

开尔新材 (300234)

证券研究报告

2019年10月25日

搪瓷材料龙头业绩复苏

行业隐形冠军，搪瓷材料领军者

公司是搪瓷行业龙头，目前公司主营三大产品，分别为内立面装饰搪瓷材料、工业保护搪瓷材料和珐琅板绿色建筑幕墙材料，收入合计占比达到87%。其中内立面搪瓷钢板应用于城市轨道交通、隧道等地下空间装饰，是公司的传统产品。工业保护搪瓷材料为公司环保类业务，主要产品为空气预热器 APH、烟气加热器 GGH，同时开发出新产品低温省煤器、低低温烟气处理系统 MGGH 以及电厂烟囱、烟道、外壁。新型绿色建筑幕墙领域作为建筑幕墙行业的新材料，主要应用于商务楼宇、银行、政府机构、医院等领域。

下游需求向好，基建环保项目潜力大

公司传统产品内立面装饰搪瓷材料主要应用于城市轨道交通、隧道等地下空间装饰。近年来我国城市轨道交通建设、地下空间开发（城市隧道等）处于大发展时期，隧道建设脚步持续加快，市场空间加速释放。截至 2018 年末，全国共有 63 个城市的城轨交通线网规划获批，其中城轨交通线网建设规划正在实施的城市共计 61 个，在实施的建设规划线路总长 7611 公里。2018 年中国内地城轨交通完成建设投资 5470.2 亿元，创历史新高，同比增长 14.9%，在建线路总长 6,374 公里，批复投资额累计 42688.5 亿元，预计中国将进入城市轨道交通建设的快车道。

搪瓷材料具有耐酸碱、耐腐蚀、耐磨等优良特性，对恶劣物理化学环境下工作的工业设备、管道能够起到良好的保护作用，在工业领域拥有广泛的应用空间。煤电行业是最早开始实施超低排放改造的行业，其超低排放改造开始于 2014 年 7 月，根据要求，到 2020 年全国所有具备条件的煤电厂要实现超低排放。截至 2018 年年底，全国达到超低排放限值的煤电机组约 8.1 亿千瓦，占全国煤电总装机容量的 80%，标志着我国已经建成世界上规模最大的清洁煤炭发电体系。

19 年 Q3 传统业务提升，同时布局氢能源业务

下游需求回暖，环保行业进入替换周期，订单不断，上半年业绩大增。同时舜华新能源及浙江省新能源投资集团股份有限公司签署了《浙江浙能舜华新能源装备制造项目投资合作意向书》，三方拟合资设立浙江浙能舜华新能源装备制造有限责任公司，开发油、氢、电综合能源站核心装备，用于配套建设综合能源站核心装备及系统生产项目。

投资建议：我们预计公司 19-21 年实现归母净利润 1.44、2.52、3.32 亿元，EPS 为 0.50、0.87、1.15 元，对应 PE 分别为 21.5X、12X、9X 倍，给予 2019 年 25 倍 PE，对应目标价为 12.5 元，首次覆盖，给予“增持评级”。

风险提示：下游轨交环保等需求不及预期；应收账款风险；订单风险；氢能源项目投资不及预期；大股东减持风险；暂停上市风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	353.22	289.58	649.23	1,075.00	1,424.37
增长率(%)	(2.55)	(18.02)	124.20	65.58	32.50
EBITDA(百万元)	8.43	(45.27)	159.40	284.93	380.72
净利润(百万元)	(11.09)	(71.48)	143.95	251.89	332.38
增长率(%)	(138.96)	544.81	(301.39)	74.98	31.96
EPS(元/股)	(0.04)	(0.25)	0.50	0.87	1.15
市盈率(P/E)	(279.22)	(43.30)	21.50	12.29	9.31
市净率(P/B)	3.13	3.37	1.76	1.55	1.25
市销率(P/S)	8.76	10.69	4.77	2.88	2.17
EV/EBITDA	288.14	(32.20)	17.78	8.84	6.97

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	10.29 元
目标价格	12.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	289.53
流通 A 股股本(百万股)	171.50
A 股总市值(百万元)	2,979.31
流通 A 股市值(百万元)	1,764.76
每股净资产(元)	3.19
资产负债率(%)	24.96
一年内最高/最低(元)	13.20/5.39

作者

盛昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002	
shengchangsheng@tfzq.com	
王纪斌	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519010001	
wangjibin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 行业隐形冠军，搪瓷材料领军者	4
1.1. 搪瓷龙头，积淀深厚	4
1.2. 产品历史悠久，主打三类产品	5
1.3. 搪瓷性能强劲，逐步打入市场	6
2. 下游需求向好，基建环保项目潜力大	8
2.1. 轨交行业具备较大发展空间	8
2.2. 幕墙领域具有较大的推广空间	10
2.1. 环保行业需求较好，工业保护搪瓷持续受益	12
2.1.1. 火电行业超低排放设备存在替换需求	13
2.1.2. 非电领域超低排放贡献增量需求	13
2.1.3. 工业搪瓷业务有望复苏	13
3. 19年 Q3 传统业务提升，同时布局氢能源业务	14
3.1. 上半年业绩大增，订单持续增加	14
3.2. 布局氢能源领域	15
4. 投资建议	17

图表目录

图 1：开尔新材历史沿革与荣誉	4
图 2：开尔新材前十大股东	4
图 3：公司所处行业发展阶段	5
图 4：公司产品占比	6
图 5：搪瓷钢板地铁装饰应用	6
图 6：搪瓷钢板隧道装饰应用	6
图 7：人民日报社报刊综合业务楼幕墙工程	8
图 8：澳大利亚黑德兰商业中心外幕墙	8
图 9：全国轨交客运量及同比	8
图 10：全国轨交运营里程及同比	8
图 11：全国轨交完成投资额及同比	9
图 12：全国城轨运营车辆数量	9
图 13：全国新增城轨车辆数量	9
图 14：全国轨交项目制式构成	9
图 15：建筑幕墙应用结构	10
图 16：建筑工程行业产值及同比情况	11
图 17：新增装配式建筑占总体比重	11
图 18：搪瓷钢板幕墙自重较轻（单位：kg/m ² ）	11
图 19：“十三五”时期建筑节能发展主要目标	12

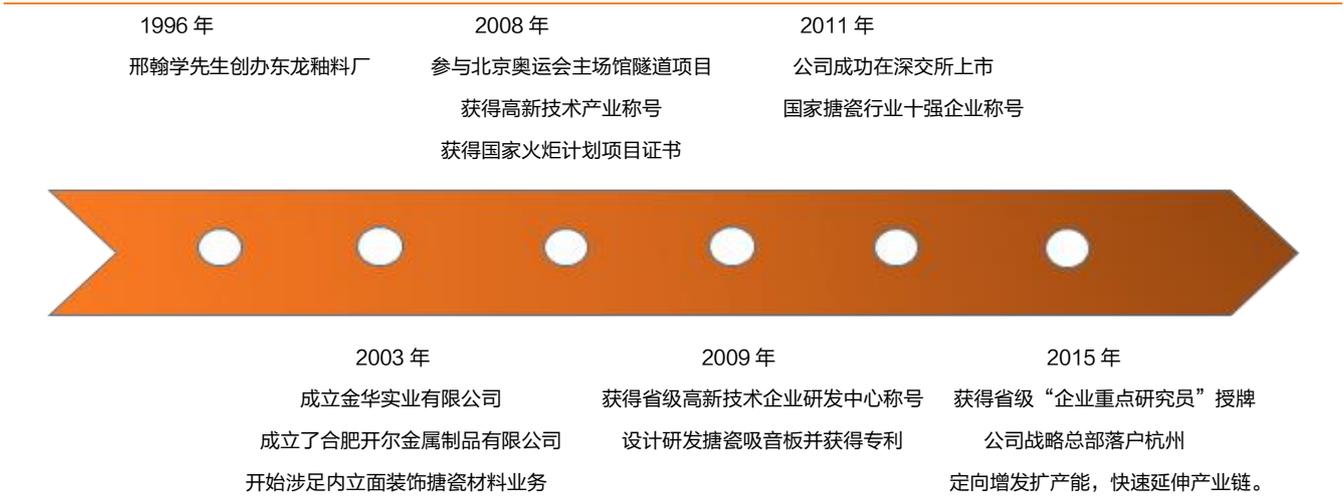
图 20: 工业搪瓷业务收入及同比	14
图 21: 工业搪瓷业务毛利及毛利率	14
图 22: 公司营收及同比	15
图 23: 公司归母净利及同比	15
图 24: 中国氢气需求 (万吨)	16
表 1: 工业保护搪瓷材料	7
表 2: 珐琅板性能优势契合行业发展趋势	12
表 3: 电力为“十二五”全国污染物总量指标完成做出决定性贡献	13
表 4: 2018 年至今重要订单及中标公告	15
表 5: 上海舜华主要财务指标 (单位: 万元)	16
表 6: 收入预测表	17
表 7: 可比公司估值	18

1. 行业隐形冠军，搪瓷材料领军者

1.1. 搪瓷龙头，积淀深厚

浙江开尔新材料股份有限公司创建于 2003 年 4 月 29 日，前身为东方釉料厂。公司致力于新型功能性搪瓷材料前瞻性研发和市场化应用推广，专业从事新型功能性搪瓷材料的研发、设计、生产、推广、制造与销售，是国内新型功能性搪瓷材料产业化应用的市场潮流引导者，是国内搪瓷行业的领军者及国内制造和销售规模领先的搪瓷装饰板制造商。自创立至今，在搪瓷材料领域获得了很多荣誉，品牌荣获省级名牌产品称号，同时也是浙江省首批培育试点企业。

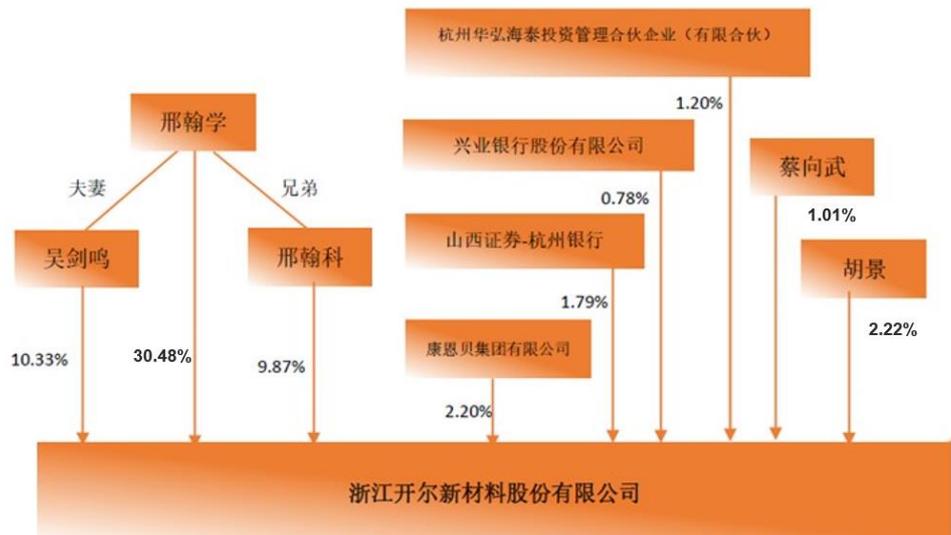
图 1：开尔新材历史沿革与荣誉



资料来源：开尔新材官网，天风证券研究所

根据 2019 年公司三季报，邢氏家族为公司控股股东，共持有公司 50.68% 的股份。董事长同时也是最大股东邢翰学，持有公司约 30.48% 的股份，股权较为集中。年报显示，董事长邢翰学具有 30 年以上搪瓷行业从业经历，现任中国搪瓷工业协会副理事长、中国硅酸盐学会搪瓷分会副理事长，曾任国家建设部幕墙门窗标准化技术委员会副主任委员，国际搪瓷协会（IEI）第 21 届搪瓷大会副主席，深耕搪瓷材料行业。

图 2：开尔新材前十大股东



资料来源：公司 2019 三季报，天风证券研究所

1.2. 产品历史悠久，主打三类产品

新型功能性搪瓷材料是指注重搪瓷（国外称“珐琅”）作为一种复合材料所具有的优良化学和物理属性，以坚韧性好、抗冲击度强的钢板为基材，融合了新工艺、新技术，与无机非金属釉料经 800 度以上高温熔融，使二者间产生紧密化学键，从而开发出具有特定功能可应用于传统日用品以外多个领域的新材料，具有“需求创造性”及“功能多样化”等优异特性，属于超强耐腐、易清洁易维护、美观大方、色彩灵活、长效保真、无毒无辐射、使用寿命长的绿色环保新材料。近十年来，珐琅在家电、环保、装饰、工业应用等领域的跨界创新发展具有良好势头。

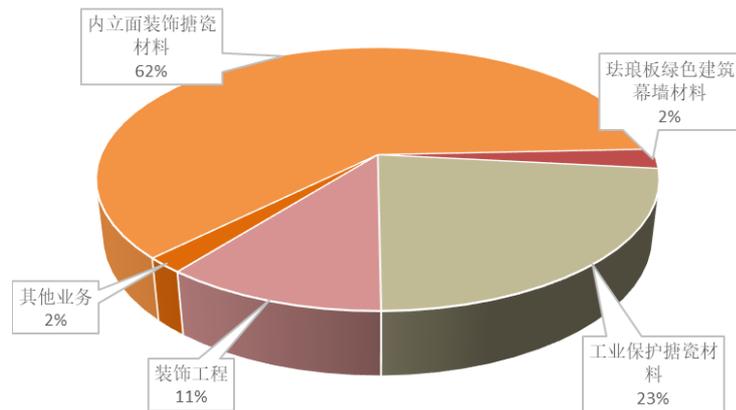
图 3：公司所处行业发展阶段

阶段	时间	代表产品	阶段特点
高潮期	改革开放以前		<ul style="list-style-type: none"> 我国经济基础薄弱、商品短缺，国民消费能力低下、要求较低 搪瓷产品基本为日用商品 仅有定点企业可以生产，效益显著
低谷期	改革开放后至 20 世纪 90 年代前期		<ul style="list-style-type: none"> 国民经济实力增强，生活用品极大丰富，国民消费水平提升 产品仍以日用品为主，受塑料制品等其他行业产品冲击严重 国有企业包袱过重，长期亏损
复兴期	20 世纪 90 年代后期		<ul style="list-style-type: none"> 搪瓷日用制品出口市场出现转机，出口数量迅速增长 出口以日用品为主，量大质低、定位低端 民营资本活跃，民营企业成为行业主体
跨越期	21 世纪至今	 装饰搪瓷应用于地铁	<ul style="list-style-type: none"> 国民经济实力飞跃增长，开始注重材料功能性和环保性 城市化进程加快，以地铁、城市隧道、地下人行通道为代表的地下空间开发成为投资热点 功能性搪瓷材料成为产业主体，立面装饰搪瓷材料成为“成长明星”；应用领域极大拓展，建筑装饰、工业、化工、城市公共设施等领域的介入推动行业健康发展 企业发展分化，行业定位清晰、研发实力突出、营销服务网络健全的主体发展迅速
		 装饰搪瓷应用于隧道	
		 装饰搪瓷应用于幕墙	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

珐琅（搪瓷）工艺最早出现在古埃及，出土的艺术品距离现在 3000 多年，出土后依旧保持着靓丽的光泽，彰显出超强的耐腐蚀性；珐琅工艺由传教士自中亚传入隋唐，国人习惯将附着在瓷器表面的玻璃称为釉，用于建筑装饰瓦片上的涂层称为琉璃，涂饰在金属材料外表的称之为珐琅。自 1956 年以后中国制订的搪瓷制品标准，则把珐琅定义为艺术搪瓷，现阶段搪瓷材料已经从生活领域进入工业领域。

图 4：公司产品占比



资料来源：2019 年公司半年报，天风证券研究所

目前公司主营三大产品，分别为内立面装饰搪瓷材料、工业保护搪瓷材料和珐琅板绿色建筑幕墙材料，收入合计占比达到 87%。其中内立面搪瓷钢板应用于城市轨道交通、隧道等地下空间装饰，是公司的传统产品，目前产品已经覆盖全国诸多城市。工业保护搪瓷材料为公司环保类业务，主要产品为空气预热器 APH、烟气加热器 GGH，目前已逐步实现了配件供应商——系统集成供应商——整机制造商的产业升级；同时开发出新产品低温省煤器、低温烟气处理系统 MGGH 以及电厂烟囱、烟道、外壁。新型绿色建筑幕墙领域作为建筑幕墙行业的新材料，主要应用于商务楼宇、银行、政府机构、医院等领域。

1.3. 搪瓷性能强劲，逐步打入市场

搪瓷材料性能优越，分产品看，内立面装饰搪瓷材料主要是搪瓷钢板，将无机玻璃质材料经 800° C 以上高温熔融凝于优质低碳钢板，并与钢板牢固结合，具有耐冲击性、耐候性、耐污性、抗腐蚀性，颜色靓丽，产品已成功应用于北京奥运、上海世博、广州亚运及深圳大运会、上海迪士尼系列工程、港珠澳大桥主体工程等，现阶段已逐步取代普通石材。

图 5：搪瓷钢板地铁装饰应用



资料来源：公司官网，天风证券研究所

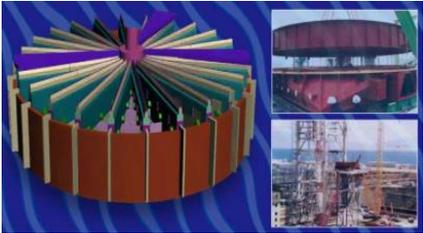
图 6：搪瓷钢板隧道装饰应用



资料来源：公司官网，天风证券研究所

工业保护搪瓷材料为公司环保类业务，客户以燃煤发电厂、锅炉厂、钢铁厂为主，逐步由火电延伸至非电行业。此外公司积极介入承接“消白”工程，拓展产品应用领域，初步实现从设备供应商向工程公司的转型升级。由于公司具备自主研制搪瓷釉料以及干法喷涂的技术，公司在同行业竞争中具备技术优势，是国内自产空气预热器、低温省煤器中搪瓷材料的领先企业。

表 1：工业保护搪瓷材料

产品名称	作用	图示
空气预热器 APH	通过水作为热媒介来传递热量实现热烟气加热冷烟气。提高锅炉热交换性能，降低热量损耗	  <p>卧式空气预热器 立式空气预热器</p>
烟气加热器 GGH	利用原烟气将脱硫后的净烟气进行加热，使排烟温度达到露点之上，减轻对进烟道和烟囱的腐蚀	
低温省煤器（烟气冷却器）	锅炉给水加热成汽包压力下的饱和水的受热面，可大幅度降低排烟温度，回收烟气热量，降低机组热耗，节约煤耗	
低温烟气处理系统 MGGH	通过水作为热媒介来传递热量实现热烟气加热冷烟气的装置	
烟囱、烟道及外壁	将煤燃烧后的烟气输送至一定高度的大气中排放，以增加烟气的扩散范围，降低烟气对电厂局部区域的污染。	

资料来源：公司官网，18 年年报，天风证券研究所

新型绿色建筑幕墙领域作为建筑幕墙行业的新材料，主要应用于商务楼宇、银行、政府机构、医院等领域。主要工程有“人民日报社报刊综合业务楼幕墙工程”、“杭州康恩贝生物科技产业发展基地工程”、“上海当代艺术博物馆”、“上海迪士尼酒店”等，国外项目有“澳大利亚黑德兰商业中心外幕墙”等。近两年在国内市场认可虽逐步提升，但作为一种新材料获得市场广泛认可需要时日，现阶段正在开发市场。

图 7：人民日报社报刊综合业务楼幕墙工程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 8：澳大利亚黑德兰商业中心外幕墙



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 下游需求向好，基建环保项目潜力大

2.1. 轨交行业具备较大发展空间

公司传统产品内立面装饰搪瓷材料主要应用于城市轨道交通、隧道等地下空间装饰。近年来我国城市轨道交通建设、地下空间开发（城市隧道等）处于大发展时期，隧道建设脚步持续加快，市场空间加速释放。

中国是目前全球城市轨道交通运营里程最长的国家，未来具备较大发展潜力。根据中国城市轨道交通协会统计信息，截至 2018 年末，中国内地共计 35 个城市开通城市轨道交通，运营线路 185 条，运营线路总长度 5761.4 公里。2018 年新增运营线路 20 条，新增运营线路长度 728.7 公里。进入“十三五”三年来，累计新增运营线路长度为 2,143.4 公里，年均新增运营线路长度 714.5 公里。从客运量角度来看，2018 年全国轨交客运量已经达到 210.7 亿人次，同比增长 14%，体现出国内城市轨交需求的同步提升。2018 年以来，在《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》、《国家发展改革委关于培育发展现代化都市圈的指导意见》等政策指导下，城市轨道交通、隧道、地下通道等基建市场明显放量增长，如：杭州亚运会、浙江大湾区、粤港澳大湾区、雄安新区建设。

图 9：全国轨交客运量及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

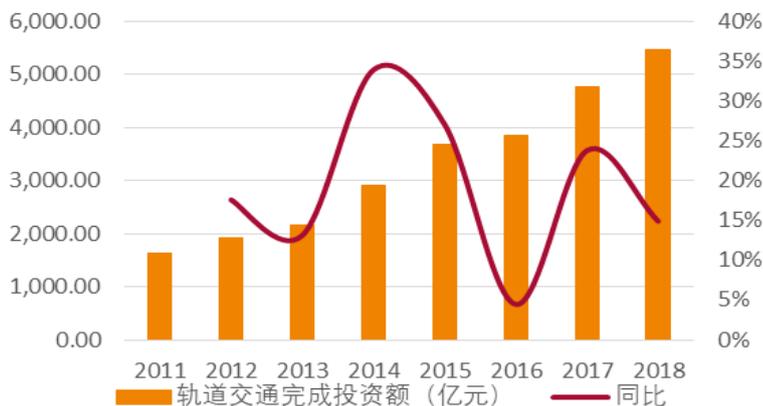
图 10：全国轨交运营里程及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

根据中国轨道交通协会发布的 18 年统计报告显示，截至 2018 年末，全国共有 63 个城市的城轨交线网规划获批（含地方政府批复的 19 个城市），其中城轨交线网建设规划正在实施的城市共计 61 个，在实施的建设规划线路总长 7611 公里。2018 年中国内地城轨交通完成建设投资 5470.2 亿元，创历史新高，同比增长 14.9%，在建线路总长 6,374 公里，批复投资额累计 42688.5 亿元。随着中国各城市城市轨道交通建设的蓬勃发展，中国将进入城市轨道交通建设的快车道。

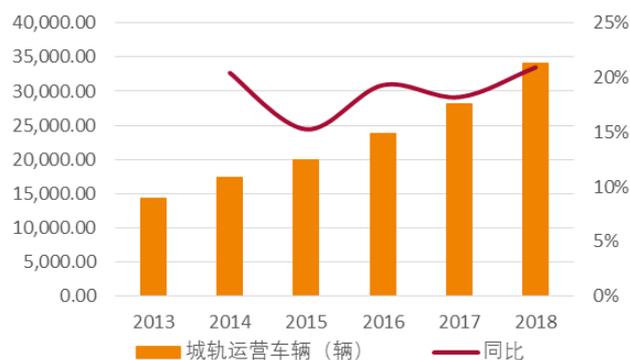
图 11：全国轨交完成投资额及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

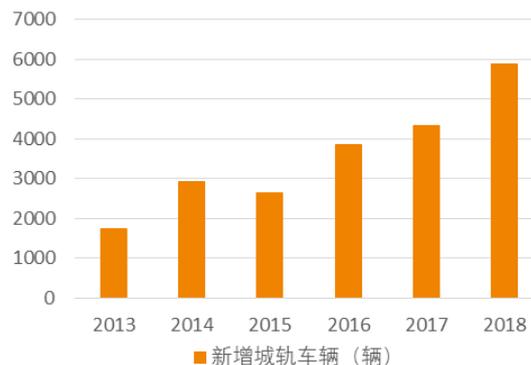
根据交通运输部官网数据,截至 2018 年底,我国城轨运营车辆 34012 辆,同比增长 20.93%,保持较高速增长。2013 年-2018 年,我国城轨运营车辆数量保持较快增速。

图 12：全国城轨运营车辆数量



资料来源：交通运输部官网，天风证券研究所

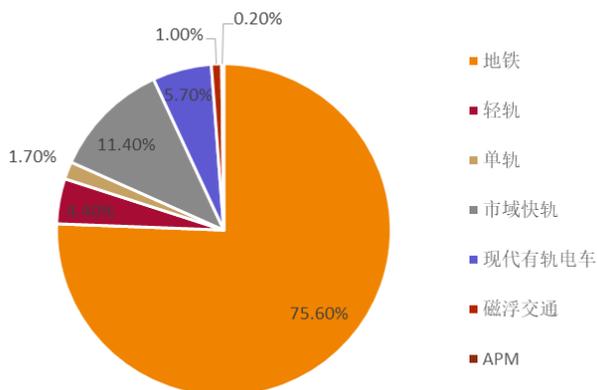
图 13：全国新增城轨车辆数量



资料来源：交通运输部官网，天风证券研究所

从结构来看,目前我国城市轨道交通以地铁为主。2018 年地铁运营线路里程达 4354 公里,占总里程的 75.6%,市域快轨、轻轨、现代有轨电车、单轨、磁浮、APM 分别占总里程的 11.4%、4.4%、5.7%、1.7%、1.0%、0.2%。未来,我国以地铁为主,多种其他形式补充的城市轨道交通格局将更为清晰,根据我国各个城市的轨道交通建设规划,在远期的城市轨道交通运营线路中,地铁占比有望进一步提升。

图 14：全国轨交项目制式构成



资料来源：中国城市轨道交通协会，天风证券研究所

未来轨道交通的建设规模有望保持较快增长。根据中国城市轨道交通协会统计，截止 2018 年底，中国大陆有 53 个城市在建线路总规模 6374 公里，共有 25 个城市的在建线路超过 100 公里，目前在建线路的总规模大于截止 2018 年底的运营线路总里程。

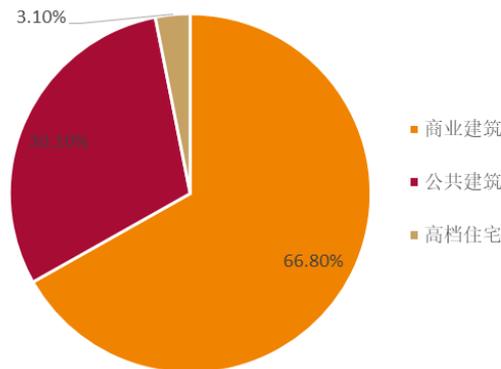
根据公司公告，公司在华东区域营收占比较大，该区域整体经济水平发达，轨交、地下隧道领域的发展还有较大空间。以杭州为例，为配合杭州亚运会，已启动现代综合交通大会战，发布了“5433”工程交通重点项目四年规划，计划新建 400 公里轨道交通，到 2022 年形成 13 条线路、总长度 516 公里的城市轨道交通骨干网络，此外，杭州还将计划在钱塘江上新建包括望江路接江晖路通道、博奥隧道、艮山东路过江隧道等 8 条过江通道。

2.2. 幕墙领域具有较大的推广空间

建筑幕墙是不承担主体结构载荷与作用的建筑外墙围护结构，通常由面板（玻璃、铝板、石板、陶瓷板等）和后面的支承结构（铝横梁立柱、钢结构、玻璃肋等）组成，主要产品种类包括石材幕墙、金属幕墙、玻璃幕墙等。

建筑幕墙使用范围十分广泛，特别是城市的地标性建筑基本都采用了各种形式的建筑幕墙，不仅把建筑围护结构的使用功能与装饰功能巧妙地融为一体，而且使建筑更具现代感和装饰艺术性。目前，商业建筑在中国幕墙消费总额中占比最大，约占 66.8%；其次是公共建筑，约占 30.1%；高档住宅占比最小，约为 3.1%。

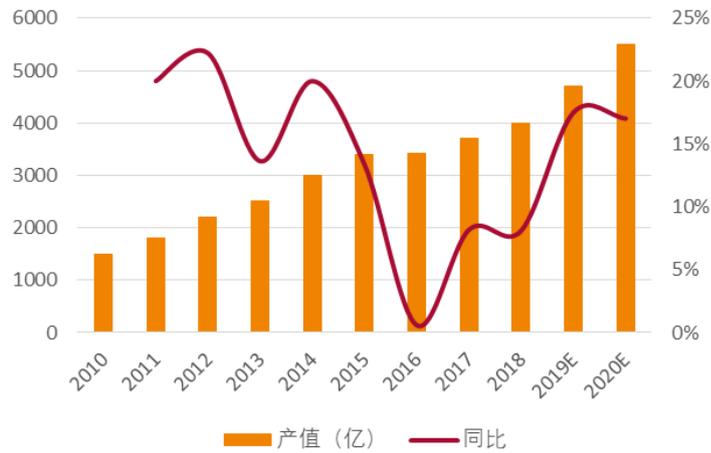
图 15：建筑幕墙应用结构



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

当前我国幕墙工程行业总产值持续扩大，2017 年我国幕墙工程总产值已达到 3700 亿元，行业规模持续较大，增速继续维持。根据《建筑装饰行业“十三五”发展规划纲要》目标，预计到了 2020 年中国建筑幕墙工程总产值将突破 5000 亿元，“十三五”期间年均增长速度在 11%左右，行业前景广阔。

图 16：建筑工程行业产值及同比情况

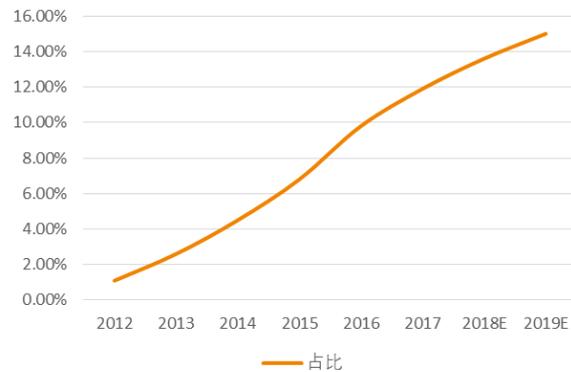


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

珐琅板绿色建筑幕墙材料作为建筑幕墙行业的新材料，主要应用于商务楼宇、银行、政府机构、医院等领域，基于我国幕墙装饰的巨大市场空间，以及珐琅板易洁易维护、美观大方、历久弥新、安全环保等优质特性，其性能和优势同幕墙行业的发展趋势具备较好的匹配性，未来珐琅板有望在建筑幕墙行业逐步提升渗透率，拥有较好的发展空间。

装配式建筑有助于我国房屋建设的标准化、系列化、生产快捷化，是我国建筑业的主要发展趋势之一，新建装配式建筑面积占比已从 2012 年的 1.1% 大幅上升至 2017 年的 11.9%。装配式建筑发展迅速，对于幕墙行业来说，也必须技术产品升级，推出更多装配式幕墙产品，顺应发展趋势。优质的珐琅板产品能够很好契合装配式建筑发展的需求。

图 17：新增装配式建筑占总体比重



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

珐琅幕墙的突出优点在重量、自洁净性和耐久性，使建筑外立面美观又平价。新型功能性搪瓷材料以优质低碳钢板为基材，与无机非金属材料经喷涂、高温烧成，两者产生紧密化学键形成的复合材料。它既有基材钢板的坚韧、抗冲击等特性，又有无机搪瓷层超强耐酸碱、耐久、耐磨、不燃、易洁、美观、无辐射等特点。与其他主要幕墙材料相比，珐琅板绿色建筑幕墙减轻建筑自重效果明显，能够显著减少主体结构的材料用量，减轻基础载荷，节约建筑造价。

图 18：搪瓷钢板幕墙自重较轻（单位：kg/m²）

项目	实心砖墙	空心砖墙	玻璃幕墙	铝板幕墙	搪瓷钢板幕墙
平方米自重	760	250	35-40	20-25	15-25

注：实心砖墙为 370mm 标准，空心砖墙为 200mm 标准

资料来源：公司公告，天风证券研究所

洁净性上，开尔新材自洁珐琅板融合了纳米和光催化技术，能够将包括 PM2.5 在内的大多数有毒有害有机污染物分解为水和二氧化碳，利用太阳能催化且不消耗其他资源的前提下，使建筑外立面历久弥新，达到持续清洁的自清洁状态；耐久性上，由于釉层表面耐刻画、不易沾灰、不易被氧化，珐琅幕墙能做到超长的耐久性，让建筑装饰面保持至少 30 年的历久弥新。

表 2：珐琅板性能优势契合行业发展趋势

建筑幕墙行业发展趋势	自洁珐琅板优势（以开尔新材产品为例）
装配式幕墙将逐渐兴起	易安装易洁易维护
建筑幕墙将赋予更多功效	美观大方；具备硬度高且兼具韧性的特点，遇地震时，外墙不至于大片断裂、倒塌，从而提高了建筑的安全性
幕墙技术向节能减排升级	融合了纳米和光催化技术，能够将包括 PM2.5 在内的大多数有毒有害有机污染物分解为水和二氧化碳；减轻建筑自重效果明显
BIM 技术将得到进一步普及	产品标准化程度高，便于建筑设计模拟

资料来源：公司官网，天风证券研究所

根据《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》，“十三五”时期建筑节能标准要加快提升，城镇新建建筑中绿色建筑推广比例大幅提高，既有建筑节能改造有序推进，可再生能源建筑应用规模逐步扩大，农村建筑节能实现新突破，使我国建筑总体能耗强度持续下降，建筑能源消费结构逐步改善，建筑领域绿色发展水平明显提高。珐琅板的应用有助于建筑节能目标的加速实现。

图 19：“十三五”时期建筑节能发展主要目标

指标	2015	2020	年均增速 [累计]	性质
城镇新建建筑能效提升（%）	--	--	[20]	约束性
城镇绿色建筑占新建建筑比重（%）	20	50	[30]	约束性
城镇新建建筑中绿色建材应用比例（%）	--	--	[40]	预期性
实施既有居住建筑节能改造（亿平方米）	--	--	[5]	约束性
公共建筑节能改造面积（亿平方米）	--	--	[1]	约束性
北方城镇居住建筑单位面积平均采暖能耗强度下降比例（%）	--	--	[-15]	预期性
城镇既有公共建筑能耗强度下降比例（%）	--	--	[-5]	预期性
城镇建筑中可再生能源替代率（%）	4	6 [▲]	[2]	预期性
城镇既有居住建筑中节能建筑所占比例（%）	40	60 [▲]	[20]	预期值
经济发达地区及重点发展区域农村居住建筑采用节能措施比例（%）	-	10 [▲]	[10]	预期值

注：①加黑的指标为国务院节能减排综合工作方案、国家新型城镇化发展规划（2014-2020 年）、中央城市工作会议提出的指标。②加注[▲]号的为预测值。③[]内为 5 年累计值。

资料来源：住建部，天风证券研究所

2.1. 环保行业需求较好，工业保护搪瓷持续受益

搪瓷材料具有耐酸碱、耐腐蚀、耐磨等优良特性，对恶劣物理化学环境下工作的工业设备、

管道能够起到良好的保护作用，在工业领域拥有广泛的应用空间。

2.1.1. 火电行业超低排放设备存在替换需求

推进工业行业深度治理是有效降低全社会污染排放、打赢蓝天保卫战的重要保障，我国将分类推进重点行业污染深度治理。煤电行业是最早开始实施超低排放改造的行业，其超低排放改造开始于 2014 年 7 月，根据要求，到 2020 年全国所有具备条件的煤电厂要实现超低排放。截至 2018 年年底，全国达到超低排放限值的煤电机组约 8.1 亿千瓦，占全国煤电总装机容量的 80%，标志着我国已经建成世界上规模最大的清洁煤炭发电体系。

表 3：电力为“十二五”全国污染物总量指标完成做出决定性贡献

项目	二氧化硫	氮氧化物
“十二五”全国污染物减少排放绝对量（万吨）	407.4	422.9
“十二五”全国污染物减少排放绝对量（万吨）	626	700
贡献比重	154%	166%

资料来源：北极星环保网，天风证券研究所

尽管火电节能改造为国家减排目标做出重要贡献，但是其中仍然存在一些问题。比如在 2015 年 9 月绿色和平收集获取 12 家宣称达到“超低排放”燃煤火电厂的共 15 个排口数据，并将这 12 家电厂每小时的排放记录与“超低排放”限值进行一一比对。调查的 12 家电厂全部存在氮氧化物排放违规、二氧化硫排放违规，11 家存在烟尘排放违规。排放治理的效果还需要进一步的强化。

另外，“十三五”期间，超低排放将继续推进，环境保护部、国家发改委、能源局联合印发《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》，明确指出，要在确保供电安全前提下，到 2020 年，全国所有具备改造条件的燃煤电厂力争实现“超低排放”，东部地区提前至 2017 年前总体完成，中部地区力争在 2018 年前基本完成，西部地区 2020 年前完成。从国家制定的时间表来看，绝大部分超低排放改造需求在 2017 年左右已释放完毕，未来 2 年按照 3-5 年的产品生命周期来算，搪瓷波纹板、空预器配件等产品更换市场将在 20 年左右再次释放。

2.1.2. 非电领域超低排放贡献增量需求

2018 年政府工作报告明确提出，要推动钢铁等非电行业超低排放改造。随后的全国环境保护工作会议再次强调，将启动钢铁行业超低排放改造。2019 年 4 月，《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》的发布，意味着非电行业超低排放改造正式开始。目前，各地在充分借鉴电力行业超低排放改造技术成果和经验做法的基础上，正积极推进当地钢铁行业的超低排放改造。

随着“超低排放”概念开始植入水泥行业，各省市不断加大环保力度，部分地区陆续出台较国标更为严格的水泥行业大气污染物排放标准。相关专业人士指出，《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》的发布，一方面是对钢铁行业超低排放的督促，另一方面或许对水泥行业有所暗示。大多数专家表示，水泥行业作为高耗能、高污染行业，超低排放势在必行。

相比煤电行业污染物持续减排，钢铁、水泥等非电行业污染排放份额越来越大。其中，二氧化硫、氮氧化物、烟粉尘的排放量占全国 3/4 以上，非电行业实施超低排放改造已是大势所趋。《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》要求全国性地推广超低排放标准，意味着非电行业实施超低排放改造市场开启。相关专家认为，煤电行业的大气治理，由于治理主体相对集中，且有脱硫脱硝电价补贴等激励政策覆盖成本，进展非常顺利。非电行业只有解决治理主体相对分散、企业盈利性差、无补贴且监管较难等问题，才能加速推进超低排放进程。

2.1.3. 工业搪瓷业务有望复苏

搪瓷波纹板传热元件是工业保护搪瓷材料的代表性产品之一，它是金属与无机非金属材料的结合体，既有搪瓷的耐腐蚀性能，又有金属的传热性能，在电厂脱硫环保、节能设施中广泛使用，是燃煤发电厂脱硫设备烟气加热器、脱硝装置，空气预热器中的关键配件。

搪瓷波纹板传热元件的功能是吸收燃煤电厂的烟气热量，然后将其交换给脱硫后的烟气，其所处工作环境十分恶劣，烟气中的二氧化硫、一氧化氮等遇水易生成强腐蚀性的硫酸和硝酸，对作为传热元件的材料腐蚀相当严重。搪瓷波纹板传热元件具有优良的耐酸耐腐蚀性能，在脱硫工程中的使用寿命可达 5 年以上，大幅度降低脱硫工程的建设与运营维护成本。

公司对于节能环保类业务以空预器、GGH、MGGH 等换热设备为基础，积极介入承接“消白”工程，初步实现从设备供应商向工程公司的转型升级，未来将坚持立足电力改造市场，扩大电力“消白”市场，目前业绩已经进入复苏阶段。

图 20：工业搪瓷业务收入及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：工业搪瓷业务毛利及毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

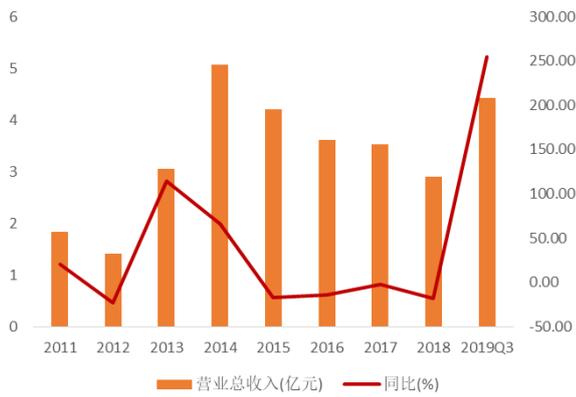
随着燃煤电厂脱硫脱硝改造进入更换周期以及非电行业超低排放改造、“烟羽消白”等政策要求，工业保护搪瓷材料市场也呈现回暖趋势，公司在 2019 年上半年新承接主要有台二换热元件、大唐湘潭空预器、华能武汉发电厂 5 号空预器传热元件等数个项目，实现营业收入 6,346.03 万元，较上年同期增长 50.15%。

3. 19 年 Q3 传统业务提升，同时布局氢能源业务

3.1. 上半年业绩大增，订单持续增加

公司三季报显示，2019Q3 实现营业收入 4.43 亿元，同比增长 254.64%；实现归母净利润 9518.98 万元，同比增长 4638.59%，扣非后归母净利润 6308.16 万元，同比增长 427.95%；综合毛利率、净利率分别为 30.31%、22.02%，收入和利润端都表现良好，实现了大幅增长。

图 22：公司营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：公司归母净利润及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

公司 2018 年收入利润双降，一方面受宏观经济影响，订单有所减少，而且金义都市新建产能并没有完全释放，收入出现下滑，另一方面计提商誉减值损失、资产减值损失等导致利润有所下滑。18 年下半年随着基建补短板的不断推进，公司的主要下游出现回暖，地铁隧道开工建设明显起色，根据半年报显示，当期公司承接了无锡地铁三号线、杭州至临安城际铁路工程、上海市地铁 14 号线、郑州市常西湖地下空间交通环廊、深圳市地铁 6 号线和 10 号线、杭州市望江路过江隧道等数个项目，内立面装饰搪瓷材料接单量大幅增加，实现营收 1.69 亿元，同比增长 340.26%。此外煤电厂脱硫脱硝改造进入更换周期，叠加非电行业超低排放改造、“烟羽消白”等政策要求，工业保护搪瓷材料市场也呈现回暖趋势，公告期内新承接主要有台二换热元件、大唐湘潭空预器、华能武汉发电厂 5 号空预器传热元件等数个项目，工业保护搪瓷材料实现营收 6346.03 万元，同比增长 50.15%。

表 4：2018 年至今重要订单及中标公告

日期	具体内容	金额
2019.9.21	坂银通道工程隧道墙面装饰材料采购及安装	4180.281635 万元
2019.9.11	浙能镇海电厂燃煤机组搬迁改造项目厂外热网配套工程 EPC 总承包预制成品保温管及相关附件	5,732.4082 万元
2019.9.9	浙江天虹物资贸易有限公司台二发电风粉在线监测与调整改造采购合同，涉及公司新产品“锅炉智慧燃烧系统”	1,444 万元
2019.4.23	上海市轨道交通 14 号线工程装饰安装材料供应搪瓷钢板(封浜站(含)~桂桥路站(含))项目	4,584.8241 万元
2018.11.16	山东莱钢永锋钢铁有限公司环境深度治理 3#4#烧结机烟气超低排放工程	14,500 万元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 布局氢能源领域

开尔新材响应国家对节能环保工作的部署，以“推动绿色建筑，构建环保中国”为己任，以新型功能性搪瓷材料“需求多样性”及“功能多样化”的优异特性为载体，抓住轨道交通行业、节能环保行业、绿色建材行业领域的良好发展势头，深度挖潜“搪瓷”在更多领域的应用，充分利用投资各方所处行业优势、产业优势和市场优势，发挥协同效应和整合效应。2019 年 5 月 15 日，公司与上海舜华新能源系统有限公司签署了《上海舜华新能源系统有限公司增资协议书》，公司拟以自有资金 3000 万元对舜华新能源增资，增资完成后，公司将占舜华新能源注册资本比例为 10%。

表 5：上海舜华主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
资产总额	10078.29	7719.14
负债总额	5206.74	3165.52
归属于母公司所有者权益	4671.84	3854.00
项目	2018 年 1-12 月	2017 年 1-12 月
营业收入	6193.50	1913.93
归属于母公司所有者的净利润	480.60	100.45

资料来源：公司公告，天风证券研究所

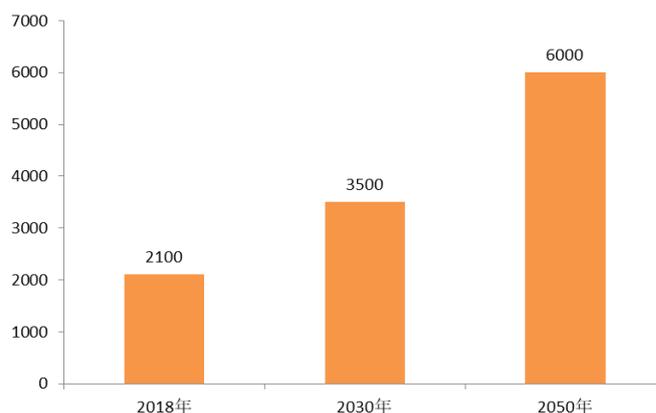
舜华新能源作为加氢站投资建设领域的标杆性企业，在氢能技术领域已深耕 15 载，主持及参与多项氢能相关国家标准、行业标准的编写，从承接科研项目到产业化，见证中国氢能产业的兴衰。现已掌握高压供氢加氢核心技术，具备了围绕核心产品进行系统设计及集成并提供技术服务的整体解决方案供应能力，业务领域涵盖氢能、核能和分布式能源。产品和服务已被上汽、申龙、上海大众、长城汽车、金龙、广汽、中通、亚星、东方电气、潍柴、新源、锋源、弗尔赛、国鸿和重塑等国内主要燃料电池整车厂和燃料电池动力厂商选用。

在氢能基础设施建设方面，舜华新能源建设完成了安亭加氢站、世博加氢站、亚运会加氢设施、深圳大运会加氢站、云浮加氢站及多台移动加氢站或模块化加氢设施，累计已为燃料电池汽车提供加氢服务 35000 余次，加注氢气超过 45000kg；在氢能基础设施管理方面，安亭加氢站加注压力为 35MPa，具有 800kg 储氢能力，为国内首个光储充氢能源站。该站从 2007 年运营至今，为国内唯一一家运营 10 年的加氢站，累计服务燃料电池车辆 8000 车次，加氢量达 13000kg，并且接待社会参观达 3000 余次，为中国氢能产业发展起到了良好的示范展示作用。预计未来参股上海舜华会为公司带来较好的投资收益。

8 月 19 日公司发布公告称，与舜华新能源及浙江省新能源投资集团股份有限公司签署了《浙江浙能舜华新能源装备制造项目投资合作意向书》，三方拟合资设立浙江浙能舜华新能源装备有限责任公司，开发油、氢、电综合能源站核心装备，用于配套建设综合能源站核心装备及系统生产项目。

浙能投资是浙江省能源集团有限公司旗下的控股子公司。浙能集团是浙江省委、省政府能源产业发展的主抓手、能源合作的主平台、能源供应的主渠道、能源安全保障的主力军和环境保护的主战场，在氢能领域的研究、开发、推广及实践应用方面均走在全国前列，计划 2022 年建成 700 座、2025 年建成 1000 座集油、气、电和氢能为一体的数字化综合供能服务站。合资公司的成立意在整合具有氢能装备技术优势的舜华新能源与拥有雄厚氢能产业优势的大型地方国企的优势，以舜华新能源为坚实的技术后盾，以浙能集团为有力的产业推手与市场基石，扎根于浙江并辐射至全国氢能市场。

图 24：中国氢气需求（万吨）



资料来源：中国氢能及燃料电池产业白皮书，天风证券研究所

中国具有丰富的氢能供给经验和产业基础，已经是世界上最大的制氢国，2018 年中国氢气产量约 2100 万吨，根据中国氢能联盟预计，到 2030 年，中国氢气需求量将达到 3500 万吨，2050 年氢气需求量接近 6000 万吨，可减排约 7 亿吨二氧化碳。截至 2018 年底，中国已建成加氢站共有 23 座，占全球加氢站比例为 6.23%，国内已建和在建加氢站合计约 40 座，按照中国氢能联盟预计，2025 年加氢站将达到 200 座，2035 年达到 1500 座，2050 年达到 10000 座，加氢站进入快速发展阶段。公司及时切入市场，长期来看有望成为新的增长点。

4. 投资建议

短期看，公司下游回暖，订单持续增加，预计全年业绩或将保持良好增长；长期来看公司产品在下游尤其是环保、绿色幕墙的渗透空间巨大，叠加公司布局氢能源产业链，增长空间可期。我们预计公司 19-21 年实现营业收入 6.49、10.75、14.24 亿元，归母净利 1.44、2.52、3.32 亿元，EPS 为 0.50、0.87、1.15 元。

我们对 2019-2021 年营收作以下假设：

1. 公司重视主业，内立面搪瓷市场持续开拓，周边轨交需求旺盛，有望逐步向全国业务铺开，订单充裕，销量保持较高增长。公司作为行业龙头，议价能力较强，产品价格有望保持稳定。
2. 工业搪瓷业务处于复苏阶段，行业替换空间大，订单饱满。
3. 珐琅幕墙市场继续开拓，体量小基数低，短期增长弹性大。

表 6：收入预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
内立面装饰搪瓷材料				
销量(平方米)	207,725.57	521,486.73	867,232.44	1,177,701.65
价格(元/平方米)	696.26	720	730	730
销售收入(万元)	14,463.13	37,547.04	63,307.97	85,972.22
增速	-26.92%	159.61%	68.61%	35.80%
毛利率(%)	4.01	38.5	42	42
成本(万元)	13,883.16	23,091.43	36,718.62	49,863.89
珐琅板绿色建筑幕墙材料				
销量(平方米)	5,378.44	10,487.96	17,357.57	24,647.75
价格(元/平方米)	527.72	545	550	550
销售收入(万元)	283.83	571.59	954.67	1,355.63
增速	-71.47%	101.39%	67.02%	42.00%
毛利率(%)	44.71	44.80	45.00	45.00
成本(万元)	156.93	315.52	525.07	745.59
工业保护搪瓷材料				
销量(吨)	6,514.86	12,052.49	19,744.15	25,292.26
价格(元/吨)	19213.44	19500	19800	19800
销售收入(万元)	12,517.29	23,502.36	39,093.42	50,078.67
增速	-6.51%	87.76%	66.34%	28.10%
毛利率(%)	8.92	15.00	19.00	22.00
成本(万元)	11,400.75	19,977.00	31,665.67	39,061.36
其他收入				
销售收入(万元)	1,693.41	3,302.15	4,144.20	5,030.64
增速	47.54%	95.00%	25.50%	21.39%

毛利率(%)	-68.94	25.50	26.00	26.50
成本(万元)	2,860.92	2,460.10	3,066.71	3,697.52
总收入(万元)	28,957.66	64,923.15	107,500.25	142,437.15
增速	-18.02%	124.20%	65.58%	32.50%

资料来源: wind, 天风证券研究所

估值方面看,开尔新材上市以来剔除业绩下滑时期的负市盈率情况看,历史平均 PE 为 128 倍,最低水平 PE 在 21 倍左右,历史中位数 PE 在 64 倍左右,预测 19-21 年业绩对应 PE 分别为 21.5X、12X、9X 倍,对应 2019 年 PE 处于历史最低水平。

表 7: 可比公司估值

	2018PE	2019PE (wind 一致预期)	2020PE (wind 一致预期)
坚朗五金	18.42	25.97	19.31
友邦吊顶	23.17	22.39	19.82
恒通科技	33.65	26.57	23.18
平均值	25.08	24.98	20.77

资料来源: wind, 天风证券研究所

与可比公司相比较,公司主营产品属于建筑材料,运用于基建和地产等,因此选取市值类似公司并且分别属于五金、吊顶、装备式建筑行业的公司比较,根据 wind 一致预期看 2019 年平均 PE 在 25 倍左右,考虑公司当前处于业绩复苏阶段,保守给予 2019 年 25 倍 PE,对应目标价为 12.5 元,首次覆盖,给予“增持评级”。

风险提示:

1. 应收账款风险: 公司下游多为建筑基建项目,多为政府采购或项目招标,此类项目一般建设周期较长,回款周期缓慢的特点。
2. 暂停上市风险: 公司 2017 年度、2018 年度连续两个会计年度经审计净利润为亏损,假如 2019 年度继续亏损,将面临暂停上市的可能。
3. 订单风险: 公司现有订单存在施工阶段变更或者无法交付产生订单金额变动以及产生坏账可能。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	123.33	95.51	194.77	521.29	427.31
应收票据及应收账款	281.50	216.37	919.41	876.10	1,502.94
预付账款	6.04	15.93	19.18	34.16	36.34
存货	173.52	197.83	324.02	515.62	549.27
其他	197.30	76.69	208.27	172.38	194.68
流动资产合计	781.69	602.34	1,665.64	2,119.54	2,710.55
长期股权投资	2.00	158.29	158.29	158.29	158.29
固定资产	244.95	235.28	231.21	224.19	215.37
在建工程	20.42	19.50	12.90	8.94	6.57
无形资产	53.69	52.67	51.22	49.77	48.31
其他	111.61	113.88	111.26	112.47	111.22
非流动资产合计	432.68	579.63	564.87	553.66	539.76
资产总计	1,214.37	1,181.97	2,230.51	2,673.20	3,250.31
短期借款	0.00	10.00	16.40	0.00	2.19
应付票据及应付账款	110.41	92.61	266.86	286.64	414.79
其他	89.83	143.66	166.81	327.95	260.17
流动负债合计	200.24	246.27	450.08	614.58	677.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.68	16.09	11.88	13.22	13.73
非流动负债合计	11.68	16.09	11.88	13.22	13.73
负债合计	211.92	262.36	461.96	627.80	690.88
少数股东权益	12.17	1.01	14.72	42.53	82.24
股本	289.53	289.53	289.53	289.53	289.53
资本公积	414.63	414.63	1,110.62	1,110.62	1,257.56
留存收益	700.73	629.25	1,464.30	1,713.34	2,187.65
其他	(414.61)	(414.82)	(1,110.62)	(1,110.62)	(1,257.56)
股东权益合计	1,002.45	919.61	1,768.56	2,045.40	2,559.43
负债和股东权益总	1,214.37	1,181.97	2,230.51	2,673.20	3,250.31

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	(12.02)	(82.52)	143.95	251.89	332.38
折旧摊销	23.03	26.29	14.13	14.43	14.65
财务费用	4.57	3.13	1.71	(0.66)	(2.82)
投资损失	(8.92)	(23.36)	(35.00)	(40.00)	(45.00)
营运资金变动	68.68	187.43	(768.01)	53.72	(622.97)
其它	(22.49)	(100.50)	13.93	27.88	39.60
经营活动现金流	52.85	10.46	(629.30)	307.26	(284.16)
资本支出	2.26	165.80	6.21	0.66	1.49
长期投资	0.01	156.28	0.00	0.00	0.00
其他	(48.11)	(359.71)	26.36	37.19	41.75
投资活动现金流	(45.84)	(37.63)	32.57	37.86	43.24
债权融资	0.00	10.00	16.40	0.00	2.19
股权融资	(3.75)	(2.93)	694.46	0.66	149.77
其他	3.90	10.49	(14.88)	(19.25)	(5.01)
筹资活动现金流	0.15	17.56	695.98	(18.60)	146.94
汇率变动影响	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01
现金净增加额	7.16	(9.61)	99.26	326.52	(93.97)

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	353.22	289.58	649.23	1,075.00	1,424.37
营业成本	249.12	267.35	425.25	661.12	861.74
营业税金及附加	3.99	6.05	5.19	8.60	11.39
营业费用	24.96	24.78	23.11	37.62	49.85
管理费用	72.53	51.54	66.22	108.57	145.29
研发费用	3.42	18.03	14.41	23.65	29.91
财务费用	3.93	2.73	1.71	(0.66)	(2.82)
资产减值损失	25.88	34.19	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.22	0.07	(0.12)
投资净收益	8.92	23.38	35.00	40.00	45.01
其他	(28.61)	(52.99)	(70.44)	(80.15)	(89.77)
营业利润	(10.92)	(85.48)	143.55	271.16	368.89
营业外收入	2.26	0.01	32.00	40.00	45.00
营业外支出	0.23	0.57	0.38	0.39	0.45
利润总额	(8.88)	(86.04)	175.18	310.77	413.44
所得税	3.13	(3.51)	17.52	31.08	41.34
净利润	(12.02)	(82.52)	157.66	279.69	372.10
少数股东损益	(0.93)	(11.05)	13.71	27.80	39.72
归属于母公司净利润	(11.09)	(71.48)	143.95	251.89	332.38
每股收益(元)	(0.04)	(0.25)	0.50	0.87	1.15

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-2.55%	-18.02%	124.20%	65.58%	32.50%
营业利润	-164.59%	682.76%	-267.94%	88.89%	36.04%
归属于母公司净利润	-138.96%	544.81%	-301.39%	74.98%	31.96%
获利能力					
毛利率	29.47%	7.68%	34.50%	38.50%	39.50%
净利率	-3.14%	-24.68%	22.17%	23.43%	23.34%
ROE	-1.12%	-7.78%	8.21%	12.58%	13.42%
ROIC	-1.07%	-10.16%	17.79%	16.30%	23.11%
偿债能力					
资产负债率	17.45%	22.20%	20.71%	23.48%	21.26%
净负债率	-12.30%	-9.30%	-10.09%	-25.49%	-16.61%
流动比率	3.90	2.45	3.70	3.45	4.00
速动比率	3.04	1.64	2.98	2.61	3.19
营运能力					
应收账款周转率	1.17	1.16	1.14	1.20	1.20
存货周转率	2.38	1.56	2.49	2.56	2.68
总资产周转率	0.29	0.24	0.38	0.44	0.48
每股指标(元)					
每股收益	-0.04	-0.25	0.50	0.87	1.15
每股经营现金流	0.18	0.04	-2.17	1.06	-0.98
每股净资产	3.42	3.17	6.06	6.92	8.56
估值比率					
市盈率	-279.22	-43.30	21.50	12.29	9.31
市净率	3.13	3.37	1.76	1.55	1.25
EV/EBITDA	288.14	-32.20	17.78	8.84	6.97
EV/EBIT	-169.47	-20.54	19.51	9.31	7.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com