



主动迎接“供热改革”，受益“阶梯水价” 超声水表快速崛起

——汇中股份（300371）调研快报

2015年05月04日

推荐/首次

汇中股份

调研快报

关注 1: 超声热量表：“政策+市场自发”双轮驱动，主动迎接“供热改革”

超声热量表是公司目前的核心产品，2014 年实现收入 1.27 亿元，同比增长 2.2%，占收入比重的 63%。其中户用热量表由于大部分用于新建建筑，受房地产行业负面影响，实现收入 8087 万元，同比下降 7.5%，楼栋热量表收入 3747 万元，同比增长 36.5%。存量建筑节能改造对大表的需求起了一定的支撑作用。

2009 年住建部强力推动热改，市场快速启动，2010 年热表市场爆发增长，公司 10 年业绩爆发也源于此。根据住建部 2013 年的调研数据，截止 2013 年，北方采暖地区供热计量安装面积为 15 亿平方米，其中供热计量收费 9.9 亿平方米，占 66%；安装但未实现供热计量收费的面积 5.1 亿平方米，占 34%。此外，新建建筑执行供热计量标准的比重明显提高。2013 年，北方采暖地区新竣工建筑安装供热计量装置面积 3.23 亿平方米，占新竣工建筑总量的 79%。总体上，供热计量改革取得了明显的效果，但仍存在部分省（区、市）新建建筑未安装供热计量装置，以及供热计量收费滞后的问题。过去几年，供热计量具有明显的政策推动特征，参与主体多是为了完成任务，市场自发需求并没有真正启动，市场上热表质量参差不齐。未来市场的特征正在发生改变，除了政策的驱动外，供热公司作为热改的主体开始关注节能效益的改善，开始关注产品本身的性能和价值，行业也逐步进入良性发展轨道。

公司在过去五年的国家质监局抽查中，产品连续五年合格，是唯一一家，说明了公司过硬的产品质量。作为行业龙头企业，公司是供热计量改革大潮中的重要受益者。在经营模式上，公司除了卖表外，还可提供供热管理平台，公司在河北邯郸已经有过实际案例，实现了 10 万户组网，节能效果良好。一直以来热力公司积极性差是实施“热计量”的一个主要阻力之一，因为实现“热计量”后用户用热减少，热费自然减少，但由于供热企业管理粗放，其成本并不会因为居民少用热而同比例降低，因此供热企业感觉不到“热计量”的好处。公司希望帮助热力公司做换热站改造，实现热源动态调控，把热力公司的成本降下来，提高热力公司执行“热计量”的积极性。

关注 2: 超声水表：冉冉升起的新星

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

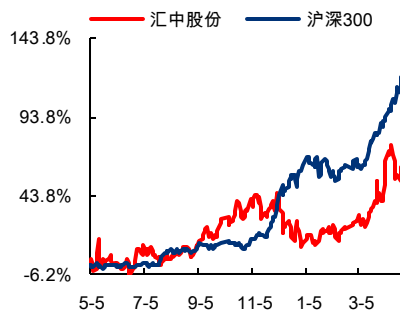
执业证书编号：

S1480514040001

交易数据

52 周股价区间（元）	37.79-51.62
总市值（亿元）	36.28
流通市值（亿元）	10.74
总股本/流通 A 股（万股）	9600/2841
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	5.87

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

城市供水管网漏损长期以来是困扰供水企业的突出问题，也是各供水企业努力破解的一道难题。我国供水行业的平均漏损率为 20% 以上，按照国家有关规定，供水行业漏损率不应超过 12%。除了供水管网渗漏因素外，供水计量误差大也是一个重要因素，因此必然要安装高精度水表，通过精准计量减少误差。2013 年中国的水表产量约为 7000 万台左右，智能水表占比约 15%，渗透率偏低。

根据 2014 年 1 月发改委、住建部发布的《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》，要求 2015 年前设市城市全面实行居民阶梯水价。各地要设不少于三级阶梯水量，第一、二级水量分别按覆盖 80%、95% 居民家庭用户月均用水量确定；第一、二、三级阶梯水价按不低于 1:1.5:3 的比例安排。阶梯水价、一户一表政策以及智慧城市建设的推进将加快智能水表替代传统机械表的步伐。

公司的超声水表业务正在崛起，2014 年公司超声水表实现收入 3658.2 万元，同比增长 24.6%。公司目前的超声水表主要是大口径水表，应用于自来水公司和工矿企业。公司正在进入市场容量更大的户用小口径水表市场（占水表市场销量的 90%），并已推向市场。从技术性能看，公司的超声电子表与机械式智能表相比，具有计量精度高、始动流量低、压力损失小及电池供电使用寿命长等优势，成本则与加装电子装置具备远传功能的智能机械表接近，因此公司的超声水表市场前景乐观，未来公司将加强销售渠道建设，加快户用超声水表市场的开拓。

智慧水务对物联网水表的需求正在悄然兴起，添加通讯模块的物联网水表不仅可以实现远程抄表，还可以将数据传输至云端并进行大数据分析，方便水务公司数字供水和智能调度。市场上的龙头企业已经推出了物联网水表，汇中的智能超声水表也具有物联网数据接口，技术上不存在问题，不排除公司未来推出物联网水表的可能。

关注 3：超声流量计：将保持稳健增长

流量计是工业自动化仪表和装置中的大类仪表之一，广泛应用于化工、冶金、石油等领域。按照结构原理的不同，流量计主要分为叶轮式流量计、电磁流量计、超声流量计、质量流量计、差压式流量计等。在众多流量计当中，超声流量计凭借其适用范围广、安装维护方便等优势被市场认可和接受，被广泛应用于化工、冶金、石油等领域。

公司的超声流量计主要下游客户是石化、冶金等生产型企业，还应用于水利、核电等领域。2014 年超声流量计实现收入 3103.5 万元，同比增长 33.5%。公司在 2014 年中标了多个大中型水利项目，特别是南水北调项目河南段的中标与实施，预示着公司在水利市场的开拓取得成效。此外，公司曾中标秦山核电站冷却水流量监控仪器，该产品对可靠性要求非常高，属于军工等级，单台售价远高于普通民品。预计公司超声流量计仍将保持稳健增长。

结论：

热表市场正由单一的政策驱动转向“政策+市场自发”双轮驱动，行业步入良性发展轨道，公司作为超声热表龙头一方面受益市场快速增长，另一方面积极转变经营模式，参与对热力公司的改造；阶梯水价、一户一表政策以及智慧城市建设的推进将加快智能水表替代传统机械表的步伐，公司超声水表业务正快速崛起，且存在探索“物联网”模式的可能。我们预计公司 2015-2017 年的每股收益分别为 1.00 元、1.25 元、1.64 元，按照 4 月 30 日 36.18 元的股价计算，对应动态市盈率分别为 36 倍、29 倍、22 倍，给予公司“推荐”的投资评级。

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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	171	346	429	570	756	营业收入	183	202	266	354	471
货币资金	52	216	266	354	471	营业成本	77	79	104	138	183
应收账款	50	60	73	97	129	营业税金及附加	2	2	1	1	1
其他应收款	2	2	3	4	6	营业费用	20	24	31	42	56
预付款项	12	1	1	1	1	管理费用	26	28	36	48	64
存货	52	58	75	100	133	财务费用	0	-6	-3	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	2	2	2	2
非流动资产合计	51	153	178	207	185	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	13	14	57	92	74	营业利润	56	72	95	124	166
无形资产	35	34	33	31	30	营业外收入	14	18	18	20	25
其他非流动资产	0	7	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	222	499	607	777	940	利润总额	70	90	113	144	191
流动负债合计	33	35	32	46	58	所得税	10	15	17	22	29
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	60	74	96	122	162
应付账款	24	21	28	38	50	少数股东损益	0	0	0	2	5
预收款项	4	2	2	2	2	归属母公司净利润	60	74	96	120	157
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	58	70	101	139	185
非流动负债合计	2	4	0	0	0	OBPS (元)	1.43	0.78	1.00	1.25	1.64
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	35	39	32	46	58	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	2	7	营业收入增长	28.58%	10.05%	31.66%	33.35%	32.84%
实收资本(或股	42	96	96	96	96	营业利润增长	16.72%	28.58%	31.01%	30.59%	34.29%
资本公积	9	208	230	230	230	归属于母公司净利润	20.75%	23.75%	28.71%	25.39%	31.05%
未分配利润	118	131	198	282	392	获利能力					
归属母公司股东	187	461	559	655	781	毛利率(%)	58.10%	61.00%	60.91%	61.02%	61.19%
负债和所有者权	222	499	607	777	940	净利率(%)	32.77%	36.86%	36.03%	34.44%	34.48%
现金流量表						总资产净利润(%)	27.08%	14.89%	15.77%	15.44%	16.72%
						ROE(%)	32.14%	16.15%	17.11%	18.31%	20.13%
经营活动现金流	63	62	-57	77	99	偿债能力					
净利润	60	74	96	122	162	资产负债率(%)	16%	8%	5%	7%	7%
折旧摊销	2	3	9	16	19	流动比率	5.20	9.97	13.45	12.46	12.96
财务费用	0	-6	-3	0	0	速动比率	3.63	8.32	11.09	10.27	10.69
应收账款减少	-5	-10	-13	-24	-32	营运能力					
预收帐款增加	2	-1	0	0	0	总资产周转率	0.88	0.56	0.49	0.55	0.61
投资活动现金流	-9	-124	-45	-52	-2	应收账款周转率	3.86	3.67	4.01	4.17	4.16
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.61	8.90	10.65	10.69	10.71
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.43	0.78	1.00	1.25	1.64
筹资活动现金流	-51	202	125	64	19	每股净现金流(最新	0.08	1.45	0.24	0.92	1.21
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.45	4.80	5.83	6.83	8.14
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	54	0	0	0	P/E	25.30	46.38	36.29	28.94	22.09
资本公积增加	0	199	22	0	0	P/B	8.13	7.54	6.21	5.30	4.45
现金净增加额	3	140	23	89	116	EV/EBITDA	25.20	46.74	31.79	22.38	16.22

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张雷

2008 年获得对外经济贸易大学工商管理硕士学位，具有 3 年实业经验和 7 年行业研究经验。2014 年加盟东兴证券研究所，现从事机械行业研究，重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

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。