

分析师：张诗瑶

万通液压 830839

工程机械行业

执业证书编号：S1410524040001

投资评级： 买入（首次）

深耕液压油缸领域，布局电动缸+丝杠产品打开成长空间（更正）——首次覆盖

当前价格： 9.42元

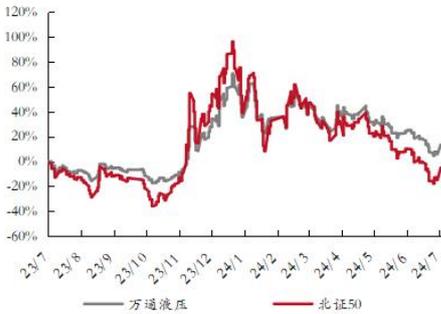
投资要点：

市场数据

总股本(百万股)	119.31
A股股本(百万股)	119.31
B/H股股本(百万股)	/
A股流通比例(%)	53.96
12个月最高/最低(元)	14.60/6.40
第一大股东	王万法
第一大股东持股比例(%)	33.85
上证综指/沪深300	2976.30/3498.28

数据来源：iFind，截至2024.07.16

近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-3.89	-6.16	31.92
绝对收益	-8.81	-14.29	13.36

注：相对收益与北证50相比

数据来源：iFind，数据截至2024.07.16

相关研究报告

◆**深耕液压油缸领域，定位中高端产品市场。**在我国高端装备制造业不断发展的当下，作为高端装备的核心部件之一的高端液压需求也随之提升；公司紧抓行业发展脉络，研发、销售的液压相关产品聚焦于中高端领域，得益于持续的研发和创新，公司目前的产品技术及生产工艺处于国内先进水平。目前，公司作为国内主要的自卸车专用油缸、机械装备用缸（特别是综合采掘设备领域）供应商之一，已在其相关领域拥有一定知名度及市场份额；并与部分知名专用汽车生产改装企业，以及煤炭综采装备制造企业建立了良好的合作关系。此外，公司汽油弹簧业务也保持着高速发展态势。

◆**积极研发新产品拓展下游应用市场，军民融合打开成长空间。**2021年，为把握设备电动化的发展机遇，公司在聚焦主业对各产品领域业务发展进行战略定位，积极研发新产品和开发市场的同时，对电动缸产品也加大了研发投入。目前，公司的电动缸产品已实现销售，主要应用于军工领域，未来有望扩大应用范围。此外，公司也正在积极做行星滚柱丝杠存相应技术储备，未来有望结合公司电动缸产品，切入人形机器人市场，为公司可持续稳健发展提供助力。

◆**国内工程机械需求持续向好，公司业绩有望保持增长态势。**根据中国工程机械业协会公布的数据显示，6月销售各类挖掘机16603台，同比增长5.31%，其中国内为7661台，同比增长25.6%，销售增速超预期；出口为8942台，同比下降7.51%，下降幅度进一步收窄。我们认为在国内需求持续修复向好，以及海外2023年下半年销量低基数影响下，工程机械行业有望迎来海内外的需求共振，将对包括公司在内的国内工程机械产业链企业产生积极影响。

◆**大规模设备更新政策实施，公司有望充分受益于政策带来的发展机遇。**随着国内制造业的持续升级和劳动力成本的增加，我国政府正不断加强政策支持，以促进工业向绿色、自动化和智能化的转型。今年发布的《推动工业领域设备更新实施方案》，该方案强调了数字化和绿色化作为制造业转型升级的关键点，旨在推动产业向高端、智能和环保的方向发展。公司作为设备供应商的上游企业，有望从这一政策中获得显著的发展机遇，实现业务的增长和技术创新。

◆**首次覆盖给予“买入”评级。**我们认为公司所处行业处于持续向好阶段，公司三大主营业务有望受益下游市场的持续需求增长和应用领域的不断拓展而保持稳健的增长势头；特别是公司的机械装备以及油气弹簧业务，在公司高端以及新产品下游市场的渗透率不断提升的背景下，有望继续保持较高增速。公司的产品毛利率也将随着公司产能的持续释放、产品结构的优化以及成本管控的增强，实现一定程度上的提升。预计公司2024-2026年营业收入分别为8.63/10.56/12.27亿元，同比增长分别为29.10%/22.39%/16.19%；归属母公司净利润分别为1.11/1.50/1.77亿元，同比增长分别为40.17%/34.47%/18.68%。对应当前股价9.42元，PE分别为10/8/6倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济增速不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；技术更新及新产品研发不及预期风险等。

财务预测	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	6.69	8.63	10.56	12.27
增长率 (%)	32.46%	29.10%	22.39%	16.19%
归母净利润 (亿元)	0.79	1.11	1.50	1.77
增长率 (%)	25.28%	40.17%	34.47%	18.68%
EPS (元/股)	0.68	0.93	1.25	1.49
P/E (倍)	13.86	10.10	7.51	6.33
P/B (倍)	2.17	1.78	1.44	1.17

正文目录

1 深耕中高压液压油缸领域.....	3
1.1 股权结构稳定且集中，研发技术人员占比提升明显.....	3
1.2 定位中高端液压产品市场，下游客户覆盖军民企业.....	5
1.3 布局电动缸及丝杠产品，打开公司向上成长空间.....	8
1.4 持续提升研发投入，巩固公司行业地位.....	9
2 公司基本面良好，产品结构进一步优化.....	10
2.1 公司基本面良好，盈利能力有所提升.....	10
2.2 机械装备用油缸收入占比逐步提升，油气弹簧营收占比提升显著.....	12
2.3 公司盈利能力相对稳定处于中等水平.....	13
3 下游行业景气度持续回升，大规模设备更新带来发展新机遇.....	13
3.1 下游行业景气度持续回升，公司业绩有望维持稳健增长.....	13
3.1.1 工程机械相关数据持续向好，公司业绩有望得到改善.....	13
3.1.2 采矿业景气度上升，固定资产开支有望持续增长.....	15
3.2 设备更新叠加海外市场需求增加，公司有望充分受益.....	17
3.2.1 自卸车专用油缸：内外需求有望修复，带动公司业绩稳步增长.....	17
3.2.2 机械装备专用油缸：中高端产品渗透率持续提升，业务将稳健增长.....	18
3.2.3 油气弹簧：设备升级+切入军工领域，成长空间提升.....	19
4 盈利预测及估值.....	21
4.1 基本假设.....	21
4.2 估值及建议.....	23
5 风险提示.....	23

图表目录

图 1、公司发展历程.....	3
图 2、公司股权结构.....	4
图 3、公司董事及高管.....	4
图 4、公司所处领域、产品类型及下游应用领域.....	5
图 5、液压缸分类及对应产品类别.....	6
图 6、公司自卸车专用油缸产品及终端应用场景图示.....	6
图 7、公司机械装备用油缸产品及终端应用场景图示.....	7
图 8、公司汽油弹簧产品及终端应用场景图示.....	7
图 9、公司下游主要客户示意图.....	8
图 10、电动缸、液压缸及气动缸性能对比.....	9
图 11、公司电动缸产品及终端应用场景图示.....	9
图 12、公司营业收入以及同比增速变化.....	10
图 13、公司扣非归母净利润及同比增速变化.....	10
图 14、公司销售毛利率、净利率变动.....	11
图 15、公司三项费率用及研发费用率变动.....	11
图 16、公司研发费用及同比增长率.....	11
图 17、公司三大主营业务营收占比变化图.....	12

图 18、万通液压与同行可比公司销售毛利率 (%) 变化对比.....	13
图 19、万通液压与同行可比公司销售净利率 (%) 变化对比.....	13
图 20、主要企业液压挖掘机内销数量及同比增速变化.....	14
图 21、主要企业液压挖掘机外销数量及同比增速变化.....	14
图 22、中国小松挖掘机当月开工小时数及当月同比增速变化.....	15
图 23、我国采矿业固定资产投资 (不含农户) 完成额累计同比变化.....	15
图 24、我国 2003-2023 年原煤生产量以及增速变化.....	17
图 25、我国煤炭开采和洗选业固定资产投资累计完成额变化.....	17
图 26、全球半挂车市场规模及预测 (单位: 百万台)	20
图 27、公司油气悬架产品示图.....	20
图 28、2009-2024 年中共中央本级国防支出预算变化.....	21
表 1、矿山装备行业发展相关政策.....	16
表 2、公司 2020 年公开发行股票募集资金投资项目内容.....	18
表 3、销售收入结构预测.....	22
表 4、可比公司估值.....	23

1 深耕中高压液压油缸领域

山东万通液压股份有限公司（以下简称“万通液压”）创建于2004年6月，是一家集研发、生产、销售、服务于一体的国内中高压油缸供应商。公司一直以来秉承“制造液压精品”的核心价值观，坚持新产品研发投入，已取得一系列拥有自主知识产权的核心专利，并掌握了包括冷拔技术、密封性能优化、活塞杆热处理与表面处理、镜面抛光及粗糙度控制、双气室蓄能器技术等多项核心技术。公司始终以客户需求为导向，不断创新，致力于中高端液压产品的研发与生产。

多年来，万通液压凭借过硬的产品质量、完善的服务体系和良好的市场口碑，与众多行业主流客户建立了长期稳定的合作关系。2023年，公司主营产品液压油缸荣获“好品山东”品牌称号。

图 1、公司发展历程

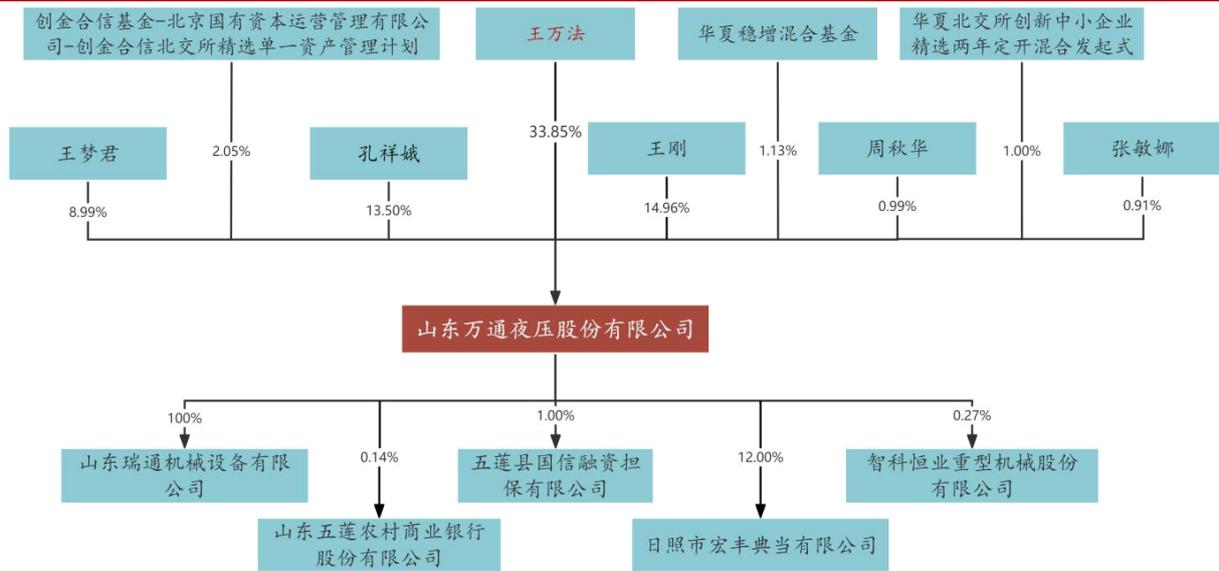


资料来源：万通液压 2023 年年报，万通液压 2022 年业绩说明会，江海证券研究发展部

1.1 股权结构稳定且集中，研发技术人员占比提升明显

公司实际控制人为王万法，担任公司的董事长、董事，持有公司 33.85% 的股权。王万法、王刚、孔祥娥和王梦君为一致行动人，合计持有公司 71.30% 的股权，公司股权结构稳定且集中，有利于公司发展战略的坚定执行。

图 2、公司股权结构



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 3、公司董事及高管

姓名	职务	简介
王万法	董事长、董事	本科学历，高级经济师。1972年7月参加工作，任五征集团副厂长，1990年3月至1992年8月任五莲县汽车汽修厂厂长，1992年9月至1995年8月任五莲县街头镇政府副镇长兼经委主任，1995年9月至2000年12月任日照市工业学校实习机械厂厂长，2001年1月至2004年6月任日照市日工机械有限公司董事长，2004年7月至2012年4月担任万通有限总经理兼执行董事，2012年5月至2014年3月任万通有限董事长。2014年3月起至今任山东万通液压股份有限公司董事长。
王刚	董事、总经理	研究生学历，中级经济师。2005年9月起就职于万通有限，历任万通有限车间主任、采购部长、副总经理，2012年5月起任万通有限总经理。2014年3月起至今任山东万通液压股份有限公司董事、总经理。
景传明	董事、副总经理	中专学历，1996年6月至1999年9月就职于五莲县方全钢管厂，1999年10月至2000年12月就职于日照市工业学校实习机械厂；2001年1月至2004年7月就职于日照市日工机械有限公司；2004年7月起就职于万通有限，从事生产制造及相关管理工作。2014年3月起至今任山东万通液压股份有限公司董事、副总经理。
王梦君	董事、副总经理 董事会秘书	硕士研究生学历。现任万通液压董事、副总经理、董事会秘书，曾就职于北京德恒律师事务所、北京金杜律师事务所、国金中投（北京）股权投资基金管理有限公司和北京朝聚投资管理有限公司。
厉建慧	财务负责人	本科学历，中级会计师。2013年12月至2014年3月就职于万通有限，从事财务工作；2014年3月起至2020年5月先后从事信息披露、证券事务相关工作。2020年5月起至今任山东万通液压股份有限公司董事会秘书、财务负责人。
于善利	总经理助理	大专学历，1993年6月至1995年10月就职于五莲县莲锋陶瓷厂；1995年11月至2000年12月就职于日照市工业学校实习机械厂，任操作工；2001年1月至2004年6月就职于日照市日工机械有限公司，任车间吊耳班班长、试制组成员；2004年7月至2014年3月就职于万通有限，从事生产制造及相关管理工作；2019年6月至2020年5月任山东万通液压股份有限公司董事。2014年3月至至今任山东万通液压股份有限公司总经理助理。
崔飞龙	总经理助理	大专学历，1996年3月至2004年6月，就职于日照市工业学校实习机械厂，任检验站站长；2004年6月起就职于万通有限，先后从事检验、技术、售后服务、质量管理等工作。2020年2月起至今任山东万通液压股份有限公司总经理助理。

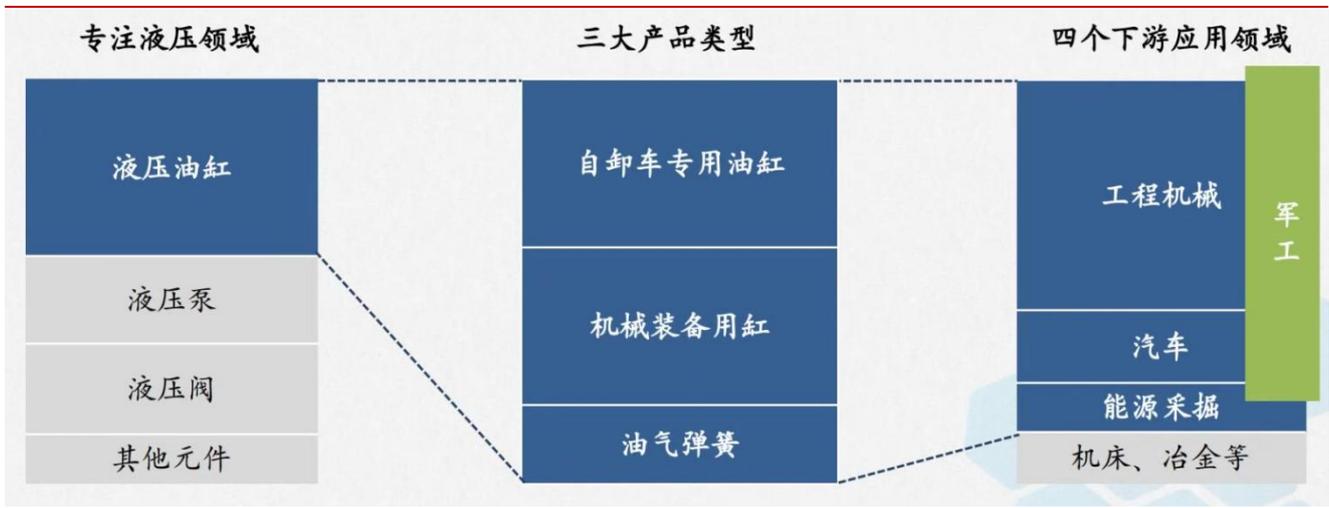
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

1.2 定位中高端液压产品市场，下游客户覆盖军民企业

自 20 世纪 50 年代起，我国液压工业经历了起步、成长和快速发展三个主要阶段。进入 21 世纪，液压产业受到国家层面的高度重视，被定位为工业发展的关键战略领域，并被纳入多项国家级发展规划。随着我国经济的稳步增长和固定资产投资的不断扩大，液压元件的市场需求也随之增长，工程机械、能源冶金、矿山以及农林机械等主要应用领域均呈现出快速发展的态势。目前，中国液压产业在规模和数量上已经达到了“液压大国”的地位。

公司专注于液压油缸领域，已形成以自卸车专用油缸、机械装备用油缸以及油气弹簧为主的三大产品系列，下游应用涉及工程机械、汽车、能源采掘以及军工。

图 4、公司所处领域、产品类型及下游应用领域



资料来源：万通液压 2022 年年报交流会，江海证券研究发展部

聚焦中高端液压产品，打开成长空间。按照额定工作压力的不同，液压油缸分为低压油缸、中压油缸、中高压油缸、高压油缸与超高压油缸几类。一般来说，额定工作压力高的油缸产品附加值也更高。在我国高端装备制造业不断发展的当下，作为高端装备的核心部件之一的高端液压需求也随之提升；公司紧抓行业发展脉络，研发、销售的液压相关产品聚焦于中高端领域，为公司实现稳健增长提供助力。

图 5、液压缸分类及对应产品类别

级别	压力范围(MPa)	公司产品类别
低压	0.0-2.5	-
中压	2.5-8.0	-
中高压	8.0-16.0	自卸车专用油缸
高压	16.0-32.0	自卸车专用油缸
		机械装备用油缸
		油气弹簧
超高压	>32	-

资料来源：万通液压 2020 年公开发行说明书，江海证券研究发展部

自卸车专用油缸：自卸车是指通过液压或机械举升而自行卸载货物的车辆，由汽车底盘、液压举升系统、取力装置和货箱等部件组成。在土木工程中，常同挖掘机、装载机、带式运输机等设备联合作业，构成建筑工程材料的装、运、卸生产线。自卸车专用油缸主要用于自卸车的液压举升系统，可以将液压能转换成机械能，是自卸车的主要配件之一。

自卸车专用油缸按卸货方式可分为前置缸、中顶缸、侧翻缸、平推缸四种，万通液压主要经营前置缸，与中顶自卸车及其他自卸车相比，前顶自卸车具有车辆行驶稳定、液压系统压力低、安全性能强的特点，符合自卸车结构的未来发展方向。

图 6、公司自卸车专用油缸产品及终端应用场景图示



资料来源：万通液压 2020 年公开发行说明书，江海证券研究发展部

机械装备用油缸：机械装备用油缸主要为非标准油缸，其产品结构型式、性能需求各异，定制化程度较高，无法进行标准化生产。通过不断对新产品的研发、工艺的优化，以及生产经验的积累，目前公司的机械装备油缸产品已实现三大领域的覆盖。

- 采掘设备用油缸：应用于液压支架和掘进机等煤炭综采设备；
- 工程机械用油缸：应用于起重机、挖掘机等工程机械；
- 军工装备用缸：应用于多款武器装备。

图7、公司机械装备用油缸产品及终端应用场景图示



资料来源：万通液压 2022 年年报交流会，江海证券研究发展部

油气弹簧：油气弹簧是汽车悬挂系统中的关键部件，它作为弹性及减震元件，具备独特的非线性刚度和阻尼特性，以及较高的能量储存效率。该类弹簧能有效吸收和分散由路面不平和载重变化引起的冲击，从而延长车辆结构的使用寿命，并显著提高乘坐的舒适度。在特殊工程设备领域的应用非常普遍，其中非公路自卸车、半挂车以及多桥重型运输车辆是其使用场景。此外，油气弹簧还可应用于除雪车、自动导引车（AGV）等特种车领域以及新能源乘用车领域，应用领域将不断拓展延伸，市场发展空间较大。

图8、公司油气弹簧产品及终端应用场景图示



资料来源：万通液压 2020 年公开发行说明书，江海证券研究发展部

公司品牌知名度逐步提升，与国内多家知名企业建立合作。目前，公司已经与多个行业的领军企业建立了稳固的合作伙伴关系。这些合作伙伴包括但不限于三一集团、徐工集团、中国重汽、宏昌专用车、中集集团、河南骏

通等在专用汽车生产和组装领域的主要厂商，以及在煤炭综采装备制造领域具有重要地位的郑煤机、兖矿东华、平阳煤机等企业。此外，还包括军工集团下属的特种设备制造企业。这些合作不仅巩固了公司的市场地位，也为未来的业务发展奠定了坚实的基础。

图 9、公司下游主要客户示意图



资料来源：各公司公告及各公司官网，江海证券研究发展部

1.3 布局电动缸及丝杠产品，打开公司向上成长空间

电动缸产品已实现销售，未来增长空间进一步提升。近年来，随着电动化技术的发展，电动缸的需求呈现持续增长态势。电动缸作为一种多元件、多技术集成，采用机械结构的传动部件，是液压缸和气动缸的技术升级产品。其中，电动缸与液压油缸相比，具有精度高、污染小、能效高等优势，可以广泛应用于工业自动化、精密机床、汽车、机器人、新能源、工程机械等领域。在我国制造业向高端化、自动化、智能化转型的趋势下，工业自动化、国产精密机床、机器人等领域得到迅速发展，对电动缸的需求呈现持续增长态势。工程机械作为液压行业下游应用之一，全电化转型正在快速推进，目前部分厂家已推出纯电无人驾驶挖掘机、装载机等全电化产品，这些产品将会快速推动电动缸的应用。

图 10、电动缸、液压缸及气动缸性能对比

指标	液压缸	气缸	电动缸
传动媒介	液压油	空气	机械结构
工作温度	通常规定液压缸的工作温度范围为-40~120℃，工作性能易受温度波动的影响。	通常规定气缸的工作温度范围为5~60℃，工作性能易受温度波动的影响。	通常规定电动缸的工作温度范围为-30~80℃，工作性能受温度波动的影响小。
结构复杂度	需要发动机、液压泵、液压阀和液压管路等，占用空间大，结构复杂。	需要发动机、气泵、阀和管路管道等，占用空间大，结构复杂。	需要电机和机械传动元件占用空间小，方便布置，结构简单。
位置可控制性	困难	很困难	容易
维护工作量	很大	大	小
环境污染	油液泄漏	噪声大	小

资料来源：智研咨询，江海证券研究发展部

2021 年间，为把握新形势下的发展机遇，万通液压在聚焦主业对各产品领域业务发展进行战略定位，积极开发下游应用市场的同时，对电动缸产品也加大了研发投入。目前，公司的电动缸产品已实现销售，主要应用在军工领域。未来在巩固主营液压产品业务外，电动缸业务的快速发展，应用场景增多，将进一步提升公司增长空间。

图 11、公司电动缸产品及终端应用场景图示



资料来源：万通液压 2022 年年报交流会，江海证券研究发展部

积极储备滚柱丝杠相关技术，未来有望切入人形机器人市场。根据公司公告，公司正在积极做行星滚柱丝杠相应技术储备，未来有望结合公司电动缸产品，切入人形机器人市场，为公司可持续稳健发展提供助力。

1.4 持续提升研发投入，巩固公司行业地位

公司非常重视新产品的研发以及技术创新，2023 年度公司总人数同比增加 10.63%，新增扩充人员主要为研发人员和生产人员。其中，研发人员人数同比增加 19.35%，引进了流体传动与控制、机电液一体化技术、液压工程等专业技术人才多名，包括多名业内专业博士及硕士，并在西安市设立研发分部，开展相关技术人才团队建设及项目研发工作。同时，公司也加强与山东大学、火箭军工程大学、北理工大学等高校及专业团队的深入合作，加强液压基础件技术创新中心的建设，以实现“校企合作、产学研共赢”。研发方面的持续投入以及与高校的深入合作，均会对公司巩固行业地位起到积极影响。

2 公司基本面良好，产品结构进一步优化

2.1 公司基本面良好，盈利能力有所提升

2024 年 Q1 公司营业收入虽同比小幅下降 6.21%，但公司经营正常，且行业并未出现重大不利因素及变化，短期波动不会对公司未来发展产生影响。公司 2024 年 Q1 归母净利润同比增长 37.10%，主要系公司高毛利产品收入占比的提升以及其他受益的增加；扣非归母净利润增长 32.03%。

图 12、公司营业收入以及同比增速变化



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 13、公司扣非归母净利润及同比增速变化



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

2024 年 Q1 公司销售毛利率、销售净利率出现回升，盈利能力有所提升。

2021 年及 2022 年公司销售毛利率及销售净利率均较上一年出现明显下滑，主要系报告期内生产成本上升、部分高毛利产品占比下降等因素影响。2023 年公司销售毛利率为 21.89%，同比小幅提升 0.09pct；销售净利率为 11.87%，同比小幅下降 0.68pct。2024 年 Q1 公司销售毛利率提升至 24.69%，销售净利率为 14.86%，较 2023 年末提升 2.99pct，主要得益于公司高毛利产品销售占比提升以及原材料成本的下降。

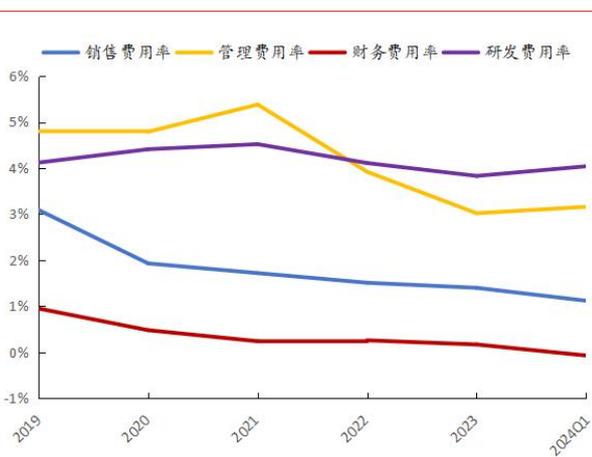
图 14、公司销售毛利率、净利率变动



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

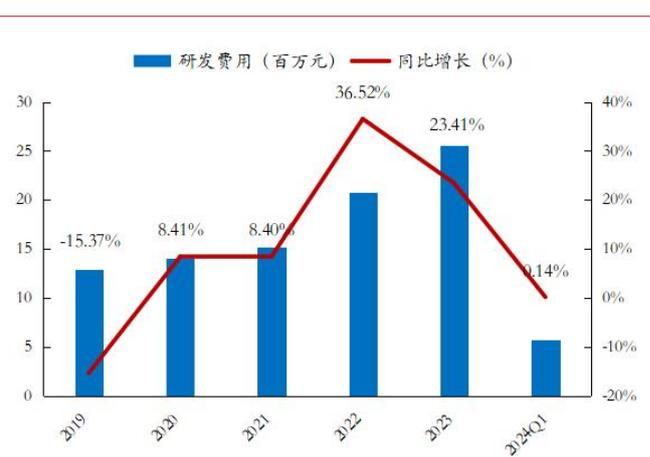
三项费用占比整体呈现下降趋势，研发费用率维持稳定。公司的三项费用率整体上基本维持着稳中有降的态势，公司 2024Q1 的销售费用率、管理费用率以及财务费用率分别为 1.12%、3.16%、-0.07%。研发投入方面，2019-2024Q1 公司研发费用率基本整体保持稳定，占比基本维持在 4% 以上；其中，公司在 2022 年和 2023 年的研发费用增速分别为 36.52% 和 23.41%，主要系公司紧跟行业及市场前沿，不断加大研发力度，提高自身研发水平，积极开发新产品所致。

图 15、公司三项费率用及研发费用率变动



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 16、公司研发费用及同比增长率



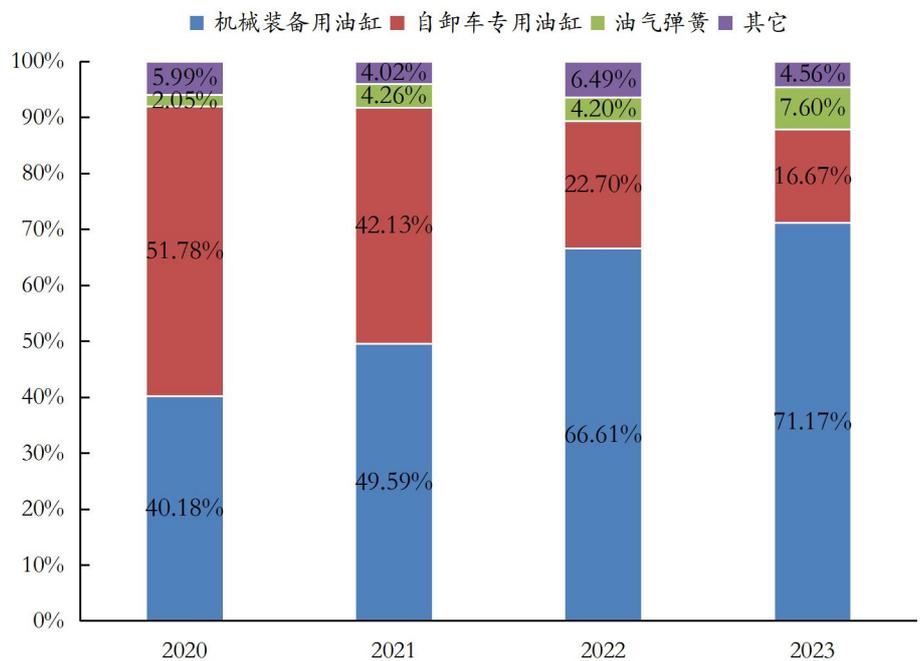
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

2.2 机械装备用油缸收入占比逐步提升，油气弹簧营收占比提升显著

公司三大业务中机械装备用油缸占比呈现逐年提升的趋势，占比由 2020 年的 40.18% 提升至 2023 年的 71.17%，主要系煤炭需求旺盛，煤炭行业的资本性投入持续增加以及设备智能升级意愿增强，使得采掘设备及相关油缸产品的需求随之大幅增长；同时，公司充分发挥自身技术及全链条加工产业优势，积极开拓下游应用市场，实现在机械装备用油缸业务营收的大幅增长及其占比的逐年提升。

油气弹簧业务在 2023 年的营收占比为 7.60%，较 2022 年的 4.20% 显著提升，主要系油气弹簧的下游应用市场对该产品认可度不断提升，市场规模持续扩大。同时，得益于公司对市场的前瞻性开拓，现已具备较高的知名度和较强的市场竞争力；公司存量客户销量稳步提升，增量客户开发效果显著。目前，该块业务处于高速增长期，公司下游客户数量将不断增加，未来其营收占比有望随着市场渗透率的进一步提升而提高。

图 17、公司三大主营业务营收占比变化图



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

2.3 公司盈利能力相对稳定处于中等水平

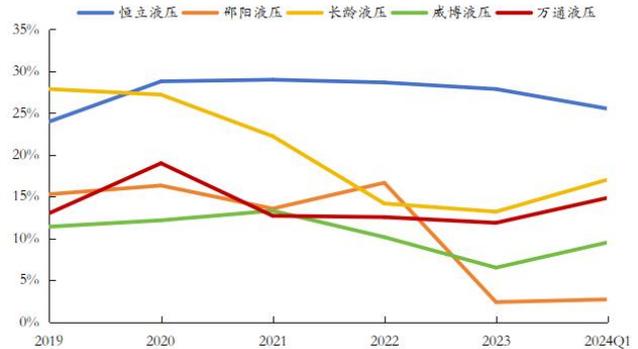
在同行业的可比上市公司中，万通液压的盈利能力相对稳定，其销售毛利率和销售净利率处于中等水平。同时，相较于除恒立液压外的公司而言，万通液压的盈利更为稳定。

图 18、万通液压与同行可比公司销售毛利率 (%) 变化对比



资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

图 19、万通液压与同行可比公司销售净利率 (%) 变化对比



资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

3 下游行业景气度持续回升，大规模设备更新带来发展新机遇

3.1 下游行业景气度持续回升，公司业绩有望维持稳健增长

3.1.1 工程机械相关数据持续向好，公司业绩有望得到改善

多类工程机械设备开工率维持高位，收尾+新开工项目增长态势持续。6月17日，“央视财经挖掘机指数”发布了最新相关数据，5月份我国各项工程建设延续增长态势，多类工程机械设备开工率维持高位。其中，吊装设备（除港澳台地区）的平均开工率达到80.72%，挖掘设备达到69.37%，大幅度领先于其它设备的开工率。吊装设备高开工率，表明了5月份我国去年的不少建设项目进入收尾阶段；挖机设备的开工率数据则表明我国今年新开工项目维持了增长态势。此外，混凝土设备、路面设备整体开工率环比4月也实现增长。从数据上看，我国大型基础设施建设项目正以高效率推进，各类工程机械设备开工率保持高位或进一步的提升，充分展现了国内基础建设复苏具有较为强劲的动力，对工程机械设备的需求有望持续增长。

挖掘机内销持续回升，外销降幅持续收窄，海内外市场有望共振。根据中国工程机械业协会公布的数据，6月份我国销售各类挖掘机16603台，同

比增长 5.31%，其中国内为 7661 台，同比增长 25.6%，销售增速超预期；出口为 8942 台，同比下降 7.51%，下降幅度进一步收窄。

图 20、主要企业液压挖掘机内销数量及同比增速变化



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

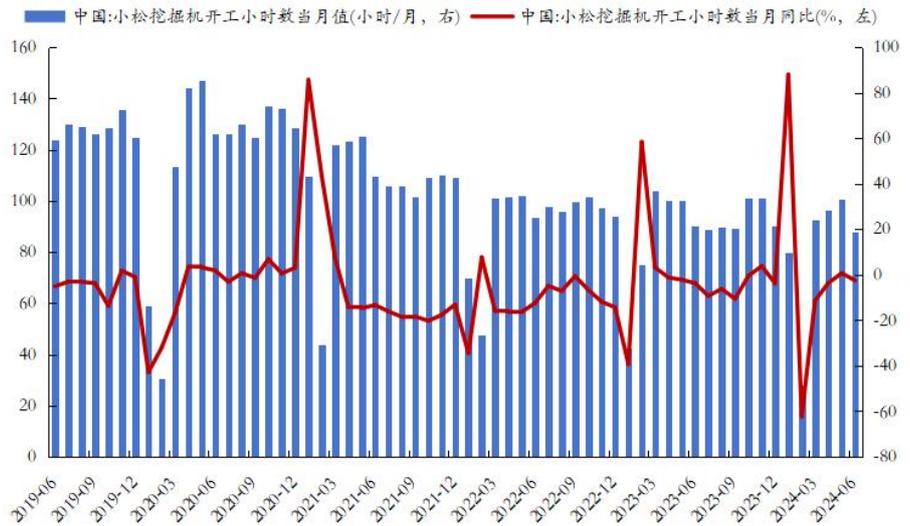
图 21、主要企业液压挖掘机外销数量及同比增速变化



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

中国小松挖掘机开工小时数好于市场预期，国内工程机械需求回暖信号增强。根据小松最新发布的挖掘机开工小时数显示，中国区 6 月开工小时数为 87.9，同比-2.5%，环比-13%，主要系南方暴雨影响，导致 6 月下旬开工率有所微滑，下滑幅度好于市场预期。根据徐工的公告显示，虽然暴雨影响了开工，但全口径 6 月整体开工率同比微增。国内工程机械行业需求整体依旧保持回暖态势。

图 22、中国小松挖掘机当月开工小时数及当月同比增速变化



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

综上所述，我们认为在国内需求持续修复向好，以及海外 2023 年下半年销量低基数的影响下，工程机械行业有望迎来海内外的需求共振，将对包括万通液压在内的国内工程机械产业链企业产生积极影响。

3.1.2 采矿业景气度上升，固定资产开支有望持续增长

矿用液压支架和掘进机作为综合采掘设备的核心组成部分，其主要市场集中在矿山和煤炭开采企业。这些设备的需求通常受到两个主要因素的驱动：首先是煤炭行业的新产能扩张，带来的新增需求；其次是存量市场中对现有设备的智能化升级改造的需求。随着国内经济的复苏，2024 年我国采矿业的固定资产投资也出现显著增长，截至 2024 年 5 月，我国采矿业固定资产投资累计完成额同比增长 17.70%（2023 年 5 月为 1.50%）。

图 23、我国采矿业固定资产投资（不含农户）完成额累计同比变化



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

政策支持下，矿山装备行业转型升级持续推进。作为能源储备的战略需求，我国矿山装备行业的发展受到了多方面的政策支持，这些政策旨在推动行业的转型升级、技术创新、节能环保以及安全生产等方面的发展。

表 1、矿山装备行业发展相关政策

矿山装备行业发展相关政策			
政策名称	发布部门	发布时间	相关内容
《关于深入推进矿山智能化建设促进矿山安全发展的指导意见》	国家矿山安监局等七部门	2024年	到2030年，建立完备的矿山智能化技术、装备、管理体系，实现矿山数据深度融合、共享应用，推动矿山开采作业少人化、无人化，有效防控重大安全风险，矿山本质安全水平大幅提升。
《“十四五”国家安全生产规划》	国务院安全生产委员会	2022年	对煤矿与非煤矿山的机械化、智能化提出了明确要求，将矿山智能化列为“十四五”安全生产科技创新优先领域，并设立“工矿商贸就业人员一万人生产安全事故死亡率下降20%，煤矿百万吨死亡率下降10%”的发展目标。
《2030年前碳达峰行动方案》	国务院	2021年	提高矿产资源综合开发利用水平和综合利用率，以煤矸石、粉煤灰、尾矿、共伴生矿冶炼渣、工业副产石膏、建筑垃圾、农作物秸秆等大宗固废为重点，支持大掺量、规模化、高值化利用，鼓励应用于替代原生非金属矿、砂石等资源。
《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	国家发展改革委等十二部门	2017年	通过兼并重组，实现煤炭企业平均规模明显扩大，中低水平煤矿数量明显减少，上下游产业融合度显著提高，经济活力得到增强，产业格局得到优化。到2020年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。
《装备制造业标准化和质量提升规划》	国务院	2016年	以汽车、高档数控机床、航空航天装备、海洋工程装备、轨道交通装备、大型成套技术装备、工程机械、特种设备对关键原材料和核心基础零部件的需求为重点，以对质量影响较大的关键工序和特殊工序为突破口，加强可靠性设计，提升试验及生产过程质量控制水平，推进新工艺、新材料、新技术的应用，提高装备质量水平。

资料来源：华经产业研究院，江海证券研究发展部

在我国的能源结构中，煤炭资源丰富，而石油和天然气相对较少，这使得煤炭在保障国家能源安全方面发挥着至关重要的角色。这一地位在可预见的未来不易被动摇，煤炭依然是国家能源安全的基石。随着新型信息技术的迅猛发展，对安全生产的要求日益提高，加上政府政策的推动，智能化转型成为煤炭行业发展的必然趋势，煤炭开采企业对于设备升级迭代的需求也随着提升。因此，在采矿业景气度上升和设备升级迭代的助推下，采矿企业的

固定资本开支有望持续上行，公司亦将从中受益。

图 24、我国 2003-2023 年原煤生产量以及增速变化



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 25、我国煤炭开采和洗选业固定资产投资累计完成额变化



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

3.2 设备更新叠加海外市场需求增加，公司有望充分受益

鉴于国内制造业的持续升级和劳动力成本的增加，我国政府正不断加强政策支持，以促进工业向绿色、自动化和智能化的转型的步伐。2024 年 3 月，工业和信息化部联合其他六个部门发布了《推动工业领域设备更新实施方案》，该方案强调了数字化和绿色化作为制造业转型升级的关键点，旨在推动产业向高端、智能和环保的方向发展。该方案具体包括以下四个主要任务：

1. 先进设备更新：加速淘汰陈旧低效的设备，引入高技术含量的先进设备。
2. 数字化转型：推广智能制造装备和软件，加快智能工厂的建设，加强数字基础设施。
3. 绿色装备推广：加快生产设备的绿色改造，提升能效，推广固废处理和节水设备。
4. 安全水平提升：推动老旧装置的安全改造，提升民爆行业的本质安全水平，推广安全装备。

公司作为设备供应商的上游企业，有望从这一政策中迎来发展机遇，叠加自身不断寻求技术创新和新产品推出进入市场的驱动下，实现营收上的持续稳健增长。

3.2.1 自卸车专用油缸：内外需求有望修复，带动公司业绩稳步增长

预计 2025 年全球自卸车市场规模将达到约 460 亿美元。自卸车作为我国经济建设中的重要生产工具，属于商用车行业的细分车型，占据着卡车行业的半壁江山，其广泛应用在房屋建筑、水利工程、矿山开采等工程建设领域。根据公司 2023 年年报数据显示，2023 年全球自卸车行业市场规模达到了约 380 亿美元，预计 2025 年将达到约 460 亿美元。

2024 年以来，随着我国经济的持续回升和国家促消费、稳增长政策的推进，新基建项目的增加和能源需求的增长将为自卸车行业带来了新的增长机会。此外，全球基础设施建设项目的增加，尤其是在“一带一路”倡议的推动下，沿线国家对自卸车等工程车辆的需求将出现显著增加，为中国自卸车制造商提供了进军国际市场、提升国际竞争力的机遇，海外市场份额有望进一步得到提升。

3.2.2 机械装备专用油缸：中高端产品渗透率持续提升，业务将稳健增长

顺应绿色、智能化发展趋势，积极研发高端、环保产品。在高质量综采设备朝着智能化、绿色化方向发展的背景下，对应用于液压支架的液压缸产品也提出了更高要求，市场对于中高端液压缸产品的需求也将随之增长。公司凭借多年的技术积累与工艺积淀，积极响应市场需求，开发出应用于智能化电液控制采掘装备的极高形位公差标准的高端油缸。目前，公司已实现国内煤机综采设备用油缸产品主要型号的全面覆盖。

此外，国内综采设备商为响应绿色环保作业的号召推出了纯水型液压支架，公司也配套研发出密封和耐腐蚀性能出色的纯水液压缸，以适应绿色矿山作业。我们认为，随着煤炭行业的环保和高效开采需求增长，公司的相关产品需求也将持续上升。

募资项目已顺利投产，公司业绩有望进一步提升。2020 年公司募集资金的建设的“年产 20000 支重载车辆油气弹簧项目”、“年产 7000 套挖掘机专用高压油缸项目”目前也已顺利投产，随着下游机械装备的需求持续提升，公司的产能也将逐步释放，为公司带来一定的经济效益，业绩有望进一步提升。

表 2、公司 2020 年公开发行股票募集资金投资项目内容

序号	项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金投资额
1	年产20000支重载车辆油气弹簧项目	7,560.00	6,000.00
2	年产7000套挖掘机专用高压油缸项目	5,230.00	4,700.00
3	液压技术研发中心项目	2,000.00	1,300.00
4	补充流动资金	2,000.00	2,000.00
合计		16,790.00	14,000.00

资料来源：万通液压 2020 年公开发行说明书，江海证券研究发展部

3.2.3 油气弹簧：设备升级+切入军工领域，成长空间提升

非公路（矿用）自卸车需求增长，带来油气弹簧需求提升。从长期角度来看，矿业作为工业的基石，其重要性是不可替代的。特别是“一带一路”倡议沿线的国家和地区，以及众多发展中国家，都在积极发展矿业以推动自身的工业化进程，这为矿业带来了巨大的市场潜力。随着大宗商品市场进入一个上涨周期，矿用车的新增需求预计也将相应增加。同时，由于矿用车因自重和载重能力较大以及较大的惯性，对行驶稳定性有着更为严格的要求。这一需求正刺激着油气悬挂系统市场的发展，为油气弹簧提供了更大的市场机遇和成长空间。

当前，下游的主要机械制造商也正在积极推广重载型非公路矿用车及新能源型号的产品。与此相应，公司也开发了配套的整车全油气悬挂系统，这种系统通过增加单台机器的油气弹簧装载量，以及在前桥油气悬挂的基础上增配中后桥的双气室油气平衡悬挂，推动了从单一的前桥悬挂向整车悬挂的转变。随着非公路矿用车重载车型的试验和推广，公司研发的油气弹簧已经成功应用于无人驾驶新能源宽体矿卡，并投入使用。预计未来，随着大型矿用车成为市场的主导，随着这一技术的渗透率逐渐提高，油气弹簧需求也将随之增长，市场规模将扩大。

2027年半挂车市场规模将达到857亿美元，油气悬架需求将持续提升。国内半挂车由于车型使用情况和经济状况的限制，目前主要还是使用成本较低的钢板弹簧悬架。不过，油气悬架技术近年来已开始应用于半挂车行业，尤其是在矿用自卸半挂车和特殊定制车辆上。在悬架设计、结构布局和安全性能方面，油气悬架具有显著优势，其工作压力高、体积更小、便于悬架结构布置；而其具有更高承载能力和耐冲击系数，也有效提高了车辆的安全性；在提高车辆减震性能的同时，也增强行驶过程中的稳定性。

虽然，目前受制于成本压力，其在国内的普及程度仍然较低。但从长远来看，油气悬架在半挂车领域的应用前景广阔，其推广和应用有着巨大的潜力和空间。根据公司2023年年报，预计2027年全球的半挂车市场规模将达到857亿美元，对应2022-2027年的CAGR率为10.2%。

图 26、全球半挂车市场规模及预测（单位：百万台）



资料来源：IDC，江海证券研究发展部

军备升级改造，提升油气悬架系统（油气弹簧）需求。根据《新时代的中国国防》白皮书，国务院对解放军武器装备的机动能力提出了更高的要求。由于历史原因，解放军坦克、步兵战车和装甲车等装备量较大，但大多属于老旧型号，不再适用新的战略要求，但解放军对坦克、步兵战车等装甲车辆、多轴轮式运输车辆、多桥特种运输车辆的需求仍然较大。我国军队装备数量大，列装新型装备成本高、速度慢，老型号的升级改造是主要趋势。在“机动作战”的战略要求下，提升军事车辆的稳定性和机动性，为油气悬架系统创造了未来需求空间。

图 27、公司油气弹簧产品示意图



资料来源：万通液压官网，江海证券研究发展部

根据公司公告，2010年至2023年我国的国防支出预算年复合增长率约7.1%；2024年国防支出预算为1.67万亿元，增长率为7.2%。当前，我国正处于国防现代化建设的关键时期，“十四五”期间，全军装备建设将进入放量增长的时代，对油气弹簧和油气悬架系统的需求也会稳步提升。

图 28、2009-2024 年中共中央本级国防支出预算变化



资料来源：Wind，江海证券研究发展部

此外，油气弹簧还可应用于除雪车、自动导引车（AGV）等特种车领域以及乘用车领域，应用领域将不断拓展延伸，市场发展空间将进一步扩大。

4 盈利预测及估值

4.1 基本假设

综上所述，我们认为公司所处行业处于持续向好阶段，公司三大主营业务有望受益下游市场的持续需求增长和应用领域的不断拓展而保持稳健的增长势头；特别是公司的机械装备以及油气弹簧业务，在公司高端以及新产品下游市场的渗透率不断提升的背景下，有望继续保持较高增速。公司的产品毛利率也将随着公司产能的持续释放、产品结构的优化以及成本管控的增强，实现一定程度上的提升。基于上述分析，我们对公司营收按行业分别进行以下预测：

自卸车专用油缸业务：预计 2024-2026 年营收增速分别为 5.00%/6.25%/6.13%，毛利率分别为 20.09%/19.86%/19.47%。

机械装备用油缸业务：预计 2024-2026 年营收增速分别为 31.13%/23.35%/17.51%，毛利率分别为 21.48%/22.76%/22.30%。

油气弹簧业务：预计 2024-2026 年营收增速分别为 78.30%/43.06%/21.53%，

毛利率分别为 40.43%/42.45%/40.78%。

其他主营业务: 预计 2024-2026 年营收增速分别为 -5.00%/-5.00%/-5.00%，
毛利率分别为 20.85%/20.44%/20.44%。

表 3、销售收入结构预测

收入 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
自卸车专用油缸	1.11	1.17	1.24	1.32
YOY	-2.76%	5.00%	6.25%	6.13%
机械装备用油缸	4.76	6.24	7.70	9.04
YOY	41.51%	31.13%	23.35%	17.51%
油气弹簧	0.51	0.92	1.31	1.59
YOY	142.35%	78.30%	43.06%	21.53%
其它主营业务	0.25	0.24	0.23	0.22
YOY	-7.73%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	2023A	2024E	2025E	2026E
整体	21.89%	23.73%	25.26%	24.82%
自卸车专用油缸	19.13%	20.09%	19.86%	19.47%
机械装备用油缸	20.26%	21.48%	22.76%	22.30%
油气弹簧	38.51%	40.43%	42.45%	40.78%
其它主营业务	18.62%	20.85%	20.44%	20.44%

资料来源：iFind，江海证券研究发展部

4.2 估值及建议

可比公司方面，我们选取 A 股上市公司中同样属于液压行业的恒立液压、长龄液压以及艾迪精密作为可比公司。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 8.63 /10.56/12.27 亿元，同比增长分别为 29.10%/22.39%/16.19%；归属母公司净利润分别为 1.11/1.50/1.77 亿元，同比增长分别为 40.17%/34.47%/18.68%。对应当前股价 9.42 元，PE 分别为 10/8/6 倍。

在经济复苏下游需求修复，制造业设备更新换代预期增强，公司的新产品渗透率的不断提升，产能将进一步得到释放，公司业绩有望在未来维持稳健增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601100.SH	恒立液压	1.79	2.05	2.42	2.86	23	21	17	15
605389.SH	长龄液压	0.93	1.05	1.24	1.44	27	17	14	12
603638.SH	艾迪精密	0.30	0.44	0.59	0.77	42	32	24	18
算术平均值						31	23	18	15
830839.BJ	万通液压	0.68	0.93	1.25	1.49	14	10	8	6

资料来源：iFind，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自 iFind 一致预期，数据截至：2024 年 7 月 16 日）

5 风险提示

宏观经济增速不及预期风险。目前，公司主要产品涉及的下游应用领域，受宏观经济增速以及终端企业资本开支增速影响较大。如果全球经济波动或国内经济放缓，终端相关企业的资本将减少，将间接对公司的生产经营产生影响。

市场竞争加剧风险。液压油缸生产企业在面临客户要求进行供应商资质认证时，需通过严格考察以确保产品质量。因此，客户通常倾向于维持现有供应商关系，不易更换，新企业进入市场面临较高门槛。但若相关客户调整供应商的准入门槛，增加供应商数量，或公司不能充分发挥自身的技术服务优势，则公司在市场开拓以及竞争优势将受到负面影响，对公司的生产经营造成不利影响。

原材料价格波动风险。公司产品依赖无缝管、圆钢等金属材料，其成本占总成本比重较大，易受钢材价格波动影响。钢材价格受经济周期、市场供求、汇率等因素影响，原材料价格波动可能对公司业绩产生影响。

技术更新及新产品研发不及预期风险。如果公司未能正确判断未来技术和产品开发的趋势，在研发方向、资源投入和研发人员配备等方面不能满足

市场对技术更新的需要，有可能造成公司技术落后于将来的行业技术水平，对公司未来发展以及竞争力产生负面影响，从而削弱公司盈利能力。公司自设立之初就将技术创新作为业务发展的根本推动力量，不断研发新产品，不断提升老产品加工工艺，提高质量及效率是公司从行业竞争中取胜的关键。随着行业整体技术水平的提高，行业竞争将愈加体现为技术实力的竞争，只有进行不断的技术革新才能保持公司在行业中的竞争优势。

财务报表及预测指标

利润表 (亿元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7	9	11	12
%增长率	32.5%	29.1%	22.4%	16.2%
营业成本	5	7	8	9
%增长率	32.3%	26.1%	19.9%	16.9%
毛利	1	2	3	3
%营业收入	21.9%	23.7%	25.3%	24.8%
税金及附加	0	0	0	0
%营业收入	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	0	0	0	0
%营业收入	1.4%	1.7%	1.5%	1.4%
管理费用	0	0	0	0
%营业收入	3.0%	3.6%	3.4%	3.1%
研发费用	0	0	0	0
%营业收入	3.8%	4.5%	4.2%	4.0%
财务费用	0	0	0	0
%营业收入	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
加: 资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1	1	2	2
%营业收入	13.3%	14.8%	16.3%	16.7%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	1	1	2	2
%营业收入	13.3%	14.8%	16.3%	16.7%
所得税费用	0	0	0	0
净利润	1	1	1	2
归属于母公司所有者的净利润	1	1	1	2
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (亿元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1	0	1	1
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
资本性支出	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	0	0	0	0
现金净流量(不含汇率变动影响)	0	0	1	1

资产负债表 (亿元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	0	0	1	2
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1	2	2	3
存货	1	2	2	2
预付账款	0	0	0	0
其他流动资产	2	3	3	4
流动资产合计	5	6	8	10
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2	2	2	3
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	7	9	10	13
短期贷款	0	0	0	0
应付账款	1	1	1	2
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	0	0	0	0
应交税费	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	1
流动负债合计	1	2	2	3
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	2	2	3	3
归母于母公司所有者权益	5	6	8	10
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	5	6	8	10
负债及股东权益	7	9	10	13

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产收益率	11.6%	12.9%	14.4%	14.2%
净资产收益率	15.3%	17.7%	19.2%	18.5%
净利率	11.9%	12.9%	14.2%	14.5%
资产负债率	24.1%	26.9%	25.0%	23.5%
总资产周转率	1.02	1.12	1.11	1.07
每股收益	0.68	0.93	1.25	1.49
每股经营现金流	0.55	-0.01	0.78	0.99
市盈率	13.86	10.10	7.51	6.33
市净率	2.17	1.78	1.44	1.17
市销率	1.68	1.30	1.06	0.92
EV/EBITDA	9.77	7.73	5.56	4.35

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300为基准；北交所以北证50为基准；新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%到15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%到5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%到10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为做出其投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

分析师介绍

姓名：张诗瑶

从业经历：本科毕业于英国谢菲尔德大学，硕士毕业于英国伦敦大学皇家霍洛威学院；拥有近5年的证券从业经历，曾先后就职于光大证券和广发证券，对宏观经济政策以及机械行业具有丰富的研究经验。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。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“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。