

业绩符合预期，持续较快增长

投资要点

- **业绩总结:** 2019Q1 实现营收、归母净利润、扣非净利润分别为 4.46 亿元、1.08 亿元、0.93 亿元，同比变化分别为+18.13%、+22.54%、+13.42%。一季度业绩符合公司 4 月 10 日业绩预告，即营收增长 10%~30%，净利润增长 15%~30%。
- **营收持续增长，毛利率维持高位。** 2018 年公司仪器仪表、软件及信息技术服务业务销量为 426.6 万台，同比增长 22.11%；天然气销售业务销量为 2668 万 m³，同比下降 37.56%。2018 年公司实现毛利率 48.68%，维持高位。2018 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 14.78%、10.95%、0.06%，同比变化-0.17pp、-1.71pp、+0.13pp。由于汇兑净损失和票据贴现费用增加，致使 2018 年公司财务费用率有所上升。
- **智慧燃气解决方案供应商龙头，业绩持续较快增长。** 公司是国内最早布局物联网智能燃气表及其系统的领导企业之一。公司综合市场占有率 10%-20%，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。2018 年公司实现营业收入 20.40 亿元，同比增长 20.88%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.98 亿元，同比增长 43.06%。其中，物联网智能燃气表（含智能控制器）及其系统软件销售收入 6.27 亿元，同比增长 42.81%；子公司天信仪表顺利完成厂房搬迁，升级 MES 大数据制造系统，引进柔性生产线，2018 年实现销售收入 8.31 亿元，同比增长 22.43%。
- **研发投入加大，积极开拓海外市场。** 2019Q1 公司研发投入 3357 万元，同比增长 43.84%，2019Q1 公司获得专利授权 19 项，新增软件著作权 24 项。2018 年度公司实现海外销售收入 2961 万元，同比增长 208.89%。子公司天信仪表气体涡轮、腰轮流量计通过韩国 KTC 认证，并成功签署 450-500 万欧元订单，TEC 体积修正仪通过欧盟 MID 认证，为国内首例获得欧洲市场准入的同类产品，截至 2019 年 3 月底，合同在正常履行当中。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。** 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.72/6.59/7.83 亿元，对应 EPS 分别为 1.33/1.53/1.82 元，对应 PE 估值分别为 17/15/12 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期风险；募投项目不及预期风险。

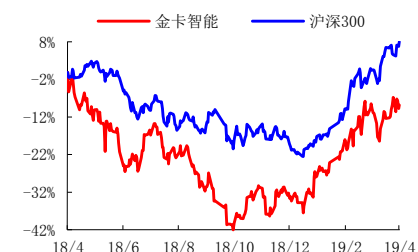
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2039.90	2450.11	2969.77	3637.24
增长率	20.88%	20.11%	21.21%	22.48%
归属母公司净利润(百万元)	498.06	572.00	658.94	782.78
增长率	43.06%	14.85%	15.20%	18.79%
每股收益 EPS(元)	1.16	1.33	1.53	1.82
净资产收益率 ROE	14.11%	14.74%	15.18%	16.00%
PE	19	17	15	12
PB	2.74	2.48	2.22	1.97

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 梁美美
 执业证号: S1250518100003
 电话: 021-58351937
 邮箱: lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.29
流通 A 股(亿股)	3.53
52 周内股价区间(元)	14.01-24.98
总市值(亿元)	96.13
总资产(亿元)	47.35
每股净资产(元)	8.36

相关研究

1 智慧燃气龙头企业，业绩持续增长

金卡智能集团股份有限公司是一家专注于智慧公用事业解决方案服务商，是智慧燃气行业领导企业之一，综合市场占有率 10%-20%，在工商业气体流量计细分市场的占有率超过 30%，处于行业领先地位。公司主要产品包括无线远传智能燃气表及系统软件、IC 卡智能燃气表及系统软件、气体流量计、应用软件及云服务。公司与各大燃气公司、华为、阿里巴巴等建立了长期战略合作伙伴关系，共同构建汇聚能源流、业务流、数据流“三流合一”的能源互联网，推动传统公用事业行业的数字化转型。

公司主营业务结构：2018 年公司气体流量计、无线燃气表及系统软件分别贡献 34%、31%营收，以及 44%、23%的毛利，是公司主要业绩贡献来源。2018 年仪器仪表、软件及信息技术服务共销售 426.6 万台，同比增长 22.11%；天然气销售业务共销售 2668 万 m³，同比下降 37.56%。

图 1：公司主营产品示意图



无线远传热式燃气表（流量计）

通过NMI CERTIN B.V. (荷兰国家计量院) 的型式认证，取得OIML R137证书



TUA型气体超声波流量计

多声道计量，精度高，稳定性高，重复性好的智能气体超声波流量计



IC卡预付费智能燃气表

一款“先缴费后购气”的智能燃气表



TBQM型气体涡轮流量计

高精度气体流量测量仪表，被广泛应用于燃气贸易计量



TYL型气体腰轮流量计

是一种高准确度、高可靠、宽范围的容积式气体计量仪表



IoT智能数据采集平台

对不同表具、协议、网络实现统一数据采集



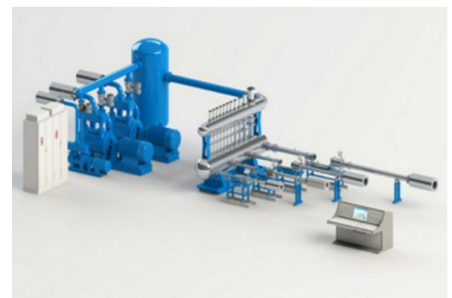
NB-IoT 智能燃气表

基于窄带物联网、智能计量、远程监控、空中充值



物联网控制器

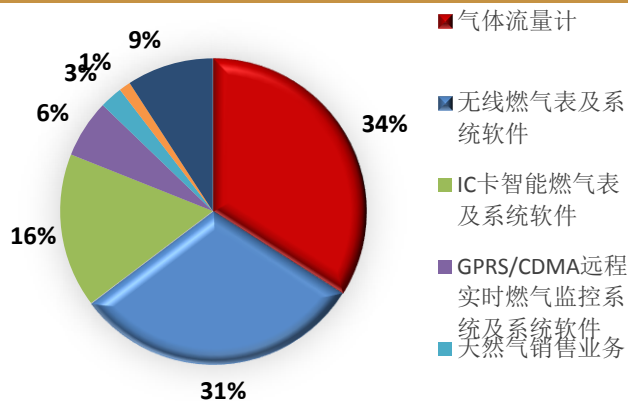
与计量的基表配合组成带物联网功能的智能燃气设备



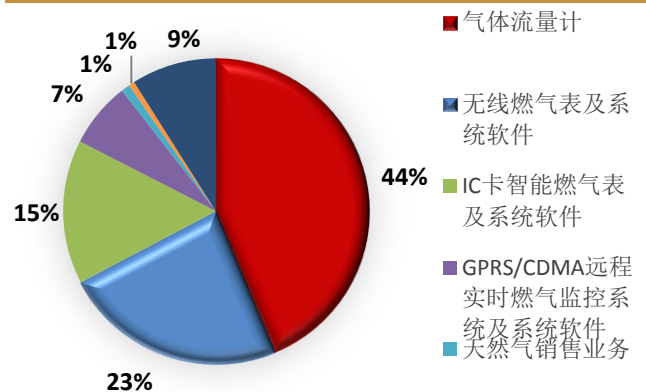
LXH型临界流喷嘴气体流量标准装置

采用标准表法进行流量检定或测试

数据来源：公司官网，西南证券整理

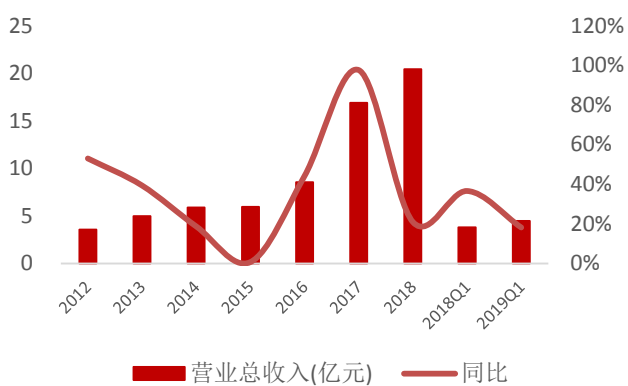
图 2：公司 2018 年主营业务营收结构


数据来源：wind，西南证券整理

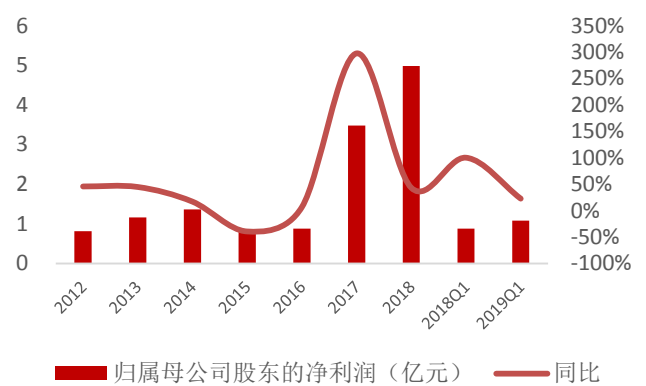
图 3：公司 2018 年主营业务毛利结构


数据来源：wind，西南证券整理

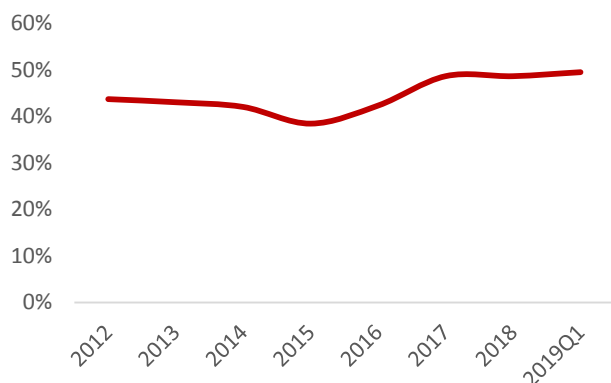
公司业绩状况：2012 年~2018 年，公司营收 CAGR 达到 33.77%，净利润 CAGR 达到 35.35%。2018 年公司实现营收 20.4 亿元，同比增长 21%；归母净利润为 4.98 亿元，同比增长 43%。2019Q1 公司实现营业总收入为 4.46 亿元，同比增长 18.13%；归母净利润为 1.08 亿元，同比增长 22.54%。2018 年公司物联网智能燃气表（含智能控制器）及其系统软件销售收入 6.3 亿元，同比增长 42.81%，特别是公司新一代物联网表 NB-IoT 智能燃气开始批量出货，实现 NB-IoT 智能燃气表（含智能控制器）及其系统软件销售收入 1.4 亿元。另外，2018 年子公司天信仪表实现销售收入 8.3 亿元，同比增长 22.43%。子公司华辰能源有限公司处置了其持有的克州华辰能源有限公司、克州华辰车用天然气有限公司的股权，因股权处置产生的投资收益增加了本期经营业绩。2019Q1 公司把握机遇，持续开拓创新，推进物联网智能终端及其系统软件的深度，公司物联网智能燃气表及其系统软件销售继续保持良好增长。

图 4：公司 2012 年以来营业收入及增速


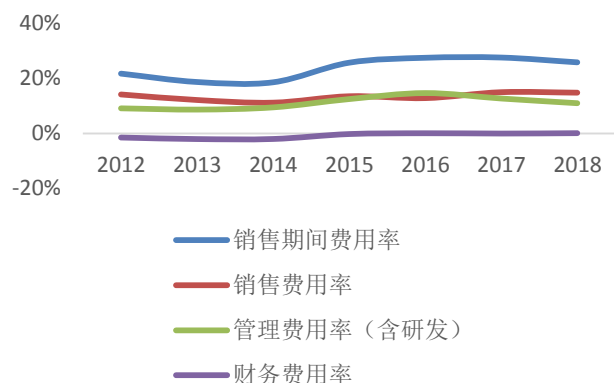
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司 2012 年以来净利润及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司毛利率稳健提升


数据来源: wind, 西南证券整理

图 7：公司期间费用率总体稳定


数据来源: wind, 西南证券整理

表 1：公司单季度营收情况

营收 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2012	65	89	106	96
2013	83	117	141	155
2014	119	153	143	175
2015	95	174	150	173
2016	129	188	183	354
2017	277	336	358	718
2018	378	506	495	661
2019	446			

数据来源: Wind, 西南证券整理

表 2：公司单季度净利润情况

利润 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2012	13	26	22	20
2013	19	34	34	28
2014	26	44	36	30
2015	22	37	7	17
2016	22	17	16	32
2017	44	51	82	172
2018	88	120	139	152
2019	108			

数据来源: Wind, 西南证券整理

表 3：公司单季度扣非净利润情况

扣非利润 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2013	19	35	34	28
2014	26	44	36	31
2015	21	38	6	16

扣非利润（百万元）	Q1	Q2	Q3	Q4
2016	21	17	17	42
2017	41	46	80	160
2018	82	112	108	152
2019	93			

数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

1) 假设 2019-2021 年气体流量计业务销量增速保持 10%不变，价格不变，毛利率稳定在 60.00%。

2) 假设 2019-2021 年无线燃气表及系统软件业务持续保持较快增长，但增速放缓，销量增速分别为 30%、25%、20%，价格不变，毛利率稳定在 37.00%。

3) 假设 2019-2021 年 IC 卡智能燃气表及系统软件业务销量保持不变，价格不变，毛利率稳定在 45.00%。

4) 假设 2019-2021 年 GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软件业务销量持续保持较快增长，增速保持 25%不变，价格不变，毛利率稳定在 55.00%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 4：公司分业务收入和毛利

单位：百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
气体流量计	收入	620	693	762	839	922
	同比	0%	12%	10%	10%	10%
	成本	243	259	305	335	369
	毛利	377	434	457	503	553
	毛利率	61%	63%	60%	60%	60%
无线燃气表及系统软件	收入	439	627	815	1,018	1,222
	同比	94%	43%	30%	25%	20%
	成本	269	392	513	641	770
	毛利	170	235	301	377	452
	毛利率	39%	37%	37%	37%	37%
IC 卡智能燃气表及系统软件	收入	342	334	334	334	334
	同比	16%	-2%	0%	0%	0%
	成本	183	182	183	183	183
	毛利	159	151	150	150	150
	毛利率(%)	47%	45%	45%	45%	45%
GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统	收入	98	125	157	196	245
	同比	57%	28%	25%	25%	25%

单位: 百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
及系统软件	成本	47	57	71	88	110
	毛利	51	69	86	108	135
	毛利率(%)	52%	55%	55%	55%	55%
天然气销售业务	收入	66	49	49	49	49
	同比	-7%	-26%	0%	0%	0%
	成本	52	40	39	39	39
	毛利	14	9	10	10	10
	毛利率(%)	21%	19%	20%	20%	20%
膜式燃气表	收入	10	25	25	25	25
	同比	10%	143%	0%	0%	0%
	成本	8	19	19	19	19
	毛利	3	6	6	6	6
	毛利率(%)	26%	25%	25%	25%	25%
其他主营业务	收入	112	187	309	509	840
	同比	62%	67%	65%	65%	65%
	成本	65	98	160	265	437
	毛利	47	89	148	244	403
	毛利率(%)	42%	48%	48%	48%	48%
合计	收入	1,688	2,040	2,450	2,970	3,637
	同比	98%	21%	20%	21%	22%
	成本	1,361	1,610	1,291	1,571	1,927
	毛利	822	993	1,159	1,398	1,710
	毛利率(%)	49%	49%	47%	47%	47%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.72/6.59/7.83 亿元, 对应 EPS 分别为 1.33/1.53/1.82 元, 对应 PE 估值分别为 17/15/12 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 5: 可比公司估值情况 (2019 年 04 月 21 日)

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603338	浙江鼎力	1.94	2.66	3.60	40	29	21
300457	赢合科技	0.86	1.14	1.49	30	23	17
603699	纽威股份	0.37	0.61	0.77	36	22	17
600481	双良节能	0.15	0.20	0.24	32	25	20
平均值					34	25	19
300349	金卡智能	1.16	1.33	1.53	19	17	15

数据来源: Wind 一致预期, 西南证券整理

3 风险提示

1) 下游需求不及预期风险。燃气表行业的发展受下游天然气行业、住宅行业、生产制造行业、餐饮行业发展的影响较大。若国家政策有所变动，对市场需求将带来影响。

2) 募投项目不及预期风险。若募集资金投资项目不能达到预期的收益水平，建设项目达产后产生的营业收入不能消化上述折旧、摊销的增加，则公司的经营业绩将受到不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2039.90	2450.11	2969.77	3637.24	净利润	495.93	572.00	658.94	782.78
营业成本	1046.84	1290.75	1571.48	1927.47	折旧与摊销	44.07	50.93	53.96	56.43
营业税金及附加	22.82	27.08	32.96	40.31	财务费用	1.22	-1.33	-1.71	-2.14
销售费用	301.59	343.02	430.62	527.40	资产减值损失	13.96	15.00	15.00	15.00
管理费用	106.53	269.51	335.58	418.28	经营营运资本变动	-597.07	-296.28	-386.74	-447.85
财务费用	1.22	-1.33	-1.71	-2.14	其他	467.33	-183.78	-205.25	-225.08
资产减值损失	13.96	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	425.44	156.55	134.20	179.13
投资收益	76.09	110.00	130.00	150.00	资本支出	-15.81	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	60.00	60.00	60.00	其他	-469.67	149.47	190.00	210.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-485.48	129.47	170.00	190.00
营业利润	585.03	676.08	775.84	920.92	短期借款	-0.10	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.32	0.00	0.00	0.00	长期借款	-0.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	576.71	676.08	775.84	920.92	股权融资	21.86	0.00	0.00	0.00
所得税	80.78	104.08	116.90	138.14	支付股利	-47.71	-174.32	-200.20	-230.63
净利润	495.93	572.00	658.94	782.78	其他	35.34	0.24	1.71	2.14
少数股东损益	-2.13	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	9.11	-174.09	-198.49	-228.49
归属母公司股东净利润	498.06	572.00	658.94	782.78	现金流量净额	-49.87	111.94	105.71	140.65
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	329.44	441.38	547.09	687.73	成长能力				
应收和预付款项	934.98	1223.39	1450.15	1744.70	销售收入增长率	20.88%	20.11%	21.21%	22.48%
存货	258.00	389.47	445.24	558.44	营业利润增长率	44.19%	15.56%	14.76%	18.70%
其他流动资产	1202.67	1289.69	1625.78	1965.64	净利润增长率	45.53%	15.34%	15.20%	18.79%
长期股权投资	70.33	70.33	70.33	70.33	EBITDA 增长率	41.50%	15.13%	14.11%	17.76%
投资性房地产	10.21	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	292.85	274.39	252.90	228.94	毛利率	48.68%	47.32%	47.08%	47.01%
无形资产和开发支出	1324.70	1312.55	1300.40	1288.26	三费率	20.07%	24.95%	25.74%	25.94%
其他非流动资产	140.78	140.46	140.14	139.81	净利率	24.31%	23.35%	22.19%	21.52%
资产总计	4563.96	5141.66	5832.02	6683.86	ROE	14.11%	14.74%	15.18%	16.00%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.87%	11.12%	11.30%	11.71%
应付和预收款项	682.78	860.46	1044.61	1281.48	ROIC	17.57%	17.17%	17.86%	18.94%
长期借款	0.57	0.57	0.57	0.57	EBITDA/销售收入	30.90%	29.62%	27.88%	26.81%
其他负债	364.94	398.83	446.30	509.12	营运能力				
负债合计	1048.29	1259.86	1491.48	1791.17	总资产周转率	0.47	0.50	0.54	0.58
股本	429.32	429.32	429.32	429.32	固定资产周转率	8.11	10.21	12.81	16.92
资本公积	1794.11	1794.11	1794.11	1794.11	应收账款周转率	2.99	2.72	2.68	2.75
留存收益	1296.01	1693.68	2152.42	2704.57	存货周转率	3.39	3.98	3.76	3.83
归属母公司股东权益	3484.93	3881.80	4340.54	4892.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.33%	—	—	—
少数股东权益	30.74	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3515.67	3881.80	4340.54	4892.69	资产负债率	22.97%	24.50%	25.57%	26.80%
负债和股东权益合计	4563.96	5141.66	5832.02	6683.86	带息债务/总负债	0.05%	0.05%	0.04%	0.03%
					流动比率	3.14	3.10	3.10	3.08
					速动比率	2.84	2.74	2.76	2.73
					股利支付率	9.58%	30.48%	30.38%	29.46%
					每股指标				
					每股收益	1.16	1.33	1.53	1.82
					每股净资产	8.19	9.04	10.11	11.40
					每股经营现金	0.99	0.36	0.31	0.42
					每股股利	0.11	0.41	0.47	0.54
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	630.32	725.69	828.10	975.20					
PE	19.31	16.81	14.59	12.29					
PB	2.74	2.48	2.22	1.97					
PS	4.71	3.93	3.24	2.64					
EV/EBITDA	14.47	12.46	10.79	9.02					
股息率	0.50%	1.81%	2.08%	2.40%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn