

2017年04月25日

和而泰 (002402.SZ)

## 年报&一季报解读电话会议纪要

我们邀请到公司高管与投资者就公司年报、一季报情况以及未来发展战略等进行了电话交流（详见正文电话会议交流纪要）。

公司近年来业绩快速增长。2016年公司实现收入13.46亿元，净利润1.20亿元，分别同比增长21.21%、59.66%；2017年Q1实现收入3.99亿元，净利润3689万元，分别同比增长43.76%、49.77%，如果扣非的话，2016年年报和今年一季报同比增长分别是77.18%、110%。

未来主营业务有望继续高速增长。公司坚持以国际高端客户与高端市场为主导市场定位，在国际著名终端产品厂商赢得了优势的市场口碑，已成为伊莱克斯、惠而浦、西门子、TTI、盛柏林等全球著名跨国公司在国内少数或唯一的技术开发与产品合作伙伴。伴随着公司全球竞争能力和全球行业地位的提升，未来五年该业务有望高速增长。

物联网（IoT）与大数据平台业务全面布局、稳步推进。公司积极打造新一代互联网与大数据运营平台业务板块，致力于个人与家庭生活场景集群大数据平台的建设与运营，通过获取并打通家庭场景的多维大数据，建立基于人工智能技术与商业智能技术的数据模型，服务于个人与家庭生活。目前在大数据平台，人工智能大数据计算研究、上下游产业链合作方面均取得较大进展。

投资建议：公司已经发展成为家庭用品智能控制器领域全球最具影响力的行业龙头企业之一，同时前瞻把握行业大趋势，围绕智能硬件产业化和大数据云平台拓展公司主营业务。考虑增发摊薄因素，预计2017-2018 EPS为0.18、0.25元，维持“买入-A”评级，6个月目标价15元。

风险提示：新一代互联网与大数据平台业务进展不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,110.6	1,346.1	1,682.6	2,187.4	2,843.6
净利润	74.9	119.7	168.6	234.2	310.6
每股收益(元)	0.09	0.14	0.18	0.25	0.33
每股净资产(元)	1.20	1.28	1.34	1.59	1.92
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	103.0	64.5	51.4	37.0	27.9
市净率(倍)	7.7	7.2	7.0	5.9	4.8
净利润率	6.7%	8.9%	10.0%	10.7%	10.9%
净资产收益率	7.5%	11.2%	13.5%	15.8%	17.4%
股息收益率	0.4%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%
ROIC	9.5%	14.3%	22.2%	236.0%	49.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

其他元器件

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：15元

股价(2017-04-25) 9.30元

### 交易数据

总市值(百万元)	7,723.23
流通市值(百万元)	5,658.41
总股本(百万股)	830.46
流通股本(百万股)	608.43
12个月价格区间	9.20/33.18元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.07	-7.29	23.74
绝对收益	-16.96	-2.21	23.48

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

### 相关报告

和而泰：业绩高增长 大数据平台业务取得重大进展	2017-03-28
和而泰：发布定增预案 助力加速发展	2016-12-01
和而泰：打造健康物联网 大数据战略获重大突破	2016-11-04
和而泰：业绩持续高增长 智能家居入口价值日益凸显	2016-08-24
和而泰：强强联合 迎接物联网与人工智能大时代	2016-07-18

## 公司经营情况介绍

谢谢大家关心和而泰公司，来参加今天的会议，我们刚刚公布了季报，去年的经营和今年一季度的经营情况都取得了一定的增长。一季度销售收入和利润都是在百分之四、五十的增长，而且我们在一季报的时候也公告了上半年的业绩预测，增长将会更高，预计是在 50%到 80%，整年我们做了年度的预算也对外做了公告，是 30%到 60%，整年的预告我们还是偏保守的，整体来说我们的经营希望未来的五年主营业务都是高速增长的状况，从经营管理团队我们是希望做得更好。

之所以有这样一个经营的成绩，主要是我们在行业里 18 年的积累，目前在全球家庭用品智能控制器这个行业我们应该是全球最有竞争力的一个公司。从全球的竞争格局来说到了中国公司从十几年前能有一点点资格进入到这个市场，到陆续的中国公司在里面唱主角，成第一供应商，或者说成市场份额最大的、市场占有率最高的公司一个时期，在中国公司里毫无疑问我们是走在最前面的，不能说唯一一个未来有机会的，但是最有机会的一定是我们。

这个其实和其他行业中国公司的表现是类似的，比如说常规制造业中国已经是主角了，像飞机、汽车电子一些高端的行业中国公司暂时份额还非常少，相比之下家庭用品控制器产品，我们到了一个转换期，中国公司理应在三到五年，不光在今天市场竞争力最强的公司，也应该是市场份额最高的公司。

比如说现在全球白色家电有三个大的公司，最大的是惠而浦，那么惠而浦全球一年大概电子智能控制器（就是我们主业做的产品），需要量大概在人民币 50 亿左右，第二是西门子，第三是伊莱克斯，这两家分别有 40 亿左右，那么也就是说这三家公司一年的需要量差不多在 130 亿，这仅仅是三个客户了。大家知道我们的定位是在全球最高端的市场，我们的目标是成为高端市场里面市场份额最高的那一家，第一目标是希望能达到在高端客户达到 30%的份额，那就意味着三个客户就可以做到 40 亿左右，到 40 亿左右后，往上空间还有一点但不会特别多，因为按照惯例当一个公司达到一个客户的 35%或者 40%的时候客户就会警惕，因为我们做的东西对我们的客户制约能力比较强，很多都是独家设计的，很多专利在我们这儿，所以我们在客户这块按照 30%到 35%的份额为目标，但这仅仅是几大客户。其实家电大家知道全球是一个大产业，不光是大家电，小家电同样，现在全球最有名的前十大的小家电商家都是我们的合作伙伴，而且我们差不多很多都是唯一的一个中国供应商，那么除了家电我们的家居产品，包括智能建筑、电动工具等等，都有这样一个机会，所以等于是全球竞争格局，全球产业发展历史性的给了我们中国公司这样一个机会，那么经过我们多年的积累，我们在行业里面认为是竞争力最强的一个公司，我们的研发大概有 600 人的队伍，我们申请的专利有将近 700 项，在全球也是名列前茅的，那么我们的质量现在在行业的最前边的，服务能力、实验室各方面都是令客户评价最高的公司，所以我们也连续多年，不管是惠而浦、伊莱克斯还是西门子，连续多年都是它们全球优秀供应商，能拿到这个荣誉其实不容易，我们在伊莱克斯连续三年供应商，在历史上就没有任何一个供应商做到这一点。所以我们在经过多年的努力，在我们第一主业家庭用品智能控制器这边未来至少是五年是一个快速健康高速发展的时期，我们有信心保持一个每年比较高的一个增长期，这个我们信心非常足。

在第二主业或者说我们的新业务，我们做了三年的 IOT 或者叫智能家居，这块业务眼下还是在发展期，目前没有到盈利的阶段，现在每年在我们的财务表现上，对该部分业务有一定的净投入，所以说应该对我们业绩还是小有一些影响，因为主业发展比较强劲，所以我们的增长率还是比较高。那么新业务这边我们在今年和明年暂时不能贡献利润，但是我们的目标非常明确，我们的竞争优势也比较强。经过三年的发展现在有了将近 400 人的 IOT 的团队，我们不谦虚的讲，这个团队在今天在我们国内所有的平台当中我们也觉得可能我们的竞争力是

最强的，不管是品牌商做的一些类似的智能家居或者是大型互联网公司的，我们这样一个团队硬件和软件、传统产业和互联网企业的人结合在一起，400人的团队，从规划到我们做的工作到技术水平到产品和服务能力今天已经走在行业的最前边了，从硬件或者说内部的数据通道讲，我们一年将近有一亿左右硬件生产的能力，所以家庭里边的用品怎么样采集数据，怎么样进行人工智能计算，在 IOT 这个时代做好一个整机产品，我们的能力应该是最强的，同时在家电之外我们结合一些新的场景，比如说美容、睡眠、儿童监护、养老监护，我们定义了大量的产品和特殊的智能硬件，另外在平台方面不管是数据库还是后台计算能力我们也有信心，或者说我们现在的力量是最强的，因为大量的智能产品在陆陆续续进入家庭了，设备可以闭环了，但是真正基于 AI 的闭环运营在中国也是为数不多的一家，就是我们现在做的产品上了云、上了平台之后，我们是把大量的数据经过后台的计算、融合形成了服务场景，我们觉得同类的事情国内好像暂时做得到的不多。

所以，在新业务的发展时期，今天大家看到大数据时代的到来，IOT 时代的到来是不可阻挡的，今天几乎和家庭有关的所有产业都在致力于 IOT 的发展，所有的整机厂都在做智能，都在做数据的采集，都在把他们的产品试图送上云，那么加上 APP、加上一个服务能力，那么我们是希望未来建立成这样一个核心的平台，我们是希望由我们建设成 IOT 时代一个大的平台，它既服务 C 端，又服务所有的 B 端，包括制造业、服务业、商贸业甚至政府。在互联网时代有很多大的公司，比如说腾讯是一个很大的平台公司，它们把人和人之间连接，其实在 IOT 时代我们需要新的平台，那么这样的平台会把人和人、物和物、人和物以及所有的产业通过数据做无缝的连接，我们整个平台是做这样的定位，我们在这儿是有一定的野心的，我们也觉得我们有先天的优势，家庭用品的控制到数据采集、数据规划到在线的设备管理到产业的服务，我觉得在国内比我们和而泰更懂或者更有优势的企业是不多的，当然我们行动比较早，也做了三年多，虽然新业务目前暂时没有赚钱，但是我们对它的未来给予极大的期望，我们也会坚定的把这个平台发展下去，我们希望在未来是一个在全社会来说是举足轻重的平台，所以这是我们的规划。

那么新业务在具体业务拓展上这几年我们也在不懈的努力，取得了一些成绩。现在我们的合作伙伴也非常之多，比如说整个家电行业、家纺行业、家居行业，我们已经数百个客户合作，同时还有一些新的形式，在房地产的发展过程中，建筑开发商也把智能家居或者说装修的智能化当做他们的核心中的核心，还有电信运营商也极其关注这样一个市场，因为未来家里的主要的流量源可能就是大量的智能设备，电信对老百姓的服务，除了常规的自动化业务之外，大量的数据服务可能是结合智能硬件来做的，所以现在全社会一起都在做 IOT，那么我们的合作伙伴也非常之多，当然作为一个新的产业或者说全社会大数据时代的变革是需要一点时间的，那么我们过去在市场推进的主要的思路是和 B 端合作，因为这样才能做大，如果服务了各行各业的各个厂商，他们变成我们数据通道的建设者，也就是说他每卖一个产品都等于往我平台在送一个设备源，那么这样我们的扩展能力或者辐射能力会非常强，当然这样一个策略我们会发现整个市场的在启动上还会略慢一些，因为 B 端面对这样一个新的变革并不是每家都会行动非常迅速，那么好在现在一些大的企业，比如说现在美的、海尔，他们今年的智能产品都能超过它们总出货量的 50%了，所以我们继续按照 B 端这个策略，不久的将来，可能一个高峰也即将到来，那么我们判断明年整个家电行业，至少有一半的产品可能是通云的，其他产业的行动步伐也将越来越快，

同时我们在近期也不断的强化面对 C 端整个销售能力和市场引导教育能力，在这方面我们的团队也不断的扩大，我们也做了比较多的布局，所以整个来说，我们对公司老业务的健康成长以及在全球能力竞争能力处在第一，业绩快速增长等方面有非常强的一个信心；对于新业务我们给予了极大的期望，我们也有信心认为未来我们将会发展成一个全社会的核心平台，也预计在未来我们新业务也会贡献利润，当新业务贡献利润的时候，那就是大利润，因为它

的盈利能力会非常之强。

另外块新老业务之间本身是一个产业链，一方面是建立数据源、数据通道，另一方面做数据计算、做人工智能、做数据的分析、数据的挖掘，实际上这是一个产业链，所以我们两个业务并不是割裂的，它是一个大的数据链条中间的两个关键的段落，所以这是我们整个的定位。

## 问答环节

**问：请介绍下公司目前的在手订单的情况？**

**答：**从订单上讲，根据我们现在这个行业的特点，我们现在所做的年度预测是比较准确，因为我们现在跟客户的合作模式，给客户做的产品几乎都是定制开发的，这样一个产品我们不光知道它未来几个月半年甚至两三年要做多少，差不多都是比较准确的，尤其我们合作的全球高端市场，比如说我们跟西门子某一个项目，可能从两年前开始开发的时候，大概告诉我们 2017 年一月份、二月份或者整年做多少，而且预测比较准确，从我们合作的实践来说比较准确，所以我们今天讲的比如说半年 50%到 80%的增长，实际我们的订单早都在手了，我们的为生产备的物料大多在途或者入仓了，所以整年的业绩预测可以比较准确，这些生产计划早都排好了。为什么说未来几年增长什么样都有谱了，我们每年开发几百个产品，这些产品在滚动生产当中，现在生产的可能是一两年前开发的，有三分之一是半年前陆续投产的，这些产品它的生命周期可能是四年到五年，那么中间每个产品大概是每年做多少，客户市场规划是做的比较精准的，所以我们现在对大家讲的，我们今年会做多少销售额多少利润，甚至说明年的预计，我们基本上是结合已经给的比较准确的预测来做的。

**问：除了在家电领域，在电动工具包括现在新兴的智能家居的领域，我们这块的发展空间是怎么样子的情况？**

**答：**市场空间非常大，如果按照市场研究机构一般给出电控的产业都是在万亿人民币的规模，从客户这儿看到的，我们三个巨头一年差不多就有 130 亿人民币的电控的需要额，家电这些巨头，在市场的全球的份额还只是一部分，所以仅仅是大家电做到 100 亿也是很正常的，何况还有各种小家电，还有包括家庭用品，比如说现在做的电动工具，电动工具全球电控的市场还是几百亿，比如说像车库门、庭院的控制，喷水、绿化、保安的，每一块至少都是百亿量级的需求量，所以控制器是市场空间非常大的行业，这个道理在于我们人类社会进入电子化、信息化已经有一定的时间了，那么陆陆续续的传统的产品都已经是大量的电子化了，比如我们的洗衣机，现在几乎百分之百的洗衣机都有这么一个电子的核心部件，它是一个心脏和大脑，随着电子技术向各行各业的渗透，全球的产业和家庭有关的就那么大，那么相应的和它配套的这个电控行业大家就知道有多大了，那么比如说对家电，全球一个公认的数据就是电子的产值，就是家电电子的产值占整体产值的比例是 5%到 10%，其他的行业能达到 10 到 15，最低的也不会低于 5%，所以这样的话大家就可以算一下，全球各行各业有多大的空间，中间电控有多大的空间，这还是按照我们传统的一个逻辑或者说今天线性发展来计算。

那么另一块就是非线性发展，比如说被子、褥子、枕头，在过去没有电子化，它就是一个纺织行业，我们大量的家具、沙发、桌椅板凳、衣柜这就是一个家具行业，但是未来这里面会有大量的传感器、电子控制技术都将植入进去，比如说未来家里的沙发五年还是十年不敢肯定，但是也许十年以后家里的每一个沙发都是智能的，里面都有一个智能控制器，所以意味着市场空间非常大。

那么延伸一点的话，比如说我们做了家里的电子控制，在外面做了汽车电子，大家都是比较清楚的，所以说智能控制器行业是一个巨量的市场，这么多年我们特别看中的基本功，研发

能力、市场服务能力，产品的工艺、质量，我们能达到什么水准，我们非常相信，只要达到这个水准，订单是不缺的，你应该挑客户做，你定位高端就做最大最好的客户，定位低端也有足够的客户可做，所以我们这个行业总体来说大家是不太需要担心它未来的成长空间，为什么我们有这样的底气是我们有这么快的增长，比如说家电行业每年并不是有 50% 的增长，但是因为市场空间特别大，只要我们的相对能力更强，我们在高端市场里面多取得一点份额，那对我们来说就有好大的增长。我们去年做了 13 亿多的销售，今年我们当然是希望更多一些，从目前情况看，市场空间大家别担心，做电控，就是哪怕只做家庭用品的电控，做到百亿销售也是很正常了。

**问：请介绍一下我们非公开增发项目的情况和目前的进展？**

**答：**我们增发项目现在已经到了反馈意见回复阶段了，十天前已经公告并已反馈到会里了，等待进一步审核和评估，我们本身对这个项目的增发还是比较有信心的，因为我们的增发主要是用于主营业务的正常扩张，不管是生产能力的提升还是研发能力的提升等等，都是结合主业，我们没有做更多的跨界的扩张并购，因为我们和而泰公司本身是比较专注的公司，我们没有做影视、游戏，这不是我们的风格，我们会把精力花在主业的健康发展上，按照我们的发展战略，所以我们的增发项目也是围绕这个来做，所以我们有信心比较顺利的批准，至于时间就不确定了，等待监管机构的审核。

**问：我们去年 11 月份跟日日顺还有平度政府签了一个健康平度大数据平台的战略协议，请问目前进展怎么样？今年会不会按照这个平度模式再到其他城市推广？**

**答：**整体项目进展总体顺利，我们在各个家庭布智能设备，建系统、建平台，包括帮政府在基于大数据的政务系统，都在正常推进当中，这些都是我们应该说在全国是一个首例了，我们也希望在城市大数据运营这边建立一些比较好的示范工程。

那么稍微慢了一点的就是公司的注册，因为地方政府领导班子正在调整，新的领导上来以后刚刚在步入正规，近期会把公司注册的事情落一下，具体的业务推进和技术推进都基本正常。

这样一种模式也引起了不少地方的关注，包括山东省、海南、甘肃等有城市，所以我们也有计划在平度做好以后形成一种模式，到其他城市推广，我们觉得这个机会是蛮大的。这件事情本身是适应大数据时代的发展，就是说通过大数据把政府和老百姓做一个深度的连接，包括政府的执政模型、服务模型做了改变。大家知道政府的职能可以是两个，一个是管理，一个是服务，那么如果是服务，其实大家可以把政府想成和美容院、餐厅是一样的，他们需要了解被服务对象的及时、动态、在线的信息，这样才能做好服务，比如说环保局，环保局只是出政策，不知道每个企业的动态排放情况，那么环保执法是做不好的，其实民政局也是一样的，如果你关注的是弱势群体，这个城市里的某种疾病或者状况动态是怎么样，应该做出什么样的及时服务，做到什么样的快速反映，以及基于这个信息我们的服务模型和管理模型做什么样的调整，这个将来在所有的城市都是一个非常现实的问题，大数据时代我们的城市管理是势必做出变革的，所以我们等于在全国走在了前面，开创了范例，一方面是适应大数据时代的到来，另一方面从诉求来说也是通过这样一种服务，至少今天侧重的是大健康的链条，把相应的健康的政府管理机构以及社会机构，包括养老院、医院、保险公司通过数据拉通，我们做这样一种服务。我们也希望未来能够形成一种模式，有利于平台的推广。

**问：请介绍下公司 AI 团队和目前研发成果的一些情况？**

**答：**大家知道人工智能现在挺热，也是大家关注的方向，那么我们其实在平台上是一个蛮大的主题，但是我们人工智能不是一个概念，我们很可能在人工智能现在做的事情对老百姓包

括对产业价值特别大，大家知道目前在外面人工智能比较关注的或者集中的主要是云识别、图像识别，当然这些也都是有争议的，包括机器翻译等等，因为我们试图把家庭和个人的大数据上平台，要想形成服务模型，大家知道家里的饮食起居有很多诉求，这些数据和服务之间恰恰是需要通过计算和人工智能，AI 的技术来形成完整的服务。

所以在这儿，我们的团队也做了大量的工作，陆续把所有的服务进家庭的时候，大家才会发现这样的人工智能对大家的生活的改变，带来的一个方便非常非常大的，举个例子，比如说大家美容化妆，我们女士可能早晨有很多化妆品，有很多瓶瓶罐罐，那么今天早晨哪个化妆品才是最适合我的，这是一个很有意思的现实课题，相信很多女士都是关心的，怎么样来做这件事儿呢？我们一方面采集了她的动态的皮肤含水、含油、弹性、角质，最近的睡眠情况、饮食情况、生活轨迹，外面的自然情况，天气、花粉等等，那么经过计算以后我们会告诉她今天可能是一个含碱性的，什么精华素的，在今天这样一个时候最适合她，所以这个是非常典型的从数据计算处理上很有意思的课题，从学术上也很有价值。

包括我们现在在卧室里边，比如说我们知道并不是说睡觉时把灯关掉，打上窗帘是最佳状况，那么可能在不同的身体状况需要不同的光，比如说最近非常疲劳，最近工作压力非常大，最近可能我的心脏有些不太好，糖尿病指标什么，等等大量的数据之后今天一个什么样的光线，到底是微弱的蓝光，什么波长的绿光才是适合你的，这个需要大量的数据迭代和计算，因为这样的问题从学术上讲是无法用传统的计算模型来做的，我们需要通过神经网络、通过深度迭代来做，那我们的团队实际上做了大量的工作，我们是希望把家里边生活的各个场景，甚至每一个动作都能通过人工智能得到服务，让大家的生活变的跟过去完全不一样。

同时在 B 端的服务方面我在做大量的人工智能的工作，比如说一个冰箱厂，做了这么多的产品出去，在外面有这么多的参数，用户有这么多的诉求，那么比如说到深圳卖的冰箱，整体在设计上注意哪些问题，我们从压缩机选用到管路，到防泄露等等各个方面，什么参数才是对深圳所有用户都是最佳的，那么这些东西是需要深度的学习，所以我们现在做 AI 这边，是结合大量的生活场景和工业应用场景在做的计算，我们觉得这个非常有价值，而且在学术上也非常有价值。

**问：公司去年大概这些新型的智能硬件出货量怎么样？主要是通过哪些渠道销售的？**

**答：**我们现在这几年研发和定义的各种智能硬件，新的硬件，比如说像睡眠检测、美容护理、婴幼儿检测的这些智能硬件，我们可以量产的产品已经超过了 50 个，那么陆续的我们把把这些产品配成了不同的服务场景推广给了客户，所以去年我们整个出货量还不算特别大，有十几万出货量，这个主要是在过去没有集中更多的精力向 C 端销售，跟 B 端的客户，比如说我做了智能枕头，没有直接推给客户，而是通过我们各个枕头厂，把技术和服务能力给他让他卖，因为几大枕头厂占了全国的 80% 的份额，如果它们都做智能枕头好过我直接推广给 C 端，所以我们按照这样一个策略，去年新型智能控制器及智能硬件有一些出货，从财务上讲，大概是有 2000 多万的销售收入，对于我们新的智能控制器和智能硬件，这个量和我们未来规划来说还不够大，那么我们希望逐渐的把这个量做起来，通过我们传统的策略按照 B 端模式，当然这个不是我们的品牌，我们的诉求也不在品牌，是希望这样大量的 B 端的品牌商把我们的智能产品推广到家庭，我们做很多的计算和服务。今年也在不断的强化，直接对 C 端包括线上线下，用各种渠道的对接，包括和新媒体的对接，各种代理商、渠道商，我们希望 B 端和 C 端一起动，逐渐的把这个量做起来。

另一个，在市场推广上除了我们在推广智能和大数据品牌理念和服务之外，大量的这些整机厂商也在独立的推这样一个东西，大家共同推动一个市场的成熟，所以我们倒是有信心，未来我们的量会越来越大，尤其在家电，如果说按照我们的预期整个全国的家电有 50% 都是通

云的，那么我们的平台的数量是非常快速的发展。去年大概是 2000 多万的销售额。

**问：公司在智能净水发展的考虑和未来的规划是怎样的？**

**答：**我们的产品或者我们的平台除了服务家庭也在服务大量的 B 端，这些 B 端既包括各种做家电、枕头的整机厂，也包括像美容院、餐厅这样的服务行业，也包括公共服务行业，比如说水行业，我们的诉求其实不仅仅是做一些产品，特别是一些简单的净水的数据、滤芯的数据，我们是从更大的视角看这个问题，因为我们发现全球水的问题都是一个核心问题，因为大家知道水这个生态它非常复杂，那么从供水，从江河、地下水到自来水厂那么这是一段，全球的自来水厂也许都能生产出合格的水，但是一旦到了用户家里是不是合格，中间有大量的管路、中间有开发商、有第三方，所以变得复杂，应该说在全球来说，家里的水是不是合格可能都是一个大问号，包括我们深圳这样的一个现代化的城市，事实上我们全市的专门的水质检测点大概只有三位数，就是百这一级，所以我们去年也投资了一些做新型传感器和水检测的公司，同时也看更多的技术公司，我们觉得每一个水龙头、每一块水表都应该加上水质检测，这也是我们相信这个社会发展的必需，从社会安全到民生这块是最基本的需求。

我们在国外某些发达国家的局部已经在个性化的用水了，比如说以色列小区，因为每个人的身体状况不同，皮肤的特点不同，也许你用的水都应该不同，那么里边应该加什么微量元素，水是一个链条，从水质检测到水质净化到个性化用水，以及到全市的各个节点的水计划和调度，到收水费，到后续基于水生态的运营这是一个非常大的市场，所以我们希望从家庭到整个水的管理部门，包括水务部门或者自来水公司，水务集团，到这个净水设备的生产部门、检测部门，我希望大数据把整个水生态打通，所以为此我们专门成立了事业部。

那么在这儿我们前面也有比较好的基础，因为我们现在有很多净水器的厂商超过十家都是我们的客户，我们帮他做数据采集、数据管理，它的滤芯是不是该换了？用户的净水使用习惯，这个我们已经做了几年了，同时我们跟海尔一起在做农村的水站，今年大概要装两到三万个农村水站，也就是说有两到三万个村今年会用到我们的有各种检测和采集管理大数据功能的这种健康水站，那么这是我们前面的一个基础。我们也投了一些技术的公司，我们甚至希望在家用水质检测做到名品这一级，希望能走在全行业的前面，所以整体来说我们现在是在水生态做一个大布局，从家庭到产业到供水的管理部门，我们希望形成一个闭环，那么这个闭环拉动它的或者幕后的就是大数据，希望我们这个平台把各个要素打通，最后的目的是服务老百姓，让大家都能喝上健康水，也服务产业，让他们能够生产、输送健康的水，让每一个净水器都能够达到一个净水效果，能够有效的管理，那么也希望在每块水表能测它的水质、流量，同时让每一块水表都上云，大家知道今天很多水表还非常原始，要一个月上门敲一次门来看看走了几个数，在大数据时代，每个人都意识到这种模式太落后了，一个水表通上云，技术上现实了，所以这种应该说过去产业发展有些滞后，我们希望看到这个机会结合大数据的发展，把这样整个生态链给建起来，这是我们的规划。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,110.6	1,346.1	1,682.6	2,187.4	2,843.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	876.4	1,041.7	1,293.9	1,673.4	2,175.4	营业收入增长率	27.9%	21.2%	25.0%	30.0%	30.0%
营业税费	8.0	10.5	16.8	21.9	28.4	营业利润增长率	64.3%	59.1%	36.7%	43.9%	33.0%
销售费用	35.1	41.4	50.5	63.4	79.6	净利润增长率	66.3%	59.7%	40.9%	38.9%	32.6%
管理费用	128.3	127.6	148.1	179.4	221.8	EBITDA 增长率	28.1%	61.7%	32.7%	35.9%	30.9%
财务费用	-17.9	-9.4	-8.5	-14.4	-14.0	EBIT 增长率	38.9%	87.0%	40.1%	42.7%	35.0%
资产减值损失	11.5	10.4	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	40.4%	88.3%	39.9%	42.7%	35.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.7%	-10.0%	-86.6%	541.1%	50.9%
投资和汇兑收益	16.7	12.7	15.0	15.0	15.0	净资产增长率	6.8%	7.3%	16.6%	19.2%	21.4%
<b>营业利润</b>	85.9	136.7	186.8	268.8	357.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	2.0	4.1	10.0	12.0	15.0	毛利率	21.1%	22.6%	23.1%	23.5%	23.5%
<b>利润总额</b>	87.9	140.8	196.8	280.8	372.4	营业利润率	7.7%	10.2%	11.1%	12.3%	12.6%
减:所得税	12.7	19.6	27.6	39.3	52.1	净利润率	6.7%	8.9%	10.0%	10.7%	10.9%
<b>净利润</b>	74.9	119.7	168.6	234.2	310.6	EBITDA/营业收入	8.9%	11.9%	12.6%	13.2%	13.3%
						EBIT/营业收入	6.1%	9.5%	10.6%	11.6%	12.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	77	63	48	34	23
货币资金	239.9	277.6	1,172.5	891.6	912.3	流动营业资本周转天数	116	102	74	62	57
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	319	289	353	362	302
应收账款	336.6	370.0	471.3	561.6	702.2	应收账款周转天数	101	94	90	85	80
应收票据	68.5	80.2	97.4	133.5	166.7	存货周转天数	57	60	54	54	61
预付账款	12.0	2.5	15.5	7.7	22.5	总资产周转天数	431	401	443	417	339
存货	179.1	266.9	236.3	414.4	552.4	投资资本周转天数	223	195	84	57	94
其他流动资产	218.3	109.7	200.0	200.0	200.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	5.0	110.7	5.0	5.0	5.0	ROE	7.5%	11.2%	13.5%	15.8%	17.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	7.6%	6.7%	9.6%	11.3%
长期股权投资	-	8.8	8.8	8.8	8.8	ROIC	9.5%	14.3%	22.2%	236.0%	49.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	233.9	237.1	216.3	195.4	174.6	销售费用率	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%
在建工程	1.5	3.1	3.1	3.1	3.1	管理费用率	11.5%	9.5%	8.8%	8.2%	7.8%
无形资产	92.3	116.5	103.6	90.7	77.7	财务费用率	-1.6%	-0.7%	-0.5%	-0.7%	-0.5%
其他非流动资产	10.6	15.9	10.7	9.3	8.3	三费/营业收入	13.1%	11.9%	11.3%	10.4%	10.1%
<b>资产总额</b>	1,397.7	1,599.0	2,540.5	2,521.2	2,833.6	<b>偿债能力</b>					
短期债务	21.4	17.8	-	-	-	资产负债率	28.3%	32.7%	35.1%	38.4%	38.6%
应付账款	248.4	339.7	465.4	668.8	805.7	负债权益比	39.5%	48.7%	54.1%	62.4%	62.8%
应付票据	92.9	123.3	149.9	222.0	285.6	流动比率	2.67	2.12	3.35	2.37	2.25
其他流动负债	32.5	41.8	38.7	40.5	46.2	速动比率	2.21	1.61	2.99	1.93	1.76
长期借款	-	-	24.1	-	-	利息保障倍数	-3.81	-13.50	-20.93	-17.62	-24.56
其他非流动负债	0.5	0.9	0.5	1.5	2.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	395.7	523.5	678.6	932.8	1,139.9	DPS(元)	0.04	0.02	0.02	-	-
少数股东权益	4.5	8.5	9.2	16.4	26.0	分红比率	44.3%	13.9%	10.0%	0.0%	0.0%
股本	332.2	830.5	932.3	932.3	932.3	股息收益率	0.4%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%
留存收益	665.7	236.9	313.0	547.3	857.9						
<b>股东权益</b>	1,002.0	1,075.5	1,254.5	1,496.0	1,816.2						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.09	0.14	0.18	0.25	0.33
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	BVPS(元)	1.20	1.28	1.34	1.59	1.92
净利润	75.2	121.2	168.6	234.2	310.6	PE(X)	103.0	64.5	51.4	37.0	27.9
加:折旧和摊销	30.8	34.1	33.8	33.8	33.8	PB(X)	7.7	7.2	7.0	5.9	4.8
资产减值准备	11.5	10.4	-	-	-	P/FCF	-110.8	40.1	52.2	38.4	38.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	7.0	5.7	5.2	4.0	3.0
财务费用	-15.9	-5.9	-8.5	-14.4	-14.0	EV/EBITDA	93.1	50.9	35.4	27.0	20.6
投资损失	-16.7	-12.7	-15.0	-15.0	-15.0	CAGR(%)	47.5%	38.2%	53.7%	47.5%	38.2%
少数股东损益	0.2	1.6	0.7	7.2	9.6	PEG	2.2	1.7	1.0	0.8	0.7
营运资金的变动	-141.3	91.3	-37.3	-19.1	-120.3	ROIC/WACC	0.9	1.4	2.1	22.5	4.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	87.1	126.0	142.2	226.8	204.7	REP	13.2	8.7	38.4	0.6	1.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	-150.8	-35.6	120.7	15.0	15.0						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-15.2	-61.7	952.6	-7.6	16.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

胡又文声明, 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, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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作出其投资决策的惟一参考因素, 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, 无论是否已经明示或暗示, 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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034