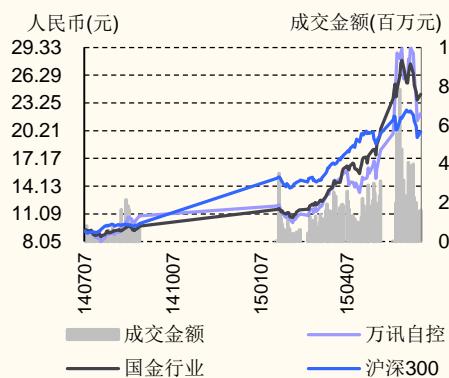


市场价格（人民币）：22.07元

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据（人民币）

已上市流通 A 股(百万股)	132.51
总市值(百万元)	5,460.39
年内股价最高最低(元)	29.34/8.05
沪深 300 指数	3998.54



## 仪器仪表产业链完善，多点布局打开成长空间

### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.209	0.092	0.211	0.258	0.298
每股净资产(元)	2.91	1.94	2.71	2.90	3.13
每股经营性现金流(元)	0.21	0.08	-0.06	0.19	0.24
市盈率(倍)	73.12	118.06	104.52	85.82	74.14
行业优化市盈率(倍)	71.90	105.10	184.79	184.79	184.79
净利润增长率(%)	41.33%	-32.06%	148.05%	21.78%	15.76%
净资产收益率(%)	7.16%	4.73%	7.77%	8.85%	9.50%
总股本(百万股)	161.17	248.20	268.08	268.08	268.08

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **外延拓展动作不断，力争打造业内最全产品线：**公司是国内自动化仪表行业龙头企业之一，近年来通过收购打造了业内最为齐全的产品线。2012—2015 年，公司分别收购上海雄风、天津亿环、广州森纳仕以及成都安可信等，加强了在物液位仪表领域、流量仪表领域、温度、压力仪表领域和气体传感器领域的布局。
- **收购安可信，进入气体检测领域：**2015 年 1 月，公司计划以发行股份和支付现金形式作价 2.23 亿元收购成都安可信电子，以此进入前景广阔的气体传感器、气体检测领域。公司高管参与本次增发认购 557 万股，锁定期三年，彰显了对公司未来发展的信心。
- **通过国际合作布局伺服系统和机器视觉领域，创造未来新增长点：**公司与德国 aradex（欧德思）合作研发的电动伺服新产品 2015 年开始供货，首批产品主要供应福工动力；收购丹麦 Scape Technologies A/S 公司 21.74% 的股权，与其在中国成立一家合资公司，总投资金额约为 812 万元人民币，用以开拓国内机器人应用市场。

### 投资建议

- 我们认为公司通过外延收购已成为国内少数拥有较为齐全工业自动化仪表产品线的企业之一。目前我国正处于制造业转型升级的重要阶段，智能化的仪器仪表是自动化、智能化的改造中的核心装置，未来仍有较大发展空间。公司通过国际合作涉入的新领域伺服系统和机器视觉也是未来现金制造业的发展方向，市场前景广阔。此外，公司仍有进一步的外延预期，我们给予“增持”评级。

### 估值

- 考虑到收购安可信的并表情况，我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 5.73 亿元、6.72 亿元、7.81 亿元，分别同比增长 70%、17%、16%；归母净利润 5700 万元、6900 万元、8000 万元，分别同比增长 148%、22%、16%；EPS 分别为 0.23/0.28/0.32 元，对应 PE 分别为 96/79/68 倍。

### 风险

- 宏观经济增长再放缓、下游行业自动化升级缓慢、伺服和机器视觉新业务拓展不顺。

沈伟杰 联系人  
 (8621)60870933  
 shenweijie@gjzq.com.cn

潘贻立 分析师 SAC 执业编号：S1130515040004  
 (8621)60230252  
 panyili@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、公司介绍 .....	4
1.1、公司简介 .....	4
1.2、业务概述 .....	4
1.3、经营分析 .....	5
2、自动化仪器仪表行业 .....	8
2.1、行业特点及产品 .....	8
2.2、行业的国际现状 .....	10
2.3、行业的国内现状 .....	11
2.4、下游行业技术改造需求和国家政策支持驱动行业增长 .....	12
2.5、中国制造 2025 发布，自动化行业有望迎来新一轮快速发展期 .....	13
3、公司看点 .....	14
3.1、专注细分领域，外延拓展规模 .....	14
3.2、收购成都安可信，分享气体传感器行业庞大市场 .....	16
3.2、伺服系统产品小批量供应，公司新业务有望逐步放量 .....	18
3.3、布局机器人 3D 视觉识别领域，享受行业高增长 .....	20
4、盈利预测与投资建议 .....	22
4.1、盈利预测 .....	22
4.2、投资建议 .....	22

## 图表目录

图表 1：万讯自控主要子公司 .....	4
图表 2：公司生产的部分自动化仪器仪表产品 .....	4
图表 3：公司业务现处于“自主+国际合作”模式 .....	5
图表 4：公司两种业务模式对比 .....	5
图表 5：公司营业收入保持增长 .....	6
图表 6：公司净利润波动较大 .....	6
图表 7：公司近年来主营业务拆分情况 .....	6
图表 8：2014 年公司各业务占比情况 .....	6
图表 9：公司产品毛利率保持稳定 .....	7
图表 10：公司盈利能力有所下降 .....	7
图表 11：轻载型电动执行器 .....	8
图表 12：重载型电动执行器 .....	8
图表 13：流量计产品 .....	9
图表 14：信号调理仪表 .....	9
图表 15：控制阀产品 .....	10
图表 16：发达国家仪器仪表企业类型 .....	11
图表 17：日本山武公司发展历程 .....	11

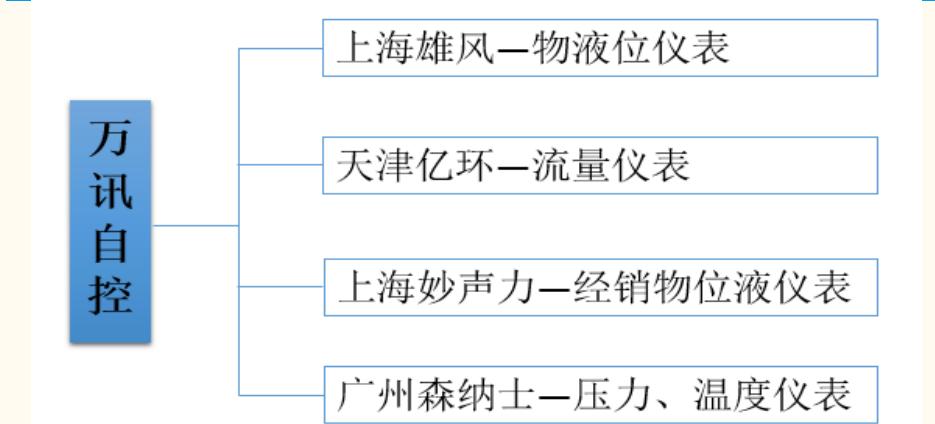
图表 18: 国内自动化仪器仪表上市公司比较 .....	12
图表 19: 2008-2014 年工业自控系统装置制造业收入 .....	12
图表 20: 2008-2014 年工业自控系统装置制造业利润 .....	12
图表 21: 仪器仪表行业的主要国家政策 .....	13
图表 22: 石油和天然气开采业固定资产投资完成额 .....	13
图表 23: 万讯自控部分技术领先型产品 .....	14
图表 24: 公司通过外延收购实现产品线的快速延伸 .....	15
图表 25: 万讯自控近年外延收购情况 .....	15
图表 26: 公司研发投入及占营收比例逐年上升 .....	16
图表 27: 万讯自控国际合作伙伴 .....	16
图表 28: 2008-2012 气体探测器产量及增速 .....	16
图表 29: 安可信主要产品 .....	17
图表 30: 安可信主要技术优势 .....	18
图表 31: 安可信今年收入情况 .....	18
图表 32: 万讯自控收购安可信方案 .....	18
图表 33: 福工混合动力驱动系统解决方案 .....	19
图表 34: 福工混合动力系统主要用于城市客车 .....	19
图表 35: 2010-2013 年我国伺服系统市场规模统计 .....	19
图表 36: 国内伺服系统市场格局 .....	20
图表 37: 机器视觉下游应用领域广泛 .....	20
图表 38: 机器视觉在自动化中的应用示例 .....	21
图表 39: 公司主营业务收入预测——按产品拆分 .....	23

## 1、公司介绍

### 1.1、公司简介

- 公司是一家专注于工业控制过程自动化仪器仪表产品研发、生产、销售和工程服务的高新技术企业，主要服务于冶金、有色、化工、电力、石油、水处理、环保等国民经济基础和支柱性产业。近年来公司通过外延收购不断扩大规模，现在上海、广州、天津等地拥有多家子公司，从事自动化仪器仪表不同细分领域产品的生产和销售。

图表 1：万讯自控主要子公司



来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.2、业务概述

- 公司经过近二十年的发展，现已成为国内少数拥有较为齐全工业自动化仪表产品线的公司之一。主营业务领域包括现场仪表、二次仪表、压力仪表及其他配件等，主要产品为电动执行器、流量计、信号调理仪表、控制阀和其他仪器仪表。公司定位为做国内最专业的仪器仪表经营厂商，致力于成为国内领先的工业自动化仪器仪表企业。

图表 2：公司生产的部分自动化仪表产品

PS一体化电动执行器

西贝电动执行器

多声道超声波流量计



CCS压力开关



MSC3000防雷型信号隔离器



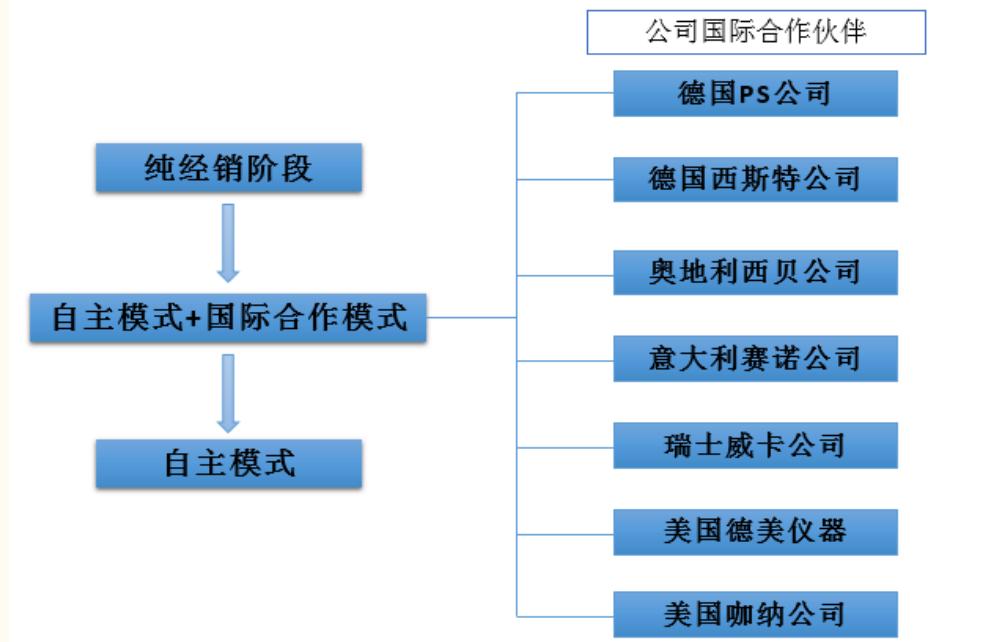
DMC2000气体报警控制器



来源：公司网站，国金证券研究所

- 公司发展轨迹可以分为三个阶段：纯经销阶段、“自主模式+国际合作模式”阶段、自主模式阶段。目前公司处于“自主模式+国际合作模式”阶段，一方面公司与国外先进厂商有着广泛的联系，不断引进先进技术进行本地化生产；另一方面，公司自主产品整体技术水平大幅度提高，部分类别产品已经达到国外先进水平。

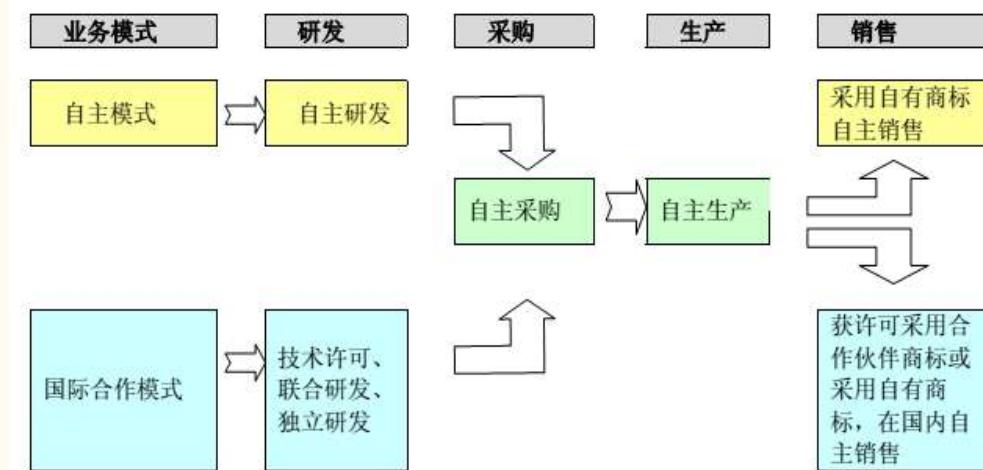
图表 3：公司业务现处于“自主+国际合作”模式



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司的业务模式包括自主模式和国际合作模式，两种业务模式主要的区别体现在研发环节和销售环节。在自主模式下，公司自主研发，并采用自有商标自主销售；在国际合作模式下，公司与合作伙伴进行研发合作，公司获授权许可采用合作伙伴商标或自有商标在国内自主销售。

图表 4：公司两种业务模式对比



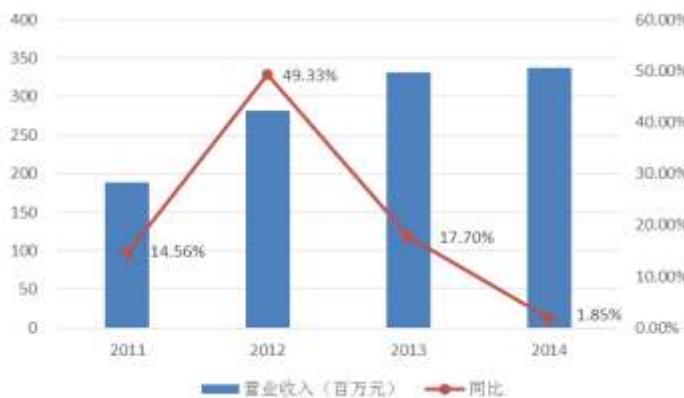
来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.3、经营分析

- 营业收入保持增长，净利润波动较大。公司收入近年来总体上保持增长，但净利润波动较大。2014 年实现营业收入 3.37 亿元，同比增长 1.85%；实现净利润 2,285 万元，同比下降 32%。公司净利润的下降一方面是由于

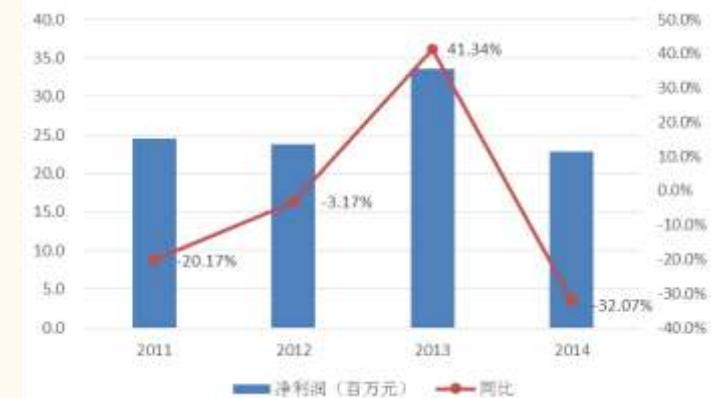
下游行业需求疲软，影响了公司收入的增长速度；另一方面则是由于公司研发投入增加，2014年达到3,065万元，占营收比例为9.1%。

图表5：公司营业收入保持增长



来源：wind，国金证券研究所

图表6：公司净利润波动较大



来源：wind，国金证券研究所

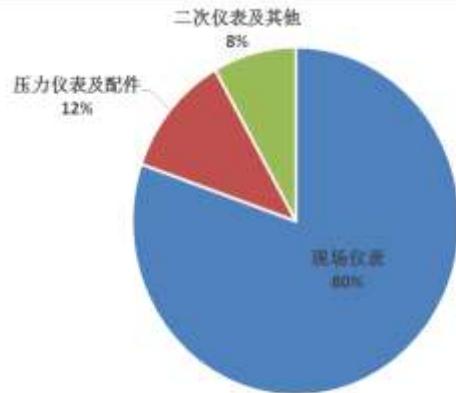
- **营业收入的主要来源是自动化仪器仪表。**公司产品主要是电动执行器、流量计、信号调理仪表等现场仪表和二次仪表。近年来，公司的现场仪表总体保持较快增长，压力仪表、二次仪表等增长相对乏力。2014年，现场仪表销售收入2.7亿元，占产品收入的比例约为80%。
- **一次仪表：**是指安装在现场且直接与工艺介质相接触的仪表，如带有探杆的双金属温度计、热电偶、热电阻、变送器、液位计等。**二次仪表：**是指表示值信号不直接来自工艺介质的各类仪表的总称，如数字表、隔离器等。

图表7：公司近年来主营业务拆分情况



来源：wind，国金证券研究所

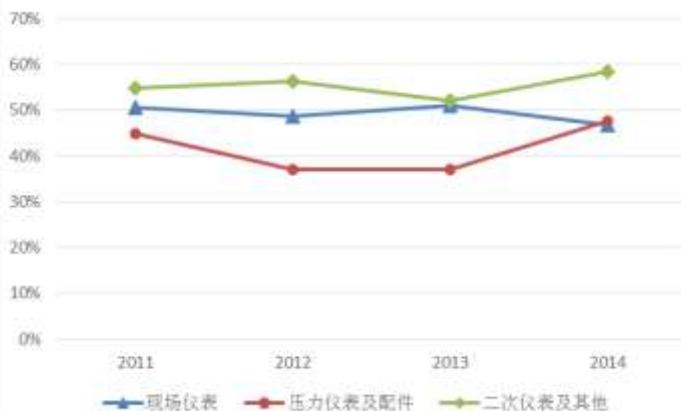
图表8：2014年公司各业务占比情况



来源：wind，国金证券研究所

- **毛利率保持稳定，盈利能力有所下降。**公司近年来毛利率的变动较为稳定，各项产品毛利率均在较高水平，其中主要产品现场仪表的毛利率维持在50%上下。公司ROE和净利率略有下滑，盈利能力下降的主要原因是下游需求不旺，以及公司近年来研发投入的持续增加。

图表 9: 公司产品毛利率保持稳定



来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 公司盈利能力有所下降



来源: wind, 国金证券研究所

## 2、自动化仪器仪表行业

### 2.1、行业特点及产品

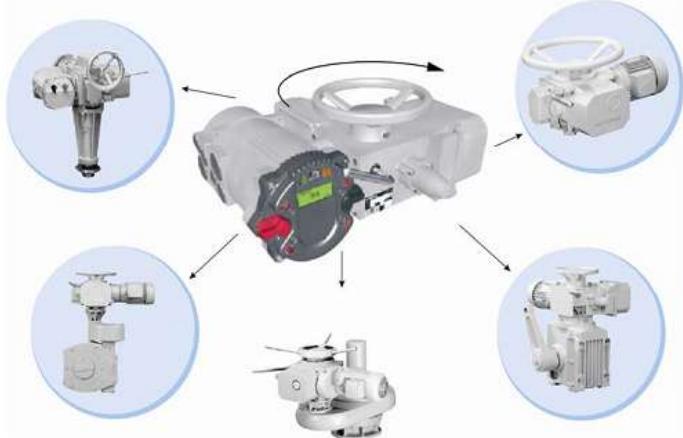
- 工业自动化仪器仪表行业的下游行业包括冶金、有色、化工、电力、石油、等国民经济的基础和支柱行业，这些行业受国家宏观经济形势影响较大。自动化仪器仪表行业在产品应用、产品种类、行业集中度等方面有一些自身特征。
- **产品应用领域广泛。**工业自动化仪器仪表广泛应用于现代工业，在需要连续生产的冶金、化工、电力、矿山、建材、造纸、制药、石油、水处理、环保、船舶等国民经济基础和支柱行业里，自动化仪器仪表被广泛地应用。对于大部分工业自动化仪器仪表，终端客户一般会在2-5年内更换一次。
- **产品种类多、同类产品需求规模小。**工业自动化仪器仪表产品种类繁多，每一种产品都有众多产品系列，但大部分产品的市场需求规模不大，从事单一产品生产和销售的企业规模较小，目前没有一家公司可以生产和销售行业内所有产品。
- **研发周期长、研发投入大，产品生命周期长。**工业自动化仪器仪表研发和验证周期长、研发投入大、回收期长，一个新产品从开始研发、现场验证到市场成熟需要很长时间和较大投入，因而产品都具有较长的生命周期，往往十年以上一个产品线才能完全被更新淘汰。因此，新产品研发成功并被市场接受后，可以为企业带来长期收益。
- **自动化仪器仪表行业集中度低，行业内大部分企业规模较小。**自动化仪器仪表行业从业企业较多，且其中不乏实力雄厚的大型跨国公司，除少数企业外，大部分企业的市场份额都不大，市场较为分散，市场竞争较为激烈。
- 行业产品主要包括电动执行器、流量计、信号调理仪表、控制阀等仪器仪表。
- **电动执行器：**作为控制系统的执行元件，广泛应用于各种工业自动化控制系统中，它根据控制系统发出的信号，调控阀门或其他节流装置，实现对生产过程中温度、压力、流量、物位和成分等过程参数的调节控制。电动执行器在自动化控制系统中起到类似人的手脚的功能，被大量用于高温、高湿、腐蚀、有毒、的工业现场，对生产质量、效率和安全起着关键的作用。根据驱动负载的大小，可分为轻载型电动执行器和重载型电动执行器。

图表 11：轻载型电动执行器



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：重载型电动执行器



来源：公司公告，国金证券研究所

- **流量计：**是用于测量管路中流体流量的仪表。主要应用于工业生产中对工艺管路中各种气体、液体介质的流量测量。流量测量原理、方法

和流量计的种类繁多，目前尚无统一的分类标准，按照目前最流行的分类法可分为容积式流量计、差压式流量计、浮子流量计、电磁流量计、热式流量计等。

图表 13：流量计产品



来源：公司公告，国金证券研究所

- **信号调理仪表：**又称为信号调理器，被用于对控制系统和现场仪表的信号传送进行隔离、配电、浪涌保护（避雷）和转换变送。在工业控制系统、水处理、环保和轨道交通等领域，信号调理仪表的使用量大，原则上一个信息点需要选用至少一个信号调理仪表。

图表 14：信号调理仪表



来源：公司公告，国金证券研究所

- **控制阀：**工业自动化仪器仪表行业中使用频率最高、产品类别最大、市场规模最大的细分产品，由控制阀门和执行器组成。在控制系统中，它接受控制系统发出的信号，通过对阀门开度的精确定位，实现对介质的流量控制，从而实现对生产过程中温度、压力、流量、物位和成分等过程参数的调节控制。

图表 15：控制阀产品



来源：国金证券研究所

## 2.2、行业的国际现状

- **欧美企业在业内积淀深厚。**发达国家工业自动化仪器仪表行业发展历史较长，目前世界业内著名企业，如德国西门子公司、瑞士 ABB 公司、美国艾默生公司、美国霍尼韦尔公司等，都具有 50 年以上的历史。
- **日本通过技术引进成为后起之秀。**日本企业是行业的后起之秀，他们从上世纪 50 年代开始通过不断引进欧美公司的技术，进行消化吸收再创新，并持续进行研发和生产投入，随着日本工业在世界上的崛起，出现了类似日本横河公司、山武公司等大型企业。欧美日等发达国家的技术代表了当今世界的最高技术水平。其产品经过长期的锤炼和改进，技术先进、质量可靠，具有很强的品牌优势。
- **跨行业综合型集团通过兼并收购成为行业领先企业。**发达国家的工业自动化仪器仪表企业有跨行业综合性集团、专业大型跨国公司和专业中小企业三种企业类型。跨行业综合型集团通过兼并收购成为行业领先企业，如德国西门子和瑞士 ABB 公司，其工业自动化仪表产品包罗万象、规格众多。二者都是在其原有产品基础上通过收购众多的专业大型公司和专业中小企业，扩大产品系列和市场占有率。

图表 16：发达国家仪器仪表企业类型

企业类型	发展历程	特点	典型企业
跨行业综合型集团	拥有几十年甚至上百年的历史，实力雄厚，自动化仪表只是其众多产品领域之一，主要通过不断兼并收购来扩大产品领域	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 品牌知名度高</li> <li>➢ 全球经营，市场占有率高，年销售额在数十亿美元以上</li> <li>➢ 专注于量大面广或高附加值的产品领域</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 德国西门子公司</li> <li>➢ 瑞士 ABB 公司</li> <li>➢ 美国艾默生公司</li> <li>➢ 美国GE公司</li> <li>➢ 美国霍尼韦尔公司</li> </ul>
专业大型公司	从单一产品开始，经过30-50年积累，发展成为行业相关产品领域的领导者，主要通过自主研发来丰富产品线	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 几种相关产品领域的技术和市场领导者</li> <li>➢ 产品面向全球销售，年销售规模一般为几亿美元</li> <li>➢ 经营效益良好</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 英国罗托克公司</li> <li>➢ 德国E+H公司</li> <li>➢ 瑞士博力谋公司</li> <li>➢ 日本山武公司</li> </ul>
专业中小公司	由工程师或科学家创立，专注于一种或几种相关产品的自主研发，经过10年以上的发展，成为某一类市场规模不是太大的产品领域的技术领先者	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 规模较小，年收入从数百万美元到数千万美元不等</li> <li>➢ 市场销售能力较弱，通过长期合作伙伴经销或为大公司提供 ODM 服务</li> <li>➢ 经营效益较好</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 美国Veris公司</li> <li>➢ 德国PS公司</li> <li>➢ 奥地利西贝公司</li> <li>➢ 意大利赛谱公司</li> <li>➢ 日本M-System公司</li> </ul>

来源：公司公告，国金证券研究所

■ **他山之石——日本山武公司：**日本山武公司创立于 1906 年（现已更名为阿自倍尔会社）。公司发展之初通过代理美国布朗公司产品，进一步与美国霍尼韦尔公司进行技术合作，逐渐增强自身实力。经过百年发展，公司现在以“楼宇、先进工业、生活”三大自动化事业为支柱，不断拓宽业务领域。其工业自动化现场仪表产品包括电子压力/压差变送器、流量计、液位计等。2015 年，山武公司实现销售收入 23.26 亿美元，净利润 6,553 万美元。

图表 17：日本山武公司发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

### 2.3、行业的国内现状

- **国内自动化仪器仪表行业起步较晚，与国际领先水平差距较大。**我国工业自动化仪器仪表行业起步于上世纪 50 年代，伴随着国家工业化进程的发展而发展，整体技术与世界领先水平差距较大。工业自动化仪器仪表产品需要在不断的试错和改进中逐渐成熟，技术积累周期较长。国内工业自动化仪器仪表行业发展历史较短，依靠自身积累发展较慢，大部分企业规模较小，研发投入规模不大，导致我国工业自动化仪器仪表厂商整体技术水平较低，研发能力较弱，产品多为中低端产品，高端市场主要采用国外品牌产品。
- **经过长期的市场实践，一部分国内企业通过与国际领先企业合作，逐渐在国内竞争中脱颖而出。**这些国内企业的业务模式的共同点为：利用我国市场规模大和研发制造成本低廉的优势，与国际技术领先或品牌知名度较高

的企业合作，通过学习和市场实践实现后发优势，提高自主研发实力和自有品牌的市场形象，提升核心竞争力，业内上市公司如威尔泰、自仪股份、万讯自控等。

图表 18：国内自动化仪器仪表上市公司比较

公司简称	上市日期	总市值 (亿元)	自动化仪器仪表相关产品	近三年营业收入(亿元)		
				2012年	2013年	2014年
威尔泰	2006-08-02	20.07	压力变送器、电磁流量计、阀门	1.25	1.32	1.23
万讯自控	2010-08-27	54.68	电动执行器、流量计、控制阀、压力仪表及配件	2.81	3.31	3.37
自仪股份	1994-03-24	79.14	检测仪表及执行器、控制类产品、集成业务	10.44	10.79	10.34
川仪股份	2014-08-05	63.60	智能调节阀、智能变送器、智能流量仪表、智能执行机构、温度仪表、系统集成及总包服务	32.48	31.87	33.46

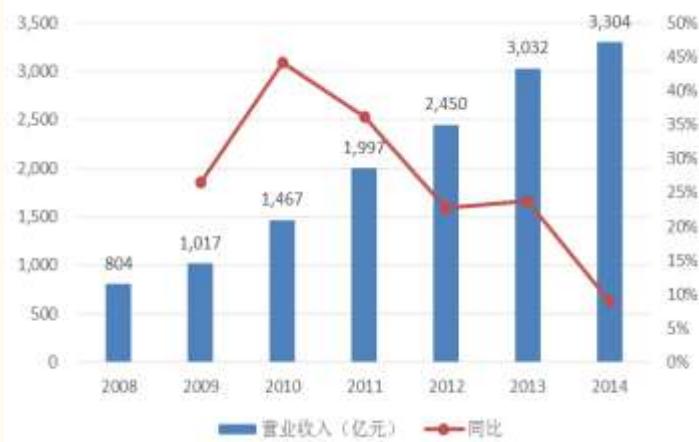
注：1、自仪股份2014年12月6日公布了重大资产置换及发行股份购买资产预案，拟将临港集团部分园区资产置入上市公司，临港资管实现借壳上市，届时公司主业亦将变更为园区开发业务。2、总市值日期截至2015年7月6日。

来源：wind，国金证券研究所

#### 2.4、下游行业技术改造需求和国家政策支持驱动行业增长

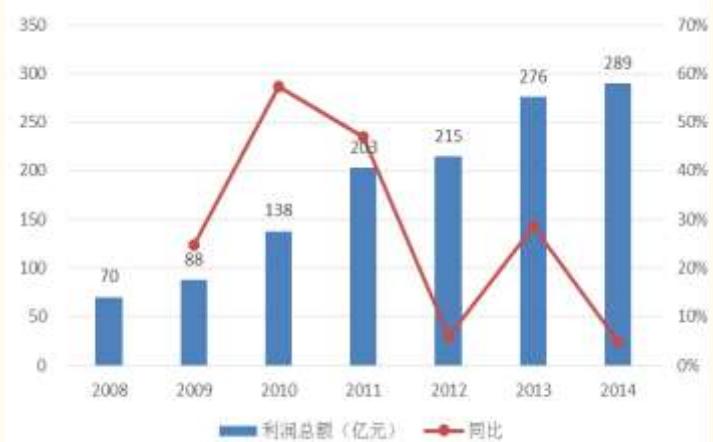
- **下游应用领域广泛，需求与国家宏观经济状况关系密切。**自动化仪器仪表行业下游应用广泛，产品需求与国民经济发展呈现一定的正相关性，特别是工业领域新建及技术改造项目对行业发展影响较大。自 2008 年以来，国内固定资产投资快速增长，工业自动控制系统装置制造业需求增加，市场规模不断扩大，全行业营业收入从 2008 年的 804 亿元增加到 2014 年的 3,304 亿元，年均复合增长率 26.6%。

图表 19：2008-2014 年工业自控系统装置制造业收入



来源：wind，国金证券研究所

图表 20：2008-2014 年工业自控系统装置制造业利润



来源：wind，国金证券研究所

- **政策支持和市场需求是行业发展的两大驱动因素。**国家制造强国战略的推进和重点工程项目的实施，为在制造业智能化、生产过程自动化以及质量监督等环节中起到至关重要作用的仪器仪表行业提供了发展机遇。根据国家发改委《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（2013 年修正），“数字化、智能化、网络化工业自动检测仪表与传感器”属于鼓励发展产业。

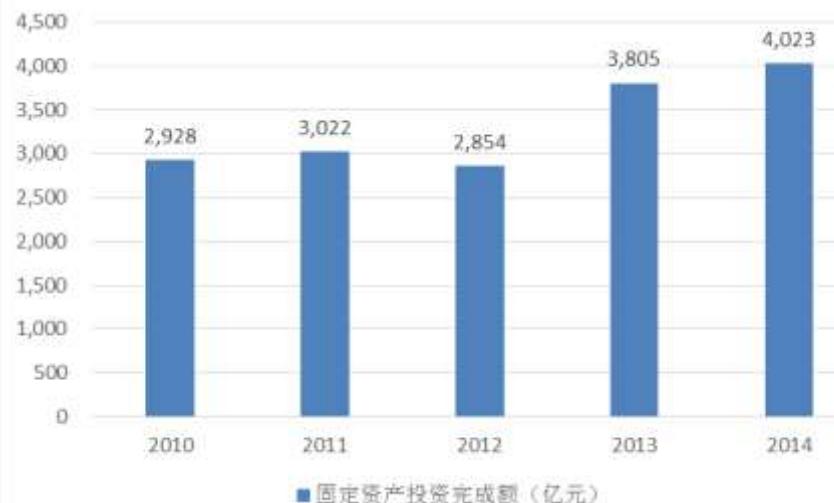
图表 21：仪器仪表行业的主要国家政策

国家政策	仪器仪表行业相关内容
《产业结构调整指导目录》 (2013年修订)	鼓励发展：数字化、智能化、网络化工业自动检测仪表与传感器；用于辐射、有毒、可燃、易爆、重金属、二恶英等检测分析的仪器仪表；矿井灾害（瓦斯、煤尘、矿井水、火、围岩等）监测仪器仪表和系统
《加快推进传感器及智能化仪器仪表产业发展行动计划》（2013年）	鼓励和支持测量、控制、智能化等前沿、共性技术研究，新一代传感器及智能化仪器仪表研发及应用验证；重点支持企业开展以信息化和工业化深度融合为核心的技术改造，传感器及智能化仪器仪表创新示范园区和基地建设
《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》（2011年）	自动化测量仪表和红外传感器均列为当前优先发展的高技术产业化重点领域

来源：国金证券研究所

- **油气行业信息化建设和战略新兴产业发展支撑行业未来需求。** 我国油气行业信息化建设起步较晚，但需求增长迅速。油气行业数据采集及监测系统市场需求从 2008 年的 14.1 亿元增长至 2020 年的 27.7 亿元。在油气开采领域，我国内陆油田的油气水井总量约 30 万口，到 2010 年，全国实现自动化生产数据上传与控制的只有 3 万余口，占比 10% 左右。从目前油气行业信息化进程看，市场需求仍有很大提升空间。此外，国家正在大力发展的战略新型产业，如节能环保、水处理、新材料、生物医药等，也将会给自动控制系统的应用带来潜在需求。

图表 22：石油和天然气开采业固定资产投资完成额



来源：wind，国金证券研究所

## 2.5、中国制造 2025 发布，自动化行业有望迎来新一轮快速发展期

- 今年 5 月 19 日，国务院正式印发《中国制造 2025》，标志着此前预期的制造强国规划的纲领性政策正式兑现。当前，在国家面临转型升级的大背景下，制造业作为国民经济发展的基础地位无可替代，而智能制造则代表着我国制造业未来的发展方向。
- **智能测量仪表是《中国制造 2025》规划中需要突破的智能核心装置之一。** 工业自动化仪器仪表被用于工业生产信息采集、传送和控制执行，被誉为“工业信息机器”是现代工业的基础行业，在国民经济中起着极为重要的作用。《中国制造 2025》指出，要“突破新型传感器、智能测量仪表、工业控制系统、伺服电机及驱动器和减速器等智能核心装置，推进工程化和产业化”。在实施制造强国战略的进程中，自动化行业有望引来新一轮快速发展期，而仪器仪表作为重要的工业信息机器也将获得新的发展机遇。

### 3、公司看点

#### 3.1、专注细分领域，外延拓展规模

■ **内生+外延力争打造业内最全产品线。**近年来，公司通过自主研发、国际合作以及外延并购等方式，不断丰富自身产品种类、提升产品技术含量，现已成为国内少数拥有较为齐全工业自动化仪表产品线的公司之一。公司产品型号达几百种，涵盖了工业自动化仪器仪表的核心环节。

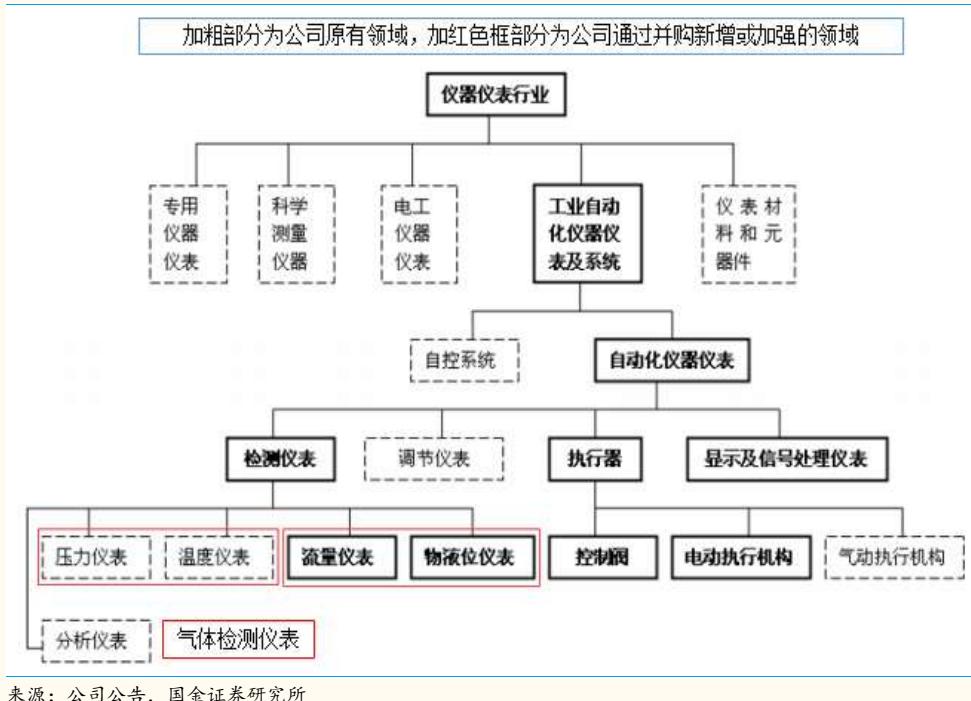
图表 23：万讯自控部分技术领先型产品

产品名称	产品图示	技术特点	应用案例
智能电机保护器		<p>国内第一家完全热记忆，算法先进、保护准确</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>专利的热积累过载保护算法，实时跟踪并记忆电机热积累和温升</li> <li>针对电网波动及负载频繁变化而设计的完全热记忆，让保护更加合理、精确</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>江西禾益化工有限公司</li> <li>河北钢铁集团旗下鑫达钢铁高炉装置</li> </ul>
智能阀门定位器		<p>中德美三方联合研发，国内产销量第一</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>专利的热积累过载保护算法，实时跟踪并记忆电机热积累和温升</li> <li>针对电网波动及负载频繁变化而设计的完全热记忆，让保护更加合理、精确</li> <li>只要在允许温升范围内，电动机频繁短时过载不会跳闸，充分出力保证生产</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中石化仪征化纤公司聚酯装置</li> <li>广州造纸股份有限公司</li> <li>宁夏启元药业有限公司</li> </ul>
防雷型信号调理器		<p>拥有国家专利的国内第一款具有防雷功能的信号调理器</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>浪涌防护，5kA电流泄放能力</li> <li>总线供电，节省1/3接线</li> <li>性能稳定，低功耗低温度设计</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>福建塔牌水泥有限公司变频传动柜装置</li> <li>华电国际十里泉发电厂</li> <li>惠州市广大水泥有限公司</li> </ul>
无刷电机风阀执行器		<p>与德国合作伙伴共同开发，采用国际最新的驱动控制技术</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>无刷电机驱动，从根本上保证产品质量和寿命</li> <li>全过程过载保护功能</li> <li>智能控制设计</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>深圳湾体育场项目，深圳2011世界大学生运动会主场馆</li> </ul>

来源：公司网站，国金证券研究所

■ **公司上市后注重外延式扩张，通过投资、收购兼并等资本运作方式快速实现产业链的延伸和产品线的拓展。**2012年，公司通过收购上海雄风加强了在物液位仪表领域的研发及销售能力；收购天津亿环增强了在流量仪表领域的实力；2013年，公司收购广州森纳士，完成在温度、压力仪表领域初次布局。2015年1月，公司计划收购成都安可信电子股份有限公司，进入气体传感器领域。

图表 24：公司通过外延收购实现产品线的快速延伸



来源：公司公告，国金证券研究所

- 通过并购上海雄风自控工程有限公司、天津市亿环自动化仪表技术有限公司、上海妙声力仪表有限公司、广州森纳士有限公司等一系列的举措，公司完善和优化了自身原有的产品结构，在流量仪表、物液位仪表、温度压力仪表等方面形成了较强的竞争力，并逐步成为行业内产品种类最多、型号较为齐全的企业之一。

图表 25：万讯自控近年外延收购情况

资金来源	时间	公司简称	交易金额	持股比例	经营范围	新增业务
超募资金收购	2012年3月	上海雄风	5287.5万	100%	通讯设备、五金交电、建材、包装机械、玻璃仪器、日用百货、汽配、自控系统，成套电脑，仪表仪器的批发零售，代购代销及售后服务，生产加工仪器仪表、仪表柜，从事货物及技术的进出口业务	物液位仪表
	2012年3月	天津亿环	2500万	58%	自动化仪器仪表及机械配件技术开发、咨询、服务、转让，自动化仪器仪表及机械配件制造，自控系统设计、安装调试，仪器仪表、电子元件、家用电器、计算机外围设备零售兼批发	流量仪表
	2012年6月	上海妙声力	1909万	51%	工业自动化设备仪器仪表、电线电缆、皮带秤、测量控制系统批发零售、工业自动化设备仪器仪表技术领域内的技术开发、技术咨询、技术转让	经销物液位仪表
	2013年6月	广州森纳士	3200万	100%	研发、生产压力传感器、变送器和温度传感器、变送器，销售本公司产品并提供售后服务	压力、温度仪表
增发收购 (增发获准)	2015年1月	成都安可信	2.23亿	100%	主营业务为可燃、有毒、有害气体泄漏探测、报警、控制系统产品的研发、生产、销售和服务；主要产品为气体检测仪器仪表，包括气体报警控制器、气体探测器等	气体检测仪表

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司坚持“两条腿走路”，研发投入持续增加。**公司始终坚持“两条腿走路”的原则，一方面坚持“自主模式”，专注于自身主业的创新和完善，注重产品研发；另一方面坚持结合“国际合作模式”的发展道路，引进国际先进技术进行消化吸收，使公司研发能力接近或达到国际先进水平。2011年至2014年，公司研发投入从1,303万元增加到3,065万元，年均复合增长33%；占营业收入的比例从不足7%提高到9.1%。

图表 26：公司研发投入及占营收比例逐年上升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：万讯自控国际合作伙伴

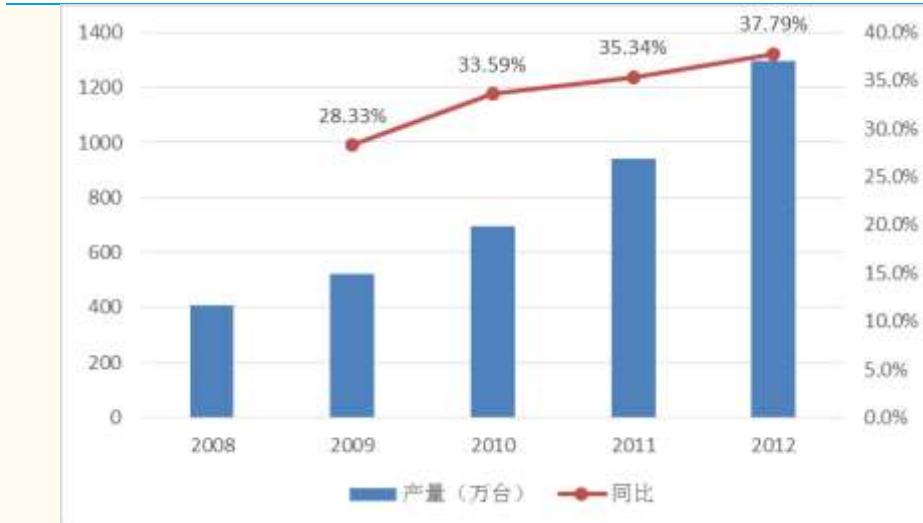
合作伙伴	合作产品	起始时间
德国PS公司	轻载型电动执行器	1997年
奥地利西贝公司	重载型电动执行器	1996年
德国西斯特公司	均速管流量计	2003年
美国德美公司	热式流量计	2008年
意大利赛诺公司	高端硬密球阀	2007年
瑞士威卡公司	磁翻板液位计	2007年
美国咖纳公司	振棒物位开关	2009年

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2、收购成都安可信，分享气体传感器行业庞大市场

- 气体检测仪表应用领域广泛，近年来市场规模增长迅速。气体检测仪下游需求领域非常广泛，覆盖了工业、农业、交通、科技、环保、国防、航空航天及日常生活等方面。国家对安全及环保日益重视，相关政策和法规陆续出台，近年来气体检测仪器仪表行业发展迅速。2008 年我国气体探测器的产量约为 406 万台，到 2012 年则达到了 1,298 万台，年均复合增长率为 33.7%。

图表 28：2008-2012 气体探测器产量及增速



来源：中国仪器仪表行业协会，国金证券研究所

- 气体检测仪器仪表行业未来市场需求主要来自燃气行业、民用一氧化碳检测及工业有毒有害气体检测三个方面。

- **燃气行业：**2014 年 10 月 30 日，中国政府网印发国务院成立油气管道安全整改小组通知，要求加快推动油气输送管道安全隐患整治，在存量市场和新增管道的共同推动下，气体检测设备需求将迎来加速释放，尤其是高性能的红外气体检测仪器仪表将得到难得的发展机遇。
- **民用一氧化碳检测：**根据住建部颁发的《全国城镇燃气发展“十二五”规划》，到“十二五”期末，城市燃气普及率将达到 94% 以上，县城及小城镇燃气普及率达到 65% 以上。我国民用燃气及一氧化碳气体检测仪器仪表市场目前规模较小，但市场潜力巨大，随着政府的推动和消

费者自身安全意识的提高，民用气体检测仪器仪表的市场需求将逐步释放。

- **工业有毒有害气体检测：**2014年8月《安全生产法》的修订正式通过，特别强调对职工的人身和生命安全的保障，石油石化、化工、钢铁、煤炭等行业必然加大对保障安全生产的投入，其中对于生产过程中产生的有毒有害气体监测是安全生产的重要组成部分，企业对气体检测仪器仪表和气体安全监测系统的需求将大大增加。
- **成都安可信**主要致力于可燃、有毒、有害气体泄漏探测、报警、控制系统产品的研发、生产、销售和服务，主要产品有气体报警控制器、报警探测器、独立式探测器、便携式气体探测仪等。

图表 29：安可信主要产品



来源：公司公告，国金证券研究所

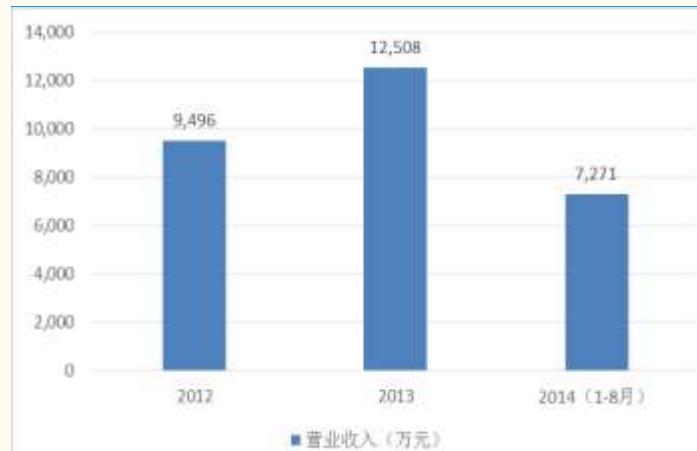
- **成都安可信**通过自主创新、自主研发，创立了一整套气体传感器应用、数据传输、平台监控的核心技术方案，近年收入和利润稳定增长。公司在气体探测领域的优势技术包括气体探测器一体化集成技术、智能功率总线技术等。2013年，安可信实现营业收入1.25亿元，净利润1,473万元，分别同比增长31.6%、28.5%。安可信主要股东承诺2014年、2015年、2016年、2017年扣除非经常性损益后的净利润分别不低于1,800万元、2,160万元、2,592万元、3,110万元。

图表 30：安可信主要技术优势

技术类型	技术特点
气体探测器一体化集成技术	<ul style="list-style-type: none"> <li>能够兼容半导体、催化燃烧式、红外、电化学及各种新兴技术产品</li> <li>解决了产品的模块化和标准化问题，产品可靠性增加、研发时间缩短</li> </ul>
智能功率总线技术	<ul style="list-style-type: none"> <li>总线的通信误码率低</li> <li>气体探测器内置唯一的物理编码，无需人工设置，便于自动操作</li> <li>对通信电缆要求低，传输距离远，可达2,700米</li> </ul>
电路恒温技术	<ul style="list-style-type: none"> <li>延缓传感器衰减</li> <li>提高传感器的生产合格率以及使用寿命和线性显示精度</li> </ul>
传感器应用软件核心算法	<ul style="list-style-type: none"> <li>可适用于多种传感器</li> <li>提高气体检测仪器仪表成品率、全量程精度及抗干扰能力</li> </ul>

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：安可信今年收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

■ **定增收购安可信，高管参与彰显信心。**2015年1月，公司发布公告拟通过增发+现金形式作价2.23亿元收购成都安可信电子股份有限公司。本次收购的现金部分是公司通过定增募集配套资金所得，出资方包括董事长在内的5名自然人，认购股价为10.01元/股。公司高管参与认购，锁定期三年，彰显了对公司未来发展的信心。5月22日，公司增发收购事项获得证监会上市公司并购重组审核委员会无条件通过。6月19日，公司公告完成对安可信公司的收购。

图表 32：万讯自控收购安可信方案

交易方案	发行对象	发行价格	发行股数	锁定期
发行股份购买资产	安可信股东	10.01元/股	1510.5万股	根据业绩承诺完成情况，最低12个月
发行股份募集配套资金	包括万讯自控董事长在内的5名自然人	10.01元/股	557.40万股	36个月

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2、伺服系统产品小批量供应，公司新业务有望逐步放量

- **伺服系统又称随动系统，是用来精确地跟随或复现某个过程的反馈控制系统。**伺服系统使物体的位置、方位、状态等输出被控量能够跟随输入目标（或给定值）的任意变化的自动控制系统。伺服系统是工业控制领域的重要一环，广泛应用于机床、印刷、包装、橡胶、纺织、风电等行业。
- **引进德国技术开发的伺服系统新产品开始小批量供货。**公司与德国 aradex（欧德思）合作研发的电动伺服新产品2015年开始供货，首批产品主要供应福工动力（万讯参股10%，主营电动汽车总成，是宇通、金龙等的主要供应商之一），用于电动汽车总成之中。公司的产品下游主要应用在混合动力与纯电动新能源汽车、混合动力挖掘机、场地车、飞机、轮船等方面。

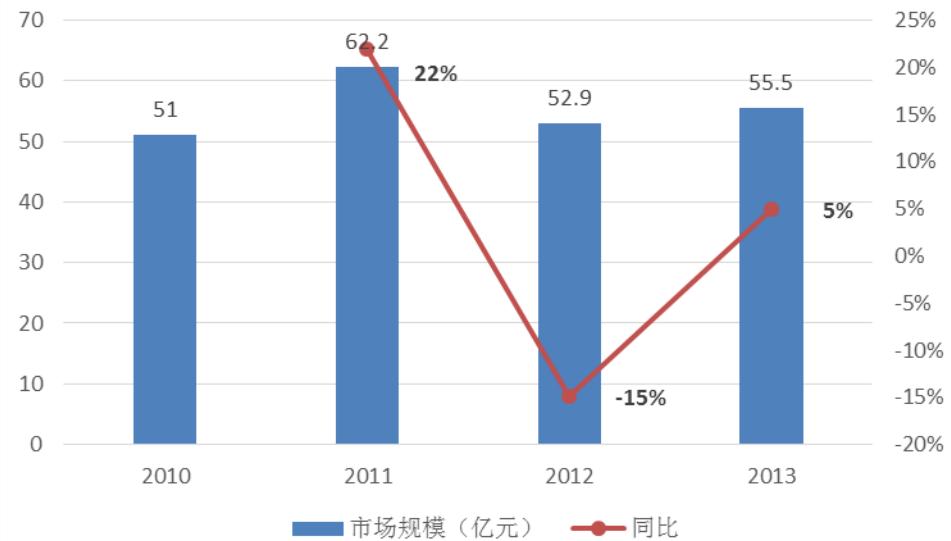
**图表 33: 福工混合动力驱动系统解决方案**


来源: 福工动力网站, 国金证券研究所

**图表 34: 福工混合动力系统主要用于城市客车**


来源: 福工动力网站, 国金证券研究所

- 2011年, 我国伺服系统市场容量为62.2亿元, 比上年增长22%; 2012年伺服市场受国际经济疲软和国内需求不足的影响, 市场规模降至52.9亿元, 是近6年来首次出现下滑; 2013年伺服市场上半年仍缓慢下滑, 下半年开始触底回温, 全年市场规模在55.5亿元, 小幅增长5%。未来随着《中国制造2025》的实施, 工业自动化进程将进一步加快, 伺服系统行业受益于产业升级的影响, 有望迎来新一轮的增长机遇。

**图表 35: 2010-2013年我国伺服系统市场规模统计**


来源: 中商情报网, 国金证券研究所

- **伺服系统市场国外品牌占据大部分份额, 国产品牌实力逐渐增强。**在目前行业主流产品交流伺服系统市场中, 日系品牌占据43%的市场份额, 著名品牌包括松下、发那科、三菱电机等; 欧美品牌市场占有率在30%左右, 主要品牌有美国罗克韦尔、德国西门子等; 此外, 以东元和台达为代表的台系伺服在大陆市场占据约5%市场份额。国内伺服品牌起步晚, 目前规模较大的伺服品牌不到30家, 主要有南京埃斯顿、和利时、汇川、中达等, 近年来得到迅速发展, 市场占有率已上升至20%左右。

图表 36：国内伺服系统市场格局

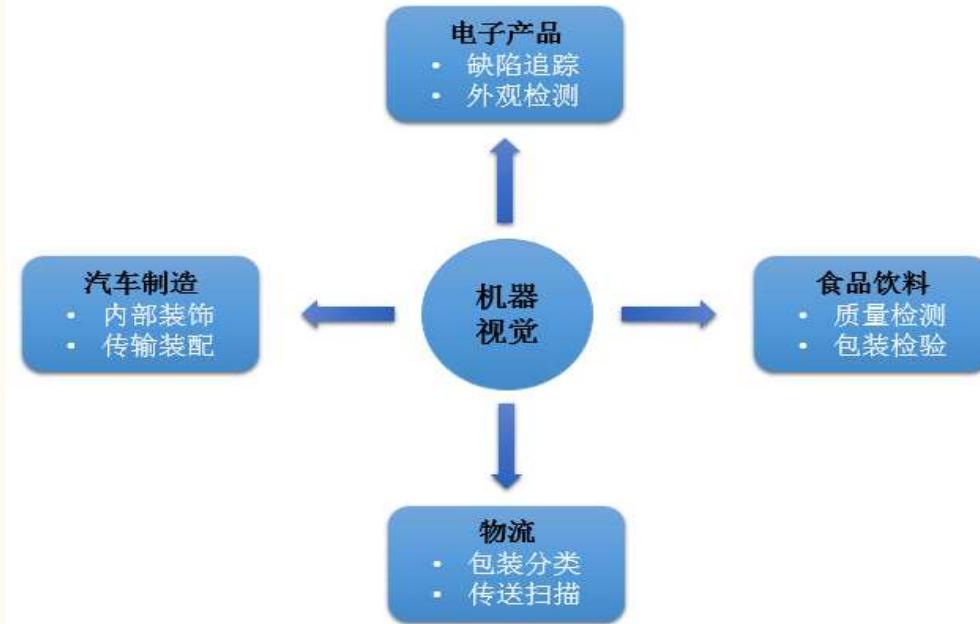
品牌来源	市场份额	代表品牌	主要优势
日本	43%	松下、发那科	技术和性能符合用户需求、可靠性较高，在中小型OEM市场上尤其具有垄断优势
欧美	30%	罗克韦尔、西门子	品牌历史悠久、技术先进、功能齐全，在高端设备和生产线上比较有竞争力
台湾	5%	东元、台达	突出性价比优势，居于进口中端产品和国产品牌之间
大陆	20%	埃斯顿、汇川	价格低廉、售后服务快捷，主要占据中低端市场

来源：中国产业研究报告网，国金证券研究所

### 3.3、布局机器人 3D 视觉识别领域，享受行业高增长

- **引进丹麦技术，公司布局 3D 视觉机器人业务。**公司拟收购丹麦 Scape Technologies A/S 公司 21.74% 的股权。Scape 主要从事机器人 3D 视觉识别系统的研发。收购完成后，与其在中国成立一家合资公司，总投资金额约为 812 万元人民币，用以开拓国内机器人应用市场。
- **机器视觉是自动化应用的关键技术，对我国制造业转型升级具有重要意义。**机器视觉即用机器来代替人眼做测量和判断的系统。作为一项关键性的自动化技术，机器视觉的应用范围涵盖了工业、农业、医药、军事、航天等国民经济的各个行业，机器视觉的发展对于正处于制造业从劳动密集化向自动化转型的中国而言非常重要。

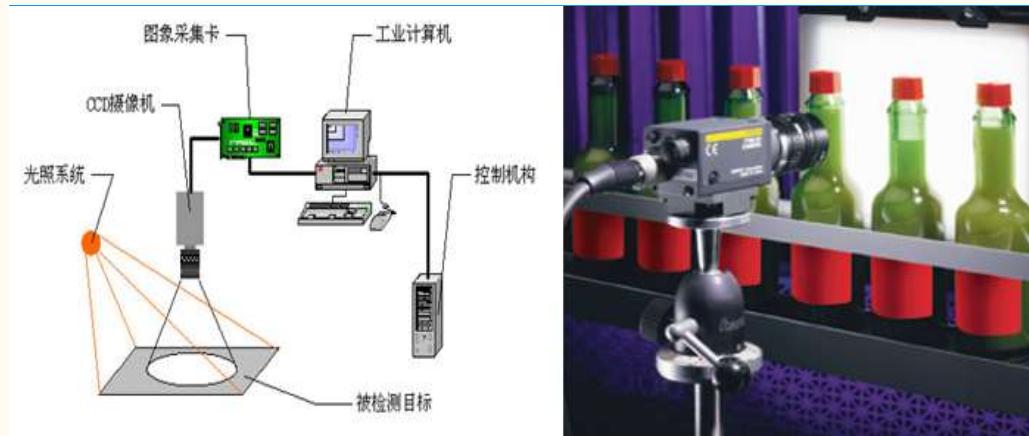
图表 37：机器视觉下游应用领域广泛



来源：国金证券研究所

- **市场饱和度低，发展空间大。**机器视觉发展集中在欧美和日本，我国机器视觉市场起步较晚，国内部分经销商开始以代理为主转向大力推广自主品牌的产品，行业分布、渠道分销与成熟的自动化产品都有明显差异。整个中国的机器视觉市场相较成熟的自动化产品应用水平偏低，市场远未饱和，发展空间很大。

图表 38：机器视觉在自动化中的应用示例



来源：国金证券研究所

- **国内机器视觉市场近年来高速增长。**经历了长期蛰伏之后，2010 年我国机器视觉市场迎来爆发式增长，当年市场规模达到 8.3 亿元，同比增长 48.2%；2011 年我国机器视觉市场规模为 10.8 亿元，同比增长 30.1%。近年来，我国电子制造和代工厂商正在采购大量自动化设备取代人工，以应对愈演愈烈的缺工现象，这将为机器视觉产品的应用带来新的增长点。预计未来几年，我国机器视觉产业市场规模将保持稳定增长，2015 年有望达到 30 亿元。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、盈利预测

- 考虑到收购安可信的并表情况，我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 5.73 亿元、6.72 亿元、7.81 亿元，分别同比增长 70%、17%、16%；归母净利润 5700 万元、6900 万元、8000 万元，分别同比增长 148%、22%、16%；EPS 分别为 0.23/0.28/0.32 元，对应 PE 分别为 96/79/68 倍。

### 4.2、投资建议

- 我们认为公司通过外延收购已成为国内少数拥有较为齐全工业自动化仪表产品线的企业之一。目前我国正处于制造业转型升级的重要阶段，智能化的仪器仪表是自动化、智能化的改造中的核心装置，未来仍有较大发展空间。公司通过国际合作涉入的新领域伺服系统和机器视觉也是未来现金制造业的发展方向，市场前景广阔。此外，公司仍有进一步的外延预期，我们给予“增持”评级。

图表 39：公司主营业务收入预测——按产品拆分

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>现场仪表</b>						
销售收入 (百万元)	190.94	241.31	269.52	300.00	340.00	380.00
增长率 (YOY)	66.60%	26.38%	11.69%	11.31%	13.33%	11.76%
毛利率	48.76%	51.09%	46.68%	46.00%	45.50%	45.00%
销售成本 (百万元)	97.84	118.02	143.71	162.00	185.30	209.00
增长率 (YOY)	72.56%	20.63%	21.76%	12.73%	14.38%	12.79%
毛利 (百万元)	93.10	123.29	125.81	138.00	154.70	171.00
增长率 (YOY)	60.76%	32.42%	2.05%	9.69%	12.10%	10.54%
占总销售额比重	67.93%	72.93%	79.98%	52.36%	50.60%	48.69%
占主营业务利润比重	67.04%	74.63%	77.95%	47.20%	45.05%	42.87%
<b>压力仪表及配件</b>						
销售收入 (百万元)	33.26	32.49	38.45	45.00	53.00	62.50
增长率 (YOY)	216.46%	-2.32%	18.34%	17.04%	17.78%	17.92%
毛利率	37.09%	37.00%	47.66%	38.00%	39.00%	39.00%
销售成本 (百万元)	20.92	20.47	20.12	27.90	32.33	38.13
增长率 (YOY)	261.25%	-2.18%	-1.68%	38.64%	15.88%	17.92%
毛利 (百万元)	12.34	12.02	18.33	17.10	20.67	24.38
增长率 (YOY)	161.47%	-2.55%	52.44%	-6.69%	20.88%	17.92%
占总销售额比重	11.83%	9.82%	11.41%	7.85%	7.89%	8.01%
占主营业务利润比重	8.88%	7.28%	11.35%	5.85%	6.02%	6.11%
<b>二次仪表及其他</b>						
销售收入 (百万元)	53.37	54.96	27.58	40.00	52.00	64.00
增长率 (YOY)	-14.85%	2.98%	-49.82%	45.03%	30.00%	23.08%
毛利率	56.19%	52.02%	58.46%	56.00%	56.00%	56.00%
销售成本 (百万元)	23.38	26.37	11.46	17.60	22.88	28.16
增长率 (YOY)	-17.38%	12.78%	-56.55%	53.62%	30.00%	23.08%
毛利 (百万元)	29.99	28.59	16.12	22.40	29.12	35.84
增长率 (YOY)	-12.77%	-4.66%	-43.61%	38.93%	30.00%	23.08%
占总销售额比重	18.99%	16.61%	8.18%	6.98%	7.74%	8.20%
占主营业务利润比重	21.60%	17.31%	9.99%	7.66%	8.48%	8.98%
<b>安可信</b>						
销售收入 (百万元)	0.00	0.00		186.00	224.00	270.00
增长率 (YOY)	0.00%	0.00%	0.00%	#DIV/0!	20.43%	20.54%
毛利率	0.00%	0.00%	61.00%	61.00%	61.00%	61.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	72.54	87.36	105.30
增长率 (YOY)	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!	20.43%	20.54%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.61	113.46	136.64	164.70
增长率 (YOY)	0.00	0.00	0.00	18500.00%	20.43%	20.54%
占总销售额比重	0.00	0.00	0.00	32.46%	33.33%	34.59%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	61.00%	38.81%	39.79%	41.29%
<b>销售总收入 (百万元)</b>						
销售总收入 (百万元)	281.09	330.86	336.97	573.00	672.00	780.50
销售总成本 (百万元)	142.22	165.67	175.58	280.64	328.62	381.59
毛利 (百万元)	138.87	165.19	161.39	292.36	343.38	398.92
平均毛利率	49.40%	49.93%	47.89%	51.02%	51.10%	51.11%

来源：国金证券研究所

**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)					
主营业务收入	281	331	337	573	672	781	货币资金	165	126	121	382	408
增长率	17.7%	1.8%	70.0%	17.3%	16.1%		应收账款	107	121	104	211	253
主营业务成本	-142	-166	-176	-281	-329	-382	存货	58	55	54	88	106
%销售收入	50.6%	50.1%	52.1%	49.0%	48.9%	48.9%	其他流动资产	7	13	5	13	16
毛利	139	165	161	292	343	399	流动资产	337	314	284	695	784
%销售收入	49.4%	49.9%	47.9%	51.0%	51.1%		%总资产	60.7%	53.7%	46.9%	74.5%	76.9%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-5	-6	-7	长期投资	6	17	18	18	18
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%		固定资产	122	126	163	170	160
营业费用	-63	-62	-61	-109	-128	-148	%总资产	21.9%	21.6%	26.9%	18.2%	15.7%
%销售收入	22.3%	18.8%	18.1%	19.0%	19.0%		无形资产	88	113	133	42	49
管理费用	-48	-62	-67	-115	-134	-156	非流动资产	218	271	322	238	232
%销售收入	17.0%	18.8%	19.8%	20.0%	20.0%		%总资产	39.3%	46.3%	53.1%	25.5%	23.1%
息税前利润 (EBIT)	26	38	30	64	75	87	资产总计	555	584	607	933	1,019
%销售收入	9.1%	11.5%	9.0%	11.1%	11.2%		短期借款	0	0	4	0	0
财务费用	4	6	2	5	8		应付款项	68	64	74	127	153
%销售收入	-1.6%	-1.7%	-0.5%	-0.9%	-1.2%		其他流动负债	17	20	16	47	53
资产减值损失	-1	-3	-3	0	0		流动负债	85	83	93	174	207
公允价值变动收益	0	0	0	0	0		长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0		其他长期负债	1	2	6	0	0
%税前利润	0.5%	0.6%	0.8%	0.3%	0.2%		负债	86	85	99	174	207
营业利润	29	41	29	69	84		普通股股东权益	444	470	483	729	780
营业利润率	10.3%	12.5%	8.7%	12.0%	12.4%		少数股东权益	25	30	25	29	33
营业外收支	3	3	3	3	3		负债股东权益合计	555	584	607	933	1,019
税前利润	32	44	32	72	86							
利润率	11.4%	13.3%	9.5%	12.5%	12.9%							
所得税	-5	-5	-5	-11	-13	-15						
所得税率	17.1%	10.3%	15.3%	15.5%	15.5%							
净利润	26	40	27	61	73	84						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0						
非现金支出	9	13	15	11	12	13						
非经营收益	1	-2	-2	-3	-3	-3						
营运资金变动	-31	-18	-20	-84	-30	-30						
经营活动现金净流	5	33	19	-15	52	64						
资本开支	-22	-26	-33	77	-7	-7						
投资	-72	-33	3	0	0	0						
其他	1	-9	-8	0	0	0						
投资活动现金净流	-94	-68	-38	77	-7	-7						
股权募资	5	0	27	203	0	0						
债权募资	0	0	4	-4	0	0						
其他	-8	-8	-14	0	-19	-19						
筹资活动现金净流	-3	-8	16	199	-19	-19						
现金净流量	-91	-43	-2	261	26	38						

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
评分	<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 20%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
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%以下。

**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认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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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