

2017年04月17日

金卡智能 (300349.SZ)

借力物联网 NB-IOT, 智能燃气表龙头再起飞

■燃气表周期换代推动主营业务可持续性发展: 受技术和监管的限制, 国家规定以天然气为介质的燃气表使用期限一般不超过 10 年, 以人工燃气、液化石油气等为介质的燃气表使用期限一般不超过 6 年, 周期性地强制更新替换保证了燃气表需求的可持续性。2016 年, 公司实现营业收入 8.54 亿元, 同比增长 44.12%, 实现归属于母公司所有者净利润 9226.94 万元, 同比增长 12.16%。2017 年一季度业绩预告, 归母净利润 3936 万~4483 万, 同比增长 80%~105%。

■物联网时代到来, 燃气表智能化趋势显著: 2015 年, 中国主流运营商开始 NB-IoT 试点, 2017 年华为将实现 NB-IoT 商用芯片量产, 国内三大运营也纷纷明确 2017 年将规模部署 NB-IoT 网络。NB-IoT 技术的发展带动了智能燃气表技术的革新, 物联网智能燃气表应运而生。公司已与佛山燃气、深圳燃气等多地燃气公司、中国电信等运营商、华为等设备商签订了战略合作协议, 并将在未来 5 年, 向新疆燃气提供不少于 50 万台智能燃气表, 抢占 NB-IoT 物联网智能燃气表市场。未来随着 NB-IoT 商用带来的物联网燃气表市场高速发展, 公司有望抢占市场先机, 享受物联网智能燃气表市场快速发展带来的红利。

■并购天信仪表, 进军工业燃气计量表领域: 天信仪表集团是中国燃气计量行业的龙头企业, 是国内领先的流量仪表和燃气应用系统解决方案的专业服务商, 在工业燃气表行业的市占率约 35%, 在油田、长输管线、分输三大领域的市场占有率分别达到 30%、5%、36%。2016 年, 公司以 13.96 亿元并购天信仪表集团有限公司, 并购后金卡智能持股 98.54%, 后又以 1124.60 万元人民币进行增持, 增持后持股 99.33%。并购完成后, 公司将借助天信仪表将进入工业燃气计量表领域, 填补公司相关业务的空白, 完善业务结构和销售渠道, 提升核心竞争力和盈利能力。

■加速外延, 构建智慧燃气云平台, 抢占市场先机: 2016 年 5 月, 金卡智能以 9000 万元现金收购北京北方银证 100% 的股权, 以 2000 万元收购北京华思科 51% 的股份。北京北方银证是国内独立燃气软件供应市场的领导者之一, 拥有智能表具采集平台, 并已完成与国内主流智能表具的对接, 拥有 300 多家包含城市燃气在内的大用户, 覆盖 2000 多万中国城市终端家庭用户。华思科的核心业务是 SaaS 易联云服务平台

公司深度分析

证券研究报告

电子设备

投资评级 **买入-A**

首次评级

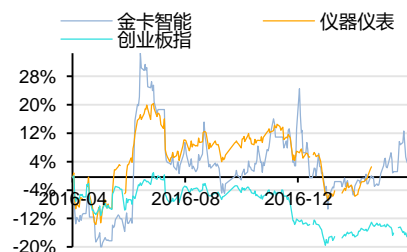
6 个月目标价: **40.29 元**

股价 (2017-04-17) **32.70 元**

交易数据

总市值 (百万元)	7,683.62
流通市值 (百万元)	4,855.14
总股本 (百万股)	234.97
流通股本 (百万股)	148.48
12 个月价格区间	25.62/43.00 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.56	3.27	24.75
绝对收益	1.55	5.31	5.64

夏庐生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517020003

xials@essence.com.cn

021-35082732

相关报告

台，主要包括微坐席、微工单、微自助、微绩效四大服务板块，目前已经与 100 多家公用事业客户展开合作，终端涵盖 1000 多万户。智慧燃气云平台的构建，将与公司智慧公用云、快捷公用云等相互融合、提升燃气数据综合应用水平，助力公司长期成长。

■ **投资建议：**公司作为燃气计量行业龙头企业，收购天信仪表进军工业燃气计量表领域，并购北京北方银证和华思科构建智慧燃气云平台，并与华为、深圳电信战略合作基于 NB-IOT 的物联网智慧燃气。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 12.69 亿元 (+48.60%)、16.88 亿元 (+32.97%)、24.46 亿元 (+44.93%)，净利润分别为 1.86 亿元 (+112.48%)、2.67 亿元 (+43.25%)、3.59 亿元 (+34.67%)，对应 EPS 分别 0.79 元、1.13 元、1.53 元，对应 PE 分别为 41X、29X、21X 参考行业平均估值 47 倍，考虑到公司在燃气计量领域的领先地位和未来 NB-IOT 智慧燃气的成长性，给予 6 个月目标价 40.29 元，对应 2017 年动态 PE 51 倍。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：**物联网市场发展不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	592.7	854.3	1,269.4	1,687.9	2,446.4
净利润	79.9	87.6	186.1	266.7	359.1
每股收益(元)	79.90	0.37	0.79	1.13	1.53
每股净资产(元)	3.97	11.52	12.30	13.05	14.41

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	0.4	87.7	41.3	28.8	21.4
市净率(倍)	8.2	2.8	2.7	2.5	2.3
净利润率	13.5%	10.3%	14.7%	15.8%	14.7%
净资产收益率	8.6%	3.2%	6.4%	8.7%	10.6%
股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	1.2%	0.5%
ROIC	39.9%	9.1%	7.6%	13.0%	14.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 国内领先的智能燃气整体解决方案供应商.....	5
2. 完善产业结构，打造智能燃气整体解决方案全产业链.....	7
2.1. “气代煤”进程推进，燃气消费需求上升.....	7
2.2. 燃气表需求稳步增长，公司加速物联网燃气表布局.....	8
2.2.1. 燃气表需求稳步上升，燃气表智能化趋势显著.....	8
2.2.2. 物联网时代到来，彰显物联网燃气表先发优势.....	9
2.2.3. 燃气表产品种类丰富，产业链布局完整.....	10
2.2.3.1. IC 卡智能燃气表.....	10
2.2.3.2. 无线智能燃气表.....	11
2.2.3.3. GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软件.....	11
2.2.3.4. 膜式燃气表.....	12
2.3. 并购天信仪表，进军工业燃气计量表领域.....	13
2.4. 加速外延，建设智慧燃气云平台，抢占市场先机.....	15
2.4.1. 并购北京北方银证、建设智慧燃气云平台.....	17
2.4.2. 并购华思科、打造 SaaS 易联云服务平台.....	17
3. 盈利预测与投资建议.....	18
4. 风险提示.....	19

图表目录

图 1: 金卡智能 2012-2016 年营业收入及增速.....	6
图 2: 金卡智能 2012-2016 年归母净利润及增速.....	6
图 3: 金卡智能 2012-2016 年毛利及增速.....	6
图 4: 金卡智能 2012-2016 年毛利率和净利润率对比.....	6
图 5: 金卡智能股权结构.....	7
图 6: 中国 2012-2015 年天然气产量及增速.....	8
图 7: 中国 2015-2020 年天然气产量及消费量.....	8
图 8: 天然气销售业务 2012-2016 年营收及毛利变化.....	8
图 9: 金卡智能天然气销售业务.....	8
图 10: 中国 2011-2015 年燃气表市场规模及增速.....	9
图 11: 中国 2011-2015 年 IC 卡智能燃气表销量及增速.....	9
图 12: 中国 2011-2015 年智能燃气表占燃气表比重.....	9
图 13: IC 卡智能燃气表.....	11
图 14: IC 卡智能燃气表 2012-2016 年营收及毛利变化.....	11
图 15: 无线智能燃气表.....	11
图 16: 无线智能燃气表 2012-2016 年营收及毛利变化.....	11
图 17: 物联网智能燃气表.....	12
图 18: GPRS /CDMA 远程实时燃气监控系统 2012-2016 年营收及毛利.....	12
图 19: 膜式燃气表.....	12
图 20: 膜式燃气表 2012-2016 年营收，营收增速以及毛利变化.....	12
图 21: 天信仪表发展历程.....	13
图 22: 天信仪表主要产品.....	14

图 23: 天信仪表销售服务网络.....	15
图 24: 2015 年天信仪表市场占有率.....	15
图 25: 智慧燃气云平台.....	16
图 27: 北京银证主营业务.....	17
图 26: 华思科 ESLink 平台.....	18
表 1: 公司发展历程.....	5
表 2: 智能燃气表比较.....	10
表 3: 公司智慧燃气云平台相关研发项目.....	16
表 4: 金卡智能可比公司估值.....	19

1. 国内领先的智能燃气整体解决方案供应商

金卡智能集团股份有限公司成立于 1997 年，注册资本 1.8 亿人民币。2012 年 8 月 17 日，公司上市，成为国内智能燃气表行业的第一家上市企业。经过 20 年的发展，公司已经逐步成为国内领先的智能燃气整体解决方案供应商。近年来，公司通过不断研发创新，在智能燃气表、物联网智能燃气系统等方面均取得领先的市场地位，并通过不断地外延并购，布局新兴市场。目前，公司的家用智能燃气表市占率接近 23%；智能物联网燃气表市占率位于行业第一位，市占率约为 10%；工业燃气表方面，公司通过并购天信仪表成为市占率第一的公司，市占率约为 35%；并且公司通过并购华思科，拥有了国内领先的燃气行业大数据服务平台。

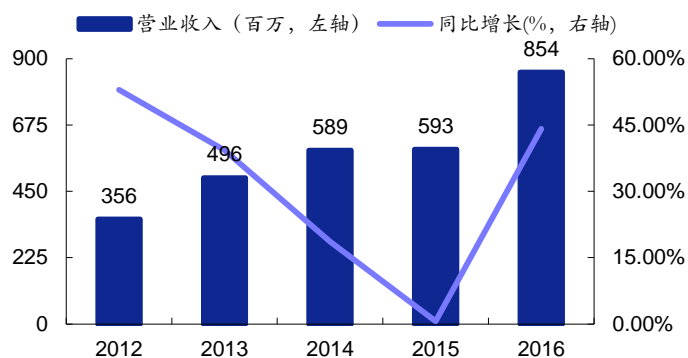
表 1：公司发展历程

2016	并购天信仪表 并购华思科 并购北京银证
2015	研发并推向市场基于物联网技术的“金卡物联网智能燃气表系统” 成功推出金管家 APP 参加了在巴黎举办的第 26 届世界天然气大会 WGC Paris2015 通过荷兰皇家计量院 MID 认证 参加第 19 届俄罗斯国际天然气工业设备和技术应用展 获得哥伦比亚订单，成为公司 15 年第一笔国外订单
2014	被《福布斯》评为“2014 福布斯中国上市潜力企业 100 强第 32 位” 第十届中国燃气行业博燃风云榜年度企业
2013	智能燃气表销售业绩突破 5 亿，销售量突破 200 万台 连续三年销售复合增长率为 45.97%，利润复合增长率为 45.10% 成立华辰能源公司并收购石嘴山华辰投资有限公司、新疆克州燃气公司，迈出进军能源行业重要的一步 公司知识产权和各项专利突破 200 项 被温州市人民政府评为“温州工业百佳企业”第三名
2012	3 月 20 日公司正式通过中国证监会 IPO 审核 5 月 1 日公司总部迁入杭州金卡科技园 8 月 17 日成功在深圳交易所上市，股票名称：金卡股份，股票代码：300349
2011	3 月 24 日正式向中国证监会递交 IPO 申请文件 被浙江省经信委评为“2011 年度浙江省百家最具投资价值企业”
2010	金卡远程智能燃气监控系统成功应用于上海世博会各场馆、上海环球金融中心 进入新奥燃气集团各分公司并得到全面推广 研发金卡第三代智能燃气表并推向市场
2008	为北京奥运会提供燃气远程控制系统 成为中国燃气公司智能燃气表供应商 成为香港中华燃气智能燃气表供应商
1998	成功将第一代 IC 卡智能燃气表推向市场 台州燃气公司与山西朔州燃气公司成为第一批客户
1997	9 月 15 日成立于温州乐清，致力于智能燃气表研发和生产销售

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

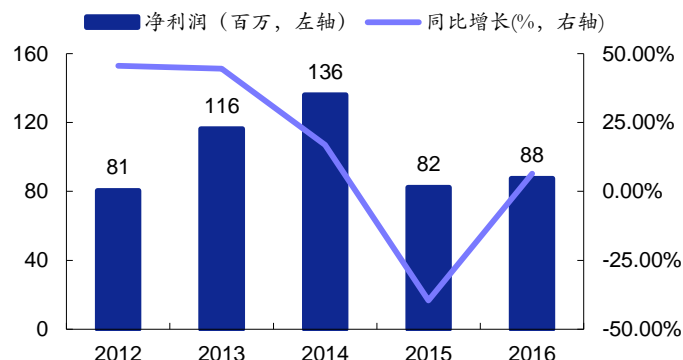
2016 年，公司实现营业收入 8.54 亿元，较 2105 年同期增长 44.12%，实现归属于母公司所有者净利润 9226.94 万元，较 2015 年同期增长 12.16%。2015 年，公司实现营业收入 5.93 亿元人民币，同比增长 0.65%，实现归属于母公司所有者净利润 8226.93 万元人民币，同比下滑 40%，下滑原因在于 2014 年中燃收购浙江威星，开始自主生产燃气表，导致公司失去中燃这个大客户，公司业绩受此影响明显下滑，但 2016 年公司业绩开始逐步恢复。

图 1：金卡智能 2012-2016 年营业收入及增速



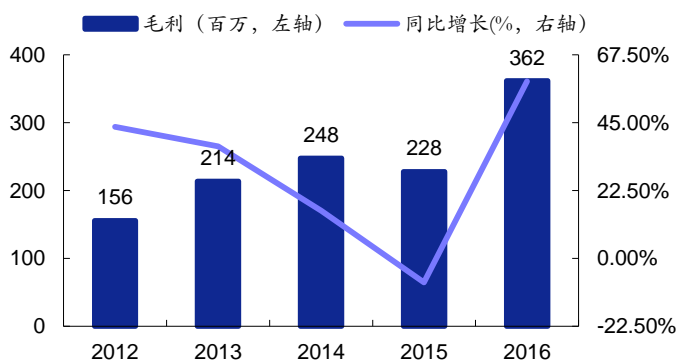
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：金卡智能 2012-2016 年归母净利润及增速



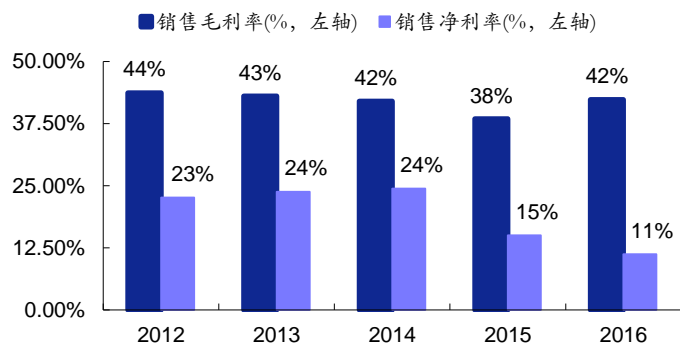
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：金卡智能 2012-2016 年毛利及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

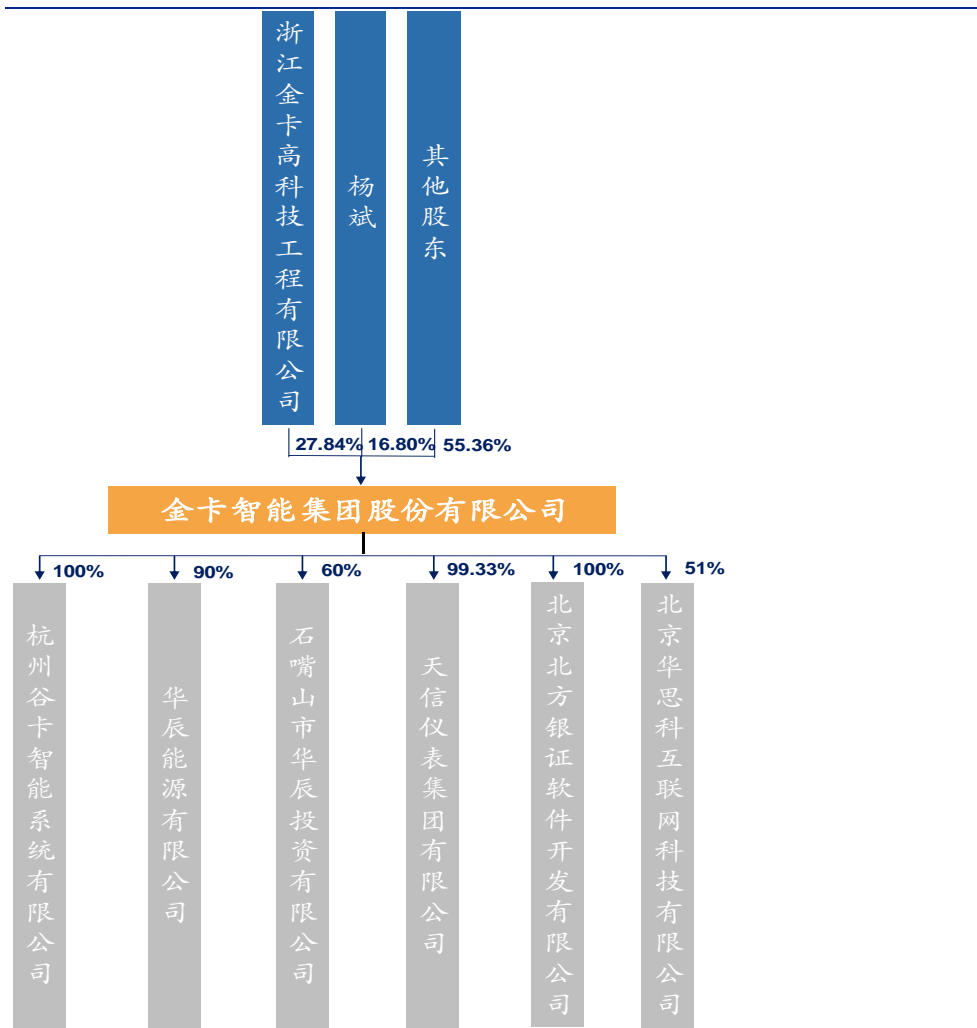
图 4：金卡智能 2012-2016 年毛利率和净利润率对比



资料来源：wind，安信证券研究中心

公司于 2016 年先后进行两次增发，总股本达到 2.35 亿股。浙江金卡高科技工程有限公司占公司股份的 27.84%，是公司的实际控制人；杨斌占公司股份的 16.80%；其他股东合计占股 55.36%。公司持有子公司杭州谷卡智能系统 100% 股份；持有华辰能源有限公司 90% 股份；持有石嘴山华辰投资有限公司 60% 股份。2016 年，公司并购天信仪表集团有限公司，持股 99.33%；并购北京北方银证软件开发有限公司，持股 100%；并购北京华思科互联网科技有限公司，持股 51%。

图 5：金卡智能股权结构



资料来源：wind，安信证券研究中心

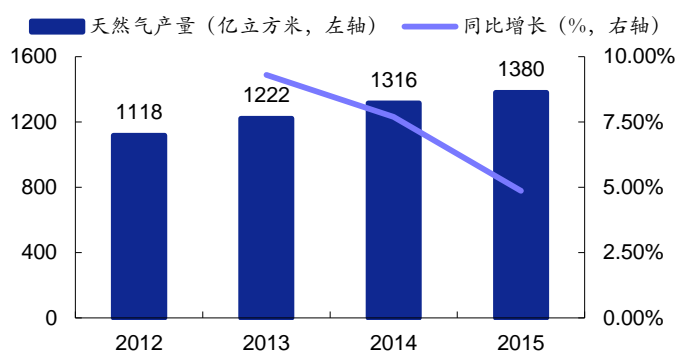
2. 完善产业结构，打造智能燃气整体解决方案全产业链

2.1. “气代煤”进程推进，燃气消费需求上升

随着国家相关政策的发布，“气代煤”将成为一个新的趋势，国内燃气消费需求市场或将迎来较快速的发展。国务院办公厅印发的《能源发展战略行动计划(2014-2020 年)》中提出，到 2020 年，天然气在一次能源消费中的比重将提高到 10%以上。国家发改委下发的《关于保障天然气稳定供应长效机制的若干意见》中明确了我国将建立保障天然气稳定供应的长效机制，增加天然气供应，力争到 2020 年天然气供应能力达到 4200 亿立方米。

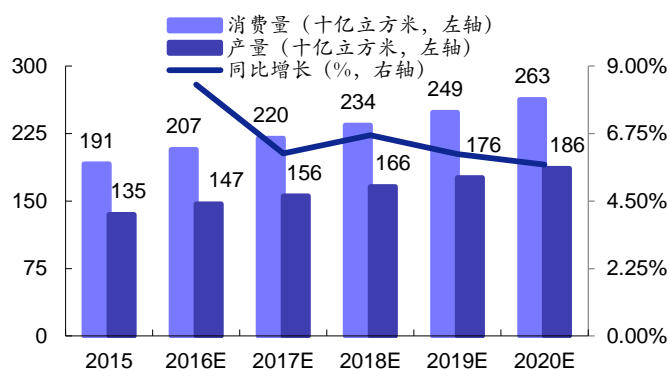
从工程建设的角度来看，新粤浙、陕京四线、中俄天然气管线和西气东输四线等几条主要干线的规划建设也将拉动天然气消费需求市场的快速发展。从地方角度来看，目前许多省份已经把煤改气提上了日程，例如河北省石家庄、邯郸市 2016 年已经分别完成 10 万户、5 万户左右的气代煤改造；河北省环保厅发布的《2017 年大气污染防治计划》中提出了在 2017 年完成廊坊、保定禁煤区等 18 个县市区，105 万户的“电代煤”“气代煤”改造任务。在国家政策和相关工程的推动下，未来燃气消费需求将进一步上升，根据中商产业研究院数据，2020 年中国天然气产量将达到 1861 亿立方米，天然气消费量将达到 2627 亿立方米。

图 6：中国 2012-2015 年天然气产量及增速



资料来源：BP Statistical Review of World Energy, 安信证券研究中心

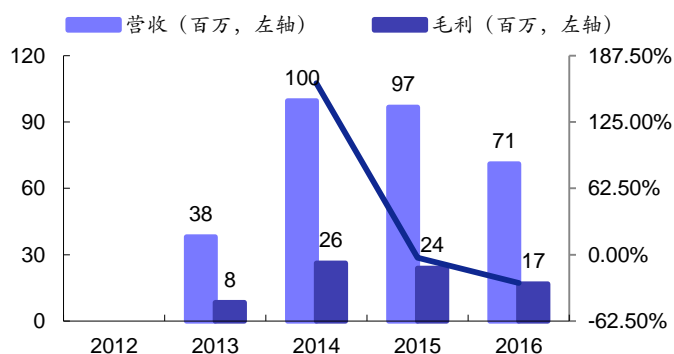
图 7：中国 2015-2020 年天然气产量及消费量



资料来源：中商产业研究院, 安信证券研究中心

金卡智能通过参股、控股星泽燃气、华辰兴业天然气等多家天然气运营公司，参与经营加气站和管道燃气业务，布局了燃气相关产业，致力于打造智能燃气整体解决方案全产业链。公司 2015 年天然气销售业务实现营业收入 9668 万元人民币，实现毛利 2385 万元人民币。公司 2016 年天然气销售业务实现营业收入 7101 万元人民币，实现毛利 1676 万元人民币。该业务下降的主要原因是 2015 年度，公司持有 45% 股权的石嘴山市星泽燃气有限公司确认投资收益 1219.83 万元，2016 年度，公司出售星泽燃气 45% 股权，产生损失 1286.42 万元。

图 8：天然气销售业务 2012-2016 年营收及毛利变化



资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 9：金卡智能天然气销售业务



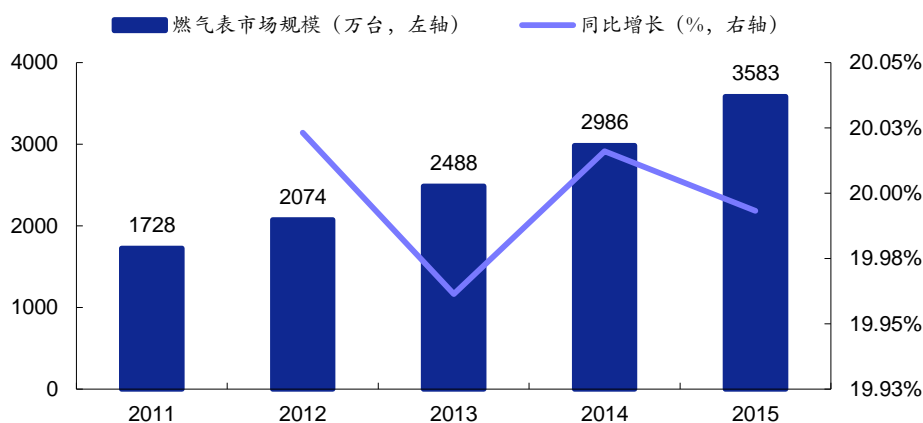
资料来源：汇能资讯

2.2. 燃气表需求稳步增长，公司加速物联网燃气表布局

2.2.1. 燃气表需求稳步上升，燃气表智能化趋势显著

燃气消费需求的上升，将带动燃气表需求的上升。同时，燃气表换代和技术更新也是推动燃气表市场快速发展的重要因素。根据国家计量检定规程 JJG577-2005《膜式燃气表》规定：以天然气为介质的燃气表使用期限一般不超过 10 年，以人工燃气、液化石油气等为介质的燃气表使用期限一般不超过 6 年。燃气表的周期性强制更新替换保证了燃气表需求的持续性，燃气表需求的持续性保证了公司主营业务发展的持续发展。

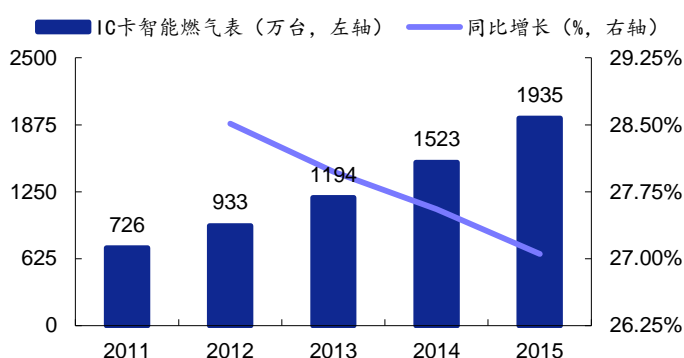
图 10: 中国 2011-2015 年燃气表市场规模及增速



资料来源: 中国城市燃气协会, 安信证券研究中心

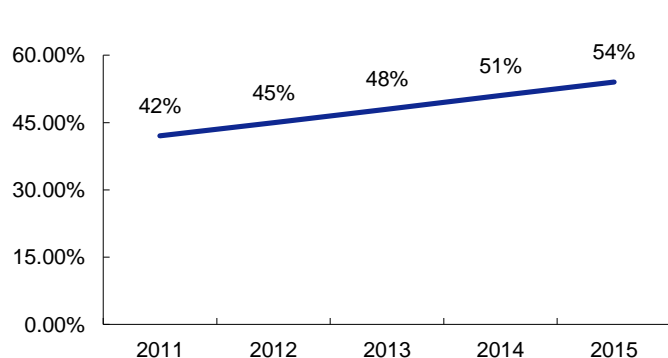
燃气表更换的另一个原因是技术的升级。燃气表发展经历了普通机械式燃气表、膜式燃气表、IC 卡智能燃气表、无线智能燃气表、物联网智能燃气表等多个阶段。目前, 经过不断地技术革新, 智能燃气表已成为燃气表行业的发展趋势。过去五年智能燃气表产量以 25% 左右的速度快速增长, 目前每年约生产 2000 万台, 智能燃气表新增用户数量约占燃气表新增用户数量的 60%。根据中国城市燃气协会的数据, 我国燃气表市场新增规模从 2011 年的 1728 万台增长到了 2015 年的 3583 万台, 其中智能燃气表新增规模从 2011 年的 726 万台增长到了 2015 年的 1935 万台, 新增智能燃气表占新增燃气表的比重从 2011 年的 42.01% 增长到了 2015 年的 54.01%。此外, 根据智研咨询发布的数据, 目前我国有超过 1 亿台燃气表在线运行, 其中智能燃气表超过 5000 万台, 市场渗透率 50% 左右。在不考虑新增燃气表的情况下, 仅计算智能化换代带来的收益, 现存约 5000 万台非智能燃气表, 假使全部换代智能化, 按照每台智能表售价为 400 元, 净利率为 15%, 那么预期可以为智能表市场贡献 200 亿的销售额, 30 亿的销售利润。所以, 未来随着燃气表市场的周期性利好, 以及非智能燃气表换代智能燃气表的必然趋势, 智能燃气表市场将进入发展的快车道。

图 11: 中国 2011-2015 年 IC 卡智能燃气表销量及增速



资料来源: 中国城市燃气协会, 安信证券研究中心

图 12: 中国 2011-2015 年智能燃气表占燃气表比重



资料来源: 中国城市燃气协会, 安信证券研究中心

2.2.2. 物联网时代到来, 彰显物联网燃气表先发优势

智能燃气表市场快速发展的另一个动力是 NB-IoT 物联网技术的快速发展。之前物联网表主要基于 GPRS 技术, 随着物联网技术的发展, 2017 年物联网技术有望商用, 所以 2017 年后物联网燃气表或将主要基于 NB-IoT 技术, 并成为智能燃气表需求的新增长点。2015 年, 中国主流运营商开始 NB-IoT 试点, 2017 年华为将实现 NB-IoT 商用芯片量产, 国内三大运营也纷纷明确 2017 年将规模部署 NB-IoT 网络。NB-IoT 技术的发展带动了智能燃气表技术的革新, 物联网智能燃气表应运而生。未来, 依靠国内对 NB-IoT 的布局和物联网技术的快

速发展，智能燃气表市场或将进入物联网智能燃气表快速发展的阶段。

物联网智能燃气表可以支持实现阶梯气价、实时调价、监控、报警，大数据分析等功能，同时物联网智能燃气表也解决了普通燃气表时期人工抄表带来的系列问题和传统智能燃气表信号不稳定等问题。据估计，每个抄表工人每月抄表约 2500-3000 台，折算后每台表的抄表成本约 3-4 元/月。假设现存需要人工抄表的燃气表仅为非智能燃气表，根据智研咨询发布的数据，市面上约有 1 亿只燃气表在运行，每月仅抄表人工支出就需要 3-4 亿元人民币，如果按年计算，在替换为智能燃气表的前提下，每年大约可以帮助燃气公司节省 36-48 亿元人民币的人工支出。

此外，物联网智能燃气表也将有效便捷的实现气价智能调整。我国自 2014 年起在全国范围内推行居民阶梯气价政策，燃气价格分为 3 档各档气价实行超额累进加价，只有同时具备金额显示、数据在线传输、实时计价、同步调整和远程阀门控制这 5 个功能要素的物联网智能燃气表才能满足阶梯气价的计量要求。因此，从燃气公司的角度出发，物联网燃气表的推动有利于降低燃气公司的人工成本，提高燃气公司的工作效率。从燃气表生产厂家分析，物联网燃气表的推行同样有利于公司节省成本。模块是燃气表的重要组成部分，基于 GPRS 技术的智能燃气表需要的 CDMA/GPRS 通信模块的成本价约为 100 元人民币，而基于 NB-IoT 技术的通信模组约为 5 美元，大约为 35 元人民币，一个模块大约可以为节约 65 元成本。因此，公司为了提升自己的毛利率水平，也将会推动物联网燃气表的销售。同时随着制造成本的降低，公司可能会降低燃气表的售价，让利消费者。所以，从消费者的角度看，价格更低、使用更方便的物联网燃气表将会成为消费者未来使用的主流燃气表。未来，凭借其显著的价格优势、技术优势，物联网智能燃气表或将成为未来智能燃气表市场的主流。

表 2：智能燃气表比较

	IC 卡智能燃气表	无线智能燃气表	物联网智能燃气表
网络化建设	-	复杂	简单
燃气表实时监控	X	√（需人工干预）	√
远程阀门控制	X	X	√
实时调价	X	X	√
网上支付	X	X	√
传统供销差率	误差大	误差大	准确
信号稳定性	-	不稳定	稳定
运行维护成本	高	高	低
准确数据依据	X	X	√
自动化程度	-	半自动	全自动

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2.2.3. 燃气表产品种类丰富，产业链布局完整

公司主要产品为智能燃气表及燃气计量管理系统，具体包括 IC 卡智能燃气表和 IC 卡燃气收费管理系统、无线智能燃气表和无线燃气抄表系统、基于物联网技术的 GPRS/CDMA 远程燃气智能控制系统以及非智能的膜式燃气表。

2.2.3.1. IC 卡智能燃气表

IC 卡智能燃气表是对传统膜式机械燃气表的升级，是具备预付费功能的智能计量仪表，在原有燃气表基础上增加了嵌入式软件、电子控制器、阀门和计数采样器。用户需先持 IC 卡在燃气公司营业网点或银行网点购气，再在燃气表中插入 IC 卡进行使用。

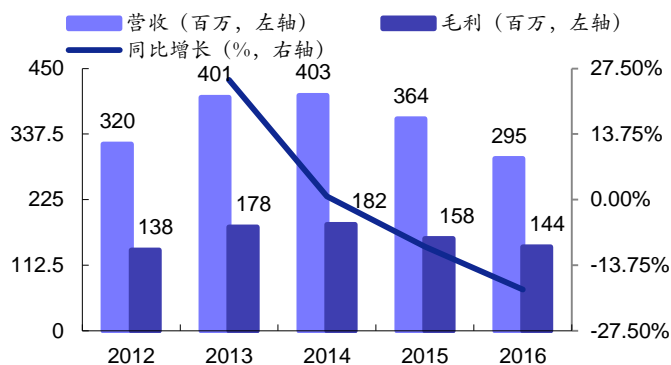
目前 IC 卡智能燃气表已在全国部分地区使用，是公司占比最大的主营业务，但随着技术的发展，未来 IC 卡智能燃气表的占比将有所下降。公司 2015 年 IC 卡智能燃气表及系统软件营收为 3.64 亿元人民币，同比下降 10%；毛利为 1.58 亿元人民币。公司 2016 年 IC 卡智能燃气表及系统软件实现营收 2.95 亿元人民币，同比下降 18.87%；毛利为 1.44 亿元人民币。IC 卡智能燃气表下降的主要原因是燃气表技术的更新换代，现在市场的主流产品已经从 IC 卡智能燃气表变为无线智能燃气表，未来有望变成物联网智能燃气表，导致 IC 卡智能燃气表的销售呈下降趋势。

图 13: IC 卡智能燃气表



资料来源：公司官网

图 14: IC 卡智能燃气表 2012-2016 年营收及毛利变化



资料来源：wind，安信证券研究中心

2.2.3.2. 无线智能燃气表

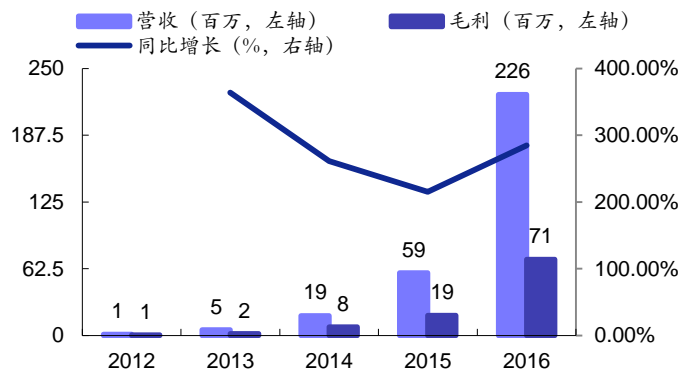
无线智能燃气表是在膜式燃气表为计量基表的前提下，增加了微功率无线远传智能控制模块，从而实现了远距离用气数据抄收与控制功能的计量仪表。无线智能燃气表系统具备具有无线自组网功能的智能燃气表、中继器、数据集中器、管理及控制软件以及手抄器等结构，可以在抄表周期里沿自动组网的链路，经过无线数据中继器、数据集中器等，将数据自动发送给后台的数据中心。用户可以自由的通过燃气公司的营业网点、网上银行、手机支付等多种方式缴纳燃气费。公司 2015 年无线智能燃气表营业收入为 5867 万元人民币，同比增长 215%，毛利为 1887 万元人民币。公司 2016 年无线智能燃气表营业收入为 2.26 亿元人民币，同比增长 284.58%；毛利为 7128.33 万元人民币。2016 年，公司智能表销量突破 250 万台。基于燃气表新增需求的上升、燃气表周期性更换的要求、燃气表智能化的趋势等原因，未来该业务将继续保持高速的发展模式。

图 15: 无线智能燃气表



资料来源：公司官网

图 16: 无线智能燃气表 2012-2016 年营收及毛利变化



资料来源：wind，安信证券研究中心

2.2.3.3. GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软件

在 NB-IoT 技术普及之前，物联网智能燃气表主要基于 GPRS/CDMA 技术进行数据的通信传

输。物联网智能燃气表的组成主要包括数据采集（光电转换模块）、液晶显示、阀门控制、移动通讯模块（传统 GPRS）、报警器接口、功能按钮等模块，可以实现双向通讯，同时提供更加实时、准确的数据。

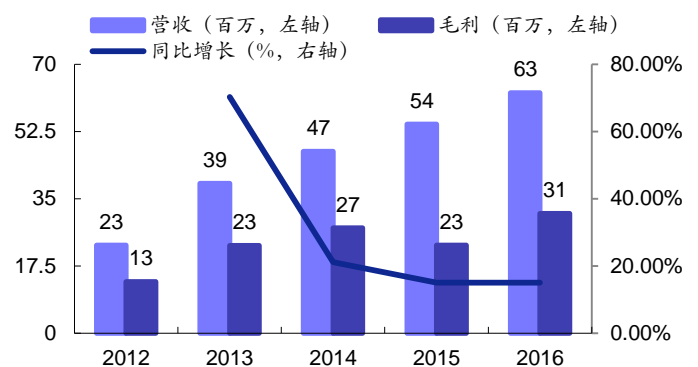
公司 GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软件业务 2015 年的营业收入为 5439 万元人民币，同比增长 15%，毛利为 2293 万元。2016 年实现营业收入 6256.62 万元人民币，同比增长 15.03%；毛利为 3112.39 万元。NB-IoT 技术在不断地发展，物联网燃气表逐步成为市场的主流，但大规模商用还需要一定的时间，基于 CDMA/GPRS 技术的智能燃气表还将继续使用，GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软件业务市场未来或将继续保持较稳定的增长趋势。

图 17：物联网智能燃气表



资料来源：公司官网

图 18：GPRS /CDMA 远程实时燃气监控系统 2012-2016 年营收及毛利



资料来源：wind，安信证券研究中心

2.2.3.4. 膜式燃气表

膜式燃气表也是公司的主营产品之一。公司目前生产的膜式燃气表是不带任何附加装置的、改进后的新式燃气表，具有体积小，计量准确可靠，性能稳定，使用寿命长等特点，并且具有合适的防窃气结构，是家庭燃气计量的主流仪表之一。

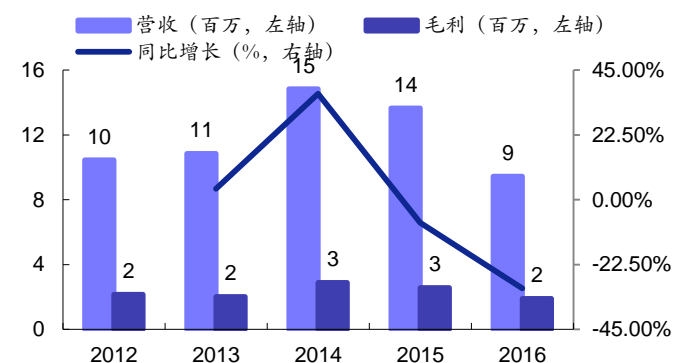
公司膜式燃气表业务 2015 年实现营收 1365 万元人民币，同比下降 8%，实现毛利 267 万元人民币。2016 年该业务实现营收 945 万元人民币，同比下降 31%，实现毛利 190 万元人民币。随着技术的发展，膜式燃气表正在逐步退出市场，但我国仍然存在互联网技术较为落后的部分偏远地区，尽管整体市场有所下降，但公司经过改进的膜式燃气表仍将继续为公司带来收益。

图 19：膜式燃气表



资料来源：公司官网

图 20：膜式燃气表 2012-2016 年营收，营收增速以及毛利变化



资料来源：wind，安信证券研究中心

基于燃气表行业，尤其是智能燃气表行业的快速发展，以及公司在燃气表行业的现有规模和布局，未来公司将在智能燃气表行业将持续发力，取得更好的发展。2016年11月15日，公司与深圳市燃气集团股份有限公司、中国电信股份有限公司深圳分公司、华为技术有限公司在深燃大厦召开“智慧燃气”战略合作框架协议签约仪式，未来凭借与华为的深入合作关系，有望成为行业内的领导企业。

2.3. 并购天信仪表，进军工业燃气计量表领域

在大力发展主营民用燃气表的同时，金卡智能通过并购天信仪表，成功进军工业燃气计量表领域。2016年，公司以13.96亿元并购天信仪表集团有限公司，并购后金卡智能持股98.54%，后又以1124.60万元人民币进行增持，增持后持股99.33%。

天信仪表集团是中国燃气计量行业的龙头企业，是国内领先的流量仪表和燃气应用系统解决方案的专业服务商，主要产品包括工业自动化仪表、燃气调压设备、燃气成套设备、燃气计量仪表等。天信仪表2014年营业收入为4.30亿元人民币，净利润为2269万元人民币；2015年营业收入为4.41亿元人民币，净利润为7260万元人民币。2016年11月起，天信仪表开始业绩并表，贡献收入为1.47亿元人民币，净利润为3408万元人民币。

图 21：天信仪表发展历程




资料来源：公司官网

天信仪表是国家火炬计划重点高新技术企业、国家 863 计划项目承担单位，具有业内领先的技术优势。公司聚集了包括自动化仪表、电子、机械、计算机软件、流体力学等在内的多领域专业人才，同时公司与美国 GE 公司 (德莱赛)、德国西克公司等国际同行业品牌公司以及浙江大学、上海工业自动化仪表研究所等结成战略联盟，不断推进技术进步。公司拥有具备自主知识产权的，国际先进的自动化仪器仪表产品，先后获得了 30 多项国家发明和实用新型专利，共参与了 8 项国家和行业的标准及规程的制订。公司自主研发的气体腰轮流量计和气体

涡轮流量计获得欧盟 NMI 认证，TBQM 型气体涡轮流量计和 FC-I 型流量计算机通过了中石油油气管道国产化设备项目的验收，同时被国家能源局、中石油天然气集团总公司和中机联评价为“其技术指标达到国外同类产品先进水平”。

图 22：天信仪表主要产品

TYL 型气体腰轮流量计	产品可直接测量气体的工况体积流量和总量，也可通过配置体积修正仪，测量气体的温度、压力、标况体积流量和总量；或选配 TFC 型体积修正仪，可同时实现 GPRS 无线远传。	
G 型气体罗茨流量计 (DRESSER 合作)	该产品是一种高精度、高可靠、宽范围度、低始动流量的容积式气体计量仪表，可直接测量气体的工况流量和总量，也可通过配置体积修正仪，测量气体的温度、压力、标况体积流量和总量；或选配 TFC 型体积修正仪，可同时实现 GPRS 无线远传。	
气体涡轮流量计	气体涡轮流量计属于高精度气体流量测量仪表，已被广泛应用于燃气贸易计量。	
气体旋进流量计	气体旋进流量计是为煤层气等气体计量开发的产品，集旋进流量传感器和体积修正仪于一体，可直接检测显示气体的工况和标况体积流量及总量。	
CPU 卡工业气体流量计	CPU 卡气体腰轮流量计集气体腰轮流量计（或传感器）、CPU 卡流量补偿控制仪（以下简称“控制仪”）、卡控阀门于一体，由单一微处理器完成了温度、压力、流量检测和体积修正及预付费控制等功能，不但具有基表和修正仪的所有优点，同时彻底解决了组合型产品存在的计量与扣费不同步的问题。	
气体超声流量计	气体超声流量计由我公司与德国 SICK 公司合作生产，是一种时差法新型超声波流量计，它可直接测量气体的工况体积流量、总量，并通过配置体积修正仪，测量气体的温度、压力、标况体积流量和总量。	
体积修正仪	体积修正数学模型可满足天然气、空气、氮气等不同被测介质的需要，同时还可内嵌 GPRS、ISM 射频和红外等无线通信模块，实现不同的通信功能，可方便地与计算机联网，并具备较完善的历史数据记录和查询功能。	
数据采集器	TRC 型数据采集器是远程测控终端（RUT），是数据采集监测并实现数据无线远传的装置。产品通过 GPRS 等方式将现场仪表和远程的监控中心建立上、下行无线通信链路，上传和下传仪表数据及监控中心命令和数据，已在工业通信领域迅速得到广泛的应用。	
流量控制器	FCC 型流量补偿控制器是集 CPU 卡体积修正控制仪和阀门于一体，能与具备脉冲信号输出功能的各种工业流量计（包括气体涡轮、罗茨、旋进、涡街、皮膜式流量计）进行配套，实现预付费功能的新型流量控制装置。	
气体流量标准装置	装置采用了双计时技术、视频技术等，具有自动化程度高、计量结构稳定可靠、操作方便等特点，特别适用于计量机构、燃气公司和石油石化公司等使用。	
宽量程气体计量装置	宽量程气体计量装置由两台流量计、两台电动球阀、一个控制器组成。两台上下限流量可以互相覆盖的流量计通过组合使用，由控制器读取在运行状态的流量计的工况流量值，判断是否超出所设置的上、下限流量切换点，并控制阀门动作实现流量计切换，达到了扩大流量计量程的目的。	
TRC 远程数据采集监测系统	TRC 远程数据采集监测系统是与流量计等现场仪表配套的一个集远程数据采集、监控的自动化管理系统，具有数据保存、查询、统计及报表打印等功能。	

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

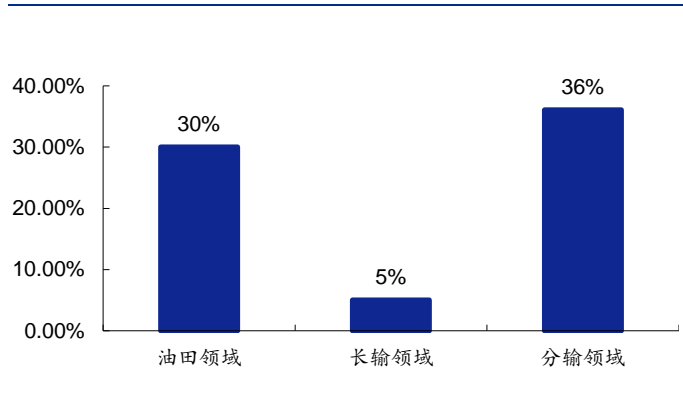
除技术优势外，天信仪表还具备辐射全国的销售服务网络和售后支持平台，在全国拥有 27 个经销商，38 个销售网点，5 个办事处和售后服务中心公司。凭借业内领先的技术优势和辐射全国的销售服务网络，天信仪表在工业燃气表行业的市占率约达 35%，按应用领域划分，油田、长输管线、分输三大领域的市场占有率分别达到 30%、5%、36%。

图 23：天信仪表销售服务网络



资料来源：公司官网、互联网

图 24：2015 年天信仪表市场占有率



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

并购完成后，金卡智能将借助天信仪表将进入工业燃气计量表领域，填补公司相关业务的空白，优化完善业务结构。天信仪表将利用母公司作为资本融通的平台，获得更有力的资金支持，从而加强自身业务的发展。天信仪表 2016 年 11、12 月份业绩计入公司合并报表，为公司贡献营业收入 14726.96 万元，为公司贡献净利润 3211.12 万元。从技术层面来看，天信仪表拥有包括国际一流机械加工设备、精密检测中心，高压环道标准装置、燃气调压设备等在内的制造基础，先进的燃气计量仪表技术，天然气管网能量计量与管理系统构架等可以为金卡智能夯实自身研发能力。

此外，近两年金卡智能一直致力于超声智能电子流量计的研发工作，2014 年公司已成功申请了“双层流道超声波气体流量计结构”专利技术。在工业气体计量领域，超声波流量计同样十分重要，短期内将是现有成熟的工业流量计的补充，未来将对传统的工业燃气表形成逐步替代。天信仪表拥有在气体超声流量计研发过程中需要的高压环道测试设备，同时与国外该领域著名企业德国西克存在合作关系，金卡智能亦可凭借天信仪表国外合作伙伴的技术优势以及制备能力，率先推出自主产品，抢占市场先机、成为国内超声波流量计领域的领头羊。

从销售渠道来看，金卡智能主要在部分省会或者三、四线城市，集中于西北和东北地区。天信仪表则在一线城市布局较好，主要集中于华北和华东地区的北京、杭州、厦门、青岛、南京等城市，在三四线城市相对较弱，并购之后，公司的销售渠道将得到进一步扩展。同时天信仪表的工商业燃气表已进入欧盟、俄罗斯、哥伦比亚等海外市场，天信仪表已有的海外市场渠道对金卡智能在海外市场的销售会有所帮助。

2.4. 加速外延，建设智慧燃气云平台，抢占市场先机

为实现公司成为国内领先的智能燃气整体解决方案供应商的战略规划，金卡智能还积极布局智慧燃气云平台。智慧燃气云平台解决方案可以把物联网燃气表、燃气公司、用户三者高效地联系在一起。燃气公司可以通过燃气云平台管理燃气表从采购入库到报废的整个过程，同时公司可以监管用气数据、燃气表状态，远程控制燃气表阀门等燃气表配置信息。通过分析燃气表用户的使用情况，公司可以为燃气公司发展制定有效的决策指导方案。用户也可以通过多渠道进行充值，舒缓排队压力，节约燃气公司运营成本。

图 25：智慧燃气云平台



资料来源：公司官网

金卡智能研发了智慧燃气云平台的相关手机 APP、云系统等，已走在了智慧燃气云平台的前列。根据公司公告，金卡智能从 2016 年初开始运营智慧燃气云平台，目前云平台的公用事业客户接入数量超过 100 家，覆盖终端用户数量超过 1000 万户，已关注终端用户超过 50 万户，接入物联表超过 70 万台。未来，随着云平台受用人群的不断增长，客户数据将有望逐步变现为利润，将为公司带来业绩增长。

表 3：公司智慧燃气云平台相关研发项目

智能终端远程抄表软件	安卓系统解决了传统的依赖于专用手持机进行抄表的问题，实现 APP 推广使用，第一版本已经投入运行
App 项目	在现有的物联网充值、IC 卡购气基础上增加在线保修、报装、基表缴费、自报读数等燃气专属功能和水、电缴费等其他功能
智能终端采集平台	通过物联网技术，实现多种表具终端接入配置管理，数据采集分析，支持不同平台接入需求
充值宝 B200	联合公司的金管家 APP，为预付费燃气表用户提供的不用去燃气公司就能在家完成 IC 卡充值的终端设备
C100 手持机改版项目	无线抄表用，采用时尚的工业外观设计，配合金卡 APP 抄表软件，简单易用
在线智能燃气表新增功能开发项目	针对在线使用的智能燃气表用户的个性化需求，对燃气表的功能进行个性化设计与改造
金卡智能管理系统 3.0	满足燃气公司的业务需求，功能覆盖日常业务管控、抄收集成、数据分析、数据监控等
第三方系统对接平台	满足燃气公司对于第三方银行对接的需求，通过与第三方平台实现代收代扣业务，IC 卡业务
系统业务运营管理	针对业务系统在燃气公司的不同应用要求完成个性化需求，实现本地与分布式部署的运营管理解决方案
生产管理系统	主要改进了现有车间民用物联网表的生产流程，提高生产效率，提高生产系统的稳定性和数据持久性
金卡 Express 云版系统	打造金卡云服务平台，统一管理燃气公司运营管理业务，整合多种表具类型，提供综合业务管理平台服务
金卡 Usmart 采集系统	面向公用事业单位，提供远传表具集中数据采集、分析、告警，支持多网络、多协议、多设备的快速接入
金卡 Usmart 云版系统	搭建智能采集云服务平台，实现统一设备管理、运行监控、数据采集、告警分析，提供云端管理决策分析
LoRaWAN 技术研究	将 LoRaWAN 技术应用于国内的智能燃气表行业，能有效解决当前功耗过高，抄表率低，通信不稳定等一系列问题，未来该国际

标准有望成为国内的行业标准

LoRaWAN 系统平台

真正的将 LoRaWAN 技术应用到智能燃气表行业，实现产品化，有效解决当前一系列问题

资料来源：公司公告，互联网，安信证券研究中心

2.4.1. 并购北京北方银证、建设智慧燃气云平台

2016年5月，金卡智能以9000万元现金收购北京北方银证软件开发有限公司100%的股权。北京北方银证是一家专注天然气应用管理软件的服务商，自主研发了既能涵盖城市燃气的客服计费、计量采集、营业收费、客户服务、管网建设运行等产品业务，也提供能源采购、供应、贸易、结算、运输，数据分析决策、清洁能源等业务。

北京北方银证是国内独立燃气软件供应市场的领导者之一，拥有300多家包含城市燃气在内的大用户，覆盖了2000多万中国城市终端家庭用户，并覆盖重庆、广州、乌鲁木齐、银川、合肥、海口等地大型燃气企业以及中油中泰、新疆广汇、天伦燃气、滨海投资等大型燃气投资集团客户。物联网智能表不仅涉及采集、计量、计费、服务整体解决方案等诸多复杂的内容，还涉及通讯、网络、复杂计费、支付等多个专业领域，对燃气行业经验及业务专业能力要求较高，存在一定的技术与行业壁垒。北京北方银证已拥有智能表具采集平台，具备技术先发优势，并已完成与国内主流智能表具的对接，在部分大型燃气公司装机运行。公司2015年营业收入2025.33万元，净利润412.19万元。

图 26：北京银证主营业务



资料来源：公司官网

金卡智能并购业内领先的天然气大数据平台北京北方银证，将极大增强金卡智能相关配套软件的研发实力，同时也可以更有效地加强独立的外部市场软件和互联网创新服务。本次并购后，金卡智能将自有的智能表配套软件业务归入北京银证，可更有效地结合软硬件优势，研发更为专业的智能燃气表相关软件，并且每年约能为公司节省研发费用1000多万元。

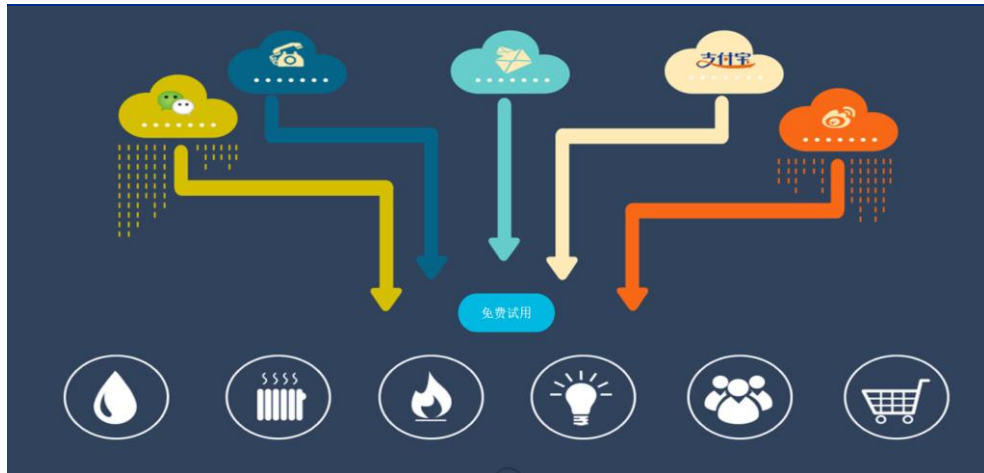
此外，北京北方银证的系统服务则较为突出，通过并购，金卡智能可以将北京银证现有的智能表采集平台、计费等软件应用的快速整合，大幅缩短公司物联网表应用的研发时间，从而快速抢占市场。而北京银证也将得到来自金卡智能的资金、战略、市场等多层面的支持，从而更快速的实现全面云化部署，开展公用事业云服务的互联网创新业务，形成独特的互联网和燃气创新服务平台，占领燃气行业互联网运营服务市场。

2.4.2. 并购华思科、打造 SaaS 易联云服务平台

为进一步提高公司在云平台实力，2016年5月，金卡智能以2000万元收购了北京华思科互

联网科技有限公司 51% 的股份。华思科是北京银证团队为契合互联网和公用事业的市场机遇单独设立的互联网创新服务公司。目前，华思科的核心业务是 ESLink，即 SaaS 易联云服务平台。

图 27：华思科 ESLink 平台



资料来源：华思科官网

基于 ESLink 平台，企业可一键开通微信公众号、支付宝服务窗、电话、微博、Email、掌厅、网厅等主流渠道，可以有效减少有效降低客服成本，从而降低企业自建渠道的建设和运维成本，迅速建立多渠道多媒体融合呼叫中心和全业务客户服务中心，提升客服效率和质量，最终提升公司的客户满意度和公司的品牌形象。

ESLink 平台主要包括微坐席、微工单、微自助、微绩效四大服务板块。平台目前已经与 100 多家公用事业客户展开合作，终端涵盖 1000 多万户。凭借四大服务板块，公司可以依靠平台大数据能力，提供增值服务，挖掘客户价值；依靠云计算和移动计算，整合企业外勤资源，从而有效地融合客户和服务交付通道，实现线上线下端到端连接，为企业 O2O 战略落地提供保障。

ESLink 与金卡智能的智慧公用云、快捷公用云等产品可有效结合，在功能、用户上实现相互覆盖、相互交融，有利于公司的长期营收增长，同时 ESLink 也已经与公司自有 App 无缝衔接，作为云客服平台的一个第三方 App 接入渠道，两者可以共同提供燃气智能表具、缴费账单服务，同时 App 也可以在 ESLink 的燃气客户得到推广，App 使用人数的上升，也有利于推广公司智能表具和其他应用。

ESLink 还将为公司现有公用事业客户提供快速的增值互联网业务支持，弥补公司在系统维护上的不足。同时借助华思科在互联网软件上更专业的科研人员，金卡智能可以弥补自己在互联网软件上的研发能力不足和专业度不够等问题，从而有效的降低研发成本，提高研发效率。

3. 盈利预测与投资建议

金卡智能凭借其在燃气表领域的领先地位和提前布局物联网的长远眼光，已经在物联网燃气表和物联网云平台方面取得了显著的技术优势，目前已经与佛山燃气、深圳燃气等多地燃气公司、中国电信等运营商、华为等设备商签订了战略合作协议，并将在未来 5 年，向新疆燃气提供不少于 50 万台智能燃气表，抢占 NB-IoT 物联网智能燃气表市场。未来随着 NB-IoT 商用带来的物联网燃气表市场高速发展，金卡智能的营收和利润都将有所增长。

2016 年先后并购工业气表第一的天信仪表，业内领先的天然气大数据平台北京银证及 SaaS

服务平台华思科，强强联合，未来将提供更加完善健全的智慧燃气整体解决方案。

我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 12.69 亿元(+48.60%)、16.88 亿元(+32.97%)、24.46 亿元 (+44.93%)，净利润分别为 1.86 亿元 (+112.48%)、2.67 亿元 (+43.25%)、3.59 亿元 (+34.67%)，对应 EPS 分别 0.79/1.13/1.53 元，对应 PE 分别为 41X、29X、21X 参考行业平均估值 47 倍，考虑到公司在燃气计量领域的领先地位和未来 NB-IOT 智慧燃气的成长性，给予 6 个月目标价 40.29 元，对应 2017 年动态 PE 51 倍。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

表 4：金卡智能可比公司估值

代码	名称	股价 (元)	市值 (亿元)	PB (X)	EPS (元)			PE(X)		
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
300259.SZ	新天科技	11.18	59.87	3.50	0.22	0.29	0.40	60.67	38.21	22.75
300114.SZ	中航电测	22.85	89.99	6.72	0.26	0.35	0.42	82.88	65.93	54.44
300338.SZ	开元仪器	25.66	87.15	4.34	0.02	0.44	0.60	498.48	58.44	42.91
300066.SZ	三川智慧	6.42	66.77	4.57	0.13	0.17	0.20	47.73	38.84	31.85
002121.SZ	科陆电子	8.84	124.37	2.97	0.20	0.28	0.36	45.06	31.50	24.75
							平均	146.96	46.58	35.34
300349.SZ	金卡智能	32.70	76.84	2.84	0.37	0.79	1.13	87.70	41.28	28.82

备注：收盘价日期为 2017 年 4 月 17 日，可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，安信证券研究中心

4. 风险提示

物联网市场发展不及预期的风险，新业务发展不及预期的风险

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	592.7	854.3	1,269.4	1,687.9	2,446.4	成长性					
减:营业成本	364.7	492.4	764.7	1,061.4	1,555.1	营业收入增长率	0.7%	44.1%	48.6%	33.0%	44.9%
营业税费	5.6	10.7	13.2	18.2	27.5	营业利润增长率	-42.8%	9.3%	138.6%	42.5%	38.0%
销售费用	79.9	109.3	166.8	202.6	269.1	净利润增长率	-41.3%	9.6%	112.5%	43.2%	34.7%
管理费用	79.9	124.9	178.4	202.6	269.1	EBITDA 增长率	66.6%	-53.4%	103.1%	37.8%	35.5%
财务费用	79.9	0.3	-2.0	-3.7	-4.1	EBIT 增长率	74.4%	-60.6%	135.5%	42.1%	38.3%
资产减值损失	79.9	28.7	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	40.4%	-55.0%	141.0%	43.8%	38.3%
加:公允价值变动收益	79.9	-	-	-	-	投资资本增长率	98.1%	187.4%	-15.9%	27.5%	-4.5%
投资和汇兑收益	159.8	-0.7	80.0	110.0	100.0	净资产增长率	7.1%	178.7%	7.3%	7.0%	11.3%
营业利润	79.9	87.3	208.3	297.0	409.7	利润率					
加:营业外净收支	-	29.6	37.9	51.6	59.7	毛利率	38.5%	42.4%	39.8%	37.1%	36.4%
利润总额	79.9	116.9	246.2	348.6	469.4	营业利润率	13.5%	10.2%	16.4%	17.6%	16.7%
减:所得税	79.9	21.0	39.4	52.3	70.4	净利润率	13.5%	10.3%	14.7%	15.8%	14.7%
净利润	79.9	87.6	186.1	266.7	359.1	EBITDA/营业收入	41.0%	13.3%	18.1%	18.8%	17.5%
						EBIT/营业收入	37.5%	10.3%	16.3%	17.4%	16.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	94	75	55	37	23
货币资金	100.1	405.7	941.8	636.6	1,102.1	流动营业资本周转天数	135	224	153	132	127
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	416	475	489	443	397
应收账款	276.3	497.5	627.7	904.0	1,297.5	应收账款周转天数	167	163	160	163	162
应收票据	25.9	60.3	23.5	107.5	91.8	存货周转天数	28	55	36	42	47
预付账款	4.7	18.2	8.2	30.0	30.6	总资产周转天数	732	966	983	810	646
存货	57.8	201.6	52.5	340.9	296.4	投资资本周转天数	362	648	595	465	352
其他流动资产	203.1	402.9	207.0	271.0	293.7	投资回报率					
可供出售金融资产	64.3	64.3	64.3	64.3	64.3	ROE	8.6%	3.2%	6.4%	8.7%	10.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.4%	2.9%	5.7%	7.4%	8.3%
长期股权投资	256.7	48.6	48.6	48.6	48.6	ROIC	39.9%	9.1%	7.6%	13.0%	14.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	153.0	204.1	184.4	164.7	145.0	销售费用率	13.5%	12.8%	13.1%	12.0%	11.0%
在建工程	6.6	70.1	70.1	70.1	70.1	管理费用率	13.5%	14.6%	14.1%	12.0%	11.0%
无形资产	31.4	96.0	92.0	87.9	83.9	财务费用率	13.5%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
其他非流动资产	74.3	1,261.3	1,280.9	1,265.7	1,268.8	三费/营业收入	40.4%	27.5%	27.0%	23.8%	21.8%
资产总额	1,254.2	3,330.5	3,600.9	3,991.3	4,792.7	偿债能力					
短期债务	-	10.1	-	-	-	资产负债率	20.5%	16.6%	17.2%	20.1%	25.9%
应付账款	169.9	290.3	379.7	561.2	837.0	负债权益比	25.8%	19.9%	20.7%	25.1%	35.0%
应付票据	40.7	50.6	146.4	103.2	248.4	流动比率	2.76	3.51	3.21	3.05	2.63
其他流动负债	31.1	101.4	53.5	86.1	95.6	速动比率	2.52	3.06	3.12	2.60	2.38
长期借款	-	1.4	-	-	-	利息保障倍数	2.78	279.70	-102.34	-78.32	-98.35
其他非流动负债	15.5	98.2	38.7	50.8	62.5	分红指标					
负债总额	257.3	552.0	618.3	801.3	1,243.6	DPS(元)	0.34	-	-	0.38	0.17
少数股东权益	63.2	72.8	93.4	123.1	163.0	分红比率	100.0%	0.0%	0.0%	33.3%	11.1%
股本	180.0	235.0	235.0	235.0	235.0	股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	1.2%	0.5%
留存收益	750.8	2,468.1	2,654.2	2,832.0	3,151.2						
股东权益	996.8	2,778.5	2,982.6	3,190.0	3,549.1						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	89.1	95.9	186.1	266.7	359.1	EPS(元)	79.90	0.37	0.79	1.13	1.53
加:折旧和摊销	20.9	28.3	23.7	23.7	23.7	BVPS(元)	3.97	11.52	12.30	13.05	14.41
资产减值准备	16.4	28.7	-	-	-	PE(X)	0.4	87.7	41.3	28.8	21.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.2	2.8	2.7	2.5	2.3
财务费用	0.1	1.4	-2.0	-3.7	-4.1	P/FCF	-24.6	-5.5	14.3	-29.4	16.4
投资损失	-25.3	0.7	-40.0	-60.0	-50.0	P/S	13.0	9.0	6.1	4.6	3.1
少数股东损益	79.9	8.3	20.7	29.6	39.9	EV/EBITDA	27.4	62.3	29.2	22.3	15.4
营运资金的变动	-108.6	44.3	320.0	-536.4	82.7	CAGR(%)	54.8%	60.8%	12.9%	54.8%	60.8%
经营活动产生现金流量	94.8	259.6	508.6	-280.1	451.3	PEG	0.0	1.4	3.2	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-335.4	-768.5	40.0	60.0	50.0	ROIC/WACC	3.8	0.9	0.7	1.2	1.3
融资活动产生现金流量	-15.6	813.4	-12.4	-85.1	-35.7	REP	2.2	3.6	4.8	2.3	2.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

夏庐生声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034