

股票投资评级

买入 | 上调

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	16.38
总股本/流通股本(亿股)	2.41 / 2.41
总市值/流通市值(亿元)	40 / 39
52周内最高/最低价	29.59 / 12.66
资产负债率(%)	15.9%
市盈率	15.60
第一大股东	杭州联德控股有限公司

研究所

分析师: 刘卓
SAC 登记编号: S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com
研究助理: 陈基赞
SAC 登记编号: S1340123010003
Email: chenjiyan@cnpsec.com

联德股份(605060)

深耕精密铸造，出海驱动高增长

● 深耕铸造加工行业，经营业绩稳健向上

联德股份二十余年深耕铸造加工行业，通过多次收并购扩充产能&拓展市场，目前兼具铸件与机加工产能，并向液压领域拓展。公司主要从事高精度机械零部件以及精密型腔模产品的研发、设计、生产和销售，提供从铸造到精加工的一站式服务。公司产品包括用于压缩机、工程机械、注塑机以及食品机械整机制造的精密零部件等。

公司股权集中，实控人增持彰显信心。公司实控人为孙袁、朱晴华夫妇，合计持有公司 65.66% 的股权，股权结构集中。同时，孙袁 2024/2/7 以集中竞价方式增持公司股份 424,966 股，占公司总股本的 0.18%，且后续仍将以集中竞价方式增持公司股份，彰显对公司长期发展的信心。

近年公司经营业绩稳健向上。公司 2020 年至 2024Q1 营业总收入分别为 6.70、7.99、11.21、12.11、2.90 亿元，同比分别增长-1.82%、19.21%、40.29%、8.09%、3.43%；实现归母净利润 1.67、1.61、2.48、2.51、0.52 亿元，同比增速分别为-0.93%、-4.01%、54.27%、1.45%、-8.49%。

我们认为公司盈利能力仍将保持较高水平。盈利能力是市场对于联德股份的担忧点之一，主要原因包括：1、人民币存在升值的可能，对海外业务的盈利能力会产生不利影响；2、风电新业务盈利能力可能会比压缩机部件、工程部件盈利能力更低。我们认为这些担忧是合理的，但也不应该忽视一些会对盈利能力产生积极影响的因素，比如：1、力源金河、力源液压治理与盈利能力的改善；2、规模进一步上升对盈利能力存在积极影响。综上，我们认为公司的盈利能力有望保持在较高水平，不应对此过度担心。

● 铸造行业为金属成型主要工艺，北美市场维持高景气度
铸造工艺成本低，工艺灵活性大，可获得复杂形状和大型的铸件，产品综合性能好，相对于锻、轧、焊、冲等其他成型工艺具有一定的比较优势，是当前金属成型的主要工艺方法和手段。铸造行业作为机械制造业的重要上游，其发展状况与全球经济发展情况息息相关，全球铸件产量 2017-2022 年都维持在 1.1 亿吨左右。

美国铸件市场维持高景气度，预计 2024 年-2028 年仍将稳健增长。根据美国铸造协会 (AFS) 2024 预测与趋势报告，美国金属铸造厂在 2023 年表现强劲，铸造业的总收入估计为 501 亿美元，比 2022 年增长 5.2%。从 2018 年到 2023 年，铸造业收入以每年 3.9% 的年平均速度增长。同时，协会预计 2024 年-2028 年，铸造业年收入的增长率为 4.6%。

砂型铸造工作环境恶劣，产能有望逐步向新兴市场转移。由于工业发达国家逐步退出劳动密集型或高劳动强度产业，使得海外铸造产

能需求和供应不对应，装备制造业的供应链以跨国公司为主体，向市场需求大、劳动力资源丰富的发展中国家介绍转移。

压缩机市场方面，空气压缩机、制冷压缩机是应用最为广泛的压缩机，市场规模占比超过压缩机总市场规模的 80%。2022 年全球空气压缩机市场规模为 550 亿美元，制冷压缩机市场规模为 160 亿美元，2023 年预计增长 4.75%。展望未来，随着碳达峰、碳中和的要求，以及中国工业经济转型、制造业升级，新兴业态应用领域逐渐崛起，为压缩机行业带来了新的发展机遇。

工程机械市场方面，国内需求有望筑底向上；同时卡特彼勒为公司工程机械重要客户，景气度向上。从收入角度来看，受益于资源品涨价带来矿山机械景气度向上、美国基建法案与制造业回流大趋势，卡特彼勒 2022、2023 年收入分别为 594、671 亿美元，同比增速分别为 16.6%、12.8%。从积压订单的角度来看，截至 2024Q1，卡特彼勒仍有 279 亿美元的订单积压（主要是能源和运输部门增加），订单充足。

● 产能释放带来成长预期，液压件视为期权亦有兑现希望

产品质量与供应链管理为公司两大优势，绑定海外优质客户。公司主要客户如江森自控、英格索兰、开利空调、麦克维尔等均系全球商用空调行业领先企业，前十大客户中有八家客户与公司合作 10 年以上。在合作过程中，客户产品性能及需求不断提升，联德机械凭借自身研发实力以及研发经验，已参与到客户大部分新产品的研发、设计或者改良过程中。公司参与了江森自控、英格索兰、开利空调、麦克维尔等客户的新品研发项目，承担了主要客户一部分研发职能，相应产品定制化特征显著，附加值较高，有较强的议价能力。

明德项目即将投产，带来成长预期。明德项目作为公司有史以来最大的生产建设项目，预计今年上半年可以开始投产。完全达产后将新增大型高精度机械零部件产能 14,600 套/年，具体包括 2,000 套压缩机部件、7,000 套工程机械部件、3,000 套食品机械部件和 2,600 件套大型风电装备部件。同时，墨西哥工厂 25 年亦有望投产，提升机加工产能的同时有望降低政策风险。

力源金河技改项目顺利达产，24 年有望实现扭亏。力源金河的技改项目顺利达产，已达到比较饱满的生产状态，通过建立全新的树脂砂铸造生产线，使得其与联德股份现有业务协同。同时，公司对力源金河原有液压业务也进行了新客户开发、成本管控等整改动作，我们认为 24 年有望实现扭亏。

液压件壁垒较高，公司借助客户优势及精密铸件能力，期权亦有兑现可能。液压件属于高壁垒赛道，在此领域突围不易，公司存在两大优势，一是与国际龙头企业卡特彼勒存在长期合作关系，二是在精密铸件领域能力优秀，因此我们认为该期权亦有兑现可能。

● 盈利预测与估值

综上，我们预计公司 2024-2026 年，营业收入为 14.82、18.07、21.68 亿元，同比增速分别为 22.35%、21.89%、20.03%；归母净利润为 2.95、3.49、4.10 亿元，同比增速分别为 17.43%、18.31%、17.36%。选取铸件厂商豪迈科技、应流股份，工程机械零部件厂商恒立液压、

长龄液压作为可比公司, 公司估值较低, 随产能释放有望开启新成长, 公司 2024-2026 年业绩对应 PE 分别为 13.39、11.31、9.64 倍, 上调为“买入”评级。

● **风险提示**

大客户开拓不及预期; 产能释放不及预期风险; 原材料价格波动风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1211	1482	1807	2168
增长率 (%)	8.09	22.35	21.89	20.03
EBITDA (百万元)	370.82	423.33	500.90	582.61
归属母公司净利润 (百万元)	251.34	295.13	349.18	409.79
增长率 (%)	1.45	17.43	18.31	17.36
EPS (元/股)	1.04	1.22	1.45	1.70
市盈率 (P/E)	15.72	13.39	11.31	9.64
市净率 (P/B)	1.76	1.63	1.49	1.36
EV/EBITDA	10.55	8.10	6.78	5.59

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

目录

1 深耕铸造加工行业，经营业绩稳健向上	6
1.1 二十余年深耕铸造加工行业，实控人增持彰显信心	6
1.2 经营业绩稳健向上，财务指标优秀	8
2 铸造行业为金属成型主要工艺，北美市场维持高景气度	10
2.1 铸造为当前金属成型的主要工艺方法和手段，下游应用广泛	10
2.2 美国铸件市场维持高景气度，产能有望逐步向新兴市场转移	12
2.3 压缩机：受益节能减排政策，市场空间有望稳中有增	14
2.4 工程机械：国内市场有望企稳向上，持续开拓卡特彼勒铸件市场	15
3 产能释放带来成长预期，液压件视为期权亦有兑现希望	17
3.1 产品质量与供应链管理为公司两大优势，高附加值产品带来高盈利能力	17
3.2 明德项目即将投产，带来成长预期	18
3.3 力源金河技改后有望扭亏，液压件视为期权亦有兑现希望	19
4 盈利预测与估值	21
4.1 盈利预测	21
4.2 相对估值	22
5 风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构较为集中 (截至 2023/12/31)	7
图表 3: 公司产品情况.....	7
图表 4: 近年公司营收及同比增速.....	8
图表 5: 近年公司归母净利润及同比增速.....	8
图表 6: 公司主要产品营收占比情况.....	8
图表 7: 公司主要产品毛利占比情况.....	8
图表 8: 公司毛利率与净利率情况 (%)	9
图表 9: 公司费用率情况.....	9
图表 10: 机械设备零部件产业链.....	10
图表 11: 铸造工艺分类.....	10
图表 12: 全球铸件产量情况 (亿吨)	11
图表 13: 中国铸件产量情况及同比增速.....	11
图表 14: 铸造下游应用广泛, 汽车为最大下游.....	12
图表 15: 美国铸造业收入及同比增速.....	12
图表 16: 美国黑色金属铸造新订单及同比增速.....	13
图表 17: 美国黑色金属铸造出货量及同比增速.....	13
图表 18: 美国黑色金属铸造在手订单情况 (百万美元)	13
图表 19: 北美铸造厂数量预计.....	14
图表 20: 空气压缩机 (螺杆式)	14
图表 21: 冷冻压缩机 (螺杆式)	14
图表 22: 全球压缩机市场规模 (亿美元)	15
图表 23: 中国挖掘机市场情况.....	16
图表 24: 美国建造支出情况.....	16
图表 25: 卡特彼勒收入及同比增速.....	17
图表 26: 卡特彼勒积压订单仍处于高位 (亿美元)	17
图表 27: 公司所获行业荣誉 (部分)	18
图表 28: 与可比公司的净利润率对比 (%)	18
图表 29: 与可比公司的 ROE 对比 (%)	18
图表 30: 公司主要扩产项目情况.....	19
图表 31: 液压产品情况.....	20
图表 32: 全球及中国液压市场.....	20
图表 33: 业务分拆测算表.....	21
图表 34: 可比公司估值表.....	22

1 深耕铸造加工行业，经营业绩稳健向上

1.1 二十余年深耕铸造加工行业，实控人增持彰显信心

公司二十余年深耕铸造加工行业，通过多次收并购扩充产能&拓展市场，目前兼具铸件与机加工产能，并向液压领域拓展。2001年2月，孙袁博士成立联德机械（杭州）有限公司，即公司前身。2006年，桐乡合德成立，主要从事高精度机械零部件铸件的生产制造，并于2016、2017年经过两次股权转让，成为公司全资子公司。2014年，海宁弘德成立，主要从事高精度机械零部件的机械加工（机加工），并于2016年进行股权转让，成为公司的全资子公司。2014年，瑞新实业成立，主要从事与客制化机械及零件有关的贸易业务，并于2016年进行股权转让，成为公司的全资子公司。2016年，AMR成立（位于北美），从事机械零部件铸件的生产制造，2017年，公司通过AMUSA收购AMR全部股权。2021年，公司成功上市，并于当年设立子公司浙江明德，开展“高精度机械零部件生产建设项目”，扩充产能。同年，公司收购力源金河90%股权，投资力源液压，增加铸件产能，并向液压领域拓展。

图表1：公司发展历程

时间	公司发展历程中的重大事件
2001	联德有限成立
2006	桐乡合德成立，主要从事高精度机械零部件铸件的生产制造
2014	海宁弘德成立，主要从事高精度机械零部件的机械加工（机加工） 瑞新实业成立，主要从事与客制化机械及零件有关的贸易业务
2016	AMR成立（位于北美），从事机械零部件铸件的生产制造 增资桐乡合德，完成后股权比例为60% 收购海宁弘德，实现全资控股 收购瑞新实业，实现全资控股
2017	收购桐乡合德剩余股权，实现全资控股 通过AMUSA收购AMR全部股权
2021	成功于上交所上市 设立子公司浙江明德，开展“高精度机械零部件生产建设项目”，扩充产能 收购力源金河90%股权，投资力源液压，增加铸件产能并向液压拓展

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

公司股权集中，实控人增持彰显信心。公司实控人为孙袁、朱晴华夫妇，通过联德控股、联德国际、佳扬投资、朔谊投资、旭晟投资和迅嘉投资合计持有公司65.66%的股权（截至2023/12/31），股权结构集中。同时，孙袁于2024年2月7日通过上海证券交易所交易系统以集中竞价方式增持公司股份424,966股，占公司总股本的0.18%，且后续实控人孙袁先生、朱晴华女士拟于2024年2月7日起6个月内（自2024年2月7日-2024年8月6日）仍将以集中竞价方式增持公司股份，增持金额合计不低于人民币3,000万元且不超过人民币5,000万元（含本次已增持部分），彰显对公司长期发展的信心。

图表2：公司股权结构较为集中（截至 2023/12/31）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

产品方面，公司主要从事高精度机械零部件以及精密型腔模产品的研发、设计、生产和销售，提供从铸造到精加工的一站式服务。公司产品包括用于压缩机、工程机械、注塑机以及食品机械整机制造的精密零部件等。

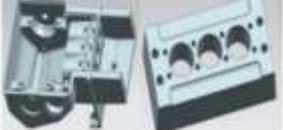
压缩机零部件：主要涵盖离心式压缩机、螺杆式压缩机两大类压缩机零部件，类型包括压缩机转子座、电机座、吸气座、排气座、滑阀、油槽以及蜗壳、转子支撑组件、扩压器板、喷嘴板等零件。配套下游商用制冷和工业用压缩机整机生产。

工程机械零部件：主要类型包括箱体组件、变速器盖、机体组件、传动箱组件、离合器壳体、齿轮盖、传动配件等。配套下游工程机械的生产。

注塑机零部件：主要类型包括静板、动板、油缸、机架、电机座、加料喉管、底盖等。配套下游注塑机的生产。

食品机械零部件：主要类型包括机架、主机体、十字头、连杆组件、动力机架、前机架、齿轮盖、轴承盖等。配套下游食品机械的生产。

图表3：公司产品情况

产品系列	产品介绍	部分产品图片
压缩机零部件	主要涵盖离心式压缩机、螺杆式压缩机两大类压缩机零部件，类型包括压缩机转子座、电机座、吸气座、排气座、滑阀、油槽以及蜗壳、转子支撑组件、扩压器板、喷嘴板等零件。配套下游商用制冷和工业用压缩机整机生产。	
工程机械零部件	主要类型包括箱体组件、变速器盖、机体组件、传动箱组件、离合器壳体、齿轮盖、传动配件等。配套下游工程机械的生产。	
注塑机零部件	主要类型包括静板、动板、油缸、机架、电机座、加料喉管、底盖等。配套下游注塑机的生产。	
食品机械零部件	主要类型包括机架、主机体、十字头、连杆组件、动力机架、前机架、齿轮盖、轴承盖等。配套下游食品机械的生产。	

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

1.2 经营业绩稳健向上，财务指标优秀

近年公司经营业绩稳健向上。公司 2020 年至 2024Q1 营业总收入分别为 6.70、7.99、11.21、12.11、2.90 亿元，同比分别增长-1.82%、19.21%、40.29%、8.09%、3.43%；实现归母净利润 1.67、1.61、2.48、2.51、0.52 亿元，同比增速分别为-0.93%、-4.01%、54.27%、1.45%、-8.49%。

图表4：近年公司营收及同比增速



图表5：近年公司归母净利润及同比增速

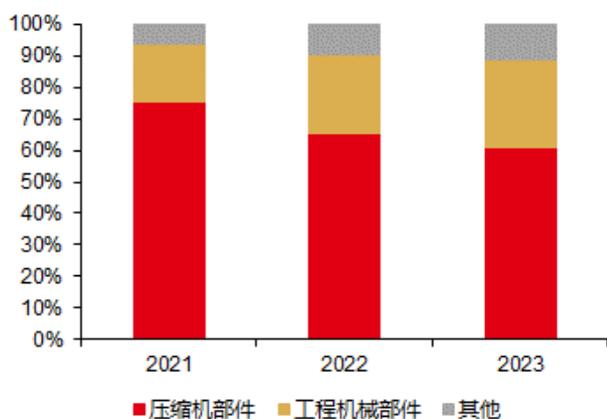


资料来源：iFind，中邮证券研究所

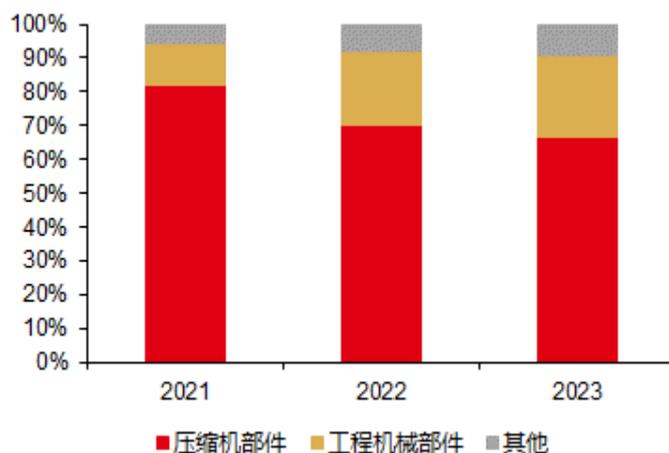
资料来源：iFind，中邮证券研究所

压缩机部件、工程机械部件为公司两大主要产品，后者增速更快。2021-2023 年，公司压缩机部件营收占比分别为 75.6%/65.5%/60.7%，毛利占比分别为 81.7%/70.3%/66.6%；工程机械部件营收占比分别为 18.0%/24.9%/27.9%，毛利占比分别为 12.9%/21.6%/24.0%。展望未来，随着新产能的释放，工程机械大客户的持续开拓有望促使该板块的营收/毛利占比持续提升。同时，风电等新领域的开拓亦有望带来新增长点。

图表6：公司主要产品营收占比情况



图表7：公司主要产品毛利占比情况



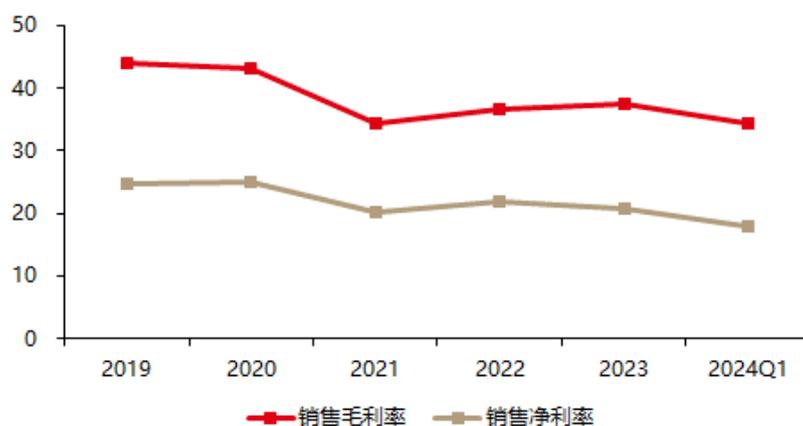
资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司盈利能力基本保持稳健。2020年-2024Q1，公司毛利率分别为43.21%/34.26%/36.47%/37.37%/34.45%，净利率分别为24.97%/20.05%/21.93%/20.59%/17.87%，其中2021年出现较为明显的下滑，并且2022/2023年没有恢复至2020年的水平，主要原因包括：1、2021年钢材价格处于高位，公司调价需要一定的时间，因而影响短期的业绩；2、21年收购子公司力源金河，参股力源液压，对报表与盈利能力存在影响。

盈利能力是市场对于联德股份的担忧点之一，主要原因包括：1、人民币存在升值的可能，对海外业务的盈利能力会产生不利影响；2、风电新业务盈利能力可能会比压缩机部件、工程部件盈利能力更低。我们认为这些担忧是合理的，但也不应该忽视一些会对盈利能力产生积极影响的因素，比如：1、力源金河、力源液压治理与盈利能力的改善；2、规模进一步上升对盈利能力存在积极影响。综上，我们认为公司的盈利能力有望保持在较高水平，不应对此过度担心。

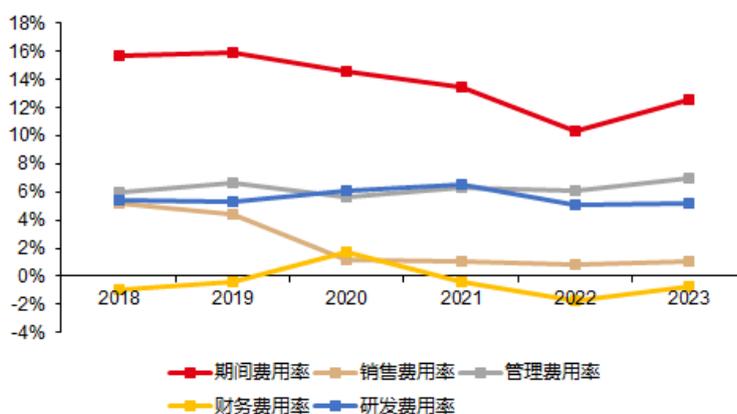
图表8：公司毛利率与净利率情况（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

费用管控得当。公司2020年至2023年期间费用率分别为14.57%/13.50%/10.30%/12.53%，其中销售费用率分别为1.18%/1.10%/0.86%/1.04%；管理费用率分别为5.61%/6.27%/6.12%/6.96%；财务费用率分别为1.71%/-0.41%/-1.77%/-0.68%；研发费用率分别为6.07%/6.55%/5.10%/5.21%。

图表9：公司费用率情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

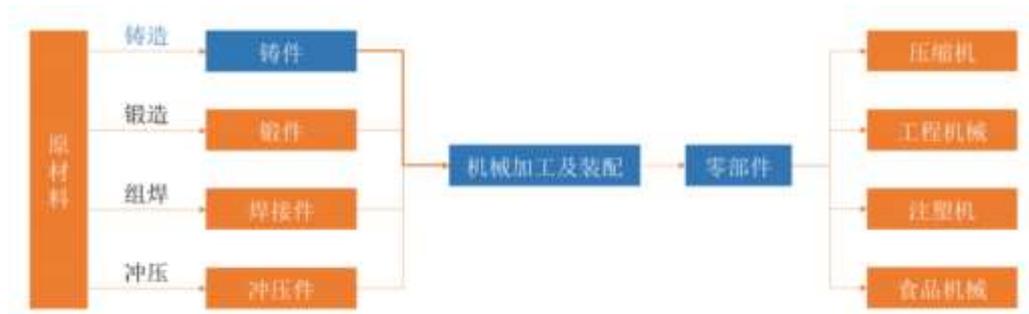
2 铸造行业为金属成型主要工艺，北美市场维持高景气度

2.1 铸造为当前金属成型的主要工艺方法和手段，下游应用广泛

铸造是人类掌握较早的一种金属重熔、热加工成型工艺，距今已有约 6,000 余年历史，随着工业化进程的发展，在众多零部件毛坯成型工艺中，铸造成型因具备生产复杂结构、特殊性能的产品优势而成为机械设备零部件毛坯的重要工艺源头。

铸造是一项较为复杂的物理化学反应过程，基本工艺过程为：将固态金属熔炼成满足指标要求的金属液后，注入预先准备好的铸型中，经冷却凝固、修整、热处理，得到预订要求的形状、尺寸和性能的成型金属毛坯，经进一步机械加工后成为零部件成品。铸造工艺成本低，工艺灵活性大，可获得复杂形状和大型的铸件，产品综合性能好，相对于锻、轧、焊、冲等其他成型工艺具有一定的比较优势，是当前金属成型的主要工艺方法和手段。

图表10：机械设备零部件产业链



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

按工艺划分，铸造可分为砂型铸造、精密铸造、压铸，其中公司主要从事的是砂型铸造，用于生产大型、定制化零部件。

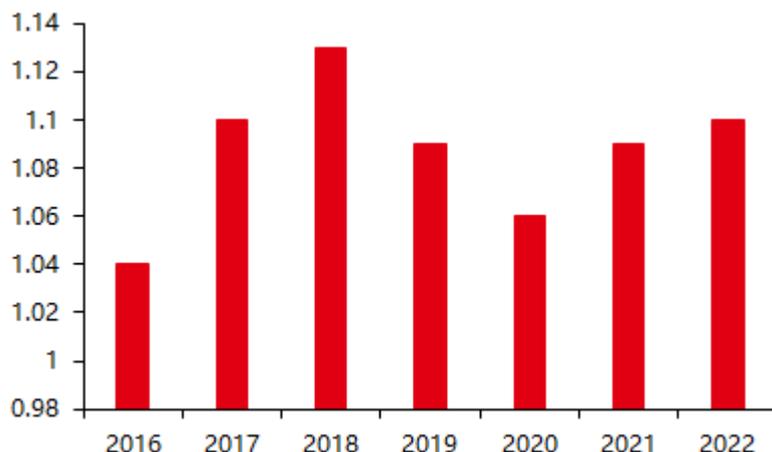
图表11：铸造工艺分类

工艺名称	工艺原理	技术特点	应用领域
砂型铸造	通过制芯、造型等设备将石英砂制作成砂芯、砂型，并组成铸型，将熔炼后的金属液体倒入铸型，经冷却凝固、修整处理后得到铸件。	铸造工艺包括潮模砂工艺、树脂砂工艺、精密组芯工艺等。潮模砂及树脂砂为传统砂型铸造工艺，目前使用较为普遍。精密制芯、造型、组芯过程尺寸精度要求高，对制芯设备、芯盒模具、组芯等系统精度并保持其稳定性的技术难度较大。	砂型铸造广泛用于汽车、工程机械、机床、通用机械、铁路、船舶、石化、电力、家电、航空航天等领域的铸件生产；对于铸件壁厚特别小、尺寸精度特别高、表面粗糙度要求特别高的特殊类型的铸件不适用砂型铸造。
精密铸造	将易溶材料制成的模样上涂敷耐火材料形成型壳，溶出模样，注入液态金属，冷却后获得铸件。	精密铸造需要制蜡模、制壳、熔模、烧结等工艺过程，工艺技术控制难度较大。	适用于生产各类材质的中小尺寸、表面质量及尺寸精度要求很高或壁厚很薄的特殊类型铸件，一般适用于汽车、通用机械、医疗机械、仪器仪表、家电五金等特殊类铸件生产。
压铸	将液态金属在高温高压下射入压铸机内的金属模具内，在短时间内凝固获得铸件。	对压铸设备及模具技术要求较高，大吨位压铸岛技术难度较大。	压铸工艺主要用于锌、铝、镁等低熔点合金的薄壁件的大批量铸造生产，主要适用于汽车、3c、轻工、日用五金等行业。

资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

全球铸件产量维持高位，在 1.1 亿吨左右。铸造行业作为机械制造业的重要上游，其发展状况与全球经济发展情况息息相关，全球铸件产量 2017-2022 年都维持在 1.1 亿吨左右。

图表12：全球铸件产量情况（亿吨）



资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所

从区域产能分布来看，近年来，随着国际产业分工与产业转移的不断进行，全球产业链不断重构，新兴经济体承接国际产业转移，铸造行业发展迅速，中国、印度、巴西、俄罗斯等新兴经济体的铸件产能已跻身全球前十名，特别是中国铸件产量常年稳居世界第一。

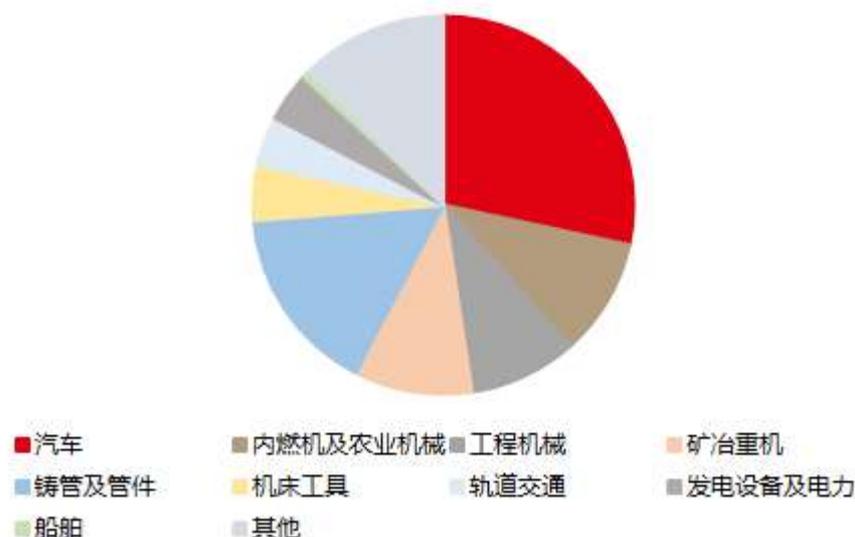
图表13：中国铸件产量情况及同比增速



资料来源：中国铸造协会，中邮证券研究所

铸造下游应用广泛，汽车为最大下游。2022 年，汽车工业依然是我国铸件最大应用领域，2022 年占比为 28.5%；内燃机和农业机械占比 10%；工程机械占比 9.3%；矿冶重机占比 10.1%；铸管及管件占比 16.1%。

图表14：铸造下游应用广泛，汽车为最大下游

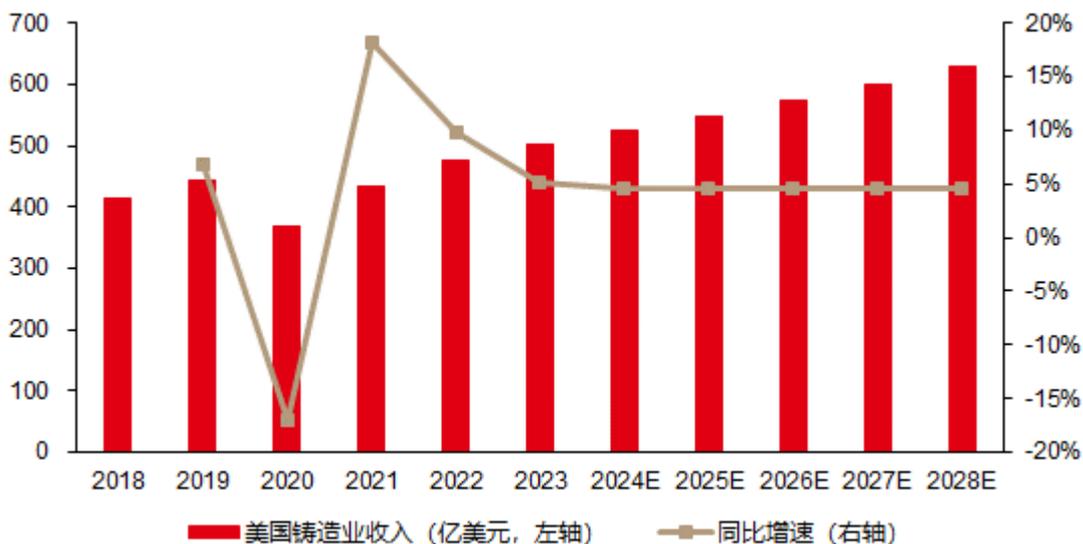


资料来源：中国铸造协会，中邮证券研究所

2.2 美国铸件市场维持高景气度，产能有望逐步向新兴市场转移

美国铸件市场维持高景气度，预计 2024-2028 年仍将稳健增长。根据美国铸造协会 (AFS) 2024 预测与趋势报告，美国金属铸造厂在 2023 年表现强劲，铸造业的总收入估计为 501 亿美元，比 2022 年增长 5.2%。从 2018 年到 2023 年，铸造业收入以每年 3.9% 的年平均速度增长。同时，协会预计 2024-2028 年，铸造业年收入的增长率为 4.6%。

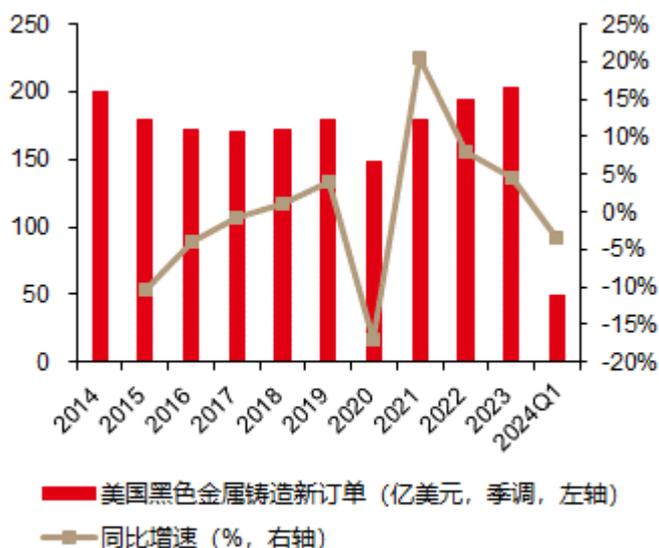
图表15：美国铸造业收入及同比增速



资料来源：《ModernCasting》，中邮证券研究所

从美国黑色金属铸造新订单与出货量来看，2022、2023 年，美国黑色金属铸造新订单分别为 193.57、202.16 亿美元，同比增速分别为 8.1%、4.4%；美国黑色金属铸造出货量分别为 182.44、198.26 亿美元，同比增速分别为 13.7%、8.7%。

图表16: 美国黑色金属铸造新订单及同比增速



图表17: 美国黑色金属铸造出货量及同比增速

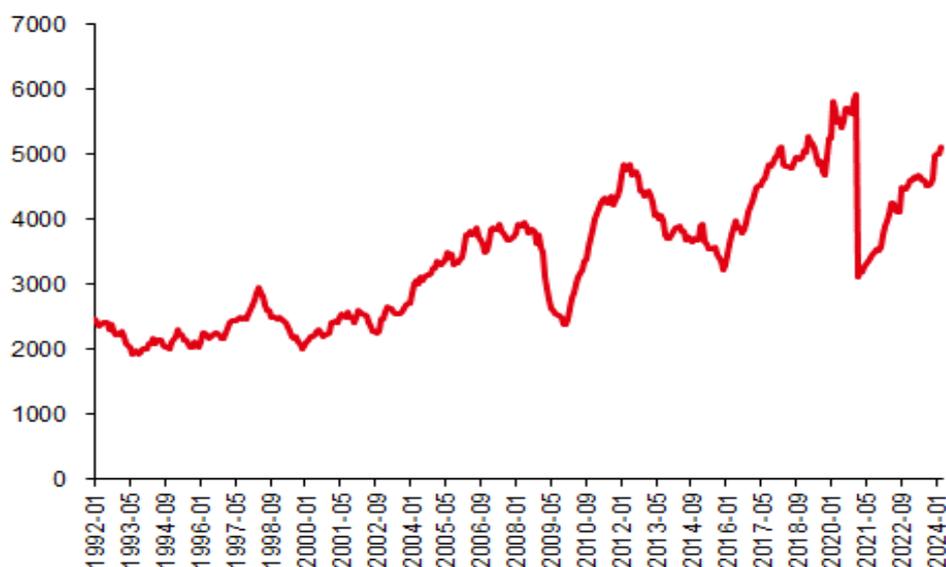


资料来源: iFind, 中邮证券研究所

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

从美国黑色金属铸造在手订单来看，截至 2024 年 3 月，在手订单为 5120 百万美元，亦处于历史偏高的位置，在手订单较为饱满。

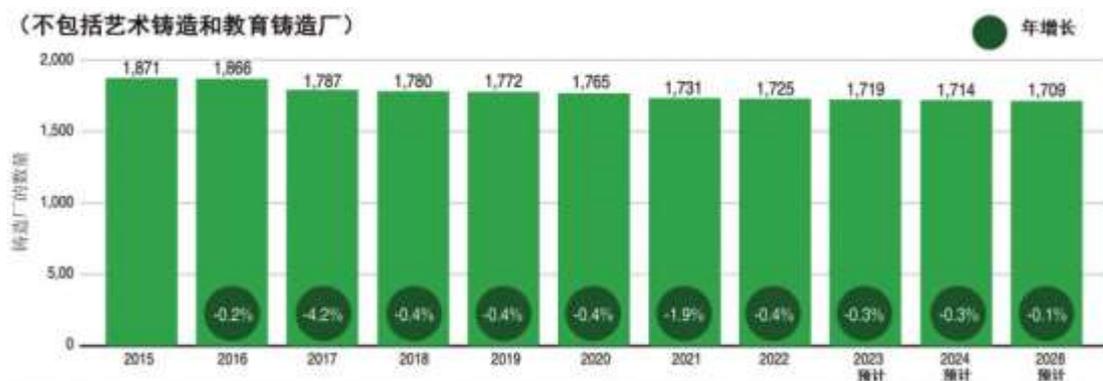
图表18: 美国黑色金属铸造在手订单情况 (百万美元)



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

砂型铸造工作环境恶劣，产能有望逐步向新兴市场转移。由于工业发达国家逐步退出劳动密集型或高劳动强度产业，使得海外铸造产能需求和供应不对应，装备制造业的供应链以跨国公司为主体，向市场需求大、劳动力资源丰富的发展中国家介绍转移。

图表19：北美铸造厂数量预计



资料来源：《ModernCasting》，中邮证券研究所

2.3 压缩机：受益节能减排政策，市场空间有望稳中有增

压缩机是用来调节气体压力和输送气体的机械，种类多、用途广，广泛应用于石油化工、交通运输、食品加工、制冷、生物制药等领域，属于通用型设备。压缩机一般由腔体、电动机、缸体、控制设备和冷却系统等组成。腔体作为压缩机的重要组成部分，其尺寸、形状和位置精度、光洁度以及噪声辐射等直接影响压缩机的质量及其运行效果。领先整机厂商对压缩机腔体零部件的形状、结构及其整体刚性、曲率、应力等指标有极高的要求，这对生产企业的技术及工艺水平提出考验。

空气压缩机、制冷压缩机是应用最为广泛的压缩机，市场规模占比超过压缩机总市场规模的80%。其中，空气压缩机广泛应用于石油化工业、制造业、风电、车辆制动等领域，市场规模占比超过60%；制冷压缩机主要应用于供热通风与空气调节(HVAC)设备以及住宅、商业、工业制冷系统中，市场需求较为庞大。

图表20：空气压缩机（螺杆式）



资料来源：汉钟精机官网，中邮证券研究所

图表21：冷冻压缩机（螺杆式）



资料来源：汉钟精机官网，中邮证券研究所

2022 年全球空气压缩机市场规模为 550 亿美元，制冷压缩机市场规模为 160 亿美元，2023 年预计增长 4.75%。根据 Technavio 数据，2016 年全球空气压缩机和制冷空调压缩机的市场规模分别为 426 亿美元和 121 亿美元；2022 年全球空气压缩机和制冷空调压缩机的市场规模分别达到 550 亿美元和 160 亿美元，2023 年预计增长 4.75%。

随着碳达峰、碳中和的要求，以及中国工业经济转型、制造业升级，新兴业态应用领域逐渐崛起，为压缩机行业带来了新的发展机遇。随着“低碳节能”的相关政策不断出台，国家已经将节能减排作为经济和社会发展的约束性指标，导致制冷、矿山、冶金、医药化工等重度排放行业内企业需要不断提升生产的规范程度和节能标准，促使其对于节能型的制冷设备或空气压缩设备的潜在需求大大提高，从而给高端压缩机市场持续性增长带来了强大动力，为整个产业链的优质企业，包括压缩机整机制造商、核心部件提供商等都提供了良好的发展机遇。

图表22：全球压缩机市场规模（亿美元）



资料来源：Technavio，中邮证券研究所

在技术创新方面，公司已成功掌握各类活塞式压缩机、螺杆式压缩机、离心式压缩机以及多轴式压缩机等容积式、速度式压缩机零部件产品的铸造及机械加工技术。同时随着制造经验的持续积累，公司不断结合实验和实践，持续优化工艺设计及技术参数，从而保证了零部件产品的品质、性能和精度均保持在领先水准并能适应下游产品快速更新换代的行业特征。

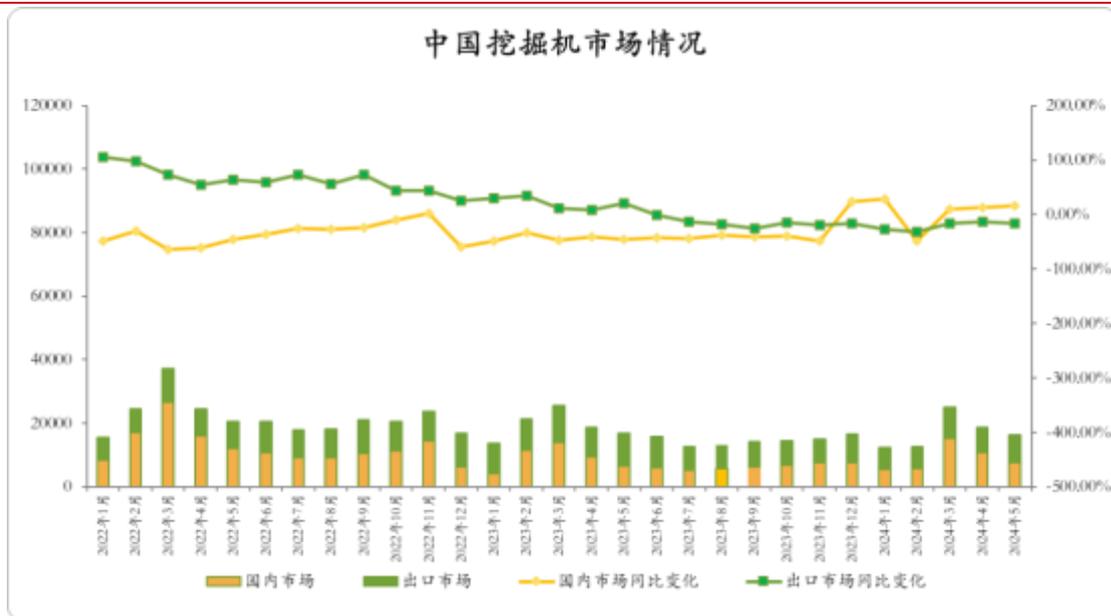
2.4 工程机械：国内市场有望企稳向上，持续开拓卡特彼勒铸件市场

工程机械是土石方施工工程、路面建设与养护、流动式起重装卸作业和各种建筑工程所需的综合性机械化施工工程所必需的机械装备，是现代装备工业的重要组成部分，广泛用于国防建设工程、交通运输建设，能源工业建设和生产、矿山等原材料工业建设和生产、农林水利建设、工业与民用建筑、城市建设、环境保护等领域。

工程机械铸件需求较大。以装载机为例，一台装载机约需铸钢件 1.8 吨，(主要包括桥壳、轮毂、轮架、制动盘等驱动桥类和铲斗、刀板、斗齿等耐磨件类)；需铸铁件约 2.5 吨，(主要包括发动机机体、变速箱体、变矩器壳体等机体箱体和配重等平衡件类)。

国内工程机械有望企稳向上。以挖机为例，经草根调查和市场研究，CME 预估 2024 年 5 月挖掘机（含出口）销量 16200 台左右，同比增长 5%左右，市场逐步修复。分市场来看：国内市场预估销量 7700 台，同比增长近 19%；出口市场预估销量 8500 台，同比下降近 17%。按照 CME 观测数据，2024 年 1—5 月，中国挖掘机械整体销量同比下降 9%左右，降幅持续收窄。其中，国内市场同比下降 0.5%，出口市场销量同比下降 16%。

图表23：中国挖掘机市场情况



资料来源：CME，中邮证券研究所

美国工程机械受益于基建投资法案。2021 年，美国总统拜登当日签署了一项规模达到 1.2 万亿美元的基础设施建设法案。根据这项新的基建法案，美国联邦政府将向道路、桥梁和其他重大项目等投资 1100 亿美元；向货运和客运铁路投资 660 亿美元；向公交系统投资 390 亿美元。除此之外，根据新法案，联邦政府将在扩大宽带系统上投入 650 亿美元，在改善供水系统和更换铅管上投入 550 亿美元。受基础设施建设法案刺激，2022、2023 年美国建造支出分别达 18487、19787 亿美元，同比增长 13.7%、7.0%。

图表24：美国建造支出情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

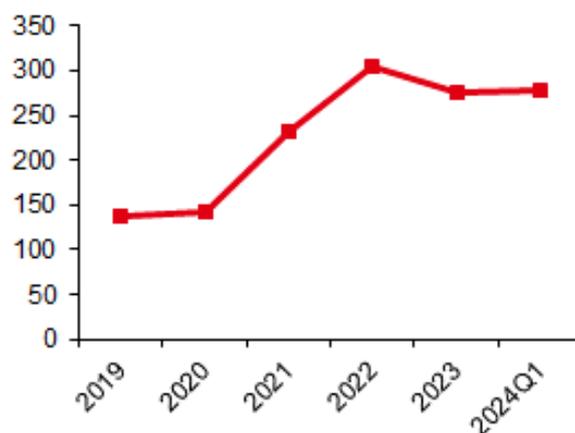
卡特彼勒为公司工程机械重要客户，景气度向上。从收入角度来看，受益于资源品涨价带来矿山机械景气度向上、美国基建法案与制造业回流大趋势，卡特彼勒 2022、2023 年收入分别为 594、671 亿美元，同比增速分别为 16.6%、12.8%。从积压订单的角度来看，截至 2024Q1，卡特彼勒仍有 279 亿美元的订单积压（主要是能源和运输部门增加），订单充足。

图表25：卡特彼勒收入及同比增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表26：卡特彼勒积压订单仍处于高位（亿美元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

3 产能释放带来成长预期，液压件视为期权亦有兑现希望

3.1 产品质量与供应链管理为公司两大优势，高附加值产品带来高盈利能力

公司经过二十余年深耕，已掌握行业领先的铸造及机加工工艺，具备复杂结构大体积高精度零部件量产能力。铸造方面，公司掌握了模具设计、树脂砂造型、制芯、原料配方、电炉熔炼等生产工艺和光谱分析、3D 扫描等先进检测手段；机加工工艺方面，公司在数控设计、工装夹具设计、刀具选用、加工环境温湿度控制、三坐标成品检测等流程上积累了丰富经验。

除产品质量外，公司所服务的跨国企业客户亦将供货及时性及稳定性作为供应商考核的重要指标。在仓储物流等供应链管理方面，公司根据不同客户的具体要求，采用直接送货到厂、寄售、中间仓等多种方式为客户提供定制化供应链服务，满足客户的“Just In Time”、零库存等供应链管理要求，成为客户供应链上的重要一环。

公司主要客户为海外龙头企业，参与客户新品研发，产品附加值较高。公司主要客户如江森自控、英格索兰、开利空调、麦克维尔等均系全球商用空调行业领先企业，前十大客户中有八家客户与公司合作 10 年以上。在长期合作过程中，公司与这些客户合作共生，形成了相互依赖、共谋发展的战略关系。在合作过程中，客户产品性能及需求不断提升，联德机械凭借自身研发实力以及研发经验，已参与到客户大部分新产品的研发、设计或者改良过程中。公司参与了江森自控、英格索兰、开利空调、麦克维尔等客户的新品研发项目，主要集中在图纸分析、结构优化、模具开发、配方设计、熔炼及流水线浇注工艺、数控机床程序设计及控制、刀具管理、原材料及产成品检测、生产过程监测等环节，公司承担了主要客户一部分研发职能，相应产品定制化特征显著，附加值较高，有较强的议价能力。

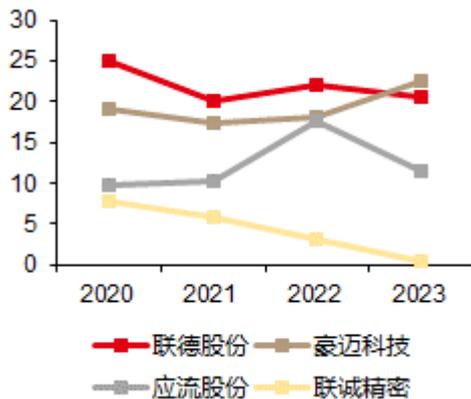
图表27：公司所获行业荣誉（部分）

序号	表彰主体	表彰内容	年度
1	Johnson Controls, Inc.	FY2019 Johnson Controls Leadership Award Customer Satisfaction	2020
2	卡特彼勒（中国）机械部件有限公司	免检供应商	2019
3	卡特彼勒（中国）机械部件有限公司	最佳供应商	2019
4	斯必克（上海）流体技术有限公司	年度最佳质量奖	2018
5	卡特彼勒（中国）机械部件有限公司	免检供应商提名	2018
6	中国铸造协会	第三届中国铸造行业综合百强企业	2018
7	中国铸造协会	第三届中国铸造行业铸铁分行业排头兵企业	2018
8	江森自控空调冷冻设备（无锡）有限公司	FY2017 Johnson Controls Execution Award Bronze	2017
9	英格索兰（全球供应商大会）	2017 Supplier of the Year	2017
10	Johnson Controls, Inc.	2017 Execution Award	2017

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

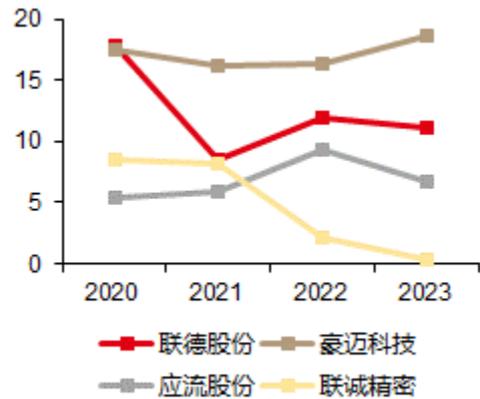
与同行可比公司相比，公司净利润率、ROE 处于较高水平。得益于优质客户群体、高附加值产品以及公司优秀的管理能力，与同行可比公司（豪迈科技、应流股份及联诚精密）相比，公司盈利能力、ROE 均处于较高水平。随着公司募投项目的投产，公司 ROE 存在向上的空间。

图表28：与可比公司的净利润率对比（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表29：与可比公司的ROE对比（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.2 明德项目即将投产，带来成长预期

上市前，公司产能情况为：具备年铸造能力达 4 万吨，拥有 7 个数控加工车间、96 台大型加工中心。上市后，公司通过募投项目资金以及收购力源金河（3 万吨铸造产能+1 万吨机加工产能），逐步扩产，截至 2023 年 12 月 31 日止，公司具备年铸造能力达 7 万吨，拥有 10 个数控加工车间、133 台大型加工中心。

明德项目即将投产，带来成长预期。明德项目作为公司有史以来最大的生产建设项目，公司一直在稳步推进该项目的实施进程，目前该项目主体建筑已基本竣工，相关设备落地、安装调试均稳步推进中，预计今年上半年可以开始投产。完全达产后将新增大型高精度机械零部件产能 14,600 套/年，具体包括 2,000 套压缩机部件、7,000 套工程机械部件、3,000 套食品机械部件和 2,600 件套大型风电装备部件。

墨西哥工厂后续亦有望投产，降低政策风险。公司拟通过全资子公司瑞新实业亚洲有限公司出资在墨西哥设立子公司联德墨西哥，投资建设墨西哥生产基地。本次设立墨西哥子公司投资建设墨西哥生产基地项目首期总投资金额为 5,656 万美元（其中墨西哥子公司注册资金 1,000 万美元）。计划达产后可形成年产精密零部件 38,000 件，其中：压缩机零部件 20,000 件，工程机械零部件 10,000 件，农业机械零部件 8,000 件。如项目建设顺利，预计 25 年将投产。

图表30：公司主要扩产项目情况

公司扩产项目	具体扩产情况	投产时间/预计投产时间	投资资金
年新增 34,800 套高精度机械零部件技改项目	新增产能为机械加工产能	2023	59,606.50 万元
高精度机械零部件生产建设项目	新增产能包括铸造、机械加工以及包装产能，完全达产后将新增大型高精度机械零部件产能 14,600 套/年	2024H1	12,688.40 万元
墨西哥生产基地	新增产能为机械加工产能，计划达产后可形成年产精密零部件 38,000 件	2025	首期投资总金额 5,656 万美元

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.3 力源金河技改后有望扭亏，液压件视为期权亦有兑现希望

力源金河为公司控股公司，股权比例为 90%。力源金河创立于 2001 年，公司位于长三角地区的江苏省南通市如皋市白蒲镇，占地面积约 120,000 多平方米，建筑面积约 60,000 多平方米，年铸件产能 30,000 吨、机加工产能 10,000 吨。现拥有 1 条德国 KW 自动水平有箱静压线、1 条日本 SINTO 全自动水平有箱静压线和 1 条日本 SINTO 全自动水平脱箱挤压造型线，均配备有全自动浇注机。另有卧式、立式加工中心、数控立式车床等精密加工设备 70 余台。力源金河主营业务为各类铸铁材质产品的铸造、加工生产和销售。主要产品是应用于工程机械、工业设备的液压柱塞泵、马达、行走机械、工业阀等元器件配套的铸件和零件，如液压泵、马达壳体、调节器壳体（泵盖）、斜盘、控制阀体、电磁换向阀体等，液压类产品产量占比超过 90%；另外还有少量管道阀门铸件和汽车增压器铸件产品，产量占比约 8%。

力源金河技改项目顺利达产，24 年有望实现扭亏。力源金河的技改项目顺利达产，已达到比较饱满的生产状态，通过建立全新的树脂砂铸造生产线，使得其与联德股份现有业务协同，在现有业务体系基础上提高资源配置和利用效率，同比 23 年将为公司带来更多的铸造产能，为公司创造整体效益。同时，公司对力源金河原有液压业务也进行了新客户开发、成本管控等整改动作，今年力源金河的表现将优于 23 年的情况，我们认为 24 年有望实现扭亏。

力源液压为公司参股公司。力源液压（苏州）位于苏州市相城经济开发区漕湖大道 29 号，是中航力源民品经营和管理中心。公司成立于 2010 年 12 月 27 日，注册资本为人民币 3 亿元，

厂区占地面积为 151311m²。2019 年，中航力源民品业务并入力源苏州公司，成立力源液压（苏州）有限公司贵阳分公司；同年原力锐液压系统有限责任公司整体并入苏州公司，相关业务进行合并整合，力锐液压系统有限责任公司予以注销。2014 年获批建设“苏州市液压传动与控制工程技术研究中心”，2015 年首次被认定为“国家高新技术企业”，2018 年获批设立“国家博士后科研工作站分站”。力源液压年销售量达 6 万台，共有 2 大办事处，七大代理商：分别为上海浦秀，济南晶创、南京伊顿、北京信远、成都海德、贵州浩雅、佛山力源卡特

液压机械是通过流体能进行工作的设备和工具，在重型设备中常见出现。在这类设备中，液压油通过液压泵以很高的压力被传送到设备中的执行机构；液压泵则由发动机或者电动马达驱动，通过操纵各种液压控制阀控制液压油以获得所需的压力或者流量。液压动力机械按照产品功能区分可以分为液压阀、液压泵、液压马达和液压缸。

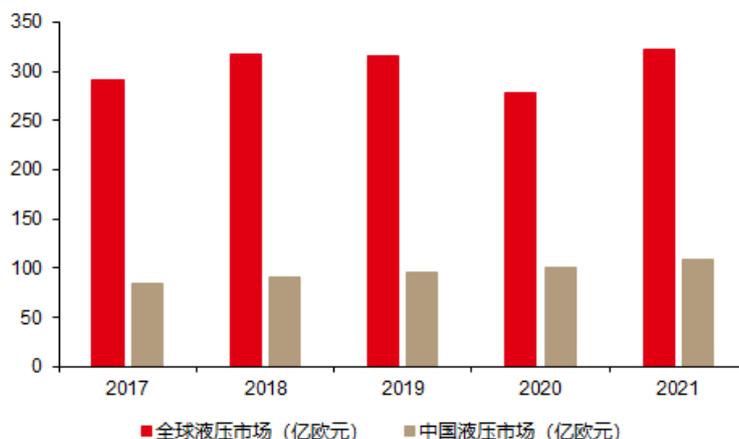
图表31：液压产品情况

动力类型	产品	说明
	液压阀	液压阀是一种用压力油操作的自动化元件，它受配压阀压力油的控制，通常与电磁配压阀组合使用，可用于远距离控制水电站油、气、水管路系统的通断。包括方向阀、压力阀、流量阀、比例阀、伺服阀、多路阀、插装阀、叠加阀等。
液压动力机械及元件制造	液压泵	液压泵是液压系统的动力元件，是靠发动机或电动机驱动，从液压油箱中吸入油液形成压力油排出，送到执行元件的一种元件。包括齿轮液压泵、叶片液压泵、轴向柱塞泵、径向柱塞泵、螺杆式液压泵等。
	液压马达	液压马达是液压系统的一种执行元件，它将液压泵提供的液体压力能转变为其输出轴的机械能(转矩和转速)。包括齿轮马达、叶片马达、柱塞马达、摆线马达、低速大扭矩马达等。
	液压缸	包括高压重型液压缸、车辆工程系列液压缸、农机系列液压缸、拉杆式液压缸、回转液压缸、摆动液压缸等。

资料来源：前瞻产业研究院，中邮证券研究所

全球液压市场约 2000 亿人民币。液压传动优势明显，2017 年全球液压产品销售额为 290.7 亿欧元，增长至 2021 年的 322.8 亿欧元，受宏观大环境影响，2020 年全球液压市场需求略有下降，五年 CAGR 为 2.7%。中国液压产品销售额由 2017 年的 84.6 亿欧元增长至 2021 年的 109 亿欧元，相当于人民币 831.8 亿元，5 年 CAGR 为 6.5%，高于国际市场。

图表32：全球及中国液压市场



资料来源：头豹研究院，中邮证券研究所

液压件壁垒较高，公司借助客户优势及精密铸件能力，期权亦有兑现可能。液压件属于高壁垒赛道，在此领域突围不易，公司存在两大优势，一是与国际龙头企业卡特彼勒存在长期合作关系，二是在精密铸件领域能力优秀，因此我们认为该期权亦有兑现可能。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

1) 收入方面，受益于产能逐步释放，我们预计 2024-2026 年收入增速有望分别达 22.35%、21.89%、20.03%。

2) 毛利率方面，折旧/人民币升值/风电业务占比上升会对盈利能力产生不利影响，力源液压经营改善/优质大客户占比增加/规模效应上升会对盈利能力产生有利影响，综合看，我们预计 2024-2026 年毛利率基本保持稳定，分别为 36.6%、35.9%、35.2%。

3) 费用率方面，随着规模效应的增长，有望稳中有降。预计公司 24-26 年销售费用率分别为 1.00%、0.98%、0.95%，管理费用率为 6.8%、6.65%、6.5%，研发费用率为 5.10%、4.95%、4.85%。

4) 公司 24-26 年的所得税率均为 13%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年，营业收入为 14.82、18.07、21.68 亿元，同比增速分别为 22.35%、21.89%、20.03%；归母净利润为 2.95、3.49、4.10 亿元，同比增速分别为 17.43%、18.31%、17.36%。

图表33：业务分拆测算表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
工程机械零部件					
销售收入（百万元）	279	339	481	635	812
增长率		21%	42%	32%	28%
毛利率	31.6%	32.1%	34.2%	34.6%	35.0%
压缩机零部件					
销售收入（百万元）	735	735	771	833	900
增长率		0%	5%	8%	8%
毛利率	39.1%	41.0%	40.0%	39.8%	39.5%
其他部件					
销售收入（百万元）	106	135	226	335	452
增长率		27%	68%	48%	35%
毛利率	30.4%	31.4%	30.0%	28.0%	26.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	1	3	4	4	5
增长率		205%	10%	10%	10%
毛利率	68.1%	3.6%	30.0%	30.0%	30.0%
合计					
销售收入（百万元）	1121	1211	1482	1807	2168
增长率		8%	22%	22%	20%
毛利率	36.5%	37.4%	36.6%	35.9%	35.2%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

4.2 相对估值

选取铸件厂商豪迈科技、应流股份，工程机械零部件厂商恒立液压、长龄液压作为可比公司，公司估值较低，随产能释放有望开启新成长，公司 2024-2026 年业绩对应 PE 分别为 13.39、11.31、9.64 倍，上调为“买入”评级。

图表34：可比公司估值表

代码	证券简称	总市值（亿元）	收盘价（元）	归母净利润（亿元）				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002595.SZ	豪迈科技	306.24	38.28	16.12	18.48	20.91	23.76	19.00	16.58	14.64	12.89
603308.SH	应流股份	93.84	13.82	3.03	4.19	5.30	6.48	30.94	22.39	17.72	14.47
601100.SH	恒立液压	649.49	48.44	24.99	27.51	32.49	38.37	25.99	23.61	19.99	16.93
605389.SH	长龄液压	31.61	21.94	1.02	1.51	1.79	2.07	31.09	20.87	17.68	15.26
平均值								26.76	20.86	17.51	14.89
605060.SH	联德股份	39.51	16.38	2.51	2.95	3.49	4.10	15.72	13.39	11.31	9.64

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：豪迈科技、应流股份、恒立液压、长龄液压预测数据取自 iFind 一致预期，截止日期 2024.6.3

5 风险提示

大客户开拓不及预期；产能释放不及预期风险；原材料价格波动风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1211	1482	1807	2168	营业收入	8.1%	22.4%	21.9%	20.0%
营业成本	759	940	1159	1405	营业利润	4.2%	16.7%	18.7%	17.7%
税金及附加	13	15	18	22	归属于母公司净利润	1.4%	17.4%	18.3%	17.4%
销售费用	13	15	18	21	获利能力				
管理费用	84	101	120	141	毛利率	37.4%	36.6%	35.9%	35.2%
研发费用	63	76	89	105	净利率	20.7%	19.9%	19.3%	18.9%
财务费用	-8	-10	-9	-9	ROE	11.2%	12.2%	13.2%	14.1%
资产减值损失	-4	-5	-6	-7	ROIC	10.8%	11.4%	12.5%	13.4%
营业利润	289	338	401	472	偿债能力				
营业外收入	0	2	2	2	资产负债率	15.9%	16.8%	17.4%	18.1%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	3.61	3.22	3.12	3.19
利润总额	289	339	402	473	营运能力				
所得税	39	44	52	61	应收账款周转率	3.47	3.97	4.03	4.12
净利润	249	295	350	411	存货周转率	5.80	6.30	6.37	6.35
归母净利润	251	295	349	410	总资产周转率	0.46	0.53	0.59	0.64
每股收益(元)	1.04	1.22	1.45	1.70	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.04	1.22	1.45	1.70
货币资金	689	610	644	784	每股净资产	9.31	10.04	10.99	12.08
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	347	426	507	589	PE	15.72	13.39	11.31	9.64
预付款项	8	9	12	14	PB	1.76	1.63	1.49	1.36
存货	214	256	311	372	现金流量表				
流动资产合计	1333	1387	1571	1870	净利润	249	295	350	411
固定资产	603	731	843	927	折旧和摊销	79	94	107	119
在建工程	370	427	433	400	营运资本变动	-25	-79	-86	-85
无形资产	171	171	171	171	其他	21	23	24	28
非流动资产合计	1342	1528	1645	1696	经营活动现金流净额	325	334	395	473
资产总计	2675	2915	3216	3567	资本开支	-337	-278	-224	-169
短期借款	90	90	90	90	其他	358	-12	-14	-15
应付票据及应付账款	202	245	296	355	投资活动现金流净额	20	-291	-237	-184
其他流动负债	77	95	117	142	股权融资	0	-22	0	0
流动负债合计	369	431	503	587	债务融资	-160	0	0	0
其他	56	57	57	57	其他	-85	-100	-124	-148
非流动负债合计	56	57	57	57	筹资活动现金流净额	-246	-122	-124	-148
负债合计	425	488	561	644	现金及现金等价物净增加额	99	-80	34	140
股本	241	241	241	241					
资本公积金	943	944	944	944					
未分配利润	927	1080	1256	1460					
少数股东权益	6	6	6	8					
其他	134	155	208	269					
所有者权益合计	2250	2427	2656	2923					
负债和所有者权益总计	2675	2915	3216	3567					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048