



三川智慧(300066.SZ)

【联讯通信公司深度】物联网水表龙头企业、业绩稳健增长

2017年02月09日

投资要点

增持(首次评级)

当前价: 6.36 元
目标价: 8.00 元

通信行业研究组

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
电话: 010-84903252
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

分析师助理: 李才锦

电话: 021-51782231
邮箱: licaijin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 联讯证券研究院

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	647.05	694.89	776.15	881.80
(+/-)	-7.29%	7.39%	11.69%	13.61%
净利润	139.21	163.77	181.44	207.18
(+/-)	10.99%	17.64%	10.79%	14.19%
EPS(元)	0.34	0.16	0.17	0.20
P/E	65.8	39.2	35.4	31.0

资料来源: 联讯证券研究院

智能水表龙头企业, 竞争优势明显

三川智慧是国内物联网水表龙头企业, 具备多年的机械水表、智能水表和物联网水表生产经验, 销量行业领先。年产能达到 1500 万台, 远超竞争对手。新建的水工新城占地 420 亩, 设计产能达 1000 万台, 是目前全球最大的水表单体生产基地, 也是国内单体产能最大的水表制造基地。

行业规模超 50 亿元, 下游需求保持较高速增长

我国水表行业总产值 52-55 亿元, 出口产值约 13-14 亿元。近五年来水表产量年平均增长速度保持在 11%-12%, 年销售额平均增幅在 12%-13%。

受城镇化提升总体需求、智能水表渗透率提高、智慧城市和阶梯水价加速智能水表替换机械水表三项政策推动, 智能水表行业开始进入加速上升期。预计 2016 年智能水表全国产量超过 1000 万台, 行业有望保持 30% 以上增速, 2014—2020 年国内智能水表复合增长率将高达 25%。

智能水表行业集中度持续提升, 物联网风起, 三川智慧将最为受益

售后服务壁垒、技术壁垒和自来水公司采购倾向使智能水表行业呈现高集中度的竞争格局, 且集中度仍持续提升。三川智慧作为龙头企业, 能够提供多样化的产品选择、强大的售后保障能力, 结合三川智慧自身强大的销售渠道, 将最大享受智能水表行业发展和集中度提升带来的红利。

此外物联网应用逐渐兴起, 物联网水表有望成最先应用领域, 三川智慧积极研发物联网水表, 2016 年有望交出 30 万台物联网水表销售量的漂亮业绩。同时公司还积极与产业链上公司展开合作, 如与华为公司就低功耗的双向物联网水表数据采集场景等领域进行合作, 有望打开公司新的业绩增长点。

投资建议

我们预计三川智慧 2016-18 年营业收入分别为 6.95 亿元、7.76 亿元和 8.82 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 1.64 亿元、1.81 亿元和 2.07 亿元。对应 2016-18 年 PE 分别为 39.2、35.4、31.0 倍。我们采用 DCF 法估值, 得出公司合理估值在 7.16 元/股。首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示

1) 智能水表销售不及预期。



目 录

一、三川智慧：国内智能水表龙头、世界级水表厂商.....	3
二、行业规模超 50 亿元，下游需求保持较高速增长.....	5
（一）水表市场规模超 50 亿元，增速保持在 11-12%.....	5
（二）下游需求保持较高速增长	5
1、城市化率持续提高，新增住宅增速较快带来增量需求.....	6
2、存量水表智能替换率处于低位，存在千亿替代空间.....	7
3、水表出口保持超 20%高速增长.....	8
三、智能水表行业集中度提升，三川智慧具备强大竞争力.....	8
（一）售后服务壁垒、技术壁垒促行业集中持续提升	8
（二）行业竞争态势：三川智慧 2015 年销量及销售增速业内最高、16 年仍将高增长.....	8
（三）三川智慧具备强大销售渠道、盈利能力出众	9
（四）设立并购基金、积极布局物联网.....	10
四、投资建议	11
五、风险提示	11

图表目录

图表 1： 三川智慧主要产品	3
图表 2： 三川智慧股权结构	3
图表 3： 三川智慧营业收入及毛利率	4
图表 4： 三川智慧净利润及净利润率	4
图表 5： 三川智慧 2016H1 收入构成	4
图表 6： 三川智慧 2016H1 毛利构成	4
图表 7： 三川智慧收入构成	5
图表 8： 三川智慧毛利构成	5
图表 9： 我国水表年产量.....	5
图表 10： 我国历年城镇化率	6
图表 11： 全国住宅竣工套数.....	7
图表 12： 全国住宅销售套数	7
图表 13： 2015 年主要公司智能水表销售数量测算（万台）	9
图表 14： 2015 年主要公司智能水表销售额及增速.....	9
图表 15： 三川智慧毛利率.....	10
图表 16： 三川智慧净利润率	10
图表 17： 三川智慧 PE/PB-Band.....	11
附录： 公司财务预测表（百万元）	12



一、三川智慧：国内智能水表龙头、世界级水表厂商

三川智慧是国内水表龙头企业之一，智能水表业内领先。建有江西鹰潭、山东临沂、浙江温岭三大生产基地，面向国内、国际两大市场，年产能达到 1500 万台。

新建的水工新城占地 420 亩，设计产能达 1000 万台，是目前全球最大的水表单体生产基地，也是国内单体产能最大的水表制造基地。

公司目前所从事的主要业务包括以智能水表特别是物联网水表、超声波全电子水表、环保不锈钢水表为核心产品的各类水表、水务管理应用软件、水务投资运营、供水企业产销差与 DMA 分区管理、合同节水管理等。

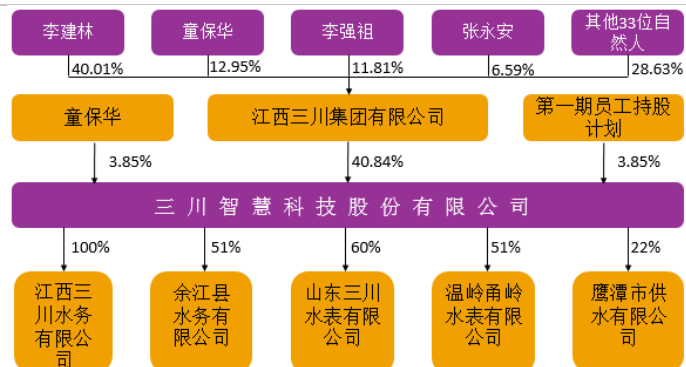
图表1： 三川智慧主要产品



资料来源：公司官网，联讯证券

三川智慧具有多年的水表生产经验，是中国计量协会水表工作委员会副主任委员单位、中国城镇供水排水协会常务理事单位、中国仪器仪表行业协会理事单位。2010年3月在深圳证券交易所创业板上市，是国内首家以水表为主业的上市公司。

图表2： 三川智慧股权结构



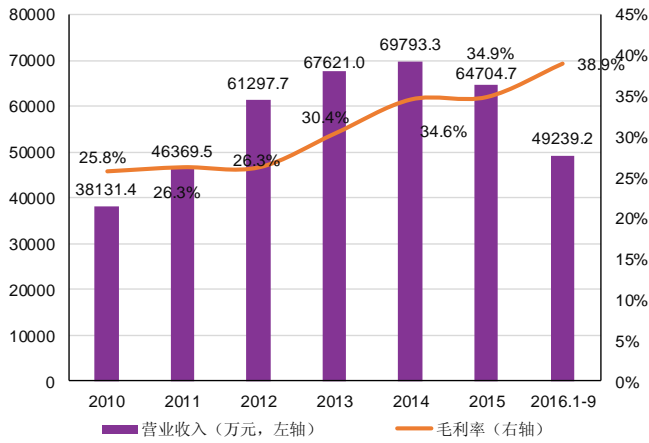
资料来源：招股说明书，2015 年报，联讯证券



2015年，公司营业收入6.47亿元，净利润1.39亿元。2010到2016年公司营业收入复合增长率为11.16%，归属上市公司股东的净利润复合增速为16.09%。

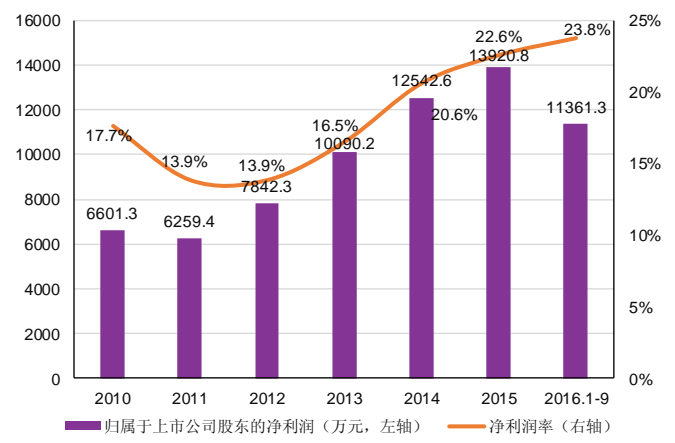
盈利能力方面，近年来公司毛利率逐年提升，一方面智能水表占比提升，此外机械水表毛利率从2012年的25%提升至2016年上半年的34.42%。

图表3：三川智慧营业收入及毛利率



资料来源：公司公告，联讯证券

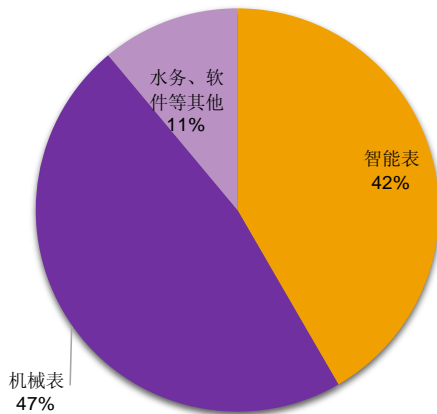
图表4：三川智慧净利润及净利润率



资料来源：公司公告，联讯证券

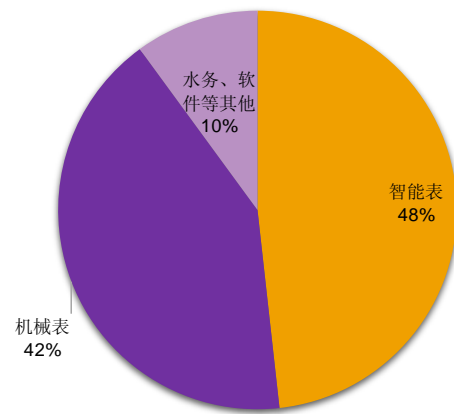
2016年上半年公司机械表和智能表销售收入分别为1.33亿、1.51亿元，占比分别为42%、47%。毛利分别为6022万元、5207万元，占比分别为48%、42%。

图表5：三川智慧2016H1收入构成



资料来源：公司公告，联讯证券

图表6：三川智慧2016H1毛利构成



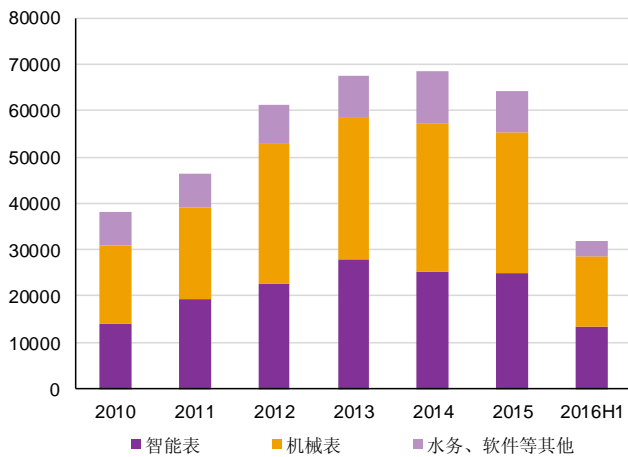
资料来源：公司公告，联讯证券

收入构成变化方面，公司智能水表销售额保持稳定，机械表最近三年销售额略有下降。

毛利构成变化方面，最近三年智能水表毛利保持增加，说明公司智能表成本逐渐下降。此外公司税务、软件等业务因处于拓展期，业绩有一定波动。

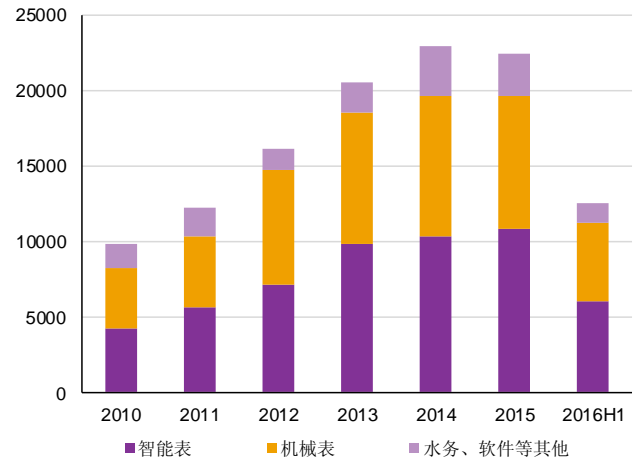


图表7：三川智慧收入构成



资料来源：公司公告，联讯证券

图表8：三川智慧毛利构成



资料来源：公司公告，联讯证券

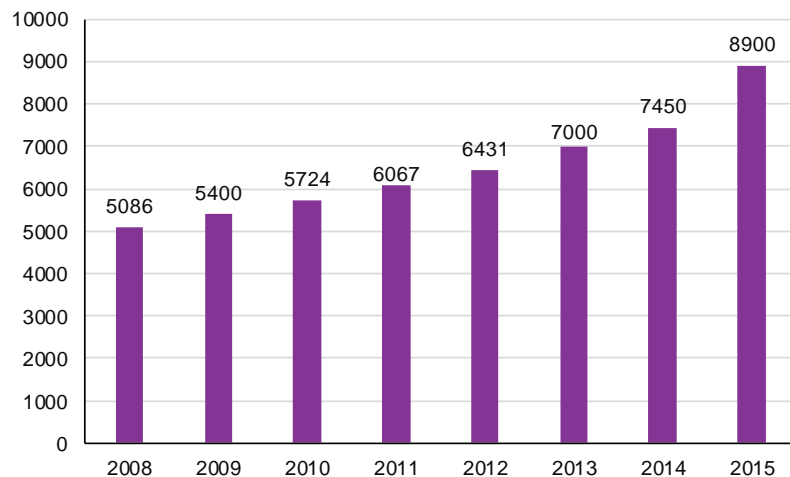
二、行业规模超 50 亿元，下游需求保持较高速增长

（一）水表市场规模超 50 亿元，增速保持在 11-12%

根据中国计量协会水表工作委员会 2012 年度统计数据，我国水表总产量约占全球 45%-47%，全国水表产业从业人员总人数超过 4 万余人，实现工业总产值 52-55 亿元，完成出口交货值 13-14 亿元，年出口量超过 1000 万台。近五年来水表产量年平均增长速度保持在 11%-12%，年销售额平均增幅在 12%-13%。

据中国计量协会水表工作委员会预计，2015 年水表工业总产值目标 60 亿元，产量 7000 万只，整个水表行业还将继续保持稳定的增长。

图表9：我国水表年产量



资料来源：智研咨询，联讯证券

（二）下游需求保持较高速增长

智能水表的下游需求主要来自三个方面：1、新增住宅对智能水表的需求，目前国内的新增住宅增速保持在 10%左右。2、智能水表对存量水表的替换，预计年化需求增速



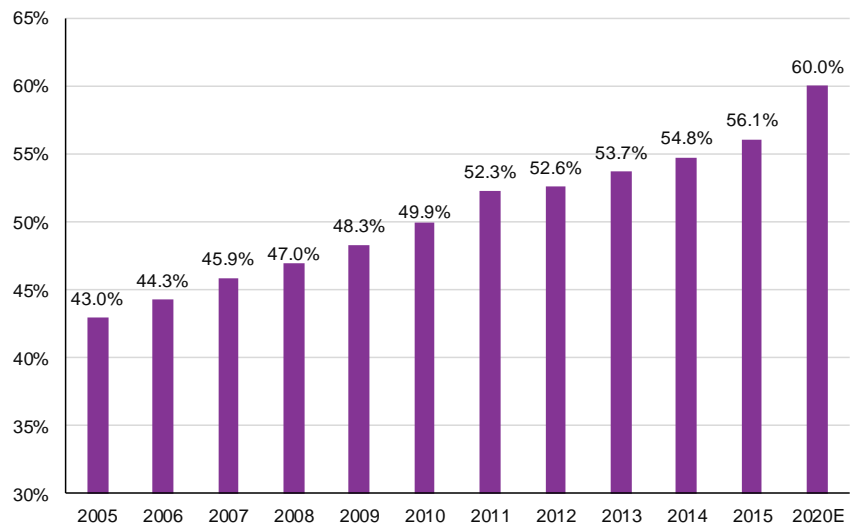
高达 25%。3、出口需求。

1、城市化率持续提高，新增住宅增速较快带来增量需求

1) 城市化率持续提高。国家统计局统计数据显示，我国的城市化水平已由 20 世纪 70 年代末 80 年代初的 18% 增长到了 2015 年的 56.1%，2011 年我国历史上第一次城市人口超过乡村人口，城市化水平超过 50%，2015 年城镇化率达到 56.1%，且保持增长趋势。

《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》发展目标指出：城镇化水平和质量要稳步提升，城镇化健康有序发展，常住人口城镇化率达到 60% 左右，户籍人口城镇化率达到 45% 左右，户籍人口城镇化率与常住人口城镇化率差距缩小 2 个百分点左右，努力实现 1 亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。相较于发达国家 80% 以上的城镇化水平，我国城市化进程还有相当大的推进空间。

图表10： 我国历年城镇化率



资料来源：工信部，联讯证券

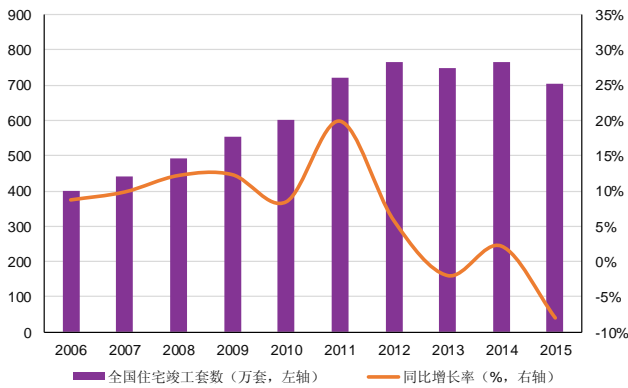
城市化进程的加快，将会加大基础设施建设，包括公共交通、房地产、水利水务等相关领域都会面临前所未有的发展机遇。据预测，城镇化率每提高 1 个百分点，意味着至少有 1300 余万人将从农民变为市民。水表行业与新型城镇化紧密相关，城镇化建设带来新增住房将给带来巨大的发展机遇。

2) 新增住房方面，智能水表增速预计为 8-10%。持续的城镇化有力保障了新增住宅的开发，新增住宅是智能水表增量需求的主要来源之一。新增住宅竣工套数方面，2012 年全国住宅竣工套数达到峰值后保持稳定，2015 年稍有下降。住宅销售套数方面，2013 年住宅销售套数达到峰值，后保持增长趋势，2006 至 2015 年复合增速为 8.57%。

我们判断新增住宅对水表的需求增速保持在 5% 左右，由于智能水表的种种优点，预计新增住宅领域智能水表需求增速略高于整体增速，将保持在 8-10%。

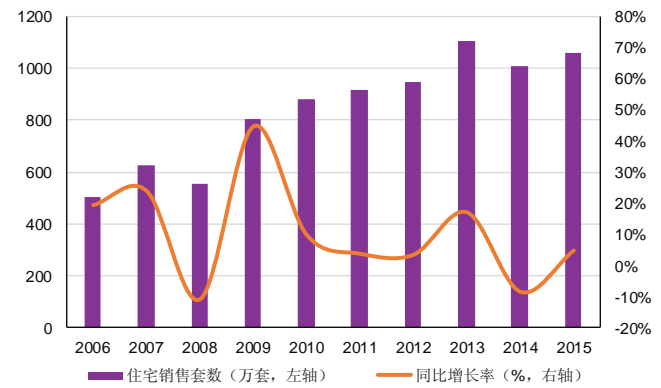


图表11: 全国住宅竣工套数



资料来源: 中房网, 联讯证券

图表12: 全国住宅销售套数



资料来源: 中房网, 联讯证券

2、存量水表智能替换率处于低位, 存在千亿替代空间

根据统计局数据, 2014年我国城市常住家庭户数 2.6 亿, 农村家庭户数 1.7 亿, 以及卫生部发布的《中国医疗卫生事业发展状况》(2012) 统计农村自来水普及率 72.1%, 并且假设城镇家庭自来水普及率 100%, 按照自来水供应实行“一户一表”制度, 估算国内家庭水表保有量不低于 3.45 亿只, 若全部替换成智能水表, 按照目前销售均价 250 元/只替换空间达 862.5 亿元, 此外还有数量巨大已完成水电安装的空置房和商业住宅, 总体替换空间预计将达到千亿规模。而根据不完全统计数据估算, 在 2015 年全国智能水表总产量在 1300-1600 万台之间, 总保有量不超过 4000 万台, 存量替换率 11.6% 左右。

国家法定水表更换周期是 6 年, 但实际上超期服役现象非常严重, 一般按照 10 年实际更换期估算实际每年存量更新总量约 3450 万只; 增量水表来自房地产竣工后的水电安装需求。2014 年全国住宅房地产竣工 765 万套, 由此带来增量需求 765 万只; 此外根据仪表协会统计每年出口水表目前已超过 2200 万只。

综合以上估算水表年产量达到 6415 万只, 扣除出口后的国内需求总量 4215 万只, 其中存量更新占比 (含农改水) 75%, 房地产新增需求占比 25%。目前智能水表最主要应用于新建楼盘, 三线城市采购比例高于二线城市, 二线城市又高于一线城市, 主要是一次性采购量较小, 由此产生社会影响带来的阻力较小。

据中国计量协会水表工作委员会预计, 2015 年水表工业总产值目标 60 亿元, 产量 7000 万只。智能水表行业虽然发展多年, 但一直受技术稳定性困扰, 直到近 3 年才稳定下来, 进入快速健康的发展阶段。

并且受到城镇化提升总体需求和智能水表比例、智慧城市和阶梯水价加速智能水表替换机械水表三项政策推动, 智能水表行业开始进入加速上升期。行业有望保持 30% 以上增速, 也就是到 2015 年全国智能水表产量达到 1000 万台以上, 占水表总量比例 15%-20% 之间。目前我国水表市场年产值只有 50 多亿元左右。预计, 假设未来我国水表产量年均增速 6%, 到 2020 年智能水表渗透率如果要达到 50%, 则 2014—2020 年国内智能水表复合增长率高达 25%。



3、水表出口保持超 20%高速增长

在智能水表的出口方面，全世界除经济发达国家处于水表安装的平稳适量增加状态，大批发展中国家，水表需求量明显增加，如南美、南非、亚洲部分国家、俄罗斯及其邻国等国家；而经济相对差一些的国家又很少有智能水表制造业。

2015 年，我国出口水表数量约为 2243 万台，出口交易值为 19108 万美元，比 2011 年度的 1718 万台和 15380 万美元分别提升了 30.6%和 19.5%，水表出口和销售量大幅上升。目前，东南亚及中东是我国水表出口最早也是最多的地区，对我国智能水表出口市场不断扩大。

目前，我国智能水表渗透率不到 20%，智能化率极低。2016 年之前智能水表产量一直以近 20%的速度增长，在我国，目前，智能表行业已经进入快速健康的发展阶段，尤其是受到智慧城市和阶梯价格的影响，国内智能表渗透率已步入加速上升期。

三、智能水表行业集中度提升，三川智慧具备强大竞争力

（一）售后服务壁垒、技术壁垒促行业集中持续提升

区域壁垒下客户和厂商众多，行业集中度处于低位。目前全国共有 34 个省级行政区、332 个地级行政区划单位、2854 个县级行政区划单位，预计总共存在管理相对独立的自来水公司超过 3000 家，这种高度分散的管理体系对水表行业的影响就是地区采购壁垒极高，造就了目前全国水表生产企业多达 600 多家，竞争十分激烈，行业集中度低。

售后服务壁垒、技术壁垒和自来水公司采购倾向使智能水表行业不同于普通机械水表行业，呈现高集中度的竞争格局。智能水表销售单价 5 倍于机械水表，但涉及基础民生，对售后服务要求极高，中小企业难以突破售后壁垒。同时智能水表早期技术故障频发，目前也没有统一的技术标准路线，导致对企业技术研发和创新要求高而造就高技术壁垒。

经过多年的采购经验积累，目前自来水公司有倾向于大企业集中采购的趋势，并且预计这一趋势将难以扭转，由此可能带来行业集中度的进一步提升。近年来随着行业集中度的提升，水表行业的领军企业也是发展最快的企业，以宁波水表股份有限公司、江西三川水表股份有限公司为代表的行业龙头企业产销量合计已超过 15 亿元，占全国水表行业产销量的近三分之一。

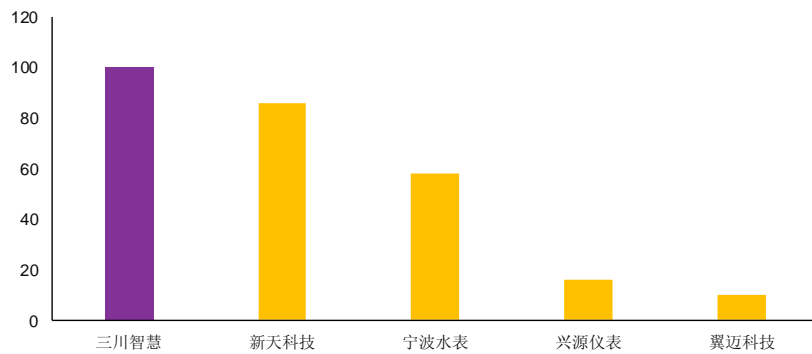
（二）行业竞争态势：三川智慧 2015 年销量及销售增速业内最高、16 年仍将高增长

就规模而言，我国年产量智能水表上 10 万只以上规模的预计仅 10 家左右，主流厂商包括上市公司三川股份（300066）、新天科技（300259）及宁波水表（834980.OC）等。

行业集中度明显，三川智慧销量最大，超 80 万台/年。结合公司公告数据，按智能水表 250 元/每台的价格测算，2015 年智能水表销售量方面，三川智慧智能水表销量接近 100 万台，超过新天科技（不超过 86 万台）和宁波水表（不超过 58 万台）。



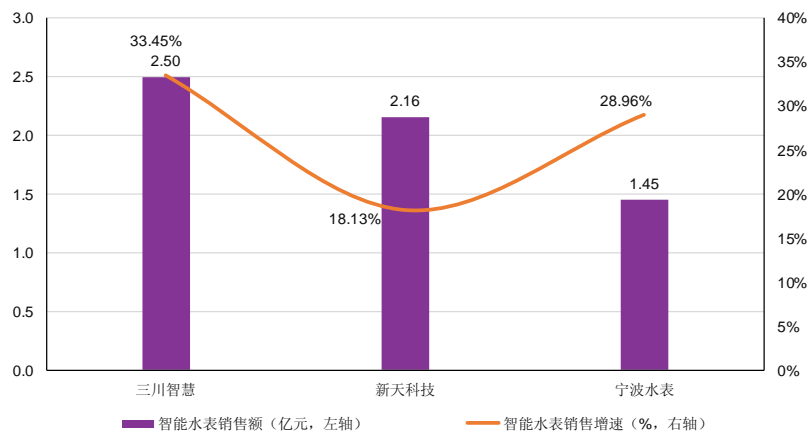
图表13: 2015年主要公司智能水表销售数量测算(万台)



资料来源: 根据公司公告整理, 联讯证券

在智能水表销售领域, 三川智慧 2015 年销售额达 2.5 亿元, 业内最高。销量同比增速达 33.45%, 为业内第一。考虑到新天科技数据包含表配套系统销售额部分, 三川智慧的领先优势更为明显, 是国内智能水表龙头厂商。

图表14: 2015年主要公司智能水表销售额及增速



资料来源: 根据公司公告整理, 联讯证券

2016 年, 公司计划产销智能水表 120 万台, 预计可完成销售 110 万台左右, 预计同比增长超过 20%, 其中物联网水表完成销售量 30 万台左右, 实现大幅增长。

(三) 三川智慧具备强大销售渠道、盈利能力出众

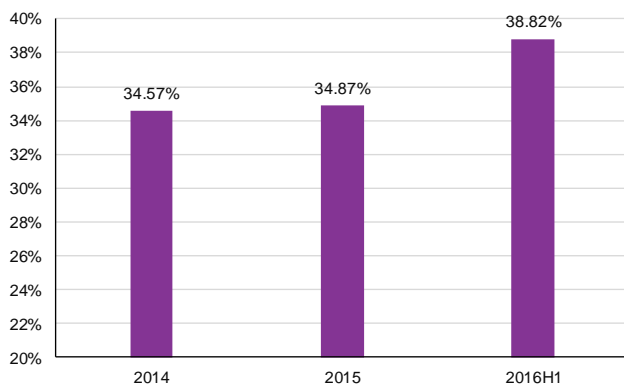
三川智慧产品覆盖中国大陆, 国内水司客户超过 1300 家, 水司覆盖率超过 40%; 客户遍布美洲、非洲、东南亚等 24 个海外国家。

营销网络遍布全国各地, 并在国内十一个中心城市设立了营销办事处, 能够有效地贴近市场、服务客户。

盈利能力方面, 公司毛利率和净利润率持续提升, 2016 年上半年, 公司毛利率上升 4 个百分点达 38.82%。净利润率也由 22.59% 提升至 23.46%, 提现公司盈利能力出众。

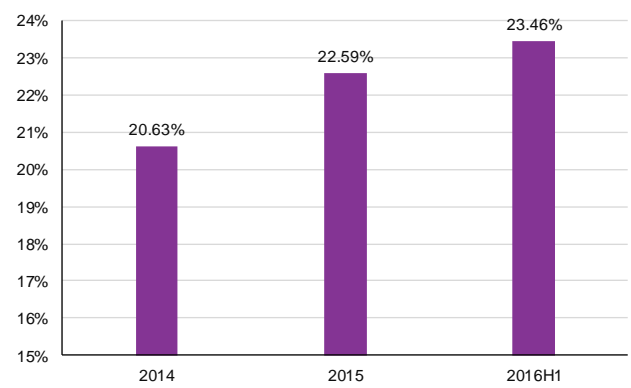


图表15: 三川智慧毛利率



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表16: 三川智慧净利润率



资料来源: 公司公告, 联讯证券

(四) 设立并购基金、积极布局物联网

三川智慧致力于打造以物联网水表智能终端为接入口的全生态产业链。目前发展主线有两条:1、筹备设立并购基金, 积极产业投资机会。2、加强物联网表类产品和技术研发, 寻求确立物联网领域核心优势。

筹备设立并购基金, 积极产业投资机会方面, 公司正在积极筹划设立产业并购基金, 以围绕智慧水务、互联网金融两大业务板块开展产业并购, 从而加快公司产业并购步伐, 推进公司外延式发展。

2016年4月, 公司受让控股子公司三川国德部分股权, 根据协议, 公司拟使用自有资金70万元人民币受让李郁丰持有三川国德19.5%的股权。股权转让完成后, 公司持有三川国德的出资比例由51%上升至70.5%。

此外公司还积极开展互联网金融领域的投资, 2016年7月, 为促进业务拓展和战略转型, 三川智慧以自有资金1500万参股3%设立甘肃兰银金融租赁股份有限公司。

鉴于金融租赁业在我国的巨大发展前景, 特别是在“一带一路”建设、西部大开发中的广阔空间, 公司参与发起设立金融租赁公司, 一方面可以获得长期可持续的投资收益, 另一方面也切合公司“智慧水务+互联网金融”发展战略。通过参与设立金融租赁公司, 既可以为推动以物联网水表为接入口的互联网金融打基础、积累金融业务经验, 同时也可以为拓展“融资租赁式”业务、探索新的营销模式提供积极支持, 从而对公司长远发展产生积极影响。

加强物联网表类产品和技术研发方面。公司积极联合产业链上技术研发能力突出的优质公司开展技术合作, 寻求技术突破。

2015年12月, 三川智慧与华为技术有限公司签署合作备忘录, 双方拟实行技术与产品的融合与优势互补, 构建水务行业所需的终端硬件和软件集成, 共同开拓智慧水务相关产品与服务的国际、国内市场。具体内容为针对低功耗的双向水表数据采集场景进行合作, 完成端到端的技术研究和验证; 共同致力于联合解决方案的构建、营销和拓展, 并支持双方的联合方案展示和重大营销活动。

2016年1月, 公司与京兆水表有限责任公司签署战略合作框架协议, 双方就水表检测领域展开合作, 本次合作, 旨在整合双方资源, 形成优势互补和协同效应, 促进公司智能水表特别是物联网水表迅速进入北京市场, 为全面推进北京城区在线水表的智能化



更新改造做好准备,同时也为公司与京兆水表乃至北京市自来水集团有限公司进行全面、深入的合作奠定良好基础。

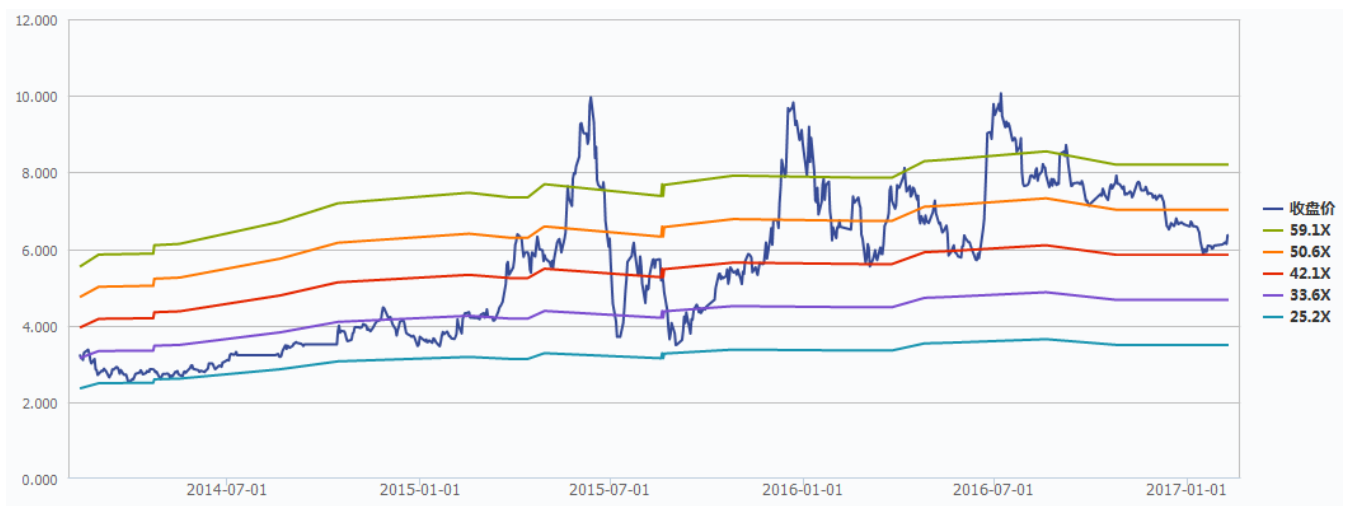
2016年12月设立院士专家科技服务站。公司将以设立“院士专家科技服务站”为契机,邀请物联网、大数据、智慧水务、污水处理等领域的院士或专家担任“院士专家科技服务站”的专家,为公司提供相关辅导和服务,搭建公司与政府部门、科研院所、金融机构、上下游企业的交流与合作平台;充分发挥院士专家团队的研发能力,满足公司智慧水务布局、水务大数据增值服务、物联网产业发展等核心需求,助力公司“智慧水务+水务大数据服务”发展战略的实施,为公司长远发展奠定坚实基础。

四、投资建议

我们预计三川智慧 2016-18 年营业收入分别为 6.95 亿元、7.76 亿元和 8.82 亿元。归属于上市公司股东的净利润 1.64 亿元、1.81 亿元和 2.07 亿元。对应 2016-18 年 PE 分别为 39.2、35.4、31.0 倍。

由于公司处于较成熟的水表行业,增长稳健,我们采用 DCF 法估值,得出公司合理估值在 7.16 元/股。首次覆盖,给予“增持”评级。

图表17: 三川智慧 PE/PB-Band



资料来源: wind, 联讯证券

五、风险提示

- 1) 智能水表销售不及预期。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1044.65	2093.42	2362.88	2623.97	经营活动现金流	-52.06	140.02	109.90	102.70
现金	600.52	1405.94	1592.93	1735.99	净利润	146.16	163.77	181.44	207.18
应收账款	215.35	426.39	476.25	541.08	折旧摊销	23.42	0.00	22.88	22.88
其它应收款	6.17	6.63	7.41	8.41	财务费用	-14.99	-17.23	-19.82	-22.79
预付账款	4.97	21.70	40.31	61.36	投资损失	0	0	0	0
存货	112.01	111.79	124.01	140.50	营运资金变动	229.86	1036.63	242.68	251.56
其他	95.01	98.60	104.69	112.61	其它	0	0	0	0
非流动资产	556.92	367.08	345.37	323.85	投资活动现金流	155.25	-12.37	-12.49	-10.36
长期投资	133.86	0	0	0	资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	270.22	252.97	235.73	218.49	长期投资	0.00	158.32	0.00	0.00
无形资产	67.69	62.05	56.41	50.77	其他	0.00	5.45	-0.87	-1.16
其他	7.81	2.60	3.47	4.63	筹资活动现金流	46.60	702.22	59.35	45.65
资产总计	1601.57	2460.50	2708.25	2947.82	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	126.59	138.72	165.50	175.03	长期借款	0	157.02	157.02	157.02
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	0	0	0	0
应付账款	73.77	72.24	80.35	90.91	现金净增加额	88.12	805.41	187.00	143.06
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
非流动负债	19.12	161.15	318.17	475.19	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	0.00	157.02	314.04	471.06	成长能力				
其他	4.13	4.13	4.13	4.13	营业收入增长率	-7.29%	7.39%	11.69%	13.61%
负债合计	145.71	299.87	483.68	650.22	营业利润增长率	-14.36%	28.99%	9.99%	17.93%
少数股东权益	93.45	93.45	93.45	93.45	归属净利润增长率	10.99%	17.64%	10.79%	14.19%
归属母公司股东权益	1362.41	2049.40	2113.34	2186.36	获利能力				
负债和股东权益	1601.57	2442.71	2690.47	2930.04	毛利率	34.87%	39.82%	40.06%	40.31%
					净利率	21.51%	23.57%	23.38%	23.50%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	10.22%	7.99%	8.59%	9.48%
营业收入	647.05	694.89	776.15	881.80	ROIC	11.80%	14.24%	15.00%	16.20%
营业成本	421.43	418.19	465.25	526.34	偿债能力				
营业税金及附加	5.58	4.52	5.04	5.73	资产负债率	9.10%	12.19%	17.86%	22.06%
营业费用	64.37	62.32	73.41	81.24	净负债比率	-44.08%	-60.94%	-60.52%	-57.86%
管理费用	52.95	52.64	61.15	68.13	流动比率	8.25	15.09	14.28	14.99
财务费用	-14.99	-17.23	-19.82	-22.79	速动比率	7.37	14.29	13.53	14.19
资产减值损失	11.84	11.17	11.51	11.34	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0	0	0	总资产周转率	0.43	0.34	0.30	0.31
投资净收益	20.73	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	3.36	2.17	1.72	1.73
营业利润	126.59	163.29	179.61	211.81	应付账款周转率	3.59	3.74	3.95	3.98
营业外收入	42.92	32.77	37.85	35.31	每股指标(元)				
营业外支出	0.04	4.92	5.68	5.30	每股收益	0.34	0.16	0.17	0.20
利润总额	169.48	191.15	211.78	241.83	每股经营现金	0.32	-0.05	0.13	0.11
所得税	23.32	27.38	30.34	34.64	每股净资产	3.27	1.97	2.03	2.10
净利润	146.16	163.77	181.44	207.18	估值比率				
少数股东损益	6.96	0.00	0.00	0.00	P/E	65.8	39.2	35.4	31.0
归属母公司净利润	139.21	163.77	181.44	207.18	P/B	6.73	3.13	3.04	2.94
EBITDA	135.03	168.94	182.67	211.90	EV/EBITDA	14.56	30.59	28.13	24.31
EPS（元）	0.34	0.16	0.17	0.20					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com