

智能燃气表第一梯队，解决方案业内领先

投资要点

- **事件：**公司发布 2016 年半年度报告，报告期内实现营业收入近 1.4 亿元，同比增长近 8.9%；归母净利润 1923 万元，同比下降近 12.8%。
- **事件点评：**公司上半年营业收入增长主要是由于民用智能燃气表和工商用智能燃气表控制装置的销售增长所致；归母净利润下滑是由于公司的营业成本、销售费用和管理费用增加所致。营业成本同比上升 15.6%是由于销售增长及产品销售结构变化所致；销售费用同比增长 18.6%是由于公司加强营销网络建设所致；管理费用同比增长 10.7%是由于公司加大研发投入及员工薪酬增长所致。
- **公司产品种类齐全：**公司专注于燃气表领域多年，是天然气表行业中能提供硬件设备、软件平台和应用方案的高新技术企业。公司位居国内智能燃气表制造商第一梯队，在线用户超 1100 万户，客户主要是燃气运营商，遍布各大城市及地区。
- **燃气表信息化趋势明显，未来市场容量广阔：**我国燃气表领域仍有较大发展空间，多年来智能燃气表增长势头稳定。目前推行的阶梯气价方案对旧表的更换起到促进作用，我国过去五年燃气表需求量增速约为 20%，而智能燃气表需求增量则近似到达 28%。经测算，智能燃气表在 2016-2020 年间仅替换需求即可达 172 亿元，再加上机械燃气表进一步被淘汰，我们认为智能燃气表市场容量仍然广阔。
- **物联网概念带动公司发展：**物联网表技术将会使未来的抄表、付费、维护等更加便捷。公司研发的多层组网物联计量系统完全满足这一概念，在未来推动的“四表合一”进程中，公司将会受益。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.35 元、0.36 元和 0.39 元，对应的动态 PE 分别为 105 倍、102 倍和 93 倍。参考上市公司中营业结构类似的金卡股份估值，并考虑到相对稀缺性及公司未来发展规划，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**燃气行业或不景气的风险，旧燃气表更新或不及时的风险，工商用智能燃气表业务市场推广或不顺利的风险。

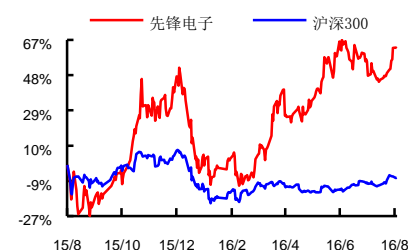
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	291.15	318.23	339.68	361.67
增长率	-5.08%	9.30%	6.74%	6.47%
归属母公司净利润（百万元）	52.64	52.66	53.95	59.20
增长率	-20.99%	0.03%	2.45%	9.74%
每股收益 EPS（元）	0.35	0.35	0.36	0.39
净资产收益率 ROE	8.55%	7.74%	7.75%	8.26%
PE	105	105	102	93
PB	8.98	8.13	7.94	7.71

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：黄仕川
 执业证号：S1250512040001
 电话：023-63725713
 邮箱：hsc@swsc.com.cn
 联系人：谭菁
 电话：010-57631196
 邮箱：tanj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.50
流通 A 股(亿股)	0.38
52 周内股价区间(元)	24.79-51.88
总市值(亿元)	55.28
总资产(亿元)	7.24
每股净资产(元)	4.16

相关研究

目 录

1 专注于燃气行业，积极应对市场竞争	1
2 产品种类齐全、技术实力雄厚，受益行业信息化发展	2
2.1 阶梯气价政策推动，智能燃气表市场容量广阔	2
2.2 公司产品种类齐全、技术实力雄厚	3
3 智能燃气系统业内领先.....	4
3.1 IC 卡预付费系统解决方案	5
3.2 远程抄表系统解决方案	5
3.3 工商业用户远传监控系统解决方案	6
4 NB-IoT 标准冻结，新产品“多层物联网计量互动平台”规模化推广可期	7
5 盈利预测与投资建议	8
6 风险提示	9

图 目 录

图 1：营业收入及增速	1
图 2：归母净利润及增速	1
图 3：公司业务结构情况	1
图 4：公司分业务毛利率	1
图 5：我国燃气表需求增长趋势	2
图 6：先锋燃气智能收费平台界面及功能	4
图 7：城市燃气智能计量网络收费系统架构	4
图 8：公司 IC 卡预付费系统构架	5
图 9：公司远程抄表系统流程	6
图 10：工商业用户远传监控管理系统解决方案	7

表 目 录

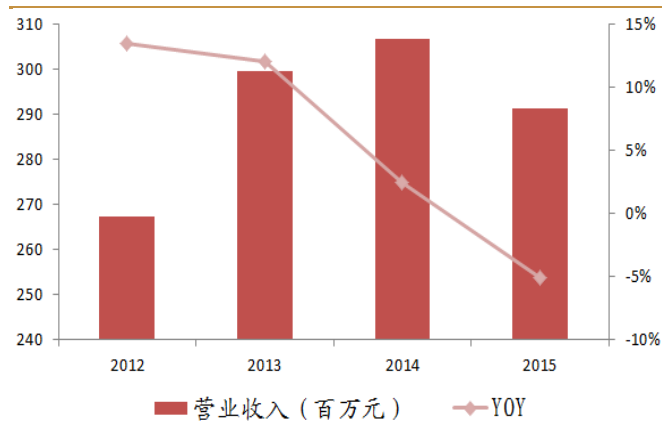
表 1：公司产品分类	3
表 2：先锋 MIoT-IMS 系统方案与普通物联网抄收方案的比较	7
表 3：分业务收入及成本预测表	8
附表：财务预测与估值	10

1 专注于燃气行业，积极应对市场竞争

杭州先锋电子技术股份有限公司成立于 1991 年，2015 年 6 月上市，是一家为城市燃气行业提供集硬件设备、软件平台和应用方案为一体的“城市燃气智能计量网络收费系统”产品的高新技术企业。公司产品包含多种计量平台及配套硬件设备，并提供智能计量网络收费系统。

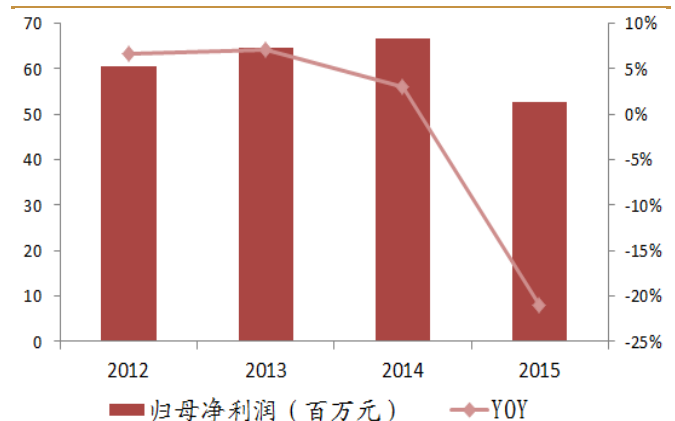
2015 年公司实现营业收入 2.9 亿元，归属于母公司股东的净利润 5264 万元，相较 2014 年均有下滑，主要是受到宏观因素及投资下滑，行业竞争加剧等影响。

图 1：营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

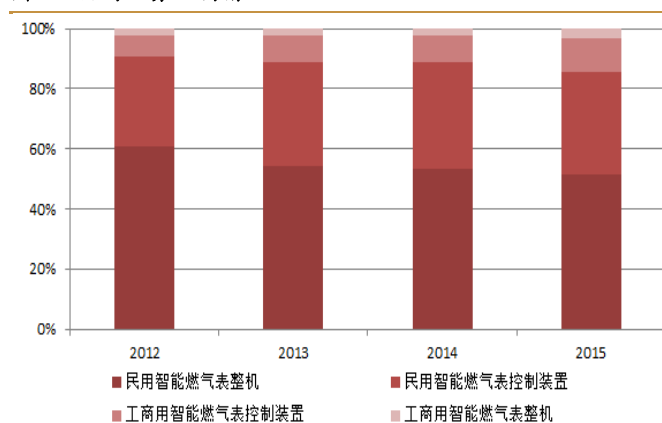
图 2：归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

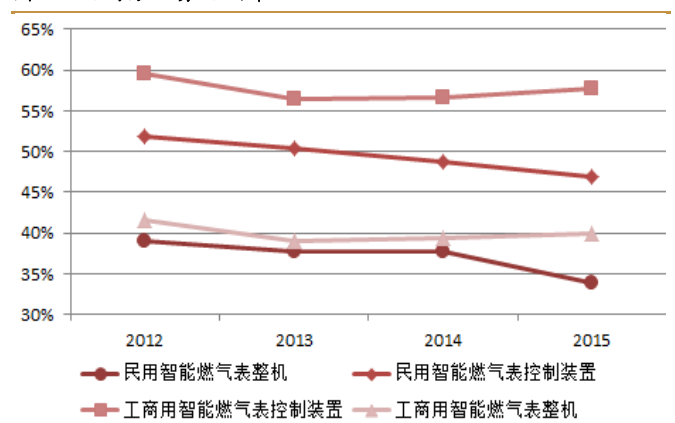
从公司分业务来看，公司营业收入占比最高的为民用智能燃气表整机业务，2015 年占比达 50.7%。毛利率最高的则为工商用智能燃气表控制装置，毛利率可达 57.8%。近两年燃气表特别是民用燃气表市场竞争加剧，造成公司民用智能燃气表整机及其控制装置产品毛利率下降明显。

图 3：公司业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司分业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

公司毛利率最低的民用燃气表整机业务占比在稳步下降，公司计划在未来加大毛利率较高的工商用智能燃气表的业务占比，盈利能力有望提升。

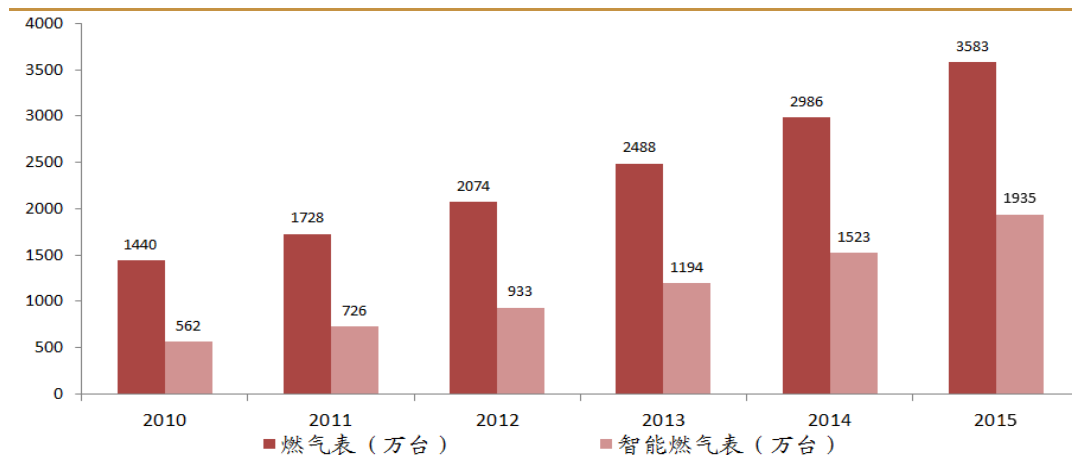
2 产品种类齐全、技术实力雄厚，受益行业信息化发展

2.1 阶梯气价政策推动，智能燃气表市场容量广阔

我国的燃气表需求包括新增和在线更新两大类，而从上世纪 90 年代后期起，智能燃气表开始走进市场并实现规模化生产与应用，预付费智能燃气表充分利用先进的微电子控制技术、IC 卡预付费安全技术和计算机编程技术实现了燃气表的智能化系统管理。一方面解决了“入户抄表难”的问题，另一方面也解决了燃气公司“收费难”的问题，提高了燃气运营商能源运营管理水平。

根据我国国家计量检定规程 JJG577-2005《膜式燃气表》规定：以天然气为介质的燃气表使用期限一般不超过 10 年，以人工燃气、液化石油气等为介质的燃气表使用期限一般不超过 6 年，需周期性地强制更新替换。目前我国仍处于传统燃气表向智能燃气表转换阶段，在 2015 年底，我国所有已通气的城市建立阶梯电价制度。在未来，以用气量为基础计价的燃气表将逐渐被以金额为基础计价的 IC 卡智能表和物联网智能表所替代，燃气表行业将是一个可持续发展，容量广阔的市场。过去 5 年，我国燃气表行业需求增速平均为 20%，而智能燃气表需求增速则近似达到 28%。

图 5：我国燃气表需求增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

智能燃气表 2016-2020 年替换需求有 172 亿元的空间。由中国计量协会《膜式燃气表产业现状与发展展望》数据显示，2010-2015 年间全国新装智能燃气表共计 6873 万台，这些电表正常情况下使用 5 年后需要更换。我们假设智能燃气表的市场价格维持在 250 元/台，那么 2016 至 2020 年间替换需求贡献的市场容量将可达 172 亿元。

阶梯气价政策逐渐落实，智能燃气表的新装需求将持续释放。发改委于 2014 年《关于建立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见》中指出，天然气价格主管部门要加快步伐，今后凡制定或调整居民生活用气销售价格的城市，要同步建立起阶梯价格制度。阶梯气价对天然气计量方式提出了更高的要求，从以用气量为计价基础转变为以金额为计价基础。目前我国智能燃气表普及远未完成，我们认为随着政策逐步落实，未来将会有更多的机械膜式燃气表被淘汰、转换成智能燃气表，因此智能燃气表的市场容量将依旧广阔。

2.2 公司产品种类齐全、技术实力雄厚

公司产品系列从民用智能燃气表到工商用智能燃气表、从逻辑加密卡到 CPU 卡产品、从近距离无线传输到 GPRS 远距离无线传输、从单户控制预付费到集中控制预付费，涵盖了城市燃气智能燃气表的各品种系列，产品种类居国内智能燃气表行业前列。

智能燃气表及控制装置产品：其中智能燃气表系列产品有 6 类民用燃气表、3 类工商业燃气表；控制装置主要有 2 款民用控制装置和 3 款工商用控制装置。目前，公司根据应用场景对各个产品进行了整合，设立了五大应用平台，产品结构得到优化。

表 1：公司产品分类

软件	硬件	特点
智能网络收费平台	略	可兼容不同厂商表具终端，具备对运行表具的用户管理、充值收费、抄表、调价、远程监控功能，通过与银行、第三方支付平台等合作实现网上支付、银行代售等应用
多层物联网互动计量系统	无线组网膜式燃气表	集中器利用 LoRa 扩频技术自动完成组网抄收，并通过移动通讯公网，实现与后台管理系统之间的数据双向传输。具有智能燃气表实时在线、远程抄表、远程阀控等智能化管理功能。使用先进通讯技术，系统覆盖范围广、抄表效率高。
物联网互动计量平台	工商业物联网膜式燃气表	利用蜂窝网络进行数据采集与终端控制，可对燃气表的用气量及表具状态进行分析统计，满足燃气公司对燃气表的远程监控需求。系统抗干扰性强、安全可靠度高。
	工商业物联网流量计	
无线远传互动计量平台	略	由上位机管理系统、表具终端、抄收设备三部分组成，可实现点对点无线抄收。
IC 卡预付费互动计量平台	家用 IC 卡膜式燃气表	以收费系统为核心、IC 卡为传输媒介、IC 卡膜式燃气表为终端进行燃气业务各环节控制。产品质量稳定可靠。
	工商业 IC 卡膜式燃气表	
	工商业 IC 卡流量计	

数据来源：公司网站，西南证券整理

公司的燃气表工艺流程要经过 8 道程序，分别是：配件进厂检验、入库备用、部件生产、半成品检测、入库、整机装配和检测、出厂前监督检查、包装入库。

随着市场竞争的加剧，公司的民用智能燃气表单价从 2012 年的 261.7 元/台下降至 2014 年的 248.6 元/台。与此同时，民用智能燃气表控制装置呈现上升趋势，是由于控制装置需对不同客户提供不同定制需求，造成单价存在差异，公司产品得到市场认可，单价从 2012 年的 158.9 元/台提升至 2014 年的 166.5 元/台。而工商用表则是根据不同流量而定价，差异较大，不适宜单价对比。

智能网络收费平台软件：公司拥有自己的专业软件开发团队，根据多年为燃气运营商提供服务积累的经验，开发出了“先锋燃气智能收费平台软件 V5.0”。平台软件针对同时使用多厂家智能燃气表在线产品的燃气公司，使其具备在同一软件平台下使用统一的读写设备，管理智能燃气表的能力。目前软件能适应 Windows 多个版本，功能涵盖了平台管理、IC 卡收费管理、报表查询、抄表统计、维修维护等等多个功能。

图 6：先锋燃气智能收费平台界面及功能



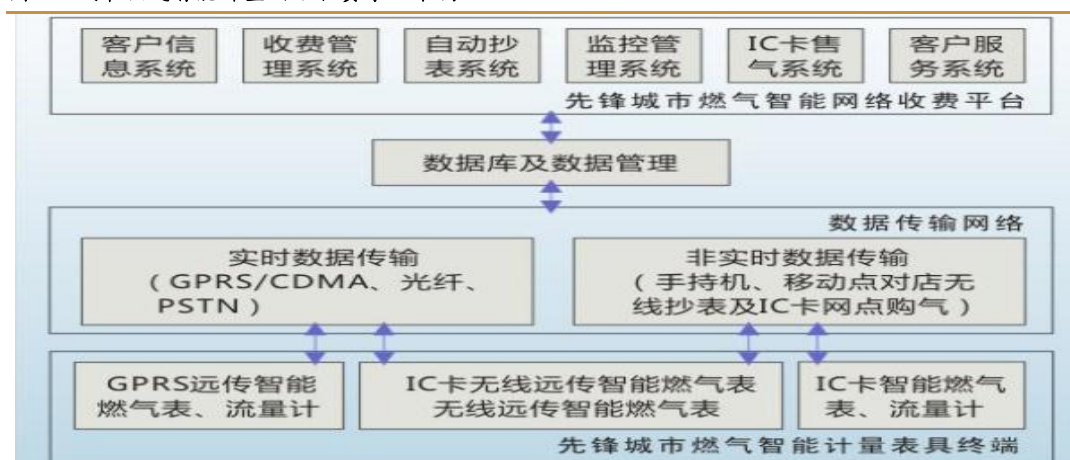
数据来源：公司公告，西南证券

3 智能燃气系统业内领先

公司自成立以来，一直专注于为城市燃气行业提供集硬件设备、软件平台和应用方案为一体的“城市燃气智能计量网络收费系统”产品。发行人的主营业务是为燃气行业提供“城市燃气智能计量网络收费系统”的整体解决方案及与之配套的智能燃气表等终端产品的研发、生产和销售。

“城市燃气智能计量网络收费系统”解决方案是指紧密结合燃气公司的业务特点和管理需求，设计或选择适合燃气公司要求的收费管理软件系统、数据采集传输系统及智能燃气表终端产品，通过此系统实现对产品信息的采集、传递、收缴费、监控、数据统计分析和服务等。

图 7：城市燃气智能计量网络收费系统架构



数据来源：公司公告，西南证券

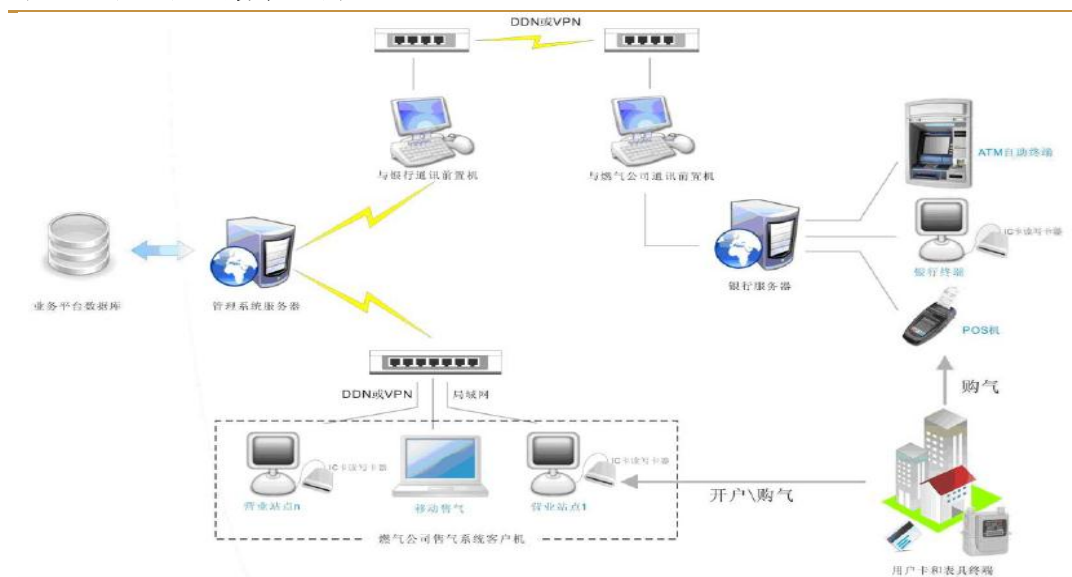
目前公司提供的典型“城市燃气智能计量网络收费系统”解决方案有三种，在国内同业中整体能力强，系统产品质量高，属于国内燃气系统领先梯队。公司的产品销售及售后服务网点遍布全国，在线用户已超 1100 万户。

3.1 IC 卡预付费系统解决方案

从 1993 年在业内率先提出了预付费模式后，即出现了 IC 卡式燃气表，而相应产生了 IC 卡预付费系统。该系统以收费系统为核心、IC 卡为传输媒介、IC 卡智能燃气表为终端进行全面业务控制，在缴费方式上以通过燃气运营商营业厅预付费为主，以燃气运营商各营业网点、银行及终端等多种预付费模式为辅的售气方式。该解决方案是以现有网络通讯技术、银行自助终端技术与系统分布式开发为基础的收费营运模式，实现了对 IC 卡用户的集中式管理，并对 IC 卡充值的每笔业务进行数据记录，在此基础上进行数据的统计与分析，为燃气公司燃气运营管理提供数据决策，同时解决了燃气用户拖欠燃气费用的问题，并节省了燃气公司传统抄表业务中的抄表人力成本。

方案该方案的实施内容主要包括：预付费方式的经济效益分析、预付费的业务场景分析、预付费智能燃气表的功能分析、IC 卡数据结构规划和安全算法规划及售气系统的建设规划、数据接口规划、联网售气方式规划（银行联网、销售点联网及移动 POS 机售气）、票据打印及报表规划、维护及技术支持规划等内容。

图 8：公司 IC 卡预付费系统构架



数据来源：Wind，西南证券

3.2 远程抄表系统解决方案

远传抄表系统有两种主要解决方案：一种是无无线抄收解决方案，该方案解决了普通机械表抄收过程中存在的入户抄收困难、抄收率低和抄收准确性低等问题，可实现户外、高效、准确的抄收；另一种是 IC 卡无线远传解决方案，此方案可实时对终端表具信息进行监测和对终端表内燃气单价进行调整，并可根据抄收数据计算输差比等指标供燃气公司决策管理使用，同时具有 IC 卡预付费管理功能。

该方案的实施内容主要包括：远传抄表的业务场景分析、远传智能燃气表的功能分析、无线应用的频点选择及无线模块的功率选择、无线通讯协议及无线命令的安全分级要求、无线手持机和车载移动抄表模式的确定、抄表软件功能要求与燃气管理系统的接口无线抄表单的确定、无线智能燃气表的安装及维护换表流程等内容。

图 9：公司远程抄表系统流程



数据来源：Wind，西南证券

在远程抄表方案中，公司处于物联网应用的开发、实践、探索中，产品模式是多层物联网互动计量系统（Mlot-IMS 系统）。无线远传智能燃气表通常有如下风险：

- 1) 通信网络易丢包；
- 2) 信号易受干扰，甚至屏蔽；
- 3) 依托传统 2G 网络的传输模式，但 2G 网络有被弃用的趋势。

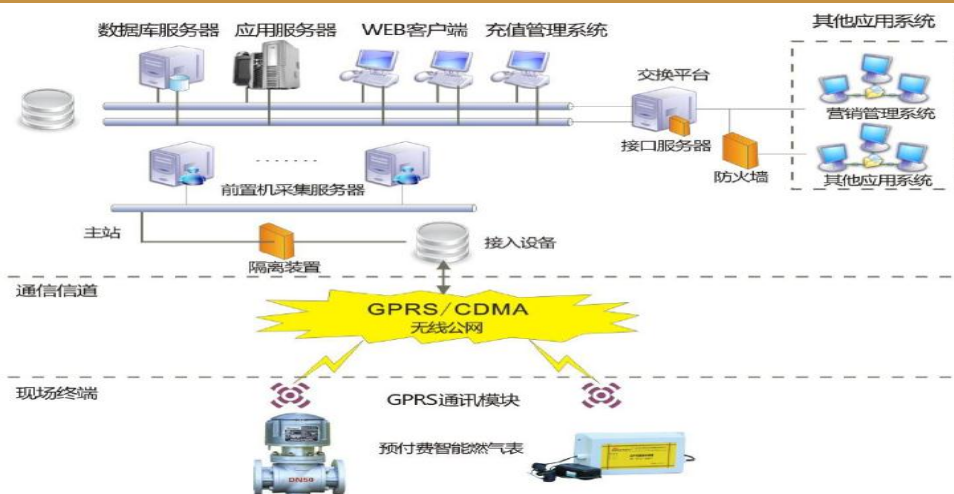
综合种种风险考虑，公司的先锋 Mlot-IMS 系统可利用 GPRS/3G/4G 网络、多层组网技术、LoRa 扩频技术等，实现后台的实时监控、低成本、维护便利的物联网抄收应用。信息准确度上实现了广域网采集、小区集中器统一采集、车载移动抄表模式及点对点传输直接抄表模式，达到多重保险效果。

3.3 工商业用户远传监控管理系统解决方案

该工商业用户远传监控管理系统解决方案是利用终端表具与 GPRS 数据采集器组成网络，采集器定时获取终端表具的用气信息并保存到采集器的数据存储区。采集器中的数据可以通过 GSM、GPRS 等传输方式自动传输到数据中心服务器，监控管理系统对数据库中获取的数据进行各种统计分析。本方案以分布式数据通讯技术进行数据采样与终端控制，满足了燃气公司对工商用智能燃气表用户的远程监控要求，对工商用智能燃气表用气量及表具状态可做到随时分析统计，形成用气小时报表、日报表、月报表。同时针对原有的 IC 卡预付费用户，提供了无线的网络预付费通道，具备了工商用智能燃气表的“物联网”应用基础。

该方案实施内容主要包括：GPRS 远传抄表的业务场景分析、远传网络的组网方案、业务数据通讯协议、预付费工商用智能燃气表的功能及与 GPRS 采集器通讯接口要求、GPRS 采集器的功能要求、备用电池使用时间长度的要求、前置机采集服务器的软硬件要求及与智能燃气管理系统的接口、查询监控服务的要求、网络预付费功能的实现及安全要求等内容。

图 10：工商业用户远传监控管理系统解决方案



数据来源：公司公告，西南证券

4 NB-IoT 标准冻结，新产品“多层物联网计量互动平台”规模化推广可期

随着阶梯燃气价的推广、智慧城市部署的发展，针对这些新要求，公司推出了“先锋多层物联网互动计量系统方案”（MIoT-IMS 系统）。系统利用 GPRS/CDMA/3G/4G 网络和民用 470MHz 网络的方式，加以公司自主研发的多层物联网技术、LoRa 扩频技术的应用等，实现后台监控、低成本、维护便利的物联网抄收应用。

该方案具有多层组网、功耗低、抗干扰强、安全可靠的优点。

表 2：先锋 MIoT-IMS 系统方案与普通物联网抄收方案的比较

用户需求	先锋 MIoT-IMS 系统	普通物联网抄收【内置 SIM 卡表】
实时性	高	低
	抄表、充值、调价实时操作	功耗大，无法实时在线，只能定时或半主动上线。
复杂度	中	低
	除表具和集中器外,仅需要安装少量中继器,用于覆盖信号死角	除表具外不需要安装其它设备
安装成本	中	低
	集中器需要市电供电.集中器无法直接覆盖的地方,加装中继器.中继器无需市电供电,采用一次性锂电池供电;	无外部设备,仅需要调试是否有公网无线信号覆盖
运行维护成本	低	高
	除了集中器上需要使用移动公网外,其他设备不需要公网.只要对集中器和少量的中继器维护即可,表具功耗较低;	每台表具需要支付一定的费用给运营商,而且抄表成功率直接受到运营商网络覆盖,信号强度影响;
系统可扩展性	高	低
	多种可用备用方案;假设当公网失效时,可以用手持设备到现场对表具进行操作;除了无线还可以使用 IC 卡进行充值;集中器可以选择多种远传方式.	当公网故障时,无线失效.现有主要针对移动互联网技术的升级速度快,运营商对 2G,2.5G,3G 网络支持时长的不确定性;例如小灵通、BP 机等。

数据来源：西南证券

公司研发后台管理模块多年，性能优于其他厂商，MIoT-IMS 系统具备核心竞争力。后台管理系统是统筹管理整个系统和系统运营的中枢，管理系统通过互联网向现场设备发布抄送命令，并对收集的用户和表具信息进行深入分析，从而实现信息查询、故障检测、费用计量的功能。公司拥有 20 余年的燃气表管理系统的开发和运行经验，客户涵盖 550 家燃气公司，积累了大量数据，多年的行业经验使得 MIoT-IMS 系统中的后台管理模块设计得比较成熟，公司的产品子系统安全性高、功能完善、用户体验好。

NB-IoT（窄带蜂窝物联网）标准今年 6 月于 3GPP R13 冻结，我们认为这一事件确立了智能燃气表传输协议的顶层设计，智能燃气表、智能燃气平台在具备了大规模推广的技术基础后，产品订单爆发在即。NB-IoT 抄表方式相比于传统的无线集抄最大的优点在于通信层基于蜂窝网络、并采用低阶调制技术，使得信号传输稳定、抗干扰能力强、覆盖范围广。窄带蜂窝物联网技术非常适用于数据量小且分散的通信场景，例如电表、水表、燃气表等行业。

5 盈利预测与投资建议

假设 1：公司的民用智能燃气表整机业务受到新建房地产增速下降影响，主要增速来源于旧表更换，近三年总体上维持小幅增幅；毛利率随着市场竞争加剧而轻微下滑，预计分别是 33.5%、32%、31%。

假设 2：民用智能燃气表控制装置变化趋势随整机业务变化，未来三年增速与民用智能燃气表整机相同，毛利率会随行业竞争加剧有小幅下降变动，分别是 46.5%、45%、43%。

假设 3：随着公司加大在工商业表领域的发展力度，且由于过去工商业表收入基数较低，从 2016 年起将会有较大增幅，毛利率稳定维持在 40%；工商业表控制装置收入增速相近，毛利率在 58%左右。

假设 4：公司为应对竞争日益激烈的市场，销售费用等将不会下降，维持在相对高位。

基于以上假设，我们预测 2016 年至 2018 年公司分业务收入及成本预测如下：

表 3：分业务收入及成本预测表

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
民用智能燃气表整机	收入	147.63	155.01	159.66	164.45
	增速		5.00%	3.00%	3.00%
	成本	97.66	103.08	108.57	113.47
	毛利率	33.84%	33.50%	32.00%	31.00%
民用智能燃气表控制装置	收入	98.93	103.88	107.00	110.21
	增速		5.00%	3.00%	3.00%
	成本	52.54	55.58	58.85	62.82
	毛利率	46.90%	46.50%	45.00%	43.00%
工商用智能燃气表控制装置	收入	32.55	43.95	54.93	65.92
	增速		35.00%	25.00%	20.00%
	成本	13.75	18.46	23.07	28.35
	毛利率	57.76%	58.00%	58.00%	57.00%

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
工商用智能燃气表整机	收入	8.62	11.63	13.96	16.75
	增速		35.00%	20.00%	20.00%
	成本	5.18	6.98	8.37	10.05
	毛利率	39.86%	40.00%	40.00%	40.00%
其他	收入	3.42	3.76	4.14	4.35
	增速		10.00%	10.00%	5.00%
	成本	1.97	2.15	2.40	2.61
	毛利率	42.54%	43.00%	42.00%	40.00%
合计	收入	291.15	318.23	339.68	361.67
	增速	-5.08%	9.30%	6.74%	6.47%
	成本	171.09	186.49	201.47	214.68
	毛利率	41.23%	41.40%	40.69%	40.64%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.35 元、0.36 元和 0.39 元，对应的动态 PE 分别为 105 倍、102 倍和 93 倍。参考上市公司中营业结构类似的金卡股份估值，并考虑到相对稀缺性及公司未来发展规划，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

6 风险提示

天然气行业或不景气的风险，旧燃气表更新或不及时的风险，工商用智能燃气表业务市场推广或不顺利的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	291.15	318.23	339.68	361.67	净利润	52.64	52.66	53.95	59.20
营业成本	171.09	186.49	201.47	214.68	折旧与摊销	2.51	4.57	5.79	7.05
营业税金及附加	2.72	2.96	3.19	3.33	财务费用	-5.48	1.78	4.10	4.18
销售费用	29.61	32.78	33.29	33.63	资产减值损失	3.29	2.00	2.00	2.00
管理费用	43.84	46.14	48.23	50.27	经营营运资本变动	-318.69	-25.75	-31.68	-32.53
财务费用	-5.48	1.78	4.10	4.18	其他	301.35	-2.20	-2.20	-2.20
资产减值损失	3.29	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	35.62	33.06	31.96	37.69
投资收益	-0.22	0.20	0.20	0.20	资本支出	-4.77	-14.00	-14.00	-14.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-295.45	0.20	0.20	0.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-300.22	-13.80	-13.80	-13.80
营业利润	45.85	46.27	47.59	53.77	短期借款	0.00	100.00	0.00	0.00
其他非经营损益	15.70	15.42	15.53	15.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	61.56	61.69	63.12	69.29	股权融资	318.52	50.00	0.00	0.00
所得税	8.92	9.03	9.18	10.09	支付股利	-47.97	-37.90	-37.91	-38.84
净利润	52.64	52.66	53.95	59.20	其他	-1.25	-1.78	-4.10	-4.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	269.30	110.32	-42.02	-43.02
归属母公司股东净利润	52.64	52.66	53.95	59.20	现金流量净额	4.71	129.57	-23.86	-19.13
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	153.86	283.43	259.57	240.44	成长能力				
应收和预付款项	189.19	186.06	202.05	217.39	销售收入增长率	-5.08%	9.30%	6.74%	6.47%
存货	43.32	47.22	51.01	54.36	营业利润增长率	-26.34%	0.91%	2.85%	12.98%
其他流动资产	300.00	327.90	350.01	372.66	净利润增长率	-20.99%	0.03%	2.45%	9.74%
长期股权投资	9.80	9.80	9.80	9.80	EBITDA 增长率	-30.93%	22.73%	9.23%	13.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	15.49	20.13	24.16	27.52	毛利率	41.23%	41.40%	40.69%	40.64%
无形资产和开发支出	4.56	9.35	13.54	17.13	三费率	23.35%	25.36%	25.21%	24.36%
其他非流动资产	9.59	9.59	9.59	9.59	净利率	18.08%	16.55%	15.88%	16.37%
资产总计	725.82	893.49	919.74	948.90	ROE	8.55%	7.74%	7.75%	8.26%
短期借款	0.00	100.00	100.00	100.00	ROA	7.25%	5.89%	5.87%	6.24%
应付和预收款项	109.51	112.34	122.48	131.21	ROIC	11.01%	8.37%	8.33%	8.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.73%	16.54%	16.92%	17.97%
其他负债	0.89	0.97	1.05	1.12	营运能力				
负债合计	110.39	213.31	223.53	232.33	总资产周转率	0.52	0.39	0.37	0.39
股本	100.00	150.00	150.00	150.00	固定资产周转率	18.00	18.38	16.14	14.69
资本公积	337.25	337.25	337.25	337.25	应收账款周转率	1.85	1.86	1.93	1.90
留存收益	178.17	192.92	208.96	229.32	存货周转率	4.16	4.12	4.10	4.07
归属母公司股东权益	615.42	680.18	696.21	716.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.53%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	615.42	680.18	696.21	716.57	资产负债率	15.21%	23.87%	24.30%	24.48%
负债和股东权益合计	725.82	893.49	919.74	948.90	带息债务/总负债	0.00%	46.88%	44.74%	43.04%
					流动比率	6.22	3.96	3.86	3.81
					速动比率	5.82	3.74	3.63	3.57
					股利支付率	91.13%	71.98%	70.28%	65.61%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.35	0.36	0.39
					每股净资产	4.10	4.53	4.64	4.78
					每股经营现金	0.24	0.22	0.21	0.25
					每股股利	0.32	0.25	0.25	0.26
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	42.88	52.63	57.49	65.00					
PE	105.01	104.97	102.46	93.37					
PB	8.98	8.13	7.94	7.71					
PS	18.99	17.37	16.27	15.28					
EV/EBITDA	82.12	101.36	93.21	82.73					
股息率	0.87%	0.69%	0.69%	0.70%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn