

金卡智能（300349）：智能燃气表龙头，估值优势明显

2019年06月04日

强烈推荐/首次

金卡智能 深度报告

报告摘要：

智能燃气表龙头，估值优势明显。截止2019年5月31日，公司PE(TTM)估值为14.75X，2019年以来公司估值总体处于上市以来最低水平。我们认为，公司作为国内最大的智能燃气表生产制造企业，经过多年发展构建了从智能表具、智能采集、智慧运营、智慧服务的智慧燃气生态体系，在目前位置具备一定估值吸引力。

“工商业+民用”双轮驱动，协同效应明显。公司民用燃气表在西北、华中、东北地区销售占比较高，天信仪表在华北、华东地区优势明显，客户及渠道具备较大协同优势。公司近年来经营质量明显好于竞争对手，2019年一季度公司销售净利率达到23.98%，高出竞争对手10个百分点以上，显示公司的优异的规模优势和协同效应。

天然气需求坚挺，燃气用户具备坚实增长基础。制造业、生活消费和电力是驱动天然气消费增长的主要因素。2019年前四个月，国内天然气消费量同比增长13.26%。根据预测，2021年全球的每年燃气表具需求有望达到8600万台，复合增长率9.5%，其中智能燃气表复合增长率为13%。

NB-IoT智能燃气表渗透率有望快速提升。2018年公司物联网智能燃气表销量达到239.9万台，其中NB-IoT智能燃气表达到53.8万。NB-IoT燃气表具有安全性高、广覆盖、低功耗等优势，目前公司已经与中国电信、华为、各家燃气公司展开战略合作，国内运营商、设备商、终端芯片厂商以及行业合作的NB-IOT生态圈正在形成。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2019-2021年净利润分别为5.97、6.79和8.03亿元，对应EPS分别为1.39、1.58和1.87元。当前股价对应2019-2021年PE值分别为13、11和10倍，首次推荐给予“强烈推荐评级”。

风险提示：NB-IoT智能燃气表推广不及预期，工商业燃气消费不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,687.55	2,039.90	2,448.69	2,859.08	3,374.47
增长率(%)	97.55%	20.88%	20.04%	16.76%	18.03%
净利润(百万元)	340.78	495.93	597.16	679.36	802.61
增长率(%)	255.18%	45.53%	20.41%	13.77%	18.14%
净资产收益率(%)	11.57%	14.29%	15.15%	15.38%	16.12%
每股收益(元)	1.48	1.17	1.39	1.58	1.87
PE	12.10	15.31	12.89	11.33	9.59
PB	1.42	2.21	1.95	1.74	1.55

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司专注于智慧燃气系统解决方案建设，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NB-IoT智能燃气表起步较早，具备广阔成长前景。

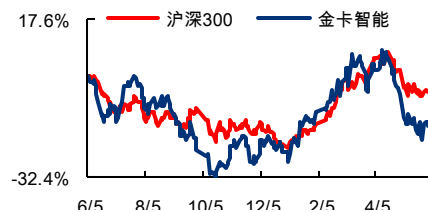
未来3-6个月重大事项提示：

2019-11-07 追加承诺限售股份上市流通
(142.93万股)

交易数据

52周股价区间(元)	17.91-20.76
总市值(亿元)	76.86
流通市值(亿元)	66.14
总股本/流通A股(万股)	42915/36930
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.15

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

樊艳阳

010-66554089

fanyanyang1990@126.com

执业证书编号：

S1480518060001

目 录

1. 高速成长的智能燃气表龙头，估值优势明显.....	4
1.1. 公司把握下游成长机遇，业绩持续高增长.....	4
1.2. “工商业+民用”双轮驱动，协同效应明显.....	6
2. 民用及工商业需求两旺，天然气需求仍具备较大提升空间.....	8
2.1. 天然气需求坚挺，居民消费和工商业需求增长迅速.....	8
2.2. 天然气管网建设持续推进，燃气用户具备增长基础.....	10
3. NB-IoT 燃气表大规模商用在即，助力智能燃气生态建设.....	12
3.1. 物联网智能燃气表持续放量.....	12
3.2. NB-IoT 适用于智能燃气领域，渗透率有望快速提升.....	13
4. 盈利预测及投资评级.....	13
5. 风险提示.....	14

表格目录

表 1：公司主要产品及应用场景.....	6
表 2：国内油气管道发展预期目标.....	10
表 3：“十三五”天然气长输管道重点项目.....	10
表 4：NB-IoT 智能燃气表的优势.....	13
表 5：金卡智能营业收入与盈利预测表.....	14

插图目录

图 1：公司构建了智慧燃气整体解决方案.....	4
图 2：公司发展历程.....	4
图 3：公司营业收入 2016 年后加速增长（单位：亿元）.....	5
图 4：公司归母净利规模快速扩大（单位：亿元）.....	5
图 5：公司主营业务构成（单位：万元）.....	5
图 6：公司各类产品毛利率情况（单位：%）.....	5
图 7：公司 PE（TTM）处于上市以来最低水平.....	6
图 8：公司民用无线智能燃气表.....	6
图 9：天信仪表 TYL 型气体腰轮流量计.....	6
图 10：金卡股份（天信仪表并表前）区域收入结构.....	7
图 11：天信仪表收购前区域收入结构.....	7
图 12：天信仪表营业收入及净利润变动情况（万元）.....	7
图 13：天信仪表并表后毛利率稳步提升.....	7
图 14：公司销售净利率逐步好于竞争对手（%）.....	8
图 15：公司净利润增长率近年好于竞争对手（%）.....	8
图 16：公司营收规模明显超出同行业公司（万元）.....	8

图 17: 公司净利润规模显著好于竞争对手 (万元)	8
图 18: 国内天然气消费稳步增长 (十亿立方米)	9
图 19: 各省市天然气消费情况概览	9
图 20: 2019 年国内天然气消费依然坚挺 (亿立方米)	9
图 21: 生活消费、电力和制造业驱动天然气消费增长	9
图 22: 各行业天然气消费所占比重	10
图 23: 生活消费、电力和制造业驱动天然气消费增长	10
图 24: 中长期天然气主干管网规划示意图	11
图 25: 城市及县城用气人口稳步增长 (万人)	12
图 26: 城市管道建设持续推进 (公里)	12
图 27: NB-IoT 智慧燃气解决方案架构图	12
图 28: 公司物联网燃气表大规模商用推进 (万台)	12

1. 高速成长的智能燃气表龙头，估值优势明显

1.1. 公司把握下游成长机遇，业绩持续高增长

公司成立于1997年，起步于智能燃气表的研发和销售。2012年上市成功，2017年从金卡更名为“金卡智能”。公司目前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，构建了从智能表具、智能采集、智慧运营、智慧服务的智慧燃气生态体系。

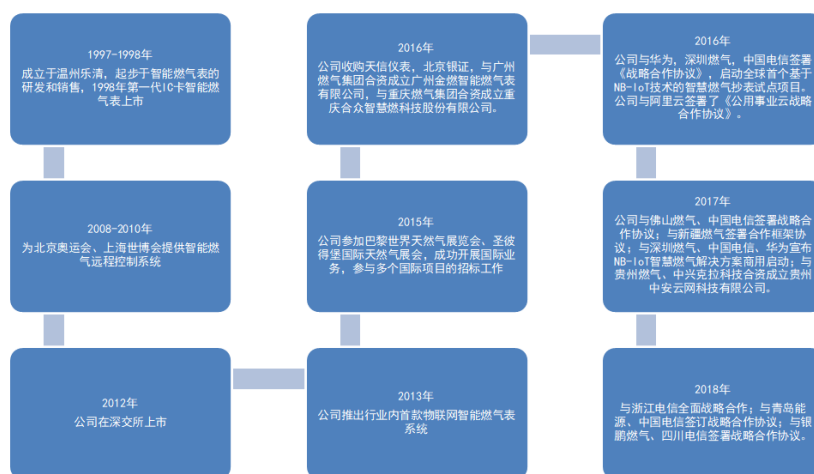
图 1：公司构建了智慧燃气整体解决方案



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2016年，公司以13.96亿元价格收购天信仪表98.54%的股权，其中6.76亿元以现金支付，7.20亿元以发行股份的方式支付。天信仪表是国内工业燃气计量行业龙头企业，与公司民用燃气表形成良好的互补和协同效应，天信仪表与公司于2016年11月份开始并表。

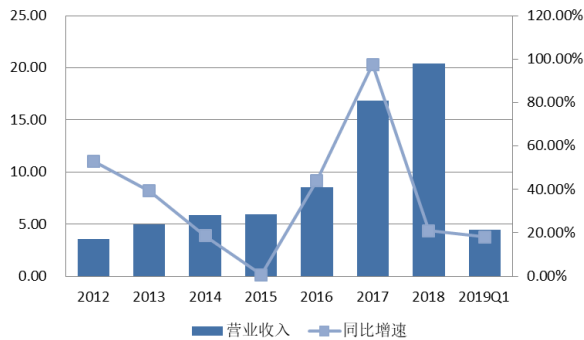
图 2：公司发展历程



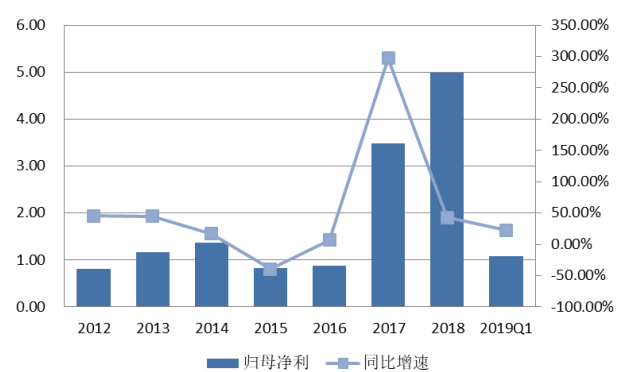
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2016年以来，公司并购天信仪表开始并表，工业气体流量计和民用智能燃气表需求持续向好，物联网表

及物联网平台等新产品、新技术的研发与市场拓展持续推进, 再加上 2017 年以来京津冀及周边地区“煤改气”工程的推进, 公司营业收入和归母净利润大幅增加。

图 3: 公司营业收入 2016 年后加速增长 (单位: 亿元)


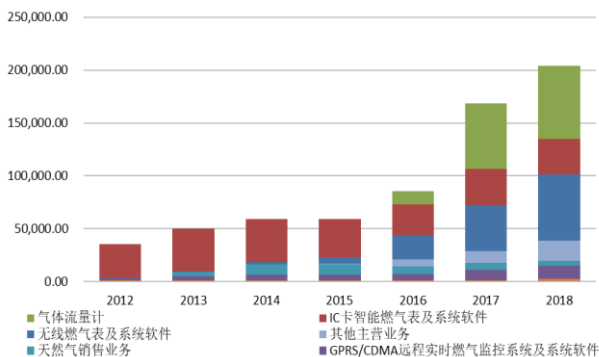
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 4: 公司归母净利润规模快速扩大 (单位: 亿元)


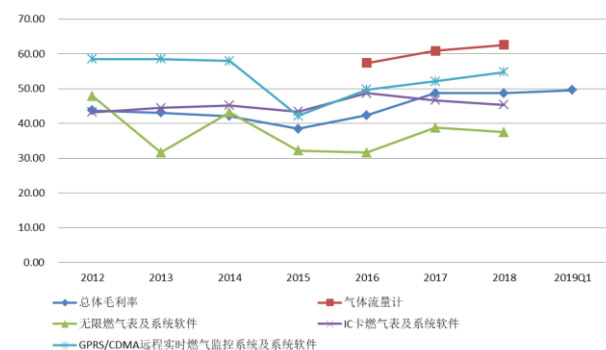
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

气体流量计、无线燃气表及系统软件、IC 卡智能燃气表及系统软件为目前公司业务占比较大的产品, 2018 年占公司业务比重分别为 33.97%、30.72%、16.35%。

公司总体毛利表现较为亮眼, 上市以来总体保持在 40% 以上。2016 年以来, 公司各项业务毛利率总体稳步回升。2018 年主营业务毛利率达到 48.68%。气体流量计毛利率持续改善, 2018 年毛利率达到 62.57%; GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软件毛利率 54.77%。

图 5: 公司主营业务构成 (单位: 万元)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 6: 公司各类产品毛利率情况 (单位: %)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

随着公司的业绩持续增长, 公司 PE (TTM) 估值不断下探。截止 2019 年 5 月 31 日, 公司 PE (TTM) 估值为 14.75X, 2019 年以来公司估值总体处于上市以来最低水平, 我们认为, 民用燃气和工业用气下游需求仍可以维持, 公司物联网燃气表推广进度持续向好, 智能燃气平台建设不断推进, 公司在目前位置具备一定估值吸引力。

图 7：公司 PE（TTM）处于上市以来最低水平



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2. “工商业+民用”双轮驱动，协同效应明显

公司并购天信仪表后，构建了民用智能燃气表、工商业气体流量计协同发展的产品格局，双方在客户、销售渠道、原材料采购、技术开发等方面协同优势较大。

图 8：公司民用无线智能燃气表



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 9：天信仪表 TYL 型气体腰轮流量计



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 1：公司主要产品及应用场景

产品大类	产品细分	应用场景
无线远传智能燃气表	NB-IoT 物联网智能燃气表、GPRS/CDMA 物联网智能燃气表和	民用为主

LoRaWAN 物联网智能燃气表

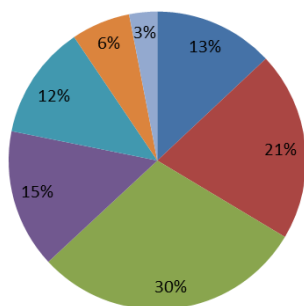
IC 卡智能燃气表	IC 卡智能燃气表和收费管理系统	民用为主
气体流量计	气体腰轮（罗茨）流量计、气体涡轮流量计、气体旋进流量计以及气体超声流量计	主要应用于天然气输送干线、工业和商业气体流量计量和控制

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

从销售区域来看，公司与天信仪表合并之前，民用燃气表在西北、华中、东北地区销售占比较高，而天信仪表在华北、华东地区优势明显。双方合并之前，天信仪表客户中，公司未实现销售收入的有接近 80 家，双方渠道和客户资源协同优势明显。

图 10: 金卡股份（天信仪表并表前）区域收入结构

■ 华北 ■ 华东 ■ 西北 ■ 华中 ■ 东北 ■ 华南 ■ 西南 ■ 海外

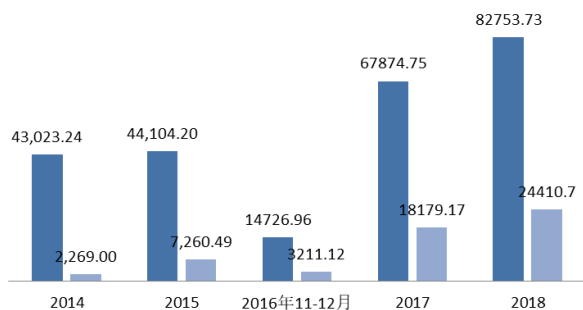


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司民用燃气表的主要采购原材料包括壳体、基表、电子元器件和芯片等，天信仪表的主要采购原材料包括壳体、罗茨表、电子元器件、芯片和传感器。双方产品的原材料和零部件相似或相同，合并后采购量的提升有助于降低采购单价，提升盈利水平。

图 12: 天信仪表营业收入及净利润变动情况（万元）

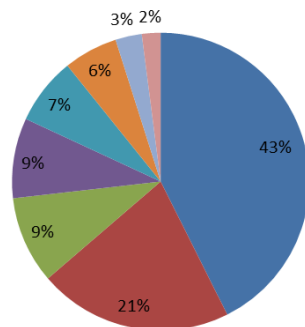
■ 天信仪表收入 ■ 天信仪表净利润



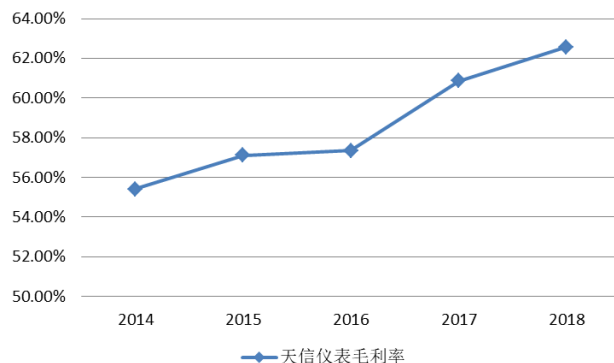
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 11: 天信仪表收购前区域收入结构

■ 华北 ■ 华东 ■ 西北 ■ 华中 ■ 东北 ■ 华南 ■ 西南 ■ 海外



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 13: 天信仪表并表后毛利率稳步提升


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

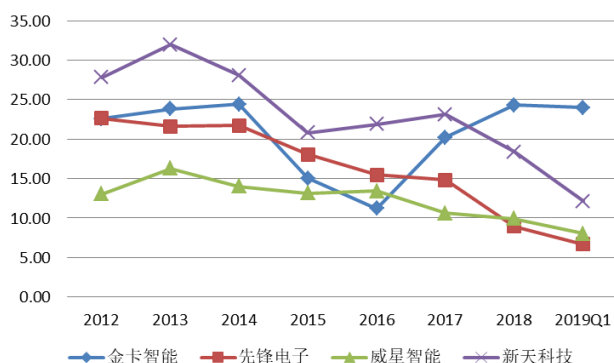
公司与天信仪表合并后，将其纳入上市公司运作体系，企业管理、技术研发、售后服务等方面进行资源

共享, 运营成本明显降低, 充分挖掘了上市公司及天信仪表的盈利能力。

公司近年来经营质量明显好于竞争对手, 2019 年一季度公司销售净利率达到 23.98%, 高出竞争对手 10 个百分点以上, 显示公司的优异的规模优势和协同效应。

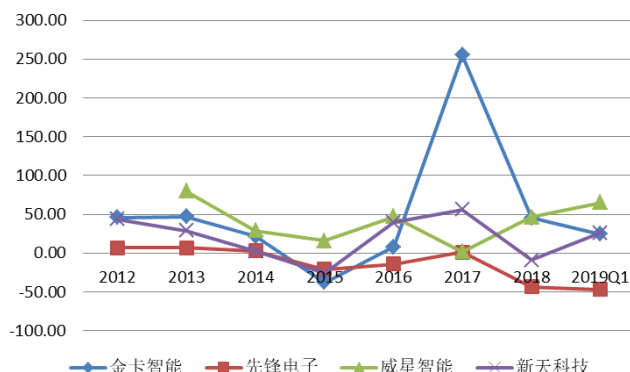
公司 2018 年营业收入 20.40 亿元, 同比增长 20.88%, 归母净利润 4.98 亿元, 同比增长 43.06%。相对于其他竞争对手规模优势明显。

图 14: 公司销售净利率逐步好于竞争对手 (%)



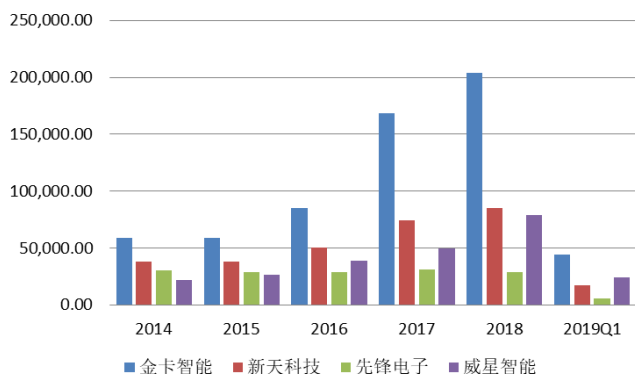
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 15: 公司净利润增长率近年好于竞争对手 (%)



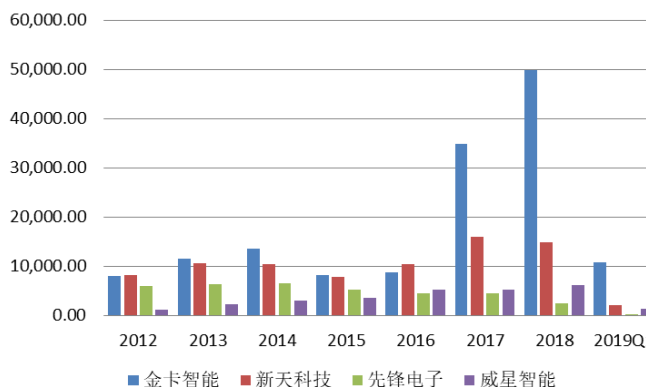
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 16: 公司营收规模明显超出同行业公司 (万元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 17: 公司净利润规模显著好于竞争对手 (万元)



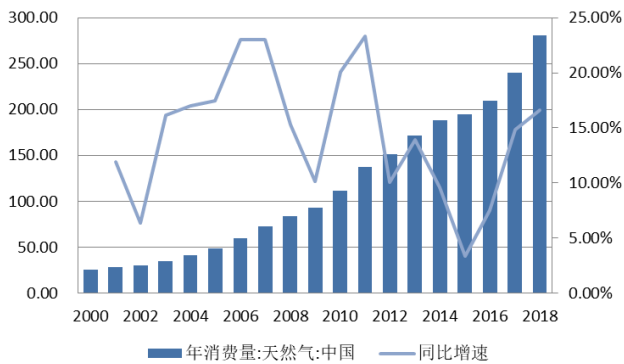
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2. 民用及工商业需求两旺, 天然气需求仍具备较大提升空间

2.1. 天然气需求坚挺, 居民消费和工商业需求增长迅速

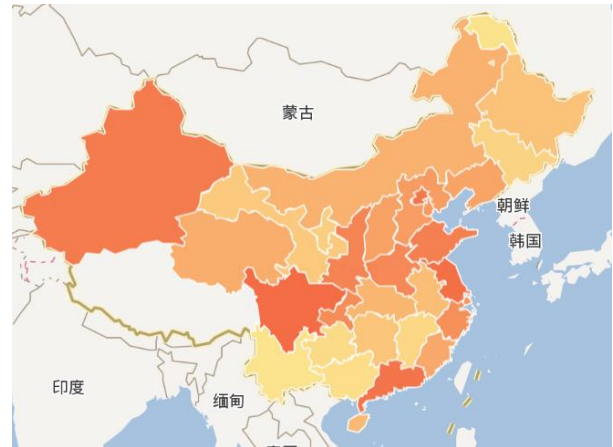
2018 年, 我国天然气消费量超过 2800 亿立方米, 同比增长 18%。根据发改委发布的《天然气发展十三五规划》, 2020 年国内天然气综合保供能力要达到 3600 亿立方米以上, 天然气占一次能源消费比例提升到 8.3%到 10%, 国内天然气产量要达到 2070 亿立方米, 实现城镇人口天然气气化率 57%, 气化人口 4.7 亿。

图 18: 国内天然气消费稳步增长 (十亿立方米)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

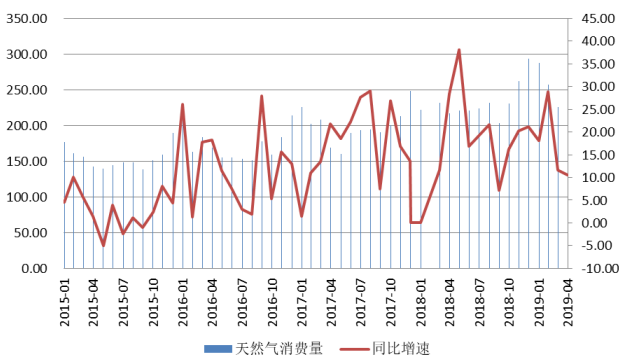
图 19: 各省市天然气消费情况概览



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

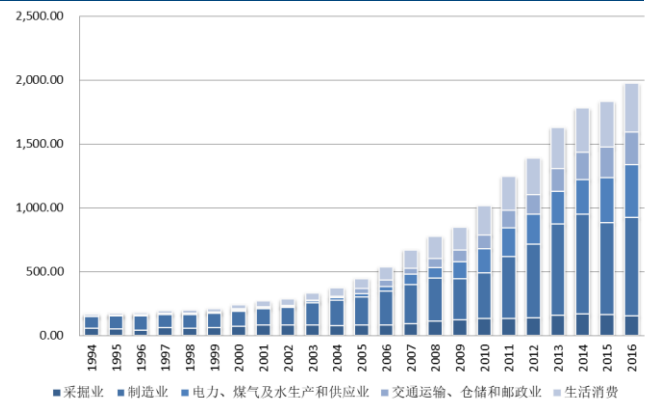
分地区看, 全国天然气消费量及增量主要集中在环渤海、长三角和西南地区, 2017 年三个地区天然气消费量 1189 亿立方米, 占比达 50%。用气量超过 100 亿立方米的省份 (直辖市、自治区) 有江苏、广东、四川、新疆、北京、山东六省市, 河北、河南、浙江、重庆四省市用气量也接近百亿立方米。

图 20: 2019 年国内天然气消费依然坚挺 (亿立方米)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 21: 生活消费、电力和制造业驱动天然气消费增长



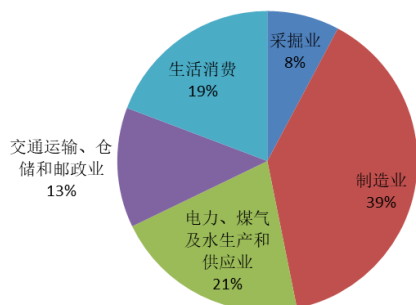
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2019 年以来, 国内天然气消费依然保持坚挺, 前 4 个月天然气累计消费量达到 1010 亿立方米, 与去年同期相比增长 13.26%。

从天然气消费结构来看, 制造业、电力、煤气及水生产和供应业和生活消费是天然气的主要消费去向, 占比分别达到 39%、21%和 19%。

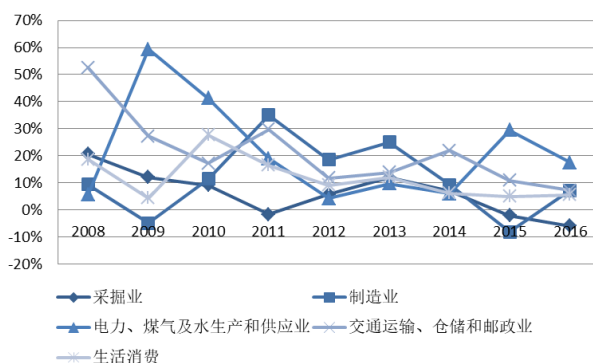
从行业增速来看, 2016 年以来, 制造业、生活消费和电力是驱动天然气消费增长的主要因素。随着天然气基础设施完善, 城镇用户增长, 环保因素推进, 居民和工商业用户用气需求两旺。

图 22：各行业天然气消费所占比重



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 23：生活消费、电力和制造业驱动天然气消费增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2. 天然气管网建设持续推进，燃气用户具备增长基础

根据发改委发布的《中长期油气管网规划》，2020 年全球油气管网规模要达到 16.9 万公里，其中原油、成品油、天然气管道里程分别为 3.2、3.3、10.4 万公里，明显增强储运能力。

2025 年，国内油气管网规模要达到 24 万公里，全国省市区成品油、天然气主干管网全部连通，100 万人口以上城市成品油管道基本接入，50 万人口以上的城市天然气管道基本接入。

表 2：国内油气管道发展预期目标

指标	2015 年	2025 年	年均增速
原油管道（万公里）	2.7	3.7	3.2%
成品油管道（万公里）	2.1	4.0	6.7%
天然气管网（万公里）	6.4	16.3	9.8%
原油管道进口能力（亿吨）	0.72	1.07	4.0%
原油海运进口能力（亿吨）	6.0	6.6	1.0%
天然气管道进口能力（亿立方米）	720	1500	7.6%
LNG 接卸能力（万吨）	4380	10000	8.6%
天然气（含 LNG）储存能力（亿立方米）	83	400	17%
城镇天然气用气人口	2.9	5.5	6.6%

资料来源：发改委，东兴证券研究所

2018 年底，中国天然气长输管道在建项目和已完工项目使天然气管道总里程已达 7.6 万千米。潜江—韶关、中俄东线天然气管道已部分完工，全年建成跨省干线管道 1540 千米；蒙西管道一期、鄂安沧输气管道一期、中缅管道支干线楚雄至攀枝花天然气管道投产。

表 3：“十三五”天然气长输管道重点项目

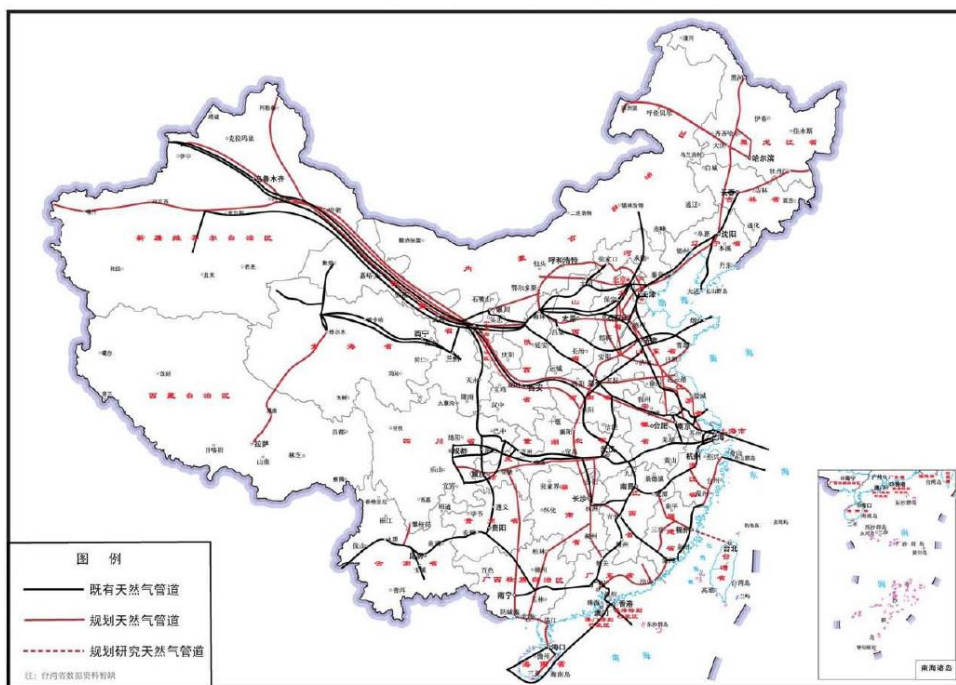
重点项目	项目名称
“十二五”结转项目	西气东输三线（中段）、闽粤支干线、西气东输四线、中俄东线天然气管道、新疆煤制气外输管道、陕京四线、楚雄-攀枝花天然气管道、青藏天然气管道

完善四大进口通道	中亚 D 线、西气东输五线
干线管网建设	川气东送二线、鄂尔多斯-安平-沧州管道、青岛-南京管道、国家主干管道向长江中游城市群供气支线等
区域管网和互联互通管道	建成中卫-靖边、濮阳-保定、东仙坡-燕山、武清-通州、海口-徐闻、建平-赤峰、杭锦旗-银川、重庆-贵州-广西、威远-荣昌-南川-涪陵等天然气管道; 加强省内供气支线建设, 扩大市场覆盖范围
储气库、煤层气、页岩气、煤制气外输管道	文 23-豫鲁支干线、陕 43-靖边配套管道, 适时启动蒙西、蒙东煤制气配套管道

资料来源: 发改委、东兴证券研究所

南川水江—涪陵白涛项目开工建设, 预计 2019 年 10 月投运, 区域管网建设方面, 广东天然气管网、粤东、粤西、粤北三地 6 个主干管网开工, 预计 2020 年底建成。

图 24: 中长期天然气主干管网规划示意图



资料来源: 发改委、东兴证券研究所

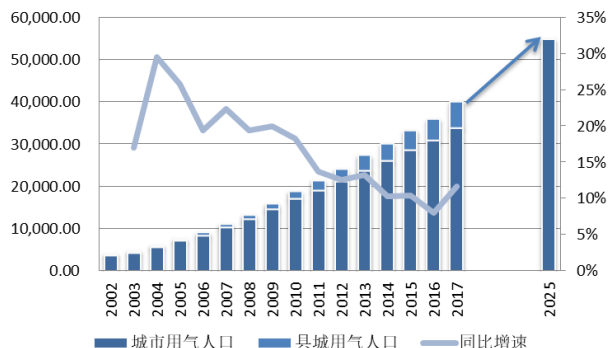
截止 2017 年, 我国城市用气人口达到 3.39 亿人, 县城用气人口 6186 万人。随着城镇化水平持续提高, 以及天然气管网建设推进, 每年新增用气人口加速增长。2017 年城市和县城合计年新增用气人口 4168 万人, 自 2007 年后, 国内每年新增用气人口均超过 2000 万人。

2018 年中国城镇常住人口 8.31 亿人, 常住人口城镇化率达到 59.58%, 但中西部地区部分省份城镇化率还未超过 50%。

按此计算, 我国仍有 9 亿左右人口仍未实现生活用气, 未来国内天然气居民消费仍有巨大发展空间。随着国内燃气渗透率的提升, 民用燃气表仍有巨大增量发展空间。

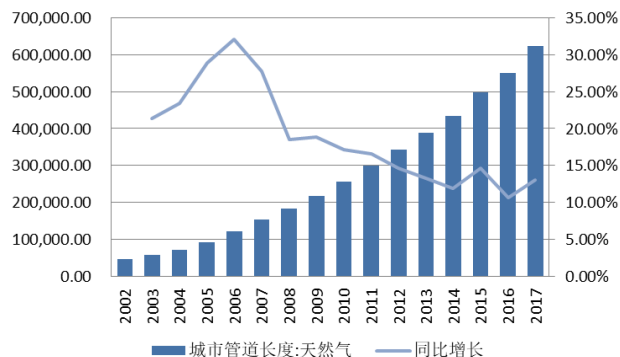
根据国外专业机构预测 (Stat Plan Gas Metering Report Ed 2 2017), 2016 年-2021 年全球的每年燃气表具需求由 5500 万台增加到 8600 万台, 复合增长率 9.5%, 其中智能燃气表复合增长率为 13%。

图 25：城市及县城用气人口稳步增长（万人）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 26：城市管道建设持续推进（公里）



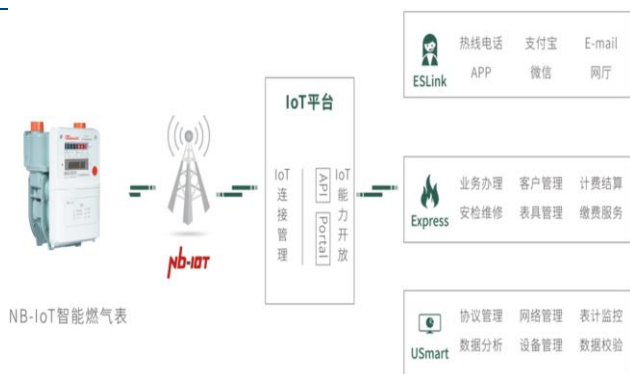
资料来源：Wind，东兴证券研究所

3. NB-IoT 燃气表大规模商用在即，助力智能燃气生态建设

3.1. 物联网智能燃气表持续放量

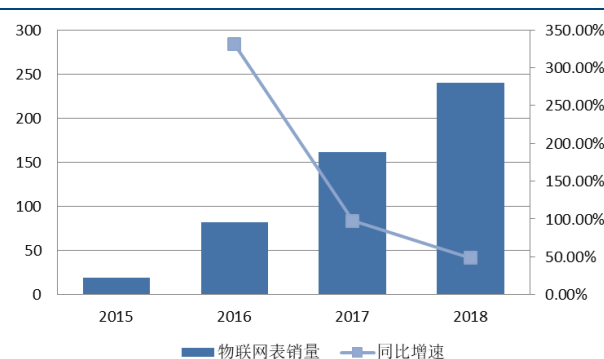
公司自 2012 年起就开始布局物联网燃气表及系统，在国内同行业公司中处于领先地位。截至 2018 年底，公司物联网系统平台“能源云”接入燃气公司 560 家，连接智能终端 180 万台。

图 27：NB-IoT 智慧燃气解决方案架构图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 28：公司物联网燃气表大规模商用推进（万台）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

随着智慧城市建设政策的逐步落实，燃气企业对降低管理成本、减少供销差损失的迫切需求以及燃气用户对提升公用事业服务水平的普遍要求，加上京津冀及周边地区煤改气政策的持续推进，公司物联网燃气表保持快速增长势头。

2017 年公司物联网智能燃气表销量 161.6 万台，首次超过 IC 卡智能燃气表（160.7 万台）。2018 年公司物联网智能燃气表销量达到 239.9 万台，其中 NB-IoT 智能燃气表达到 53.8 万。

公司目前与各大燃气公司、中国电信、华为、阿里巴巴等建立了长期战略合作。

2016 年 11 月 15 日，金卡与深圳燃气、中国电信、华为共同签署“智慧燃气”战略合作框架协议。

2017 年 3 月 2 日，NB-IoT 智慧燃气解决方案在深圳试点，试点以来，保证每天 100% 的一次抄表成功率和 100% 的抄表准确率。

在不断扩大 NB-IoT 智能燃气表全国试点范围的同时，公司以广州、南京、青岛、天津等城市为突破口

集中规模化布局 NB-IoT 智能燃气表, 快速形成行业示范效应, 以促进 NB-IoT 智能燃气表在各省市的顺利推广。

3.2. NB-IoT 适用于智能燃气领域, 渗透率有望快速提升

基于 GPRS/CDMA 的物联网智能燃气表已经在行业内应用多年, 就目前的应用而言, 基于 GPRS/CDMA 的物联网智能燃气表为燃气公司减少了抄表次数, 减少产销差周期, 对于客户用气负荷变化监控, 降低了运营成本。

同时, 基于 GPRS/CDMA 的智能燃气表也存在基站覆盖范围限制, 无法保证信息安全等问题, 实际抄收率无法达到 100%。

更重要的是, 由于中国移动在 2014 年已经停止对于 2G 的投资, 中国联通已经有具体的 2G/3G 退网计划, 中国电信在 2017 年上半年实现 800M LTE/VoLTE/NB-IOT 全网覆盖。意味着基于 2G 技术的相关应用都是有时效性的, 燃气公司也不得不尽早做出规划。

表 4: NB-IoT 智能燃气表的优势

优势	特性
高安全性	双向鉴权, 空口严格加密, 专用频谱
广覆盖	窄带功率谱密度提升, 重传次数, 编码增益
10 年电池寿命	简化协议, 芯片功耗低, 功放效率高, 发射/接受时间短
50K 连接数每小时	频谱效率高, 小包数据发送特征, 终端极低激活比
模组成本	简化射频硬件, 简化协议降低成本, 减少基带复杂度

资料来源:《NB-IoT 在智能燃气表领域的探索应用》、东兴证券研究所

根据《国家新一代信息技术产业规划》, 建设 NB-IOT 网络成信息通信业“十三五”的重点工程之一。工信部也全力推动 NB-IOT 商业化的具体目标。2017 年底, 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。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。

从物联网的纵向产业链来看, 目前已形成从“底层芯片—模组—终端—运营商—应用”的完整产业链。2017 年 6 月 27 日, 华为技术有限公司联合北京燃气、深圳燃气、上海燃气、重庆燃气、香港中华煤气、华润燃气、新奥燃气、中国燃气、昆仑能源和杭州燃气等十家燃气运营商, 以及以金卡智能、航天能源、上海飞奥为代表的智能设备与服务提供商共同成立“NB-IOT 智慧燃气联合创新实验室”和“NB-IOT 智慧燃气生态圈”。包括运营商、设备商、终端芯片厂商以及行业合作的 NB-IOT 生态圈正在形成。

目前, 公司正在积极参与并引导燃气行业智能化的深入变革, 与新奥燃气、昆仑燃气、华润燃气、港华燃气及各中心城市燃气集团开展深度合作, 物联网表企业客户超过 400 家。

4. 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2019 年至 2021 年收入分别为 24.49 亿元、28.59 亿元、33.74 亿元, 同比分别增长 20.04%、16.76%、18.03%。对于气体流量计业务、无线燃气表及系统软件业务、IC 卡智能燃气表及系统软件业务分别预测如下表所示。

我们将 GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软件、天然气销售、膜式燃气表等业务合并处理为其他

业务。

表 5: 金卡智能营业收入与盈利预测表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
气体流量计业务					
收入 (百万元)	620.21	692.98	796.93	916.47	1099.76
毛利 (百万元)	377.45	433.63	494.09	577.37	692.85
毛利率(%)	60.86	62.57	62.00	63.00	63.00
无线燃气表及系统软件					
收入 (百万元)	438.77	626.59	908.56	1044.84	1253.81
毛利 (百万元)	170.10	234.61	345.25	397.04	476.45
毛利率(%)	38.77	37.44	38.00	38.00	38.00
IC 卡智能燃气表及系统软件					
收入 (百万元)	341.95	333.62	341.95	376.15	394.95
毛利 (百万元)	159.40	151.42	153.88	169.27	177.73
毛利率(%)	46.62	45.39	45.00	45.00	45.00
其他业务					
收入 (百万元)	286.61	386.71	401.25	521.63	625.96
毛利 (百万元)	114.59	173.40	176.55	229.52	275.42
毛利率(%)	39.98	44.84	44.00	44.00	44.00

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 5.97、6.79 和 8.03 亿元, 对应 EPS 分别为 1.39、1.58 和 1.87 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 13、11 和 10 倍, 首次推荐给予“强烈推荐评级”。

5. 风险提示

NB-IoT 智能燃气表推广不及预期, 工商业燃气消费不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2186	2725	3205	3719	4908	营业收入	1688	2040	2449	2859	3374
货币资金	425	329	568	847	1847	营业成本	866	1047	1279	1486	1752
应收账款	577	787	939	1097	1294	营业税金及附加	18	23	24	29	34
其他应收款	29	28	33	39	46	营业费用	252	302	294	372	439
预付款项	20	12	12	12	12	管理费用	214	107	122	143	169
存货	357	258	315	366	432	财务费用	-1	1	2	2	2
其他流动资产	674	1203	1203	1203	1203	资产减值损失	11.86	13.96	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1843	1839	1755	1762	1766	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	61	70	0	0	0	投资净收益	29.40	76.09	0.00	0.00	0.00
固定资产	262	241	249	270	289	营业利润	406	585	727	828	979
无形资产	102	93	160	151	141	营业外收入	5.04	7.42	6.00	6.00	6.00
其他非流动资产	33	11	0	0	0	营业外支出	4.07	15.74	0.30	0.40	0.50
资产总计	4029	4564	4960	5482	6674	利润总额	407	577	733	834	985
流动负债合计	830	868	970	1016	1646	所得税	66	81	136	154	182
短期借款	0	0	26	0	0	净利润	341	496	597	679	803
应付账款	380	369	484	501	581	少数股东损益	-7	-2	1	1	1
预收款项	70	40	40	40	546	归属母公司净利润	348	498	596	678	802
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	538	715	765	873	1028
非流动负债合计	160	180	1	1	1	EPS (元)	1.48	1.17	1.39	1.58	1.87
长期借款	1	1	1	1	1	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	991	1048	970	1038	1667	成长能力					
少数股东权益	28	31	31	32	33	营业收入增长	97.55%	20.88%	20.04%	16.76%	18.03%
实收资本 (或股本)	238	429	429	429	429	营业利润增长	364.70%	44.19%	24.27%	13.89%	18.28%
资本公积	1964	1794	1794	1794	1794	归属于母公司净利	19.76%	13.73%	19.76%	13.73%	18.17%
未分配利润	771	1198	1353	1529	1738	获利能力					
归属母公司股东权益	3010	3485	3937	4412	4973	毛利率 (%)	48.68%	48.68%	47.77%	48.03%	48.08%
负债和所有者权益	4029	4564	4969	5482	6674	净利率 (%)	20.19%	24.31%	24.39%	23.76%	23.78%
现金流量表						总资产净利润 (%)	8.64%	10.91%	12.03%	12.37%	12.01%
单位:百万元						ROE (%)	11.57%	14.29%	15.15%	15.38%	16.12%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	464	425	459	560	1293	资产负债率 (%)	25%	23%	20%	19%	25%
净利润	341	496	597	679	803	流动比率	2.63	3.14	3.30	3.66	2.98
折旧摊销	133.64	128.36	0.00	43.00	46.39	速动比率	2.20	2.84	2.98	3.30	2.72
财务费用	-1	1	2	2	2	营运能力					
应付账款的变化	0	0	-152	-157	-198	总资产周转率	0.46	0.47	0.52	0.55	0.56
预收账款的变化	0	0	0	0	506	应收账款周转率	3	3	3	3	3
投资活动现金流	-391	-485	123	-50	-50	应付账款周转率	5.79	5.44	5.89	5.94	6.24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减少	0	0	157	0	0	每股收益 (最新摊	1.48	1.17	1.39	1.58	1.87
投资收益	29	76	0	0	0	每股净现金流 (最新	-0.15	-0.12	0.68	0.65	2.33
筹资活动现金流	-109	9	-289	-232	-242	每股净资产 (最新摊	12.66	8.12	9.17	10.28	11.59
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	12.10	15.31	12.89	11.33	9.59
普通股增加	3	192	0	0	0	P/B	1.42	2.21	1.95	1.74	1.55
资本公积增加	17	-170	0	0	0	EV/EBITDA	7.13	10.30	9.33	7.84	5.68
现金净增加额	-36	-51	294	278	1001						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3 年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016 年加入民生证券，2017 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。