

派诺科技 (831175.BJ)
国内 ESG 建设进入新阶段，能管系统助力业主节能增效

2024 年 07 月 08 日

——北交所信息更新

投资评级：增持（维持）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2024/7/5
当前股价(元)	10.85
一年最高最低(元)	31.49/10.71
总市值(亿元)	8.64
流通市值(亿元)	4.16
总股本(亿股)	0.80
流通股本(亿股)	0.38
近 3 个月换手率(%)	139.6

北交所研究团队
● 2023 能管系统贡献 43% 营收毛利率回升，维持“增持”评级

2023 年全年派诺科技实现营业收入 6.02 亿元同比-1.87%，归母净利润 5,193.82 万元同比-13.96%。2024Q1 派诺科技实现营业收入 0.76 亿元同比增长 2.83%，归母净利润-509.42 万元。考虑到武汉生产基地募投项目稳步推进即将进入使用状态增加折旧，我们小幅下调 2024-2025 年盈利预测并增加 2026 年预测值，预计 2024-2026 年实现归母净利润 0.61/0.66/0.72 亿元（原值 2024-2025 年归母净利润 0.62/0.69 亿元），对应 EPS0.76/0.82/0.90 元（原值 2024-2025 年为 0.77/0.87 元），当前股价对应 PE 为 14.2/13.2/12.0X。同时考虑到派诺科技能管系统产品在 ESG 领域具有较大的应用空间，我们维持“增持”评级。

● 派诺科技主攻能源管理系统产品及充电桩，2023 能管系统毛利贡献率达 46%

派诺科技主要为大型建筑工业园区等电力用户侧客户提供能源物联网产品及能源数字化解决方案，并获得了 CMMI5 级评估认证。主要产品分为用电及能源管理系统、电动汽车充电设备及系统、智能电力仪表等三大分类。从营收构成情况看，2023 全年能源管理系统贡献 43% 营收，电动汽车充电设备及系统则占到 31%。从毛利贡献率情况来看，能源管理系统毛利贡献率达到 46%，充电系统则为 25%。

● 国内 ESG 建设进入全新阶段，能管系统支持碳排放分析等助力业主 ESG 建设

2024 年 4 月 12 日，上交所、深交所、北交所同时发布可持续发展报告指引，国内 ESG 信息披露进入新阶段。派诺科技多项能源管理系统软件可以向业主提供碳排放分析、智能运维等服务，助力业主的 ESG 方面建设。其中，SmartME 能源与设施物联网平台融合能源/碳排放分析、用电安全管控、设备运行智能调控、智能运维等应用，产品应用于大型建筑、数据中心、医院、工业园区等行业，助力用户构建能源数字化管理体系，达成“提质、降本、增效”目标。该产品获得 2018 年度珠海市十大节能创新技术产品奖、2019 年度珠海市工业互联网平台标杆项目、2020 年度珠海市最佳软件技术创新产品奖等奖项。

● 风险提示：客户结构变化风险、毛利率下降风险、下游市场需求波动风险。
相关研究报告

《能源数字化解决方案助力多下游降本增效，充电桩借时代东风扩产起势——北交所首次覆盖报告》-2024.3.26

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	613	602	638	684	723
YOY(%)	24.6	-1.9	6.0	7.2	5.7
归母净利润(百万元)	60	52	61	66	72
YOY(%)	-3.0	-14.0	16.8	8.1	9.5
毛利率(%)	38.1	40.4	36.1	34.9	33.8
净利率(%)	9.8	8.6	9.5	9.6	9.9
ROE(%)	10.6	7.5	8.0	8.1	8.3
EPS(摊薄/元)	0.76	0.65	0.76	0.82	0.90
P/E(倍)	14.3	16.6	14.2	13.2	12.0
P/B(倍)	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023 能管系统贡献 43%营收，2022-2024Q1 毛利率回升	3
2、 派诺科技能管系统支持碳排分析等，助力 ESG 进入新阶段	5
2.1、 可持续发展报告指引公布，国内 ESG 建设及披露进入全新阶段	5
2.2、 派诺科技能源管理系统提供碳排放分析等服务，助力 ESG 建设	6
3、 盈利预测	8
4、 风险提示	9
附： 财务预测摘要	10

图表目录

图 1： 派诺科技主要产品和服务贯穿能源物联网的感知层、网络层及应用层	3
图 2： 2023 全年能源管理系统贡献 43%营收	3
图 3： 能源管理系统毛利贡献率达到 46%	3
图 4： 2023 年全年派诺科技实现营业收入 6.02 亿元	4
图 5： 2023 年归母净利润 5,193.82 万元	4
图 6： 整体毛利率在 2022-2024Q1 呈现回升趋势	4
图 7： 2021-2023 年期间费用较为稳定	4
图 8： 2021-2023 年研发费用率则保持小幅上涨	4
图 9： SmartME 能源与设施物联网平台融合能源/碳排放分析等应用助力 ESG 建设	8
表 1： 标准化系统广泛应用于有能源管理需求的各类应用场景	7
表 2： 预计 2024-2026 年 EPS0.76/0.82/0.90 元，维持“增持”评级	9

1、2023 能管系统贡献 43% 营收，2022-2024Q1 毛利率回升

派诺科技主要为大型建筑、数据中心、金融、医院、交通枢纽、工业园区等电力用户侧客户提供能源物联网产品及能源数字化解决方案。主要产品分为用电及能源管理系统、电动汽车充电设备及系统、智能电力仪表等三大分类。2024 年 6 月 20 日派诺科技公告通过了 CMMI5 级评估认证,并获得了《CMMI5 级评估认证证书》,证书有效期至 2027 年 5 月 31 日。

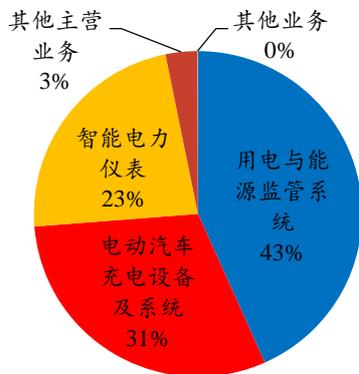
图1：派诺科技主要产品和服务贯穿能源物联网的感知层、网络层及应用层



资料来源：公司招股书

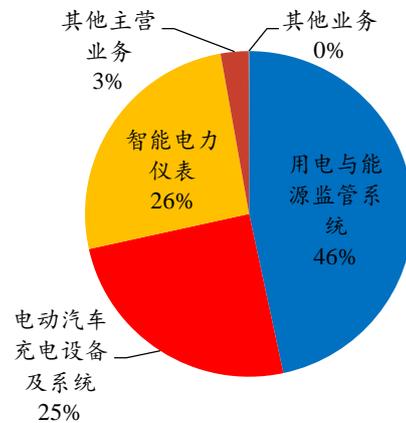
从营收构成情况看，2023 全年能源管理系统贡献 43% 营收，电动汽车充电设备及系统则占到 31%。从毛利贡献率情况来看，能源管理系统毛利贡献率达到 46%，充电系统则为 25%。

图2：2023 全年能源管理系统贡献 43% 营收



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：能源管理系统毛利贡献率达到 46%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2023 年全年派诺科技实现营业收入 6.02 亿元同比-1.87%，归母净利润 5,193.82 万元同比-13.96%。2024Q1 派诺科技实现营业收入 0.76 亿元同比增长 2.83%，归母

净利润-509.42 万元。

图4：2023 年全年派诺科技实现营业收入 6.02 亿元

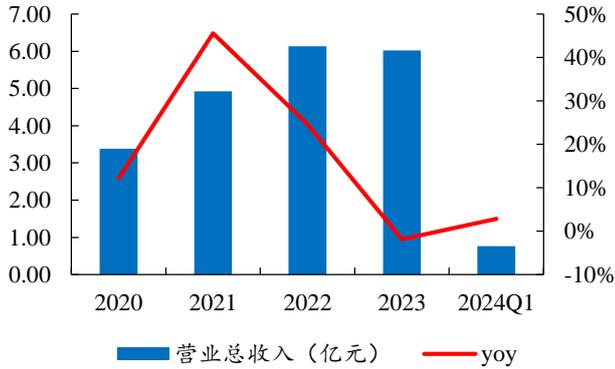
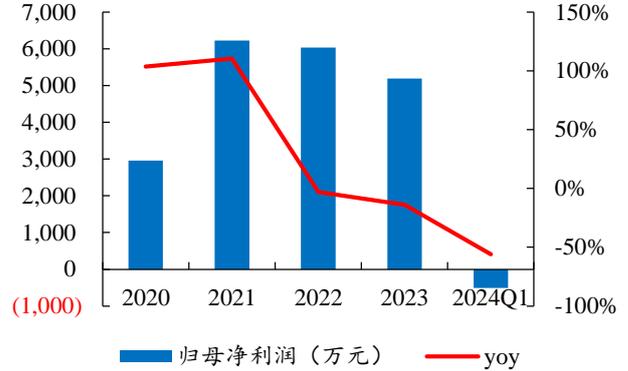


图5：2023 年归母净利润 5,193.82 万元

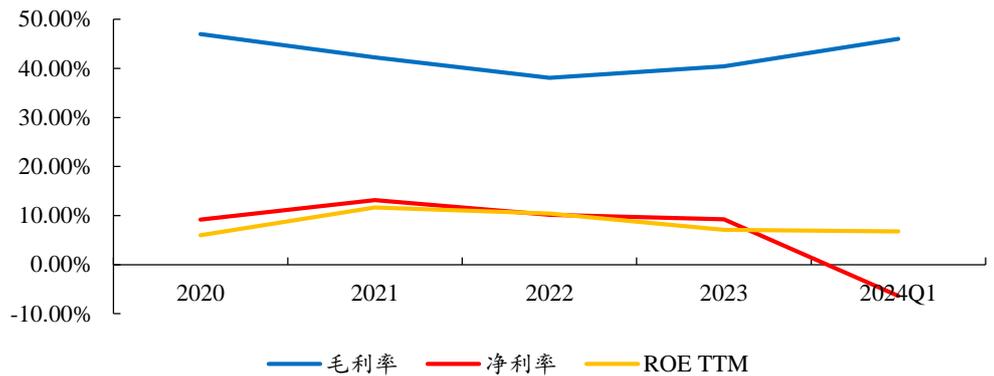


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

派诺科技整体毛利率在 2022-2024Q1 呈现回升趋势，2023 年为 40.41%，2024Q1 达到 46.01%。2023 年净利率及 ROE TTM 则为 9.27%、7.09%。

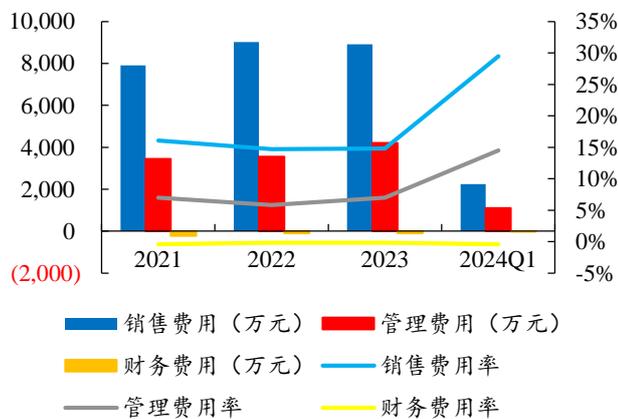
图6：整体毛利率在 2022-2024Q1 呈现回升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

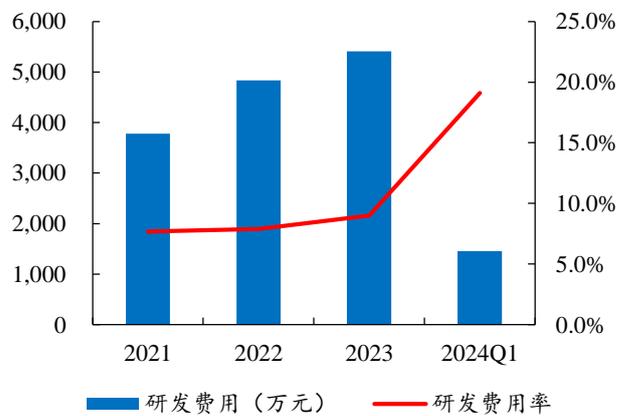
期间费用较为稳定，2021-2023 年分别为 22.60%、20.31%、21.63%。研发费用率则保持小幅上涨，2021-2023 年分别为 7.68%、7.89%、8.99%。

图7：2021-2023 年期间费用较为稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021-2023 年研发费用率则保持小幅上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、派诺科技能管系统支持碳排分析等，助力 ESG 进入新阶段

2.1、可持续发展报告指引公布，国内 ESG 建设及披露进入全新阶段

“环境与社会责任”是企业在经济高质量发展阶段面临的重要议题。企业 ESG 与“和谐共生”理念高度契合，即企业将环境（E）、社会（S）和治理（G）因素纳入发展决策中，在微观层面促进经济高质量发展。随着经济的快速增长和工业化进程加速，社会发展与资源供应的矛盾日益突出，ESG 信息披露成为一种全球趋势，也成为企业承担社会责任和环境责任的重要载体。国内的上市公司 ESG 建设及披露进入全新阶段。

2024 年 4 月 12 日，上交所、深交所、北交所同时发布可持续发展报告指引。披露主体方面，上交所意见征求意见稿明确报告期内持续被纳入上证 180、科创 50 指数样本公司，以及境内外同时上市的公司应当披露《可持续发展报告》，鼓励其他上市公司自愿披露。披露议题方面，按照强制披露、引导披露和鼓励披露的层级对不同议题设置披露要求。

深交所明确报告期内持续被纳入深证 100、创业板指数样本公司，以及境内外同时上市的公司应披露《可持续发展报告》，鼓励其他上市公司自愿披露。《可持续发展报告》应当经董事会审议通过后与年度报告同时披露，报告主体和期间应当与年度报告保持一致。

同时，深交所要求，上市公司应当结合自身所处行业和经营业务的特点，在《可持续发展报告》设置的议题中识别每个议题是否对企业价值产生较大影响（财务重要性），以及企业在相应议题的表现是否会对经济、社会和环境产生重大影响（影响重要性），并说明对议题重要性进行分析的过程。

上交所在意见征求意见稿在内容规则方面明确：

（1）**建立可持续发展信息披露框架。**上市公司应当围绕治理，战略，影响、风险和机遇管理，指标与目标四个核心内容对拟披露的议题进行分析和披露，以便于投资者、利益相关者全面了解上市公司为应对和管理可持续发展相关影响、风险和机遇所采取的行动。

（2）**明确环境、社会、公司治理披露议题。**环境信息披露章节设置了应对气候变化、生态系统与生物多样性保护、循环经济、能源使用等重要议题。社会信息披露章节设置了乡村振兴、创新驱动、科技伦理、供应链安全、平等对待中小企业等重要议题。公司治理信息披露章节专门设置了反贪污反贿赂、反不正当竞争等议题，引导上市公司建立反贪污反贿赂风险管理制度体系、培训体系和监督体系，通过披露与治理相结合防范商业贿赂风险。

(3) **结合实际适当降低披露标准。**考虑到我国上市公司在气候披露等方面基础相对薄弱,《指引》适当降低了部分议题的披露难度,如对于上下游产业链碳排放、联营合营企业碳排放、情景分析等方面不做强制要求,以推动行为转变为重点,不刻意追求信息披露的完美性,以实现稳妥起步,循序渐进推动公司加强披露。

深交所明确上市公司应当围绕治理,战略,影响、风险和机遇管理,指标与目标四个核心内容对拟披露的议题进行分析和披露,以便于投资者、利益相关者全面了解上市公司为应对和管理可持续发展相关影响、风险和机遇所采取的行动。同时,针对环境、社会、公司治理等方面设置碳排放、污染物、生态系统与生物多样性、循环经济利用、乡村振兴、供应链安全等多个议题。在实施方式上,明确上市公司应当通过定性、定量方式披露部分重要议题的相关信息,便于投资者和利益相关者进行横向、纵向对比,但同时针对定量披露要求设置缓释措施,上市公司在首个报告期对于定量披露难度较大的指标,可进行定性披露并解释原因。在过渡期安排和其他缓释措施方面,为帮助上市公司提前做好能力建设和实施准备,需强制披露《可持续发展报告》的上市公司最晚可在2026年4月30日前首次披露2025年度《可持续发展报告》,在2025、2026年度报告期内难以定量披露可持续发展相关风险和机遇对当期财务状况影响的,可仅进行定性披露。

北交所此轮公布的《北京证券交易所上市公司持续监管指引第11号——可持续发展报告(试行)(征求意见稿)》在披露主题方面考虑到创新型中小企业的发展阶段特点,拟执行“自愿披露”原则。

北交所《指引》主要内容包括:**(1) 建立可持续发展信息披露框架。**明确上市公司应当围绕“治理,战略,影响、风险和机遇管理,指标与目标”四个核心内容对拟披露的议题进行分析和披露,以便于投资者、利益相关者全面了解上市公司为应对和管理可持续发展相关影响、风险和机遇所采取的行动。**(2) 聚焦环境与生态保护,倡导可持续发展理念。**设置了污染物、废弃物、生态系统与生物多样性保护、环境事件及处罚、循环经济、能源使用、水资源使用等议题。通过披露转型计划、应对措施等,促进上市公司将防治环境污染、循环利用资源等融入公司发展战略。**(3) 融入国家发展战略,引导履行社会责任。**设置乡村振兴、社会贡献、创新驱动、供应链安全、平等对待中小企业、数据安全与客户隐私保护等议题。引导上市公司积极落实乡村振兴、创新驱动发展等国家战略,重视社会公益事业,促进公司和经济社会可持续发展。**(4) 设置公司治理专项披露,促进提升规范运作水平。**倡导上市公司将可持续发展与公司治理相结合,进一步健全和完善公司治理结构、内部制度及控制措施等。同时,引导公司遵守社会公德、商业道德,披露反贪污反贿赂、反不正当竞争相关情况,促进公司可持续、健康发展。

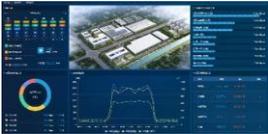
2.2、派诺科技能源管理系统提供碳排放分析等服务,助力 ESG 建设

用电侧的电能替代以及发电侧的清洁能源占比不断提升或在供需两端共同促进我国电力能源的发展,而电力能源服务行业属于电力能源行业的延伸,二者关系密切。电力能源服务主要涉及对包括发电、输变电、配电、用电和调度等环节在内的电力生产、传输、消费全过程的自动控制和调度、以及实现对电力系统规划、设计、建设、生产运行、电力营销和电力企业人财物、协调办公、综合业务等方面的信息化管理。

派诺科技凭借对行业的理解和对市场需求的持续跟踪，坚持产品为王的经营理念，每年均推出新产品，满足客户多元化需求。其中多项能源管理系统软件可以向业主提供碳排放分析、智能运维等服务，助力业主的 ESG 方面建设。

能源数字化解决方案涵盖基于通用场景的标准化系统和基于特定行业的定制化系统两大类解决方案。其中基于通用场景的标准化系统主要包括能源管理系统、电力监控及运维系统、智慧能源双碳平台、智慧用电安全管理云、智慧能源云、空调智控云等，**标准化系统可被广泛应用于有能源管理需求的各类应用场景，推动业主单位的节能降耗、降低碳排放等环境相关方面建设。**

表1：标准化系统广泛应用于有能源管理需求的各类应用场景

产品名称	产品图例	产品介绍
能源管理系统		能源管理系统以物联网、人工智能技术为基础，通过采集水、电、气、冷、热量等能源相关数据，对能耗进行精细化管理，分析用户用能习惯，挖掘能耗漏洞和节能潜力，助力构建节能、低碳的智慧建筑生态体系。 主要功能：能耗统计、能耗分析、能耗预测、指标评估、节能分析报告。
电力监控及运维系统		电力监控及运维系统基于物联网和实时通讯技术，将电力系统中的智能设备互联互通，通过设备运行监视、负荷分析、事故预警、事故记录和分析、故障录波、电能质量监测、远程控制等功能，实现主动性高效维护，及时定位故障，保障供电环节安全可靠。 主要功能：动力环境监测、回路监测、供电设备监测、谐波分析、事故追忆、故障预警。
智慧能源双碳平台		智慧能源双碳平台以国家发布的 24 个行业温室气体核算指南为基准，参考国际通用碳核算标准 ISO14064，帮助企业完成碳排放数据收集、整理、计算、分析，并协助完成第三方认证与核查，使企业的碳核算更简单、碳管理更高效。 主要功能：碳盘查报告、碳流图、碳排放考核、排放因子管理。
智慧用电安全管理云		智慧用电安全管理云平台采用最新“物联网+云计算+大数据”模式，利用 APP、云平台、短信等方式，实现对所有消防设施运行状态信息的实时监控，并将数据动态实时上传至“安全用电云”。智慧用电安全管理云部署可采用：公有云、私有云（客户自有云服务器）两种部署方式。 主要功能：动态监测数据展示、数据统计与跟踪、隐患实时分析、报警推送。
智慧能源云		智慧能源云平台结合“互联网+”及“SaaS 模式”的理念，采用“线上监测+线下运维”的一站式服务模式，通过在配电房部署各类监测终端，利用专用智能网关将采集数据上传至云平台，从而实现配电房运维全生命周期的综合管理。 主要功能：电费分析、需量分析、能效分析、运维管理。
空调智控云		空调智控云采用硬件层全无线自动组网、数据直接上云的方式，基于 AI 算法和专家知识库对空调进行节能控制和非侵入式故障诊断，从而实现空调运行“看得到、计得准、控得住、管得好”，为客户提供空调集群的全生命周期运营保障服务。 主要功能：空调智能调控、能耗分析、故障诊断、运行异常告警。

资料来源：派诺科技招股说明书、开源证券研究所

其中，SmartME 能源与设施物联网平台融合能源/碳排放分析、用电安全管控、设备运行智能调控、智能运维等应用，**产品应用于大型建筑、数据中心、医院、工业园区等行业，助力用户构建能源数字化管理体系，达成“提质、降本、增效”目标。**该产品获得 2018 年度珠海市十大节能创新技术产品奖、2019 年度珠海市工业互联网平台标杆项目、2020 年度珠海市最佳软件技术创新产品奖等奖项。

图9：SmartME 能源与设施物联网平台融合能源/碳排放分析等应用助力 ESG 建设


资料来源：派诺科技招股说明书

同时，派诺科技在**数据中心节能减碳业务**方面，基于 AI 的数据中心一体化监控系统融合多个系统，集采集、控制为一体；打破了传统业务架构运行模式；数据响应性更快，数据互通性更强；系统接口更灵活，稳定性更高；运维更便捷，更高效。在此基础上增加 AI 通过机器学习算法，生成“节能态”冷负荷预测模型，精确预测下一时段系统冷负荷，为全局调控做数据支撑。通过 AI 算法，生成虚拟传感，建立传感备份，保障系统在传感器失效时的正常控制，提高系统的可靠性。

在**碳交易及虚拟电厂**方向，派诺科技也有所拓展。

碳交易领域，派诺科技开发的碳管理软件，能够帮助企业跟踪和管理碳足迹，为用户提供碳监测、碳核算、碳资产管理以及碳交易辅助等应用，帮助用户实现碳排放看的清、控得住，并生成符合行业标准的报告。同时公司与碳交易市场的领先平台合作，为客户提供无缝接入碳市场的服务，使他们能够购买、出售或交换碳信用。这种合作使我们的客户能够有效地参与碳交易，实现碳减排目标。

虚拟电厂方面派诺科技开发的虚拟电厂平台，整合了分布式能源资源，如可再生能源、储能设备和需求响应，利用 AI 和机器学习算法，我们的虚拟电厂平台可以预测电力需求、优化资源分配，增强电网的灵活性和稳定性，同时提高能源利用效率和经济收益。

3、盈利预测

考虑到武汉生产基地募投项目稳步推进即将进入使用状态增加折旧，我们小幅下调 2024-2025 年盈利预测并增加 2026 年预测值，预计 2024-2026 年实现归母净利润 0.61/0.66/0.72 亿元（原值 2024-2025 年归母净利润 0.62/0.69 亿元），对应

EPS0.76/0.82/0.90 元（原值 2024-2025 年为 0.77/0.87 元），当前股价对应 PE 为 14.2/13.2/12.0X。同时考虑到派诺科技能管系统产品在 ESG 建设、碳交易等领域具有较大的应用空间，我们维持“增持”评级。

表2：预计 2024-2026 年 EPS0.76/0.82/0.90 元，维持“增持”评级

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
安科瑞	300286.SZ	20.05	43.05	1.21	1.58	2.00	16.5	12.7	10.0
威胜信息	688100.SH	36.00	180.00	1.35	1.68	2.07	26.6	21.4	17.4
盛弘股份	300693.SZ	18.76	58.36	1.72	2.29	2.97	10.9	8.2	6.3
均值				1.43	1.85	2.35	18.0	14.1	11.2
派诺科技	831175.BJ	10.85	8.64	0.76	0.82	0.90	14.2	13.2	12.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据来自 Wind 一致预期，截至 2024 年 7 月 5 日）

4、风险提示

客户结构变化风险、毛利率下降风险、下游市场需求波动风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	677	763	700	733	806
现金	195	230	219	259	347
应收票据及应收账款	279	345	231	257	225
其他应收款	7	8	11	6	13
预付账款	3	7	4	6	5
存货	178	150	221	184	199
其他流动资产	14	23	14	20	17
非流动资产	274	293	384	438	428
长期投资	16	17	18	19	20
固定资产	99	110	145	180	188
无形资产	66	65	81	103	113
其他非流动资产	93	101	140	136	107
资产总计	951	1056	1084	1171	1234
流动负债	360	303	285	314	309
短期借款	54	6	0	0	0
应付票据及应付账款	168	193	161	194	188
其他流动负债	138	104	123	120	120
非流动负债	4	7	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	7	6	6	6
负债合计	365	311	290	319	315
少数股东权益	6	13	15	19	23
股本	68	78	78	78	78
资本公积	195	285	285	285	285
留存收益	319	371	423	481	541
归属母公司股东权益	580	733	778	833	896
负债和股东权益	951	1056	1084	1171	1234

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	60	15	118	126	110
净利润	62	56	64	69	76
折旧摊销	12	15	18	24	29
财务费用	-1	-1	-3	-2	-4
投资损失	-0	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-30	-77	50	50	25
其他经营现金流	17	24	-10	-14	-15
投资活动现金流	-23	-27	-108	-76	-19
资本支出	67	63	82	85	21
长期投资	42	36	-1	-1	-1
其他投资现金流	2	0	-24	10	4
筹资活动现金流	10	48	-21	-9	-4
短期借款	32	-49	-6	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	10	0	0	0
资本公积增加	2	91	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-4	-15	-9	-4
现金净增加额	46	36	-11	41	87

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	613	602	638	684	723
营业成本	380	359	408	445	479
营业税金及附加	6	5	6	6	6
营业费用	90	89	93	92	93
管理费用	36	42	45	44	43
研发费用	48	54	61	63	65
财务费用	-1	-1	-3	-2	-4
资产减值损失	-2	-5	-4	-4	-5
其他收益	24	21	24	23	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	67	59	71	77	85
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	66	59	71	77	84
所得税	4	3	7	8	8
净利润	62	56	64	69	76
少数股东损益	2	4	3	3	4
归属母公司净利润	60	52	61	66	72
EBITDA	73	66	81	93	104
EPS(元)	0.76	0.65	0.76	0.82	0.90

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	24.6	-1.9	6.0	7.2	5.7
营业利润(%)	-6.5	-12.0	21.0	8.2	10.2
归属于母公司净利润(%)	-3.0	-14.0	16.8	8.1	9.5
获利能力					
毛利率(%)	38.1	40.4	36.1	34.9	33.8
净利率(%)	9.8	8.6	9.5	9.6	9.9
ROE(%)	10.6	7.5	8.0	8.1	8.3
ROIC(%)	9.0	6.5	7.3	7.4	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	38.3	29.4	26.8	27.3	25.5
净负债比率(%)	-23.3	-29.6	-27.1	-30.1	-37.4
流动比率	1.9	2.5	2.5	2.3	2.6
速动比率	1.4	2.0	1.7	1.7	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	2.6	2.1	2.3	2.8	3.0
应付账款周转率	3.2	2.5	3.2	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.65	0.76	0.82	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.19	1.48	1.58	1.39
每股净资产(最新摊薄)	7.28	9.20	9.78	10.46	11.25
估值比率					
P/E	14.3	16.6	14.2	13.2	12.0
P/B	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.8	9.6	7.9	6.5	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn