

风光发电筑底，“锂电+固废”赋能新机遇

——川能动力（000155）首次覆盖报告



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ **稳步推进新能源发电业务，项目储备丰富。**公司原名为川化股份，于2000年9月在深圳证券交易所上市，原是一个以生产化肥和化工原料为主的综合性特大型化工企业。因受到国内化肥行业供给侧改革以及国家产业政策调整，公司2017年进行资产重组，引入四川能投集团作为控股股东，并且以现金方式购买了能投集团持有的能投风电55%股权，由此公司主营业务增加了风力发电和光伏发电。截止2020年年底，实现投产的总装机容量为76.923万千瓦（其中风电装机容量74.7万千瓦），公司已投产电站项目均享受可再生能源补贴。目前，公司在建风电项目2个，总装机容量17.5万千瓦。根据公司公告，除已投产和在建项目外，公司在四川省还有约100万千瓦优质风电资源待开发建设，电力业务业绩具备持续增长的动力。

❖ **入驻“固废+环卫”产业链，培育新的业绩增长点。**2020年6月，公司发布公告称拟向四川省能源投资集团有限责任公司发行股份购买其持有的川能环保有限公司51%股权。川能环保主营业务包括以垃圾焚烧发电为主的固废处理项目的投资运营、环卫一体化业务以及环保设备的销售。2020年，川能环保实现营业收入17.11亿元，实现归属母公司股东净利润2.26亿元，主营业务毛利率较2019年上升5.4%，上升势头明显。我国环卫市场自2013年市场化改革以来行业整体年增长率始终维持在20%以上，环卫服务行业依然有较大的市场化空间，川能环保在环卫一体化、环卫设备领域的订单数量有望持续增长。

❖ **后发先至，全面打通锂电产业链。**公司于2017年重组后提出将以锂离子动力电池作为切入点，打通从锂矿、锂盐加工、电池材料和锂电池的全产业链模式。2020年6月，公司与川能锂能基金再次达成收购协议，公司将以现金9.27亿元收购锂能基金旗下能投锂业62.75%股权，收购完成后将获得四川省阿坝州李家沟锂辉石矿的开采控制。李家沟矿区属于我国少有的储量大、品位好、矿石加工选冶性能好，资源综合利用价值高的稀有金属锂矿。当前已经勘察探明的矿石储量达到了4036.2万吨，氧化锂资源储量达到了50.22万吨，平均品位1.3%，当前设计原矿开采规模为105万吨/年，年生产锂精矿18万吨，有效期为2013年6月26日至2043年6月26日。

❖ **首次覆盖给予“增持”评级。**我们预计2021-2023年公司营业收入分别为40.06、46.78、63.01亿元，归属母公司股东的净利润分别为4.87、6.25、8.57亿元，对应EPS分别为0.38、0.48、0.66元/股，PE分别为42、33、24倍。下游新能源汽车需求高增将带动上游锂盐价格持续回暖，预计未来两年全球锂盐供需仍处于紧平衡状态，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**公司自身的经营风险；新能源汽车需求增长不及预期；锂市场供

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	电力设备与新能源
报告时间	2020/7/12
前收盘价	15.93元
公司评级	增持评级

分析师

黄博
证书编号：S1100519090001
huangbo@cczq.com

联系人

陈思同
证书编号：S1100120070004
chensitong@cczq.com

吴灿
证书编号：S1100121070005
wucan@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32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

给释放超预期；海外疫情反复。

盈利预测与估值	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,996.51	4,006.99	4,678.16	6,300.55
增长率(%)	(2.66)	100.70	16.75	34.68
EBITDA(百万元)	714.30	1,197.49	1,471.94	1,907.95
净利润(百万元)	153.29	487.19	625.46	857.00
增长率(%)	(28.65)	217.82	28.38	37.02
EPS(元/股)	0.12	0.38	0.48	0.66
市盈率(P/E)	131.98	42.31	32.96	24.05
市净率(P/B)	5.49	4.91	4.27	3.63
市销率(P/S)	10.13	5.14	4.41	3.27
EV/EBITDA	18.66	19.48	15.99	11.67

资料来源：公司公告、川财证券研究所，盈利预测截止日期 2021/07/11

正文目录

一、公司基本情况	6
1.1 公司业务布局锂盐产业链，发展迅速	6
1.2 公司业务结构与财务情况	7
二、稳步推进新能源发电业务，项目储备丰富	11
2.1 存量风电项目质优价美，运行效率行业领先	12
2.2 风电项目储备丰富，持续注入成长动力	14
三、入驻“固废+环卫”产业链，培育新的业绩增长点	15
四、后发先至，全面打通锂电产业链	18
4.1 收购能投锂业，补充上游资源	19
4.2 锂价触底回暖，公司业绩可期	22
四、盈利预测、估值与投资建议	24
风险提示	25
盈利预测	26

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	6
图 2:	川能动力股权结构.....	7
图 3:	2020 年公司业务构成 (毛利)	8
图 4:	公司未来业务布局.....	8
图 5:	公司近年来营业收入情况.....	9
图 6:	公司近年来净利润情况.....	9
图 7:	主营业务收入构成.....	9
图 8:	主营业务收入构成百分比.....	9
图 9:	主营业务毛利构成.....	10
图 10:	主营业务毛利构成百分比.....	10
图 11:	2015-2020 年公司毛利率情况.....	10
图 12:	资产负债率在同行业中处于较低水平.....	11
图 13:	公司偿债能力较强	11
图 14:	近年期间费用率有所提升.....	11
图 15:	2020 年期间费用率在同行业处较低水平.....	11
图 16:	2017-2020 年公司电力业务装机容量.....	12
图 17:	2017-2020 年公司电力业务发电量.....	12
图 18:	陆上风电标杆电价或指导价.....	13
图 19:	公司锂业务扩张历程.....	18
图 20:	公司将持有李家沟矿区开采区.....	19
图 21:	全球锂辉石资源分布.....	21
图 22:	澳洲主要锂矿产能现状.....	21
图 23:	锂价历史走势	22
图 24:	2019 年锂产能处于过剩状态.....	22
图 25:	全球锂盐供应预估	22
图 26:	全球锂精矿库存 (2016-2020Q1)	22
图 27:	2020 年动力电池装机量逐步回升.....	23
图 28:	公司分业务盈利预测.....	24

表格 1:	陆上风电标杆电价或指导价	13
表格 2:	截至 2020 年底公司已并网风、光电项目	13
表格 3:	公司目前在建风电项目 2 个, 总装机容量 17.5 万千瓦.....	14
表格 4:	川能环保主营业务.....	15
表格 5:	川能环保财务数据.....	16
表格 6:	川能环保环卫一体化订单充足.....	17
表格 7:	川能环保毛利构成.....	17
表格 8:	四川能投承诺川能环保的承诺净利润数分别不低于以下金额	17
表格 9:	国内主要锂矿石开采/拟开采企业情况	20
表格 10:	川能动力可比公司	25

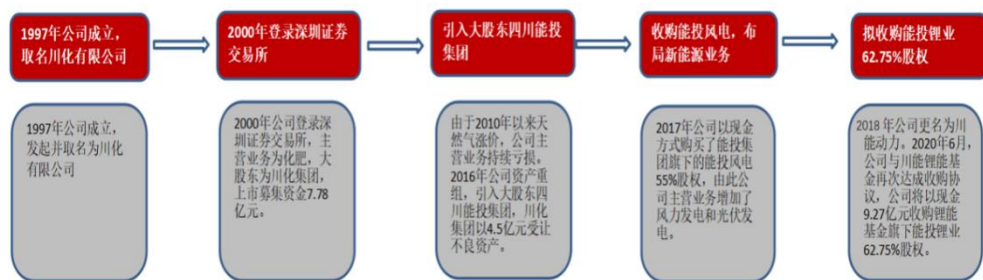
一、公司基本情况

1.1 公司业务布局锂盐产业链，发展迅速

公司原名为川化股份，于2000年9月在深圳证券交易所上市，原是一个以生产化肥和化工原料为主的综合性特大型化工企业，后经过资产重组，主营业务为化工产品的国内贸易及电力设备、机电产品等机电物资的国内贸易业务。公司贸易业务范围涵盖化肥产品、化工产品、石油及制品、塑料及塑料制品等。因受到国内化肥行业供给侧改革以及国家产业政策调整，公司2017年进行资产重组，引入四川能投集团作为控股股东，并且以现金方式购买了能投集团持有的能投风电55%股权。由此公司主营业务增加了风力发电和光伏发电。

2018年公司更名为川能动力，并发起设立了川能锂能基金。2020年6月，公司与川能锂能基金再次达成收购协议，公司将以现金9.27亿元收购锂能基金旗下能投锂业62.75%股权，收购完成后将获得四川省阿坝州李家沟锂辉石矿的开采控制权。此外，公司拟发行股份购买其控股股东四川能投旗下川能环保51%的股权，交易作价6.18亿元。当前公司已经形成了以“新能源发电+废固”的业务格局，随着公司顺利收购能投锂业，公司有望布局锂盐业务链，业务框架持续完善。

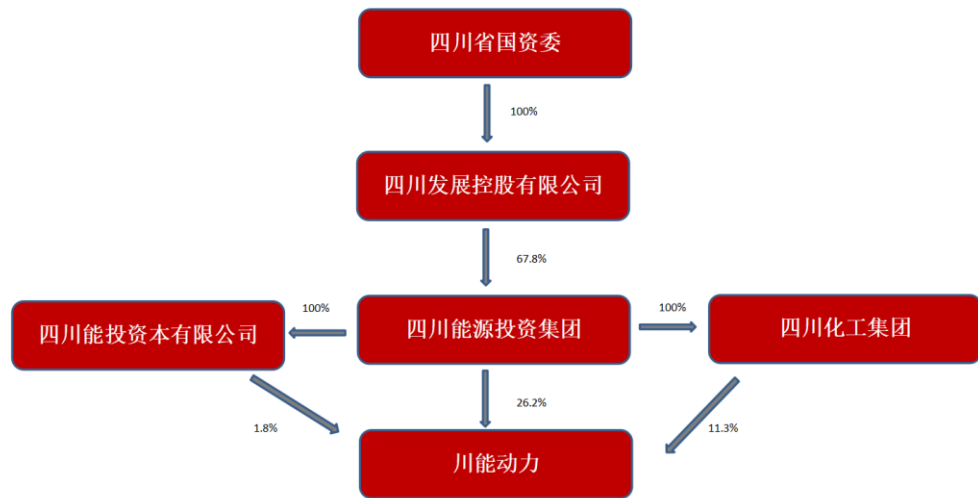
图 1： 公司发展历程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

当前公司控股股东为四川能源投资集团，当前公司总股本为12.7亿股，持股比例达到了26.2%，公司最终实控人为四川省国资委。

图 2： 川能动力股权结构



资料来源：公司官网，川财证券研究所

1.2 公司业务结构与财务情况

公司业务主要由新能源电站投资运营业务和贸易业务构成。近年来，公司正积极谋求业务转型。电站业务方面，在已有风电项目的基础上，加强储备潜在风电项目；贸易业务（新能源综合服务业务）方面，从结构单一的化工贸易业务逐步转型为以围绕主业发展为中心，协助公司产业生态构建、增强核心竞争优势为目的的广义综合能源服务。

2020年以来，公司将业务拓展至锂电及“固废+环卫”产业链，谋求多主业协同发展。

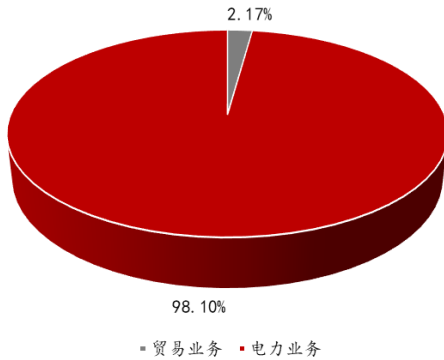
收购能投锂业，布局锂电产业链。2019年11月，与川能锂能基金签署《股权收购意向协议》，拟收购川能锂能基金旗下鼎盛锂业51%的股权。2020年6月，公司与川能锂能基金再次达成收购协议，将以现金9.27亿元收购川能锂能基金旗下能投锂业62.75%股权，收购完成后将获得四川省阿坝州李家沟锂辉石矿的开采控制权。公司计划以锂电上游领域的锂矿采选、锂盐生产为切入点，探索打通“锂矿—碳酸锂/氢氧化锂—电池材料—锂离子动力电池—新能源汽车”产业链。

发行股份购买“固废+环卫”资产，拓展新的业绩增长点。2020年11月，公司发布公告公司拟通过发行股份的方式购买四川能投所持川能环保51%股权。川能环保主要以BOT和PPP模式从事垃圾焚烧发电和环卫服务业务，在领域内

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

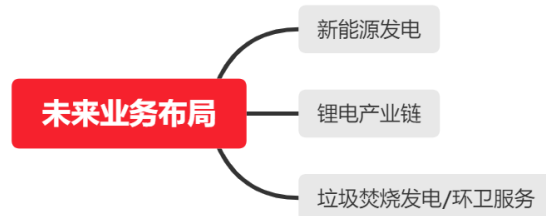
有丰富成熟的经验。

图 3： 2020 年公司业务构成（毛利）



资料来源：wind，川财证券研究所

图 4： 公司未来业务布局



资料来源：wind，川财证券研究所

2020 年，公司营业收入小幅下滑，净利润下降较多。2017-2020 年公司分别实现营业收入 65.09 亿元，42.72 亿元、20.51 亿元、19.97 亿元，同比增长 223.21%、-34.37%、-51.99%、-2.66%，实现归属于母公司股东的净利润 3.25 亿元、3.01 亿元、2.15 亿元、1.53 亿元，同比增长-62.59%、-7.37%、-28.61%、-28.65%。2020 年公司归属母公司股东净利润较去年同期减少，主要由于所得税费用中递延所得税费用增加。营业收入方面，公司近年来主动收缩新能源综合服务业务（贸易业务），导致营收出现小幅下降。

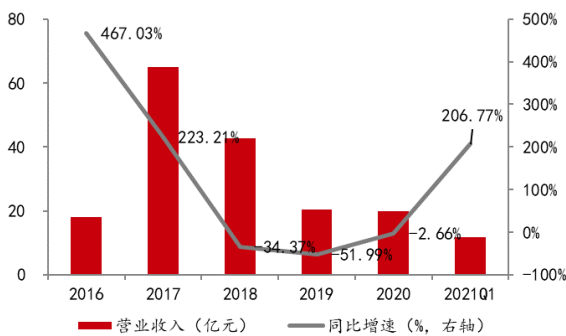
2021 年第一季度，公司实现营业收入 11.63 亿元，同比增长 206.77%；实现归属母公司股东净利润 1.37 亿元，同比增长 4.66%。一季度公司营收大幅增长主要来自消除疫情影响后的贸易业务，由于该项业务毛利率偏低，因此对净利润影响相对较小。

2017 年前后公司经营业务发生较大变动。2010-2015 年期间，公司主要从事化学肥料、基本化学原料、有机化学产品的生产和销售。期间由于受国家经济政策调整、国内化肥行业产能过剩和产品市场持续低迷等因素影响，公司化肥、化工业务经营性亏损严重，化肥、化工主营装置于 2015 年 12 月宣告全面停产。

公司自 2016 年 7 月开展贸易性经营业务，2016 年 7 月 29 日取得开展贸易活动所需的经营资质，主营业务为大宗商品国内贸易。公司大宗商品贸易业务采用采购+销售的传统自营模式，分别与上游供应商和下游客户签署采购、销售协议，并从中获取贸易差价。贸易范围涉及化肥产品、化工产品、石油及制品、塑料及塑料制品等。

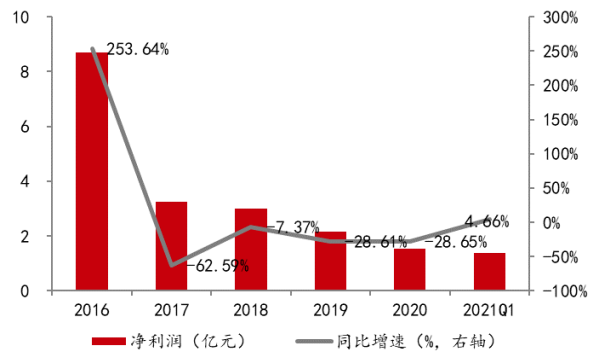
2017年9月，公司以现金方式收购了能投集团持有的能投风电55%股权，公司主营业务增加风力发电、光伏发电。2016-2017年，公司业绩大幅增长，主要是由于公司积极开拓贸易业务，受益2016年大宗商品价格复苏，经营业绩表现良好。2018年以来，公司营业收入逐年减少与公司近年调整战略布局有关，化工产品采购与销售业务风险较高、结构单一，公司积极收缩该部分业务布局，将业务重心向新能源发电转移。

图 5： 公司近年来营业收入情况



资料来源：wind，川财证券研究所

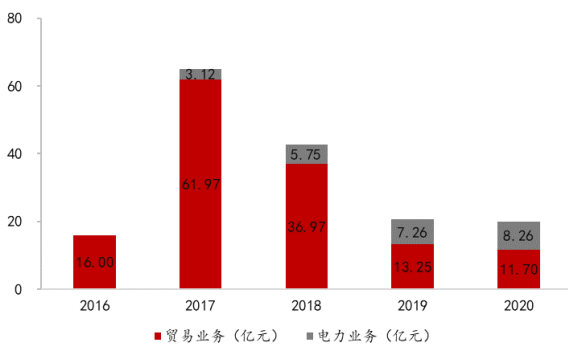
图 6： 公司近年来净利润情况



资料来源：wind，川财证券研究所

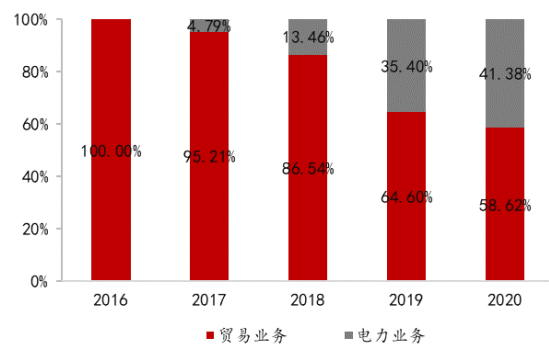
从公司主营业务构成来看，电力业务贡献公司绝大部分毛利。2020年，公司贸易业务实现营业收入11.70亿元，占比58.62%；实现毛利1349万元，占比2.09%。电力业务方面，2020年实现营业收入8.26亿元，占比41.38%；实现毛利6.11亿元，占比98.07%。

图 7： 主营业务收入构成



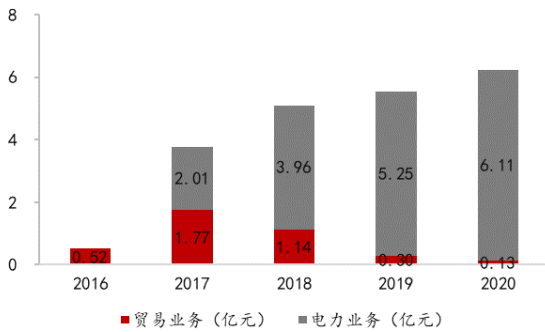
资料来源：wind，川财证券研究所

图 8： 主营业务收入构成百分比



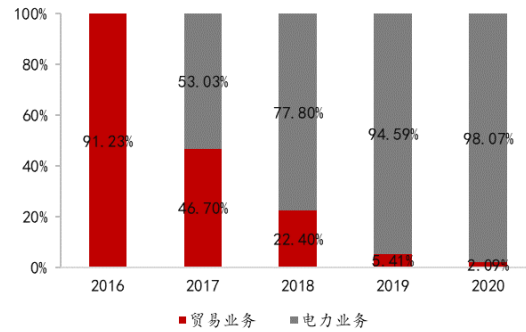
资料来源：wind，川财证券研究所

图 9： 主营业务毛利构成



资料来源: wind, 川财证券研究所

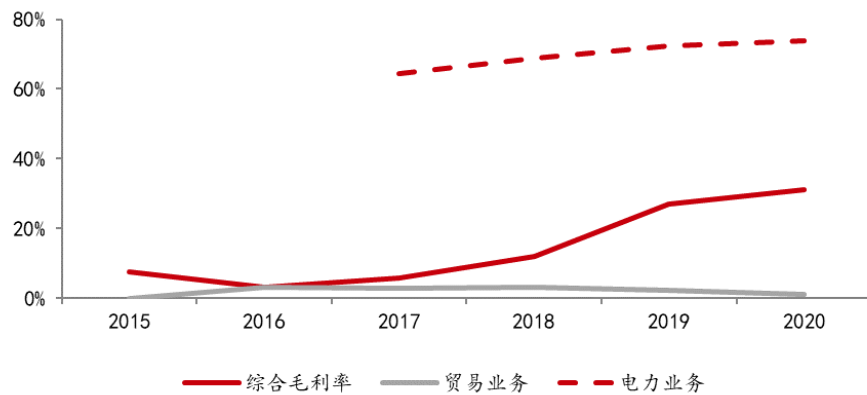
图 10： 主营业务毛利构成百分比



资料来源: wind, 川财证券研究所

公司电力业务毛利率始终保持在较高水平，2020 年电力业务毛利率 73.97%，贸易业务毛利率 1.15%。公司电力业务收入及盈利占比持续提升，业务结构不断优化，综合毛利率逐年走高。

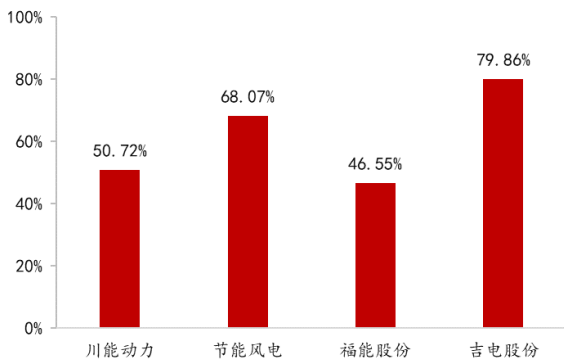
图 11： 2015-2020 年公司毛利率情况



资料来源: wind, 川财证券研究所

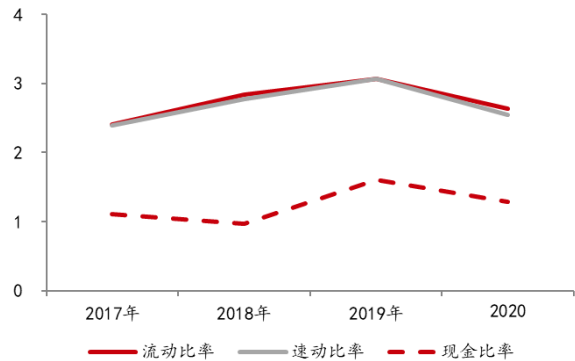
2020 年末，公司资产负债率 50.72%，在同行业上市公司中处于较低水平。公司偿债能力较强，2020 年末速动比率为 2.55，现金比率为 1.28，有充足的现金用于偿还债务。

图 12：资产负债率在同行业中处于较低水平



资料来源: wind, 川财证券研究所. 截至 2020 年末

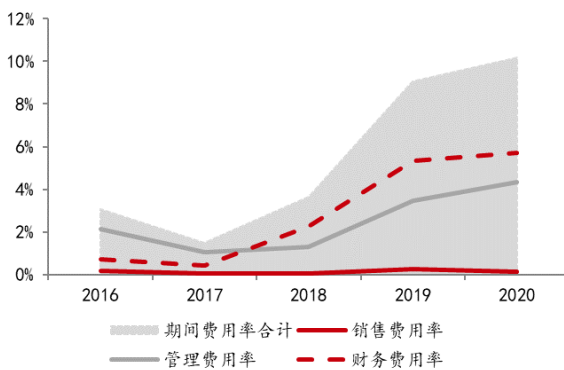
图 13：公司偿债能力较强



资料来源: wind, 川财证券研究所

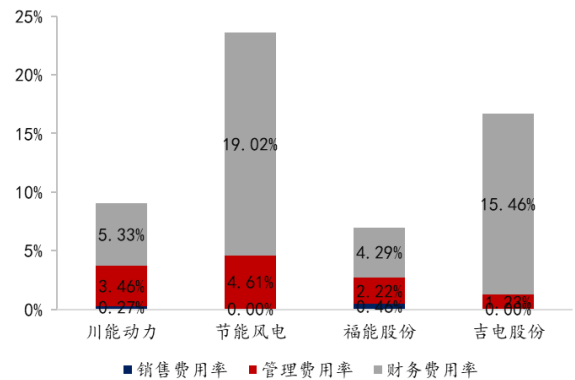
近年公司期间费用率提升，在可比公司中仍处较低水平。2018 年以来，公司财务费用率增加，主要是由公司长期借款增加所致。公司费用管控良好，2020 年，川能动力期间费用率合计 10.17%，在同行业上市公司中处于较低水平。

图 14：近年期间费用率有所提升



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 15：2020 年期间费用率在同行业处较低水平



资料来源: wind, 川财证券研究所

二、稳步推进新能源发电业务，项目储备丰富

当前我国能源供应形势整体宽松，能源产业的发展方向从追求量的提升到追求质的突破转变，当前是发展清洁能源的重要窗口期。开发利用风电、光伏等非化石能源是推进能源绿色低碳转型的主要途径。

2017 年 9 月，公司以现金方式收购了能投集团持有的能投风电 55% 股权，公司主营业务增加风力发电、光伏发电。2017 年以来，风力、光伏发电业务为公

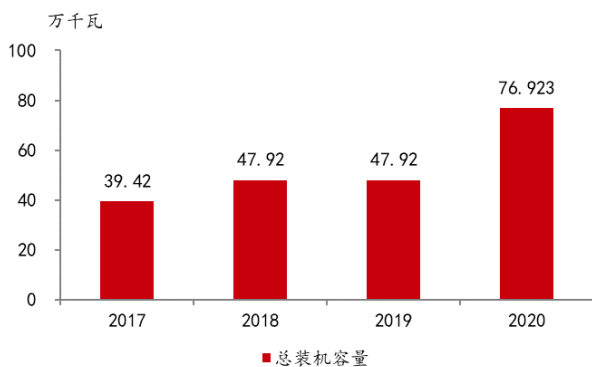
司业绩提供了重要支撑。

2.1 存量风电项目质优价美，运行效率行业领先

2017-2020年，公司电力业务总装机容量分别为39.42、47.92、47.92、76.923万千瓦，同比增长100%、61.6%、0%和60.52%。截止2020年年底，公司实现投产的总装机容量为76.923万千瓦（其中风电装机容量74.7万千瓦，光伏发电装机容量2.223万千瓦），公司已投产电站项目均享受可再生能源补贴。目前，公司在建风电项目2个，总装机容量17.5万千瓦。

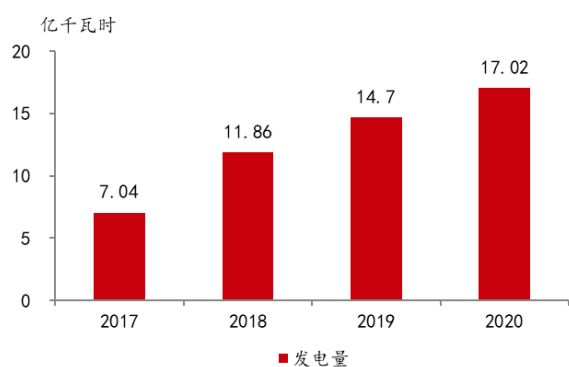
2017-2019年，公司电力业务发电量分别为7.04、11.86和14.70亿千瓦时，同比增长79.6%、65.8%和24%。2020年，公司实现发电量17.02亿千瓦时，同比增长15.78%。

图 16： 2017-2020 年公司电力业务装机容量



资料来源：wind，川财证券研究所

图 17： 2017-2020 年公司电力业务发电量



资料来源：wind，川财证券研究所

2019年5月，国家发展改革委发布《关于完善风电上网电价政策的通知（发改价格[2019]882号）》，明确了2019-2020年陆上风电和海上风电新核准项目的电价政策，以及之前核准项目所适用的电价，通知给予行业清晰的价格信号和预期，引导风电产业在“十三五”后半程以及“十四五”阶段稳定持续健康发展，平稳过渡至补贴完全退出。《通知》指出，2020年陆上风电指导价为每千瓦时0.29、0.34、0.38、0.47元，指导价低于当地燃煤标杆电价（含脱硫、脱硝、除尘）的地区，以燃煤标杆电价作为指导价。2021年新核准陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。

2021年6月，国家发改委发布关于2021年新能源上网电价政策有关事项的通知。通知指出，2021年新建项目上网电价，按当地燃煤发电基准价执行；新

建项目可自愿通过参与市场化交易形成上网电价。

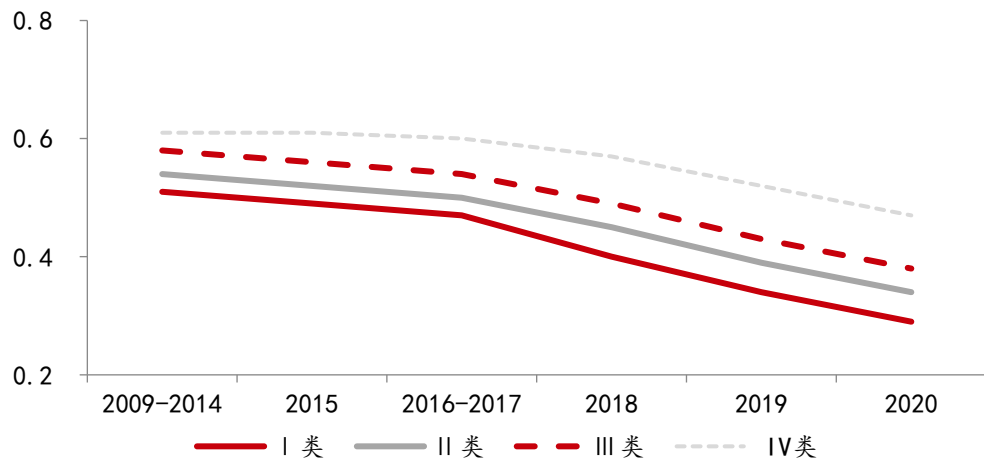
公司已投产项目均属于补贴项目，未来，随着新的平价项目的推进、开展，公司现金流有望进一步优化。

表格1：陆上风电标杆电价或指导价

	2009-2014	2015	2016-2017	2018	2019	2020	2021
I类	0.51	0.49	0.47	0.4	0.34	0.29	
II类	0.54	0.52	0.5	0.45	0.39	0.34	平价上网
III类	0.58	0.56	0.54	0.49	0.43	0.38	
IV类	0.61	0.61	0.6	0.57	0.52	0.47	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 18：陆上风电标杆电价或指导价



资料来源：公司公告，川财证券研究所

根据国家能源局，2020年全国风电平均利用小时数2073小时。公司风电场所所在四川省属于风能资源的四类区，风资源较好的区域主要集中在凉山州、攀枝花、甘孜州和阿坝州四个地区，四川省内的水电、风电和光电能够形成较好的周期性互补。

利用小时高于全国平均水平。2020年全年公司风电平均利用小时数为3248.35小时，高于全国平均利用小时数1175.35小时，资源优势明显。

表格2：截至2020年底公司已并网风、光电项目

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

序号	项目类型	项目名称	装机容量 (MW)
1		雪山风电场	85
2		大面山风电一期项目	46
3		大面山风电二期项目	100
4	风电	凉山州会东县拉马风电场	49.5
5		凉山州会东县鲁南风电场	49.5
6		凉山州会东县鲁北风电场	49.5
7		凉山州会东县绿荫塘风电场	77.5
8		盐边大面山三期	22
9		会东堵格一期	100
10		美姑井叶特西	168
11	光伏	盐边县红格大面山并网光伏电站项目	20
12		盐边县红格赖山垭口光伏项目	2
13		攀枝花公司屋顶分布式光伏发电项目	0.2
		合计	769.2

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.2 风电项目储备丰富，持续注入成长动力

公司目前在建风电项目 2 个，总装机容量 17.5 万千瓦。其中，美姑沙马乃托一期风电场项目总装机容量为 5 万千瓦，会东淌塘风电场项目总装机容量为 12.5 万千瓦。2020 年 9 月，公司发布公告，公司控股子公司能投风电所属四川省能投会东新能源开发有限公司拟投资建设会东县淌塘风电场。该项目总投资金额为 11.56 亿元，淌塘风电场建设规模 125MW 千瓦，拟安装单机容量为 2.5MW 风电机组 50 台，工程总工期约 12 个月，已于 2020 年 11 月开工，预计 2021 年底前投产发电，项目建成投产后，预计年平均上网电量 32725 万千瓦时，年等效满负荷利用小时数 2618 小时。

表格3：公司目前在建风电项目 2 个，总装机容量 17.5 万千瓦

项目名称	项目投产时间	装机容量	地点
美姑沙马乃托一期	2021 年 12 月 31 日前	50MW	凉山州美姑县
会东淌塘风电场项目	2021 年 12 月 31 日前	125MW	会东县淌塘镇
合计		175MW	-

资料来源：公司公告，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

公司风力发电项目储备丰富，未来装机具备坚实保障，公司电力业务业绩具备持续增长的动力。

2020年7月，公司发布公告称甘肃省酒泉市玉门市人民政府与四川省新能源动力股份有限公司、公司控股子公司四川省能投风电开发有限公司签订《项目开发协议》。玉门市红柳泉风场一期项目，项目初步规划容量500MW，具体根据可研情况确定。玉门市光伏项目，根据甲方总体规划，乙方开展光伏项目规划工作，根据政策情况适时启动项目前期工作。

根据公司公告，除已投产和在建项目外，公司在四川省还有约100万千瓦优质风电资源待开发建设。项目开发有序推进，发展潜力较大。此外，公司大力实施“走出去”战略，积极争取三北地区新能源资源，有序开展资源评价、电价、送出等投资机会研究等工作，不断提升资产规模，增强可持续发展能力。

三、入驻“固废+环卫”产业链，培育新的业绩增长点

2020年6月，公司发布公告称拟向四川省能源投资集团有限责任公司发行股份购买其持有的四川能投节能环保投资有限公司（曾用名“四川光大节能环保投资有限公司”，以下简称“川能环保”）51%股权，向四川能投环境工程投资有限公司（以下简称“能投环境”）发行股份购买其持有的自贡能投华西环保发电有限公司100%股权。

2020年12月，公司发布最新公告，自贡能投华西环保发电有限公司盈利稳定性不足尚不具备注入条件，因此，交易的标的资产仅为川能环保51%股权。

川能环保主营业务包括以垃圾焚烧发电为主的固废处理项目的投资运营、环卫一体化业务以及环保设备的销售。其中，固废处理项目的投资运营业务包括垃圾焚烧发电项目的投资运营、生物质热电联产项目的投资运营与污泥处理项目的投资运营业务；环卫一体化业务为川能环保与政府签订环卫服务协议，为区域范围内提供从分类、清扫、保洁、运输、中转、最终处理等全过程环卫作业服务；环保设备销售主要产品为垃圾焚烧发电成套设备、环卫设备、污泥处置设备与生物质热电联产设备。

表格4：川能环保主营业务

	主要业务	主要产品或服务
固废处理项目的投资运营	生活垃圾焚烧发电项目的投资运营 生物质热电联产项目的投资运营	川能环保负责垃圾焚烧发电厂的投资、运营，处理城乡生活垃圾并生产电力 川能环保负责投资、建设或委托运营生物质发电项

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

污泥处理项目的投资运营	目，利用农林废弃物所具有的生物质能进行供汽、发电 川能环保负责污泥处理项目的投资、运营，对城镇污水处理厂的污泥进行干化、处置，有效增强污水处理厂的净化功能
环卫一体化业务	川能环保通过与政府签订 PPP 项目或政府购买服务协议，提供城乡范围内的垃圾清扫与收集、垃圾清运、绿化带养护、河湖整治工程、公厕和垃圾中转站等环卫设施运营管理等环卫服务
环保设备销售	川能环保下属公司川能节能工程主要负责环保设备销售业务，主要包括垃圾焚烧发电成套设备、环卫设备、污泥处置设备与生物质热电联产设备销售

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2020 年，川能环保实现营业收入 17.11 亿元，实现归属母公司股东净利润 2.26 亿元。2019 年公司毛利率下降，主要受 2019 年度毛利较低的环卫清扫业务收入占比增高和设备销售业务亏损的影响，2019 年下游客户无法如期还款，部分款项无法收回，导致 2019 年度川能环保设备销售业务毛利率为负。2020 年，公司主营业务毛利率较 2019 年上升 5.4%，主要系设备销售业务毛利率回升和收入占比提升所致。

表格5：川能环保财务数据

财务指标	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入（万元）	25,616.63	55,381.81	171,148.00
营业成本（万元）	15,083.01	38,979.60	111,183.00
毛利率	41.12%	29.62%	35.04%
利润总额（万元）	457.76	-6,303.67	33,319.00
净利润（万元）	873.72	-4,007.63	24,444.00
归属于母公司的净利润（万元）	451.09	-4,901.11	22,562.00

资料来源：公司公告，川财证券研究所

截至目前，川能环保拥有垃圾焚烧发电项目 11 个，发电装机容量合计 150.5MW。其中，已投入运营项目 9 个，在建项目 2 个。川能环保通过输出运营服务和提供合同能源管理服务的方式从事生物质热电联产项目投资运营业务。截至目前，川能环保共有 3 个生物质热电联产项目，其中已投入运营项目 1 个，发电装机容量 36MW，在建生物质供热项目 2 个。

随着环卫一体化行业的快速发展，各地政府对环卫一体化服务需求日益增长。

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

川能环保环卫一体化业务履行合同数量、待执行合同数量以及待执行合同金额保持上升趋势，为公司环卫一体化业务的发展提供了良好保障。

表格6：川能环保环卫一体化订单充足

项目	2018 年末/ 2018 年度	2019 年末/ 2019 年度	2020 年末/ 2020 年度
当期履行合同数量 (个)	21	75	137
当期履行合同金额 (万元)	18,325.02	32,737.59	42,236.57
期末在手合同数量 (个)	12	23	23
期末待执行合同金额 (万元)	160,942.26	180,519.17	172,121.66
当期新增合同数量 (个)	12	63	114
当期新增合同总金额 (万元)	96,682.63	47,923.59	25,361.68

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2020 年，川能环保的设备销售、环卫清洁、电力销售、垃圾处置分别实现毛利 3.06、1.34、1.05、0.43 亿元，占比 52.14%、22.76%、17.83%、7.26%。2020 年度由于设备销售业务规模增长较快，因而设备销售业务毛利占比增长幅度较大，其他业务毛利占比下降。

表格7：川能环保毛利构成

项目	2018 年度		2019 年度		2020 年度	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
设备销售	1,363.89	13.77%	-478.58	-2.97%	30,612.21	52.14%
环卫清运	1,397.63	14.11%	7,526.44	46.72%	13,364.41	22.76%
电力销售	4,978.61	50.26%	6,240.69	38.74%	10,469.92	17.83%
垃圾处置	2,165.56	21.86%	2,821.33	17.51%	4,262.75	7.26%
合计	9,905.69	100.00%	16,109.87	100.00%	58,709.28	100.00%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

此外，此次收购中，四川能投承诺在承诺期内即 2021、2021-2022、2021-2023 年川能环保的承诺净利润数分别不低于 21540.52 万元、38111.68 万元以及 50184.03 万元。

表格8：四川能投承诺川能环保的承诺净利润数分别不低于以下金额

项目	2021 年	2021-2022 年末累计	2021-2023 年末累计
----	--------	----------------	----------------

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

川能环保	21540.52 万元	38111.68 万元	50184.03 万元
------	-------------	-------------	-------------

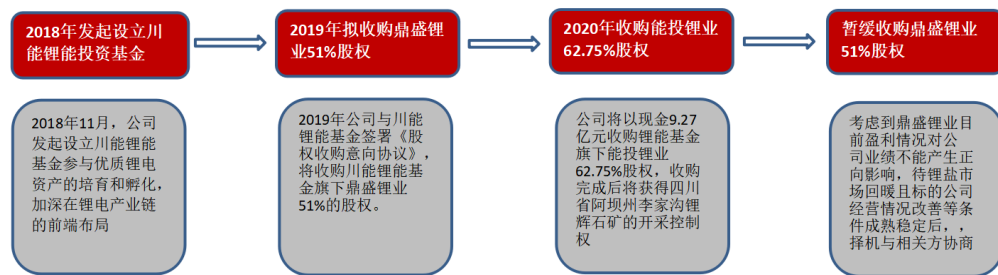
资料来源：公司公告，川财证券研究所，备注：净利润是指川能环保每一会计年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润

环卫服务在我国市场空间广阔，公司订单量有望持续增长。我国环卫市场自 2013 年市场化改革以来行业整体年增长率始终维持在 20% 以上，2018、2019 年新增年服务合同金额分别达到 450 亿元、510 亿元，年增长率达到 13%。目前我国环卫行业市场化程度不足六成，城镇化率仅 60%，对比欧美发达国家环卫 90% 以上市场化率，环卫服务行业依然有较大的市场化空间，川能环保在环卫一体化、环卫设备领域的订单数量有望持续增长。

四、后发先至，全面打通锂电产业链

公司于 2017 年重组后提出将以锂离子动力电池作为切入点，打通从锂矿、锂盐加工、电池材料和锂电池的全产业链模式。2018 年 11 月，公司发起设立川能锂能基金参与优质锂电资产的培养和孵化。2019 年 11 月，公司与川能锂能基金签署《股权收购意向协议》，拟收购川能锂能基金旗下鼎盛锂业 51% 的股权。2020 年 6 月，公司与川能锂能基金再次达成收购协议，公司将以现金 9.27 亿元收购锂能基金旗下能投锂业 62.75% 股权，收购完成后将获得四川省阿坝州李家沟锂辉石矿的开采控制权。2020 年 11 月，公司发布最新公告称，考虑到鼎盛锂业目前盈利情况对公司业绩不能产生正向影响，决定暂缓收购鼎盛锂业 51% 股权，待锂盐市场回暖且标的公司经营情况改善等条件成熟稳定后，择机与相关方协商收购事宜。

图 19：公司锂业务扩张历程



资料来源：公司公告，川财证券研究所

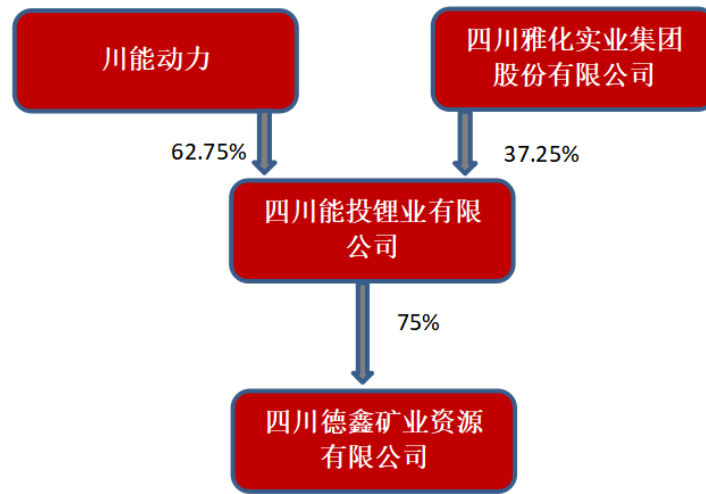
4.1 收购能投锂电，补充上游资源

2020年公司拟出资9.27亿元收购成都川能锂电股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“川能锂电基金”）持有的四川能投锂电业有限公司（简称“能投锂电”）62.75%股权。川能锂电基金系公司控股股东四川省能源投资集团有限责任公司控制的合伙企业，与公司构成关联关系。

能投锂电主要从事锂电产业上游锂矿资源、基础锂盐产品、金属锂等锂系列产品的开发、生产和销售，已拥有亚洲最大单体锂辉石矿—四川省阿坝州李家沟锂辉石矿。

李家沟矿区属于我国少有的储量大、品位好、矿石加工选冶性能好，资源综合利用价值高的稀有金属锂矿。能投锂电所在的李家沟矿区于2013年取得了探矿权，当前已经勘察探明的矿石储量达到了4036.2万吨，氧化锂资源储量达到了50.22万吨，平均品位1.3%，当前设计原矿开采规模为105万吨/年，年生产锂精矿18万吨，有效期为2013年6月26日至2043年6月26日。

图 20： 公司将持有李家沟矿区开采区



资料来源：公司公告，川财证券研究所

国内锂辉石矿主要集中在四川地区，四川锂矿成矿条件优越，资源丰富，在全国乃至全世界都占有重要地位，其中阿坝、甘孜两州探明储量大，具备大规模开发的条件，李家沟锂辉石矿开采总成本费用大概在 204 元/吨，经营成本费用约 187 元/吨。

表格9：国内主要锂矿石开采/拟开采企业情况

企业名称	矿山名称	地区	矿石储量 (万吨)	品位%	开采规模	开采成本	是否正常生产
融捷股份	康定甲基卡锂辉石矿	四川甘孜州	2,895	1.42	改扩建后 105 万吨/年	一期单位总成本为 236.14 元/吨，单位经营成本为 201.15 元/吨；二期单位总成本 195.25 元/吨，单位经营成本 176.35 元/吨	2019年6月10日正式投产
天齐锂业	雅江县措拉锂辉石矿	四川甘孜州	541	1.17	40 万吨/年	露采单位总成本费用为 224.96 元/吨，单位经营成本为 192.68 元/吨；地采单位总成本费用为 244.65 元/吨，单位经营成本为 211.43 元/吨	否
雅化集团	李家沟锂辉石矿	四川阿坝州	4,036	1.27	105 万吨/年	单位总成本费用为 204.61 元/吨，单位经营成本为 187.56 元/吨	否
金鑫矿业	马尔康党坝锂辉石矿	四川阿坝州	2,198	1.29	85 万吨/年	单位总成本费用为 211.17 元/吨，单位经营成本为 192.14 元/吨	2014-2016 年进行小规模开采
赣锋锂业	河源锂辉石矿	江西省赣州市	575	1.03	40 万吨/年	总成本费用为 196.17 元/吨，经营成本为 175.93 元/吨	2017-2018 年开采量 6

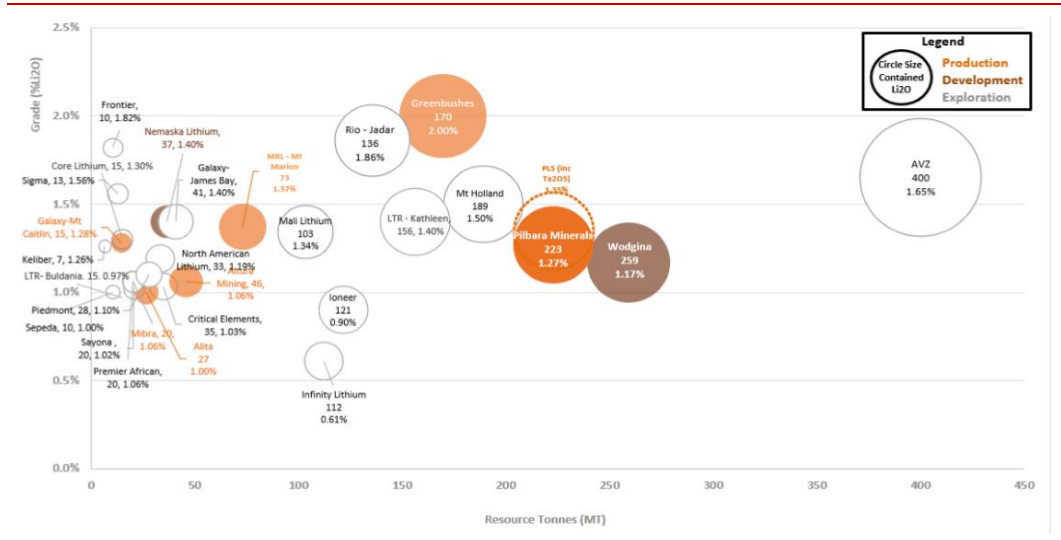
本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

						万吨、8.5 万吨
盛新锂能	业隆沟 锂辉石 矿	四川阿 坝州	654	1.29	40.5 万 吨/年	总成本费用 325.44 元/吨, 经 营成本 231.10 元/吨
						2019 年 11 月投产

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

海外锂矿主要集中于澳洲, 全球锂矿供应中 55% 为矿石资源, 即 18 万吨 (LCE)。其中, 10 万吨产量源自天齐锂业 (51%) 和雅宝 (49%) 持有的澳洲泰利森矿业。其他澳洲小矿年产量约 4-5 万吨, 中国锂矿产量约 3-4 万吨。锂矿石开采成本虽整体高于盐湖, 但优势在于易于运输和杂质少, 因此矿石资源大部分以氢氧化锂的形式流向下游。

图 21: 全球锂辉石资源分布



资料来源: Pilbara Minerals 公司公告, 川财证券研究所

由于经历 2019 年前后的持续供需失衡, 叠加疫情对需求端扰动, 碳酸锂等价格经历了长达 2 年的下跌。但进入 2020 年下半年以来, 由于下游需求的复苏, 锂盐价格持续上涨。2020 年 12 月, 国内碳酸锂报价约 4.35 万元/吨, 折合美元 6300 美元/吨左右。根据 Roskill、Orcobre 等多家公司数据, 2020 年底 6000 美元/吨锂盐价格处于 50% 成本分位数, 当时海外较大部分的锂矿仍然有着较大的营运压力, 仅有盐湖锂矿锂盐一体化和锂矿锂盐一体化企业能够盈利, 独立锂盐加工和中国盐湖锂盐均处于亏损状态; 锂矿方面, 澳洲除 Greenbush、Mt Marion 和 Pilgangoora 矿区仍有盈利外, 全部亏损。

图 22: 澳洲主要锂矿产能现状

矿山	股东	目前状态	产能	2019年产量	2020E产量	包销
Greenbushes	天齐锂业 51% / ALB 49%	二期产能爬坡不及预期	135	76.2	80	天齐/雅宝50%/50%
Mt Marion	MRL 50% / 赣锋 50%	正常生产	45	43.6	40	赣锋100%
Mt Cattlin	Galaxy	减产	23	19.1	10	雅化50%+其他
Pilbara	Pilbara Minerals	减产	32	15.2	15	赣锋/容汇50%/50%
Altura	Altura Mining	现金流紧张	21.9	16.4	15	赣锋/瑞福/威华/Lionergy
Bald Hill	Alita(Galaxy 12% / 江特 8%)	破产	18	9	0	江特电机
Wodgina	ALB 60% / MRL 40%	雪藏	75	3.1	0	雅宝100%
Kidman	SQM 50% / Wesfarmer 50%	未投产	0	0	0	SQM
合计			350	183	160	

资料来源：百川资讯、川财证券研究所；单位：万吨，以锂精矿为测算单位

4.2 锂价触底回暖，公司业绩可期

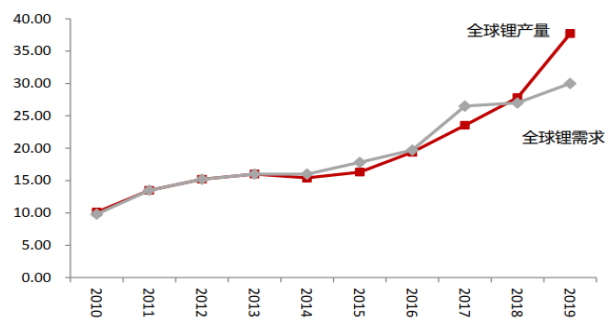
2019年前后，锂价格跌至成本线附近。2016年锂盐价格从5万元/吨大幅飚涨至16万元/吨且持续至2018年年中。需求激增刺激上游开采热情，2015-2017年，全球锂矿和锂盐投资大幅扩张，并于2017-2019年持续释放产量。2018-2019年，锂盐供应开始过剩，锂盐价格由16万元/吨跌回至4-5万元/吨，矿石提锂大部分处于亏损状态。

图 23： 锂价历史走势



资料来源：wind，川财证券研究所

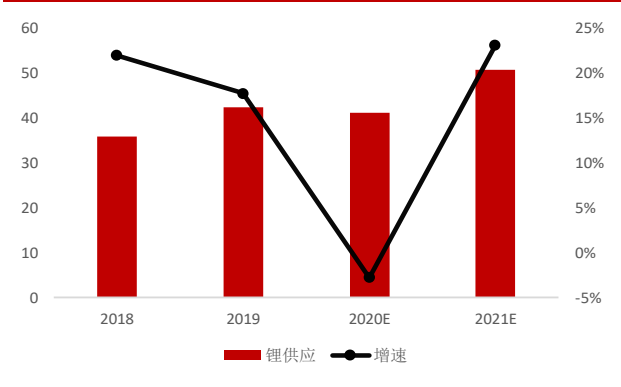
图 24： 2019 年锂产能处于过剩状态



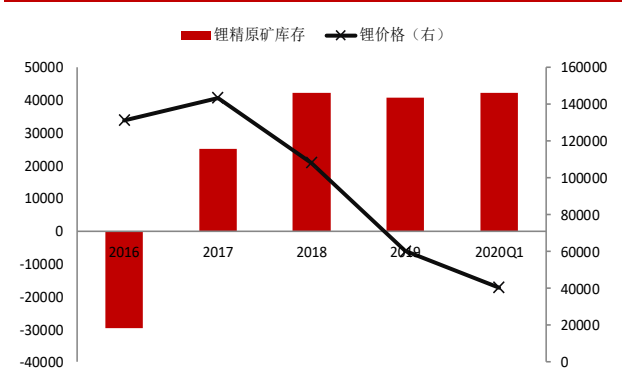
资料来源：wind，川财证券研究所

图 25： 全球锂盐供应预估

图 26： 全球锂精矿库存 (2016-2020Q1)



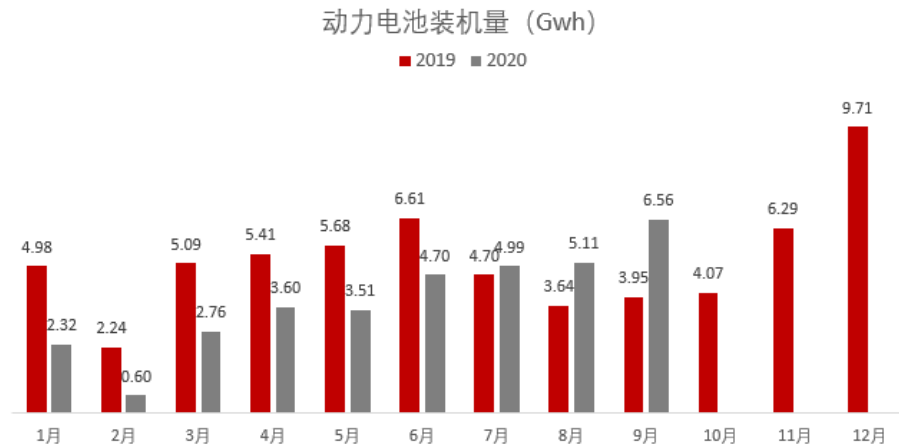
资料来源: SMM, 川财证券研究所; 单位: 万吨



资料来源: SMM, 川财证券研究所; 单位: 吨

目前下游订单旺盛，锂盐价格强势反弹。2020 年下半年开始，随着欧洲新能源汽车销量大幅提升，以及国内新能源汽车销量回暖，锂盐下游需求逐步回暖，2020 年四季度价格小幅上涨至 4.3 万元/吨左右。虽然全球锂盐产能仍处于过剩阶段，但是当时绝大部分企业仍处于亏损阶段，锂盐价格存在利润修复空间。2021 年，新能源汽车需求持续旺盛，从年初 1 月份至今，碳酸锂、氢氧化锂价格涨幅超 60%。我们认为，下游新能源汽车需求高增将带动上游锂盐价格持续回暖，预计未来两年全球锂盐供需仍处于紧平衡状态，锂盐业务有望助力公司长期发展。

图 27: 2020 年动力电池装机量逐步回升



资料来源: wind, 川财证券研究所

当前锂盐下游的需求主要有动力电池、3C、消费电池和传统工业应用等领域。其中动力电池需求的大幅上升将成为锂盐需求增长的主要动力。根据《新能源汽车产业发展规划(2021-2035)》发布，到 2025 年，新能源汽车新车销量占比达到 20%，未来 5 年新能源汽车将继续保持 30% 以上的增速。我们预计 2025

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

年电池级碳酸锂需求约为 55 万吨，未来 5 年的增速将达到 30%以上；2025 年电池及氢氧化锂需求约为 50 万吨，未来 5 年的增速将达到 45%以上。锂盐作为锂电池不可替代的原材料需求将保持高速增长态势，锂盐价格长期向上趋势较为明朗。公司作为国内具备资源优势的锂盐一体化生产企业将持续受益。

四、盈利预测、估值与投资建议

我们对 2021-2023 年公司分业务盈利情况做出如下预测，盈利预测假设：

(1) 由于 2020 年底新增并网风电量较大，预计公司 2021 年发电业务新增收入 40%，2022、2023 年发电业务营收均为增速 20%。

(2) 贸易业务方面，2018 年以来，公司营业收入逐年减少与公司近年调整战略布局有关，化工产品采购与销售业务风险较高、结构单一，公司积极收缩该部分业务布局，假设未来三年该部分业务营收增速-10%。

(3) 假设公司收购川能环保能够在 2021 年并表，相关业务收入以 5%年增速增长。

(4) 锂业务方面，假设公司 2022 年实现部分锂盐生产销售，2023 年实现全部 18 万吨锂精矿开采；假设 2022、2023 年，公司碳酸锂销售售价 6.5、7.2 万元/吨。

图 28： 公司分业务盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
风光发电业务				
销售收入 (亿元)	8.26	12.39	16.11	20.13
销售收入YOY (%)	13.77%	50.00%	30.00%	25.00%
毛利率 (%)	73.97%	70.00%	65.00%	60.00%
贸易业务				
销售收入 (亿元)	11.70	10.53	9.48	8.53
销售收入YOY (%)	-11.67%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率 (%)	1.15%	1.10%	1.10%	1.10%
固废业务				
销售收入 (亿元)	-	17.97	18.86	19.81
销售收入YOY (%)	-	-	5%	5%
毛利率 (%)	-	20.00%	20.00%	20.00%
锂业务				
销售收入 (亿元)	-	-	4.55	18.00
销售收入YOY (%)	-	-	-	295.60%
毛利率 (%)	-	-	20.00%	25.00%
合计				
营业收入合计 (亿元)	19.96	40.89	49.00	66.47
营收YOY (%)	-	104.84%	19.84%	35.66%
毛利合计 (亿元)	6.24	12.38	15.26	20.64
毛利率 (%)	31.28%	30.28%	31.14%	31.04%
毛利YOY (%)	12.36%	98.29%	23.22%	35.26%

资料来源：公司公告，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

首次覆盖给予“增持”评级。我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 40.06、46.78、63.01 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 4.87、6.25、8.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.38、0.48、0.66 元/股，PE 分别为 42、33、24 倍。下游新能源汽车需求高增将带动上游锂盐价格持续回暖，预计未来两年全球锂盐供需仍处于紧平衡状态，锂盐业务有望助力公司长期发展，首次覆盖给予“增持”评级。

表格10: 川能动力可比公司

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	参考总市值 (亿元)	市盈率 PE (TTM) (倍)	净资产收益率 ROE (2020 年报)
000155.SZ	川能动力	15.93	202	127	4.25%
601016.SH	节能风电	3.77	189	24	7.19%
000875.SZ	吉电股份	5.46	152	24	6.28%
000035.SZ	中国天楹	4.55	115	17	5.81%
603686.SH	龙马环卫	15.80	66	14	16.56%
002240.SZ	盛新锂能	38.55	289	153	0.94%
002460.SZ	赣锋锂业	151.71	2181	146	10.75%

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 数据日期 2021 年 7 月 11 日

风险提示

公司自身的经营风险

新能源汽车需求增长不及预期

锂市场供给释放超预期

海外疫情反复

盈利预测

资产负债表

单位:百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	923.18	320.56	374.25	2,061.76
应收票据及应收账款	1,285.66	1,385.67	1,100.00	1,100.00
预付账款	59.45	126.78	87.99	170.86
存货	111.56	121.23	117.09	232.35
其他	1,117.80	1,050.87	1,077.10	1,177.91
流动资产合计	3,497.65	3,005.11	2,756.43	4,742.88
长期股权投资	232.76	232.76	232.76	232.76
固定资产	4,783.14	5,178.67	5,709.72	5,941.09
在建工程	421.39	852.83	1,111.70	697.02
无形资产	86.80	84.65	82.50	80.35
其他	212.43	373.37	431.01	338.41
非流动资产合计	5,736.53	6,722.29	7,567.70	7,289.63
资产总计	9,234.18	9,727.40	10,324.13	12,032.51
短期借款	199.96	269.14	215.30	0.00
应付票据及应付账款	764.65	764.65	764.65	764.65
其他	364.17	802.34	410.47	905.82
流动负债合计	1,328.78	1,836.13	1,390.42	1,670.46
长期借款	3,350.06	2,500.00	2,500.00	2,500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.15	5.00	5.00	5.00
非流动负债合计	3,355.21	2,505.00	2,505.00	2,505.00
负债合计	4,683.99	4,341.13	3,895.42	4,175.46
少数股东权益	864.35	1,189.14	1,606.12	2,177.45
股本	1,270.00	1,294.10	1,294.10	1,294.10
资本公积	3,320.39	3,320.39	3,320.39	3,320.39
留存收益	2,415.85	2,903.03	3,528.49	4,385.50
其他	(3,320.39)	(3,320.39)	(3,320.39)	(3,320.39)
股东权益合计	4,550.20	5,386.28	6,428.71	7,857.05
负债和股东权益总计	9,234.18	9,727.40	10,324.13	12,032.51

现金流量表

单位:百万元	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	293.67	487.19	625.46	857.00
折旧摊销	189.75	175.18	212.23	235.47
财务费用	119.25	129.49	113.60	102.41
投资损失	7.90	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	86.62	223.27	(106.60)	333.38
其它	(281.89)	345.23	466.97	621.33
经营活动现金流	415.30	1,360.36	1,311.66	2,149.59
资本支出	2,004.98	1,000.15	1,000.00	50.00
长期投资	(20.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,861.68)	(2,041.03)	(2,100.00)	(200.00)
投资活动现金流	(1,876.84)	(1,040.88)	(1,100.00)	(150.00)
债权融资	3,837.24	3,020.53	2,976.16	2,766.49
股权融资	(102.76)	(105.39)	(113.60)	(102.41)
其他	(2,349.56)	(3,837.24)	(3,020.53)	(2,976.16)
筹资活动现金流	1,384.92	(922.10)	(157.97)	(312.08)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(76.61)	(602.62)	53.69	1,687.51

利润表

单位:百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,996.51	4,006.99	4,678.16	6,300.55
营业成本	1,373.42	2,793.50	3,221.51	4,344.56
营业税金及附加	3.39	5.26	6.02	9.03
营业费用	2.65	6.01	7.02	9.45
管理费用	86.76	160.28	187.13	252.02
研发费用	0.00	40.07	46.78	63.01
财务费用	113.63	129.49	113.60	102.41
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	7.62	20.44	50.00	50.00
投资净收益	(7.90)	0.00	0.00	0.00
其他	13.50	(40.88)	(100.00)	(100.00)
营业利润	403.45	892.82	1,146.11	1,570.07
营业外收入	0.89	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.30	0.53	0.58	0.47
利润总额	404.03	892.29	1,145.53	1,569.60
所得税	110.36	80.31	103.10	141.26
净利润	293.67	811.98	1,042.43	1,428.34
少数股东损益	140.38	324.79	416.97	571.33
归属于母公司净利润	153.29	487.19	625.46	857.00
每股收益(元)	0.12	0.38	0.48	0.66

主要财务比率

	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-2.66%	100.70%	16.75%	34.68%
营业利润	12.13%	121.30%	28.37%	36.99%
归属于母公司净利润	-28.65%	217.82%	28.38%	37.02%
获利能力				
毛利率	31.21%	30.28%	31.14%	31.04%
净利率	7.68%	12.16%	13.37%	13.60%
ROE	4.16%	11.61%	12.97%	15.09%
ROIC	8.59%	14.37%	16.58%	19.64%
偿债能力				
资产负债率	50.72%	44.63%	37.73%	34.70%
净负债率	64.04%	50.13%	40.47%	8.97%
流动比率	2.63	1.64	1.98	2.84
速动比率	2.55	1.57	1.90	2.70
营运能力				
应收账款周转率	1.66	3.00	3.76	5.73
存货周转率	34.62	34.43	39.26	36.06
总资产周转率	0.24	0.42	0.47	0.56
每股指标(元)				
每股收益	0.12	0.38	0.48	0.66
每股经营现金流	0.33	1.07	1.03	1.69
每股净资产	2.90	3.24	3.73	4.39
估值比率				
市盈率	131.98	42.31	32.96	24.05
市净率	5.49	4.91	4.27	3.63
EV/EBITDA	18.66	19.48	15.99	11.67
EV/EBIT	25.15	22.82	18.69	13.31

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协议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，必要时应就法律、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，需在允许的范围内使用，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：000000029399

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 C0004