

公司研究/首次覆盖

2019年12月13日

通信/通信设备制造 II

投资评级: 买入 (首次评级)

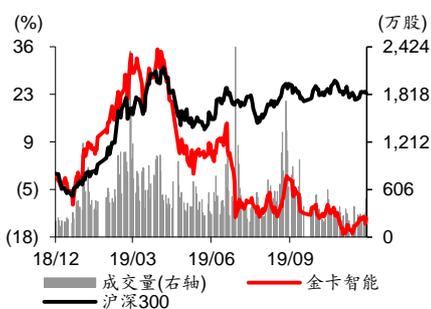
当前价格(元): 14.38  
合理价格区间(元): 18.40~20.70

**王林** 执业证书编号: S0570518120002  
研究员 wanglin014712@htsc.com

**章诚** 执业证书编号: S0570515020001  
研究员 021-28972071  
zhangcheng@htsc.com

**赵悦媛** 执业证书编号: S0570519020001  
研究员 zhaoyueyuan@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 价值低谷, 物联网表计龙头腾飞

## 金卡智能(300349)

### 处于价值低谷期, 物联网表计龙头腾飞

随着 2019 年逐步消化“煤改气”带来的行业高基数接近尾声, 金卡智能工商业表计产品订单回暖, 2020 年有望重回正向增长, 我们认为公司当前基本已处于价值低谷期。同时, 公司硬件技术实力筑就智能燃气表市场份额全球第二。随着 5G 时代物联网景气度提升, 公司智能燃气表业务有望受益行业高速发展红利, 同时公司进军水表和海外市场, 打开未来成长空间。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.96 元、1.15 元和 1.41 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

### 还原真实的金卡, 2016H1-2019H1 实际营收和净利润增长强劲

针对市场对金卡智能的疑虑, 即 2019Q1-3 收入和归母净利润均负增长, 我们还还原真实的公司增长情况, 2016H1-2019H1 公司半年度营收复合增速 19.28%, 大幅高于行业平均增速水平 10.73%, 实际增长强劲。且 2019H1 已逐步消化 2017-2018 “煤改气”政策带来的收入高基数, 随着三季度订单已企稳, 后续成长更加值得期待。同时, 公司技术实力领先奠定超强持续的盈利能力, 2016H1-2019H1 归母净利润复合增速高达 37.79%。

### 工商业表计壁垒较高, 公司实力全球领先, 物联网驱动民用表计快速增长

工商业表计产品对安全性和稳定要求严格, 彰显其较高的技术壁垒。公司硬件实力全球领先, 智能燃气表 2017 年全球市场份额排名第二。伴随 5G 时代物联网表计行业景气度快速提升, 技术迭代和智能化是行业驱动因素, 根据中国计量协会燃气委员会发布的相关历史数据我们预测 2021 年智能燃气表市场规模将超 110 亿元。公司具有超声波燃气表和 NB-IoT 产品先发优势, 作为国内龙头企业, 市占率有望进一步提升。

### 进军水表和海外市场, 打开成长空间, 具备 AIoT 发展条件

公司基于智能燃气表软硬件行业经验, 跨行业横向开拓水表领域。公司 2019 年拿下欧盟 ATEX 防爆认证, 获得了进入海外市场的贸易通行证, 市场拓展初见成效, 为后续成长奠定基础。同时, 公司 IoT 系统和云平台产品成熟, 具备 AIoT 发展条件, 拥有持续成长动力。

### 被低估 AIoT 标的, 具备估值修复空间, 首次覆盖给予“买入”评级

公司作为国内龙头厂商, 业绩增速有望迎来边际改善, 且技术实力领先, 市占率有望进一步提升, 我们预测 2020 年 PE 估值仅为 12.48 倍, 可谓是被低估的 AIoT 标的, 具备估值修复空间。我们预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.96 元、1.15 元和 1.41 元, 当前股价下对应 PE 估值分别为 15.02、12.50 和 10.22 倍。参考 A 股同类型公司的 2020 年 PE 估值平均水平为 19.04 倍, 考虑到可比公司大多属智能水表行业, 未受到“煤改气”政策影响, 估值水平较高, 故给予公司 2020 年 PE 估值为 16-18 倍, 对应目标价 18.40-20.7 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 海外订单拓展不及预期, 智能燃气表产品销量不及预期, 毛利率下降的风险。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	429.12
流通 A 股 (百万股)	371.98
52 周内股价区间 (元)	13.64-22.91
总市值 (百万元)	6,171
总资产 (百万元)	4,683
每股净资产 (元)	8.34

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,688	2,040	2,034	2,514	3,149
+/-%	97.55	20.88	(0.27)	23.59	25.24
归属母公司净利润 (百万元)	348.14	498.06	410.75	493.50	604.06
+/-%	297.38	43.06	(17.53)	20.14	22.40
EPS (元, 最新摊薄)	0.81	1.16	0.96	1.15	1.41
PE (倍)	17.72	12.39	15.02	12.50	10.22

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

区别于市场的观点.....	3
还原真实的金卡智能.....	4
公司业绩增速迎来边际改善，位于价值低谷期.....	4
研发持续投入，打造解决方案+云服务，有效增强客户粘性.....	6
硬件实力筑就壁垒和护城河不断提升.....	9
硬件实力领航，公司智能燃气表全球份额排名第二，超声波产品行业翘楚.....	9
工商业表计技术壁垒较高，需求有望回归，引领高速增长.....	11
NB-IoT 是 5G 海量连接的主力军，智能计量行业快速发展.....	13
公司民用燃气表受益 NB-IoT 发展红利，19-21 年收入规模有望达 33.6 亿.....	14
跨行业开拓水表领域，跨地区进军海外市场，打开成长空间.....	17
产品跨行业横向延伸，开拓水表领域.....	17
跨地区进军海外市场，打开成长空间.....	18
从 IoT 到 AIoT，金卡具备发展条件，被低估的 AIoT 标的.....	19
投资建议.....	21
风险提示.....	23
PE/PB - Bands.....	23

## 区别于市场的观点

- 1. 还原真实的金卡，2016H1-2019H1 实际营收和净利润增长强劲。**在本报告中，我们针对市场对金卡智能的疑虑，即 2017-2018 年公司受益于“煤改气”，业绩实现大幅增长，而 2018 年底“煤改气”政策趋弱，导致 2019 年前三季度收入和归母净利润均负增长，公司是否依赖行业政策？我们还原真实的公司增长情况，通过将 2016H1 天信仪表财务情况模拟计算同比口径数据，2016H1-2019H1 公司半年度营业收入复合增速 17.47%，大幅高于行业平均增速水平 10.73%，同时，公司技术实力领先奠定超强持续的盈利能力，2016H1-2019H1 归母净利润复合增速高达 37.79%。公司实际增长强劲，且 2019H1 已逐步消化 2017-2018 “煤改气”政策带来的收入高基数，前三季度收入增速降幅已较半年报有所收窄，随着三季度订单企稳，我们预计 2019Q4 公司工业表计业务收入降幅将有望持续收窄，2020 年重回正向增长，我们认为公司当前基本已处于价值低谷期。
- 2. 工商业表计壁垒较高，公司实力全球领先。**燃气表计产品本身对安全性和稳定的要求较高，工业表计则更为严格，技术壁垒较高，公司智能燃气表市场份额全球排名第二，产品指标达到国外同类产品先进水平，硬件实力奠定市场份额。
- 3. 物联网驱动民用表计快速增长。**伴随 5G 时代物联网表计行业景气度快速提升，技术迭代和智能化是行业驱动因素，根据中国计量协会燃气委员会发布的相关历史数据我们预测 2021 年智能燃气表市场规模将超 110 亿元。公司具有超声波燃气表和 NB-IoT 产品先发优势，作为国内龙头企业，市占率有望进一步提升。
- 4. 进军水表和海外市场，打开成长空间，被低估的 AIoT 标的，具备估值修复空间。**公司基于现有智能燃气表软硬件行业经验，跨行业横向开拓水表领域。另外，公司自 2015 年开始布局海外市场，2019 年拿下欧盟 ATEX 防爆认证，获得了进入海外市场的贸易通行证，市场拓展初见成效，为后续成长打开广阔空间。同时，公司 IoT 系统和云平台产品成熟，具备 AIoT 发展条件，拥有持续成长动力。横向对比行业内可比公司 PE 估值水平，可以看到金卡智能估值水平处于行业可比公司末位，预计 2020 年 PE 仅为 12.50 倍。公司作为国内龙头厂商，价值处于低谷期，且技术实力领先，市占率有望进一步提升，可谓是被低估的 AIoT 标的，具备估值修复空间。

## 还原真实的金卡智能 公司业绩增速迎来边际改善，位于价值低谷期

金卡智能成立于1997年，是国内最早从事智能燃气表及燃气管理系统研发、生产的企业之一，在物联网燃气表领域处于领先地位，且产品向智能水表领域延伸，为客户提供从智能终端、通讯网络、应用管理软件到互联网云服务的产品及端到端解决方案。金卡智能与各大燃气公司、华为、阿里巴巴等建立了长期战略合作伙伴关系。

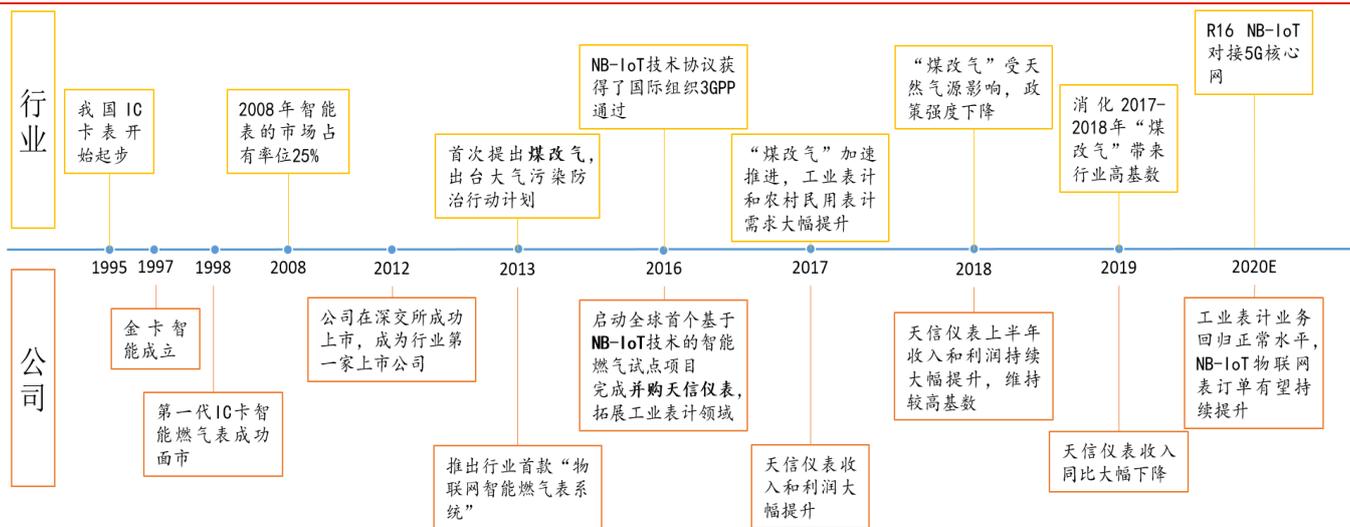
图表1：金卡智能业务涵盖从表计类智能终端、通讯网络、应用管理软件到互联网云服务的产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司2019年营收和净利润同比下降，主要原因是受“煤改气”政策调整影响，消化2017-2018年大幅增长带来的高基数。2016年公司完成了对天信仪表（工商业气体流量计）的并购，实现了从民用燃气表向工商业气体流量计产品延伸，天信仪表于2016年11月并表，使得公司2016年营收和净利润增速提升明显。2017年受益于“煤改气”政策实施，天信仪表收入和利润体量大幅提升，公司全年营收和净利润高速增长。

图表2：受“煤改气”政策调整影响，2019年消化2017-2018年大幅增长带来的高基数



资料来源：公司官网，公司公告，华泰证券研究所

2018年三季度“煤改气”政策力度趋弱，燃气企业开发工商业用户的意愿下降，导致公司2018年营收和净利润增速略有回落，但由于公司从获得订单到确认收入具有一定的时间周期，使得2018年仍维持较高基数水平，2018年公司实现营业收入20.40亿元，同比

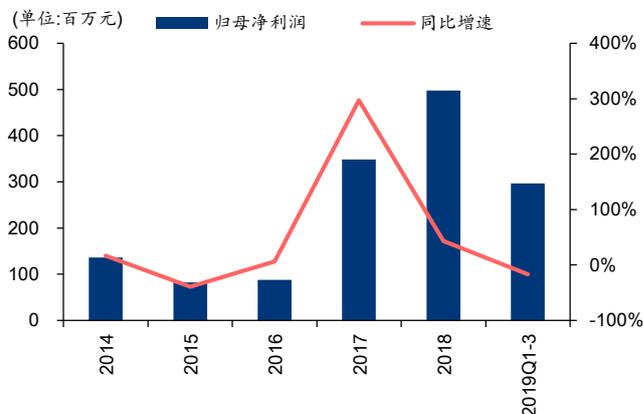
增长 20.88%，实现归母净利润 4.98 亿元，同比增长 43.06%，故而表现为 2019 年公司收入和利润增速呈现下降趋势，2019Q1-3 公司实现营业收入 13.28 亿元，同比下降 3.65%，实现归母净利润 2.96 亿元，同比下降 14.43%。

**图表3：金卡智能近年来营业收入情况，9M2019 同比下降 3.65%**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表4：金卡智能近年来归母净利润情况，9M2019 同比下降 14.43%**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

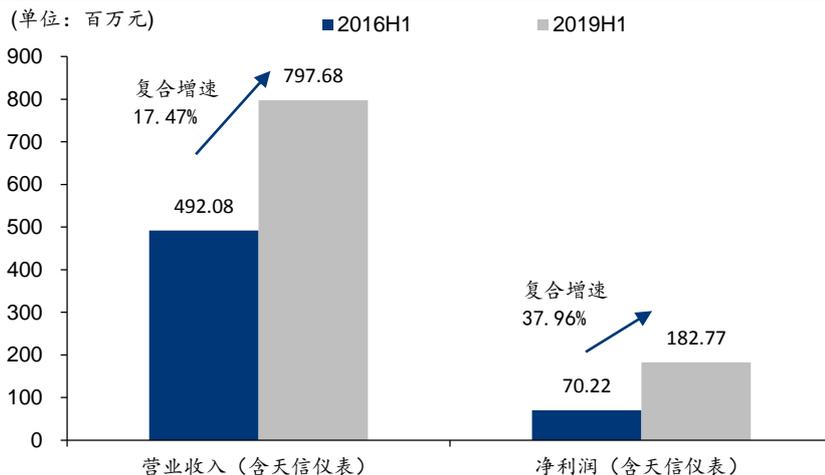
**图表5：2017-2018 年气体流量计收入占比最高，2019H1 该业务收入同比下降 40.13%**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

还原真实的金卡，营收增长强劲，显著高于行业平均增速水平，2019H1 已基本消化“煤改气”政策带来的收入高基数，盈利能力彰显强者实力，净利润复合增速高达 37.96%。针对市场对金卡的疑虑，即 2019 年前三季度收入和归母净利润均负增长，我们还原真实的公司增长情况，通过将 2016H1 天信仪表财务情况模拟计算同比口径数据，2016H1-2019H1 公司半年度营业收入复合增速 17.47%，根据中国计量协会燃气委员会公布数据显示我国燃气表需求量 2015-2018 年复合增速为 10.73%，公司营收增速大幅高于行业增速水平，归母净利润 2016H1-2019H1 复合增速更为强劲，高达 37.79%，彰显强者实力。

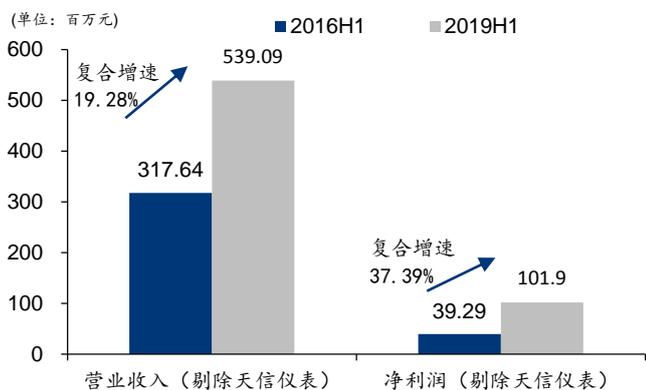
**图表6：金卡智能 2016H1-2019H1 营收和净利润增长强劲（叠加 2016H1 天信仪表财务情况）**



资料来源：公司财报、公告，华泰证券研究所

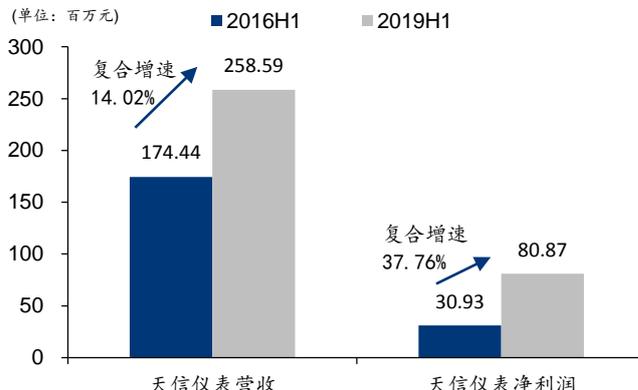
若剔除天信仪表并表，2016H1-2019H1 公司内生营收复合增速为 19.28%，净利润复合增速 37.96%，单独拆分天信仪表 2016H1-2019H1 营收复合增速 14.02%，净利润复合增速 37.76%。可以看到，一方面，公司内生增速强劲带动整体营收复合增速高于行业平均水平；其次，天信仪表营收复合增速 14.02%，略高于行业平均增速水平 10.73%，印证其 2019H1 已基本消化 2017-2018 “煤改气” 政策带来的收入高基数。

**图表7：金卡智能（剔除天信仪表）营收和净利润复合增速情况**



资料来源：公司财报、公告，华泰证券研究所

**图表8：天信仪表 2019H1 基本消化“煤改气”政策带来的收入高基数**

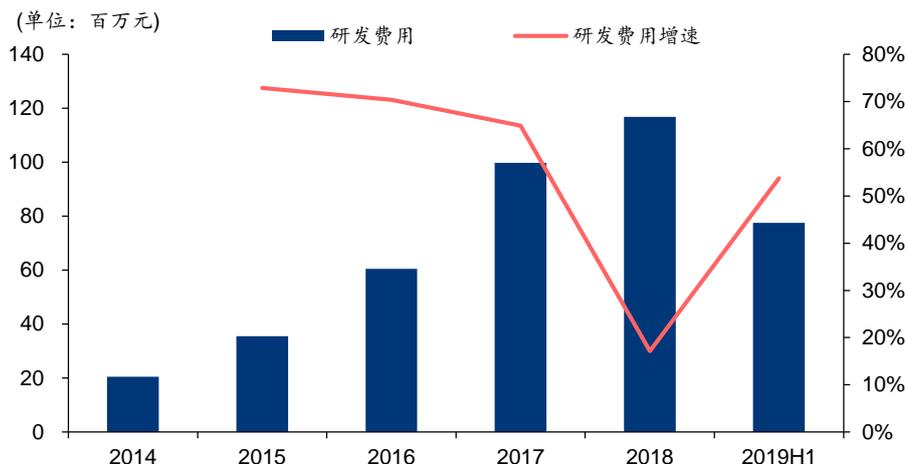


资料来源：公司财报、公告，华泰证券研究所

迎来业绩增速边际改善，工业表计订单三季度企稳，后续增长值得期待。根据公司 10 月 30 日公告投资者关系活动记录表显示，第三季度工商业流量计订单量与上年基本持平，环比明显改善，且根据公司过往各季度收入情况，1-5 月份为行业淡季，大多数订单于三、四季度落地，我们预计公司工业表计业务收入降幅将有望持续收窄，公司业绩增速有望迎来边际改善。

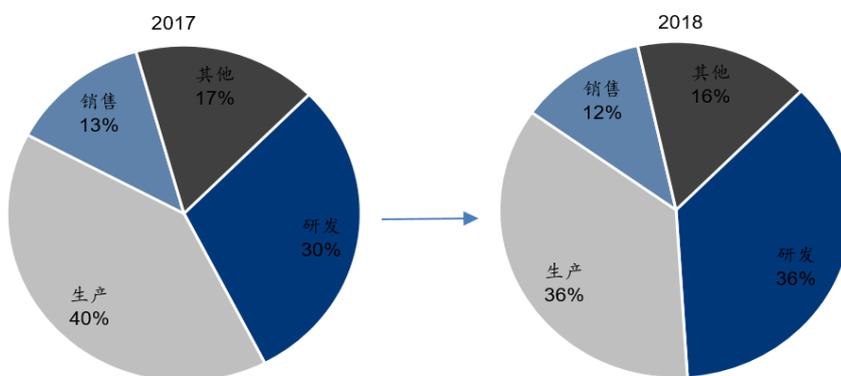
**研发持续投入，打造解决方案+云服务，有效增强客户粘性**

公司在持续深耕硬件产品的基础上，打造了民用和工商业智能燃气表解决方案，并着力打造“互联网+”智能燃气系统，为下游燃气公司提供优质的软件服务。同时，公司 2018 年收购易联云，布局端到端一体化的 SaaS 云服务平台，形成解决方案+IoT 系统平台+云服务平台的软件服务能力，有效增强客户粘性。

**图表9： 研发费用持续大幅提升**

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**公司推进员工结构优化，人均产值持续提升。**近年来公司研发人员持续增加，生产人员逐步缩减，公司持续聚焦核心研发能力的提升，使得人均产值持续增长。2018年公司研发人员共计655人，较2017年增加158人，研发人员占总员工比重由2017年的30%提升至2018年的36%。2018年公司人均产值为113.58万元，较2017年的101.66万元增长11.92万元。

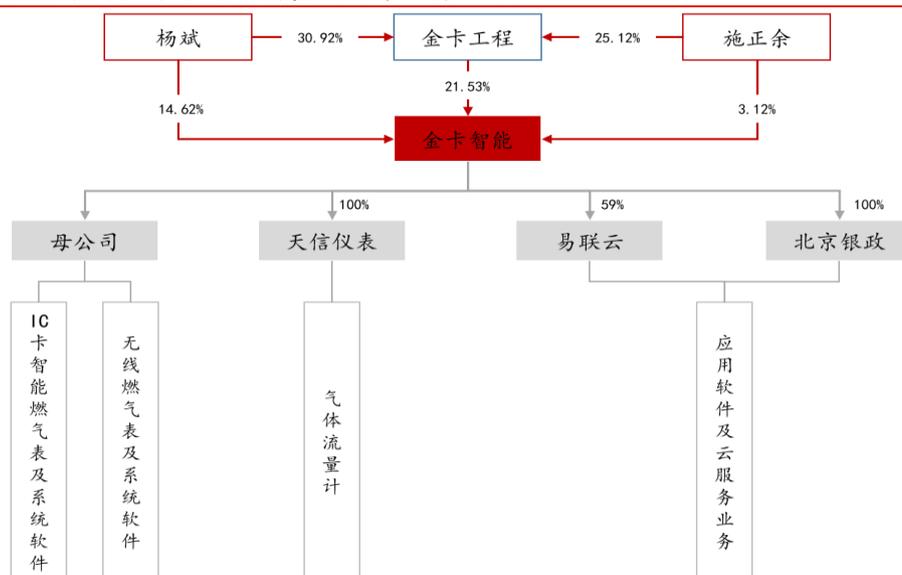
**图表10： 研发人员占比大幅提升**

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**发布股份回购计划，用于员工持股或股权激励。**2019年11月27日晚间，公司发布回购股份方案的公告，回购股份价格不超过20元/股，预计回购金额为5,000万至1亿元，本次回购的股份将用于员工持股计划或股权激励计划，将有望夯实公司核心技术团队人员。回购方案彰显了公司对于未来发展的信心。

**当前公司股权结构较为稳定。**截至11月27日，公司第一大股东为金卡工程，持有金卡智能21.53%股权，第二和第三大股东分别为杨斌和施正余，为一致行动人，持股比例分别为14.62%和3.12%，杨斌担任金卡智能董事长兼总裁，施正余担任金卡工程董事长，未在金卡智能担任职务，杨斌和施正余在金卡智能实际持股比例为21.28%和8.53%，股权结构较为稳定。

图表11： 公司股权结构较为稳定（截至 2019 年 11 月 27 日）



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

## 硬件实力筑就壁垒和护城河不断提升

### 硬件实力领航，公司智能燃气表全球份额排名第二，超声波产品行业翘楚

燃气表特殊属性决定产品要求较高。燃气表计产品本身对安全性和稳定的要求较高，由于燃气的特殊性，细微的疏漏都将引发严重后果，需要具有防尘、防水、防爆等特殊要求，工业表计更是对测量精确度提出较高要求。计量行政机构、制造单位、供气企业都非常重视燃气表的产品质量。并且，随着燃气工业结构的日益复杂，客户对产品的功能、技术先进性、计量精确性、运行稳定性、可靠性、耐久性等要求将越来越高，对**供应商结构设计、材料选择、零件精度、过程控制、检测手段、质保体系等能力提出较高要求。**

公司产品核心技术在于**控制器和通信功能**。基于燃气表的特殊要求，一方面，客户对产品远程控制能力要求逐步提升，例如可通过远程检测燃气泄露并实现远程控制关闭；其次，随着人工抄表成本提升，燃气公司对具有通信能力可实现实时数据上传的物联网燃气表需求提升；同时，伴随产品的迭代，对供应厂商的软件平台和服务能力提出较高要求。公司针对智能燃气表核心需求，重点专注于控制器和通信功能，把握核心技术竞争力。

图表12: IC卡智能燃气表增加了嵌入式软件、控制器及计数采样器等



- 控制器采用新一代的 Microchip 芯片，集成度高、功耗更低、性能更稳定。
- 取样器的专利设计彻底解决了 IC 卡电表电磁干扰的难题。
- 具备条形码功能，帮助客户提升质量追溯、信息管理。
- 带通讯接口，实现软件在线升级。
- 迷宫式设计，防护等级达到 IP65。

资料来源：金卡智能招股说明书，华泰证券研究所

图表13: 物联网表计具有远程控制和通信功能

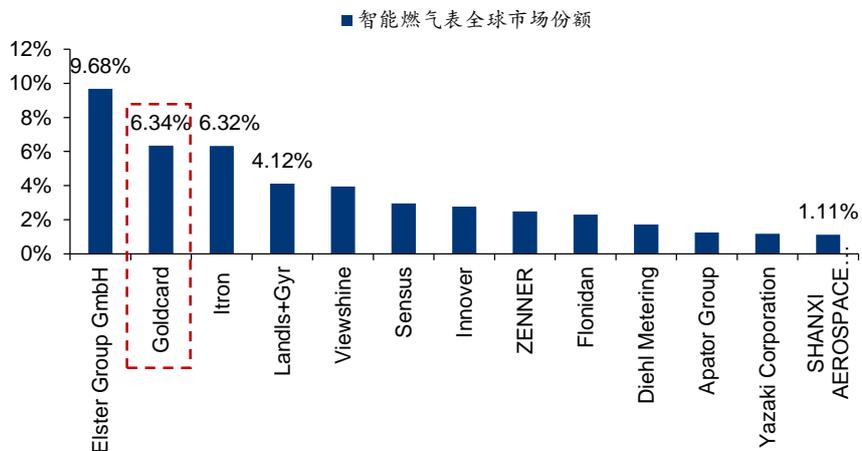


- 远程抄表监控
- 提高抄表效率
- 实现无卡预付
- 实现远程调价
- 实现阶梯气价
- 动态自动组网

资料来源：金卡智能招股说明书，华泰证券研究所

产品实力奠定市场份额，公司智能燃气表市场份额全球排名第二。根据 QYResarch 研究报告《Global Smart as Meters Report》显示，2017 年智能燃气表全球市场份额金卡智能占比为 6.34%，排名全球第二，位于第一位的是德国厂商埃尔斯特 Elster，市场份额为 9.68%。金卡智能的市场份额彰显了其产品实力的全球领先性。

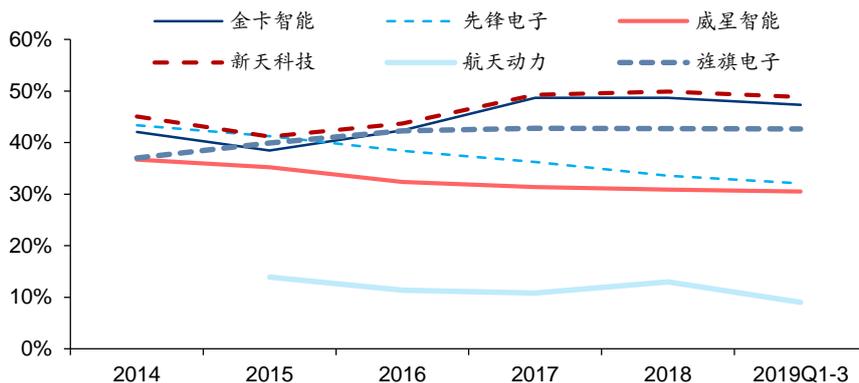
图表14: 产品实力奠定市场份额，公司智能燃气表市场份额全球排名第二



资料来源：QYResarch 研究报告《Global Smart as Meters Report》，华泰证券研究所

金卡智能毛利率处于行业领先水平。公司持续研发投入，提升硬件设计能力，优化成本，且聚焦于控制器和通信能力的核心优势提升，且工商业表计毛利率较高，使得综合毛利率水平位于行业领先地位。2018 年公司毛利率水平为 48.68%，2019Q1-3 毛利率为 47.34%。

**图表15：金卡智能毛利率处于行业领先水平**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

深耕超声波技术多年，工商业及民用超声波表计产品全球领先。公司早于2012年布局自主研发超声波燃气表项目，并于2014年取得双层流道超声波气体流量计结构专利证书。2016年11月公司收购天信仪表的同时，设立合资公司天信超声，重点研发超声波流量计项目，并于2017年推出TUA超声波流量计，实现工业表计技术升级，2018年超声波流量计产品收入快速增长，同比增加76%。2018年公司推出家用超声波燃气表产品，产品品类进一步延伸。

当前国内以膜式燃气表为主，但存在计量不准确、无法应对高温与低温两种情况。超声燃气表是利用超声波在介质中传递的时间差进行计量的新型全电子计量仪表，具备高可靠性、高精度、量程宽的特点。

目前，气体超声波流量计主要以国外品牌为主，例如英国的丹尼尔、德国西克、德国弗莱克森、德国埃尔斯特、美国通用、日本松下等品牌，且多个国家已批准将超声流量计作为贸易结算的法定计量器具，从国际同行业的发展趋势看，超声波流量计是未来天然气计量的潮流，国内市场尚处于空白阶段，有较大的发展空间。

**图表16：深耕超声波技术多年，技术实力全球领先**

家用超声燃气表



**主要优势**

- 气体识别：采用气体识别算法，可得到介质气体类别。
- 气体适应性：介质适应性强，无需修正，测量精度在适用范围内不受气体组分变化影响。
- 温度适应性：温度适应性强，无需修正，测量精度在工作温度范围内满足计量精度。
- 流场适应性：创新流道和计量算法设计，在现场多变环境下测量精度不受影响。
- 远程诊断：可准确测量声速，同时根据声速信息可以快速判断表的工作状态是否正常。
- 工况计算：内置温度传感器，可实现温度补偿体积流量计量
- 稳定性：无可动部件，耐污染，长期运行稳定可靠。

TUA型气体超声波流量计



- 多声道计量，稳定性高
- 精确度高，重复性好
- 量程比宽，超宽测量范围最高可达1:700
- 超低始动流量
- 无可动部件，维护量低
- 内置通讯模块
- 前后直管段要求低
- 内置独立计量用锂电池，可持续工作5年以上
- 内置修正仪

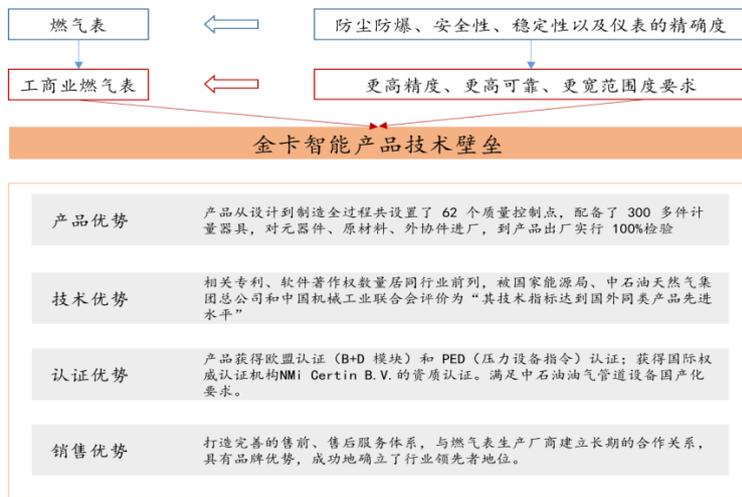
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**工商业表计技术壁垒较高，需求有望回归，引领高速增长**

收购天信仪表，夯实智能燃气表技术领先优势。金卡智能于 2016 年 11 月完成收购天信仪表 98.54% 股权，产品覆盖领域从民用燃气表延伸至工商业表计领域，夯实其在智能燃气表行业的技术领先地位。随后，公司于 2016 年 12 月和 2017 年 11 月分别完成对剩余股权的收购，当前天信仪表为金卡智能全资子公司。其产品包括气体涡轮流量计、气体罗茨流量计（与美国德莱赛合作）、气体腰轮流量计、气体超声流量计、CPU 卡工业流量计、旋进旋涡流量计、预付费控制器、体积修正仪等多个系列产品。

工商业燃气表技术壁垒高，公司产品指标达到国外同类产品先进水平。首先燃气表由于其特殊的行业属性，较其他表计相比，在防尘防爆、安全性、稳定性以及仪表的精确度等方面均具有较高的产品要求。其次，公司产品融合了国际尖端的行业技术，与 GE 德莱赛、德国西克公司等国际同行业品牌合作，其产品被国家能源局、中石油天然气集团总公司和中机联评价为“技术指标达到国外同类产品先进水平”。

图表17：工商业表计技术壁垒高，公司产品全球领先

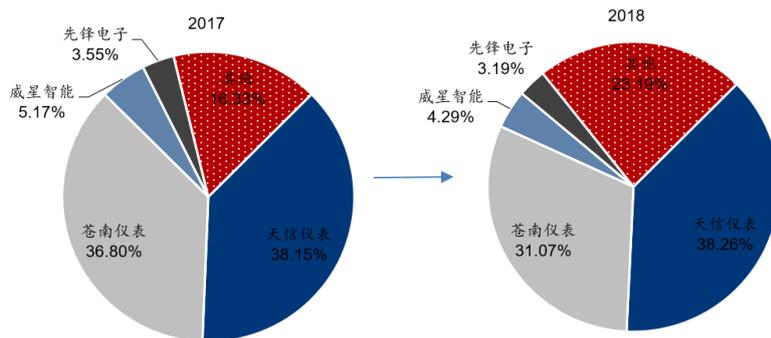


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司市场份额排名第一，处于行业领先地位。当前国内市场上两大工商业天然气流量表计公司，即天信仪表和苍南仪表，苍南仪表于 2018 年 6 月港股 IPO，在其招股说明书内容显示，根据弗若斯特沙利文咨询公司数据，按照 2017 收入规模分析，苍南仪表该业务实现营业收入 5.98 亿元，占据 36.8% 的市场份额，位列行业第二；根据金卡智能 2017 年年报数据，天信仪表 2017 年该产品收入规模为 6.20 亿元，由此推断天信仪表市占率为 38.15%，市场份额排名行业第一。另外，可以看出工商业天然气流量表计行业市场集中度较高，前两大厂商便占据近 75% 的市场份额。

天信仪表市占率持续提升。根据弗若斯特沙利文咨询公司数据显示，2018 年中国天然气销量增速为 11.8%，假设给予国内工商业天然气流量表计同等增速水平，经过统计各供应商 2018 年该业务收入规模情况，可以看到头部厂商中仅天信仪表营收规模在 2018 年持续增长，且市占率进一步提升，达到 38.26%。

**图表18: 天信仪表市占率行业第一, 2018年进一步提升至38.26%**



资料来源: 弗若斯特沙利文咨询公司, 公司公告, 华泰证券研究所

收购完成后, 天信仪表 2016-2018 年合计实现扣非净利润 5.23 亿元, 超额完成业绩对赌要求 3 年完成扣非净利润 3 亿元, 超出比例为 74%。由于政策因素影响, 2019 年天信仪表营收和净利润有所下降, 根据公司 2019 年半年报及 7 月 17 日和 10 月 30 日公告的投资者关系活动记录表显示, 上半年天信仪表订单金额下滑约 20%, 但第三季度订单量已与上年同期持平, 前三季度累计订单降幅有望收窄。

**图表19: 天信仪表 2016-2018 年业绩超额完成业绩承诺**

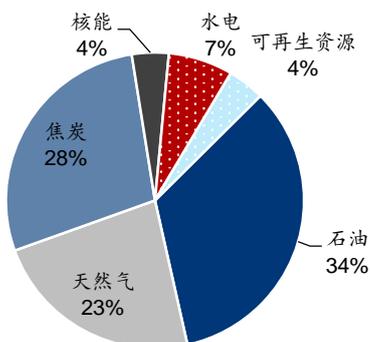
年份	业绩承诺	实际完成情况
2016	2016 年度、2017 年度、2018 年度合计	实现净利润 9,640.13 万元, 扣非净利润为 9,796.35 万元, 占业绩承诺的比例为 32.65%
2017	扣非净利润不低于 3 亿元	实现净利润为 1.82 亿元, 扣非净利润为 1.81 亿元, 2016-2017 占业绩承诺的比例为 92.97%
2018		实现净利润为 2.44 亿元, 扣非净利润为 2.44 亿元
总结:		2016-2018 年合计完成扣非净利润 5.23 亿元, 超出业绩承诺 3 亿元的 74%
2019	-	上半年订单量下滑约 20%, 第三季度订单量与上年持平, 累计订单降幅收窄

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2019 年处于消化此前“煤改气”带来的行业高基数时期, 工商业表计需求有望回归。2018 年下半年由于“煤改气”政策带来天然气供需差持续扩大, 供给能力不足, 进而政策力度趋弱, 2019 年进入稳定期, 以消化此前大幅增长带来的行业高基数。另一方面, 替换化石能源实现节能环保是必然发展趋势, 天然气行业增速有望回归, 由此带来持续管道基础设施建设 and 工商业生产改造需求, 工商业表计有望重回增长。

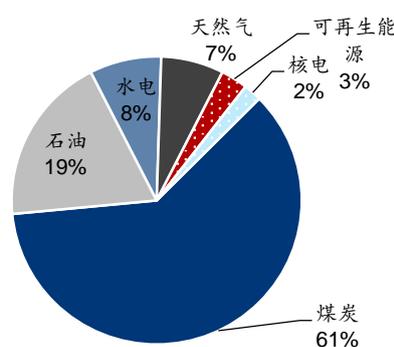
根据中商产业研究院数据显示, 从 2017 年中国一次性能源消费结构中来看, 煤炭仍为主要能源, 天然气占比仅为 6.6%, 较全球天然气占一次性能源消费比重 23% 有较大差距。

**图表20: 2017 年全球一次性能源消费结构中天然气占比 23%**



资料来源: 中商产业研究院, 华泰证券研究所

**图表21: 2017 年中国一次性能源消费结构中天然气占比仅为 6.6%**



资料来源: 中商产业研究院, 华泰证券研究所

根据国家能源局的统计，截至2018年底，我国运行的长输天然气管线总里程达到7.6万千米，2017年为7.3万千米，从天然气管线长度与国土面积比重、运输能力与消费量比重、以及存储能力角度看，截至2017年年底，我国与海外国家具有较大差异。

**图表22：我国燃气管道建设较海外差距较大（2017年）**

指标	中国	美国	法国	德国	俄罗斯	世界平均
干线管道密度（米/平方千米）	7.3	44.7	67	106.4	-	-
运输能力与消费量比重（千米/亿立方米）	19.97	56.3	-	-	-	33.73
储气库工作气量/消费量（%）	3.4	18	15-35	-	17	-

资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

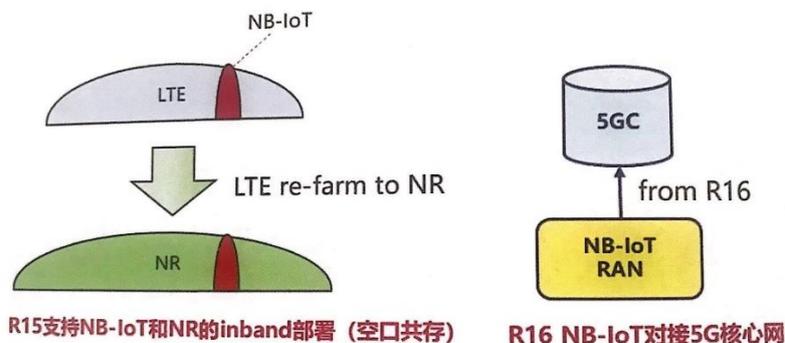
**工商业生产方面**，随着天然气在发电、工业锅炉、宾馆酒店、天然气重卡、冷热电三联供、燃气热泵等领域广泛使用，工商业燃气消费有望持续提升，将带动工业燃气表需求的增长。

我们认为，由于替换化石能源实现节能环保是必然发展趋势，天然气行业增速有望回归，由此带来持续的管道基础设施建设和工商业生产改造需求，工商业表计有望重回向上增长趋势。天信仪表作为行业龙头厂商，产品技术实力全球领先，优势地位明显，2020年营收和净利润有望实现正增长。

### NB-IoT 是 5G 海量连接的主力军，智能计量行业快速发展

5G 业务三大场景之一就是大连接（mMTC），也是 NB-IoT 技术现实的方向，包括智慧城市、智慧家庭等诸多连接。当前 NB-IoT 在 R15 版本能够支持 NB-IoT 和 NR 空口共存，R16 版本将支持 NB-IoT 接入 5G 核心网络。根据 3GPP 自评估和中国独立评估结果，NB-IoT 满足 ITU mMTC 的要求，并已经通过 5G 候选提交，预计 2020 年 7 月将正式成为 ITU 5G 标准。随着标准的逐步完善，NB-IoT 技术相关行业有望进入快速发展期。

**图表23：NB-IoT 是 5G 海量连接的主力军**



资料来源：5G+物联产业高峰论坛，华泰证券研究所

根据2019年11月21日举办的5G+物联产业高峰论坛内容，截至目前NB-IoT水、气表均突破1000万，智慧消防超过400万，市政设施超过200万，智慧停车超过100万。可以看出，NB-IoT已经成为实现智慧城市的基础技术，其中智能计量发展较为迅速。

**图表24： NB-IoT 已经成为实现智慧城市的基础技术，智能计量发展较为迅速**

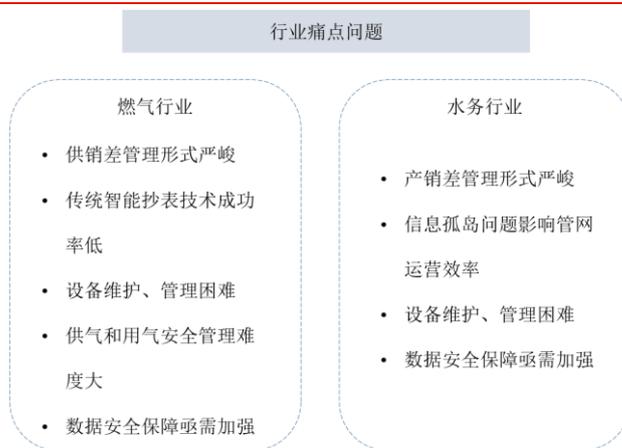


资料来源：5G+物联产业高峰论坛，华泰证券研究所

**智慧水务和智慧燃气是智慧城市的重要组成部分。**基于感知层采集的数据，结合云计算、人工智能、边缘计算等技术开发各类应用系统，抄表作为水务/燃气应用的基础业务，近两年在政策和 NB-IoT 等物联网新技术的推动下，为应用规模增速最快的业务。

**采用物联网技术将有效解决行业痛点问题。**对于燃气行业来说，供销差、传统智能抄表技术成功率低、故障定位难以及安全管理难度大等行业痛点，对于水务行业来说，漏损问题是最大的行业痛点，另外还涉及管网运营效率提升、设备维护以及数据安全等问题。通过物联网智能终端进行全面感知，基于可靠、稳定的智能抄表方案为企业降本增效，同时物联网与大数据结合可提高精细化管理，另外，还可以提升管网的安全性。

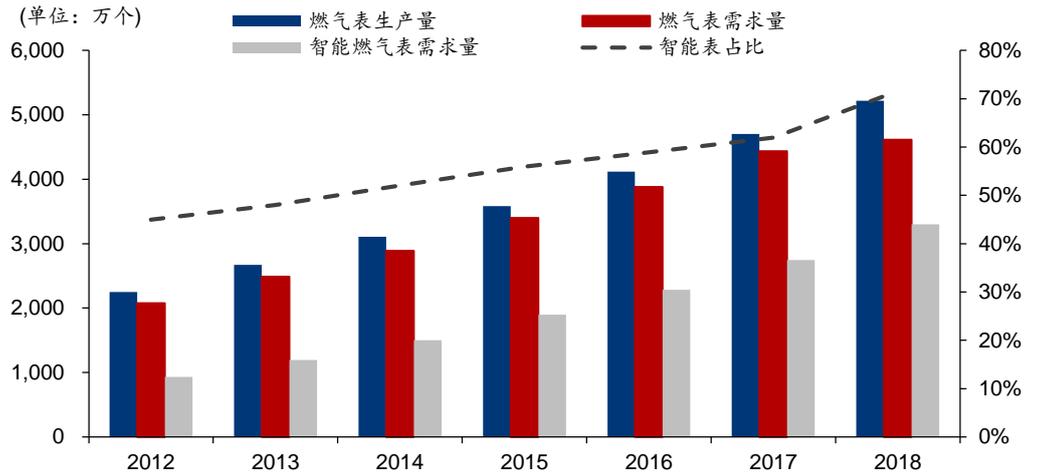
**图表25： 采用物联网技术将有效解决行业痛点问题**



资料来源：《5G 智慧水务白皮书（2019）》，《5G 智慧燃气白皮书（2019）》，华泰证券研究所

**公司民用燃气表受益 NB-IoT 发展红利，19-21 年收入规模有望达 33.6 亿**表计智能化驱动需求提升明显。根据中国计量协会燃气委员会发布数据，从燃气表需求的结构中来看，智能燃气表（包括 IC 卡表和无线表计）从 2012 年的 933 万台增长到了 2018 年的 3,302 万台，2018 年智能燃气表市场占比达到了 71.57%，较 2017 年的 61.97% 提升 9.6 个百分点，表计智能化驱动需求提升明显。

**图表26：智能燃气表的需求提升明显**



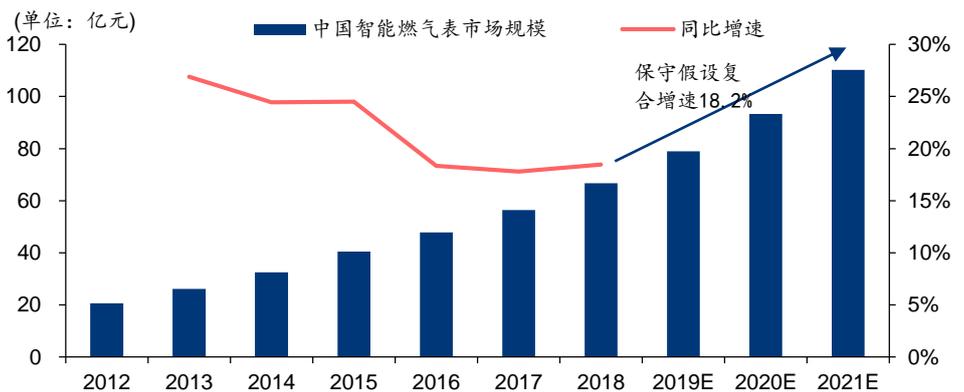
资料来源：中国计量协会燃气委员会公布数据，华泰证券研究所

根据第六次全国人口普查数据，我国共有家庭4.02亿户，城镇人口约占总人口的49.68%，因此推算我国城镇家庭约有2.00亿户，估计国内民用燃气表的市场容量约为2.00亿台。根据此前5G+物联产业高峰论坛，按照当前NB-IoT燃气表连接数为1,100万个，渗透率仅为5.5%。

迎来替换需求高峰期，以NB-IoT为主的智能表计有望快速提升。根据国家统计局数据，2009年-2013年商品房销售面积平均增长率15.53%，而燃气表一般使用寿命为10年，预计未来三到五年替换需求将迎来高峰期，我们认为NB-IoT燃气表需求景气快速提升。

预计到2021年，智能燃气表市场规模超110亿元。根据中国计量协会燃气委员会发布的相关数据，2018年智能燃气表市场规模为66.77亿元，2015-2018年复合增速为18.2%。考虑到各地燃气公司拓展智能表计的进度差异，保守按照2015-2018年复合增速水平，则预计2019年市场规模为78.92亿元，到2021年有望提升至110.2亿元，百亿市场规模可期。

**图表27：预计到2021年，智能燃气表市场规模将超110亿元**



资料来源：中国计量协会燃气委员会公布数据，华泰证券研究所

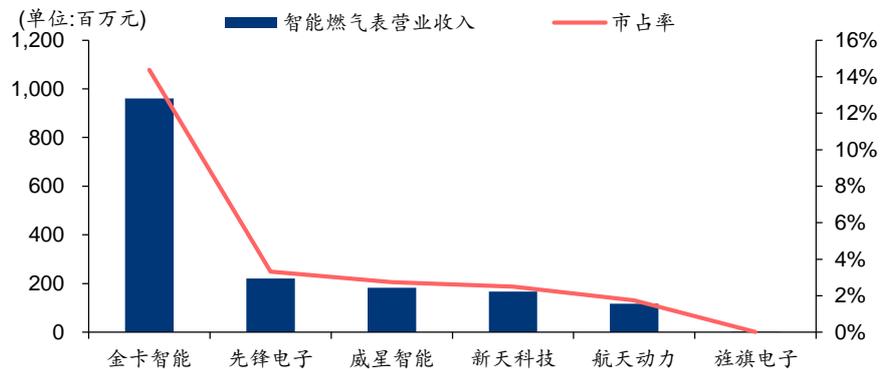
国内多地加速替换 NB-IoT 燃气表，中国前二十大城市 2019-2021 年市场规模有望达到 240 亿元。从 2017 年起，广州开始推广物联网燃气表，截至 2019 年 9 月份已上线超过 100 万台，其中 NB-IoT 智能燃气表超过 40 万台，这是全球单体量最大的 NB-IoT 智能燃气表应用；推动物联网表计更换作为津燃华润燃气 2019 年度重点工作，计划三年完成 400 万 NB-IoT 燃气表的更换。目前，天津、广东、杭州、常德、武汉、太原等地均跟上了 NB-IoT 燃气表的步伐。

根据中国城市建设统计年鉴数据显示，2018 年天津人口总数为 846.9 万人，中国前 30 大城市总人口数为 1.70 亿人，是天津人口总数的 20 倍，由此测算，2019-2021 年中国前 20 大城市 NB-IoT 燃气表需求量有望达到 8,000 万个，即渗透率达到 20%，按照 NB-IoT 燃气表售价为 300 元/个，市场规模为 240 亿元。

金卡智能是智能燃气表领先企业，具有 NB-IoT 燃气表先发优势，有望抢占较高市场份额。目前全国约 100 多家燃气表生产企业，其中智能燃气表生产企业约 30 多家，根据中国计量协会燃气委员会发布的相关数据，2018 年智能燃气表市场规模为 66.77 亿元。通过统计行业头部公司 2018 年智能燃气表收入情况，金卡智能实现营业收入 9.60 亿元，市占率为 14.42%，第二名的先锋电子市占率仅为 3.32%，金卡智能大幅领先同行业公司。

若按照公司智能燃气表市场份额推算 NB-IoT 产品情况，则我们预计 2019-2021 年公司 NB-IoT 燃气表将有望累计实现 34.61 亿元收入规模（2018 年公司无线表计收入规模仅为 6.27 亿元），为其整体收入增长贡献强劲动力。

图表28：金卡智能智能燃气表市场份额领先（2018年）



资料来源：中国计量协会燃气委员会公布数据，Wind，华泰证券研究所

**跨行业开拓水表领域，跨地区进军海外市场，打开成长空间  
产品跨行业横向延伸，开拓水表领域**

2017 公司开始布局智能水表产品，经过 2 年的前期准备，截至 2019 年 10 月 30 日，智能水表生产线基本调试完成，并进行产品型评测试，计划年底前开始试挂，我们预计明年开始批量出货。

图29：金卡智能智能水表产品和整体解决方案已成熟

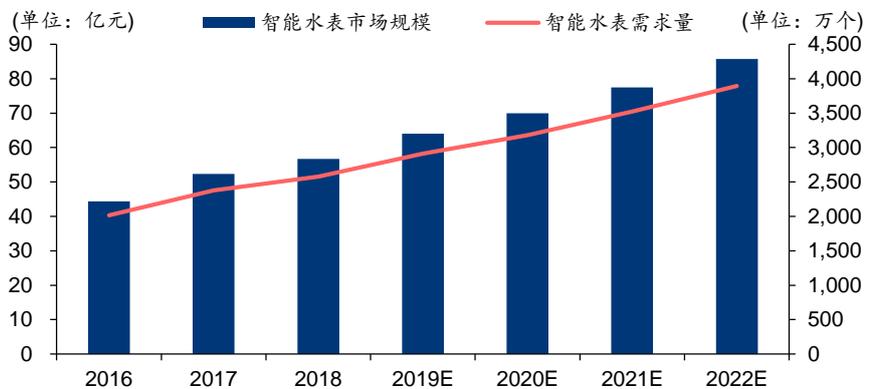


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**当前智能水表渗透率仍处于较低水平。**根据国家统计局数据，2010 年我国城市常住家庭户数 2 亿，农村家庭户数 1.6 亿，以及卫生部发布的《中国医疗卫生事业发展状况》(2012) 统计农村自来水普及率 72.1%，估算国内家庭水表保有量约为 3.15 亿。根据前瞻产业研究院发布的《中国智能水表行业趋势前瞻与投资战略规划分析报告》统计数据显示，2017 年中国智能水表渗透率仅为 23.44%。

**智能水表需求量逐年提升，市场规模可观。**根据表计网数据显示，2018 年我国智能水表市场规模为 56.7 亿元，预测 2019 年为 64 亿元，随着 NB-IoT 智能表计需求提升，2022 年市场规模有望达到 85.7 亿元，年复合增速为 10.22%。根据调研数据假设智能水表价格为 220 元/个，2019 年需求量超过 2,900 万个，到 2022 年需求量为 3,895 万个。

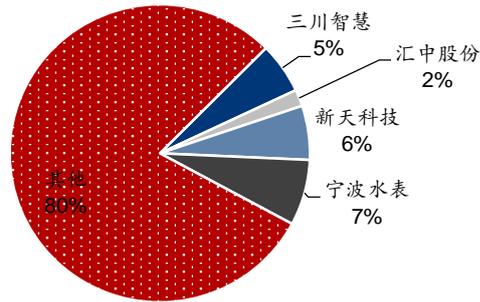
图30：智能水表需求量逐年提升，市场规模可观



资料来源：表计网，华泰证券研究所

**智能水表行业竞争格局较为分散。**国内从事水表行业企业众多，特别是传统低端水表生产企业居多。领先厂商分别为三川智慧、汇中股份、新天科技和宁波水表。从智能水表市占率情况来看，收入体量较大的宁波水表市占率仅为 7.14%，可以看出竞争格局较为分散。

图表31： 智能水表行业竞争格局较为分散（2018 年）

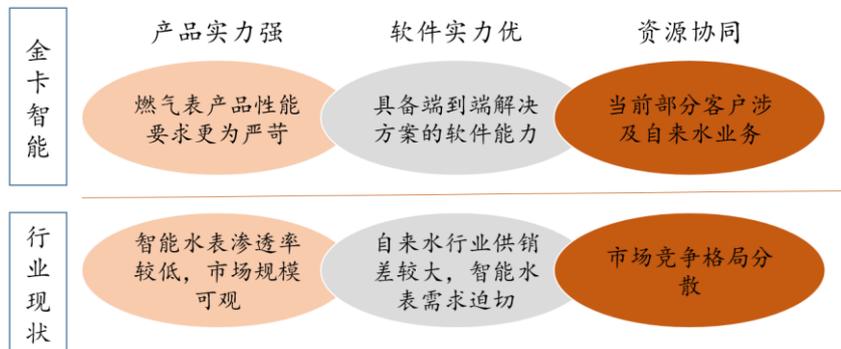


资料来源：表计网，华泰证券研究所

水务行业供销差较大，智能水表将有效解决行业痛点，渗透率有望快速提升。根据莆田市人民政府的政务公开信息显示，自来水企业平均供销差为 25%。根据 2017 年 7 月发改委出台《关于加强配气价格监管的指导意见》显示，燃气公司的供销差平均水平为 5%左右。我们认为自来水行业供销差具有大幅改善空间，智能水表渗透率有望加速提升。

公司向水表行业延伸具有硬件和软件优势。一方面，智能燃气表计产品性能要求更为严苛，公司作为智能燃气表行业领军企业，拥有较强的产品技术实力和研发能力；其次，公司具备端到端整体解决方案的软件实力，竞争力更为强劲；另外，公司当前燃气表客户部分涉及水务行业，具有资源协同优势。综合当前智能水表行业市场规模可观且竞争格局较为分散，且供销差优化空间较大带来智能水表需求有望快速提升，我们期待公司将在智能水表领域打下一片天地。

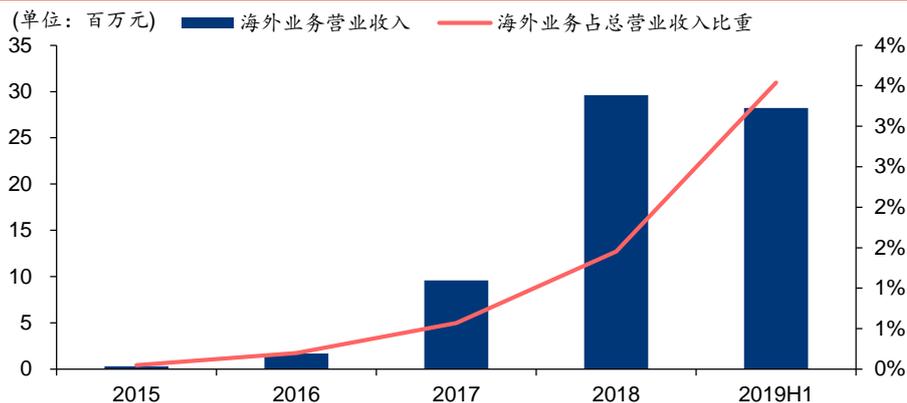
图表32： 金卡智能有望在智能水表领域打下一片天地



资料来源：华泰证券研究所

### 跨地区进军海外市场，打开成长空间

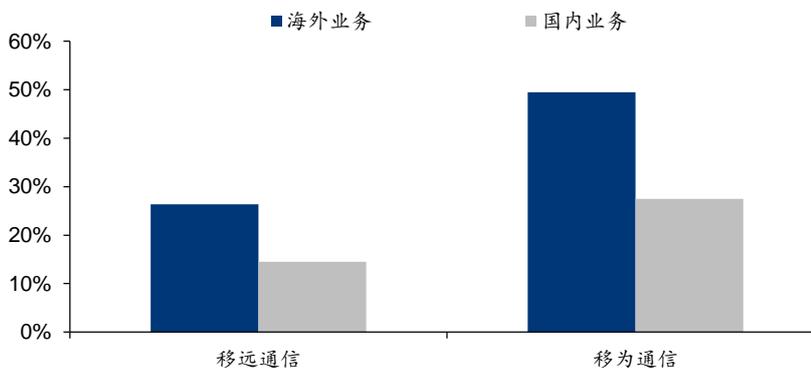
公司凭借优异的产品能力，获得海外资质认证。公司 2015-2018 年分别公告膜式燃气表、家用热式燃气表 JGM 系列以及天信仪表的工商业流量计均获得国际权威认证机构 NMI Certin B.V.的资质认证，公司拓展海外市场多年。2019 年 7 月 9 日，公司官网公布其金卡 NB-IoT 智能燃气表荣获欧盟 ATEX 防爆认证，标志着金卡 NB-IoT 智能燃气表在行业内率先通过欧盟权威认证机构的检测，顺利取得欧盟准入的合格评定，获得了进入海外市场的贸易通行证。2019 年上半年，公司海外市场进展迅速，新增海外订单国家 9 个，完成新接入物联网表实验局 5 个，2019H1 公司海外业务实现营业收入同比增长 88.19%，市场拓展初见成效，为后续成长打开广阔空间。

**图表33：金卡智能 2019 年取得欧盟准入合格评定，2019H1 海外业务营业收入同比增长 88.19%**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**研发团队具备国际专业水平。**公司在杭州、北京、石家庄、温州设立了具有国际专业水平的研发中心，成立了行业内唯一通过 CNAS 认证的专业测试实验室。截至 2018 年 12 月，公司拥有 600 多项知识产权，其中有效专利 274 项，软件著作权 307 项。

**国内厂商具备成本优势，有利于抢占海外市场份额。**根据物联网市场调研机构 IoT Analytics 于 2019 年 11 月发布的最新版《智能表计市场报告 2019-2024》估计，2019 年全球智能表计(电表、水表和气表)的普及率超过 14%，而早在 2011 年中国国家电网公司就开始在全国部署智能电表，目前占全球总安装量的一半以上。可以看出对于物联网行业来说国内外厂商处于同一起跑线，且在智能表计领域国内厂商走在全球前列。结合国内厂商拥有运营和研发成本优势，更有利于抢占海外市场份额。同时，海外客户对终端产品性能和服务要求较高，付费能力强，毛利率水平较高，且定制化产品具有较高客户粘性，故而拓展海外市场的性价高于国内市场。

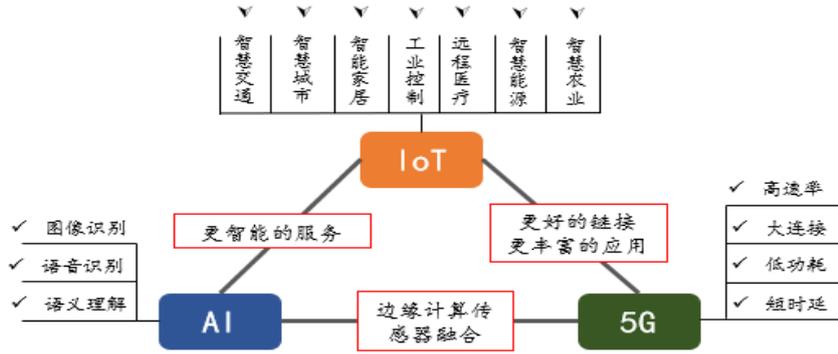
**图表34：物联网厂商 2018 年海外及国内业务毛利率对比**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 从 IoT 到 AIoT，金卡具备发展条件，被低估的 AIoT 标的

**AI+5G 助力 IoT 发展，AIoT 是未来主流形态。**IoT 通过各种装置之间的相互联系给人们的生活带来了极大的便利，同时在物与物、人与物的交互中也产生海量的数据，如何使这些数据发挥更好的价值成为关键，而人工智能恰可以提供解决方案。人工智能在当前网络装置不断普及的环境下用于数据分析更加地可行，使得其可以从一开始的辅助、增强功能到实现深度学习后的自主性。通过将 AI 与 IoT 相结合可以实现更高效、更富人性化的万物互联。

图表35: AI+IoT+5G 是未来主流形态



资料来源: OFweek, 华泰证券研究所

智能燃气表渗透率逐步提升, 软实力成为核心竞争力。在燃气表行业, 随着智能化产品的渗透率的逐步提升, 一方面要求终端厂商具备智能表计整体解决方案的能力, 为客户提供从系统平台、业务运营到 C 端用户层的智慧服务。另一方面, 行业大数据挖掘和分析应用需求也将日益显现。而燃气公司或工商业用户在该领域能力, 将更多依靠第三方公司协作完成, 智能燃气表计厂商拥有终端卡位优势, 且对行业需求理解较为深刻, 拥有得天独厚的优势, 同时通过软件产品的服务更能把握客户粘性, 软实力成为核心竞争力。

金卡智能定位于中国领先的物联网企业, 目前专注于为公用事业提供物联网综合解决方案, 其智能的 IoT 平台及大数据系统建设能力行业领先。公司通过其全资子公司银证软件和控股子公司易联云深耕 IoT 系统平台和 Saas 云服务, 公司物联网系统平台于 2013 年上线运行, 2018 年公司物联网系统管理平台“能源云”获得华为技术最高级别的 Validated 认证, 表明公司“能源云”系统符合国际水平, 截至 2019 年 6 月, 公司物联网系统平台接入终端已达到百万量级。

图表36: 金卡智能提供 IoT 端到端整体解决方案



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

## 投资建议

我们对公司财务预测的主要假设如下：

**营业收入方面**，公司业务分为无线燃气表、气体流量计、IC卡智能燃气表、GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软件、天然气销售、膜式燃气表、水表和其他业务。

1. **无线燃气表业务**，由于受到 2G 退网影响，2G 智能燃气表订单体量将大幅下降，故而该业务主要以 NB-IoT 燃气表为主。考虑到 2019 年为 NB-IoT 产品规模快速提升的第一年，且参考公司公告（2019-007）显示，预计公司全年无线燃气表业务订单量增速超过 20%，综合考虑公司 2019 年该业务营收有望达到 7.95 亿元，同比增长 26.9%。未来 NB-IoT 产品订单持续放量，预计 2020 和 2021 年公司该业务分别实现营业收入 10.66 亿元和 15.24 亿元，同比增长 34.0%和 43.0%。
2. **气体流量业务计即天信仪表的工商业表计产品**，由于受到“煤改气”政策力度放缓影响，2019 年 H1 公司该产品营收同比下降 40.13%，根据公司公告（2019-006 和 2019-007）显示该产品订单第三季度较去年基本持平，累计订单量降幅有望持续收窄，预计 2019 年全年该业务收入同比下降 29%。随着“煤改气”带来的行业高基数消化，当前订单量快速恢复，根据弗若斯特沙利文咨询公司数据显示，预计中国 2019-2022 年天然气销量复合增速为 13.1%，考虑到工商业表计市场集中度较高，且公司市占率持续提升，2020 和 2021 年该业务增速分别为 13.9%和 16.2%。
3. **IC 卡智能燃气表业务**，受到“煤改气”政策力度放缓及物联网燃气表渗透率提升影响，IC 卡智能燃气表订单量持续下滑，2019 年上半年 IC 卡智能燃气表实现营收 1.17 亿元，同比下降 17.02%，考虑到公司产品收入确认具有一定的季节性因素，IC 卡表 2017 和 2018 年上半年收入占全年该产品收入比重分别为 35%和 42%，按照平均数值 38%计算，则公司该产品全年将实现 3.12 亿元。预计 2020-2021 年该业务收入降幅将持续扩大。
4. **水表业务**，公司 2019 年智能水表及解决方案产品生产线基本调试完成，并进入测试阶段，故而 2019 年出货量较小，2020 年有望实现规模放量。根据表计网数据预测，2020 和 2021 年智能水表市场规模分别为 70 亿和 77.5 亿元，且竞争较为分散，截至 2019 年 10 月 30 日，公司智能水表生产线基本调试完成，并进行产品型评测试，计划年底前开始试挂，预计 2020 年开始批量出货。我们认为公司水表产品处于发展初期阶段，市占率处于逐步提升阶段，预计 2020-2021 年为 1.43%和 1.68%，对应该业务营业收入分别为 1 亿和 1.3 亿元。
5. **GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软及其他业务**，预计该业务跟随智能燃气市场规模增速，根据中国计量协会燃气委员会公布数据显示，2017 和 2018 年中国智能燃气需求量增速分别为 20.26%和 20.16%，预计 GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软和其他业务 2019-2021 年营收增速均为 20%。
6. **膜式燃气表和天然气销售业务**，传统膜式燃气表受智能燃气表景气度提升影响，订单量将持续下滑；公司业务重心将聚焦于智能表计业务，故而天然气销售业务收入亦将持续下降。

**毛利率情况**，2019 年无线表计分为 2G 和 NB-IoT 产品，随着 NB-IoT 产品占比大幅提升，且单价较高，我们预计毛利率水平将逐步提升，工商业表计行业集中度较高，导致毛利率较为稳定；随着公司无线表计和工商业表计产品海外市场逐步打开，且海外产品毛利率空间较大，我们预计 2020 和 2021 年以上两个产品毛利率水平将持续提升。IC 卡智能表计需求量下降，故而毛利率水平也将有所下降。水表方面，考虑到公司产品能力其水表产品的毛利率有望高于燃气表计，由于 2019 年出货的均为测试产品，毛利率较高，随着客户采购量增加，毛利率将有所下降。剩余业务由于收入体量逐年下降，且均不是公司聚焦业务，预计未来毛利率水平小幅下降。综合来看，公司 2019-2021 年综合毛利率水平分别为 48.1%、48.1%和 48.0%。

**费用率方面**，2019 年受到订单量下滑影响，公司销售费用有所下降，2019Q1-3 下降幅度约为 12.64%，考虑到公司四季度订单量回升，且加大海外拓展力度，预计 2019 年全年销售费用下降 5.51%，销售费用率为 14.0%，2020 和 2021 年随着水表和海外市场极大

拓展，销售费用率将有所提升。公司持续优化管理费用，使得管理费用率逐年下降。2019 年公司加大超声波燃气表和水表的研发，使得研发费用率提升明显，且当前处于智能表计行业迈入高速增长的初期阶段，预计 2020 和 2021 年研发费用率仍将维持较高水平。

**图表37：金卡智能主营业务财务情况预测**

营业收入（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
无线燃气表及系统软件	438.77	626.59	795.16	1065.70	1524.38
yoy	94.5%	42.8%	26.9%	34.0%	43.0%
气体流量计	620.21	692.98	491.80	560.12	650.69
yoy	411.9%	11.7%	-29.0%	13.9%	16.2%
IC 卡智能燃气表及系统软件	341.95	333.62	311.81	289.36	260.42
yoy	15.8%	-2.4%	-6.5%	-7.2%	-10.0%
水表	0.00	0.00	2.60	100.00	130.00
yoy	-	-	-	3746.2%	30.0%
GPRS/CDMA 远程实时燃气监 控系统及系统软件	98.38	125.44	150.53	180.63	216.76
yoy	57.2%	27.5%	20.0%	20.0%	20.0%
天然气销售业务	65.92	49.06	39.25	33.36	30.02
yoy	-7.2%	-25.6%	-20.0%	-15.0%	-10.0%
膜式燃气表	10.37	25.18	18.75	15.75	13.50
yoy	9.7%	142.8%	-25.5%	-16.0%	-14.3%
其他	111.94	187.03	224.44	269.32	323.19
yoy	61.6%	67.1%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>总计</b>	<b>1687.55</b>	<b>2039.90</b>	<b>2034.32</b>	<b>2514.25</b>	<b>3148.96</b>
<b>yoy</b>	<b>97.5%</b>	<b>20.9%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>23.6%</b>	<b>25.2%</b>
毛利率（%）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
无线燃气表及系统软件	38.8%	37.4%	41.0%	41.2%	42.0%
气体流量计	60.9%	62.6%	62.5%	62.6%	62.8%
IC 卡智能燃气表及系统软件	46.6%	45.4%	45.0%	44.9%	44.5%
水表	-	-	55.0%	51.0%	50.0%
GPRS/CDMA 远程实时燃气监 控系统及系统软件	52.1%	54.8%	55.5%	55.4%	55.1%
天然气销售业务	20.7%	18.6%	18.0%	15.0%	14.0%
膜式燃气表	26.1%	25.0%	24.0%	22.0%	20.0%
其他	42.0%	47.8%	48.0%	48.0%	48.0%
<b>总计</b>	<b>48.7%</b>	<b>48.7%</b>	<b>48.1%</b>	<b>48.1%</b>	<b>48.0%</b>
费用（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用	252.29	301.60	284.97	369.39	478.26
占营收比重	15.0%	14.8%	14.0%	14.7%	15.2%
管理费用	113.88	106.53	108.80	113.92	117.63
占营收比重	6.7%	5.2%	5.3%	4.5%	3.7%
研发费用	99.75	116.88	167.00	205.23	251.25
占营收比重	5.9%	5.7%	8.2%	8.2%	8.0%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司是被低估的 AIoT 标的。横向对比行业内可比公司估值水平，按照我们对金卡智能 2019-2020 盈利预测，以及可比公司万得一致预测的情况，可以看到金卡智能 PE 估值水平处于行业可比公司末位，预计 2020 年 PE 仅为 12.50 倍。公司作为国内龙头厂商，业绩增速迎来边际改善，且技术实力领先，市占率有望进一步提升，可谓是被低估的 AIoT 标的，具备估值修复空间。

我们预计公司 2019~2021 年净利润分别为 4.09 亿、4.92 亿和 6.02 亿，EPS 分别为 0.96 元、1.15 元和 1.41 元，当前股价下对应 PE 分别为 15.02、12.50 和 10.22 倍。参考 A 股同类型公司的 2020 年 PE 估值平均水平为 19.04 倍，考虑到 2019 年燃气表公司受“煤改气”政策力度放缓影响收入和利润增速，当前处于较低估值水平，有万得一致预测数据的大多为智能水表公司，2019 年受益行业景气度提升，收入利润均有明显增长，估值较智能燃气表公司略高，故给予公司 2020 年 PE 估值为 16-18 倍，对应目标价 18.40-20.7 元

/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表38：金卡智能估值同比A股上市公司情况（截至2019年12月12日）

证券名称	股价总市值（亿）		EPS（元）			PE（X）		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
新天科技	3.7	43.9	0.13	0.19	0.23	21.76	19.63	16.22
三川智慧	4.4	45.9	0.09	0.13	0.17	35.31	33.92	25.94
宁波水表	22.7	35.5	1.17	1.09	1.43	26.17	20.83	15.87
汇中股份	12.9	21.6	0.68	0.61	0.71	18.2	21.11	18.14
平均	-	-	0.46	0.51	0.64	27.75	23.87	19.04
金卡智能	14.4	61.7	1.16	0.96	1.15	12.40	15.02	12.50

注：燃气表计公司除新天科技外均无万得一致预测数据，故而选取智能水表相关公司作为可比公司，可比公司的EPS和PE为万得一致预测

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

#### 1、海外订单拓展不及预期

公司处于进军海外市场初期阶段，客户采购量造成订单量具有较大不确定性。

#### 2、智能燃气表产品销量不及预期

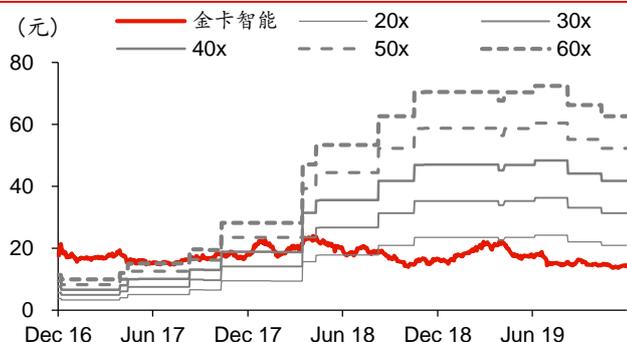
公司下游客户为各地区燃气公司，客户较为分散，对于智能燃气表的替换需求和计划进度不一，订单量存在较大不确定性。

#### 3、毛利率下降的风险

随着智能燃气表渗透率逐步提升，公司订单量持续增长，客户采购量提升将导致产品价格让利情况，产品存在降价趋势。

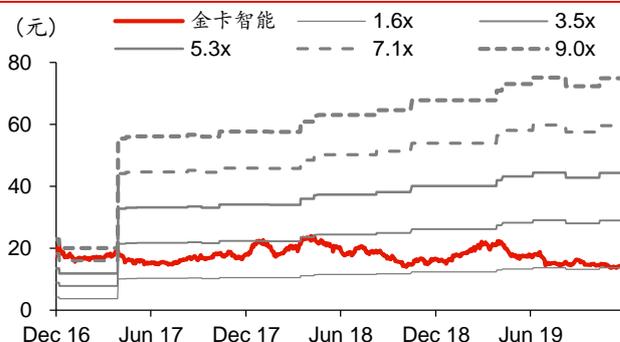
## PE/PB - Bands

图表39：金卡智能历史PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表40：金卡智能历史PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,186	2,725	2,850	3,492	4,451
现金	425.46	329.44	365.85	452.56	566.81
应收账款	576.56	787.16	1,062	1,432	2,092
其他应收账款	29.71	27.73	33.23	38.95	48.67
预付账款	19.58	11.71	15.84	17.93	23.18
存货	357.36	258.00	366.66	453.25	568.46
其他流动资产	777.00	1,311	1,006	1,097	1,151
非流动资产	1,843	1,839	1,905	1,955	1,982
长期投资	60.98	70.33	70.33	70.33	70.33
固定投资	261.73	241.17	332.33	393.02	424.19
无形资产	102.01	93.50	95.74	97.98	100.22
其他非流动资产	1,418	1,434	1,407	1,393	1,387
资产总计	4,029	4,564	4,755	5,446	6,432
流动负债	830.40	868.23	951.30	1,446	2,131
短期借款	0.10	0.00	0.00	192.76	393.49
应付账款	380.47	369.11	475.36	718.19	1,146
其他流动负债	449.83	499.12	475.94	535.13	590.97
非流动负债	160.47	180.06	58.60	63.94	63.46
长期借款	0.85	0.57	0.57	0.57	0.57
其他非流动负债	159.62	179.50	58.04	63.37	62.89
负债合计	990.87	1,048	1,010	1,510	2,194
少数股东权益	28.15	30.74	28.84	27.12	25.02
股本	237.82	429.32	429.12	429.12	429.12
资本公积	1,964	1,794	1,794	1,794	1,794
留存公积	845.66	1,296	1,493	1,686	1,990
归属母公司股东权益	3,010	3,485	3,716	3,909	4,213
负债和股东权益	4,029	4,564	4,755	5,446	6,432

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	464.48	425.44	282.42	264.31	278.84
净利润	340.78	495.93	408.85	491.78	601.96
折旧摊销	40.93	44.07	46.47	61.06	73.73
财务费用	(1.21)	1.22	0.07	2.96	8.86
投资损失	(29.40)	(76.09)	(45.00)	(45.00)	(45.00)
营运资金变动	104.31	(61.74)	(11.43)	(272.88)	(399.10)
其他经营现金	9.07	22.05	(116.54)	26.39	38.38
投资活动现金	(391.31)	(485.48)	(66.11)	(67.01)	(56.07)
资本支出	85.46	107.08	102.45	99.53	89.12
长期投资	300.00	522.90	(2.92)	0.95	0.39
其他投资现金	(5.85)	144.51	33.41	33.46	33.45
筹资活动现金	(109.06)	9.11	(179.90)	(110.58)	(108.52)
短期借款	(10.05)	(0.10)	0.00	192.76	200.72
长期借款	(0.56)	(0.28)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	2.85	191.50	(0.20)	0.00	0.00
资本公积增加	16.68	(169.64)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(117.99)	(12.37)	(179.70)	(303.35)	(309.25)
现金净增加额	(35.15)	(49.87)	36.41	86.71	114.25

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,688	2,040	2,034	2,514	3,149
营业成本	866.00	1,047	1,056	1,306	1,638
营业税金及附加	18.21	22.82	22.75	28.12	35.22
营业费用	252.30	301.59	284.97	369.39	478.26
管理费用	113.88	106.53	275.80	319.14	368.88
财务费用	(1.21)	1.22	0.07	2.96	8.86
资产减值损失	11.86	13.96	18.16	14.66	15.59
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.40	76.09	45.00	45.00	45.00
营业利润	405.73	585.03	471.22	569.17	699.41
营业外收入	5.04	7.42	7.38	6.83	6.23
营业外支出	4.07	15.74	3.15	4.12	5.63
利润总额	406.70	576.71	475.45	571.88	700.01
所得税	65.92	80.78	66.59	80.10	98.05
净利润	340.78	495.93	408.85	491.78	601.96
少数股东损益	(7.36)	(2.13)	(1.90)	(1.72)	(2.10)
归属母公司净利润	348.14	498.06	410.75	493.50	604.06
EBITDA	445.44	630.32	517.76	633.19	782.00
EPS (元, 基本)	1.46	1.16	0.96	1.15	1.41

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	97.55	20.88	(0.27)	23.59	25.24
营业利润	365.27	44.19	(19.45)	20.79	22.88
归属母公司净利润	297.38	43.06	(17.53)	20.14	22.40
获利能力 (%)					
毛利率	48.68	48.68	48.07	48.06	47.99
净利率	20.63	24.42	20.19	19.63	19.18
ROE	11.57	14.29	11.05	12.62	14.34
ROIC	13.52	16.11	12.70	14.09	15.70
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.59	22.97	21.24	27.73	34.11
净负债比率 (%)	0.12	0.08	0.06	12.80	17.96
流动比率	2.63	3.14	3.00	2.41	2.09
速动比率	2.20	2.84	2.61	2.10	1.82
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.47	0.44	0.49	0.53
应收账款周转率	3.04	2.84	2.09	1.91	1.70
应付账款周转率	2.97	2.79	2.50	2.19	1.76
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	1.16	0.96	1.15	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	0.99	0.66	0.62	0.65
每股净资产(最新摊薄)	7.01	8.12	8.66	9.11	9.82
估值比率					
PE (倍)	17.72	12.39	15.02	12.50	10.22
PB (倍)	2.05	1.77	1.66	1.58	1.46
EV_EBITDA (倍)	12.78	9.03	11.00	8.99	7.28

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com