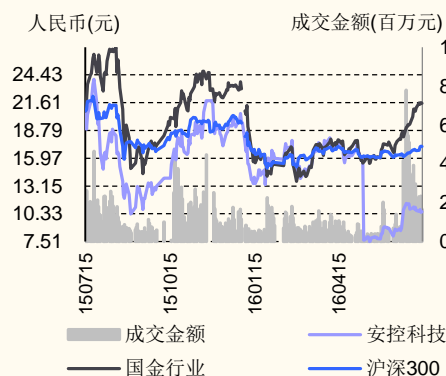


市场价格 (人民币): 10.55 元  
 目标价格 (人民币): 15.00-15.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	259.58
总市值(百万元)	5,652.49
年内股价最高最低(元)	24.00/7.51
沪深 300 指数	3276.76



## 物联网 RTU 设备龙头，迎跨行业高成长机遇

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.573	0.299	0.210	0.310	0.389
每股净资产(元)	4.49	3.04	4.22	4.71	5.36
每股经营性现金流(元)	-0.36	-0.01	0.30	0.15	0.08
市盈率(倍)	69.76	65.37	50.15	34.00	27.09
行业优化市盈率(倍)	165.02	118.79	83.93	83.93	83.93
净利润增长率(%)	9.23%	43.79%	53.78%	47.51%	25.50%
净资产收益率(%)	12.77%	9.83%	9.48%	12.53%	13.84%
总股本(百万股)	97.23	267.89	585.96	585.96	585.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **第一，RTU 龙头，物联网关键设备，迎来跨行业快速增长。**安控科技主营来自于工业物联网信息采集终端 RTU(Remote Terminal Unit)及相关部件，其从油气信息化起家，并成为国内 RTU 行业龙头。近年积极拓展智慧城市，粮库，能源互联网，环保，水务等下游市场，每个新兴市场都有百亿以上潜在市场空间，为公司发展打开成长天花板。窄带蜂窝物联网 NB-IoT 协议在 2016 年 6 月正式被 3GPP 组织明确固化为低功耗广域无线网络的协议，将开始规模商用。由于 RTU 应用通常分布在室外，布点分散，正适合此种技术应用。公司积极研发基于以太网的无线以及视频等新型 RTU，预计非油气智慧自动化领域的物联网产品未来 2 年将快速增长，有望达到甚至超过现有油气自动化领域的规模。
- **第二，打通高端油服产业链，分享千亿市场空间。**公司在油气领域从井上信息采集控制开始，近年依靠并购泽天盛海以及三达新技术，进一步拓展高端油服市场。国内高端油服市场每年有近千亿规模，随着油气开采难度的逐渐提高，高端油服市场保持增长，而目前大部分被海外几大巨头垄断。随着油价大幅波动影响国内石油行业资本开支，具有高性价比优势的民营高端油服通过自身研发以及与海外公司部分合作的方式获得成长机遇。安控通过外延式发展，期待其可以逐步打通高端油服产业链，在中长期实现进口替代。
- **第三，增发即将完成确保未来发展资金与产能扩张。**公司增发计划发行不超过 5018 万股，融资 4 亿。2016 年 6 月 27 日终于获得证监会批文核准，有望在近期完成。增发完成获得资金后有望为进一步 RTU 在非油气行业应用的产能扩张和未来外延式发展奠定基础。

### 估值与投资建议

- 看好公司在工业物联网自动化行业拓展以及在高端油服领域打通产业链。不考虑后续外延式并购，预期公司 2016-2018 年利润 1.23 亿，1.82 亿，2.28 亿元，对应此次增发摊薄后 EPS 0.21，0.31，0.39 元，对应 50，34，27 倍 PE，给予“买入”评级，目标价 15 元。

### 风险

- 拓展非油气物联网进度低于预期的风险
- 国内销售客户实际控制人相对集中的风险
- 若增发无法及时完成，应收账款占比偏高可能影响公司流动资金的风险

周明巍 分析师 SAC 执业编号: S1130514090004  
 (8621)60230234  
 zhoumingwei@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、 从 RTU 到工业物联网不断成长 .....	4
1) 油气自动化监测控制龙头企业 .....	4
2) 增发有望短期内完成，高管激励到位.....	5
3) 从 RTU 到 SCADA 系统与传感技术，打通能源互联网产业链.....	5
二、 积极拓展非油气行业工业物联自动化 .....	9
1) 智慧粮库 .....	10
2) 能源互联网.....	12
3) 环境(烟气，水务等)在线监测.....	14
三、 从油气信息化到高端油服.....	16
1) 收购泽天盛海：业绩超预期，高端油服信息化突破口 .....	17
2) 收购三达新技术：污水处理技术，油气环保治理市场空间巨大 ..	18
四、 盈利假设与投资建议 .....	19
五、 风险提示.....	20

## 图表目录

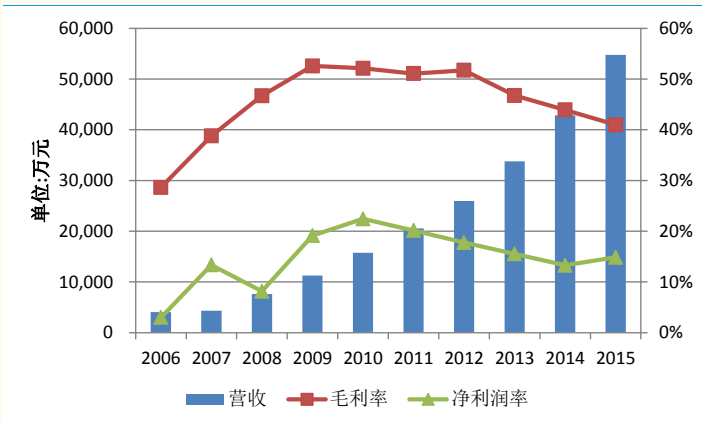
图表 1: 安控科技营收增长与利润率变化.....	4
图表 2: 安控科技营收分布.....	4
图表 3: 安控科技股权结构.....	5
图表 4: 安控科技非公开增发项目.....	5
图表 5: RTU 在工业物联网中的位置。.....	6
图表 6: SCADA 系统示意图.....	6
图表 7: SCADA 计算监测站.....	7
图表 8: 深圳市天然气输配 SCADA 系统.....	7
图表 9: ABB 过程自动化部门营收与利润成长.....	7
图表 10: 安控科技 RTU 产品.....	8
图表 11: 安控科技数据采集器.....	8
图表 12: 安控科技研发投入.....	10
图表 13: 我国粮食产销量与净进口缺口预测.....	11
图表 14: 能源互联网云平台.....	12
图表 15: 能源互联网结构.....	13
图表 16: 2005-2014 年中国环境监测仪器行业的销售收入情况.....	14
图表 17: 烟雾在线监测系统.....	15
图表 18: 环保在线监测系统平台页面.....	15
图表 19: 城市供水 SCADA 系统整体方案.....	15
图表 20: 水厂子系统.....	15
图表 21: 定向井与传统直井的比较.....	16
图表 22: 中石油当年新开水平井数量.....	16
图表 23: 中石化当年新开水平井数量.....	16
图表 24: 国际油服行业前三营收与市值.....	17
图表 25: 泽天盛海系列产品的地面系统和井下仪器的工作原理图.....	18

## 一、从 RTU 到工业物联网不断成长

### 1) 油气自动化监测控制龙头企业

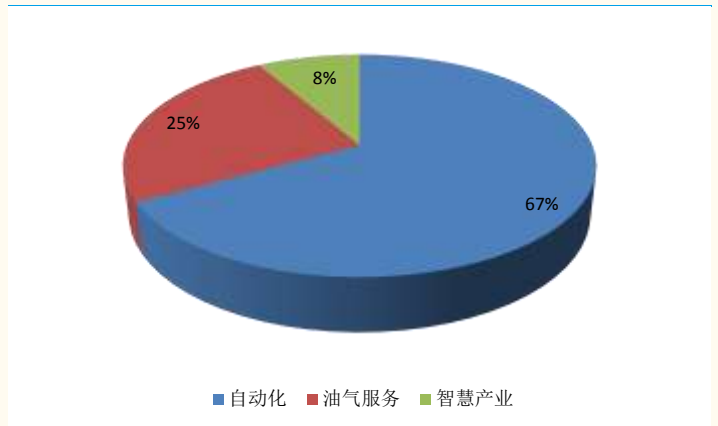
- 安控科技成立于 1998 年，在工业自动化领域同时以软硬件产品生产商和系统集成商的身份参与市场竞争。公司以油气田行业自动化控制系统集成为业务发展起点，初期主要采用国外产品，针对客户需求来进行系统集成。其主要产品来自于信息采集远程终端 RTU(Remote Terminal Unit)。
- 1999 年，公司成功推出油气田一体化解决方案产品——ECHO5000，并在新疆、吐哈、青海等油田得到成功应用。2001 年，公司开发出第一款 Super 系列 RTU 产品并将其产业化，填补了该类国产设备在油气田自动化控制系统领域的空白。随着公司成功为大庆、长庆、新疆、塔里木、胜利、大港、冀东、青海等油田提供并实施了自动化控制系统整体解决方案，逐渐成为油气行业 RTU 产品及自动化整体解决方案的龙头公司，国内市场占有率达到 50% 以上，同时也逐渐成为油气行业数字化项目实施的龙头企业。2014 年来公司在工业物联网的智慧粮库，环保水务烟气等数据采集控制行业继续拓展；此外在油服行业公司持续外延，期待打通高端油服行业产业链。

图表 1：安控科技营收增长与利润率变化



来源：国金证券研究所

图表 2：安控科技营收分布



来源：国金证券研究所

- 安控科技主营业务为：作为以自动化信息化技术为核心的智慧产业解决方案及产品提供商。业务主要集中在自动化，油气服务，智慧产业等领域。为客户提供产品销售，整体解决方案和运维及服务。公司主营具体可分为以下三类：
  - (a) 自动化业务
 

作为自动化领域创新产品和行业智慧解决方案提供商，公司自动化产品在研发、生产、销售、系统集成和技术服务上精益求精，在石油天然气、城市燃气、供热、水务等行业稳步增速发展。公司 RTU 产品在中石化油气生产信息化项目招标中评标排名第一，将获得中石化 50% 或以上的市场份额，巩固了公司 RTU 产品的行业地位；另外，成功中标南水北调-胜芳净水厂及配水管网工程自控系统，标志着公司自动化业务在水务行业取得突破。
  - (b) 油气服务业务
 

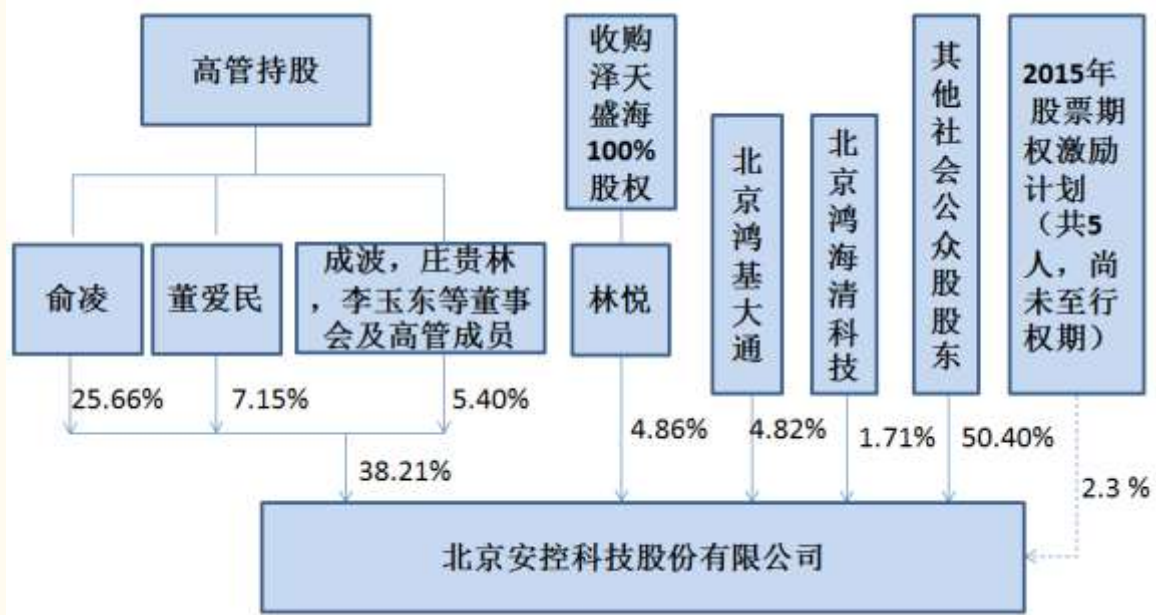
依托公司在油气行业积累的丰富经验，在提供井口、站控、管输等全方位油气田自动化业务基础上，积极探索油气田上下游业务，开展了液压举升、随钻测量、油气撬装等油气装备的研发制造和技术服务，进一步完善了公司在传统油气服务业务的布局。报告期内，公司通过收购北京泽天盛海油田技术服务有限公司和参股北京大漠石油工程技术有限公司，为打造油田综合服务体迈出了坚实的一步。
  - (c) 智慧产业业务

公司利用在自动化、信息化技术领域的创新优势和业务整合能力，有选择的进入智能化需求迫切且自动化、信息化程度有很大提升空间的领域，布局智慧产业。

## 2) 增发有望短期内完成，高管激励到位

- 安控科技由董事长俞凌实际控制，实际占股 25.66%。公司上市以后，在 2015 年 8 月 12 日公告实施员工股权激励，向 5 名公司高管授予 1120 万份股票期权(转增股本后调整值),占目前公司股本总额的 2.30%。激励计划授予的股票期权的行权价格为 10.54 元(转增股本后调整值)。公司在保证实际控制人的控股地位的前提下，实现了对公司管理层的股权激励。

图表 3：安控科技股权结构



来源：2015 年公司年报，其中董爱民与鸿海清数据更新至 2016 年 6 月减持以后，国金证券研究所整理

- 安控科技在 2015 年 12 月 1 日公告非公开发行股份，共计划发行股不超过 5018 万股(转增股本后调整值)，募集资金总额不超过 4 亿元。扣除发行费用后全部用于克拉玛依市三达新技术股份有限公司 52.40% 股权收购和杭州智慧产业园。

图表 4：安控科技非公开增发项目

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金
1	三达新技术 52.40% 股权收购项目	12,860	12,860
2	杭州智慧产业园项目	38,638	27,140
	合计	51,498	40,000

来源：国金证券研究所 注：单位万元

- 此次定增已经在 2016 年 3 月 9 日公告获得证监会发审委审核通过，并于 2016 年 6 月 27 日收到证监会核准批文。预计将于近期完成增发股份。

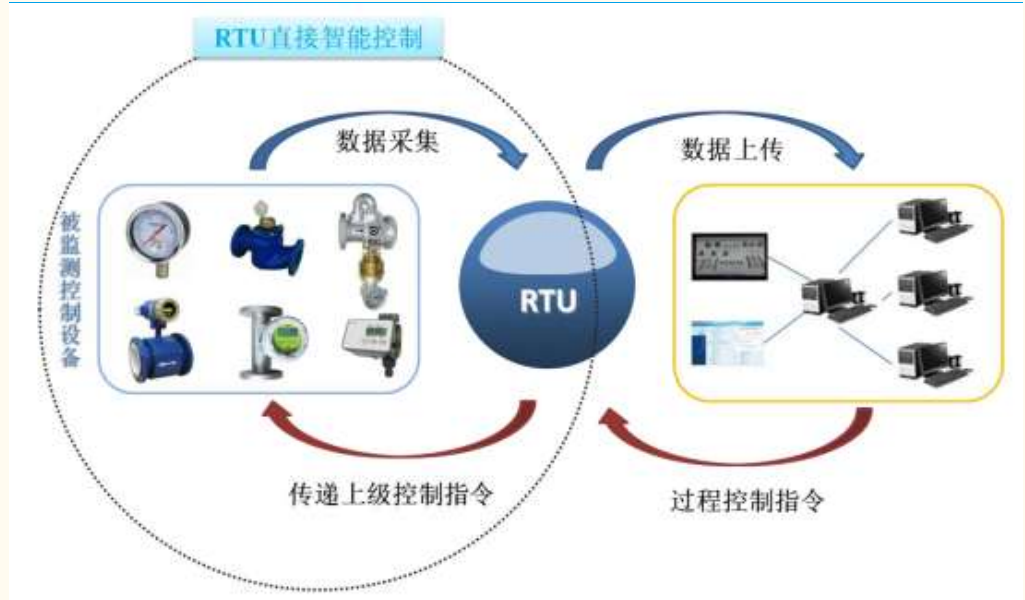
## 3) 从 RTU 到 SCADA 系统与传感技术，打通能源互联网产业链

- 公司上市时的主营业务来自于通用 RTU 及其为主要部件的工业物联网采集器。这是工业物联网信息采集的核心设备。



- RTU 即 Remote Terminal Unit（远程测控终端）的缩写，是一种以 CPU（中央处理器）为基础的智能设备，通过标准的模拟或数字信号与工业生产现场的仪表及控制设备相连，实时采集所需要的各工艺参数，如压力、温度、流量、液位、阀门状态、泵状态等，利用程序实现就地控制；同时把有关数据进行整理，通过各种通讯接口利用不同的传输协议传给中心站，也可以接收来自中心站的远程控制信号对现场设备进行控制。RTU 是整个工业物联网控制系统的核心单元，起到承上启下的作用。

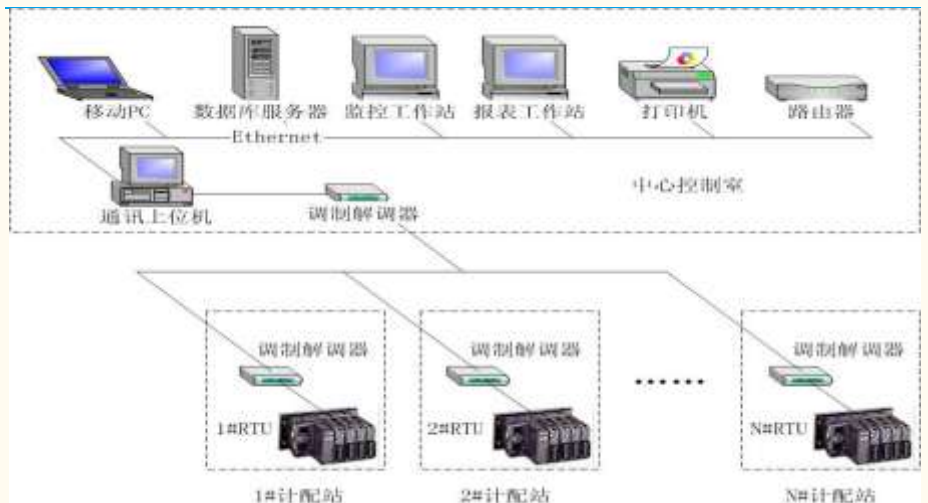
图表 5: RTU 在工业物联网中的位置。



来源：安控科技

- 工业物联网源于工业自动化控制技术，是一种基于控制理论、仪器仪表、传感器，计算机网络和其它信息技术的自动化技术。通过对工业生产过程实现远程检测、控制、优化、调度、管理和决策，实现达到增加产量、提高质量、降低消耗、确保安全等目的的综合性的技术。一套完整的自动化控制系统包括以下几部分：自动化设备控制单元、仪器仪表与测量设备、自动化软件、传动设备、计算机硬件、通信网络等。其中，SCADA（Supervisory Control And Data Acquisition）即数据采集与控制系统是整个自动化控制系统的核心。

图表 6: SCADA 系统示意图



来源：深奥图，国金证券研究所

- SCADA 的远程控制设备大致经历了三个阶段：板卡、PLC/DCS、RTU。目前工业自动化领域常见的工业自动控制系统装置有：可编程逻辑控制器（PLC）、分布式控制系统（DCS）、远程测控终端（RTU）等。

图表 7：SCADA 计算监测站



来源：互联网，国金证券研究所

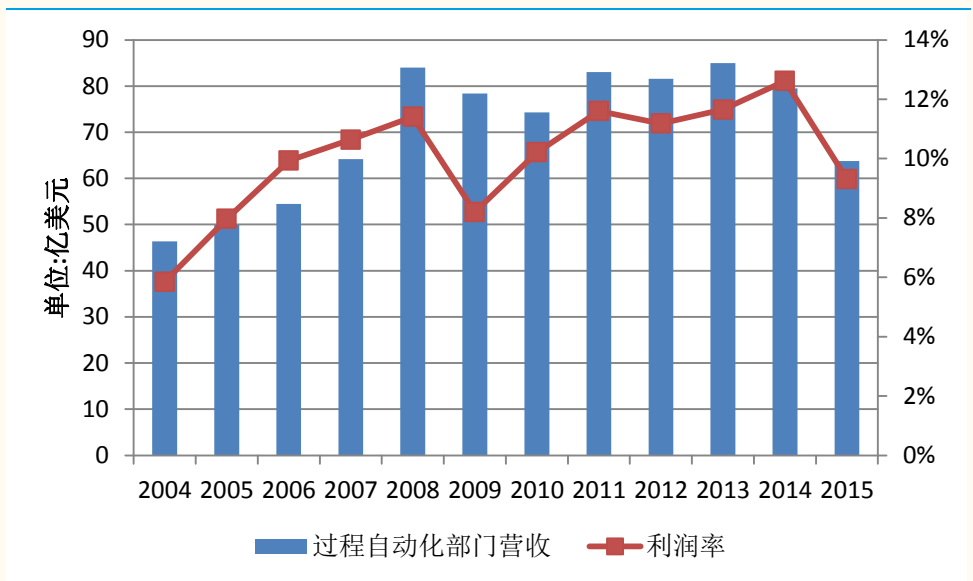
图表 8：深圳市天然气输配 SCADA 系统



来源：航天能源，国金证券研究所

- 在二十世纪 80 年代之前，这些控制系统的 I/O 卡件均集中在远离现场的控制室内，与现场装置（其中包括 AI/AO 模拟量输入输出装置和 DI/DO 开关量输入输出装置等）的连接线都是一对一直接线，即使现在还可以在在很多现场看到进出控制室的大量电缆和敷设电缆的大尺寸桥架。
- 80 年代以后，PLC、DCS 两类控制系统先后推出远离控制室安装的远程 I/O 卡件，这些卡件安装在现场，可就近与现场装置连线，而这些远程 I/O 卡件与 PLC、DCS 系统安装在控制室的控制器是通过单根电缆的通讯实现信息交换。远程控制采集技术的突破，带来了新兴行业公司的兴起，并纷纷成长为典型的如 Emerson、Honeywell、Motorola、Siemens、Rockwell, ABB 等。下图是 ABB 的过程自动化部门的成长，其在 90 年代到 00 年代实现了快速的增长。

图表 9：ABB 过程自动化部门营收与利润成长



来源：国金证券研究所

- 这样虽然可以达到现场监测控制的功能，但是 PLC 和 DCS 对露天环境的适应性较差，需要在工作现场建造大型的监测站，使工作现场的监控成本过高。
- 为更好的解决上述问题，在二十世纪 80 年代初期，一些相对生产规模较小的厂家利用自己在数据采集转换及通讯方面的优势，陆续推出一种环境适应能力更强，可置于露天的环境中使用，抗干扰能力强，数据的传输安全稳定而且所传输的数据时效性强的远程测控终端，这种设备在业内被称为 RTU。
- 在应用领域上，从上世纪 80 年代开始在美国石油天然气行业最早开始应用 RTU，并已经逐步扩展到电力，环保，热网，水文水利，长途运输管线等行业，近年又开始向交通，冶金，化工，物流，农业等行业拓展。以往测试点分散，采集数据投资过大而放弃的数据采集点都可以通过 RTU 实现。RTU 是伴随着 SCADA 系统的不断演进而产生并发展的，特别是像石油天然气、煤层气、市政管网、环境在线监测、广域监控等需要在露天环境中对工作现场进行监测和控制的行业领域对远距离现场监控要求的不断提高，催生了 RTU 这种更适应于恶劣露天环境下使用的远程监控设备。
- 正是看到了 RTU 的巨大应用潜力，纵观海外知名自动化公司近两年在 RTU 方面都有加速研发甚至并购的动向。Emerson 具有 ROC800 等系列 RTU，为了巩固 RTU 绝对市场地位，在 2006 年收购了知名的 RTU 厂商 Bristol-Babcock (BB)公司。2008 年之前，Honeywell 所作 SCADA 系统以外购 RTU 为主，主要采购品牌为 Sixnet，BB 等。2008 年开始，Honeywell 开始有自己 RC500 系列 Schneider 工业应用控制系统是以 PLC 为主的公司，为开发 RTU 应用领域，在 2009 年收购了加拿大 RTU 专业厂商 Control Microsystems 公司。ABB 公司也是近两年推出自己的 RTU560 系列，进一步扩展 RTU 应用领域。Sixnet 公司也是一直从事研发生产 RTU 的专业公司，除了自己销售以外，这两年同时也为大型自动化公司做配套业务。
- 安控科技的产品在本世纪初首先在油气领域获得突破，使得海外大公司的产品在国内份额大幅缩减，目前仅在联合站站控系统占据优势，参与竞争的主要公司有 Siemens、Emerson、BB 等，在井口和中间站的控制设备中，国产 RTU 为市场的主流产品，国内规模较大且具有自主研发和生产能力的企业除了安控科技以外还有北京金时石油测试技术有限公司、北京雅丹石油技术开发有限公司、贵州航天凯山石油仪器有限公司等少数公司。安控获得了大约 50%的行业市场份额，由此成为国内 RTU 领域的龙头企业。

图表 10：安控科技 RTU 产品



来源：安控科技

图表 11：安控科技数据采集器



来源：安控科技

- 我国石油天然气开采事业近年来一直保持稳定增长态势，根据中国统计年鉴 数据显示，中国石油和天然气开采业相关的固定资产投资额从 2007 年



的 2,226 亿元增长至 2013 年的 3,820 亿元，年复合增长率约为 9%。虽然由于 2014-2015 年世界石油价格的大幅波动影响到了资本开支的增长，但随着近期油价的企稳，资本开支有望重回升势。

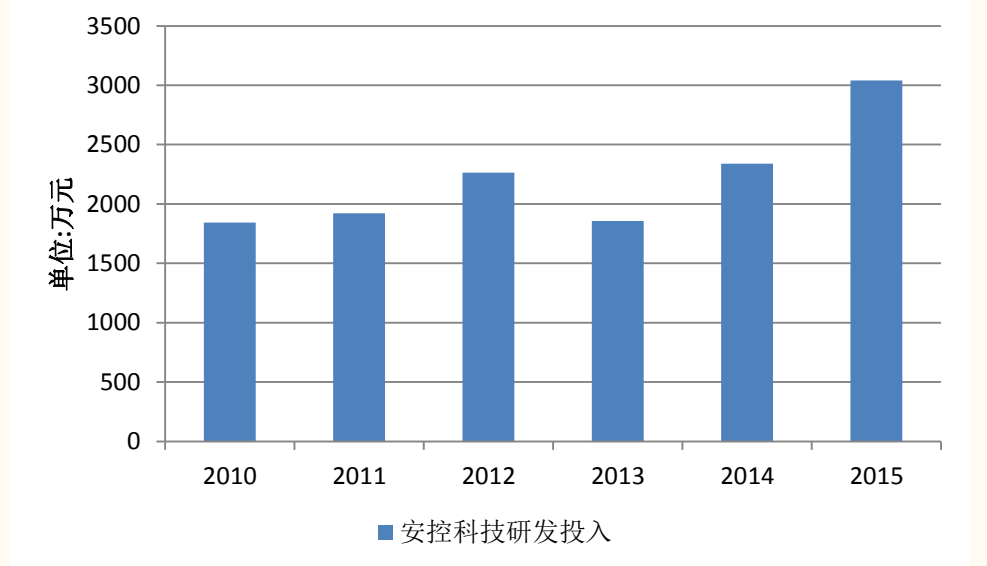
- 我国拥有近 40 万口油气水井，其中 85-90% 具备安装自动化采集实现远程监测控制的必要，而目前整体数字化水平只有 20% 多。其中井口数字化程度最高的长庆油田、新疆油田仅分别为 50% 及 20% 左右，远不及欧美平均 65% 以上的水平。根据中石油的规划来看，2015 年完成 70% 油水井及 100% 气井的数字化改造，而目前相应进度远不达标。此外现阶段我国石油天然气 SCADA（数据采集与监视控制系统）投资的市场份额约占石油天然气开采固定投资总额的 2%-3% 左右。除油气井口数据采集以外，油气管道，以及存储处理站也有数十亿的潜在市场空间。若按照油气水井数字化普及率达到 65%，阀室 RTU 均价 6 万/个，井口信息化改造 2.5 万元/个估算，三者合计油气领域信息化改造的采购容量仍有 100 亿元以上市场空间。

## 二、积极拓展非油气行业工业物联自动化

- 安控科技从上市之初就明确了积极拓展除油气领域以外工业物联采集的发展方向。并且在技术和下游市场都做了充分准备。在 RTU 技术上：
  - A) 无线 RTU 产品，由于 RTU 分布区域广泛，相关应用天生跟无线技术关联很大，现在工业无线技术推广应用的速度突飞猛进，无线技术也表现得非常成熟，作为 RTU 的用户非常欢迎无线的接入方式，未来一定会有越来越多的现场仪表和 RTU 之间的通讯将采用无线通信，并且以后也可能越来越多的整个 RTU 系统也形成一个无线网络。目前安控从无线应用的角度来说，在无线网络的物理层，甚至在它的网络层，安控都会采用国际上标准的无线通讯技术。在应用层，安控正在自主开发一套应用，这套有专应用服务的无线通讯协议是安控针对油气田行业的生产模式，以特定的模式和需求订立的一套应用层通讯协议。
  - 此外安控与国内主流无线通信设备商合作研究基于蜂窝通信网络的物联网信息采集终端与系统。2016 年 6 月 16 日，窄带物联网 NB-IoT 协议在韩国釜山召开的 3GPP RAN 全会第 72 次会议顺利结束。NB-IoT (Narrow Band Internet of Things, 窄带蜂窝物联网) 作为 3GPP R13 一项重要课题，其对应的 3GPP 协议相关内容获得了 RAN 全会批准，正式宣告了这项受无线产业广泛支持的 NB-IoT 标准核心协议历经 2 年多的研究终于经全部完成。全球运营商终于有了基于标准化的物联网专有协议，基于该协议标准的产品和解决方案将能很好的服务于广大行业的物联网市场。标准化工作的成功完成也标志着 NB-IoT 即将进入规模商用阶段。低成本与低功耗的 NB-IoT 终端以及运营费用将使得以前很多由于成本过高而无法实现的 SCADA 工控网络成为可能。换句话说，NB-IoT 将成为下一代物联网的催化剂。安控科技也正积极跟进相关进展，积极努力，期待在现有低功耗无线产品中融入相关技术。
  - B) 研发新一代具有视频服务能力的 RTU，实现以下新功能及特性：A、能采集图像、视频，支持本地存储视频或图像功能，支持远程网络视频流服务。B、具有视频叠加功能，能将用户信息叠加在视频上。C、具有网页浏览功能，内嵌视频流服务。D、具备电子邮件发送，大容量数据存储以及可扩展功能
  - C) 进一步研究工业以太网技术，提升以太网应用水平，打造自有的以太网技术平台，安控在年初启动了工业以太网在工控领域可靠通讯的专题研究项目，深入研究相关网络协议、可靠数据传输、网络安全及相关芯片，目前已顺利完成了研究任务。工业物联网网络有严格的性能和可靠性要求，包括：(1)容错能力(2)安全(3)低延迟(4)低功耗无处不在的覆盖随着物联网网络加速其向以太网的过渡，工业以太网在工业通讯网络中的使用将构建从底层的现场设备到先进与优化控制层、企业管理决策层的综合自动化网络平台，从而可以消除企业内部的各种自动化孤岛。

- D)启动了基于国产化 CPU 的控制系统及工业信息安全技术研究，以期改善和提高自动化信息安全和控制系统运行安全。并在 2016 年 3 月与龙芯中科签署战略合作框架协议。为改善和提高工业自动化领域的信息安全和控制系统的运行安全，避免控制系统中由于采用国外 CPU 产品而带来的安全隐患，致力于国产化 CPU 在工业自动化领域产品中的技术研发和应用推广。

图表 12：安控科技研发投入



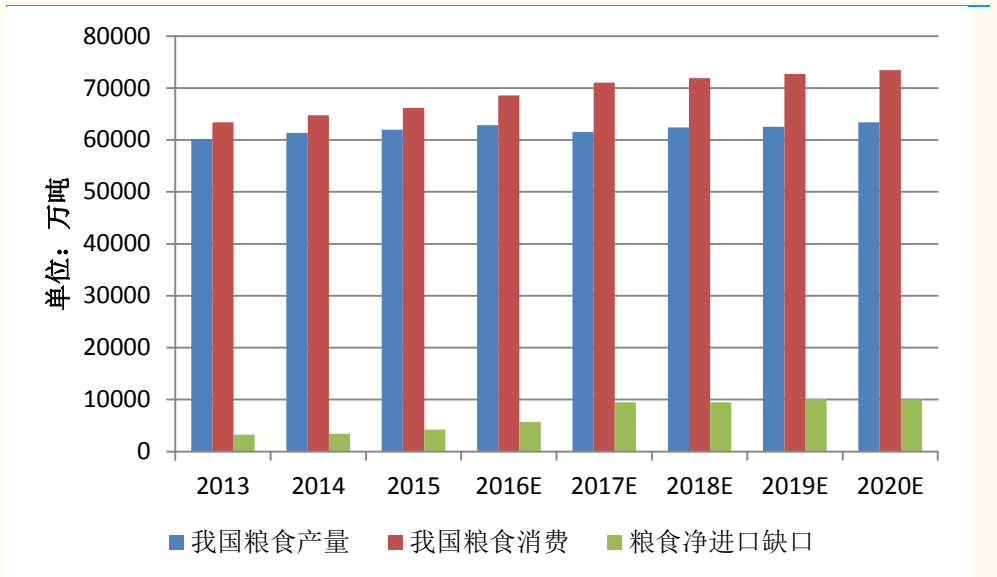
来源：国金证券研究所

- 在行业上，公司分别积极拓展了智慧粮库，能源互联网，以及大气水务，烟气治理等等监控网络的行业市场。

### 1) 智慧粮库

2015 年 6 月 15 日，国家发改委、财政部、国家粮食局三部委联合发布《粮食收储供应安全保障工程建设规划(2015-2020 年)》(简称“粮安工程”)，主要内容包括“建设粮油仓储设施、打通粮食物流通道、完善应急供应体系、保障粮油质量安全、强化粮情监测预警、促进粮食节约减损”等。文件指出，国内计划新增新建仓容 5000 万吨，维修改造“危仓老库”比例达到 60%。目前国家共有粮库 9000 万吨左右，所有粮库有三类，一是世行贷款兴建粮库，库容 480 万吨；二是国债项目投资粮库总库容 5260 万吨；三是 2009-2014 年中央财政资金补助各地和央企兴建粮库 3480 万吨。国家新增仓储设施主要是国内粮食连年丰收，国际粮价也比较低，国内粮食库存大量增加，仓储能力严重不足。2013 年全国粮食产量 1.2 万亿斤，商品粮大概是 7200 亿斤，全国粮食仓储的有效仓容是 7718 亿斤，去除问题仓容，可用的仓容实际上只有 5000 多亿斤可以存粮，所以仓容的缺口比较大。与此同时现在粮食收储设施比较老化，估计现在 40%有 2000 多亿斤是危老仓库，需要改造，亟需提升储藏品质。同时建立国家粮情监测预警系统机制也被提上日程，国家希望能推进“智慧粮食”建设，比较准确掌握国家粮情和国际粮情检测系统，以增强国际粮食市场话语权。这使得大规模建设智慧化粮库势在必行。

图表 13：我国粮食产销量与净进口缺口预测



来源：国家统计局统计科学研究所 国金证券研究所整理

- 而与此同时，据不完全统计，中储粮成立至今，垂直管理体系下的中储粮系统工作人员，因违纪、贪腐等问题被查办的人员已经上百。尤其是一些大案要案，屡屡在中储粮系统发生。央视报道辽宁、吉林两省有的粮库在政策性粮食收储和销售出库过程中存在以陈粮顶新粮，恶意套取价差补贴等问题。主要在粮食领域存在“陈粮顶新”、“粮食三高”等问题。为了保证国家储备粮的质量，国有粮库的粮食是需要定期轮换的，而近些年频现的“转圈粮”现象就是利用这个过程漏洞钻了空子。
- 2013 年，中储粮董事长、总经理新任领导就职后即宣告要对以陈顶新、转圈粮、抬价压价、私设小金库等“四害”行为“零容忍”、“坚决惩处”，并且公布了一系列制度和措施，表示要将“四害”等问题整改作为公司当前及今后一段时期的重大政治任务。
- 除了制度建设和治理以外，从技术升级也可以很大程度上杜绝贪腐隐患。中储粮已在 2014 年完成 114 家直属库的智能化建设，搭建了集粮情远程监测、智能出入库监管、库存数量监测等多功能于一体的全新智能化粮库管理体系，计划今年扩大推广范围，实现系统内 346 家直属库智能化全覆盖。到 2015 年底，国内新增新建仓容 5000 万吨，维修改造“危仓老库”比例达到 60%。2015 年 6 月 15 日，国家发改委、财政部、国家粮食局三部委联合发布《粮食收储供应安全保障工程建设规划（2015-2020 年）》，首次提出了建立国家粮情监测预警系统机制，能比较准确掌握国家粮情和国际粮情。规划要求：整合现有粮食信息资源，建成包括信息采集、警情分析、信息发布的粮情监测预警体系，建立和完善库存粮食识别代码制度，推进“智慧粮食”建设，增强国家调控市场的前瞻性、针对性和有效性
- 按照全国计算，除了中储粮以外，估算各个省需求，按照平均每个粮库改造 1 万多元，一共数万个粮库估算，每个省投入在智慧粮库的规模在 5 个亿左右，全国尚有共 150 亿以上粮库智能化改造规模尚需投入。
- 依靠在工业物联下位检测 RTU 领域的龙头优势，安控切入智能粮库市场顺理成章。安控科技于 2015 年 7 月与河南工业大学签署战略合作框架协议，致力于为我国粮食信息化发展做出新的成绩。河南工业大学（Henan University of Technology）位于河南省省会郑州，是河南省人民政府和国家粮食局共建大学，亚洲唯一的一所培养粮油食品工业科学技术和经济管理专门人才的最高学府。双方依托“粮食信息处理与控制”教育部重点实验室，共同开展粮情检测决策分析云平台联合研究室建设。围绕粮食流通、仓储与加工等产业领域的信息化技术需求，进行产学研合作，共同商定合



作研究方向，设立研究性开放基金，开展云计算、大数据、工业 4.0 等方面的研究与探索。

- 此外公司还在 2015 年 7 月和 9 月分别以 3600 万元和 990 万元收购郑州鑫胜电子科技有限公司 51% 股权和浙江求是嘉禾信息技术有限公司 35% 股权。从而打通行业下游应用需求。
- 其中郑州鑫胜成立于 2002 年，是一家长期专注于为粮食储运行业用户提供智能化技术、产品和应用服务的河南省高新技术企业，主要从事粮库的信息化、智能化建设以及多功能粮情监测系统（测温、测湿、测虫、测气）；粮情测控系统；在线气体采集检测系统；粮仓害虫仓外采集检测系统；储粮害虫智能检测终端产品；智能通风系统；气调储粮智能控制系统；微型谷物冷风机；求是嘉禾成立于 2014 年，是一家以提供粮食行业信息化应用服务为主营业务的公司，其专注于粮食行业信息化应用领域的研发、集成和创新，致力于提供完整的粮食行业智能化信息应用产品和服务，为客户提供按需设计的粮食行业信息化应用解决方案和业务咨询服务。
- 2016 年 2 月，公司收到中国储备粮管理总公司（以下简称“中储粮总公司”）政策性粮食收购一卡通系统项目的中标通知书，公司确定为中储粮总公司政策性粮食收购一卡通系统项目的中标单位，中标金额为人民币 1,035.96 万元。标志着公司在智慧粮库领域迈出了重要的一步。
- 从竞争角度看，传统智慧城市的企业如银江股份，航天信息，同方股份，浙大中控等，其以信息化系统集成为主，对于物联网的下位机即信息采集，自动化领域涉猎较少，相当部分需要外购。从而安控有望复制其 RTU 在油气领域的成功经验，成为这个行业的龙头企业。

## 2) 能源互联网

- 从 2009 年开始，国家电网公司“坚强智能电网”建设工程全面展开，计划在十二年的时间内，分三个阶段打造一个经济高效、环境友好与使用安全的坚强智能电网。“坚强智能电网”以坚强网架为基础，以通信信息平台为支撑，以智能控制为手段，包含电力系统的发电、输电、变电、配电、用电和调度各个环节，覆盖所有电压等级，实现“电力流、信息流、业务流”的高度一体化融合，是坚强可靠、经济高效、清洁环保、透明开放、友好互动的现代电网。与此同时，南方电网、华能集团、大唐集团等国内主要电力集团也加紧制定智能化、信息化发展规划。能源互联网迎合了国家“坚强智能电网”建设工程和电力产业智能化发展需求，为用户提供包括电力规划、设计、安全、数据分析、运维在内的一揽子解决方案。

图表 14：能源互联网云平台



来源：中恒电气 国金证券研究所整理



- 在电网损耗中，变压器损耗占到了 60%以上，其中配电端的变压器损耗占变压器总损耗的 30%左右，配电端变压器能效提升已成为实现国家节能减排的重要着手点。我国当期相关产业政策充分支持变压器的更新、改造。2012 年，国务院发布《节能减排“十二五”规划》，明确要求“十二五”期间降低电力变压器损耗，其中空载损耗降低 10%-13%，负载损耗降低 17%-19%。2014 年，国家工信部、质检总局组织实施“全国配电变压器能效提升计划”，推进配电变压器能效水平的提高。预计到 2016 年底，我国有望实现电网企业配电网损耗在现有基础上下降 0.5%-1.0%，工业企业单位电耗（耗电量/吨成品）在现有基础下降 10%-30%。
- 能源互联网将有效降低配变电变压器能耗指标，因此配变电节能改造进程有望助推能源互联网发展。借助物联网通信、大数据、精确量测等核心技术，能源互联网能够实现用电侧数据的精确采集、计量与分析，为配变电的节能改造以及变压器的总损耗控制作出重要贡献。其中用电测用电信息的采集终端(RTU)是能源互联网得以运行的重要设备。

图表 15：能源互联网结构



来源：中恒电气 国金证券研究所

- 安控科技在 2015 年 12 月 29 日公告，与中恒电器签署合作框架协议，公司作为国内领先的工业控制器研发和生产厂商，为中恒电气定制在电力能源互联网领域应用的数据采集终端设备。中恒电气领先推出的“中恒云能源”平台，在石油天然气领域也有很大的应用潜力，公司利用其行业优势，共同推动云能源平台在石油天然气领域的应用。安控科技相关产品有望在年底研发完成，开始进入小批量产阶段。
- 中恒电气在能源互联网线上运营平台 V1.0 已经成功上线，其在 2015 年收购的苏州中恒普瑞能源互联网科技有限公司交割完成后，一直积极布局线下能源综合服务业务，形成了完整的线下综合电能服务体系。以苏州为试点示范工程的线下运维中心也发展良好。中恒在 2015 年设立全资子公司“杭州中恒云能源互联网技术有限公司”，全面构建能源互联网产业，为客户提供从线上运营+线下服务的全方位智慧用能服务。中恒已经建设起了基于能源网、物联网、互联网融合技术的中恒能源互联网云平台，该平台作为线上业务的载体，通过大数据、云计算构建“互联网+智慧能源”线上数据运营中心，能实现能源精细化管理。目前，运行监控、自动需求响应产品已上线运行并成功实现用户接入。以苏州中恒普瑞为样本模式，中恒面向全国各重点区域城市布局了线下运维合作服务商，能源互联网战略落地

实施工作开展顺利。中恒在能源互联网方面的布局将大大促进安控在智能配电领域的市场开拓。

### 3) 环境(烟气, 水务等)在线监测

- 根据来源于中国环保在线的数据, 2012 年我国环境监测专用仪器仪表制造行业规模以上企业有 119 家, 较 2000 年的 27 家增长 4 倍; 2012 年行业实现产值 99.78 亿元, 较 2000 年增长近 3 倍; 2012 年行业收入规模为 92.43 亿元, 较 2000 年增长 2.2 倍。未来 2-3 年随着国家不断加大对环境监测的投入, 环境监测仪器仪表市场将维持 20% 以上的增长速度。中国环境监测仪器行业的销售收入逐年增加, 由 2005 年的 15.84 亿元上升为 2014 年的 196.44 亿元。预计到 2016 年, 整个环境监测仪器仪表市场规模将超过 250 亿。

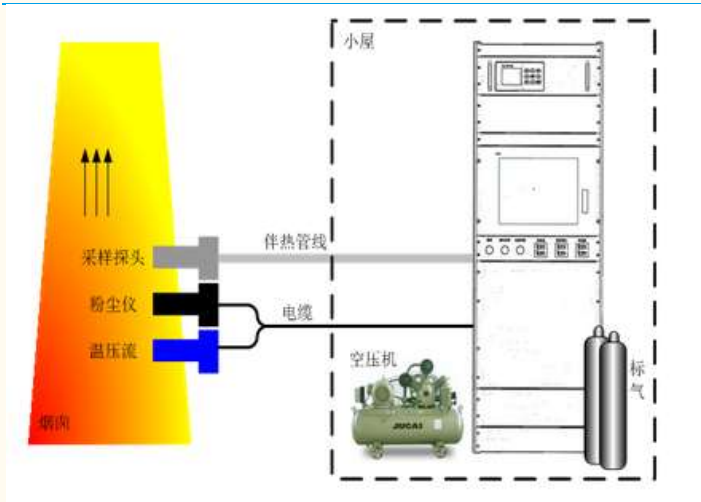
图表 16: 2005-2014 年中国环境监测仪器行业的销售收入情况



来源: 国家统计局, 国金证券研究所整理

- 安控科技是专业的环境在线监测产品供应商和服务提供商, 拥有完善的水质和烟气在线监测产品线, 承接水质、烟气在线监测站点的建设和运营业务。

图表 17: 烟雾在线监测系统



来源: 公司网站, 国金证券研究所

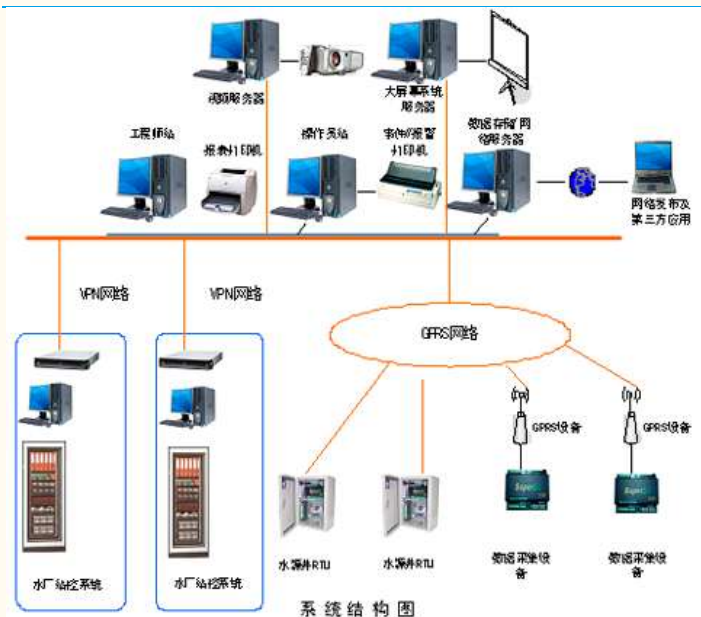
图表 18: 环保在线监测系统平台页面



来源: 公司网站, 国金证券研究所

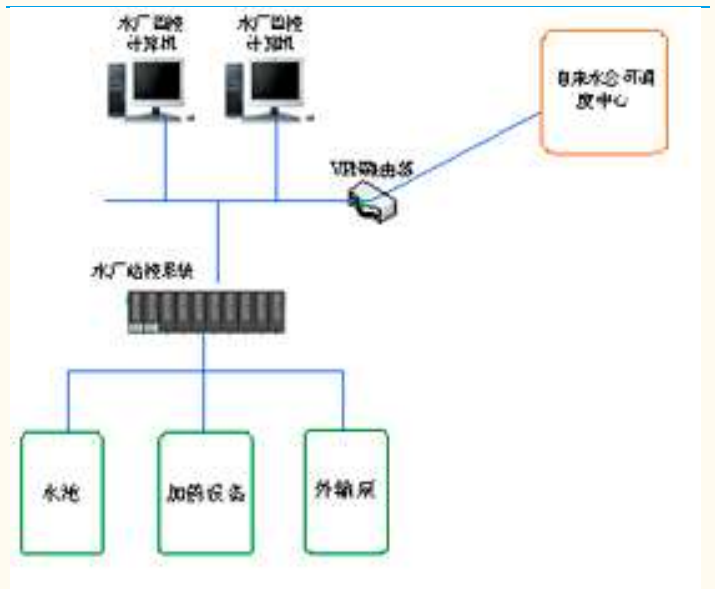
- 公司的环保业务起步于 2008 年, 目前实现了从提供环境在线监测设备 (大气、水) 和运维服务向提供环境在线监测整体解决方案的跨越, 以及对工业粉尘污染的在线监测业务。公司利用在数据采集、传输、监控等技术优势, 开发了数据采集传输仪和水质烟气监测设备, 产品能够对 COD、TOD、氨氮等多个指标做出监测和分析。2013 年杭州地区开始试点刷卡排污的新模式, 即建设第三方工业污水处理中心, 统一对区域内的工业企业所产生的污水进行处理, 并通过预存排污费用的方式进行支付。公司主要为污水处理中心提供污水在线监测、控制系统。从 2014 年开始全国包括天津、河北、安徽、福建、广东等地区先后推出了刷卡排污的试点地区和项目, 刷卡排污示范项目在未来将带动公司环保业务增长。

图表 19: 城市供水 SCADA 系统整体方案



来源: 公司网站, 国金证券研究所

图表 20: 水厂子系统



来源: 公司网站, 国金证券研究所



### 三、从油气信息化到高端油服

- 目前全球 90%的陆上油田为成熟油田，单口油井总体面临着产量下降风险。以我国大庆、胜利两大主力油田为例，其投产时间均已超过 50 年，采出程度达到 75%以上，总体已进入产量递减阶段。为维持油气产量的稳定，老油田的稳产增产已成为世界各大石油公司的重要发展战略。在这一过程中，斜直井改定向井和水平井作为有效的增产手段，将会持续为钻井设备及服务市场提供持续的市场需求。长庆油田水平井累计完钻 2,499 口，水平井单井原油产量是直井的 3 倍以上，气产量是直井的 4 倍以上。

图表 21：定向井与传统直井的比较



来源：安控科技 国金证券研究所整理

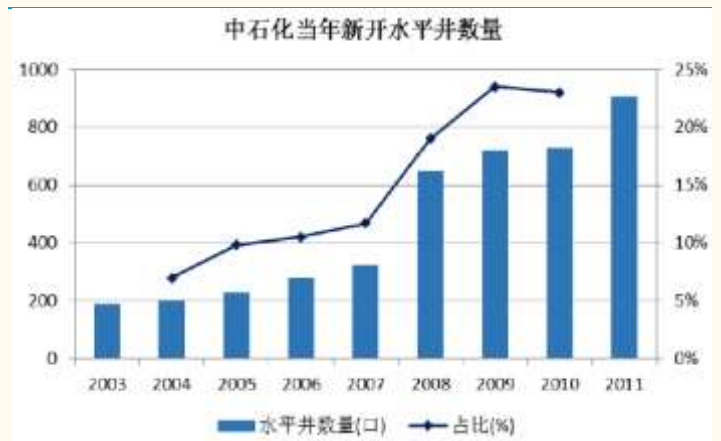
- 中石油当年新开水平井数量从 2009 年的 575 口增长到 2011 年的 1,200 口，年均复合增长率 28%；中石化的水平井数量从 2006 年的 270 口增加到 2011 年的约 900 口，年均复合增长率 22%。2012 年，中石油新增国内水平井 1,351 口，再创历史新高。2014 年，中石油全年共完钻水平井 1,610 口，取得良好增产效果。

图表 22：中石油当年新开水平井数量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：中石化当年新开水平井数量



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从目前全球油服市场格局来看基本被几大巨头占据，服务包括钻井，勘探，生产服务等，其年营收规模与市值都在数百亿美金级别。



图表 24：国际油服行业前三营收与市值

	2015 年营收(亿美元)	市值(亿美元)
斯伦贝谢	355	995
哈里伯顿	236	395
贝克休斯	157	202

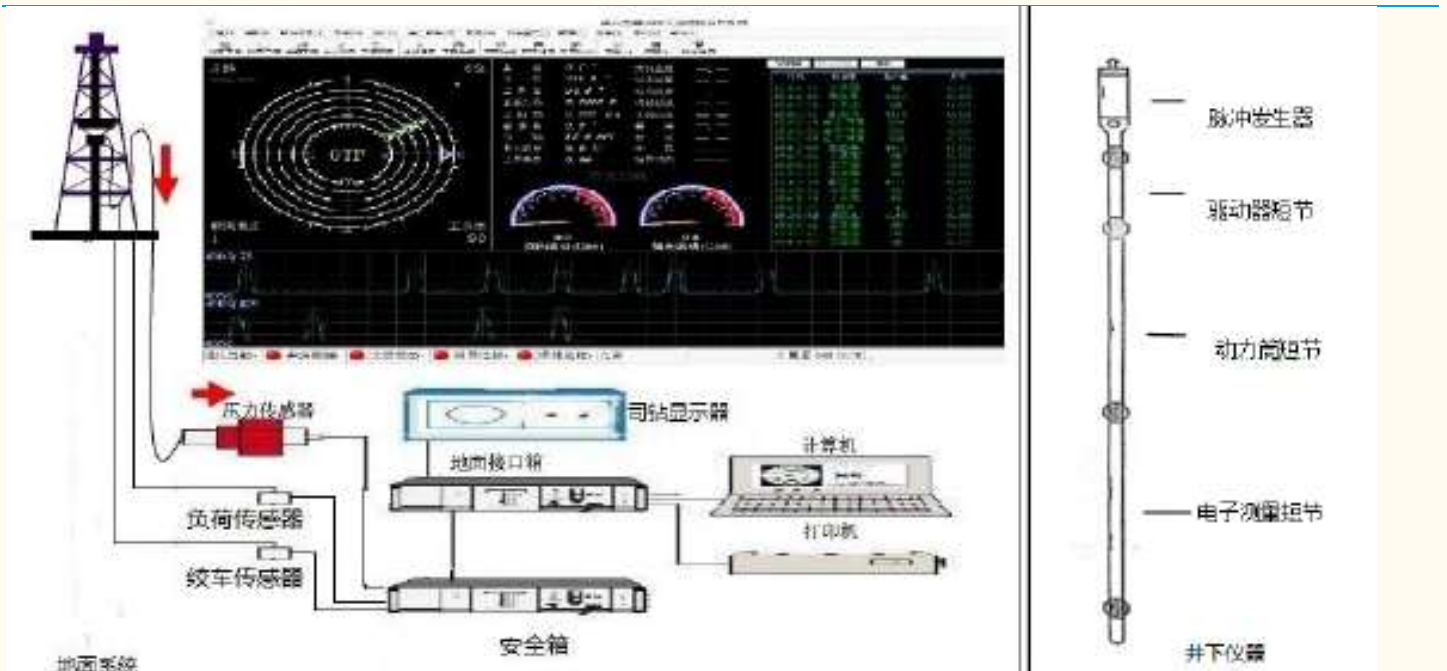
来源：国金证券研究所

- 我国国内油服市场每年 2000 亿元左右，其中中国有中石油，中石化，中海油各自下属公司占比一半左右，如中海油服年营收 236 亿。其他的被三大国际油服公司以及国内中小型油服类企业占据。以往国际油服公司由于其技术实力强大，在高端油服领域占据绝对主导地位，近年来有一些民营油服类企业依靠自身技术升级以及与国际油服公司的“合纵连横”，进入到高端油服市场。

#### 1) 收购泽天盛海：业绩超预期，高端油服信息化突破口

- 公司于 2015 年 11 月完成对北京泽天盛海油田技术服务有限公司 100% 股权的收购，交易总额为人民币 31,000 万。
- 泽天盛海是专业从事油田定向井、水平井随钻测量工程技术服务的高新技术企业，其产品主要应用于定向钻井和水平钻井随钻测量工程，包括：MWD 无线随钻测斜仪、LWD 无线随钻测井仪及相应的随钻测量服务。泽天盛海成立以来已为包括西部钻探吐哈钻井公司、川庆钻探工程公司、长城钻探工程公司、大庆钻探工程公司、中原塔里木钻井公司等众多公司提供了钻井定向、直井跟踪纠斜、薄差层水平井钻井等多元化技术服务。同时，泽天盛海参与了走出国门、跨国开采的进程，成功取委内瑞拉项目订单。
- 随钻测量 MWD (Measurement While Drilling) 是指钻机在钻进的同时通过跟踪与导向仪实现连续不断地检测有关钻孔或钻头的信息。随钻测井 LWD (Logging While Drilling) 是在 MWD 的基础上，增加若干用于地层评价的参数传感器，如补偿双侧向电阻率、自然伽马、方位中子密度、声波、补偿中子密度等发展起来的。随钻测量、随钻测井仪器均分为地面系统和井下设备，井下设备连接发射器，将测量的信息转化为信号送到地面系统。信息的种类主要包括定向数据（井斜角、方位角、工具面角）、地层特性（伽马射线、电阻率测井记录）和钻井参数（井底钻压、扭矩、每分钟转数）等。信号在地面上被检测到后，经译码和处理，按方便可用的方式提供所需的信息。随钻测量的最大优点是不需中断钻进操作即将信息实时的传送到地面上来，可实时地“看”到井下正在发生的情况，从井底测量参数到地面接收到数据只延误很短的时间，所以可以改善决策过程。

图表 25：泽天盛海系列产品的地面系统和井下仪器的工作原理图



来源：国金证券研究所

- 近几年，泽天盛海盈利能力快速增长，2013 年、2014 年、2015 年第一季度的营业收入分别为 6,544.62 万元、18,502.48 万元、914.44 万元，净利润分别为 1,337.19 万元、2,261.28 万元、174.20 万元。
- 泽天盛海不仅在硬件技术上突破了高精度井眼控制技术、无线传输技术和涡轮自发电供电技术，还通过研发和国际合作开发的方位伽马系统、近钻头系统，针对薄油层的钻遇率提升进行了针对性优化，运用了方位技术，很好地实现了井眼轨迹控制，优化井眼，大幅度提高了薄储集层的钻遇率，降低钻井作业时间，提高油井产量。新的技术和新的产品在一定程度上填补了国产市场的空白，在行业内具有领先优势。泽天盛海依托技术优势、产品优势、客户优势，具有良好的发展前景。
- 公司与泽天盛海整合顺利，首年业绩承诺即超额兑现，成功通过本次交易进入油服领域，延伸公司产业链、拓展客户范围。根据安控科技与泽天盛海全体股东签订的《发行股份及支付现金购买资产协议》以及《盈利补偿协议》，本次交易利润补偿的承诺期间为 2015 年、2016 年和 2017 年。泽天盛海全体股东承诺泽天盛海 2015 年度、2016 年度和 2017 年度净利润分别不低于 2,800 万元、3,300 万元、3,700 万元。2015 年度，泽天盛海扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润实际金额为 3,144.87 万元，超过其承诺的 2800 万净利润，超额完成 2015 年度承诺业绩。我们认为虽然今年的油价大幅波动影响到了国内石油行业的资本开支的增长，但由于国内民营高端油服在技术服务的性价比上具有巨大优势，其完成相关业绩承诺的概率较大。

## 2) 收购三达新技术：污水处理技术，油气环保治理市场空间巨大

- 公司于 2015 年 11 月公告非公开发行股票预案，拟非公开发行不超过 5018 万股，募集资金总额不超过 40,000 万。其中，12,860 万用于收购三达新技术 52.4% 股权，27,140 万用于杭州智慧产业园项目。
- 三达新技术是一家主要从事油田化学品、撬装设备的研发、生产及销售，并提供油田工程技术服务的专业化油田技术服务企业。三达新技术是克拉玛依该地区较早涉足新疆油田公司污水处理市场的公司之一，在技术水平和市场份额上都处于市场领先地位该公司还获新疆维吾尔自治区科技厅批

准组建了自治区唯一的“新疆油田含油污水处理工程技术研究中心”，拥有十多项相关专利，占据该区域油田污水处理市场较大的市场份额。

- 三达新技术系克拉玛依地区较早涉足新疆油田公司污水处理市场的公司之一，能够供应品类丰富、质量可靠、具备较高性价比的油田化学品。该公司还获新疆维吾尔自治区科技厅批准组建了自治区唯一的“新疆油田含油污水处理工程技术研究中心”在从事污水处理过程中积攒了大量的污水处理技术，培养了一大批专业从事含油污水处理的技术团队和运营团队，拥有管理和运营污水处理系统和站点的宝贵经验。根据油田环境保护治理的需求，该公司长期与多所从事含油污水处理和污染物治理研究的高校、科研院所进行合作，不断攻克污染物治理中的难题，不断引进新工艺，不断优化和改良药剂品种和配方，降低成本。
- 三达新技术提供的压裂助排剂等是未来石油开采新的需求，随着国家对油气企业节能环保监管的逐渐完善，油气企业在工业污水处理、污染场地安全修复上的投入将逐步加大。国家发改委在申报环境保护领域创新能力建设专项的通知里也明确针对石油、化工、冶炼、矿山等污染场地对人居环境和生态安全影响日益突出的问题，将建设污染场地修复技术创新平台，提升我国污染场地修复技术装备水平，预示着油气领域环保治理市场需求空间巨大。
- 公司股东承诺 2016 年和 2017 年扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 2,530 万和 2,800 万。

#### 四、盈利假设与投资建议

分项业务		2014	2015	2016E	2017E	2018E
油气自动化	收入	31,678.07	36,429.36	36,429.36	40,072.29	46,083.13
	毛利率	<b>55.05%</b>	<b>49.58%</b>	<b>49.50%</b>	<b>49.00%</b>	<b>49.00%</b>
母公司油气服务	收入	7,265.89	13,406.82	13,406.82	15,417.84	17,730.51
	毛利率	<b>36.18%</b>	<b>28.05%</b>	<b>28.00%</b>	<b>28.00%</b>	<b>28.00%</b>
智慧产业 (粮库, 水务, 环境, 城市, 能源互联)	收入	3,672.55	4,573.42	20,634.93	36,440.34	61,440.34
	毛利率	<b>36.15%</b>	<b>26.83%</b>	<b>28%</b>	<b>34%</b>	<b>34%</b>
泽天盛海(高端油服)	收入	0.00	5,000.00	15,000.00	17,250.00	20,700.00
	毛利率	<b>0.00%</b>	<b>40.00%</b>	<b>40.00%</b>	<b>40.00%</b>	<b>40.00%</b>
三达新技术 (石油生产化学品生产 与服务)	收入	0.00	0.00	13,000.00	16,900.00	20,280.00
	毛利率	<b>40.00%</b>	<b>40.00%</b>	<b>40.00%</b>	<b>40.00%</b>	<b>40.00%</b>
总计	收入合计	42,616.51	59,409.59	98,471.11	126,080.47	166,233.99
	综合毛利润	21,395.20	25,049.33	39,484.22	50,722.13	65,907.00

#### 结论:

- 看好公司在工业物联网自动化信息采集控制的行业拓展以及在高端油服领域打通产业链。不考虑后续外延式并购，预期公司 2016-2018 年利润 1.23 亿，1.82 亿，2.28 亿元，对应增发摊薄后 EPS 0.21，0.31，0.39 元，对应 50，34，27 倍 PE，给予“买入”评级，目标价 15 元。

## 五、风险提示

- 1) 非油气物联网自动化领域增长不达预期的风险
- 2) 国内销售客户的实际控制人相对集中的风险。2013-2015 年公司来自于中石油的销售额占销售总额的比例分别为 77.04%、83.35%、41.24%。公司最终客户主要是中石油下属的各油田分公司和石油管理局，其生产计划、采购计划均由中石油实施宏观指导。虽然公司与中石油下属的各油田通过招投标方式展开业务合作，市场营销工作围绕各油田进行，相关采购款亦由各油田支付，但中石油作为各油田分公司和石油管理局的实际控制人，其发展战略、投资规模、经营决策都将对公司的业务发展速度和规模等经营状况产生影响。
- 3) 应收账款占比偏高，占用公司流动资金的风险。2014 年、2015 年两年公司应收账款占当年末总资产的比重分别为 34.92%和 30.57%。公司重要客户均为中石油下属资信良好的各油田分公司和石油管理局，且公司报告期内已充分计提了坏账准备，发生坏账风险较小。但由于应收账款占用公司流动资金，若增发资金无法及时到位，有影响公司发展的风险。



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>338</b>	<b>428</b>	<b>548</b>	<b>985</b>	<b>1,261</b>	<b>1,662</b>	货币资金	83	142	121	108	50	50
增长率		26.8%	27.8%	79.8%	28.0%	31.8%	应收款项	229	337	526	631	808	1,066
主营业务成本	-180	-240	-323	-590	-754	-1,003	存货	123	178	212	323	413	550
%销售收入	53.3%	56.1%	59.0%	59.9%	59.8%	60.4%	其他流动资产	123	42	51	61	78	103
毛利	158	188	224	395	507	659	流动资产	558	699	909	1,124	1,349	1,768
%销售收入	46.7%	43.9%	41.0%	40.1%	40.2%	39.6%	%总资产	95.3%	77.9%	58.9%	62.1%	64.2%	68.5%
营业税金及附加	-5	-6	-6	-12	-15	-20	长期投资	0	13	80	81	80	80
%销售收入	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	20	163	222	273	323	374
营业费用	-24	-29	-34	-61	-78	-103	%总资产	3.3%	18.2%	14.4%	15.1%	15.4%	14.5%
%销售收入	7.3%	6.7%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%	无形资产	3	13	318	332	347	357
管理费用	-50	-61	-73	-148	-189	-249	非流动资产	28	198	633	687	752	813
%销售收入	14.9%	14.1%	13.3%	15.0%	15.0%	15.0%	%总资产	4.7%	22.1%	41.1%	37.9%	35.8%	31.5%
息税前利润 (EBIT)	78	93	112	174	225	287	<b>资产总计</b>	<b>585</b>	<b>898</b>	<b>1,542</b>	<b>1,811</b>	<b>2,101</b>	<b>2,581</b>
%销售收入	23.1%	21.7%	20.4%	17.7%	17.8%	17.2%	短期借款	203	247	406	0	4	87
财务费用	-12	-15	-18	-13	0	-4	应付款项	110	173	228	363	463	616
%销售收入	3.6%	3.5%	3.3%	1.3%	0.0%	0.2%	其他流动负债	25	35	48	95	113	139
资产减值损失	-7	-14	-11	-11	-3	-5	流动负债	338	455	682	457	580	843
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	28	28	28	29
投资收益	0	0	5	2	2	2	其他长期负债	0	1	4	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	5.5%	1.3%	0.9%	0.7%	<b>负债</b>	<b>338</b>	<b>456</b>	<b>714</b>	<b>485</b>	<b>608</b>	<b>871</b>
营业利润	59	64	88	152	223	280	<b>普通股股东权益</b>	<b>244</b>	<b>437</b>	<b>815</b>	<b>1,300</b>	<b>1,452</b>	<b>1,649</b>
营业利润率	17.3%	14.9%	16.0%	15.5%	17.7%	16.9%	少数股东权益	4	5	13	26	42	61
营业外收支	2	2	6	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>585</b>	<b>898</b>	<b>1,542</b>	<b>1,811</b>	<b>2,101</b>	<b>2,581</b>
税前利润	61	66	94	157	228	285							
利润率	18.0%	15.4%	17.1%	16.0%	18.1%	17.2%	<b>比率分析</b>						
所得税	-8	-9	-12	-21	-30	-38		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	13.8%	14.0%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	<b>每股指标</b>						
净利润	52	57	81	136	198	247	每股收益	1.169	0.573	0.299	0.210	0.310	0.389
少数股东损益	1	1	1	13	16	19	每股净资产	5.585	4.489	3.044	4.224	4.715	5.356
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>51</b>	<b>56</b>	<b>80</b>	<b>123</b>	<b>182</b>	<b>228</b>	每股经营现金净流	-0.475	-0.355	-0.006	0.303	0.148	0.076
净利率	15.1%	13.0%	14.6%	12.5%	14.4%	13.7%	每股股利	0.250	0.150	0.060	0.100	0.100	0.100
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	20.93%	12.77%	9.83%	9.48%	12.53%	13.84%
净利润	52	57	81	136	198	247	总资产收益率	8.72%	6.21%	5.20%	6.81%	8.66%	8.84%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	14.94%	11.59%	7.67%	11.16%	12.78%	13.61%
非现金支出	10	20	25	28	20	23	<b>增长率</b>						
非经营收益	13	12	12	18	-5	-2	主营业务收入增长率	30.02%	26.82%	27.84%	79.81%	28.04%	31.85%
营运资金变动	-96	-123	-120	-88	-168	-245	EBIT增长率	23.12%	18.89%	20.40%	55.88%	29.00%	27.54%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-21</b>	<b>-35</b>	<b>-2</b>	<b>93</b>	<b>46</b>	<b>23</b>	净利润增长率	12.82%	9.23%	43.79%	53.78%	47.51%	25.50%
资本开支	-52	-67	-88	-78	-77	-74	总资产增长率	30.00%	53.33%	71.79%	17.45%	15.99%	22.86%
投资	0	-11	-152	-1	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	-3	0	-11	2	2	2	应收账款周转天数	213.9	225.0	261.6	211.0	211.0	211.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-55</b>	<b>-77</b>	<b>-250</b>	<b>-77</b>	<b>-75</b>	<b>-72</b>	存货周转天数	195.1	228.7	220.1	200.0	200.0	200.0
股权募资	0	158	69	393	0	0	应付账款周转天数	148.7	185.8	193.8	190.0	190.0	190.0
债权募资	51	43	185	-406	4	84	固定资产周转天数	21.1	138.8	115.8	60.7	44.7	31.9
其他	-16	-29	-32	-15	-33	-36	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>35</b>	<b>172</b>	<b>221</b>	<b>-29</b>	<b>-29</b>	<b>49</b>	净负债/股东权益	48.29%	23.74%	37.72%	-6.08%	-1.24%	3.86%
<b>现金净流量</b>	<b>-40</b>	<b>60</b>	<b>-31</b>	<b>-13</b>	<b>-58</b>	<b>0</b>	EBIT利息保障倍数	6.4	6.1	6.3	13.7	539.6	73.1
							资产负债率	57.66%	50.80%	46.31%	26.78%	28.92%	33.76%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD