

与华为等合作发力 NB-IoT 超声测流智能终端, 业绩进入快速增长通道

投资要点

● 超声测流领域技术领先, 高毛利保障利润增长

公司拥有全部产品的自主知识产权及近百项专利技术, 涵盖从终端数据采集到系统研发集成等各个应用环节, 为超声测流行业龙头。

2019H1 公司实现营收 10158 万元, 同比增长 25.65%, 公司调整了产品销售结构, 超声水表和超声热量表的销售额得以快速增长, 同期实现归母净利润 2729 万元, 同比增长 31.55%。

● 公司销售费用率相对较高, 未来有较大下降空间

近年来公司整体销售毛利率维持在 60% 左右, 显著高于行业竞争对手; 但是公司销售费用率在 20% 左右, 高于行业平均水平。2018 年公司的销售毛利率比宁波水表高 30pcts, 但销售净利率仅高于宁波水表 16pcts。未来如果公司优化销售结构, 降低销售费用率, 业绩有望进一步增长。

● 把握智能水表市场机遇, 超声水表业务有望实现快速增长

公司生产的超声水表在精确度、能耗、物联网技术方面拥有领先优势。公司以自有资金建设的超声测流产品智能制造车间将于 2019 年投入使用, 未来产能将达到每年 155 万台套, 而 2018 年公司全年仪表产量为 24.39 万台, 产能增幅较大, 有望为公司业绩增长打下基础。

● 产品定位物联网智能终端, 与华为等合作打造智能服务平台

公司产品定位为基于 NB-IoT 技术的超声测流系列产品, 通过积极与华为、中国移动、中国电信、中国联通三大通讯运营商、客户合作, 共创 NB-IoT 生态圈, 为智慧水务、智慧供热等公共事业领域提供节能降耗, 科学管控、大数据分析等方面产品和技术支持, 为未来智慧城市的相关建设与发展提供了从硬件产品到软件服务的整体解决方案。

● 2019-2021 年业绩 CAGR 达 20%, 首次给予推荐评级

公司目前市值约 20 亿元, 我们预计 2019-2021 业绩复合增速达到 20%, 预计 EPS 分别为 0.86/1.00/1.18 元, PE 为 14/12/10 倍。公司业绩具备上调潜力, 估值在行业内具备优势, 首次给予“推荐”评级。

● 风险提示: 供热计量改革推进不及预期、智能水表普及低于预期。

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	246.67	279.77	353.23	443.34	536.40
营业收入增长率	15.45%	13.42%	26.26%	25.51%	20.99%
净利润(百万元)	65.24	81.57	102.65	119.85	141.79
净利润增长率	23.28%	25.02%	25.85%	16.75%	18.31%
EPS(元)	0.54	0.68	0.86	1.00	1.18
P/E	21	17	14	12	10

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 股价截至 2019 年 8 月 19 日

汇中股份 (300371.SZ)

推荐 首次评级

分析师

刘兰程

☎: (8610) 83571383

✉: liulancheng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517100001

范想想

☎: (8610) 83571383

✉: fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518090002

吴佩苇

☎: 010-66568846

✉: wupeifei_yj@chinastock.com.cn

特此鸣谢

王恺

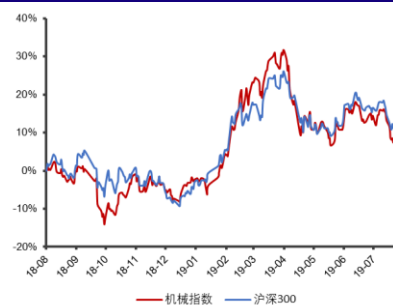
✉: wangkai_yj@chinastock.com.cn

王锦文(实习生)

对本报告编写提供的信息帮助

行业数据

2019.08.19



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

一、国内超声测流领域首家上市公司，毛利率 60%左右	2
(一) 依托自主研发，深耕超声测流领域	2
(二) 近五年营收稳定增长，销售毛利率达 62%	3
(三) 实际控制人股权占比近 40%，股权激励促营收稳健增长	5
1. 公司实际控制人控股占比近 40%，高管在行业内具备多年工作经验	5
2. 2018 年首次实施股权激励，促营收增长	6
二、受益于行业快速发展，智能水表系统业务快速增长	7
(一) 超声水表及系统性能优势突出	7
(二) 国家政策利好，智能水表有望进一步普及	8
(三) 智能水表渗透率仅为 23%，未来市场需求稳定增长	9
(四) 公司超声水表技术领先，积极开拓智慧供水平台	11
三、超声热量表及系统领先企业，受益供热计量改革推进	12
(一) 供热计量改革逐步推进，按热收费是长期趋势	12
(二) 智能热量表渗透率约仅为 15%，热量表市场长期前景广阔	13
(三) 超声热量表业务：短期受行业低迷影响，未来热改进程是关键	14
四、依托超声测流技术优势，打造智能制造服务平台	16
(一) 公司由产品制造逐步向服务型制造转型	16
(二) 智能工厂即将落成，未来产能将达到每年 155 万台套	18
(三) 近年来公司研发投入呈上升趋势，2018 年同比增长 22%	19
五、盈利预测和估值：业绩快速增长，首次给予“推荐”评级	20
(一) 公司销售费用率在 20%左右，未来有较大下降空间	20
(二) 预计公司 2019-2021 业绩复合增速达到 20%	21
(三) 估值优势明显，首次给予“推荐”评级	22

一、国内超声测流领域首家上市公司，毛利率 60%左右

(一) 依托自主研发，深耕超声测流领域

汇中仪表股份有限公司位于河北省唐山市，是国内超声测流领域的首家上市公司。公司始建于 1998 年，厂区总建筑面积 93000 平米，建有省级工程实验室，是省级高新技术企业及软件企业。主营产品包括超声水表、超声热量表、超声流量计及配套系统，覆盖从工业到民用，从流量到热量的多个生活领域，并拓展业务至国外。

图 1：公司自主研发的超声仪表



SCL-61H 超声水表

CRL-H 户用超声热量表

SCL-60 插入式超声流量计

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

汇中股份拥有全部产品的自主知识产权及近百项专利技术，涵盖从终端数据采集到系统集成等各个应用环节。公司已获得有效专利 73 项，其中发明专利 6 项，实用新型专利 48 项，外观设计专利 19 项，先后参与制定《给排水用超声流量计（传播速度差法）》、《热量表》、《超声流量计检定规程》等行业及国家标准。

表 1：公司拥有多项行业领先技术

领先技术	技术优势
低功耗大口径测量技术	在电池供电条件下实现超声接收信号的数字化，有效识别干扰信号及波形抖动；有效提高超声波信号强度，保证大口径条件下的稳定测量。
多功能模块化技术	将低失真信号放大、信号自动增益控制、高速模/数转换、数字信号处理和高精度、高分辨率传输时间与时间差测量等技术融为一体。
低功耗测量技术	配合低功耗高灵敏度传感器，降低超声测流仪表的功耗，实现一节电池可连续工作 10 年以上。
高精度时间检测技术	采用汇中独有的时间测量技术，时间分辨力为 25ps，达到了国际领先水平。特别是对小口径和低流速测量更具有实用意义。
高性能超声换能器技术	承担国家科技部 863 重点项目《过程控制流量传感器及系统》课题中“高性能超声换能器关键技术”的研究，并将成果应用到汇中产品中。
数字信号处理技术	对提高仪表的准确度、重复性、抗干扰能力都具有至关重要的作用。
非实流校验技术	解决超声流量传感器在大口径流量测量时的准确度问题。
多声路超声测量技术	多声路结构设计，双断面测量，在复杂流态下最大限度保证测量精度。

领先技术	技术优势
IP68 防护技术	组成仪表的各个单元 IP68 设计，形成整机 IP68 结构，确保产品稳定运行。
高温型超声流量传感器技术	使传感器能在 150℃ 的高温下正常运行，而且信号强度，耐压能力均大幅度提升，有效拓宽了超声流量计的测量范围。
带压钻孔技术	配合该技术开发的专利工具有体积小、侧向操作，节省安装空间的特点，并具有在开孔过程中能自动完成钻头冷却及铁屑清除功能。
插入式超声测流技术	解决了外夹式超声流量计长期测量在稳定性和可靠性上存在的问题，并保留了外夹式超声流量计安装无需停水的应用优势。

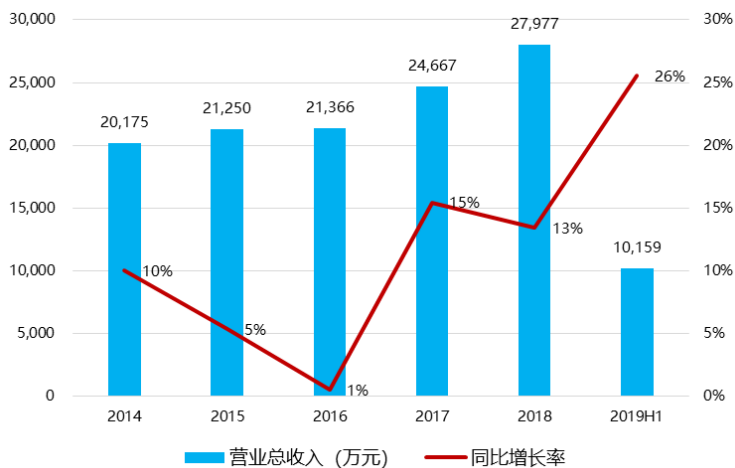
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

（二）近五年营收稳定增长，销售毛利率达 62%

2019 年上半年，公司实现营业收入 10158 万元，同比增长 25.65%，超声水表和超声热量表的销售快速增长；此外公司加强内部控制，对各项费用实行以部门单独核算的管理模式，综合费用率有所下降，实现归母净利润 2729 万元，同比增长 31.55%。

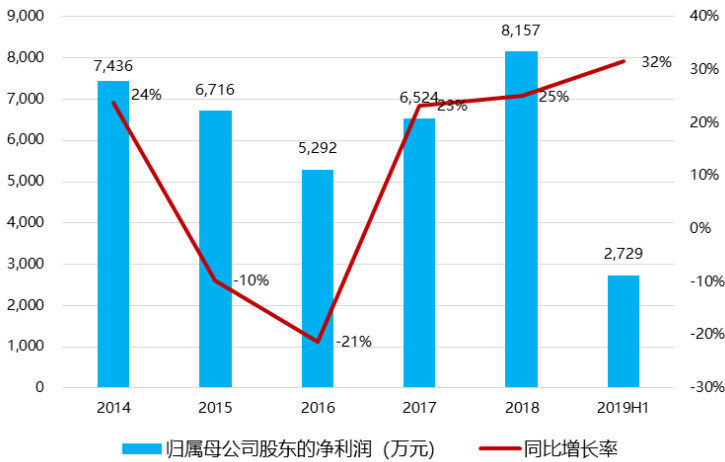
2018 年公司实现营业收入 27977 万元，同比增长 13.42%，归母净利润 8157 万元，同比增长 25%。公司连续五年实现营收增长，连续两年实现利润 20% 以上增长。近五年来除 2015、2016 年外净利润都保持较高的增速。2016 年由于公司销售结构发生较大变化，面向终端直销客户的销售比重和销售金额大幅度增加，公司募投项目“超声热量表产业化生产基地建设项目”及“大口径超声水表产业化项目”已于 2015 年 6 月投入使用，每年固定资产折旧以及房产税等费用大幅度增加，导致 2016 年净利润下滑。

图 2：公司近 5 年营收实现稳定增长



资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理

图 3: 公司近两年净利润较快增长

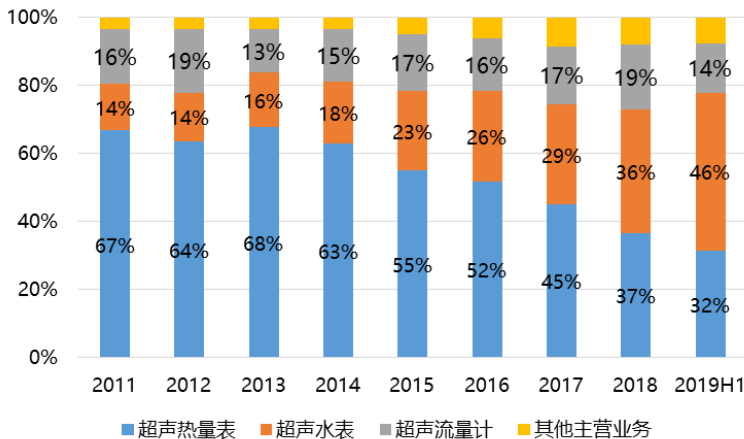


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理

公司是从事智能超声测流产品及其配套软件系统的研发、生产、销售、服务为一体, 为供热计量、供水计量及流量过程控制等生产、生活领域提供节能节水综合解决方案的专业研发生产制造商和服务提供商。近年来公司集中优势力量对基于 NB-IoT 技术的超声测流系列产品进行推广销售, 积极与华为、中国移动、中国电信、中国联通三大通讯运营商、客户合作, 共创 NB-IoT 生态圈, 为智慧水务、智慧供热等公共事业领域提供节能降耗、科学管控、大数据分析等方面产品和技术支持, 为未来智慧城市的相关建设与发展提供了从硬件产品到软件服务的整体解决方案。

近年来超声水表系统的营业收入逐渐升高, 2018 年的收入达 10192 万元, 已经和超声热量表系统相近, 同比增长 40.29%。2019 年上半年超声水表对营业收入的贡献更高达到 46%, 其营业收入占比已经超过超声热量表, 我们预计在 2019 年超声水表业务的收入会进一步增加。

图 4: 超声水表营业收入占比逐年上升



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理

和国内竞争对手相比，公司核心竞争力是拥有自主核心技术。技术优势使公司始终保持着较高的毛利率水平，2018 年销售毛利率达 63%，大幅高于国内主要竞争对手三川智慧、新天科技和宁波水表。从具体业务来看，汇中股份超声流量计及系统的毛利率最高达 82%，超声热量表及系统毛利率为 60%，超声水表及系统毛利率为 56%。在国家对智能水表的推广以及公司规模扩大等因素影响下，我们预计公司净利润有望实现稳步增长。

图 5：公司销售毛利率达 63%

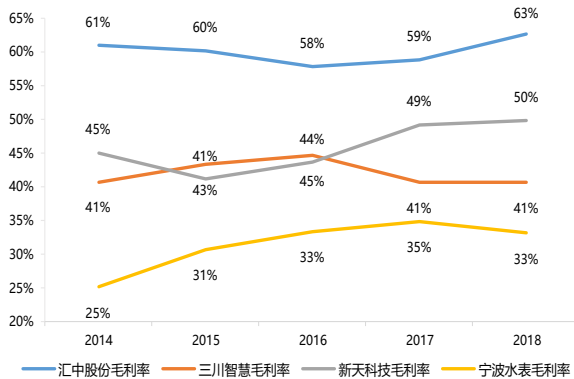
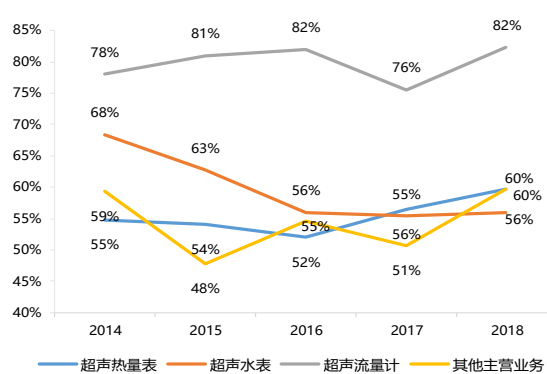


图 6：公司各业务销售毛利率在 50% 以上



资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理（三川智慧为智能表业务毛利率）

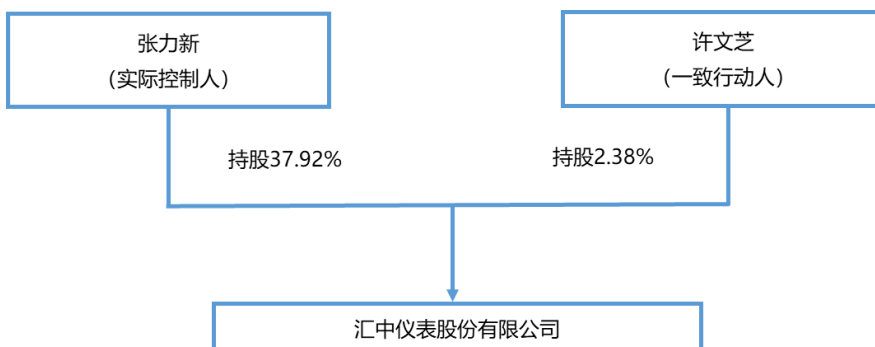
资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理

（三）实际控制人股权占比近 40%，股权激励促营收稳健增长

1. 公司实际控制人控股占比近 40%，高管在行业内具备多年工作经验

公司实际控制人是董事长张力新，持股比例为 37.92%，毕业于西南交通大学电气化铁道供电专业，在超声测流方面拥有丰富经验，为公司研发力量的核心。许文芝女士为张力新先生配偶，系一致行动人，两人合计持股占比 40.3%。

图 7：公司目前股权结构：实际控制人为张力新



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 2: 公司高管在行业内具备多年工作经验

姓名	职务	介绍
张力新	董事长	历任公司董事、董事长、总经理，汇中威顿董事长、总经理、执行董事；2010年8月至2015年8月，任公司董事长、总经理；2015年8月至今任公司董事长
董建国	董事、总经理、营销总监	历任公司供热计量事业部总经理等职务；2016年7月至2017年3月任公司董事、市场营销总监。2017年3月至今任公司董事、总经理、市场营销总监
王健	董事、生产总监	历任公司监事会主席、生产供应部部长、生产总监；2016年7月至今任公司董事、生产总监。
张继川	董事	历任技术员，电气组组长、技术开发部部长、仪表研发部部长；2015年4月至今任公司董事
陈辉	董事、总工程师	历任技术员、总工程师助理，现任公司董事、总工程师
冯大鹏	董事、董事会秘书、总经理助理	曾就职于中国农业银行广东省分行、渣打银行（中国）有限公司及渣打（中国）科技营运有限公司、汇丰银行（中国）有限公司、康银管理咨询（上海）有限公司；2015年6月至2017年3月任公司总经理助理；2017年4月至今任公司董事、董事会秘书、总经理助理

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

2. 2018年首次实施股权激励，促营收增长

公司于2018年8月6日成功实施了限制性股票股权激励计划，首次向符合条件的119名激励对象合计授予了268万股限制性股票，授予价格为9.56元/股；考虑到公司2018年年度权益分派方案为：公司以总股本120,000,000扣除公司回购的用于股权激励未授予尚未注销的股份95,000股后的股份总数119,905,000股为基数，向全体股东每10股派发现金红利2.00元（含税），同时以119,905,000股为基数，向全体股东每10股转增4股，共计转增47,962,000股，当前总股本为167,962,000股，股权激励折合理价为6.83元/股。激励对象为部分担任职务的董事、高级管理人员、中层管理人员和核心业务（技术）人员等。

表 3: 公司 2018 年对高管、中层及核心业务人员实行了股权激励

姓名	职务	获授的限制性股票数量	占授予限制性股票总数	占目前总股本的
		(万股)	比例	比例
董建国	董事、总经理	23.5	8.76%	0.20%
王健	董事、生产总监	17	6.34%	0.14%
张继川	董事	17	6.34%	0.14%
陈辉	总工程师	2	0.75%	0.02%
中层管理人员、核心技术（业务）骨干 (共计 115 人)		208.7725	77.82%	1.74%
合计		268.2725	100.00%	2.24%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

该股权激励计划在 2018 年至 2020 年会计年度中，分年度进行业绩考核，以达到公司营业收入增长率考核目标作为激励对象所获限制性股票解除限售的条件。业绩考核要求中，解锁条件以 2017 年的营业收入（24667 万元）为基数，则三次解锁分别需要 2018、2019 和 2020 年的营业收入增长 10%、20%、30%，即分别达到 27134、29600 和 32067 万元。

表 4：公司财务营收考核要求

解锁安排	营收考核目标
第一次解锁	以公司 2017 年营业收入为基数，2018 年营业收入增长率不低于 10%
第二次解锁	以公司 2017 年营业收入为基数，2019 年营业收入增长率不低于 20%
第三次解锁	以公司 2017 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 30%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

二、受益于行业快速发展，智能水表系统业务快速增长

（一）超声水表及系统性能优势突出

智能水表是一种应用现代技术进行用水计量的新型水表，利用微电子技术、传感技术、智能 IC 卡技术等实现用水的精确测量和数据传输功能。智能水表分为带电子装置水表和电子水表，带电子装置水表是在传统机械水表基础上加装电子装置，如通过摄像读取水表的读数并进行数据传输；电子水表不仅在读数上应用现代技术，还利用电磁、超声波等先进测流技术达到精确计量水量的目的，有效克服传统水表的弊端。除实现水量的测量、传输、储存和控制之外，部分电子水表还具有水温水量的监测功能，在水温过高或水量异常时及时告知用户，有效防止意外情况的发生。

表 5：超声波水表是测量技术先进的电子水表

智能水表分类	简介	计量原理	代表产品	
带电子装置水表	在传统机械水表的基础上安装电子装置，用以读取水表的读数并具有传输数据的功能	智能远传水表	脉冲式	数字状态表（霍尔脉冲） 无磁脉冲表
			直读式	摄像直读表
				厚膜直读表
				光电直读表
电子水表	应用先进的流量测量和传感技术，能够实现用水量的精确计量	电磁流量传感技术	电磁水表	
		测量顺逆流超声波声束速度差	超声波水表	

资料来源：华经情报网，中国银河证券研究院整理

汇中股份所生产的智能水表为超声波水表。超声波水表应用超声波测量技术，声波在顺流逆流中传播会产生声束速度差，超声水表借此可以计算出水的流速，进一步计算出水的流量。目前我国大部分地区使用的仍然是传统机械式水表，成本低且价格便宜；而超声波水表具有始

动流量小、精度高、宽量程比、便于维护等优势，同时随着物联网 NB-IoT 技术的应用，市场份额有望进一步提高。

此外，公司生产有抗冻超声水表，能够适应更低的温度，传感器在水结冰和融化的交替环境中仍能保持灵敏性，并能保证计量准确性，可满足我国北方部分地区冬季的测量需求，较机械式水表有明显优势。

表 6：超声波水表优势明显

参数	传统机械式水表	超声波水表
精度	较低	精度高，典型误差可达±1%以内
量程比	较小	量程比达到 250:1，延伸可达 400:1
始动流量	较高	始动流量低，可达 0.0015m³/h
耐磨损度	3 年	无机械磨损，长期运行后计量精度不会下降
防护	使用条件较严格	可长期工作于高压、低温、浸水条件下
功耗	较高	采用低功耗技术，以电池供电可连续工作十年以上
物联网技术	无	可通过 NB-IoT 技术将信息推送给用户
特殊功能	无	可用于诊断水温异常、水量异常等功能
成本	较低	较高

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

（二）国家政策利好，智能水表有望进一步普及

近年来我国推出一系列有关水资源管理的政策，包括“一户一表”工程、“阶梯水价”、“海绵城市”等项目。在政策的推动下，我国水表的需求在未来有增加的趋势，2016 年发布的我国水表行业“十三五”发展规划纲要中明确提到加强高性能超声水表的研究与开发，相比于传统的机械水表，拥有精确测量、数据传输等功能的智能水表有着更大的市场空间，如较高的测量精度可以方便落实“阶梯水价”政策和实现对用户用水量的控制。此外，我国的城镇化进程、“一带一路”建设同样促进水表行业的发展，在国家政策的普及之下，我们预计智能水表能够得到进一步的普及。

表 7：智能水表相关政策

文件名称	发布机构	颁布时间	相关内容
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	国务院	2016.12	深化制造业与互联网融合发展，推动“中国制造+互联网”取得实质性突破，发展面向制造业的信息技术服务，构筑核心工业软硬件、工业云、智能服务平台等制造新基础，大力推广智能制造、网络化协同、个性化定制、服务化延伸等新业态、新模式。
我国水表行业“十三五”发展规划纲要	中国计量协会水表工作委员会	2016.02	加强高性能超声水表、电磁水表、射流水表等产品的设计、工艺、装备、测量技术与可靠性试验方法的研究和开发。加大基础研究与技术攻关力度，保证智能水表 2.0 产品的性能指标和长期工作稳定性与可靠性，满足用户使用的要求。
《关于进一步加强城市节水工作的通知》	住建部、发改委	2014.08	要与供水企业建立用水量信息共享机制，实现实时监控。有条件的地区要建立城市供水管网数字化管控平台，支撑节水工作。
《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》	发改委等	2014.08	加强城市管理和服务体系智能化建设，积极发展民生服务智慧应用。电力、燃气、交通、水务、物流等公共基础设施的智能化水平大幅提升，运行管理实现精准化、

文件名称	发布机构	颁布时间	相关内容
《国家新型城镇化规划(2014-2020年)》	国务院	2014.03	协同化、一体化。 强化信息资源社会化开发利用,推广智慧化信息应用和新型信息服务,促进城市规划管理信息化、基础设施智能化、公共服务便捷化、产业发展现代化、社会治理精细化。发展智能水务,构建覆盖供水全过程、保障供水质量安全的智能供排水和污水处理系统。发展智能管网,实现地下空间、地下管网的信息化管理和运行监控智能化。
《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》	发改委、住建部	2013.12	加快建立完善居民阶梯水价制度,充分发挥阶梯价格机制的调节作用,促进节约用水,提高水资源利用效率。实行阶梯水价后增加的收入,应用于供水企业实施户表改造、弥补供水成本上涨和保持第一级水价相对稳定等。推进“一户一表”改造是实行阶梯水价制度的重要基础。
《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	国务院	2013.08	加快智慧城市建设。支持公用设备设施的智能化改造升级,加快实施智能电网、智能交通、智能水务、智能国土、智慧物流等工程。

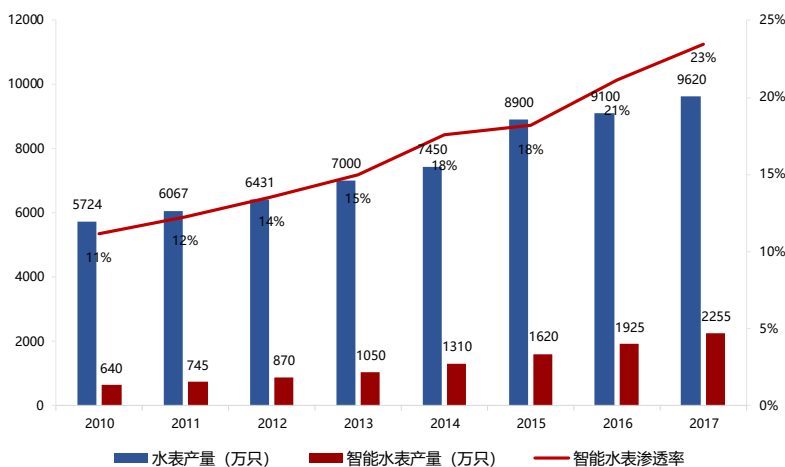
资料来源:智研咨询,中国银河证券研究院整理

(三) 智能水表渗透率仅为 23%，未来市场需求稳定增长

根据全球市场调查公司 (Global Market Insights) 的数据,到 2024 年,全球智能水表市场将从目前 9 亿美元的市场规模增长到超过 30 亿美元。

中国智能水表的产量、市场需求近年来也稳步提升。2010 年以来我国水表和智能水表的产量都呈上升趋势,其中智能水表产量的增长率更高,2017 年我国生产智能水表 2255 万只,相比 2016 年增长 17.14%,高于所有水表产量的同期增长率 5.7%。智能水表渗透率近年来持续增长,从 2010 年的 11% 上升到 2017 年的 23%,但是相对于智能电表与智能燃气表,智能水表渗透率仍然较低,根据国家能源局的规划,2020 年智能电表的覆盖率将达 90%。目前在不少二、三线城市中机械式水表仍占据主要份额,且城市新增自来水用户大多采用机械水表,存在很大的上涨空间。

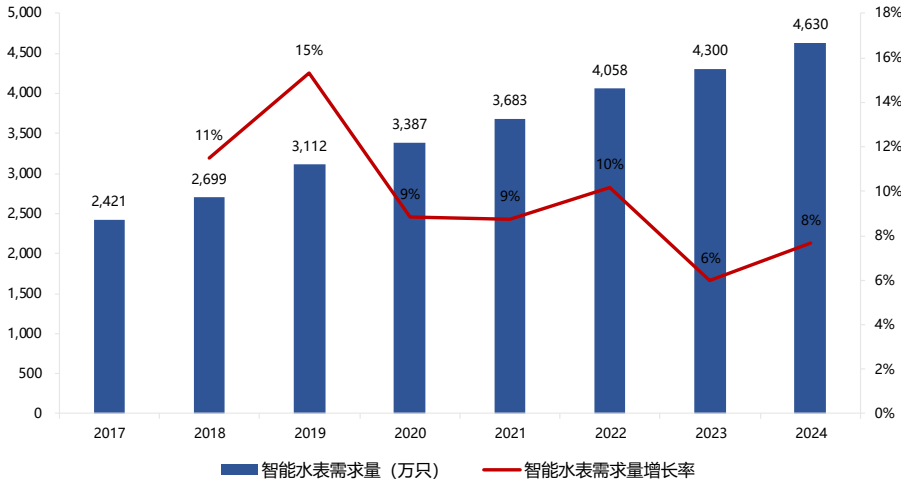
图 8: 智能水表渗透率逐年增加



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院整理

根据中国产业信息网公布的数据，智能水表的需求量将以较为稳定的增速增加，到 2024 年全国智能水表的需求量将达到 4630 万只。随着国家政策的推进以及智能水网的建设，智能水表将会拥有广阔的市场空间。

图 9：未来五年智能水表需求量达 4630 万只



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院整理

与国外工业发达国家相比，我国水表行业的中小企业众多，低档产品与同质化产品较多，缺少综合实力较强的企业，整体市场处于充分竞争状态并需要提高产品技术创新能力。智能水表是未来水表发展的趋势，但对企业研发技术能力要求较高，未来具有技术研发、技术服务能力优势的企业有望逐步发展壮大。

目前国内除汇中股份外，生产智能水表的主要企业有三川智慧、新天科技和宁波水表，国外企业有德国的 Zenner、SENSUS 和美国的 ITRON 公司等。国外智能水表公司在资金和技术上相对与国内企业较强，业务范围更广，但在我国国内市场的渗透率较低。

表 8：国内外生产智能水表的企业

公司名称	主要业务	
国内上市公司	三川智慧	主要业务包括以智能水表特别是物联网水表为核心产品的各类水表、智慧水务数据云平台建设等，结合智能水表的销售，加快水务信息化管理系统的推广应用。
	新天科技	公司专注于智慧水务、智慧燃气、智慧农业节水、智慧热力节能和基于物联网的智能计量仪表及系统平台的研发、生产、销售和服务，产品涵盖智慧能源及智能表两大类。
	宁波水表	公司前身是原国家机械工业部定点的水表专业生产厂——宁波水表厂，主要生产民用和工业用的各类水表，口径从 8mm~500mm，各类水表产品品种规格已达 800 余种。
国外公司	Zenner	公司拥有超过 100 年历史，致力于为全球客户研发，生产和销售创新及可靠的表计产品及系统，主要包括通用水表，冷/热量表，燃气表，烟雾报警器及相关的计量系统。
	SENSUS	是全球领先的水、电、气计量仪表及其自动抄表和先进计量基础设施的通讯软硬件综

公司名称	主要业务
	合系统的一流提供商。企业历史悠久，品牌知名度高，拥有优秀的产品和先进的销售管理理念。
ITRON	是一家全球化科技公司，致力于开发帮助公用事业单位测量、监测和管理能源和水资源的解决方案。其产品系列包括电力、天然气、水和热能测量及控制技术；通信系统；软件以及专业服务。

资料来源：WIND，百度搜索，公司官网，中国银河证券研究院整理

（四）公司超声水表技术领先，积极开拓智慧供水平台

公司为超声水表及系统细分领域龙头，技术优势领先同行。在国内生产智能水表的主要企业中，汇中股份在超声水表方面技术突出，其 SCL-61H 超声水表（NB-IoT）在众多产品中具有较强的竞争力，通过欧盟计量器具指令认证（MID 认证，OIML R49）和澳大利亚 NMI（国家计量院）认证。

与宁波水表生产的 LXC-15~40 超声水表相比，汇中股份的超声水表能够适应更低的温度，满足我国北方部分地区冬季的测量需求；0.0015m³/h 的始动流量也带来更好的节水效应，响应国家的节水政策；通过支持物联网 NB-IoT 技术，能够将测量的信息及时、高效地传输，效率优于宁波水表的短距无线和 GPRS 等技术。此外，汇中股份的 SCL-61H 型超声水表不仅能够监测水量，其构成的智慧管理系统可诊断用户水温异常（水温过高或过低）、水量异常（泄漏或跑水），利用 NB-IoT 通讯技术立即推送给用户。

表 9：汇中股份 SCL-61H 超声水表（NB-IoT）技术领先

水表参数	汇中股份	宁波水表
	SCL-61H 超声水表 NB-IoT	LXC-15~40 超声波冷水水表
公称直径	DN15-DN25	DN15-DN40
量程比 R	≥250，可扩展至 400	最高可达 400
最大允许工作压力	1.6MPa	1.6MPa
工作温度	-25℃~55℃	5℃~55℃
始动流量	0.0015m ³ /h	0.006m ³ /h
防水等级	IP68	IP68
显示分辨力	累积流量：0.00001m ³ ，瞬时流量：0.00001m ³ ， 水温：0.01℃	最小读数 0.00001m ³
数据储存	断电后可保存 100 年	可储存 10 年的数据
工作电源	电池供电 DC3.6V（连续工作 10 年以上）	连续工作 10 年以上
是否支持 NB-IoT	是	否

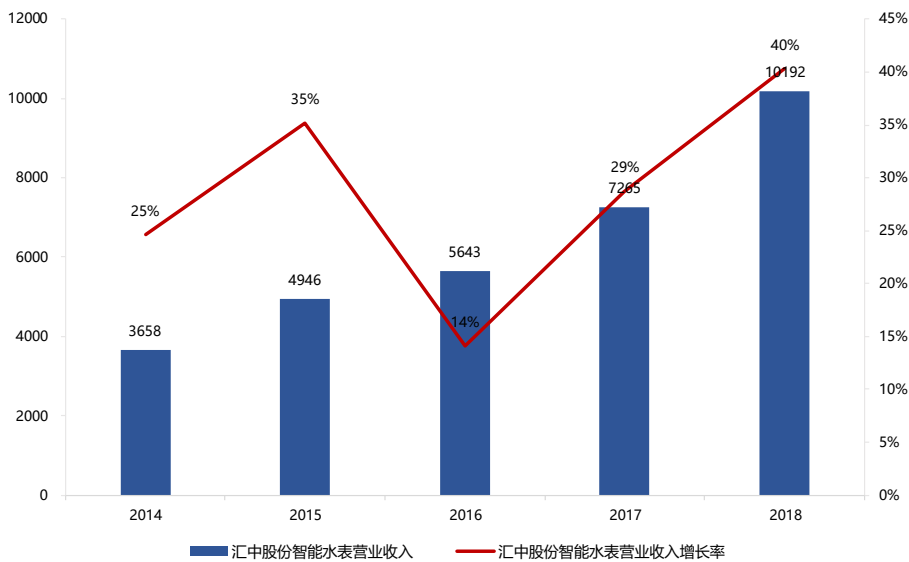
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

智慧供水平台投入使用。汇中股份通过多年积累的经验，利用流量计量领域的技术优势，结合现代无线通讯技术和大数据为客户提供全方位服务。公司汇中智慧供水数据平台 V1.1 通

过了华为技术认证。研制的基于NB-IoT技术系列的超声水表通过了国际AS3656测试,AS4020测试,Watermark认证。汇中智慧供水数据平台V1.3项目已研发完成,该平台可实现供水企业日常服务所涉及的各项基础业务功能,有效减少偷漏水现象和抄表人员开销,提升收益,为供水客户提供便捷和高效的智慧供水服务。我们认为智慧供水平台的逐渐推广将为公司进一步拓展市场奠定基础。

2018年汇中智能水表业务收入为10192万元,虽然营收规模较小,但是汇中股份保持着较快的增长率,2018年实现营业收入增长40%,高于三川智慧(25%)与新天科技(4%)。汇中股份在智能水表方面拥有专利技术,并通过大量研发投入保证相关技术的更新,在未来市场规模逐步扩大的背景下拥有较大的营收上涨空间。

图 10: 汇中股份智能水表营业收入稳定增长



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理

三、超声热量表及系统领先企业, 受益供热计量改革推进

(一) 供热计量改革逐步推进, 按热收费是长期趋势

根据国家统计局发布的《2018年国民经济和社会发展统计公报》,我国全年能源消费总量为46.4亿吨标准煤,比上年增长3.3%,目前已经成为世界第一大能源消耗国。在所有能耗中,2018年的建筑能耗已经超过30%。在城镇化的推进之下,我国每年的新增住房面积呈增长趋势,因此相应的建筑能耗将迅速增长,通过供热计量改造能够在能耗增长的背景下有效节约能源,降低供热成本。

近年来,从国家层面到各级地方政府,一直在推动供热计量体制改革。2007年,国家发展改革委、建设部联合印发的《城市供热价格管理暂行办法》规定:热力销售价格要逐步实行基本热价和计量热价相结合的两部制热价。基本热价主要反映固定成本;计量热价主要反映变

动成本，基本热价可以按照 30%-60% 的标准确定。2010 年，住建部《关于进一步推进供热计量改革工作的意见》规定：各地价格主管部门要依据《城市供热价格管理暂行办法》，按照供热计量工作实施进度同步出台供热计量价格，出台的供热价格政策要有利于鼓励和促进按热量计价收费。2013 年起，我国开始开展智慧热网建设工作。自 2016 年 2 月中央《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》发布实施以来的有关供热方面政策文件都对供热计量工作有所提及，特别是清洁供热有关配套政策，更是对如何开展热计量工作，提出了具体要求，给出了意见措施。

表 10：部分地区有关开展热量计量工作的政策

相关政策	时间	主要内容
中国智慧热网建设工作	2013	河南郑州和山东济南进行试点工作，安装热计量温控装置以及热量计预付费系统，实现随时调节整幢楼供热管网的热水流量，打开我国供热计量改革之门。
安阳市《关于印发城市集中供热居民计量价格有关情况的的通知》	2016	规定采用热值计量收费的小区，统一按“三七”比例实行两部制热价。即固定部分为 6.48 元/季·平方米（按建筑面积的 90% 计），计量部分为 0.131 元/千瓦时。
河北省《城镇供热“十三五”规划》	2017	规划提出加快“智慧热网”建设，推动供热发展转型升级；推进供热计量收费改革，到 2020 年公共建筑基本实现按热计量收费，新建住宅全部实现供热分户计量。
天津市能源生产和消费革命实施方案	2018	积极稳妥开展供热计量收费，加快供热计量改造，到 2020 年，天津市供热计量试点范围将扩大到 2.5 亿平方米，供热计量占集中供热比重达到 50%。
《河南集中供热管理试行办法》	2018	集中供热规划区域内的新建住宅应当安装供热系统调控装置、用热量计装置和室内温度调控装置，实现分户计量；既有住宅要逐步实施供热分户计量改造。

资料来源：百度搜索，中国银河证券研究院整理

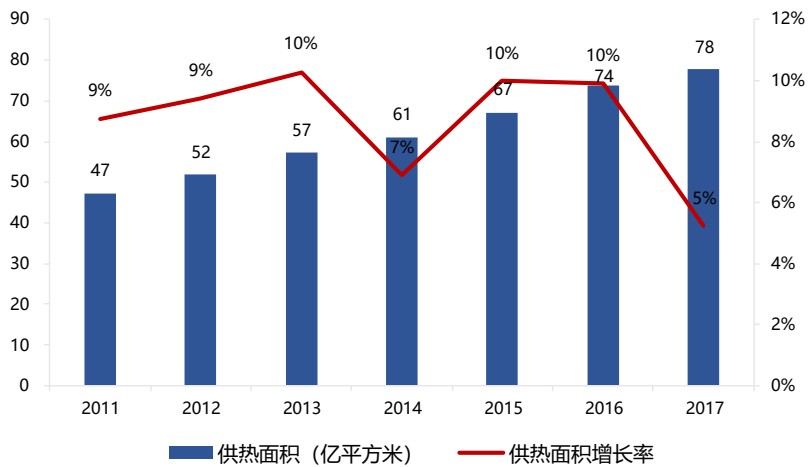
在我国供热体制改革和节能减排逐步推进下，供热计量行业有望得到进一步的发展。长期中热计量收费计算的推广将增加对热量表的需求。

（二）智能热量表渗透率约仅为 15%，热量表市场长期前景广阔

城镇化的进程不仅使得超声波水表市场收益，也为供热产业提供了发展空间，并且近年来受到我国基建事业的影响，供热面积和供热量得到了稳定增长。2017 年我国的供热面积达到 77.73 亿平方米，相比 2016 年增长 5%，虽然增速减缓，但是未来随着我国城镇化的推进，供热面积将保持继续增长的势头。

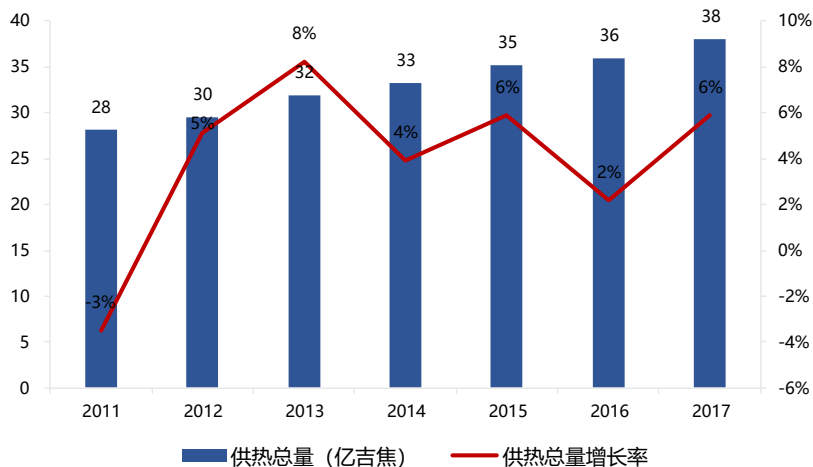
热力需求主要来源于工业用热与居民生活用热。在我国工业化和城镇化的推进下，工业用热会呈现逐年增加的趋势。另一方面，生活用热主要源于供暖、热风和热水，近年来城市的高速发展带来了住房面积的增加，加之人口逐渐向城市聚集使得居民生活中的热力需求逐渐增加。从 2011-2017 年我国供热总量增速 5% 左右，2017 年供热总量达 38.07 亿吉焦。

图 11: 我国供热面积持续增长



资料来源: 前瞻产业研究院, 搜狐财经, 中国银河证券研究院整理

图 12: 我国供热总量逐年上升



资料来源: 前瞻产业研究院, 搜狐财经, 中国银河证券研究院整理

目前我国智能热量表渗透率约仅为 15%，供热收费仍然以按面积收费为主，而在其他智能仪表行业中，智能电表渗透率已达 80%-90%；智能燃气表渗透率已超过 50%；智能水表渗透率超过 20%。相比而言，智能热量表目前的市场较小，推广程度较低，未来随着供热计量改革的逐步推进，热量表渗透率有着很大的增长空间。

（三）超声热量表业务：短期受行业低迷影响，未来热改进程是关键

目前国内上市公司中生产热量表及相关系统的企业主要有汇中股份和新天科技，汇中股份目前聚焦于生产超声热量表及相关系统，新天科技的产品包括机械式与超声热量表两类，相比机械式，使用超声波技术测量的仪表虽然成本较高，但更具准确性，符合国家推进按热计量政策的需要，是未来热量表的主流发展方向。

汇中股份生产的超声热量表及相关系统在几个方面具有优势：（1）采用优质换能器和先进的测量技术，测量准确度高、稳定性好。（2）无任何机械运动部件，无磨损，使用寿命长。（3）不受恶劣水质影响，维护费用低。采用微功耗技术，一节电池可使用10年以上。（4）支持光电接口、RS-485、M-BUS 输出接口，可实现远程抄表、便于用户集中控制管理。（5）采用超声测流技术，可多角度安装，仪表测量不受任何影响，同时使管道压力损失降到最低。（6）冷热两用（采暖、制冷均可计量）。

图 13：汇中股份的超声热量表及系统相关产品

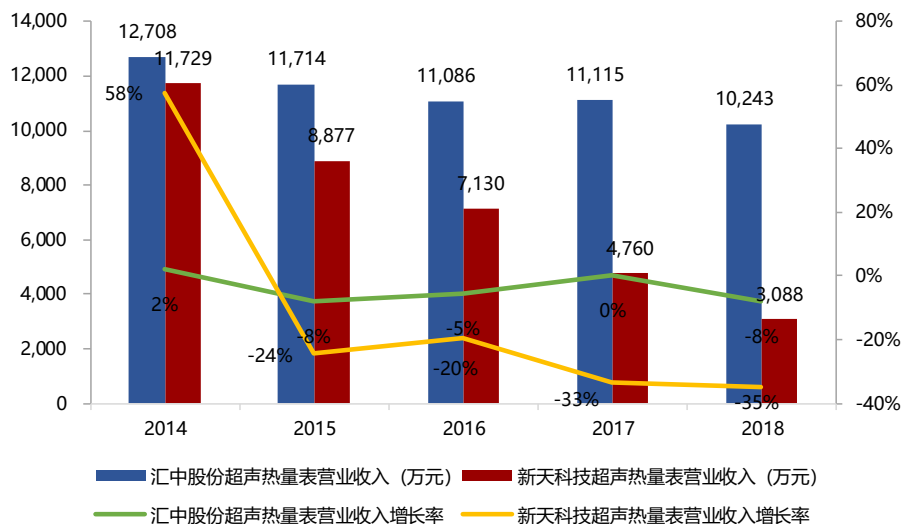


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

在营业收入方面，汇中股份热量表的营收远高于新天科技，2018 年为新天科技的 3 倍多。近五年来受到行业整体景气度下滑影响，汇中股份与新天科技热量表营收都有下降，但汇中股份热量表业务下降的幅度远小于新天科技。

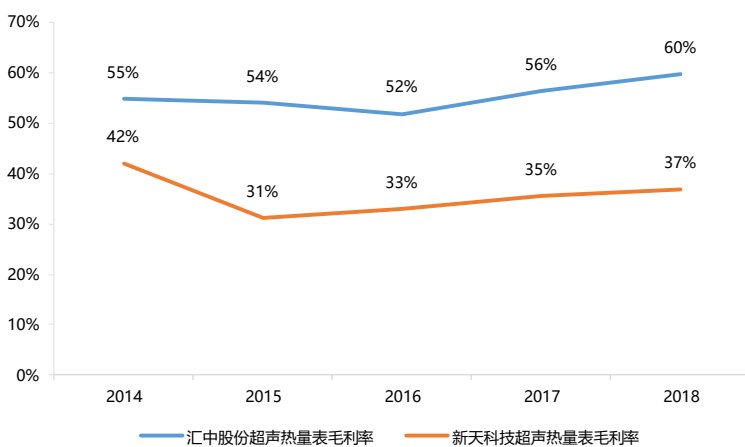
汇中股份的超声热量表及系统完全依靠自主研发，不需从国外相关企业进口核心设备，因此在毛利率方面有着明显优势。近五年来汇中股份超声热量表及系统毛利率呈现上升的趋势，2018 年达到 60%，高出新天科技 15 个百分点。在国家推行热计量改革的进程下，如果未来热量表安装提速，汇中股份作为行业龙头将充分享受到行业增长的红利。

图 14：汇中股份超声热量表及系统营业收入及增长率高于竞争对手



资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理

图 15：汇中股份超声热量表及系统毛利率较高



资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理（新天科技未公布 2016 与 2018 年毛利率，数据由线性估计得出）

四、依托超声测流技术优势，打造智能制造服务平台

（一）公司由产品制造逐步向服务型制造转型

随着国家智慧城市和节能环保行业政策持续推进，将大数据与智能设备结合已经成为大势所趋。我国《中国制造 2025》中提出了机器换人、智慧工厂、大数据、互联网+和工匠精神等一系列改革举措，预示中国制造的转型将会从“以生产为主”的产品制造迈向“以服务为主”的价值创造。汇中股份近年来在智慧供水、智慧供热等方面不断完善发展，逐步实现转型升级。

公司已经将“转型升级”确定为公司未来的发展战略，由产品型制造转型为服务型制造，由传统制造升级为智能制造。公司加大了对智慧供水和智慧供热两个系统的投入，利用流量计量领域的技术优势，结合现代无线通讯技术，充分发挥大数据作用，通过深度合作为客户提供全方位服务。其中，汇中智慧供水数据平台 V1.1 通过了华为技术认证，公司与华为等公司开展相关通信技术合作，降低产品的通信成本，提升数据传输的稳定性和可靠性。智慧供水平台是为供水企业定制的集远程集抄、智能表管理、自动结算、统计分析等功能为一体的综合性管理平台。整套系统无任何连接线缆，施工简便，维护简单，综合性价比高，适合各种类型的小区应用。

图 16：公司智慧供水平台结构图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

通过智能超声水表采集用户用水信息，经由物联网传输至服务器并进行统计分析，智慧供水平台可以实现户表数据监测、月结水量自动结算、设备故障统计分析、户表水量统计分析和采集器远程召测、升级、设参的功能，在提高数据传输有效性与准确性的同时降低了人力成本。目前已经在河北唐山自来水容和景苑、世纪花园小区和江西新余锦星花园、中大奥林园等地实现应用。

图 17：公司智慧供水平台设备组成



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

在智慧供热方面，汇中股份依靠自身积累的技术，开发供热计量管理系统，提供综合性分户热计量和调控管理平台。系统集成通讯技术、信息技术、网络技术、数据库管理技术、自控技术、节能技术于一体，可以满足用户热表监测、远程控制、热表管理、手机远程访问、数据统计与分析以及基础信息管理等需求。

图 18：公司智能供热管理系统



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

除实现设备的智能化之外，公司始终将“服务品牌”的打造作为发展战略。公司拥有专门的客户服务队伍，并将持续在售后服务、系统工程服务、远程运维服务等方面加强投入。一方面通过售后服务本地化拉近与客户的距离、提升服务效率，另一方面通过客服热线、官网、微信公众号等电子化手段丰富服务渠道。随着智慧平台的推进与应用，汇中股份的超声水表、超声热量表、超声流量计等产品的销量有望进一步增长。

（二）智能工厂即将落成，未来产能将达到每年 155 万台套

为了适应设备智能化以及智能化供水、供热平台的建设，汇中股份已经开始智能工厂的建设，在降低成本的同时提高生产效率。公司智能制造平台方面以 MES、CPS 赛博物理系统为核心；在自动化方面，2018 年户用水表智能生产线、智能 FCT 测试系统等多项自主研发的自动化生产单元都已开发完成，将在 2019 年陆续投入使用；在信息化方面，2018 年产品全生命周期管理系统、智能仓储管理系统、智能订单管理系统等软件系统模块已经完成初期建设目标，已陆续投入使用。

表 11：智能工厂相关系统及功能

系统名称	系统功能
FCT 系统	对测试目标板提供模拟的运行环境(激励和负载)，使其工作于各种设计状态，从而获取到各个状态的参数来验证功能好坏的测试方法。
MES 系统	是一套面向制造企业车间执行层的生产信息化管理系统，可以为企业提供包括制造数据管理、计划排产管理、生产调度管理、库存管理、质量管理等管理模块，为企业打造一个扎实、可靠、全面、可行的制造协同管理平台。
CPS 系统	即信息物理融合系统，是一个综合计算、网络和物理环境的多维复杂系统，通过 3C(Computation、Communication、Control)技术的有机融合与深度协作，实现大型工程系统的实时感知、动态控制和信息服务，可使系统更加可靠、高效、实时协同。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

以2019年投入使用的超声测流产品智能制造车间为例,公司产能将达到每年155万台套,而公司2018年全年仪表产量为24.39万台,产能增长幅度较大。智能工厂的建设一方面扩大公司产能,在逐渐增加的智能水表、智能热量表需求下,公司的产品销量将实现增长;另一方面,智能工厂有效降低生产商成本,使公司产品在价格方面拥有更强的竞争力。

(三) 近年来公司研发投入呈上升趋势, 2018年同比增长22%

智能水表技术复杂,研发投入壁垒高,国内的多数普通水表企业没有掌握核心技术,汇中股份多年来深耕超声测流领域,拥有自主知识产权的核心技术,通过高研发投入持续地进行技术更新和产品的换代、保证产品质量的稳定性。2019年上半年,公司新获得专利授权8项,其中实用新型专利6项,外观设计专利2项,截止到2019年6月30日,公司已获得有效专利73项,其中发明专利6项,实用新型专利48项,外观设计专利19项。

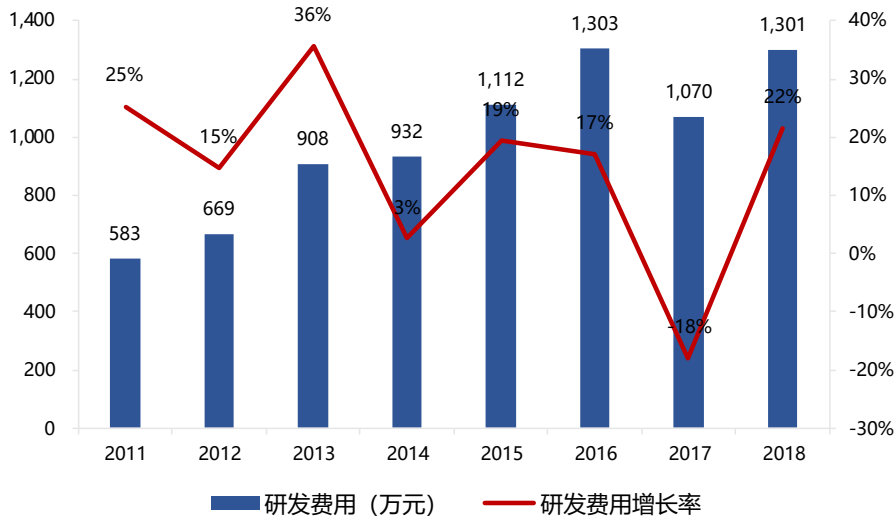
表 12: 公司 2019 年新获多项专利授权

专利名称	专利类型	授权日期	专利年限
一种小口径便携式超声波测流装置	实用新型	2019年2月1日	10年
一种外贴类仪表的安装紧固装置	实用新型	2019年1月11日	10年
一种非金属管道带压开孔装置	实用新型	2019年2月22日	10年
超声水表(SCL-61D)	外观设计	2019年1月11日	10年
一种抗压天线结构	实用新型	2019年5月7日	10年
一种超声水表、流量计、热量表结构	实用新型	2019年6月21日	10年
超声热量表(CRL-H)	外观设计	2019年5月7日	10年
一种按键密封结构	实用新型	2019年6月21日	10年

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

近年来公司的研发投入费用呈上升趋势,2018年研发费用达1301万元,相比上一年增长22%,持续的研发投入使得公司在超声波测流技术、物联网技术等关键领域实现突破,保持智能仪表和智能平台在行业中的竞争力。除加大研发投入外,公司也加大人才引进力度,提高公司核心技术团队的活力和创新能力,增强公司的核心竞争力,保证公司科研梯队式储备战略的顺利实施。

图 19：公司研发投入较为稳定



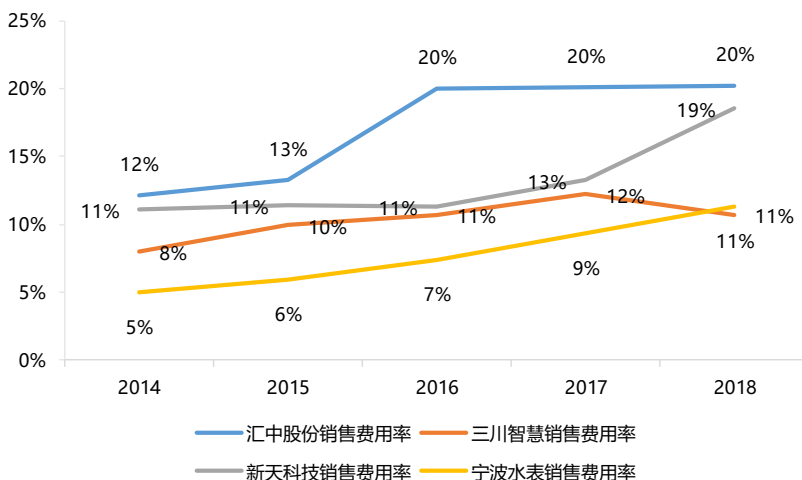
资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理

五、盈利预测和估值：业绩快速增长，首次给予“推荐”评级

（一）公司销售费用率在 20% 左右，未来有较大下降空间

汇中股份相对于同行业其他公司销售费用率较高，尤其是在 2016 年公司销售结构改变，面向终端直销客户的销售比重和销售金额大幅度增加，使得销售费用率由 13% 增长至 20%，而宁波水表和三川智慧虽然在近五年中销售费用率有上升趋势，但是仅为 11% 左右。

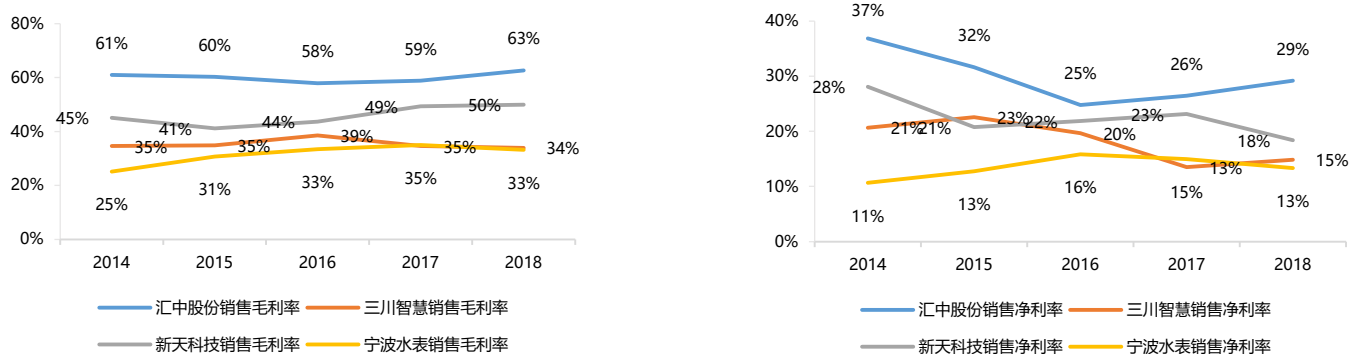
图 20：汇中股份销售费用率相对较高



资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理

公司产品技术上完全自主研发，因此销售毛利率较高，但是源于其高销售费用率，体现在销售净利率方面的优势减少。2018 年汇中股份的销售毛利率比宁波水表高 30%，但是销售净利率仅高于宁波水表 16%。未来如果公司优化销售结构，降低销售费用率，将能够更加发挥销售毛利率带来的优势，促进净利润的增加。

图 21：汇中股份销售净利率的优势弱于销售毛利率



资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理

（二）预计公司 2019-2021 业绩复合增速达到 20%

我们判断未来两年公司超声水表、超声流量计业务将保持稳健增长，超声热量表随着供热改革推进有望逐步反弹，预计 2019-2021 公司收入复合增速近 24%，业绩复合增速达到 20%。

表 13：预计未来 3 年公司营收保持稳健增长

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	246.67	279.77	353.23	443.34	536.40
超声热量表	111.15	102.43	104.48	108.66	114.09
超声水表	72.65	101.92	147.79	206.90	268.97
超声流量计	42.12	52.99	66.24	86.11	103.33
其他主营业务	20.75	22.42	34.73	41.68	50.01
营业收入增速	15.4%	13.4%	26.3%	25.5%	21.0%
超声热量表	0.3%	-7.8%	2.0%	4.0%	5.0%
超声水表	28.7%	40.3%	45.0%	40.0%	30.0%
超声流量计	25.8%	25.8%	25.0%	30.0%	20.0%
其他主营业务	60.9%	8.1%	10.0%	20.0%	20.0%
营业收入构成					
超声热量表	45.1%	36.6%	29.6%	24.5%	21.3%
超声水表	29.5%	36.4%	41.8%	46.7%	50.1%
超声流量计	17.1%	18.9%	18.8%	19.4%	19.3%
其他主营业务	8.4%	8.0%	9.8%	9.4%	9.3%
毛利率	58.9%	62.7%	61.7%	60.3%	59.6%

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
超声热量表	56.37%	59.76%	60.0%	55.0%	55.0%
超声水表	55.41%	55.98%	55.0%	55.0%	54.0%
超声流量计	75.52%	82.32%	80.0%	80.0%	78.0%
其他主营业务	50.72%	59.75%	60.0%	60.0%	62.0%

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

表 14: 预计 2019-2021 年公司业绩复合增长率达到 20%

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	246.67	279.77	353.23	443.34	536.40
营业收入增长率	15.45%	13.42%	26.26%	25.51%	20.99%
净利润(百万元)	65.24	81.57	102.65	119.85	141.79
净利润增长率	23.28%	25.02%	25.85%	16.75%	18.31%
EPS(元)	0.54	0.68	0.86	1.00	1.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.84%	13.14%	13.67%	13.76%	14.00%
P/E	21	17	14	12	10
P/B	2.3	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	20	14	10	9	7

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部, 股价截至 2019 年 8 月 19 日

(三) 估值优势明显, 首次给予“推荐”评级

预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.86/1.0/1.18 元, PE 为 14/12/10 倍。公司立足超声水表、超声热量表、超声流量计传统主业, 进军智能制造、智慧供水、智慧供热等产业, 将受益于智慧城市、绿色发展、供热计量改革等国家相关政策, 估值优势明显, 业绩具备上调潜力, 首次给予“推荐”评级。

表 15: 公司在智能仪表行业上市公司中估值优势明显

上市公司	代码	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
汇中股份	300371.SZ	11.55	0.68	0.86	1.00	17	14	12
新天科技	300259.SZ	3.39	0.13	0.19	0.23	26.08	18.17	14.57
宁波水表	603700.SH	22.99	1.17	--	--	19.65	--	--
三川智慧	300066.SZ	4.45	0.09	0.13	0.17	47.34	34.02	26.25
金卡智能	300349.SZ	15.44	1.17	1.36	1.63	13.20	11.33	9.45
行业平均估值(剔除负值)						24.65	19.38	15.57

资料来源: Wind、中国银河证券研究院(除汇中股份外, 其余均为 Wind 一致预期), 股价截至 2019 年 8 月 19 日

附录：

表 16：利润表预测

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	247	280	353	443	536
营业成本	101	104	135	176	217
折旧和摊销	13	14	26	31	36
营业税费	6	6	7	9	11
销售费用	50	57	71	89	107
管理费用	32	25	32	40	48
财务费用	(2)	(1)	(3)	(2)	(3)
资产减值损失	2	4	2	3	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	0	0	0
营业利润	76	96	109	129	155
利润总额	76	96	119	139	165
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	65	82	103	120	142
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.54	0.68	0.86	1.00	1.18
NOPLAT	47.26	71.16	91.70	109.23	130.55
EBIT	55.38	83.43	106.63	127.02	151.81
EBITDA	67.96	97.04	133.13	158.32	187.69

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

表 17：资产负债表预测

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	654	708	847	996	1,144
流动资产	442	416	494	588	692
货币资金	142	107	134	168	238
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	90	121	153	180	193
应收票据	18	4	5	15	11
其他应收款	4	6	7	9	11
存货	44	52	68	88	108
非流动资产	212	292	354	408	452
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	178	171	233	285	329
无形资产	32	63	59	56	54
总负债	52	88	97	126	132

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
无息负债	52	88	88	110	132
有息负债	0	0	8	15	0
股东权益	602	621	751	871	1,012
股本	120	120	120	120	120
公积金	229	220	227	227	227
未分配利润	253	309	404	524	666
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司权益	602	621	751	871	1,012
Vd	0	0	8	15	0
Ve	1,668	1,668	1,668	1,668	1,668
EV	1,620	1,667	1,676	1,683	1,634
IC	554	620	759	886	978

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

表 18：现金流量表预测

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	80	73	79	110	162
净利润	65	82	103	120	142
折旧摊销	13	14	26	31	36
净营运资金增加	83	(6)	77	73	47
其他	(80)	(15)	(128)	(114)	(63)
投资活动产生现金流	(37)	(28)	(90)	(85)	(80)
净资本支出	(32)	(63)	90	85	80
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	(5)	35	(180)	(170)	(160)
融资活动现金流	(11)	(42)	38	9	(12)
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	8	7	(15)
无息负债变化	(3)	36	1	22	21
净现金流	32	4	27	34	70

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 公司自主研发的超声仪表	2
图 2: 公司近 5 年营收实现稳定增长	3
图 3: 公司近两年净利润较快增长	4
图 4: 超声水表营业收入占比逐年上升	4
图 5: 公司销售毛利率达 63%	5
图 6: 公司各业务销售毛利率在 50% 以上	5
图 7: 公司目前股权结构: 实际控制人为张力新	5
图 8: 智能水表渗透率逐年增加	9
图 9: 未来五年智能水表需求量达 4630 万只	10
图 10: 汇中股份智能水表营业收入稳定增长	12
图 11: 我国供热面积持续增长	14
图 12: 我国供热总量逐年上升	14
图 13: 汇中股份的超声热量表及系统相关产品	15
图 14: 汇中股份热量表及系统营业收入及增长率高于竞争对手	16
图 15: 汇中股份超声热量表及系统毛利率较高	16
图 16: 公司智慧供水平台结构图	17
图 17: 公司智慧供水平台设备组成	17
图 18: 公司智能供热管理系统	18
图 19: 公司研发投入较为稳定	20
图 20: 汇中股份销售费用率相对较高	20
图 21: 汇中股份销售净利率的优势弱于销售毛利率	21

表格目录

表 1: 公司拥有多项行业领先技术.....	2
表 2: 公司高管在行业内具备多年工作经验.....	6
表 3: 公司 2018 年对高管、中层及核心业务人员实行了股权激励.....	6
表 4: 公司财务营收考核要求.....	7
表 5: 超声波水表是测量技术先进的电子水表.....	7
表 6: 超声波水表优势明显.....	8
表 7: 智能水表相关政策.....	8
表 8: 国内外生产智能水表的企业.....	10
表 9: 汇中股份 SCL-61H 超声水表 (NB-IoT) 技术领先.....	11
表 10: 部分地区有关开展热量计量工作的政策.....	13
表 11: 智能工厂相关系统及功能.....	18
表 12: 公司 2019 年新获多项专利授权.....	19
表 13: 预计未来 3 年公司营收保持稳健增长.....	21
表 14: 预计 2019-2021 年公司业绩复合增长率达到 20%.....	22
表 15: 公司在智能仪表行业上市公司中估值优势明显.....	22
表 16: 利润表预测.....	23
表 17: 资产负债表预测.....	23
表 18: 现金流量表预测.....	24

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

刘兰程，范想想，机械行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn