

# 金卡智能 (300349.SZ)

## 业绩符合预期, NB表时代龙头大有可为

**2018年归母净利润同增43.1%，符合预期。**2018年公司营收20.4亿元，同增20.9%；归母净利润4.98亿元，同增43.1%。扣非净利润4.55亿元，同增38.7%。公司预期一季度营收同增10%-30%、归母净利润同增15%-30%。

**高基数下，四季度业绩同比下滑。**2017年底，北方“煤改气”政策推行，带动燃气表消费需求激增。2017Q4公司销售收入达7.18亿元，创单季峰值。高基数下，2018Q4公司收入、净利润同比分别下滑7.8%、11.7%。

**NB-IoT表放量带动物联网表板块高增长。**2018年公司确认收入物联网智能燃气表239.9万台，其中NB-IoT智能燃气表53.8万台。受益此，公司物联网智能燃气表及系统软件业务收入达6.27亿元，同增42.8%。需求驱动、成本消化，NB-IoT天然气表预期加速渗透。公司为国内NB-IoT表龙头，将持续受益下游需求提升。

**气体流量计收入增速降至11.7%，毛利率提升1.72%。**受燃气供给不足、部分农村地区消费经济压力大等因素影响，2018年北方煤改气推行放缓。需求趋弱，天信仪表收入增速降至11.73%。受可完全实现进口替代气体膜轮流量计比例进一步提升带动，当期气体流量计毛利率较去年提升1.72%。

**管理费用率较去年同期降低1.53%。**2018年公司管理费用同比下降6.46%，其中，职工薪酬同比下降21%。管理费用率较去年同期降低1.53%。销售费用率基本持平。汇兑损失和票据贴现费用增加影响，财务费用小幅增长。

**盈利预测与估值。**预计2019-2021年净利润分别为5.63、6.84、7.93亿元，EPS分别为1.31、1.59、1.85元，对应当前股价PE分别为16.5、13.6、11.7倍。维持“增持”评级。

**风险提示：**商誉减值风险；燃气气化率提升不及预期；煤改气政策实施不及预期；物联网燃气表行业竞争加剧。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,688	2,040	2,477	2,902	3,267
增长率 yoy (%)	97.5	20.9	21.4	17.1	12.6
归母净利润(百万元)	348	498	563	684	793
增长率 yoy (%)	297.4	43.1	13.1	21.4	15.9
EPS最新摊薄(元/股)	0.81	1.16	1.31	1.59	1.85
净资产收益率(%)	11.2	14.1	14.6	15.8	16.1
P/E(倍)	26.7	18.7	16.5	13.6	11.7
P/B(倍)	3.1	2.7	2.4	2.2	1.9

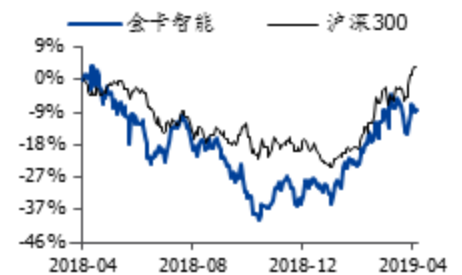
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 增持(维持)

#### 股票信息

行业	仪器仪表
前次评级	增持
最新收盘价	21.67
总市值(百万元)	9,299.68
总股本(百万股)	429.15
其中自由流通股(%)	81.73
30日日均成交量(百万股)	5.91

#### 股价走势



#### 作者

分析师 姚健

执业证书编号: S0680518040002

邮箱: yaojian@gszq.com

分析师 罗政

执业证书编号: S0680518060002

邮箱: luozheng@gszq.com

研究助理 彭元立

邮箱: pengyuanli@gszq.com

#### 相关研究

1、《金卡智能(300349.SZ):天然气表龙头,静享物联网春天》2019-02-26



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2186	2725	3081	3577	4223
现金	425	329	445	641	956
应收账款	577	787	892	1095	1324
其他应收款	29	0	35	6	40
预付账款	20	12	21	23	27
存货	357	258	315	382	436
其他流动资产	778	1339	1372	1430	1439
<b>非流动资产</b>	1843	1839	1940	2024	2083
长期投资	61	70	90	108	126
固定投资	262	241	314	369	399
无形资产	102	93	103	114	126
其他非流动资产	1418	1434	1433	1433	1432
<b>资产总计</b>	4029	4564	5021	5601	6306
<b>流动负债</b>	830	868	977	1088	1215
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	380	369	395	441	493
其他流动负债	450	499	582	647	722
<b>非流动负债</b>	160	180	180	180	180
长期借款	1	1	0	0	0
其他非流动负债	160	179	179	179	179
<b>负债合计</b>	991	1048	1157	1268	1395
少数股东权益	28	31	31	31	31
股本	238	429	429	429	429
资本公积	1964	1794	1794	1794	1794
留存收益	846	1296	1634	2044	2520
归属母公司股东收益	3010	3485	3833	4302	4880
<b>负债和股东权益</b>	4029	4564	5021	5601	6306

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	464	425	431	505	607
净利润	341	496	563	684	793
折旧摊销	41	44	36	48	58
财务费用	-1	1	-1	-1	-1
投资损失	-29	-76	-36	-37	-39
营运资金变动	104	-62	-131	-189	-203
其他经营现金流	9	22	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-391	-485	-102	-95	-78
资本支出	85	107	82	66	41
长期投资	-300	-523	-19	-20	-18
其他投资现金流	-606	-901	-39	-49	-55
<b>筹资活动现金流</b>	-109	9	-214	-214	-214
短期借款	-10	-0	0	0	0
长期借款	-1	-0	-0	-0	-0
普通股增加	3	192	0	0	0
资本公积增加	17	-170	0	0	0
其他筹资现金流	-118	-12	-214	-214	-214
<b>现金净增加额</b>	-35	-50	115	196	315

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1688	2040	2477	2902	3267
营业成本	866	1047	1261	1464	1636
营业税金及附加	18	23	27	32	36
营业费用	252	302	359	412	457
管理费用	214	107	268	305	333
财务费用	-1	1	-1	-1	-1
资产减值损失	12	14	15	17	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	76	36	37	39
<b>营业利润</b>	406	585	584	710	827
营业外收入	5	7	82	96	108
营业外支出	4	16	7	9	9
<b>利润总额</b>	407	577	659	797	926
所得税	66	81	95	114	133
<b>净利润</b>	341	496	563	684	793
少数股东收益	-7	-2	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	348	498	563	684	793
EBITDA	435	611	683	831	976
EPS (元/股)	0.81	1.16	1.31	1.59	1.85

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	97.5	20.9	21.4	17.1	12.6
营业利润 (%)	364.7	44.2	-0.2	21.6	16.4
归属母公司净利润 (%)	297.4	43.1	13.1	21.4	15.9
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	48.7	48.7	49.1	49.6	49.9
净利率 (%)	20.6	24.4	22.7	23.6	24.3
ROE (%)	11.2	14.1	14.6	15.8	16.1
ROIC	10.6	13.4	13.9	15.1	15.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	24.6	23.0	23.0	22.6	22.1
净负债比率 (%)	-14.0	-9.3	-11.5	-14.8	-19.5
流动比率	2.6	3.1	3.2	3.3	3.5
速动比率	2.2	2.8	2.8	2.9	3.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.2	3.0	3.0	2.9	2.7
应付账款周转率	3.0	2.8	3.3	3.5	3.5
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.81	1.16	1.31	1.59	1.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.35	-0.33	1.00	1.18	1.41
每股净资产 (最新摊薄)	7.01	8.12	8.93	10.03	11.37
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	26.7	18.7	16.5	13.6	11.7
P/B	3.09	2.67	2.43	2.16	1.91
EV/EBITDA	20.72	15.0	13.2	10.6	8.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

一、业绩符合预期，NB表时代龙头大有可为	4
1.1 乘行业东风，龙头持续增长	4
1.2 气源保障促气化率提升，燃气表需求预期稳定增长	6
1.2.1 国内天然气消费量提升是长期趋势	6
1.2.2 基础设施完备下，气化率提升因素正积极转变	6
1.2.3 增量叠加更新，燃气表需求稳定增长	8
1.3 精准定位，NB表时代龙头大有可为	9
1.3.1 需求驱动、成本消化，NB-IoT 天然表预期加速渗透	9
1.3.2 技术引领市场，龙头迎来放量高增长契机	10
二、盈利预测与估值	11
三、风险提示	11

## 图表目录

图表 1: 2018 年公司营收同比增长 20.88%	4
图表 2: 物联网表收入占公司总营收份额约 31%	4
图表 3: 公司综合毛利率维稳	5
图表 4: 公司三费费用率变化	5
图表 5: 资产减值损失逐步降低	5
图表 6: 公司净利率触底回升	5
图表 7: 公司商誉占比资产约 27%	6
图表 8: 2017 年国内能源消费结构	6
图表 9: 至 2020 年天然气在一次能源消费结构中将达到 10%	6
图表 10: 国内进口天然气干线管网已投产及建设规划	7
图表 11: LNG 接收站产能布局概况	7
图表 12: 国内油气管网建设规划	8
图表 13: 预期 2020 年国内天然气气化人口将达 4.7 亿人	8
图表 14: 国内城市新增用气人口、燃气消费增速与主要干线管网投产节点分析	9
图表 15: 燃气用表自机械模式表向 IC 卡、物联网智能表更替演变	9
图表 16: 三大运营商近期采购模组成本逐步降低	10
图表 17: 公司率先在物联网燃气表领域展开布局	10
图表 18: 公司智能物联网表销量增长迅速	11
图表 19: 主要公司物联网表相关产品收入及增速情况 (2017)	11

## 一、业绩符合预期，NB表时代龙头大有可为

公司主营燃气表生产，涵盖工业及民用两大领域，为国内智慧燃气领导企业之一。

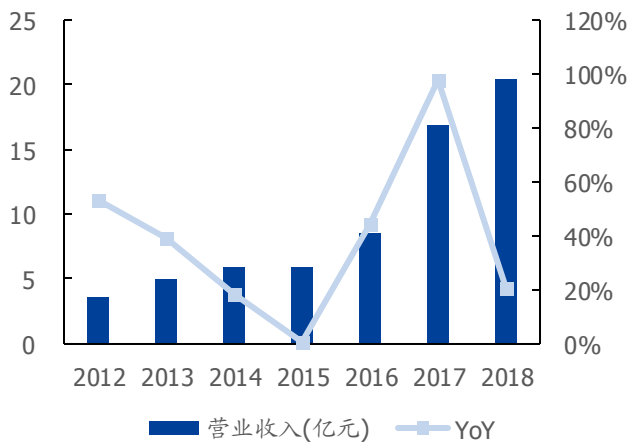
民用燃气表产品方面：自传统机械表至 IC 表、无线智能燃气表（GPRS/CDMA、NB-IoT、LoRaWAN），公司始终走在行业前列。当前公司民用智能表市占率约 **10%-20%**；**NB表市场龙头优势显著，同行基本尚未规模放量**。工业用表方面：通过收购天信仪表，切入工业用气体流量计领域（市占率约 **30%左右**）。

通过整合系统软件及互联网创新业务，自居民至工业用户领域，公司已形成智能终端、监管系统软件及云服务平台“三位一体”的智慧燃气完整解决方案提供能力。

### 1.1 乘行业东风，龙头持续增长

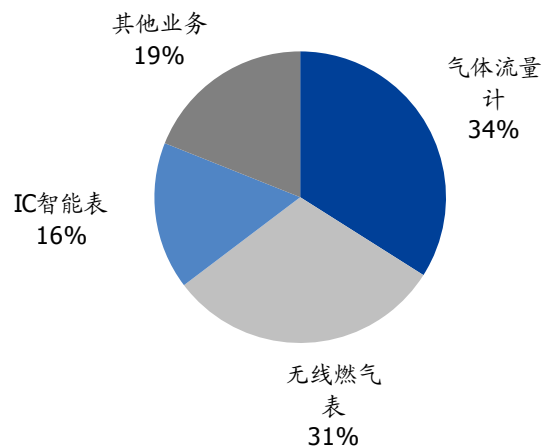
**NB-IoT 表放量带动收入持续增长，高基数下增速有所放缓**。2018 年，公司营收 20.40 亿元，同比增长 20.88%。分板块看，工业用气体流量计收入 6.93 亿元，同比增 11.73% 仍是公司核心收入来源；IC 卡表收入 3.34 亿元，同比降低 2.44%；NB-IoT 实现放量，物联网表收入达 6.27 亿元，同比大幅增长 42.81%，为**主流民用燃气表产品**。

图表 1: 2018 年公司营收同比增长 20.88%



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

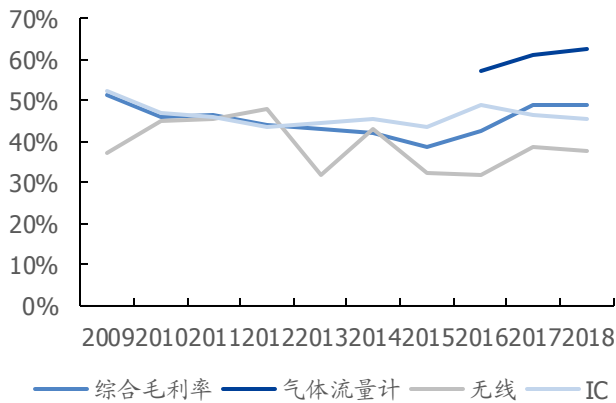
图表 2: 物联网表收入占公司总营收份额约 31%



资料来源：wind，国盛证券研究所

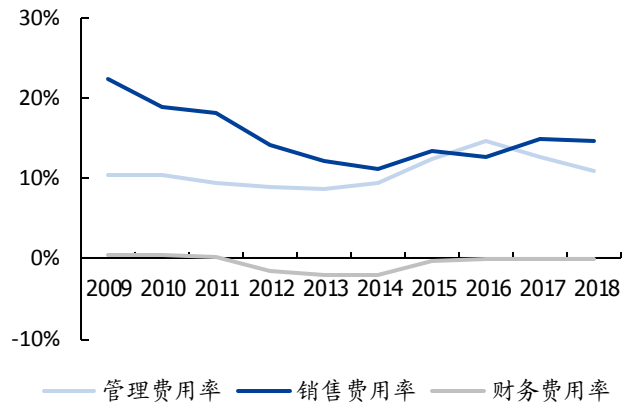
**毛利率维稳，气体流量计盈利持续改善，IC卡表及物联网表毛利率有所下滑**。自 2015 年行业回暖，公司综合毛利呈上升趋势，2018 年为 48.68%，基本持平 2017 年。细分业务看，在可完全实现进口替代气体腰轮流量计比例进一步提升带动下，气体流量计毛利率较 2017 年提升 1.72%；IC 卡智能表在行业竞争加剧背景下，毛利率有所承压，2018 年下滑 1.23%；NB-IoT 表仍处于放量阶段，物联网表毛利率较去年下降 1.33%。

图表 3: 公司综合毛利率维稳



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 公司三费费用率变化

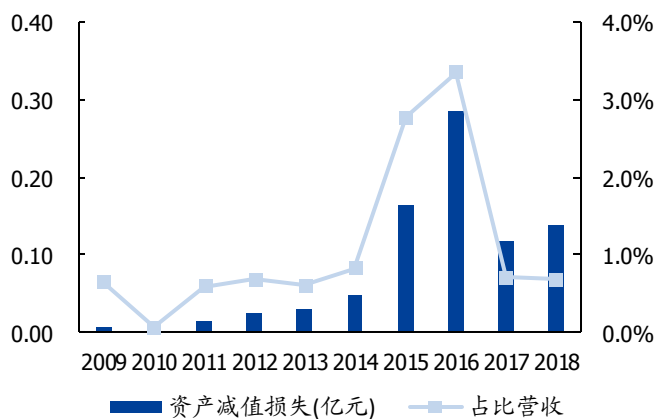


资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注此处管理费用率含研发费用)

管理费用率较去年同期降低 1.53%。2018 年公司管理费用同比下降 6.46%，其中，职工薪酬同比下降 21%。管理费用率较去年同期降低 1.53%。销售费用率基本持平。汇兑损失影响，财务费用小幅增加。

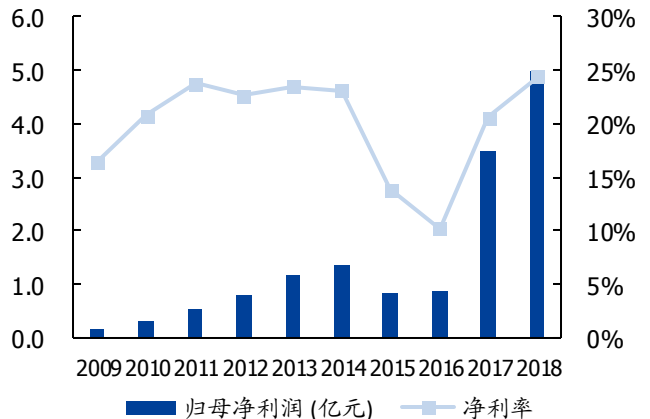
净利率回升至 24.42%，资产减值损失影响降低。前期，公司净利率基本稳定在 23% 左右，高盈利水平侧面验证公司行业内巩固的龙头地位。2015 及 2016 年，公司净利率分别为 13.88%、10.26%，大幅低于平均水平，除行业景气低迷影响毛利率及费用端外，资产减值损失也是直接影响业绩的重要原因。期间，公司分别计提商誉减值 1366 万元（华辰投资）、2954 万元（华辰投资、MI）。部分天然气子公司股权已完成转让，其余商誉计提较为充分，后续对净利润影响趋弱。

图表 5: 资产减值损失逐步降低



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

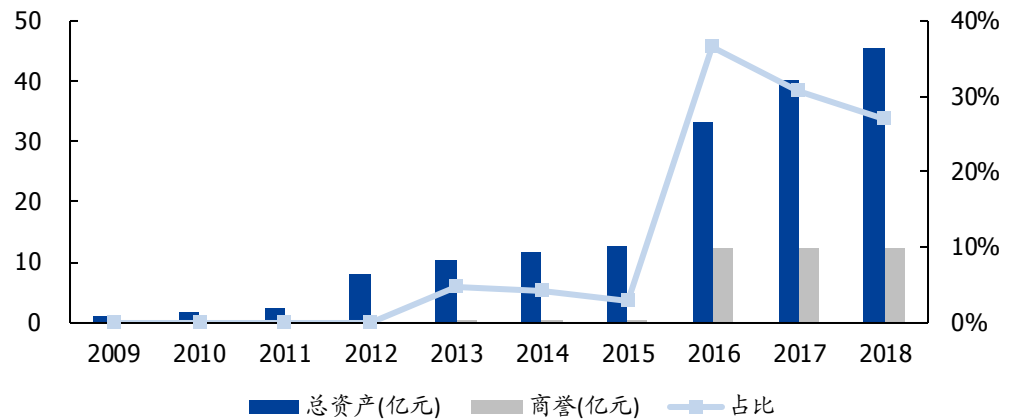
图表 6: 公司净利率触底回升



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注此处管理费用率含研发费用)

目前，公司账面商誉余额为 12.31 亿元，主要是收购天信仪表产生的。在国内工业天然气行业需求持续景气、公司龙头地位巩固的背景下，天信仪表业绩增长的持续性预期维持（预期 2019、2020 年收入增速维持 15% 左右），我们认为公司短期大幅计提商誉减值的风险较低。

图表 7: 公司商誉占比资产约 27%



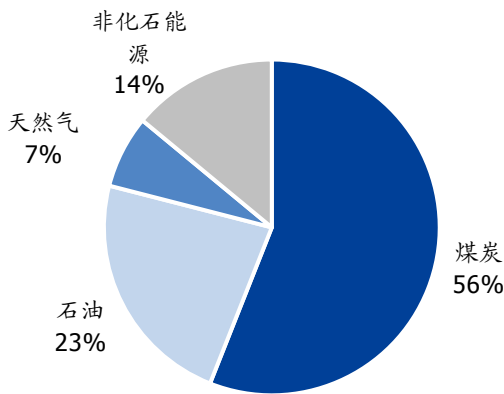
资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 1.2 气源保障促气化率提升, 燃气表需求预期稳定增长

### 1.2.1 国内天然气消费量提升是长期趋势

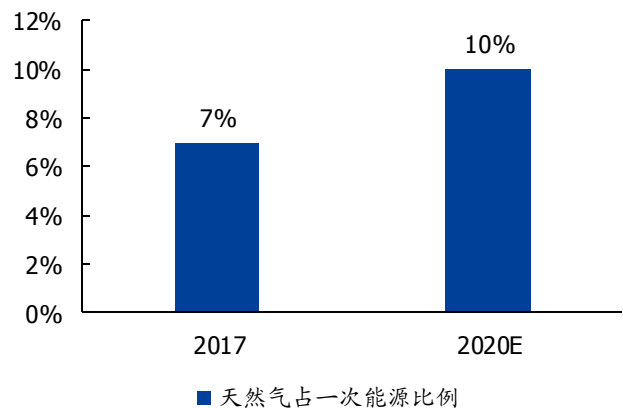
战略地位凸显, 天然气是促进国内能源消费结构优化、转型的重要支撑。2017年1月, 国家能源局公布《能源发展“十三五”规划》、《天然气发展“十三五”规划》, 到2020年天然气综合保供能力应达到3600亿立方米以上, 天然气消费占一次能源消费比例达到8.3—10%。2017年6月, 国家发改委印发《加快推进天然气利用的意见》, 总体目标为2020年天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到10%, 年均增速超12.6%。

图表 8: 2017年国内能源消费结构



资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

图表 9: 至 2020 年天然气在一次能源消费结构中将达到 10%



资料来源: 《天然气发展“十三五”规划》, 国盛证券研究所

### 1.2.2 基础设施完备下, 气化率提升因素正积极转变

燃气供给基础设施投资新一轮扩产高峰期来临, 天然气供给格局将有力改善。落实供气需求的两个重要方面: 一是增加上游开采、进口量; 二是完善中游储运设施, 增强燃气供给系统调峰能力。

上游供给包括两个方面: 一是加大国内自产力度、二是提升天然气进口量。

自主开采方面，政策支持非常规油气开发，力促天然气自主化。根据国务院《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》提出，力争到2020年底前，国内天然气产量达到2000亿立方米以上，较2017年1492亿立方米提升34%以上。中石油、中石化纷纷提升资本开支，加大上游勘探开采力度。据中石油2019年工作会议，在2018年基础上，钻井进尺工作预计还将增长15%到20%。其中，水平井将达到2000口，页岩气、致密油等非常规资源开发井数量有望翻倍。

天然气进口量提升主要包括两方面，一是通过新建干线运输管道，增加陆地管道气进口量；二是增建沿海LNG接收站，提升LNG进口接驳能力。干线进口运输管道方面，在建增量为中亚D线、中俄东西线，其中，中亚D线预期于2020年投产、中俄西线及东线的北段预期于2019年投产，全部投产后将新增设计输量合计980亿立方米/年，较当前进口管道气设计输送能力提升近60%。

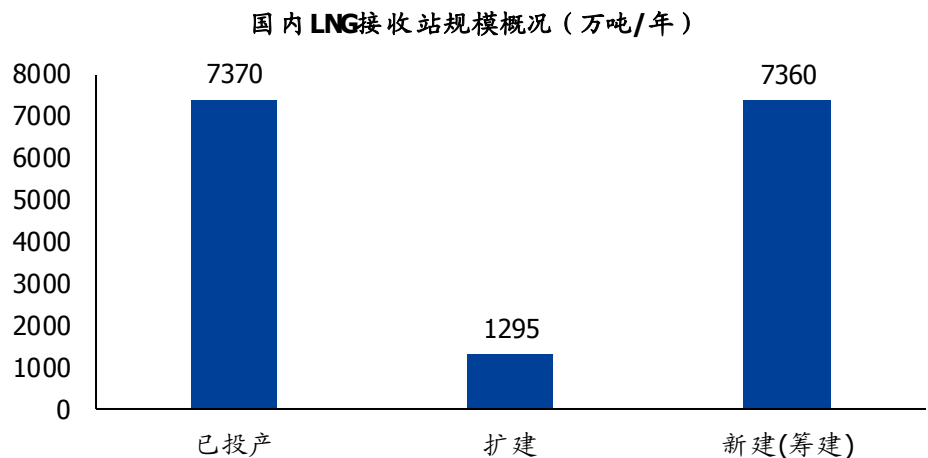
图表 10: 国内进口天然气干线管网已投产及建设规划

区域	投产时间	管道长度 (KM)	设计输量 (亿方/年)	实际输送量 (亿方/年)	
西北	A线	2009	1833		
	B线	2010	1833	550	
	C线	2014	1840(1311)		
	D线	2020	1000	300	
西南	中缅线	2013	2606	120	45
东北	中俄西线	2019	6700(4000)	300	—
	中俄东线	2019 (北段)	3170(新建)	380	—

资料来源: 中国石油新闻中心, 国盛证券研究所

LNG接收站亦迎来扩产高峰期。根据我们的梳理，当前，已投产LNG接收站规模约7370万吨/年，已投产项目扩产规模约1295万吨/年。在建及筹建新接收站项目，合计产能约7360年，且基本预期将于2022年前投产，未来三年，LNG接收站规模年化增速约为29%。

图表 11: LNG接收站产能布局概况



资料来源: 公司官网, 搜狐等公开网站, 国盛证券研究所

**中游储运设施完善，燃气供给系统调峰能力增强。**根据《中长期油气管网规划》，2020、2025年，全国天然气管道里程分别将达10.4万公里及16.3万公里。按当前已投产里程约7万公里估算，未来3年国内新增投产里程约3.4万公里，年均增速为14%；2020-2025年，新增投产里程约5.9万公里，年均增速为11%。油气管网的持续铺设，将完善燃气管网输气、供给能力，增强终端渗透能力。

图表 12: 国内油气管网建设规划

指标	2017	2020	2025
投产里程（万公里）	7	10.4	16.3
新增投产里程（万公里）	—	3.4	5.9
年均增速	—	14%	9.4%

资料来源：《中长期油气管网规划》，国盛证券研究所

### 1.2.3 增量叠加更新，燃气表需求稳定增长

燃气表的消费需求来自两方面，一是由气化人口增加带来的新增需求；另一方面是旧表更新产生的存量替换需求。

**新增需求中长期预期稳定增长。**根据《天然气发展“十三五”规划》，至2020年，国内气化人口预期提升至4.7亿人口，较2015年增长42.42%，年均增速预期超10%；城镇人口气化率预期增长至57%，较2015年提升13.2%。参照规划指引、考虑到煤改气后续推进带来的新增气化人口可能的超预期表现，预计2018/2019/2020年，国内新增气化人口分别为3900/4140/4200万。（假设18-20年，国内城市用气人口增速为5%、5%、3%，城市占总用气人口份额的80%。）

图表 13: 预期2020年国内天然气气化人口将达4.7亿人

指标	2015	2020	年均增速
气化人口（亿人）	3.3	4.7	10.3%
城镇人口天然气气化率	42.8%	57%	—

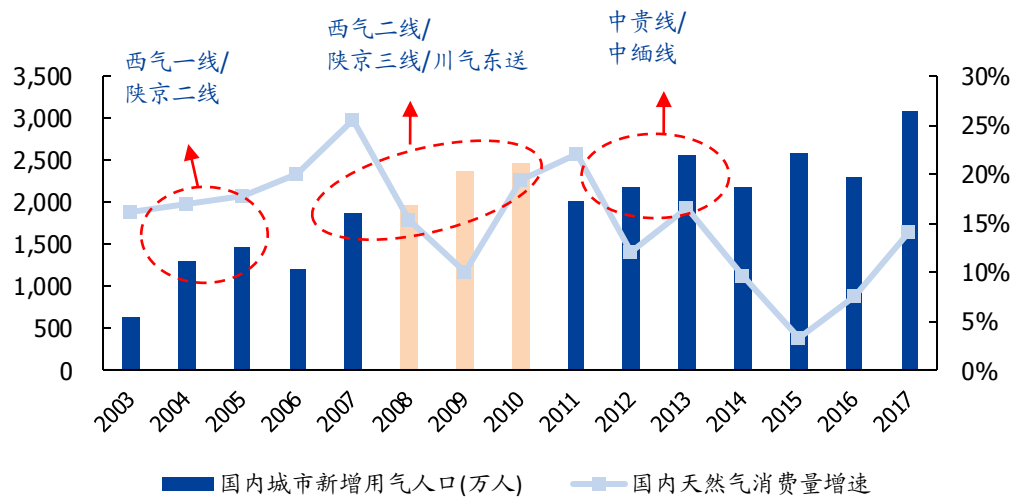
资料来源：《天然气发展“十三五”规划》，国盛证券研究所

**更新需求迎来阶段性高峰。**根据《国家计量检定规程 JJG577-94 膜式煤气表检定规程》的相关规定：以天然气为介质的燃气表使用年限不得超过10年，以人工燃气、液化石油气等为介质的燃气表使用期限不得超过6年，超过规定使用年限的必须报废、更换新燃气表。我们梳理国内主要干线输气管网的投产时间、年新增用气人口及国内天然气消费量增速，根据梳理我们发现，**在2005、2009及2013年左右，国内新增用气人口及随后的天然气消费量增速均创局部新高**，其对应的是西气东输一线/陕京二线、西气东输二线/陕京三线/川气东送、中贵线/中缅线等干线官网建成投产。

参照国家能源局数据，2008、2009、2010年国内城市新增用气人口1977、2377、2478万人，假设城市新增用气人口占总新增用气人口的85%（2015年全国用气人口3.3亿人，其中城市用气人口2.85亿人），以此估算，当年全国新增用气人口合计2196、2641、2915万人，此对应2018-2020年国内燃气表更新需求。



图表 14: 国内城市新增用气人口、燃气消费增速与主要干线管网投产节点分析



资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

根据我们的测算, 预期 2018-2020 年, 国内新增用气人口及更新需求对应的用气人口合计约为 6097、6781、7175 万人, 对应 2019 及 2020 年燃气表需求增速为 11%、6%。

### 1.3 精准定位, NB 表时代龙头大有可为

#### 1.3.1 需求驱动、成本消化, NB-IoT 天然表预期加速渗透

燃气表进行着自机械模式燃气表向 IC 卡智能燃气表, 乃至物联网表更替的演变路径。据中国燃气网数据, 2017 年, 国内智能燃气用表销售份额已超 60%, 自 2011 年起, 年均提升比例约 3% 左右。机械膜式燃气表最为传统, 存在压损大、精度受机械磨损影响特点, 且需人工抄表。IC 卡表, 在机械膜式燃气表的基础上增加嵌入式软件及电子控制器、阀门及计数采样器, 具备预付费功能, 省去人工抄表流程。再向物联网表转变, 核心驱动因素则来自于燃气公司对于在线实时调价功能的确切需求。而 NB-IoT 技术聚焦于低功耗广覆盖 (LPWA) 物联网 (IoT) 市场, 具有低功耗、广覆盖、低成本、大容量等优势, 特别适用于远程抄表等应用场景, 是物联网表的技术应用趋势。

图表 15: 燃气用表自机械模式表向 IC 卡、物联网智能表更替演变



资料来源: 中国燃气网、公司公告, 国盛证券研究所

规模应用下，模组成本逐步降低，成为 NB-IoT 表加速渗透的催化剂。据中国联通最新招标消息，2018 年 12 月，NB-IoT 采购总量约 500 万片，入围企业报价基本均低于 25 元/片，此次采购总量约是 2017 年 10 月中国电信采购量的 10 倍，而无补贴单价亦相较降低 40 元/片左右，模组成本迅速降低。规模化应用下，NB 表模组成本持续降低并逐步接近 2G 物联网表，未来渗透速度有望加快。(NB 表与 2G 表成本差异主要来自通信模组)

图表 16: 三大运营商近期采购模组成本逐步降低

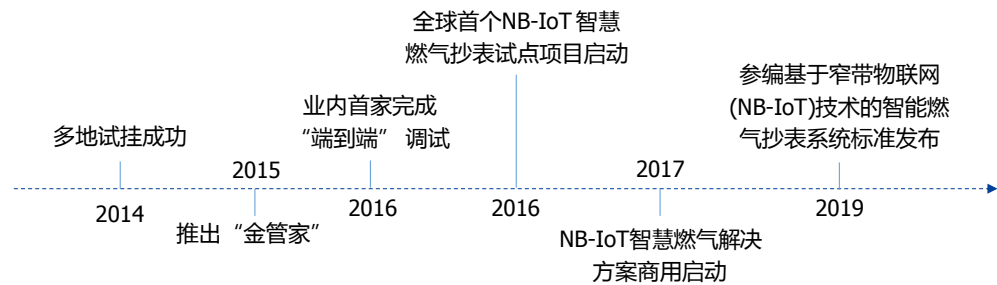
运营商	时间	采购内容
中国电信	2017.5	物联网发展政策恳谈会，中国电信拿出 2 亿元用于物联网 CAT1 单模产品和 NB-IoT 产品补贴，NB-IoT 补贴额为 20 元/模块。
	2017.10	中兴物联中标中国电信 NB-IoT 模组，总量 50 万片，单价 36 元/片。(补贴由 20 元提升至 30 元)
中国联通	2018.8	NB-IoT 模组招标，采购 300 万片，限价 35 元/片。
中国移动	2018.12	NB-IoT 模组集中采购，总量不超过 500 万片，报价基本均低于 25 元/片。

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

### 1.3.2 技术引领市场，龙头迎来放量高增长契机

公司率先在物联网燃气表领域展开布局。自上市起，公司便积极布局物联网表产品研发。2016 年 11 月，公司与深圳燃气、中国电信、华为签署《智慧“燃气”战略合作框架协议》，启动全球首个基于 NB-IoT 技术的智慧燃气抄表试点项目。2017 年 9 月，再次联合发布《NB-IoT 智慧城市解决方案白皮书》，宣布 NB-IoT 智慧燃气解决方案商用启动。2019 年 4 月，公司参编的《基于窄带物联网 (NB-IoT) 技术的智能燃气抄表系统》发布。

图表 17: 公司率先在物联网燃气表领域展开布局。

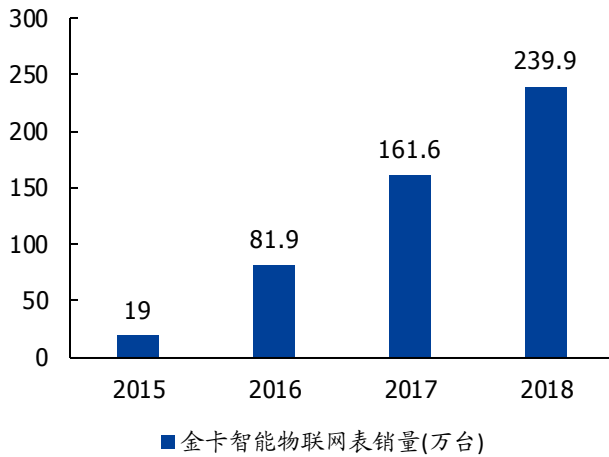


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**NB-IoT 表已规模放量，行业领先优势显著。**产品完善、居民用阶梯计价制度全面推行及国内城镇整体气化率提升作用下，公司智能物联网表迅速放量。2018 年，公司确认收入的智能物联网表近 240 万台，约为 2015 年销量的十二倍左右，其中 NB-IoT 表 53.8 万台。物联网表销售收入达 6.27 亿元，同比增长 42.81%。

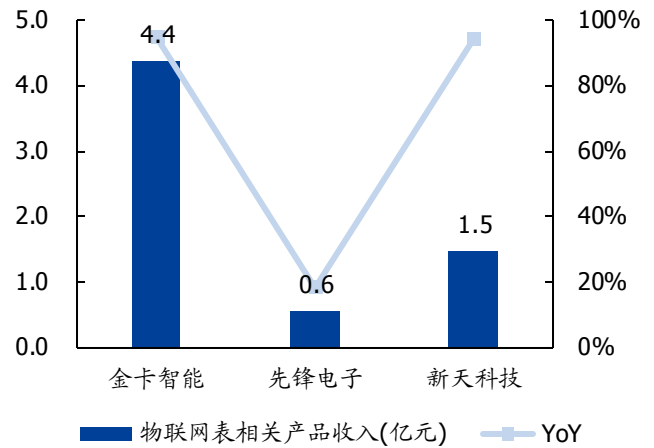
2017 年，先锋电子物联网表销售规模约公司 1/8；新天科技燃气表收入总量约 1.5 亿元，仅公司物联网表 1/3 规模。威星智能 2016 年物联网表收入约 435 万元，2017 年末才开始物联网表项目建设。

图表 18: 公司智能物联网表销量增长迅速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 主要公司物联网表相关产品收入及增速情况 (2017)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**渗透率提升预期下, NB-IoT 表需求释放将提升公司业绩弹性。**中国城市燃气协会统计数据, 近年国内民用燃气表需求约 3000 多万台。参照金卡智能、威星智能、新天科技等主要智能燃气表公司披露的出货量数据测算, 物联网表占比燃气表总销量约 10%, NB 表占比约 3%。随着下游成本端的降低, NB 表应用将加速渗透。假设未来两年年销售燃气表内 NB 表份额年均提升 10%, 则将带来 300 多万台 NB 表需求。NB 表单价价值较 IC 卡表提升约 40%, 需求放量将显著提升公司业绩弹性。

## 二、盈利预测与估值

预计 2019-2021 年净利润分别为 5.63、6.84、7.93 亿元, EPS 分别为 1.31、1.59、1.85 元, 对应当前股价 PE 分别为 16.5、13.6、11.7 倍。维持“增持”评级。

## 三、风险提示

**商誉减值风险。**目前, 公司商誉账面余额约 12.3 亿元, 其中 2016 年收购天信仪表产生 11.5 亿元商誉。若后续气化率提升速度降缓、行业竞争加剧, 导致天信仪表盈利能力下降, 则存在大幅计提商誉减值的风险。

**燃气气化率提升不及预期。**影响气化率水平的因素包括气源是否充足、和可替代能源的比较成本差额区间是否合理。若进口管道气、LNG 接受站建设进度不及预期, 则气源难以有效保障, 燃气气化率提升将受阻滞。此外, 若原油价格后续仍会回调, 则比较成本优势下, 原油消费将更受青睐。

**煤改气政策实施不及预期。**在气源不足情况下, 煤改气难大规模推进。优先保障民生主旨下, 煤改气政策推进强度或将减弱。则将直接降低新增用气户数。

**物联网燃气表行业竞争加剧。**虽然公司在 NB-IoT 燃气表领域处于领先地位, 但同行威星智能、新天科技、先锋电子等亦以展开相关技术布局。在下游需求持续释放催化下, 上游行业进入者将增加, 行业竞争预期将加剧, 业绩释放或不计预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com