

超声计量集大成者

——汇中股份（300371）深度报告

2016年11月29日

强烈推荐/上调

汇中股份	深度报告
------	------

报告摘要:

公司是国内超声表龙头。技术研发能力强，产品质量好，主营超声水表、超声热量表及超声流量计等超声测流领域前沿。

- ◆ **超声水表替代机械水表大势所趋。** 超声表替代机械表经济效益测算：始动流量经济损失 5700 元/台/年；压损经济损失 2649 元/台/年，两者合计 8349 元/台/年。2015 年全国水表量 7000 万台，目前全国水表以机械表为主，如果全部替换为超声水表城市供水公司节水效益：7000 万 × 8349=5844 亿元/年。2015 年，公司超声水表销售收入同比增长 35.22%，随着新增产能的投放，预计未来收入增速将保持 40% 高增长。
- ◆ **“十三五”规划节水灌溉市场爆发，农用水价格形成机制关键在计量。** 根据《十三五规划纲要》要求未来五年新增高效节水灌溉面积 1 亿亩。高效节水关键在于水价，水价形成机制离不开精确地计量，超声水表有望在爆发式增长的节水灌溉市场大施拳脚。
- ◆ **热改政策加速落地，超声热量表市场空间广阔。** 超声热量表市场于 2010 年迎来爆发式增长，但由于供热计量改革的进程缓慢，近年来表现不佳，未来供热计量改革的落地将促进行业的稳步增长，预计未来两年公司超声热量表收入增速将达到 5% 左右。
- ◆ **NB-IOT 技术研发正当时。** 公司积极研发 NB-IOT 技术，拓展户用超声水表的规模化应用，满足水表行业的自动化集抄需要，实现水表网络化应用，为智慧城市建设提供支持，未来公司有望外延切入数据管理系统，提升销售附加值。

我们预计公司 2016 年~2018 年营业收入分别为 2.32 亿元、2.65 亿元和 3.11 亿元，每股收益分别为 0.62 元、0.72 元和 0.84 元，对应 PE 分别为 65X、57X 和 49X。给予公司 6 个月目标价 50 元/股，当前公司股价为 42 元，股价存在 20% 的上升空间，上调至“**强烈推荐**”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	201.75	212.50	232.03	265.04	311.00
增长率(%)	10.05%	5.33%	9.19%	14.23%	17.34%
净利润(百万元)	74.36	67.16	74.91	85.97	100.46
增长率(%)	23.75%	-9.68%	11.55%	14.75%	16.86%
净资产收益率(%)	16.15%	13.04%	13.27%	13.66%	14.31%
每股收益(元)	0.78	0.56	0.62	0.72	0.84
PE	52.31	72.86	65.36	56.95	48.73
PB	8.51	9.51	8.67	7.78	6.98

郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

任天辉

010-66554037 rentianhui1989@hotmail.com

叶盛

010-66554022 yesheng@dxzq.net.cn

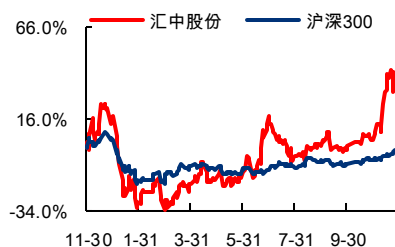
陈皓

010-66554446 chen hao_@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	40.7-30.91
总市值(亿元)	48.84
流通市值(亿元)	14.45
总股本/流通 A 股(万股)	12000/3551
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	6.46

52 周股价走势图



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《汇中股份（300371）2015 年年报点评：产品结构优化，未来值得期待》2016-04-01
- 2、《汇中股份（300371）调研快报：主动迎接“供热改革”，受益“阶梯水价”超声水表快速崛起》2015-05-04

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 公司是国内超声测流领域的龙头企业	4
1.1 高管员工普遍持股激励到位	4
1.2 超声测流技术优势无可比拟	6
1.3 公司经营业绩稳步增长	7
2. 超声表替代机械表助力节水灌溉	8
2.1 农业用水价格形成关键在计量	9
2.2 超声表每年节水 5800 亿元	12
2.3 智慧供水集大成者	15
3. 热改进行时计量在路上	18
3.1 供热体制改革势在必行	18
3.2 存量加增量市场空间广阔	19
3.3 能源管理系统占领附加值高地	19
4. 超声流量计营收毛利双增长	20
4.1 超声流量计快速扩张	21
4.2 静待下游复苏未来弹性可期	22
5. 盈利预测及估值	22

表格目录

表 1: 超声表技术优势对比	7
表 2: 农业节水灌溉相关政策	10
表 3: 机械表与超声表压损耗电对比	15
表 4: 汇中股份重要研发项目	17
表 5: 中国流量计市场规模（百万）及预测	21
表 6: 中国流量计市场规模占比（%）	21
表 7: 公司收入预测表（百万元）	22
表 8: 汇中股份及相关企业盈利预测	23
表 9: 公司盈利预测表	24

插图目录

图 1:汇中股份发展历程	4
图 2:公司股权结构	5
图 3:公司专利及核心技术（红框）	5
图 4:汇中股份营业收入图（百万）	8
图 5:汇中股份利润率（%）	8
图 6:汇中股份各业务收入构成图	8
图 7:汇中股份各业务毛利率图	8
图 8:中国人均水资源量	9
图 9:中国平均人均水资源量及警戒线	9
图 10:中国总社会用水量（亿 m ³ ）	9
图 11:2014 年中国各领域用水量及耗水量（亿 m ³ ）	9
图 12:农业用水量规模计划	10
图 13:中央财政水利建设投入（亿元）	11
图 18:我国智能水表产量（万）	12
图 14:我国综合水价构成	12
图 15:我国污水处理成本构成	13
图 16:M 市水量平衡表	13
图 17:三种水表始动流量对比	14
图 21:汇中智慧供水 3.0 构成	16
图 22:汇中股份供水计量管理系统	16
图 19:汇中股份水表业务收入（万元）及增速（%）	17
图 20:汇中股份水表业务毛利率（%）	17
图 24:我国供热体制改革大事记	18
图 25:中国供热面积及增速	19
图 28:汇中股份供热计量管理系统	19
图 26:汇中股份热表业务收入及增速	20
图 27:汇中股份热表业务毛利率（%）	20
图 29:全球流量计市场规模（亿美元）	21
图 30:汇中股份热表业务收入及增速	22
图 31:汇中股份热表业务毛利率（%）	22

1. 公司是国内超声测流领域的龙头企业

汇中股份是国内最早研制超声水表的企业之一，也是国内率先实现热计量领域全系列产品及网络技术全覆盖的研发生产制造商之一。

图 1:汇中股份发展历程

- 1994年，汇中公司成立（中院街8号）。
- 1996年，汇中公司扩大规模，迁址“北新西道13号”。
- 1998年，搬迁至清华道，唐山汇中威顿仪表有限公司成立。
- 1999年，中国第一台插入式数字超声流量计研制成功。
- 2000年，承担科技部科技型中小企业技术创新基金——户用超声热量表项目。
- 2002年，中国第一台电池供电户用超声热量表研制成功，填补了国内空白。
- 2003年，第一台超声水表、第一台楼栋用超声热量表研制成功。
- 2006年，汇中公司重新制定市场战略，进入快速发展阶段。
- 2007年，多声道超声流量计研制成功，最大测量管径达到15米，应用到三峡工程水轮机组的实验中。
- 2008年，超声波信号处理功能模块研制成功。
- 2008年，参与国家863计划“过程控制流量传感器及系统”课题。
- 2009年，企业技术中心被认定为省技术研发中心。
- 2010年，完成企业改制，更名为唐山汇中仪表股份有限公司。
- 2011年，荣登福布斯最具潜力企业排行榜。
- 2012年，国家863“过程控制流量传感器及系统”课题验收通过。
- 2013年，新一代户用超声水表研制成功。
- 2014年，首次公开发行人民币普通股股票（A股）并在创业板成功上市。
- 2015年，乔迁新址，公司更名，汇中步入高速发展阶段。

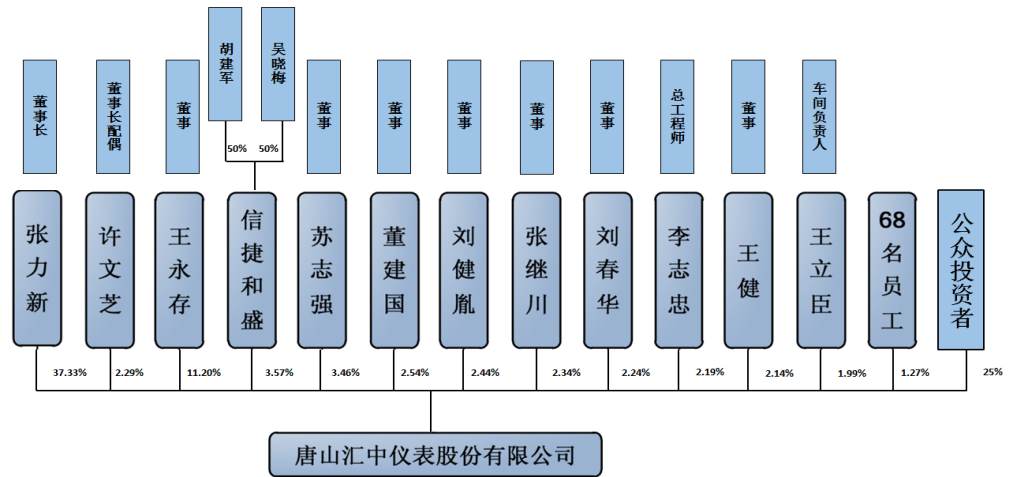
... ..

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.1 高管员工普遍持股激励到位

公司高管及员工普遍持股，激励到位。实际控制人和董事长是张力新。公司 IPO 后，董事长与其一致行动人徐文芝合计持股 39.62%，公司高管合计持有公司股份 34.11%，公司员工 68 人持有公司股份合计 1.27%。

图 2:公司股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司实际控制人和董事长的张力新是超声测流技术领域知名专家，已形成以其为核心的专业研发机构。截止 2016 年 3 月，公司累计拥有专利 58 项，其中发明专利 5 项，实用型专利 31 项，外观设计专利 12 项，新获得授权专利 10 项。公司拥有全部产品的自主知识产权，目前已成为国内超声测流领域的领导者。公司生产的超声表在性能和设计上都是比较优秀的，测量精度也能达到规定的计量标准。汇中牌超声热量表是行业内唯一连续六年通过国家质检总局权威检测的品牌。其生产的 CRL-H 户用型超声热量表在建设部供热体制改革试点单位长春热力集团宇龙、富奥两个小区近两个供暖季的运行中实现零故障，得到用户及专辑的一致好评。

图 3:公司专利及核心技术（红框）



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 超声测流技术优势无可比拟

超声技术优势无可比拟，未来替代空间广阔。按照结构原理，流量计可以分为机械有磁、机械无磁、超声波三大类。传统的机械式流量计，已经处于普及化阶段，价格竞争激烈，利润空间日益减少，技术革新较少，市场相对成熟，而随着 NB-IOT 物联网技术的普及，从机械式流量计到电子技术流量计的革新是流量计最重要的发展趋势之一。我国目前使用的热量表和水表主要以机械无磁表为主流。超声波流量计具有零磨损、压损小、始动流量小、防堵性能优越等特点，使得其计量精度在整个使用周期内热量表可确保一样准确的计量精度。据丹佛斯公司的测试资料，他们用 2 台机械式流量计、3 台电磁式流量计和 4 台超声波流量计同时试验，一直测试了 30 个月。试验表明，电磁流量计 6 个月后精度开始下降，并持续下降。其原因在于系统中的金属成分引起磁力线偏移所致。2 台机械式流量计中，有一台 6 个月后精度开始下降，但稳定在某一精度范围，另一台 30 个月后精度略有变化，而 4 台超声波流量计精度未发生变化。超声表无可比拟的技术优势决定了其未来替代传统机械表的市场空间极其广阔。

图 4:汇中股份部分产品



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

表 1：超声表技术优势对比

项目	机械有磁	机械无磁	超声波
市场状况	前几年有一定市占率，目前仅有几家生产	目前国内热量表的主流	目前欧洲使用热量表的主流，未来国内热量表的方向
耐磨性	3个月	配合硬质合金轴及红石轴承3年	测量机构无运动部件，永不磨损
压力损失	压损大	压损大	直通管段，基本上无压损，可以大大降低供热系统能量损耗
防堵性	铁磁性杂志和麻丝类软质杂志会卡死或堵死叶轮盒和齿轮	铁磁性杂志不会堵转，麻丝类杂志会堵转	直通管段，等同于一段水管，不会堵塞
计量精度	有磨损，磨损后偏差非常大	若使用硬质合金，性能相对稳定，但偏差仍然很大	在整个使用周期内热量表可确保一样准确的计量精度
功耗	小，静态电流可以做到3μA	大，静态电流可以做到8μA	中，静态电流可做到5μA
安装方式	水平或垂直	水平或垂直	随意安装
维护性	不可现场维护	不可现场维护	可现场维护，不影响测量精度
成本	最低	低	高
适用水质情况	不可有铁屑、铁锈	不可有麻丝类软质杂质	不受介质化学物质和磁性物质干扰，完全适应目前中国的水质
始动流量	较高，12升/小时	较低，8升/小时	极低，1升/小时
结构性	复杂，有许多齿轮结构和叶轮	较简单，但有叶轮	简单，仅有管段和超声波换能器

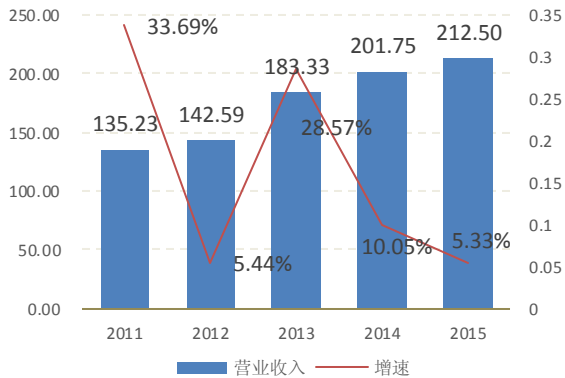
资料来源：知网，东兴证券研究所

1.3 公司经营业绩稳步增长

募投三大项目，突破产能瓶颈。汇中股份目前主营业务是超声热量表、超声水表、超声流量计及相关产品的开发、制造和销售，公司同时致力于提供供热计量、供水计量及流量过程控制等领域节能节水综合解决方案，具体包括汇中智慧供水3.0、和供水计量、供热计量、工业计量三大管理系统。通过IPO募集资金投资项目的建设，公司将形成户用超声热量表50万台/年、楼栋超声热量表3万台/年和大口径超声水表1.8万台/年的生产能力，使公司在技术和成本方面的领先优势得以进一步发挥，从而可以获取更多的销售收入和利润。

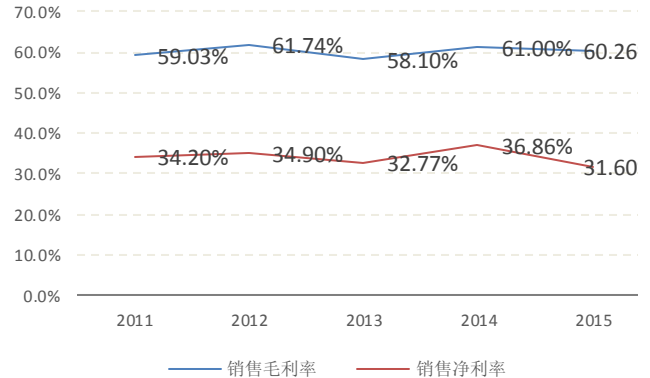
公司2015年营业收入为2.12亿元，净利润为6716万元。2010年以来，公司连续6年保持营业收入正增长，增速也达到预期。2013年到2015年，公司营业收入年均复合增长率为5.04%，净利润年均复合增长率为3.78%。公司2015年营业收入为2.12亿元，净利润为6715.79万元。公司利润率水平较高。2015年，公司销售毛利率为60.26%，销售净利率为31.60%。公司销售毛利率自2013年以来稳定在60%左右，毛利水平相对较高，销售净利率自2014年以来均保持在30%以上。

图 5：汇中股份营业收入图（百万）



资料来源：wind、东兴证券研究所

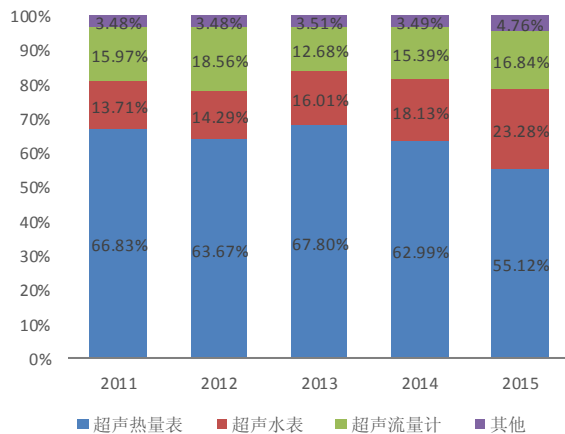
图 6：汇中股份利润率（%）



资料来源：wind、东兴证券研究所

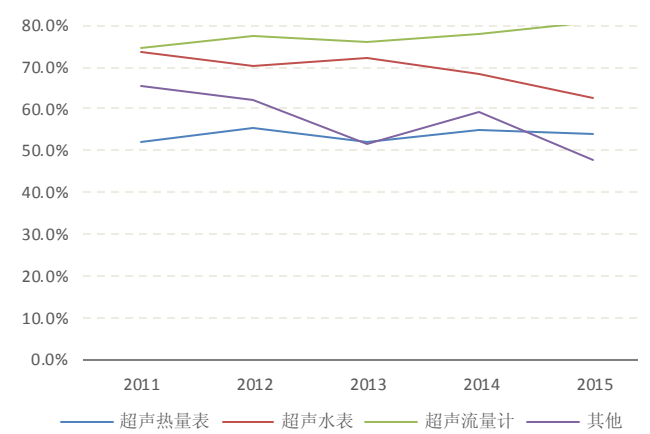
2015 年，公司超声热量表、超声水表、超声流量计营收占比分别是 55.12%、23.68% 和 16.84%。从各业务利润率来看，公司超声流量计销售毛利率最大，保持在 74% 以上。近两年来，受国家十三五规划全面推进节水型社会建设相关政策以及市场变化的影响，公司超声水表和超声流量计对传统机械表的替代过程正逐步加速，销售毛利率维持高位。

图 7：汇中股份各业务收入构成图



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 8：汇中股份各业务毛利率图

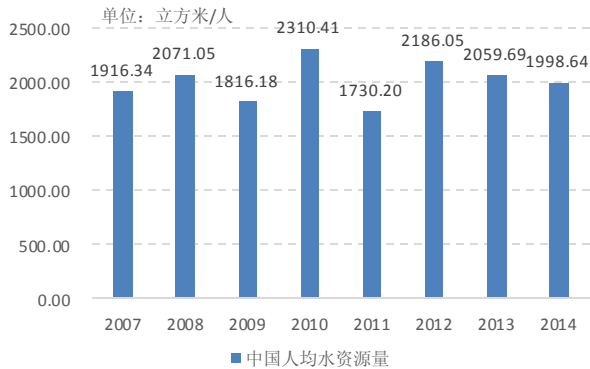


资料来源：wind、东兴证券研究所

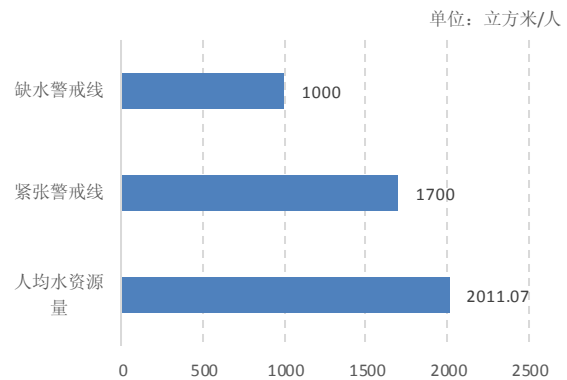
2. 超声表替代机械表助力节水灌溉

中国水资源匮乏。中国淡水资源总量为 28000 亿立方米，占全球水资源的 6%，仅次于巴西、俄罗斯和加拿大，但从国家统计局 2007 年-2014 年人均水资源量数据来看，我国人均水资源平均占有量为 2011.07 亿立方米，仅为世界平均水平的四分之一。瑞典斯德哥尔摩国际水资源研究所 Malin Falkenmark 教授根据国家人均水资源多少划分出两个层级，人均年水资源量少于 1700 立方米为水紧张警戒线，少于 1000 立方

米为缺水警戒线,我国平均人均水资源量已经接近紧张警戒线,建立可持续发展的水资源利用体系迫在眉睫。

图 9: 中国人均水资源量


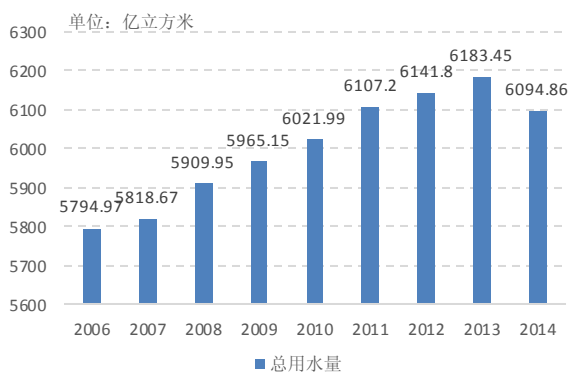
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 10: 中国平均人均水资源量及警戒线


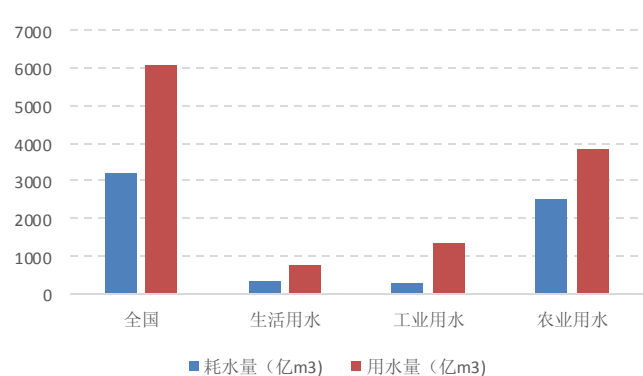
资料来源: 《Macro-scale Water Scarcity》, 东兴证券研究所

2.1 农业用水价格形成关键在计量

农业用水占比高。《2014 水资源公报》显示,2014 年全国用水消耗总量 3222 亿 m³, 农业耗水率高达 65%。高企的农业耗水量和我国水资源相对匮乏的基本国情,促进了农业灌溉用水量控制和定额管理制度的不断推进和完善。

图 11: 中国总社会用水量 (亿 m³)


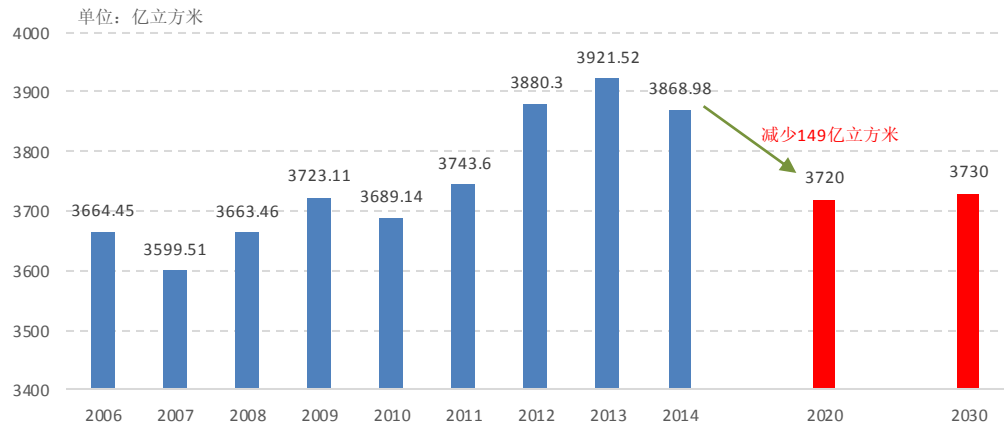
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 12: 2014 年中国各领域用水量及耗水量 (亿 m³)


资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

节水关键在水价,用水计量是根本。《全国农业可持续发展规划(2015-2030年)》显示,中国将实施水资源红线管理,到2020年和2030年农业灌溉用水量分别保持在3720亿立方米和3730亿立方米。确立用水效率控制红线,到2020年和2030年农田灌溉水有效利用系数分别达到0.55和0.6以上,推广渠道防渗、管道输水、喷灌、微灌等节水灌溉技术,完善灌溉用水计量设施,到2020年发展高效节水灌溉面积2.88亿亩。

图 13: 农业用水量规模计划



资料来源：国家统计局，《全国农业可持续发展规划（2015-2030年）》、东兴证券研究所

政策利好，农田机井灌溉领域将迎来突破式发展。2016年国家发布了一系列关于节水灌溉相关政策，1月发布《2016年中央一号文件》；3月发布《十三五规划纲要（2016-2020）》；6月发布《推进水肥一体化实施方案（2016-2020年）》；7月发布《关于加快推进高效节水灌溉发展的实施意见》和《农田水利条例》，极力推广节水灌溉系统，增加节水灌溉渗透率。“十三五”规划推动节水灌溉发展。根据《十三五规划纲要》要求未来五年新增高效节水灌溉面积1亿亩，三月份全国“两会”政府工作报告中预计2016年新增节水灌溉面积2000万亩，节水灌溉市场提升空间巨大。

表 2: 农业节水灌溉相关政策

颁布时间	政策名称	政策内容
2016.07	《农田水利条例》	鼓励将社会资本投资于农田水利建设相关产业中
2016.07	《关于加快推进高效节水灌溉发展的实施意见》	2016年新增高效节水灌溉面积2000万亩；整合各类资金渠道保障高效节水灌溉建设资金需求
2016.05	《水资源税改革试点暂行办法》	以自2016年7月1日起以河北省为实施水资源税改革试点，以促进水资源节约、保护和合理利用
2016.04	《关于推进农业水价综合改革的实施意见》	河北省全面推行计量收费，农业水费收取率达到95%以上。到2020年，地下水超采综合治理试点项目和农田水利工程设施完善的地区率先实现改革目标
2016.03	《十三五规划纲要（2016-2020）》	2020年农田有效灌溉面积达到10亿亩以上，农田灌溉水有效利用系数提高到0.55以上
2016.01	《2016年中央一号文件》	2020年新增高效节水灌溉面积1亿亩
2016.01	《关于推进农业水价综合改革的意见》	用10年左右时间，建立健全合理反映供水成本、有利于节水和农田水利体制机制创新、与投融资体制相适应的农业水价形成机制

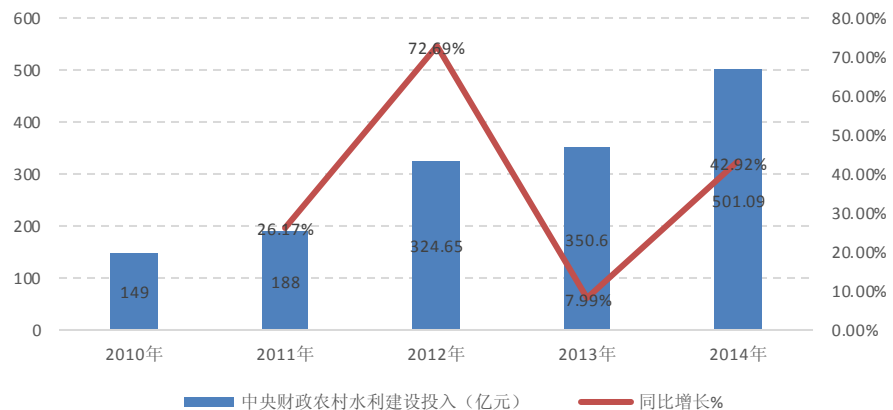
资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

政府和社会资本合作新模式助力节水产业。2016年中央一号文件指出，通过政府和社会资本合作（PPP）模式、政府购买服务等方式，鼓励社会资本参与农田水利工程

建设和管护。此类模式有利于消除费用的超支、转换政府职能、减轻财政负担、协调不同部门的利益。此类模式建成的节水灌溉设施将由社会资本运营管理，由财政担保，实现政府和私人的战略合作和互利共赢的良性循环。

灌溉工程项目投资千亿，市场明朗。水利部目前正在实施四大节水灌溉工程：一是东北节水增粮工程，将对 3800 万亩农田进行节水灌溉设施的渗透，投资额约 380 亿元；二是华北节水压采工程，到 2017 年将惠及 3000 万亩田地，投资额约 310 亿元；三是西北节水增效工程，到 2017 年将惠及 2600 万亩，投资额约 360 亿元；四是南方 16 个省市的节水减排工程，将于 2018 年新增节水灌溉面积 5850 万亩，投资额约 1180 亿元。全国节水灌溉工程的展开和实施将有助于水表行业的发展，成为节水灌溉产业惠及全国的先行军。

图 14：中央财政水利建设投入（亿元）

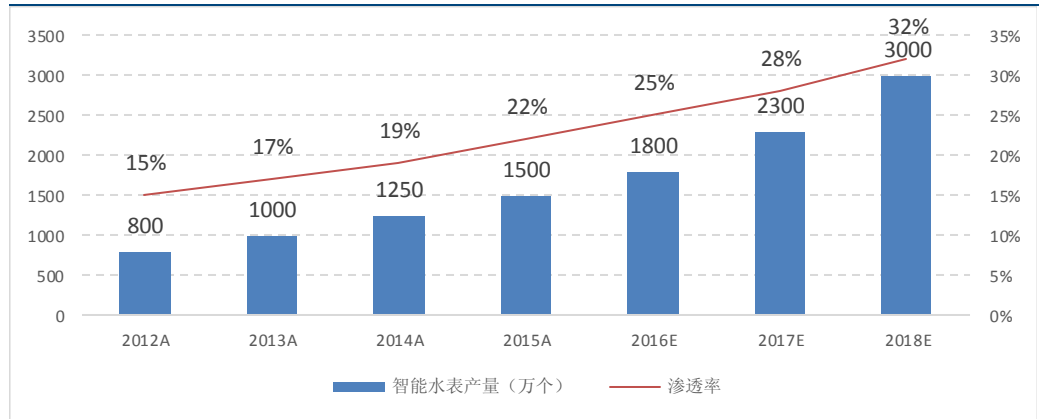


资料来源：全国水利发展统计公报，东兴证券研究所

NB-IOT 技术助力超声水表改革。我国目前较为常用的远程抄表技术为 M-Bus 总线通信和无线通讯技术，覆盖能力较低，功耗较高，无法较好满足自动上报数据的需求。NB-IOT 技术适用于低功耗广域网市场，大约只消耗 180KHz 的宽带，支持待机时间长、对网络连接要求较高设备的高效连接，设备电池寿命相比传统设备提高到至少 10 年。在成本方面，物联网智能水表面价约为 350 元左右，融入 NB-IOT 技术可以减少流量费用和电池损耗费用，单价可降至 250-300 元，更具有价格优势。

智能水表迎来新机遇。2015 年中国水表产量约 7000 万台，智能水表产量约 1500 万台，出口水表约 2243 万台，出口交易额约为 1.91 亿美元。根据《我国水表行业“十三五”发展规划纲要》相关政策，截至 2020 年智能水表销售收入占全部水表销售比例为 40%，并加强高性能超声水表、测量技术与可靠性试验方法等研究与开发，中国计量协会水表工作委员会认为 2020 年智能水表渗透率将接近 45%，年出货量约为 4500 台，其市场规模将超过 400 亿元。

图 15:我国智能水表产量（万）



资料来源：产业资讯网，东兴证券研究所

2.2 超声表每年节水 5800 亿元

根据国际水务情报机构（Global Water Intelligence）和经济合作与发展组织（OECD）进行的全球水价调查结果来看，与全球平均水平相比中国的供水水价为世界平均的 17%；污水处理价格为平均水平的 14%；综合水价为平均水价的 16%。因此，我国的水价在全球范围内处于较低水平。以水价占居民收入比重来看，根据国家统计局数据，目前我国居民水价支付费用占我国城镇职工平均可支配收入约 0.7%，低于全球平均的 1%~3%，这也表明我国水价拥有较大的上涨空间。

图 16:我国综合水价构成

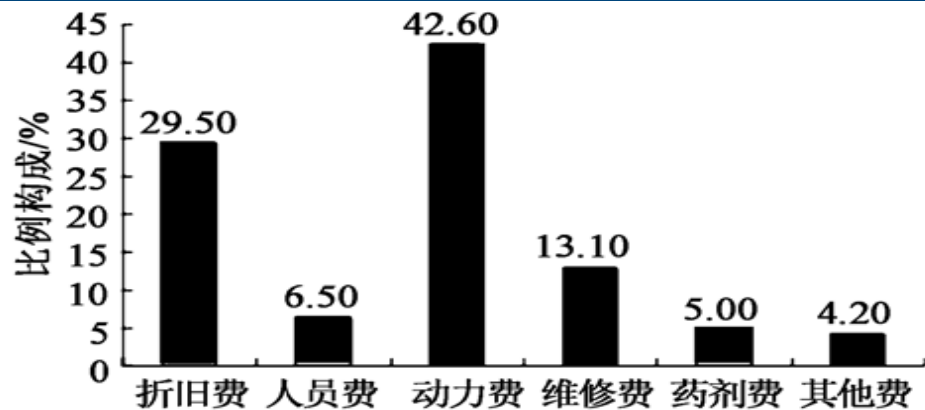
我国综合水价构成				
水价政策	制定部门	征收部门	征收对象	资金使用
水资源费	省级政府，价格会同财政、水行政部门	县级以上政府水行政部门	直接从江河、湖泊或地下水取用水资源的单位和个人	按照 1:9 的比例分别上缴中央和国库
供水价格	市级政府，价格、水行政部门	县级以上政府市政建设或水行政部门（供水企业代征）	使用水工程供应水的单位和个人	当地供水单位支配和使用
污水处理费	市级政府，价格会同市政建设或水行政部门	县级以上政府市政建设或水行政部门（供水企业代征）	向城市污水集中处理设施排放污染物的单位和个人	用于城市污水集中处理设施的建设和运行
污水排污费	中央政府，价格、财政、环保和经济贸易部门	县级以上政府环保部门	直接向环境排放污染物的企业事业单位和个体工商户	10%作为中央预算收入缴入中央国库，90%作为地方预算收入缴入地方国库

资料来源：知网，东兴证券研究所

污水处理成本持续上升。中国自 2005 年起实施煤电联动政策，如果半年内平均煤价与前一周期相比变化幅度达到或超过 5%，则电价应相应调整，故煤价的变化可能会

导致电价变化从而影响到污水处理动力成本变化；随着经济的发展，人工成本持续上升已成为常态；随着污水处理行业的发展，未来污水处理厂的升级改造将日益频繁，污水处理企业折旧成本未来一段时间将呈上升趋势。污水处理成本将呈现长期持续上升的趋势，成为污水处理价格上涨的内在推动力。污水处理成本作为我国水价构成的一部分，中长期将拉升我国水价。

图 17:我国污水处理成本构成



资料来源：知网，东兴证券研究所

水价上涨背景下，供水企业漏损率控制是成本控制关键所在。供水企业管网漏损率是指漏损水量与供水总量之比，这是衡量一个供水企业供水效率的指标。以我国某市 2009 年水量平衡测算为例：系统输入水量为 7851 万吨，其中收费计量水量占 70.5%，收费未计量水量占 0.84%，免费计量水量占 1.36%，免费未计量水量占 0.72%，非授权水量占 2.33%，仪表误差和数据处理误差水量占 1.67%，物理损失水量占 22.57%。产销差水量 28.66%，而其中物理损失水量（漏损水量）占比高达 24.24%，是供水企业产销差水量最主要组成部分。

图 18:M 市水量平衡表

M市2009年水量平衡测算结果

表2

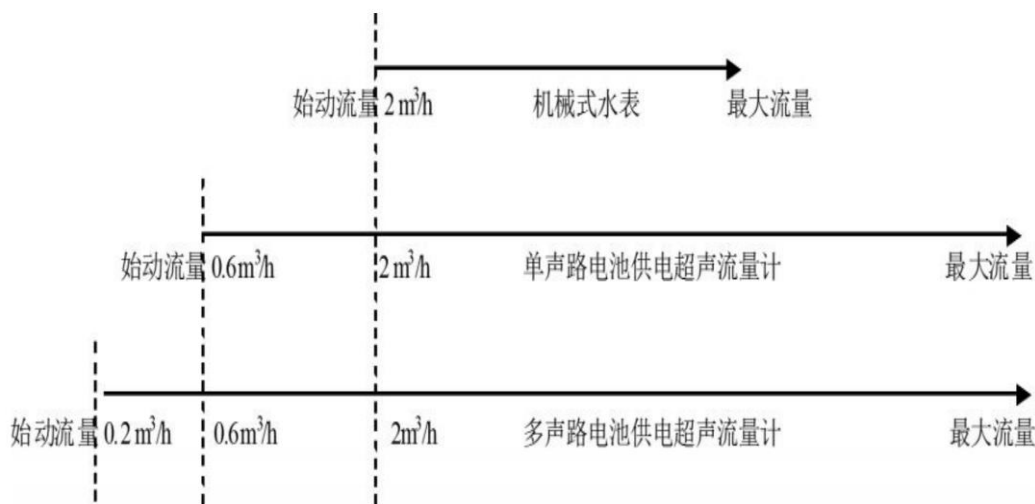
单位: 吨

系统输入水量 78,509,600 误差+/-]0.75%	授权水量 57,641,807 误差+/-]0.24%	授权收费水量 56,007,407	收费计量水量 55,348,573	收入水量 56,007,407
			收费未计量水量 658,834	
		授权免费水量 1,634,400 误差+/-]8.53%	免费计量水量 1,070,900	
			免费未计量水量 563,500 误差+/-]24.74%	
	损失水量 20,867,793 误差+/-]1.47%	管理损失水量 3,145,201.42 误差+/-]4.77%	非授权水量 1,830,840 误差+/-]8.17%	产销差水量 22,502,193 误差+/-]2.61% 产销差率 28.66%
		仪表误差和数据处理 误差水量 1,314,361.42 误差+/-]1.00%		
		物理损失水量 17,722,591.58 误差+/-]3.50%		

资料来源: 知网, 东兴证券研究所

漏损率高的主要因素是由于目前结算计量普遍用的机械式水表始动流量较高造成的。因预留供水、消防要求等造成的“大管小流”情况, 用户在实际用水过程中经常使机械式水表处在临界或低于始动流量状态下工作, 造成用水量丢失导致漏损率提高。通过电池供电超声流量计与机械式水表始动流量数据对比分析, 可直观的总结出电池供电超声流量计在计量增收方面的效果, 实际上也是部分挽回了供水企业的计量损失。

图 19:三种水表始动流量对比



资料来源: 知网, 东兴证券研究所

超声表替代机械表经济效益测算: 始动流量经济损失 5700 元/台/年; 压损经济损失 2649 元/台/年, 两者合计 8349 元/台/年。2015 年全国水表量 7000 万台, 目前全国水表以机械表为主, 如果全部替换为超声水表城市供水公司节水效益: 7000 万 ×

8349=5844 亿元/年。超声水表目前平均售价 4000 元左右，考虑更换成本 4000×7000 万=2800 亿。我国目前管理相对独立的自来水公司超过 3000 家，相当于全国供水公司年均增厚净利润将近一个亿。水表属国家强制检定的工作计量器具，按《强制检定的工作计量器具实施检定的有关规定》：生活用水表，使用期限不得超过 6 年。在超声水表使用年限内超声水表节水经济效益： $(5844-2800) + 5844 \times 5 = 3.2$ 万亿元。

- ◆ **始动流量节水：**多声路电池供电超声流量计每天要比机械水表挽回计量损 $1.8\text{m}/\text{h} \times 3\text{h} = 5.4\text{m}^3$ ，每年的计量增收效果达到 1900m^3 ，按全国平均水价 3 元/ m^3 计算，经济效益达到 5700 元/台/年。
- ◆ **压力损失节电：**由于机械式水表的原理所决定，机械式水表较大的压损会造成“送水单位耗电量”的增加。电池供电超声流量计因压力损失很小，电能损失几乎可以忽略不计。按照工业用电单价 0.82 元/度计算，机械式水表因压力损失造成的电费损失为 2650 元/台/年。

表 3：机械表与超声表压损耗电对比

流速 (m/s)	DN100 (直径) 机械表(元/台/年)	DN1004 声路电池供电超声流量计(元/台/年)
0.05	1.28	1.28
0.50	2.08	2.08
1.00	35.12	12.77
1.50	217.09	31.93
2.00	612.97	57.47
2.50	1391.94	89.39
3.00	2649.8	127.7

资料来源：知网，东兴证券研究所

2.3 智慧供水集大成者

汇中智慧供水 3.0 集大成。公司 2016 年上半年召开了“汇中智慧供水论坛”，围绕智慧供水相关问题，着力推广“智慧供水 3.0 系统”，针对漏损控制、分区计量、水表自转、防冻等进行研讨。公司逐步推广小口径超声水表，满足国内阶梯水价及一户一表改造的市场需求，并正在研发有线阀控水表、无线阀控水表、农田机井灌溉流量计量仪表等，拓宽超声测流领域市场。智慧供水 3.0 系统融合了互联网+、DT、工业 4.0 和智能水表等 4 项智慧化理念，完美结合了互联网+综合服务、云计算+大数据处理技术、柔性化制造+定制化服务，以智能终端、互联网、数据处理技术 (DT) 为架构，根据用户需求提供解决方案。项目可以解决数据的准确性、及时性、稳定性；对接供水企业各个独立分割运行的系统，有效解决企业内部信息孤岛问题；为解决生产、调度、管理、服务、决策等方面提供及时可靠依据和方案。

图 20: 汇中智慧供水 3.0 构成



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

供水计量管理系统行业领先。公司的供水计量管理系统可以通过远程供水管理中心直接接受各个监测点的流量和压力，对工商户、居民用户和市政消防等进行精准计量，改变传统的人工管理方式，实现集中高效的网络管理模式，良好的降低漏损率，降低成本投入。

图 21: 汇中股份供水计量管理系统



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

积极研发项目，NB-IOT 技术抢眼。2016 年 6 月 16 日物联网标准 NB-IOT 正式获得批准，物联网通信技术上升新高度。NB-IOT 作为现如今最领先的物联网通信技术，具有覆盖广、容量大、功耗低、成本低等特点，具有极大市场前景。公司研发的基于 NB-IOT 网络的智能型户用超声水表通过集成 NB-IOT 通讯模块，完成数据的上下行传输，提升管理部门的管理能力，成为面向未来大规模应用的物联网水表，该产品将

拓展户用超声水表的规模化应用, 满足水表行业的自动化集抄需要, 实现水表网络化应用, 为智慧城市建设提供支持。

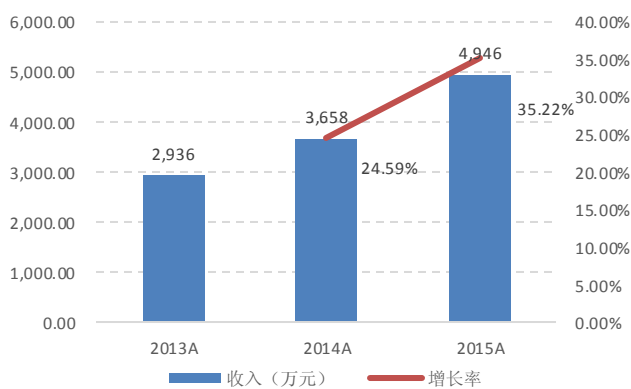
表 4: 汇中股份重要研发项目

项目	内容	进展
无线阀控水表	研究一种采用无线通讯方式的智能型阀控水表, 实现远程控制水表阀门实行开、关阀处理及远程抄表工作, 解决现场布线施工的问题, 安装方便, 提升自来水计量收费管理的自动化和智能化水平。	在研
有线阀控水表	研究一种采用总线通讯方式的智能型阀控水表, 可实时监控水表的运行情况, 并可对用水数据进行远程数据传输, 具有抗干扰能力强的特点, 提升自来水计量收费管理的自动化和智能化水平。	在研
户用热水表 (T90)	研究一种用于计量管道中热水水流量的户用超声水表, 测量水温可达到 90℃, 适用于居民、学校、公寓用户、企事业单位等的水表。	在研
户用超声水表无线远传自组网系统	研究一款能自动组建抄收链路、自动抄收无线户用水表计量数据并上报数据到采集中心的远传抄表系统。该系统主要面向居民住宅小区生活用水分户计量抄收及管理领域的客户。	在研
农田机井灌溉流量计量仪表	研究一款用于农田机井灌溉用水计量的仪表。该产品具有计量准确度高、安装简便、流量测量范围大、稳定性好、通讯接口丰富等技术特点。	在研
基于 NB-IOT 网络的智能型户用超声水表	研究一款基于 NB-IOT 技术进行无线数据传输的智能型户用超声水表。通过集成 NB-IOT 通讯模块, 完成数据的上下行传输, 提升管理部门的管理能力, 成为面向未来大规模应用的物联网水表。该使用低功耗技术, 使用一节锂电池供电, 达到 10 年以上的使用寿命。	在研

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

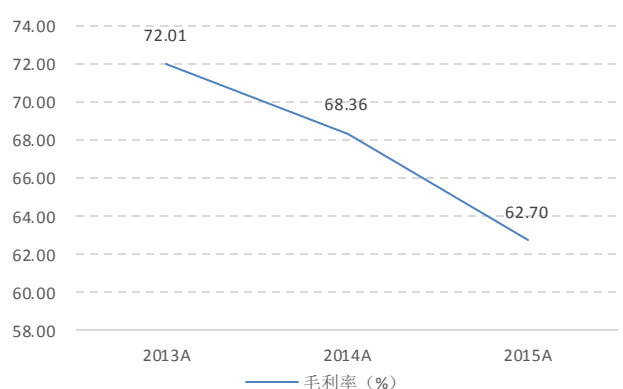
公司目前经营的超声水表有 SCL-61H 超声水表、SCL-61D 超声水表和 SCL-76 超声流量计, 其 SCL-61H 具有低功耗、低始动、高稳定性特点, 专门用于居民住宅小区分户计量, 满足供水企业对终端用户精确计量和结算的需求; SCL-61D 超声水表采用速度差法, 专为城市供水广岛及分户计量总表设计, 适用于多种工业现场; SCL-76 超声流量计采用 10 年寿命以上电池供电、大口径、多声路, 专为城市供水管网分区计量设计。2013、2014 年和 2015 年超声水表营业收入分别 2936 万元、2658 万元和 4947 万元, 增长率分别为 24.59% 和 35.22%, 毛利率近三年分别为 72%、68% 和 63%。

图 22: 汇中股份水表业务收入 (万元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 23: 汇中股份水表业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

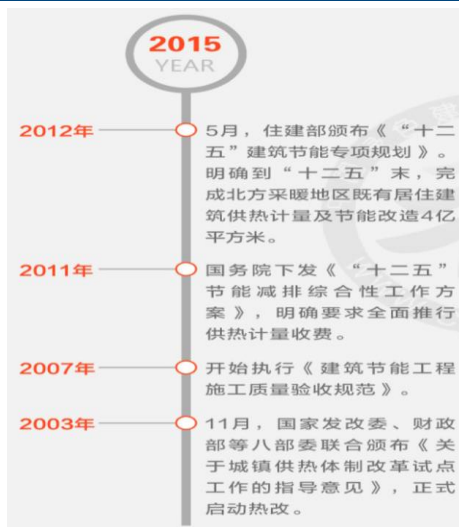
3. 热改进行时计量在路上

国家统计局数据库显示，2014年我国的能源消耗总量为42.6亿吨标准煤，我国超过美国成为世界第一大能源消耗国，这其中20%~25%为建筑能耗。我国的供热能耗约为相同气候条件国外发达国家的2倍~3倍，而其他建筑能耗则相对较低。“十三五”时期，我国每年新建房屋面积高达17-18亿平方米，超过所有发达国家每年建成建筑面积的总和，建筑能耗将会迅速增长，而供热计量改造是推进建筑节能的重要途径之一。可以有效地节约能源，降低供热成本。目前基本上采暖收费都是执行按照供热面积收费。没有供热计量及调节设备，热用户无法自主调节室温，造成能源浪费。按照面积收费热用户节能意识差，如果按照供热量收费，热用户本身会在节约费用的同时也节省能源。进行改造后，热用户可以自己对室温进行调节，既方便用户也可以达到节约的目的。尤其是在既有公共建筑中推行供热计量改造，更容易实施，且节能效果明显。欧洲国家已经在实践中证明采用热计量收费可节约能源20%~30%。

3.1 供热体制改革势在必行

热改长期势在必行。2010年住建部等四部委发布《关于进一步推进供热计量改革工作的意见》，从2010年开始，北方采暖地区新竣工建筑及完成供热计量改造的既有居住建筑，取消以面积计价收费方式，实行按用热量计价收费方式。用两年时间，既有大型公共建筑全部完成供热计量改造并实行按用热量计价收费。2014年，建设部等八部委要求各地在两年内取消福利供暖。由此可见，传统的供暖收费体制正逐步被计量收费所替代，供暖开始走向商品化和货币化，分户热计量势在必行。

图 24:我国供热体制改革大事记

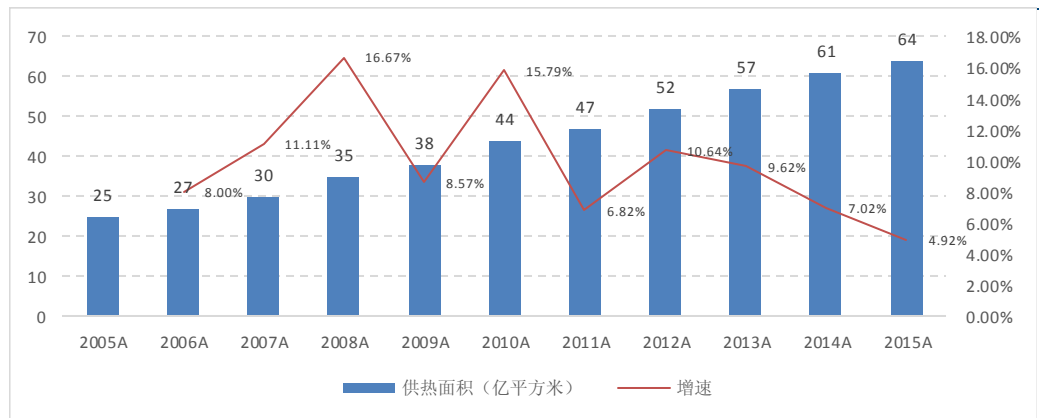


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

3.2 存量加增量市场空间广阔

中国供热面积持续增长，超声热量表有望爆发。国家统计局统计，中国 2014 年供热面积约为 61.12 亿立方米，2015 年供热面积约为 64 亿立方米，而北方采暖地区随着供热计量改革的推行为智能热量表的爆发提供了政策依据，据统计，截止 2014 年末，我国北方地区总供热面积约 18 亿 m³，实现热计量收费约 11~12m³，约占供热总面积的 18%，未来改造空间十分广阔。超声热量表成智能热量表新亮点。超声热量表以其计量精度高、使用寿命长、产品稳定可靠等特点成为热量表市场的主导产品，2015 年我国热量表年销售量接近 1350 万只，超声热量表将逐渐取代 IC 卡智能热量表成为行业先行者，我们预计随着供热面积的不断增长以及存量更替的需求，未来市场增量可期，每年将以 5% 增速增长。

图 25: 中国供热面积及增速



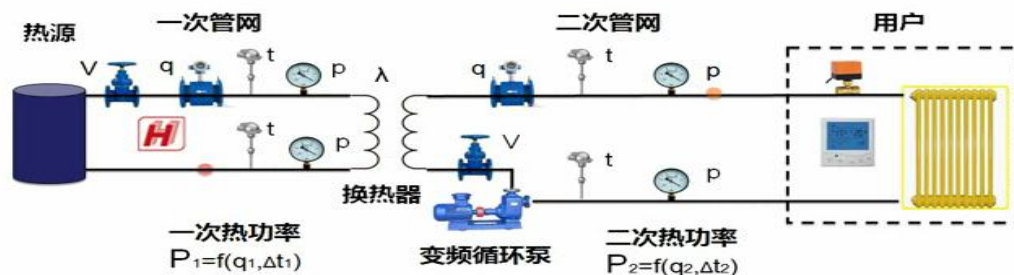
资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

3.3 能源管理系统占领附加值高地

供热计量管理系统实现节能减排。终端用户通过温控设备实现行为节能，从而改变了换热站的调控策略，实现系统联动最终达到真正意义上的节能减排。2015 年公司收到热改政策实施缓慢及房地产新开工面积增速下滑的双重影响，公司超声热量表营收增速有所放缓。随着未来经济形式转好，各地热改力度加强，以及我国城镇化的不断推进，超声热量表市场有望持续扩张。

图 26: 汇中股份供热计量管理系统

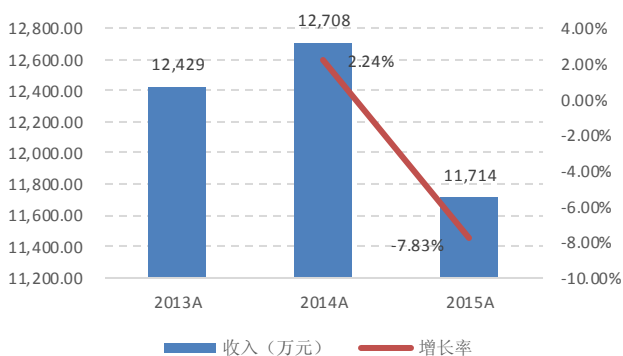
供热节能调控系统图



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

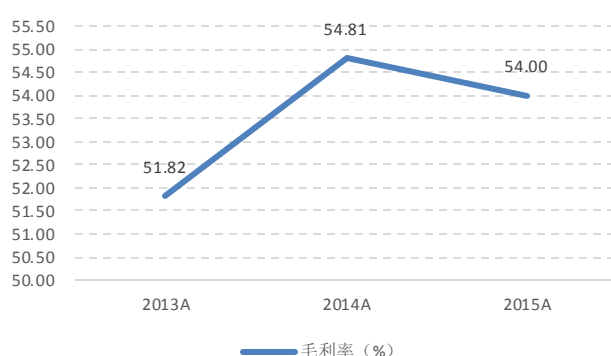
公司目前经营的超声热量表系列有 CRL-G 插入式超声热量表、CRL-H 户用超声热量表、CRL-G 管段式超声热量表、CRL-G 插入式超声热量表和 CRL-G 插入式超声热量表。其中 CRL-H 户用超声流量表是中国第一台户用超声热量表，行业领先。2013、2014 和 2015 年超声水表营业收入分别为 1.24 亿元、1.27 亿元和 1.17 亿元，增长率分别为 2.24% 和 -7.83%，毛利率近三年分别为 52%、55% 和 54%。

图 27：汇中股份热表业务收入及增速



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 28：汇中股份热表业务毛利率 (%)



资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 超声流量计营收毛利双增长

超声波流量计具有高精度度和低总体拥有成本。不论是从技术上还是从经济上看，超声波测量仪器都是流量测量的理想选择。通过多光束和数字信号处理，超声波测量仪可以实现很高的测量精确度。与传统的涡轮式仪表不同，它没有移动的元件，因此几乎不需要维修。而且，它也不会阻挡或者减慢管道中气体或者液体的流动。它能够准确地测量液态石油气产品的宽频，而不需像机械型技术那样得到验证。高灵敏度使其可以检测到管道中的任何泄漏，并可以测量和补充各种会影响监护运输领域中的测量准确度的变量。

4.1 超声流量计快速扩张

2015 年全世界流量计市场规模约 38 亿美元，年均复合增长率约 4.2%，以 4.2% 增长率计算，2016 年全世界流量计市场规模将突破 40 亿美元大关，超声流量计市场规模约 12 亿美元。我们预计随着石油和天然气工业的强势增长，以及行业对于现场设备技术的逐步接受，超声波流量计的全球市场总额将在今后 5 年内以 9.6% 的复合年增长率(CAGR)增长。在全球，流量计的主要生产商包括：ABB，艾默生，EH，科隆，西门子，横河，以及 GE，Honeywell，英维思和山武。流量计市场集中度相对较高，前三名厂商——艾默生，EH 和 ABB 占整个市场近 50% 的市场份额。

图 29: 全球流量计市场规模（亿美元）



资料来源：《全球流量计行业特点及市场竞争分析》、东兴证券研究所

国内超声波流量计占比低，市场潜力大。目前的市场发展来看，传统仪表的增长速度明显减慢，如低端节流装置，技术门槛较低，国内能够生产的厂商众多，价格竞争激烈，导致销售额增长乏力，增速明显放缓，2013 年的增长率仅为 4.8%；而新型仪表（电磁、超声、涡街、科氏质量流量计）2013 年平均增长率达 10%。超声波流量计是流体计量领域先进技术的代表，目前在流量计市场中渗透率只有 11%，未来市场规模有望保持持续快速增长。

表 5: 中国流量计市场规模（百万）及预测

中国流量计市场规模（百万）	电磁流量计	质量流量计	超声波流量计	涡街流量计	其他	合计
2013A	806	717	387	284	1233	3427
2014E	876	789	422	308	1285	3680
2015E	958	871	461	334	1343	3967
2016E	1052	965	505	364	1406	4292
2017E	1162	1073	555	399	1476	4665
CAGR (%)	9.58%	10.60%	9.43%	8.87%	4.60%	8.02%

资料来源：《全球流量计行业特点及市场竞争分析》、东兴证券研究所

表 6: 中国流量计市场规模占比 (%)

类型	市场规模（百万）	占比
电磁流量计	806	23.80%
质量流量计	717	21.20%

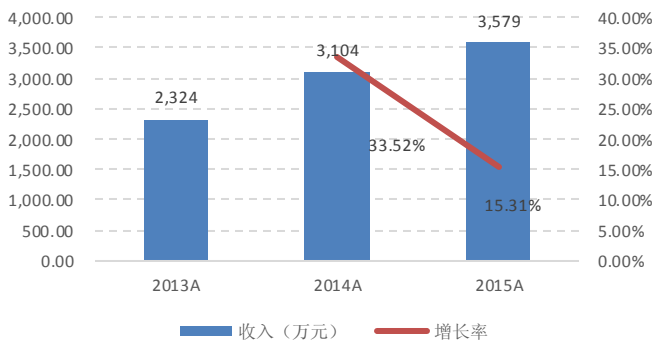
超声波流量计	387	11.40%
涡街流量计	284	8.40%
其它	1233	35.20%
合计	3427	100.00%

资料来源：《全球流量计行业特点及市场竞争分析》、东兴证券研究所

4.2 静待下游复苏未来弹性可期

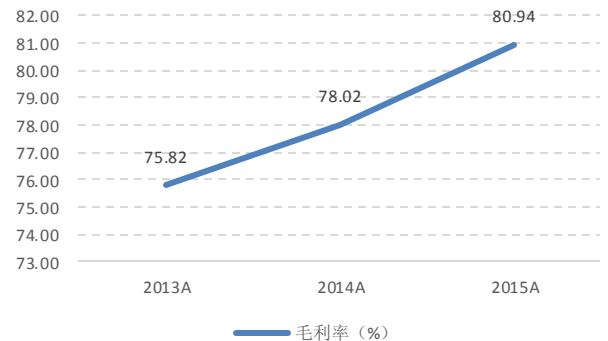
公司提供专业的工业计量管理系统整体解决方案。公司设计的工业计量管理系统整体解决方案可以科学合理的进行企业的生产管理、质量管理、安全管理、能源管理、设备管理、环保管理和科学研究调查活动，对企业的产品质量和经济效益产生正向推动作用。汇中股份目前经营的超声流量计系列有 SCL-76 超声流量计、SCL-83 便携式超声流量计、SCL-80（82）超声流量计等十余种产品，其中 SCL-83 是国内唯一的多声路便携流量计，高精度 0.5 级，可以现场校准。2013、2014 和 2015 年超声水表营业收入分别为 2324 万元、3103 万元和 3579 万元，增长率分别为 33.52% 和 15.31%，毛利率近三年分别为 75%、78% 和 81%，营收和毛利率双双稳步上升。

图 30：汇中股份热表业务收入及增速



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 31：汇中股份热表业务毛利率 (%)



资料来源：wind、东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们预计公司 2016 年~2018 年营业收入分别为 2.32 亿元、2.65 亿元和 3.11 亿元，增速分别为 4.54%、7.96% 和 8.37%。

表 7：公司收入预测表（百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	213	232	265	311
超声热量表	117	111	114	119
超声水表	49	69	94	126

超声流量计	36	39	44	50
其他	10	12	14	15
增速				
主营业务收入	5.3%	4.54%	7.96%	8.37%
超声热量表	-7.8%	-5%	2%	5%
超声水表	35.2%	40%	35%	35%
超声流量计	15.3%	10%	12%	14%
其他	43.4%	20%	15%	10%

资料来源：wind，东兴证券研究所

绝对估值：绝对估值：采用 DCF（FCFF）法进行绝对估值，在 WACC=11.12%、永续增长率 $g=8.5\%$ 的假设下，每股价值 47 元。

相对估值：可比公司 2016 年平均市盈率为 81 倍，按公司现有股本测算 2016 年每股 EPS 为 0.62 元，对应每股价格为 50 元。经测算公司估值区间为 47~50 元。

表 8：汇中股份及相关企业盈利预测

股票代码	股票名称	当前股价	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2015PE	2016PE	2017PE
603100.SH	川仪股份	15.82	0.39	0.44	0.57	46.87	36.16	27.63
300259.SZ	新天科技	11.8	0.17	0.23	0.31	79.48	51.24	37.83
300066.SZ	三川智慧	7.7	0.34	0.16	0.2	65.81	48.64	38.6
300349.SZ	金卡股份	35.47	0.46	0.48	0.79	82.59	74.38	45.03
300112.SZ	万讯自控	15.82	0.05	0.07	0.11	407.88	193.2	119.26
平均 PE							80.72	

资料来源：wind，东兴证券研究所

投资建议：公司募投后产能未最大化的条件下，公司注重于提升销售水平、增加销售渠道，考虑并购下游产业以促销售，未来不排除与上游供热企业进行整合，打造城市智慧能源生态圈。我们预计公司 2016 年~2018 年营业收入分别为 2.22 亿元、2.40 亿元和 2.60 亿元，每股收益分别为 0.62 元、0.72 元和 0.84 元，对应 PE 分别为 65X、57X 和 49X。给予公司 6 个月目标价 50 元/股，当前公司股价为 42 元，股价存在 20% 的上升空间，上调至“**强烈推荐**”评级。

风险提示：供热体制改革政策实施缓慢，公司销售拓展不及预期。

表 9: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	346	340	415	508	612	营业收入	202	212	232	265	311
货币资金	216	152	216	291	365	营业成本	79	84	93	102	117
应收账款	60	79	73	86	105	营业税金及附加	2	2	3	3	4
其他应收款	2	4	4	5	6	营业费用	24	28	28	33	39
预付款项	1	1	2	-2	-3	管理费用	28	36	35	40	49
存货	58	52	68	75	85	财务费用	-6	-3	-3	-4	-4
其他流动资产	0	45	45	45	45	资产减值损失	1.78	1.90	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	153	222	196	171	145	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.32	0.96	0.00	0.00	0.00
固定资产	14.49	186.43	164.37	142.22	120.07	营业利润	72	64	74	88	104
无形资产	34	34	30	27	24	营业外收入	17.51	14.76	14.00	14.00	14.00
其他非流动资产	7	0	0	0	0	营业外支出	0.13	0.13	0.00	0.00	0.00
资产总计	499	562	611	679	757	利润总额	90	79	88	102	118
流动负债合计	35	42	46	49	55	所得税	15	11	14	16	18
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	74	67	75	86	100
应付账款	21	31	33	37	42	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	2	3	3	3	归属母公司净利润	74	67	75	86	100
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	103	100	97	110	126
非流动负债合计	4	4	0	0	0	EPS (元)	0.78	0.56	0.62	0.72	0.84
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	39	47	46	49	55	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	10.05%	5.33%	9.19%	14.23%	17.34%
实收资本(或股	96	120	120	120	120	营业利润增长	28.58%	-11.36%	16.35%	18.04%	18.83%
资本公积	208	185	185	185	185	归属于母公司净利	11.55%	14.75%	11.55%	14.75%	16.86%
未分配利润	131	178	205	252	307	获利能力					
归属母公司股东	461	515	565	630	702	毛利率(%)	61.00%	60.26%	59.99%	61.36%	62.44%
负债和所有者权	499	562	611	679	757	净利率(%)	36.86%	31.60%	32.29%	32.44%	32.30%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	14.89%	11.96%	12.27%	12.67%	13.28%	
经营活动现金流	62	61	92	94	100	偿债能力					
净利润	74	67	75	86	100	资产负债率(%)	8%	8%	8%	7%	7%
折旧摊销	36.13	39.57	0.00	25.52	25.52	流动比率	9.97	8.02	9.02	10.33	11.17
财务费用	-6	-3	-3	-4	-4	速动比率	8.32	6.80	7.54	8.80	9.61
应收账款减少	0	0	6	-14	-18	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1	0	0	总资产周转率	0.56	0.40	0.40	0.41	0.43
投资活动现金流	-124	-187	-2	-2	-2	应收账款周转率	4	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.90	8.12	7.21	7.52	7.86
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	1	0	0	0	每股收益(最新摊	0.78	0.56	0.62	0.72	0.84
筹资活动现金流	202	-13	-26	-17	-24	每股净现金流(最新	1.45	-1.16	0.54	0.62	0.61
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.80	4.29	4.71	5.25	5.85
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	54	24	0	0	0	P/E	52.31	72.86	65.36	56.95	48.73
资本公积增加	199	-23	0	0	0	P/B	8.51	9.51	8.67	7.78	6.98
现金净增加额	140	-139	64	75	74	EV/EBITDA	36.00	47.20	38.22	42.03	35.93

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

叶盛

机械行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2 年证券研究经验，2015 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。