

公司研究/首次覆盖

2020年05月28日

黑色金属/钢铁 II

投资评级：增持（首次评级）

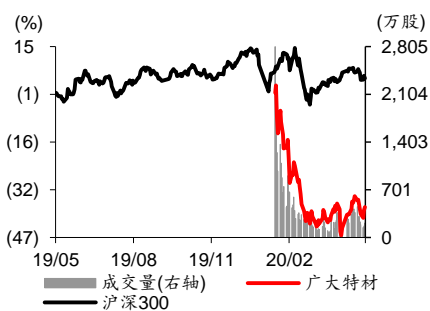
当前价格(元): 32.96

合理价格区间(元): -

邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

龚润华
联系人 gongrunhua@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

小而美特钢企业，看好长期发展

广大特材(688186)

科创板钢铁第一股，看好公司长期发展

公司于2020年2月成功上市科创板，是钢铁行业科创板上市第一股。公司是特种合金材料行业中少有的具备全产业链生产能力的制造企业，现有产品集中于齿轮钢、模具钢，技术实力已达世界领先水平，未来计划重点发展特殊合金（高温合金等）、特种不锈钢和风电铸件等。短期公司业绩增长来自于风电抢装、公司产品升级，长期看制造业转型升级及公司新产品研发，预计公司20-22年EPS分别为1.05、1.46、1.50元，首次覆盖给予“增持”评级。

乘风电行业之东风，订单趋势向好

2019年5月21日，国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》，引发风电抢装潮，我们预计风电新增装机容量高峰有望持续至2021年。公司既有的齿轮钢、风电主轴，及计划投产的风电铸件等产品均是应用于风电领域，公司有望享受风电行业红利。另公司在19年年报中披露已与国内某大型风电整机厂签署采购合同，总金额预计9亿元（2019年公司销售收入15.9亿元），因此整体看公司订单情况向好。

高温合金或发力，有望提供业绩增量

公司上市募集资金约3亿元投向特殊合金材料扩建项目，项目建成后将新增高温合金产能，并进一步提高公司在特殊合金——特别是高温合金领域的研发、供货能力。公司目前已获军工、航空航天领域的入场资格，19年报告期内，公司在航天用GH4099锻板产品上解决了高合金化偏析控制、晶粒度控制等难题，并应用于某型火箭发动机推进器。高温合金市场空间较大，我们看好高温合金为公司提供业绩增量。

主动寻求差异化竞争，细分领域巩固市场地位

公司齿轮钢、模具钢产品技术已达到全球领先水平，且均主动寻求差异化竞争，在细分领域巩固市场地位。在齿轮钢方面，公司在风电领域市占率近15%（2018年），满足全球前三大风电齿轮箱制造商的技术要求。在未来重点发展的特殊合金、特种不锈钢领域也主要避开行业内现有龙头的拳头产品、应用领域。

看好长期发展，给予“增持”评级

内部方面，公司上市募集资金投向的特殊合金扩建项目，以及正在进行的超大型铸锻件智能化技改项目，都将为公司产品品种、规模扩张提供增长空间。下游方面，短看风电抢装潮，长看制造业转型升级带来需求增量，公司未来发展可期。我们预计公司20-22年归母净利润分别为1.73、2.40、2.47亿元，每股收益分别为1.05、1.46、1.50元，对应PE分别为31.33、22.61、21.96倍。公司为科创板次新股，目前估值水平偏高，但产品定位高端，我们看好公司长期发展，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：新产品开发失败、疫情持续发展、原材料价格波动。

公司基本资料

总股本(百万股)	164.80
流通A股(百万股)	38.02
52周内股价区间(元)	28.59-54.50
总市值(百万元)	5,432
总资产(百万元)	2,914
每股净资产(元)	10.22

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,507	1,588	1,836	2,350	2,245
+/-%	33.80	5.36	15.59	28.01	(4.47)
归属母公司净利润(百万元)	134.38	141.51	173.39	240.21	247.33
+/-%	55.35	5.30	22.53	38.53	2.96
EPS(元，最新摊薄)	0.82	0.86	1.05	1.46	1.50
PE(倍)	40.42	38.39	31.33	22.61	21.96

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

正文目录

投资要点	3
核心逻辑	3
有别于市场观点	3
进击的民营特钢企业	4
科创板钢铁第一股	4
齿轮钢、模具钢为主，模铸、铸造成型是特点	4
产品以齿轮钢、模具钢为主，下游主要为风电、机械	4
未来专攻战略新兴产业新材料	6
以销定产，市场适应能力强	6
上市后改善资产负债结构	7
齿轮钢对业绩贡献大，毛利率相对稳定	7
公司回款能力相对差，历史坏账率较低	8
盈利改善及募资到账，资产负债率下行	10
特钢行业继续增长，竞争格局初步形成	11
制造业扩张、升级推动国内特钢增长	11
未来或是大而全与小而美特钢企业并存	12
一家大而强与多家小而美差异化竞争	12
公司进行差异化发展，逐步扩大优势	12
技术优势和客户渠道资源铸就护城河	14
风电抢装潮继续，短期公司受益	16
齿轮钢受益于风电抢装，内需增长确定性强	16
短期汽车家电承压，看好模具钢中长期替代	18
军工航空领域用特殊合金，或带来业绩增量	19
公司在手订单稳定，新增产能投放锦上添花	19
盈利预测：业绩向上空间大	20
产销假设	20
价格、成本假设	20
费用假设	21
估值评级：看好长期发展，首次覆盖给予“增持”评级	22
PE/PB - Bands	22
风险提示	22

投资要点

核心逻辑

2020 年初突发疫情，对国内、全球经济均造成较大冲击，目前中国疫情防控已取得阶段性成果，海外疫情仍处于高峰。公司国内下游需求包括风电等，短期公司的齿轮钢、风电主轴等继续受益于风电抢装潮，且计划投产的风电铸件有利于公司分享风电行业红利。长期，我们看好制造业转型升级带来的需求升级，如高端模具钢的进口替代空间、轨道交通中高铁齿轮钢增量等。此外，公司继续升级、优化产品结构，未来或有望在高温、耐蚀合金等领域实现差异化竞争，带来业绩增量。因此综合来看，我们认为公司业绩向上空间较大，具备较强的成长性。

公司作为钢铁行业科创板上市第一股，专攻特种合金材料领域，是业内少有的具备全产业链生产的钢铁制造企业。我们认为公司的看点主要集中在以下三个方面：

- 1) **乘风电行业之东风：**2019 年 5 月 21 日，国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》，引发风电抢装潮，我们预计风电新增装机容量高峰有望持续至 2021 年。公司既有的齿轮钢、风电主轴均是应用于风电领域，另正在进行的超大型铸锻件智能化技改项目，一期在 20Q2 完工投产后，将进一步提升公司在风电领域的产品供货能力，享受风电行业红利。另公司在 19 年年报中披露已与国内某大型风电整机厂签署采购合同，总金额预计 9 亿元（2019 年公司销售收入 15.9 亿元），其中 20 年 4.8 亿元、21 年 4.2 亿元，因此整体看公司订单情况向好。
- 2) **高温合金或发力：**公司于 2020 年成功上市科创板，募集资金约 3 亿元投向特殊合金材料扩建项目，项目建成后将新增高温合金产能进一步提高公司在特殊合金、特别是高温合金领域的研发、供货能力。公司目前已获得军工、航空航天领域的入场资格，19 年报告期内，公司在航天用 GH4099 锻板产品上解决了高合金化偏析控制、晶粒度控制等难题，该产品主要应用于某型火箭发动机推进器。据中国产业信息网，2019-2025 年国内高温合金市场规模年均复合增速可达 6.2%，因此我们看好高温合金为公司提供业绩边际增量。
- 3) **主动寻求差异化竞争：**公司在既有的齿轮钢、模具钢产品方面，相关技术已达到全球领先水平，且均主动寻求差异化竞争，在细分领域巩固市场地位。例如，在齿轮钢方面，公司在风电领域市占率近 15%（2018 年），均满足全球前三大风电齿轮箱制造商的技术要求；模具钢方面，与宝钢特钢、德国布德鲁斯、日本大同特殊钢对比来看，公司产品技术指标不弱于同业可比公司，且在部分指标上更优。在未来重点发展的特殊合金、特种不锈钢领域也主要避开行业内现有龙头的拳头产品、应用领域。强大的研发实力叠加差异化发展策略，公司未来发展可期。

我们预计公司 20-22 年归母净利分别为 1.73、2.40、2.47 亿元，每股收益分别为 1.05、1.46、1.50 元。下游需求向好，产品规模提升，业绩向上趋势明显，首次覆盖给予“增持”评级。

有别于市场观点

公司既有业务以齿轮钢和模具钢为主，贡献主要的营收和利润，且技术实力较强，但结合公司目前的发展战略以及新建项目情况来看，我们认为公司未来业务重点有两个转换趋势：一是重点产品从既有的齿轮钢和模具钢转向特殊合金和特种不锈钢，二是进一步提高铸造产品占比。另外，公司对于市场有较强的适应能力，例如针对近期风电行业高景气，公司迅速启动铸锻件智能化技改项目，以提高在风电行业的供货能力。因此，基于公司在特种材料领域的研发能力和适应市场的能力，我们看好公司未来的长期发展。

进击的民营特钢企业

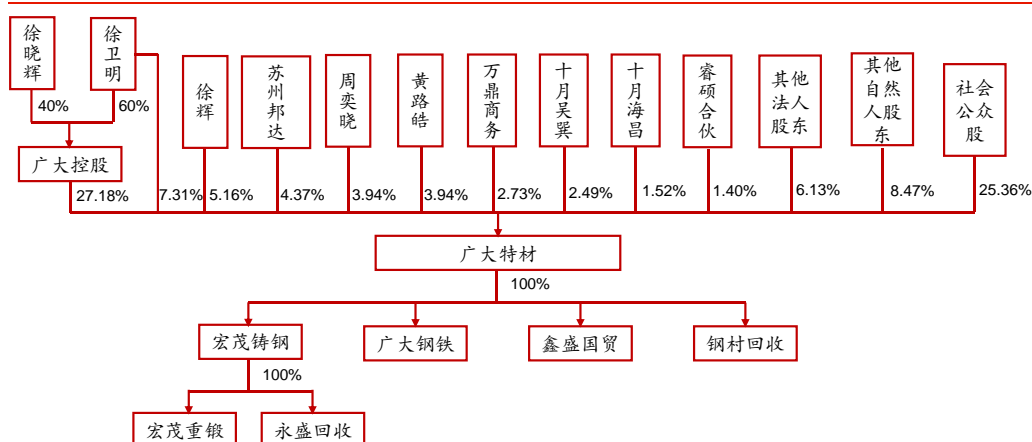
科创板钢铁第一股

公司是科创板钢铁第一股。张家港广大特材股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2006 年，前身为张家港广大机械锻造有限公司。2020 年 2 月 11 日，公司于科创板上市，公开发行 4180 万股，发行后总股本 1.65 亿股，发行价为 17.16 元/股，募集资金 7.2 亿元。

实际控制人是徐卫明、徐晓辉父子。据招股说明书及公司 2020 年一季报，公司控股股东为广东控股，持股比例为 27.18%；实际控制人为徐卫明、徐晓辉父子，二人直接、间接持有公司 36.30%股份，徐卫明为公司董事长。公司员工持股平台为博贤合伙和睿硕合伙，博贤合伙持有睿硕合伙 63.04%股权。

截至 2020 年 5 月 27 日，公司总股本 1.65 亿股，其中流通股 0.38 亿股，限售股 1.27 亿股；公司总市值 54.3 亿元，其中流通市值 12.5 亿元。

图表1： 公司股权结构图



资料来源：公司 2020 年一季报，华泰证券研究所

齿轮钢、模具钢为主，模铸、铸造成型是特点

产品以齿轮钢、模具钢为主，下游主要为风电、机械

公司现有约 27 万吨熔炼产能。公司目前主要生产设备包括：50-60t 电炉 5 台、钢包精炼炉 5 台及配套冶炼、压延设备若干。2017-2018 年，公司更新电弧炉，单炉定额产能由 50 吨增至 60 吨，公司产能增长；2016-2018 年以及 2019H1 熔炼产能分别为 16.50、24.87、28.65、27.12 万吨/年。公司是短流程钢企，现有产能为谷电阶段产能，若延长生产时间，公司实际产能高于前述熔炼产能。

公司产品多为小批量、定制化。公司全部以短流程方式生产，电炉、真空感应炉两种生产模式均涉及，均适应小批量、定制化的订单模式，前者与模铸、铸造成型适应，后者主要生产高温合金等高端特钢。

图表2: 特钢行业主要冶炼流程及产品差异

	设备及工艺流程	优势	劣势	产品特点	主要产品
长流程	铁矿、焦炭、辅料等，通过高炉+转炉冶炼	适用于大批量生产，吨钢制造成本相对较低	生产过程中产生大量水、空气污染物	单一品种大批量	连铸、连轧成型的特殊钢
短流程 A	废钢、合金，通过电炉冶炼	更加节能环保	不利于大批量生产 吨钢制造成本偏高	多品种、小批量定制化	模铸、铸造成型的特殊钢
短流程 B	纯铁、合金，通过真空感应炉冶炼	产品纯净度 均匀性更好	不利于大批量生产 吨钢制造成本偏高	小批量、定制化	高温合金等高端特殊钢

资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

齿轮钢、模具钢产量占比近 90%。公司产品分合金材料、合金制品两大类，合金材料中的齿轮钢、模具钢是公司主要产品，2019 年产量占比分别达 76%、13%。

图表3： 公司产销量数据

产量	合金材料				合金制品		合计
	高品质齿轮钢	高品质模具钢	特殊合金	特种不锈钢	风电主轴	精密机械部件	
2016 年	10.99	1.43	-	-	0.82	0.88	14.11
2017 年	14.41	2.20	0.01	0.16	0.34	1.36	18.48
2018 年	17.76	3.39	0.07	0.25	0.47	0.90	22.84
2019 年	15.34	2.58	0.11	0.19	0.60	1.38	20.19
2019 年占比	76.0%	12.8%	0.5%	0.9%	3.0%	6.8%	100%
销量	合金材料				合金制品		合计
	高品质齿轮钢	高品质模具钢	特殊合金	特种不锈钢	风电主轴	精密机械部件	
2016 年	11.70	1.41	-	-	0.70	0.86	14.66
2017 年	14.25	2.04	0.01	0.12	0.47	1.42	18.31
2018 年	17.26	2.39	0.05	0.22	0.44	0.87	21.23
2019 年	15.75	2.19	0.11	0.21	0.68	1.46	20.41
2019 年占比	77.2%	10.7%	0.5%	1.0%	3.4%	7.1%	100%

资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所；单位：万吨

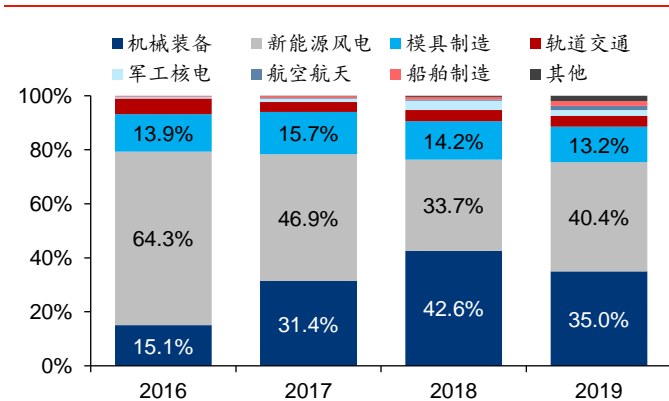
机械装备、风电领域是公司产品主要下游。机械装备和风电是公司主要下游行业，2016-2019 年，齿轮钢营收在上述两个行业的占比超过 90%，全部产品营收在两个行业的占比超过 70%。

图表4： 公司产品分类介绍及应用领域

产品分类	产品名称	产品介绍	应用领域
合金材料	高品质齿轮钢	齿轮钢是风电、轨交、机械装备、汽车、船舶等领域用特种合金材料中要求较高的关键材料之一	风电、轨交及机械装备
	高品质模具钢	模具钢是用来制造冷冲模、热锻模、压铸模等模具的钢种，是模具制造的基础，对模具的使用寿命、精度和表面粗糙度起着决定性作用。公司高品质模具钢产品主要分三大类：①塑胶模具钢供应规模最大，主要用于汽车、家电、电子等产品的模具制造；②热作模具钢主要用于压铸模、热挤压模、热冲模及热锻模的制造；③冷作模具钢主要用于精密冲压模、冷锻、汽车部件弯曲模具等制造	汽车、家电、电子等
	高温合金	高温合金是指以铁、镍、钴为基，能在 600℃ 以上的高温及一定应力作用下长期工作的一类金属材料，具有优异的高温强度，良好的抗氧化和抗热腐蚀性能，良好的疲劳性能、断裂韧性等综合性能	航空航天、海洋石化、核电
	耐蚀合金	耐蚀合金是耐特殊酸、碱、盐及气体腐蚀的合金，不仅在诸多工业腐蚀环境中具有独特的抗腐蚀甚至抗高温腐蚀性能，而且具有强度高、塑韧性好等特性	石油化工
	超高强度钢	超高强度钢是指屈服强度和抗拉强度分别超过 1200MPa 和 1400MPa 的钢，其主要特点是具有很高的强度，足够的韧性，能够承受很大应力，同时具有很大的比强度	航空航天
	超高纯不锈钢	高纯不锈钢是指含高镍、高铬、高钼的一种高合金不锈钢，具有优秀的耐高温及耐腐蚀性能	半导体芯片装备用管阀
合金制品	特种不锈钢	不锈钢是指在大气、蒸汽和水等弱腐蚀介质中不生锈的钢种。公司生产的不锈钢材料为特种不锈钢，产品牌号包括 316LN、17-4PH、X12、X13、Co3W3 等	燃气轮机、核能发电等
	合金制品	合金制品包括以公司合金材料为基础制成的风电主轴等新能源风电、轨道交通及其他精密机械部件等，根据形态可分为饼类部件、环类部件、轴类部件、法兰部件、齿轮部件及其他异型部件等	风电、轨交及机械装备等

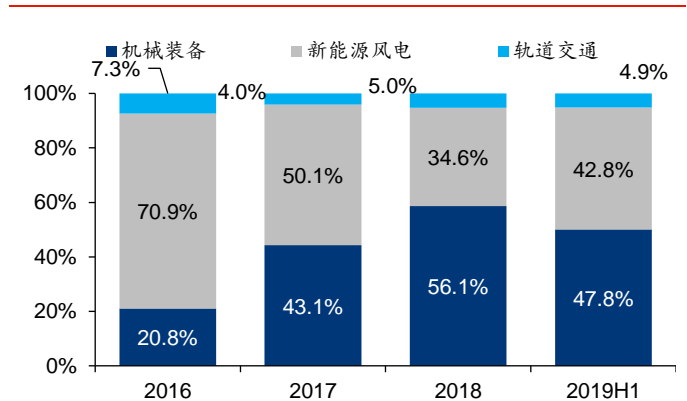
资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表5： 机械装备、风电是公司产品的主要下游



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

图表6： 机械装备、风电领域也是公司齿轮钢产品的主要下游



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所；2019 年数据公司未给出

拟与东方汽轮机成立合资公司。2020 年 5 月 19 日公司公告称拟与东方电气集团东方汽轮机有限公司（下称“东方汽轮机”）成立合资公司，其中公司以现金出资 3.50 亿元（持股 67%），东方汽轮机以铸锻事业部出资 1.72 亿元（持股 33%）。该铸锻事业部 19 年营收、净利分别约 5.4、0.06 亿元，净利率 1.1%；以 19 年数据测算，若合资公司顺利成立，公司营收增厚 34%，归母净利润增厚 3%。公司有望借助合资公司拓展高端铸锻件制造能力，并改善合资公司管理、盈利水平。

未来专攻战略新兴产业新材料

特殊合金、特种不锈钢近期有望实现商业化生产。公司特殊合金、特种不锈钢产品试制、认证时间主要集中于 2017-2018 年，近期有望实现商业化生产，特殊合金 2019 年产销规模已有较大提升。本次上市发行募集资金主要用于特殊合金材料扩建项目。

图表7：发行募集资金投资项目

项目名称	项目投资总额	拟募投资金额
特殊合金材料扩建项目	3	3
新材料研发中心项目	0.8	0.6
偿还银行贷款	2.3	2.3
补充流动资金	1	1
合计	7.1	6.9

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所；单位：亿元

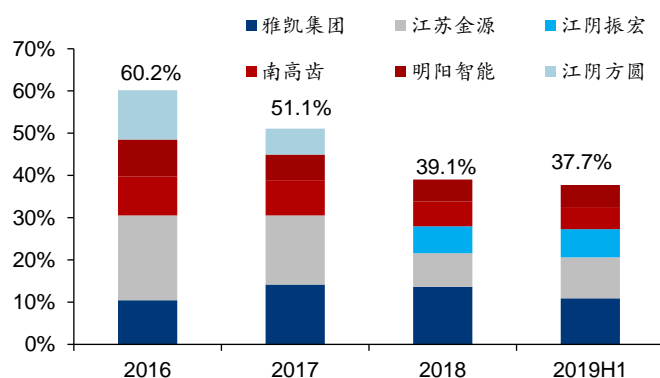
20Q2 后将逐步投产 20 万吨风电铸件产能。19 年，因补贴政策调整，风电行业抢装，相关设备材料需求上行，19 年公司风电行业营收占比达 40.4%，（YoY+6.7pct）。公司为享受行业增长红利，于 19 年 9 月启动超大型铸锻件智能化技改项目，公司预计 20Q2 完成一期建设并逐步投产，达产后新增 20 万吨铸锻件（轮毂、机舱弯头等）的后续加工产能。

以销定产，市场适应能力强

公司以销定产，部分环节采用外协。公司按订单排产，在熔炼等核心环节全部自主生产，部分非核心环节根据自身产能和排产情况，采取外协方式组织生产。公司 2019H1 前五大客户中包括南高齿、江苏金源、江阴方圆等。其中，南高齿直接向公司采购齿轮钢锻材及精密机械部件，而江苏金源、江阴方圆则是向公司采购齿轮钢坯料，然后加工成小型机械部件、法兰等销售给南高齿。

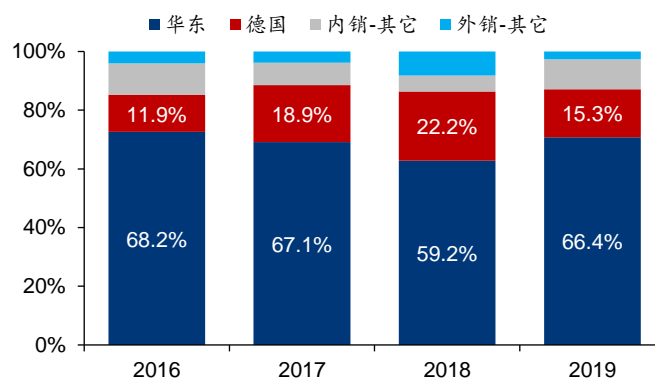
公司适应能力强，持续降低出口规模。公司产品以内销为主，2019 年出口营收占比仅占 17.7%，其中德国为主要出口国，占比达 15%。2019 年，公司出口下降较多，主要因公司主动减少海外业务规模；据 2019 年年报，公司计划进一步缩减海外销售规模，2020 年预计降至 5000 万元（YoY-83.1%）。

图表8：公司前五大客户营业收入占比逐年下降



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰证券研究所；2019 年年报中未披露明确客户信息，2019 年前 5 大客户的营业收入占比为 37.0%

图表9：公司内销以华东为主，外销以德国为主（营收占比）



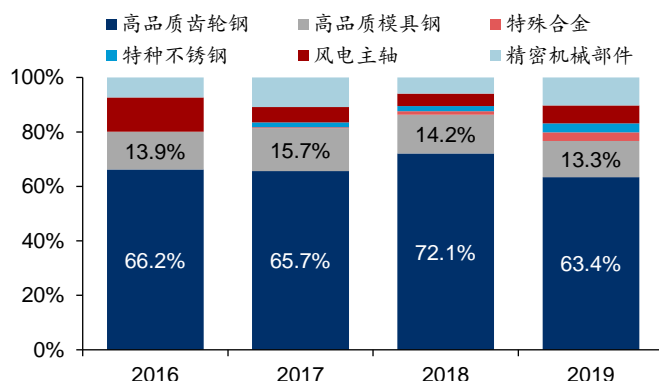
资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰证券研究所

上市后改善资产负债结构

齿轮钢对业绩贡献大，毛利率相对稳定

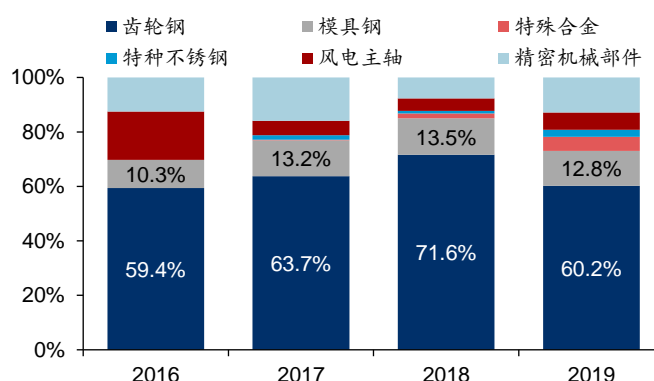
齿轮钢贡献 60% 以上的收入和毛利。从分产品营收、毛利看，齿轮钢贡献度均超过 60%；其次是模具钢，占比均超过 10%。

图表10： 齿轮钢贡献公司主要的营收



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

图表11： 齿轮钢贡献公司主要的毛利

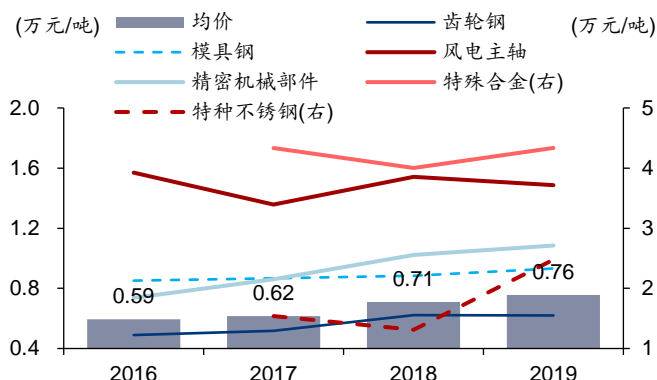


资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

2016-2019 年公司产品均价稳步上行。2016-2019 年，公司主要产品齿轮钢、模具钢价格基本稳定上行，2019 年齿轮钢价格下行，主要因销售产品中坯料比重提高。此外，特殊合金、特种不锈钢等重点发展产品 2019 年均价抬升，或因认证突破、逐步实现产业化。

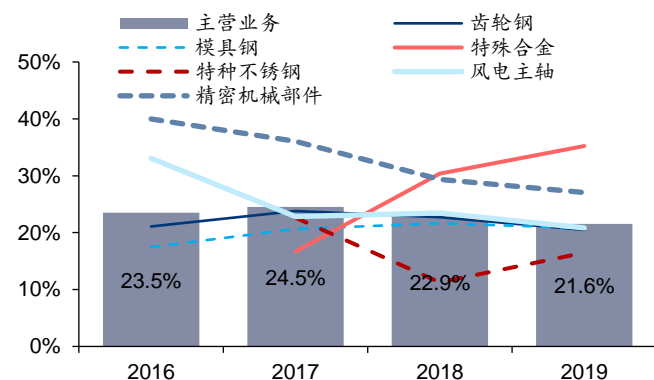
成本加成模式，产品吨毛利相对稳定。据招股说明书，公司根据原材料成本加合理利润定价，上游原材料价格波动可传导至下游客户，公司主要产品吨毛利表现相对平稳，主营业务毛利率维持在 20% 以上。

图表12： 公司产品均价基本稳步上行



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表13： 公司主营业务毛利率维持在 20% 以上



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表14： 公司主要产品吨毛利

单位：元/吨	2016	2017	2018	2019
高品质齿轮钢	1,033	1,231	1,413	1,270
高品质模具钢	1,488	1,790	1,916	1,937
特殊合金	-	7,229	12,155	15,274
特种不锈钢	-	3,481	1,478	4,077
风电主轴	5,191	3,099	3,613	3,096
精密机械部件	2,945	3,100	3,001	2,935
平均	1,386	1,504	1,605	1,627

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰证券研究所

2019 年公司营收、盈利仍维持正增速。2016-2019 年，公司营收和业绩稳步增长，主要因产销规模扩大、新产品产业化。20Q1，公司营收、业绩同比下行，主要因疫情影响，公司、上下游供应商及物流等复工较晚。

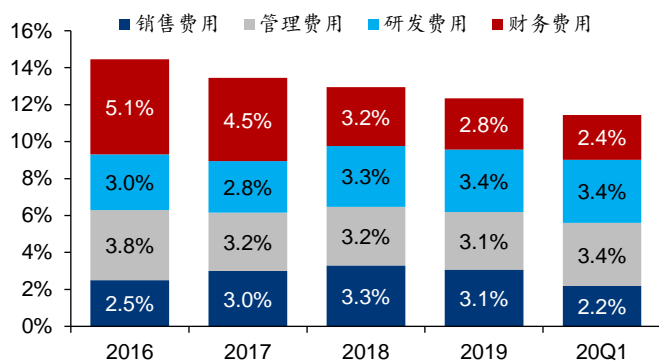
图表15： 公司主要财务数据

	2016	2017	2018	2019	2020Q1
营业收入（亿元）	8.71	11.27	15.07	15.88	2.79
YoY	-	29.40%	33.80%	5.36%	-49.17%
归属于母公司股东的净利润（亿元）	0.47	0.87	1.34	1.42	0.27
YoY	-	83.98%	55.35%	5.30%	-34.42%
加权 ROE	15.59%	20.38%	18.98%	14.81%	2.17%

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰证券研究所

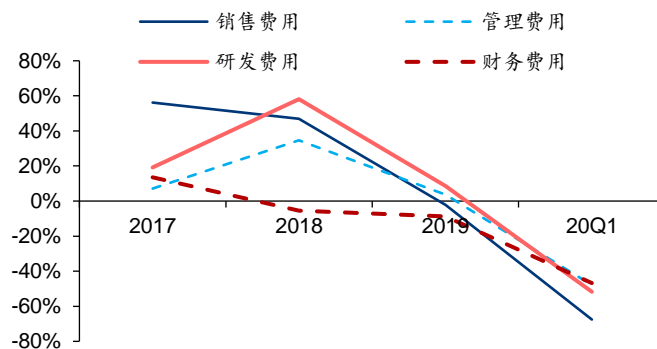
公司财务费用管控水平有所提高。2017-2019 年，公司费用管控好，四费占比整体下行，其中：财务费用因贷款下行，2018、2019 年连续两年负增长；研发费用则保持正增长，并维持在公司营收的 3% 以上；管理费用 2018 年同比增长多主要因员工薪酬上行、689 万元股权激励费用一次性计入。20Q1，受疫情影响及上市后募集资金偿还部分贷款，公司费用均同比下行较多。

图表16： 公司费用占比逐年下行



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

图表17： 公司财务费用管控水平有所提高

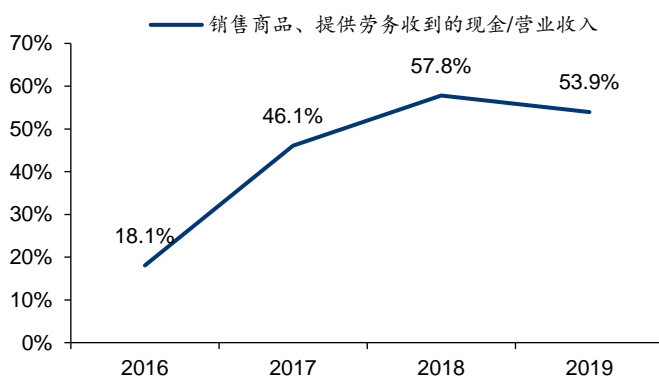


资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所；图中为费用同比增速

公司回款能力相对差，历史坏账率较低

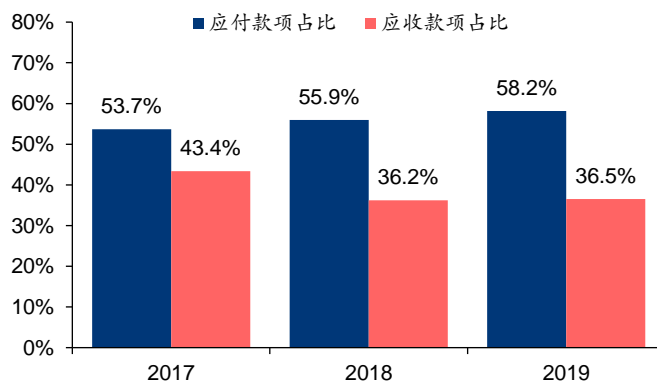
公司上下游占款能力弱。公司回款能力从 2016 年的 8.1% 提高至 2019 年的 53.9%，回款能力仍偏弱。公司客户多为各行业大型、龙头企业，票据结算较普遍。同时，行业特点决定公司采购废钢现金结算方式为主。公司上下游占款能力弱，叠加业务扩张，2016-2019 年间经营现金流净额仅 18 年为正。

图表18： 公司回款能力表现一般



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所；20Q1 数据有较强的季节性故不做比较

图表19： 19 年应收款项占比与 18 年持平，应付款项占比持续上行



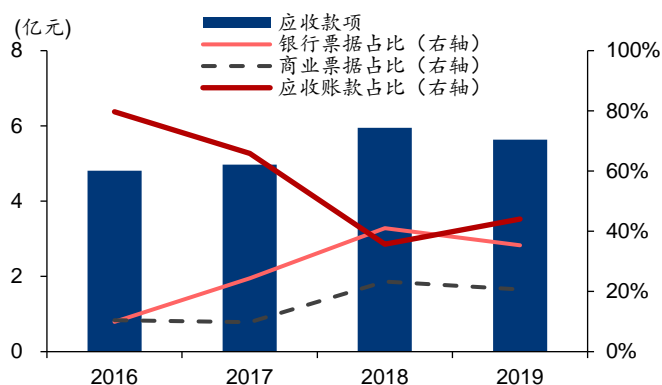
资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所；备注：应收款项为占营业收入比例，应付款项为占营业成本比例；20Q1 数据有较强的季节性故不做比较

历史坏账发生率较低。17-19 年应收账款期末值分别为 3.27、2.13、2.48 亿元，坏账准备分别实际核销 0、31、28 万元，占当期坏账准备均值的 0%、1.0%、0.9%；17-19 年应收票据期末值为 1.70、3.83、3.23 亿元，坏账准备无实际核销。

坏账准备计提较充分。2019 年，应收账款和应收票据分别占应收款项的 44%、56%，应收账款前五大欠款方合计 0.91 亿元（占应收账款 32%），1 年期为主，期限结构健康，坏账准备计提比例 11%；应收票据中以银行承兑票据为主，19 年末坏账计提比例为 2.3%。

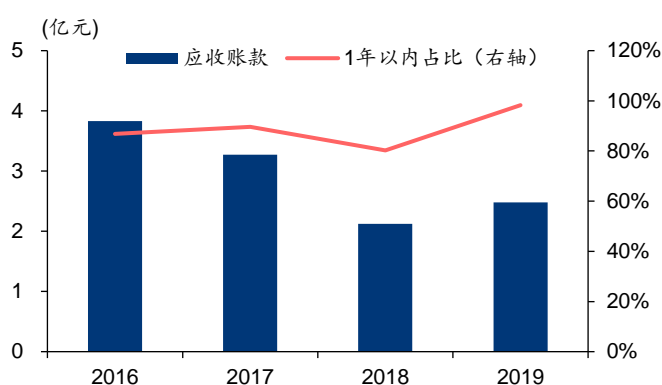
计划加强现金流管理。公司将加强销售回款管理，对销售人员进行回款考核，并与供应商协商延长付款信用期、尽量采取票据结算，同时加强存货管理，控制采购量，加快周转。

图表20： 2019 年应收款项规模下行



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

图表21： 公司应收账款基本以 1 年以内为主



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

各类资产周转水平一般。应收款项周转天数方面，公司表现处中游，好于钢研高纳和通裕重工；永兴材料表现较好，或主要因对客户采用先款后货的信用政策，应收款项规模较低。公司存货周转天数好于通裕重工、钢研高纳；永兴材料水平较低主要因生产流程较短、后续加工环节少，因此存货规模较小。

从公司存货细分项看，18 年除原材料外均上行较多，或因公司正处于特殊合金、特种不锈钢产业化阶段，推高存货规模；19 年库存商品项出现下行，推动存货整体规模下行。固定资产周转天数方面，公司表现较好，仅次于永兴材料；总资产周转天数方面，公司表现与抚钢较为接近，低于钢研高纳和通裕重工。

图表22：公司及同业公司资产周转天数表现

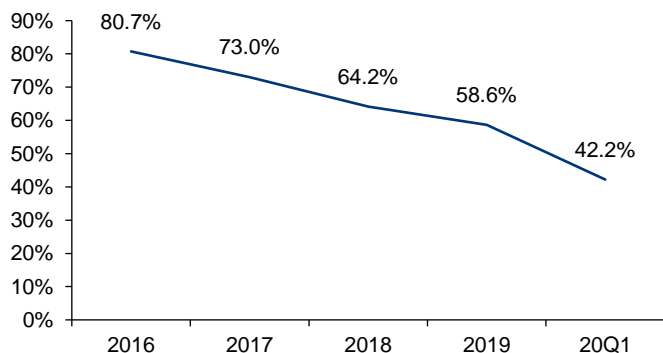
		2017	2018	2019	20Q1
应收款项周转天数	广大特材	79	71	69	120
	ST 抚钢	55	46	38	43
	永兴材料	47	42	34	81
	钢研高纳	163	172	145	218
	通裕重工	86	77	81	76
存货周转天数	广大特材	187	196	211	311
	ST 抚钢	125	99	117	122
	永兴材料	37	33	35	53
	钢研高纳	275	257	169	307
	通裕重工	234	258	263	224
固定资产周转天数	广大特材	154	135	137	181
	ST 抚钢	203	172	190	208
	永兴材料	47	57	72	98
	钢研高纳	250	206	141	206
	通裕重工	388	399	388	351
总资产周转天数	广大特材	580	534	567	867
	ST 抚钢	727	539	517	536
	永兴材料	332	312	326	450
	钢研高纳	985	904	718	1172
	通裕重工	1089	1042	1013	957

资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利改善及募资到账，资产负债率下行

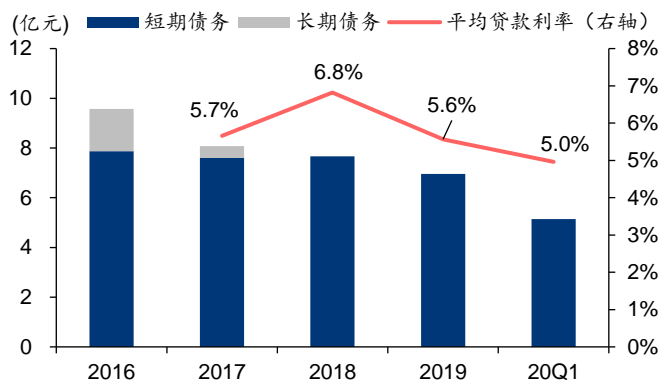
2016 年来公司持续扩张产品规模、品种，但受益于盈利改善，公司资产负债率、有息负债规模逐年下行，2019 年末资产负债率下行至 58.6%，且 2018 年后无长期有息负债。20Q1 因上市募集资金，资产负债率下行至 42.2%。

图表23：公司资产负债率逐年下行



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

图表24：公司有息负债水平、平均贷款利率持续下行



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

特钢行业继续增长，竞争格局初步形成

制造业扩张、升级推动国内特钢增长

国务院、多部委支持发展新材料。2016 年 11 月，国务院发布《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出进一步发展壮大高端装备和新材料等战略新兴产业。2017 年 1 月，工信部等部委发布《新材料产业发展指南》，提出推进原材料工业供给侧结构性改革，紧紧围绕高端装备制造等重点领域需求，加快调整先进基础材料产品结构的重点任务。

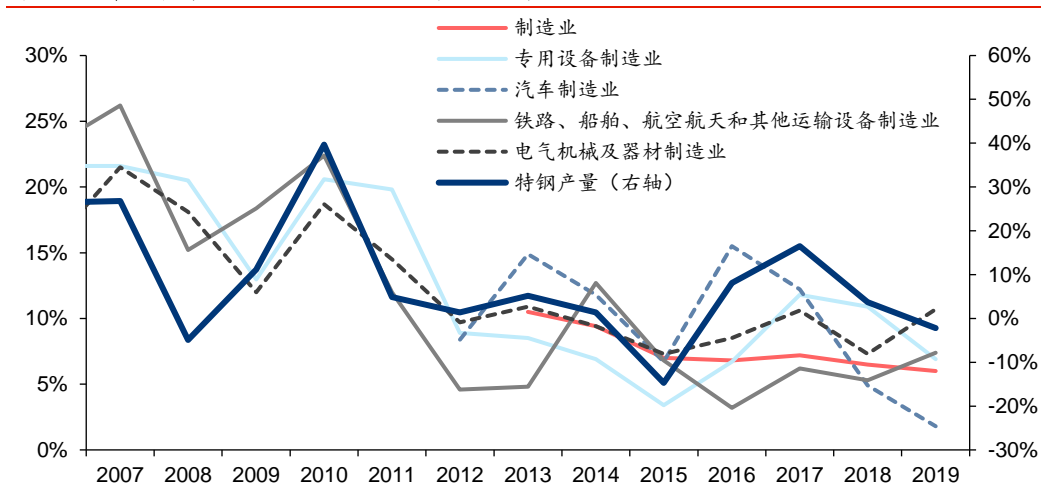
图表25： 相关国家产业政策一览

名称	发文时间	发文部门	主要内容
《新材料标准领航计划 (2018-2020 年)》	2018 年 3 月	工信部、发改 等 9 部委	从新材料技术、产业发展的战略性、基础性特点出发，科学规划标准化体系，明确新 委、国防科工局材料标准建设的方向，建立标准领航产业发展工作机制，重点部署研制一批“领航” 标准（碳纤维及其复合材料、高温合金、高端装备用特种合金等），指导新材料产品 品质提升，带动科技创新，引领产业健康有序发展
《增强制造业核心竞争力三 年行动计划(2018-2020 年)》	2017 年 11 月	发改委	在新材料等重点领域，组织实施关键技术产业化专项，重点发展高铁关键零部件用钢、 发动机用高温合金材料、海洋工程机高技术船舶用钢，核电关键设备用钢，大型压铸 模用热作模具钢等
《“十三五”材料领域科技创 新专项规划》	2017 年 4 月	科技部	加强我国材料体系建设，大力发展高温合金、军工新材料、特种合金等，满足我国重 大工程与国防建设的材料需求，重点发展高品质特殊钢等先进结构材料技术
《新材料产业发展指南》	2017 年 1 月	工信部等	将高品质特钢作为主要发展目标，加快推动先进基础材料工业转型升级，以基础零部 件用钢、高性能海工用钢等先进钢材料为重点，重点突破材料性能及成分控制
《“十三五”国家战略性新兴产业 发展规划》	2016 年 11 月	国务院	面向航空航天、轨道交通等产业发展需求，扩大特种合金、高品质特殊钢等规模化应 用范围，逐步进入全球高端制造业采购体系

资料来源：国务院各部委，华泰证券研究所

特钢需求将随制造业升级而壮大。与普钢相比，特钢产品生产工艺更复杂、技术水平更高，下游主要集中于高端、特种装备制造领域。国内特钢产业初期配套国防军工、航空航天，近年来国内汽车、机械、航空、高铁等行业的发展拉动特钢需求，特钢产量增长较快、品种日渐丰富。从历史数据看，特钢产量增速与工业增加值同比增速相关度高，随着我国制造业增长、升级，我们认为特钢需求有望扩大。

图表26： 中国特钢产量及工业增加值增速走势相关度高



资料来源：Wind，中国特钢企业协会，华泰证券研究所

特钢产量占比显著低于日本德国。据 Wind，2000 年以来日本、德国特钢产量占比接近 20%，与其装备制造发达、出口较多有关。据国家统计局及中国特钢企业协会，2019 年中国特钢产量占比仅 3.7%，随着中国装备制造业升级，我们认为特钢需求有望增加、装备出口有望增多，同时将带动特钢间接出口，特钢产量占比将上行。13-19 年中国粗钢产量稳定在 8-10 亿吨区间，假设 2030 年中国粗钢年产量 6 亿吨、特钢产量占比 15%，则特钢年产量应达到 0.9 亿吨，而 2019 年中国特钢产量仅有 0.4 亿吨。

未来或是大而全与小而美特钢企业并存

一家大而强与多家小而美差异化竞争

国内特钢产业早期技术来源包括建国前东北工业及建国后前苏联技术援助，地理布局前期受到建国前工业基础的影响，后期受三线建设的影响，均带有非市场化特色，行业内有传统的“老八家”特钢企业及四家“三线”特钢企业。“十一五”期间，特钢行业进行兼并重组，形成了三大特钢企业集团（中信特钢、东北特钢和宝钢特钢）和三大专业化特钢企业（太钢不锈、舞阳钢铁、天津钢管）的产业格局。“十三五”期间，东北特钢破产重整，天津钢管因渤海钢铁集团债务问题被剥离、后被上海电气集团重组并控股，中信特钢于 2019 年实现整体上市。

目前国内特钢行业基本形成一家大而强、多家小而美的竞争格局，“大而强”为中信特钢，产品覆盖领域大而全，据公司年报，19 年末产能达 1395 万吨、国内市占率 30%，其他特钢企业多“小而美”，专注于某一细分品种领域，如公司、抚顺特钢、钢研高纳等。公司在齿轮钢和模具钢有优势，且专注于模铸锻造，可生产工艺复杂的大型异形锻件。

公司进行差异化发展，逐步扩大优势

公司既有核心技术达到全球先进水平，齿轮钢在风电、机械、轨道交通等小众领域获得差异化竞争优势，并在此基础上拓展其他细分应用领域。

公司齿轮钢产品聚焦“小众”领域。齿轮钢下游包括汽车、风电、轨道交通和工程机械等，据公司招股说明书，汽车占齿轮钢消费量 80% 以上，但汽车齿轮钢技术参数要求相对较低。公司齿轮钢产品主要应用于风电、机械装备和轨道交通等小众、技术要求更高的领域，且市占率高（2018 年，风电领域全球占比 14.5%，轨道交通领域全国占比 23.7%），公司与以汽车用齿轮钢为主的中信特钢形成差异化竞争。

图表 27： 公司主要产品市场占有率

产品	区域	2016	2017	2018
齿轮钢	风电齿轮钢	全球 19.60%	17.08%	14.50%
	轨道交通齿轮钢	全国 25.62%	22.80%	23.69%
	全国齿轮钢	3.59%	4.00%	5.12%
模具钢	全国	5.43%	6.15%	10.60%

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

公司齿轮钢技术位于国内第一梯队。在风电齿轮钢领域，公司与抚顺特钢是竞争对手，均可为全球前三大风电齿轮箱制造商供货；在轨道交通齿轮钢领域，公司与宝钢特钢是竞争对手，均可为中车戚墅堰供货，中车戚墅堰是中国铁路客货运输主型内燃机车研发制造基地，复兴号高铁所使用的齿轮传动系统 90% 以上来自于中车戚墅堰。公司产品技术与两家竞争对手位于同一梯队，部分指标更优，且公司专注于模铸锻造，可生产工艺复杂的大型异形齿轮钢锻件。

图表 28： 齿轮钢主要类别及技术差异

齿轮钢类别	技术参数要求	齿轮设计寿命	规格与工艺
汽车齿轮钢	氧含量 ≤15ppm，探伤 ≤φ2mm，晶粒度 6 级	80-120 万公里	产品规格较小，通常采用连铸工艺
风电齿轮钢	氧含量 ≤10ppm，探伤 ≤φ0.8mm，晶粒度 8-9 级	20 年	产品规格较大，通常采用模铸工艺
轨道交通齿轮钢	氧含量 ≤10ppm，探伤 ≤φ0.8mm，晶粒度 8-9 级	2400 万公里	产品规格较大，通常采用模铸工艺
工程机械齿轮钢	-	8-10 年	大型工程机械齿轮钢规格较大，通常采用模铸工艺

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表29： 公司风电齿轮钢技术水平

技术指标	全球前三大风电齿轮箱制造商技术要求			广大特材水平		备注
	公司 1	公司 2	公司 3			
晶粒度	≥6 级	≥5 级	≥6 级	8-9 级	级别越高，晶粒度越好	
探伤	1.0mm 当量	≤0.8mm 当量	2.0mm 当量	≤0.8mm 当量	当量越小，材料越纯净	
EVA	≤300	-	-	≤200	参数越小，材料越纯净	
夹杂物						
A 类	细	≤2.5	≤2.5	≤2.0	≤0.5	级别越低，纯净度越好
	粗	≤1.5	≤1.5	≤1.5	≤0.5	
B 类	细	≤2.0	≤2.0	≤2.0	≤1.0	
	粗	≤1.0	≤1.0	≤1.0	≤0.5	
C 类	细	≤1.0	≤0.5	≤1.0	≤0.5	
	粗	≤1.0	≤0.5	≤1.0	≤0.5	
D 类	细	≤1.5	≤1.0	≤1.5	≤1.0	
	粗	≤1.0	≤1.0	≤1.0	≤0.5	
Ds 类		≤2.0	≤1.5	≤2.0	≤1.5	

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表30： 公司轨道交通齿轮钢技术

技术指标	轨道交通齿轮钢技术要求		广大特材技术水平	参数说明
晶粒度	≥6 级		8-9 级	级别越高，材料晶粒度越好
探伤	2.5mm 当量		≤0.8mm 当量	当量越小，材料越纯净
夹杂物：				级别越低，纯净度越好
A 类	细	≤2.5	≤0.5	
	粗	≤1.5	≤0.5	
B 类	细	≤2.0	≤1.0	
	粗	≤1.0	≤0.5	
C 类	细	≤0.5	≤0.5	
	粗	≤0.5	≤0.5	
D 类	细	≤1.0	≤1.0	
	粗	≤1.0	≤0.5	
Ds 类		≤1.5	≤1.5	

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

公司模具钢技术指标不弱于同行业公司。模具钢可分为塑胶、冷作、热作，公司产品以塑胶模具钢中的大型预硬化模具钢为主，即预先淬火硬化处理，成型后无需再进行热处理，可有效避免模具变形、报废，主要应用于汽车、家电和电子等领域。与宝钢特钢、德国布德鲁斯、日本大同特殊钢比较，公司产品技术指标不弱于竞争对手，且在部分指标上更优。

图表31： 公司与德国布德鲁斯大型预硬化模具钢产品性能指标对比

技术参数	布德鲁斯	广大特材	对比结论
夹杂物	A 类，粗:0.5，细:0.5 B 类，粗: 0，细: 0 C 类，粗: 0，细: 0 D 类，粗:0.5，细:0.5 Ds 类，1.0	A 类，粗:0.5，细:0.5 B 类，粗: 0，细: 0 C 类，粗: 0，细: 0 D 类，粗:0.5，细:0.5 Ds 类，1.5	A、B、C、D 类夹杂物水平处于相同等级，布德鲁斯产品 Ds 类级别略低，其纯净度稍高
硬度均匀性	△HRC: 1.5	△HRC: 0.5	广大特材产品硬度均匀性稍好
抛光性能	Ra 平均值: 0.041	Ra 平均值: 0.032	广大特材产品抛光性能稍好
蚀刻性能	优	优	同等水平
耐大气腐蚀性能	实验后表面锈点稍多	实验后表面锈点较少	广大特材产品耐大气腐蚀性能稍高
冲击韧性	49	30	布德鲁斯产品冲击韧性较高

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表32： 模具钢可比公司技术情况

可比公司	对比牌号	公司对应牌号	性能优势与技术先进性
宝钢特钢	SW718	HM2738	广大特材 HM2738 硬度均匀性趋同，截面硬度波动 1.5HRC，SW718 截面硬度波动 2HRC
德国布德鲁斯	1.2738 MOD HH	HM2738	广大特材与布德鲁斯技术整体相当：夹杂物方面，广大特材 A 类优于布德鲁斯，但 Ds 类略低于布德鲁斯；在硬度均匀性方面，广大特材性能略优于布德鲁斯；在表面粗糙度方面，布德鲁斯水平相当；在抛光性能方面布德鲁斯略优；在耐大气腐蚀性方面，广大特材技术指标稍好
日本大同特殊钢	NAK80	HMK80	广大特材 HMK80 淬透性趋同，HMK80 模块厚度可达到 490mm，NAK80 模块厚度为 350mm

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

在高温、耐蚀合金领域，进行差异化竞争。公司后期将重点发展变形高温合金，高温合金按制造工艺可分为变形高温合金（70%，产量占比，下同）、铸造高温合金（20%）和粉末高温合金（10%）。变形高温合金可以进行热、冷变形加工，铸造高温合金可以或必须通过铸造成型，粉末高温合金是将高温合金雾化后经静压成型。

在高温合金领域，公司主要竞争对手包括抚顺特钢、宝钢特钢、钢研高纳以及中国航发北京航空材料研究院（621 所）等。以上四家竞争对手耕耘市场多年，产品多涉及军工、航空航天领域，公司起步相对较晚，主要瞄准海洋石化等油气领域，进行差异化竞争。目前公司也在向材料性能要求更高的航空发动机领域拓展，据 19 年年报，公司目前已通过国际航空航天质量管理体系认证（AS9100D），且部分产品已应用于航空发动机油管部分。

在耐蚀合金领域，公司与主要竞争对手抚顺特钢、宝钢特钢的产品均主要用于海洋石化等，抚顺特钢、宝钢特钢产品主要用于特殊输油管道，公司产品则主要用于油气设备结构件。

图表33： 公司及在高温合金领域主要竞争对手情况

可比公司	主要产品类型	主要应用领域	对比结论
抚顺特钢	变形高温合金	航空发动机、燃机用盘、轴等产品	成立时间均超过 50 年，长期承担国家重大工程在军工、航空航天领域的高温合金材料占据重要市场地位
宝钢特钢	变形高温合金	轴等产品	要市场地位
钢研高纳	铸造高温合金母合金和精密铸件	航空航天发动机叶片等产品	中国钢研科技集团有限公司下属上市公司，我国高温合金领域技术水平最为先进、生产种类最为齐全的企业之一
621 所	铸造高温合金、粉末高温合金		成立于 1956 年，是国内最早从事高温结构材料技术研究的专业化研究机构，在铸造、粉末高温合金市场占据主导地位
广大特材	变形高温合金	海洋石化等油气领域	自 2016 年开始进入高端特殊钢领域，作为民营企业，能够对客户需求做出快速响应，并且具有较高性价比

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

公司生产的特种不锈钢主要应用于核电装备、燃气轮机等领域，同业中规模较大的竞争对手包括太钢不锈、永兴材料等。相比之下，公司目前产品应用领域仍较窄，聚焦核电装备、燃气轮机等领域，而太钢不锈、永兴材料深耕不锈钢市场多年，产品应用领域较广，特别是永兴材料和公司在核电装备领域存在一定直接竞争关系。

另外，2020 年 5 月公司发布公告称拟与东汽轮机设立合资公司（公司持股 67%），东汽轮机以铸锻事业部出资。东汽轮机主要从事火电、核电等新能源的汽轮机开发。若合资公司成立，将有助于公司提升在电力设备特别是核电领域的竞争力。

技术优势和客户渠道资源铸就护城河

公司拥有全产业链工艺。公司是特种合金材料行业内少数具备熔炼、成型、热处理、精加工等一系列工艺的企业，主要竞争对手多拥有产业链的部分环节，因此公司在参与竞争过程中有试制能力强、材料质量可控、生产成本可控、产品线广等优势。

公司为民企，有管理优势。特钢产品质量参数高，且对性能稳定性要求严格；公司产品多为小批量、定制化，生产成本管控要求高。以上两个方面均需较强的管理能力，公司实控人是徐卫明、徐晓辉父子，徐卫明为公司董事长，管理层与公司利益一致，无代理人风险，公司有一定的管理优势。另外，公司民企性质，可保证良好的激励机制激发员工积极性和创造力，如公司 6 位核心技术人员均持有公司股权。

公司技术优势较强。公司产品定位偏高端，现有核心技术水平已达到世界领先、国内第一梯队水平；在未来重点发展产品方面，公司着眼于高端制造业领域亟需解决的材料问题，在轨道交通、军事工业等领域已实现诸多技术突破、批量生产，虽然目前产销规模较小，但随着产品技术逐步完善、获取认证，未来有望成为公司业绩的重要增长点。

图表34： 公司特殊合金、特种不锈钢产品已实现的技术优势

领域	技术优势
轨道交通	时速 300-350 公里高铁锻钢制动盘材料经过近十年研发和测试，通过中国中车认证并成为唯一供应商，实现进口替代
军事工业	高温合金、超高纯不锈钢等材料在军机发动机部件、核潜艇动力系统等方面批量供应，在航空液压油管方面小批量供应，技术达到国内领先水平
核能电力	公司是国内首次成功突破 6 吨级低活化马氏体钢（CLAM）核聚变堆先进包层结构材料电渣技术的公司，技术水平达到国际先进，并开始小批量供货，用于国内自主三代“华龙一号”堆内构件的特种不锈钢材料已获得客户认可，并达到国际先进水平，同时核电用高温合金、耐蚀合金等材料均已实现批量生产；参与到国内首家自主研发第四代核电高温气冷堆控制棒用材料的开发工作
航空航天	高纯净航空轴承钢在国际市场已通过试制认可，而多个牌号的高温合金材料已批量供货给航空航天发动机零部件承制商；就战斗机起落架的超高强度钢材材料进行研发试制
海洋石化装备	耐蚀合金及特种不锈钢供应已进入稳定放量阶段，用其制造的酸性油气田石化管道已实现对进口产品的替代
半导体芯片装备	管阀件用超高纯不锈钢材料实现技术突破，产品质量达到国际先进水平，并已实现进口替代

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

与客户合作关系长期稳定。在新客户开发中，公司集中资源优先攻克目标市场内最具规模性、代表性、先进性的龙头企业，再借助其示范作用面向整个行业全面推广产品，例如公司主动寻求德国等国家的知名合金材料供应商进行技术交流并成为其合格供应商，从而将产品应用于蒂森克虏伯等知名企业。

由于行业龙头客户的准入门槛普遍较高，对供应商的考核周期较长，一旦进入其采购体系后，便将形成长期稳定的合作关系，有效规避中低端市场的无序竞争。例如公司研发的时速 300-350km 高铁锻钢制动盘材料于 2018 年获中国中车认证并成为国内唯一供应商。

图表35： 公司产品主要对应行业合作龙头企业

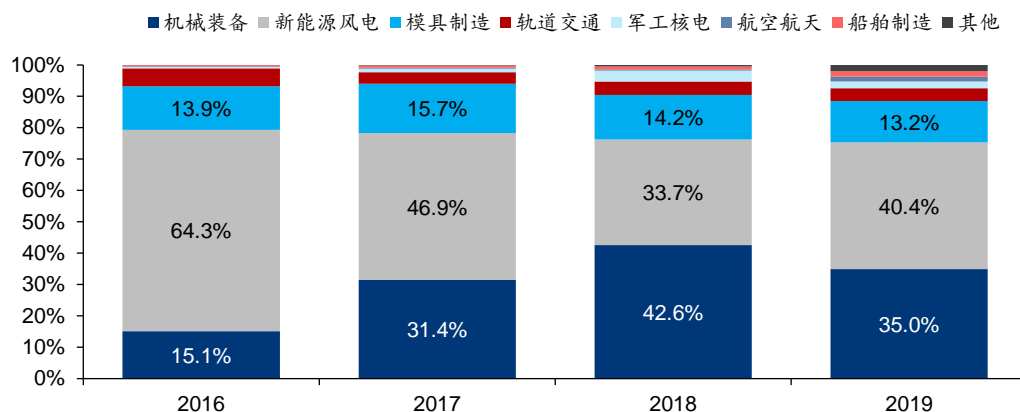


资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

对头部客户依赖程度下降，降低风险。公司与南高齿及相关企业购销规模相对稳定，公司近年来大力拓展其余产品和下游客户，因此对南高齿销售占比持续下行，2016 年-2019H1，公司合计对南高齿销售占比分别为 44.6%、34.2%、18.9%、18.9%。2016-2019 年，前五大客户营收占比逐年下行，分别为 60.2%、51.1%、39.1%、37.0%。

风电抢装潮继续，短期公司受益

图表36： 风电、机械装备以及模具制造占公司营收比例近 90%



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

齿轮钢受益于风电抢装，内需增长确定性强

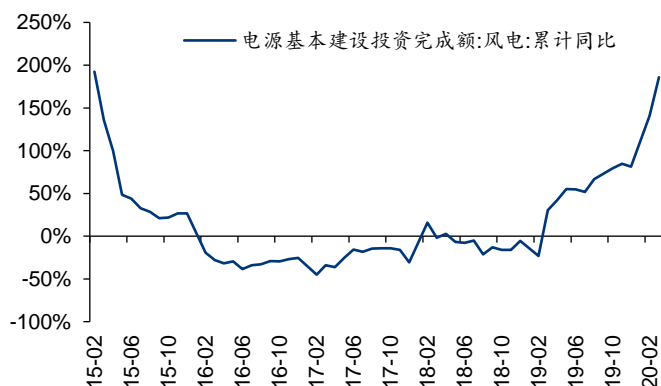
风电抢装有望持续至 2021 年。2019 年 5 月 21 日，国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》，引发风电抢装潮。2019 年，风电新增装机量 26GW；根据华泰电力设备与新能源组在报告《欧盟加大电动车支持力度，消纳空间为新能源护航（2020.5.24）》中预测，2020 年年吊装量有望超 30GW、2021 年为 30GW，2022 年风电平价周期开启，风电装机维持平稳，预测 2022-2030 年每年新增风电装机量 20GW。

图表37： 2019 年 5 月国家发改委《关于完善风电上网政策的通知》

	文件部分内容
陆上风电	2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底之前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底之前核准的陆上风电项目，2021 年底之前仍未完成并网的，国家不再补贴
海上风电	自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴
	将海上风电标杆上网电价改为指导价，新核准海上风电项目全部通过竞争方式确定上网电价
	2019 年符合规划、纳入财政补贴年度规模管理的新核准近海风电指导价调整为每千瓦时 0.8 元，2020 年调整为每千瓦时 0.75 元
	对 2018 年底之前核准的海上风电项目，如在 2021 年底之前全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价；2022 年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价

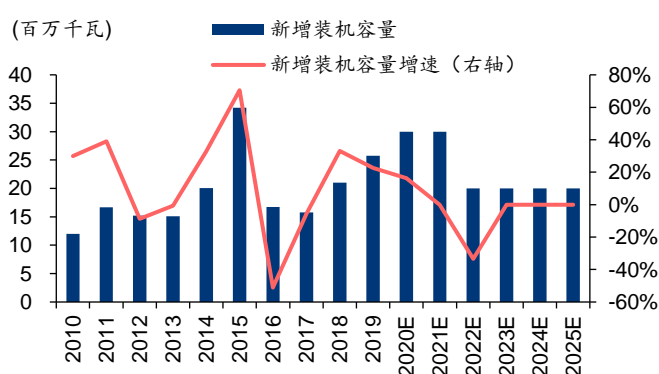
资料来源：发改委官网，华泰证券研究所

图表38： 19 年以来电源基本建设投资增速明显上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表39： 20-21 年预计将是风电新增装机容量高峰



资料来源：中电联，华泰证券研究所

高铁动车组国产化率提高或带来齿轮钢新增需求。《中长期铁路网规划》计划高铁里程在 2020 年、2025 年、远期分别达到 3 万公里、3.8 万公里、4.5 万公里。据国铁集团，截止 2019 年底，我国高铁里程已达 3.5 万公里，已提前完成 2020 年规划目标。2019 年新增高铁里程 0.51 万公里，2020 年计划新增 0.2 万公里，增速下行。

我国高速铁路动车组在经历过技术引进为主的第一代、技术引进和自主创新结合的第二代后，目前已走向自主开发的第三代。2017 年 CR400AF、CR400BF 的正式下线运营，标志着高铁动车组技术国产化的成功。

根据公司招股说明书，公司在轨道交通领域应用的产品主要是齿轮钢，我国高铁齿轮箱设计运行寿命已达 2400 万公里，远高于汽车变速箱 80-120 万公里的设计寿命，因此技术含量高、壁垒高。另外，公司早年即介入时速 300-350km 级别高铁锻钢制动盘材料的研发，并已于 2018 年 10 月获得中国中车认证成为国内唯一供应商，实现进口替代。考虑高铁营业里程增长乏力以及单位新增营业里程对应动车组增量下行，未来高铁用齿轮钢的需求增长或主要来自高铁动车组国产化率提高。

图表40： 高铁新增营业里程情况



资料来源：国家统计局，《中长期铁路网规划》，国铁集团，华泰证券研究所

图表41： 以动车组为代表的高铁设备与营业里程基本成正比

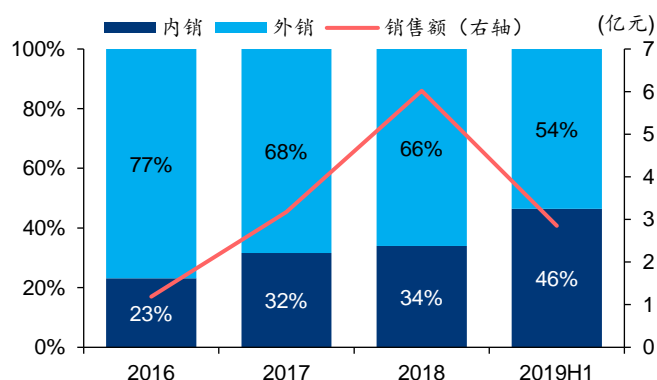


资料来源：Wind、中国铁路建设投资公司，华泰证券研究所

机械装备短期承压，长看仍有增长空间。受疫情影响，制造业投资在三大投资中承压最为明显，20 年前 4 月制造业投资累计同比为-18.8%，低于同期地产、基建投资增速。自 2015 年来，国内高端制造业投资增速高于制造业投资增速，2020 年前 4 月高技术制造业投资累计增长-3.6%。据公司招股说明书，公司的齿轮钢广泛应用于高端装备制造业当中，因此我们预计公司国内的机械装备领域需求受疫情影响有限。

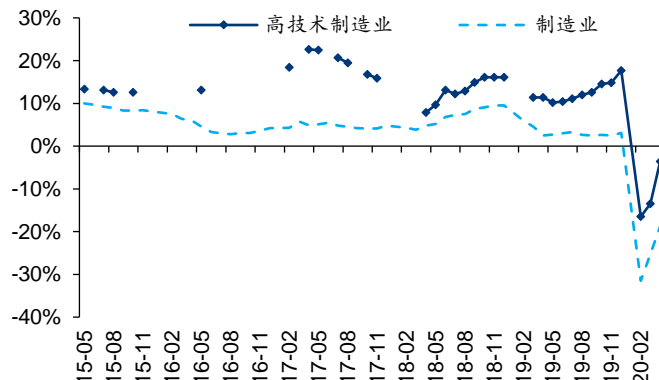
外销方面，公司主要面向德国出口，在德国进行加工装配后销往全球市场。目前，海外疫情继续发展，工厂多限、停产，需求下行，我们预计短期内公司海外订单或受影响。中长期看，虽然目前全球贸易保护主义浪潮来临、有逆全球化趋势，但美、德等为代表的高端制造业市场有复苏迹象，处于上行周期，且公司模具钢、齿轮钢技术水平世界领先，并主动缩减海外市场规模，故公司相关出口需求受影响程度或小于预期。

图表42： 公司机械装备齿轮钢销售额上行，外销占比逐年下降



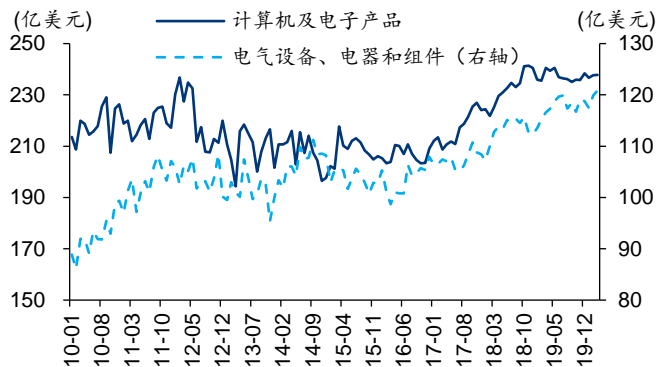
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所；2019 年年报未披露 2019 年度情况

图表43： 中国高技术制造业投资累计同比显著高于制造业整体水平



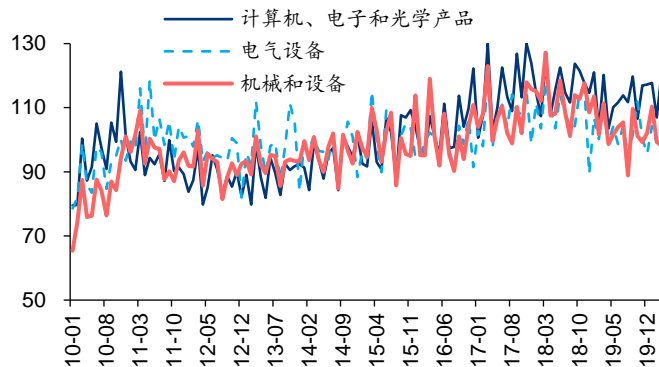
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表44： 2016 年以来美国高端制造业新接订单量明显上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45： 德国制造业已收订单指数（MOI）已从低谷回升



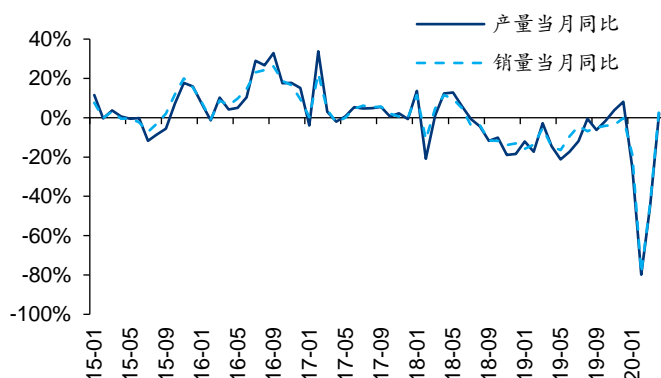
资料来源：CEIC，华泰证券研究所；2015 年=100

短期汽车家电承压，看好模具钢中长期替代

短期模具钢下游需求不容乐观。据 Mysteel，2018 年汽车、家电和电子通讯是模具钢下游的主要应用领域，占比分别约为 35%、20%、20%。疫情冲击下，汽车、家电等消费品需求受冲击较为明显，汽车方面，20 年前 4 月产、销量同比下滑 33.4%、31.1%；乘联会预计 5 月市场进一步修复，乘用车零售有望于恢复正增长；另据乘联会秘书长预估，预计 2020 年全年汽车销量将同比下行 8%，与 19 年同比降幅基本一致。

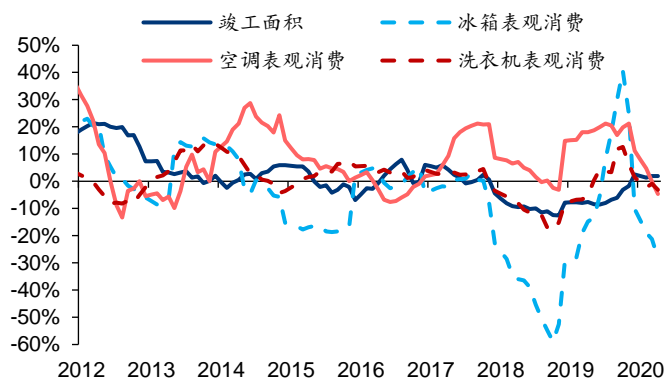
家电方面，从历史数据看，空调、冰箱和洗衣机等表观消费增速（近 12 月移动平均）与竣工面积增速存在一定一致性，但滞后期表现不一，或因补贴政策、气温条件等因素影响。2020 年，受疫情影响住宅竣工延迟，国内家电需求下行，但考虑到前期施工水平较高，且后期可通过赶工弥补前期竣工下行部分，全年看竣工表现或不差，但增速水平或有限，对国内家电需求托底作用或不强。海外方面，由于疫情持续时间更长，对国内出口冲击或更大，因此家电产量表现或不及竣工面积。

图表46： 疫情冲击下，汽车产销量降幅明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表47： 竣工表现一般，对家电需求托底作用或有限



资料来源：Wind，华泰证券研究所

备注：图中均为竣工面积、表观消费近 12 月移动平均后同比增速数据；其中冰箱、洗衣机无进口数据，空调缺失 2020 年以来进口数据，但占比较低影响较小；

看好高端品种进口替代的长期趋势。据 Mysteel 调研，我国模具钢每年产量约为 220 万吨，净进口量约为 10 万吨左右（2017 年）、且进口多为高端品种。公司作为国内较早涉足模具钢领域的企业之一，具备世界领先的技术水平和研发团队，2018 年国内市占率达 10.6%，具备一定的市场影响力，拥有进一步引领、拓展高端模具钢市场的能力，因此看好相关的进口替代空间为公司带来的需求增量。

军工航空领域用特殊合金，或带来业绩增量

公司已具备军工、航空航天入场资格。特殊合金和特种不锈钢是公司未来的重点发展方向，其中特殊合金是重中之重。据公司年报，目前公司已拥有军工装备和航空航天认证资质：军工装备方面，公司已取得“军工三证”（武器装备科研生产许可证、武器装备科研生产单位保密资格证、武器装备承制单位资格认证）；航空航天方面，公司通过了国际航空航天质量管理体系认证（AS9100D）。

据中国产业信息网，目前美国、欧洲高温合金市场已较为成熟，未来市场增量主要在中国；2018 年中国高温合金市场规模为 127 亿元，预计到 2025 年可达 193 亿元，年均复合增速 6.2%。

航空发动机趋势向好。军工市场方面，业内 ST 抚钢、宝钢特钢等传统特钢企业，已与军工需求方形成较为稳定的研发生产一体化模式，公司短期内较难迅速打开市场，但已具备入场条件，未来或有增量。

航空航天领域则是军民两用，据 Roskill 调研（2016 年），全球高温合金需求市场集中在航空航天领域，占比达 55%，其中，高温合金主要应用在航空发动机部件中。为解决中国飞机的“心脏病”问题，自 2011 年以来，国家相关部委就开始开展“航空发动机和燃气轮机”两机重大专项调研和论证。2016 年 5 月，中央批准成立中国航空发动机集团，打破了以往“一厂一所一型号”的旧式航空工业模式，实现了“飞发分离”，使我国航空发动机走上独立研制道路，航发及相关产业迎来快速发展，高温合金需求增长趋势向好。

公司研发实力强，有望迅速切入市场。公司深耕特钢市场多年，核心技术人才齐备，研发实力强，且上市募投资金中有 3 亿元即投向特殊合金材料扩建项目。19 年报告期内，公司在航天用 GH4099 锻板产品上解决了高合金化偏析控制、晶粒度控制等难题，该产品主要应用于某型火箭发动机推进器。

公司在手订单稳定，新增产能投放锦上添花

在手订单情况较为稳定。2016-2019H1，公司期末在手订单额分别为 3.67、5.48、7.51、6.08 亿元（2019 年报未披露 2019 年末数据）；2016-2019 年公司销售收入分别为 8.6、11.2、14.9、15.9 亿元。据公司 2019 年年报，公司已与国内某大型风电整机厂签署采购合同，总金额预计 9 亿元，预计 20 年、21 年可分别实现 4.8 亿元、4.2 亿元销售额；2019 年公司销售收入 15.9 亿元，其中新能源风电领域营收为 6.2 亿元。

公司新增产能投放锦上添花。公司于 19 年 9 月启动超大型铸锻件智能化技改项目，公司预计 20Q2 完成一期建设并逐步投产，达产预计新增 20 万吨铸锻件产能（轮毂、机舱弯头等，后续加工环节，前端熔炼产能不新增），公司在风电领域的供货能力将进一步上行。2019 年，公司新能源风电领域营收占比达 40.4%，风电行业高景气叠加新增产能投放，公司或受益明显。

盈利预测：业绩向上空间大

产销假设

按公司建设、投产进度规划，我们假设特殊合金 2020-2023 年新增产量分别为 0、1750、1100、700 吨。公司有削减锻件、提高铸件趋势，故对既有产品假设产量逐步下行：考虑疫情影响，假设 20-22 年齿轮钢产量增速分别为-15%、-10%、0%；模具钢受汽车市场规模萎缩影响较大，假设 20-22 年产量增速分别为-25%、-10%、0%；特种不锈钢假设产量温和上行，假设 20-22 年增速分别为 5%、3%、2%；风电主轴方面假设 20-21 年产量增速均为 5%，2022 年风电平价完全开启，假设产量增速为-5%；精密机械部件假设 20-22 年产量增速分别为-20%、-10%、0%。

另外在建的铸锻件智能化技改项目完全投产后将新增 20 万吨风电铸件（轮毂、机舱弯头等）产能，我们假设一期项目于 20Q2 完工投产后，对应新增 10 万吨风电铸件产能/年；考虑《关于完善风电上网电价政策的通知》中提出 2022 年开始对风电不再进行补贴、平价上网，保守假设剩余 10 万吨产能暂不建设。则 20 年对应新增 5 万吨产量；21 年产量为 10 万吨；同样基于前述 2022 年风电平价上网，新增装机容量或同比下行，对相应风电铸件需求或下滑，故假设产量下滑 10%。另外，公司历史产销率表现较好，故假设 2020-2023 年产销率均为 100%。

图表48：产销情况假设

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
产量	高品质齿轮钢	14.41	17.76	15.34	13.04	11.73	11.73
	高品质模具钢	2.20	3.39	2.58	1.93	1.74	1.74
	特殊合金	0.01	0.07	0.11	0.14	0.32	0.43
	特种不锈钢	0.16	0.25	0.19	0.20	0.21	0.21
	风电主轴	0.34	0.47	0.60	0.63	0.66	0.63
	精密机械部件	1.36	0.90	1.38	1.10	0.99	0.99
	风电铸件				5.00	10.00	9.00
销量	高品质齿轮钢	14.25	17.26	15.75	13.04	11.73	11.73
	高品质模具钢	2.04	2.39	2.19	1.93	1.74	1.74
	特殊合金	0.01	0.05	0.11	0.14	0.32	0.43
	特种不锈钢	0.12	0.22	0.21	0.20	0.21	0.21
	风电主轴	0.47	0.44	0.68	0.63	0.66	0.63
	精密机械部件	1.42	0.87	1.46	1.10	0.99	0.99
	风电铸件				5.00	10.00	9.00

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所；单位：万吨

价格、成本假设

因特殊合金价格、成本较高，故进行单独假设。随着公司逐步量产、扩大市场，公司特殊合金均价有望提升，2019 年同比增 8.3%，结合考虑 20 年受疫情影响、21 年公司特殊合金新项目投产有望进一步提升产品质量，我们假设 20-22 年均价同比增幅分别为 0%、3%、2%；2019 年公司特殊合金毛利率达 35.2%，同期 ST 抚钢高温合金毛利率为 38.0%，考虑到公司高温合金逐渐拓展市场，我们假设未来公司特殊合金毛利率逐年提升 1pct。

风电铸件为新产品，无历史数据，需参照同行业公司，故同样进行单独假设。因公司计划年内投产，无历史数据追溯，故参照风电铸件行业龙头公司日月股份相关经营数据：2019 年，日月股份风电铸件销量 26 万吨，吨售价 11189 元/吨，毛利率 25.7%。风电行业 2022 年完全开启平价上网，对风电铸件需求下滑，故价格、毛利率表现或下行，假设公司风电铸件 2020-2022 年吨售价分别为 11000、11000、10500 元/吨，毛利率分别为 25%、25%、23%。

其余产品方面，目前主要为齿轮钢和模具钢，与制造业相关度高，受新冠疫情影响，2020 年价格或下跌较多，假设 2021-2022 年同比变动分别为-2%、0%。风电主轴虽然下游需求向好，但 19 年均价同比下行 3.6%，或因下游客户结构调整，且未来公司发展重点新增风电铸件，并考虑 20 年疫情影响，故保守假设 20-22 年均价分别同比变动-5%、0%、0%。

图表49： 产品平均价格假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
高品质齿轮钢	5,171	6,219	6,200	5,890	5,772	5,772
高品质模具钢	8,674	8,848	9,321	8,389	8,221	8,221
特殊合金	43,331	40,018	43,356	43,356	44,656	45,549
特种不锈钢	15,385	13,111	24,765	24,765	25,508	25,508
风电主轴	13,574	15,423	14,862	14,119	14,119	14,119
精密机械部件	8,600	10,223	10,849	9,764	9,569	9,569
风电铸件				11,000	11,000	10,500

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所；单位：元/吨；此处价格为根据对应品种的销售收入和销量计算得到

公司为短流程钢企，成本主要由废钢及合金采购价格决定。考虑到疫情冲击下电炉开工迟缓、长流程添加废钢意愿降低、废钢价格下行；未来随着废钢来源增加，废钢价格或逐步进入下行阶段，保守假设 2020-2022 年吨钢口径直接材料变动幅度分别为-1%、-0.5%、-0.5%。燃料动力方面，据投资者关系活动记录表（2020.4.8），因疫情影响生产进度，公司在复产后，加大峰电使用比例，故假设 2020-2022 年吨钢口径燃料动力涨幅分别为 2%、-2%、-1%。直接人工、制造费用均采用加权平均方式进行预测。

图表50： 吨钢成本拆分假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
直接材料	2,568	3,209	3,454	3,420	3,403	3,386
燃料动力	876	861	919	938	919	910
直接人工	148	179	261	280	274	276
制造费用	1,036	1,161	1,289	1,309	1,302	1,304

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所；单位：元/吨；此处吨钢成本拆分为根据对应分项与产品销量计算得到

费用假设

销售费用、管理费用中，我们将运费、职工薪酬、业务招待费等主要部分进行拆分预测，其余部分按照近 3 年加权平均预测；财务费用中，根据公司现金、借款、债券等数据预测公司利息费用、收入等；研发费用中，考虑公司未来仍有较多重点研发目标，假设 2020-2022 年材料试制费同比上涨 20%、10%、10%。

图表51： 费用假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用	3,388	4,980	4,872	4,487	4,385	4,485
管理费用	3,549	4,779	4,952	5,184	5,472	5,504
财务费用	5,084	4,810	4,392	5,229	5,986	4,806
研发费用	3,131	4,951	5,379	6,209	6,738	7,315
销售费用率	3.0%	3.3%	3.1%	2.4%	1.9%	2.0%
管理费用率	3.2%	3.2%	3.1%	2.8%	2.3%	2.5%
财务费用率	4.5%	3.2%	2.8%	2.8%	2.5%	2.1%
研发费用率	2.8%	3.3%	3.4%	3.4%	2.9%	3.3%

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所；管理费用口径不含研发费用；单位：万元

另外，公司是高新技术企业，2014-2019 年按 15% 优惠税率计缴企业所得税；目前公司暂未披露政策是否持续，但公司产品定位较高端，优惠税率有望持续。

基于前述主要核心假设，我们预计公司 20-22 年 1.73、2.40、2.47 亿元，每股收益分别为 1.05、1.46、1.50 元。

估值评级：看好长期发展，首次覆盖给予“增持”评级

图表52：可比公司估值情况

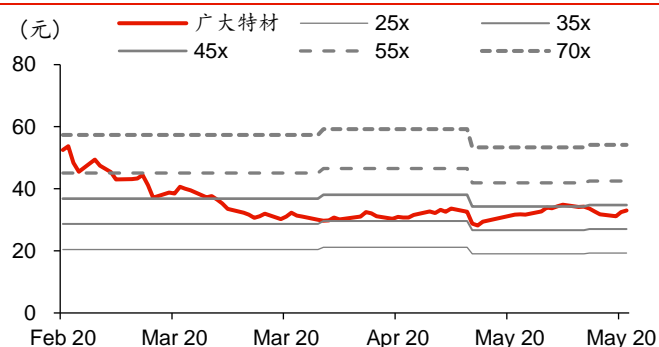
	PE (TTM)	PE (2020E)
中信特钢	-	13.20
永兴材料	19.68	14.19
久立特材	11.58	11.95
武进不锈	10.89	10.35
可比公司均值	14.05	12.42
广大特材	42.65	-

资料来源：Wind，华泰证券研究所；PB (2020E) 中，中信特钢、武进不锈为华泰预测，其余为 Wind 一致预期，截至 2020.5.27；
 中信特钢因资产重组，故不采用 PE (TTM) 指标

公司专注于特殊钢铁材料制造，故选择中信特钢、永兴材料、久立材料和武进不锈作为可比公司，可比公司 PE (2020E) 均值为 12.42 倍，PE (TTM) 均值为 14.05 倍（不含中信特钢）；我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.05、1.46、1.50 元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 31.33、22.61、21.96 倍。公司为科创板次新股，目前估值水平偏高，但公司下游需求向好，叠加产品规模提升，我们看好公司长期发展，首次覆盖给予“增持”评级。

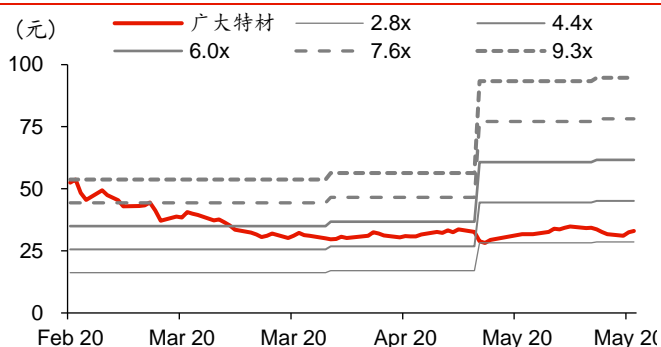
PE/PB - Bands

图表53：广大特材历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表54：广大特材历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

新产品开发失败风险

公司积极研发的特种合金材料具有工艺要求高、技术突破难、研发周期长等特点，若新技术、新产品研发失败，将会导致公司本次投入的大额资金无法带来效益。另外，公司在建风电铸件产品相关的技改项目，若开发失败，将对公司业绩带来负面影响。

疫情持续发展风险

新冠疫情若持续发展，将对全球经济和制造活动带来持续性冲击，公司产品下游需求或将下行。

原材料价格波动风险

公司产品的主要原材料包括废钢、合金等，若废钢和合金采购价格出现大幅波动，将直接影响公司盈利能力。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,720	1,542	1,592	1,650	1,629
现金	321.64	174.22	201.38	257.79	246.26
应收账款	212.52	248.08	236.23	240.18	238.86
其他应收账款	0.00	6.81	1.06	9.01	0.61
预付账款	15.86	14.08	22.84	23.76	20.58
存货	742.15	714.87	723.96	720.93	721.94
其他流动资产	427.56	383.61	406.06	398.57	401.07
非流动资产	826.72	916.13	1,403	1,438	1,411
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	643.96	568.73	726.22	1,072	1,086
无形资产	99.97	100.81	128.33	134.89	136.21
其他非流动资产	82.78	246.59	548.79	231.25	188.85
资产总计	2,546	2,458	2,995	3,088	3,040
流动负债	1,616	1,425	1,808	1,682	1,413
短期借款	717.97	696.06	953.81	889.08	575.18
应付账款	706.11	660.20	675.51	670.41	672.11
其他流动负债	191.52	68.68	178.99	122.65	165.32
非流动负债	18.42	15.73	15.73	15.73	15.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	18.42	15.73	15.73	15.73	15.73
负债合计	1,634	1,441	1,824	1,698	1,428
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	123.00	123.00	164.80	164.80	164.80
资本公积	621.28	621.28	621.28	621.28	621.28
留存公积	145.16	249.76	404.32	611.90	817.25
归属母公司股东权益	912.44	1,017	1,171	1,390	1,612
负债和股东权益	2,546	2,458	2,995	3,088	3,040

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	46.03	(23.85)	392.62	319.66	432.63
净利润	134.38	141.51	173.39	240.21	247.33
折旧摊销	72.29	85.89	63.74	83.42	83.44
财务费用	48.10	43.92	52.29	59.86	48.06
投资损失	(6.34)	(16.37)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(197.81)	(285.05)	102.92	(63.75)	53.76
其他经营现金	(4.59)	6.27	0.27	(0.09)	0.03
投资活动现金	(48.12)	(89.93)	(551.21)	(118.05)	(56.45)
资本支出	54.55	108.05	551.21	118.05	56.45
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	6.43	18.12	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	226.20	(25.69)	(301.99)	(80.46)	(73.81)
短期借款	39.67	(21.91)	257.75	(64.73)	(313.89)
长期借款	(48.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	23.00	0.00	41.80	0.00	0.00
资本公积增加	230.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(18.46)	(3.78)	(601.54)	(15.74)	240.08
现金净增加额	228.07	(138.95)	(460.59)	121.14	302.36

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,507	1,588	1,836	2,350	2,245
营业成本	1,162	1,243	1,429	1,848	1,740
营业税金及附加	9.98	10.32	11.90	15.30	14.59
营业费用	49.80	48.72	44.87	43.85	44.85
管理费用	47.79	49.52	51.84	54.72	55.04
财务费用	48.10	43.92	52.29	59.86	48.06
资产减值损失	(2.58)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	12.21	(9.76)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.34	16.37	0.00	0.00	0.00
营业利润	168.28	169.97	206.91	285.49	293.75
营业外收入	1.41	2.09	1.75	1.81	1.83
营业外支出	5.75	4.21	4.67	4.70	4.61
利润总额	163.94	167.84	203.99	282.60	290.98
所得税	29.56	26.33	30.60	42.39	43.65
净利润	134.38	141.51	173.39	240.21	247.33
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	134.38	141.51	173.39	240.21	247.33
EBITDA	266.07	286.78	307.47	409.81	407.13
EPS (元, 基本)	0.82	0.86	1.05	1.46	1.50

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	33.80	5.36	15.59	28.01	(4.47)
营业利润	46.34	1.00	21.74	37.98	2.89
归属母公司净利润	55.35	5.30	22.53	38.53	2.96
获利能力 (%)					
毛利率	22.89	21.72	22.16	21.35	22.50
净利率	8.91	8.91	9.44	10.22	11.02
ROE	14.73	13.91	15.36	17.81	15.75
ROIC	12.01	11.20	11.17	14.20	14.69
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.17	58.62	60.91	54.98	46.98
净负债比率 (%)	49.35	51.89	67.18	47.25	21.33
流动比率	1.06	1.08	0.88	0.98	1.15
速动比率	0.57	0.52	0.43	0.50	0.58
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.63	0.67	0.77	0.73
应收账款周转率	2.76	2.74	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	1.79	1.72	1.77	1.75	1.75
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.86	1.05	1.46	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	(0.14)	2.38	1.94	2.63
每股净资产(最新摊薄)	5.54	6.17	6.85	8.18	9.53
估值比率					
PE (倍)	40.42	38.39	31.33	22.61	21.96
PB (倍)	5.95	5.34	4.81	4.03	3.46
EV_EBITDA (倍)	22.07	20.78	20.13	14.81	14.16

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，邱瀚萱，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师邱瀚萱本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司