

专精特新小巨人，深耕超声测流领域

—汇中股份（300371）公司深度报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2021 年 11 月 23 日

机械设备——通用设备

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhqz.com

研究助理

宁前羽

SAC No: S1150120070020

ningqy@bhqz.com

评级：

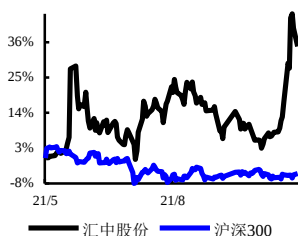
增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价： 16.25

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 深耕超声测流领域，业绩稳步提升

1) 公司从事仪器仪表制造行业，主要产品包括超声水表、超声热量表、超声流量计及相关智慧管理系统，主营三大业务贡献超 9 成收入。2) 公司是国内超声测流领域的首家创业板上市公司，入选工信部专精特新小巨人名单。3) 近五年公司业绩稳步提升，营收从 21366.16 万元提升至 42521.03 万元，年复合增速为 18.77%；归母净利润从 5292.06 万元提升至 12695.09 万元，年复合增速为 24.45%。4) 2021 前三季度业绩增速有所收窄，营收、归母净利润分别同比增长 13.31%、10.05%。5) 受益于费用控制效果显著，公司盈利能力维持行业领先水平，公司整体营运能力仍有较大提升空间。

● 超声水表行业前景宽广，未来 5 年内保持稳定增长

虽然我国智能水表渗透率已达到 44.91%，超声水表渗透率仍不足 1%，考虑到超声水表在性能上的明显优势，预计到 2024 年超声水表渗透率将达到 12.38%。此外，在发改委及住建部印发《城市供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》背景下，居民水价调整进程进一步加快，叠加农村供水保障建设以及智慧城市建设，行业驱动力足。

● 碳达峰·碳中和背景下，看好热量表行业发展

碳达峰·碳中和的提出对节能减排提出了更高的要求，由于水力不平衡导致用户冷热不均，供热计量改革需求旺盛。除北方集中采暖 15 省供热计量需求外，南方城市供暖呼声日益高涨，南昌、襄阳、毕节等一批城市正在规划建设集中或区域式供暖工程。

● 智能制造产能提升，期待新型商业模式探索落地

1) 公司超声测流智能制造车间项目于 2020 年底顺利完工，叠加公司 IPO 项目 54.8 万台产能，目前公司产能储备充足，后续将考虑订单情况合理陆续释放产能。2) 我国水表行业目前正处于信息化向自动化更迭的发展节点，公司已完成通讯接口输出标准化，实现全系列产品 NB-IoT 配套。3) 智慧社区供水项目落地，通过“AI 用水数据分析算法”，可分析得到用户画像、用水规律等信息，并依据分析结果对老人用水异常情况进行监测，加速向服务型制造业企业转变，关注未来新型商业模式探索。

● 盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2021/2022/2023 年实现营收 4.94/5.80/6.85 亿元，同比增长 16.22%/17.40%/17.99%，归母净利润 1.47/1.66/1.84 亿元，同比增长 15.4%/13.4%/10.4%，EPS 为 0.87/0.99/1.09 元/股，对应 2021/2022/2023 年 PE 为 18/16/15 倍，考虑到目前超声测量仪器仪表的渗透率仍较低，行业

空间广阔，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：疫情影响超预期；海外市场开拓不及预期；汇率风险；下游基建、房地产投资不及预期。

财务摘要（百万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	360	425	494	580	685
(+/-)%	28.8%	18.0%	16.2%	17.4%	18.0%
经营利润（EBIT）	122	141	165	185	202
(+/-)%	35.3%	15.6%	16.7%	12.3%	9.4%
归母净利润	110	127	147	166	184
(+/-)%	34.4%	15.8%	15.4%	13.4%	10.4%
每股收益（元）	0.66	0.76	0.87	0.99	1.09

表：三张表及主要财务指标（百万元）

资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	89	84	304	530	767	营业收入	360	425	494	580	685
应收票据及应收	164	170	178	193	209	营业成本	153	197	228	283	350
账款											
预付账款	10	8	9	11	12	营业税金及附	6	8	10	11	12
						加					
其他应收款	6	8	9	10	10	销售费用	53	46	52	58	68
存货	54	67	75	89	106	管理费用	28	28	32	35	41
其他流动资产	40	40	40	40	40	研发费用	16	27	40	46	55
流动资产合计	477	544	757	1,014	1,284	财务费用	-1	0	-2	-4	-6
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	2	0	0	0
固定资产合计	167	307	230	154	78	信用减值损失	-3	-3	0	0	0
无形资产	65	64	64	64	64	其他收益	21	24	27	32	38
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	5	4	5	6	7
长期待摊费用	0	0	0	0	0	公允价值变动	0	1	0	0	0
						收益					
其他非流动资产	6	14	14	14	14	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	827	937	1,073	1,255	1,448	营业利润	128	147	166	189	209
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	0	0	0	0	0
应付票据及应付	47	73	63	78	86	利润总额	128	147	166	189	209
账款											
预收账款	8	0	0	0	0	所得税费用	18	20	20	23	25
应付职工薪酬	11	12	14	14	16	净利润	110	127	147	166	184
应交税费	15	12	15	16	16	归母净利润	110	127	147	166	184
其他流动负债	0	1	1	1	1	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.66	0.76	0.87	0.99	1.09
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	112	123	113	128	138						
股东权益	715	814	960	1,127	1,310						
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	110	127	147	166	184	营收增长率	28.8%	18.0%	16.2%	17.4%	18.0%
折旧与摊销	15	19	76	76	76	EBIT 增长率	35.3%	15.6%	16.7%	12.3%	9.4%
经营活动现金流	100	107	214	221	230	净利润增长率	34.4%	15.8%	15.4%	13.4%	10.4%
投资活动现金流	-66	-72	5	6	7	销售毛利率	57.4%	53.6%	53.8%	51.2%	48.8%
筹资活动现金流	-34	-41	0	0	0	销售净利率	30.4%	29.9%	29.6%	28.6%	26.8%
现金净变动	0	-5	220	226	237	ROE	15.3%	15.6%	15.3%	14.8%	14.0%
期初现金余额	86	85	84	304	530	ROIC	14.6%	15.0%	15.1%	14.4%	13.6%
期末现金余额	85	80	304	530	767	资产负债率	13.5%	13.1%	10.5%	10.2%	9.5%
						PE	20.40	17.46	18.34	16.16	14.64
						PB	3.16	2.74	2.80	2.38	2.05
						EV/EBITDA	15.86	13.45	9.89	8.26	6.89

目 录

1.公司概况	6
1.1 专精特新小巨人，深耕超声测流领域.....	6
1.2 业绩稳步提升，营运能力有待加强.....	9
2.超声测流装备行业分析	12
2.1 超声水表行业前景宽广，未来 5 年保持稳定增长.....	12
2.1.1 行业发展驱动力足，智能化是确定发展趋势.....	12
2.1.2 超声水表性能优势明显，目前渗透率仍较低.....	14
2.2 节能减排、可持续发展背景下，看好热量表行业未来发展.....	16
3.汇中股份：智能制造产能提升，期待新型商业模式探索落地.....	17
4.盈利预测与估值讨论	20

图 目 录

图 1: 公司股权结构示意图.....	6
图 2: 公司近五年营收稳步提升.....	9
图 3: 公司近五年归母净利润稳步提升.....	9
图 4: 近五年公司期间费用率不断降低.....	10
图 5: 公司及可比公司毛利率情况.....	10
图 6: 公司及可比公司净利率情况.....	10
图 7: 公司及可比公司应收账款周转天数对比（天）.....	10
图 8: 公司及可比公司存货周转天数对比（天）.....	10
图 9: 公司近五年研发支出占比大幅增长.....	11
图 10: 公司研发费用率高于行业可比公司.....	11
图 11: 公司高学历员工占比不断提升（人）.....	11
图 12: 我国城市化率不断提升.....	12
图 13: 2010-2019 年我国乡镇供水普及率.....	13
图 14: 城市供水管网分区计量管理示意图.....	13
图 15: 2009-2019 年我国智能水表产品需求情况.....	15
图 16: 2020-2026 年全国智能水表行业产销预测.....	15
图 17: 公司海外收入情况.....	18

表 目 录

表 1: 公司主要产品情况.....	7
表 1: 各类水表主要参数对比.....	14
表 2: 机械水表、超声水表累计流量计量对比.....	15
表 3: 国家水表相关政策及实施情况.....	16
表 4: 公司 2011 年（IPO 前）产能及产销数据情况（台）.....	18
表 5: 公司 IPO 募投项目投资计划.....	19
表 6: 公司超声测流产品智能制造车间项目投资计划.....	19
表 7: 公司分业务盈利预测（百万元）.....	20
表 8: 可比公司及板块估值比较.....	21

1. 公司概况

1.1 专精特新小巨人，深耕超声测流领域

汇中仪表股份有限公司始创于 1994 年，是中国最早研制超声测流产品的企业之一，20 多年来始终在超声测流领域深耕，于 2014 年在深圳证券交易所创业板上市，是国内超声测流领域的首家创业板上市公司，入选工信部专精特新小巨人名单。

张力新先生为公司实际控制人、最终受益人。公司第一股东为董事长张力新先生，高级工程师，政协唐山市第十届委员会委员，中国计量测试学会流量计量专业委员会委员，全国城镇供热标准化技术委员会委员，中国计量协会能源计控技术工作委员会副主任。根据公司中报显示，张力新先生目前持有公司 37.95% 的股份，为公司实际控制人和最终受益人。

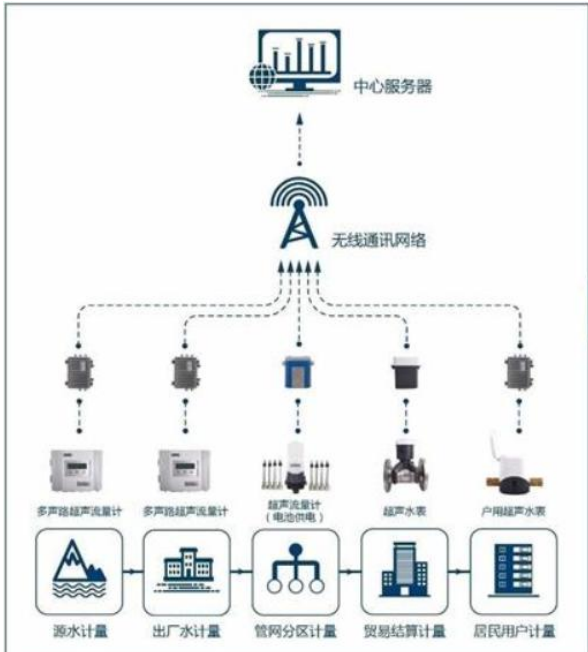
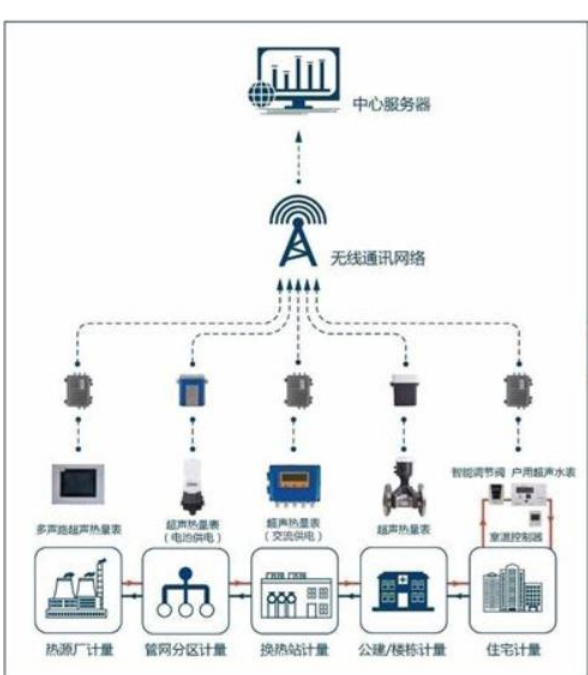
图 1：公司股权结构示意图



数据来源：Wind，渤海证券

公司从事仪器仪表制造，主营三大业务贡献超 9 成收入。公司主要产品包括超声水表、超声热量表、超声流量计及相关智慧管理系统，超声测流产品口径范围为 DN15-DN15000，覆盖了供水领域从源水、出厂水、引调水、城市供水管网、城乡供水一体化、工商业用水、居民用水的全流程计量；覆盖了供热领域从热源、管网、楼栋、分户等的全流程计量。根据公司 2021 年中报，公司超声水表、超声热量表和超声流量计三大业务合计贡献上半年收入的 91.36%

表 1: 公司主要产品情况

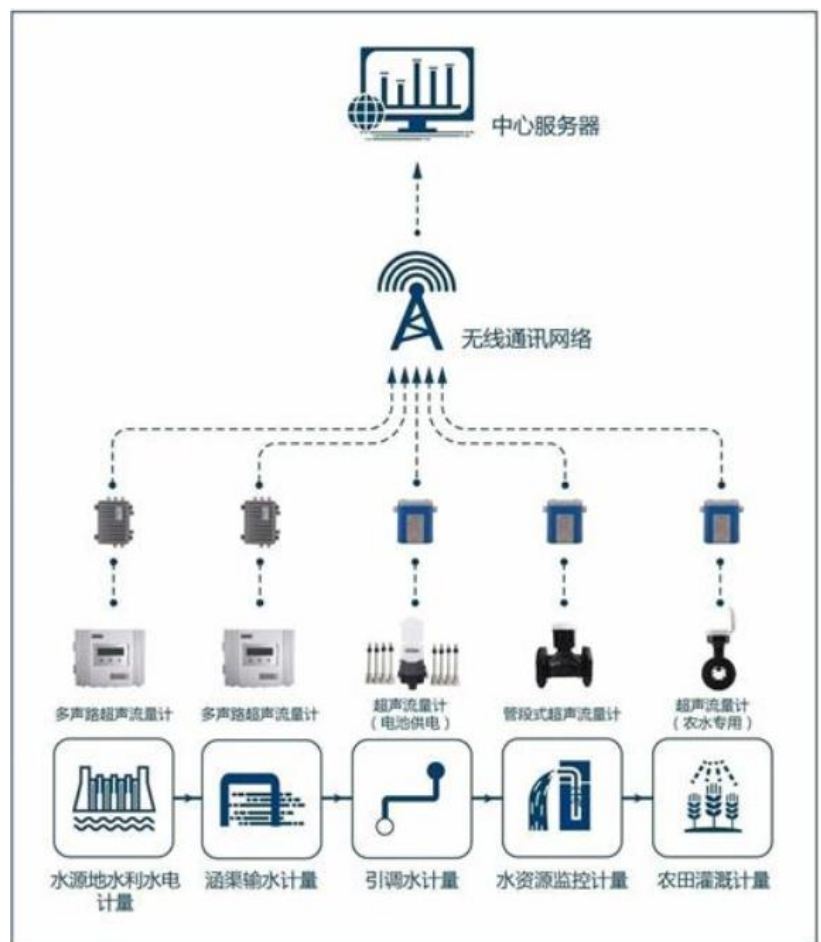
	主要产品  户用超声水表 管段式超声水表 插入式超声流量计 便携式超声流量计 多声路超声流量计
供水系列 应用场景	 中心服务器 无线通讯网络 多声路超声流量计 多声路超声流量计 超声流量计 (电池供电) 超声水表 户用超声水表 源水计量 出厂水计量 管网分区计量 贸易结算计量 居民用户计量 智慧供水平台 分区计量 SCADA 表务管理 供水营销一体化 ...
供热系列 应用场景	 户用超声热量表 管段式超声热量表 插入式超声热量表 多声路超声热量表  中心服务器 无线通讯网络 多声路超声热量表 超声热量表 (电池供电) 超声热量表 (交流供电) 超声热量表 智能调节阀 户用超声水表 热源厂计量 管网分区计量 换热站计量 公建/楼栋计量 住宅计量 智慧供热平台 热网监控 泄漏报警 设备诊断 全网平衡 指标考核 ...

主要产品



超声流量计系列

应用场景

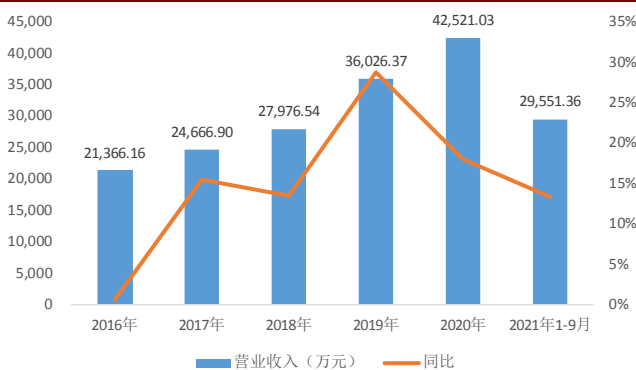


资料来源：企业公告，渤海证券

1.2 业绩稳步提升，营运能力有待加强

近五年公司业绩稳步提升，2021 前三季度增速收窄。2016 年到 2020 年，公司营业收入、归母净利润稳步增长，营收从 21366.16 万元提升至 42521.03 万元，年复合增速为 18.77%；归母净利润从 5292.06 万元提升至 12695.09 万元，年复合增速为 24.45%。2021 年前三季度公司营收、归母净利润为 29551.36 万元、8858.90 万元，分别同比提升 13.31%、10.05%，增速有所收窄。

图 2：公司近五年营收稳步提升



资料来源：公司公告，渤海证券

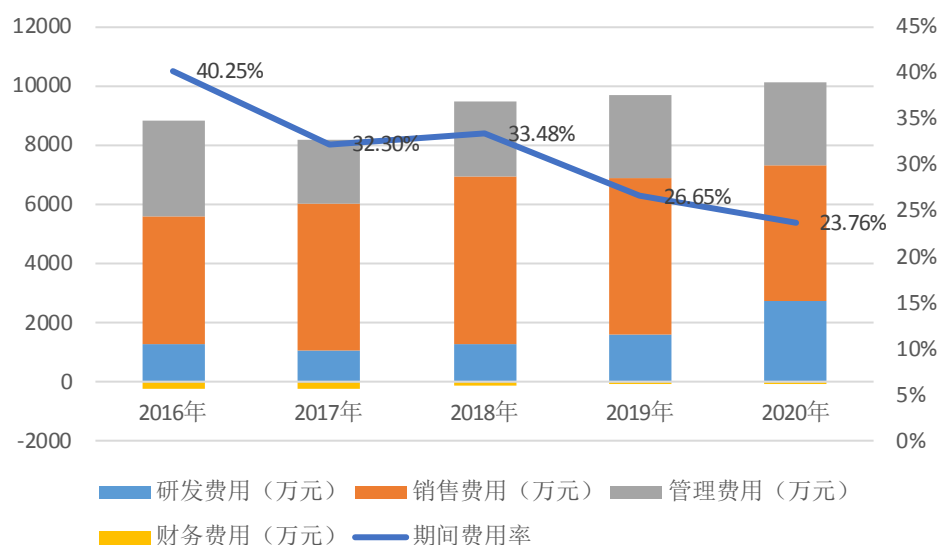
图 3：公司近五年归母净利润稳步提升



资料来源：公司公告，渤海证券

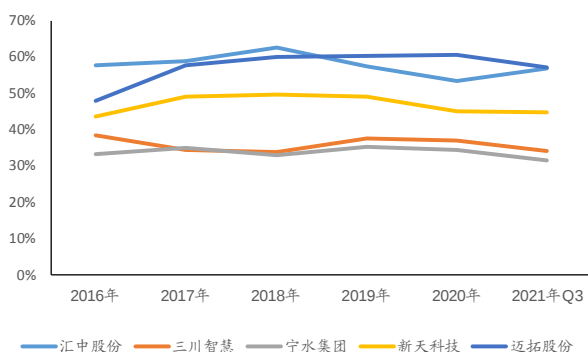
盈利能力位于行业领先，营运能力有待加强。近年来随着公司不断对各项费用进行合理管控，公司期间费用率从 2016 年的 40.25% 大幅下降至 2020 年的 23.76%。受益于费用控制效果显著，公司盈利能力维持行业领先水平，2021Q3 公司销售毛利率、净利率分别为 56.90%、29.98%，高于申万行业分类下仪器仪表板块平均的 46.75% 和 19.32%。营运能力方面，2021Q3 公司应收账款周转天数为 178.44 天，少于五家可比公司中三川智慧的 261.12 天和迈拓股份的 191.90 天，同期公司存货周转天数为 240.51 天，是五家可比公司中周转最多天数，公司整体营运能力仍有较大提升空间。

图 4: 近五年公司期间费用率不断降低



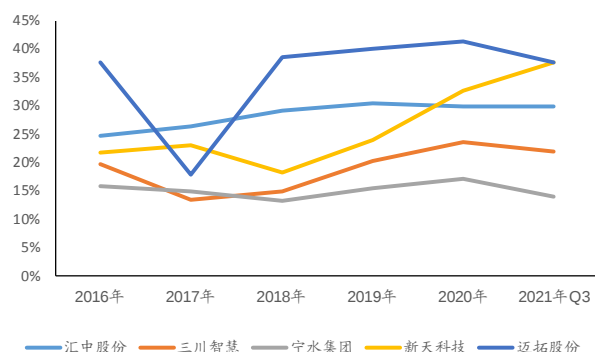
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 5: 公司及可比公司毛利率情况



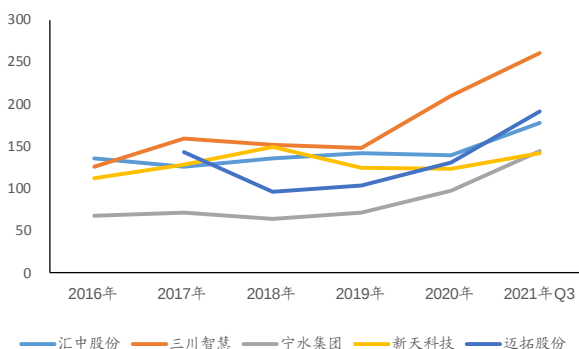
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 6: 公司及可比公司净利率情况



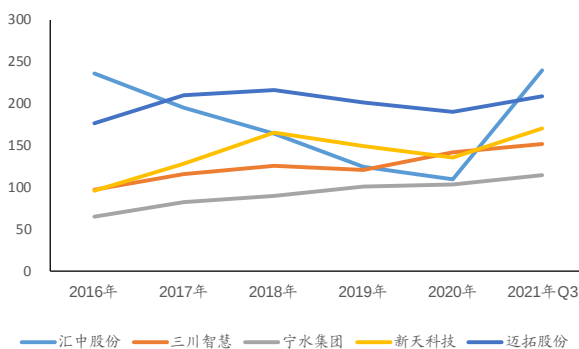
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 7: 公司及可比公司应收账款周转天数对比 (天)



资料来源: 同花顺 iFinD, 渤海证券

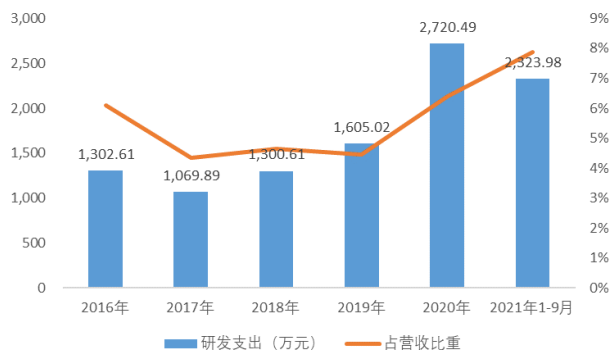
图 8: 公司及可比公司存货周转天数对比 (天)



资料来源: 同花顺 iFinD, 渤海证券

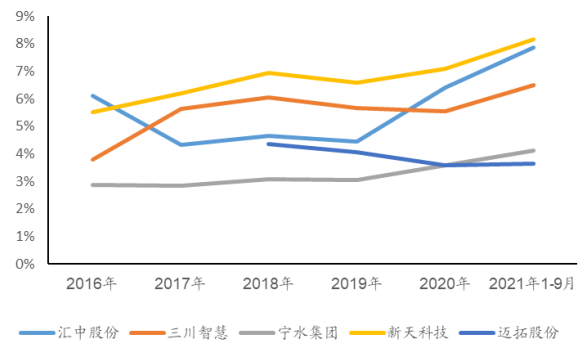
研发支出大幅增长，员工构成向高学历发展。2019 年以来，公司研发支出占营收比重大幅提升，2020 年公司研发支出达到 2720.49 万元，占营收比例达到 6.40%，2021 年仅前三季度研发支出就达到 2323.98 万元，远超 2019 年全年的 1605.02 万元。与行业内可比公司对比来看，2021 前三季度汇中股份研发费用率为 7.86%，高于同期三川智慧的 6.49%、宁水集团的 4.13%和新天科技的 8.17%，位于行业内较高水平。人员构成方面，公司员工总数从 2016 年的 379 人提升至 2020 年的 533 人，增幅为 40.63%，其中本科及以上学历员工增幅为最高的 67.53%，本科及以上学历员工占比也从 2016 年的 40.63%提升至 2020 年的 48.41%，公司员工构成整体向高学历发展。

图 9：公司近五年研发支出占比大幅增长



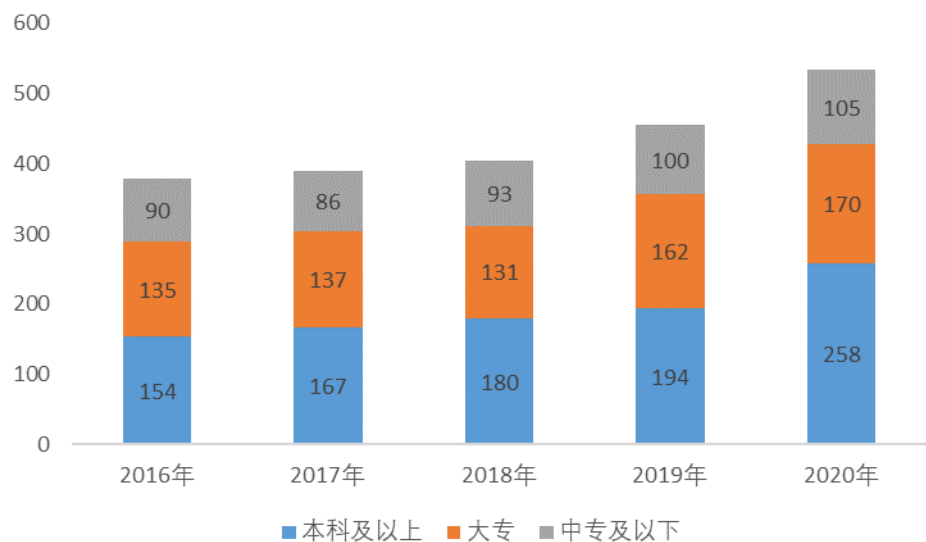
资料来源：公司公告，渤海证券

图 10：公司研发费用率高于行业可比公司



资料来源：公司公告，渤海证券

图 11：公司高学历员工占比不断提升（人）



资料来源：公司公告，渤海证券

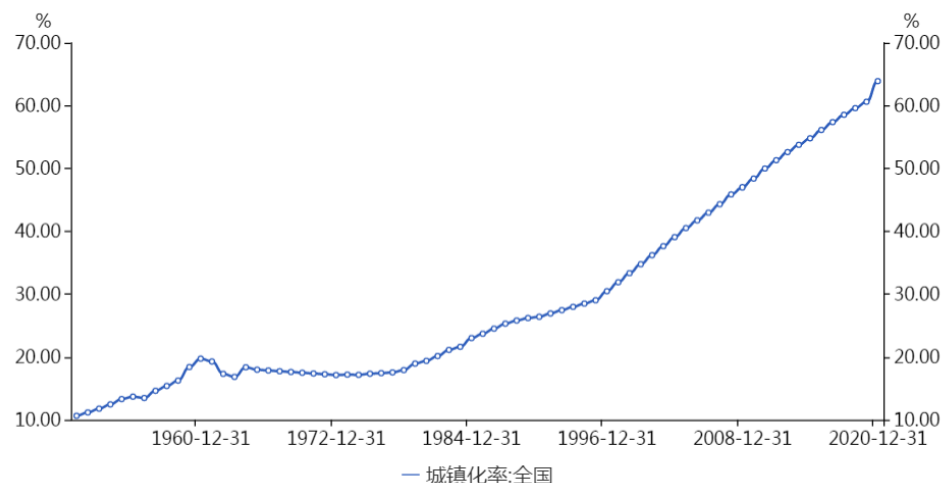
2.超声测流装备行业分析

2.1 超声水表行业前景宽广，未来 5 年保持稳定增长

2.1.1 行业发展驱动力足，智能化是确定发展趋势

城镇化进程不断加快，常住人口城镇化率目标 65%。1975 年以来，我国城镇化率不断提升，自 1995 年起，城镇化进程不断加快，到 2020 年，我国城镇化率已达到 63.89%。根据 2021 年政府工作报告中指出，“十四五”时期我国将全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略，常住人口城镇化率将提高到 65%。

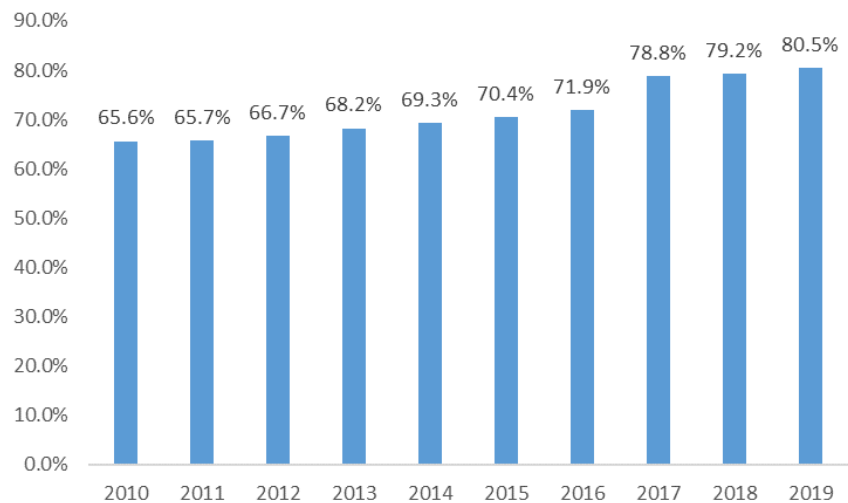
图 12：我国城市化率不断提升



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券

农村供水保障建设提上日程，城乡供水呈现一体化趋势。长期以来城乡供水呈现两元结构，县城供水由城市大型供水企业建设，普及率高、水质较为稳定；乡镇供水主要由村镇中中小企业建设，辐射范围、普及率等指标均较低。2019 年我国城市供水普及率达到 98.78%，而乡镇供水普及率仅为 80.50%，为提高农村自来水普及率和水质达标率、补齐农村基础设施短板，城乡供水一体化作为统筹城乡发展的重要环节，是当前我国供水规划的大势所趋。根据《“十四五”农村供水保障规划》，到 2025 年，我国农村自来水普及率将达到 88%的目标，十四五期间农村供水保障建设将为智能水表提供有力增长空间。

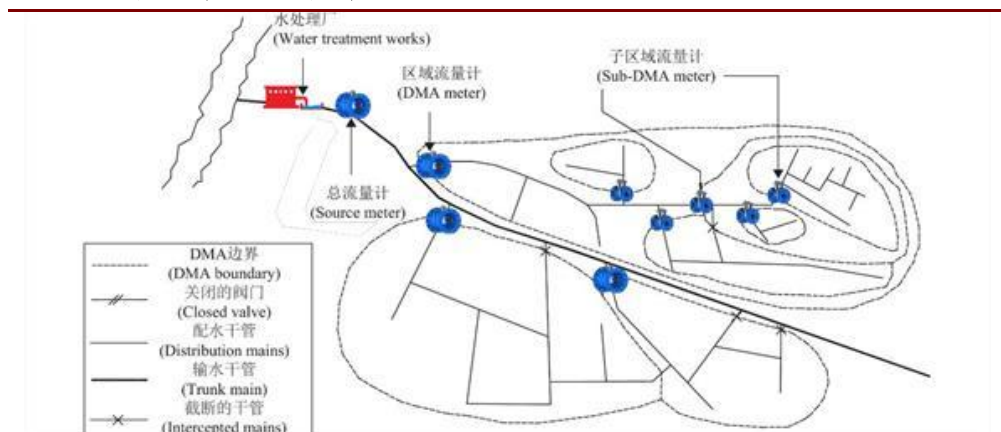
图 13: 2010-2019 年我国乡镇供水普及率



资料来源: 同花顺 iFinD, 渤海证券

供水管网漏损问题使得供水公司产销差高居不下。长期以来,我国城市供水管网漏损一直十分严重,根据第二届供水高峰论坛相关公开资料,全国 654 个城市平均管网漏损率超过 15%,最高达到 70%以上,与发达经济国家 6%-8%漏损率差距较大。供水管网过高的漏损率不仅严重浪费了国家水资源、增加了供水能耗,也使得供水公司产销差率居高不下,提高其运营成本,损害其经济效益。2016 年,国家发改委、水利部等九部门联合颁布《全民节水行动计划》,明确要求到 2020 年,缺水地区城市管网漏损率必须控制到 10%以下。长期实践探索表明,供水企业无法对管网漏损、爆管风险进行有效预测和监控,对已发生漏损无法及时报警和快速定位,是造成当前较高管网漏损率的重要原因。根据 2021 年 8 月印发的《城镇供水定价成本监审办法》中规定,对漏损率高于一级评定标准的,超出部分不得计入成本,水务公司出于对盈利水平的考虑也将加速分区计量管理改造,从而带动智能水表需求。

图 14: 城市供水管网分区计量管理示意图



资料来源: 迈拓股份招股书, 渤海证券

居民水价调整进程加快，管网数据收集是基础。随着城镇化进程加快、用水人口增加，同时居民节水意识不强、水资源浪费严重，我国城镇水资源短缺问题十分严峻。为引导节约用水，促进水资源可持续发展，2021 年 8 月，国家发改委及住建部修订印发新版《城市供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》，办法首次提出“准许成本加合理收益”的方法，提出各地应积极推进城镇供水“一户一表”改造，具备条件的应当安装智能水表，为全面实施居民生活用水阶梯水价制度创造条件，对比传统机械水表采用人工抄表，抄表工作量大、效率低且准确性差，供水公司可能 2-3 个月才进行一次集中抄表，实践中欠费用户收费难情况严重，无法满足实施阶梯水价收费的目标要求。通过安装智能水表，利用远程抄表技术、智能终端阀控技术，实现自动抄表、实时监测、欠费报警等功能，从而确保阶梯水价有效实施，且办法明确提出未实行抄表到户的和表户居民供水价格按照不低于第一阶梯价格确定。

2.1.2 超声水表性能优势明显，目前渗透率仍较低

智能水表迈向 2.0 时代，超声水表优势明显。水表按照测量原理及结构特征的不同，主要可分为机械水表、电磁式水表、射流水表和超声水表四种。根据王贤妮和宋财华在《超声波流量计的应用与前景》中的分析，以 DN20mm 口径水表为例，对比可以看出，超声波水表被测管道内无任何运动、阻流部件，无磨损，压力损失小；灵敏度高，可检测到流速的微小变化；对被测介质几乎无要求；拥有更小的始动流量和更大的流量测流范围，其在性能上超出另外三类水表，并且超声水表结构简单、便于维护，非常适合民用和工业测量。

表 1：各类水表主要参数对比

性能名称	机械水表	电磁水表	射流水表	超声水表
始动流量	<8L/h	<3L/h	<8L/h	(1.2-3) L/h
最小流量	(25-50) L/h	(8-12) L/h	(12-16) L/h	(8-12) L/h
流量测流范围	80-160	200-250	130-250	200-500
瞬时流量功能	无	有	有	有
计量误差	±2.0%	(±1.0-±2.0)%	(±1.0-±2.0)%	(±1.0-±2.0)%
电池寿命	无电池	>6 年	>10 年	>10 年
压力损失	大	小	大	小
无线监控	较难	容易	容易	容易

资料来源：《超声波流量计的应用与前景》，渤海证券

同样根据王贤妮和宋财华在《超声波流量计的应用与前景》中的实验分析，将两只口径均为 DN20mm 的超声水表和机械水表放在同一校验装置上进行累计流量记录分析可以看出，由于机械水表的始动流量高以及低区域计量误差较大，超声

水表一般比机械水表多计量 3%，并且随着水表内部机械部件的磨损，两者相差越来越大。实验得出一台超声水表一个月可以减少损失约 24m³，超声水表的采用将给自来水公司带来经济效益的显著提升。

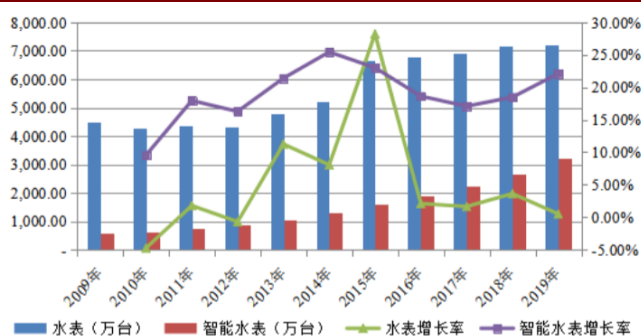
表 2：机械水表、超声水表累计流量计量对比

读数次数	机械水表		超声水表		累计运行时间 (h)	提高百分比
	读数 (m ³)	累计流量 (m ³)	读数 (m ³)	累计流量 (m ³)		
1	3802		228.76		483	
2	3976	174	408.229	179.469	670	3.14
3	4184	208	620.98	212.751	796	2.28
4	4713	529	1166.321	545.341	1156	3.09
5	4980	267	1440.913	274.592	1324	2.84
6	5227	247	1698.56	257.647	1493	4.31
7	5499	272	1982.11	283.55	1660	4.25

资料来源：《超声波流量计的应用与前景》，渤海证券

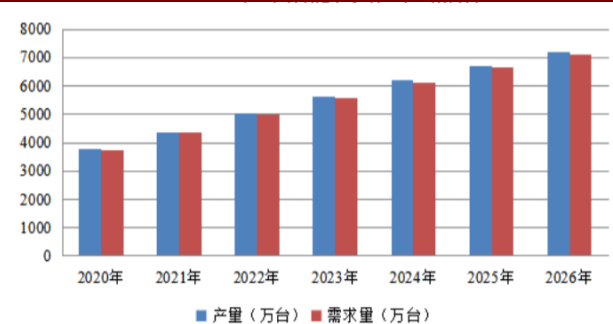
智能水表行业快速发展，未来五年产量有望倍增。2009-2019 年，国内水表产品市场需求量由 4489 万只增长至 7193 万只，年均复合增长率为 4.83%；其中智能水表市场需求由 571 万只增长至 3230 万只，年均复合增长率达 18.92%，智能水表市场需求增长速度远高于水表行业整体增长速度。市场渗透率方面，2009-2019 年，国内智能水表市场渗透率已由 12.72%提高至 44.91%。根据北京智研科信咨询有限公司的测算，2026 年我国智能水表产量预计由 2020 年的 3764 万台上升至 7174 万台，需求量由 2020 年的 3732 万台上升至 7094 万台。

图 15：2009-2019 年我国智能水表产品需求情况



资料来源：迈拓股份招股书，渤海证券

图 16：2020-2026 年全国智能水表行业产销预测



资料来源：迈拓股份招股书，渤海证券

国家标准化不强，行业理论需求空间大。国家有关部门自 2013 年以来就陆续发布水表相关政策，虽然我国水表行业起步相对较晚，但在一户一表、三供一业、定期强检轮换和阶梯水价收费等政策的推动下，我国智能水表行业理论需求空间巨大，根据国家住建部摸底，截至 2019 年 7 月，仅城镇老旧小区改造带动的新增需求就达到 4200 万户，不过受制于国家标准化程度不强以及政策推

进缓慢，理论需求释放周期较长。

表 3：国家水表相关政策及实施情况

实施时间	法规名称	发布部门	主要内容	实施情况
2020.7	《关于全面推城镇化老旧小区改造工作的指导意见》	国务院	基础设施建筑内的水电气网的改造、智能监测、智能化抄表	推行中
2019.4	《国家节水行动方案》	发改委、水利部	将以往城镇居民用水共用总表改成每一户单独安装水表	推行中
2018.10	《中华人民共和国计量法》	人大常委会	国家规定对于不同标称口径，用于贸易结算的水表只作首次强制检定，限期使用到期轮换，使用期限一般不超过 6 年	缓慢推进
2013.12	《关于加强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	阶梯式计量水价将水价分为两段或者多段，单位水价会随着耗水量分段而增加	推进中，但操作难度较大

资料来源：国家统计局

超声水表渗透率不足 1%，增长空间广阔。由于超声波流体测量技术近年来才应用于户用水表，因此在智能水表市场中，目前仍以智能机械水表为主，智能超声水表占比相对较低。目前市场上销售规模较大的超声水表生产企业包括迈拓股份、汇中股份和天罡股份，三家厂商 2019 年超声水表产量合计不足 100 万只，相对于整体水表市场，超声水表的渗透率仍不足 1%。2019 年市场上超声水表的容量预计约为 100 万只，假设未来 5 年内保持年均 30%-50% 的复合增长率，则超声水表的容量预计将于 2024 年上升至 371.29 万只至 759.38 万只。根据北京智研科信咨询有限公司出具的研究报告，2024 年我国智能水表需求量将达到 6,136 万只，据此估算 2024 年超声水表占智能水表的渗透率将达到 6.05% 至 12.38%。

2.2 节能减排、可持续发展背景下，看好热量表行业未来发展

碳中和·碳达峰要求下，供热计量改革需求旺盛。2035 碳达峰、2060 碳中和的提出对节能减排提出了更高的要求，影响节能减排的关键因素包括建筑节能、水力平衡和热计量，其中水力平衡是供热计量改革的前置条件之一。由于水力不平衡导致用户冷热不均，即近供热管道端用户热，远供热管道端用户冷。为满足远端过冷用户的需求，热力公司只能整体增加供热管道流量，导致近端用户出现过热、部分节约下来的热量又会被其他用户吸收，从而形成用户节费、企业不节能、排放未降低的局面，此对热量表市场的发展带来一定的正向作用。

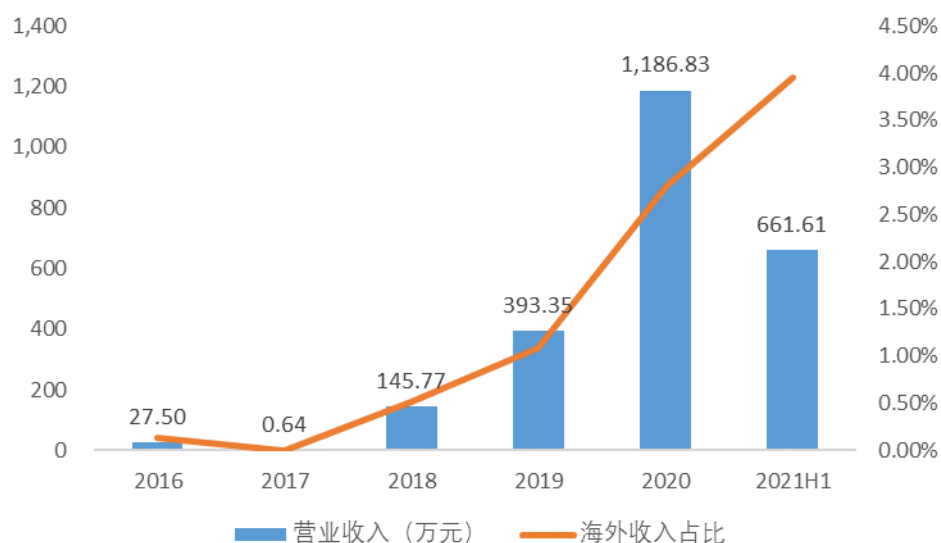
北方集中采暖 15 省供热计量需求外，南方城市供暖呼声日益高涨。每到冬季，不少长江沿岸城市的居民会对北方供暖欣羡不已。2021 年全国两会期间，南方城市供暖问题再次被提及。全国人大代表、华中师范大学教授周洪宇多次在全国两会上提出“沿长江重新划定供暖分界线”、“尽快启动南方供暖问题研究”、“加快发展我国南方百城供暖市场”等相关建议；十九届五中全会提出要“改善人民生活品质”，提高人民群众的“获得感、幸福感、安全感”，开展南方城市供暖与“民生福祉达到新水平”的“十四五”规划目标极为契合；国务院发展研究中心研究员周宏春指出，供暖应当和中国的发展阶段相结合，今年我们已经全面建成小康社会，向现代化迈进，人民应该生活地更美好，因此不主张按照什么地理带划分，而是按照人民的需求提供供暖服务。

根据周洪宇的介绍，目前南方 90% 以上的城市家庭拥有分户取暖设备。此外，合肥、武汉、贵阳等城市已在部分城区实行集中供暖，南昌、襄阳、毕节等一批城市正在规划建设集中或区域式供暖工程。“按照十九届五中全会提出的远景目标，到 2035 年我国人均 GDP 将达到中等发达国家水平，随着人民收入水平的进一步提升，届时南方城市将释放出大量供暖需求。”

3. 汇中股份：智能制造产能提升，期待新型商业模式探索落地

国际业务增速快但量较小，海外市场开拓值得期待。2016 年以来，公司海外市场收入从 27.50 万元快速增长至 2020 年的 1186.83 万元，年复合增速为 156.30%。2021 年上半年，公司实现海外市场收入 661.61 亿元，仅占同期营业收入的 3.95%。目前公司已在澳大利亚、印度、东南亚、非洲等多个国家开展业务，未来海外市场加速开拓值得期待。

图 17: 公司海外收入情况



资料来源：公司公告，渤海证券

智能制造项目落地，产能储备充足。近几年公司积极响应国家政策，开始智能制造方向的探索。2018 年公司决定以自有资金 1 亿元投资建设超声测流智能制造车间项目，并于 2020 年 12 月 31 日顺利完工。在充分理解智能制造逻辑和思维的基础上，学习德国、日本、美国等工业强国的制造哲学与理论，运用工业大数据应用技术、信息-物理系统技术（CPS）、机器换人等技术，结合超声测流产品工艺和多年生产管理数据经验，独立、自主的搭建了超声测流产品智能制造平台。叠加公司 IPO 项目的 54.8 万台产能，目前公司保守估计拥有 110 万台的实际产能储备，不过由于目前公司整体订单情况仍小于总体产能、月度订单情况与月均产能存在一定不匹配性，目前仍存在产能利用率不足的情况，智能制造项目产能正处于陆续释放阶段。

表 4: 公司 2011 年（IPO 前）产能及产销数据情况（台）

产品名称	产能	产量	销量	产能利用率 (%)	产销率 (%)
超声热量表					
其中：工业超声热量表	260	234	228	90.00	97.44
楼栋超声热量表	3000	3349	2718	111.63	81.16
户用超声热量表	100000	192356	165786	192.36	86.19
超声水表	4000	4622	4891	115.55	105.82
超声流量计	2000	2525	2461	126.25	97.47
总计	109260	203086	176084	185.87	86.70

资料来源：汇中股份招股书，渤海证券

表 5: 公司 IPO 募投项目投资计划

序号	项目名称	项目投资 (万元)	固定资产新增投资 (万元)	达产后新增产能 (台)
1	超声热量表产业化生产基地建设项目	15219.13	12803.49	530000
2	大口径超声水表产业化项目	6052.60	4364.11	18000

资料来源: 汇中股份招股书, 渤海证券

表 6: 公司超声测流产品智能制造车间项目投资计划

项目名称	项目投资 (万元)	建设期限 (年)	达产后新增产能 (台)	建设状态
超声测流产品智能制造车间项目	10000	2	1000000	已完成

资料来源: 企业公告, 渤海证券

通讯接口输出标准化, 实现全系列产品 NB-IoT 配套。我国水表行业目前正处于信息化向自动化更迭的发展节点, 传统机械水表只能通过人工抄表的形式进行历史数据的采集, 无法实现数据的存储及远传, 更无法对连续运行的数据进行实时监测。为适应智慧水务信息化和自动化的发展需求, 智能机械水表和智能超声水表应运而生, 通过搭载无线通讯模块及阀控装置, 能够对用水数据进行及时采集、实时监测并对计量硬件进行远程控制。然而, 仅凭硬件层面计量表具和通讯终端的应用仍难以满足智慧水务更高层次的目标“智慧化”的实现。未来将朝着以智能终端表具硬件为基础, 提供智慧水务整体解决方案上转变。目前公司已实现了全系列产品 NB-IoT 配套, 并能够提供包括 5G、4G、LoRa、Sigfox、射频频传输等多种无线传输方式的产品。

智慧社区供水项目落地, 关注未来新型商业模式探索。根据公司 2021 年中报显示, 公司智慧社区供水解决方案成功应用于南方某市区水务集团独居老人关怀项目, 系统采用“云+端”的先进架构(智慧水务云平台+智能超声水表), 通过“AI 用水数据分析算法”, 可分析得到用户画像、用水规律等信息, 并依据分析结果对老人用水异常情况进行监测。当出现用水异常情况时将通过“三屏联动”(大屏+PC+手机)的形式进行多渠道告警提醒。项目得到社会各界广泛的关注和认可, 并获得多家权威媒体报道。未来公司将继续加大物联网技术、大数据智能应用及工业设计等方面的研发投入, 将大数据应用技术与智能化解决方案充分融合, 为供水企业、居委会社区、居民用户等提供房屋空置、用水异常告警、用水行为、用水画像、人群分类等服务, 满足漏损监控、独居老人关怀、健康生活建议等不同需求, 加速向服务型制造业企业转变。

4.盈利预测与估值讨论

表 7: 公司分业务盈利预测 (百万元)

业务	项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
超声水表	营业收入	101.92	139.64	217.35	260.82	320.81	401.01
	yoy	40.29%	37.01%	55.65%	20.00%	23.00%	25.00%
	营业成本	44.86	70.17	115.89	135.63	176.44	228.58
	毛利率	55.98%	49.75%	46.68%	48.00%	45.00%	43.00%
超声热量表	营业收入	102.43	146.84	126.8	145.82	164.78	181.25
	yoy	-7.85%	43.36%	-13.65%	15.00%	13.00%	10.00%
	营业成本	41.21	60.53	56.85	65.62	77.45	90.63
	毛利率	59.76%	58.78%	55.16%	55.00%	53.00%	50.00%
超声流量计	营业收入	52.99	37.47	48.72	53.59	58.95	64.85
	yoy	25.81%	-29.29%	30.02%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	9.37	6.90	10.57	11.79	12.97	14.27
	毛利率	82.32%	81.58%	78.31%	78.00%	78.00%	78.00%
其他主营收入	营业收入	22.42	36.31	32.33	33.95	35.64	37.43
	yoy	8.05%	61.95%	-10.96%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	9.03	15.87	14.12	15.28	16.04	16.84
	毛利率	59.75%	56.30%	56.32%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	营业收入	279.76	360.26	425.20	494.18	580.18	684.54
	yoy	13.41%	28.77%	18.03%	16.22%	17.40%	17.99%
	营业成本	104.47	153.47	197.43	228.31	282.90	350.31
	毛利率	62.66%	57.40%	53.57%	53.80%	51.24%	48.83%

数据来源: 渤海证券

我们预计公司 2021/2022/2023 年实现营收 4.94/5.80/6.85 亿元, 同比增长 16.22%/17.40%/17.99%, 归母净利润 1.47/1.66/1.84 亿元, 同比增长 15.4%/13.4%/10.4%, EPS 为 0.87/0.99/1.09 元/股, 对应 2021/2022/2023 年 PE 为 18/16/15 倍, 考虑到目前超声测量仪器仪表的渗透率仍较低, 行业空间广阔, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 8: 可比公司及板块估值比较

证券代码	证券简称	EPS				PE		
		2021E	2022E	2023E	TTM	2021E	2022E	2023E
301006.SZ	迈拓股份	1.68	2.30	3.18	22.79	15.52	11.35	8.19
300066.SZ	三川智慧	0.20	0.23	-	24.35	23.77	20.80	-
603700.SH	宁水集团	1.65	2.16	2.79	15.78	11.96	9.17	7.08
	平均值					17.08	13.77	7.64
CI005267.WI	工程机械III (中信)	0.96	1.41	1.59		10.05	9.05	8.02
300371.SZ	汇中股份	0.87	0.99	1.09	20.18	18.34	16.16	14.64

资料来源: Wind 一致性预期 (截至 2021 年 11 月 23 日), 渤海证券

风险提示: 疫情影响超预期; 海外市场开拓不及预期; 汇率风险; 下游基建、房地产投资不及预期。

投资评级说明:

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

分析师声明:

本报告署名分析师在此声明: 我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的数据和信息, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点, 结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接的联系。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保, 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有, 未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“渤海证券股份有限公司”, 也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhqz.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司网址: www.ewww.com.cn