

产品结构优化，未来值得期待

——汇中股份（300371）2015 年报点评

2016 年 04 月 01 日

推荐/维持

汇中股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
叶盛	联系人	
	yesheng@dxzq.net.cn	010-66554022
任天辉	联系人	
	rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037

事件：

公司 2015 年营业收入为 2.12 亿元，同比增速 5.33%；归属于上市公司股东的净利润为 6715.8 万元，同比增速-9.68%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 6615.2 万元，同比增速-8.38%；基本每股收益为 0.56 元/股。其中，公司 15Q4 单季营业收入为 6987.8 万元，同比增速-9.03%；归属于上市公司股东的净利润为 2515.3 万元，同比增速-27.57%。

观点：

公司主营业务收入及盈利能力保持稳定增长。公司2015年营业收入为2.12亿元，同比增速5.33%，公司2015年归属于上市公司股东的净利润为6715.8万元，同比增速-9.68%。净利润的略微下降主要由于公司2015年6月募投项目投产，使得固定资产折旧增加，从而造成了销售费用、管理费用和生产成本的增加，2015年公司销售费用率为13.2%，管理费用率为16.9%，较2014年分别提高了1.4个百分点和3.1个百分点。同时募投项目投产也使得房产税有所增加，进一步降低了净利润。总体而言，公司的主营业务呈上升态势，业绩符合预期，盈利能力没有下滑，保持稳定。

智能热量表收入放缓主要受整体市场疲软影响。超声热量表目前仍然是公司的核心产品。2014年超声热量表销售收入为1.27亿元，占收入比重为62.9%。2015年超声热量表销售收入为1.17亿元，同比增速为-7.87%，占收入比重为55.2%，同比下降7.7个百分点，其中主要以毛利率较低的户用超声热量表收入下降为主。

北方地区既有建筑供热计量改造规模及新建建筑规模将对每年热量表市场有直接影响，2015年以来由于中央及地方财政资金紧张，各地热改实施力度有所放缓。与此同时，房地产持续调控也导致新建住房投资不断下降，对新竣工建筑安装热能表带来负面影响。因此，2015年热量表市场表现疲软是公司智能热量表收入放缓的主要原因。

从长期来看，我国供热计量改造空间巨大。随着各地热改力度加强，国家对房地产市场的政策支撑，智能热量表市场有望迎来回升。预计公司智能热量表业务将重拾增长。

产品结构优化，超声水表快速发展。2015年公司超声水表的销售收入为0.50亿元，同比增速35.14%，占收入比重为23.6%，同比上升5.3个百分点，增长迅猛。同时2015年公司超声流量计的销售收入为0.36亿

元，同比增速16.13%，也保持较快增长。结合2014年数据，超声热量表的毛利率为54.81%，而超声水表和超声流量计的毛利率分别为68.36%和78.02%。2015年超声水表的产品成本同比增加约63%，致使该产品的毛利率同比下降了5.95%，但仍然保持了相对于热量表更高的毛利率。公司产品结构的调整，使得2015年的综合毛利率保持了60%以上的较高水平。公司未来的规划，是在继续保持超声热量表市场的稳定发展前提下，进一步加快超声水表市场的发展速度，助力公司的整体营业收入与利润提升。

销售领域拓展与产研结合，具备充分增长动力。公司作为行业龙头企业，在生产与研发方面具备很强的竞争力。公司在过去五年的国家质监局抽查中，是唯一一家产品连续五年合格的，说明了公司过硬的产品质量。研发方面，截止2015年末公司累计拥有专利48项，其中发明专利5项，实用新型专利31项，外观设计专利12项，累计拥有公司有效软件产品登记证书45项和有效软件著作权28项。其中，在2015年内，公司发生研发费用1111.87万元，同比增长19.35%，取得专利10项，建立企业标准4项。公司募投项目已于2015年6月完工并使用，随着产能的逐步释放与技术研发的进一步投入，为公司全力以赴发展销售战略提供了很好的保障。公司产品线中的超声热量表及超声水表、流量计等产品，能很好的匹配“十三五”规划中对于供热改革和推进节水型社会建设的需求。以国家节能减排的政策为契机，为了进一步提高市场占有率，公司积极参与了中外知名行业展，如亮相“第十届中国城镇水务发展国际研讨会与新技术设备博览会”以及在奥地利举办的第17届欧洲能源周展等，以此提高公司产品的市场认可度与影响力，促进销售。未来，公司有望在保持供水、供热等优势行业客户的基础上，向水利、钢铁、冶金、煤炭、化工等行业领域深入拓展，并涉及海外市场。销售领域的拓展与生产与研发的提升，为公司注入充分增长动力。

队伍建设与股权激励并行。公司在下一步发展战略中，将通过引进国内外同行业高端科研和管理人才，带动公司管理水平和自主研发能力的进一步提高。大力引进相关方面的技术人才、管理人才和营销人才。重点培养公司管理队伍，从研发、生产、市场、管理等整体提升公司的快速反应能力，高效满足客户对各个层次超声测流产品的需求。同时，公司于2015年12月1日发布了股权激励计划，拟向66名公司中层管理人员、核心团队成员等员工授予公司限制性股票总计62.80万股，约占公司总股本的0.52%。股权激励计划将会实现公司市值与员工的利益绑定，有利于提高员工动力，促进公司业绩提升。

结论：

公司作为超声测流行业的龙头，在产品质量，产能及技术研发能力上均具有优势。随着募投项目的产能释放及研发投入，公司自身的核心竞争力将得到进一步提升，在保持原有的超声热量表稳定发展的同时，超声水表与流量计将会快速发展。从政策来看，节能减排政策利好公司的进一步发展，公司有望通过提高产品的市场占有率及国际影响力，在保持原有优势行业客户的基础上，拓展其他行业及海外市场。因此，公司未来值得期待。我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.65元、0.76元和0.91元，对应PE分别为38、32和27。维持公司“推荐”的投资评级。

风险提示：

1、房地产市场调控对于超声热量表销量的影响；2、募投项目不能实现预计收益；3、税收优惠政策出现不可预测的不利变化。

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	378	440	520	营业收入	202	212	252	302	363
货币资金	216	152	173	203	245	营业成本	79	84	101	119	141
应收账款	60	79	83	99	119	营业税金及附加	2	2	3	3	4
其他应收款	2	4	5	5	7	营业费用	24	28	33	39	47
预付款项	1	1	2	4	5	管理费用	28	36	40	48	58
存货	58	52	64	75	89	财务费用	-6	-3	-1	-1	-1
其他流动资产	0	45	45	45	45	资产减值损失	1.78	1.90	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	153	222	236	227	221	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	1.00	1.00	1.00
固定资产	14.49	186.43	167.16	144.17	130.86	营业利润	72	64	77	94	115
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	614	667	741	利润总额	90	79	91	108	129
流动负债合计	35	42	70	77	85	所得税	15	11	14	16	19
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	74	67	78	92	110
应付账款	21	31	39	46	54	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	2	2	2	2	归属母公司净利润	74	67	78	92	110
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	103	100	110	134	159
非流动负债合计	4	4	0	0	0	BPS (元)	0.78	0.56	0.65	0.76	0.91
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	70	77	85	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%	18.76%	19.56%	20.36%
实收资本(或股本)	96	120	120	120	120	营业利润增长	28.58%	-11.36%	20.91%	21.46%	22.29%
资本公积	208	185	185	185	185	归属于母公司净利润	23.75%	-9.68%	15.66%	18.17%	19.40%
未分配利润	131	178	216	262	317	获利能力					
归属母公司股东权	461	515	569	634	710	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	499	562	639	710	796	净利率(%)	36.86%	31.60%	30.78%	30.42%	30.18%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2018E	14.89%	11.96%	12.66%	13.77%	14.79%	
经营活动现金流						偿债能力					
62	61	112	106	123	123	资产负债率(%)	8%	8%	11%	11%	
净利润	74	67	78	92	110	资产周转率	9.97	8.02	5.41	5.72	
折旧摊销	36.13	39.57	0.00	40.40	45.11	流动比率	8.32	6.80	4.50	4.75	
财务费用	-6	-3	-1	-1	-1	速动比率	营运能力				
应收账款减少	0	0	-4	-16	-20	总资产周转率	0.56	0.40	0.42	0.45	
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	4	3	3	3	
投资活动现金流	-124	-187	-69	-49	-49	应付账款周转率	8.90	8.12	7.25	7.16	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.78	0.56	0.65	0.76	
投资收益	0	1	1	1	1	每股净现金流(最新)	1.45	-1.16	0.17	0.25	
筹资活动现金流	202	-13	-23	-27	-32	每股净资产(最新摊)	4.80	4.29	4.74	5.28	
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	31.28	43.57	37.70	31.90	
普通股增加	54	24	0	0	0	P/B	5.09	5.69	5.14	4.62	
资本公积增加	199	-23	0	0	0	EV/EBITDA	20.69	27.62	36.89	20.38	
现金净增加额	140	-139	20	31	42						

资料来源: Wind, 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。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

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。

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。

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法律责任。

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。