

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

**三川智慧 (300066)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2019年07月15日

## 物联网水表快速出货，建议持续关注

**证券分析师：程成**      0755-22940300      chengcheng@guosen.com.cn      证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001  
**证券分析师：马成龙**      021-60933150      machenglong@guosen.com.cn      证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100002

### 事项：

三川智慧智慧水表出货量已超百万，标志着物联网水表已进入规模放量期。

### 评论：

#### ■ 公司智能水表翻倍出货，该细分领域值得持续关注，维持“买入”评级

在各方面政策推动下，三川智慧的物联网水表今年有望出货突破 150 万台，快速增长，该细分领域已经开始从政策期走向产业落地期。全国 3.5 亿台的水表保有量给智能化升级改造带来巨大的想象空间。三川目前是该领域的领头羊，我们预计公司 2019-2021 年公司净利润分别为 1.3/1.8/2.2 亿元，对应 38/28/22 倍市盈率，维持“买入”评级。

**风险提示：**智能水表推广不达预期风险；政策落地不达预期风险

### 正文：

#### ■ 市监局住建部要求加强民用“三表”管理

今年年初，市场监督管理局住房与城乡建设部发文，要求加强民用“三表”管理，具体包括：1、**提高民用“三表”制造企业产品质量**，同时各类供电企业、供水企业、供气企业等要加强民用三表使用的情况，**在 2019 年 6 月底前摸清详细情况**；2、**强化对民用“三表”安装使用前首次强制检定、到期轮换**的监督管理；3、**强加对民用“三表”计量的监管**；4、**对未经检定的“三表”，相关企业要及时予以更换**。

对于民用“三表”加强监督管理，首先会（1）促进低劣质量的产品淘汰，优质企业产品市场份额提高，其次（2）有利于加快水表更换周期，水表一般生命周期 6 年，现在很多用户到期后不更换，加强到期轮换监督将加快整个行业的替换升级。此外，文件要求各企业摸清用户的具体用表情况，以往抄表可能抄到小区而不是到用户，无形中降低了居民的更换需求。（3）智能表计的远程监控和实时数据呈报能力，极大方便监管部门摸清居民“三表”使用情况以及后续计量，在监管趋严的情况下，智能表计的铺设速度有望加快。

**目前政策层面对于智能表计升级的支持力度，成为产业发展的核心。**目前一个智能水表 200~300 元，普通水表 50~70 元，要实现大规模替换，供水企业需要投入大量资金，资金来源成为升级替换掣肘。一方面，智能水表的成本可以分摊到水价中，但政策实施难度大；另一方面，可纳入智慧城市建设项目中国，由政府财政支出补贴。后者的可能性较大，目前已有上海、北京、深圳、天津等地区进行试点，若形成模板推广向全国，产业大规模升级成为可能性。对于表计监管力度的不断加强，或催化这一过程加速。

## ■ 国标委发布多项物联网技术标准

年初，经国家质量监督检验检疫总局、国家标准化管理委员会批准，《养老机构服务质量基本规范》等 1090 项国家标准、4 项国家标准修改单和 51 项国家标准外文版，正式公布。其中，涉及物联网技术相关标准 30 余项，涉及智能家居、公安物联网、物联网标识、传感器网络、射频识别、数模转换、卫星导航等多个领域，对物联网技术国家标准进行统一，有利于物联网技术的全国推广普及。

智能表计的底层技术为 2G/NB-IOT/Lora 等，虽然不在此次标准体系中，但具体应用场景还是和射频识别、传感器网络等强相关，一定程度上受益政策利好。整个物联网产业会随着标准的统一，有望真正实现“万物互联”从而迎来大发展。

## ■ 公司在智慧水务领域积极拓展

智能水表领域，公司积极参与各省市智慧城市招标，窄带物联网水表已经进入了一线城市，如北京，上海，天津等。2018 年智能水表出货量超 100 万台。目前全国水表保有量 3.5 亿台，智能水表渗透率 10% 左右，空间巨大。

节能管理领域，公司基于智能水表和平台帮助水务公司降低透损率，采用合同能源管理形式收费（平台软件由公司提供，目前和杭州水务在合作）。以上海为例，整个上海水务公司漏损率 30% 左右，年用水量 7000 多万吨，按照 4 元一吨的价格计算，每年造成直接经济损失 8400 万元，节约空间巨大。

## ■ NB-IOT 水表的推广情况

运营商推广 NB 表：提供 SIM 卡片的时候会有补贴。最开始时一年的资费通信费要 6 块，6 年要 30 多块，加上卡片下来要四五十块，现在 6 年大概是三十块左右。

目前 NB 表可以实现远程抄表，并且上线率很高。几个主要的一线城市像北京、上海、天津和深圳都在用公司的表，北京的上线率达到 99.5% 以上，在线量超过一千万，但绝大部分是普通机械表；天津的量最大，计划今年招标两百万台 NB 的表，公司已经中标了 75 万台；上海市去年招标 15 万台，公司拿到了近 7 万台，是第一中标人。

在 NB 表的出资方面，效益好的水厂会投，效益不好的国家和地方政府会进行补贴，比如前些年南京搞智慧城市试点，国家给了 60 亿，涉及到水表、电表和气表的智能化改造。未来三块表的功能集中到一块表上不太可能，它们的管辖部门不一样，使用场景也不一样。数据采集统一收集可以做，国家电网就在推四表集抄，但是完全统一收集估计也做不到。

未来 NB 表的功能：现在水表主要还是做到远程抄读，但是也可以做到远程控制了。现在公司也在做一些开发，像澳大利亚做的样表里面，把压力传感器，温度传感器和水质传感器都结合进去了，不过价格也比较高，国内不一定适用。NB 依附 5G，两者互相融合，5G 发展起来，后面复合度会更高一些。

NB 相对于 2G 的好处是：覆盖面广，抄表率高，原来是 95% 已经不错了，现在已经达到 99% 以上了。一般收费是一个月抄一次，但是像漏损的监控就要实时抄，通过数据的对比来发现问题，实时监测，这也是今后发展智能水表的一个价值所在。

## ■ NB-IOT 水表的 market 空间

目前全国水表保有量约 3.5 亿台，智能水表渗透率大概 20% 左右，水表进行物联网改造的 market 空间很大，特别是去年下半年以来几大主要城市都在做。

目前国内超期服役的水表很多，国家规定 6 年一换，但很多地方都做不到，有的地方可能十几年都不换。今年年初国家有关部门出台民用三表管理规定，要求做到首次检测，到期更换，这将促进水表的定期更换。

公司的主要客户是水务公司，房地产也是我们的一部分，以定期更换为主，平均更换周期大概十年左右更换一次，定期更换的量大概在三千五百万左右，新增的大概一千二百万左右。

IC 卡智能表在 2000 年就推出了，已使用了近二十年；公司在行业内首推的物联网水表，最长的使用年限也有四五

年，快到更换周期了。

据行业统计数据，水表行业每年产销量大概 6000-7000 万台，一半以上是更换的，新装的大概 20%左右，以智能水表为主。

### ■ 三川智慧目前 NB-IOT 水表的推广情况

公司业绩增长主要来源于产品结构的调整，原来主要做普通机械表，现在大量做智能表。普通机械表是 50 元左右，毛利率大概是 20%；智能表售价是 250 元以上，毛利率大概是 30%-40%，主要利润来自这块。我们认为这几年是一个非常好的时期，今年的利润增速预计是 30-50%，收入稍滞后一些。

全国来说，智能水表的占有量大概 20%左右，据行业预测，2025 年智能水表的占有量将达到 50%。公司智能水表去年做了 100 多万，今年应该可以突破 150 万。

海外市场来看，我国水表的出口量很大，一年大概 1000 万台，占到了总销量的 20%左右。但智能水表的销量不多，欧美市场也很难进去，标准也不一样，出口中东、非洲和东南亚多一些。

公司的业务覆盖全国各地，还有部分产品出口。今年的主战场是天津这边，估计会占到公司一半的产能。公司已经拿到天津市场 75 万台的订单了。

除了主业一直在坚持之外，公司也做了一些并购，但不是行业内的并购，行业内的并购公司觉得没什么价值，主要是其他的涉水行业、环保行业，公司现在的主营业务之外，参股和控股了几家水务公司，投资了一些环保类企业等等，希望尽可能形成第二个业务板块。

公司控股子公司三川国德水务管理软件的用户已经越过 200 家，去年业务收入越过 1000 万。新开发的用户，业务概算大的有千百万，小的一两百万或几十万都有。

### ■ 三川智慧的其它业务布局

竞争对手：做水表这块的上市公司应该有四个了，除了三川之外还有新天科技，宁波水表，汇中股份。

公司的估值较高的原因：市盈率高，和前阵子炒了两个概念有关，一个是华为的战略合作关系，另一个是废旧稀土处理。公司在这个行业上市最早，水表的国内占有率最高。

员工持股计划：2015 年做了一次员工持股计划，今年到期，后期是否推出新的持股计划还不确定。公司的第一期员工持股计划是自己管理的。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	615	700	700	700
应收款项	328	339	424	558
存货净额	177	142	176	233
其他流动资产	14	16	21	27
<b>流动资产合计</b>	<b>1133</b>	<b>1197</b>	<b>1320</b>	<b>1518</b>
固定资产	266	267	265	262
无形资产及其他	68	165	262	360
投资性房地产	232	232	232	232
长期股权投资	194	214	234	254
<b>资产总计</b>	<b>1894</b>	<b>2075</b>	<b>2314</b>	<b>2626</b>
短期借款及交易性金融负债	0	53	109	169
应付款项	81	96	119	159
其他流动负债	92	102	125	165
<b>流动负债合计</b>	<b>174</b>	<b>252</b>	<b>353</b>	<b>493</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	27	29	31	33
<b>长期负债合计</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>31</b>	<b>33</b>
<b>负债合计</b>	<b>201</b>	<b>281</b>	<b>384</b>	<b>526</b>
少数股东权益	95	99	105	111
股东权益	1598	1695	1825	1989
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1894</b>	<b>2075</b>	<b>2314</b>	<b>2626</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.09	0.13	0.17	0.21
每股红利	0.02	0.03	0.04	0.06
每股净资产	1.54	1.63	1.76	1.91
ROIC	7%	6%	9%	10%
ROE	6%	8%	10%	11%
毛利率	34%	35%	36%	36%
EBIT Margin	16%	13%	16%	16%
EBITDA Margin	20%	17%	19%	19%
收入增长	13%	20%	25%	32%
净利润增长率	24%	34%	35%	25%
资产负债率	16%	18%	21%	24%
息率	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%
P/E	50.7	37.8	28.1	22.4
P/B	3.1	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	37.7	36.7	26.9	21.6

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>687</b>	<b>825</b>	<b>1031</b>	<b>1357</b>
营业成本	454	536	660	868
营业税金及附加	9	11	13	17
销售费用	74	82	98	129
管理费用	41	85	95	125
财务费用	(11)	0	0	0
投资收益	38	25	25	25
资产减值及公允价值变动	(26)	0	0	0
其他收入	(17)	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>116</b>	<b>135</b>	<b>189</b>	<b>242</b>
营业外净收支	(0)	20	20	20
<b>利润总额</b>	<b>116</b>	<b>155</b>	<b>209</b>	<b>262</b>
所得税费用	14	19	25	31
少数股东损益	4	6	8	10
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>98</b>	<b>131</b>	<b>177</b>	<b>221</b>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>98</b>	<b>131</b>	<b>177</b>	<b>221</b>
资产减值准备	9	0	(0)	(0)
折旧摊销	27	32	34	36
公允价值变动损失	26	0	0	0
财务费用	(11)	0	0	0
营运资本变动	(164)	49	(76)	(117)
其它	(6)	4	6	7
<b>经营活动现金流</b>	<b>(10)</b>	<b>216</b>	<b>141</b>	<b>148</b>
资本开支	(99)	(130)	(130)	(130)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(77)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(26)	(34)	(46)	(58)
其它融资现金流	71	53	55	60
<b>融资活动现金流</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>9</b>	<b>2</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(67)</b>	<b>85</b>	<b>0</b>	<b>(0)</b>
货币资金的期初余额	682	615	700	700
货币资金的期末余额	615	700	700	700
企业自由现金流	(139)	48	(26)	(19)
权益自由现金流	(68)	102	29	41

## 相关研究报告

《三川智慧-300066-重大事件快评：调研纪要：智慧水表兴起带来新一轮增长》 ——2019-01-10

《三川股份：未来水工行业的大超市》 ——2010-03-09

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行