

2019年06月03日

证券研究报告·公司研究报告

金卡智能 (300349) 机械设备

买入 (上调)

当前价: 17.80 元

目标价: 22.00 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

物联网表渗透率提升，龙头更加受益

投资要点

- **推荐逻辑：燃气表产品升级，单价提升，门槛更高，龙头更加受益。**从机械表（约 100 元/台）到 IC 卡表（约 220 元/台）到 2G 表（约 300 元/台）、NB 表（约 350 元/台），燃气表智能化、网联化趋势明显，单台表的价格上升，门槛亦逐步提升，致使行业龙头企业更加受益。公司 2018 年 NB 表出货量 54 万台，2019 年预计接近 250 万台，营收占比预计从 2018 年不到 10%，提升至 2019 年超过 25%，带动公司营收较快增长，为未来几年主要看点。当前公司市值对应 2019 年 PE 仅 13 倍，处于公司历史最低水平区域，并显著低于燃气表行业 20 倍以上 PE 水平，给予“买入评级”。
- **2009 年~2014 年：属于 IC 卡表的时代。**公司 IC 卡表 2009 年营收 0.92 亿元，占比 87%，2014 年营收 4.03 亿元，占比 69%，营收增长超过 300%。由于公司拓展了天然气销售业务，2014 年贡献了 1 亿元营收，占比 17%，致使 IC 卡表营收占比下降。公司 2009 年归母净利润 0.16 亿元，2014 年提升至 1.36 亿元，主要增长动力来源于 IC 卡表的营收持续增长。
- **2015 年~2018 年：2G 表的快速增长。**公司 2G 表 2015 年销量不到 20 万台，2018 年达到 180 万台左右，带动无线燃气表及系统软件业务营收较快增长，2015 年营收 0.59 亿元，占比约 10%，2018 年营收 6.27 亿元（含 NB 表），占比约 31%。公司 2015 年归母净利润 0.82 亿元，2018 年达到 4.98 亿元（其中，2016 年并购的天信仪表，2018 年贡献归母净利润 2.44 亿元）。
- **2019 年~2021 年：NB 表的黄金时期。**公司 2018 年 NB 表出货量 54 万台，我们预计 2019 年接近 250 万台，预计 2019 年营收占比超过 1/4。NB 表持续保持较快增长，也是公司当前及未来几年核心看点。我们认为，燃气表物联网化时代，公司能够提供更加的综合服务，提升客户粘性，以及附加值，看好公司致力于成为领先的智慧公用事业整体解决方案服务商的发展潜力。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.88/6.55/7.23 亿元，对应 EPS 分别为 1.37/1.53/1.68 元。前期受市场影响，股价回调，当前市值对应 2019PE 仅 13 倍，处于历史最低水平区域，并低于燃气表行业 20 倍以上 PE 水平。上调评级至“买入”，给予 6 个月目标 16 倍 PE，目标价 22 元。
- **风险提示：**下游需求或不及预期风险；智能燃气表渗透率提升或不及预期风险；天信仪表发展或不及预期风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2039.90	2371.02	2618.94	2875.33
增长率	20.88%	16.23%	10.46%	9.79%
归属母公司净利润（百万元）	498.06	588.40	654.93	723.36
增长率	43.06%	18.14%	11.31%	10.45%
每股收益 EPS（元）	1.16	1.37	1.53	1.68
净资产收益率 ROE	14.11%	15.09%	15.07%	14.94%
PE	15	13	12	11
PB	2.17	1.96	1.76	1.58

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

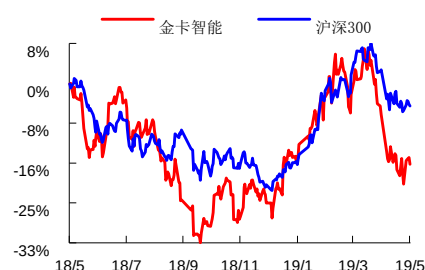
分析师：梁美美

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)	3.71
52 周内股价区间(元)	14.34-22.91
总市值(亿元)	76.39
总资产(亿元)	47.35
每股净资产(元)	8.36

相关研究

1. 金卡智能 (300349)：业绩符合预期，持续较快增长 (2019-04-22)

目 录

1 智能燃气表龙头企业	1
2 受益气化人口持续提升，燃气表产销稳健增长.....	9
3 受益物联网表渗透率提升，门槛提升龙头充分受益.....	11
4 盈利预测与估值.....	15
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司智能民用表产品示意图	1
图 2: 公司智能工商业流量计产品示意图	1
图 3: 公司软件产品示意图	2
图 4: 公司历年营收及增速	2
图 5: 公司历年利润及增速	2
图 6: 公司 2018 年收入结构	2
图 7: 公司 2018 年毛利结构	2
图 8: 公司历年物联网燃气表营收及增速	3
图 9: 公司历年物联网燃气表毛利率	3
图 10: 天信仪表营收贡献	3
图 11: 天信仪表利润贡献	3
图 12: 公司未来营收预测	4
图 13: 公司物联网表营收预测	4
图 14: 公司历年毛利率变化情况	4
图 15: 公司历年净利率变化情况	4
图 16: 公司历年毛利率、期间费用率、营业利润率变化情况	5
图 17: 公司历年销售费用率变化情况	5
图 18: 公司历年管理费用率（不含研发）变化情况	5
图 19: 公司历年财务费用率变化情况	5
图 20: 公司历年研发费用率变化情况	5
图 21: 公司历年资产负债率变化情况	6
图 22: 公司历年经营活动现金流量净额/净利润变化情况	6
图 23: 公司 ROE 企稳回升（2012 年 IPO 上市）	6
图 24: 公司 ROA 企稳回升（2012 年 IPO 上市）	6
图 25: 杨斌先生、施正余先生为一致行动人	7
图 26: 公司员工数量持续攀升	8
图 27: 公司人均薪酬整体上升	8
图 28: 公司历年人均创收情况	8
图 29: 公司历年人均创利情况	8
图 30: 气化人口目标 5 年存量增长超 40%	9
图 31: 城镇人口气化率目标 5 年提升 14pp	9
图 32: 天然气消费量持续较快增长	10
图 33: 天然气国内产量持续提升	10
图 34: 天然气进口量较快提升	10
图 35: 天然气对外依存度持续提升	10
图 36: 燃气表产量（含重复计算）	10
图 37: 燃气表销量（不含重复计算）	10
图 38: 燃气表发展趋势	11
图 39: 国家 NB-IoT 网络覆盖基站规划	12

图 40: 国家 NB-IoT 的 M2M 连接数规划	12
图 41: 近两年研发人员增长较快 (人), 公司龙头优势显著	12
图 42: 研发人员数量占比总体攀升 (2017 年天信全部并表金卡)	12
图 43: 近两年研发费用增长较快 (亿元), 公司龙头优势显著	13
图 44: 研发费用率近两年总体攀升 (2017 年天信全部并表金卡)	13
图 45: 公司一流数字化工厂	13
图 46: 公司端到端整体解决方案	14
图 47: 公司物联网表销量 (万台; 含 NB 表、2G 表)	14
图 48: 公司 NB 表销量预测, 2019 年预计接近 250 万台	14
图 49: 公司估值处于历史最低水平 (PE,TTM)	17

表 目 录

表 1: 公司非独立董事简介	7
表 2: 燃气表价格及趋势	11
表 3: 燃气表主要公司分业务营收	12
表 4: 分业务收入及毛利率	15
表 5: 可比公司估值情况 (2019 年 05 月 31 日)	16
附表: 财务预测与估值	18

1 智能燃气表龙头企业

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。2012 年 IPO 上市，成为行业内第一家上市公司。公司主要产品为智能民用燃气表、智能工商业流量计、以及软件产品，致力于成为领先的智慧公用事业整体解决方案服务商。

图 1：公司智能民用表产品示意图



膜式燃气表

计量准确，质量稳定，安全可靠



IC卡预付费智能燃气表

一款“先缴费后购气”的智能燃气表



物联网智能燃气表

定时自动把计量信息及表的运行状态，通过通讯模块与后台的数据中心进行交互



NB-IoT 智能燃气表

基于窄带物联网、智能计量、远程监控、空中储值



LoRaWAN智能燃气表

表具配合集中器，搭建自有网络



JGD4S-R智能燃气表

满足英国SMETS2智能表计市场需求

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：公司智能工商业流量计产品示意图



TYL型气体腰轮流量计



TBQZ型气体涡轮流量计



TDS型智能旋进流量计

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 3：公司软件产品示意图

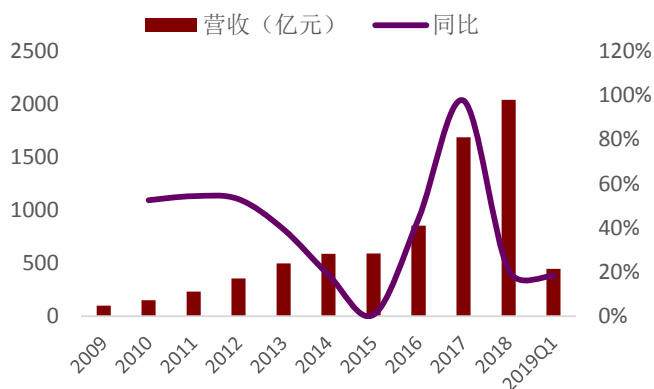


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司业绩状况：2012 年~2018 年，公司营收 CAGR 达到 33.8%，归母净利润 CAGR 达到 35.4%。2018 年公司实现营收 20.4 亿元，同比增长 20.9%；归母净利润为 5.0 亿元，同比增长 43.1%。2019Q1 公司实现营业总收入为 4.5 亿元，同比增长 18.1%；归母净利润为 1.1 亿元，同比增长 22.5%。

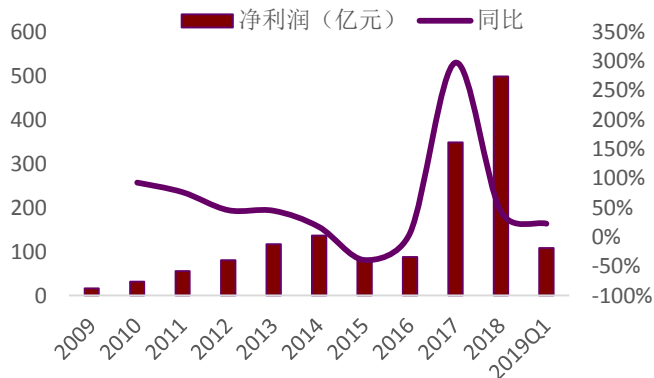
公司主营业务结构：2018 年公司气体流量计、无线燃气表及系统软件分别贡献 34%、31%营收，以及 44%、24%的毛利，是公司主要业绩贡献来源。

图 4：公司历年营收及增速



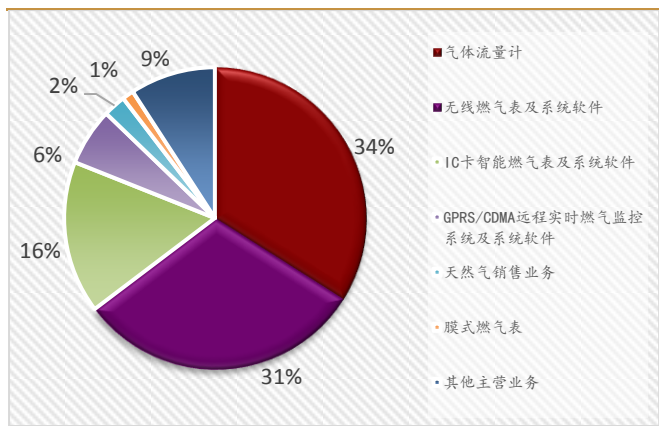
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司历年利润及增速



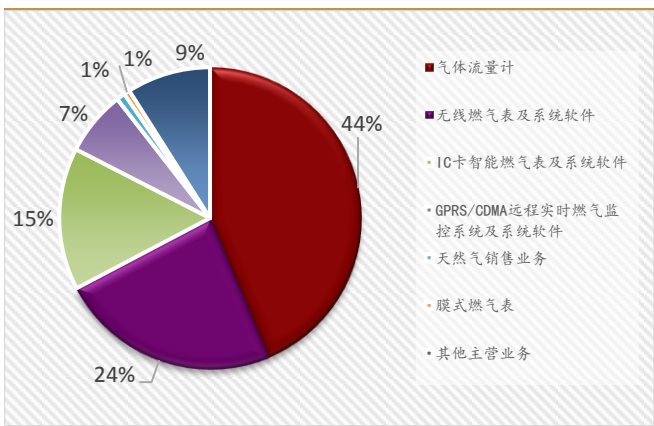
数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司 2018 年收入结构



数据来源：wind，西南证券整理

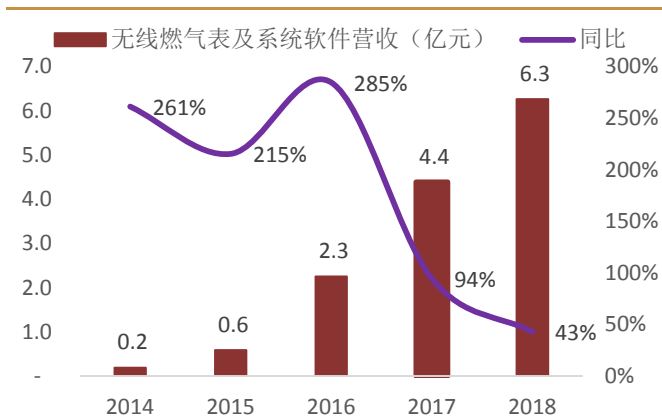
图 7：公司 2018 年毛利结构



数据来源：wind，西南证券整理

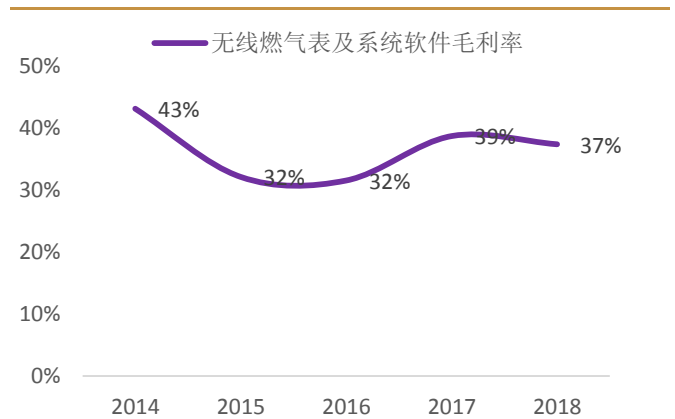
过去几年营收增长动力之一：无线燃气表及系统软件营收几年快速增长。无线燃气表及系统软件业务主要是物联网表，包含 2G 表和 NB 表，2018 年出货量 239.9 万台，其中 NB 表 2018 年出货 54 万台，2G 表占比较大，带动过去几年营收快速增长。未来几年 NB 表将成为公司营收增长的主要动力。

图 8：公司历年物联网燃气表营收及增速



数据来源：wind，西南证券整理

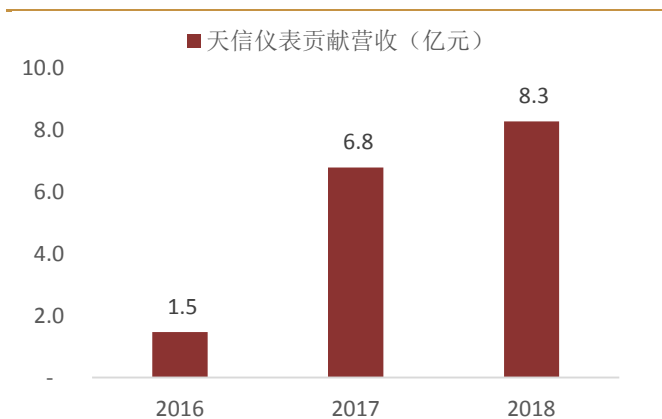
图 9：公司历年物联网燃气表毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

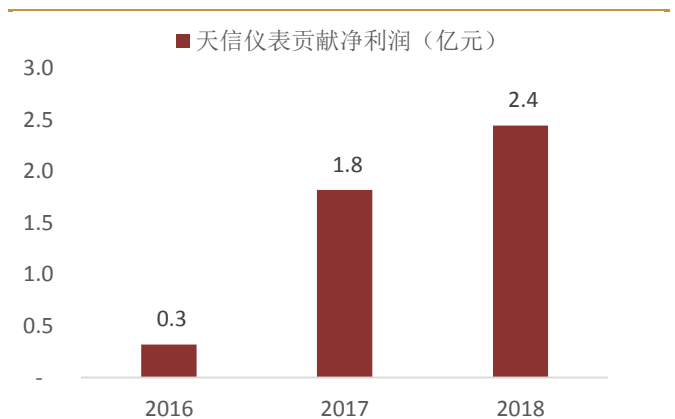
过去几年营收增长动力之二：天信仪表并表。公司 2016 年以 14.0 亿元并购天信仪表 98.5% 股权（目前为全资子公司），由于 2017 年开始全年并表，带动公司营收以及净利润快速增长，预计天信仪表未来几年将相对稳定。

图 10：天信仪表营收贡献



数据来源：wind，西南证券整理

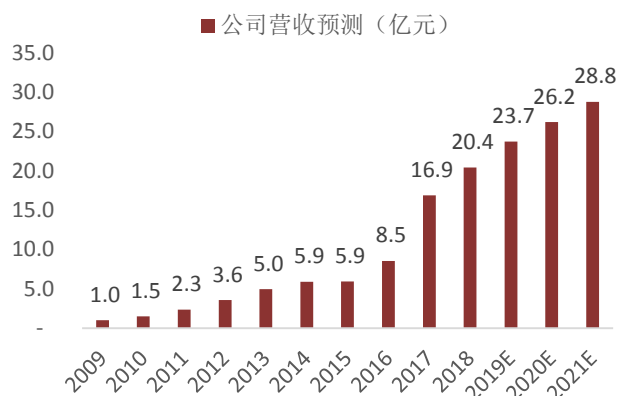
图 11：天信仪表利润贡献



数据来源：wind，西南证券整理

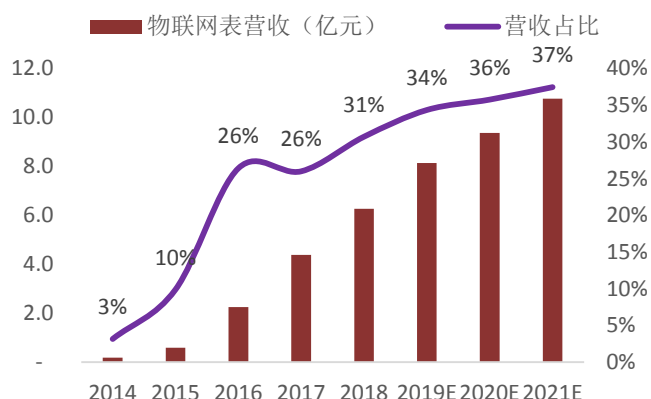
未来几年营收增长核心动力之一：NB 表销量快速攀升。随着气化人口增加，燃气表产销稳健增长，智能燃气表由于渗透率提升，增速更快，公司作为龙头企业，将实现更快发展，公司 2018 年 NB 表销量 54 万台，预计 2019 年接近 250 万台。带动公司物联网表营收持续攀升，将成为公司未来几年核心增长动力。

图 12: 公司未来营收预测



数据来源: wind, 西南证券整理

图 13: 公司物联网表营收预测



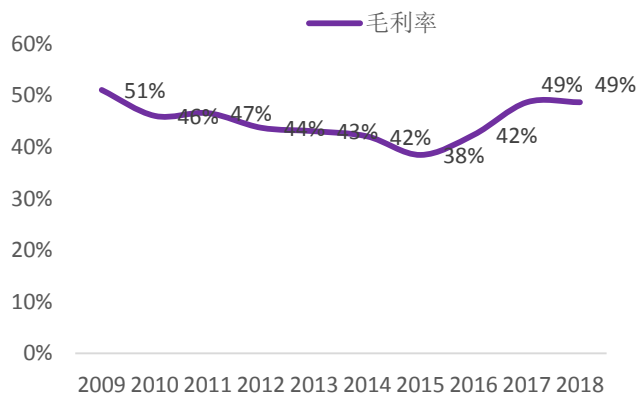
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

毛利率、净利率: 因并购的天信仪表毛利率、净利率较高, 带动公司 2017、2018 年毛利率、净利率较快攀升, 同时, 随着公司物联网表销量攀升, 规模效应带动下, 毛利率、净利率持续攀升。

营业利润率: 受益天信仪表并购, 公司毛利率攀升, 期间费用率稳定, 营业利润率过去两年较快增长。

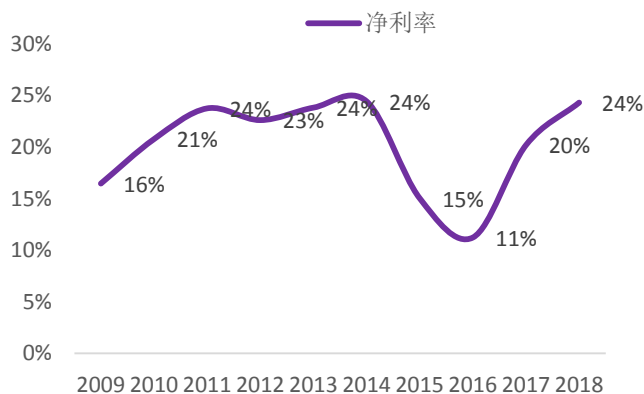
期间费用率: 公司并购天信仪表, 销售费用率、管理费用率 (不含研发)、财务费用率、研发费用率过去几年变化相对较大。总体而言, 公司原有业务随着规模增长, 研发费用率持续上升。

图 14: 公司历年毛利率变化情况



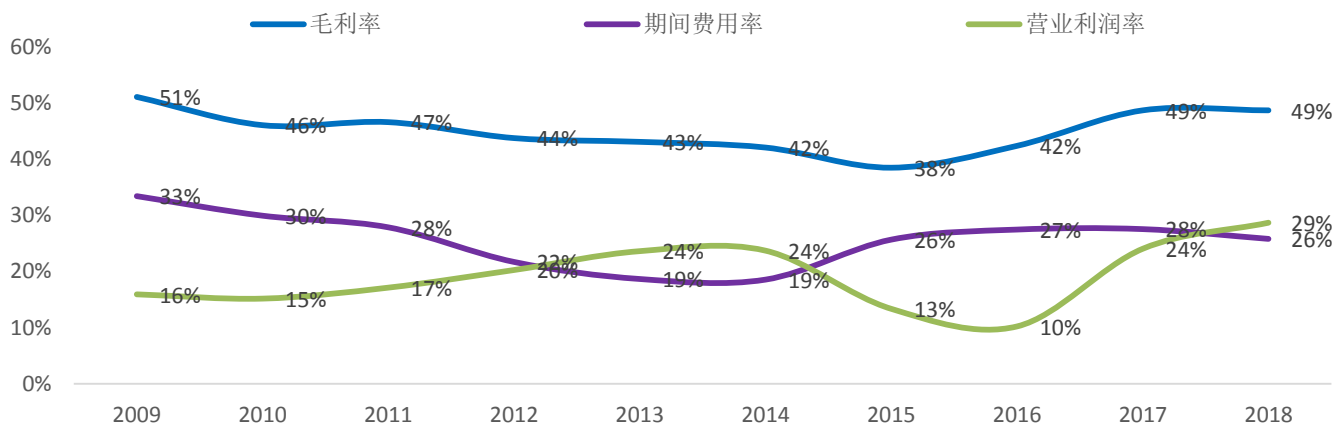
数据来源: wind, 西南证券整理

图 15: 公司历年净利率变化情况



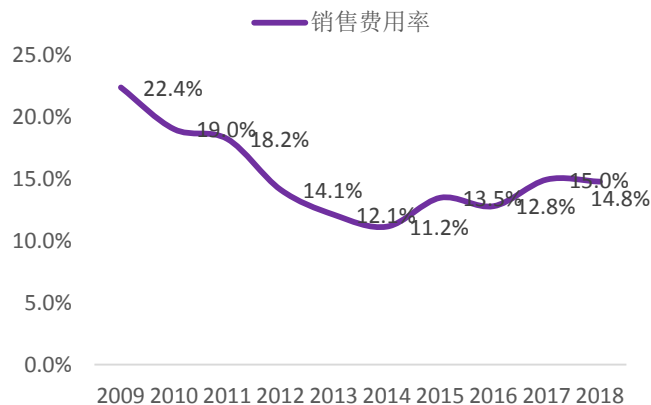
数据来源: wind, 西南证券整理

图 16: 公司历年毛利率、期间费用率、营业利润率变化情况



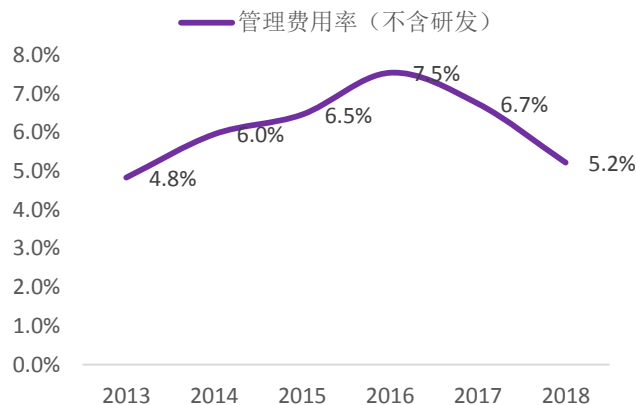
数据来源: wind, 西南证券整理

图 17: 公司历年销售费用率变化情况



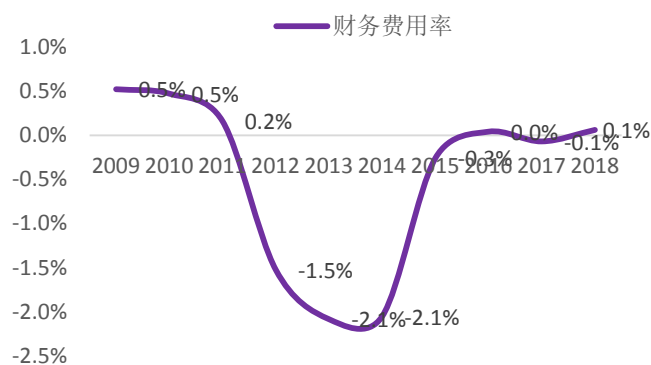
数据来源: wind, 西南证券整理

图 18: 公司历年管理费用率 (不含研发) 变化情况



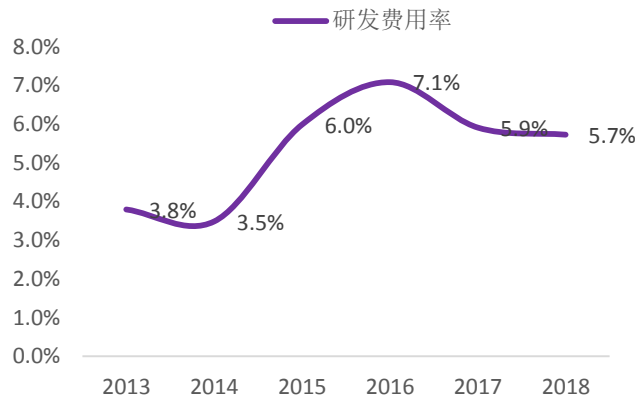
数据来源: wind, 西南证券整理

图 19: 公司历年财务费用率变化情况



数据来源: wind, 西南证券整理

图 20: 公司历年研发费用率变化情况



数据来源: wind, 西南证券整理

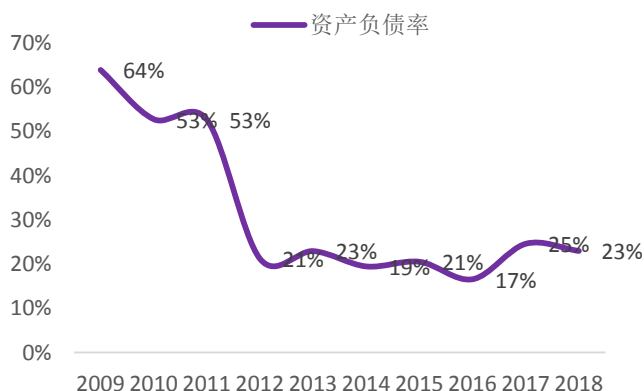
资产负债率：2012 年上市之后，公司资产负债率维持 20% 多的低位水平。

现金流量表：公司经营活动现金流较好，接近公司利润水平。

ROE：公司 2012 年上市后几年，由于资产规模短期增长较快，公司 ROE 出现下行。并购天信仪表以及公司物联网表快速发展，ROE 企稳回升。

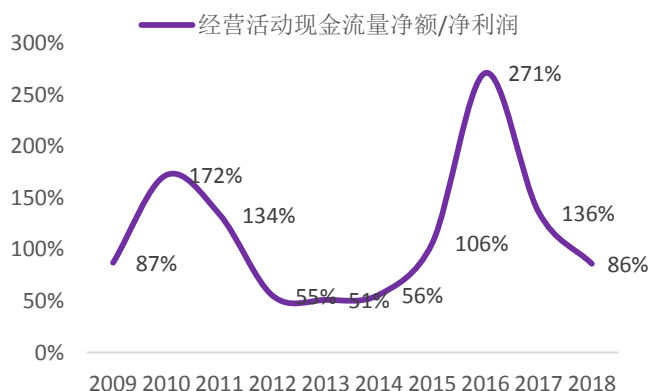
ROA：公司 2012 年上市后几年，由于资产规模短期增长较快，公司 ROA 出现下行。并购天信仪表以及公司物联网表快速发展，ROA 企稳回升。

图 21：公司历年资产负债率变化情况



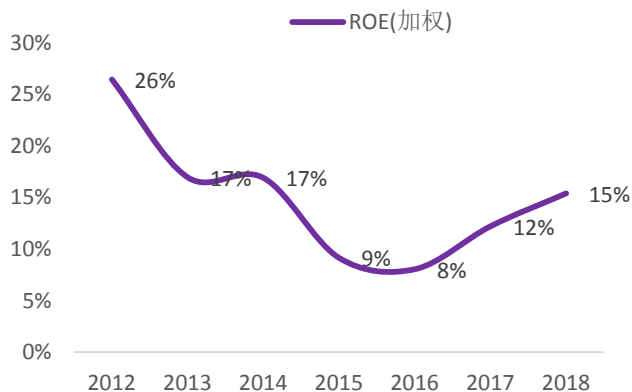
数据来源：wind，西南证券整理

图 22：公司历年经营活动现金流量净额/净利润变化情况



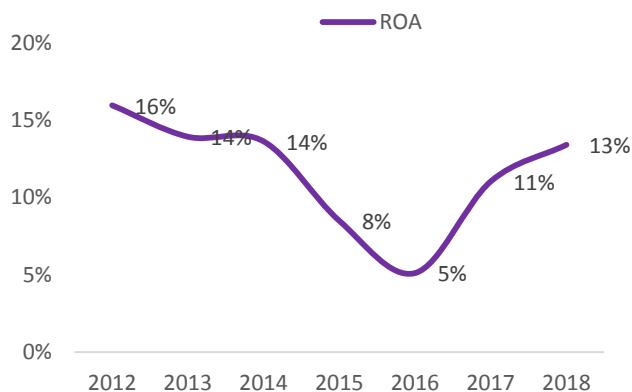
数据来源：wind，西南证券整理

图 23：公司 ROE 企稳回升（2012 年 IPO 上市）



数据来源：wind，西南证券整理

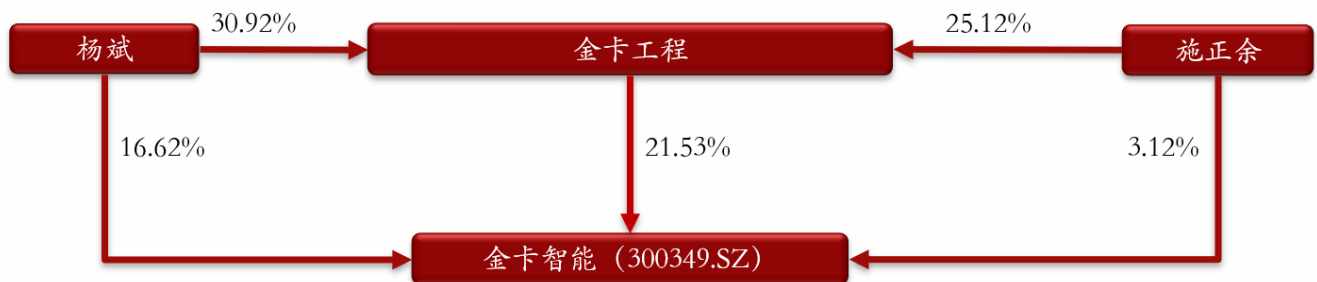
图 24：公司 ROA 企稳回升（2012 年 IPO 上市）



数据来源：wind，西南证券整理

实际控制人：杨斌先生、施正余先生为一致行动人，分别直接持有公司 16.6%、3.1%，并且杨斌先生、施正余先生分别持有金卡工程 30.9%、25.1%，金卡工程直接持有公司 21.5%，为公司实际控制人。

图 25：杨斌先生、施正余先生为一致行动人



数据来源：wind，西南证券整理

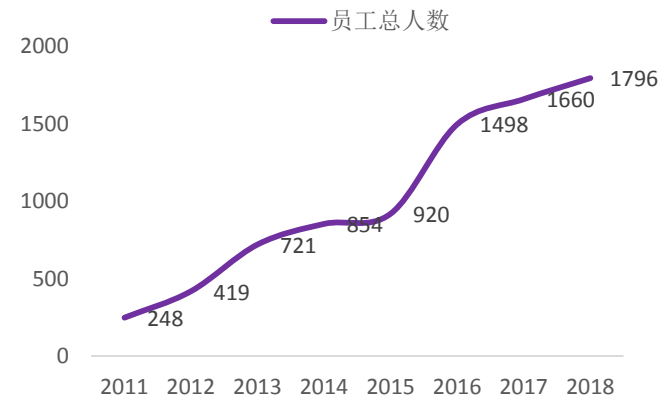
表 1：公司非独立董事简介

姓名	职务	任职日期	出生年份	个人简历
杨斌	董事长，董事	2009/9/24	1969	中国国籍，无永久境外居留权。1969 年出生，硕士学位，浙江省第十三届人民代表大会代表，中国城市燃气协会常务理事。2009 年 9 月至今，担任公司董事长、总裁。
朱央洲	董事	2015/9/23	1983	中国国籍，无永久境外居留权。1983 年出生，硕士学位。2009 年 9 月至今先后担任公司研发中心副经理，监事，总裁助理，现任本公司董事，副总裁。
仇梁	董事	2017/3/7	1963	中国国籍，无永久境外居留权。1963 年出生，本科学历，工业自动化仪表高级工程师。2008 年至今在天信仪表集团有限公司担任副总裁，负责营销与技术支持工作，现任公司董事，副总裁，负责集团营销工作和品牌管理部工作。
王喆	董事	2017/9/11	1972	中国国籍，无永久境外居留权。1972 年出生，清华大学本科，法国普瓦提埃管理学院硕士研究生学历。2016 年起担任公司云事业部总经理，兼任北京北方银证软件开发有限公司总经理。2017 年 3 月至 2017 年 8 月担任公司非职工代表监事。2017 年 9 月起担任公司董事，副总裁，负责云事业部，海外事业部管理工作。
唐昊洙	董事	2018/12/27	1982	中国国籍，无永久境外居留权。1982 年出生，山东大学法学院硕士研究生学历，具有法律职业资格证书和基金从业资格证书。2010 年 11 月至 2017 年 5 月就职于山东高速集团有限公司审计法务部，2017 年 5 月至今担任山东高速投资控股有限公司审计法务部副经理(主持工作)。
张宏业	董事	2018/12/27	1968	中国国籍，无永久境外居留权。1968 年出生，复旦大学高级管理人员工商管理硕士(EMBA)。2009 年 9 月至 2015 年 9 月，任公司董事，现任本公司副总裁。

数据来源：Wind，西南证券整理

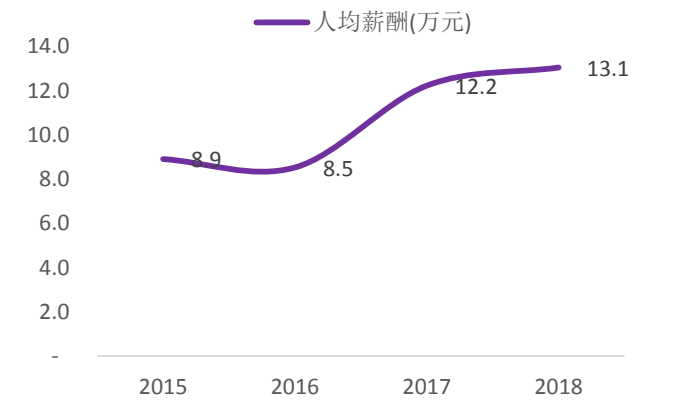
员工数量持续攀升，人均薪酬、创收、创利较快增长。2016 年天信仪表合并报表，使得员工数量大幅增长，2017、2018 年员工数量随着公司业务持续扩张，稳定提升。公司人员创收、人均创利随着不断增长，显示公司效益持续向好。

图 26：公司员工数量持续攀升



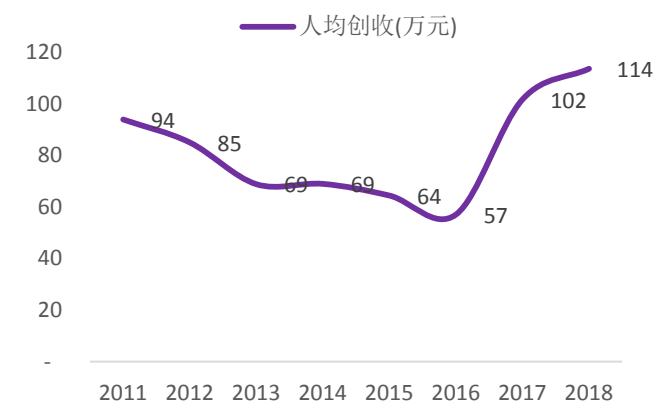
数据来源：wind，西南证券整理

图 27：公司人均薪酬整体上升



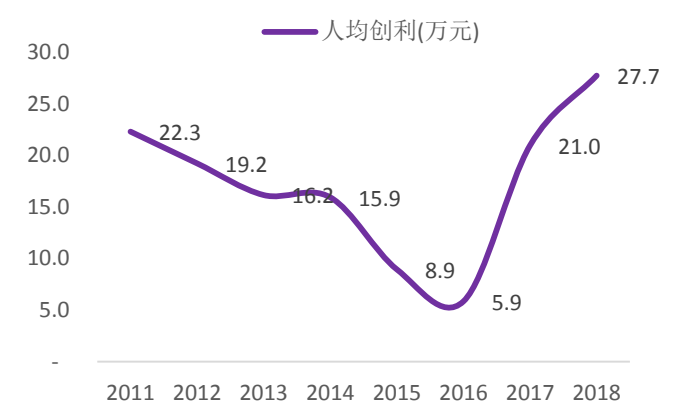
数据来源：wind，西南证券整理

图 28：公司历年人均创收情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 29：公司历年人均创利情况

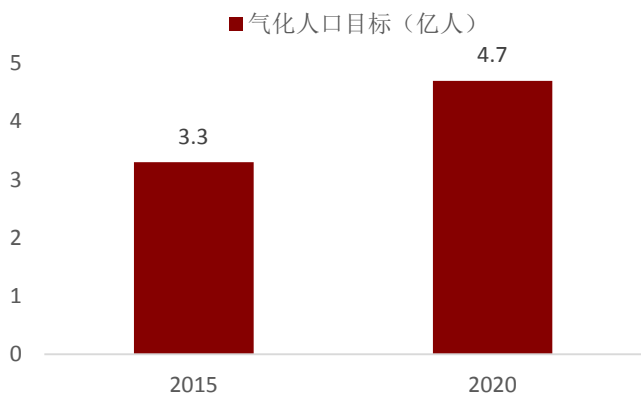


数据来源：wind，西南证券整理

2 受益气化人口持续提升，燃气表产销稳健增长

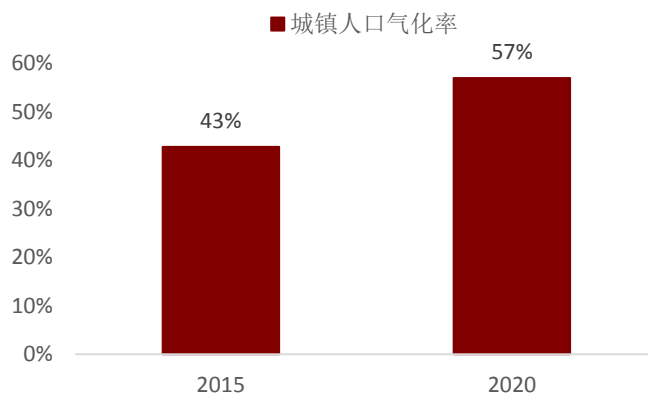
气化人口持续提升，城镇人口气化率持续上升。根据发改委发布的《天然气发展“十三五”规划》，规划气化人口从 2015 年底 3.3 亿提升至 2020 年 4.7 亿，城镇人口气化率从 2015 年 43% 提升至 2020 年 57%。

图 30：气化人口目标 5 年存量增长超 40%



数据来源：《天然气发展“十三五”规划》，西南证券整理

图 31：城镇人口气化率目标 5 年提升 14pp



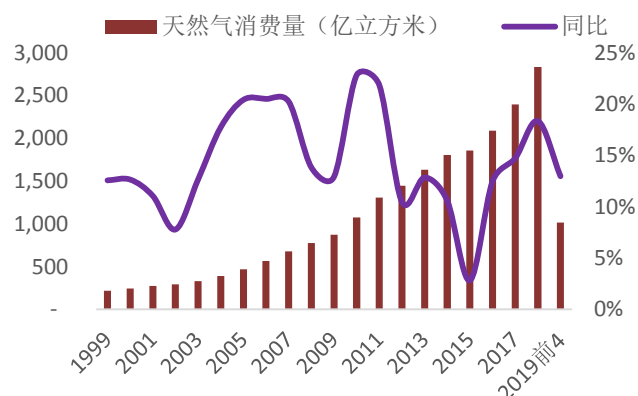
数据来源：《天然气发展“十三五”规划》，西南证券整理

天然气消费量持续两位数增长，对外依存度持续提升。我国天然气消费量持续保持两位数增长，2018 年消费量 2833 亿立方米 (+18%)，产量 1610 亿立方米 (+9%)，产量增速持续低于消费量增速，我国天然气对外依存度持续提升，2015~2018 年分别为 33%、36%、40%、44%。

保障气源，加大海外进口，完善四大进口通道。西北战略通道重点建设西气东输三线（中段）、四线、五线，做好中亚 D 线建设工作。东北战略通道重点建设中俄东线天然气管道。西南战略通道重点建设中缅天然气管道向云南、贵州、广西、四川等地供气支线。海上进口通道重点加快 LNG 接收站配套管网建设。

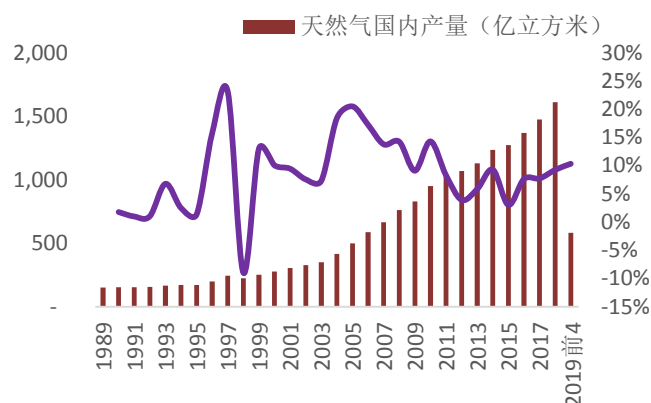
加快国内开采，加快天然气存储、输送等基础设施建设。截至 2015 年底，我国常规天然气地质资源量 68 万亿立方米，累计探明地质储量约 13 万亿立方米，探明程度 19%，处于勘探早期。“十二五”期间全国累计新增探明地质储量约 3.9 万亿立方米，2015 年全国天然气产量 1350 亿立方米，储采比 29，国内产量 2020 年目标提升至 2070 亿立方米。“十三五”期间，新建天然气主干及配套管道 4 万公里，2020 年总里程达到 10.4 万公里，干线输气能力超过 4000 亿立方米/年；地下储气库累计形成工作气量 148 亿立方米。

图 32: 天然气消费量持续较快增长



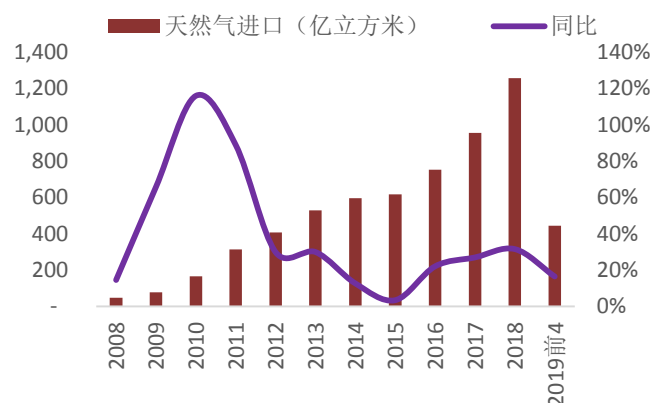
数据来源: wind, 西南证券整理

图 33: 天然气国内产量持续提升



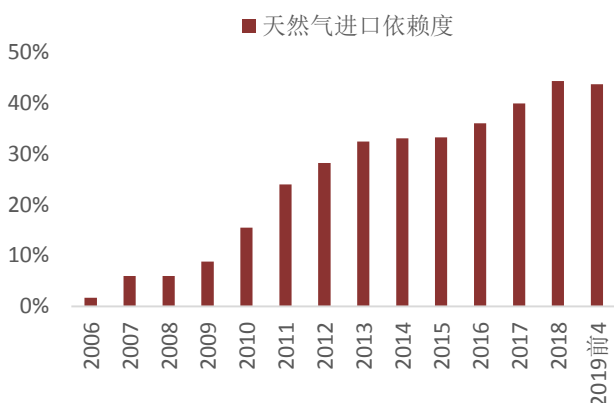
数据来源: wind, 西南证券整理

图 34: 天然气进口量较快提升



数据来源: wind, 西南证券整理

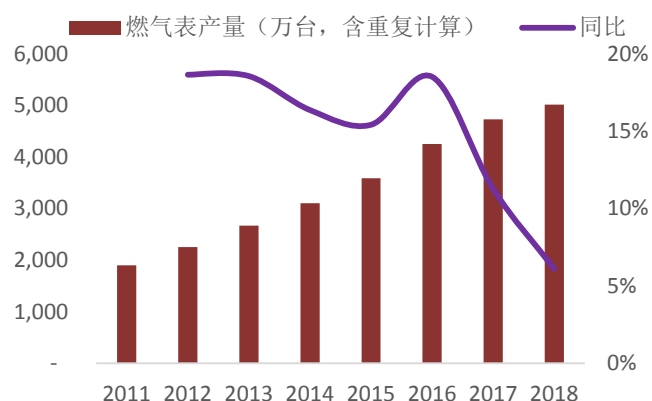
图 35: 天然气对外依存度持续提升



数据来源: wind, 西南证券整理

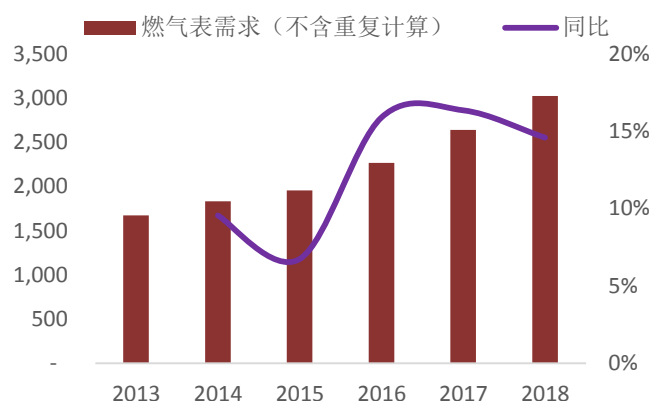
受益气化人口增长, 燃气表产销量持续提升。2018 年产量约 5000 万台, 但存在大量重复计算。众多企业不生产基表, 通过采购基表, 生产智能表, 统计时, 可能基表和智能表被重复统计, 导致产量数据过高。我们预计, 剔除重复数据, 产销数据在 3000 万台左右。

图 36: 燃气表产量 (含重复计算)



数据来源: 计量协会, 西南证券整理

图 37: 燃气表销量 (不含重复计算)



数据来源: 计量协会, 西南证券整理

3 受益物联网表渗透率提升，门槛提升龙头充分受益

燃气表物联网化趋势明显。膜式燃气表虽然价格便宜，但由于需要人工抄表，较早被替代。IC 卡智能表解决了人工抄表问题，但由于消费者使用便利性不足，需要到营业厅或者自助设备充值等，亦逐步被替代。物联网化成为燃气表发展趋势。

图 38：燃气表发展趋势



膜式燃气表



IC卡预付费智能燃气表



物联网智能燃气表

燃气表发展趋势

数据来源：西南证券整理

表 2：燃气表价格及趋势

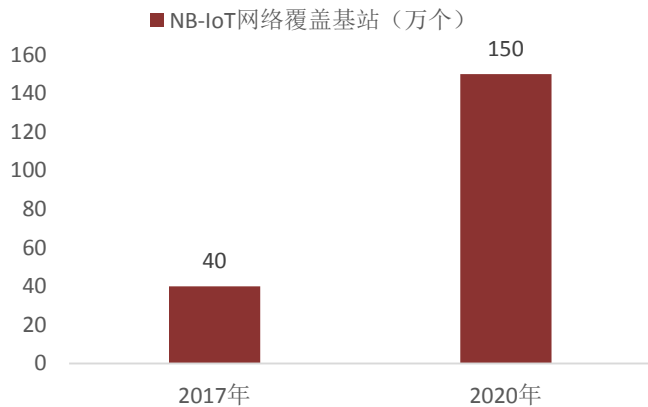
燃气表类型	价格（元/台）	趋势
膜式	约 100	需要人工抄表，逐步被替代
IC	约 220	预付款模式，目前占据较大份额。需要卡片充值，逐步被替代
2G	约 300	较为成熟，由于功耗较高，信号覆盖范围小，逐步被替代
Lora	约 300	功耗少、信号覆盖广，但需要自建网络
NB	约 350	优势突出，成本逐步下降，快速推广

数据来源：Wind，西南证券整理

根据工信部 2017 年下发的《关于全面推进移动物联网（NB-IoT）建设发展的通知》，要求加快 NB-IoT 在国内落地，到 2017 年末，实现 NB-IoT 网络覆盖直辖市、省会城市等主要城市，基站规模达到 40 万个。到 2020 年，NB-IoT 网络实现全国普遍覆盖，面向室内、交通路网、地下管网等应用场景实现深度覆盖，基站规模达到 150 万个。加强物联网平台能力建设，支持海量终端接入，提升大数据运营能力。

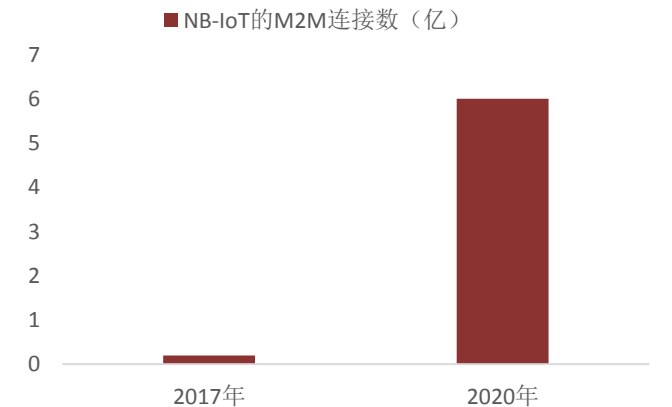
通知要求，鼓励各地因地制宜，结合城市管理和产业发展需求，拓展基于 NB-IoT 技术的新应用、新模式和新业态，开展 NB-IoT 试点示范，并逐步扩大应用行业和领域范围。通过试点示范，进一步明确 NB-IoT 技术的适用场景，加强不同供应商产品的互操作性，促进 NB-IoT 技术和产业健康发展。2017 年实现基于 NB-IoT 的 M2M(机器与机器)连接超过 2000 万，2020 年总连接数超过 6 亿。

图 39: 国家 NB-IoT 网络覆盖基站规划



数据来源: 工信部网站, 西南证券整理

图 40: 国家 NB-IoT 的 M2M 连接数规划



数据来源: 工信部网站, 西南证券整理

燃气表物联网化, 提升技术门槛, 利于龙头集中。随着燃气表物联网化持续推进, 相关燃气表企业加大研发投入, 特别是软件相关人员的配置, 以生产制造用户认可的智能化产品。在这一过程中, 小企业可能会因为缺乏研发资金, 投入不足, 产品生产保障能力弱化, 份额被抢夺的风险, 龙头企业份额得到提升。

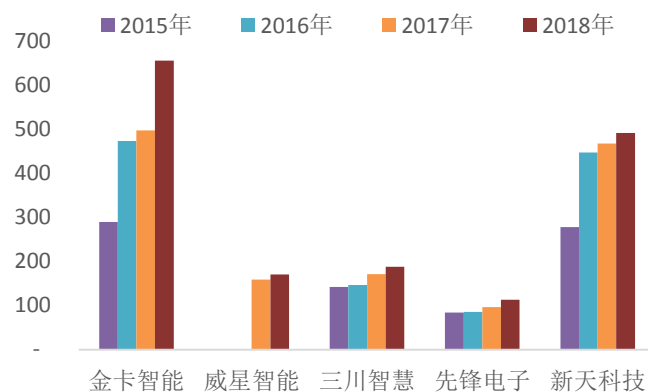
燃气表物联网化, 提升维护门槛, 利于龙头集中。对于用户而言, 由于智能化产品需要更多软硬件维护, 选择供货商时倾向于更加有实力企业, 一定程度上利于燃气表市场集中, 龙头更加受益。

表 3: 燃气表主要公司分业务营收

单位: 亿元	2018 年营收	燃气表营收	民用 IC	无线远传	电子燃气表	智能燃气表营收	膜式燃气表
金卡智能	20.4	9.9	3.3	6.3			0.3
威星智能	7.9	7.7	3.8	3.1	0.8		
三川智慧	6.9	4.9				3.1 (含智能基表)	1.8
先锋电子	2.9	2.2	1.7	0.5			
新天科技	8.6	1.7					

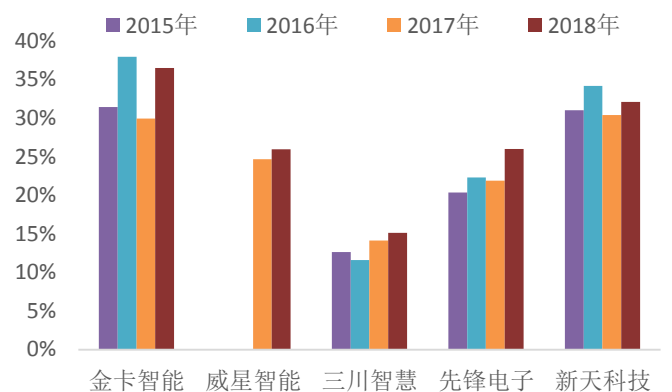
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 41: 近两年研发人员增长较快 (人), 公司龙头优势显著



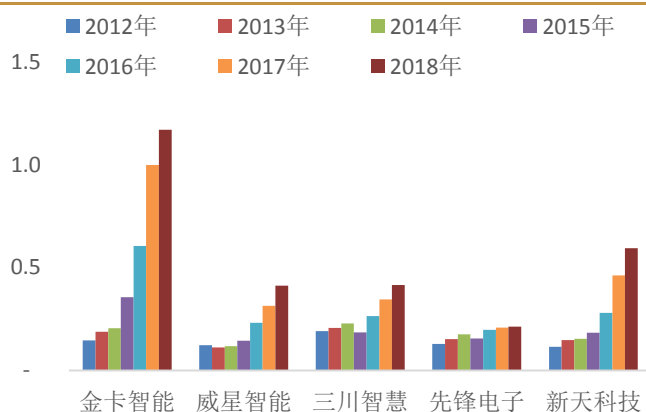
数据来源: wind, 西南证券整理

图 42: 研发人员数量占比总体攀升 (2017 年天信全部并表金卡)



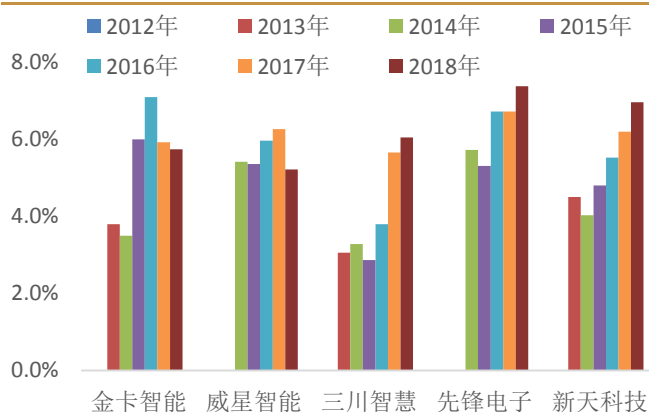
数据来源: wind, 西南证券整理

图 43: 近两年研发费用增长较快 (亿元), 公司龙头优势显著



数据来源: wind, 西南证券整理

图 44: 研发费用率近两年总体攀升(2017 年天信全部并表金卡)

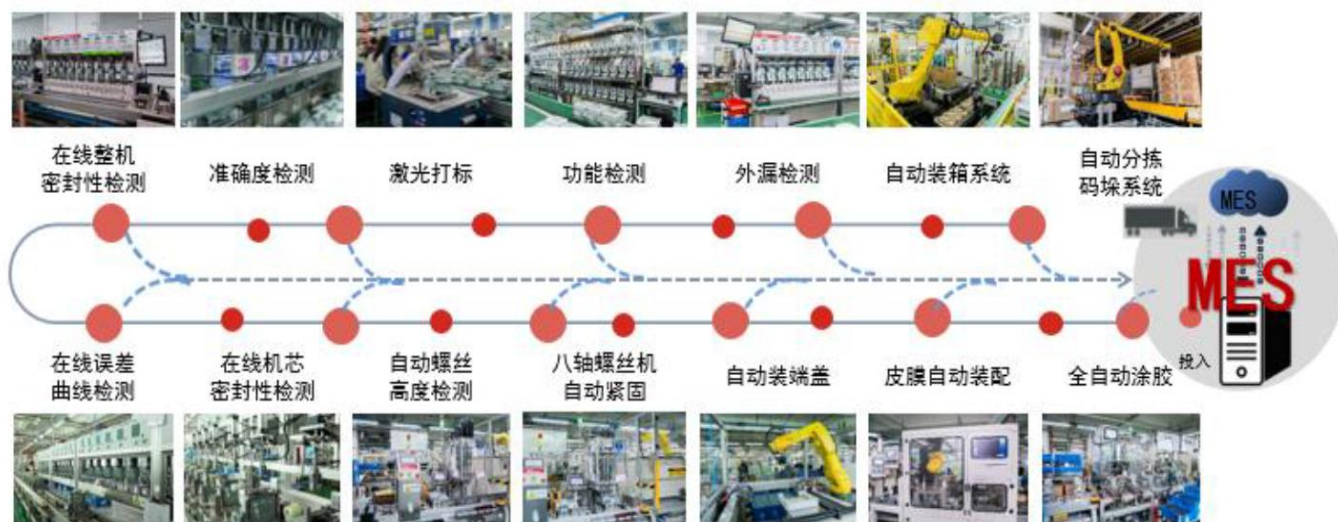


数据来源: wind, 西南证券整理

一流化数字工厂。公司采用精益生产方式 (TPS) 下的订单式生产 (BTO) 模式, 寻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。公司通过数字化工厂与大数据应用有效地提升产能对订单的响应速度。通过机联网系统, 生产部门将关键的生产设备、检测设备联网, 将生产检测的原始数据上传机联网数据平台, 通过 MES 系统实时从机联网数据平台提取数据用于生产管理、追溯和质量防呆。通过制造大数据形成的“天空之眼”实时监控操作人员的行为结果, 降低了管理难度和管理者比例要求。同时, 公司基于对员工作业结果的实时跟踪确认, 从系统层面避免了不良品的流出, 确保产品质量。

同时与各大燃气公司、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。

图 45: 公司一流数字化工厂



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

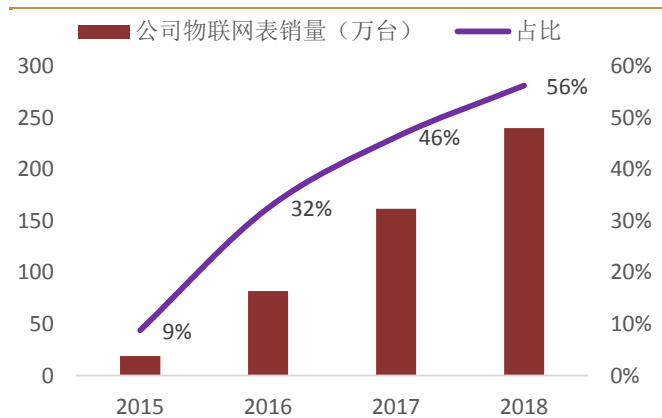
图 46：公司端到端整体解决方案



数据来源：公司公告，西南证券整理

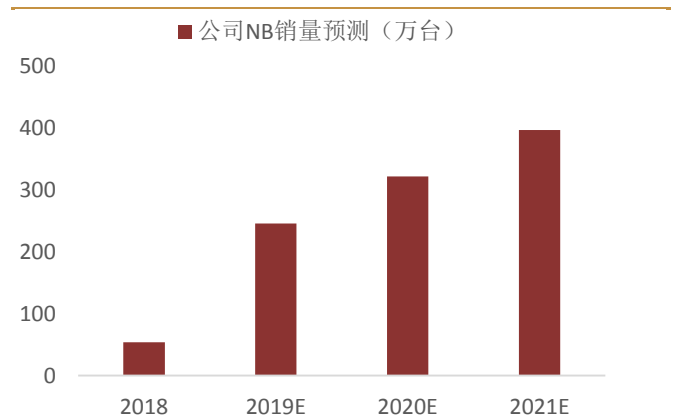
受益燃气表行业总体增长，特别是物联网表渗透率的快速提升，公司作为龙头企业，物联网表销量保持较高增长，占公司销量比重持续提升。2015~2018 年公司物联网表销量分别为 19 万台、82 万台、162 万台、240 万台，其中 2018 年 NB 表销量 54 万台，预计 2019 年 NB 销量将接近 250 万台，未来几年 NB 销量攀升亦将成为公司主要增长动力。

图 47：公司物联网表销量（万台；含 NB 表、2G 表）



数据来源：wind，西南证券整理

图 48：公司 NB 表销量预测，2019 年预计接近 250 万台



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 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保持增长, 增速小幅下降, 分别为 10%、8%、6%, 价格不变, 毛利率维持高位, 小幅下降, 分别为 62%、61%、60%。

2) 假设 2019-2021 年无线燃气表及系统软件业务销量分别为 30%、15%、15%, 价格不变, 毛利率随着规模提升, 稳定提升, 分别为 40%、41%、42%。

3) 假设 2019-2021 年 IC 卡智能燃气表及系统软件业务销量小幅下降, 增速为 -5% 不变, 价格不变, 毛利率小幅下降, 分别为 45%、44%、43%。

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: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
气体流量计	收入	620	693	762	823	873
	同比	411.91%	11.73%	10.00%	8.00%	6.00%
	成本	243	259	290	321	349
	毛利	377	434	473	502	524
	毛利率	60.86%	62.57%	62.00%	61.00%	60.00%
无线燃气表 及系统软件	收入	439	627	815	937	1,077
	同比	94.46%	42.81%	30.00%	15.00%	15.00%
	成本	269	392	489	553	625
	毛利	170	235	326	384	452
	毛利率	38.77%	37.44%	40.00%	41.00%	42.00%
IC 卡智能燃气表 及系统软件	收入	342	334	317	301	286
	同比	15.85%	-2.44%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	成本	183	182	174	169	163
	毛利	159	151	143	132	123
	毛利率(%)	46.62%	45.39%	45.00%	44.00%	43.00%
GPRS/CDMA 远程 实时燃气监控系统 及系统软件	收入	98	151	143	132	123
	同比	57.24%	27.50%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	20	31	31	47	57
	毛利	51	125	151	181	217
	毛利率(%)	52.11%	54.77%	55.00%	53.00%	51.00%
天然气销售业务	收入	10	25	25	25	25
	同比	9.70%	142.85%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	8	19	19	19	19
	毛利	3	6	6	6	6
	毛利率(%)	26.12%	24.98%	25.00%	25.00%	25.00%
膜式燃气表	收入	66	49	49	49	49

单位: 百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	同比	-7.16%	-25.57%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	52	40	39	39	39
	毛利	14	9	10	10	10
	毛利率(%)	20.71%	18.58%	20.00%	20.00%	20.00%
其他主营业务	收入	112	187	252	303	348
	同比	61.59%	67.08%	35.00%	20.00%	15.00%
	成本	65	98	126	151	174
	毛利	47	89	126	151	174
	毛利率(%)	41.95%	47.75%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	1,688	2,040	2,371	2,619	2,875
	同比	97.55%	20.88%	16.23%	10.46%	9.79%
	成本	866	1,047	1,205	1,337	1,475
	毛利	822	993	1,166	1,282	1,400
	毛利率(%)	48.68%	48.68%	49.18%	48.95%	48.69%

数据来源: Wind, 西南证券

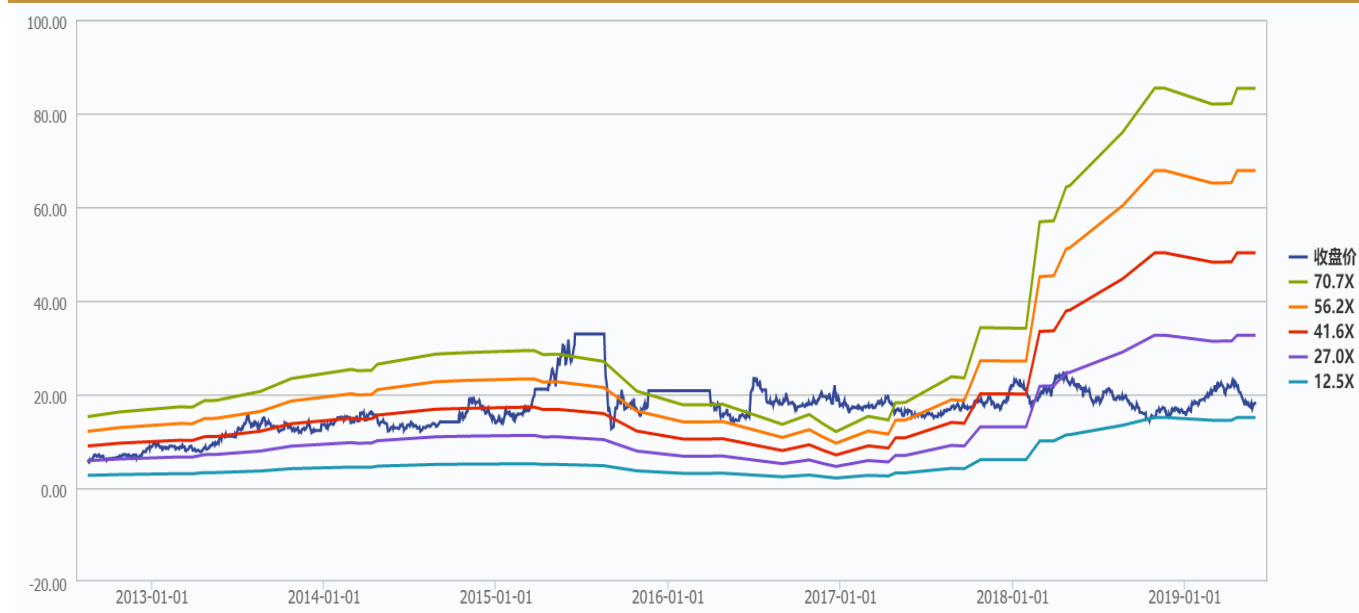
上调评级至“买入”。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.88/6.55/7.23 亿元, 对应 EPS 分别为 1.37/1.53/1.68 元, 对应 PE 估值分别为 13/12/11 倍, 上调评级至“买入”, 给予 6 个月目标 16 倍 PE, 对应目标价约 22 元。

表 5: 可比公司估值情况 (2019 年 05 月 31 日)

证券代码	证券简称	EPS (元)			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
300259	新天科技	0.13	0.19	0.23	29	20	16
300066	三川智慧	0.09	0.13	0.16	56	39	32
603556	海兴电力	0.67	0.89	1.08	21	16	13
603298	杭叉集团	0.88	1.06	1.22	15	12	11
平均值					30	22	18
300349	金卡智能	1.16	1.37	1.53	22	13	12

数据来源: Wind 一致预期, 西南证券整理

图 49：公司估值处于历史最低水平（PE,TTM）



数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

- 1) 下游需求或不及预期风险。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) 智能燃气表渗透率提升或不及预期风险。燃气表智能网联化是发展趋势，当前正快速推进，公司 NB 表产销快速增长，但亦存在不及市场预期风险。
- 3) 天信仪表发展或不及预期风险。公司并购天信仪表带来较高利润贡献，存在天信仪表后续发展不及预期，致使公司业绩不及预期风险。

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	2371.02	2618.94	2875.33	净利润	495.93	588.40	654.93	723.36
营业成本	1046.84	1204.85	1336.87	1475.45	折旧与摊销	44.07	50.93	53.96	56.43
营业税金及附加	22.82	26.21	29.06	31.86	财务费用	1.22	-1.43	-2.24	-3.42
销售费用	301.59	343.80	371.89	399.67	资产减值损失	13.96	15.00	15.00	15.00
管理费用	106.53	247.13	267.24	285.76	经营营运资本变动	-599.22	-253.93	-187.93	-151.80
财务费用	1.22	-1.43	-2.24	-3.42	其他	469.49	-94.86	-105.07	-114.99
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	304.12	428.64	524.57
投资收益	76.09	80.00	90.00	100.00	资本支出	-15.81	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-469.67	59.47	90.00	100.00
其他经营损益	0.00	80.00	80.00	80.00	投资活动现金流净额	-485.48	39.47	70.00	80.00
营业利润	585.03	695.47	771.12	851.01	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	695.47	771.12	851.01	股权融资	21.86	0.00	0.00	0.00
所得税	80.78	107.07	116.19	127.65	支付股利	-47.71	-174.32	-205.94	-229.22
净利润	495.93	588.40	654.93	723.36	其他	35.34	0.34	2.24	3.42
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	-173.98	-203.70	-225.80
归属母公司股东净利润	498.06	588.40	654.93	723.36	现金流量净额	-49.87	169.61	294.94	378.77
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	499.05	794.00	1172.76	成长能力				
应收和预付款项	934.98	1183.05	1277.99	1378.42	销售收入增长率	20.88%	16.23%	10.46%	9.79%
存货	258.00	364.05	379.51	428.17	营业利润增长率	44.19%	18.88%	10.88%	10.36%
其他流动资产	1202.67	1248.06	1433.72	1553.89	净利润增长率	45.53%	18.65%	11.31%	10.45%
长期股权投资	70.33	70.33	70.33	70.33	EBITDA 增长率	41.50%	18.19%	10.45%	9.87%
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%	49.18%	48.95%	48.69%
无形资产和开发支出	1324.70	1312.55	1300.40	1288.26	三费率	20.07%	24.86%	24.32%	23.72%
其他非流动资产	140.78	140.46	140.14	139.81	净利率	24.31%	24.82%	25.01%	25.16%
资产总计	4563.96	5091.94	5648.99	6260.58	ROE	14.11%	15.09%	15.07%	14.94%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.87%	11.56%	11.59%	11.55%
应付和预收款项	682.78	808.93	894.76	986.88	ROIC	17.57%	17.79%	18.56%	19.58%
长期借款	0.57	0.57	0.57	0.57	EBITDA/销售收入	30.90%	31.42%	31.42%	31.44%
其他负债	364.94	384.23	406.47	431.82	营运能力				
负债合计	1048.29	1193.74	1301.80	1419.26	总资产周转率	0.47	0.49	0.49	0.48
股本	429.32	429.32	429.32	429.32	固定资产周转率	8.11	9.89	11.30	13.38
资本公积	1794.11	1794.11	1794.11	1794.11	应收账款周转率	2.99	2.68	2.57	2.61
留存收益	1296.01	1710.08	2159.07	2653.20	存货周转率	3.38	3.85	3.57	3.63
归属母公司股东权益	3484.93	3898.20	4347.19	4841.32	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	3898.20	4347.19	4841.32	资产负债率	22.97%	23.44%	23.04%	22.67%
负债和股东权益合计	4563.96	5091.94	5648.99	6260.58	带息债务/总负债	0.05%	0.05%	0.04%	0.04%
					流动比率	3.14	3.25	3.46	3.66
					速动比率	2.84	2.89	3.13	3.31
					股利支付率	9.58%	29.63%	31.44%	31.69%
					每股指标				
					每股收益	1.16	1.37	1.53	1.68
					每股净资产	8.19	9.08	10.13	11.28
					每股经营现金	0.99	0.71	1.00	1.22
					每股股利	0.11	0.41	0.48	0.53
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	630.32	744.97	822.84	904.01					
PE	15.34	12.99	11.67	10.56					
PB	2.17	1.96	1.76	1.58					
PS	3.75	3.22	2.92	2.66					
EV/EBITDA	11.34	9.40	8.16	7.00					
股息率	0.62%	2.28%	2.69%	3.00%					

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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