

## 公司研究

## 被低估的风电液压润滑领域龙头

## ——川润股份（002272.SZ）投资价值分析报告

## 要点

**风电液压润滑领域高端装备龙头，业务规模扩张，盈利能力改善。**公司做润滑液压设备起家，深耕流体控制技术三十年，参与制定业内四项国标，业务布局高端装备制造与工业服务，风电领域已成为公司产品核心应用领域。2019年起公司收入规模进入快速成长期，扣非归母净利润扭亏为盈，盈利能力持续改善。21年公司审议通过了以2021-2023年营收为考核目标的股权激励计划，彰显公司业务规模扩张的决心。此外，募资不超过6.3亿元的定增预案已获公司董事会及股东大会审议通过，有望于2022年落地，提升公司产能及工业服务能力。

**风电行业：风电液压润滑流体控制系统具百亿市场空间。**“双碳”背景下风电前景广阔，海风降本加速，风机大型化趋势显著。半直驱技术路线兼顾了直驱的高稳定性、双馈的低成本，有望在海风中获得广泛应用。我们测算，2022-2025年，我国风电液压润滑流体控制系统的市场空间将由96亿元提升至145亿元。

**液压润滑流体控制系统业务：风电液压润滑系统装备龙头，一体机新品有望发力海风市场。**公司的风电润滑系统产品全球市占率超30%，风电运维后市场服务有望提供风电业务新增长动能。此外，公司创新推出了集成液压、润滑、水冷三大子系统的一体机产品，产品成本低、体积小、性能更加稳定，在海上风机应用中具备优势。公司深度合作大客户明阳智能，就2022年的合作已签署6.3亿元框架合同。明阳智能作为采用半直驱路线的海上风机龙头，公司有望受益于其海风布局加速。

**液压件业务：快速崛起，产品种类扩充。**液压系统是工程机械主要成本之一，关键零部件国产化程度较低。目前，因国产厂商产品性价比高、供给稳定，工程机械液压件进口替代正成趋势。公司自2019年起布局液压元件领域，业务收入成长迅速。公司2020年收购欧盛液压75%股权，2022年2月又收购其剩余少数股权，补充了液压柱塞泵产品线。公司定增预案计划将募集资金中的1亿元用于建设欧盛液压启东基地，有望显著提升欧盛液压产能，助力液压元件产品起量。

**盈利预测、估值与评级：**我们预测公司2021-2023年归母净利润分别为0.51、1.13、1.77亿元，对应EPS为0.12、0.26、0.40元。川润股份为风电液压润滑系统装备龙头，风电液压润滑流体控制系统具备百亿级市场空间，公司一体机新品有望发力海风市场；此外，公司液压件业务快速崛起，有望成为公司的第二增长动力。根据相对估值法及绝对估值法，基于谨慎原则，我们给予公司6.50元的目标价（对应22年PE 25x），首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**下游需求波动风险；定增推进不达预期风险；合同执行进度推迟风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	877	1,273	1,535	2,076	2,516
营业收入增长率	33.01%	45.17%	20.54%	35.26%	21.23%
净利润（百万元）	65	65	51	113	177
净利润增长率	43.84%	0.49%	-21.08%	120.55%	56.79%
EPS（元）	0.15	0.15	0.12	0.26	0.40
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.93%	4.68%	3.56%	7.29%	10.25%
P/E	37	37	47	21	14
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.4

注：公司2019-2023年股本分别为4.3亿股、4.3亿股、4.38亿股、4.38亿股（预测）、4.38亿股（预测）。公司定增尚未落地，暂不纳入股本预测。

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-03-23

## 买入（首次）

当前价/目标价：5.54/6.50元

## 作者

分析师：贺根

执业证书编号：S0930518040002

021-52523863

hegen@ebsecn.com

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

联系人：汲萌

021-52523859

jimeng@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.38
总市值(亿元):	24.28
一年最低/最高(元):	4.90/8.63
近3月换手率:	107.37%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.58	-5.78	14.99
绝对	-11.08	-19.36	0.36

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

2020 年年报，公司调整业务分项，收入由五项业务构成：液压润滑流体控制系统、液压件、节能及环保装备、工业服务、其他业务。预计液压润滑流体控制系统、液压件业务将成为公司业绩增长的核心动力。

我们预计 2021-2023 年，公司液压润滑流体控制系统业务的收入增速分别为 10%、50%、25%，毛利率分别为 25%、27%、27%；液压元件及辅件业务的收入增速分别为 140%、35%、20%，毛利率分别为 2%、10%、15%；节能及环保装备业务的收入增速分别为 10%、15%、15%，毛利率维持 20%；工业服务业务的收入增速分别为 20%、15%、15%，毛利率分别为 34.5%、35%、35%。综上，我们预测 2021-2023 年，公司总收入增速分别为 20.54%、35.26%、21.23%，毛利率分别为 23.66%、25.66%、26.26%。

### 我们区别于市场的观点

公司主要业务包括液压润滑流体控制系统、液压件等高端装备制造，以及工业服务。以往公司产品主要应用于工程机械这一传统领域，利润空间及增长潜力有限，因此市场对公司关注度不高。我们关注到，公司近年切入风电这一成长前景广阔的新兴领域，在风电液压润滑流体控制系统领域处于龙头地位，并开拓风电运维后市场服务。风电领域业务已发展成为公司的核心主业，有望有力驱动公司后续的业绩成长。公司与国内第一梯队风机厂商明阳智能深度合作，就 2022 年的合作已签署 6.3 亿元的框架协议，为公司业绩带来强力支撑；公司还推出具有成本低、体积小、性能稳定优势的一体机新品，有望发力海上风机市场。同时，公司近年盈利情况改善明显，预计伴随公司业务规模提升，管理效能增强，公司盈利能力将获进一步提升。

### 股价上涨的催化因素

- 1、公司与明阳智能签署的《风力发电机组零部件 2022 年框架采购合同》逐步执行及完成收入确认。
- 2、公司定增顺利落地，定增项目的实施有效提升公司的高端装备制造产能、数字化供应链服务能力、研发能力。

### 估值与目标价

我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.51、1.13、1.77 亿元，对应 EPS 为 0.12、0.26、0.40 元。川润股份为风电液压润滑系统装备龙头，风电液压润滑流体控制系统具备百亿级市场空间，公司一体机新品有望发力海风市场；此外，公司液压件业务快速崛起，有望成为公司的第二增长动力。根据相对估值法及绝对估值法，基于谨慎原则，我们给予公司 6.50 元的目标价（对应 22 年 PE 25x），首次覆盖给予“买入”评级。

# 目 录

<b>1、 润滑液压领域的高端装备龙头</b> .....	<b>6</b>
1.1、 深耕流体控制技术，风电液压润滑业务已成核心主业 .....	6
1.2、 收入规模快速扩张，盈利能力改善 .....	9
<b>2、 风电行业：海上风机大型化加速，半直驱路线优势凸显</b> .....	<b>11</b>
2.1、 “双碳”背景下风电前景广阔，平价时代周期性弱化 .....	11
2.2、 海风取得突破性进展，风机大型化加速 .....	12
2.3、 半直驱技术路线在海上风机应用中优势凸显 .....	13
2.4、 风电液压润滑流体控制系统 2025 年市场空间有望达 145 亿元 .....	14
<b>3、 系统装备业务：风电液压润滑系统龙头，一体机新品有望发力海风市场</b> .....	<b>16</b>
3.1、 风电液压润滑流体控制系统龙头地位稳固 .....	16
3.2、 创新推出一体机新品，助力海风业务发展 .....	17
<b>4、 液压件业务：快速崛起，产品种类扩充</b> .....	<b>20</b>
4.1、 工程机械液压件进口替代趋势逐渐加速 .....	20
4.2、 收购欧盛液压补短板，液压元件业务高速发展 .....	22
<b>5、 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>24</b>
5.1、 关键假设与盈利预测 .....	24
5.2、 估值分析与投资评级 .....	27
<b>6、 风险分析</b> .....	<b>29</b>

## 图目录

图 1: 公司的业务发展历程 .....	6
图 2: 2021 年上半年公司营收分产品构成 .....	6
图 3: 公司业务布局 .....	7
图 4: 公司主要国际、国内客户 .....	8
图 5: 公司股权结构及下属子公司 (截至 2022 年 2 月) .....	8
图 6: 公司非公开发行募资拟投项目及金额占比 .....	9
图 7: 2018-2021 年公司营收及同比增速 .....	9
图 8: 2018-2021 年公司归母净利润、扣非归母净利润 (单位: 亿元) .....	9
图 9: 2019 年-2021 年上半年公司营收分产品结构 (单位: 百万元) .....	10
图 10: 2018 年-2021 年前三季度公司毛利率、扣非后销售净利率 .....	10
图 11: 2018 年-2021 年前三季度公司各期间费用的营收占比 .....	10
图 12: 全球风电新增装机持续增长 .....	11
图 13: 中国风电新增装机情况 .....	11
图 14: 全国风电公开招标容量 (GW) .....	11
图 15: 全球和中国新增海风装机占比 .....	12
图 16: 中国新增陆上和海上风电机组平均单机容量 .....	12
图 17: 2020 年中国新增陆上风电机组各容量比例 .....	12
图 18: 全球海上和陆上风电机组大型化发展趋势 .....	12
图 19: 主流风力发电系统结构对比 .....	13
图 20: CWP2021 整机商发布陆上风机类型统计 (单位: 款) .....	14
图 21: CWP2021 整机商发布海上风机类型统计 (单位: 款) .....	14
图 22: 风电液压润滑冷却系统 .....	14
图 23: 公司的 5MW 风电润滑系统产品 .....	16
图 24: 公司的 10MW 海上风电机组水冷系统产品 .....	16
图 25: 公司的流体工业技术服务内容 .....	17
图 26: 2013-2020 年全球风电运维市场规模 .....	17
图 27: 公司为明阳智能陆上风机配套的 8.0-11.xMW 平台液压润滑冷却综合系统 .....	18
图 28: 2020 年国内整机商海风新增装机容量占比 .....	19
图 29: 国际巨头进入中国大陆市场时间整体早于国内厂商成立时间 .....	21
图 30: 泵阀进出口及顺差情况 (单位: 亿元人民币) .....	22
图 31: 公司主要液压元件产品 .....	22

## 表目录

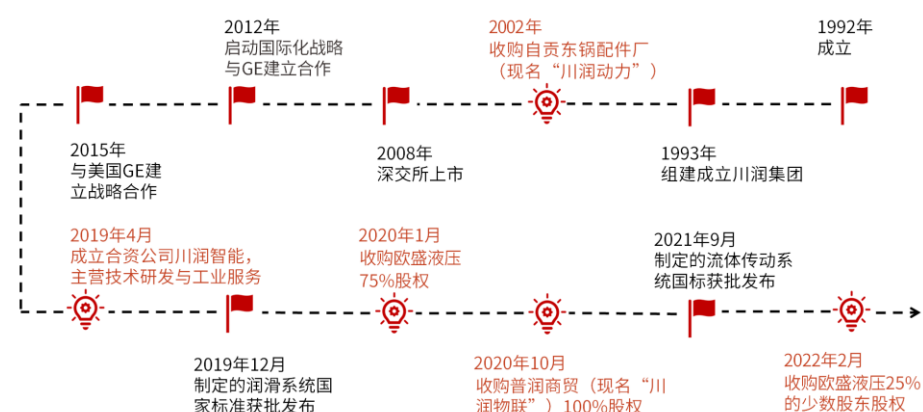
表 1: 公司子公司及主要参股公司情况 (截至 2022 年 2 月)	7
表 2: 3 种主流风电机组性能对比	13
表 3: 我国风电液压润滑流体控制系统市场空间测算	15
表 4: 沿海省份出台的“十四五”海上风电建设目标	19
表 5: 全球工程机械关键零部件主要厂商情况	20
表 6: 液压行业相关政策	21
表 7: 川润股份分项业务预测 (单位: 亿元)	24
表 8: 可比公司盈利预测与估值 (收盘价为 3 月 23 日收盘价)	27
表 9: 川润股份绝对估值关键假设	27
表 10: 川润股份 FCFE 估值结果	28
表 11: 敏感性分析表 (元)	28
表 12: 估值结果汇总 (元)	28

# 1、 润滑液压领域的高端装备龙头

## 1.1、 深耕流体控制技术，风电液压润滑业务已成核心主业

**润滑液压设备起家，拓展液压元件及工业服务。**公司创立于1992年，创立起即从事润滑液压设备生产销售。2002年，公司收购自贡东方锅炉配件总厂，即子公司川润动力前身，主营产品增加锅炉部件与压力容器。2008年公司于深交所上市。公司于2019年开始布局液压元件领域，2020年1月、2022年2月，公司分别收购欧盛液压75%、25%股权，补充了液压柱塞泵产品线。2020年10月，公司完成收购自贡普润商贸100%股权，助力公司发展工业服务、仓储物流。

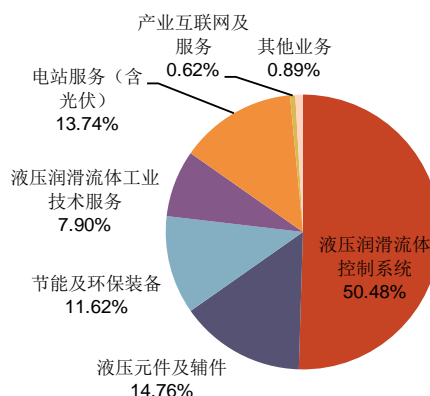
图 1：公司的业务发展历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

**深耕流体控制技术三十年，风电领域业务已成公司核心主业。**公司在流体控制技术领域积淀深厚，2019年12月、2021年9月，公司参与制定的润滑系统、流体传动系统国标分别获批发布。公司业务围绕高端装备制造、工业服务两大板块布局。其中，高端装备制造业务板块以液压润滑流体控制系统、液压元件为主要载体。公司的液压润滑流体控制系统、冷却换热管理产品及系统主要用于风电新能源领域，并拥有较好的市场占有率，液压元件产品主要用于工程机械领域。公司工业服务板块为高端装备制造业务板块的延伸，主要包括液压润滑流体工业技术服务、电站锅炉工程技术服务、数字化供应链服务和工业互联网服务。

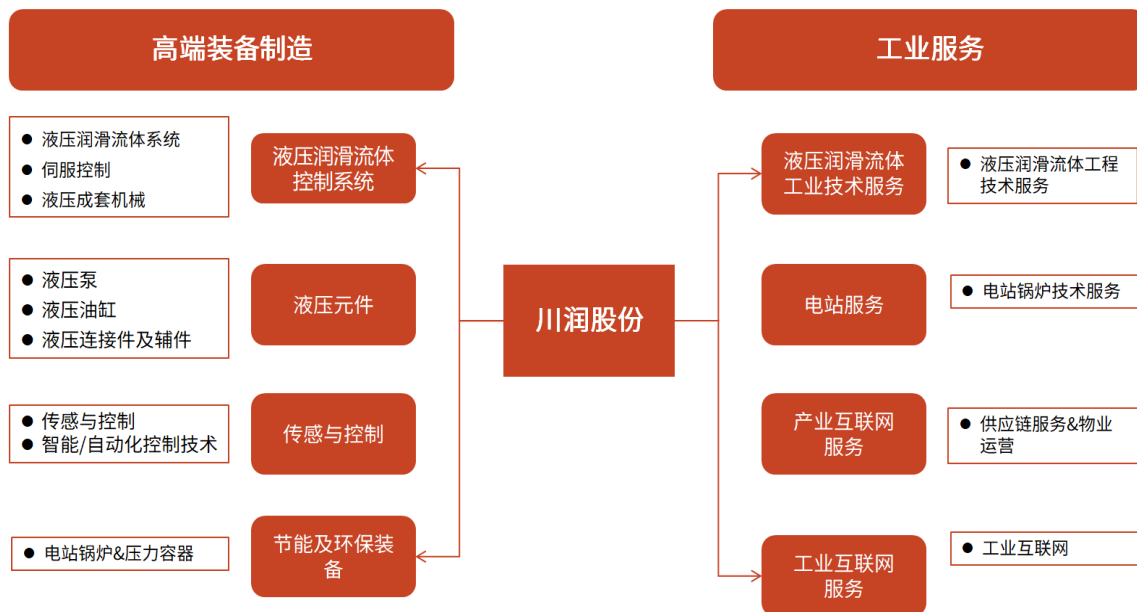
图 2：2021 年上半年公司营收分产品构成



资料来源：Wind



图 3：公司业务布局



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司子公司、重要参股公司主要位于成都、自贡、江苏三地。其中四川地区中，成都地区子公司主营液压润滑流体控制系统、液压油缸，自贡地区子公司主营节能环保装备及工业服务；江苏地区子公司主营液压泵、液压连接件等液压元件。公司还于 2022 年 2 月在川润液压之下设立位于广东的全资孙公司（川润新能源技术（广东）有限公司），以拓展广东及其他沿海区域的海上风电装备制造及新能源业务；2022 年 3 月，公司公告拟投资不超过 1 亿元实施陆丰海上风电配套智能生产项目，实施主体为川润新能源技术（广东）有限公司。

表 1：公司子公司及主要参股公司情况（截至 2022 年 2 月）

公司名称	持股比例	注册地	2021H1 营收 (万元)	2021H1 净利润 (万元)	获取方式	主营
川润液压	100%	四川成都	54,313	2,076	设立	液压润滑设备、电器成套设备等
川润能源	100%		127	-65	设立	环保、能源装备及产品
川润智能	40%		5,346	955	合资	技术研发、工业服务
川润动力	100%	四川自贡	21,553	2,652	收购（原自贡东锅配件厂）	电站锅炉、电机辅机、工业锅炉等
川润物联	100%		1,127	823	收购（原普润商贸）	生产资料专业市场、工业服务
欧盛液压	100%	江苏启东	2,777	197	收购	高压柱塞泵等液压元件
川润江苏	100%	江苏无锡	1,303	-129	设立	液压力机械及元件

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司营销体系完善，客户覆盖多家国内外知名企业。公司的主要销售模式为直销。公司拥有能够快速响应与满足客户需求的完善营销体系。公司在北京、南京、上海、中山、长沙建立了 5 个大客户服务中心，并在全国 16 个主要城市建立分支机构和服务网点。公司客户涵盖多家国内外知名企业，包括 GE、ANDRITZ、SIEMENS、EMERSON、ABENGOA、WINERGY、ZF、南高齿、明阳智能、金风科技、远景能源、上海电气、东方电气、三一重工、中联重科等，公司与这些客户建立了长期稳定的合作关系。公司业务开展不依赖于单一客户，2020 年，前五大客户销售额金额占年度销售金额比重为 34.61%。

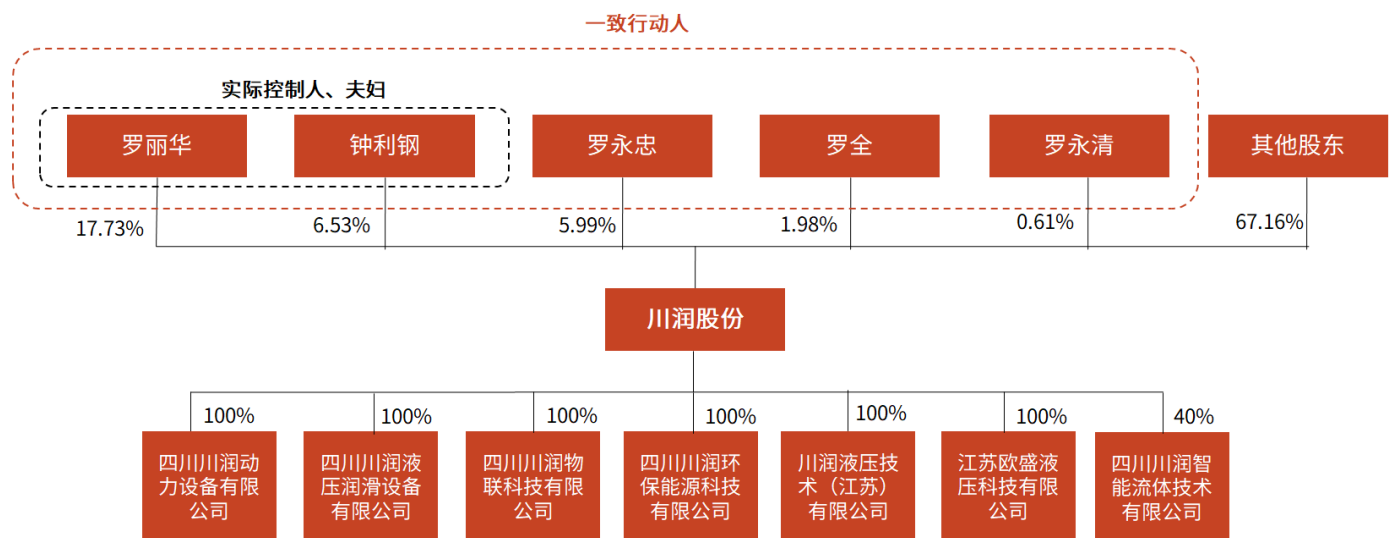
图 4：公司主要国际、国内客户



资料来源：公司官网

公司股权结构稳定，股权激励彰显公司业务规模扩张的决心。公司实际控制人为罗丽华、钟利钢夫妇，截至 2021 年三季度，实控人合计持股占比为 24.26%；此外，实控人罗丽华、钟利钢夫妇与股东罗永忠、罗全、罗永清为一致行动人，合计持股占比为 32.84%。2021 年，公司审议通过了股权激励计划。首次授予的限制性股票上市日为 2021 年 5 月 25 日，共向 68 名管理团队核心成员、核心技术人员及业务人员以 2.325 元/股的价格授予了 665 万股限制性股票；预留授予的限制性股票上市日为 2021 年 12 月 15 日，共向包括副总经理、董事在内的 22 名核心管理人员、核心技术人员、核心业务人员以 3.330 元/股的授予价格授予了 180 万股限制性股票。该股权激励计划的业绩考核目标是以 2018-2020 年营收平均值为基数，2021-2023 年营收增长率分别不低于 50%、80%、120%。授予的股票将根据各年业绩实现情况，分期解除限售。

图 5：公司股权结构及下属子公司（截至 2022 年 2 月）

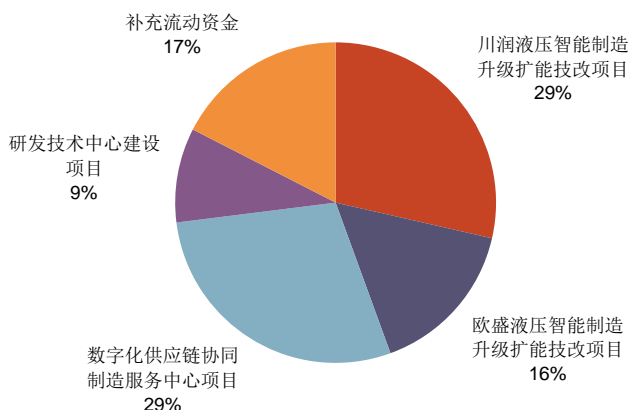


资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理



拟募资总额不超过 6.3 亿元的定增项目后续有望启动。2021 年 11 月公司公告募资总额不超过 6.3 亿元的定增预案，计划将募集资金用于实施智能制造升级扩能建设项目、数字化供应链协同制造服务中心项目、研发技术中心建设项目，以及补充流动资金。截至 2022 年 2 月，定增预案已经公司董事会、股东大会审议通过，后续需证监会核准。若定增顺利推进，后续伴随定增项目实施，公司的高端装备制造产能、数字化供应链服务能力、研发能力将获显著提升。

图 6：公司非公开发行募资拟投资项目及金额占比

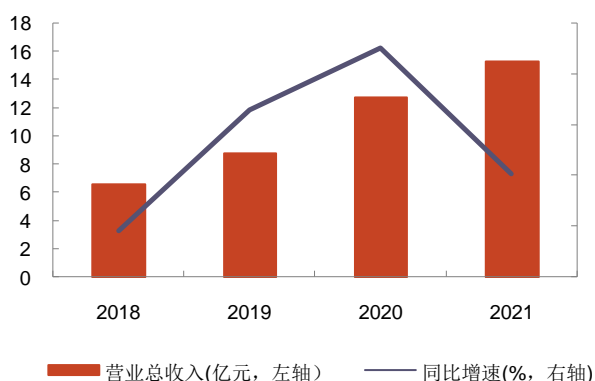


资料来源：公司公告

## 1.2、收入规模快速扩张，盈利能力改善

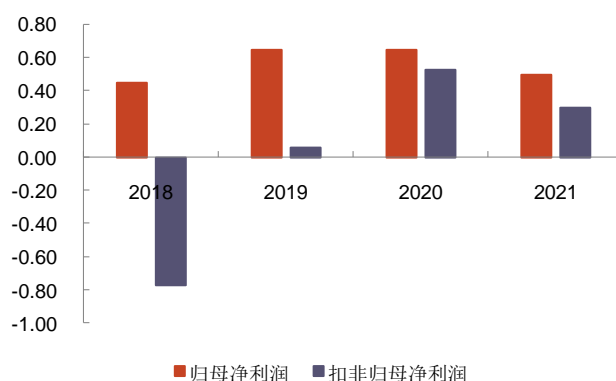
公司 2019 年起收入规模进入快速成长期。公司 2019 年起营收规模成长迅速，同比增速保持在 20% 以上。2019-2021 年，公司营收分别为 8.77 亿元、12.73 亿元、15.31 亿元（取自 2021 年度业绩快报），同比增速分别为 33.01%、45.17%、20.28%。公司近年盈利情况有所好转，2019 年公司扣非归母净利润扭亏为盈。2019-2020 年，公司扣非归母净利润分别达到 647 万元、5275 万元，同比增速分别为 108.44%、714.74%。2021 年公司扣非归母净利润为 2988 万元（取自 2021 年度业绩快报），同比下降-43.36%，主要是受原材料价格上涨的影响。

图 7：2018-2021 年公司营收及同比增速



注：2021 年收入取自公司公告 2021 年度业绩快报，未经审计。  
资料来源：Wind，公司公告

图 8：2018-2021 年公司归母净利润、扣非归母净利润（单位：亿元）

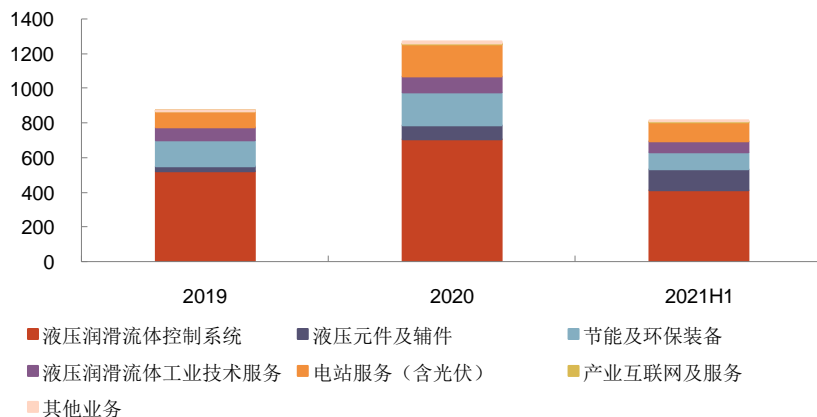


注：2021 年业绩取自公司公告 2021 年度业绩快报，未经审计。  
资料来源：Wind，公司公告

液压润滑流体控制系统业务驱动收入增长，液压元件业务成长迅速。公司近年收入规模提升，主要是受液压润滑流体控制系统收入提升驱动。2020 年，公司营收较 2019 年提升 3.96 亿元，其中液压润滑流体控制系统产品营收较上年同期提升 1.87 亿元；此外，液压元件、电站服务（含光伏）业务营收分别较上年同期提升 0.52 亿元、0.95 亿元。2021 年上半年，公司营收较上年同期提升 3.16

亿元，其中液压润滑流体控制系统产品、液压元件及辅件产品营收较上年同期分别提升 1.42 亿元、0.93 亿元。公司自 2019 年开始布局液压元件业务，该业务成长迅速，2019 全年收入为 2909 万元，2021 年上半年收入迅速提升至 1.21 亿元，占总营收的比重由 2019 年的 3.32% 提升至 2021 年上半年的 14.76%。

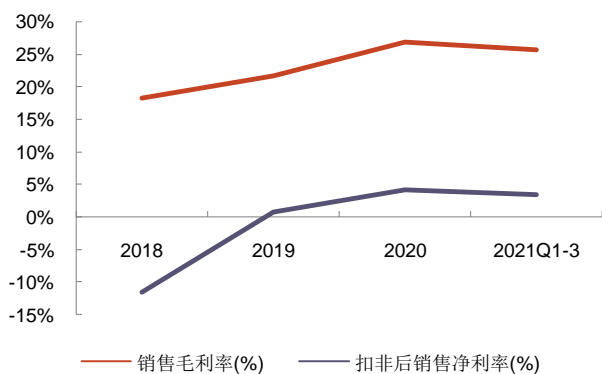
图 9：2019 年-2021 年上半年公司营收分产品结构（单位：百万元）



资料来源：Wind

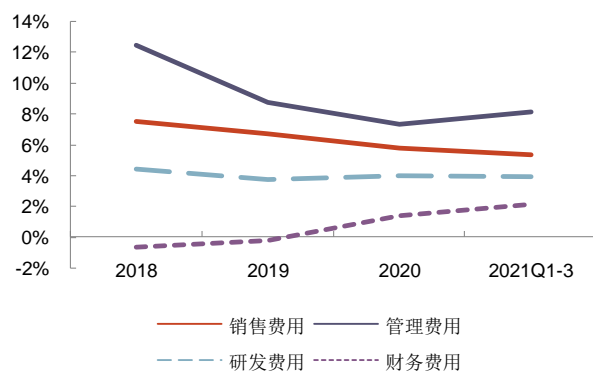
**近年销售毛利率改善，销管费用率降低，盈利能力改善。**公司近年盈利能力有所提升。2020 年，公司的扣非后销售净利率为 4.14%，较 2018 年提升 15.77pct。扣非净利润率大幅提升的原因有两方面。一方面，公司销售毛利率有所改善，2020 年，公司销售毛利率为 26.82%，较 2018 年提升 8.58pct。另一方面，公司销管费用控费有所成效。2020 年公司销售费用、管理费用占营收比重分别为 5.76%、7.32%，较 2018 年分别下降 1.77pct、5.13pct。

图 10：2018 年-2021 年前三季度公司毛利率、扣非后销售净利率



资料来源：Wind

图 11：2018 年-2021 年前三季度公司各期间费用的营收占比



资料来源：Wind

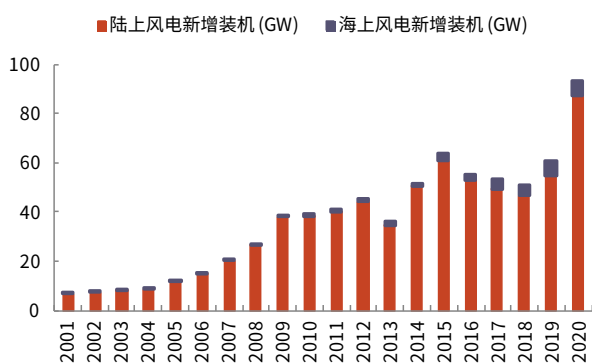
## 2、风电行业：海上风机大型化加速，半直驱路线优势凸显

### 2.1、“双碳”背景下风电前景广阔，平价时代周期性弱化

“碳达峰、碳中和”背景下，风电作为清洁能源的地位凸显。根据 GWEC 数据统计，2020 全球风电新增装机 93GW，同比增长 53%。根据国家能源局数据，2021 年我国风电新增装机 47.6GW，同比下降 34%，主要原因是 2020 年的风电新增装机容量基数远高于历史水平，这是 2020 年陆上风机抢装带来的。实际上，2021 年的风电新增装机容量仍显著高于 2019 年及以前年份水平。

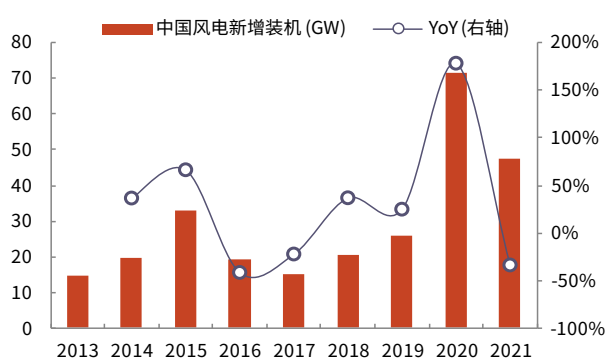
据国网能源研究院新能源与统计所所长李琼慧预计，“十四五”期间我国风光大基地将新增装机 4 亿千瓦，目前第一批约 1 亿千瓦已开工建设，第二批正在招标过程中。结合海风发展规划、风电下乡等计划，我们预计 2022-2023 年我国新增风电装机 52/64GW。

图 12：全球风电新增装机持续增长



资料来源：GWEC，光大证券研究所

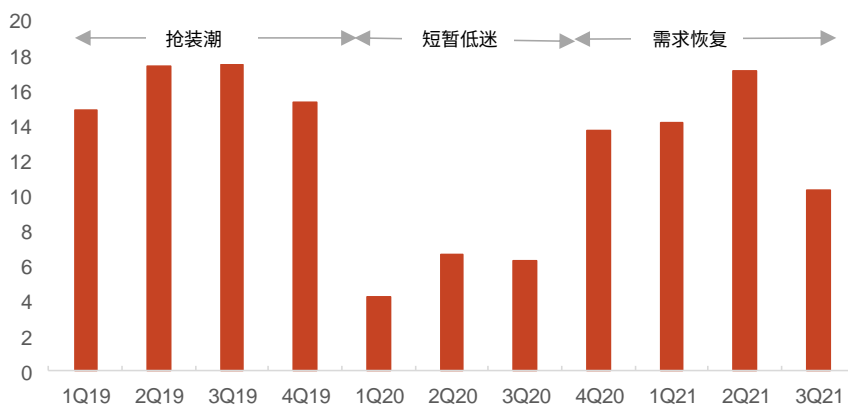
图 13：中国风电新增装机情况



资料来源：国家能源局，光大证券研究所

过去在补贴退坡的影响下，风电装机往往出现“抢装”，从而使行业需求呈现一定的周期波动。目前陆上风电已进入平价并网阶段，海上风电加速降本，预计未来行业需求周期性将弱化，成长属性提升。

图 14：全国风电公开招标容量 (GW)



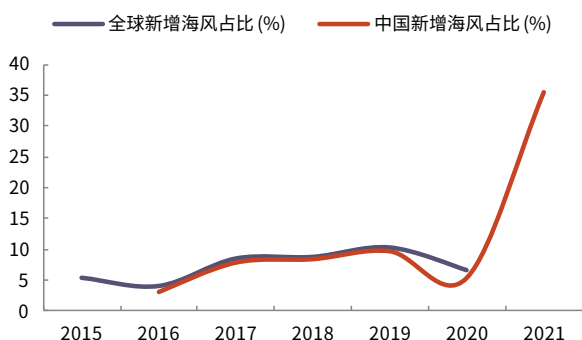
资料来源：金风科技业绩演示材料，光大证券研究所整理

## 2.2、海风取得突破性进展，风机大型化加速

全球海上风电发展迅速，中国海风新增装机量取得突破。2020年，尽管受新冠疫情的影响，全球海上风电新增并网容量仍突破6GW，与2019基本持平。全球海上风电新增装机量已从2010年的近1GW上升到2020年的6.1GW，海上风电占全球新增风电装机容量的占比也从2010年的2.3%上升到2020年的7%。

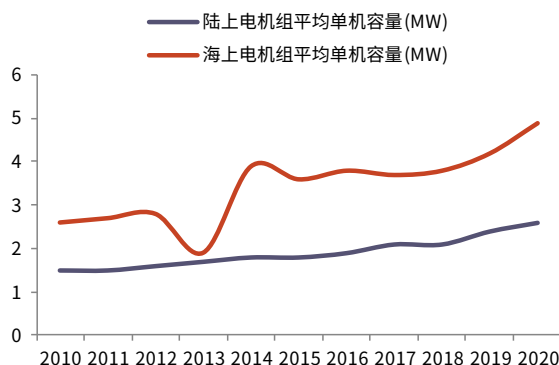
据国家能源局数据，2021年我国海上风电异军突起，全年新增装机16.9GW，是此前累计建成总规模的1.8倍，占新增风电装机的比例达到35.5%。2021年海风新增装机量大增，主要是由于抢装因素。展望未来，海风平价并网进程仍在持续，未来有望持续发展。

图 15：全球和中国新增海风装机占比



资料来源：GWEC, CWEA, 光大证券研究所

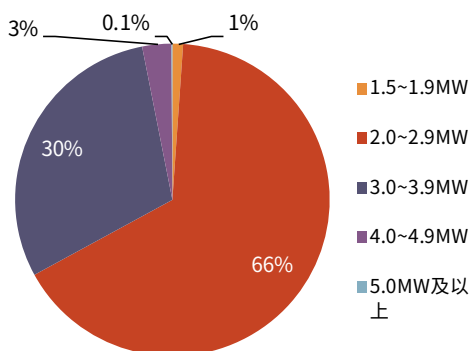
图 16：中国新增陆上和海上风电机组平均单机容量



资料来源：GWEC, 光大证券研究所

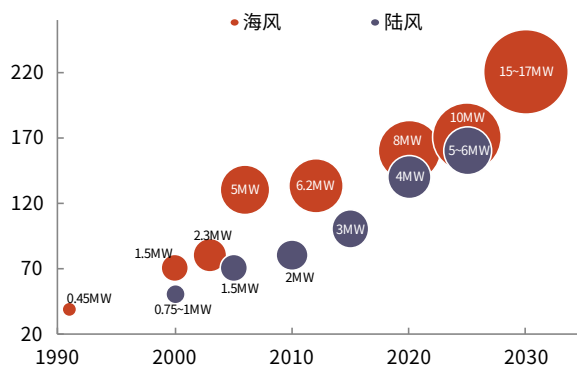
中国风电机组大型化趋势显著，主流机型容量迅速提升。经过十多年的发展，到2020年，中国新增陆上风电场主流机型单机容量已提高到2.0MW-2.9MW；新增海上风电场主流机型单机容量已达到5.0MW以上。2020年陆上风电机组平均单机容量达到2.6MW，较2010年增长76%；海上风电机组平均单机容量达到4.9MW，较2010年增长85%。

图 17：2020年中国新增陆上风电机组各容量比例



资料来源：GWEC, 光大证券研究所

图 18：全球海上和陆上风电机组大型化发展趋势

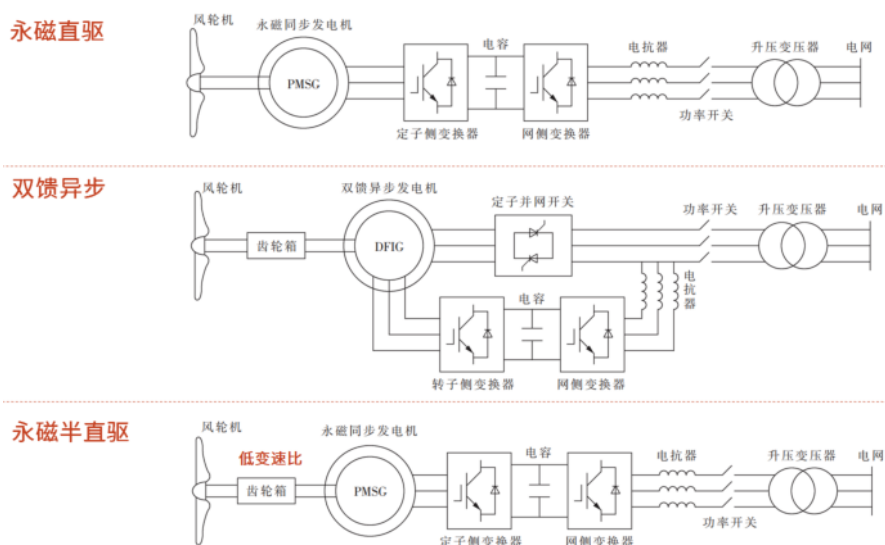


资料来源：GWEC 预测, 光大证券研究所；Y轴为风电机组转子尺寸（米），气泡大小为机组功率

## 2.3、半直驱技术路线在海上风机应用中优势凸显

目前海上风机的主流风力发电系统，按照有无齿轮箱及增速情况，主要分为永磁直驱、双馈异步和永磁半直驱。永磁直驱风力发电系统使用的永磁同步发电机转子为永磁结构，无需外部提供励磁电源，提高了效率，直接驱动式结构省去了齿轮箱，提高了可靠性，但是由于运行转速低，发电机体积增大，成本较高。双馈异步风力发电系统在风力机和发电机之间增加了一个增速齿轮箱，将风力机的转速提高到了与发电机同步的转速附近，因此发电机的体积可以大大缩小。而半直驱风力发电系统采用低变速比的齿轮箱，其机械传动部分类似双馈，电气传动部分类似直驱，这种技术可以使齿轮箱和发电机体积都有所减小。

图 19：主流风力发电系统结构对比



资料来源：黄子果，《海上风电机组机型发展的技术路线对比》，《中外能源》，第 24 卷，2019 年 8 期

半直驱技术兼顾了直驱的高稳定性、双馈的低成本。风力发电机组中，齿轮箱易过载、损坏率较高，直驱风机免去了齿轮箱，从而减少了传动环节的损耗及运维成本，但与双馈风机相比，在同等容量下体积相对较大，吊装运输成本相对更高。而半直驱风机在直驱风机的基础上增加了低传动比的齿轮箱，相比双馈风机降低了运行期间齿轮箱的损耗，且增加了系统稳定性；相比直驱风机降低了重量和体积，具备成本优势。

表 2：3 种主流风电机组性能对比

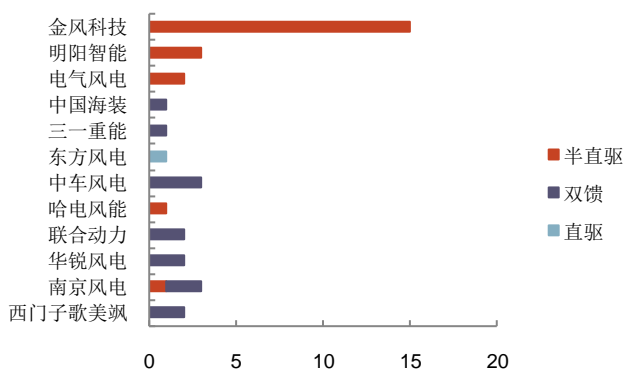
机组类型	双馈机组	半直驱机组	直驱机组
结构	齿轮箱+双馈发电机+变流器	齿轮箱（低传动比）+永磁直驱发电机+变流器； 永磁体励磁，励磁不可调	永磁直驱发电机+变流器； 永磁体励磁，励磁不可调
齿轮箱	齿轮箱增速比大，可靠性低	发电机、齿轮箱连接结构复杂，齿轮箱双级行星，使用轴承多，可靠性较低	无齿轮箱，机械可靠性高
发电机	发电机滑环系统故障率高； 转速高、转矩小，尺寸较小、重量小	发电机永磁体存在锈蚀可能； 发电机极对数较少，转速中等、转矩中等，重量中等	发电机永磁体存在锈蚀可能； 永磁同步发电机极对数多、体积及重量大
变流器	变流器容量约为发电机额定容量的 20%~30%，技术难度小	采用全功率变流器，容量大，技术难度大	采用全功率变流器，容量大，技术难度大
其他	电网电压突降时发电机端电流、转矩急增； 噪音高；故障点多，需经常维护	电网电压突降时电机端电流、电机转矩变化较快； 噪音较高；齿轮箱与发电机集成安装不可拆，机舱与轮毂不能相通，可维护性差，维护量少	电网电压突降时电流、转矩稳定； 噪音低；无齿轮箱，故障点少，维护量少。

资料来源：杨培文等，《风电机组技术现状分析及未来发展趋势预测》，《电力电子技术》第 54 卷，2020 年 3 月，第 3 期

半直驱技术适应海上风机大型化趋势，有望获得广泛应用。2021 年北京风能展期间，我国各主流整机厂推出了 50 款新机型，其中 29 款为半直驱机型。一方面，半直驱机型在所有新机型中占比较高，以往以直驱路线为主的金风科技也一次性推出了 16 款半直驱风机；另一方面，海上风机领域半直驱技术路线被广泛

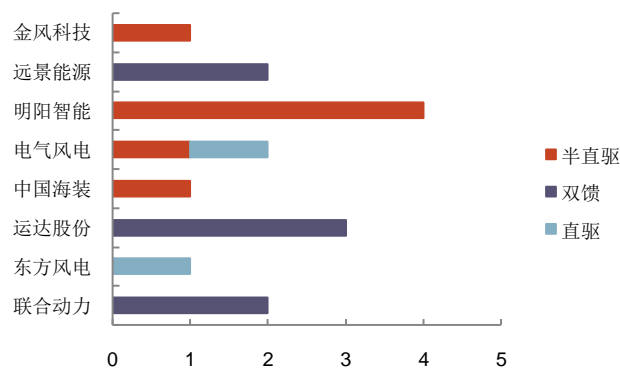
采用，金风科技、明阳智能、电气风电、中国海装均推出了半直驱海上风机新品。基于成本优势及稳定性优势，半直驱技术未来有望在海上风机中获得广泛应用。据华经产业研究院数据，2019年，半直驱机组的全球装机容量市场份额为12.2%。而根据Wood Mac预测，2029年半直驱机组在全球海上、陆上风电市场的占有率将分别有望提升至34%、45%。

图 20: CWP2021 整机商发布陆上风机类型统计 (单位: 款)



注: 包含联合动力发布的 2 款海陆一体机。  
资料来源: 北极星风力发电网

图 21: CWP2021 整机商发布海上风机类型统计 (单位: 款)

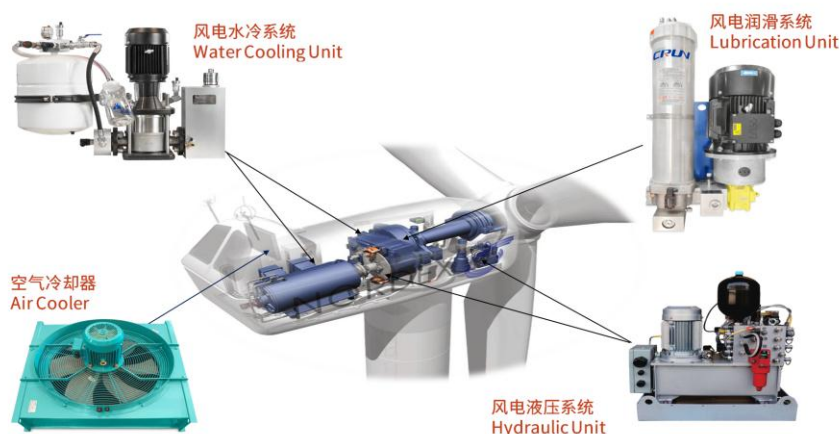


注: 包含联合动力发布的 2 款海陆一体机。  
资料来源: 北极星风力发电网

## 2.4、 风电液压润滑流体控制系统 2025 年市场空间有望达 145 亿元

风电液压润滑流体控制系统主要包括润滑、液压、冷却三大系统。润滑系统主要为风力发电机组的齿轮箱提供润滑，对齿轮箱齿轮、轴承等摩擦部位进行润滑和冷却。液压系统属于风力发电机组的动力系统，主要功能是为变桨控制装置、叶尖控制装置、风轮锁定装置、偏航驱动和制动装置、停机制动装置提供液压驱动力。冷却系统主要用于风力发电机组中的发电机、变频器等设备散热及冷却。

图 22: 风电液压润滑冷却系统



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

我们测算，2022-2025 年，我国风电液压润滑流体控制系统的市场规模将由 96 亿元提升至 145 亿元。我们预计 2022-2025 年国内陆上风电新增装机量分别为 45、55、63、70GW，对应风电液压润滑流体控制系统的单价为 0.180、0.176、0.172、0.169 元/W；预计国内海上风电新增装机分别为 7、9、11、13GW (2021



年海上风电抢装)，对应风电液压润滑流体控制系统的单价为 0.216、0.211、0.207、0.203 元/W。基于以上，预计 2022-2025 年我国风电液压润滑流体控制系统的市场空间将从 96 亿元增长至 145 亿元。

**表 3：我国风电液压润滑流体控制系统市场空间测算**

	单位	2022E	2023E	2024E	2025E
中国陆上风电新增装机	GW	45	55	63	70
中国海上风电新增装机	GW	7	9	11	13
中国风电新增装机合计	GW	52	64	74	83
风电液压润滑流体控制系统单价-陆上风电	元/W	0.180	0.176	0.172	0.169
风电液压润滑流体控制系统单价-海上风电	元/W	0.216	0.211	0.207	0.203
风电液压润滑流体控制系统市场规模-陆上风电	亿元	81	97	108	118
风电液压润滑流体控制系统市场规模-海上风电	亿元	15	19	23	26
合计市场规模	亿元	96	116	131	145

注：1、2020 年陆上风机抢装，2021 年海上风机抢装。2020、2021 年，陆上风电新增装机分别为 69GW、31GW，海上风电新增装机分别为 3GW、17GW。基于“双碳”背景下风电的广阔前景，我们对 2022-2025 年的风电新增装机做出表中预测。

2、风电液压润滑流体控制系统的单价假设参考川润股份的系统产品单价作出。(1) 2022 年公司系统产品（润滑系统、液压系统、冷却系统三者总和）的陆上价值量预计为 0.16-0.20 元/W，取中值为 0.18 元/W。(2) 对应海上的价值量为陆上的 1.2 倍。(3) 预计未来 23-25 年单价以每年 2% 的降幅下降。因缺乏海上风机、陆上风机各技术路线渗透率数据，故我们简单假设新增风电装机均使用液压润滑流体控制系统，以测算液压润滑流体控制系统的市场空间上限。

资料来源：GWEC，CWEA，光大证券研究所测算

### 3、系统装备业务：风电液压润滑系统龙头，一体机新品有望发力海风市场

#### 3.1、风电液压润滑流体控制系统龙头地位稳固

公司的液压润滑流体控制系统业务具体产品包括：液压润滑流体系统、冷却换热管理产品及系统等。在公司成立之初，此项业务下游以传统工程机械领域为主，2016年起公司重点布局风电领域，目前业务收入主要来自于风电新能源领域。

图 23：公司的 5MW 风电润滑系统产品



资料来源：公司官网

图 24：公司的 10MW 海上风电机组水冷系统产品



资料来源：公司官方微信公众号

**液压润滑系统装备领域技术领先，参与多项国标制定。**公司自创立起就深耕液压润滑设备领域，在该领域技术实力领先，主导编制了润滑行业的润滑系统能效评定、检验规范、系统术语和图形符号三项国家标准，以及参与起草了流体传动国家标准。公司曾完成国内“50MW 塔式光热发电定日镜液压驱动系统”示范项目研发、国内首台出口印度的 5400KW 大型立磨液压润滑系统研制、国内首台 7000KW 中心传动润滑系统研制、国内首条日产 5000 吨和 10000 吨水泥生产线润滑系统研制等。近年来，公司拓展液压润滑流体控制系统产品在风电领域的应用完成了多项突破，如公司完成首台“风力发电机组润滑液压系统装置”新产品国产化研制、完成亚洲首批单机容量最大的 10MW 海上风电机组水冷系统等。

**公司风电润滑系统产品全球市占率超 30%。**公司的液压润滑流体控制系统在风电领域的业务开拓进展顺利。润滑系统产品方面，公司产品具备较强竞争力，2021 年在风电润滑系统领域的销售额全球市占率超过 30%，已向 GE、winergy、ZF、SUZLON、明阳、远景、国电、海装、上电、东电、湘电等国内外知名客户供应超 10 万套产品。液压系统产品方面，公司产品广泛应用于双馈、直驱、半直驱等各类风力发电机组。冷却系统产品方面，公司产品可应用于高原、低温、海上等各类特殊的工况环境，可配套从 850KW-8MW 系列风力发电机组，目前已累计供应超 2 万套产品。

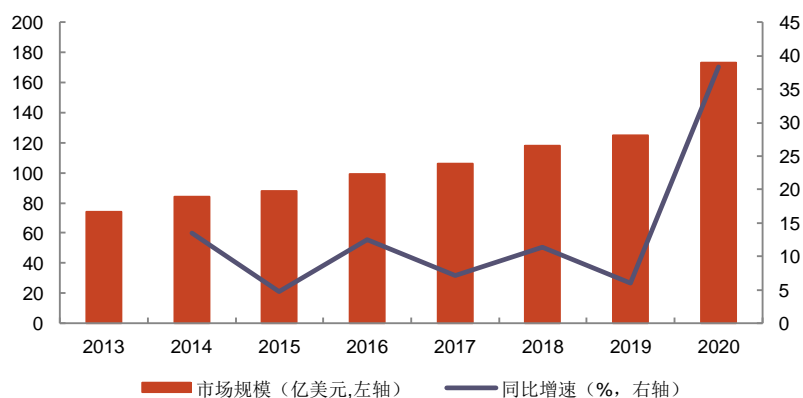
**风电运维后市场有望提供风电业务新增长动能。**近年风电运维市场成长迅速。据 GWEC，2020 年全球风电运维市场规模约为 173 亿美元，同比增长 38%。对于风电等新能源后市场服务，从海外成熟市场来看，运维服务长合约模式是大势所趋，预计国内运维服务模式将趋向完善，行业价值链重心由设备端逐步转向服务端。公司作为风电液压润滑流体控制系统供应商，在布局高端装备制造的同时发力工业服务领域，具备产业链协同优势，全力开拓风电运维后市场，为风电业务发展贡献新动能。2021 年上半年，公司液压润滑流体工业技术服务领域营收为 6471.8 万元，同比增长 48.12%。

图 25：公司的流体工业技术服务内容



资料来源：公司官网

图 26：2013-2020 年全球风电运维市场规模



资料来源：GWEC

### 3.2、 创新推出一体机新品，助力海风业务发展

**创新推出一体机产品。**公司创新研发出了集液压、润滑、水冷三大子系统的一体机产品，为风电机组提供全面的流体解决方案。一体机产品中，液压系统用于风轮锁定、高速轴制动和偏航制动；润滑系统用于齿轮箱主轴承、齿轮和发电机轴承的润滑及冷却；水冷系统用于发电机的冷却。2021年8月，公司为明阳智能陆上单机容量最大风电机组配套的8.0-11.xMW平台一体机系统产品成功完成下线，该产品集成液压、润滑、水冷三大子系统，公司仅用45天就完成产品研发，并一次性通过客户验收。

**图 27：公司为明阳智能陆上风机配套的 8.0-11.xMW 平台液压润滑冷却综合系统**


资料来源：公司官方微信公众号

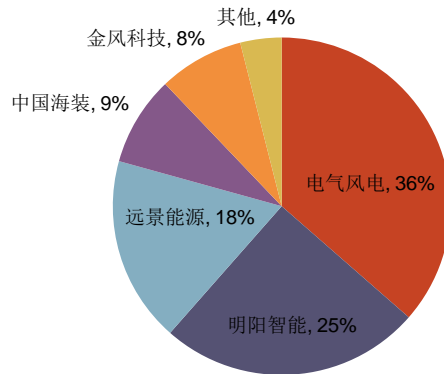
**一体机产品成本低、体积小、性能更加稳定，在海上风机应用中具备优势。**一体机将三大系统集成在一起，最直接的效果为使得产品体积缩小，在当前海风“大兆瓦”时代具备一定优势。同时，一体机产品中公司采用独特设计助力成本不断降低，例如首次采用新型过滤器，过滤性能达标，过滤器筒体缩短至现有的 1/2，批量生产可大幅度降低原材料成本。另外，采用温控阀+电动阀双回路实现冷热油切换，整体系统的可靠性也得到提高。

**公司与明阳智能就 2022 年合作签署 6.3 亿元大单，预计将强力支撑业绩增长。**2022 年 1 月，公司公告全资子公司川润液压与明阳智能签署了《风力发电机组零部件 2022 年框架采购合同》，供应液压系统设备及运维服务，合同总金额 6.3 亿元。公司往年风电零部件供应收入主要体现在液压润滑流体控制系统产品收入中，2020 年、2021 年上半年液压润滑流体控制系统产品收入分别为 7.08 亿元、4.14 亿元，而本次框架合同一次性签约金额就达到 6.3 亿元。公司曾同明阳智能顺利开展过类似合作。2019 年 7 月，川润液压与明阳智能签署了《风力发电机组零部件 2019-2020 年战略框架协议》，协议总金额为 2.67 亿元，2019-2021 年，公司分别确认销售收入 2168 万元、1.81 亿元、3561 万元。本次框架合同的采购金额较往年大大提升，预计后续合同执行、收入确认将强力驱动公司 2022 年业绩增长。

**明阳智能在海上风机领域地位领先，公司有望受益于其海风布局加速。**明阳智能为国内风机第一梯队整机商，且在海外风机商中地位领先。明阳智能在海风领域技术积累深厚，其 MySE 紧凑型半直驱技术路线具有低成本、高稳定性、高发电量等特性。2020 年 7 月，明阳智能发布的 MySE11MW-203 半直驱海上风机为当时国内最大的海上风机；2021 年 7 月，明阳智能为三峡集团提供的漂浮式风机机组成功下水安装，成为国内首个下水安装的漂浮式风机机组。预计后续明阳智能海风布局有望加速。国内方面，广东省在沿海各省“十四五”海上风电、建设规划中计划装机容量较为领先，且提出了 2030 年建成投产 30GW 海上风电装机容量的目标，届时或将成为全国海上风电装机容量最大的省份，同时广东省还于 2021 年 6 月印发了海上风电省补方案。明阳智能是广东省政府批准的第一批战略新兴产业基地实施单位之一、广东省海上风电产业集群建设的重点单位，预计将显著受益于广东省的海风发展规划及优惠政策。海外方面，明阳智能布局进度领先，2021 年上半年斩获意大利 Renexia 公司塔兰托海上风电项目，该项目是国内海上风机首次出口到海外市场；2021 年 10 月底，再次斩获一笔欧洲海上风电订单，为一个漂浮式项目提供 11MW 半直驱海上风电机组。川润股份研发的一体机产品成本低、体积小、性能稳定，符合明阳智能对于海上风机产品结构

紧凑、低成本、高稳定性的需求，基于公司与明阳智能的深度合作，后续有望持续受益于明阳智能的海上风机布局推进。

图 28：2020 年国内整机商海风新增装机容量占比



资料来源：CWEA

表 4：沿海省份出台的“十四五”海上风电建设目标

省份	发布机构	政策	发布时间	要点
广东	广东省发改委	《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》	2021 年 6 月	到 2021 年底，全省海上风电累计建成投产装机容量达到 400 万千瓦；到 2025 年底，力争达到 1800 万千瓦，在全国率先实现平价并网。
江苏	江苏省能源局	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划（征求意见稿）》	2020 年 11 月	到 2025 年，江苏省风电新增约 1100 万千瓦，新增投资约 1200 亿元，其中海上风电新增约 800 万千瓦，新增投资约 1000 亿元。
	江苏省发改委	《江苏省“十四五”海上风电规划环境影响评价第一次公示》	2021 年 1 月	本次规划场址共计约 42 个，规划装机容量约 1212 万千瓦。
	江苏省发改委	《江苏省“十四五”海上风电规划环境影响评价第二次公示》	2021 年 9 月	本轮规划规划范围为江苏省领海内海域，现状水平年为 2020 年，规划水平年为 2025 年。规划场址共 28 个，规模 909 万 kW。
浙江	浙江省发改委	《浙江省可再生能源发展“十四五”规划》	2021 年 6 月	到“十四五”末，力争全省风电装机达到 640 万千瓦以上，新增装机在 450 万千瓦以上，主要为海上风电。
山东	山东省能源局	《关于促进全省可再生能源高质量发展的意见》	2021 年 7 月	“十四五”期间，全省海上风电争取启动 1000 万千瓦。
广西	广西壮族自治区发改委	《广西海上风电规划》	2021 年 11 月获得国家能源局批复	国家能源局先期批复广西海上风电规划装机容量 750 万千瓦，其中自治区管辖海域内全部 4 个场址共 180 万千瓦，要求力争 2025 年前全部建成并网；自治区管辖海域外择优选择 570 万千瓦开展前期工作，要求力争到 2025 年底建成并网 120 万千瓦以上。
海南	海南省自然资源和规划厅	《海南省海洋经济发展“十四五”规划(2021-2025 年)》	2021 年 6 月	在东方西部、文昌东北部、乐东西部、儋州西北部、临高西北部 50 米以浅海域优选 5 处海上风电开发示范项目场址，总装机容量 300 万千瓦，2025 年实现投产规模约 120 万千瓦。

资料来源：各政府部门官网、北极星太阳能光伏网，光大证券研究所整理



## 4、液压件业务：快速崛起，产品种类扩充

### 4.1、工程机械液压件进口替代趋势逐渐加速

液压系统是工程机械主要成本之一。以挖掘机为例，发动机、液压系统等关键零部件在生产成本中占比近半，其中液压系统成本占挖掘机价值量 30%以上，是其主要成本之一。在其他各类工程机械中，液压系统，包括油缸、液压泵阀、液压马达等，均为工程机械的重要成本组成部分。

关键零部件国产化程度较低，替代空间大。与整机市场形成鲜明对比，工程机械关键零部件供货商仍然以国外厂商为主。以液压泵阀为代表的全球高端液压件几乎被博世力士乐、川崎重工、派克汉尼汾、伊顿等少数几家液压生产企业所垄断，国内企业生产技术和收入规模较外国企业仍有较大差距，存在巨大进口替代空间。

表 5：全球工程机械关键零部件主要厂商情况

关键零部件	企业	关键零部件	企业
液压件	川崎重工	发动机	康明斯
	KYB		五十铃
	不二越 (NACHI)		三菱
	YUKEN		卡特
	博世力士乐		洋马
	伊顿		斗山
	派克汉尼汾		玉柴 (国产)
	萨澳丹佛斯	底盘	沃尔沃
	阿托斯		奔驰
	恒立液压 (国产)		五十铃
	艾迪精密 (国产)		一汽解放 (国产)
	欧盛液压 (国产/川润子公司)		中国重汽 (国产)

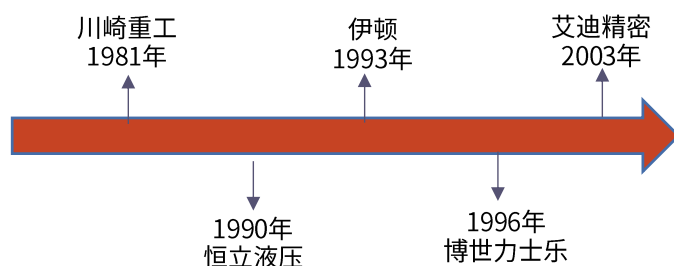
资料来源：各公司官网、公告，光大证券研究所整理

高端液压件高度依赖进口。我国液压件行业起步于 20 世纪 50 年代，目前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求的产业。但是从产品结构上看，我国液压件行业呈现出普通液压件结构性过剩、产品同质化竞争严重与高端液压件结构性短缺、无法形成有效供给、大量依赖进口共存的局面。我国液压件行业高端液压件依赖进口，国产液压产品大多集中于价值链的中低端产品。目前，挖掘机油缸已基本实现国产，但泵阀的国产化率还比较低。

国外液压件企业主要有两点优势：1、技术积淀较深。液压技术起源于德国，发展于日本，博世力士乐、伊顿、川崎重工、派克汉尼汾等国外巨头掌握着在世界上最先进的液压制造技术，产品线较为丰富，而我国企业作为后来者整体技术水平较国际巨头还有一定差距，但正在加速追赶，部分关键产品技术已不存在显著差距。2、起步早，产能大。20 世纪国际液压巨头已进入中国大陆市场发展，而中国企业建设则较晚，产能也远低于国际巨头，在满足国内需求上还有发展空间，但也正在积极扩能。



图 29：国际巨头进入中国大陆市场时间整体早于国内厂商成立时间



资料来源：光大证券研究所机械团队绘制

**政策推动进口替代。**近年来，为支持液压行业发展，我国陆续出台了《中国制造2025》、《工程机械行业“十三五”发展规划》、《液压液气动密封行业“十三五”发展规划》等政策及措施，在税收等方面为高新技术液压企业提供优惠，有效促进了行业发展。工程机械行业“十四五”发展规划正式发布，“内循环”高层定调，产业升级、高端零部件补短板政策将极大推动工程机械液压件等高端零部件进口替代。

表 6：液压行业相关政策

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2016.05	发改委、工信部、科技部、财政部	《工业强基工程实施指南(2016-2020年)》	工程机械高压油泵、多路阀、马达“一条龙”应用计划。立足高端高压柱塞泵型液压马达、液压泵、整体式多路阀的数字设计技术、材料、铸造技术、加工工艺技术、试验技术和检测标准等，实现工程机械急需的高端液压元件稳定批量生产及在主机上的大批量配套。
2016.11	国家制造强国建设战略咨询委员会	《工业“四基”发展目录(2016年版)》	将液压密封器件列入核心基础零部件(元器件)发展目录；将高压液压元件材料列入关键基础材料发展目录；将工程机械液压元件和系统协同工作平台列入产业技术基础发展目录。
2017.01	发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录(2016版)》	将“高性能密封材料”等新功能性材料列为国家战略性新兴产业重点产品。
2019.11	发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	机械行业属于国家重点鼓励发展的领域之一，其中涉及液压相关的鼓励类项目包括：高强度、高塑性球墨铸铁件(高精度、高压、大流量液压铸件)，100马以上拖拉机关键零部件(液压泵、液压油缸、各种阀及液压输出阀等封闭式液压系统，液压转向机构)
2020年	中国液压气动密封件工业协会	《液压液气动密封行业“十四五”发展规划纲要(征求意见稿)》	到十四五末，80%以上的高端液压气动密封元(器)件及系统实现自主保障，受制于人的局面明显缓解，装备工业领域急需的液压气动密封元(器)件及系统得到广泛的推广应用。
2021.05	中国机械工业联合会	《机械工业“十四五”发展纲要(发布稿)》	重点发展高性能轴承，高速精密齿轮及传动装置，智能/大型液压元件及系统，高可靠性密封件等
2021.07	中国工程机械工业协会	《工程机械行业“十四五”发展规划》	核心基础零部件可靠性、耐久性达到或接近国际先进水平，自给率达到90%；重点发展电气控制元件及系统、高压液压元件及系统等

资料来源：各部委及协会网站、光大证券研究所整理

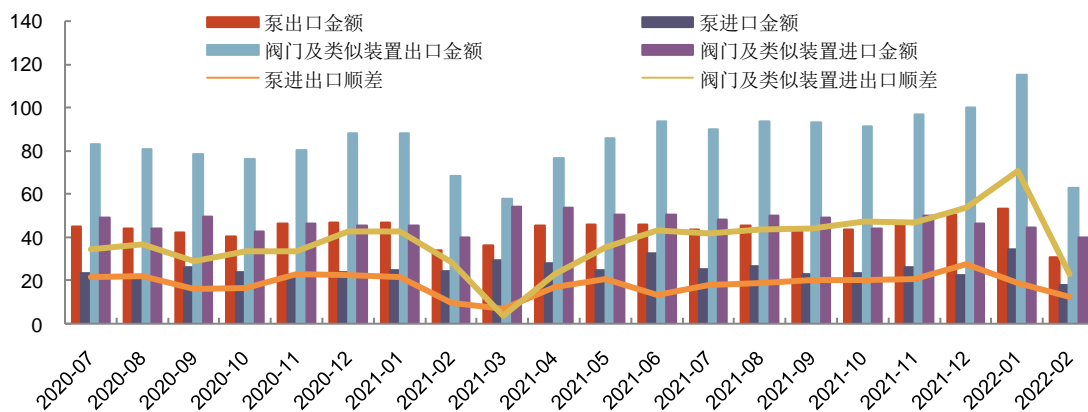
**国内液压件龙头迅速追赶国际巨头。**国内液压件厂商依靠自主研发，逐渐形成了有自主知识产权的知识体系，研发出多款高端产品，具备了实现进口替代的基础。国产产品在质保期、故障率等指标水平方面已接近进口产品水平。以恒立液压为例，恒立2011年申请上市时拥有专利17项，而到2019年末已拥有专利249项，被国家知识产权局评定为“国家知识产权示范企业”。恒立液压和艾迪精密成功研发液压泵、行走及回转马达、多路控制阀等产品，率先实现中大型挖掘机高端液压件的国产化。

**疫情促进进口替代。**国外疫情紧张影响产能，高端零部件产品供不应求，推动国内主机企业寻求国内零部件供应商来应对全球供应偏紧带来的缺口，有助于加速国内优质零部件企业实现进口替代。

**工程机械液压件进口替代正成趋势。**当前，国内厂商的产品已经经过一段时间的市场检验，达到接近国际主流产品的技术要求。与国外竞品相比，国内高端零部

件有两点主要优势：1、性价比高，国产厂家作为市场的新参与者，在产品质量性能接近的同时有相对更低的价格，性价比优势十分显著；2、供给稳定，当前国际政治局势不稳，疫情影响下海外生产复工受限，而国内厂商与国内市场同频共振，能够保证稳定供给。因此，我们认为工程机械高端液压件进口替代已经形成趋势，且正在加速推进。未来国内主流甚至国外部分市场都将由国产厂商替代，增量市场空间巨大。

图 30：泵阀进出口及顺差情况（单位：亿元人民币）



资料来源：Wind，截至 2022 年 2 月

## 4.2、收购欧盛液压补短板，液压元件业务高速发展

公司现有液压元件产品主要包括高压柱塞泵、液压油缸和液压连接件，主要应用于工程机械领域。2019 年，公司开始布局液压元件业务，与工程机械行业优质客户开展前期试生产合作。公司液压元件业务成长迅速，2021 年上半年实现收入 1.21 亿元，同比增长 328.62%。公司未来将进一步拓展液压阀、液压马达、蓄能器、过滤器、换热器、智能控制元件等产品。

图 31：公司主要液压元件产品

柱塞泵



液压油缸



管路连接件



资料来源：公司官网

**收购欧盛液压，实现液压柱塞泵产品线的布局。**2020 年 1 月，公司完成以 4125 万元对欧盛液压 75% 股权的收购，2022 年 2 月，公司以 1375 万元完成对欧盛液压剩余 25% 少数股东股权的收购，欧盛液压成为公司全资子公司。欧盛液压主要从事液压柱塞泵的研发与生产，产品广泛应用于冶金、工程机械、农用机械等行业。液压柱塞泵是液压行业最核心的元件之一，被比喻为液压系统的“心脏”，

通过此次收购公司的液压产品从原有高端油缸拓展至液压柱塞泵及马达、液压阀等多种产品序列。欧盛液压的液压泵产品具备进口替代的实力。2012 年欧盛液压为宝钢提供的 A4V125 排量的液压泵，在其 2050 精轧液压伺服系统线上试验了 12000 小时，较原装德国力士乐泵噪音更低，且在线寿命高出 1873 小时。

**定增募投项目助力公司打造华东液压件生产基地。**欧盛液压地处江苏省启东市，而公司有大量客户、供应链合作单位位于华东片区，公司计划将以欧盛液压为华东区域重要产业基地，进一步加大核心元件类产品研发。公司 2021 年 11 月公告的定增预案中，拟将募集资金中的 1 亿元用于开展欧盛液压启东基地的扩能建设和智能制造升级，项目建设期两年。欧盛液压后续目标市场将由目前相对分散、更注重性价比的工业机械行业，转向集中度较高、市场空间广阔、更重视产品技术表现的大型工程机械行业。定增项目若顺利开展，将显著提升欧盛液压产能及制造交付能力，助力液压元件产品起量。

**持续加大投入，战略布局电液控制技术整体解决方案的创新发展。**近年来，公司稳步推进油缸扩能改造、液压智能化车间、欧盛数字车间项目，不断提高生产经营组织水平和人均效率，精益制造能力得到不断提升。目前公司正在加快推进现有产品的开发投入，未来将进一步加强同大专院校和行业龙头客户合作，推动电液控制技术整体解决方案创新发展。

## 5、盈利预测与投资评级

### 5.1、关键假设与盈利预测

2020 年年报中公司调整业务分项，收入由五项业务构成：液压润滑流体控制系统、液压元件及辅件、节能及环保装备、工业服务（包含电站服务、液压润滑流体工业技术服务及产业互联网服务）、其他业务。

表 7：川润股份分项业务预测（单位：亿元）

分项业务	2020	2021E	2022E	2023E
<b>液压润滑流体控制系统</b>				
收入	7.08	7.79	11.68	14.60
增速 (%)	35.82	10.00	50.00	25.00
成本	5.04	5.84	8.53	10.66
毛利	2.04	1.95	3.15	3.94
毛利率 (%)	28.78	25.00	27.00	27.00
<b>液压元件及辅件</b>				
收入	0.81	1.94	2.63	3.15
增速 (%)	178.52	140.00	35.00	20.00
成本	0.82	1.91	2.36	2.68
毛利	-0.01	0.04	0.26	0.47
毛利率 (%)	-1.81	2.00	10.00	15.00
<b>节能及环保装备</b>				
收入	1.87	2.06	2.37	2.72
增速 (%)	25.47	10.00	15.00	15.00
成本	1.49	1.65	1.89	2.18
毛利	0.38	0.41	0.47	0.54
毛利率 (%)	20.51	20.00	20.00	20.00
<b>工业服务</b>				
收入	2.88	3.46	3.98	4.57
增速 (%)	65.02	20.00	15.00	15.00
成本	1.91	2.26	2.58	2.97
毛利	0.97	1.19	1.39	1.60
毛利率 (%)	33.68	34.50	35.00	35.00
<b>其他业务</b>				
收入	0.09	0.10	0.11	0.12
增速 (%)	-	10.00	10.00	10.00
成本	0.05	0.06	0.07	0.07
毛利	0.04	0.04	0.05	0.05
毛利率 (%)	41.48	41.00	41.00	41.00
<b>总收入</b>				
收入	12.73	15.35	20.76	25.16
增速 (%)	45.17	20.54	35.26	21.23
成本	9.32	11.72	15.43	18.56
毛利	3.41	3.63	5.33	6.61
毛利率 (%)	26.82	23.66	25.66	26.26

资料来源：wind，光大证券研究所预测

我们对于各项业务的假设为：

**1、液压润滑流体控制系统：**此业务为公司的核心业务，2020 年收入为 7.08 亿元，下游主要集中在风电领域。公司为风电液压润滑流体控制系统龙头，2021 年公司风电润滑系统产品销售额的全球市占率超 30%。由于 2020 年风电抢装形成高基数，2021 年风电行业新增装机量出现下滑，公司自身在不断加强海上风电领域、大功率机组和高附加值产品的市场拓展。2021 年上半年，该项业务收入 4.14 亿元，同比增长 52.15%，毛利率 30.28%。我们预计 2021 年公司该项业务有望实现稳健成长，收入增速预计为 10%；受制于原材料价格上涨、产品价格下降，我们预计毛利率由 2020 年的 28.78% 下降至 2021 年的 25.00%。2022 年开始，在风电平价时代的推动下，风电行业的周期性开始弱化，行业未来有望走出稳健成长态势。2022 年公司该项业务拓展取得显著进展，实现从单一产品到液压、润滑、冷却流体系统管理整体解决方案的拓展，并与明阳智能签订总金额为 6.3 亿元的《2022 年框架采购合同》，因此我们预计该项业务收入有望实现跨越式发展，全年收入实现 50% 的增速；伴随着供应链管理持续加强、高附加值产品比重提升等因素，2022 年毛利率有望回升至 27%。2023 年，风电行业持续发展，我们预计公司该项业务收入增幅为 25%，毛利率维持在 27% 的水平。

**2、液压元件及辅件：**产品主要为高端液压油缸、高压柱塞泵和液压连接件等，下游主要应用于工程机械领域。目前，液压件产品存在较大的进口替代空间。公司液压件业务于 2019 年正式起步，2020 年收入为 0.81 亿元，基数较低，但成长迅速。2021 年上半年，该项业务收入 1.21 亿元，同比增长 328.62%，毛利率 1.04%。液压件业务是公司后续重点发力的业务领域之一，公司于 2022 年完成了对欧盛液压的全资收购，欧盛液压的高压柱塞泵产品具备进口替代实力。公司定增预案拟将募集资金中的 1 亿元用于开展欧盛液压启东基地的扩能建设和智能制造升级。我们认为该业务未来三年有望实现快速增长。此外，公司计划将欧盛液压后续目标市场由目前相对分散、更注重性价比的工业机械行业，转向集中度较高、市场空间广阔、更重视产品技术表现的大型工程机械行业，有利于提升该项业务的毛利率水平。基于以上，我们预计公司该项业务 2021-2023 年收入增速分别为 140%、35%、20%；伴随着产能提升及市场开拓，毛利率有望分别提升至 2%、10%、15%。

**3、节能及环保装备：**公司此项业务专注于各容量等级余热锅炉、生物质发电和高效换热压力容器等设备的研制、生产及销售。在“双碳”目标的引领下，公司在冶金、水泥、玻璃等高耗能领域具备广阔的发展空间。2021 年上半年，该项业务收入 0.95 亿元，同比增长 22%，毛利率 17.27%。2021 年，我们预计公司该项业务收入实现 10% 的增长，毛利率维持 2020 年 20% 的水平。2022 年，公司进一步将以余热利用核心设备和技术，为客户提供烟气综合治理整体解决方案，打造节能减排产业的新业态、新模式。我们预计 2022-2023 年公司该项业务收入增速分别为 15%、15%；毛利率维持在 20% 的水平。

**4、工业服务：**基于公司液压润滑流体控制系统、节能及环保装备业务近年来的不断发展，公司在两项业务的存量市场上拓展出工业服务业务，此项业务还包括了公司数字化供应链服务和产业互联网服务等。风电等新能源后市场运维服务将在未来 3 至 5 年有较大市场空间，运维服务长合约模式是大势所趋，公司运维服务模式也在不断趋向完善，推动公司发展由设备端逐步扩展至服务端，未来公司该项业务有望更加平稳向上。2021 年上半年，该项业务收入 1.82 亿元，同比增长 53%。我们预计公司业务 2021-2023 年收入增速分别为 20%、15%、15%；伴随着收入规模的提升，毛利率有望分别提升至 34.50%、35.00%、35.00%。

综上，我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别达到 15.35、20.76、25.16 亿元，增速分别为 20.54%、35.26%、21.23%。公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.51、1.13、1.77 亿元，对应 EPS 为 0.12、0.26、0.40 元。



## 5.2、估值分析与投资评级

**相对估值：**公司为风电液压润滑系统装备龙头，风电液压润滑流体控制系统具备百亿级市场空间，公司一体机新品有望发力海风市场；此外，公司液压件业务快速崛起，有望成为公司第二增长动力。基于公司核心成长逻辑，我们选取了风电零部件领域的东方电缆、日月股份、新强联，以及液压件领域的恒立液压四家可比上市公司。我们可以看到 2022 年四家可比公司的估值位于 22-32x 之间，平均值 PE 为 26x，而川润股份仅为 21x；2023 年四家可比公司的估值位于 17-24x 之间，平均值 PE 为 20x，而川润股份仅为 14x。参照可比公司估值，我们给予川润股份 2022 年 25 倍 PE 估值，目标价为 6.50 元。

表 8：可比公司盈利预测与估值（收盘价为 3 月 23 日收盘价）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603606.SH	东方电缆	57.43	394.95	1.99	2.13	2.60	29	27	22
603218.SH	日月股份	25.80	249.64	0.79	1.19	1.51	33	22	17
300850.SZ	新强联	125.23	242.88	2.80	3.92	5.32	45	32	24
601100.SH	恒立液压	54.90	716.64	2.06	2.48	2.92	27	22	19
	平均值						33	26	20
002272.SZ	川润股份	5.54	24.28	0.12	0.26	0.40	47	21	14

资料来源：wind，光大证券研究所 注：恒立液压 2021 年 EPS 据业绩快报计算，其他可比公司 EPS 为 wind 一致预期，川润股份 EPS 为光大证券研究所预测

### 绝对估值：

- 1、长期增长率：我们认为，长期来看，公司的业务成长将趋于稳定，假设长期增长率为 1.5%；
- 2、β 值选取：采用 Wind 申银万国行业类（2021）-工程机械器件行业（即公司所在行业）的行业 β 作为公司 β 的近似；
- 3、税率：假设公司未来税收政策较稳定，我们预测公司未来税率维持 12.98%。

表 9：川润股份绝对估值关键假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.50%
无风险利率 Rf	3.17%
β(levered)	1.09
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.91%
税率	12.98%
Kd	3.90%
Ve (百万元)	2,256.8
Vd (百万元)	707.0
目标资本结构	23.85%
WACC	6.95%

资料来源：光大证券研究所预测

表 10: 川润股份 FCFF 估值结果

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-657.74	-19.01%
第二阶段	1,206.44	34.86%
第三阶段 (终值)	2,911.79	84.14%
企业价值 AEV	3,460.48	100.00%
加: 非经营性净资产价值	262.61	7.59%
减: 少数股东权益 (市值)	67.21	-1.94%
减: 债务价值	706.96	-20.43%
总股本价值	2,948.92	85.22%
股本 (百万股)	438.28	-
每股价值 (元)	6.73	-
22 年 PE (隐含)	26.06	-
22 年 PE (动态)	21.45	-

资料来源: 光大证券研究所预测

表 11: 敏感性分析表 (元)

WACC/长期增长率	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%
6.45%	7.17	7.52	7.91	8.34	8.82
6.70%	6.63	6.95	7.29	7.67	8.09
6.95%	6.14	6.42	6.73	7.06	7.44
7.20%	5.69	5.94	6.22	6.52	6.84
7.45%	5.28	5.51	5.75	6.02	6.31

资料来源: 光大证券研究所预测

表 12: 估值结果汇总 (元)

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	6.73	5.28-8.82	贴现率±0.5%, 长期增长率±0.5%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据绝对估值结果, 川润股份的估值区间为 5.28-8.82 元。

**投资评级:** 我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.51、1.13、1.77 亿元, 对应 EPS 为 0.12、0.26、0.40 元。川润股份为风电液压润滑系统装备龙头, 风电液压润滑流体控制系统具备百亿级市场空间, 公司一体机新品有望发力海风市场; 此外, 公司液压件业务快速崛起, 有望成为公司的第二增长动力。根据相对估值法及绝对估值法, 基于谨慎原则, 我们给予公司 6.50 元的目标价 (对应 22 年 PE 25x), 首次覆盖给予“买入”评级。

## 6、风险分析

**1、下游需求波动风险。**公司业务覆盖下游行业众多，包括风电、工程机械、建材、电力、冶金等，宏观经济的变化将不同程度影响公司下游行业，进而直接影响市场需求和竞争格局。

**2、定增推进不达预期风险。**截至 2022 年 2 月，定增预案已经公司董事会、股东大会审议通过，后续仍需证监会核准，定增推进存在一定不确定性，进而影响公司液压润滑流体控制系统、液压元件、工业服务等业务的后续发展计划。

**3、合同执行进度推迟风险。**公司与明阳智能就 2022 年风机零部件供应签署总金额 6.3 亿元的框架合同，若订单交付、收入确认进度推迟，将对公司业绩产生影响。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	877	1,273	1,535	2,076	2,516
营业成本	687	932	1,172	1,543	1,856
折旧和摊销	44	48	59	68	78
税金及附加	9	13	15	21	25
销售费用	59	73	88	114	126
管理费用	76	93	112	135	151
研发费用	33	50	61	82	100
财务费用	-2	18	26	34	44
投资收益	0	-1	0	0	0
营业利润	66	78	66	137	211
利润总额	80	83	70	142	215
所得税	14	11	9	18	28
净利润	66	72	61	123	187
少数股东损益	1	7	10	10	10
归属母公司净利润	65	65	51	113	177
EPS(元)	0.15	0.15	0.12	0.26	0.40

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	38	-48	259	145	195
净利润	65	65	51	113	177
折旧摊销	44	48	59	68	78
净营运资金增加	99	419	-43	215	225
其他	-170	-580	193	-250	-285
投资活动产生现金流	12	-387	-302	-325	-300
净资本支出	24	8	-250	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-12	-395	-52	-75	-50
融资活动现金流	-7	371	247	315	215
股本变化	0	0	8	0	0
债务净变化	-10	430	273	349	259
无息负债变化	-12	447	-92	288	297
净现金流	42	-64	204	135	110

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	21.6%	26.8%	23.7%	25.7%	26.3%
EBITDA 率	8.5%	14.1%	10.6%	12.7%	14.1%
EBIT 率	3.3%	10.2%	6.7%	9.4%	11.0%
税前净利润率	9.1%	6.5%	4.6%	6.8%	8.6%
归母净利润率	7.4%	5.1%	3.3%	5.5%	7.1%
ROA	3.5%	2.6%	2.0%	3.2%	4.1%
ROE (摊薄)	4.9%	4.7%	3.6%	7.3%	10.3%
经营性 ROIC	1.8%	6.4%	4.6%	7.1%	8.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	29%	50%	52%	58%	61%
流动比率	2.79	1.65	1.44	1.24	1.18
速动比率	2.26	1.00	1.05	0.92	0.87
归母权益/有息债务	21.88	2.84	1.89	1.40	1.26
有形资产/有息债务	29.98	5.62	3.87	3.29	3.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,854	2,824	3,067	3,826	4,570
货币资金	253	180	384	519	629
交易性金融资产	0	1	2	2	2
应收账款	408	650	718	934	1,132
应收票据	242	240	276	353	403
其他应收款 (合计)	183	148	77	21	25
存货	264	814	566	675	815
其他流动资产	8	6	11	22	31
流动资产合计	1,395	2,064	2,070	2,572	3,094
其他权益工具	13	13	13	13	13
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	378	391	412	453	506
在建工程	2	7	110	188	246
无形资产	42	54	98	145	192
商誉	0	7	7	7	7
其他非流动资产	12	9	9	9	9
非流动资产合计	459	761	997	1,254	1,476
总负债	534	1,411	1,591	2,228	2,784
短期借款	60	390	663	1,012	1,271
应付账款	210	328	410	571	724
应付票据	116	65	117	185	260
预收账款	63	0	77	104	126
其他流动负债	0	14	14	14	14
流动负债合计	500	1,253	1,435	2,072	2,628
长期借款	0	99	99	99	99
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	33	25	25	25	25
非流动负债合计	34	157	157	157	157
股东权益	1,320	1,414	1,475	1,598	1,786
股本	430	430	438	438	438
公积金	710	718	715	726	744
未分配利润	187	247	293	395	554
归属母公司权益	1,314	1,389	1,440	1,554	1,731
少数股东权益	6	25	35	45	55

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	6.69%	5.76%	5.76%	5.50%	5.00%
管理费用率	8.72%	7.32%	7.30%	6.50%	6.00%
财务费用率	-0.24%	1.40%	1.69%	1.64%	1.74%
研发费用率	3.75%	3.97%	3.97%	3.97%	3.97%
所得税率	18%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.09	-0.11	0.59	0.33	0.44
每股净资产	3.05	3.23	3.29	3.54	3.95
每股销售收入	2.04	2.96	3.50	4.74	5.74

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	37	37	47	21	14
PB	1.8	1.7	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	33.3	15.7	18.5	12.7	10.2
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE