

水表行业龙头 智慧水务先行者

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2016 年上半年实现营业收入 3.2 亿元, 同比增长 2.6%, 其中智能水表实现收入 1.1 亿元, 同比增长 32.6%; 实现归属于母公司股东的净利润 7382.5 万元, 同比增长 18.4%。
- **公司战略:** 公司调整了发展战略, 将以“智慧水务+互联网金融+产业投资”为发展战略, 布局水业全生态, 推进水务信息化、数字化与增值服务。
- **公司产品线丰富:** 公司逐步延伸水务产业链, 在保持水表及配件主业增长及产品升级的基础上积极拓展水务运营及软件开发业务。16 年一季度水务软件销售同比增长 221.37%, 随着公司在这两项业务的布局逐渐展开加之其高毛利率, 未来有望为公司贡献更大比例的利润。
- **水表主业夯实:** 公司是水表行业龙头企业, 国内市占率约 20%左右, 全球市占率约 7%左右。公司智能水表竞争优势明显: (1) 技术先进, 与中国移动、华为展开物联网智能水表研发; (2) 渠道为王, 积极拓展国内外渠道, 与全国约 1400 家县级以上水司保持长期、稳定的业务关系, 客户覆盖率达到 40%左右。
- **智慧水务先行者:** 布局智慧水务领域的各个环节: 供水水务-智能水表终端-用水数据监测分析。公司目前有 4 家控股和参股的水务公司, 进军水务领域, 提前布局智慧水务, 既分享水务运营的稳定收益又为智能水表在一线城市的铺开及新业务软件系统的销售带来新的营销模式。
- **产业投资推动外延并购:** 公司管理层外延并购预期强烈, 截至 2016 年 Q1 公司共有 5.99 亿元货币资金, 充足的现金为后续兼并收购提供了有力的保障, 并购方向是水务投资运营、水监测、水处理、健康水生活产品等相关涉水业务。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.16 元、0.22 元和 0.27 元, 对应 PE 为 48 倍、36 倍、30 倍。SW 仪器仪表板块 PE (2016) 为 63.78 倍, 公司技术优势明显, 积极布局智慧水务全产业链, 随着未来软件业务、水务业务、互联网金融业务的逐渐铺开, 水务全生态协同效应明显, 我们认为公司至少应享受仪器仪表板块 64 倍的平均估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行的风险、公司物联网水表业务开展不畅的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	647.05	780.78	936.38	1107.67
增长率	-7.29%	20.67%	19.93%	18.29%
归属母公司净利润 (百万元)	139.21	170.60	228.82	277.62
增长率	10.99%	22.55%	34.13%	21.33%
每股收益 EPS (元)	0.13	0.16	0.22	0.27
净资产收益率 ROE	10.04%	11.18%	13.28%	14.19%
PE	59	48	36	30
PB	5.66	5.15	4.56	4.01

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄仕川
 执业证号: S1250512040001
 电话: 023-63725713
 邮箱: hsc@swsc.com.cn
 联系人: 谭菁
 电话: 010-57631196
 邮箱: tanj@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)	10.40
流通 A 股(亿股)	9.38
52 周内股价区间(元)	5.71-24.7
总市值(亿元)	84.55
总资产(亿元)	16.70
每股净资产(元)	1.35

相关研究

目 录

1 紧抓行业发展机遇，实现转型升级.....	1
1.1 公司概况：水表龙头，收入稳健	1
1.2 公司实现四次战略转型	2
2 智能水表先行者	3
2.1 智能水表市场空间巨大	3
2.2 公司智能水表竞争优势明显	4
3 智慧水务先行者	6
3.1 积极布局智慧水务	6
3.2 设立产业基金，外延并购可期	8
4 盈利预测与估值	8
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司 2011 年以来营业收入稳健	1
图 2：公司 2011 年以来归母净利润逐年递增	1
图 3：公司 2011 年以来 ROE 稳步提升	2
图 4：公司 2011 年以来三费率情况	2
图 5：公司四次战略转型	2
图 6：2009-2014 年国内住宅竣工套数（单位：万套）	3
图 7：国内销售营销网络	6
图 8：国际销售营销网络	6
图 9：智慧水务布局战略	7
图 10：基于智慧水务的互联网金融布局	7
图 11：爱水 APP 功能一览	8
图 12：爱水 APP 水质监测功能	8

表 目 录

表 1：智能表、机械表对比一览表	4
表 2：不同替代率、新增率下智能水表市场容量（按每台智能水表 200 元计算）（单位：亿元）	4
表 3：截至 2016 年 Q1 公司重要研发项目进展	5
表 4：公司参股和控股的水务公司	6
表 5：分业务盈利预测	9
附表：财务预测与估值	11

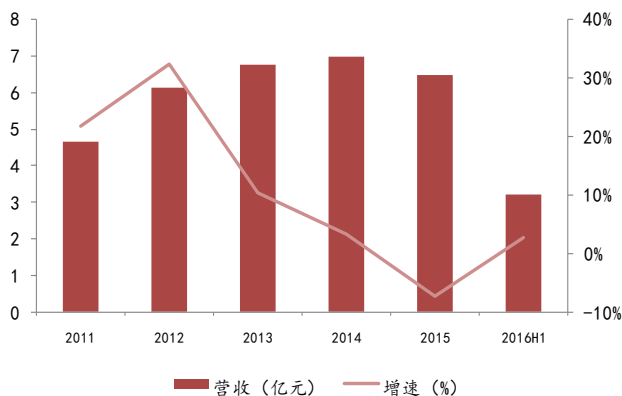
1 紧抓行业发展机遇，实现转型升级

1.1 公司概况：水表龙头，收入稳健

三川智慧是国内首家以水表为主业的上市公司，在水表行业已深耕四十余年，是国内水表行业的龙头企业，主要产品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、水务管理应用系统、水务投资运营等。公司建有江西三川、山东三川南北两个生产基地。据公司公告显示，2015 年水表国内市场占有率第一，大约为 20%；全球市场占有率约为 7%。

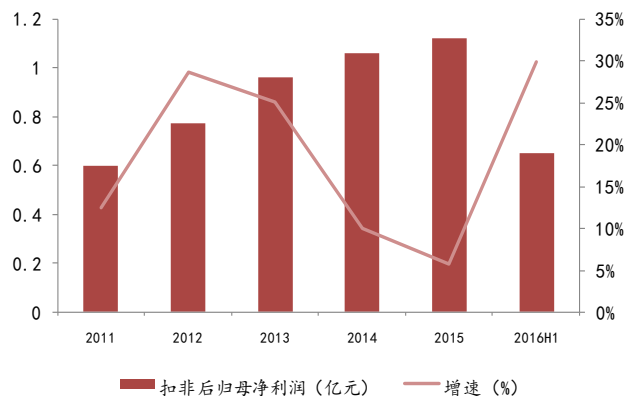
公司业绩状况：公司营业收入总量 13 年到 15 年均较稳定地维持在 6.5 亿—7 亿的范围之间，15 年受宏观经济下行影响，营业收入首次出现负增长，收入 6.47 亿元，同比减少 7.29%，但公司的净利润一直保持每年正增长，在 15 年营收负增长的情况下，15 年归属上市公司股东净利润 1.39 亿元，同比增加 10.99%，EPS0.34 元，同比提升 9.68%。16 年上半年实现营业收入 3.2 亿元，同比增长 2.6%，其中智能成表实现收入 1.1 亿元，同比增长 32.6%；实现归属于母公司股东的净利润 7382.5 万元，同比增长 18.4%。

图 1：公司 2011 年以来营业收入稳健



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2011 年以来归母净利润逐年递增

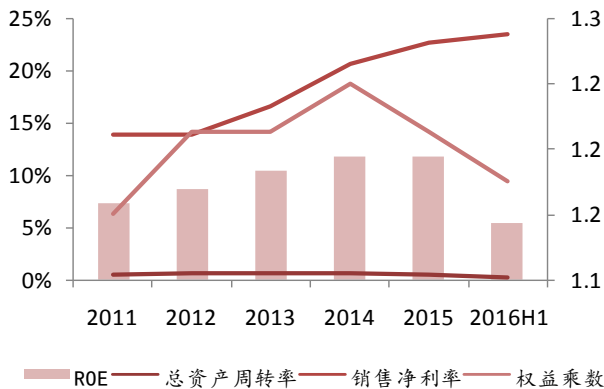


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的净资产收益率波动上升，于 14 年达到最高值 11.75%，15 年 11.19% 同比略有下降，但仍远高于 14 年之前的年份。这主要得益于公司销售净利率的持续提升，表明公司销售收入获取能力得到有效提高。而 15 年 ROE 略低于 14 年主要是总资产周转率和权益乘数降低所致。

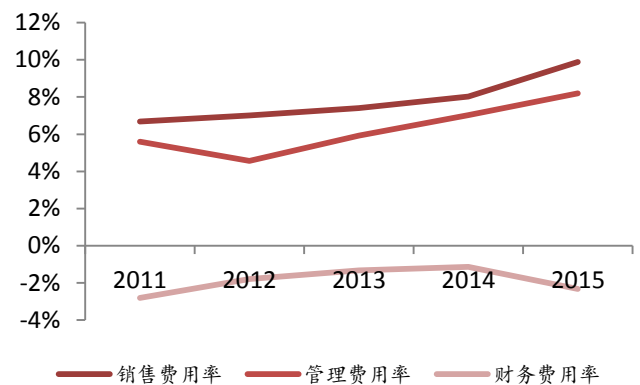
公司账上货币资金一直较为充裕，截至 2016 年 Q1 公司共有 5.99 亿元货币资金，因此利息收入大于利息支出，财务费用率一直为负数。由于新设分公司及行业竞争加大，公司的管理费用率和销售费用率处于上升通道，但随着分公司管理体系成熟以及公司行业龙头地位的巩固，我们预计这两项费用率上升空间有限。

图 3：公司 2011 年以来 ROE 稳步提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2011 年以来三费率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 公司实现四次战略转型

上市以来，公司紧跟行业发展节奏，实现了四次转型：

第一次转型：丰富产品线，从单一生产水表拓展为以水表、水表配件、热量表等产品为主的水工体系产品；

第二次转型：紧抓“智慧城市”的大产业机会，将公司产品技术升级向智能化转型，提升产品竞争力。公司 2011 年与积成电子合作成立三川积成，深耕能够完成远程数据传输的智能成品表；2013 年增资控股国德科技，介入一体化水司管理系统软件；14 年与中国移动合作，推进开发物联网水表，成功实现产品升级，进军水务大数据应用；15 年与华为合作，基于华为 NB-IOT 技术的物联网水表的开发，深化物联网水表技术。

第三次转型：延伸产业链，向智慧水务转型，公司业务由水计量向水运营、水监测、水处理、健康水生活产品与服务拓展和延伸。公司此前拥有鹰潭水务和余江水务这两家参股水务公司，在此基础上设立三川水务，对公司的水务业务进行统一规划管理。既分享水务运营的稳定收益又为智能水表在一线城市的铺开及新业务软件系统的销售带来新的营销模式

第四次转型：向互联网金融转型，公司在上海设立全资子公司“上海三川金融信息服务有限公司”从事互联网金融，提供水务金融服务；设立“上海三川爱水科技有限公司”，提供智慧水务软件服务。

图 5：公司四次战略转型



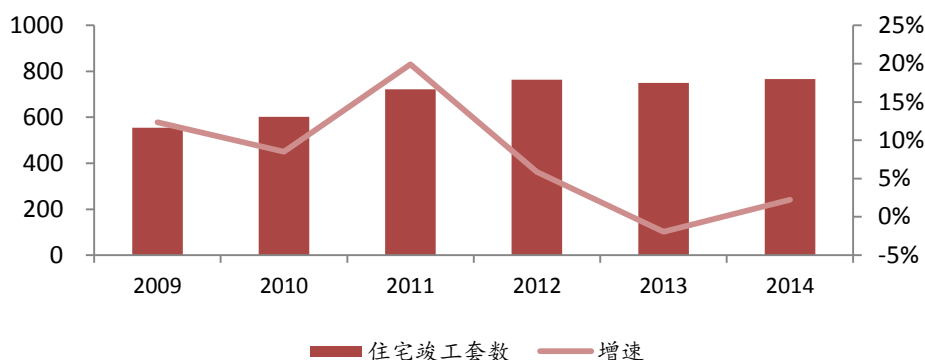
数据来源：西南证券

2 智能水表先行者

2.1 智能水表市场空间巨大

总体而言，水表行业市场的景气度与房地产行业的景气度较为相关。2014 年我国住宅竣工套数约为 765.94 万套，同比增长 2.2%。水表销售通常滞后于住宅竣工后 3-5 个季度。加之 2015 年末及 2016 年初，国内房地产有复苏的迹象，我们认为 2016-2017 年水表市场景气度会保持在较高水平。

图 6：2009-2014 年国内住宅竣工套数（单位：万套）



数据来源：wind，西南证券整理

在水表市场整体景气的背景下，我们认为水表市场智能水表市场已进入加速发展期，支撑其增长的主要逻辑是：

（1）阶梯式水价推广及智慧城市建设，智能水表是发展的必然趋势

2014 年 1 月 3 日，国家发改委和住建部发布了《关于加快建设完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》（以下简称“意见”）。虽然发改委提出，原则上 2015 年底前在所有设市城市全面实行居民阶梯水价制度，但“一户一表”的改造推进并没有规划中顺利，且由于大部分居民住宅仍使用机械表，“阶梯水价”在运行中存在许多操作性难题。

实行阶梯水价的前提是抄表到户、一户一表。一户一表改造将直接提高对水表的需求，而阶梯水价的实施与智能计费密不可分，在人工成本攀升的背景下提高抄表到户率将提升对智能水表的需求。智能水表在计费方面相比机械水表的强大优势，使其在配合阶梯水价的大面积实施方面，具备取代机械水表的十分必要性。

（2）国内水务公司“产销差”较国际标准过高，损耗过大

产销差是自来水厂计量仪表和用户水表之间未收到水费的水量，亦称为“无收益水量”，对水务公司的利润率影响非常大。

由于管道漏损、计量不准以及人为透漏水等因素，国内水务公司产销差 20--30%左右，远高于国际 8%的平均水平，给水务公司造成了较大的经济损失。智能表读取数据客观，精确度高，可以有效降低水务公司“产销差”。

表 1：智能表、机械表对比一览表

序号	机械水表的弊端	智能水表
1	机械水表抄读速度慢，计费周期长，造成自来水公司长期垫资运营	读取数据方便快捷，扣费方式支持按月及提前等多种方式，阶梯计价调费操作简单
2	抄表工作人工成本高，并且人工读数主观操控性强，精确度不高	可自动抄读和远程抄读，读取数据客观，精确度高
3	无实时数据且存储数据不方便，无法进行数据分析	数据实时读取，电脑存储，可实现智能分析
4	无法实现水质、水压等多功能扩展	可加载水质、水压等监测功能，是未来智慧水务的终端单元

数据来源：产业信息网，西南证券整理

智能水表渗透率低，市场空间大：目前国内水表保有量为 3.5 亿台，智能水表存量为 3000 万台，渗透率不到 10%。每年的智能水表市场容量由传统水表更换替代需求及扩大公共供水范围及城市新增管网建设带来的新增水表需求两部分构成。表 2 测算了不同替代率和新增率下智能水表的年均规模，由于传统水表保有量远高于智能水表保有量，再加之近几年地产业增速及房屋入住率均有所下滑，机械水表更新替代率对市场容量的影响更大。在替代率为 6% 时，年市场规模超过 40 亿元，根据公司水表平均 20% 的市占率来计算，每年将为公司创收 8 亿元左右，公司的智能水表业务将长期受益。

表 2：不同替代率、新增率下智能水表市场容量（按每台智能水表 200 元计算）（单位：亿元）

替代率 新增率	3%	4%	5%	6%
7%	23.4	29.8	36.2	42.6
8%	24.0	30.4	36.8	43.2
9%	24.6	31.0	37.4	43.8
10%	25.2	31.6	38.0	44.4

数据来源：西南证券

2.2 公司智能水表竞争优势明显

水表仍是公司的绝对主业，15 年为公司贡献 5.54 亿元营收，占比为 85.63%。公司在水表主业上有两大发展战略：

（1）技术先行，实现智能化转型

公司技术研发在行业内属于领先地位，是行业内首家设立博士后工作站及建有国家级企业技术中心的企业。公司与龙芯中科合作，研发出了国内首款水气热计量通用芯片；与中移合作，在国内首推物联网水表；将超声波技术应用于民用水表，研发出业内领先的全电子水表；与华为合作，共同研发基于 NB-IOT 技术的物联网水表。同时积极参与“四表合一”，目前“四表合一”改造项目已在多个城市启动，公司目前已与国网江西省电力公司等相关企业达成了初步的合作意向，拟对鹰潭城区 8 万台水表实施“四表合一”改造，打造精品样板工程，以冀在全国范围内推进。

表 3：截至 2016 年 Q1 公司重要研发项目进展

序号	研发项目	拟达到目标	进展情况
1	基于华为 NB-IOT 技术的 物联网水表的开发	产品商业化	完成初期调试，并配合参加德国汉诺威的 CeBIT 展，实现了数据的交互及开关阀功能。现配合华为实现国内网络试点。
2	国网四表集抄系统的系统开发	满足国网集抄要求	正在与省电网及市电网沟通，确定技术路线图及试点工程，预计今年可实现两万多台水表的上线集抄，争取打造样板工程
3	水司管网地理信息（GIS）平台建设	通过 GIS 平台，水司可及时监控整个辖区内管网的流量及压力运行实时情况，依据状况做出优化及预警。	正在布置实施，以点带面
4	分区计量管理（DMA）的开发	通过软件系统自动分析，帮助水司寻找输水管道漏水点及漏损量，从而降低产销差率	在去年已取得成功的基础上，继续完善系统，增加预警及计算能力，并通过大量采用物联网水表，实现户用漏水检测。
5	预付费+物联网水表双功能水表	结合当前市场主流的智能水表功能，既实现预付费水表的功能又实现管网监控的功能，提高水司的经济效益。	开发完成，并向市场推广。
6	APP 的开发	安卓、IOS 系统地运用开发完成，可实现金融支付等功能	已全面推广手机 APP，完成查询，缴费信息推送，水生活产品的网上推广及下单等各种功能。

数据来源：公司公告，西南证券整理

（2）渠道为王，积极拓展国内外渠道

与电表、燃气表不同，水表的下游客户十分分散，涉及水务公司、房地产公司与物业公司等多类主体。据不完全统计，我国县级及以上的水务公司约 4000 家。公司的渠道优势体现在：公司与全国约 1400 家县级以上水司建立并保持长期、稳定的业务关系，客户覆盖率达到 40% 左右。与此同时，为更好地贴近市场，做好售前、售中、售后服务，有效地提升市场占有率和渗透率，公司先后在北京、南京、广州、西安、郑州、武汉、太原、合肥、长沙、南宁、哈尔滨等十一个中心城市设立了营销与客服办事处，与客户的联系更加紧密，服务更加到位，形成了更加明显的渠道优势。

由于北上深的水表厂大多是国企，将已有的机械表更换为智能表存在较大的困难。公司拟采用股权投资的方式入股部分上海的当地水表厂进而推动公司智能表产品在上海的铺开。在北京市场，公司已于今年 1 月 12 日与京兆水表签署了战略合作框架协议，确定了双方合作的具体内容与合作期限。这一合作将促进公司的智能水表特别是物联网水表迅速抢占北京城区在线水表的智能化更新与改造的市场。

与华为公司合作，借助华为公司全球范围内的公用事业网络渠道，积极开拓海外智能水表市场，目前澳大利亚智能水表项目正在洽谈和送样，与华为的合作将加大提升公司海外销售能力。

图 7：国内销售营销网络



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 8：国际销售营销网络



数据来源：公司官网，西南证券整理

3 智慧水务先行者

3.1 积极布局智慧水务

公司积极布局水务运营：公司 2015 年水务业务营收 0.18 亿元，占公司营收的 2.93%，同比增长 15.78%。公司水务业务虽然目前营收占比较小，但增速可观，且**布局水务运营，既能分享水务运营的稳定收益又为智能水表在一线城市的铺开及新业务软件系统的销售、爱水 APP 的推广带来新的营销模式。**

公司目前已参股和控股的水务公司有三川水务、鹰潭水务、余江水务和清泉水务。清泉水务是公司基于智慧水务发展战略，为丰富智慧水务业务板块，于 2015 年年底以自有资金 500 万元向深圳市清泉水业股份有限公司增资，持有其 11.11% 股权。通过参股和控股的水务公司推动水表的智能化改造。

表 4：公司参股和控股的水务公司

序号	公司名称	注册资本（万元）	业务性质	持股比例
1	三川水务	5500	水务投资	100%
2	鹰潭供水	6600	城市供水	46%
3	余江水务	5449	城市供水	51%
4	清泉水业	1336	水处理、供水	11.11%

数据来源：公司公告，西南证券整理

智慧水务的概念：水务行业智能化、数字化、信息化是必然的发展趋势，智能水表通过记录和分析家庭的用水情况数据与用水习惯数据，可以反映出各个家庭的基本生活习惯，是家庭大消费领域中非常重要的一环。具体是指通过数采仪、无线网络、水质水压表等在线监测设备实时感知城市供排水系统的运行状态，并采用可视化的方式有机整合水务管理部门与供排水设施，形成“城市水务物联网”；同时，可将海量水务信息进行及时分析与处理，并做出相应的处理结果辅助决策建议，以更加精细和动态的方式管理水务系统的整个生产、管理和服务流程，从而达到智慧运行的状态。

公司领先市场布局智慧水务：公司从 2012 年起确立智慧水务发展战略，是市场的先行者。基于以大数据为核心，以物联网为载体的核心理念，公司布局了智慧水务领域的各个环节：供水水务软件—智能水表终端—用水数据监测分析。提供管网检测、节水管控、智能水表、水务信息产业化管理、搭建供水管网实时监测平台和大数据平台，运用水损控制技术，帮助水务集团及水司降低产销差、人力成本、管理成本。

公司于 2016 年年初在上海设立全资子公司“爱水科技”，旨在深度拓展公司智慧水务的产业布局，以物联网水表等智能终端为接入口，逐步构建以物联网技术为应用基础的水务数据云平台，同时借助 APP 的水务金融服务功能切入互联网金融。

图 9：智慧水务布局战略



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 10：基于智慧水务的互联网金融布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

（1）上游—智能水表结合水务软件：与中国移动合作，在国内首推物联网水表，与华为合作，共同研发基于 NB-IOT 技术的物联网水表。公司的物联网水表除涵盖传统智能水表的主流功能外，还具有安装简便，维护、使用方便，信号稳定、数据储量达等功能，具有“互联网+”的特征，为三川智慧构建智慧水务数据云平台奠定基础；水务软件借助自有水务公司及有合作关系的水务公司进行推广，目前已取得跨越式发展，水务管理软件系统用户量大增，今年一季度销售额同比增长 221.37%。

（2）下游—爱水科技 app 结合互联网金融：APP 已于 2016 年 3 月末，正式上线推广。爱水 APP 具有便民水服务（水费缴存、节水服务、智能水表远程控制），利民水安全（关注家庭、办公、旅游周边水质），惠民水增值（净水、健康、财富增值）等多项功能。目前已在鹰潭市实现了移动端缴纳水费的功能；同时，借助水务 APP 的推广应用，将产业链延伸到个人消费者，将公司业务切入大数据服务和互联网金融领域。2015 年初投资 1.2 亿元设立上海三川金融信息服务有限公司，开展互联网个人定制理财、基金销售、保险代理、互联网金融等业务与服务。

图 11：爱水 APP 功能一览



数据来源：爱水 APP，西南证券整理

图 12：爱水 APP 水质监测功能



数据来源：爱水 APP，西南证券整理

3.2 设立产业基金，外延并购可期

公司管理层外延并购预期强烈，多次向市场表达公司将采用并购的方式加快业务拓展，实现水务整体产业链。公司对此具体的发展规划是与合作方共同设立产业并购基金，围绕智慧水务、互联网金融两大板块开展产业并购，加快外延式发展步伐，积极向水务投资运营、水监测、水处理、健康水生活产品与服务等相关涉水业务领域拓展和延伸，布局水业全生态。

截至 2016 年 Q1 公司共有 5.99 亿元货币资金，公司充足的现金为后续兼并收购提供了有力的保障。过去一年，尽管公司除参股清泉水业外，并没有其他的并购项目落地，但整体而言，公司并购发展的认识提高了，并购发展的方向明确了，同时通过在上海设立的两家子公司加强了与资本市场的联动，因此我们认为公司后续成功开展外延并购项目的可能性极大。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2015 年智能成表销售 80 万台，2016 年的全年目标是 100 万台，今年上半年发货量约为 45 万台，同比增长 40%，加之水表销售具有季节性因素影响，下半年是销售旺季，今年有望超出 100 万台的销售目标额，预计 16-18 年智能表业务增速分别为 25%、18%、15%。

假设 2：普通表与节水表这两项业务与房地产行业的景气度高度相关，虽然 16 年房地产行业有所复苏，但由于受到智能表的冲击，我们谨慎预估这两项业务增速 16-18 年将稳定在 10%左右的水平，普通表分别为 10%、10%、8%，节水表分别为 10%、8%、8%。

假设 3：公司 15 年末增资清水水务，将在 16 年为公司贡献水务运营业绩。同时，清水水务拥有较为先进的水净化技术，将与公司已持有的水务业务产生协同效应，随着公司在水务业务方面的管理能力提升，我们预计业务增速将维持在中高水平，16-18 年营收增速为 100%、80%、60%。

假设 4：由于公司具有渠道优势并且旗下有四家水务公司，随着软件业务的布局逐渐展开加之业务基数较小，我们预计软件业务的增长将维持在较高水平。16 年一季度公司水务软件系统销售同比增长 221.37%，而水务软件的销售通常会在下半年发力，公司的软件开发业务高速增长基本确定，预计 16-18 年营收增速为 250%、150%、80%。

假设 5：随着分公司管理体系成熟以及公司行业龙头地位的巩固，我们预计管理费用率和销售费用率将有所降低；公司账上仍有 6 亿元货币资金，财务费用率将保持负率。

表 5：分业务盈利预测

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计						
营业收入	676.21	697.93	643.79	776.85	931.67	1,102.09
yoy	10.30%	3.21%	-7.76%	20.67%	19.93%	18.29%
营业成本	470.47	456.69	421.43	486.76	568.75	655.40
毛利率	30.43%	34.57%	34.54%	37.34%	38.95%	40.53%
智能表						
收入	278.01	253.03	250.44	313.05	369.40	424.81
yoy	22.49%	-8.99%	-1.02%	25.00%	18.00%	15.00%
成本	179.86	149.83	141.94	172.18	203.17	233.64
毛利率	35.30%	40.79%	43.32%	45.00%	45.00%	45.00%
普通表						
收入	154.48	172.57	161.89	178.08	195.89	211.56
yoy	1.20%	11.71%	-6.19%	10.00%	10.00%	8.00%
成本	113.05	124.35	120.33	128.22	141.04	152.32
毛利率	26.82%	27.94%	25.67%	28.00%	28.00%	28.00%
节水表						
收入	154.61	147.53	142.49	156.74	169.28	182.82
yoy	5.94%	-4.58%	-3.42%	10.00%	8.00%	8.00%
成本	109.33	102.55	95.95	106.58	115.11	124.32
毛利率	29.29%	30.49%	32.66%	32.00%	32.00%	32.00%
水务						
收入	0.00	11.98	18.97	37.94	68.29	109.27
yoy			58.35%	100.00%	80.00%	60.00%
成本	0.00	6.37	12.72	22.76	40.98	65.56
毛利率		46.83%	32.95%	40.00%	40.00%	40.00%
软件						
收入	0.00	2.71	5.85	20.48	51.19	92.14

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
yoy			115.87%	250.00%	150.00%	80.00%
成本	0.00	0.18	0.88	4.10	10.24	18.43
毛利率		93.36%	84.96%	80.00%	80.00%	80.00%
其他						
收入	88.53	96.08	64.15	70.57	77.62	81.50
yoy	6.30%	8.53%	-33.23%	10.00%	10.00%	5.00%
成本	68.10	71.50	47.36	52.92	58.22	61.13
毛利率	23.08%	25.58%	26.17%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.16 元、0.22 元和 0.27 元，对应 PE 为 48 倍、36 倍、30 倍。SW 仪器仪表板块 PE（2016）为 63.78 倍，公司技术优势明显，积极布局智慧水务全产业链，随着未来软件业务、水务业务、互联网金融业务的逐渐铺开，水务全生态协同效应明显，我们认为公司至少应享受仪器仪表板块 64 倍的平均估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

宏观经济下行的风险、公司物联网水表业务开展不畅的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	647.05	780.78	936.38	1107.67	净利润	146.16	179.12	240.26	291.49
营业成本	421.43	489.22	571.62	658.72	折旧与摊销	23.52	27.79	27.84	27.86
营业税金及附加	5.58	6.05	7.39	8.82	财务费用	-14.99	-7.81	-9.36	-11.08
销售费用	64.37	58.56	70.23	83.08	资产减值损失	11.84	0.00	0.00	0.00
管理费用	52.95	54.65	65.55	77.54	经营营运资本变动	-115.95	-36.18	-73.36	-82.04
财务费用	-14.99	-7.81	-9.36	-11.08	其他	80.73	-29.95	-50.02	-50.00
资产减值损失	11.84	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	131.33	132.98	135.35	176.24
投资收益	20.73	30.00	50.00	50.00	资本支出	11.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-100.95	30.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-89.81	30.00	50.00	50.00
营业利润	126.59	210.11	280.95	340.60	短期借款	-25.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	42.89	-0.45	-0.45	-0.38	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	169.48	209.66	280.51	340.22	股权融资	123.13	0.00	0.00	0.00
所得税	23.32	30.53	40.25	48.73	支付股利	-24.95	-27.70	-33.94	-45.53
净利润	146.16	179.12	240.26	291.49	其他	-26.58	3.06	9.36	11.08
少数股东损益	6.96	8.53	11.43	13.87	筹资活动现金流净额	46.60	-24.64	-24.58	-34.45
归属母公司股东净利润	139.21	170.60	228.82	277.62	现金流量净额	89.32	138.33	160.78	191.80
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	600.52	738.85	899.63	1091.43	成长能力				
应收和预付款项	234.46	247.90	304.16	364.05	销售收入增长率	-7.29%	20.67%	19.93%	18.29%
存货	112.01	129.98	151.91	175.06	营业利润增长率	-14.36%	65.97%	33.72%	21.23%
其他流动资产	97.66	117.84	141.33	167.18	净利润增长率	1.51%	22.55%	34.13%	21.33%
长期股权投资	133.86	133.86	133.86	133.86	EBITDA 增长率	-15.81%	70.28%	30.13%	19.36%
投资性房地产	34.45	34.45	34.45	34.45	获利能力				
固定资产和在建工程	272.18	251.63	231.04	210.42	毛利率	34.87%	37.34%	38.95%	40.53%
无形资产和开发支出	99.17	91.99	84.80	77.62	三费率	15.82%	13.50%	13.50%	13.50%
其他非流动资产	17.26	17.19	17.12	17.05	净利率	22.59%	22.94%	25.66%	26.32%
资产总计	1601.57	1763.70	1998.31	2271.13	ROE	10.04%	11.18%	13.28%	14.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.13%	10.16%	12.02%	12.83%
应付和预收款项	118.42	132.56	159.26	184.42	ROIC	13.83%	23.17%	29.54%	33.07%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.88%	29.47%	31.98%	32.26%
其他负债	27.29	28.61	30.21	31.89	营运能力				
负债合计	145.71	161.17	189.46	216.31	总资产周转率	0.43	0.46	0.50	0.52
股本	416.01	1040.03	1040.03	1040.03	固定资产周转率	2.58	3.00	3.89	5.03
资本公积	400.98	68.17	68.17	68.17	应收账款周转率	3.36	3.61	3.82	3.71
留存收益	540.67	392.37	587.25	819.34	存货周转率	3.59	4.04	4.05	4.03
归属母公司股东权益	1362.41	1500.56	1695.44	1927.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.72%	—	—	—
少数股东权益	93.45	101.97	113.41	127.28	资本结构				
股东权益合计	1455.86	1602.54	1808.85	2054.82	资产负债率	9.10%	9.14%	9.48%	9.52%
负债和股东权益合计	1601.57	1763.71	1998.31	2271.13	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.25	8.69	8.79	9.12
					速动比率	7.37	7.78	7.90	8.23
					股利支付率	17.93%	16.23%	14.83%	16.40%
					每股指标				
					每股收益	0.13	0.16	0.22	0.27
					每股净资产	1.40	1.54	1.74	1.98
					每股经营现金	0.13	0.13	0.13	0.17
					每股股利	0.02	0.03	0.03	0.04
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	135.13	230.09	299.43	357.39					
PE	59.25	48.34	36.04	29.71					
PB	5.66	5.15	4.56	4.01					
PS	12.75	10.56	8.81	7.45					
EV/EBITDA	19.08	32.11	24.14	19.69					
股息率	0.30%	0.34%	0.41%	0.55%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，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 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn