

## Q3 营收恢复增长, 研发投入持续高增长

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布三季报, 2019年前三季度实现营收13.3亿元(-3.7%), 归母净利润3亿元(-14.4%), 扣非净利润2.6亿元(-14%), 其中, Q3实现营收5.3亿元(+7.2%), 归母净利润1.1亿元(-18.2%), 扣非净利润1亿元(-3.6%)。
- 受益物联网表渗透率提升, Q3 营收恢复增长。** 公司上半年营收8亿元, 下滑11.9%, 主要源于公司气体流量计销售收入同比下降超出预期, 但NB-IoT物联网智能燃气表及其软件系统需求正处于快速成长阶段, 带动Q3营收恢复增长。公司2019年前三季度实现毛利率47.3%(-1.6pp), 主要源于高毛利率气体流量计业务营收下滑。期间费用率27.9%(+1.7pp), 其中销售费用率为13.3%(-1.4pp), 管理费用率为14.6%(+3pp), 财务费用率为-0.04%(+0.04pp), 管理费用率提升主要源于研发费用率提升2.8pp至8.7%。
- 研发投入高增长, 服务国家能源互联网+战略。** 公司加强对物联网系统平台、超声波气体流量计量技术、智能水表等项目的研发力度, 2019年前三季度研发费用1.2亿元(+42.3%)。公司在提升IoT平台-能源云3.0系统性能的同时, 积极投入资源开发全新版本的能源云系统, 支持更高的并发处理能力、更快的响应速度、更可靠的性能表现, 为公司全面落地物联网战略提供核心系统平台支持。公司将超声波气体流量计量技术的国产化作为重点战略任务, 逐步实现高压、中压、低压领域的气体超声波流量计量产品全面自主研发, 提升国内气体流量计量技术水平。公司依托NB-IoT技术优势, 集成开发智能水表, 扩展公司物联网平台智能终端系列。
- 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2019-2021年EPS分别为1.03/1.16/1.28元, 对应PE分别为14倍、13倍、11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。

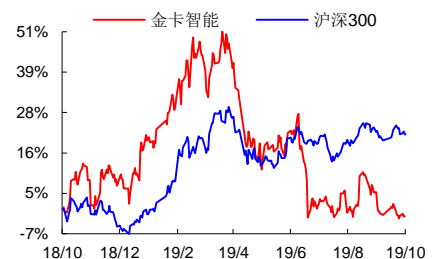
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2039.90	2058.42	2223.57	2378.19
增长率	20.88%	0.91%	8.02%	6.95%
归属母公司净利润(百万元)	498.06	444.05	496.38	549.33
增长率	43.06%	-10.84%	11.79%	10.67%
每股收益EPS(元)	1.16	1.03	1.16	1.28
净资产收益率ROE	14.11%	11.83%	12.12%	12.29%
PE	12	14	13	11
PB	1.77	1.66	1.52	1.39

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)	3.72
52周内股价区间(元)	14.38-22.91
总市值(亿元)	62.14
总资产(亿元)	46.83
每股净资产(元)	8.34

### 相关研究

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

**关键假设：**

1) 气体流量计业务受燃气企业开发工商业用户的步伐放缓, 以及 2018 年基数较高影响, 2019 年销量预计下降, 2020 年企稳回升。假设公司气体流量计业务 2019~2021 年销量增速分别为 -25%、0%、0%, 价格不变, 毛利率维持高位, 小幅下降, 分别为 62%、61%、60%。

2) 无线燃气表及系统软件业务受益物联网表渗透率提升, 保持较快增长, 增速逐步放缓, 假设 2019-2021 年无线燃气表及系统软件业务销量分别为 30%、15%、10%, 价格不变, 毛利率随着规模提升, 稳定提升, 分别为 41%、42%、43%。

3) IC 卡智能燃气表被物联网表部分替代, 销量下降。假设 2019-2021 年 IC 卡智能燃气表及系统软件业务销量增速分别为 -15%、-10%、-5%, 价格不变, 毛利率小幅下降, 分别为 44%、43%、42%。

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 1: 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	520	520	520
	同比	411.91%	11.73%	-25.00%	0.00%	0.00%
	成本	243	259	197	203	208
	毛利	377	434	322	317	312
	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	1,030
	同比	94.46%	42.81%	30.00%	15.00%	10.00%
	成本	269	392	481	543	587
	毛利	170	235	334	393	443
	毛利率	38.77%	37.44%	41.00%	42.00%	43.00%
IC 卡智能燃气表及系统软件	收入	342	334	284	255	242
	同比	15.85%	-2.44%	-15.00%	-10.00%	-5.00%
	成本	183	182	159	145	141
	毛利	159	151	125	110	102
	毛利率(%)	46.62%	45.39%	44.00%	43.00%	42.00%
GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软件	收入	98	151	125	110	102
	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

单位：百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	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
	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	216	257	295
	同比	61.59%	67.08%	15.37%	19.10%	14.62%
	成本	65	98	109	125	140
	毛利	47	89	107	132	155
	毛利率(%)	41.95%	47.75%	49.54%	51.41%	52.53%
合计	收入	1,688	2,040	2,058	2,224	2,378
	同比	97.55%	20.88%	0.91%	8.02%	6.95%
	成本	866	1,047	1,072	1,159	1,240
	毛利	822	993	987	1,064	1,138
	毛利率(%)	48.68%	48.68%	47.94%	47.86%	47.86%

数据来源：Wind, 西南证券

**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	2058.42	2223.57	2378.19	净利润	495.93	444.05	496.38	549.33
营业成本	1046.84	1071.65	1159.39	1240.03	折旧与摊销	44.07	50.93	53.96	56.43
营业税金及附加	22.82	22.75	24.67	26.36	财务费用	1.22	-1.61	-2.52	-3.53
销售费用	301.59	298.47	315.75	330.57	资产减值损失	13.96	15.00	15.00	15.00
管理费用	106.53	257.30	266.83	273.49	经营营运资本变动	-599.22	-8.91	-125.38	-84.26
财务费用	1.22	-1.61	-2.52	-3.53	其他	469.49	-64.86	-75.07	-84.99
资产减值损失	13.96	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>425.44</b>	<b>434.61</b>	<b>362.38</b>	<b>447.98</b>
投资收益	76.09	50.00	60.00	70.00	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	29.47	60.00	70.00
其他经营损益	0.00	80.00	80.00	80.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-485.48</b>	<b>9.47</b>	<b>40.00</b>	<b>50.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>585.03</b>	<b>524.85</b>	<b>584.45</b>	<b>646.27</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>576.71</b>	<b>524.85</b>	<b>584.45</b>	<b>646.27</b>	股权融资	21.86	0.00	0.00	0.00
所得税	80.78	80.80	88.06	96.94	支付股利	-47.71	-174.32	-155.42	-173.73
净利润	495.93	444.05	496.38	549.33	其他	35.34	0.51	2.52	3.53
少数股东损益	-2.13	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>9.11</b>	<b>-173.81</b>	<b>-152.90</b>	<b>-170.21</b>
归属母公司股东净利润	498.06	444.05	496.38	549.33	<b>现金流量净额</b>	<b>-49.87</b>	<b>270.28</b>	<b>249.47</b>	<b>327.78</b>
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	599.72	849.19	1176.97	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	934.98	1027.57	1085.48	1140.42	销售收入增长率	20.88%	0.91%	8.02%	6.95%
存货	258.00	323.55	328.83	359.50	营业利润增长率	44.19%	-10.29%	11.36%	10.58%
其他流动资产	1202.67	1083.51	1217.28	1285.23	净利润增长率	45.53%	-10.46%	11.79%	10.67%
长期股权投资	70.33	70.33	70.33	70.33	EBITDA 增长率	41.50%	-8.91%	10.75%	9.95%
投资性房地产	10.21	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	292.85	274.39	252.90	228.94	毛利率	48.68%	47.94%	47.86%	47.86%
无形资产和开发支出	1324.70	1312.55	1300.40	1288.26	三费率	20.07%	26.92%	26.09%	25.25%
其他非流动资产	140.78	140.46	140.14	139.81	净利率	24.31%	21.57%	22.32%	23.10%
<b>资产总计</b>	<b>4563.96</b>	<b>4832.08</b>	<b>5244.55</b>	<b>5689.46</b>	ROE	14.11%	11.83%	12.12%	12.29%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.87%	9.19%	9.46%	9.66%
应付和预收款项	682.78	716.06	772.83	826.92	ROIC	17.57%	14.00%	15.41%	16.59%
长期借款	0.57	0.57	0.57	0.57	EBITDA/销售收入	30.90%	27.89%	28.60%	29.40%
其他负债	364.94	361.60	376.34	391.56	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1048.29</b>	<b>1078.22</b>	<b>1149.73</b>	<b>1219.04</b>	总资产周转率	0.47	0.44	0.44	0.44
股本	429.32	429.32	429.32	429.32	固定资产周转率	8.11	8.58	9.59	11.06
资本公积	1794.11	1794.11	1794.11	1794.11	应收账款周转率	2.99	2.51	2.54	2.58
留存收益	1296.01	1565.73	1906.70	2282.29	存货周转率	3.38	3.66	3.53	3.58
归属母公司股东权益	3484.93	3753.85	4094.82	4470.41	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3515.67</b>	<b>3753.85</b>	<b>4094.82</b>	<b>4470.41</b>	资产负债率	22.97%	22.31%	21.92%	21.43%
负债和股东权益合计	4563.96	4832.08	5244.55	5689.46	带息债务/总负债	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
					流动比率	3.14	3.38	3.59	3.81
					速动比率	2.84	3.02	3.25	3.47
					股利支付率	9.58%	39.26%	31.31%	31.63%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.16	1.03	1.16	1.28
					每股净资产	8.19	8.74	9.54	10.41
					每股经营现金	0.99	1.01	0.84	1.04
					每股股利	0.11	0.41	0.36	0.40
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	630.32	574.18	635.89	699.17					
PE	12.48	14.00	12.52	11.32					
PB	1.77	1.66	1.52	1.39					
PS	3.05	3.02	2.80	2.61					
EV/EBITDA	9.07	9.54	8.23	7.01					
股息率	0.77%	2.80%	2.50%	2.79%					

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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@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
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn