公司主要业务包括油套管、锅炉管和品种管。受油气行业周期、出口下滑等挑战影响，公司油套管收入处于下滑状态。但公司业务结构持续优化，锅炉管业务增长、品种管收入增长较快。具体看：

1) 油套管业务：收入占比最高，但受油气需求波动和贸易壁垒影响，下降明显。2024 年全年收入占比 39.02%，同比下降 37.14%；2025 年上半年占比 37.09%，同比下降 8.38%。毛利率稳定微升，2025 上半年 16.04%，同比+0.84pcts。

2) 锅炉管业务：增长最强劲，受发电行业政策驱动。2024 年全年收入占比 39.19%，同比增长 22.62%；2025 年上半年占比 40.58%，同比增长 4.62%。毛利率相对较高，但今年有略微下滑，2025 上半年为 19.49%，同比-1.99pcts。

3) 品种管业务：稳定增长，占比逐步上升。2024 年全年收入占比 16.94%，同比下降 4.64%；2025 年上半年占比 17.15%，同比增长 11.40%。毛利率相对较低，但基本维持稳定，2025 上半年 6.94%，同比-0.54pcts。

表 14：公司各业务情况

业务类别	2024 年			2025 年上半年			毛利率	
	收入（亿元）	占比	同比变化	收入（亿元）	占比	同比变化	2024 年	2025 上半年
油套管	22.23	39.02%	-37.14%	10.43	37.09%	-8.38%	15.95%	16.04%
锅炉管	22.32	39.19%	22.62%	11.41	40.58%	4.62%	22.31%	19.49%
品种管	9.65	16.94%	-4.64%	4.82	17.15%	11.40%	7.54%	6.94%
其他	2.76	4.85%	-5.49%	1.46	5.18%	2.03%	-	-
合计	56.96	100%	-14.48%	28.12	100%	0.26%	16.76%	15.57%

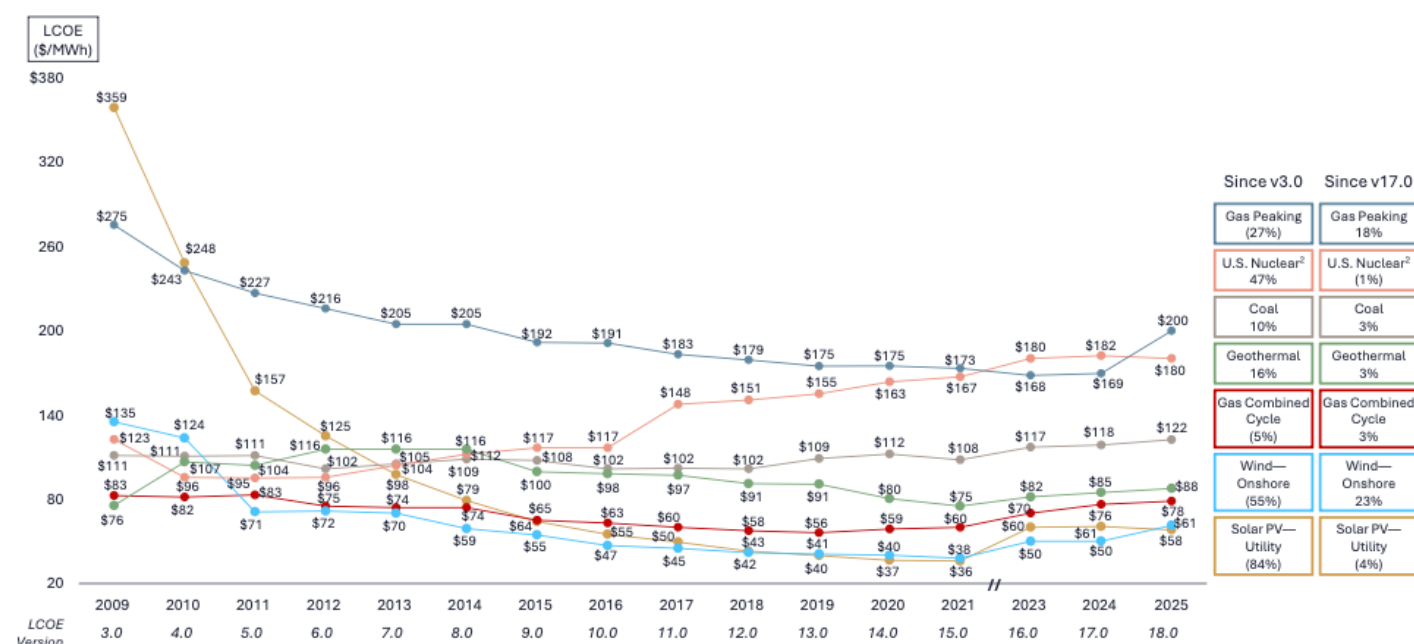
资料来源：Wind、招商证券

三、北美燃气轮机供需错配，公司锅炉管有望受益客户扩产

1、北美燃气轮机供需严重错配

热电联产燃气轮机是美国成本领先的基荷电源。美国天然气资源丰富，根据 EIA 数据，天然气发电占比高达 46.4%（2024 年），位居全球第一。根据 Lazard 的测算，热电联产燃气轮机的度电成本仅次于光伏、陆风。但是风、光伏发电存在波动性和随机性，必须配置一定比例储能，才能在日内达到和燃气发电等价的发电曲线，总成本将高于热电联产燃气轮机发电。

图 3：Lazard 对各个能源度电成本的测算



资料来源：Lazard，招商证券

北美 AIDC 建设可能导致电力缺口扩大。一方面，美国电力基础设施老旧，近年来部分地区断电事件频发，而 AIDC 对电力可靠性要求较高。一方面，AIDC 建设导致负荷规模增长，电源和电网建设审批周期长，部分数据中心开始自建电源、电网。

燃气轮机是当前适配 AIDC 用电的主要电源之一。

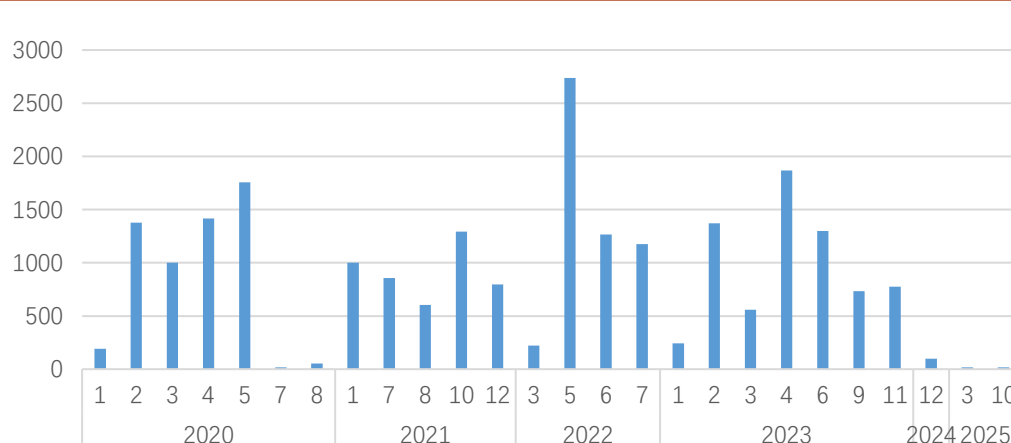
- **相比核电：**1）建设周期短：燃气轮机电站建设周期通常为 1–3 年，远短于核电站的 5–10 年甚至更长。2）投资门槛低：初始资本投入远低于核电项目，更适合分布式部署和模块化扩展。3）选址灵活：无需大量冷却水源或特殊地质条件，可靠近负荷中心（如 AIDC 园区）部署，减少输电损耗。4）安全与公众接受度高：无核废料处理难题和潜在核事故风险，社会接受度更高。
- **相比新能源：**1）供电稳定可靠：不受天气、昼夜影响，可提供连续、可调度的电力。2）电网支撑能力强：可提供转动惯量、电压支撑和频率调节等

辅助服务,增强电网稳定性;3)快速响应备用能力:在新能源出力骤降时,可迅速补充电力缺口,提升AIDC供电韧性。

未来几年美国燃气发电并网项目有望大幅增加。根据EIA数据,2020-2023年美国热电联产燃气轮机年新增并网量保持在4-7GW,这主要得益于特朗普上任期间规划的天然气项目陆续完工。2024-2025年预计年新增并网不足100MW,与拜登政府推动清洁能源的政策有关。当前特朗普政府正再度推动天然气项目,预计2028-2029年将迎来并网高峰,2028年当年并网量有望超过10GW。

- **特朗普政府对天然气发电相对更积极。**特朗普政府对天然气发电持积极支持态度,通过行政命令(如EO 14154)加速天然气、石油和煤炭的生产、出口和基础设施开发。而拜登政府(2021-2025年)对天然气发电持谨慎态度,将其视为向清洁能源转型的“桥梁燃料”,但优先推动减排和可再生能源。
- **燃气轮机建设周期较长。**燃气轮机从规划到商业运营一般需要2-6年,其中许可和开发阶段占1-2年,实际建设(包括土建、设备安装和调试)通常为1-4年。以美国Bison发电站(结合循环天然气电厂)为例,2024-2025年为开发和许可阶段,2025-2029年为建设、调试阶段,2029年开始商业运营,总周期5-6年。

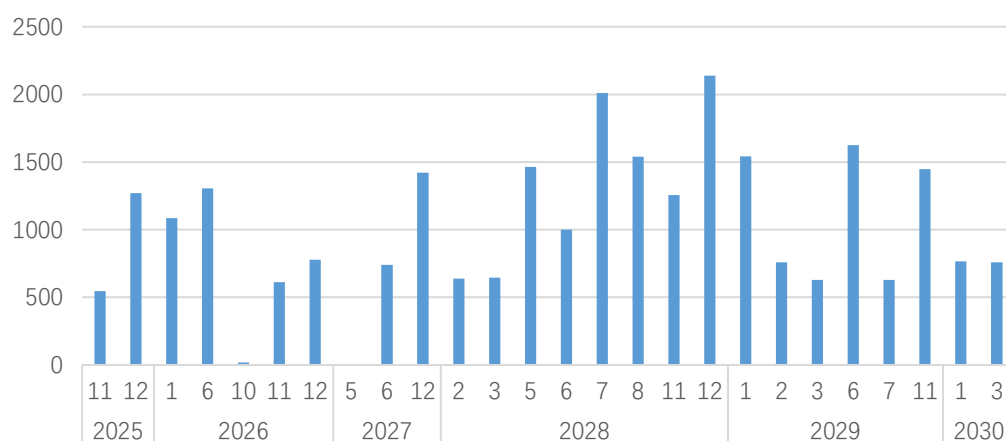
图4:美国热电联产天然气历史装机数据



Technology	Natural Gas Fired Combined Cycle	T
行标签	求和项:Nameplate Capacity (MW)	
2020	5809.8	
1	191.2	
2	1377.2	
3	1000	
4	1415.3	
5	1756.9	
7	173	
8	51.9	
2021	4547.9	
1	1000	
7	855.4	
8	605.2	
10	1291.7	
12	795.6	
2022	5398.8	
3	220.7	
5	2736.3	
6	1267.4	
7	1174.4	
2023	6846.9	
1	244	
2	1370	
3	558	
4	1868.2	
6	1300	
9	732.7	
11	774	
2024	97.8	
12	97.8	
2025	32.8	
3	16.4	
10	16.4	
总计	22734	

资料来源: EIA, 招商证券

图5:美国热电联产天然气未来预期装机数据



Technology	Natural Gas Fired Combined Cycle	T
行标签	求和项:Nameplate Capacity (MW)	
2025	1816.1	
11	546.6	
12	1269.5	
2026	3801	
1	1086	
6	1306	
10	19.2	
11	612	
12	777.8	
2027	2168.7	
5	7.5	
6	740	
12	1421.2	
2028	10693	
2	638.4	
3	645	
5	1463.7	
6	1000	
7	2010	
8	1540.4	
11	1256	
12	2139.5	
2029	6629.8	
1	1542.8	
2	759	
3	628	
6	1624	
7	628	
11	1449	
2030	1524	
1	765	
3	759	
总计	26632.6	

资料来源: EIA, 招商证券

全球燃气轮机供应格局集中，龙头扩产开始积极。三菱重工、GEV、西门子能源三家在全球燃气轮机市场的份额预计为 70-80%。龙头过去几年很少扩产，在手订单严重积压，北美数据中心建设进一步加剧了供需瓶颈。根据 GEV 最新指引，其燃气轮机新订单已排产至 2028 年以后，并且 2029 年剩余可售产能已不足 10GW。公司正在加速扩产，预计 2026 年第三季度实现 20 GW 产能(新增 4GW)，并在 2028 年实现约 24GW 的产能。

表 15: GEV 燃气轮机新增订单

新增订单	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
燃气轮机(台)	34	15	29	34	38	47	29
Yoy			45%	0%	12%	213%	0%
燃气轮机(GW)	4.9	4.1	5.1	6.1	7.1	5.1	7.4
Yoy			65%	190%	45%	24%	45%

资料来源: GEV、招商证券

图 6: GEV 对于未来的燃气轮机需求比较乐观

Accelerating value creation beyond 2028

GE VERNOVA

By 2028

- Revenue CAGR of LDD from '25 to '28
- Expand adjusted EBITDA margins* from ~8.5% in '25 to at least 20% by '28
- Generate at least \$22B of cumulative FCF* from '25 to '28 after investing ~\$10B in capex and R&D
- Reduce GEV shares outstanding every year

Long-term (2030+)

- Exit '28 with ~\$200B backlog vs. \$135B in 3Q'25, providing revenue & margin visibility
- Electrification backlog will double in the next 3 years
- Double our installed base of gas turbines that run baseload ... ~200 GW today going to ~400 GW ... strengthening our services annuity
- Investments in SMR, grid software, carbon capture, and electrical data center solutions will start to contribute more to P&L growth

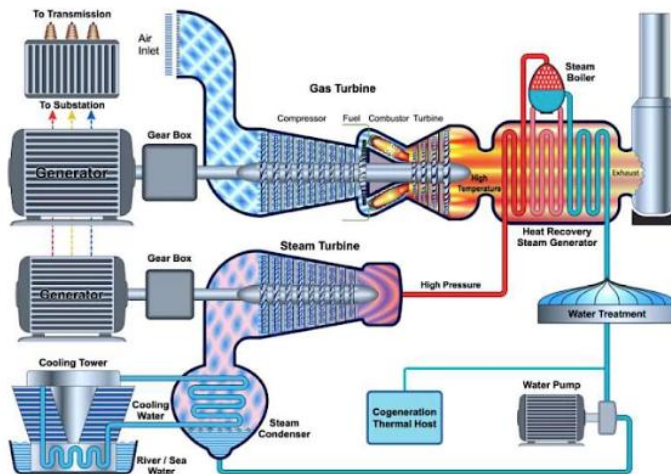
'25-'28 just the start of the journey ... running GEV to create significant value in '30+

资料来源: GEV、招商证券

2、公司锅炉管是燃气轮机核心部件，且较早进入国际企业供应链

锅炉管是热回收蒸汽发生器的核心部件，价值量占比约 20-30%。余热锅炉（HRSG）在热电联产燃气轮机系统中主要负责回收燃气轮机排气中的废热，并将其转化为蒸汽或热水，从而实现能源的梯级利用，提高整体系统效率。热交换管（锅炉管）是 HRSG 的核心部件，承担吸收废热、产生高压蒸汽的功能。以一个中小型 HRSG 系统为例，总成本约 275 万美元。系统包含 896 根管子，其管材成本（材料+加工）占 20-30%，其余为外壳、鼓、泵和安装等。

图 7：热电联产燃气轮机的工作原理



资料来源：ipieca，招商证券

公司较早就进入国际燃气轮机企业的供应链。公司自 2010 年上市时就募投开发 HRSG 产品产线，通过多年的技术研究、产品开发、技术积累及市场开拓，HRSG 产品已经成为公司重点特色产品。公司可生产超长、超薄、高钢级 HRSG 产品。通过核心技术工艺控制，逐步形成了质量优、交期快、多品种、小批量竞争优势。近年来，公司 HRSG 产品产销量逐年上升，长期与 GE、三菱等全球头部燃气轮机保持稳定供货，市场份额处于行业前列。

盈利预测

锅炉管：伴随着国内火电项目的逐步交付，以及海外 HRSG 锅炉管需求的放量，我们预计公司该业务有望加速增长，且由于海外占比增加，毛利率有望进一步向好。我们预计 2025-2027 年营收增速分别为 10%，15%，20%；毛利率逐步提升，分别为 21%，24%，26%。

油套管：从公司中报看，油套管业务还在下降，但下降趋势已经减缓。随着 WTI 原油价格的企稳，油气开采景气度有望逐步回暖，叠加公司在高端油套管领域持续突破，油套管业务已显现出企稳回升。我们预计 2025-2027 年营收增速分别为-8%，-5%，5%；毛利率稳定在 16%左右。

品种管：伴随着常宝普莱森特材项目的投产，公司在新能源及半导体等领域的品种管有望逐步贡献收入，该项目设计年产能达 8500 吨，相关收入有望逐步提升。我们预计 2025-2027 年营收增速分别为 5%，10%，10%；毛利率有望逐步提升，分别为 8%，10%，12%。

其他：收入较小，对公司影响不大。

综上：预计公司 2025-2027 年，营业收入分别为 57.94、61.61、69.35 亿元，同比分别增长 1.7%、6.3%、12.6%，综合毛利率分别为 16.43%、18.31%、19.94%。

表 16：盈利预测

亿元		2023	2024	2025E	2026E	2027E
锅炉管	营业收入	18.21	22.32	24.55	28.23	33.88
	YOY	27.0%	22.6%	10.00%	15.00%	20.00%
	营业成本	15.06	17.34	19.40	21.46	25.07
	毛利	3.15	4.98	5.16	6.78	8.81
	毛利率	17.30%	22.31%	21.00%	24.00%	26.00%
油套管	营业收入	35.36	22.23	20.45	19.43	20.40
	YOY	-4.4%	-37.1%	-8.0%	-5.0%	5.0%
	营业成本	27.36	18.68	17.18	16.32	17.14
	毛利	8.00	3.55	3.27	3.11	3.26
	毛利率	22.62%	15.97%	16.00%	16.00%	16.00%
品种管	营业收入	10.12	9.65	10.13	11.15	12.26
	YOY	26.2%	-4.6%	5.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	9.03	8.92	9.32	10.03	10.79
	毛利	1.09	0.73	0.81	1.11	1.47
	毛利率	10.77%	7.56%	8.00%	10.00%	12.00%
其他	营业收入	2.93	2.76	2.80	2.80	2.80
	YOY	2.1%	-5.8%	1.4%	0.0%	0.0%
	营业成本	2.65	2.47	2.52	2.52	2.52
	毛利	0.28	0.29	0.28	0.28	0.28
	毛利率	9.56%	10.51%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	营业收入	66.62	56.96	57.94	61.61	69.35
	YOY	7.1%	-14.5%	1.7%	6.3%	12.6%
	营业成本	54.10	47.41	48.42	50.33	55.52
	毛利	12.52	9.55	9.52	11.28	13.82
	毛利率	18.79%	16.77%	16.43%	18.31%	19.94%

资料来源：公司公告、招商证券

风险提示

1、原材料价格波动风险

公司主要产品所需原材料包括特种钢材、铜、铝等大宗商品，其价格受全球供需关系、地缘政治、汇率变动及市场投机等因素影响较大。若未来原材料价格大幅上涨，而公司无法及时通过产品提价或成本控制有效传导成本压力，将可能压缩毛利率水平，对盈利能力和现金流造成不利影响。

2、国际贸易与汇率风险

公司部分产品出口至海外市场，并持续拓展国际化业务布局。当前国际经贸环境复杂多变，贸易保护主义抬头、关税壁垒增加以及主要结算货币（如美元、欧元）汇率剧烈波动，均可能对公司出口收入、海外订单获取及汇兑损益产生负面影响，进而影响整体经营稳定性与财务表现。

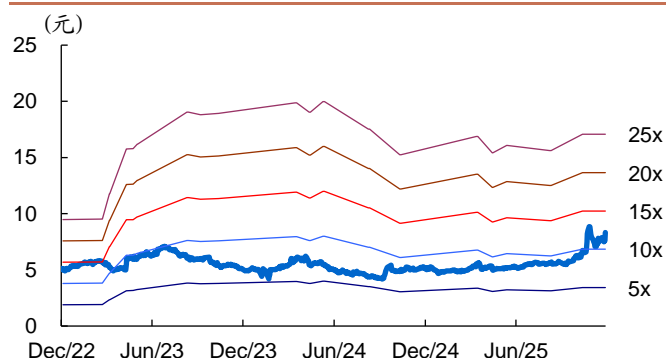
3、新业务拓展不及预期

公司在向高端制造、智能制造等新业务领域延伸过程中，需面对技术迭代快、市场竞争激烈、客户认证周期长等挑战。若公司在新业务领域的技术研发进度滞后、产品性能未能满足下游客户需求，或市场推广策略未能有效落地，可能导致新业务收入增长缓慢，无法如期贡献利润，进而影响公司整体转型成效与投资回报预期。

4、锅炉管需求不及预期

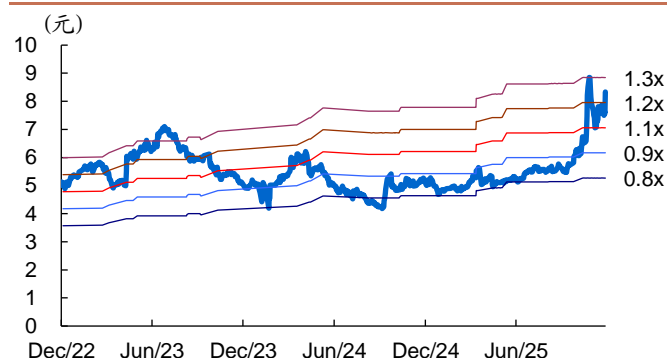
公司 HRSG 锅炉管主要受益于全球尤其是北美地区燃气轮机发电及 AI 算力中心带来的电力需求增长。然而，该细分市场需求高度依赖于海外能源政策、燃气发电投资节奏以及大型基建项目的落地进度。若未来国际地缘政治变化、能源价格波动或绿色能源转型加速导致燃气发电项目推迟或取消，将可能造成 HRSG 锅炉管订单减少、产能利用率不足，进而影响公司特材项目效益释放与整体盈利预期。

图 8：常宝股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 9：常宝股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5277	5445	5728	6265	6829
现金	1700	2635	2870	3268	3510
交易性投资	567	225	225	225	225
应收票据	432	494	503	534	602
应收款项	917	644	655	697	784
其它应收款	233	67	68	73	82
存货	1170	1089	1112	1156	1275
其他	257	290	295	313	351
非流动资产	2543	2849	3020	3162	3288
长期股权投资	55	55	55	55	55
固定资产	2061	2036	2212	2370	2511
无形资产商誉	170	164	158	142	128
其他	257	595	595	595	595
资产总计	7819	8294	8748	9427	10117
流动负债	2332	2276	2356	2435	2450
短期借款	130	161	200	200	0
应付账款	1650	1483	1514	1574	1736
预收账款	91	116	118	123	136
其他	460	516	524	538	578
长期负债	77	166	166	166	166
长期借款	0	0	0	0	0
其他	77	166	166	166	166
负债合计	2409	2442	2522	2601	2616
股本	901	901	901	901	901
资本公积金	1111	1135	1135	1135	1135
留存收益	3216	3603	3950	4515	5149
少数股东权益	182	213	241	276	316
归属于母公司所有者权益	5229	5639	5986	6550	7185
负债及权益合计	7819	8294	8748	9427	10117

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	490	857	652	756	888
净利润	805	666	573	736	850
折旧摊销	231	230	238	257	272
财务费用	(4)	(72)	(150)	(150)	(100)
投资收益	(4)	(14)	(3)	(28)	(30)
营运资金变动	(526)	31	(8)	(62)	(110)
其它	(13)	16	2	3	5
投资活动现金流	(265)	(218)	(407)	(372)	(370)
资本支出	(196)	(252)	(410)	(400)	(400)
其他投资	(69)	34	3	28	30
筹资活动现金流	4	(310)	(10)	14	(275)
借款变动	6	(301)	39	0	(200)
普通股增加	7	(0)	(1)	0	0
资本公积增加	15	24	0	0	0
股利分配	(161)	(252)	(198)	(136)	(175)
其他	136	220	150	150	100
现金净增加额	229	329	235	398	242

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6661	5696	5794	6161	6935
营业成本	5411	4742	4842	5033	5552
营业税金及附加	31	28	41	43	49
营业费用	42	47	41	43	49
管理费用	136	143	133	136	153
研发费用	251	211	220	228	269
财务费用	(113)	(144)	(150)	(150)	(100)
资产减值损失	(79)	2	(22)	(18)	(15)
公允价值变动收益	(11)	31	(10)	(10)	(10)
其他收益	36	45	25	28	30
投资收益	4	14	(12)	10	10
营业利润	852	761	648	838	979
营业外收入	81	7	2	2	2
营业外支出	24	7	5	5	5
利润总额	908	761	645	835	976
所得税	103	95	72	99	126
少数股东损益	22	32	27	35	40
归属于母公司净利润	783	634	546	701	810

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	7%	-14%	2%	6%	13%
营业利润	68%	-11%	-15%	29%	17%
归母净利润	66%	-19%	-14%	28%	15%
获利能力					
毛利率	18.8%	16.8%	16.4%	18.3%	19.9%
净利率	11.8%	11.1%	9.4%	11.4%	11.7%
ROE	16.0%	11.7%	9.4%	11.2%	11.8%
ROIC	12.6%	9.3%	7.1%	9.0%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	30.8%	29.4%	28.8%	27.6%	25.9%
净负债比率	1.7%	1.9%	2.3%	2.1%	0.0%
流动比率	2.3	2.4	2.4	2.6	2.8
速动比率	1.8	1.9	2.0	2.1	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	4.1	4.2	4.4	4.4	4.6
应收账款周转率	5.4	4.6	5.0	5.2	5.3
应付账款周转率	3.2	3.0	3.2	3.3	3.4
每股资料(元)					
EPS	0.87	0.70	0.61	0.78	0.90
每股经营净现金	0.54	0.95	0.72	0.84	0.99
每股净资产	5.80	6.26	6.64	7.27	7.98
每股股利	0.28	0.22	0.15	0.19	0.27
估值比率					
PE	9.6	11.8	13.7	10.7	9.3
PB	1.4	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.7	8.8	10.0	7.8	6.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。