

## 2019 年营收同比-3.3%，符合预期

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布 2019 年年报, 实现营收 19.7 亿元 (-3.3%), 归母净利润 4.2 亿元 (-15.6%), 扣除非净利润 3.7 亿元 (-18.1%), 业绩符合预期。
- 业绩有所下降, 符合预期。**公司 2019 年营收略有下降, 其中, 无线智能燃气表及系统软件业务受益 NB 表渗透率提升, 收入保持高增长, 达到 8.4 亿元 (+34.2%), IC 卡智能燃气表及系统软件业务持续萎缩, 被 NB 表替代, 收入为 2.4 亿元 (-28.1%), 气体流量计收入受前期煤改气高基数影响, 收入下降至 4.9 亿元 (-29.3%)。公司 2019 年毛利率 47.9% (-0.8pp), 主要源于高毛利率的气体流量计业务下滑影响。公司 2019 年期间费用率 28.9% (+3.1pp), 其中销售费用率为 14.9% (+0.1pp), 管理费用率为 14% (+3.1pp), 主要源于研发费用率提升 2.5pp 至 8.2%, 财务费用率为 -0.04 (-0.1pp)。公司毛利率小幅下滑, 期间费用率提升, 使得净利润下滑幅度大于营收下滑幅度。
- 加大研发投入, 保障长期发展。**为保持产品技术领先优势, 推进多元化战略, 夯实前沿技术储备, 增强公司核心竞争力和可持续发展能力, 2019 年公司进一步加强超声波计量、物联网水务终端、IoT 平台、能源云系统、大数据应用等产品和技术的研究与开发, 致使公司 2019 年度研发费用同比大幅增加, 对净利润有较大影响。公司进一步推进软件服务 SaaS 化拓展大数据与商业智能服务, 深度挖掘数据价值。子公司金卡银证软件 (杭州) 有限公司顺利通过 CMMI 五级评估, 易联云计算 (杭州) 有限责任公司客户数量和 SaaS 云服务产品线都得到进一步的发展, 并首次实现整个会计年度盈利。
- 盈利预测与投资建议。**燃气表龙头企业, 持续受益物联网表渗透率提升, 保障业绩增长。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.1/1.29/1.54 元, 对应 PE 分别为 13 倍、11 倍、10 倍。维持“买入”评级。
- 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1972.13	2219.39	2524.71	2901.70
增长率	-3.32%	12.54%	13.76%	14.93%
归属母公司净利润 (百万元)	420.31	472.28	554.63	661.83
增长率	-15.61%	12.36%	17.44%	19.33%
每股收益 EPS (元)	0.98	1.10	1.29	1.54
净资产收益率 ROE	11.38%	11.76%	12.57%	13.55%
PE	15	13	11	10
PB	1.70	1.57	1.43	1.29

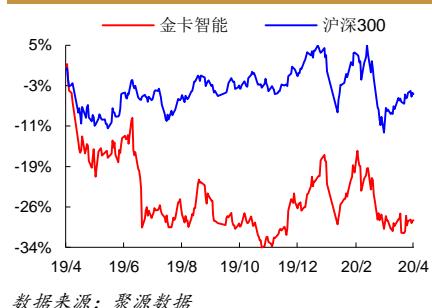
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 倪正洋  
执业证号: S1250520030001  
电话: 021-58352138  
邮箱: nzy@swsc.com.cn

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



### 基础数据

总股本(亿股)	4.29
流通 A 股(亿股)	3.72
52 周内股价区间(元)	13.64-21.55
总市值(亿元)	63.17
总资产(亿元)	49.31
每股净资产(元)	8.59

### 相关研究

- 金卡智能 (300349): 物联网表放量, 业绩符合预期 (2020-01-15)
- 金卡智能 (300349): Q3 营收恢复增长, 研发投入持续高增长 (2019-10-25)
- 金卡智能 (300349): 物联网表高增长, 流量计业务低于预期 (2019-08-21)
- 金卡智能 (300349): 物联网表渗透率提升, 龙头更加受益 (2019-06-03)

**关键假设：**

(1) 公司无线燃气表及系统软件业务受益物联网表渗透率提升，持续保持快速增长，假设 2020~2022 年增速均为 25%，毛利率均为 42%。

(2) 公司气体流量计业务 2019 年受前期煤改气高基数影响，有所下滑，2020 年订单恢复，预计销量回升，假设 2020~2022 年增速均为 10%，毛利率均为 62%。

(3) 公司 IC 智能燃气表及系统软件逐步被 NB 表替代，预计持续下行，假设 2020~2022 年增速均为-5%，毛利率均为 38%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	19.72	22.19	25.25	29.02
	同比	-3.32%	12.54%	13.76%	14.93%
	成本	10.28	11.77	13.42	15.49
	毛利	9.44	10.43	11.82	13.53
	毛利率	47.88%	46.99%	46.83%	46.63%
无线燃气表及系统软件	收入	8.41	10.51	13.14	16.43
	同比	34.22%	25.00%	25.00%	25.00%
	成本	4.89	6.10	7.62	9.53
	毛利	3.52	4.42	5.52	6.90
	毛利率	41.81%	42.00%	42.00%	42.00%
气体流量计	收入	4.90	5.39	5.93	6.52
	同比	-29.29%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	1.89	2.05	2.25	2.48
	毛利	3.01	3.34	3.68	4.04
	毛利率	61.39%	62.00%	62.00%	62.00%
IC 卡智能燃气表及系统软件	收入	2.40	2.28	2.17	2.06
	同比	-28.09%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	成本	1.47	1.41	1.34	1.28
	毛利	0.93	0.87	0.82	0.78
	毛利率	38.72%	38.00%	38.00%	38.00%
其他	收入	4.01	4.01	4.01	4.01
	同比	3.73%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	2.02	2.21	2.21	2.21
	毛利	1.99	1.81	1.81	1.81
	毛利率	49.57%	45.00%	45.00%	45.00%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1972.13	2219.39	2524.71	2901.70	净利润	422.75	472.28	554.63	661.83
营业成本	1027.93	1176.52	1342.37	1548.73	折旧与摊销	48.01	14.45	15.64	17.19
营业税金及附加	18.66	22.27	24.86	28.75	财务费用	-0.83	-1.63	-2.73	-3.83
销售费用	294.25	321.81	358.51	403.34	资产减值损失	0.00	15.00	15.00	15.00
管理费用	114.43	299.62	328.21	348.20	经营营运资本变动	1214.13	-58.91	5.73	-88.39
财务费用	-0.83	-1.63	-2.73	-3.83	其他	-1235.41	-103.92	-125.18	-145.09
资产减值损失	0.00	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	448.65	337.27	463.09	456.70
投资收益	34.95	50.00	60.00	70.00	资本支出	294.85	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	34.19	40.00	50.00	60.00	其他	-509.10	480.60	-27.04	175.68
其他经营损益	0.00	70.00	70.00	70.00	投资活动现金流净额	-214.24	460.60	-47.04	155.68
<b>营业利润</b>	<b>488.18</b>	<b>545.80</b>	<b>638.50</b>	<b>761.51</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.70	0.00	0.00	0.00	长期借款	-0.28	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>481.48</b>	<b>545.80</b>	<b>638.50</b>	<b>761.51</b>	股权融资	-9.51	0.00	0.00	0.00
所得税	58.73	73.52	83.87	99.69	支付股利	0.00	-147.11	-165.30	-194.12
<b>净利润</b>	<b>422.75</b>	<b>472.28</b>	<b>554.63</b>	<b>661.83</b>	其他	-231.04	0.24	2.73	3.83
少数股东损益	2.44	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-240.83	-146.87	-162.56	-190.29
归属母公司股东净利润	420.31	472.28	554.63	661.83	<b>现金流量净额</b>	<b>-5.97</b>	<b>651.00</b>	<b>253.48</b>	<b>422.09</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
货币资金	316.17	967.17	1220.66	1642.75	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	972.76	1069.47	1191.55	1383.62	销售收入增长率	-3.32%	12.54%	13.76%	14.93%
存货	229.87	271.78	306.71	355.52	营业利润增长率	-16.55%	11.80%	16.98%	19.27%
其他流动资产	1398.62	933.23	1049.03	1030.74	净利润增长率	-14.76%	11.72%	17.44%	19.33%
长期股权投资	68.99	68.99	68.99	68.99	EBITDA 增长率	-15.07%	4.34%	16.61%	18.95%
投资性房地产	8.91	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	0.00	19.53	37.86	54.66	毛利率	47.88%	46.99%	46.83%	46.63%
无形资产和开发支出	1367.25	1353.65	1340.04	1326.44	三费率	20.68%	27.93%	27.09%	25.77%
其他非流动资产	568.80	568.42	568.05	567.68	净利率	21.44%	21.28%	21.97%	22.81%
<b>资产总计</b>	<b>4931.37</b>	<b>5252.25</b>	<b>5782.90</b>	<b>6430.38</b>	ROE	11.38%	11.76%	12.57%	13.55%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.57%	9.62%	10.07%	10.96%
应付和预收款项	911.63	979.38	1123.99	1300.81	ROIC	17.49%	26.70%	30.30%	34.62%
长期借款	0.29	0.29	0.29	0.29	EBITDA/销售收入	27.15%	25.17%	25.80%	26.70%
其他负债	305.44	263.94	260.65	263.60	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1217.36</b>	<b>1243.61</b>	<b>1384.93</b>	<b>1564.70</b>	总资产周转率	0.42	0.45	0.48	0.50
股本	429.12	429.12	429.12	429.12	固定资产周转率	16.35	466.01	155.91	96.69
资本公积	1784.80	1784.80	1784.80	1784.80	应收账款周转率	2.32	2.38	2.51	2.52
留存收益	1501.74	1826.92	2216.25	2683.95	存货周转率	4.20	4.68	4.63	4.67
归属母公司股东权益	3684.57	4008.64	4397.97	4865.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.21%	—	—	—
少数股东权益	29.44	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3714.01</b>	<b>4008.64</b>	<b>4397.97</b>	<b>4865.68</b>	资产负债率	24.69%	25.33%	25.14%	25.90%
负债和股东权益合计	4931.37	5252.25	5782.90	6430.38	带息债务/总负债	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	流动比率	2.77	2.69	2.86	2.87
EBITDA	535.36	558.62	651.41	774.86	速动比率	2.55	2.43	2.61	2.62
PE	15.03	13.37	11.39	9.54	股利支付率	0.00%	31.15%	29.80%	29.33%
PB	1.70	1.57	1.43	1.29	<b>每股指标</b>				
PS	3.20	2.85	2.50	2.18	每股收益	0.98	1.10	1.29	1.54
EV/EBITDA	7.80	7.71	5.90	4.63	每股净资产	8.65	9.36	10.28	11.39
股息率	0.00%	2.33%	2.62%	3.07%	每股经营现金	1.05	0.79	1.08	1.06
					每股股利	0.00	0.34	0.39	0.45

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

持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

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

### 行业评级

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌嵒	销售经理	13642362601	13642362601	tlr@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn