

## 汇中股份 (300371)

# 扎实耕耘，静待行业爆发

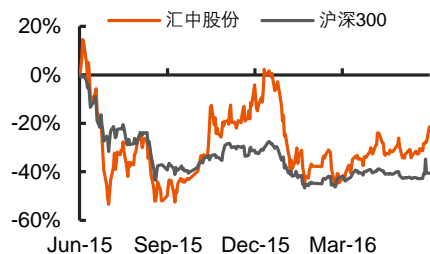
### 推荐 (首次)

现价: 29.29 元

#### 主要数据

行业	环保
公司网址	www.hzyb.com
大股东/持股	张力新/37.88%
实际控制人/持股	张力新/49.77%
总股本(百万股)	120
流通 A 股(百万股)	35
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	35.15
流通 A 股市值(亿元)	10.23
每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	7.10

#### 行情走势图



#### 证券分析师

余兵 投资咨询资格编号  
S1060511010004  
021-38636729  
YUBING006@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

邱正 一般从业资格编号  
S1060116050045  
QIUZHENG320@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 事项:

我们近期调研了汇中股份，就公司的业务布局、公司经营现状以及未来发展规划与公司高管进行了交流。

#### 平安观点:

- **技术保持领先，切入农水计量领域，静待行业爆发：**公司在超声测流领域的技术实力与产品储备远远领先于行业内其他公司，除多种型号的超声热量表、供水流量计与超声水表外，公司近期成功研发低成本的农用超声水表，提前布局农用水价改革。未来公司将在超声热量表销售的基础上，加快研发并销售多种用途的超声水表，布局水务大市场，静待行业爆发。
- **夯实内生，布局外延：**公司目前的高管层基本都是创业元老，在公司上市以后仍全力投入产品研发与市场拓展，内生领域的布局主要是加强内部管理，尽可能的开辟新的销售渠道。从外延上看，公司在技术领域有专长，并且内部管理规范程度高，一旦开展外延并购，非常有可能在技术、管理上对并购公司有促进作用，产生良好的协同效应。
- **一季度业绩下滑是季节性因素，公司整体成本上升：**一季度公司主营业务增长 9.6%，净利润同比下滑-381%，主要原因是一季度是公司传统销售淡季，同时受过年等因素影响费用率偏高。整体上看，从去年二季度开始，公司主营业务成本、销售费用与管理费用同比迅速提升，我们建议关注二三季度公司能否有效控制经营成本，提高盈利水平。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2016-2018 年主营业务收入为 2.28、2.50、2.72 亿元，每股收益为 0.57、0.6、0.63 元。首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**超声表销量低于预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	202	212	228	250	272
YoY(%)	10.05	5.3	7.1	10.0	8.7
净利润(百万元)	74	67	69	72	76
YoY(%)	23.75	-9.7	2.4	4.9	4.9
毛利率(%)	61.0	60.3	58.7	57.6	56.2
净利率(%)	36.9	31.6	30.2	28.8	27.8
ROE(%)	16.2	13.0	12.2	11.8	11.3
EPS(摊薄/元)	0.62	0.56	0.57	0.60	0.63
P/E(倍)	47.3	52.3	51.1	48.7	46.4
P/B(倍)	7.6	6.8	6.2	5.7	5.2

# 正文目录

一、技术保持领先，静待行业爆发 .....	4
1.1 公司是超声计量领域的龙头 .....	4
1.2 产品销售稳步增长，增速略有下滑，将成为行业爆发最大的受益者 .....	4
二、完善内部管理，构筑竞争壁垒 .....	6
三、风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1	2007 年汇中股份牵头起草最新版热量表标准(CJ128-2007) .....	4
图表 2	汇中股份历年收入与同比增速 .....	4
图表 3	汇中股份历年净利润率与毛利水平 .....	4
图表 4	供水行业经营效率相对较低，企业利润水平不高 .....	5
图表 5	近年来我国供热计量行业支持政策一览 .....	5
图表 6	2015 年起公司三费同比出现明显增长，拖累公司业绩 .....	6

## 一、 技术保持领先，静待行业爆发

### 1.1 公司是超声计量领域的龙头

公司是国内超声计量仪表的行业龙头。自 2000 年起，公司便先后研制成功国内第一台户用热量表、大口径超声水表、工业用热量表等。2009 年起，公司先后承担国家 863 科研项目，获得国家物联网发展专项基金，确定了公司的技术领先优势。公司两次参与热量表标准制定，第二次更是以牵头起草单位身份参与，在热量表行业中是当之无愧的龙头企业。

图表1 2007 年汇中股份牵头起草最新版热量表标准(CJ128-2007)

序号	2000 年标准	序号	2007 年标准
1	建设部城市建设研究院	1	唐山汇中仪表有限公司
2	中科院物理所	2	广州柏诚智能科技有限公司
3	北京德宝泛华机电有限公司	3	丹东思凯电子发展有限责任公司
4	清华大学	4	沈阳航发热计量有限责任公司
5	丹东思凯电子发展有限责任公司	5	久茂自动化(大连)有限公司
6	中航工业沈阳发动机设计所发热 计量技术有限公司	6	同方股份有限公司
7	唐山汇中仪表有限公司	7	河南新天科技有限公司
8	其他 5 家公司	8	其他 12 家公司

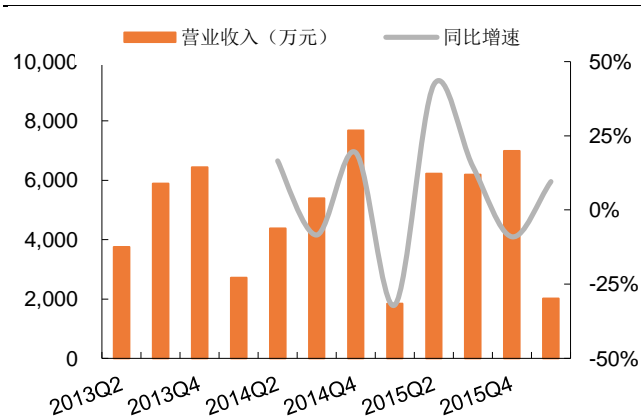
资料来源: wind、平安证券研究所

### 1.2 产品销售稳步增长，增速略有下滑，将成为行业爆发最大的受益者

公司的主要产品是超声热量表和超声水表。近年来随着供热计量与阶梯水价的推进，公司作为行业内产品质量的龙头，销售稳步向上，并保持着较高的毛利水平。

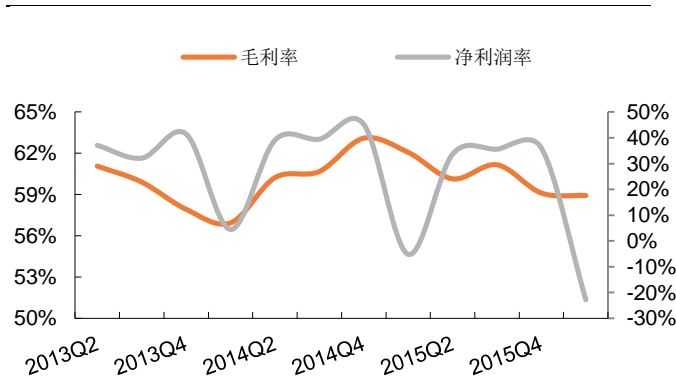
- 2016 年一季度公司实现销售收入 2024.6 万元，同比增长 9.6%，但较 2014 年同期低很多。从 2015 年三季度起公司营业收入增速开始下滑，整体销售规模呈现稳步增长的趋势。
- 公司近年来毛利率稳定在 60%左右，毛利水平相对较高。自 2014 年起，公司净利润率同比逐渐下降。

图表2 汇中股份历年收入与同比增速



资料来源:公司年报, 平安证券研究所

图表3 汇中股份历年净利润率与毛利水平



资料来源:公司年报, 平安证券研究所

我们认为行业下游中短期内难以呈现爆发式增长，但公司有望在市场竞争的过程中不断提升自身的市场份额，力争在行业爆发的时刻获取更大的市场份额。

- 公司的下游主要是水务公司与城市供热公司，其中大部分企业国有股份比重较高、就业人员较多，企业经营效率相对较低。以水务公司为例，行业内公司平均 ROE 仅为 1-2%，平均每年产生经营净利润 10-50 亿元左右。
- 由于居民入户水表更换主要依靠水务公司，假设单个智能表价格 300 元左右，不考虑安装等成本，30 亿元投资也仅能支持更换约 1000 万台水表。相比我国大约 2.2-2.5 亿套存量住宅的体量，目前企业经营状况远不足以支持行业大规模升级为智能水表。

**图表4 供水行业经营效率相对较低，企业利润水平不高**

(亿元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	平均	百分比
主营业务收入	682.37	794.3	807.46	867.1	984.34	1,102.96	804.29	100.00%
主营业务成本	525.37	604.04	611.41	662.87	748.98	837.6	612.26	76.10%
营业费用	46.75	55.23	58.78	66.21	73.94	80.48	57.52	7.20%
管理费用	103.25	115.38	106.46	119.98	130.1	135.54	112.01	13.90%
财务费用	35.87	41.48	47.05	53.63	53.95	57.12	44.27	5.50%
所得税	42.48	48.91	-	-	-	-	20.34	2.50%
利润总额	-3.56	16.58	19.32	13.76	57.09	59.9	21	2.60%
资产负债率	53.6	55.12	55.07	57.39	57.31	58.89	54.82	
ROE	-0.20%	0.88%	0.97%	0.65%	2.41%	2.30%	0.92%	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

- 再从行业规划上看，我国对智能水表入户规模并没有强制性的规划，对供热计量的规划考核按照供热面积计量，基本上五年考核一次。因此，在五年规划前期，除新增投资外，企业暂时没有动力去大规模更换区域内水表与热量表，更多的是按市场需求进行适量采购。因此，行业短期爆发可能性不大，公司有望随着行业未来的爆发分到最多的蛋糕。

**图表5 近年来我国供热计量行业支持政策一览**

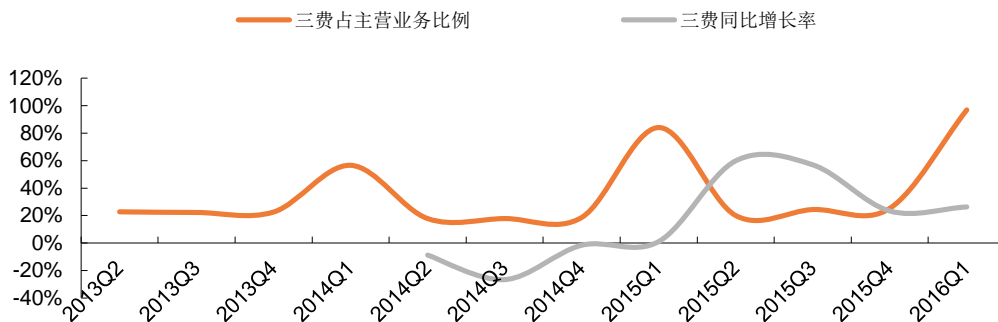
时间	事件	政策内容
2009.10	住建部供热计量改革会议	要求完成“十一五”规划的 1.5 亿平方米既有居住建筑供热计量改造工作
2010.2	《关于进一步推进供热计量改革工作的意见》	自 2010 年起,北方采暖地区新竣工建筑及完成供热改造的建筑,实行按用热量计价的收费方式。用两年时间,大型公共建筑全部完成供热计量改造并实行按用热量计价收费
2011.1	《关于进一步深入开展北方采暖地区既有居住建筑供热计量及节能改造工作的通知》	到 2020 年前基本完成对北方具备改造价值的老旧住宅的供热计量及节能改造
2012.9	《“十二五”建筑节能专项规划》	到 2013 年,地级以上城市要完成具备改造价值的老旧住宅的供热计量及节能改造面积 40%以上,县级市要完成 70%以上。
2013.1	《绿色建筑行动方案的通知》	“十二五”期间,公共建筑和公共机构改造 1.2 亿平米,到 2020 年末基本完成北方采暖地区有价值改造的城镇居住建筑节能改造。

资料来源: Wind、平安证券研究所

## 二、完善内部管理，构筑竞争壁垒

2015 年公司收入增速较低，年报与 2016 年一季报的净利润同比下滑迅速，市场不由担心公司高成长与高毛利的经营态势是否步入拐点。我们认为，公司过去一年仍能维持高毛利，但三费呈上升趋势。未来能否有效控制成本是公司发展的关键。

图表6 2015 年起公司三费同比出现明显增长，拖累公司业绩



资料来源: 地理国情监测云平台, 平安证券研究所

公司现有的高管层基本都是创业元老，上市以后，高管层仍然坚持深入市场、研发与生产一线，完善公司的产品，提振公司销售。随着公司 2016 年开始董事会换届选举，我们预计公司主要高管团队将继续坚守在现有岗位，通过内部挖潜提升公司业绩，降低销售费用与管理成本，同时谋求向下游的并购扩张，延伸公司销售渠道，以期延续前期高增长的态势。

我们预计公司 2016-2018 年主营业务收入为 2.28、2.5、2.72 亿元，每股收益为 0.57、0.6、0.63 元。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

## 三、风险提示

超声表销量低于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	340	395	464	527
现金	152	201	240	291
应收账款	79	84	109	109
其他应收款	4	2	4	2
预付账款	1	2	2	2
存货	52	71	70	86
其他流动资产	52	36	39	38
<b>非流动资产</b>	222	214	207	200
长期投资	0	0	0	0
固定资产	186	180	174	169
无形资产	34	32	31	30
其他非流动资产	1	2	2	2
<b>资产总计</b>	562	609	671	727
<b>流动负债</b>	42	42	52	53
短期借款	0	0	0	0
应付账款	31	30	40	40
其他流动负债	11	12	12	13
<b>非流动负债</b>	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4
<b>负债合计</b>	47	46	57	57
少数股东权益	0	0	0	0
股本	120	120	120	120
资本公积	185	185	185	185
留存收益	210	264	320	377
<b>归属母公司股东权益</b>	515	563	614	670
<b>负债和股东权益</b>	562	609	671	727

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	61	65	56	65
净利润	67	69	72	76
折旧摊销	7	8	8	8
财务费用	-3	-4	-5	-5
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-14	-7	-18	-13
其他经营现金流	5	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-187	0	-1	-1
资本支出	68	-8	-7	-7
长期投资	-45	0	0	0
其他投资现金流	-164	-7	-8	-8
<b>筹资活动现金流</b>	-13	-17	-16	-14
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	24	0	0	0
资本公积增加	-23	0	0	0
其他筹资现金流	-14	-17	-16	-14
<b>现金净增加额</b>	-139	49	39	50

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	212	228	250	272
营业成本	84	94	106	119
营业税金及附加	2	3	3	3
营业费用	28	29	33	35
管理费用	36	36	40	44
财务费用	-3	-4	-5	-5
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	64	68	72	75
营业外收入	15	14	14	15
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	79	81	86	89
所得税	11	12	13	14
<b>净利润</b>	67	69	72	76
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	67	69	72	76
EBITDA	83	86	90	93
EPS(元)	0.56	0.57	0.60	0.63

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	5.3	7.1	10.0	8.7
营业利润(%)	-11.4	5.7	5.8	4.2
归属于母公司净利润(%)	-9.7	2.4	4.9	4.9
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	60.3	58.7	57.6	56.2
净利率(%)	31.6	30.2	28.8	27.8
ROE(%)	13.0	12.2	11.8	11.3
ROIC(%)	12.5	11.7	11.1	10.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	8.3	7.5	8.4	7.8
净负债比率(%)	-29.6	-35.7	-39.1	-43.3
流动比率	8.0	9.5	8.9	10.0
速动比率	6.8	7.8	7.5	8.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.1	2.8	2.6	2.5
应付账款周转率	3.2	3.1	3.1	3.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.57	0.60	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.54	0.47	0.54
每股净资产(最新摊薄)	4.29	4.69	5.12	5.59
<b>估值比率</b>				
P/E	52.3	51.1	48.7	46.4
P/B	6.8	6.2	5.7	5.2
EV/EBITDA	40.7	38.5	36.5	34.8



## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033