

三川智慧(300066)

公司研究/点评报告

物联网水表快速放量，研发和渠道构成核心壁垒

点评报告/环保与公用事业

2020年4月17日

一、事件概述

近期公司披露2019年年报，全年实现营收9.9亿元，同比增长44%，归母净利润1.9亿元，同比增长96%。一季度预计盈利1907~2119万元，同比略有下滑。

二、分析与判断

➤ 智能水表快速放量，政策红利有望持续

公司盈利快速增长，主要受益智能水表的快速放量。全年智能表销售收入同比+91%，主要受益天津水表更换工作的快速推进。公司8月公告累计中标天津NB表总量超105万台，占到全部采购量的50%以上。NB表较传统机械表具备更高的毛利(43%vs27%)，能够解决水司人工抄表和漏损率较高的经营痛点，同时将为水司后续大数据平台的建立和服务升级打下坚实的基础。19年公司NB表实现在北上深及部分省会城市的大批量供货，完成了客户群体由中小客户向大型客户集中的重大转变。随着试点城市对于NB表认可度的逐步提升，未来各地有望出台更多行业政策，公司在物联网水表领域的示范效应和先发优势有望得到进一步体现。

➤ 盈利能力持续提升，研发和渠道构成核心壁垒

公司整体毛利率37.6%，净利率20.3%，同比分别提升3.7%和5.4%。高毛利的智能水表收入占比由46%提升至61%，成为推动公司盈利能力提升的主要原因，此外规模效应带动管理费用率下降1.2%，进一步提升了净利率。公司坚持技术创新，研发投入同比+35%，持续提升NB表技术的攻关力度。目前公司业务已遍布全国31个省、市、自治区，对水司客户的覆盖率已达40%。与传统机械表相比客户对于NB表的售后服务需求明显提升，未来公司渠道优势有望进一步体现。

➤ 疫情影响有限，看好新基建浪潮下公司盈利的持续增长

受新冠疫情影晌，公司下游复工复产时间延迟，导致一季度业绩出现小幅下滑，而扣除捐赠支出影响后公司Q1盈利仍实现小幅增长。国内城市智慧化建设需求迫切，公司产品需求有望持续提升。目前国内智能水表渗透率仅20~30%，相较智能气表和电表80~90%的渗透率存在较大提升空间，看好公司的成长属性。

三、投资建议

作为5G技术有望最快落地的应用场景，公司NB表销售有望持续放量，预计2020~2022年EPS为0.24/0.29/0.38，对应当前股价PE22/18/14x，低于仪器仪表业24x的2020年平均预测PE。我们看好公司产品需求的刚性和成长属性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

1、智能水表推广政策不及预期；2、行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 988 | 1,132 | 1,447 | 1,882 |
| 增长率(%) | 43.7% | 14.6% | 27.8% | 30.1% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 191 | 249 | 300 | 398 |
| 增长率(%) | 95.7% | 30.2% | 20.4% | 32.6% |
| 每股收益(元) | 0.18 | 0.24 | 0.29 | 0.38 |
| PE(现价) | 28.8 | 22.1 | 18.3 | 13.8 |
| PB | 3.1 | 2.8 | 2.4 | 2.1 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格： 5.21

交易数据

2020-4-16

| | |
|---------------|-----------|
| 近12个月最高/最低(元) | 6.06/4.07 |
| 总股本(百万股) | 1040.03 |
| 流通股本(百万股) | 996.05 |
| 流通股比例(%) | 96% |
| 总市值(亿元) | 55.02 |
| 流通市值(亿元) | 52.69 |

该股与沪深300走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：S0100516120001

电话：0755-22662010

邮箱：yangkan@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号：S0100118070006

电话：021-60876723

邮箱：yangrenzhong@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 988 | 1,132 | 1,447 | 1,882 |
| 营业成本 | 616 | 709 | 910 | 1,195 |
| 营业税金及附加 | 10 | 11 | 15 | 19 |
| 销售费用 | 100 | 102 | 123 | 151 |
| 管理费用 | 47 | 49 | 59 | 72 |
| 研发费用 | 56 | 64 | 82 | 107 |
| EBIT | 159 | 197 | 258 | 339 |
| 财务费用 | (2) | (5) | (6) | (6) |
| 资产减值损失 | (8) | 15 | 15 | 15 |
| 投资收益 | 61 | 75 | 90 | 120 |
| 营业利润 | 227 | 262 | 339 | 450 |
| 营业外收支 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 226 | 282 | 339 | 450 |
| 所得税 | 26 | 33 | 39 | 52 |
| 净利润 | 200 | 249 | 300 | 398 |
| 归属于母公司净利润 | 191 | 249 | 300 | 398 |
| EBITDA | 188 | 226 | 287 | 368 |
| 资产负债表 (百万元) | | | | |
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 460 | 608 | 584 | 708 |
| 应收账款及票据 | 509 | 583 | 746 | 970 |
| 预付款项 | 7 | 8 | 10 | 13 |
| 存货 | 239 | 239 | 375 | 432 |
| 其他流动资产 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 流动资产合计 | 1442 | 1656 | 1955 | 2358 |
| 长期股权投资 | 305 | 380 | 470 | 590 |
| 固定资产 | 265 | 265 | 265 | 265 |
| 无形资产 | 69 | 66 | 64 | 63 |
| 非流动资产合计 | 746 | 845 | 907 | 999 |
| 资产合计 | 2189 | 2501 | 2861 | 3357 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 131 | 151 | 194 | 255 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 286 | 328 | 420 | 549 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 非流动负债合计 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 负债合计 | 316 | 410 | 502 | 632 |
| 股本 | 1040 | 1040 | 1040 | 1040 |
| 少数股东权益 | 104 | 104 | 104 | 104 |
| 股东权益合计 | 1872 | 2090 | 2359 | 2725 |
| 负债和股东权益合计 | 2189 | 2501 | 2861 | 3357 |

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 43.7% | 14.6% | 27.8% | 30.1% |
| EBIT 增长率 | 126.4% | 24.2% | 30.9% | 31.3% |
| 净利润增长率 | 95.7% | 30.2% | 20.4% | 32.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 37.6% | 37.4% | 37.1% | 36.5% |
| 净利润率 | 19.4% | 22.0% | 20.7% | 21.1% |
| 总资产收益率 ROA | 8.7% | 10.0% | 10.5% | 11.8% |
| 净资产收益率 ROE | 10.8% | 12.5% | 13.3% | 15.2% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 5.0 | 5.1 | 4.7 | 4.3 |
| 速动比率 | 4.2 | 4.3 | 3.8 | 3.5 |
| 现金比率 | 1.6 | 1.9 | 1.4 | 1.3 |
| 资产负债率 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 148.4 | 148.4 | 148.4 | 148.4 |
| 存货周转天数 | 121.5 | 121.5 | 121.5 | 121.5 |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |
| 每股净资产 | 1.7 | 1.9 | 2.2 | 2.5 |
| 每股经营现金流 | (0.0) | 0.2 | 0.0 | 0.2 |
| 每股股利 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 28.8 | 22.1 | 18.3 | 13.8 |
| PB | 3.1 | 2.8 | 2.4 | 2.1 |
| EV/EBITDA | 20.7 | 16.9 | 13.3 | 10.1 |
| 股息收益率 | 0.9% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 200 | 249 | 300 | 398 |
| 折旧和摊销 | 37 | 44 | 44 | 44 |
| 营运资金变动 | (173) | (24) | (230) | (151) |
| 经营活动现金流 | (7) | 174 | 23 | 171 |
| 资本开支 | 23 | (5) | 16 | 16 |
| 投资 | 52 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | 68 | 5 | (16) | (16) |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (21) | (31) | (31) | (31) |
| 现金净流量 | 40 | 148 | (24) | 124 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨侃: 南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014 年 10 月加入民生证券，从事石油化工及建材等方向的行业研究，2015 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名。

杨任重: 香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|------------------------|
| | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建議客户应考慮本报告的任何意見或建議是否符合其特定狀況，以及（若有必要）諮詢獨立投資顧問。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。