

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

其他专用机械

英维克 (002837.SZ)

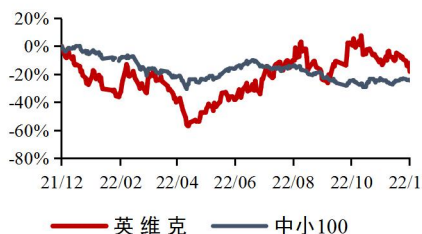
增持-A(首次)

储能及机房温控领域龙头厂商，下游应用广泛的平台型公司

2022年12月18日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2022年12月16日

收盘价(元):	29.40
总股本(亿股):	4.35
流通股本(亿股):	3.55
流通市值(亿元):	104.25

基础数据：2022年9月30日

每股净资产(元):	4.42
每股资本公积(元):	1.51
每股未分配利润(元):	1.79

数据来源：最闻数据

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

电话：

邮箱：yehongzheng@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

投资要点：

➢ **温控及散热领域产品的领先提供商，营业收入持续增长。**公司于2005年成立，是国内领先的精密温控节能解决方案和产品提供商，围绕温控及散热不断拓宽应用领域。目前产品线主要被分为户外机柜温控节能设备、机房温控节能设备、轨道交通列车空调及服务、新能源车用空调四大产品线，2022H1各项业务收入占比分别为43.4%、42.4%、5.7%、2.9%。主要客户包括腾讯、阿里巴巴、秦淮数据、万国数据、数据港、中国移动、中国电信、中国联通、华为、Eltek、比亚迪等。超过10余年，收入和利润保持双增长。2019-2022Q3，实现营业收入13.38亿元、17.03亿元、22.28亿元、14.85亿元，2019-2021复合增速29.1%；2019-2022Q3，实现归母净利润1.6亿元、1.82亿元、2.05亿元、1.17亿元，2019-2021年复合增速13.2%。

➢ **储能温控市场亦将迎来较快增长，作为龙头企业，公司储能温控产品将迎来持续快速增长。**电化学储能是未来主流的储能技术发展方向，CNESA在保守场景下预计，2022-2026年电化学储能累计规模复合增长率为53.3%。据高工锂电，2021年储能电池出货量48GWh，高工锂电预计2026年中国储能总出货量将达330GWh，5年复合增长率为47.05%，未来储能电池市场将迎来快速发展。据北极星储能网，2021年储能温控系统价值量约占到整个储能系统价值量的3~5%。双碳目标下，新型储能尤其是电化学储能装机容量持续提升，储能温控市场将迎来较大的市场机遇。据GGII预测，2025年国内储能温控出货价值量将达到165亿元；液冷温控方案在未来将成为市场主流，2025年预计市场渗透率达45%，则为74.25亿元。公司是国内最早涉足电化学储能系统温控的厂商，是行业内的领头企业，也是众多国内储能系统提供商的主力温控产品供应商，提供风冷、液冷的全产品系列，竞争优势明显。液冷的储能系统中，公司不断丰富产品环节，优化端到端的液冷系统，目前正在努力向核心客户推动端到端全链条的液冷解决方案。来随着储能电站建设需求的高速增长，公司储能温控产品将迎来持续快速增长。

➢ **数据中心的持续建设及绿色化要求将持续增加公司机房温控节能产品需求。**据科智咨询，2021年中国IDC市场规模达3012.70亿元，预计2024年中国IDC市场规模将达到6122.50亿元，将保持20%以上的增长。数据中心的快速增长带来数据中心机电设备市场规模也持续增长，截至2021年，中国数据中心机电设备市场规模达427.7亿元，2016-2021年CAGR达22.6%。另一方面，政策引导数据中心产业向集约化、绿色化、高效化转型发展。《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023年）》表示，到2023年底，新建大型



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



及以上数据中心 PUE 降低到 1.3 以下,严寒和寒冷地区力争降低到 1.25 以下。数据中心 PUE 是否能降低到合理水平,主要取决于空调系统的能耗。随着政策对数据中心 PUE 要求趋严,液冷等新型制冷方式及其产业链也将迎来更大发展空间。据赛迪顾问估算,2025 年中国液冷数据中心市场规模将超千亿元。公司是机房温控产品领域的龙头企业,提供多种解决方案以及多种产品,是国内蒸发式冷却大规模商用的主流供应商,同时积极布局液冷等领域,拥抱数据中心未来趋势。2021 年 ODCC 峰会上,公司在业内率先推出全链条液冷解决方案,已经具备提供端到端全链条产品和方案的能力。此外,公司于 2020 年末-2021 年末中标中国移动、中国联通、中国电信、阿里巴巴等多项数据中心项目,数据中心项目收入确认需要半年以上的周期,这些重大项目的中标和后续交付,将有效提升公司机房温控业务的后续收入的确定性。

➤ **不断拓展应用领域,积极切入电子散热、健康环境机等新领域。**公司长期跟踪电子器件的热密度提升趋势,并在电子产品热分析、散热方案设计等方面有长期积累,将公司产品 and 业务向发热源侧延伸,提供针对服务器、激光器、高密度电源、RRU/AAU、光模块等应用领域的先进风冷散热模组和液冷散热解决方案。目前公司已取得了好几家重要客户的供应商资格,也在与几个头部客户在合作;公司 2020 年开始推出健康环境产品,产品具有先发优势,目前已开发出空气环境机、消毒净化机、消毒除臭机、电梯空气消毒机、中央空调改造组件和公交车辆消毒组件等产品,目前正在学校、医院、公共交通领域以及个人用户市场取得了一定的规模应用,未来预计用户对健康空气环境的意识会持续提高,市场需求潜力大。

**盈利预测、估值分析和投资建议:** 预计公司 2022-2024 年,营业收入分别为 26.86/35.44/47.48 亿元,同比 20.6%、31.9%、34.0%,归母公司净利润 2.40/3.26/4.42 亿元,同比 17.2%、35.6%、35.7%,对应 EPS 为 0.55/0.75/1.02 元,以 2022 年 12 月 16 日收盘价 29.4 元计算,2022-2024 年 PE 分别为 53.2X、39.2X、28.9X,考虑到双碳、新基建等大背景将带来数据中心温控、储能系统相关温控等产品的长期增长,公司作为机房温控产品和机柜温控产品领域的龙头企业,未来将持续受益。首次覆盖给予“增持-A”评级。

**风险提示:** 储能、数据中心、5G 等发展不及预期;新产品推出及客户导入不及预期;国家相关产业政策变动的风险。

**财务数据与估值:**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,703	2,228	2,686	3,544	4,748
YoY(%)	27.3	30.8	20.6	31.9	34.0
净利润(百万元)	182	205	240	326	442
YoY(%)	13.5	12.9	17.2	35.6	35.7
毛利率(%)	32.4	29.4	29.7	29.8	29.7
EPS(摊薄/元)	0.42	0.47	0.55	0.75	1.02

ROE(%)	12.9	10.7	11.8	14.2	16.7
P/E(倍)	70.3	62.3	53.2	39.2	28.9
P/B(倍)	9.1	6.9	6.3	5.6	4.8
净利率(%)	10.7	9.2	8.9	9.2	9.3

数据来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 机房及机柜温控设备龙头，营收稳步增长.....	7
1.1 深耕于精密空调行业，持续扩展下游应用领域.....	7
1.2 共享平台的多应用领域策略，产品迭代速度较快.....	9
1.3 核心团队行业经验丰富，持续加大研发投入.....	9
1.4 收入及利润稳步有升，毛利率水平相对较高.....	11
2. 机柜温控领域龙头，未来受益于电化学储能及通信领域发展.....	13
2.1 电化学储能的快速发展将持续扩大储能温控市场发展.....	13
2.2 5G 基站的大规模铺设提升公司机柜温控节能设备市场空间.....	14
3. 数据中心的建设持续增加公司机房温控节能产品需求.....	15
3.1 数据中心的产业化趋势提升液冷市场规模.....	15
3.2 抓住趋势、积极布局，中标项目提升业绩确定性.....	17
4. 轨交及新应用领域持续拓展公司空间.....	18
4.1 积极布局轨交及客车空调.....	18
4.2 积极切入电子散热、健康环境机等新领域.....	19
5. 盈利预测和估值分析.....	20
5.1 盈利预测及假设.....	20
5.2 可比公司估值.....	22
6. 风险提示.....	22

## 图表目录

图 1： 成立以来，不断拓展应用领域.....	7
图 2： 公司产品布局全面.....	7
图 3： 公司销售收入产品结构.....	7



图 4: 机柜温控节能产品.....	8
图 5: 机房温控节能产品.....	8
图 6: 积累了众多优质客户, 客户资源优势明显.....	9
图 7: 研发支出及研发费用率(亿元, %) .....	10
图 8: 与可比公司相比, 研发费用率处于较高水平.....	10
图 9: 公司营业收入稳步上升.....	11
图 10: 归母净利润稳步有升.....	11
图 11: 综合毛利率及净利率水平.....	12
图 12: 机房温控产品毛利率逐年下降.....	12
图 13: 可比公司毛利率水平.....	12
图 14: 可比公司净利率水平.....	12
图 15: 销售、管理、财务费用率.....	12
图 16: 与可比公司相比, 销售费用率较高.....	12
图 17: 中国电力储能市场累计装机规模占比(%) .....	13
图 18: 2016-2021 年中国储能累计装机规模及电化学储能新增装机规模(GW) .....	13
图 19: 中国 IDC 业务市场规模及增速(亿元, %) .....	15
图 20: 机架建设快速增长(万架, %) .....	15
图 21: 2016-2021 年中国数据中心机电设备市场规模(亿元,%) .....	15
图 22: 数据中心耗电量占比预估.....	16
图 23: PUE=1.92 时, 空调系统能耗占比 38%.....	16
图 24: PUE=1.50 时, 空调系统能耗占比 26%.....	16
图 25: PUE=1.3 时, 空调系统能耗占比 18%.....	16
图 26: 公司数据中心产品及相关解决方案完善.....	18



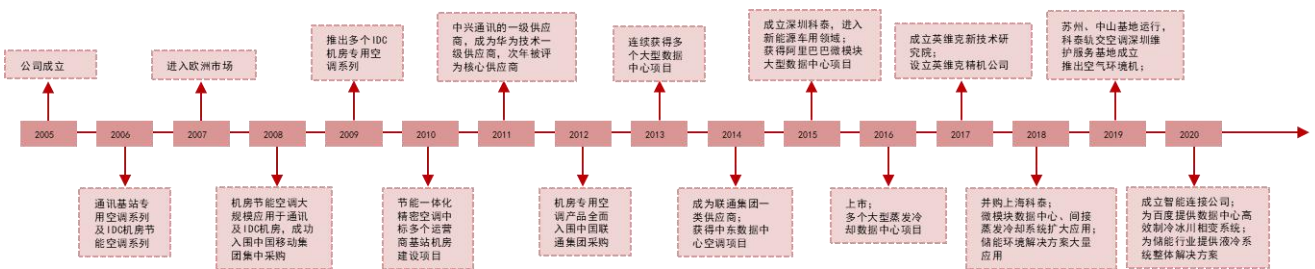
图 27: 地铁及客车领域客户不断导入, 同时提供运输冷链解决方案.....	19
图 28: 公司在电子散热和空气环境机推出多项产品.....	20
表 1: 公司高管行业相关经验丰富.....	10
表 2: 公司营业收入预测.....	21
表 3: 公司重要财务指标盈利预测.....	21
表 4: 可比公司比较.....	22

# 1. 机房及机柜温控设备龙头，营收稳步增长

## 1.1 深耕于精密空调行业，持续扩展下游应用领域

公司于2005年成立，是国内领先的精密温控节能解决方案和产品提供商，围绕温控及散热不断拓宽应用领域。成立初期主要聚焦于通讯基站机柜空调、IDC 机房空调等产品，并成为中兴、华为等设备厂商的一级供应商。2012年起，机房空调设备连续获得中国联通、中国电信、中国移动、中石油、中石化等大型数据中心项目，在机柜空调、机房空调等领域占据领先地位。2016年公司实现上市，持续扩大应用领域，进入地铁空调、新能源车空调等领域。2020年成立智能连接公司，深入液冷核心部件业务，进一步深化发展液冷全链条的综合解决方案能力。

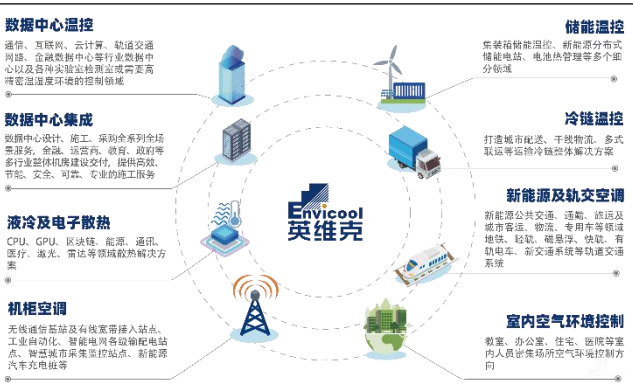
图1：成立以来，不断拓展应用领域



资料来源：公司官网，山西证券研究所

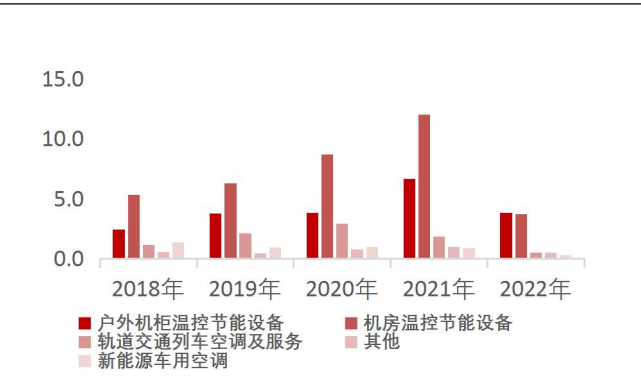
公司产品及服务涵盖数据中心温控、数据中心集成及总包、机柜温控、电子散热及液冷温控，新能源车用空调、轨道交通列车空调、冷链温控，空气环境控制等领域，主要被分为户外机柜温控节能设备、机房温控节能设备、轨道交通列车空调及服务、新能源车用空调四大产品线，2022H1 各项业务收入占比分别为 43.4%、42.4%、5.7%、2.9%。

图2：公司产品布局全面



资料来源：公司官网，山西证券研究所

图3：公司销售收入产品结构



资料来源：wind，山西证券研究所

**机柜温控节能产品**主要针对无线通信基站、储能电站、智能电网各级输配电设备柜、电动汽车充电桩、ETC 门架系统等应用场合，可选用的产品包括：交流供电压缩机空调、直流供电压缩机空调、压缩机空调与热管一体机、热管换热器等。**机房温控节能产品**主要提供针对数据中心、服务器机房、通信机房、高精度实验室等领域的房间级专用温控节能解决方案。包括 CyberMate 机房专用空调&实验室专用空调、iFreecooling 多联式泵循环自然冷却机组、XRow 列间空调、XFlex 模块化间接蒸发冷却机组、XStorm 直接蒸发式高效风 墙冷却系统、XSpace 微模块数据中心、XRack 微模块机柜解决方案、XGlacier 液冷温控系统等产品与解决方案。**客车空调**主要是针对中、大型电动客车的电空调产品，包括在公交、通勤、旅运等具体的应用场合。公司还拓展了用于新能源重型卡车等特种车辆的空调和换电系统热管理产品。**2018 年公司收购上海科泰后，进入轨道交通列车空调领域**，主要提供地铁列车空调及架修服务。公司通过将列车空调产品销售给包括中车长客、中车浦镇、申通北车等主机厂，最终使用于地铁公司用户单位。公司的地铁空调的架修业务是国内最大的轨交空调维护平台之一，已形成标准化、规模化，累计维修量和维护时间亦居国内前列，服务于上海、深圳、广州等地铁公司。

图 4：机柜温控节能产品



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 5：机房温控节能产品



资料来源：公司公告，山西证券研究所

公司是机房温控产品以及机柜温控产品领域的行业龙头，凭借突出的技术创新能力以及平台化运作优势，业界口碑良好，积累了众多优质客户。在数据中心领域，公司已为腾讯、阿里巴巴、秦淮数据、万国数据、数据港、中国移动、中国电信、中国联通等用户的大型数据中心提供了大量高效节能的制冷系统及产品；在通信机柜设备温控领域，公司赢得华为、Eltek 等大规模主流客户的信赖和稳固的合作关系；在储能温控领域，公司长年在国内储能温控行业处于领导地位，也是众多国内储能系统提供商的主力温控产品供应商；新能源客车空调领域，公司赢得了包括比亚迪、南京金龙等电动客车整车厂的信任；轨道交通空调领域，公司在巩固上海地铁、苏州地铁的传统优势市场同时，陆续拓展了郑州地铁、无锡地铁、深圳地

铁等新市场。

图 6：积累了众多优质客户，客户资源优势明显



资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 1.2 共享平台的多应用领域策略，产品迭代速度较快

平台部门+产品线的矩阵式组织架构，大幅提升研发速度。公司致力于打造成为统一技术和业务平台基础的多应用领域的温控和散热产品的方案提供商，选择共享平台基础上的多应用领域的策略，采用平台部门+产品线的矩阵式架构，平台部门提供共享的资源，业务由产品线或事业部独立运作。目前已实现研发、采购、供应链、服务等环节的平台共享，通过技术复用和平台共享，可以提升研发速度、降低技术风险、实现规模化采购从而降低成本。

构筑统一技术平台，快速推出优质产品。公司拥有完整的设备散热与环境控制领域的产品研发体系，目前已经基本构建了从热源到冷源的设备散热全链条的技术平台，并逐渐完善健康环境的多维度空气质量管理的平台。技术平台复用可以使得公司在需要较小投入的基础上很快进入相关赛道，从而实现快速响应客户需求。目前公司已经初步形成了基于统一技术和业务平台基础上的汇集多个专业细分领域的业务布局，具备针对不同下游细分市场及行业大客户快速提供个性化需求的产品和方案的能力。

## 1.3 核心团队行业经验丰富，持续加大研发投入

公司核心管理团队年富力强，大部分在华为、艾默生等大型企业有多年的经营管理经历。公司技术研发、市场销售、供应链管理、财务及运营管理等全业务链的各环节都有业界优秀专才负责，对本行业市场趋势及技术走向有着独到的理解与判断。同时公司还不断引进有理想、有激情的专家加入核心管理团队和核心技术团队，不断壮大公司的核心管理团队，为公司的持续发展扩张奠定了基础。

凭借优秀的研发实力和行业地位，公司参与制定了多项国家和行业标准，其中通信领域（含户外机柜、机房）参与十余项、数据中心领域数项以及《汽车用电驱动空调器》领域标准。此外，公司人员也参与了《计算机和数据处理机房用单元式空气调节机》、《集装箱式数据中心机房通用规范》等多项国家标准及行业标准起草工作，核心技术人员之一陈川作为审核人参与了国标 GB50174-2017《数据中心设计规范》的审核。目前公司也正在积极参与行业标准《计算机和数据处理机房用双循环单元式空气调节机》《计算机和数据处理机房用间接蒸发冷却空调机组》《计算机和数据处理机房用复合式间接蒸发冷却冷水机组》《露点蒸发式高温冷水机组》等标准的起草工作。

表 1：公司高管行业相关经验丰富

姓名	现任职务	履历
齐勇	董事长、总经理	曾供职于内蒙古包头钢铁公司，并在华为电气、艾默生等大型跨国企业任职多年，具有丰富的企业经营管理经验，对本行业的发展趋势有深刻的理解
韦立川	董事、新技术研究部总监	曾供职于广东美的、艾默生
欧贤华	董事、副总经理、董秘	曾供职于东莞新科电子、华为电气、艾默生、国成投资
吴刚	副总经理、研发部总监	曾供职于大冷王运输制冷、格力电器、艾默生
陈川	副总经理，负责机房温控业务的经营管理	曾供职于力博特、艾默生
王铁旺	副总经理，负责机房温控业务的经营管理及品牌拓展业务	曾供职于力博特、艾默生
游国波	副总经理，负责机柜温控业务的经营管理	曾供职于富士康、艾默生
叶桂梁	财务总监	曾供职于广州通信研究所、杰赛科技董事会秘书兼财务总监。
刘军	监事会主席	曾供职于广东美的
林永辉	职工代表监事	曾供职于华为电气、艾默生
戴向阳	监事、测试中心总监	曾任职于烟台冰轮股份有限公司工程师、艾默生网络能源有限公司工程师

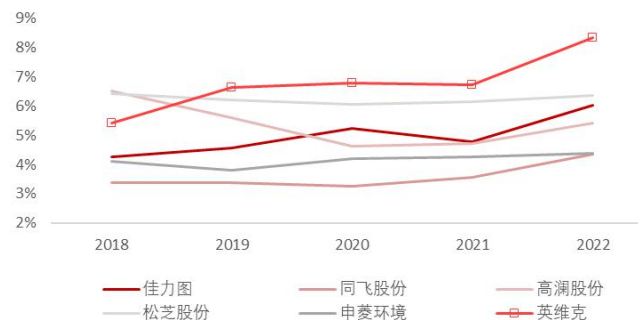
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 7：研发支出及研发费用率（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所（2022 年为 Q3）

图 8：与可比公司相比，研发费用率处于较高水平



资料来源：wind，山西证券研究所（2022 年为 Q3）

持续加大研发投入，研发费用率逐步提升。2019-2022Q3，公司研发费用率分别为 6.6%、6.8%、6.7%、8.4%，与可比公司相比也处于较高水平。公司还分别在深圳、北京设立了英维克新技术研究院，目前新技术研究院已逐渐成为公司新产品、新技术的内部孵化及对外合作的平台。

## 1.4 收入及利润稳步有升，毛利率水平相对较高

超过 10 余年，收入和利润保持双增长。2019-2022Q3，实现营业收入 13.38 亿元、17.03 亿元、22.28 亿元、14.85 亿元，2019-2021 年分别同比增长 25.0%、27.3%、30.8%，复合增速 29.1%；2019-2022Q3，实现归母净利润 1.6 亿元、1.82 亿元、2.05 亿元、1.17 亿元，2019-2021 年分别同比增长 48.5%、13.5%、12.9%，复合增速 13.2%。2019 年以来受益于数据中心温控及储能温控领域的增长，公司营业收入稳步上升。

图 9：公司营业收入稳步上升



图 10：归母净利润稳步有升



资料来源：wind，山西证券研究所（2022 年为 Q3）

资料来源：wind，山西证券研究所（2022 年为 Q3）

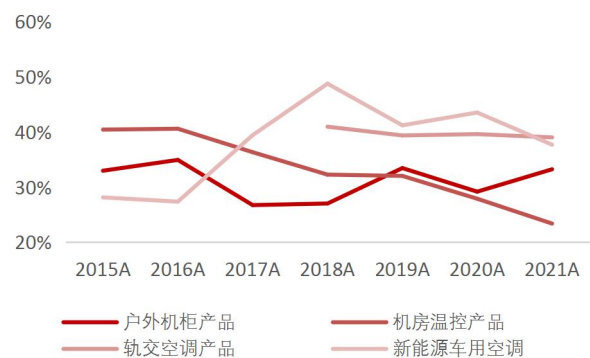
机房温控设备产品毛利率下降拉低公司综合毛利率水平，与可比公司相比处于中上水平。综合来看，2019-2022Q3，公司毛利率水平分别为 35.1%、32.4%、29.4%、30.0%，净利率水平分别为 11.7%、10.6%、8.9%、7.6%，公司毛利率维持在 30% 以上，2021 年机房温控产品毛利率下滑较多使得公司毛利率下降至 30% 以下。分产品来看，2019-2021 年，户外机柜温控产品毛利率分别为 33.44%、29.16%、33.22%，机房温控产品毛利率分别为 32.02%、27.88%、23.37%；轨交空调产品毛利率分别为 39.36%、39.60%、39.01%，新能源车用空调产品毛利率分别为 41.20%、43.52%、37.69%。机房温控设备产品占公司营收接近一半，其毛利率逐年下降使得公司综合毛利率水平逐步下降。以铜等大宗商品相关的原材料成本自 2021 年中开始上涨，使得公司 2021 年毛利率水平下降较多。与可比公司相比，公司毛利率和净利率水平处中上水平。

图 11: 综合毛利率及净利率水平



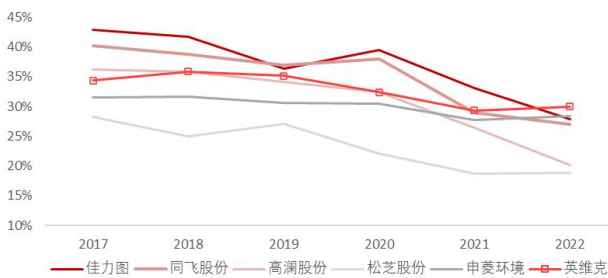
资料来源: wind, 山西证券研究所 (2022 年为 Q3)

图 12: 机房温控产品毛利率逐年下降



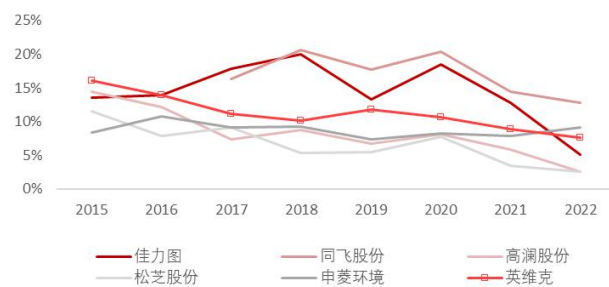
资料来源: wind, 山西证券研究所

图 13: 可比公司毛利率水平



资料来源: wind, 山西证券研究所 (2022 年为 Q3)

图 14: 可比公司净利率水平



资料来源: wind, 山西证券研究所 (2022 年为 Q3)

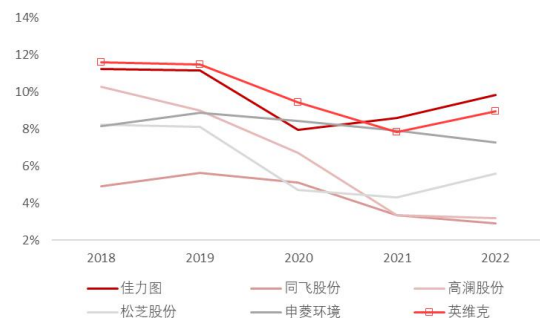
2019-2022Q3, 公司期间费用分别为 3.17 亿元、3.61 亿元、4.38 亿元、3.24 亿元, 期间费用率分别为 23.7%、21.2%、19.7%、21.8%。2019-2022Q3, 销售费用率分别为 11.5%、9.4%、7.8%、9.0%, 管理费用率分别为 5.5%、4.6%、3.9%、4.8%; 财务费用率分别为 0.0%、0.4%、1.2%、-0.3%。公司销售费用率较高, 与可比公司相比也处于较高水平。

图 15: 销售、管理、财务费用率



资料来源: wind, 山西证券研究所 (2022 年为 Q3)

图 16: 与可比公司相比, 销售费用率较高



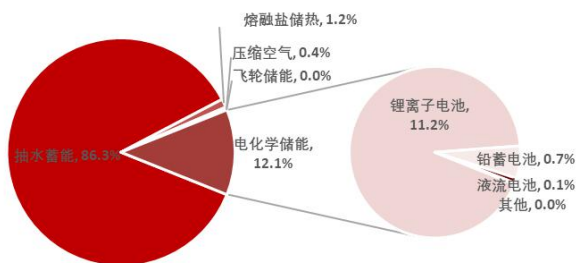
资料来源: wind, 山西证券研究所 (2022 年为 Q3)

## 2. 机柜温控领域龙头，未来受益于电化学储能及通信领域发展

### 2.1 电化学储能的快速发展将持续扩大储能温控市场发展

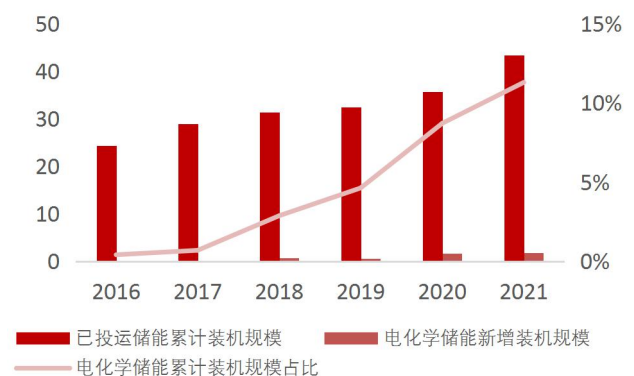
电化学储能是未来主流的储能技术发展方向，未来将迎来快速发展。在“双碳”目标背景下，光伏、风能等可再生能源的建设规模和速度加快，而储能技术是支撑可再生能源稳定规模化发展的关键。2021年7月，国家发改委等部门联合发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，指出到2025年，实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，装机规模达30GW以上（2020年末装机规模为3GW）；到2030年，实现新型储能全面市场化发展。电化学储能是新型储能的重要组成部分，是利用化学电池将电能储存起来并在需要时释放的储能技术及措施，是未来主流的储能技术发展方向。据CNESA，截至2021年底，中国已投运电力储能项目累计装机规模46.1GW（同比增长30%）。其中新型储能累计装机规模5.73GW（同比增长75%），电化学储能累计装机容量为5.51GW（同比增长68.5%）。CNESA在保守场景下预计，2022-2026年电化学储能累计规模复合增长率为53.3%。据高工锂电，2021年储能电池出货量48GWh，高工锂电预计2026年中国储能总出货量将达330GWh，5年复合增长率为47.05%，未来储能电池市场将迎来快速发展。

图 17：中国电力储能市场累计装机规模占比（%）



资料来源：CNESA，山西证券研究所（至2021年底）

图 18：2016-2021 年中国储能累计装机规模及电化学储能新增装机规模（GW）



资料来源：CNESA，山西证券研究所

储能温控市场将迎来较大发展机遇。从产业链看，电化学储能可分为上游电池材料、中游储能系统集成、下游电力系统储能应用。中游储能系统的集成与制造，一般包括储能电池、电池管理系统、能量管理系统以及储能变流器四大组成部分。而储能温控系统可以有效防止热失控，是储能系统的重要组成部分，据北极星储能网2021年数据，储能温控系统价值量约占到整个储能系统价值量的3~5%。双碳目标下，新型储能尤其是电化学储能装机容量持续提升，储能温控市场规模或将持续扩张，储能温控市场将迎来较大的市场机遇。据GGII（高工产研新能源研究所）预测，2025年国内储能温控出货价值量将达到165亿元；

而液冷温控方案在未来将成为市场主流，2025 年预计市场渗透率达 45%为 74.25 亿元。

公司是国内最早涉足电化学储能系统温控的厂商，是行业内的龙头企业，也是众多国内储能系统提供商的主力温控产品供应商，提供风冷、液冷的全产品系列，竞争优势明显。公司坚持研发和技术创新，并持续不断地优化产品，充分利用既有的品牌优势和行业地位，抓住行业的高速发展机遇，未来随着储能电站建设需求的高速增长，公司储能温控产品将迎来持续快速增长。1)储能系统在 7X24 小时持续运行下设计寿命长达 8~10 年，全生命周期的可靠性要求高，同时对温控的能耗敏感，这些需求特点与数据中心温控系统相似。储能系统的户外箱柜结构与通信户外机柜应用场景接近。公司在数据中心及通信户外机柜等行业应用的丰富经验对储能温控系统意义重大；2)温控技术具有技术可迁移性，而且用户粘性较高，储能业务布局早且业务种类全面的温控企业具有先发优势。公司自 2012 年就开始成为国内储能集装箱系统主要的温控设备提供商，2013 年即开始拓展储能业务，先发优势明显。3)锂离子电池的热失控问题催生了储能行业液冷技术的快速发展。液冷赛道为主流趋势，所以在液冷和户外应用场景有技术和经验积累的企业或更容易在市场中取得领先地位。公司是业内早期提供动力电池包液冷解决方案的公司，2014 年就有解决方案，并于 2017 年大批量提供某电动客车电池包的液冷系统冷源。随着液冷电池 PACK 在储能系统的导入，公司率先于 2020 年推出系列的水冷机组并大批量应用于众多国内外储能系统的头部企业。在液冷的储能系统中，不断丰富产品环节，优化端到端的液冷系统，目前也正在基于整体的液冷温控技术平台，努力向核心客户推动端到端全链条的液冷解决方案。

## 2.2 5G 基站的大规模铺设提升公司机柜温控节能设备市场空间

5G 的大规模铺设带来基站数量的快速增长。相比于 4G 基站，5G 基站覆盖范围较小因而其需求量会显著增加。工信部数据显示截至 2021 年底，我国累计建成并开通 5G 基站 142.5 万个，每万人拥有 5G 基站数达到 10.1 个，2021 年全年新建 5G 基站超过 65 万个。《5G 应用“扬帆”行动计划（2021-2023 年）》指出，到 2023 年每万人拥有 5G 基站数超过 18 个，据《“十四五”信息通信行业发展规划》，到 2025 年要建成全球规模最大的 5G 独立组网网络，到 2025 年每万人拥有 5G 基站数为 26 个，以 14.5 亿人口计算，2023 年底 5G 基站将超过 261 万个，而 2025 年底 5G 基站将超过 377 万个。据赛迪智库，预计到 2025 年建成基本覆盖全国的 5G 网络，预计需要 5G 基站 500 万-550 万个，以每个基站 50 万元计算，直接拉动基站投资约 2.5 万亿元。5G 基站机柜的发热量较 4G 有较大提高，未来无论是新建机柜还是改在现有机柜，温控系统都需要增添或者更换，从而有效提升机柜温控节能设备市场空间。

基站户外机柜空调是公司历史最早的产品，公司目前也是户外机柜通信温控领域的龙头企业，凭借优秀的研发创新能力、可靠的产品质量以及行业内的品牌认可度，目前已经与华为、中兴、Eltek 等大规模主

流客户保有稳固的合作关系，预计整个 5G 建设期内公司相应的机柜市场需求将大于 4G 建设期。

### 3. 数据中心的建设持续增加公司机房温控节能产品需求

#### 3.1 数据中心的产业化趋势提升液冷市场规模

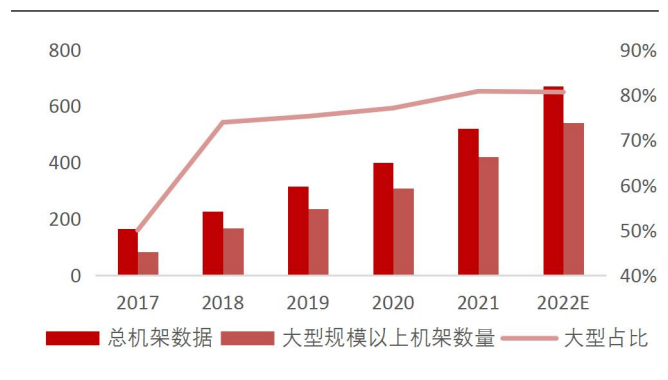
数据中心的持续增长带来相应机电设备市场规模的持续增长。人工智能、大数据、物联网、云计算等技术的不断推进使得数据中心的数量和市场规模快速增长。据科智咨询，2021 年中国 IDC 市场规模达 3012.70 亿元，同比增长 34.6%，预计 2024 年中国 IDC 市场规模将达到 6122.50 亿元，增速有所放缓但未来仍将保持 20% 以上的增长。数据中心的快速增长带来数据中心机架规模的持续增长。据中国信通院，按照标准机架 2.5kW 统计，截至 2021 年底，我国在用数据中心机架规模达到 520 万架，近五年年均复合增速超过 30%。其中，大型以上数据中心机架规模增长更为迅速，机架规模 420 万架，占比达到 80%。数据中心机电设备市场规模也持续增长，据科智咨询，截至 2021 年，中国数据中心机电设备市场规模达 427.7 亿元，同比增长 22.8%，2016-2021 年 CAGR 达 22.6%。

图 19：中国 IDC 业务市场规模及增速（亿元，%）



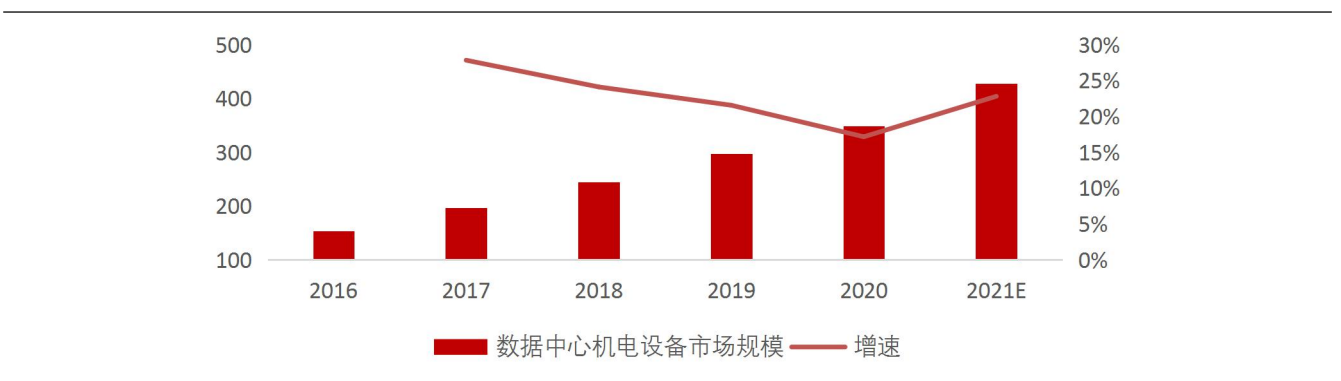
资料来源：中国 IDC 圈、科智咨询、山西证券研究所

图 20：机架建设快速增长（万架，%）



资料来源：中国信通院，山西证券研究所

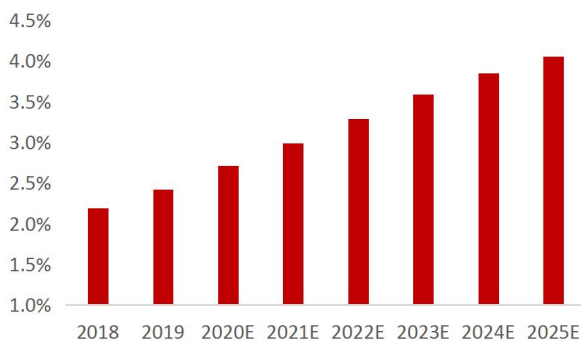
图 21：2016-2021 年中国数据中心机电设备市场规模（亿元,%）



资料来源：科智咨询，山西证券研究所

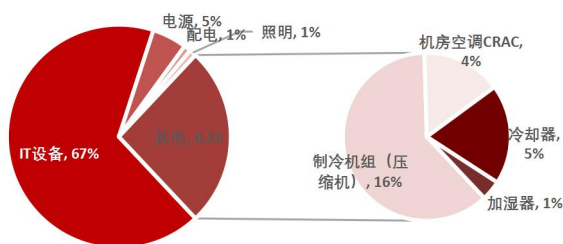
数据中心属于高耗能行业，政策引导绿色化发展。中国产业信息网统计 2025 年我国数据中心用电量占全社会用量比例将由 2020 年的 2.7% 提升至 4.1%。建设绿色数据中心已经成为当务之急。“新基建”、“碳中和碳达峰”、“东数西算”等政策引导数据中心产业向集约化、绿色化、高效化转型发展。《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》表示，到 2023 年底，新建大型及以上数据中心 PUE 降低到 1.3 以下，严寒和寒冷地区力争降低到 1.25 以下；“东数西算”工程中，要求内蒙古、甘肃、宁夏、贵州 4 处枢纽设立的数据中心集群 PUE 控制在 1.2 以内；京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝 4 处枢纽设立的数据中心集群 PUE 控制在 1.25 以下。据《数据中心间接蒸发冷却技术白皮书》，典型的数据中心中 IT 设备和空调系统是耗电大户，合计占比 90% 以上。在不降低通信设备功耗时，数据中心 PUE 是否能降低到合理水平，主要取决于空调系统的能耗。

图 22：数据中心耗电量占比预估



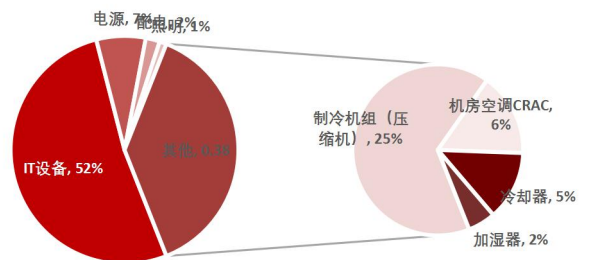
资料来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

图 24：PUE=1.50 时，空调系统能耗占比 26%



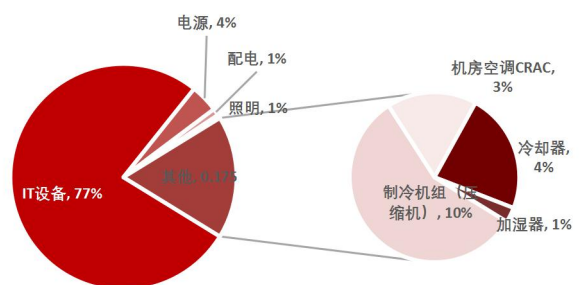
资料来源：《数据中心间接蒸发冷却技术白皮书》，山西证券研究所

图 23：PUE=1.92 时，空调系统能耗占比 38%



资料来源：《数据中心间接蒸发冷却技术白皮书》，山西证券研究所

图 25：PUE=1.3 时，空调系统能耗占比 18%



资料来源：《数据中心间接蒸发冷却技术白皮书》，山西证券研究所

液冷作为应对高热密度、高能效的设备散热发展趋势已获得广泛共识，液冷数据中心市场规模广阔。随着政策对数据中心 PUE 要求趋严，提高数据中心中的可再生能源比例和进一步提高制冷效率的重要性进

一步提高。在此背景下，液冷等新型制冷方式及其产业链也将迎来更大发展空间。液冷在高效制冷方面有天然优势，更适用于高热密度和超高能效的数据中心散热，其冷却能力是空气的 1000-3000 倍，可以实现超高密度制冷，从而大幅降低数据中心 PUE（电能利用效率）。不论是出于政策合规的考量、对低 PUE 的追求，还是出于绿色发展的需要、单机柜功率密度对高效制冷的要求，数据中心都将大力引入液冷，数据中心将进入液冷时代。据统计，若全国 50%新建数据中心采用相变液冷技术，每年可省 450 亿度电，减排 3000 万吨二氧化碳。赛迪顾问估算，液冷的应用前景广阔，2025 年中国液冷数据中心市场规模将超千亿元。

### 3.2 抓住趋势、积极布局，中标项目提升业绩确定性

数据中心领域，公司提供多种解决方案以及多种产品，凭借领先的技术创新能力，快速响应数据中心的建设需求，提供高性价比的产品：1)抓住模块化数据中心需求变化，实现数据中心领域弯道超车。2011 年~2013 年公司及时抓住大型互联网公司的模块化数据中心需求变化，依据个性化定制的 XRow 列间空调大规模进入腾讯、阿里巴巴市场，2017 年公司还成为腾讯整体微模块的供应商短名单，实现了在该领域从“弯道超车”到“引领创新”；2)凭借技术创新与抢先布局在大型云计算中心领域保持持续领先。2016 年，云计算和大数据背景下，大型云计算数据中心建设呈现快速增长的趋势，大型的云计算数据中心对于建设成本、运营成本的要求也较以往传统的保障型数据中心提出更苛刻的要求。公司专家通过大量的调研，认为蒸发冷却技术非常适合中国大型数据中心的应用。2016-2017 年间，分别推出了 XStorm 直接蒸发冷却风墙系统和 XFlex 间接蒸发冷却系统，并成功应用于宁夏中卫美丽云、秦淮数据、张北万国数据、张北阿里巴巴、腾讯 T-Block 第四代数据中心等项目。间接蒸发冷却技术作为最有效的降低能耗的成熟技术之一已经获得广泛认同，越来越多的大型数据中心在采用蒸发冷却的技术方案和产品，市场渗透率快速提升。公司已成为国内蒸发式冷却大规模商用的主流供应商；3)积极布局液冷等领域，拥抱数据中心未来趋势。在液冷方面，公司很早针对 CPU、GPU 的散热展开研究，从发热机理到导热、管路、连接、分配、冷源全链条每一个环节的技术。XGlacier 服务器液冷解决方案，可采用冷板式液冷、浸没式液冷等服务器冷却方式，并可以充分利用余热回收，实现发热源到冷源的端到端冷却方案，节能效果显著，PUE 可低至 1.1。2021 年 ODCC 峰会上，公司在业内率先推出全链条液冷解决方案，公司已经具备提供端到端全链条产品和方案的能力。未来液冷散热技术在低能耗要求的高热密度数据中心的应用将增多，发展前景广阔。

图 26：公司数据中心产品及相关解决方案完善



资料来源：公司官网，山西证券研究所

**数据中心领域中标多项重大项目，提升后期业绩确定性。**公司 2020 年末与合作伙伴联手获得中国移动新型末端集采项目的大份额、2021 年 4 月第一份额中标中国移动冷冻水型机房专用空调集采、2021 年 5 月第一份额中标中国移动 2021 年风冷型列间空调集采、2021 年 5 月大份额中标阿里巴巴数据中心冷冻水型精密空调项目、2021 年 6 月中标“MCS 北京马驹桥数据中心基础设施建设”的大型总包项目、2021 年 5 月和 7 月作为腾讯间接蒸发冷却机组主要供应商继续中标腾讯该产品的直采招标、2021 年 7 月大份额中标中国电信模块化 DC 舱的首次规模集采、2021 年 8 月入围中国联通冷冻水型（机房、列间）空调集采、2021 年 11 月第一份额中标中国移动 2021 年至 2022 年风冷型机房专用空调产品集采、2022 年 1 月入围中国联通智能双循环、风冷机房（定频）空调集采。数据中心项目收入确认需要半年以上的周期，这些重大项目的中标和后续交付，将有效提升公司机房温控业务的后续收入的确定性。

## 4. 轨交及新应用领域持续拓展公司空间

### 4.1 积极布局轨交及客车空调

中国城市交通需求的总量在急剧增长，以地铁为代表的城市轨道交通越来越受到重视。截至 2021 年底，50 个城市开通了城市轨交线路 9192.62 公里，其中当年新增线路 1222.92 公里。城市轨交线路长度中 78.9% 的制式为地铁，2021 年底全国累计地铁线路 7253.73 公里，当年新增地铁线路 971.93 公里，较上年度同比减少 13.4%。地铁建设的较快进程将持续带动地铁专用空调市场持续向好。2018 年并购上海科泰后，公司进入轨道交通列车空调领域。“科泰”品牌在上海地铁、苏州地铁的轨交列车空调市场份额居前列，并拓展

了郑州地铁、无锡地铁、深圳地铁的新市场。公司的地铁空调架修业务是国内最大的轨交空调维护平台之一，已形成标准化、规模化，累计维修量和维护时间亦居国内前列，服务于上海、深圳、广州等地铁公司。

公司的客车空调主要是针对中、大型电动客车的电空调产品，包括在公交、通勤、旅运等具体的应用场合。公司自 2013 年开始关注该领域机会、2014 年完成首批产品开发设计、2015 年即开始实现批量销售并进入比亚迪等主流客车厂商，电动客车空调先后使用于上海、深圳、天津等中心城市，以及广州、重庆、南昌、海口等省会城市的公交集团。同时，公司在电动客车空调领域一直坚持技术创新，低温增焐热泵技术、电池 PACK 与车厢空调合并冷源等新技术在相关产品中得到规模化应用推广，还拓展了用于新能源重型卡车等特种车辆的空调和换电系统热管理产品。此外公司还在积极推广等离子杀菌消毒技术在公交大巴领域的应用，期望未来在电动车辆领域有更宽广的产品组合和应用领域。

公司还针对城市配送、干线物流、多式联运、铁路、航空等提供运输冷链解决方案，提供兼有电动冷链物流车及燃油冷链物流车适用的冷机产品，为合作伙伴定制开发冷机助力中国第一款主动式温控航空箱正式通过中国民航局适航认证。

图 27：地铁及客车领域客户不断导入，同时提供运输冷链解决方案



资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 4.2 积极切入电子散热、健康环境机等新领域

各种电子设备的密度和功率密度不断提高，对设备散热的要求也逐步提高，对设备散热提供商技术要求也不断提高。公司长期跟踪电子器件的热密度提升趋势，并在电子产品热分析、散热方案设计等方面有长期积累，结合公司机房/机柜的设备散热解决方案，将公司产品和业务向发热源侧延伸，提供针对服务器、激光器、高密度电源、RRU/AAU、光模块等应用领域的先进风冷散热模组和液冷散热解决方案。

图 28：公司在电子散热和空气环境机推出多项产品



资料来源：公司公告，山西证券研究所

空气环境机是公司的新业务，目前还处于逐步导入阶段。2020 年公司开始推出健康环境产品，产品具有先发优势，目前已开发出空气环境机、消毒净化机、消毒除臭机、电梯空气消毒机、中央空调改造组件和公交车辆消毒组件等产品，适用于学校、图书馆、办公室、会议室、医院、家庭、商务楼宇、电梯、卫生间、公共交通等领域。目前已经在学校、医院、公共交通领域以及个人用户市场取得了一定的规模应用，产品已在清华附小、上海民乐学校、深圳龙华高级中学等学校，武汉同济医院、深圳市第三人民医院等医院、郑州地铁三号线、深圳市巴士集团等等实现应用，未来预计用户对健康空气环境的意识会持续提高，市场需求潜力大。

## 5. 盈利预测和估值分析

### 5.1 盈利预测及假设

双碳、新基建大背景下，将对公司的数据中心温控、储能系统相关温控等多个业务均有长期的有利驱动。**机房温控产品** 2019-2021 年营收分别为 6.25/8.67/11.98 亿元，增速分别为 18.5%、38.65%、38.16%。数据中心的持续快速发展将带来相应机电设备市场的持续增长，截至 2021 年中国数据中心机电设备市场规模达 427.7 亿元，同比增长 22.8%。另一方面，建设绿色数据中心已经成为当务之急，相关政策均引导数据中心产业向集约化、绿色化、高效化转型发展，这个背景下液冷技术的发展已经获得广泛共识，预计 2025 年中国液冷数据中心市场规模将超千亿元。公司是机房温控产品领域的龙头，布局较早，2016 年起推出蒸发冷却技术，已成为国内蒸发式冷却大规模商用的主流供应商。公司也在积极布局液冷等领域，拥抱数据中心未来趋势。此外，公司中标的多个数据中心大项目也提升公司业绩的确定性。**预计 2022-2024 年，机房温控产品增速分别为 15%、30%、32%，营收分别达到 13.78/17.91/23.64 亿元；机柜温控产品 2019-2021 年营收分别为 3.74/3.78/6.63 亿元，增速分别为 56.04%、1.11%、75.36%。**随着电化学储能的快速发展，储能

温控市场也将迎来较大发展。2025 年国内储能温控出货价值量将达到 165 亿元；液冷温控方案在未来将成为市场主流，2025 年预计市场渗透率达 45%。液冷在 2025 年占比将达到 45%左右，则为 74.25 亿元。公司是机房温控产品的龙头企业，国内最早涉足电化学储能系统温控的厂商，未来随着储能电站建设需求的高速增长，公司储能温控产品将迎来持续快速增长。预计机柜温控产品 2022-2024 年增速分别为 39%、40%、41%，营收分别达到 9.22/12.91/18.20 亿元；轨交及新能源车空调 2019-2021 年营收分别为 2.97/3.81/2.7 亿元，增速分别为 18.8%、28.4%、-29.18%，预计 2022-2024 年增速分别为-7.15%、3.01%、3.03%，营收分别达到 2.50/2.58/2.66 亿元；新业务方面，2019-2021 年营收分别为 0.41/0.77/0.97 亿元，增速分别为-21.77%、87.65%、26.12%。公司在积极切入电子散热、健康环境机等新领域，业务发展潜力较大，考虑到基数小等原因，预计 2022-2024 年增速分别为 40%、50%、46%，营收分别达到 1.36/2.05/2.99 亿元。

表 2：公司营业收入预测

单位：亿元		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
户外机柜温控节能设备	营业收入	3.74	3.78	6.63	9.22	12.91	18.20
	同比增长率		1.11%	75.36%	39.00%	40.00%	41.00%
机房温控节能设备	营业收入	6.25	8.67	11.98	13.78	17.91	23.64
	同比增长率		38.65%	38.16%	15.00%	30.00%	32.00%
轨交及新能源车	营业收入	2.97	3.81	2.70	2.50	2.58	2.66
	同比增长率		28.24%	-29.18%	-7.15%	3.01%	3.03%
其他业务	营业收入	0.41	0.77	0.97	1.36	2.05	2.99
	同比增长率		87.65%	26.12%	40.00%	50.00%	46.00%
营业总收入		13.38	17.03	22.28	26.86	35.44	47.48
同比增长率			27.35%	30.82%	20.55%	31.93%	33.98%
综合毛利率		35.15%	32.43%	29.35%	29.69%	29.82%	29.70%

资料来源：wind，公司招股说明书，山西证券研究所

根据上述假设，我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 26.86/35.44/47.48 亿元，同比增长 20.6%、31.9%、34.0%；分别实现净利润 2.40/3.26/4.42 亿元，同比增长 17.2%、35.6%、35.7%，对应 EPS 分别为 0.55/0.75/1.02 元。

表 3：公司重要财务指标盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,703	2,228	2,686	3,544	4,748
YoY(%)	27.3	30.8	20.6	31.9	34.0
净利润(百万元)	182	205	240	326	442
YoY(%)	13.5	12.9	17.2	35.6	35.7
毛利率(%)	32.4	29.4	29.7	29.8	29.7
EPS(摊薄/元)	0.42	0.47	0.55	0.75	1.02
ROE(%)	12.9	10.7	11.8	14.2	16.7

P/E(倍)	70.3	62.3	53.2	39.2	28.9
P/B(倍)	9.1	6.9	6.3	5.6	4.8
净利率(%)	10.7	9.2	8.9	9.2	9.3

资料来源：最闻数据，山西证券研究所（以 2022/12/16 收盘价计算）

## 5.2 可比公司估值

选取佳力图、同飞股份、高澜股份、松芝股份、申菱环境作为国内可比上市公司，以 2022 年 12 月 16 日收盘价 29.4 元计算，2022-2024 年公司 PE 分别为 53.2X、39.2X、28.9X，考虑到双碳、新基建等大背景将带来数据中心温控、储能系统相关温控等产品的长期增长，公司作为机房温控产品和机柜温控产品领域的龙头企业，未来将持续受益。首次覆盖给予“增持-A”评级。

表 4：可比公司比较

	收盘价	总市值	净利润（亿元）				市盈率（PE，倍）		
	（元）	（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
佳力图	10.3	31.2	0.9	0.7	1.3	1.5	47.7	23.9	20.4
同飞股份	88.3	82.6	1.2	1.5	2.6	3.9	54.0	31.9	21.3
高澜股份	10.0	31.0	0.6	0.7	1.2	1.5	42.3	25.6	20.0
松芝股份	7.4	46.4	1.1	1.0	1.7	2.6	48.3	26.8	17.9
申菱环境	34.0	81.7	1.4	2.3	3.5	4.9	35.3	23.4	16.7
英维克	29.4	127.8	2.1	2.4	3.3	4.4	53.2	39.2	28.9
可比公司平均估值							45.5	26.3	19.3

资料来源：wind，公司招股说明书，山西证券研究所（截至 2022/12/16，可比公司采用 Wind 一致预测）

## 6. 风险提示

**储能、数据中心、5G 等发展不及预期：**公司业绩受益于储能、数据中心、5G 等行业发展，对公司的业绩预测是建立在行业持续快速增长的前提下，若行业增长不及预期，会影响到对公司未来业绩的判断。

**新产品推出及客户导入不及预期：**公司积极推出液冷温控产品及加大向客户导入，若产品推出进度及向客户导入不及预期，会影响到公司未来业绩。

**国家相关产业政策变动的风险：**双碳政策下，储能、绿色数据中心等持续发展，若国家政策有变化会影响到公司下游行业。

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2204	2712	2994	3525	3920
现金	436	574	618	815	1092
应收票据及应收账款	779	1207	1235	1440	1438
预付账款	16	16	26	26	46
存货	468	400	594	715	802
其他流动资产	505	515	521	529	541
<b>非流动资产</b>	618	745	777	819	850
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	259	259	266	264	265
无形资产	12	85	112	156	187
其他非流动资产	348	401	399	400	398
<b>资产总计</b>	2822	3456	3771	4344	4770
<b>流动负债</b>	1333	1512	1648	1975	2038
短期借款	479	580	728	1005	1005
应付票据及应付账款	650	663	686	716	768
其他流动负债	204	268	234	254	265
<b>非流动负债</b>	85	94	94	94	94
长期借款	49	0	0	0	0
其他非流动负债	36	94	94	94	94
<b>负债合计</b>	1418	1605	1741	2068	2132
少数股东权益	0	-6	-7	-9	-11
股本	322	334	435	435	435
资本公积	450	742	641	641	641
留存收益	635	782	948	1173	1478
归属母公司股东权益	1404	1857	2037	2285	2649
<b>负债和股东权益</b>	2822	3456	3771	4344	4770

## 现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	10	180	66	110	469
净利润	181	199	239	324	440
折旧摊销	25	30	26	30	35
财务费用	8	27	30	40	48
投资损失	-0	-0	0	0	0
营运资金变动	-232	-126	-230	-284	-54
其他经营现金流	29	51	0	-1	-0
<b>投资活动现金流</b>	-73	-318	-59	-72	-66
<b>筹资活动现金流</b>	29	229	-111	-118	-126
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.47	0.55	0.75	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.41	0.15	0.25	1.08
每股净资产(最新摊薄)	3.23	4.27	4.69	5.26	6.09

## 利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1703	2228	2686	3544	4748
营业成本	1151	1574	1889	2487	3338
营业税金及附加	9	13	15	20	27
营业费用	161	174	210	273	361
管理费用	78	87	105	136	180
研发费用	116	150	188	245	323
财务费用	8	27	30	40	48
资产减值损失	-20	-22	-21	-21	-21
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	202	218	265	359	487
营业外收入	2	3	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	203	219	264	358	486
所得税	22	21	25	34	46
<b>税后利润</b>	181	199	239	324	440
少数股东损益	-1	-6	-1	-2	-2
<b>归属母公司净利润</b>	182	205	240	326	442
EBITDA	246	269	312	418	554

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	27.3	30.8	20.6	31.9	34.0
营业利润(%)	15.3	8.0	21.7	35.3	35.7
归属于母公司净利润(%)	13.5	12.9	17.2	35.6	35.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.4	29.4	29.7	29.8	29.7
净利率(%)	10.7	9.2	8.9	9.2	9.3
ROE(%)	12.9	10.7	11.8	14.2	16.7
ROIC(%)	10.2	8.6	9.2	10.5	12.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	50.2	46.4	46.2	47.6	44.7
流动比率	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9
速动比率	0.9	1.3	1.3	1.3	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0
应收账款周转率	2.4	2.2	2.2	2.7	3.3
应付账款周转率	2.0	2.4	2.8	3.6	4.5
<b>估值比率</b>					
P/E	70.3	62.3	53.2	39.2	28.9
P/B	9.1	6.9	6.3	5.6	4.8
EV/EBITDA	52.2	46.9	40.7	30.6	22.5

数据来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴  
世纪金融广场 3 号楼 802 室

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业  
园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话: 010-83496336

