

核心观点

❖ 公司回归“战略聚焦、业务归核”的经营方针，计划对主营业务进行重整。在公司战略聚焦，业务归核的经营方针指导下，公司将对主营业务进行重整，明确公司的业务定位和发展路径。聚焦润滑液压流体系统集成核心业务，明确向产业链相关上下游延伸以及提高服务收入比重的路径。

在润滑液压流体控制业务单元，公司核心业务定位于流体技术行业的生产、销售和服务。除流体系统外，在流体元辅件方面将加大投入和发展，同时公司将提高润滑液压系统元辅件包括液压泵、管接件和板片等自制比率，从而增加公司新的收入增长点，同时控制成本提高公司盈利能力。未来公司将形成聚焦流体技术行业的前端和后端专业服务业务，设立与原有的液压润滑系统控制集成及元辅件生产制造相对应的工业服务业务单元。

❖ 液压密封行业国产化替代加速推动重点布局行业突破，受益下游景气度持续回暖，公司产品在重点布局行业放量可期

政策支持推动进口替代加速，2020 液压密封行业高端产品实现国产化率 60% 以上。公司在润滑液压行业沉积多年，当前确立聚焦润滑液压主业，向上下游适度扩张，专注提升公司管理效率，整合产业链以提升公司核心竞争力。

随着制造成本下降，全球风电已具备经济性。我国风电行业在经历了 2017 年筑底，2018 年复苏后，未来 2-3 年将迎来抢装潮。经济性、清洁性驱动风电持续渗透，从周期走向成长，行业步入黄金时代。作为公司产品最重要的应用行业之一，风电需求拐点确立，持续抢装开启，将促进公司经营稳健发展。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计 2019-2021 年，公司可实现营业收入 8.01（同比增长 21.4%）、10.23 和 13.21 亿元，以 2018 年为基数未来三年复合增长 26%；归属母公司净利润 5100（同比增长 14.2%）、4200 和 6000 万元，以 2018 年为基数未来三年复合增长 9.83%。总股本 4.3 亿股，对应 EPS0.12、0.10 和 0.14 元。

估值要点如下：2019 年 11 月 12 日，股价 4.26 元，总股本 4.3 亿股，对应市值 18 亿元，2019-2021 年 PE 约为 36、44 和 31 倍。未来 2-3 年，风电行业抢装推动行业高景气，公司也将聚焦主业，向上下游适当延伸，着重改善产品结构和提高管理效率，公司毛利率和净利率水平有望明显改善。综上所述，2019 年是公司扣非净利润扭亏的拐点时点，公司基本面在未来 2-3 年有望大幅改善，我们首次覆盖给予“增持”评级。

❖ 风险提示：风电行业订单低于预期，工程机械行业放量低于预期。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	659	801	1023	1321
+/-%	9%	21%	28%	29%
归属母公司净利润(百万)	45	51	42	60
+/-%	599%	14%	-18%	42%
EPS(元)	0.10	0.12	0.10	0.14
PE	40.75	35.67	43.75	30.71

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
 报告类别 | 公司深度
 所属行业 | 机械设备
 报告时间 | 2019/11/12
 前收盘价 | 4.26 元
 公司评级 | 增持评级

分析师

孙灿
 证书编号：S1100517100001
 010-68595107
 suncan@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
 中海国际中心 15 楼，
 100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

■ 公司看点在于：

1. 公司回归“战略聚焦、业务归核”的经营方针，计划对主营业务进行重整

在公司战略聚焦，业务归核的经营方针指导下，公司将对主营业务进行重整，明确公司的业务定位和发展路径。聚焦润滑液压流体系统集成核心业务，明确向产业链相关上下游延伸以及提高服务收入比重的路径。

在润滑液压流体控制业务单元，公司核心业务定位于流体技术行业的生产、销售和服务。除流体系统外，在流体元辅件方面将加大投入和发展，同时公司将提高润滑液压系统元辅件包括液压泵、管接件和板片等自制比率，从而增加公司新的收入增长点，同时控制成本提高公司盈利能力。未来公司将形成聚焦流体技术行业的前端和后端专业服务业务，设立与原有的液压润滑系统控制集成及元辅件生产制造相对应的工业服务业务单元。

2. 液压密封行业国产化替代加速推动重点布局行业突破，受益下游景气度持续回暖，公司产品在重点布局行业放量可期

政策支持推动进口替代加速，2020 液压密封行业高端产品实现国产化率 60%以上。公司在润滑液压行业沉积多年，当前确立聚焦润滑液压主业，向上下游适度扩张，专注提升公司管理效率，整合产业链以提升公司核心竞争力。

随着制造成本下降，全球风电已具备经济性。我国风电行业在经历了 2017 年筑底，2018 年复苏后，未来 2-3 年将迎来抢装潮。经济性、清洁性驱动风电持续渗透，从周期走向成长，行业步入黄金时代。作为公司产品最重要的应用行业之一，风电需求拐点确立，持续抢装开启，将促进公司经营稳健发展。

■ 对于与市场观点主要差异：

公司润滑液压业务属于机械通用设备及基础件，行业定制非标属性较强，很难进行规模化扩张，过去几年公司尝试转向参与和培育新能源 EPC 等新业务，但入场较晚，相应行业发展障碍和风险较大。公司从去年起，确定了聚焦核心润滑液压业务的战略，计划对公司主营业务进行重整，专注公司管理运营提升和润滑液压产业链整合，加强和突出公司核心制造能力的培养。2019 年是公司经营业绩的拐点，短期受风电行业景气度修复推动公司盈利水平回升，中期看公司润滑液压产品在工程机械、光热等新行业的突破。我们预期公司基本面在未来几年发生持续且重大的变化，建议关注公司周期轮动以及基本面拐点的投资机会。

■ 公司盈利预测和估值水平：

我们预计 2019-2021 年，公司可实现营业收入 8.01（同比增长 21.4%）、10.23 和 13.21 亿元，以 2018 年为基数未来三年复合增长 26%；归属母公司净利润 5100（同比增长 14.2%）、4200 和 6000 万元，以 2018 年为基数未来三年复合增长 9.83%。总股本 4.3 亿股，对应 EPS0.12、0.10 和 0.14 元。

2019 年 11 月 12 日，股价 4.26 元，总股本 4.3 亿股，对应市值 18 亿元，2019-2021 年 PE 约为 36、44 和 31 倍。未来 2-3 年，风电行业抢装推动行业高景气，公司也将聚焦主业，向上下游适当延伸，着重改善产品结构和提高管理效率，公司毛利率和净利率水平有望明显改善。综上所述，2019 年是公司扣非净利润扭亏的拐点时点，公司基本面在未来 2-3 年有望大幅改善，我们首次覆盖给予“增持”评级。

正文目录

投资摘要	2
一、公司发展历程、实际控制人和股权结构	5
1.1. 公司发展历程	5
1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构	5
1.2.1. 控股股东和实际控制人	5
1.2.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化	5
二、主营业务结构和变化	6
2.1 主要业务和产品	6
2.1.1. 主营业务概述	6
2.1.2. 主营业务结构： 润滑液压和锅炉业务收入共计占总收入的 89.71%	6
2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化：	7
2.2 主营业务变化	9
2.2.1 流体机械制造和销售	9
2.2.2 节能环保动力装备制造和销售	13
三、公司近年重大资本运作	16
3.1 公司近年重大资本运作	16
3.2 IPO 主要情况	16
3.3 2010 和 2012 年两次增发	17
3.4 股权激励： 2018 年限制性股票激励	17
3.4.1. 股权激励实施的关键流程和节点	17
3.4.2. 股权激励方案的主要内容	18
四、投资建议	19
4.1 投资逻辑和观点	19
4.1.1. 公司回归“战略聚焦、业务归核”的经营方针，计划对主营业务进行重整	19
4.1.2. 液压密封行业国产化替代加速推动重点布局行业突破，受益下游景气度持续回暖，公司产品在重点布局行业放量可期	19
4.2 盈利预测与估值比较	21
4.2.1. 盈利预测	21
4.2.2. 估值比较	22
风险提示	23
盈利预测	24

图表目录

图 1:	2018 年业务分产品收入结构.....	6
图 2:	2018 年业务分产品毛利结构.....	6
图 3:	历年收入和毛利变化 (单位:百万元)	7
图 4:	历年营业利润和归母净利润 (单位:百万元)	7
图 5:	公司销售毛利率和净利率变化 (%)	7
图 6:	历年净资产和总资产收益率变化趋势 (%)	8
图 7:	公司资产负债率和资产变现能力合理 (%)	8
表格 1.	公司 2019 年中报前十大股东情况.....	5
表格 2.	公司近年重大资本运作关键时间节点和状态.....	16
表格 3.	2015 年 IPO 发行结果.....	16
表格 4.	IPO 募投资金使用.....	16
表格 5.	2010 年增发项目.....	17
表格 6.	2012 年增发项目.....	17
表格 7.	2018 年股权激励实施的关键时间节点和内容.....	17
表格 8.	2018 年股权激励方案具体内容.....	18
表格 9.	液压气动密封件行业发展战略目标.....	20
表格 10.	公司分业务收入和毛利率假设.....	22
表格 11.	可比公司估值.....	23

一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

1.1. 公司发展历程

公司前身川润集团于1997年9月12日成立，注册资本为3,000万元，在四川省自贡市工商行政管理局注册等级。四川川润股份有限公司于2007年2月5日由四川川润（集团）有限公司整体变更设立，注册资本6,900万元，位于四川省自贡市盐都大道。2003年川润集团收购原自贡市轻工机械厂破产资产，2002年-2006年陆续收购川润动力股权，2007年后确定了以液压润滑和锅炉双主业的经营布局。川润股份于2008年9月19日在深交所上市，股票代码002272。

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

1.2.1. 控股股东和实际控制人

罗丽华及钟利钢合计持有本公司24.61%的股份，罗丽华、钟利钢、罗永忠、罗全、罗永清属于一致行动人。罗丽华及钟利钢夫妇对本公司有实质控制权，为公司的实际控制人。

1.2.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化

2019年中报中，股东持股情况如下，罗丽华及钟利钢夫妇仍为公司第一大股东及公司实际控制人。

表格 1. 公司 2019 年中报前十大股东情况

排名	股东名称	方向	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)
1	罗丽华	不变	77,399,150	17.98
2	钟利钢	不变	28,520,000	6.63
3	罗永忠	不变	26,155,000	6.08
4	云南国际信托有限公司-川润股份第一期员工持股计划集合资金信托计划	不变	12,972,758	3.01
5	罗全	不变	8,662,000	2.01
6	何雪萍	减少	7,980,000	1.85
7	芜湖长元股权投资基金(有限合伙)	不变	7,716,865	1.79
8	钟格	不变	6,660,000	1.55
9	罗永清	不变	2,681,000	0.62
10	深圳市金格投资管理有限公司-金格三号私募证券投资基金	新进	1,800,000	0.42
	合计	-	180,546,773	41.94

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

二、主营业务结构和变化

2.1 主要业务和产品

2.1.1. 主营业务概述

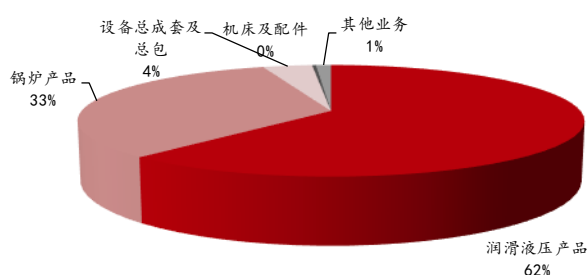
公司的主营业务为流体机械与控制技术、节能环保动力装备的研发、生产和销售,以及清洁能源项目投资运营及EPC服务。主要产品包括润滑系统、液压系统、冷却系统、高端油缸、智能控制元件、电站锅炉、压力容器、余热锅炉等,广泛应用于新能源、石油化工、电力、建材水泥、冶金矿山、工程机械、军工等诸多行业。

2.1.2. 主营业务结构: 润滑液压和锅炉业务收入共计占总收入的 89.71%

2018年川润股份的主营业务结构:公司主营业务主要是流体机械与控制技术、节能环保动力装备业务,主要分为润滑液压产品、锅炉产品、设备总成套及总包三个板块。公司2018年实现总营业收入6.59亿元,其中润滑液压产品、锅炉产品、设备总成套及总包、机床及配件以及其他业务收入分别为4.06、2.19、0.25、0.02和0.07亿元,分别贡献了营业总收入的61.62%、33.23%、3.73%、0.29%和1.13%;

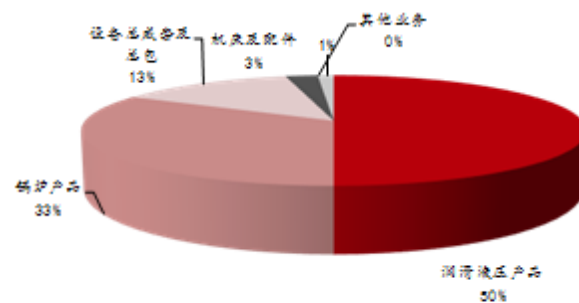
2018年实现毛利1.20亿元,其中润滑液压产品、锅炉产品、设备总成套及总包、机床及配件以及其他业务毛利分别为7931.50、3216.53、585.72、0.76和293.59万元,分别贡献了总毛利的65.94%、26.74%、4.87%、0.01%和2.44%。

图1: 2018年业务分产品收入结构



资料来源:公司公告, Wind, 川财证券研究所

图2: 2018年业务分产品毛利结构

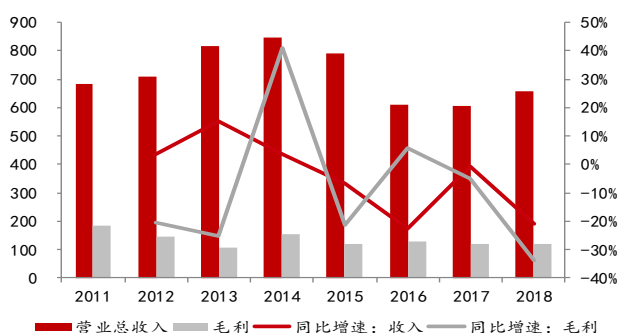


资料来源:公司公告, Wind, 川财证券研究所

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化：

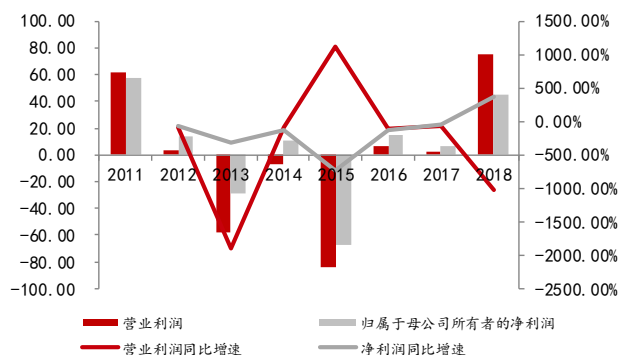
润滑液压产品和锅炉产品相关收入在公司销售收入中占据绝大部分。从收入增长速度变化来看，公司收入增速的高点在 2013 年，其后 2015 年开始负增长，2017 年虽有所回升，但仍继续下行，2018 年则实现营业收入的同比正增长；从收入绝对值来看，2014 年是公司收入的历史最高峰 8.45 亿元，2018 年实现营业总收入 6.59 亿元，2019 年中期实现营业总收入 4.04 亿元，同比增长 62.30%。从毛利水平来看，公司毛利增速的高点是则是 2014 年，其后 2016 年短暂回升后仍维持震荡下行趋势，2018 年创历史新低。近十年，公司毛利率和净利率水平的高点都在 2009 年，毛利率的低点是 2013 年 13.29%，2013 和 2015 年两年实现亏损。2019 年中期公司综合毛利率和净利率分别为 18.95%和 7.08%，相比 2018 年年终水平都有所上行。

图 3： 历年收入和毛利变化（单位：百万元）



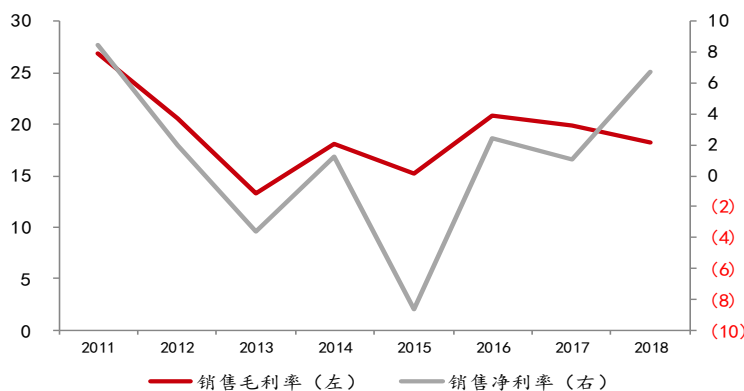
资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 4： 历年营业利润和归母净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 5： 公司销售毛利率和净利率变化 (%)

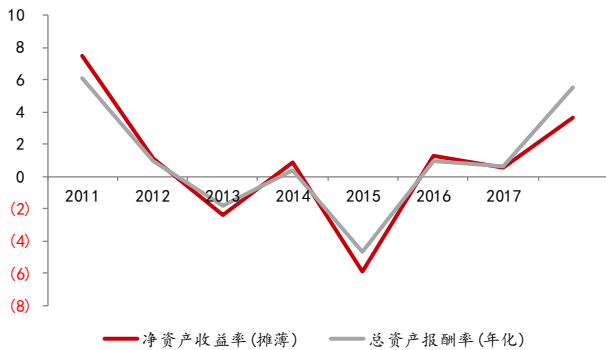


资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

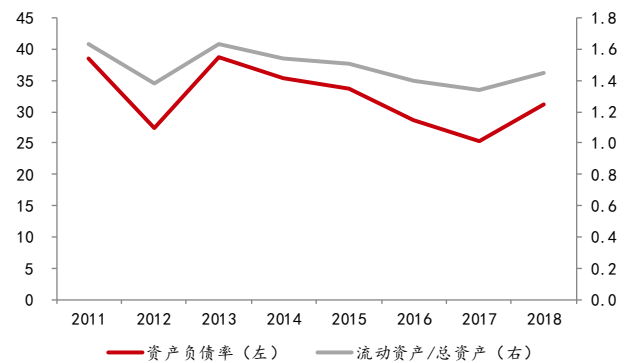
2011 年以来，公司 ROE 和 ROA 走势较为一致，持续下行，2015 年创历史新低，由于 2016-2018 年净利率水平有所改善而持续修复。公司资产负债率持续下行，2017 年创半年来新低 25.26%，公司几乎没有中长期有息借款和负债，2018 年因为适度扩大生产规模而有所上升。

图 6： 历年净资产和总资产收益率变化趋势 (%)



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 7： 公司资产负债率和资产变现能力合理 (%)



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

2.2 主营业务基本情况及变化

2.2.1 流体机械制造和销售

1. 润滑和液压行业

润滑与机械设备运转息息相关，是保证和改进机械设备安全、高效、正常、长期运转的基本手段，是机械运转的命脉。润滑能够降低摩擦系数、减少摩擦、磨损、降低温度，使机械控制在所要求的温度范围内安全运转；防止腐蚀、保护金属表面；清洁冲洗，减少磨粒磨损；还有减少振动和噪声的效能。因此，各国都十分重视润滑技术的开发和利用。

润滑液压设备随着机械设备的发展而不断发展。为了提高设备润滑的冷却性能，便于清除润滑油中的污染物，在稳定的压力下，保证油品可靠地输送到最需要的润滑部位，润滑液压设备已经发展成为可以连续工作、集冷却、过滤、自动控制等功能于一身的集中润滑系统。

润滑液压设备，可以分为润滑设备和液压设备两大类。

润滑设备是指由几种主要部件（液压泵装置、存储油箱、过滤器装置、冷却装置、加热装置、密封装置、缓冲装置、安全装置等）组成，可以根据机械设备的具体工作状况选择或设计出由各种部件、元件组成的润滑系统，向各种轴承、机械传动等摩擦部位提供一定压力、一定流量的润滑油，并保证润滑油的温度保持在一定范围的机械设备，分为稀油集中润滑设备、干油集中润滑设备、油气润滑设备、油雾润滑设备等。其中，集中润滑系统具有明显的优点，因为压力供油有足够的供量，可保证数量众多、分布较广的机械设备或生产线的润滑点及时得到润滑及集中控制，并将摩擦副产生的摩擦热带走；同时摩擦表面的金属磨粒等机械杂质，随着稀油的流动和循环将杂质带走并冲洗干净，达到润滑良好、减轻摩擦、降低磨损和减少易损件的消耗、减少功率消耗、延长设备使用寿命的目的。在整个集中润滑系统中，安装了各种润滑设备及装置、控制装置和仪表，以调节和控制润滑系统中的流量、压力、温度、杂质滤清等，使设备润滑更为合理。

液压设备是指通过提供具有一定压力、一定流量的液压油，产生液压动力以驱动执行机械完成各种需要的动作，是实现自动化控制的核心设备，包括液压控制系统、液压伺服油缸、柱塞泵、液压元件等。

虽然润滑液压设备是为机械设备中主机配套的辅机和基础件，但是，它却是主机最重要的辅助设备，是一个相对独立的机电一体化的设备，在保障

主机安全，提高机械设备运行效率，降低机械设备的能源耗费，保证机械设备运行功能，减少机械设备的运行故障等方面发挥着越来越重要的作用。

2. 公司主要产品及相应下游应用行业

1) 润滑系统

主要用于风电、建材水泥、冶金、矿山、电力等行业的机械设备稀油循环润滑，可向减速机、各种轴承、机械传动等摩擦部位供送一定压力、一定流量的润滑油，并保证润滑油的温度保持在一定范围内，以减少装备的摩擦、磨损，确保设备的安全高效的运行。

2) 液压控制系统

主要用于光热、冶金、矿山、建材、电力、工程机械行业。液压控制系统提供具有一定压力、一定流量的液压油，并进行控制、分配，用液压力来驱动机械设备完成各种需要的动作。系列液压控制系统包含油箱及油箱辅件、油泵装置、控制阀组、管路、液压油缸、液压马达，电器自动控制系统等。

3) 液压元件

主要用于行走机械、重型机械和大型装备的液压油缸、伺服油缸等。液压元件包括动力元件、控制元件、执行元件、辅助元件等一切用于液压系统的元件。液压件种类繁多，其中，液压泵、液压马达（行走马达、回转马达）和液压阀等是其重要部件。

3. 下游行业空间及发展

1) 风电

随着制造成本下降，全球风电已具备经济性。我国风电行业在经历了 2017 年筑底，2018 年复苏后，未来 2-3 年将迎来抢装潮。由于部分已核准项目需 2019 年底前开工，以保障项目标杆电价不下调，所以 2019 年抢装周期正式开启。预计 2019 年风电新增装机或达 30GW 以上。同时，市场预期平价节点临近，加速建设在手项目，风电三年持续抢装开启。2021 年后步入平价，长短周期无缝衔接平价后行业需求由平价项目、通道项目、分散式及海上项目支撑。经济性、清洁性驱动风电持续渗透，从周期走向成长，行业步入黄金时代。

作为公司产品最重要的应用行业之一，风电需求拐点确立，持续抢装开启，将促进公司经营业绩明显改善。

2) 光热

光热发电自 20 世纪 80 年代迈入商业化进程以来，已近 40 年的历史，其在全球电力供应结构中的地位逐步提升。截止到 2017 年底，据 CSPPLAZA 数据，全球光热发电建成装机容量达 5133MW。随着光热技术经济性日渐趋佳，摩洛哥、沙特阿拉伯、中国、南非等重要新兴光热市场正在快速崛起。2018 年全球光热发电建成装机容量新增 936MW，总装机在 2017 年 5133MW 的基础上增至约 6069MW，增幅为 18.23%。其中，中国光热发电市场新增装机 215MW，占全球总新增装机量的 22.97%。

国家能源局发布的《能源发展“十三五规划”》中提到，积极推动光热发电产业化发展。到 2020 年，光热发电项目装机容量达到 5000MW。2017-2018 年是中国首批光热示范项目的集中建设年，随着光热项目投资强度的增长，加之公司的技术储备及首批项目示范作用，预计该行业的发展将进一步显著带动公司业绩增长。公司子公司川润液压 2017 年签订了光热项目液压控制系统设备合同。该项目为国家首批太阳能光热发电项目之一，是海西州多能互补集成优化光热电站示范工程，具有较强的行业示范效应。

3) 行走机械

高端液压件广泛用于各行业的各类主机产品和技术装备，如航空航天、兵器装备、冶金矿山、石油化工、电力能源、信息电子、交通车辆等重大技术装备，以及各类主机如农业机械、工程建筑机械、塑料机械、机床、汽车、船舶、轻纺医药机械等进行配套。

工程机械是高端液压件的主要客户。市场份额方面，工程机械行业是液压润滑下游最重要行业之一，据统计该下游行业占比超过 50%。公司现有业务中，工程机械行业客户占比较低。2018 年，公司与工程机械行业优质客户开展前期试生产合作，2019 年，相关产品将正式开展批量生产交付。

新机市场：据中国工程机械工业协会统计，2018 年中国工程机械行业实现营业收入 5964 亿元，同比增长 10.4%。目前，我国工程机械行业的高端液压件主要依赖进口，其中，工作环境恶劣的挖掘机对进口高端液压件的依赖尤为突出。高端液压件的国产化，将有力提升我国挖掘机的市场竞争力。

售后市场：经过多年发展，我国目前已形成了各类机械规模巨大的存量市场，据中国工程机械工业协会挖掘机分会统计，截至 2018 年底我国挖掘机市场 10 年保有量约为 152.6 万台。庞大的存量市场规模将形成巨大的维修市场需求。由于我国工程机械普遍存在超负荷运转及维护不足的情况，液压件的实际使用期

限缩短促成更换频率的提高。

4. 行业竞争格局

我国液压件行业起步于 20 世纪 50 年代,最初主要应用于磨床、拉床等机床行业,随后又逐渐推广到工程机械、农业机械等行走机械领域。随着国民经济以及装备制造业的快速发展,目前我国液压件行业已成为一个具有专业化生产体系、产品门类比较齐全、基本能满足下游行业配套需要的产业。

但从产品结构来看,我国液压件行业呈现出普通液压件结构性过剩与高端液压件结构性短缺共存的局面:一方面,国内企业普通液压件产品产能过剩,产品同质化竞争严重;另一方面,高端液压件产品研发生产水平不足,无法形成有效的供给,导致高端产品大量依赖进口。高端液压件广泛用于各行业的各类主机产品和技术装备,如航空航天、兵器装备、冶金矿山、石油化工、电力能源、信息电子、交通车辆等重大技术装备,以及各类主机如农业机械、工程建筑机械、塑料机械、机床、汽车、船舶、轻纺医药机械等进行配套。

由于我国液压行业发展时间短、产业集中度较低,大多数企业规模小、自主创新能力不足,液压泵、液压马达和液压阀等高端液压件的发展严重滞后于下游装备制造业。长期以来,我国高端液压件大多依赖进口,成为制约我国装备制造业发展的瓶颈。近年来,随着国内几家液压件公司的崛起,我国产品主要依赖进口的局面正逐步改善,竞争力在逐步提高,瓶颈约束在逐渐减弱。

表格 2. 国际流体机械制造、销售及业务主要厂商

公司	建立时间	总部	2017 年收入	业务范围
博世力士乐	1795	德国	62 亿欧元	泵、马达、阀、油缸、附件、系统
伊顿威格士	1911	美国	40 亿美元	泵、马达、阀、油缸、附件
派克汉尼汾	1918	美国	32 亿美元	泵、马达、阀、油缸、附件
川崎重工	1878	日本	15 亿美元	泵、马达、阀、油缸、附件、系统
贺德克	1963	德国	20 亿美元	过滤器、冷却器、蓄能器、高压球阀和液压管件
K Y B	1951	日本	9 亿美元	油缸
博世力士乐	1795	德国	62 亿欧元	泵、马达、阀、油缸、附件、系统

资料来源:公司公告, Wind, 川财证券研究所

目前,全球的高端液压件几乎被博世力士乐、川崎重工等少数几家液压生产企业所垄断,其中博世力士乐、川崎重工占据了相当的国内市场份额。国内仅有极少数液压件生产企业取得了技术突破,实现了高端液压件的量产,打破了国外企业在国内市场上的垄断格局。但是目前国内企业普遍规模较小,与国外企业仍有一定差距。

表格 3.国内流体机械制造、销售及业务主要厂商

公司	建立时间	总部	2018 年收入	业务范围
恒立液压	2005	常州	42	油缸、泵阀、液压成套, 主要应用于工程机械
艾迪精密	2003	烟台	10	液压破碎锤、液压主泵及马达, 主要应用于工程机械
中航重机	1996	贵阳	6.6	高压柱塞泵及马达, 主要配套军工行业
高澜股份	2001	广州	6.5	冷却系统
赛克斯	2005	宁波	2.6	高压柱塞泵及马达
华德液压	2008	北京	6	液压阀、原泵
邵阳维克液压	1968	邵阳	2	液压系统、液压缸
上海敏泰	2001	上海	3.1	风流体: 主要致力于流体传动与控制领域的产品开发与应用, 可为用户提供液压、气动系统成套解决方案及相关设备、元器件。自制产品与代理欧洲元器件销售
贺德克	1996	上海	7	风流体: 生产用于流体过滤技术、液压控制技术、电子测量技术元件和装置, 是世界著名的过滤器、蓄能器、电子产品、液压阀、液压系统总成等产品的制造商
常州华立	1998	常州	3.2	液压件、液压润滑设备、电器控制柜(屏)、机械零部件、制冷设备及制冷设备配件、压力容器制造; 自营和代理各类商品及技术的进出口业务(国家限定企业经营和禁止进出口的商品和技术除外); 液压机制造。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)
上海利安	2002	上海	2.2	液压润滑气动元件、机电设备、压缩机及配件、凝汽器及相关电站辅机设备生产; 建筑材料、装潢材料、五金交电、金属材料批兼零、代购代销; 从事货物及技术的进出口业务; 物业管理。

资料来源: 公司公告, Wind, 川财证券研究所

2.2.2 节能环保动力装备制造和销售

1. 成台锅炉、锅炉部件和压力容器

子公司川润动力主要从事成台锅炉、锅炉部件和压力容器的生产和销售。过去能源动力、能源化工、钢铁煤炭、石油化工等锅炉相关产业的迅速发展给锅炉行业带来了广阔的发展空间和发展动力, 特别是电站锅炉行业取得了快速的发展, 随着节能环保政策推广, 余热锅炉成为目前成台锅炉发展的主要方向。

2. 公司主要产品

1) 成台锅炉

主要用于冶金、水泥和玻璃等行业的余热锅炉。以烧结余热锅炉、转炉

余热锅炉、电炉余热锅炉、硅冶炼余热锅炉为主。

2) 锅炉配件

旋风分离器：主要靠离心作用来分离汽水混合物的分离部件。作用是消除汽水混合物的动能并把蒸汽和水初步分离开，均匀引出蒸汽，以充分利用锅筒的分离空间，进行重力分离。

水冷壁：是锅炉的主要辐射受热面，吸收炉膛辐射热加热介质，用以保护炉墙。

蛇形管：包括高温过热器、低温过热器、高温再热器、低温再热器、省煤器等，属于锅炉中的受压部件，其作用分别是加热饱和蒸汽为过热蒸汽、加热空气等。

3) 压力容器及配件

汽包：自然循环锅炉中最重要的受压元件，主要用于电力生产中压高压亚临界锅炉中。

换热器：包括绕管和列管换热器。

3. 行业竞争格局

自锅炉制造企业实行许可证以来，锅炉制造业得到了规范并壮大，生产能力不断提高，但行业发展不平衡，尤其是在工业锅炉业中，生产厂商众多，大多未形成规模生产，生产集中度不高。

表格 4.国内节能环保动力装备制造、销售及业务主要厂商

公司	建立时间	总部	2018 年收入	业务范围
杭锅股份	1955	浙江杭州	35.72 亿	制造、销售:A 级锅炉, 锅炉部件, 金属结构件, 三类压力容器, ARI 级压力容器, 核电站辅机, 环保成套设备; 加工: 铸造, 锻造, 金属切削; 服务: 环保能源工程设计, 锅炉制造技术咨询、开发、成果转让; 锅炉安装、维修、改造(以上经营范围均凭有效许可证经营);
海陆重工	1956	江苏张家港	22.77 亿	锅炉(特种锅炉、工业锅炉)、核承压设备、锅炉辅机、压力容器、金属包装容器、机械、冶金设备、金属结构件制造与销售; 金属包装容器、压力容器设计(按特种设备设计许可证核准经营范围经营);
东九重工	1986	江苏盐城	2.28 亿	公司是专业从事余热锅炉研发、制造的民营企业, 公司现持有 A 级锅炉制造许可证, D1、D2 级压力容器设计及制造许可证, 1 级锅炉安装资质证书。
江苏绿叶	1954	江苏丹阳市	4 亿	公司具有国家 A 级锅炉生产许可证、ASME 锅炉制造许可证, 三类 A1、A2 级压力容器许可证。主要产品为电站锅炉部件、III 类(A1 和 A2 级)压力容器、“A”级压力管道。

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

目前我国电站锅炉等高端锅炉领域，主要被中国东方电气集团公司、上海电气集团股份有限公司和哈尔滨动力设备股份有限公司这三家作为我国锅炉行业的领军企业的公司所垄断。除以上几个大型企业集团外，与公司有业务交集的其它 A 级锅炉及锅炉部件生产企业有：杭州锅炉集团有限公司、海陆重工股份有限公司、江苏东九重工股份有限公司、江苏绿叶锅炉配件公司、江苏申港锅炉有限公司等。

三、公司近年重大资本运作

3.1 公司近年重大资本运作

表格 5. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	开始时间
1	IPO	完成	2008/9/16
2	2010 年定向增发	完成	2009/9/5
3	2012 年定向增发	完成	2011/11/9
4	限制性股权激励草案	进行中	2018/3/3

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

3.2 IPO 主要情况

表格 6. 2015 年 IPO 发行结果

关键项目	具体内容
发行股份总数	2300 万股，占发行后总股本的比例为 25%
发行价格	10.44 元
发行市盈率	24.28 倍
募集资金	募集资金净额 2.22 亿元

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

表格 7. IPO 募投资金使用

序号	项目名称	计划投资 (亿元)	实际投资 (亿元)
1	年产 5000 台(套) 润滑液压设备生产基地项目	16,936.00	17,018.99
2	技术研究开发中心建设项目	1,988.00	2,024.69
3	补充流动资金	3257.79	3,257.79
	合计	22,181.79	22,301.47

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

3.3 2010 和 2012 年两次增发

表格 8.2010 年增发项目

序号	项目名称	计划投资 (亿元)	实际投资 (亿元)
1	年产 1.5 万吨发电设备及压力容器生产线改扩建项目(水泥余热锅炉制造基地一期工程)	14,988.00	15,046.51
2	年产 1.3 万吨余热发电设备生产线改扩建项目(水泥余热锅炉制造基地二期工程)	10,200.00	10,225.45
	合计	25,188.00	25,271.96

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

表格 9.2012 年增发项目

序号	项目名称	计划投资 (亿元)	实际投资 (亿元)
1	风电液压润滑冷却设备产业化基地技术改造项目	27,000.00	6,175.30
2	年产 500 台(套)大型液压设备技术改造项目	15,000.00	12,683.82
3	补充流动资金	6,000.00	6,003.20
	合计	48,000.00	24,862.32

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

3.4 股权激励：2018 年限制性股票激励

3.4.1. 股权激励实施的关键流程和节点

公司已于 2018 年 3 月 3 日公告限制性股票激励计划草案，本次采取一次授予分期解锁的方案。

表格 10.2018 年股权激励实施的关键时间节点和内容

重要节点	时间	对应公告
股权激励草案	2018/3/3	2018 年限制性股票激励计划(草案)
董事会审议	2018/3/21	第四届董事会第十八次会议
股东大会审议	2018/3/20	无
限制性股票首次授予	2018/3/23	关于向激励对象授予限制性股票的公告
股权激励草案	2018/3/3	2018 年限制性股票激励计划(草案)

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

3.4.2. 股权激励方案的主要内容

公司于 2018 年 3 月 3 日，发布 2018 年限制性股票激励计划（草案），披露了相关内容。

表格 11.2018 年股权激励方案具体内容

关键要素	主要内容
授予方案	本激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为 1,130 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 41,970 万股的 2.69%。本次授予为一次性授予，无预留权益。授予激励对象限制性股票的授予价格为 2.475 元/股。
授予对象	激励计划授予的激励对象共计 105 人，包括公司公告本激励计划时在公司（含子公司，下同）任职的董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术人员、核心业务人员。不含独立董事、监事、单独或合计持股 5% 以上的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。
解锁期	授予的限制性股票在授予完成日起满 12 个月后分三期解除限售，每期解除限售的比例分别为 40%、30% 和 30%：
解锁条件	第 1 个解除限售期：2018 年净利润不低于 2500 万元； 第 2 个解除限售期：2019 年净利润不低于 3000 万元； 第 3 个解除限售期：2020 年净利润不低于 3500 万元；

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

四、投资建议

4.1 投资逻辑和观点

4.1.1. 公司回归“战略聚焦、业务归核”的经营方针，计划对主营业务进行重整

在公司战略聚焦，业务归核的经营方针指导下，公司将对主营业务进行重整，明确公司的业务定位和发展路径。聚焦润滑液压流体系统集成核心业务，明确向产业链相关上下游延伸以及提高服务收入比重的路径。

在润滑液压流体控制业务单元，通过不断强化产品研发与技术创新，在现有重点行业和新行业开发方面均取得阶段性突破，其中风力发电、太阳能光热发电和工程机械是该业务单元的重要开展方向。公司定位流体技术行业，除流体系统外，在流体元辅件方面将加大投入和发展，同时公司将提高润滑液压系统元辅件包括液压泵、管接件和板片等自制比率，从而增加公司新的收入增长点，同时控制成本提高公司盈利能力。

为了平滑装备制造行业的周期性和持续增长能力，公司也计划整合流体机械与控制技术、节能环保动力装备以及清洁能源项目投资运营及 EPC 服务三个业务单元的个性化、定制化设计、技术升级改造，运维专家等服务能力形成前端整体解决方案提供能力和后端运维改造服务能力。未来公司将形成聚焦流体技术行业的前端和后端专业服务业务，设立与原有的液压润滑系统控制集成及元辅件生产制造相对应的工业服务业务单元。

4.1.2. 液压密封行业国产化替代加速推动重点布局行业突破，受益下游景气度持续回暖，公司产品在重点布局行业放量可期

1. 受益下游景气度持续回暖，公司产品在重点布局行业放量可期

随着制造成本下降，全球风电已具备经济性。我国风电行业在经历了 2017 年筑底，2018 年复苏后，未来 2-3 年将迎来抢装潮。经济性、清洁性驱动风电持续渗透，从周期走向成长，行业步入黄金时代。作为公司产品最重要的应用行业之一，风电需求拐点确立，持续抢装开启，将促进公司主营业务业绩持续修复。

2019 年以来工程机械市场销售依然表现较好，国内领导企业继续推进国产化替代。2019 年，公司与工程机械行业优质客户开展前期试生产合作正在进行中，2020 年，相关产品将正式开展批量生产交付。

国家能源局发布的《能源发展“十三五规划”》中提到,积极推动光热发电产业化发展。到 2020 年,光热发电项目装机容量达到 5000MW。公司子公司川润液压在 2018 年顺利完成了光热项目液压控制系统设备合同。该项目为国家首批太阳能光热发电项目之一,是海西州多能互补集成优化光热电站示范工程,具有较强的行业示范效应。除上述行业外,公司将进一步加大核心产品在石油化工、建材水泥和军工制造等行业的应用。

2. 政策推动液压密封行业国产化替代

由中国液压气动密封件工业协会组织行业各专业分会和会员企业的专家、学者编制的《液压液力气动密封行业“十三五”发展规划》2016 年 5 月正式印发全行业。

《行业发展规划》针对目前行业发展存在的问题,提出了质量为先、整体推进、市场主导、企业为主、自主研发、两化融合的七项基本原则。提出了八项重点任务,涉及液压、液力、气动、橡塑密封、机械密封、填料静密封的重点产品、关键技术、关键材料、共性技术和基础服务平台。

表格 12. 液压气动密封件行业发展战略目标

行业规模增长	行业销售额年均增幅不低于 6%, 出口额年均增幅达 7% 以上, 约占行业销售额的 10%。
结构优化升级	推动液气密产业向中高端迈进, 稳步化解液气密行业产能结构性过剩的矛盾。
产业集中度	培育建设一批规模适度, 优势突出的“专、精、特、新”小巨人企业, 到 2020 年行业各专业的产业集中度 CR10 有明显提高。
品牌建设	到 2020 年行业产品的性能稳定性、质量可靠性、环境适应性、使用寿命等指标达到国际同类产品先进水平。
重点产品突破	到 2020 年, 60% 以上的液气密高端产品实现自主保障, 受制于人的局面逐步缓解。
两化融合	到 2020 年行业企业智能装备和产品、制造过程智能化水平显著提升, 具有深度感知、智慧决策、自动执行功能的高端液气密产品及系统研发制造实现重大突破并产业化。

资料来源: Wind 资讯, 川财证券研究所

4.2 盈利预测与估值比较

4.2.1. 盈利预测

3. 近期关键财务数据

公司主营业务主要是流体机械与控制技术、节能环保动力装备业务，主要分为润滑液压产品、锅炉产品、设备总成套及总包三个板块。公司 2018 年实现总营业收入 6.59 亿元，其中润滑液压产品、锅炉产品、设备总成套及总包、机床及配件以及其他业务收入分别为 4.06、2.19、0.25、0.02 和 0.07 亿元，分别贡献了营业总收入的 61.62%、33.23%、3.73%、0.29% 和 1.13%。2018 年实现毛利 1.20 亿元，其中润滑液压产品、锅炉产品、设备总成套及总包、机床及配件以及其他业务毛利分别为 7931.50、3216.53、585.72、0.76 和 293.59 万元，分别贡献了总毛利的 65.94%、26.74%、4.87%、0.01% 和 2.44%。

公司 2019 年前三季度实现营业收入 6.02 亿元，营业利润 3995.14 万元，归属母公司净利润 4389.75 万元；实现毛利率 18.95%，净利率 7.08%。

4. 盈利预测假设：

收入：公司主营业务聚焦润滑液压产品核心，未来锅炉业务以平稳经营为主，设备总成套及总包以及机床及其配件两个业务则最多维持现状。在润滑液压产品收入中，风电和建材及矿山行业占收入的绝大部分，未来的跨行业应用主要关注工程机械配套及光热发电行业。

毛利率：受公司整体产能利用率，管理水平及关键零部件外采比例不低的影响，公司毛利率水平持续低位，期间费用率则一直处于高位。公司正在进行精细化管理提升改进和产业链整合，通过产品结构调整和成本管理加强提升公司主营业务综合毛利率水平，并有效控制和降低期间费用率水平。我们预计未来三年，公司毛利率和期间费用率水平将有明显改善，2019 年将实现扣非净利润扭亏，未来两年扣非净利润实现正增长。

5. 盈利预测结论：

我们预计 2019-2021 年，公司可实现营业收入 8.01（同比增长 21.4%）、10.23 和 13.21 亿元，2018 年为基数未来三年复合增长 26%；归属母公司净利润 5100（同比增长 14.2%）、4200 和 6000 万元，2018 年为基数未来三年复合增长 9.83%。总股本 4.3 亿股，对应 EPS0.12、0.10 和 0.14 元。

表格 13. 公司分业务收入和毛利率假设

指标	分业务	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收 入	润滑液压产品	346	406	609	823	1111	346
	同比增长	-4.73%	17.33%	50.00%	35.00%	35.00%	-4.73%
	锅炉产品	226	219	175	184	193	226
	同比增长	45.82%	-3.22%	-20.00%	5.00%	5.00%	45.82%
	设备总成套及总包	28	25	7	8	8	28
	同比增长	-66.51%	-12.95%	-70.00%	5.00%	5.00%	-66.51%
	机床及配件	1	2	1	1	1	1
	同比增长	-65.87%	33.57%	-50.00%	2.00%	2.00%	-65.87%
	其他业务	2	7	7	7	7	2
	同比增长	3.49%	215.61%	0.00%	0.00%	0.00%	3.49%
毛 利 率	润滑液压产品	21.43%	19.52%	19.00%	22.00%	23.00%	21.43%
	锅炉产品	14.94%	14.68%	19.00%	22.00%	23.00%	14.94%
	设备总成套及总包	36.55%	23.80%	15.00%	18.00%	19.00%	36.55%
	机床及配件	36.81%	0.40%	0.55%	3.55%	4.55%	36.81%
	其他业务	61.78%	39.23%	50.00%	53.00%	54.00%	61.78%

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

4.2.2. 估值比较

2019年11月12日，股价4.26元，总股本4.3亿股，对应市值18亿元，2019-2021年PE约为36、44和31倍。。未来2-3年，风电行业抢装推动行业高景气，公司也将聚焦主业，向上下游适当延伸，着重改善产品结构和管理效率，公司毛利率和净利率水平有望明显改善。综上所述，2019年是公司扣非净利润扭亏的拐点时点，公司基本面在未来2-3年有望大幅改善，我们首次覆盖给予“增持”评级。

表格 14.可比公司估值

序号	代码	公司	股价 /元	市值/亿元		EPS/元			PE			PB	ROE
				总计	流通	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	最新	2018
	300470.SZ	日机密封	25.28	50	45	0.87	1.13	1.45	29.18	22.32	17.40	3.93	15.18%
	601100.SH	恒立液压	42.03	388	371	0.95	1.38	1.71	44.31	30.45	24.64	7.14	16.42%
	603638.SH	艾迪精密	28.37	110	36	0.58	0.86	1.14	48.57	33.14	24.88	8.90	21.85%
	600765.SH	中航重机	9.01	69	70	0.43	0.44	0.50	21.04	20.42	18.14	1.46	0.31%
可比	300499.SZ	高澜股份	11.98	23	15	0.31			38.72			3.10	5.89%
	002534.SZ	杭锅股份	7.70	58	56	0.33			23.32			1.76	1.27%
	002255.SZ	海陆重工	3.36	28	22	-0.20						0.74	4.66%
	837302.OC	东九重工	26.90	13	11	0.72			37.44			4.67	0.77%
	小计	算术平均							34.65	26.58	21.26	3.96	8.29%
		几何平均						33.22	26.04	20.97	3.02	3.82%	

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 数据更新于 2019/11/03

风险提示

风电行业订单低于预期, 工程机械行业放量低于预期;

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1263	1332	1743	2151	营业收入	659	801	1023	1321
货币资金	163	56	10	13	营业成本	539	649	799	1018
应收和预付款项	878	1037	1405	1746	营业税金及附加	10	9	11	15
存货	219	235	323	388	营业费用	50	50	54	70
其他流动资产	4	4	4	4	管理及研发费用	111	98	116	149
非流动资产	452	369	286	205	财务费用	-4	-8	-6	-1
长期投资	0	0	0	0	资产和信用减值损失	-19	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产和在建工程	392	317	242	167	其他收益、利得和损失	140	49	0	0
无形资产和开发支出	47	41	34	28	营业利润	75	52	49	70
其他非流动资产	13	12	10	10	其他非经营损益	16	0	0	0
资产总计	1716	1702	2029	2356	利润总额	92	52	49	70
流动负债	485	469	754	1021	所得税	47	0	7	11
短期借款	70	0	148	276	净利润	44	51	42	60
应付和预收款项	415	469	607	746	少数股东损益	-1	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	45	51	42	60
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	3	85	135	163
其他非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	0	0.12	0.10	0.14
负债合计	485	469	754	1021			3.00	42.00	70.00
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	430	430	430	430	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	639	639	639	639	成长能力				
留存收益	161	163	205	265	营业收入	9.0%	21.4%	27.8%	29.1%
归属母公司股东权益	1230	1233	1275	1334	营业利润	3777.2%	-31.2%	-4.9%	42.5%
负债和股东权益	1716	1702	2029	2356	归属于母公司净利润	598.7%	14.2%	-18.5%	42.5%
					获利能力				
					毛利率(%)	18.2%	18.9%	21.9%	22.9%
					净利率(%)	6.7%	6.4%	4.1%	4.5%
					ROE(%)	4.0%	0.2%	3.3%	4.5%
					ROIC(%)	3.5%	0.2%	3.8%	4.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	28.3%	27.5%	37.2%	43.4%
					带息负债比率(%)	14.43%	0.00%	19.58%	26.98%
					流动比率	2.60	2.84	2.31	2.11
					速动比率	2.15	2.33	1.88	1.72
					营运能力				
					总资产周转率	0.38	0.47	0.50	0.56
					应收账款周转率	1	1	1	1
					存货周转率	2.46	2.76	2.47	2.62
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.12	0.01	0.10	0.14
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	-0.09	-0.44	-0.26
					每股净资产(最新摊薄)	2.73	2.86	2.87	2.96
					估值比率				
					P/E	40.75	35.67	43.75	30.71
					P/B	1.49	1.49	1.44	1.37
					EV/EBITDA	630	21	15	13

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-22	-38	-191	-114
税后经营利润	-85	2	42	60
折旧摊销	50	83	83	81
利息费用	-2	-1	3	11
资产减值损失	19	0	0	0
营运资金变动	-44	-122	-319	-266
其他经营现金流	41	0	0	0
投资活动现金流	-11	0	0	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-11	0	0	0
筹资活动现金流	-153	-69	144	117
短期借款	-153	-70	148	128
长期借款	0	1	-3	-11
股权投资	0	0	0	0
支付股利	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	0	0	0
现金净增加额	-187	-107	-46	3

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“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，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明