

智慧水务龙头，创新驱动发展

买入|首次推荐

报告要点:

● **领先的水务信息化解决方案提供商，业务持续扩张驱动业绩快速增长**
公司深耕水务行业 20 余年，将物联网、大数据、边缘计算等新一代信息技术应用于水务信息化行业，积累了丰富的项目经验和客户资源。2017-2021 年，营业收入的 CAGR 达 42.21%，扣非归母净利润的 CAGR 达 44.38%。2021 年，公司实现营收 5.03 亿元，同比增长 38.44%；实现扣非归母净利润 0.86 亿元，同比增长 19.83%，收入快速增长的原因是：水务信息化市场需求旺盛、公司产品的竞争优势显现、销售队伍建设及市场拓展良好等。

● 行业痛点与政策双轮驱动行业快速发展，智慧水务前景广阔

我国供水管网建设持续推进，城市供水管道长度不断增加，却存在较大的漏损问题。根据国家统计局的数据，2020 年，我国城市供水管道长度为 100.69 万公里，漏损水量为 78.54 亿立方米，漏损率为 13.39%。《“十四五”节水型社会建设规划》提出 2025 年将漏损率控制在 9% 以内。根据前瞻产业研究院的预测，2026 年我国智慧水务行业规模将达到 370 亿元。根据国家统计局的数据，2020 年我国水的生产和供应业规模以上企业为 2755 家，大量企业处于水务信息化的单一业务信息化建设阶段，提升空间明显。

● 公司专注核心技术研发，技术领先与客户增长巩固行业领先地位

1) **产品技术领先**：公司产品覆盖面广，研发投入持续增长，已掌握“基于多维模型的水务全流程网格管理模型”等 14 项核心技术，与清华大学合作完成的《供水管网漏损系统性管控技术与装备》荣获 2021 年度华夏建设科学技术奖一等奖。2) **大客户显著增长**：2020 年公司新增 50 万以上合同 161 个，较 2019 年增加 41 个；客户结构不断优化，2020 年创收 100 万以上客户 78 个，较 2019 年增加 27 个。3) **IPO 巩固领先地位**：公司 IPO 的投资项目均围绕主营业务展开，有利于保持公司的技术领先性、巩固行业地位。

● 盈利预测与投资建议

公司致力于运用新一代信息技术提升水务行业信息化、智能化水平，保障国家水安全。预测公司 2021-2023 年的营业收入为 5.03、6.84、9.18 亿元，归母净利润为 1.04、1.45、2.00 亿元，EPS 为 0.97、1.35、1.86 元/股，对应 PE 为 32.03、23.00、16.68 倍。目前，公司收入处于快速成长期，上市以来 PE 主要运行在 30-70 倍之间，给予公司 2022 年 35 倍的目标 PE，对应目标价为 47.25 元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；市场竞争加剧；技术迭代的风险；应收账款发生坏账损失的风险；税收优惠政策变动的风险；收入呈季节性波动的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	235.44	363.36	503.05	684.38	917.59
收入同比(%)	44.58	54.33	38.44	36.05	34.08
归母净利润(百万元)	31.41	75.69	104.26	145.23	200.19
归母净利润同比(%)	147.01	140.98	37.75	39.30	37.84
ROE(%)	11.66	21.82	13.56	16.26	18.81
每股收益(元)	0.29	0.70	0.97	1.35	1.86
市盈率(P/E)	106.34	44.13	32.03	23.00	16.68

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：31.10 元/47.25 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价(元)：56.23 / 26.31

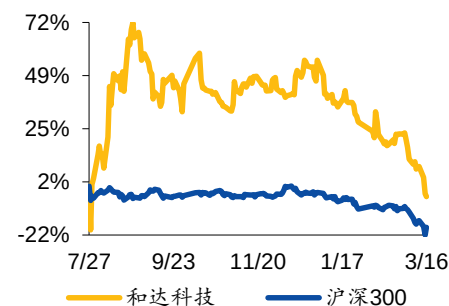
A 股流通股(百万股)：25.51

A 股总股本(百万股)：107.39

流通市值(百万元)：793.23

总市值(百万元)：3339.93

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 常雨婷

邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

目 录

1 公司概况：聚焦水务信息化，业绩持续快速增长	4
1.1 历史沿革：专注研发水务产品，技术迭代不断创新	4
1.2 财务分析：经营规模快速扩大，业绩增长表现优异	5
1.3 股权架构：公司股权结构稳定，高管行业经验丰富	7
2 行业分析：水务行业痛点明显，政策需求双轮驱动	9
2.1 管网建设持续推进，降低漏损迫在眉睫	9
2.2 水务管理思路创新，信息技术应用广泛	10
3 竞争力分析：掌握核心科技，客户资源不断丰富	14
3.1 技术创新驱动发展，产品业务紧密相连	14
3.1.1 智慧水务产品：助力水务信息化建设	14
3.1.2 漏损控制产品：为供水管网保驾护航	15
3.1.3 实践案例精选：渗漏预警产品显成效	16
3.2 订单金额稳步上升，优质客户护航成长	18
3.3 上市融资夯实基础，保持行业领先地位	19
4 盈利预测与投资建议	21
5 风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：主要产品及服务	5
图 3：营业收入及毛利率情况	6
图 4：主营业务收入的地区分布情况	6
图 5：扣非归母净利润及净利率情况	6
图 6：期间费用率情况	6
图 7：研发投入情况	7
图 8：研发人员情况	7
图 9：经营性现金流净额与扣非归母净利润（单位：亿元）	7
图 10：公司股权结构（截至 2021 年三季报）	8
图 11：我国供水管道长度与用水普及率情况	9
图 12：我国公共供水总量与漏损水量情况	9
图 13：供水企业平均供水价格	10
图 14：智慧水务产业链	11
图 15：2020-2026 年中国智慧水务市场规模	12
图 16：我国水的生产和供应业规模以上企业数量（单位：个）	13
图 17：公司智慧水务产品解决方案	14
图 18：噪声监测仪的流动部署探查	15
图 19：公司于大连的详情实验数据与成效	17
图 20：渗漏预警系列产品——噪声监测仪	18

图 21: 公司 50 万以上新增合同数量 18

图 22: 公司创收 100 万以上客户数量 18

图 23: 公司部分客户 19

图 24: 和达科技上市以来 PE-Band 23

表 1: 水务信息化部分政策汇总 10

表 2: 公司掌握的核心技术汇总 16

表 3: 公司募投项目概况 19

表 4: 公司收入拆分（单位：百万元） 22

表 5: 可比公司估值情况 22

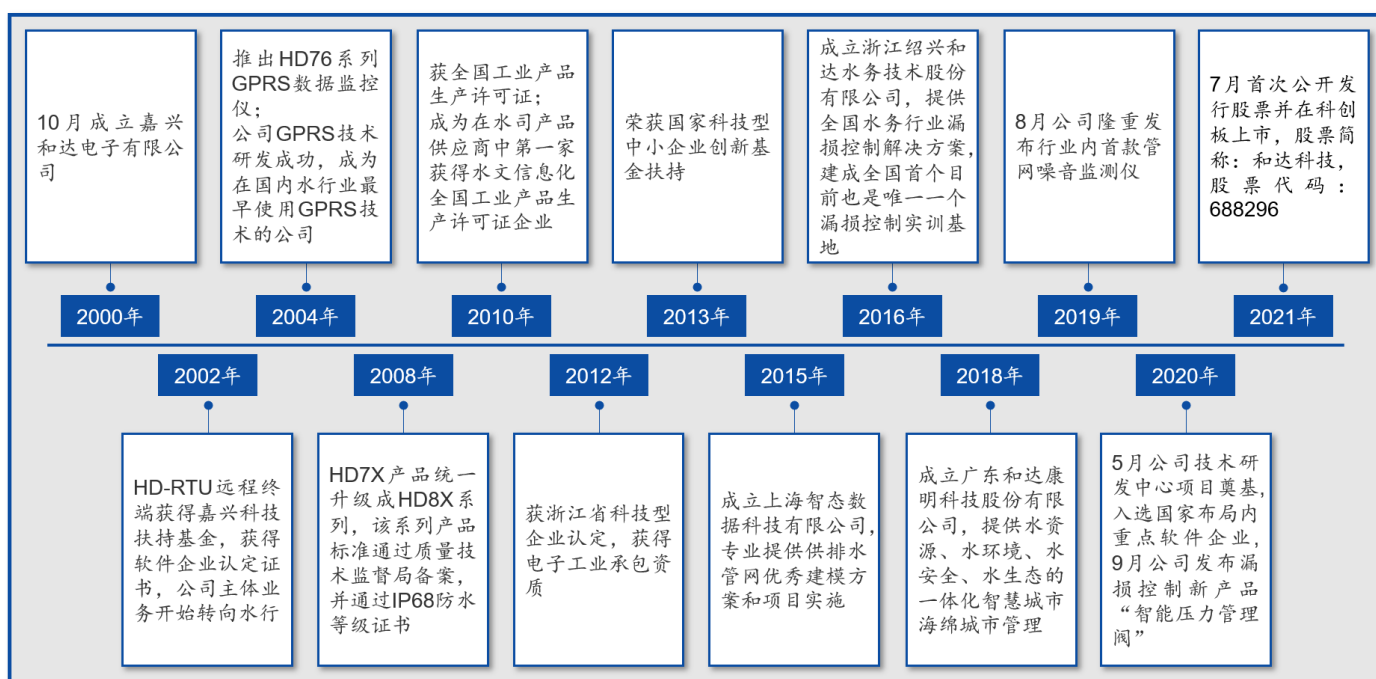
1 公司概况：聚焦水务信息化，业绩持续快速增长

1.1 历史沿革：专注研发水务产品，技术迭代不断创新

浙江和达科技股份有限公司成立于 2000 年，公司 20 余年专业深耕水务行业，重点服务供水、排水、水利、农饮水，已经发展为集设计、软硬件研发、生产、销售、实施、服务于一体的行业优秀水务综合服务商。2021 年 7 月 27 日，公司成功登陆上海证券交易所科创板。

成立之初，公司即专注于提高水务行业的信息化水平，致力于深耕水务信息化领域，面向市场需求持续提升产品技术水平和客户服务能力。随着通讯技术的发展，公司在水务信息化行业逐步打开市场。公司适时加大市场开拓力度，业务版图扩张至东北、西北、华南、华中、华北等地区。目前，水务行业的信息化需求正在向多样化、复杂化方向发展，公司将研发和业务发展重心由销售智能感传终端向提供软件和综合水务信息化建设服务发展。

图 1：公司发展历程

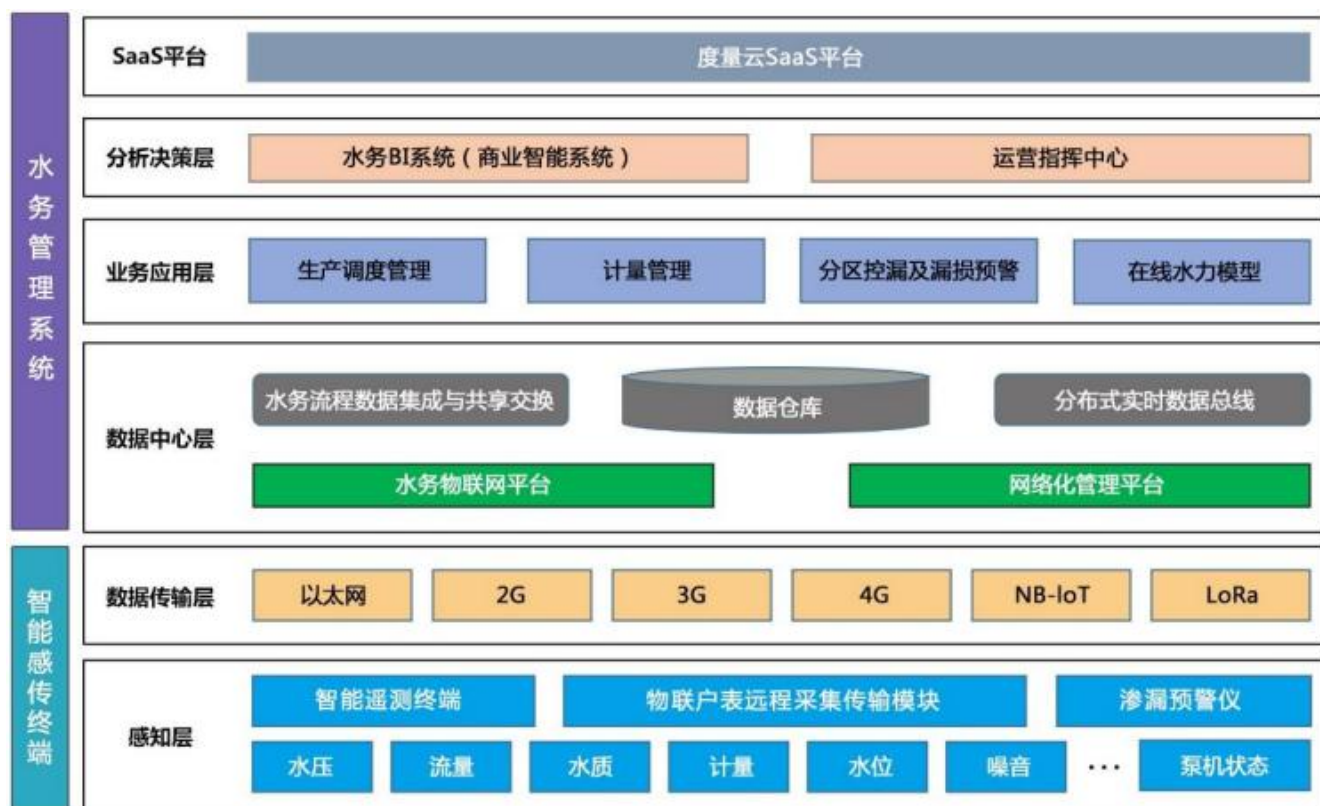


资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司所提供的水务信息化服务涉及水务管理系统及智能感传终端，如图 2 所示两类产品共分为 6 层。感知层通过智能感传终端采集水质、流量、水压、水位等信息；数据传输层应用 2/3/4G、NB-IoT、LoRa 等传输技术，实现数据安全、稳定传输；数据中心层以数据为纽带连通各个应用系统，实现数据标准化，规范系统之间的数据交换和共享机制；业务应用层利用水务系统，实现水务企业生产运行、漏损控制、水量计量、设备管理等关键业务的信息化管理；分析决策层分析实时生产数据、视频监控数据等，提供决策支撑；度量云 SaaS 平台提供在线软件服务，支撑水务企业生产运行

等业务工作的快速开展，同时为其提供部署及数据接入等服务。

图 2：主要产品及服务



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

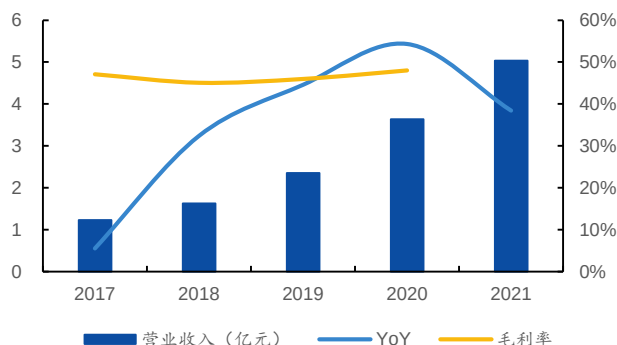
1.2 财务分析：经营规模快速扩大，业绩增长表现优异

公司业务规模快速扩大，2017-2021 年，营业收入的 CAGR 达 42.21%。根据公司发布的业绩快报，2021 年，公司实现营业收入 5.03 亿元，同比增长 38.44%。公司近年来收入快速增长，新增订单逐年上升的主要原因是水务信息化有效解决行业痛点问题，市场需求持续增长。

公司毛利率水平维持平稳，2017-2020 年，公司主营业务毛利率分别为 47.06%、45.04%、45.94%、47.97%。

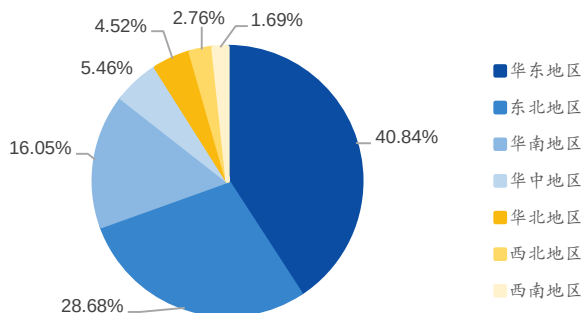
公司的销售主要集中在华东、华南以及东北地区，2020 年公司在以上地区的销售额占比分别为 40.84%、16.05%以及 28.68%。其中，华东地区业务收入占比较高，主要系公司地处浙江嘉兴，在浙江省及周边积累了丰富的资源和良好的市场口碑。

图 3：营业收入及毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：主营业务收入按地区分布情况



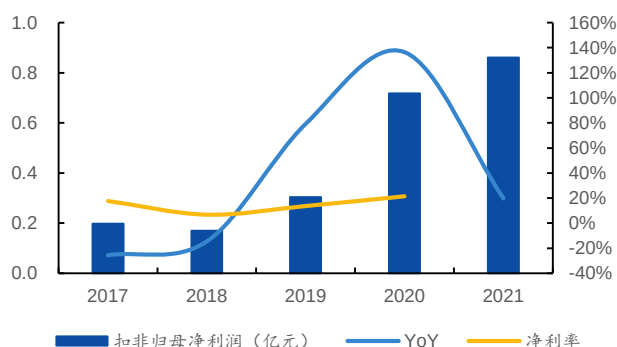
资料来源：Wind，国元证券研究所

2017-2021 年，公司扣非归母净利润的 CAGR 达 44.38%。根据公司业绩快报，2021 年，公司实现扣非归母净利润 0.86 亿元，同比增长 19.83%。

费用方面：

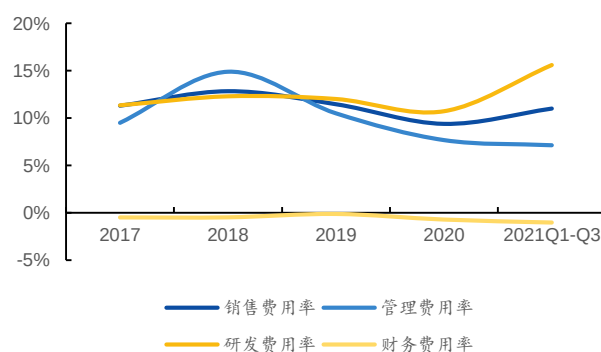
- **销售费用**：2020 年，公司的销售费用为 0.34 亿元，占营业收入的 9.38%，主要构成为职工薪酬、售后服务费、差旅费等。
- **管理费用**：2020 年，公司的管理费用为 0.28 亿元，占营业收入的 7.66%，主要构成为职工薪酬、房租物业费、折旧及摊销、股份支付费用等。
- **研发费用**：2020 年，公司的研发费用为 0.39 亿元，占营业收入的 10.71%，主要构成为研发人员薪酬等，发生的研发支出都费用化处理。

图 5：扣非归母净利润及净利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

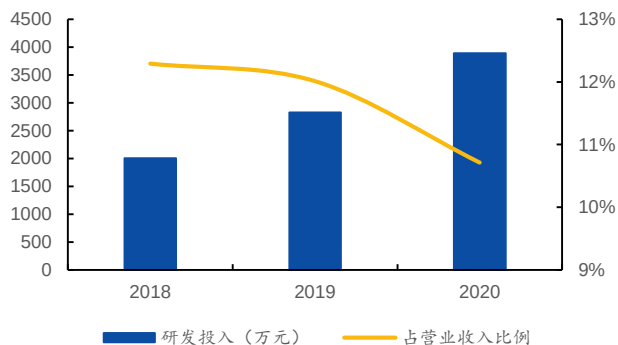
图 6：期间费用率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

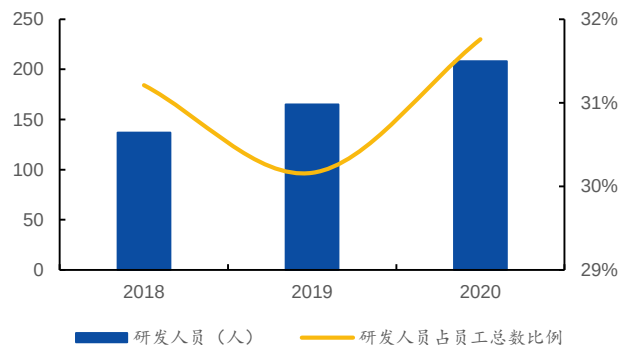
2018-2020 年，公司研发投入不断增长，2020 年公司研发投入为 3892.81 万元，占同期营业收入的比例为 10.71%。研发人员增长至 208 人，占员工总数比例为 31.76%。截至公司招股说明书签署日，公司已掌握 14 项核心技术，公司及其子公司共拥有软件著作权 136 项，获得授权专利 42 项，其中发明专利 8 项。公司于 2019 年 8 月通过 CMMI L5 认证，于 2021 年 5 月被国家发展和改革委员会、工业和信息化部、财政部、海关总署、国家税务总局评定为国家鼓励的重点软件企业。

图 7：研发投入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

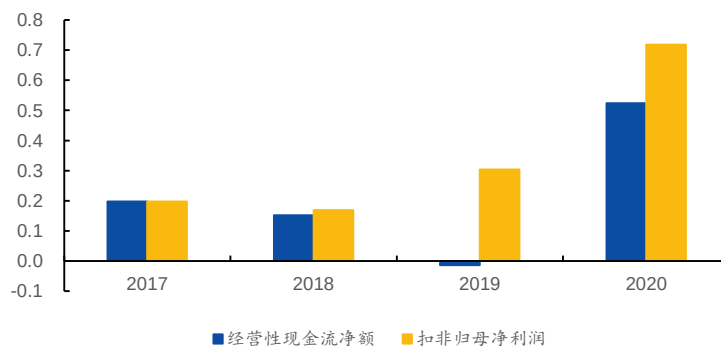
图 8：研发人员情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

2020 年，公司经营性现金流净额增加较多，达到 5242.42 万元，主要系公司经营规模逐步扩大，同时公司高效执行收款政策，经营性现金流表现有所好转。2019 与 2020 年，公司经营性现金流净额与扣非归母净利润的差额较大，主要系：1）随着公司业务规模扩大，超过 1 年的长周期项目持续增多，公司需垫资推动项目进行。并且为了保证产品及时供应，公司相应扩大了采购规模，公司期末存货持续增长，同时应付账款持续增加；2）随着业务规模的扩大以及收入的上升，公司应收账款持续增加，经营性应收项目持续增加。

图 9：经营性现金流净额与扣非归母净利润（单位：亿元）



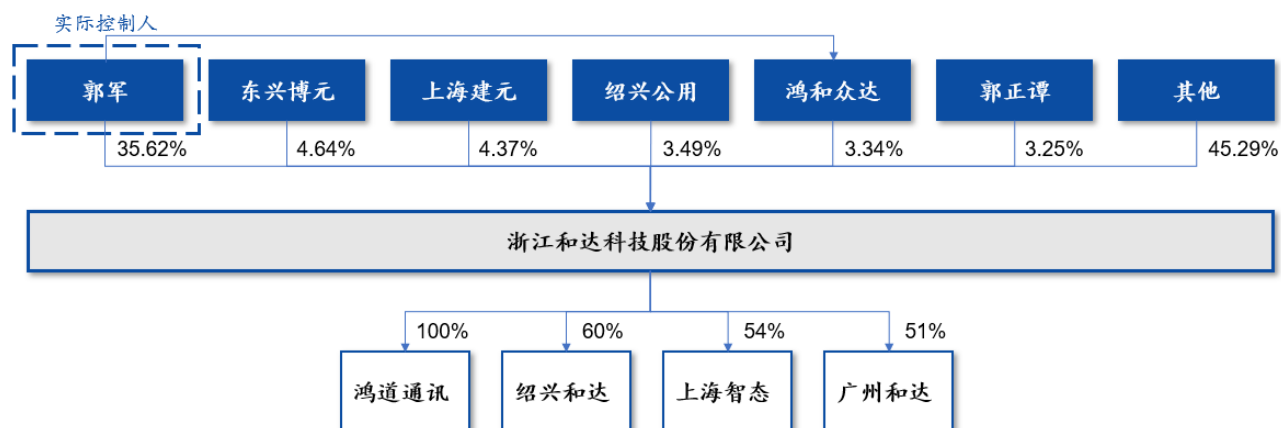
资料来源：Wind，国元证券研究所

1.3 股权架构：公司股权结构稳定，高管行业经验丰富

公司股权结构集中，实控人技术背景深厚。根据公司 2021 年三季报，郭军先生为公司实际控制人，持股比例为 35.62%。东兴博元与上海建元作为公司第二、三大股东分别持股 4.64%与 4.37%。公司设立鸿合众达等作为员工持股平台实施股权激励，调动员工的积极性。

郭军先生，高级工程师，毕业于合肥工业大学计算机及应用专业，本科学历。1992 年 8 月至 2000 年 10 月，郭军先生历任中国电子科技集团第 36 研究所工程师、项目经理；2000 年 10 月至 2014 年 7 月，任和达有限执行董事、总经理；2014 年 8 月至今，任和达科技董事长、总经理。

图 10：公司股权结构（截至 2021 年三季度）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

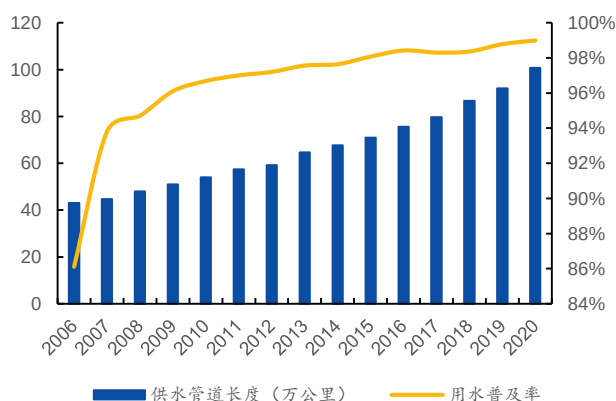
2 行业分析：水务行业痛点明显，政策需求双轮驱动

2.1 管网建设持续推进，降低漏损迫在眉睫

我国供水管网建设持续推进，城市供水管道长度不断增加，供水服务的覆盖范围得以大幅提高。根据国家统计局的数据，截至 2020 年末，我国城市供水管道长度为 100.69 万公里，2006 年以来 CAGR 为 6.26%。我国的用水普及率同样稳步上升，由 2006 年的 86.10% 提高至 2020 年的 98.99%。

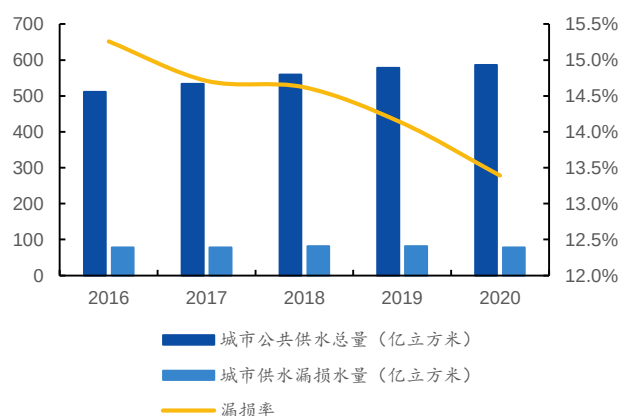
供水管网漏损是水务行业普遍存在的严重问题，管网漏损不仅浪费水资源、增加供水企业成本，而且影响供水水质，给饮水安全带来隐患。住房和城乡建设部发布的《2020 年城市建设统计年鉴》显示，2020 年我国 600 多个主要城市公共供水管网的漏损水量为 78.54 亿立方米，平均漏损率为 13.39%，相较于往年有了一定程度的改善，但是公共供水管网漏损情况依旧严重。2021 年出台的《“十四五”节水型社会建设规划》提出 2025 年将漏损率控制在 9% 以内，提高管网管理能力、降低漏损率是我国水务企业的当务之急。

图 11：我国供水管道长度与用水普及率情况



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

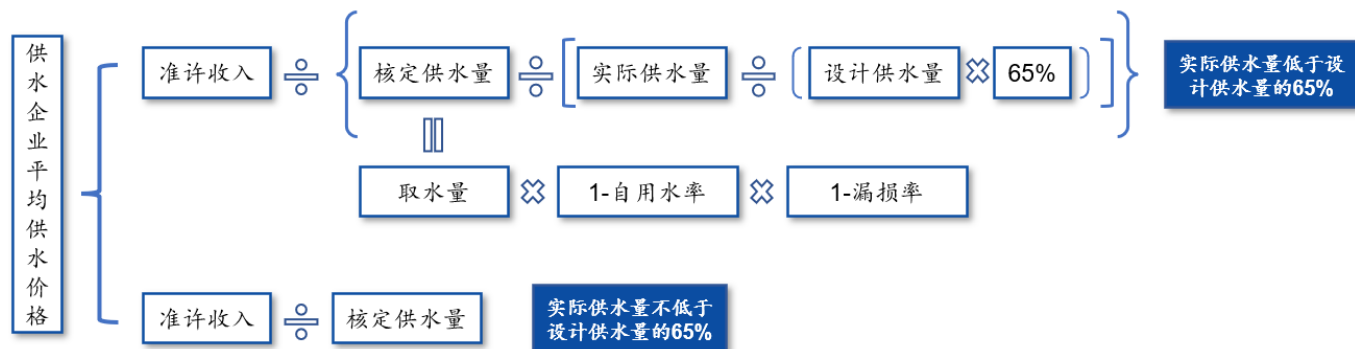
图 12：我国公共供水总量与漏损水量情况



资料来源：住房和城乡建设部，国元证券研究所

2021 年 8 月，国家发展改革委、住房和城乡建设部修订印发《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》，规范了供水企业平均供水价格管理，提出“准许成本加合理收益”的方法，以此激励供水企业节约和保护水资源。其中在管网漏损考核方面，设定了漏损率的考核指标，漏损率高于一级评定标准的，超出部分不得计入供水定价成本，另外办法中加入了自用水率等约束指标。政策的出台有利于促进供水企业控制管网漏损率与成本，推进水务行业发展。

图 13：供水企业平均供水价格



资料来源：《城镇供水价格管理办法》，国元证券研究所

随着信息技术的不断发展，物联网、移动互联网、3S(RS、GIS、GPS)、大数据等技术不断革新，水务企业的信息化水平也不断提高，同时积累了海量的数据资源。其中作为水务行业信息化发展重要方向的智慧水务将智能智慧技术、相关软硬件和信息化技术运用到城市供水系统管理中，对提高城市供水的管理能力及保障用水安全能力具有至关重要的作用，政策反复强调全面推进水务行业信息化建设，实施从水源地到水龙头的全程监督。

表 1：水务信息化部分政策汇总

时间	政策名称	颁布单位	政策内容
2021 年 11 月	《“十四五”节水型社会建设规划》	国家发展改革委等五部委	2025 年，基本补齐节约用水基础设施短板和监管能力弱项，水资源利用效率和效益大幅提高，节水型社会建设取得显著成效，城市公共供水管网漏损率小于 9%。
2021 年 11 月	《中型灌区续建配套与节水改造项目建设管理办法（试行）》	水利部	实施中型灌区项目主要目的是完善灌区骨干灌排工程设施，提高供水效率和效益，健全管理体系，提升灌区管理水平，打造“节水高效、设施完善、管理科学、生态良好”的现代化灌区。
2021 年 8 月	《城镇供水价格管理办法》	国家发展改革委、住房和城乡建设部	规范城镇供水价格管理，保障供水、用水双方的合法权益，促进城镇供水事业发展，节约和保护水资源。供水企业供水业务的准许收入由准许成本、准许收益和税金构成。
2021 年 1 月	《关于推进污水资源化利用的指导意见》	国家发展改革委	推动将污水资源化关键技术攻关纳入国家中长期科技发展规划。引导科研院所、高等院校、污水处理企业等组建污水资源化利用创新战略联盟，重点突破污水深度处理、污泥资源化利用共性和关键技术装备。
2020 年 2 月	《2020 年水利网信工作要点》	水利部	围绕“大力推进智慧水利”一条主线，突出“补水利网信短板、全力推进强监管”两个重点，强化“先行先试、项目前期、标准规范、人才队伍、宣传培训”五项措施，加快提升水利网信水平，为水治理体系和治理能力现代化提供强力驱动和有力支撑。
2019 年 4 月	《国家节水行动方案》	国家发展改革委、水利部	推动节水技术与工艺创新，加大节水产品和技术研发，加强大数据、人工智能、区块链等新一代信息技术与节水技术、管理及产品的深度融合。重点支持用水精准计量、水资源高效循环利用、管网漏损监测智能化等先进技术及适用设备研发。

资料来源：国元证券研究所整理

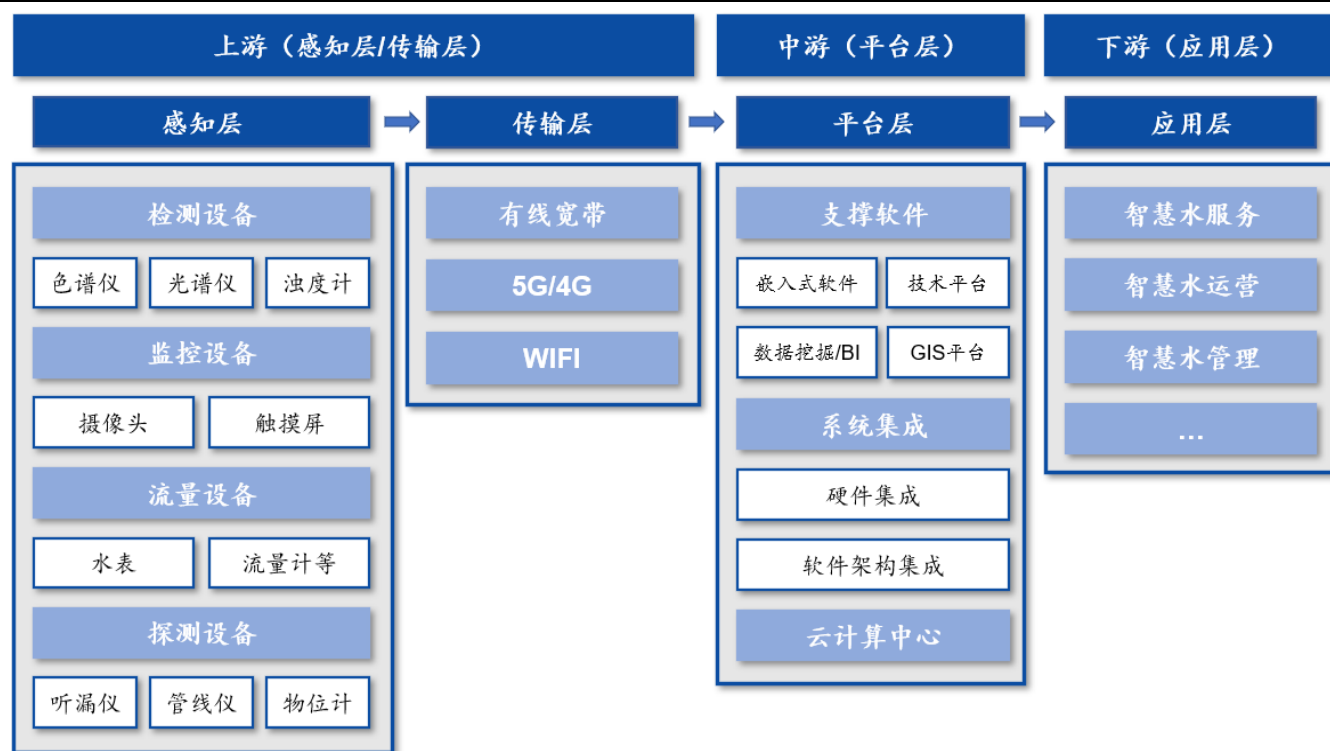
2.2 水务管理思路创新，信息技术应用广泛

水务企业通过信息化建设，能为城市提供优质的供排水服务、水质污染管控与环境保护

护以及降低供水管网漏损率，实现各类水务活动的数据化、信息化与智能化管理。

智慧水务上游的感知层是对涉水区域进行感知、识别和信息采集的基础性物理设施网络，为后续信息处理和相应决策行为提供数据信息支撑；传输层是智慧水务实现无缝连接、全方位覆盖的重要保障性网络集群，高速率、低损耗、安全可靠地连接感知层和平台层。中游的平台层的主要功能是承载各类智慧水务应用并推动成果转化，包括支撑软件、系统集成和云计算中心等。下游的应用层与涉水业务和水务管理的需求相结合，是智慧水务获得持续发展的动力所在。

图 14：智慧水务产业链



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

我国智慧水务行业保持稳定增长态势，市场规模稳步扩大。根据前瞻产业研究院的数据，智慧水务还有很大的市场可开发，预计到 2026 年，我国智慧水务行业的市场规模将达到 370 亿元。

图 15：2020-2026 年中国智慧水务市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

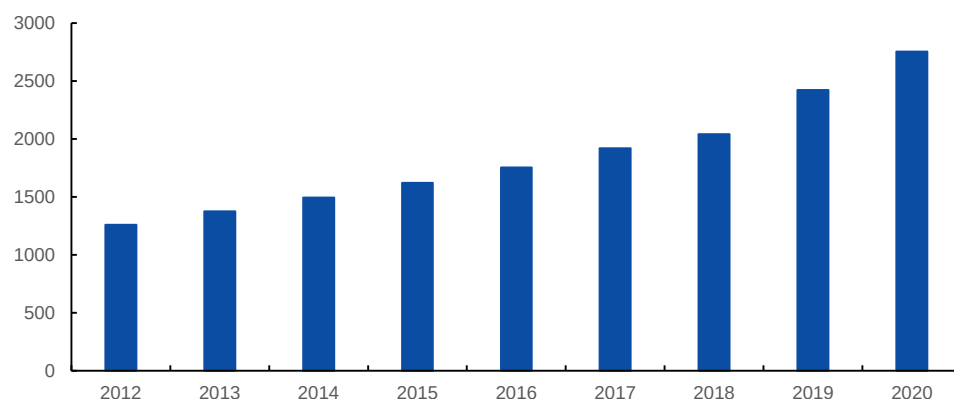
随着水务业务的变化和信息技术的发展，水务管理的思路不断创新，信息化技术在水务管理中的应用也越来越深入和广泛，为我国水务行业信息化的进一步发展打下了良好的基础。目前水务信息化的建设分为如下三个阶段：

- **单一业务信息化阶段：**数据分散在各子系统中，未实现统一管理，主要为水务企业中层管理人员和基层操作人员提供服务。
- **多项业务信息化和门户集成阶段：**将多个单一的业务信息化系统整合到统一的门户平台上，实现统一权限管理、统一入口、统一展示和统一报警等，未实现各子系统间的数据融合分析、流程统一处理、人工智能算法和辅助决策等，主要为水务企业中层管理人员和基层操作人员提供服务，便于多个业务信息化系统的便捷使用，公司高层领导可快速浏览各个子系统的关键数据，提供嵌套分析功能。
- **大数据分析和智慧化阶段：**将多个单一的业务信息化系统整合到统一的门户平台上（可统一规划设计实施单一的业务信息化系统，也可融合已应用的单一的业务信息化系统），实现统一权限管理、统一入口、统一展示和统一报警等，建立数据仓库或数据中台、统一业务流程或业务中台，部署 BI 系统，实现系统之间的数据和业务联动，实现智慧分析、智慧预警和辅助决策等。

水务企业信息化的三个发展阶段并不是完全割裂的，后面阶段的实现必须有前面阶段提供的产品基础，可以独立先实施第一阶段的内容；水务企业应用实施了第二和第三阶段后，也需要单一业务信息化系统的升级迭代和感知层数据采集监控的增加。

根据国家统计局的数据，2020 年，我国水的生产和供应业规模以上企业为 2755 家。除规模以上企业之外，各地还有更多数量的小型水务企业。大量规模以上水务企业仍处在第一阶段的单一业务信息化阶段逐步建设过程中，未来不断升级改造的空间较大。

图 16：我国水的生产和供应业规模以上企业数量（单位：个）



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

信息化建设是促进和带动水务现代化、提升水务行业社会管理和公共服务能力、保障水务可持续发展的必然选择。经过水务信息化在过去多年的不断发展，智慧化运行的目标已经成为水务行业发展的共识。从单一业务信息化系统建设来提升单个业务的效率，到多业务信息化系统和门户集成阶段来提高信息化使用的便捷性和优化局部运营效率，接下来由大型水务企业领先建设智慧水务，带动全行业往智慧化的发展应是行业趋势。

3 竞争力分析：掌握核心科技，客户资源不断丰富

3.1 技术创新驱动发展，产品业务紧密相连

根据公司官网，目前，公司提供的解决方案包括：智慧水务解决方案、智慧排水解决方案、智慧水利解决方案、农村饮用水解决方案。在产品方面，提供各类软硬件产品，硬件产品包括：渗漏预警系列、遥测终端系列、智能户表系列；软件产品包括：智慧水务、水务云、生产调度、漏损控制、管网管理、营销服务、综合运营。

3.1.1 智慧水务产品：助力水务信息化建设

公司致力于综合运用物联网、大数据、边缘计算等新一代信息技术提升水务行业的信息化、智能化水平，2015 年被认定为高新技术企业并持续至今，是浙江省科学技术厅认定的智慧水务省级高新技术企业研发中心。公司拥有众多智慧水务相关产品并提供相关解决方案。

图 17：公司智慧水务产品解决方案



资料来源：公司官网，国元证券研究所

- **智慧水务统一平台：**统一门户，提供对用户中心、授权管理、组织架构、平台服务、平台展示、平台拓展等系统、集成、共享功能。
- **物联网平台：**接入各类水务物联网设备，具备海量数据连接能力，支持标准协议，为设备、传感器提供安全可靠的通信连接。
- **应急指挥平台：**针对突发状况快速反应，提供应急资源、应急配置、应急预案、应急指挥、事件联动等功能，提高联合作战能力。
- **水务大数据 BI 分析平台：**从各个业务系统中抽取、清洗、汇总业务数据，形成水务数据仓库，通过数据指标化的方式进行分析并辅助决策。

3.1.2 漏损控制产品：为供水管网保驾护航

- **漏损管控系统：**合理分化各独立计量区域，既可及时发现供水异常，又可测算出区域的漏损水量、区域产销差水量等漏损情况。
- **渗漏预警系统：**应用供水管网漏水噪声的识别技术和定位技术，实现对漏点的准确定位，并结合工单流程，实现高效响应和处置。
- **管网压力控制系统：**结合管网压力监测实时数据，在保证用户正常用水的前提下，通过远程控制调压设备，实现管网压力最优运行。

图 18：噪声监测仪的流动部署探查



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司通过持续的研发投入获得的水务信息化领域核心技术，是公司获得并维持核心

竞争力的关键。公司已掌握“基于多维模型的水务全流程网格管理模型”、“基于流式计算的水务物联网数据处理技术”等核心技术。此外，公司紧跟物联网技术的发展，开发出水务物联网平台，研制出应用 NB-IoT、LoRa 通讯方式的智能传感终端。

2022 年 1 月 19 日发布的“2021 年度华夏建设科学技术奖”授奖项目中，由清华大学牵头，和达科技、绍兴和达参与完成的《供水管网漏损系统性管控技术与装备》项目荣获 2021 年度华夏建设科学技术奖一等奖。公司获得供水领域唯一的一等奖，进一步证明公司在漏损防控方面的领先地位。

表 2：公司掌握的核心技术汇总

序号	核心技术	实现功能
1	水力模型在线核算法	利用管网监测系统的压力和流量实时监测数据对在线水力模型进行实时校核，提高水力模型的模拟精度
2	高精度实时水量预测算法	为了评估供水系统未来的变化趋势，制定供水调度预案，需要对供水总量和各分区水量进行预测，根据过去一段时间的水量来预测未来 24 小时的水量
3	基于机器学习的供水管网异常事件甄别算法	通过研究不同种类监测数据的属性，利用数据挖掘技术，建立识别监测点数据有效性的算法，建立不同类型监测数据的有效性自识别方法，并确定相应的置信区间，对供水管网发生的异常事件进行甄别和报警
4	基于模式识别的供水管网异常事件快速定位算法	根据压力监测实现供水管网漏失区域的快速、准确定位
5	基于微噪声分析的供水管网漏损识别技术	采用噪声法对管道微小振动信号进行检测，分析出管道夜间最小噪声值，对夜间最小噪声值的音频进行分析，匹配漏水特征，识别出该管道是否存在漏点
6	基于非合作式声学目标捕捉的管道漏点定位技术	基于被动信号检测，利用漏点声信号的特性建立平稳随机信号时延估计模型，结合时频域信息，估计有效信号频带，自动生成数字滤波器，提高接收信号信噪比，结合相关法进行时延估计，保证在各类工况下都具有较高置信度的定位结果输出
7	高可靠性、低功耗水务物联网通讯技术	通过物联网通讯技术、低功耗技术，采用锂电池供电，实现数据采集后向云端或者近端稳定传输的同时，确保设备运行稳定的高可靠性和长使用年限
8	基于边缘计算的管网运行异常监测技术	通过长期监测供水管网上的流量、压力，对不同时间段用水量的变化、压力瞬间突变等数据进行综合分析，实现对管网运行异常现象进行预警，并结合业务模型来判断管道的运行状况
9	面向水务运营的海量数据挖掘技术	对异构的数据源进行数据抽取、数据挖掘，构建水务数据中心，实现数据的有效利用
10	基于多路复用的高性能水务物联网通讯技术	提高水务物联网平台性能和通讯能力，同时并发处理更多的客户端连接和平衡多核 CPU 负载进行数据处理
11	基于流式计算的水务物联网数据处理技术	对采集的原始物联网数据进行解析、清洗、报警、关联等多种计算；提升数据计算的负载能力和处理的实时性、灵活性
12	多协议热插拔水务物联网组件支撑技术	能够兼容各种物联网设备，针对每一个新接入的设备，将差异化的协议抽象为插件，通过水务物联网平台的接入，减少重复工作，增加系统的可扩展性
13	基于 LBS 的泛 GIS 水务网格化管理支撑技术	融合“LBS 的空间定位、地图服务技术”和“管网设施 GIS 的空间管理、分析技术”，实现水务网格化管理
14	基于多维模型的水务全流程网格管理模型	对水务企业管理范畴内的各类业务对象进行包含空间维度、层级维度、计量维度、供水维度和连接维度在内的多维度关联模型构建

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

3.1.3 实践案例精选：渗漏预警产品显成效

大连市自来水集团于 2020 年与公司建立了深度的漏控合作。经过一年的项目建设，

通过实施分区计量和噪声测漏，在漏控方面取得了显著的成效。

公司于大连秀山路 DN300 支线供水区域为控压范围，区域供水面积 0.22 平方公里，涉及用户 1500 户。通过一周的试验，日均节水 430m³，节水比 27.7%，相当于减少了该区域超过 1/4 的供水漏失。大连水司还采用公司自主研发生产的智能压力管理阀，及时感知管网压力、流量、液位、持压数据并进行精细化控制，深化分区控漏工作，进一步降低漏损率。

图 19：公司于大连的详情实验数据与成效

压力控制方式	压力控制策略	日均用水量	日均节水量	日均节水比
压力管理前		1548m ³		
固定输出压力	0.5MPa	1306m ³	242m ³	15.63%
分时段控压1	0点—4点: 0.35Mpa 4点—24点: 0.4Mpa	1201m ³	347m ³	22.42%
分时段控压2	0点—5点: 0.35MPa 5点—6点: 0.42MPa 6点—9点半: 0.45MPa 9点半—13点: 0.42MPa 13点—15点: 0.4MPa 15点—22点: 0.40MPa 22点—0点: 0.38MPa	1118m ³	430m ³	27.78%
注：分时段控压后，最不利点压力范围为0.27Mpa至0.22Mpa，保持在了合理的范围之内				

资料来源：公司官网，国元证券研究所

2021 年 10 月，由绍兴市水务产业有限公司承建、公司施工的“绍兴市区供水智能化建设试点项目”开工。截止 11 月初，通过渗漏预警系统主动预警，及时检出漏点 81 处，其中 DN100 及以上漏点 67 处，占总漏点数的 83%，其中 DN400 及以上口径漏点 15 处，占总漏点数的 19%。漏量大于 10 方/时的重大隐患漏点 8 处，检出 10 处各类疑难漏点。10 月 28 日，通过噪声监测仪预警信息，检出一处 DN1000 大口径管道漏点。

图 20：渗漏预警系列产品——噪声监测仪



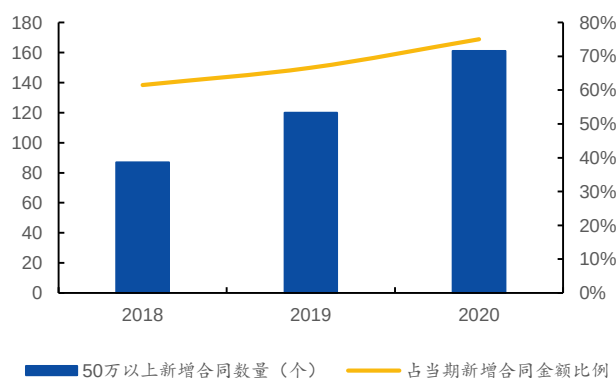
资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.2 订单金额稳步上升，优质客户护航成长

根据公司招股说明书，2018-2020 年，公司新增合同订单金额逐年稳步上升，与公司营业收入增长情况相匹配。2020 年公司新增 50 万以上合同 161 个，该部分合同金额占当期新增合同金额的 75.03%。

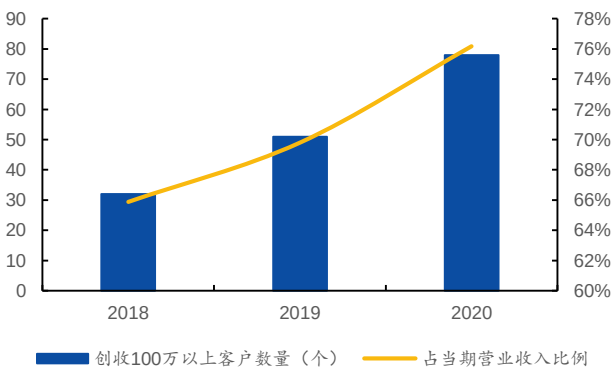
根据公司招股说明书，2018-2020 年，创收 100 万以上的客户数量分别为 32 个、51 个和 78 个，该部分客户带来的销售收入分别占当期营业收入的 65.88%、69.80%和 76.18%，创收客户数量的持续上升带动公司收入的稳步上涨。

图 21：公司 50 万以上新增合同数量



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 22：公司创收 100 万以上客户数量



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司不断加大客户的拓展力度，凭借自身的技术优势及丰富的项目经验获得了客户的广泛认可，客户覆盖范围显著增加，客户结构不断优化。根据公司招股说明书，2018-2020 年，公司当期创收的客户数量逐年稳步上升，从 2018 年的 500 余家客户增至 2020 年的 700 余家客户。

图 23：公司部分客户



资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.3 上市融资夯实基础，保持行业领先地位

未来，公司将继续立足于水务领域，坚持以市场需求为导向，以技术创新为核心驱动力，公司积极开拓新市场，在重点城市设置区域营销中心，提升营销服务能力；追踪行业前沿技术，加强与高校等研究机构的研发合作，进一步增强研发实力，有望成为世界先进的水务信息化整体解决方案提供商。

公司本次 IPO 发行募集资金投资项目均围绕公司的主营业务展开，有利于保持公司在水务信息化行业的技术领先性和市场占有率，并加强公司下一步持续发展的基础支撑。

表 3：公司募投项目概况

序号	项目	总投资额（万元）	拟使用募集资金（万元）
1	安全供水系列产品研发及产业化项目	24913.56	24913.56
2	度量云、智慧水务 SaaS 平台建设及研发中心升级项目	10819.00	10819.00
3	营销及服务网络强化项目	2916.91	2916.91
4	补充流动资金项目	15000.00	15000.00
合计		53649.47	53649.47

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

安全供水系列产品研发及产业化项目：资金拟用于新建生产车间，购置先进生产设备、检测设备及相应配套设施。项目建成后可新增安全供水系列产品约 83100 套，其中智能遥测终端 50000 套、噪声监测仪 30000 套、农饮水设备 600 套，二次供水设备 2500 套，公司后续将扩大安全供水系列产品的生产能力，优化现有产品的生产工艺，提升产品技术水平和生产的自动化、智能化水平，保障产品质量的稳定性。本项目立足于水务企业对信息化产品的需求，将对公司已有的智能遥测终端、噪声监测仪等产品进行技术创新和产品升级。满足水务企业的信息化、自动化、智能化需求，

提升水务行业管理效率以及实现农村饮水安全的提升。

度量云、智慧水务 SaaS 平台建设及研发中心升级项目：项目拟在嘉兴市经济技术开发区建设本部研发中心，同时在北京、深圳、西安、重庆、上海、武汉、南京租赁办公场所设立区域研发中心，并建立度量云、智慧水务 SaaS 平台以及数据中心，提升公司技术水平和研发实力，紧密跟踪水务信息化行业的前沿技术。随着信息技术的不断进步，本项通过度量云及智慧水务 SaaS 平台的建设，实现公司已有软件产品云端化升级，将助力公司抓住国家政策规划带来的行业变革机遇，促进公司在水务领域的进一步发展。

营销及服务网络强化项目：项目拟针对公司业务发展战略，以及公司市场发展和产品特点，对现有销售服务体系进行调整优化，拟在嘉兴市经济技术开发区建立营销总部及展厅，租赁办公服务场所用于在武汉、北京、深圳、西安、重庆、上海等地建立营销服务中心，对公司的营销及服务网络进行强化建设。随着公司业务规模的快速发展，现有营销服务体系难以支撑公司未来业务发展的需要，为此公司急需加强营销服务网络建设。

4 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是一家专注于水务领域信息化建设的整体解决方案提供商，在通讯技术应用、噪声处理技术、数据挖掘、数据融合等领域有较为深入的研究和应用经验，并在部分关键技术方面具有一定竞争优势。目前，公司的主要产品包括：系统集成服务、水务管理系统、智能感传终端、技术服务，我们按照这四个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 系统集成服务：**为实现水务企业的具体业务需求，公司在水厂、管网、泵站等水务设施上部署自主研发生产的智能感传终端及根据软件功能需求配套的外购传感设备，监测、采集、上传水压、流量、水质等工况数据，并为客户上线相关的水务管理系统，将各个分离的智能终端连接到相互关联的、统一协调的系统之中，对采集的数据进行存储、分析，并做出相应的处理和辅助决策建议，从而实现水务业务信息化和智能化管理。2019-2020 年，该业务收入增速分别为 83.38%、88.66%，预测未来三年将保持快速增长，增速分别为 48.36%、45.21%、42.52%。毛利率方面，2019-2020 年分别为 43.58%、44.36%，预测未来三年略有下降，维持在 43-44% 的区间。
- 2. 水务管理系统：**水务管理系统可以实现水务物联网设备的数据上报和指令下发，还可以基于规则引擎方便快捷地实现海量设备数据的解析、计算、报警和存储。2019-2020 年，该业务收入增速分别为 158.13%、59.32%，预测未来三年将保持较快增长，增速分别为 40.39%、35.68%、32.19%。毛利率方面，2019-2020 年分别为 58.02%、65.47%，预测未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 64-65% 的区间。
- 3. 智能感传终端：**智能感传终端在水务信息系统中的主要功能是数据采集及传输，是公司水务管理系统应用的基础。2019-2020 年，该业务收入增速分别为 9.60%、33.50%，预测未来三年将保持较快增长，增速分别为 30.16%、27.63%、25.43%。毛利率方面，2019-2020 年分别为 44.54%、44.62%，预测未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 44-45% 的区间。
- 4. 技术服务：**技术服务包括信息化服务业务涉及的运营维护服务、管网漏损控制技术培训和咨询服务。2019-2020 年，该业务收入增速分别为 81.09%、11.82%，预测未来三年将保持稳健增长，增速分别为 15.42%、13.26%、11.27%。毛利率方面，2019-2020 年分别为 44.09%、57.11%，预测未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 55-57% 的区间。

表 4：公司收入拆分（单位：百万元）

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
系统集成服务					
收入	81.11	153.02	227.02	329.66	469.83
增长率	83.38%	88.66%	48.36%	45.21%	42.52%
毛利率	43.58%	44.36%	43.52%	43.43%	43.31%
水务管理系统					
收入	30.76	49.01	68.81	93.36	123.41
增长率	158.13%	59.32%	40.39%	35.68%	32.19%
毛利率	58.02%	65.47%	64.84%	64.78%	64.72%
智能传感终端					
收入	106.78	142.56	185.55	236.82	297.04
增长率	9.60%	33.50%	30.16%	27.63%	25.43%
毛利率	44.54%	44.62%	44.69%	44.73%	44.82%
技术服务					
收入	16.79	18.77	21.67	24.54	27.30
增长率	81.09%	11.82%	15.42%	13.26%	11.27%
毛利率	44.09%	57.11%	56.70%	56.33%	55.91%
合计					
收入	235.44	363.36	503.05	684.38	917.59
增长率	44.58%	54.33%	38.44%	36.05%	34.08%
毛利率	45.94%	47.97%	47.43%	47.26%	47.05%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内上市公司中，威派格与公司所从事的行业相近，容知日新、瑞纳智能与公司的业务模式相似，因此我们选择这三家公司作为可比公司。从 PE 估值水平的角度来看，公司的估值水平略高于可比公司的平均水平。目前，政策要求漏损率不断降低，同时，信息技术处于快速发展周期，展望未来，公司有望实现较快增长，PE 估值水平将持续下降，目前具备较好的长期投资价值。

表 5：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
603956.SH	威派格	14.13	60.19	0.40	0.60	0.84	1.19	35.23	23.60	16.86	11.89
688768.SH	容知日新	64.30	35.28	1.36	1.48	2.37	3.57	47.41	43.51	27.14	17.99
301129.SZ	瑞纳智能	54.00	39.78	1.77	2.35	3.20	4.33	30.56	23.00	16.85	12.47
平均				-	-	-	-	37.73	30.04	20.28	14.12
688296.SH	和达科技	31.10	33.40	0.70	0.97	1.35	1.86	44.13	32.03	23.00	16.68

资料来源：Wind，国元证券研究所

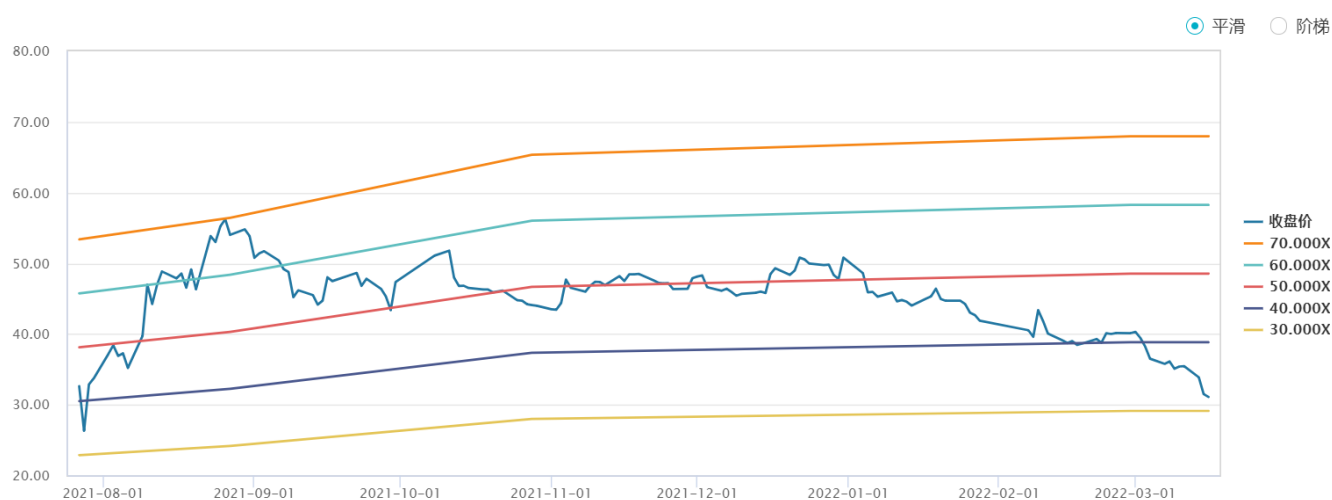
注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2022 年 3 月 16 日

投资建议：

公司深耕水务行业二十余年，积累了丰富的水务信息化解决方案实施经验，服务水务企业超过 700 家，在行业内享有较高的知名度，在水务信息化相关政策的驱动以及需求不断释放的背景下，公司有望实现更好更快的发展。

预测公司 2021-2023 年的营业收入为 5.03、6.84、9.18 亿元，归母净利润为 1.04、1.45、2.00 亿元，EPS 为 0.97、1.35、1.86 元/股，对应 PE 为 32.03、23.00、16.68 倍。目前，公司收入处于快速成长期，上市以来公司 PE 主要运行在 30-70 倍之间，给予公司 2022 年 35 倍的目标 PE，对应目标价为 47.25 元。首次推荐，给予“买入”评级。

图 24：和达科技上市以来 PE-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

5 风险提示

1. **新冠肺炎疫情反复：**如果新冠肺炎疫情反复，可能会造成公司部分业务进程延迟，项目无法按时实施交付，可能会对公司的生产经营带来不确定性。
2. **市场竞争加剧：**公司与大型 IT 企业在水务企业智慧水务项目建设中存在业务竞争的可能性，公司在大型智慧水务项目的竞争中可能处于劣势。
3. **技术迭代的风险：**如若国内外竞争对手或潜在竞争对手率先在相关领域取得重大突破，从而推出更先进、更具竞争力的技术和产品，或公司未能准确把握行业发展趋势，对行业关键技术的发展动态不能及时掌控，导致公司面临被竞争对手赶超，或者技术落后的风险。
4. **应收账款发生坏账损失的风险：**伴随着公司业务的快速成长，应收账款余额持续增加，受客户内部审批流程、资金预算等因素影响，存在部分应收款项逾期的情形。若未来下游客户资金状况出现恶化等不利变化，可能会导致公司逾期应收账款无法回收，从而对公司生产经营产生不利影响。
5. **税收优惠政策变动的风险：**公司享受的税收优惠政策主要为国家规划布局内重点软件企业、国家鼓励的重点软件企业、高新技术企业和小型微利企业的企业所得税税收优惠和软件产品增值税实际税负超过 3% 的部分实行即征即退。如果未来上述税收优惠政策发生变化或者公司不再符合税收优惠条件，将对公司的经营业绩和利润水平产生一定程度的影响。
6. **收入呈季节性波动的风险：**受客户采购习惯和预算管理制度的影响，第四季度实现收入占比相对较高。公司的经营业绩呈现上下半年不均衡的分布特征，将对公司资产流动性和正常生产经营活动造成一定的不利影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	371.09	485.82	951.26	1127.23	1362.07
现金	171.95	229.16	601.43	657.72	738.98
应收账款	98.23	145.81	199.93	271.74	363.74
其他应收款	10.19	9.00	12.63	17.38	23.67
预付账款	7.73	10.23	14.86	20.61	28.32
存货	62.21	64.20	90.46	123.05	165.33
其他流动资产	20.77	27.41	31.94	36.72	42.02
非流动资产	33.81	57.91	55.63	53.46	51.31
长期投资	1.24	1.47	1.51	1.63	1.69
固定资产	5.48	5.77	9.92	11.92	12.05
无形资产	14.73	13.80	14.09	15.52	18.19
其他非流动资产	12.36	36.88	30.11	24.38	19.38
资产总计	404.89	543.73	1006.89	1180.69	1413.38
流动负债	126.62	163.49	201.90	246.37	302.97
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	38.65	57.51	80.31	109.30	146.77
其他流动负债	87.97	105.98	121.59	137.07	156.20
非流动负债	4.13	25.20	25.55	25.81	26.07
长期借款	0.00	16.00	16.00	16.00	16.00
其他非流动负债	4.13	9.20	9.55	9.81	10.07
负债合计	130.75	188.70	227.44	272.17	329.04
少数股东权益	4.72	8.20	10.60	15.32	20.09
股本	80.47	80.54	107.39	107.39	107.39
资本公积	129.72	131.66	422.62	422.62	422.62
留存收益	60.11	135.66	239.93	364.31	535.46
归属母公司股东权益	269.43	346.83	768.85	893.20	1064.25
负债和股东权益	404.89	543.73	1006.89	1180.69	1413.38

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-1.40	52.42	54.66	76.64	110.59
净利润	32.11	78.19	106.66	149.96	204.97
折旧摊销	4.18	4.63	5.15	6.58	7.86
财务费用	-0.34	-2.63	-3.35	-5.50	-6.18
投资损失	-1.72	-1.30	-1.27	-1.24	-1.21
营运资金变动	-41.27	-33.11	-58.05	-80.38	-103.79
其他经营现金流	5.64	6.65	5.53	7.21	8.95
投资活动现金流	-35.94	12.77	-3.37	-4.91	-6.34
资本支出	7.78	27.69	1.21	1.47	1.63
长期投资	0.34	0.00	0.10	0.17	0.12
其他投资现金流	-27.83	40.46	-2.06	-3.27	-4.59
筹资活动现金流	80.15	17.59	320.98	-15.44	-22.99
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	16.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	7.30	0.07	26.85	0.00	0.00
资本公积增加	72.67	1.94	290.95	0.00	0.00
其他筹资现金流	0.18	-0.42	3.18	-15.44	-22.99
现金净增加额	42.81	82.78	372.27	56.29	81.26

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	235.44	363.36	503.05	684.38	917.59
营业成本	127.28	189.06	264.44	360.97	485.82
营业税金及附加	2.43	3.22	4.98	6.71	8.90
营业费用	26.99	34.07	47.09	63.78	85.24
管理费用	24.70	27.82	38.28	51.94	69.37
研发费用	28.27	38.93	50.89	57.25	68.15
财务费用	-0.34	-2.63	-3.35	-5.50	-6.18
资产减值损失	0.00	-0.71	-0.68	-0.66	-0.63
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.72	1.30	1.27	1.24	1.21
营业利润	34.99	85.33	114.27	163.40	220.90
营业外收入	0.02	0.07	0.09	0.11	0.15
营业外支出	0.06	0.06	0.54	0.09	0.13
利润总额	34.95	85.34	113.82	163.42	220.92
所得税	2.84	7.15	7.16	13.47	15.95
净利润	32.11	78.19	106.66	149.96	204.97
少数股东损益	0.70	2.50	2.40	4.72	4.77
归属母公司净利润	31.41	75.69	104.26	145.23	200.19
EBITDA	38.84	87.33	116.06	164.49	222.57
EPS (元)	0.39	0.94	0.97	1.35	1.86

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	44.58	54.33	38.44	36.05	34.08
营业利润(%)	183.18	143.85	33.91	43.00	35.18
归属母公司净利润(%)	147.01	140.98	37.75	39.30	37.84
获利能力					
毛利率(%)	45.94	47.97	47.43	47.26	47.05
净利率(%)	13.34	20.83	20.73	21.22	21.82
ROE(%)	11.66	21.82	13.56	16.26	18.81
ROIC(%)	33.08	43.40	46.09	48.77	51.00
偿债能力					
资产负债率(%)	32.29	34.70	22.59	23.05	23.28
净负债比率(%)	0.00	8.48	7.03	5.88	4.86
流动比率	2.93	2.97	4.71	4.58	4.50
速动比率	2.44	2.58	4.26	4.08	3.95
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.77	0.65	0.63	0.71
应收账款周转率	2.71	2.74	2.68	2.67	2.66
应付账款周转率	3.81	3.93	3.84	3.81	3.79
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.70	0.97	1.35	1.86
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.49	0.51	0.71	1.03
每股净资产(最新摊薄)	2.51	3.23	7.16	8.32	9.91
估值比率					
P/E	106.34	44.13	32.03	23.00	16.68
P/B	12.40	9.63	4.34	3.74	3.14
EV/EBITDA	80.60	35.85	26.97	19.03	14.07

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188