

多元拓展, 业绩高增长

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2019年半年报, 2019H1实现营收4.4亿元(+36.7%), 归母净利润0.9亿元(+50.8%), 扣非净利润0.7亿元(+42.9%)。2019Q2实现营收2.6亿元(+35.2%), 归母净利润0.7亿元(+63.1%), 扣非净利润0.6亿元(+55.1%)。
- **业务拓展顺利, 营收快速增长。** 智能水表及系统是公司的主要收入来源之一, 市场占有率一直处于行业内龙头地位, 凭借公司在NB-IoT、GPRS以及LORA等多种物联网技术领域的领先优势, 公司2019H1智能水表业务较快增长, 民用智能水表营收1.6亿元(+22.1%), 工商业智能流量计营收1.1亿元(+28.3%)。物联网智能燃气表持续突破, 成功入围昆仑能源旗下华港燃气集团有限公司, 中标华港燃气NB-IoT无线远传燃气表、GPRS无线远传燃气表、LORA无线远传燃气表以及工商业无线远传燃气表等12个标段, 2019H1实现营收0.7亿元(+44.5%)。公司2019H1智慧农业节水营收0.5亿元(+293.4%), 业绩增长势头强劲, 有望成为公司最主要的收入来源之一。
- **毛利率维持高位, 费用率下降较快, 盈利能力提升。** 公司2019H1毛利率为50.2%(-3.55pp), 其中智能水表及系统毛利率为44.8%(-3.9pp); 智能燃气表及系统毛利率为31.5%(-10.4pp), 公司智能燃气表及系统毛利率下降主要源于, 毛利率较高的工商业智能燃气表占比下降。工商业智能流量计毛利率为71.7%(+0.6pp)。受益规模效应, 公司2019H1期间费用率下降3.9个百分点至33.6, 其中, 销售费用率为20.6%(-0.1pp), 管理费用率为13.4%(-3.9pp), 财务费用率为-0.4%(+0.1pp)。公司2019H1销售净利率提升2.7个百分点至20.9%。
- **盈利预测与投资建议。** 公司智能水表销量较快增长, 智能燃气表持续突破, 智慧农业节水快速增长。预计公司2019-2021年归母净利润分别为2.1/2.5/2.8亿元, 对应EPS分别为0.18/0.21/0.24元, PE分别为19/16/14倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 智能水表渗透率提升不及预期风险; 智能燃气表业务拓展不及预期风险; 智慧农业节水业务拓展不及预期风险。

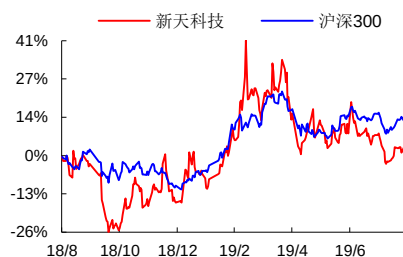
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	855.26	1101.12	1372.30	1647.66
增长率	14.82%	28.75%	24.63%	20.07%
归属母公司净利润(百万元)	149.10	211.38	248.91	283.42
增长率	-7.37%	41.77%	17.76%	13.86%
每股收益EPS(元)	0.13	0.18	0.21	0.24
净资产收益率ROE	7.89%	10.29%	11.15%	11.65%
PE	26	19	16	14
PB	1.97	1.82	1.67	1.53

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 梁美美
 执业证号: S1250518100003
 电话: 021-58351937
 邮箱: lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.76
流通A股(亿股)	7.25
52周内股价区间(元)	2.42-4.63
总市值(亿元)	39.27
总资产(亿元)	25.49
每股净资产(元)	1.71

相关研究

1 智能计量仪表领先企业，多元拓展实现更快增长

公司简介：公司于 2000 年成立，2011 年上市，是国内民用智能计量仪表行业的领先企业，其中在智能水表领域市占率位于行业第一。公司产品主要包括物联网智能计量监测系统、智慧水务、智慧农业以及电力智能仿真及运维系统四大板块，客户对象主要为自来水公司、水务局、燃气公司等。

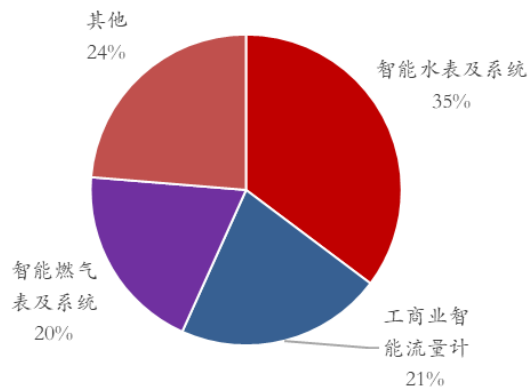
公司主营业务结构：2018 年公司总营收为 8.6 亿元，其中，智能水表及系统、智能燃气表及系统、工商业智能流量计系列产品分别贡献营收 3 亿元、1.7 亿元和 1.8 亿元，营收占比 35.3%、19.6%和 21.5%。

图 1：公司主营产品示意图



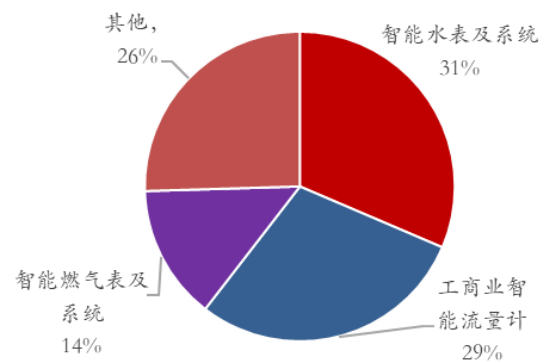
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：公司 2018 年主营业务收入结构情况



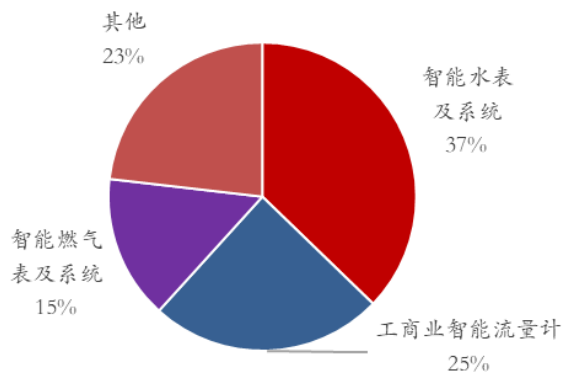
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2018 年主营业务毛利结构情况



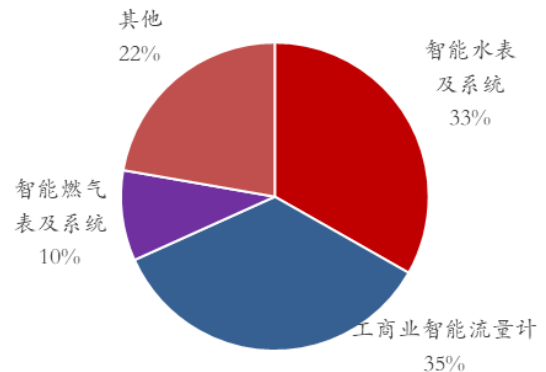
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2019H1 主营业务收入结构情况



数据来源：wind，西南证券整理

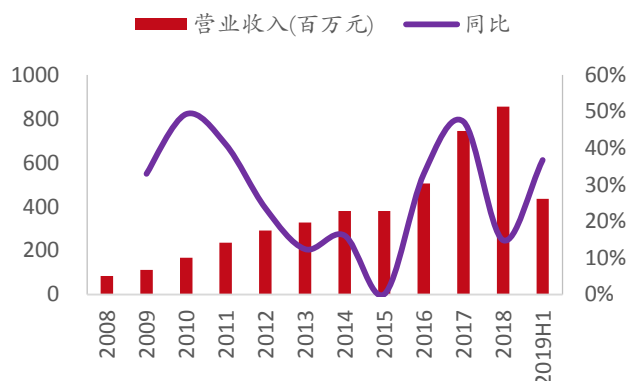
图 5：公司 2019H1 主营业务毛利结构情况



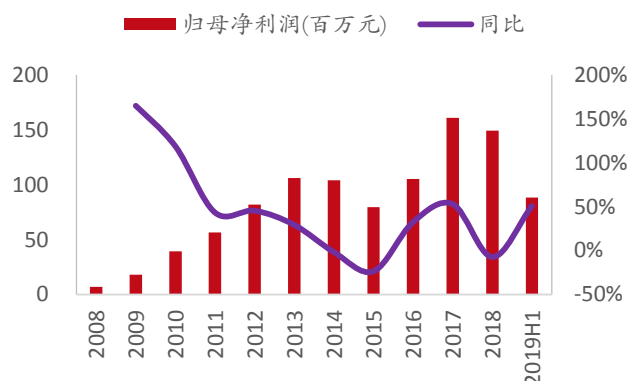
数据来源：wind，西南证券整理

公司业绩状况： 2008~2018 年，公司营收 CAGR 达到 26.1%，2018 年公司实现营收 8.6 亿元，同比增加 14.8%，实现归母净利润 1.5 亿元，同比减少 7.4%。公司 2018 年度净利润下降的主要原因是：1）公司加大市场营销和管理体系建设，加快对新业务智慧水务、智慧农业销售、研发体系的布局，积极增加研发和市场投入，导致管理费用、销售费用、研发费用均较上年同期有较大增长。因上述业务是公司近两年新开拓的业务，前期的市场投入、研发投入主要为后期市场拓展作铺垫。2）公司控股子公司万特电气经营业绩未达到预期，公司计提商誉减值 1049 万元。

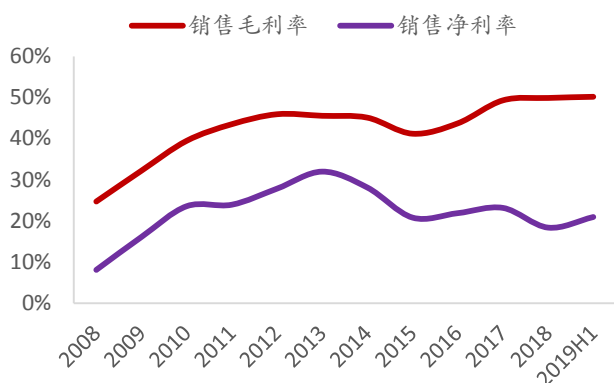
公司 2019H1 实现营收高增长： 公司 2019H1 实现营收 4.4 亿元（+36.7%），其中，智能水表业务较快增长，民用智能水表营收 1.6 亿元（+22.1%），工商业智能流量计营收 1.1 亿元（+28.3%）。物联网智能燃气表持续突破，成功入围昆仑能源旗下华港燃气集团有限公司，中标华港燃气 NB-IoT 无线远传燃气表、GPRS 无线远传燃气表、LORA 无线远传燃气表以及工商业无线远传燃气表等 12 个标段，2019H1 实现营收 0.7 亿元（+44.5%）。公司 2019H1 智慧农业节水营收 0.5 亿元（+293.4%），业绩增长势头强劲，有望成为公司最主要的收入来源之一。

图 6：公司 2019H1 实现营收 4.4 亿元（+36.7%）


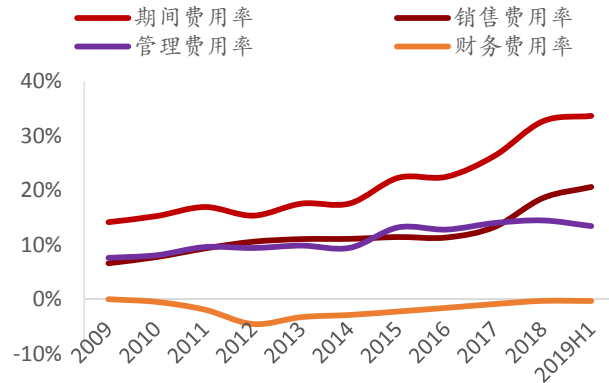
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2019H1 归母净利润 0.9 亿元（+50.8%）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：毛利率维持高位，总体稳定


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：受益规模效应，2019H1 期间费用率下降


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 2019Q2 实现营收 2.6 亿元（+35.2%），归母净利润 0.7 亿元（+63.1%），扣非净利润 0.6 亿元（+55.1%）。

表 1：公司单季度营收情况

营收（百万元）	Q1	Q2	Q3	Q4
2014	57.1	73.4	109.8	140.1
2015	56.0	84.2	128.1	112.2
2016	84.3	111.7	120.3	189.8
2017	101.9	132.7	233.5	276.8
2018	127.1	191.8	225.6	310.8
2019	176.7	259.4	—	—

数据来源：Choice，西南证券整理

表 2：公司单季度净利润情况

利润（百万元）	Q1	Q2	Q3	Q4
2014	12.5	16.9	39.8	35.0
2015	12.6	19.8	24.5	22.6

利润（百万元）	Q1	Q2	Q3	Q4
2016	16.7	21.1	31.1	36.4
2017	17.4	18.6	62.0	63.0
2018	18.1	40.5	49.9	40.6
2019	22.3	66.0	—	—

数据来源：Choice，西南证券整理

表 3：公司单季度扣非净利润情况

扣非利润（百万元）	Q1	Q2	Q3	Q4
2014	10.2	14.0	39.1	30.7
2015	9.4	16.8	18.2	19.1
2016	13.6	17.0	28.5	35.6
2017	17.8	23.3	64.2	46.0
2018	12.8	35.8	40.8	34.8
2019	14.0	55.6	—	—

数据来源：Choice，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：受益水表智能化渗透率提升，公司智能水表及系统业务有望持续较快增长，假设 2019~2021 年销量增速均为 20%，价格不变，毛利率维持 42%不变。

假设 2：公司工商业智能流量计业务龙头地位持续稳固，假设 2019~2021 年销量增速分别为 25%、20%、15%，价格不变，毛利率维持 70%不变。

假设 3：公司智能燃气表及系统持续取得突破，假设 2019-2021 年销量增速分别为 35%、30%、25%，价格不变，毛利率维持 30%不变。

假设 4：公司其他业务包括电力智能仿真及运维系统，智慧农业节水、智能热量表计系统等，受益智慧农业节水等高增长，2019H1 营收增速达到 67%。假设 2019-2021 年该业务销量增速分别为 40%、30%、20%，价格不变，毛利率维持 53%不变

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	855	1,101	1,372	1,648
	同比	14.82%	28.75%	24.63%	20.07%
	成本	429	570	713	862
	毛利	426	531	659	785
	毛利率	49.87%	48.21%	48.01%	47.67%
智能水表及系统	收入	302	362	434	521
	同比	3.63%	20.00%	20.00%	20.00%

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	成本	167	210	252	302
	毛利	134	152	182	219
	毛利率	44.46%	42.00%	42.00%	42.00%
工商业智能流量计	收入	184	230	276	317
	同比		25.00%	20.00%	15.00%
	成本	60	69	83	95
	毛利	124	161	193	222
	毛利率	67.38%	70.00%	70.00%	70.00%
智能燃气表及系统	收入	167	226	294	367
	同比	13.80%	35.00%	30.00%	25.00%
	成本	107	158	206	257
	毛利	60	68	88	110
	毛利率	35.85%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	收入	203	284	369	442
	同比	-33.97%	40.00%	30.00%	20.00%
	成本	94	133	173	208
	毛利	109	150	195	235
	毛利率	53.62%	53.00%	53.00%	53.00%

数据来源：Wind，西南证券

公司智能水表销量较快增长，智能燃气表持续突破，智慧农业节水快速增长。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.1/2.5/2.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.18/0.21/0.24 元，PE 分别为 19/16/14 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：可比公司估值情况（2019 年 8 月 30 日收盘）

证券代码	证券简称	EPS（元）			PE		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300349	金卡智能	1.16	1.28	1.53	12	11	9
300066	三川智慧	0.09	0.13	0.17	48	35	27
002767	先锋电子	0.17			95		
002849	威星智能	0.48			31		
平均值					47	23	18
300259	新天科技	0.13	0.18	0.21	26	19	16

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

3 风险提示

智能水表渗透率提升不及预期风险；智能燃气表业务拓展不及预期风险；智慧农业节水业务拓展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	855.26	1101.12	1372.30	1647.66	净利润	156.96	222.27	261.71	297.98
营业成本	428.77	570.25	713.45	862.29	折旧与摊销	37.46	53.75	58.07	62.61
营业税金及附加	10.98	14.96	18.30	22.11	财务费用	-2.82	-3.29	-4.54	-5.25
销售费用	158.61	203.71	253.88	304.82	资产减值损失	25.37	30.00	30.00	30.00
管理费用	64.06	126.63	157.81	189.48	经营营运资本变动	-35.57	-51.99	-164.31	-131.86
财务费用	-2.82	-3.29	-4.54	-5.25	其他	-46.64	-65.00	-65.00	-65.00
资产减值损失	25.37	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	134.77	185.74	115.94	188.48
投资收益	24.97	35.00	35.00	35.00	资本支出	-12.17	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	2.29	0.00	0.00	0.00	其他	34.68	103.99	35.49	34.84
其他经营损益	0.00	45.00	45.00	45.00	投资活动现金流净额	22.50	53.99	-14.51	-15.16
营业利润	167.75	238.86	283.39	324.21	短期借款	-1.00	-16.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.00	14.00	14.00	14.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	176.74	252.86	297.39	338.21	股权融资	-18.99	0.00	0.00	0.00
所得税	19.78	30.59	35.68	40.24	支付股利	-53.44	-52.18	-73.98	-87.12
净利润	156.96	222.27	261.71	297.98	其他	-52.49	3.32	4.54	5.25
少数股东损益	7.86	10.89	12.81	14.56	筹资活动现金流净额	-125.92	-64.86	-69.44	-81.87
归属母公司股东净利润	149.10	211.38	248.91	283.42	现金流量净额	32.60	174.86	31.98	91.45
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	347.48	522.34	554.33	645.78	成长能力				
应收和预付款项	423.56	496.00	602.74	707.76	销售收入增长率	14.82%	28.75%	24.63%	20.07%
存货	223.25	284.23	360.90	434.05	营业利润增长率	-12.15%	42.39%	18.64%	14.41%
其他流动资产	777.31	792.83	913.55	1010.32	净利润增长率	-8.93%	41.61%	17.75%	13.86%
长期股权投资	45.58	45.58	45.58	45.58	EBITDA 增长率	-7.20%	42.95%	16.46%	13.25%
投资性房地产	70.45	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	366.17	370.75	371.01	366.74	毛利率	49.87%	48.21%	48.01%	47.67%
无形资产和开发支出	161.95	153.81	145.67	137.54	三费率	25.71%	29.70%	29.67%	29.68%
其他非流动资产	52.91	52.71	52.52	52.32	净利率	18.35%	20.19%	19.07%	18.08%
资产总计	2468.67	2718.26	3046.30	3400.08	ROE	7.89%	10.29%	11.15%	11.65%
短期借款	16.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.36%	8.23%	8.69%	8.89%
应付和预收款项	283.22	382.22	477.92	575.32	ROIC	9.49%	13.00%	14.26%	14.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.66%	26.27%	24.55%	23.16%
其他负债	179.42	175.89	220.50	266.03	营运能力				
负债合计	478.64	558.12	698.42	841.34	总资产周转率	0.36	0.43	0.48	0.52
股本	1175.66	1175.66	1175.66	1175.66	固定资产周转率	2.54	3.36	4.22	5.13
资本公积	47.48	47.48	47.48	47.48	应收账款周转率	2.41	2.74	2.89	2.91
留存收益	718.23	877.42	1052.35	1248.65	存货周转率	2.17	2.25	2.21	2.17
归属母公司股东权益	1930.33	2089.55	2264.48	2460.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.22%	—	—	—
少数股东权益	59.71	70.60	83.40	97.96	资本结构				
股东权益合计	1990.03	2160.15	2347.88	2558.74	资产负债率	19.39%	20.68%	23.18%	25.10%
负债和股东权益合计	2468.67	2718.26	3046.30	3400.08	带息债务/总负债	3.34%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.00	3.98	3.62	3.41
					速动比率	3.50	3.43	3.08	2.88
					股利支付率	35.84%	24.69%	29.72%	30.74%
					每股指标				
					每股收益	0.13	0.18	0.21	0.24
					每股净资产	1.69	1.84	2.00	2.18
					每股经营现金	0.11	0.16	0.10	0.16
					每股股利	0.05	0.04	0.06	0.07
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	202.38	289.32	336.93	381.57					
PE	26.34	18.58	15.78	13.85					
PB	1.97	1.82	1.67	1.53					
PS	4.59	3.57	2.86	2.38					
EV/EBITDA	16.37	11.58	9.89	8.54					
股息率	1.36%	1.33%	1.88%	2.22%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn