

金卡智能深度报告

三大平台能力支撑，物联网公共事业龙头再起

华西通信团队

2019年12月15日

分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

分析师：刘菁

SAC NO: S1120519110001

金卡智能 华西通信&机械联合覆盖

联系人：柳珏廷

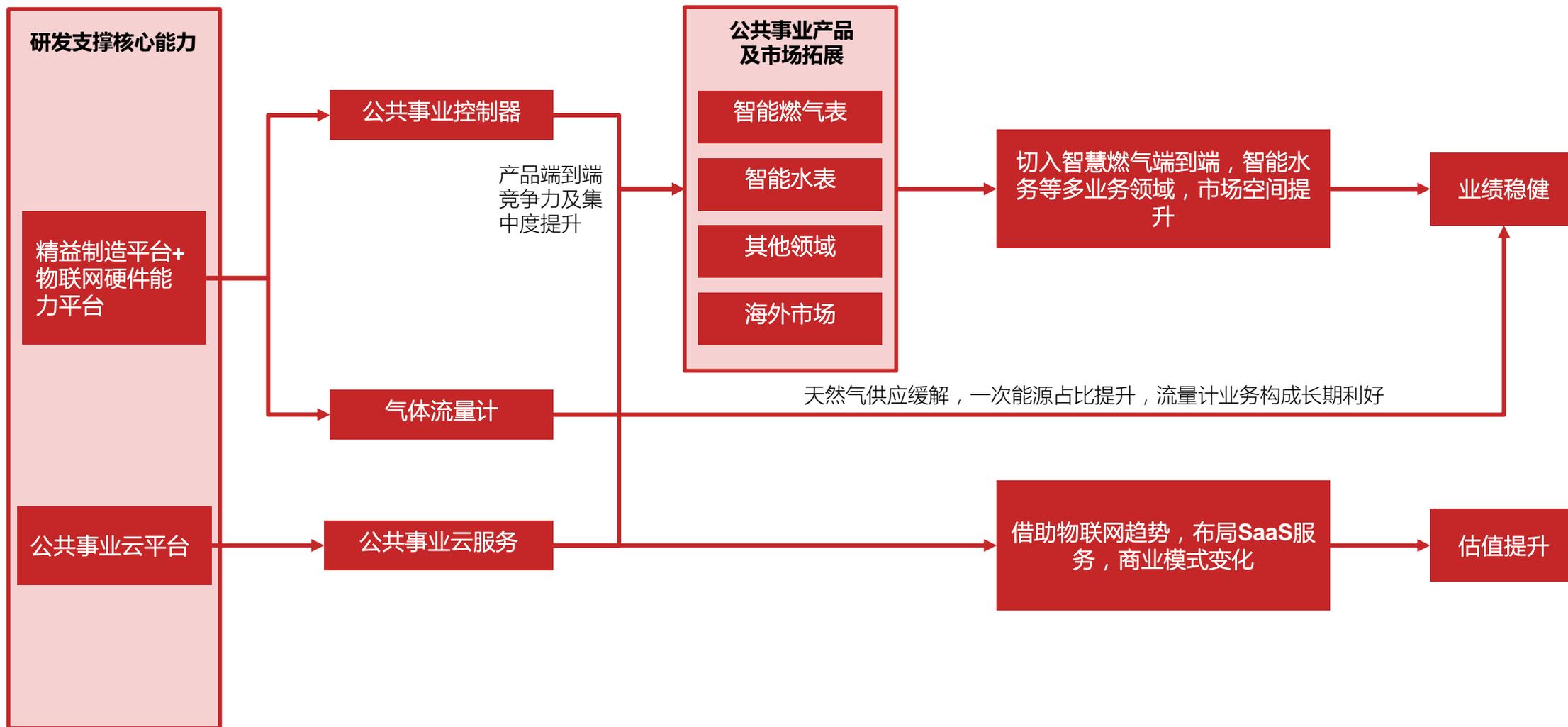
邮箱：liujt@hx168.com.cn

Tel: 17778187080

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司推荐主要逻辑

- 区别市场认知1：突破传统表计类公司定位，公司立足燃气表计量行业，逐步打造精益制造平台+物联网硬件能力平台+公共事业云平台：公司依托物联网控制器、IOT平台端到端优势，横向拓展不同公共事业应用领域，估值具备溢价空间。**
- 区别市场认知2：房地产、煤改气只是短期催化，城镇化、能源结构变化是驱动智能燃气表行业周期主要因素：**从行业收入增速及房地产增速对比，燃气表行业长期增长主要取决于存量燃气用户数量增长，而非房地产周期；中国能源结构变化成为行业重要驱动因素。
- 区别市场认知3：技术逐步迭代，NB-IoT优势显著，智能燃气表提升竞争门槛，行业集中度有望提升：**目前从事民用燃气表生产企业过百家，但仍以纯机械表为主，技术水平落后，无法满足业务精细化管理和智能化服务。技术迭代，NB-IoT表优势明显；新旧燃气表存量替换，无线智能燃气表预计逐渐占领市场，金卡智能在技术替换迭代期间具竞争优势，集中度有望提升。
- 区别市场认知4：天然气供给影响气体流量计行业短期业绩，LNG站建设加快、中俄天然气东线开通、有效缓解天然气供应紧张局面，对天然气流量计业务构成长期利好：**2018下半年至2019上半年国内天然气供应不足导致气体流量计业务下滑；随着燃气政策稳需增供，供需矛盾将缓解，公司子公司流量计龙头天信仪表业绩有望触底反弹。
- 区别市场认知5：易联云平台赋能公用事业，NB终端批量出口，公司增长空间打开：**把握公共事业云趋势，纵深物联网上云SaaS，打造从智能燃气、水务到智慧公共事业端到端整体解决方案，另外叠加公司出口战略，未来公司整体市场天花板有望持续打开。
- 盈利预测及估值判断：**
 目前行业龙头公司估值较低，例如新天科技等公司动态PE估值20倍左右，整个行业整体被低估，给予金卡智能传统业务部分2019年PE 20X，对应公司传统业务部分2019年估值为=4.07亿元x20=81.4亿元。
 保守假设未来云服务在中大型燃气公司渗透率达到20%，即600家客户，客户单价30万元；中大型水务公司渗透率5%，300家客户，客户单价20万元左右，预计易联云收入规模够到达2.4亿元。按照国内外成熟SaaS平台的平均估值5倍PS为合理估值，我们认为易联云估计12亿元市值。
 因此，预计2019年金卡智能总估值为=81.4亿元+12亿元=93.4亿元，对应目标价为21.8元，投资评级由“增持”调整上升为“买入”。
- 风险提示：**煤改气政策影响、燃气表和流量计业务发展不及预期、水务或燃气公司等物联网技术渗透不及预期、系统性风险。



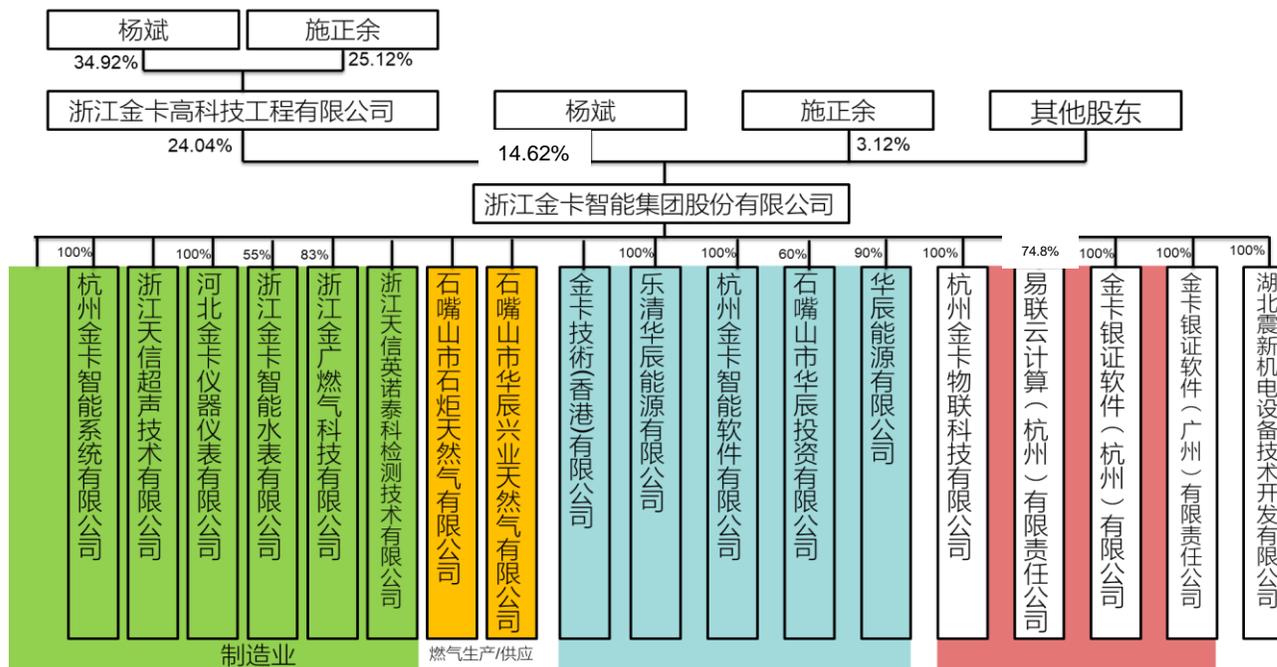


01 公司简介及股权结构

公司简介

- 金卡智能集团股份有限公司成立于**1997**年，是一家专注于智慧公用事业解决方案服务商，围绕客户需求持续创新，历经**20**多年的卓越发展，已成为智慧燃气行业领导企业之一。
- 金卡智能积极追随物联网和互联网的时代潮流，努力构建全新的公用事业行业生态体系，并积极开拓新的技术、产品与业务，在智能终端、智能通讯、大数据、云计算及移动应用等方面，产生强大的协同效应，为公用事业领域客户提供从智能设备、通讯网络、应用管理软件到互联网云服务的高价值、高性能的产品及端到端解决方案，并与各大燃气公司、华为、阿里巴巴等建立了长期战略合作伙伴关系。
- 目前公司业务覆盖国家**20+**，拥有公用事业企业**2000+**，城市覆盖**1500+**，服务城市家庭用户**4000万+**。

1998	成功上市第一代IC智能燃气表
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
2010	将远程智能燃气监控系统应用于上海世博会及上海环球金融中心
2013	成功推出国内行业首款“物联网智能燃气表系统” 全球第二家OIMLR137认证的膜表公司
2016	收购北京银证，增资易联云，加强软件与互联网应用 成立广州金燃、重庆合众智慧燃科技，布局燃气运营
2017	更名为金卡智能 金卡NB-IoT智能燃气解决方案正式商用
2018	与多家企业签署战略合作协议，共同打造城市燃气智慧客户服务体系，共建物联网智慧公共事业服务生态链
2019	金卡智能公益基金会在杭州国际博览中心成立

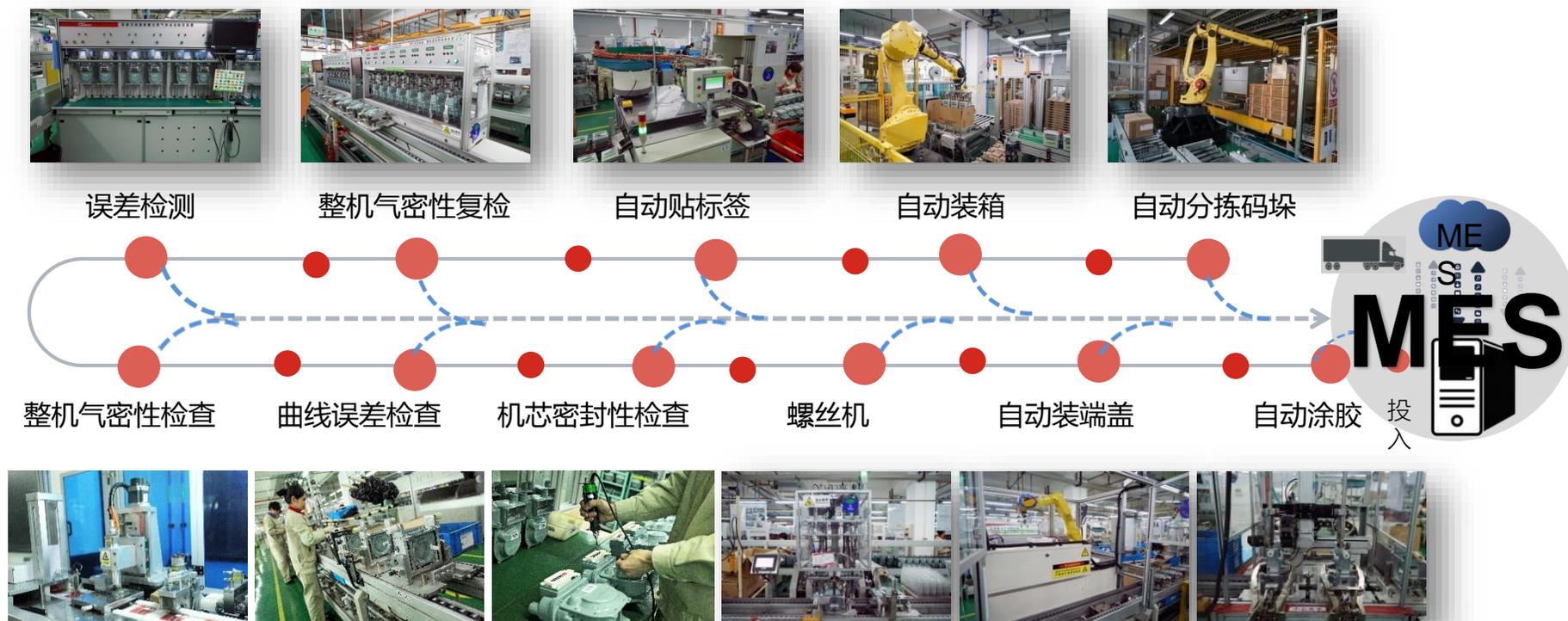


**02****区别市场认知1：**

区别于传统表计类厂商，公司定位精益制造平台+物联网硬件能力平台+公共事业云平台，研发实力出众，估值具备溢价

精益制造平台：持续推进精益制造平台建设，打造数字化工厂

- **推进信息化与工业化融合，打造工业4.0数字化工厂：**公司采用精益生产方式（TPS）下的订单式生产（BTO）模式，力求产能变动的敏捷性与市场订单的变化保持一致，同时维持较低的库存成本；深化信息技术在采购、仓储、生产制造环节的应用；建设数字化仓库，实现报检入库无纸化，领料出库精准化，进行原材料动态追溯、批次管理，提高仓储效率；
- **自主研发MES系统，持续推进柔性制造及精益生产：**公司自主研发制造企业生产过程执行系统（MES），利用生产大数据对产品关键组件质量进行追溯，在MES系统中新增VMI库存管理；开展生产车间多能工建设，提升工人技能水平，深化柔性制造和精益生产。



物联网硬件研发能力平台+智慧城市云平台

依托强大研发平台，公司物联网控制器可以输出到除燃气表之外其他领域，支撑公司业务横向扩张：金卡目前拥有各类智能民用表和工商业流量计，公司已经将物联网控制器扩展到智能水表领域。

唯一开展国际CNAS互认；
唯一建有天然气实气流量标定装置；

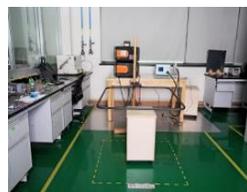
唯一建有等温法温度适应性试验装置；
唯一拥有0.07%精度等级的活塞式气体流量标准装置



化学实验室



物理实验室



EMC实验室



电子实验室



环境实验室



温度适应性实验室



IP防护实验室



仿真实验室



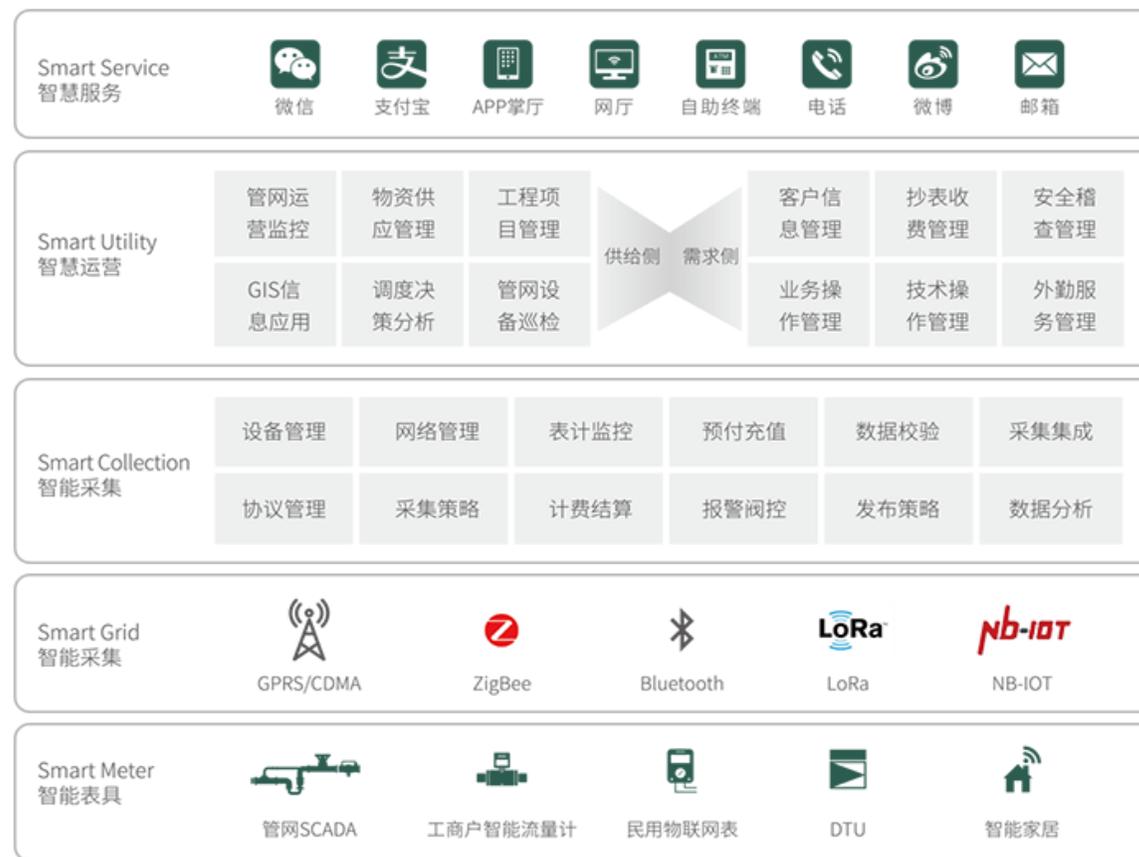
智能燃气表

控制器为依托，
拓展不同领域



智能水表

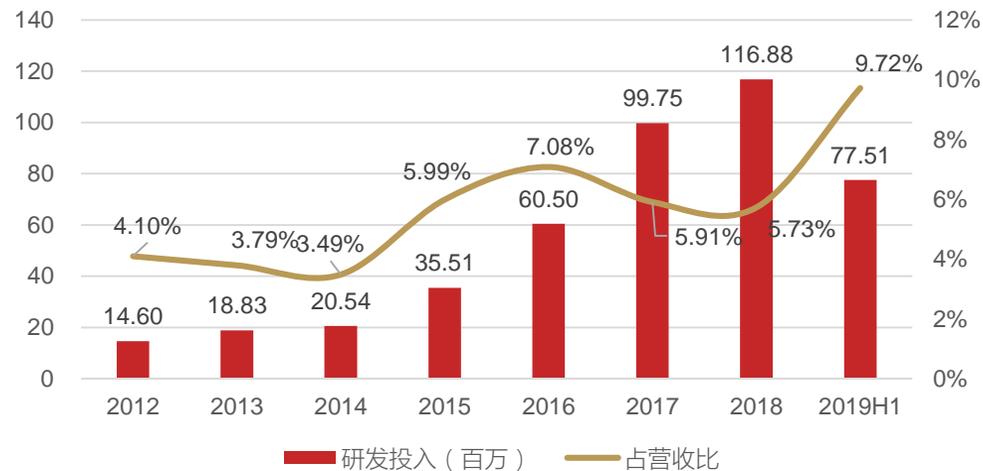
智慧城市云平台：金卡IoT智慧数据采集平台，可适配接入国内主流多表具厂商的不同协议，开放兼容；稳定高效为公用事业提供大数据量的采集、分析及深度挖掘应用。



研发投入持续增加，获得多项国际认证

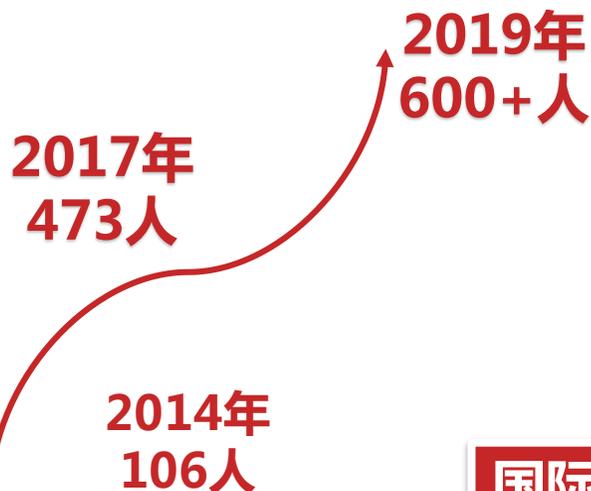
- 公司研发投入不断增加，在NB-IoT无线通讯技术开发方面取得较大成果，完成软件平台化建设工作，为表端产品创新开发提供坚实基础。
- 掌握对于嵌入式软件开发、系统软件开发、模拟与数字通讯技术应用、机械与电子设计等核心能力。
- 相对于智能燃气表行业其他公司，集团研发人员数与研发收入比都排在前列，竞争优势明显。
- 2019上半年公司研发投入占营收比9.72%，已属于高科技行业标配。

公司研发投入与占营收比重



技术人才队伍成倍扩张，打造国际水平企业研发中心

研发团队不断扩张



教授级高工及高级工程师职称 9名
中级工程师职称 13名
博士后及博士 4名
硕士 22名



国际水平企业研发中心



实施IPD研发管理流程
与荷兰NMI实验室对标
产品获MID认证，EMC认证，欧盟ATEX认证
按照ISO/IEC建立实验室管理体系
获得CNAS认可证书
研发水平处于行业顶尖，多项设备为国内唯一

研发成果显著，积极参与标准制定

- 智能燃气表行业知识产权获得超过200项软件著作权、国家专利、软件产品登记证书及专有技术。
- 公司累计获得专利授权140项，比上年新增47项，在申请已受理专利153项。
- 作为国内领先的智能燃气表及燃气计量管理系统提供商，集团注重发挥行业引领作用，积极参与各类国家、行业及地方标准的研究和制定，为国家和行业的标准化工作作出重要贡献。
- 截至2018年末，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，累计参与制修订国家、地方、行业、团体标准 31项。

时间	标准属性	标准项目名称
2008	中国行业标准	CJ/T112 《IC卡膜式燃气表》
2009	中国行业标准	JG/T162 《住宅远传抄表系统》
2011	中国国家标准	GB/T6968 《膜式燃气表》
2012	国家计量规范	JJF1354 《膜式燃气表型式评价大纲》
2013	国家技术规范	JJF1399 《膜式燃气表制造计量器许可考核必备条件》
2014	中国行业标准	CJ/T449 《切断型膜式燃气表》
2015	中国国家标准	GB/T32201 《气体流量计》
2016	中国团体标准	T/CEC 122.1-2016 《电、水、气、热能源计量管理系统第一部分：总则》

创新技术布局多个新型应用，充分体现公司研发实力

- 集团积极推进创新驱动战略，大力投入自主创新并布局多项领域：传感、通讯、行业云及其他领域，始终用技术领先的产品引领行业趋势。
- 基于NB-IoT通讯技术的智能燃气表降低电池消耗，提高数据安全性。
- 锂电池放电寿命评估项目建立了锂电池寿命模型，为智能燃气表锂电池选型提供可靠评估方法。
- 新型“三合一”工商业燃气预付费计量技术在保留原一体化产品优点的基础上，内嵌GPRS无线模块，有效实现防盗监控。
- 中高压天然气流量计量技术打破中高压长输天然气流量计量技术长期被国外产品垄断的局面。

低功耗广域无线通讯技术

- LoRaWAN(私网频段)
- NB-IoT(公网频段)
- GPRS无线模组

热式气体质量流量计量技术

- 可识别气体组份
- 替代传统气体计量技术

中高压天然气流量计量技术

打破中高压长输天然气流量计量技术长期被国外产品垄断的局面

锂电池电源供电技术

- 保证产品长寿命
- 控制成本

行业云技术

- ENESYS能源管理系统(北京银证)
- ESLink云客服(华思科)
- 行业大数据人工智能算法

新型“三合一”工商业燃气预付费计量技术

- 内嵌GPRS无线模块
- 具备报警信息实时推送功能

流量计防盗气技术

内嵌GPRS通信功能
短信通道实时推送

传感技术

- 超声波技术(中科院)
- 热式传感技术
- 光电采集技术

信息安全技术

- 采用AES加密算法
- 采用数字签名和认证系统技术

- 高精度气体腰轮流量计制造技术
- 高压气体标准装置(高压环道)技术
- 欧盟标准的体积修正仪技术

公司研发投入远超同行，打造核心竞争力

研发投入领先

- 自2015年开始，公司扩建研发中心，加大技术投入水平。2016年、2017年、2018年研发投入分别同比增长70.39%、64.88%、17.17%，不断拉大与对手差距，在2019年上半年其研发收入比达到9.72%，迈进高科技行业。

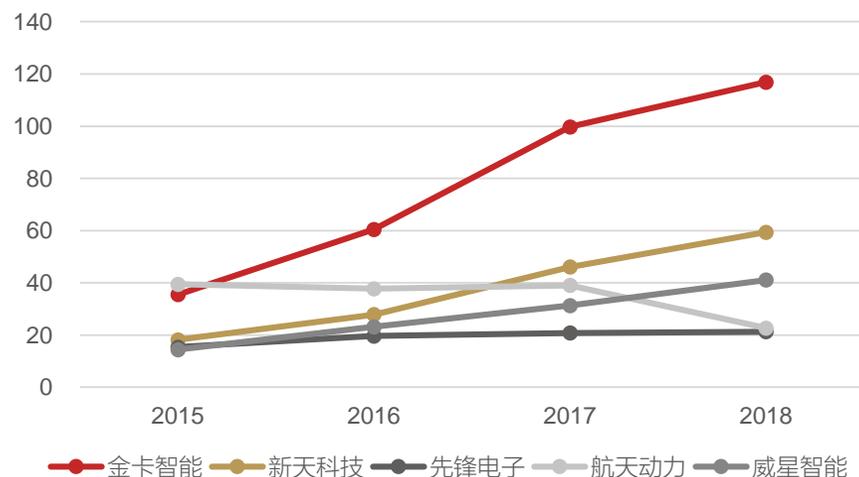
技术人员优势明显

- 自2012年公司研发人员数成递增趋势，2016年以来常年保持行业领先。
- 公司技术人员人数2018年达到655人，稳居行业第一。

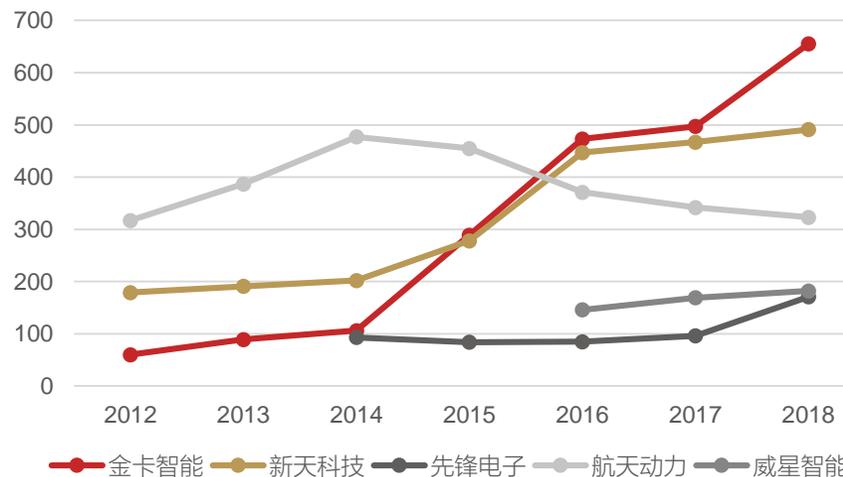
研发成果显著

- 金卡智能对NB-IoT智能燃气表的研发投入效果显著，获华为Compatible、Enabled、Validate认证，并通过泰尔实验室、福州物联网实验室符合性测试及认证。
- 凭借领先技术，金卡智能燃气表陆续打入俄罗斯、西班牙、日本、韩国等多国市场。

研发投入（百万元）



技术人员数（人）

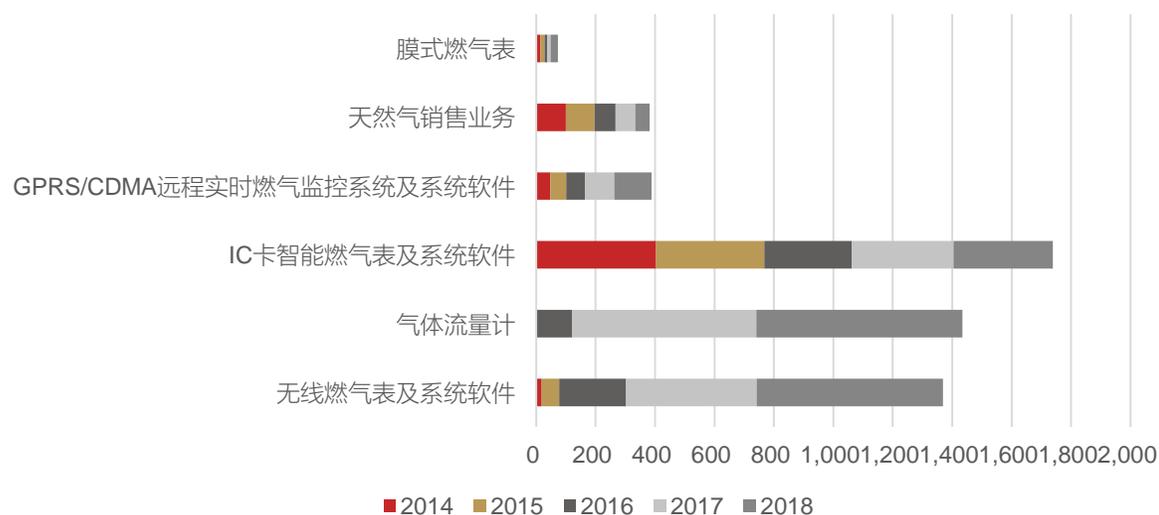


金卡智能的研发投入和技术人员数多年保持行业领先，研发成果显著，是研发高科技含量产品NB-IoT燃气表的保障，是公司打拼NB表市场的核心竞争力。

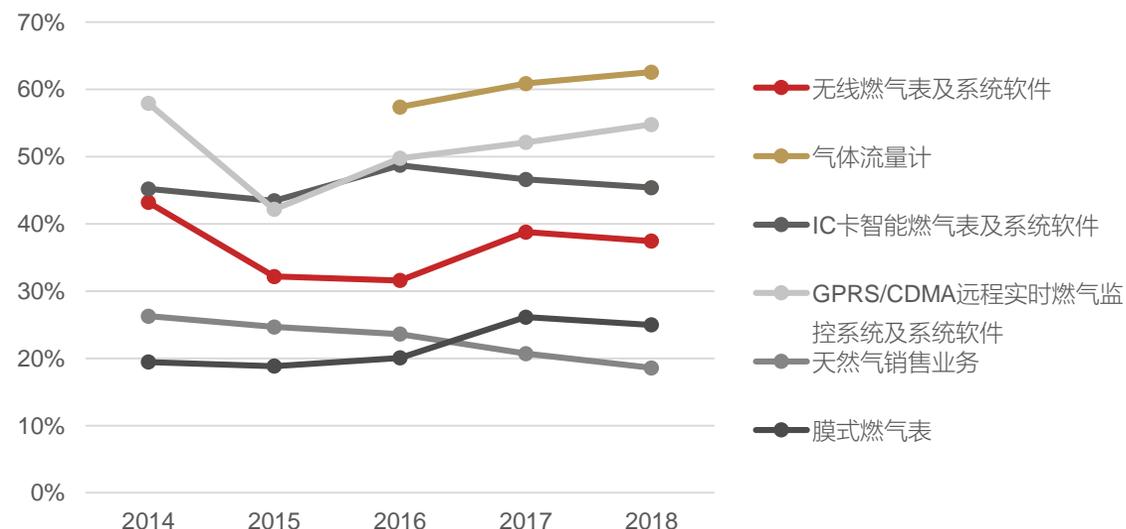
信息化软件收入成为公司重要收入构成

- 公司主要业务是为燃气企业提供从表具计量、营收、客户服务、生产运营等全过程的信息化和智能化的智能燃气整体解决方案，包括了智能燃气表业务、工商业流量计业务和系统软件及互联网创新业务。
- 公司核心业务为智能燃气表业务。目前国内燃气表市场智能化率已经超过50%，主流产品为IC卡智能燃气表及无线燃气表，2018年IC卡智能燃气表及系统软件和无线燃气表营收分别占公司总收入的14.64%和30.72%，多年持续保持市场占有率第一。
- 无线燃气表业务（主要为物联网表及系统软件）从2016年开始销售业绩飞速增长，目前已成为公司重要营收业务之一，对公司营收与净利润产生积极影响。
- 公司自2016年新增气体流量计业务，并取得巨大成功，目前已成为公司主要营收业务之一。2018年销售收入高达6.9亿元（含配件），占公司总收入33.97%。

分产品营收（百万元）



分产品毛利率



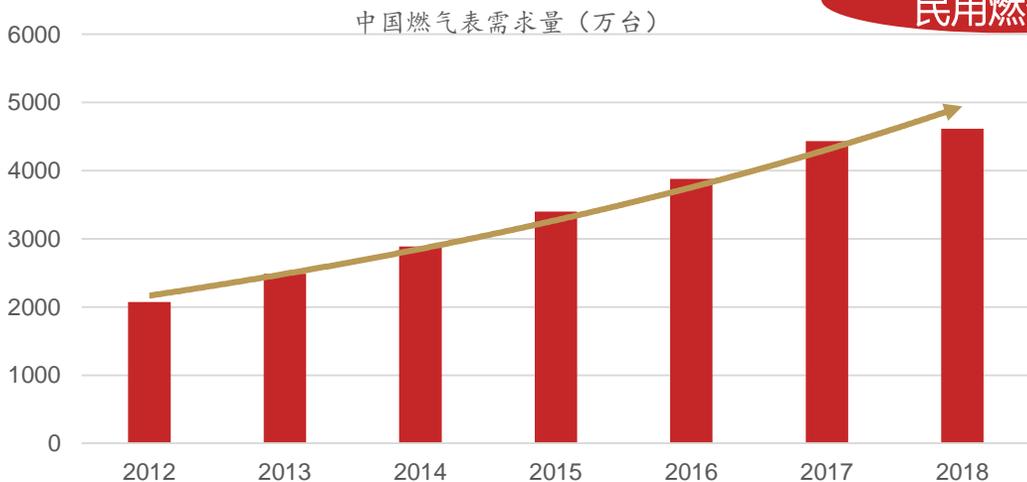
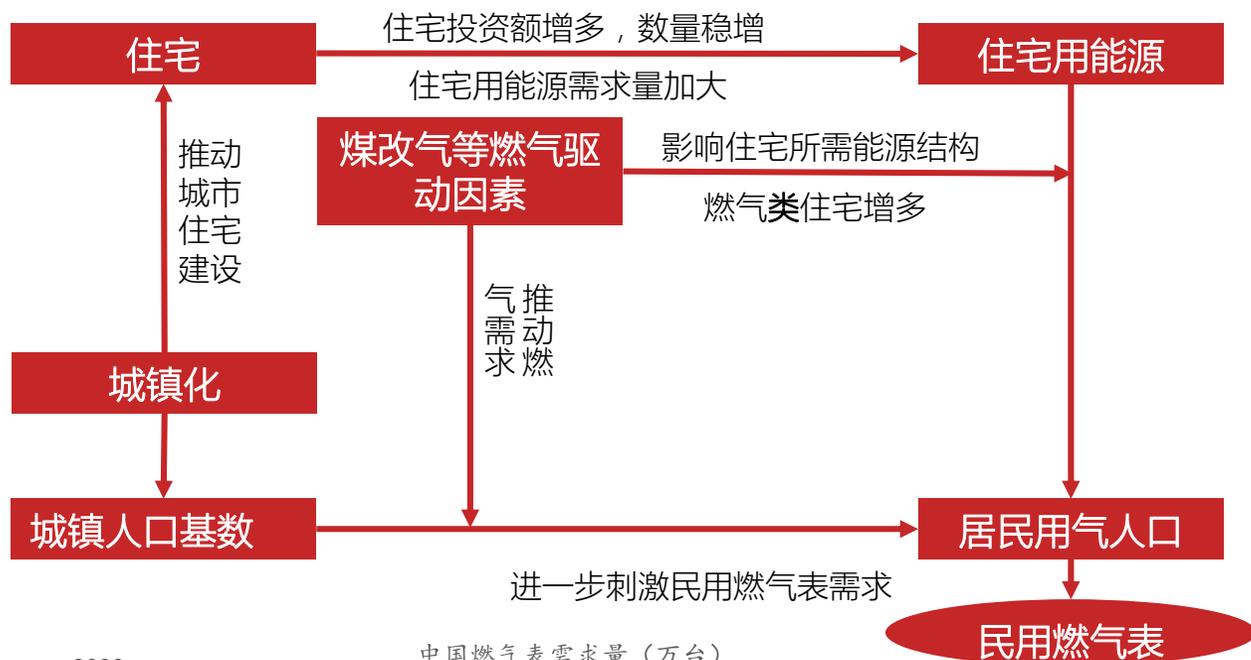


03

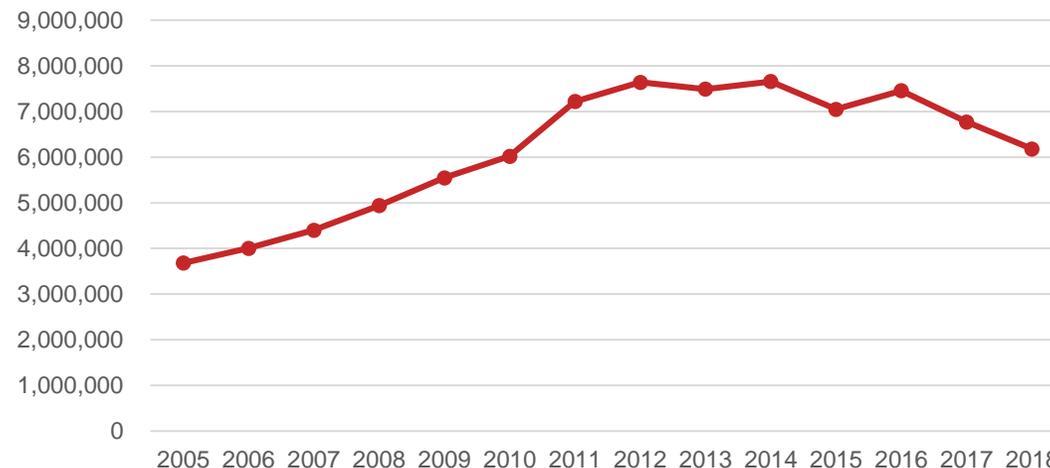
区别于市场认知2：

房地产、煤改气只是短期催化，城镇化、能源结构变化是驱动智能燃气表行业周期主要因素

燃气表行业长期增长主要取决于存量燃气用户数量增长，而非房地产新增



住宅竣工套数合计 (套)



2011年以来，由于国内经济稳中向好、结构调整持续深化，我国房地产市场呈现平稳健康的态势，住宅投资增速减缓，住宅竣工套数趋于平缓。

2016到2018年竣工套数出现小幅度下降，然住宅投资额加快增长，竣工数仍有增长潜力；销售套数整体保持稳增趋势，未来居民住宅数量有望平稳增长。

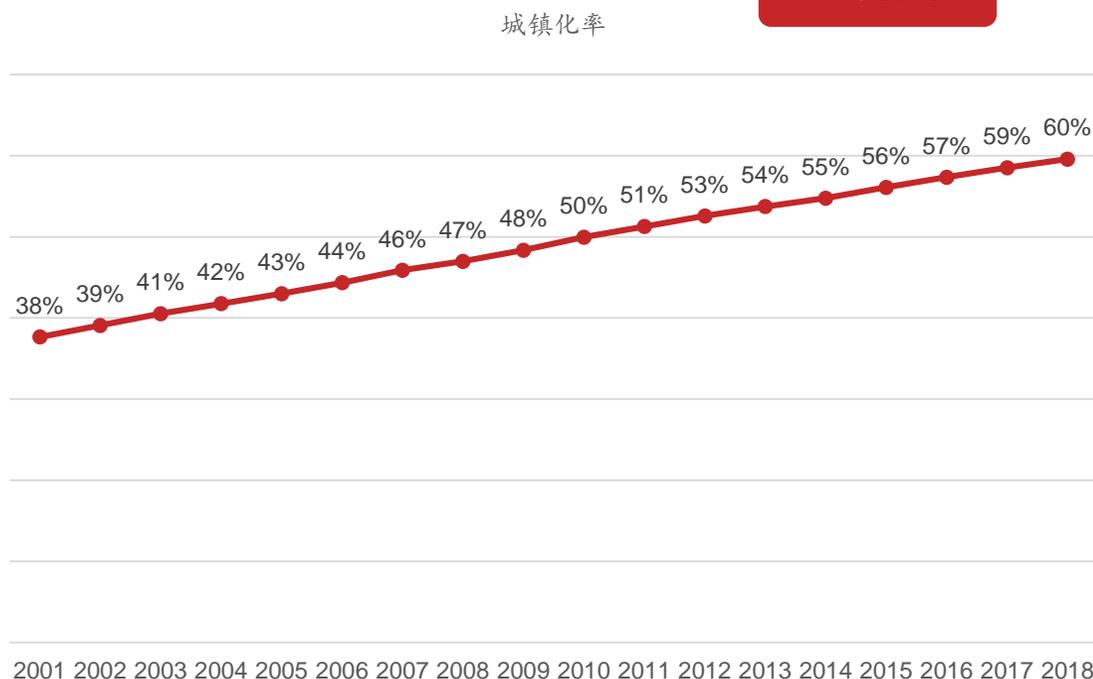
自2012年到2018年，我国燃气表需求量从2074万台增长到4614万台，在城镇化建设和燃气政策等驱动下，预计燃气表需求量将保持增长。

城镇化推进，城市气化人口数递增

- 随着我国城镇化进程逐步推进，城镇化率呈现上升趋势，自2001年到2018年，城镇化率从37.7%持续上升到59.6%。
- 城镇化进程带来城市人口总数的增长，协同煤改气等燃气政策，是城市用气人口增长的重要驱动力之一。



自2002年以来，我国城市用气人口数量持续增长，2018年达到3.7亿人；而增速逐渐趋于平缓，预计随着城镇化进一步推进，我国城市气化人口将保持平稳增长的态势。



十三五规划政策指引明确，气化人口行业增速超过10%以上

- 为治理大气污染，减少雾霾，自2016年环保部发布《京津冀大气污染防治强化措施（2016-2017）》中明确指出限时完成散煤清洁化替代，“煤改气”正式进入全面实施推进阶段。
- 在2016年12月发改委发布的《天然气发展“十三五”规划》中指出2020年我国天然气占一次能源消费比例达将到8.3%-10%，天然气在一次能源消费结构的比重大幅提升。累计探明地质储量16万亿立方米，国内天然气综合保供能力超过3600亿立方米；基础设施方面，新建天然气主干及配套管道4万公里，总里程有10.4万公里，干线输气能力超过4000亿立方米/年，地下储气库累计形成工作气量148亿立方米。

“十三五”天然气行业发展主要指标

指标	2015	2020	年均增速	属性
累计探明储量（常规气，万亿方）	13	16	4.3%	预期性
产量（亿方/年）	1350	2070	8.9%	预期性
天然气占一次能源消费比例（%）	5.9	8.3-10	-	预期性
气化人口（亿人）	3.3	4.7	10.3%	预期性
城镇人口天然气气化率（%）	42.8	57	-	预期性
管道里程（万公里）	6.4	10.4	10.2%	预期性
管道一次运输能力（亿立方米）	2800	4000	7.4%	预期性
地下储气库工作气量（亿立方米）	55	148	21.9%	约束性

天然气“十三五”规划逐步落实，燃气消费量上升

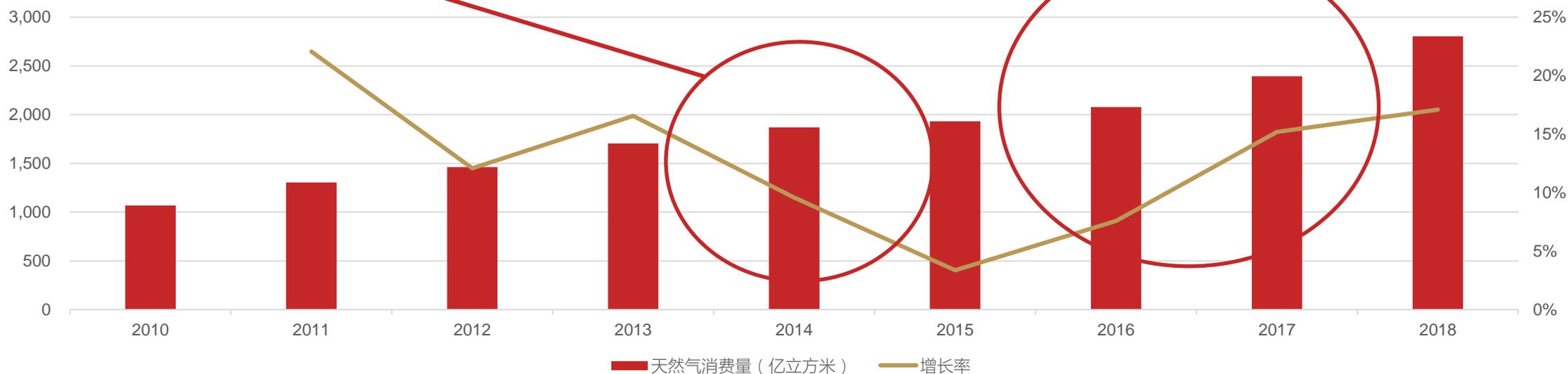
- 十三五期间，受益于国家陆续出台《关于加速推进天然气利用的意见》、《关于建立保障天然气稳定供应长效机制若干意见》等一系列纲领性文件支持，我国天然气消费占比从4.03%上升至5.89%。
- 自2006年以来，我国天然气消费量平稳增长，2006-2018年我国天然气消费量年复合增长率高达14.34%。2018年天然气消费量达2803亿立方米，同比增长17.5%；其中，日最高用气量达10.37亿立方米，同比增长20%。

天然气对液化石油气和人工煤气的替代不断加速，天然气消费量持续增长。《中国天然气发展报告（2019）》预计，2019年我国天然气表观消费量将达到3100亿立方米左右，同比增长约10%。

2015年前后，由于宏观经济低迷以及替代能源石油和煤炭的价格大幅下跌，天然气消耗量增速大幅降低。

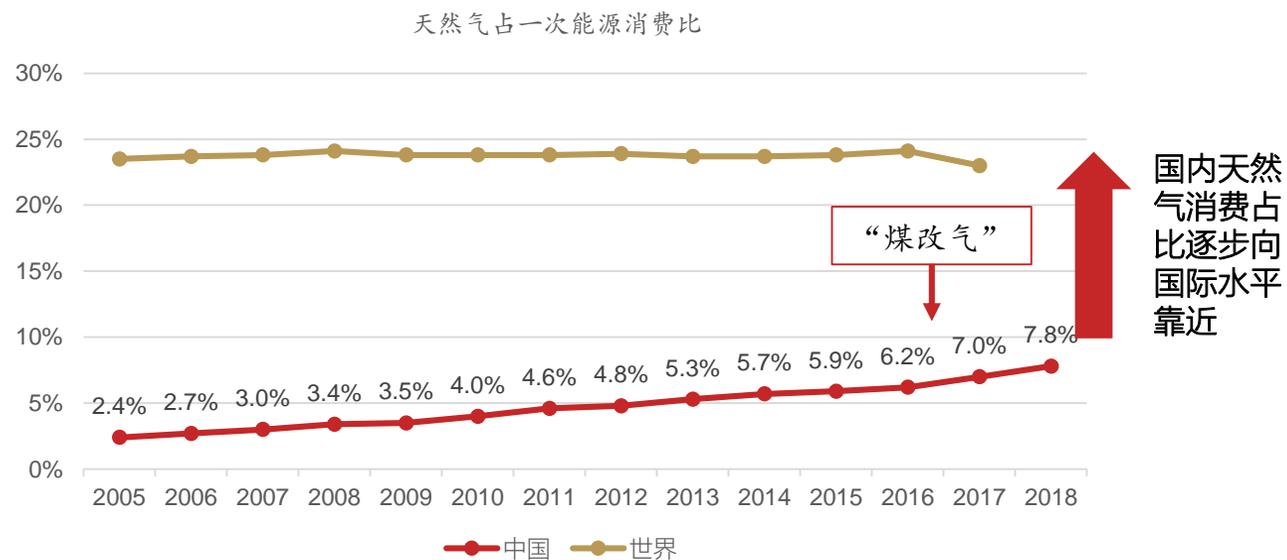
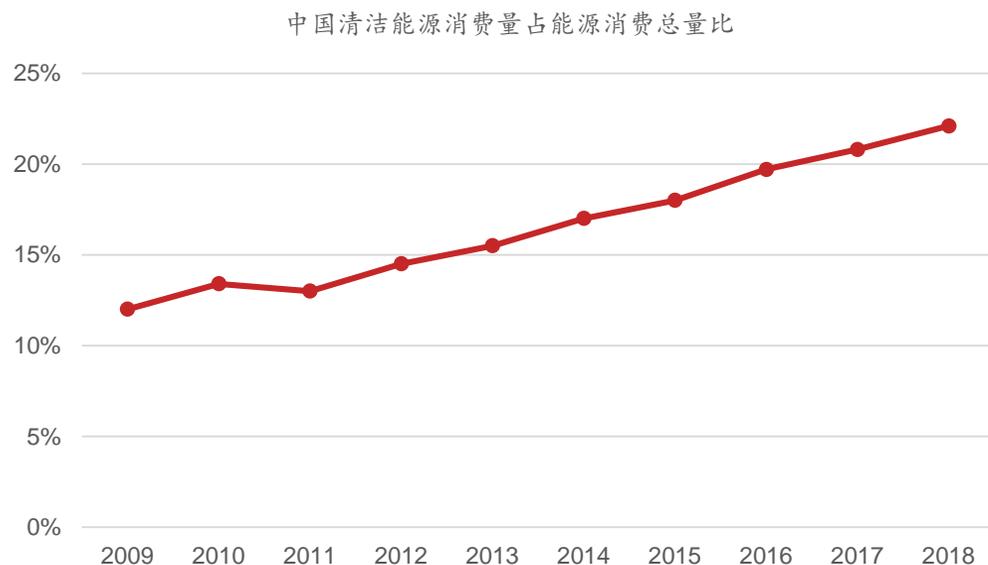
2016年“煤改气”进程加速，天然气消费量增速回升

天然气消费量及同比增长率



能源结构调整，天然气有望在未来成为中国第一大能源

- 自2011年来，随着社会公民环保意识的增强、国家环保措施实行，水电、风电、天然气等清洁能源消费量占比逐年增加。与此同时，为了响应清洁能源的要求，进一步提升清洁能源占比，2016年来以“煤改气”政策为主的一系列环保政策落地实施，能源结构进入迅速调整期，其中天然气被寄予厚望。



自2005年以来，我国天然气消费量占比持续增长，尤其在2016年“煤改气”政策实施，天然气消费增速明显加快。

中国天然气仍处于快速发展的前期阶段，天然气能源消费占比相对全球天然气总消费占比仍有一定距离。但中国天然气消费占比增速较快，根据中国石油经济研究院《2050年世界与中国能源展望》，到2050年天然气占能源消费比重有望超过35%，成为第一大能源。



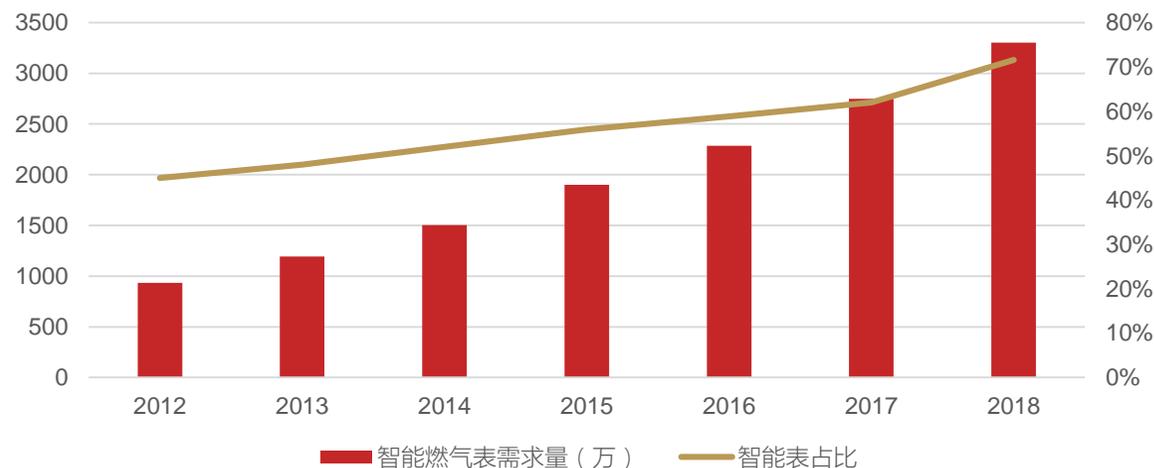
03 区别于市场认知3：
技术逐步迭代，NB-IoT优势显著，智能燃气表提升竞争门槛，行业集中度有望提升

智能燃气表技术路径：技术不断发展，推动智能燃气表更新换代

- 传统燃气表一般为机械式膜式燃气表，采用机械计数器字轮得到燃气计量数据，使用较为广泛，智能燃气表在膜式燃气表的基础上加装电子控制装置，使其更为自动化，20世纪90年代后期开始走向市场并实现规模。
- 智能燃气表主要包括 IC 卡燃气表、远传燃气表和物联网表等几大类。IC 卡表始终带电，对电池要求较高，需要卡片作为介质，在电表上应用比较可靠，解决了传统机械表需要人工抄表的难题。
- 技术的进步促使智能燃气表更新，无线远传燃气表一般以膜式燃气表为计量基表，以2G通信技术为支撑，加装流量信号采集模块、无线传输模块等，除具燃气体积计量功能外，还具有计量数据机电转换、无线射频数据 传输、阀门遥控等功能，相比IC卡表更加智能化。

	IC卡燃气表	无线燃气表	物联网燃气表
网络化建设	-	复杂	简单
燃气表实时监控	×	√(需人工干预)	√
远程阀门控制	×	×	√
实时调价	×	×	√
网上支付	×	×	√
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	×	×	√
自动化程度	-	半自动	全自动

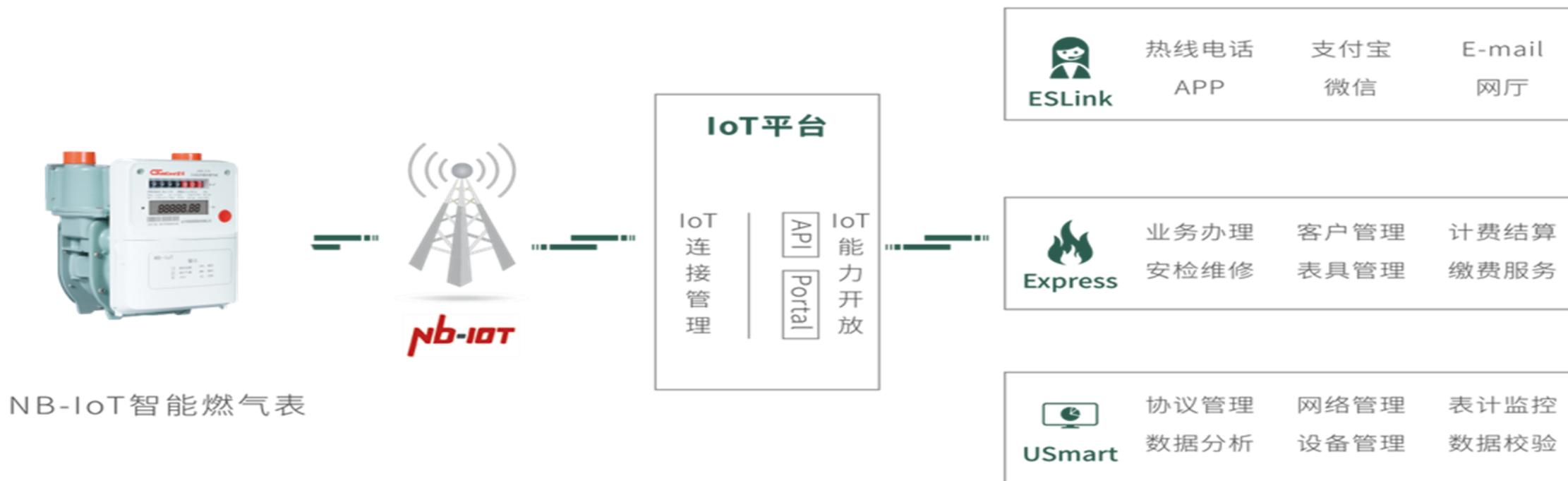
智能燃气表需求量及其占燃气表总需求量比



- 目前国内燃气表市场智能化率已经超过**70%**，前期**IC卡**智能燃气表是智能燃气表的主流产品，后来**2G**无线远传燃气表以其技术优势迅速崛起，逐渐成为市场主要智能燃气表。

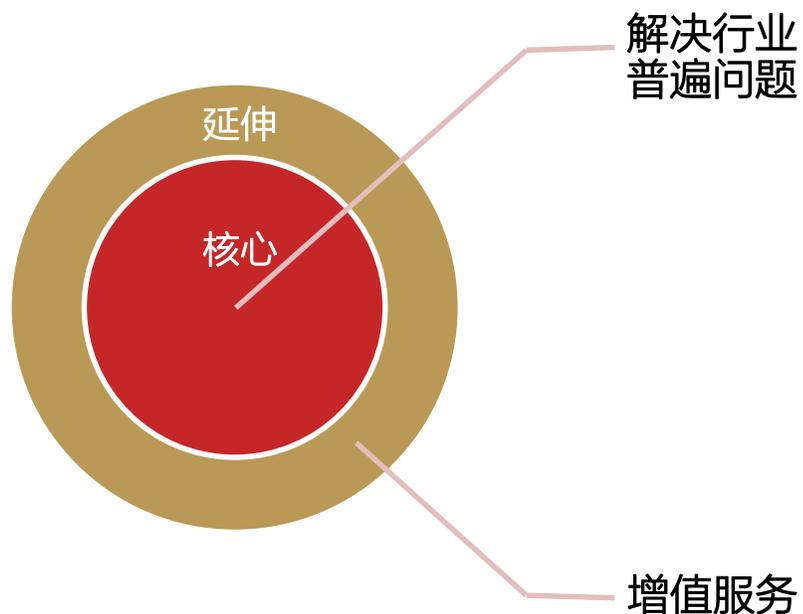
NB-IoT物联网燃气表技术优势明显，功能更加智能化

- 我国NB-IoT已经在水务、燃气、消防、市政、家电、共享单车等四十多个垂直领域试点，并在十多个垂直行业具备端到端商用能力。中国企业在智能水表、共享单车、智慧停车等多个领域利用NB-IoT新机遇已经处于全球领先的地位。
- 最新的NB-IoT智能燃气表由内置电机阀的基表和带NB-IoT通讯模组的智能控制器构成，通过NB-IoT网络与后台系统联动，构建互联网平台，能实现智能计量、远程监控、空中储值等功能，智能化趋势更加明显。
- 相比于传统燃气表，NB-IoT燃气表具有覆盖良好、低功耗、速率高、稳定性高等优点。智慧燃气已在2G时代探索出成熟的商业模式，在NB-IoT及未来5G时代将会延续这一优势。



NB-IoT燃气表：解决燃气表行业存在的问题，附加增值服务

- 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。
- 现阶段燃气表等仪表行业也已经开始密集上线NB-IoT的进程。未来NB-IoT技术将支持实现阶梯气价、实时调价、监控、报警，大数据分析等功能，目前NB-IoT模组价格与2G模组价格相近（20元左右），流量资费价格快速下降（10年10几元），已经具备大规模普及的成本基础。



- 解决行业普遍问题**
- 解决抄表难、收费难、缴费难等管理运营问题：远程抄表、缴费、控制开关阀、监控燃气表具情况等
 - 解决数据安全性、稳定性较弱：基于授权频谱组建的网络，高安全性、抗干扰能力强
 - 解决功耗大：内置电池可供表正常使用10年以上
 - 解决网路覆盖率小：NB-IoT技术具有广覆盖深覆盖特点
 - 解决网络容量小：超大容量，满足海量设备同时接入

- 增值服务**
- 新计价方式：帮助燃气公司积极响应政府燃气售价的远程调价和系统阶梯气价设置
 - 气量数据：分析供气门站、管线、用户表具等各节点的气量数据，进一步排查管线跑、冒、滴、漏、偷等问题，从而降低燃气公司的供销差，提升燃气公司的效益
 - 用户数据：分析用户用气数据，得知用户的用气习惯，挖掘出其他增值服务和商业模式

未来的智能燃气表——NB-IoT物联网燃气表开始起量

基础设施端

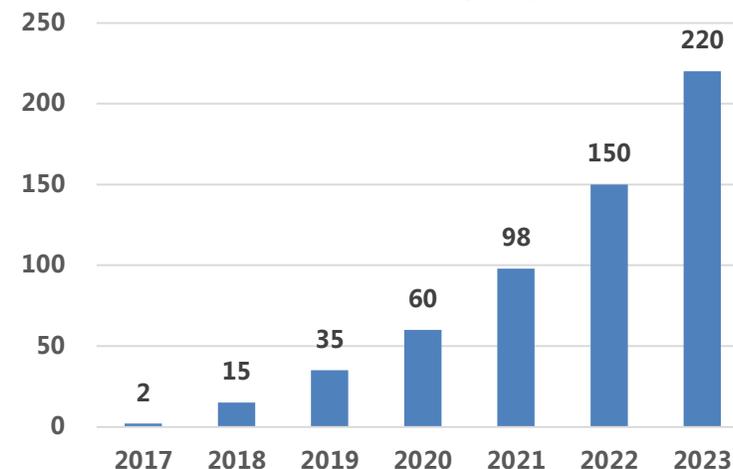
- 近年来，全国各各大运营商2G网络用户数量逐年递减，并宣布将逐步关闭2G网络，让路发展5G和物联网。
- 根据统计，中国移动在全国已经建成NB-IoT基站超过20万；中国电信NB-IoT基站超过40余万个，承载1亿物联网连接；中国联通完成了30万个NB-IoT基站升级工作，全国已经有300多个城市具备快速接入物联网的能力。预计我国到2020年将建成超过150万个NB-IoT基站、到2025年NB-IoT基站规模将达到300万，NB-IoT发展将会更完善。

应用端

- 2017年8月23日，深圳电信公司宣布首单6000户的NB-IoT智能燃气表放号将部署在福田区上步村管道气升级改造，打响NB-IoT商用第一枪。根据规划16000户智能燃气表于9月初开始安装调试，10月交付居民使用。
- 2017年10月12日，中国电信安徽公司联合安徽鸿凌仪表集团共同举办NB-IoT智能燃气表签约发布仪式。双方共同签署了50万台NB-IoT智能燃气表业务合作协议。首期量产约2万台。本次协议标志着全国首个大规模商用的智慧燃气表项目正式启动。
- 广州燃气集团2017年预计推广20万台物理网燃气表，预计5年实现160多万用户全覆盖。
- 在试点城市的成功应用，也推动着NB-IoT技术在全国多个城市的建设。目前，常德、武汉、天津、太原等地都跟上了NB-IoT燃气表的步伐。

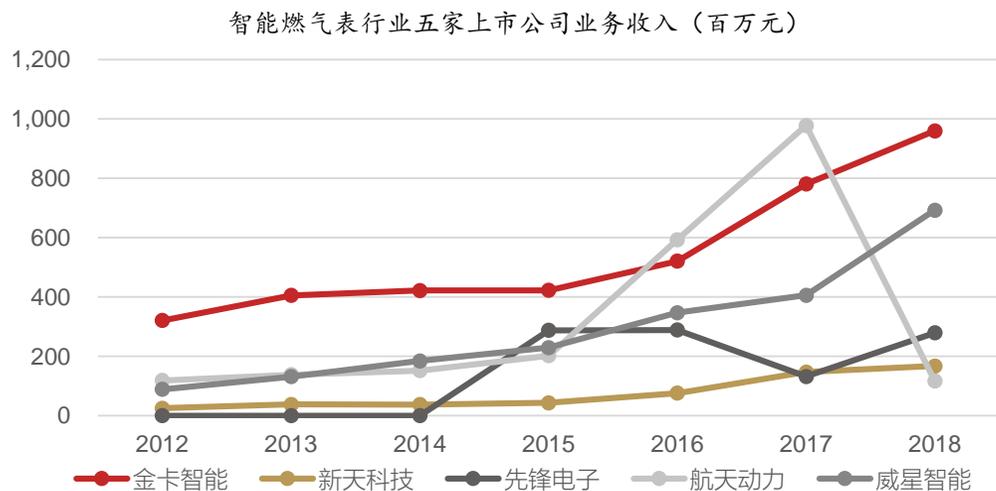
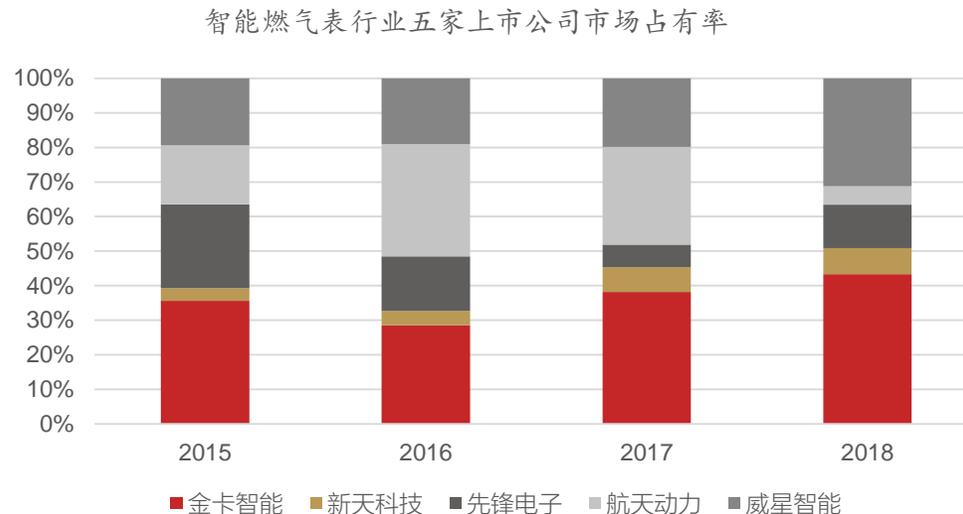
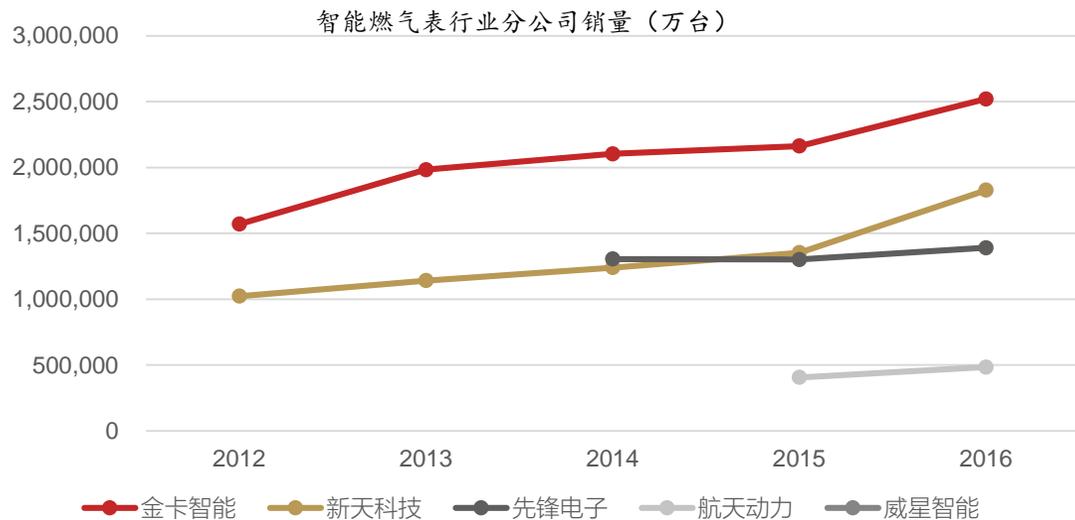
随着2G网络的退出和NB-IoT物联网商用化大规模的启用，未来，NB-IoT物联网燃气表代替2G无线远传燃气表和传统的IC卡燃气表及机械燃气表将是必然趋势

2017-2023年NB-IoT智能燃气表容量测算（亿元）



- NB-IoT表的技术门槛较高，作为智能燃气表上市的前五家公司占有NB-IoT智能燃气表主要市场份额。
- 其中，在2019年上半年金卡智能NB-IoT智能燃气表订单94万，年累计订单量近200万台。
- 金卡智能NB-IoT物联网智能燃气表于2016年启动全球首批试点。这将在物联网发展中奠定良好的基础和开端。

远程抄表普及化，公司竞争优势显著，拔得NB-IoT智能燃气表头筹，行业集中度提升



自2012年，公司营业收入逐年递增，常年保持行业第一；2013年2G无线智能燃气表上市后，高度契合市场需求的产品刺激公司业绩飙升。

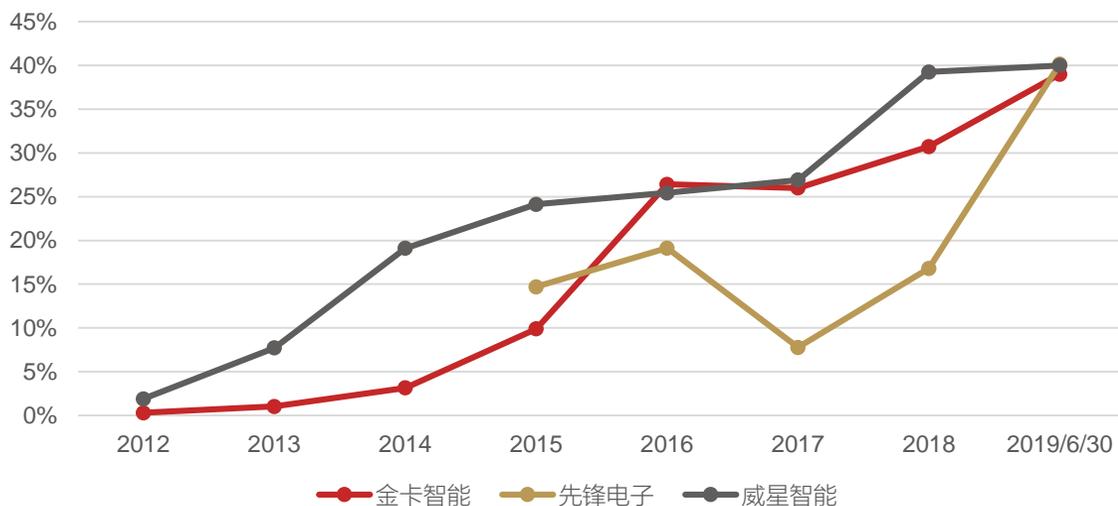
2017年智能燃气表（IC160.7+物联网161.6万）327万台，2018年智能燃气表（IC149万+物联网240万）389万台。

依靠不断增加的智能燃气表收入和销量，金卡智能已经在智能燃气表市场占有率较大的规模，为金卡智能在NB表时代营造有力的竞争优势

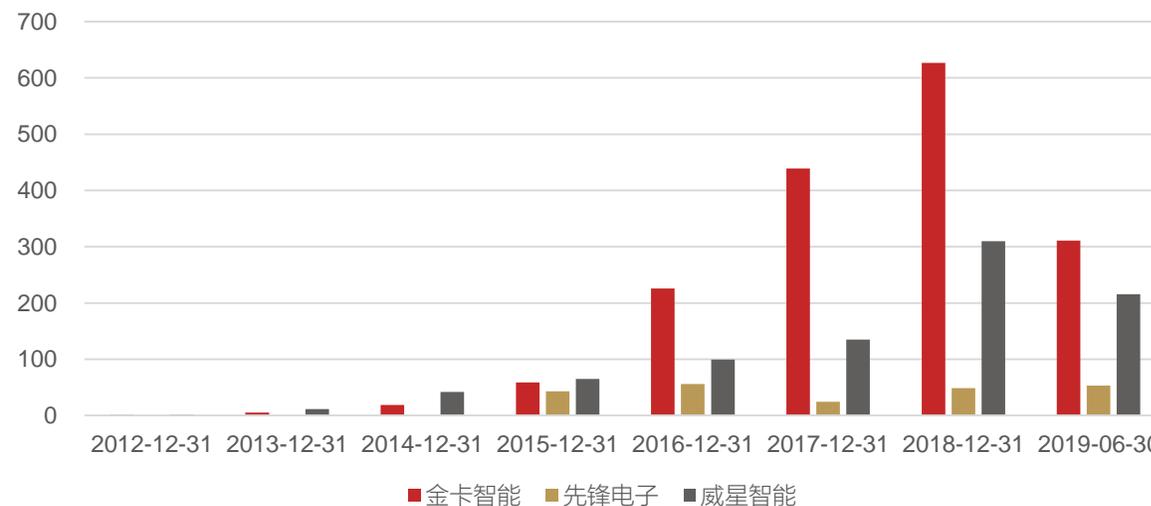
业务结构：无线表占收增加，助NB化推进

- 自2012年以来，随着IC卡表逐渐被无线表替代，金卡智能积极调整产业结构。自2015年到2018年，金卡智能的无线智能燃气表收入占比从9.90%持续增加到30.72%，2019年前三季度达到了38.99%；而IC卡智能燃气表收入占比从61.38%下降到16.35%，结构调整使金卡智能集中力量发展无线智能燃气表。
- 金卡的无线智能表营收占比保持行业前列，同时由于本身体量更大，收入结构协同规模优势，促使无线智能燃气表业务快速成长为行业龙头。
- NB-IoT智能燃气表作为无线智能燃气表细分产品，其业务结构同样得到深化；公司2018年物联网智能燃气实现收入6.27亿元，同比增长42.81%，其中NB-IoT智能燃气表及其系统销售占比进一步提升。
- 产品全面NB化战略持续推进，产品结构持续高端化，公司已经成为中国领先的物联网企业。

无线远传燃气表占营收比

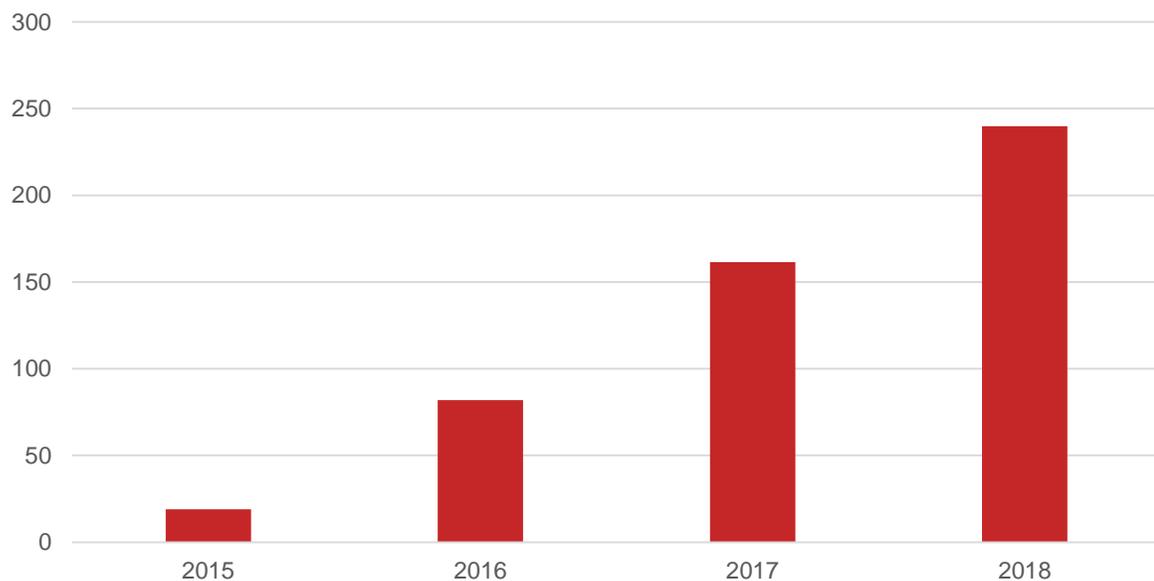


无线智能燃气表营收（百万元）



金卡智能NB-IoT表持续放量，拔得NB-IoT智能燃气表头筹

- 自2016年启动全球首批试点至2019上半年期末，公司物联网燃气表持续放量，其中NB表累计订单量近200万台，拔得NB-IoT智能燃气表头筹。
- 2018年物联网智能燃气表（含智能控制器）及其系统软件销售收入62,659.25万元，同比增长42.81%，销量239.9万台，同比增长48.45%；其中NB-IoT智能燃气表开始批量出货，实现NB-IoT智能燃气表（含智能控制器）及其系统软件销售收入14,199.34万元，销量53.8万台，国内NB-IoT智能燃气表公司市占率在30-40%左右。
- 2019年随着公司不断开拓新的城市燃气客户，NB-IOT物联网表将迎来快速放量的阶段。随着物联网的逐步推进以及政策的推动，NB-IOT物联网表市场潜力巨大，公司迎来发展机遇。在2019年上半年，金卡智能NB-IoT订单达94万台。



- 2018年公司依托一带一路，积极开拓海外市场，新增14个海外智能燃气表试验局项目。
- 2019年4月，公司公告入围华港燃气民用及工商业物联网表采购项目，采购金额约为1.9亿元；中标天津津燃智能燃气表及物联网表采购项目，中标金额为2,625万元；并入围津燃华润民用及工商业用物联网表采购项目。
- 入围津燃华润物联网表改造项目后，公司将参与天津400万户居民Nb-IoT智能燃气表改造。预计天津Nb-IoT表改造将在未来2-3年内完成，公司有望持续获得物联网表订单。
- 2019年8月，公司中标沈阳燃气NB-IoT智能燃气表、三合一腰轮流量计等采购项目的中标人，中标金额合计15,010,875元。
- 2019年11月，公司公告为昆仑能源民用NB-IoT智能燃气表第一中标单位。

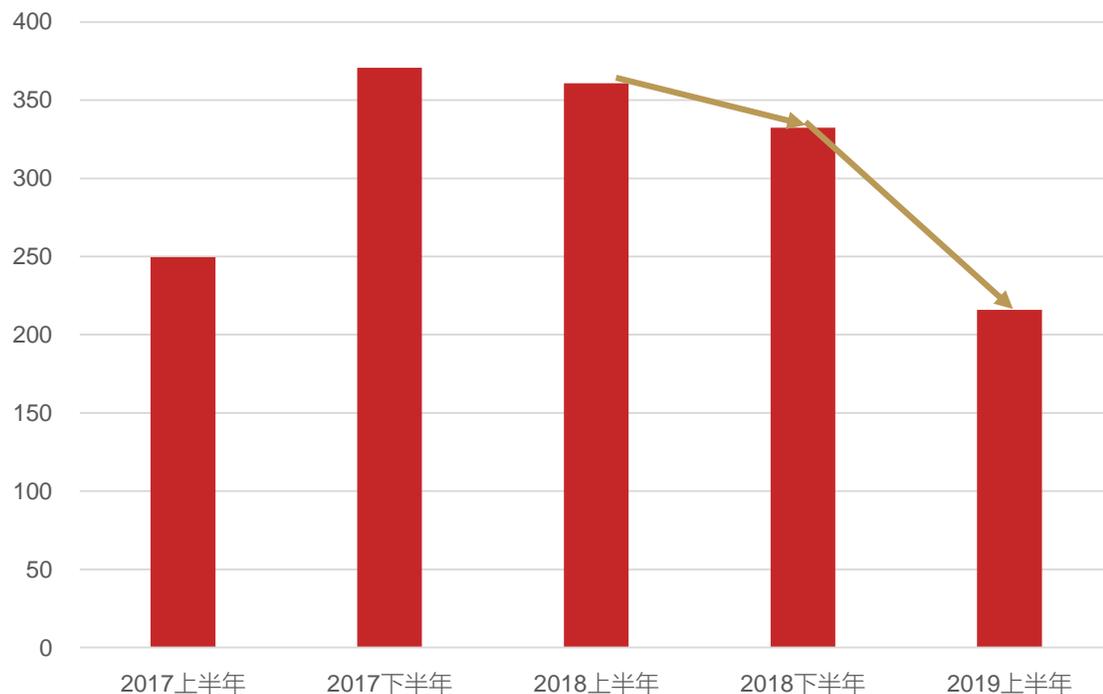


**04 区别于市场认知4：
LNG站建设加快、中俄天然气东线开
通，有效缓解天然气供应紧张局面，对
天然气流量计业务构成长期利好**

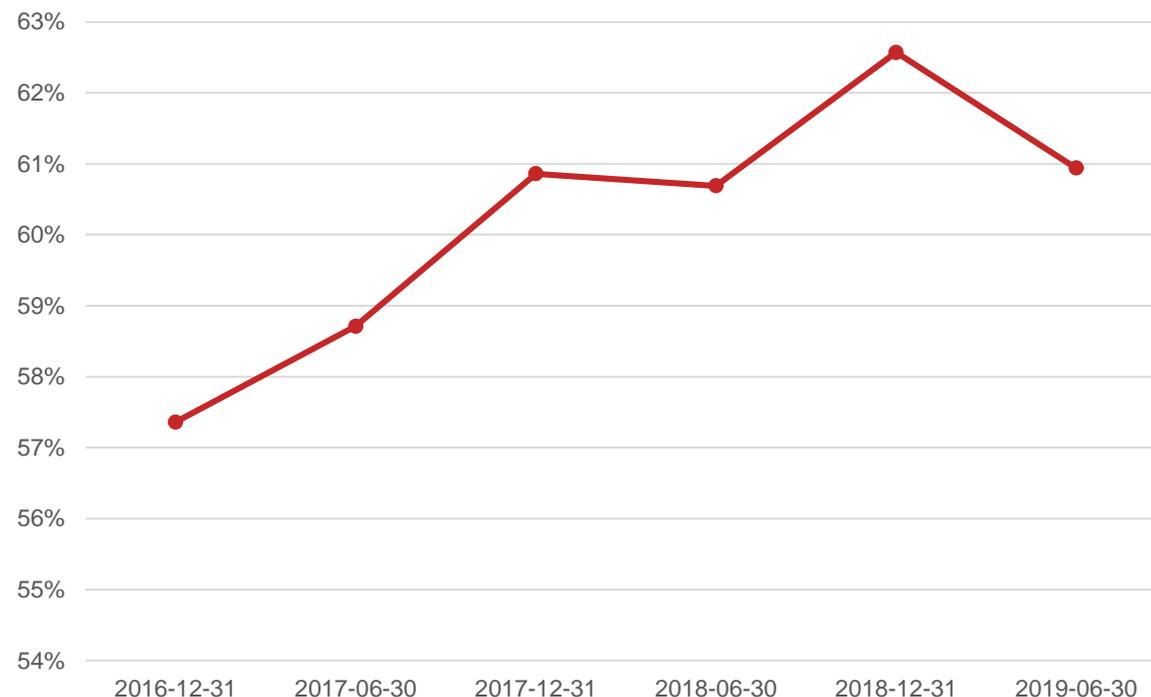
燃气供需矛盾，子公司天信仪表工商业流量计业务短暂下行

- 2018下半年，由于“以气定改”“促进天然气协调稳定发展”等政策性文件的相继出台，“煤改气”政策减弱；同时2017年“煤改气”高峰期天然气消费量剧增，2018下半年同比基数较大，导致工商业流量计业务出现下滑，营业收入同比下降10.36%。
- 2019上半年，受用气紧张以及其他宏观经济影响，燃气供需矛盾；部分地区为保民生用气停止工业供气，导致工商业流量计业务有所下滑，天信仪表营业收入同比下降37.70%，净利润同比下降27.63%，业务毛利率也有所下降。

气体流量计半年度收入（百万）



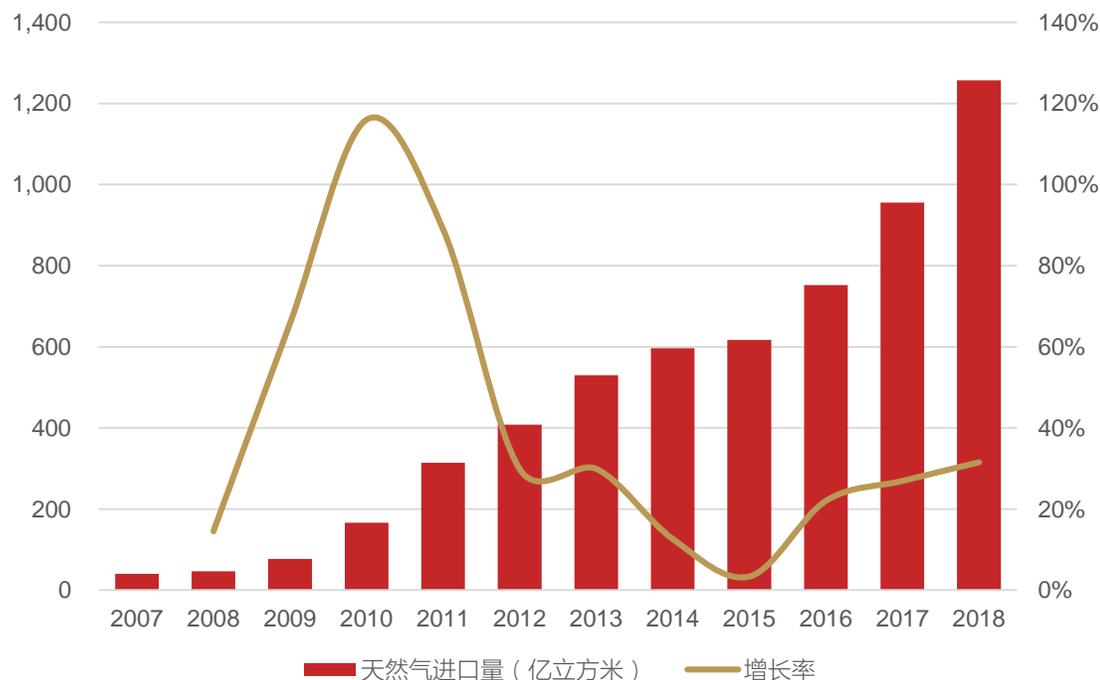
流量计业务毛利率



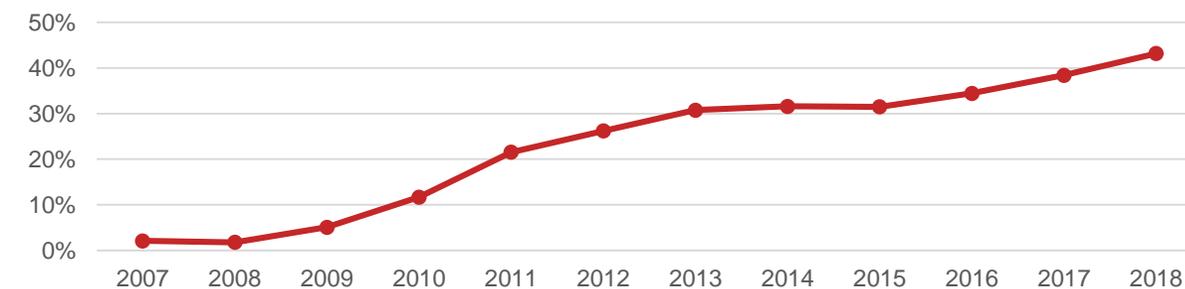
供给：进口保持增长，进口结构仍以LNG为主，有效缓解国内燃气需求

- 随着国内天然气消费需求的逐年增加，自产天然气无法满足需求，不得不依靠天然气进口维持供应。中国天然气对外依存度长期以来上升。
- 近年来，中国天然气进口量整体递增，尽管2015年受宏观环境影响进口出现短暂增速下行，但2016年以后天然气进口量呈现高增速，2018年达到1256.81亿立方米；2019年前三季度进口量达到990.3亿立方米，同比增长9.95%，预计2019年天然气进口量仍维持增长。
- 天然气进口分为进口管道气和进口液化气（LNG）。近年来，二者进口量整体相比较为均衡，进口LNG占比略大于进口管道气；2019年前三季度进口LNG占比56.51%，预计天然气进口结构仍主LNG。

中国天然气进口量及同比增长率



天然气对外依存度



进口管道气与进口液化气占比



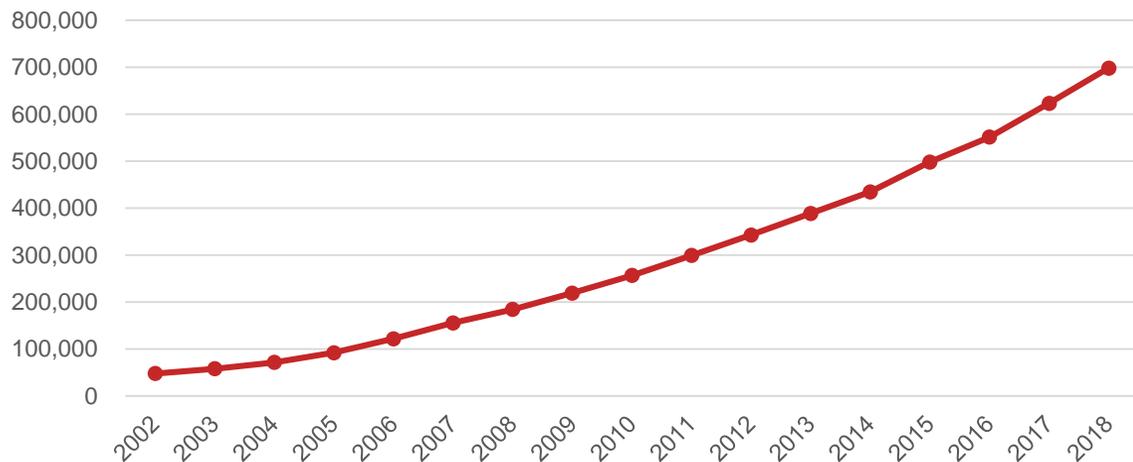
中俄天然气东线开通，供应基础设施完善促行业景气向上

城市管道长度逐年提升，供气设施更加完善。2019年12月2日，习近平同普京见证中俄天然气管道投产，我国境内段新建管道3371公里，利用已建管道1740公里，未来30年里俄方将向中方供应1万亿立方米天然气。

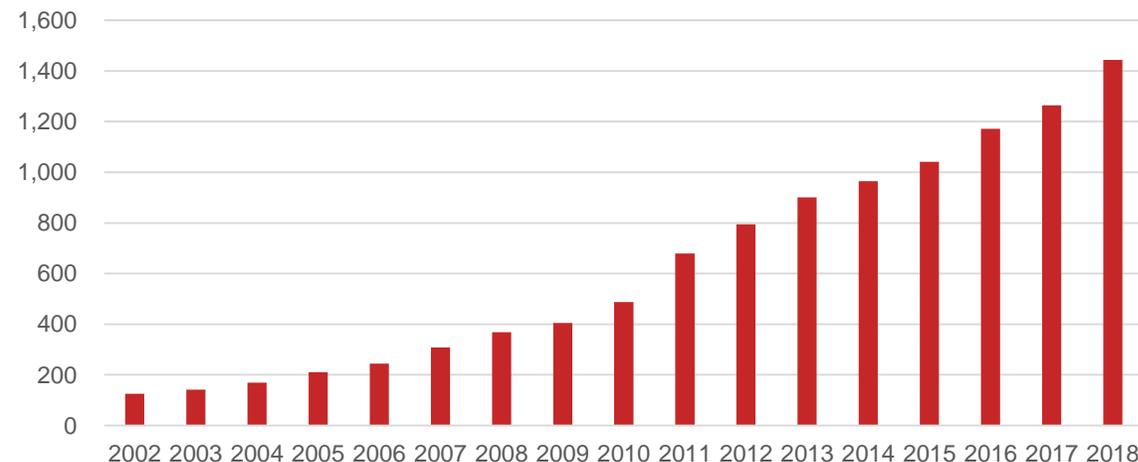


截至2019年初，国内投运LNG接收站21座，已投运接收站接收站861亿方，略高于2018年LNG进口量的734亿立方米；沿海地带拟建站数更多，中国接收站数量已经迅速追赶日本34座的数量。

城市管道长度:天然气 (累计公里)



城市全年供气总量:天然气 (万立方米)



供增需稳缓解矛盾，工商业流量计业务有望触底回升

- 随着“煤改气”政策的逐步完善和落实，我国燃气行业景气度持续上行，天然气产量、进口量逐年增加，管道建设也更加完善。
- “以气定改”政策实施以来，市场需求增加更趋于平稳，同时预计天然气供给量将增加，供需矛盾问题将得到缓解。

需求

稳增

- 自2016年“煤改气”政策发布以来，我国天然气需求量一直呈现上升趋势，2019年采暖季国内天然气市场整体需求据预测约在1450亿立方米至1500亿立方米之间，较2018年采暖季实际消费量增长约5%至8%。高峰月需求量约330亿立方米，较去年同期实际消费量增长10%。
- 由于2017年“煤改气”实施，2017-2018年燃气需求呈爆发式增长，2019上半年出现用气紧张。随着“以气定改”政策逐步推进，预计燃气需求增长更趋平稳。

供给

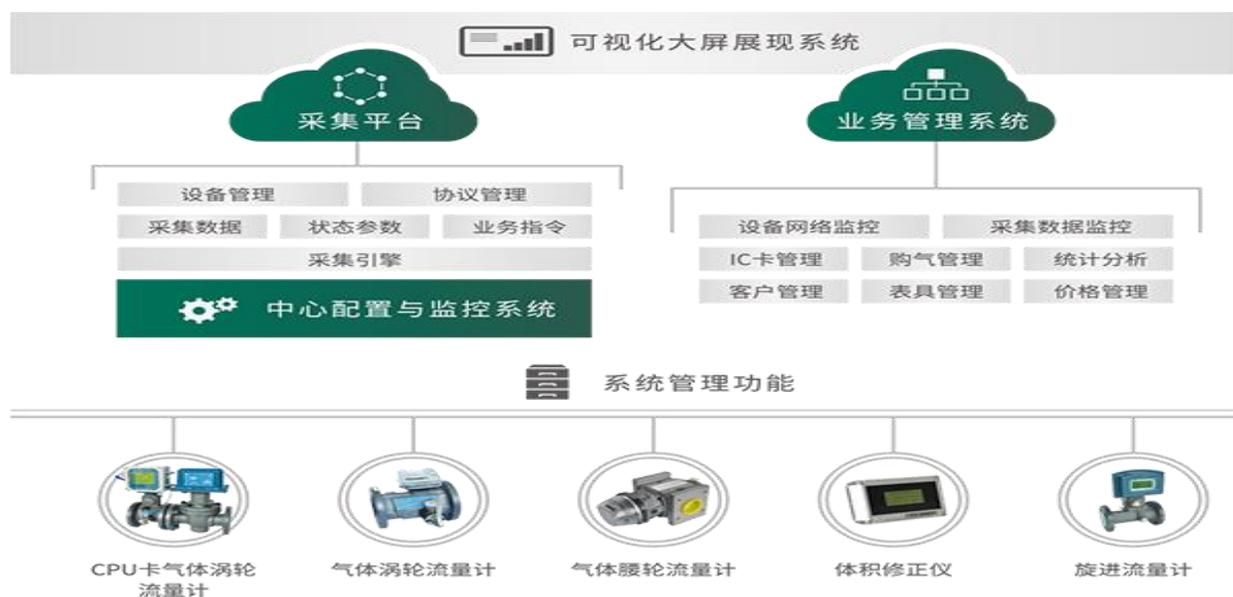
增加

- 在国家统筹下，将持续加强资源统筹调度，协调供气企业备足资源，资源更加充分，互联互通不断完善，预计未来储气库、储气罐储备资源将持续充足，有能力保障天然气供应总体平稳。
- 2019年国内天然气市场需求增速放缓，同时“三大油”及各类燃气供应企业有序按照产供储销体系建设要求，提前准备冬季资源，积极落实各方调峰责任，稳步开展互联互通工作，预计2019年冬2020年春国内天然气市场整体供需基本平衡。

受整体环境影响，工商业流量计出现短暂下行，随着环境改善，长期将持续放量，业务有望回升。

技术优势：迎合物联网时代需要，研发智能工商业流量计

- 天信仪表依靠较高的研发投入和技术优势，打造出了TUA型气体超声波流量计、无线远传热式燃气表（流量计）、TYL型气体腰轮流量计、TBQM型气体涡轮流量计等多种符合市场需求的流量计，目前，这些流量计为市场主流产品。
- 金卡智能结合其独特的物联网技术优势，将物联网控制器、物联网数据采集器与气体流量计相结合，构建出物联网智能工商业流量计。物联网控制器由远程模块、智控模块、阀门等模块组成。在日常使用过程中，物联网控制器与计量的基表（皮膜表、流量计）配合组成带物联网功能的智能燃气设备，可实现远程监控、远程充值、远程调价等功能
- 金卡智能针对燃气工商大客户管理和服务的特点，充分结合天信智能工商业流量计产品特色，依托云计算、移动应用等最新技术，为燃气企业提供先进的**智慧燃气工商户解决方案**，提升工商业精准计量、智能传输、防盗安全、便捷服务能力。



物联网控制器主要优势

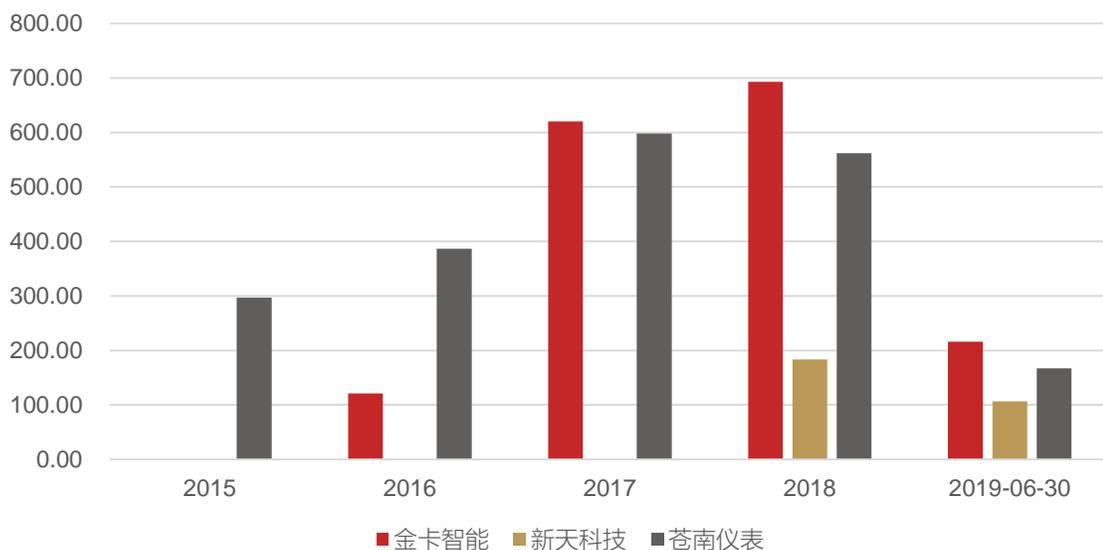
- 采用公网通讯，稳定可靠
- 金额结算、阶梯气价、实时调价
- 远程充值、远程阀控、远程监控
- 报警信息实时上传
- 支持市面上主流厂家的流量计与皮膜表
- 支持在线表具的改造
- 提供十年流量服务

未来随着物联网的发展和普及，金卡智能的技术优势将持续。

天信仪表持续维持行业第一，占据工商业流量计主要市场规模

- 2016年4月，金卡智能宣布出资14.17亿元,以“现金支付+股权支付”的方式收购天信仪表100%股权。
- 天信仪表集团有限公司是中国燃气计量行业的龙头企业。1995年进入燃气计量领域以来，凭借灵活的经营机制和持续的自主创新，取得了快速的发展，集团主要以燃气计量仪表、工业计量仪表主要业务支柱。
- 在燃气计量硬件研发制造领域,金卡和天信分别是民用和工业表的巨头。金卡智能与天信仪表强强联手，产生互补优势，结合民用、商用、工业,打造一整套完整的燃气解决方案。自2016年收购后，金卡智能正式进军工商业流量计行业，气体流量计业务成为金卡智能不可或缺的业务组成。

市场主要公司气体流量计营收（百万元）



- 从2016年到2018年，金卡智能的流量计业务收入逐年递增，从1.21亿元增长到6.93亿元。其中，2017年流量计业务收入爆发式增长，增幅达到411.89%。2018年金卡在工商业气体流量计细分市场的占有率超过30%，处于行业主导地位。

金卡智能与燃气流量计龙头企业天信仪表的业务互补效应，使金卡智能逐渐占据了工商业流量计的主要市场规模，形成了金卡智能在该市场上的规模优势

注：2016年流量计业务并表只有3个月，基数较低



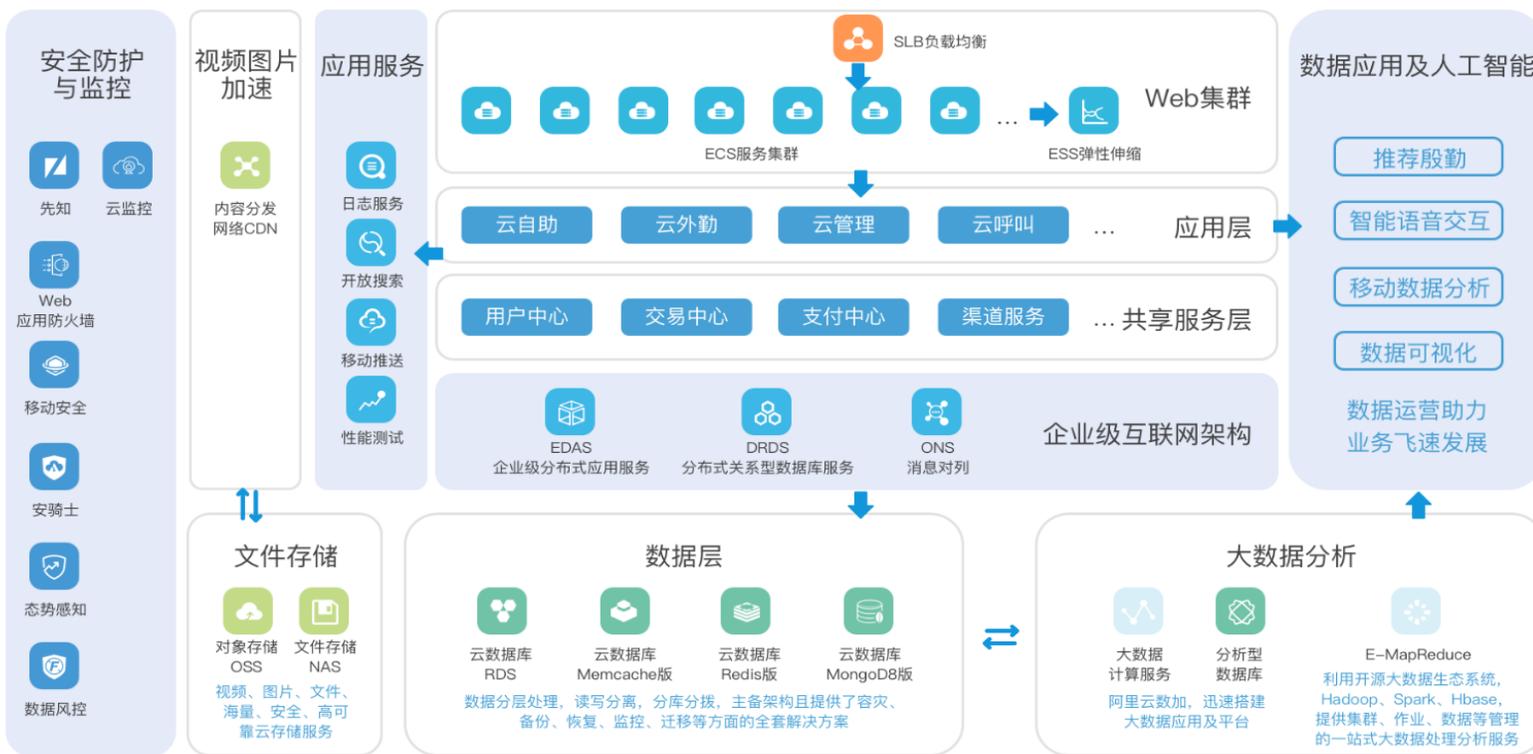
**05 区别市场认知5：
易联云平台赋能公用事业，NB终端批
量出口，公司增长空间打开**



**5.1 融合前沿科技，打造智慧公用事业行业云
——金卡智能易联云**

平台架构：基于阿里云系统，结合技术特点形成SaaS云服务平台架构

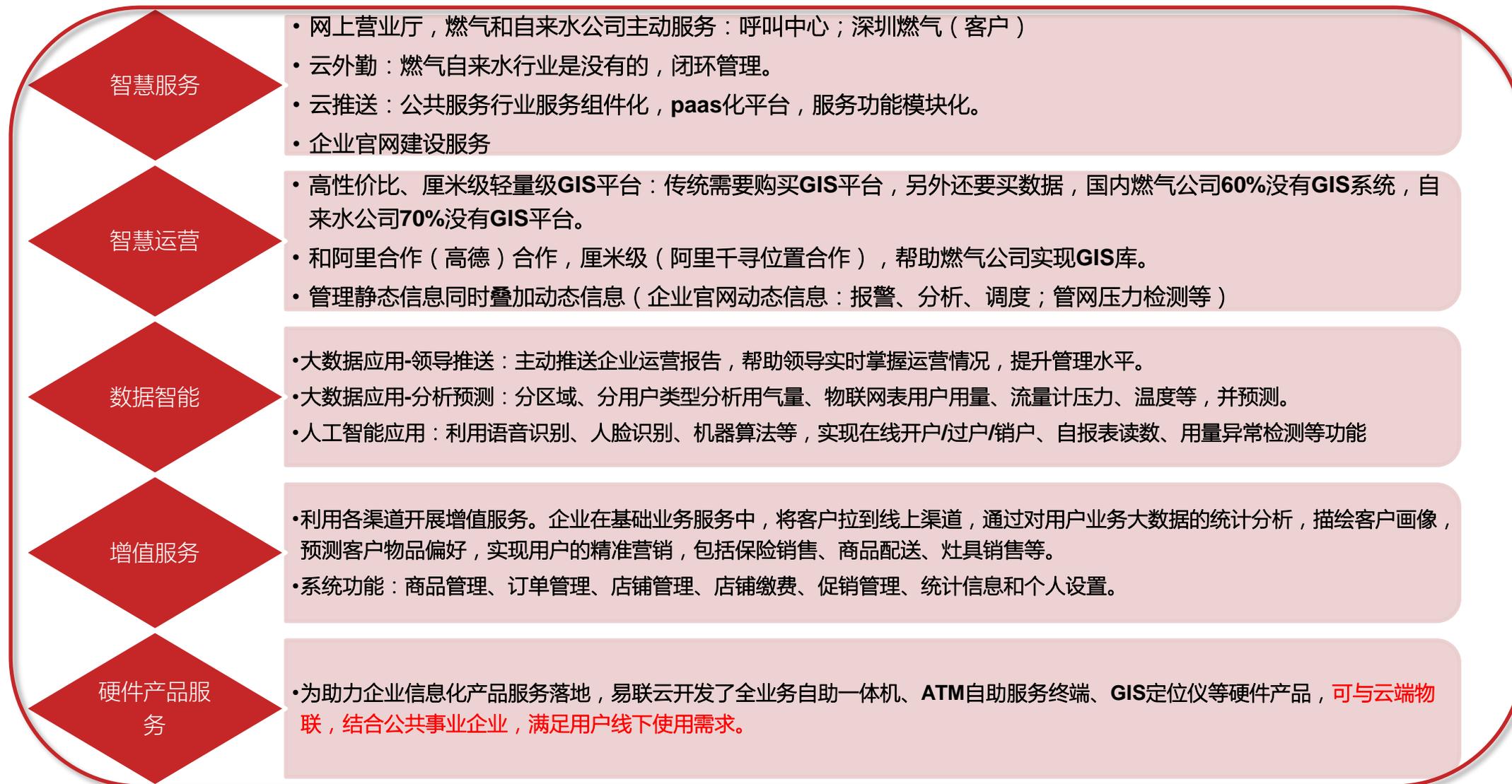
- 易联云是金卡智能集团旗下专注于为公用事业企业提供信息化服务的供应商，帮助公共事业企业上云服务，是阿里云铂金合作伙伴、阿里云Link城市物联网平台首批认证合作伙伴、蚂蚁金服金牌合作伙伴、华为云认证经销商、国家高新技术企业。
- 公司借助阿里云，结合云计算、大数据等技术，形成了独特的技术架构，为公司的产品和服务提供必要的技术保障。
- 公司形成了以先知服务和云盾产品为主要内容的安全架构，保证平台运行的安全。云盾产品包括防火墙、安骑士、数据风控等。



- 易联云采用三级运维体系及统一监控平台。
- 三级运维体系：一线支持，二线运维，三线支撑，多级分工协作，保障日常运维工作，以及自动化运维工具的持续提升。
- 统一监控平台：对系统资源、应用、业务进行全天候的自行监控;运维巡检人员定时巡检不在自动监控范围的重要服务、进程、运行日志、数据备份、高可用性等巡查。

技术、安全、运维的有效结合，形成了易联云SaaS云服务平台的整体架构

平台特点：主要产品及其功能



业务支持：服务公共事业行业，云平台发挥作用

- 易联云主要面向的行业有燃气、水、热力、LPG等，其中以燃气公司为主，也有水务公司。
- 易联云可以接入非金卡智能的终端，也可以接入智能燃气表
- C端商业模式推广：主要是满足甲方客户要求，大的燃气公司（例如港华燃气增值服务占收入比例超过10%），大的燃气公司通过用户缴费、服务等入口主动推送燃气安全等消息，提升用户对燃气相关公众号的关注，带动厨卫周边等电商商品销售。

云平台作用

消灭营业厅，客户连接到线上：

燃气公司和自来水公司增值服务，提升连接客户的价值，降低服务成本，提升客户满意度。

员工连接，外勤作业迁移到线上：

提升工作效率，检查、巡线等工作管控。实时在线管控，提升管理规范、提升官网运营安全。

连接供应商和合作伙伴：

提升供应链管理和供应商管理，招投标、采购订单、物流等线上透明，解决成本效率问题。

物的连接平台：

燃气管网等流量情况监控，实时数据交互，场站门站等指标监控，提升设备运营效率；提升供销差（输差），燃气输差比较小，自来水输差非常大。降低输差，检测漏点和偷点，数据实时掌控，降低燃气公司和水务公司成本或者损耗。



5.2 金卡智能云优势将持续，有望助力业务高增长

竞争优势：市场积累+软件壁垒，金卡智能云优势明显

- 目前，多家公司都在公共服务、公用事业、新能源、新外贸数字服务、工业互联网等产业互联网服务领域积极开拓。
- 金卡智能在云服务市场面临的主要竞争对手有朗新和威星智能等。
- 凭借十几年行业积累，金卡智能在公共事业（主要为燃气）云服务领域形成了市场和技术优势，未来随着燃气行业和互联网信息化平台的发展，其云优势将持续。

市场优势

金卡智能：主攻燃气，目前燃气领域的云服务较少；民用表和流量计积累的客户源，反向促进云平台发展。

对比朗新

- 朗新目前的主要收入来自于为国家电网、南方电网提供信息技术解决方案的收入，占公司报告期主营业务收入的80%以上。电力行业不易出saas平台。
- 朗新正在积极开拓燃气行业市场等其他市场，但新市场、新业务开拓前期投入大、时间长，且存在不确定性。研发投入高，压力大，自2015年维持在10%以上，2018年达到13.31%。金卡智能的研发投入长期维持在10%以下。

对比威星

威星智能也有saas平台，也有燃气业务，相对金卡市场份额少。2012-2018年，金卡智能燃气表的营业收入常年保持领先，2018年金卡智能智能燃气表营业收入9.60亿元，威星智能6.93亿元。

技术优势

北方银证行业积累，软件壁垒

软件壁垒

- 北京北方银证软件开发有限公司是金卡智能集团旗下负责软件开发的全资子公司。
- 自2001年成立之初即专注于燃气行业应用软件开发，对燃气行业需求有深刻的理解并积累了丰富的技术储备，软件替换成本高。

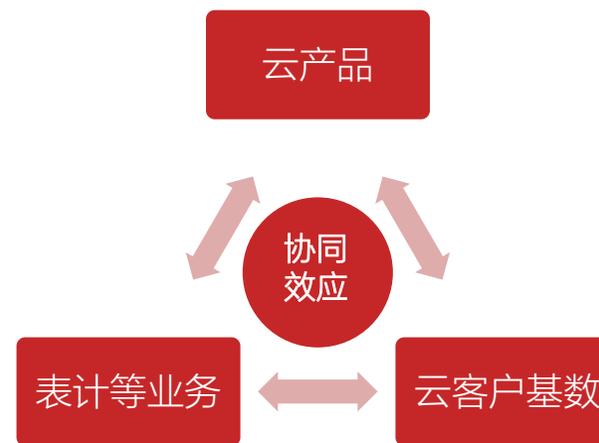
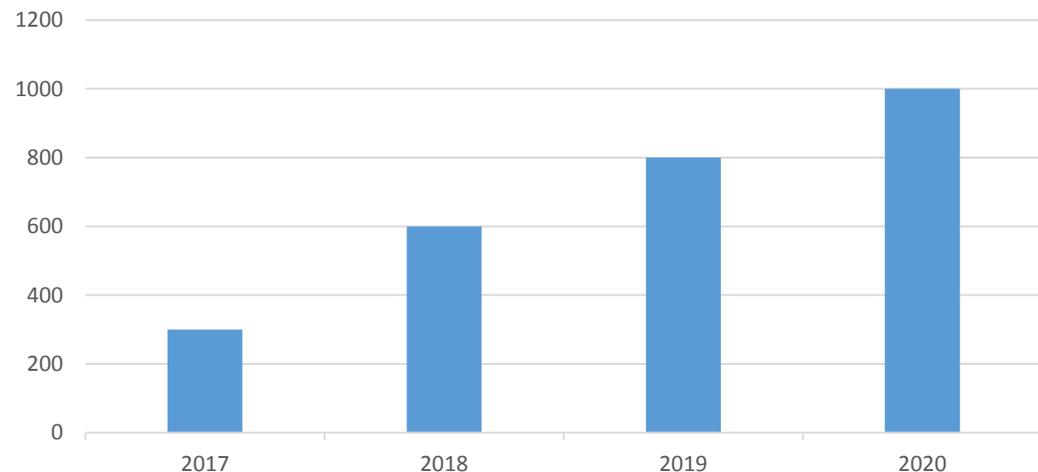
税收优惠

2018年，银证和易联云双双通过高新技术企业审核，有效期3年，2018至2020年度享受15%的企业所得税优惠税率。

云业务有望上行，协同促进金卡智能表计业务高增长

- 公司云服务产品不断丰富，客户单价逐年提升：产品种类提升，带动客户单价稳步提升。16年客户单价3万元，17年5万元，18年8万元。我们判断，2018年7月400多家客户，平均收入8万元左右，平均每家付费客户收入将近20万元（400家用户付费用户200多家）。
 - 客户基数持续增长：云平台客户主要为燃气公司，目前燃气公司上云和水务公司上云的数量不多，仍具备较大市场空间；燃气公司面向C端客户，已经服务超过5000多万家庭；2019年上半年，云版物联网系统平台接入燃气公司超过900家，连接智能终端近300万台。
- 目前软件与云服务已涵盖燃气、热力和水务市场，2018年实现独立软件与云服务销售收入5937.40万元，同比增长68.22%。

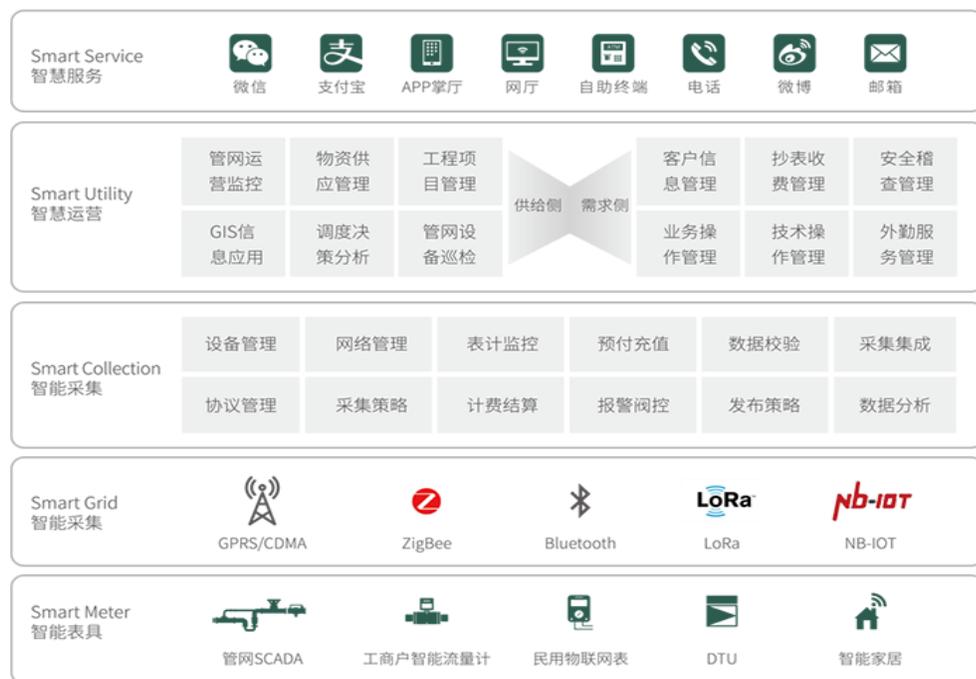
云平台客户量预计（万）



借助于云服务平台，能够有效降低燃气公司或者水务公司成本（人力成本）、提升效率（外勤、巡检等），有助于增强客户依赖性，帮助金卡智能在燃气表流量计等业务上赢得更多市场份额；同时，表计等主要业务的增长能为云服务带来更多的需求，反向促进云平台的发展。

融合saas云服务，打造智能燃气端到端整体解决方案

- 金卡智能顺应物联网趋势，采用NB-IoT、LoRaWAN、GPRS等无线远传技术、SaaS服务模式，将云平台与民用表、流量计等产品紧密结合，通过有效的运营，打造出智能燃气端到端解决方案。实现了设备到人的端到端贯通。
- 公司智慧燃气端到端整体解决方案通过数据采集、监控、预警以及商业智能分析，打破了燃气企业各业务系统彼此独立导致的信息孤岛，提升业务流程的透明度及信息传递效率，利用大数据工具分析企业经营数据，为企业制定科学经营计划乃至战略规划提供决策支持，推动燃气企业向信息化、数字化、可视化转型。随着5G时代的到来，智能端到端整体解决方案有望促进金卡智能业务高增长。



数据

- 更为精准的计量、更为高效的数据传输和更为安全的控制

效益

- 将社会化媒体微信、支付宝、网厅、APP、ATM等各类服务渠道融入到公用事业对外客服和对内运营创新管理和服务中，为企业降本增效

增值

- 利用采集的用户数据等，为用户提供云增值服务

积极创新商业模式，构建完整云服务生态圈

- ◆ 集团专注打造智慧燃气解决方案的服务理念，积极构建“大平台，小终端，大数据”的商业模式。
- ◆ 2016年金卡云服务携手阿里云平台集成采集云、业务云和云客服共同构建了智慧燃气解决方案的云战略。

金卡创新智慧燃气解决方案云战略

采集云平台

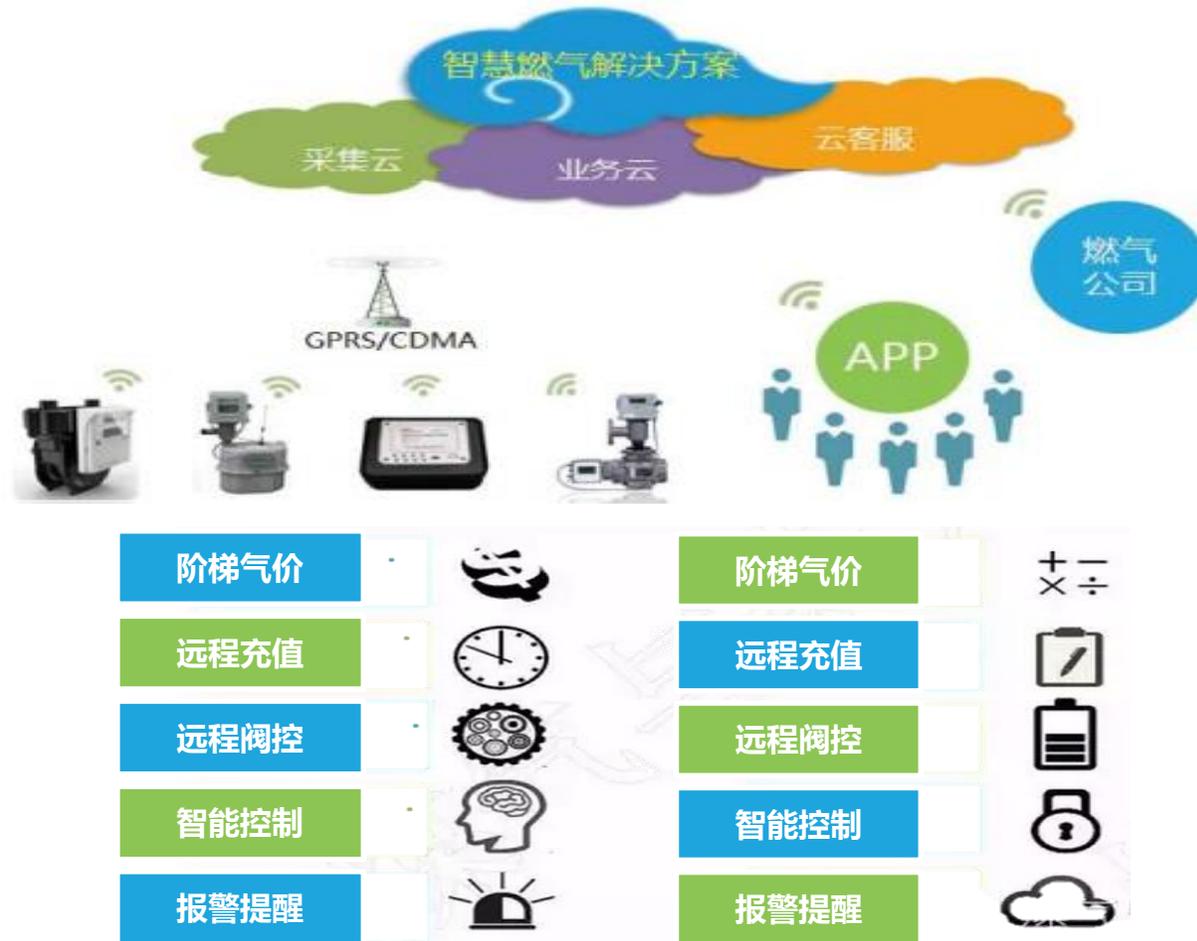
- 集数字通讯技术、燃气计量技术、终端控制技术于一体的实施信息采集与分析处理应用，实现不同表具、不同协议和不同网络架构统一的数据采集，提供智能控制，实时结算，数据分析和多维呈现等服务。

业务云平台

- 帮助燃气公司建立对外专业服务、内部高效运作的业务应用，提升燃气公司的市场拓展、库户服务、业务管控能力，并通过统一的数据建模实现对业务的监控、大数据的分析并提供业务决策服务。

云客服平台

- 帮助燃气企业整合微信公众号、支付宝服务窗、网厅、掌厅等服务渠道，实现云自动、云呼叫、云外勤、云增值等服务，构建统一渠道管理和调度平台，优化渠道结构布局，提高渠道利用效率，促进客户改善提升。





06 公司业绩及估值预测：

公司历史市值复盘

公司上市的前两年时间内，市值波动较小，持续攀升。

2016到2017年为煤改气政策推行、能源结构改革的高峰期，其下游燃气公司景气度高，同时公司开始布局物联网表计，业绩高速增长，此阶段公司市值持续上行，2018上半年达到较高水平。

2018下半年至2019上半年，随着燃气政策减弱，天然气消费量、产量趋于平稳，公司下游燃气行业景气度暂时下行，2019年受贸易战影响，整体经济环境低迷，虽然业绩保持增长，但市值出现较大波动且目前整体处于底部。



公司盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
燃气表单价 (元/台)					
物联网智能燃气表 (除NB表)	269	236	210	200	190
NB-IoT表	360	350	310	300	290
IC卡表	213	230	210	190	170
气体流量计	11460	11460	11460	11460	11460
燃气表数量 (万台)					
物联网智能燃气表 (除NB表)	156.6	186.1	90.0	80.0	70.0
NB-IoT表	5.0	53.8	200.0	280.0	375.2
IC卡表	160.7	145.2	150.0	127.5	114.8
工商业流量计	5.4	6.0	5.0	5.3	5.5
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (亿元)	16.88	20.40	20.66	22.73	25.70
无线燃气表及系统软件	4.39	6.27	8.09	10.00	12.21
IC卡智能燃气表及系统软件	3.42	3.34	3.15	2.42	1.95
气体流量计	6.20	6.93	5.73	6.02	6.32
天然气销售业务	0.66	0.49	0.40	0.40	0.40
膜式燃气表	0.10	0.25	0.18	0.21	0.19
GPRS/CDMA远程实时燃气监控系统及系统软件	0.98	1.25	1.62	2.00	2.44
其他主营业务	1.12	1.87	1.50	1.68	1.59
毛利率	48.7	48.7	46.5	46.2	45.9
无线燃气表及系统软件	38.8	37.4	42.0	43.0	43.5
IC卡智能燃气表及系统软件	46.6	45.4	42.4	40.4	39.4
气体流量计	60.9	62.6	61.7	61.2	60.7
GPRS/CDMA远程实时燃气监控系统及系统软件	52.1	54.8	53.4	54.1	53.8
天然气销售业务	20.7	18.6	19.6	19.1	19.4
膜式燃气表	26.1	25.0	25.6	25.3	25.4
其他主营业务	42.0	47.8	44.9	46.3	45.6

假设一，燃气表方面：2017年-2018年历史单价及出货数量如左上表所示。我们预计燃气表（包括物联网智能燃气表、NB-IoT表、IC卡表在内）年单价趋于稳定微降趋势，其中IC卡表和物联网智能燃气表（NB表除外）整体出货量随着新技术替代逐渐减少，NB-IoT表出货量将稳步增长。

假设二，工商业流量计方面：考虑产品相对技术要求较高，市场较为稳定，预计2019年-2021年单价将保持稳定不变。出货量由于2019年天然气供给端不足预计产品需求及出货量有所下降，预计未来将稳定提升。

假设三，毛利率方面：根据历史毛利率情况预计未来各产品毛利率情况。

根据以上预测，我们维持2019年和2020年营收不变，将2021年营收由25.1亿元调整值25.7亿元。预计2019年-2021年归母净利润分别由4.30亿元、4.61亿元、5.11亿元调整至4.07亿元、4.68亿元、5.29亿元，对应现价PE分别为15.1X、13.1X、11.6X。

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1687.55	2039.90	2065.81	2273.41	2570.37
YoY (%)	97.55%	20.88%	1.27%	10.05%	13.06%
归母净利润(百万元)	348.14	498.06	407.33	468.44	528.88
YoY (%)	297.38%	43.06%	-18.22%	15.00%	12.90%
毛利率 (%)	48.68%	48.68%	46.48%	46.77%	46.54%
每股收益 (元)	0.81	1.16	0.95	1.09	1.23
ROE (%)	11.57%	14.29%	10.47%	10.74%	10.82%
市盈率	17.64	12.33	15.08	13.11	11.61

可比公司估值及分部估值法

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
新天科技*	300259.SZ	3.65	42.91	0.19	0.23	0.29	19.39	15.91	12.80
金卡智能	300349.SZ	14.31	61.41	0.91	1.01	1.12	15.73	14.17	12.78

*为wind一致性预期





- 目前行业龙头公司估值较低，例如新天科技等公司动态PE估值20倍左右，整个行业整体被低估，给予金卡智能传统业务部分2019年PE 20X，对应公司传统业务部分2019年估值为=4.07亿元x20=81.4亿元。
- 保守假设未来云服务在中大型燃气公司渗透率达到20%，即600家客户，客户单价30万元；中大型水务公司渗透率5%，300家客户，客户单价20万元左右，预计易联云收入规模够到达2.4亿元。按照国内外成熟SaaS平台的平均估值5倍PS为合理估值，我们认为易联云估计12亿元市值。
- 因此，预计2019年金卡智能总估值为=81.4亿元+12亿元=93.4亿元，对应目标价为21.8元，投资评级由“增持”调整上升为“买入”。

财务报表和主要财务比率

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2039.90	2065.81	2273.41	2570.37	净利润	495.93	409.43	467.28	528.75
YoY (%)	20.88%	1.27%	10.05%	13.06%	折旧和摊销	44.07	35.35	38.34	40.54
营业成本	1046.84	1105.66	1210.13	1374.07	营运资金变动	-46.90	69.17	-30.75	-32.94
营业税金及附加	22.82	23.29	25.38	28.79	经营活动现金流	425.44	513.98	474.90	536.38
销售费用	301.59	247.90	272.81	308.44	资本开支	-100.92	-64.91	-45.63	-47.49
管理费用	106.53	118.39	126.43	141.37	投资	-443.78	0.00	0.00	0.00
财务费用	1.22	-9.53	-16.97	-24.67	投资活动现金流	-485.48	-64.91	-45.63	-47.49
资产减值损失	13.96	0.00	0.00	0.00	股权募资	14.99	0.00	0.00	0.00
投资收益	76.09	0.00	0.00	0.00	债务募资	-0.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	585.03	480.22	546.51	618.98	筹资活动现金流	9.11	-0.08	-0.02	-0.02
营业外收支	-8.32	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-50.92	449.00	429.24	488.87
利润总额	576.71	480.22	546.51	618.98	主要财务指标				
所得税	80.78	70.79	79.22	90.23	成长能力 (%)				
净利润	495.93	409.43	467.28	528.75	营业收入增长率	20.88%	1.27%	10.05%	13.06%
归属于母公司净利润	498.06	407.33	468.44	528.88	净利润增长率	43.06%	-18.22%	15.00%	12.90%
YoY (%)	43.06%	-18.22%	15.00%	12.90%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.16	0.95	1.09	1.23	毛利率	48.68%	46.48%	46.77%	46.54%
资产负债表 (百万元)					净利率	24.31%	19.82%	20.55%	20.57%
货币资金	329.44	778.44	1207.68	1696.55	总资产收益率ROA	10.91%	8.19%	8.45%	8.53%
预付款项	11.71	21.32	20.74	23.17	净资产收益率ROE	14.29%	10.47%	10.74%	10.82%
存货	258.00	319.13	358.29	402.92	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2125.93	1987.65	2080.26	2195.75	流动比率	3.14	3.57	3.78	3.93
流动资产合计	2725.08	3106.54	3666.96	4318.39	速动比率	2.83	3.18	3.39	3.54
长期股权投资	70.33	70.33	70.33	70.33	现金比率	0.38	0.89	1.24	1.54
固定资产	241.17	243.38	232.67	216.01	资产负债率	22.97%	21.10%	20.75%	20.64%
无形资产	93.50	109.46	119.01	128.77	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1838.88	1868.44	1875.73	1882.67	总资产周转率	0.47	0.43	0.43	0.44
资产合计	4563.96	4974.97	5542.69	6201.06	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.16	0.95	1.09	1.23
应付账款及票据	522.92	489.11	559.84	634.97	每股净资产	8.12	9.07	10.16	11.39
其他流动负债	345.31	380.74	410.45	464.94	每股经营现金流	0.99	1.20	1.11	1.25
流动负债合计	868.23	869.85	970.29	1099.91	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.57	0.57	0.57	0.57	估值分析				
其他长期负债	179.50	179.50	179.50	179.50	PE	12.33	15.08	13.11	11.61
非流动负债合计	180.06	180.06	180.06	180.06	PB	1.98	1.58	1.41	1.26
负债合计	1048.29	1049.92	1150.35	1279.97					
股本	429.32	429.32	429.32	429.32					
少数股东权益	30.74	32.84	31.69	31.56					
股东权益合计	3515.67	3925.06	4392.34	4921.09					
负债和股东权益合计	4563.96	4974.97	5542.69	6201.06					



07 风险提示

风险提示

- **煤改气政策影响**
政府煤改气政策进行情况直接影响住宅用户家用燃气表更换或增量情况，对公司营收造成直接影响。
- **燃气表和流量计业务发展不及预期**
公司主要围绕燃气行业开展相关业务销售，燃气行业景气度直接影响公司相关产品业务收入。
- **水务或燃气公司等物联网技术渗透不及预期**
水务或燃气公司物联网技术渗透不及预期可能造成公司云平台业务推广及发展不及预期。
- **系统性风险**

分析师与研究助理简介

宋 辉 3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域；

柳珏廷 理学硕士，2年证券研究经验，主要关注5G相关产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS

