

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 增持

公用事业领域物联网企业向龙头迈进

报告摘要:

技术需求和政策支撑共同促进智能表终端行业发展。我国水表的存量更新需求和增量需求总计约 9000 万台, 其中智能水表每年市场空间约 108 亿元。随着我国“一户一表”、“阶梯水价”、“强制检定”和“智慧城市”等的推动, 智能水表渗透率广阔的提升空间。市场格局分散, 未来每年行业增速有望达到 25% 以上。当前燃气表每年需求量约 4200 万台, 其中智能燃气表每年的市场空间约 100 亿元。

智能水表和工商业流量计稳健快速增长, 智慧农业打开新天地。公司智能水表包括 NB-IoT 和 Lora 智能水表为主的多产品线, 市占率最高, 增速超 30%。工商业智能流量计上海肯特并入后迅速成长, 3 年利润增长近 3 倍。今年上半年营收 YOY 21%, 净利润 2778.99 万元, YOY 72%。《国家节水行动方案》提出大力推进节水灌溉, 2020 年前每年发展高效节水灌溉面积 2000 万亩, 智慧农业市场空间广阔。2018 年公司智慧农业节水收入 3115.03 万元, 今年披露累计中标智慧农业项目 6659.64 万元。智慧农业将成为公司未来发展的潜在力量。

智能燃气表客户拓展激进, 大客户切入提升市占率。经近几年市场开发, 客户结构由地方性燃气公司逐步向大型燃气集团集中。已与几大燃气集团达成长期战略合作, 与中国最大的燃气集团华润燃气旗下近百家燃气公司进行业务合作。已积累华润燃气、港华燃气、昆仑燃气、华港燃气、新奥燃气、香港中华煤气、沈阳燃气、重庆燃气等众多优质客户。智能燃气表从 2014 年销售额 3764.62 万元增长至 2018 年 1.67 亿元, 增长近 5 倍, 发展迅速。

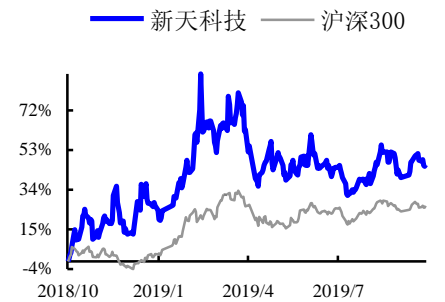
盈利预测: 预计 2019~2021 年营业收入 CAGR 33%; 归母净利润 CAGR 39%; EPS 分别为 0.19、0.26、0.34 元。对应 10 月 25 日收盘价的 PE 分别为 18.53、13.89、10.36 倍。业绩增长确定性强、估值低, 给予 2019 年 PE 30 倍或 2020 年 PE 20 倍, 调高至“买入”评级, 目标价 5.10~5.77 元/股, 股价上涨空间 43%~62%。

风险提示: 系统性风险, 产品中标不及预期。

股票数据 2019/10/25

6 个月目标价 (元)	5.10~5.77
收盘价 (元)	3.56
12 个月股价区间 (元)	2.38~4.70
总市值 (百万元)	4,185
总股本 (百万股)	1,176
A 股 (百万股)	1,176
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	5

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	0%	1%	43%
相对收益	0%	0%	21%

相关报告

《新天科技(300259): 盈利能力和营运能力持续优化》-20190901

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	745	855	1,142	1,509	1,997
(+/-)%	47.23%	14.82%	33.48%	32.20%	32.33%
归属母公司净利润	161	149	226	301	404
(+/-)%	52.86%	-7.37%	51.51%	33.38%	34.09%
每股收益 (元)	0.14	0.13	0.19	0.26	0.34
市盈率	69.75	21.76	18.53	13.89	10.36
市净率	6.04	1.68	1.94	1.70	1.46
净资产收益率 (%)	8.67%	7.72%	10.48%	12.26%	14.12%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	534	1,176	1,176	1,176	1,176

证券分析师: 孙树明

执业证书编号: S0550518010001

010-58034574 sunsm@nesc.cn

目 录

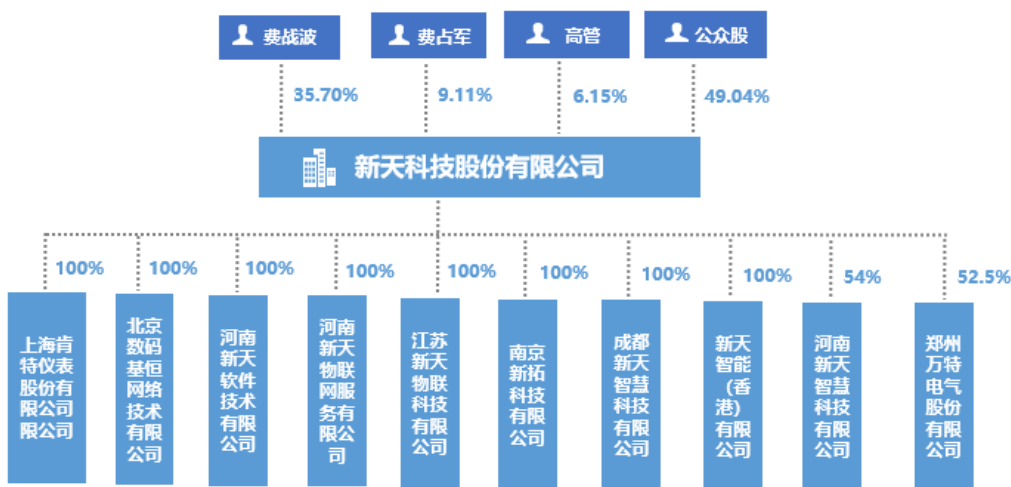
1. 公用事业领域物联网终端一流企业，重回高增长趋势.....	3
2. 各产品线共同发力，正在向领域龙头迈进.....	9
2.1. 技术需求和政策支撑共同促进智能表终端行业发展.....	9
2.2. 围绕公用事业领域，涵盖包含五大产品线的物联网终端及系统.....	10
2.3. 智能水表和工商业流量计稳健快速增长，智慧农业打开新天地.....	13
2.3.1. 民用智能水表渗透率不断提升.....	13
2.3.2. 工商业智能流量计需求空间广阔.....	17
2.3.3. 智慧农业打开新天地.....	19
2.4. 智能燃气表客户拓展激进，或将逐步超越行业增长.....	20
2.5. 电力仿真实训系统及软件阵痛修复，业绩重回向上趋势.....	22
3. 盈利预测.....	23
4. 风险提示.....	24
4.1. 系统性风险.....	24
4.2. 行业风险.....	24
4.3. 公司经营风险.....	24

1. 公用事业领域物联网终端一流企业，重回高速增长趋势

新天科技成立于 2000 年，是一家专业从事物联网智慧能源解决方案的高新技术企业，公司于 2011 年在深交所创业板挂牌上市。业务涵盖智慧水务、智慧燃气、智慧农业节水、智慧热力节能、物联网智能计量表、应用管理软件以及互联网云平台服务等。产品被广泛应用于自来水公司、供热公司、燃气公司、电力公司、水利局、农业局以及大型工矿企业等，产品销往全国三十多个省市自治区，并远销印度、俄罗斯、土耳其、澳大利亚、迪拜等十几个国家。

公司实控人为费占波先生和费占军先生兄弟，共持股 44.81%；费占波先生为公司董事长，持股 35.70%；费占军先生担任公司非独立董事，持股 9.11%。除实控人外，公司高管持股总计 6.15%；其中王钧先生担任公司非独立董事，持股 5.00%。董事长费占波先生在电磁测量领域具有较深的造诣。其于 1988 年毕业于重庆大学电磁测量技术专业，获学士学位；1991 年毕业于上海大学电磁测量及仪器专业，获硕士学位。先后荣获河南工业创新优秀奖，郑州高新区“创新贡献奖”，河南省科技创新先进个人，河南十大科技英才，2012 全国电子信息行业企业家优秀奖，五一劳动奖章称号等荣誉。费占波先生于 2000~2010 年担任公司董事长和总经理并任技术总监，2010 年 5 月至今担任公司董事长。

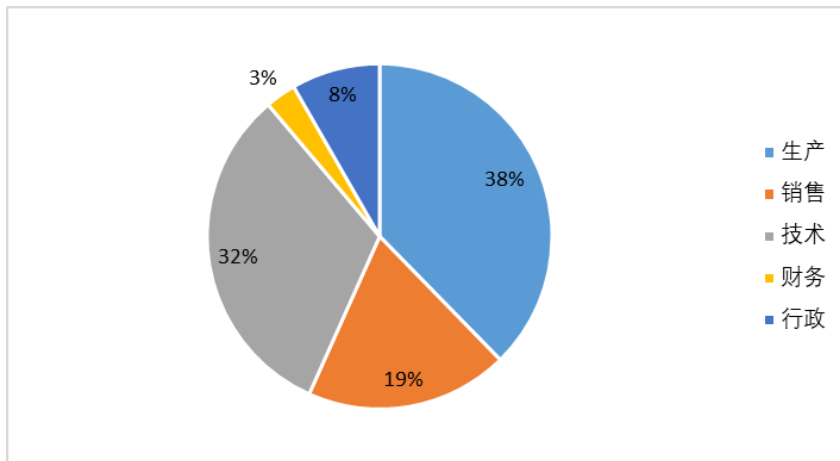
图 1: 公司股东结构



数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

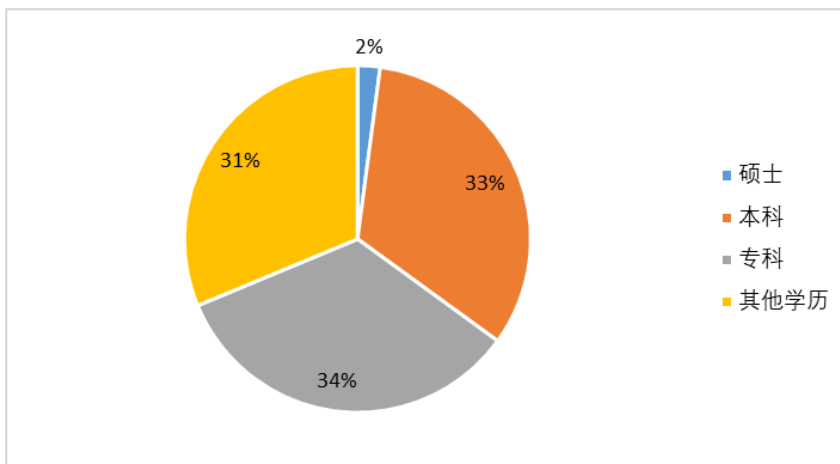
公司是典型的研发、生产、销售一体的高新技术企业，各方面并重。2018 年，公司共有员工 1529 人，其中本科以上占比约 35%，生产人员占比 38%，技术人员占比 32%，销售人员占比 19%。公司人均创收 2016 年以来稳步提升，2018 年人均创收达到 55.94 万元；人均创利略有波动，2018 年人均创利 9.75 万元。在人均创收人均创利方面，仍然具有较大的提升空间，并在今年开始逐步显现。

图 2: 员工专业构成(2018)



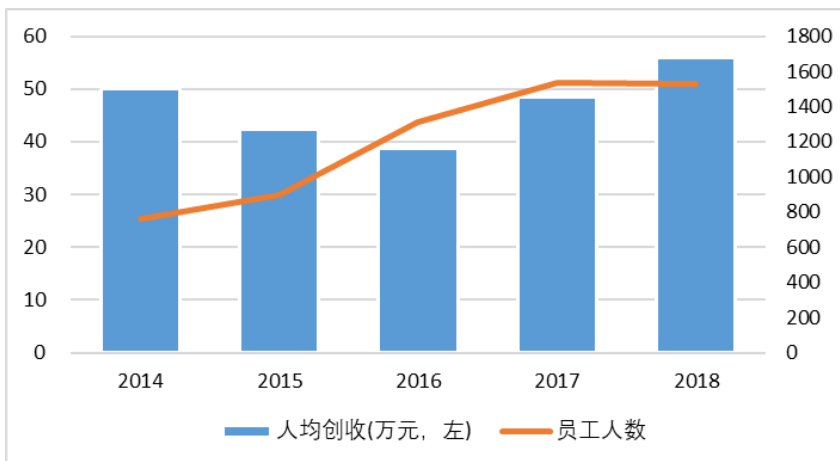
数据来源: 东北证券, 公司年报, 公司公告

图 3: 员工学历构成(2018)



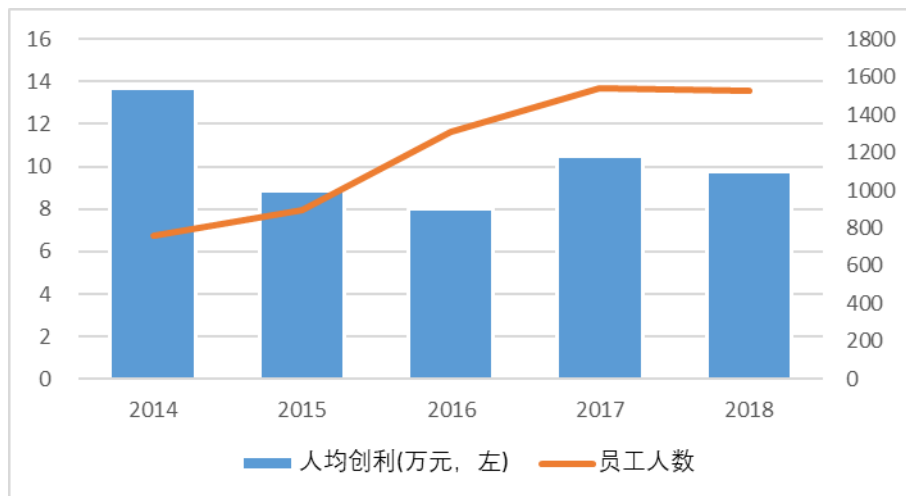
数据来源: 东北证券, 公司年报, 公司公告

图 4: 人均创收 2016 年以来稳步提升



数据来源: 东北证券, 公司年报, 公司公告

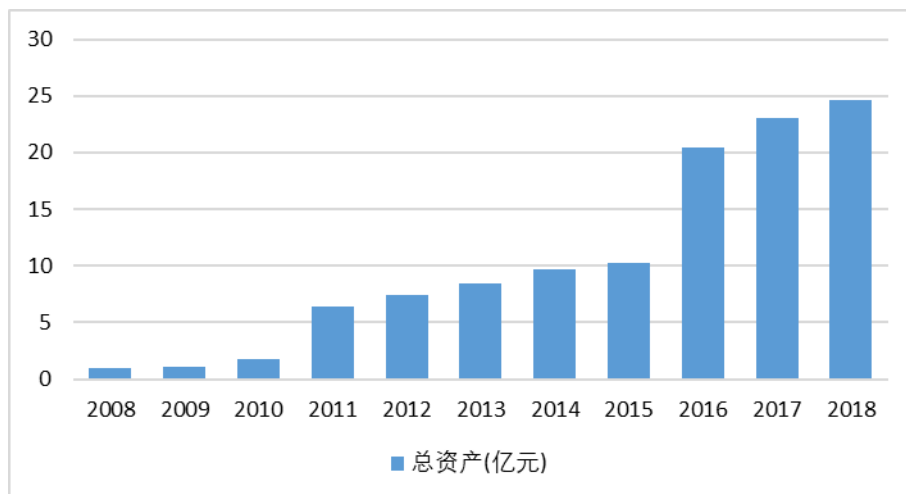
图 5: 人均创利略有波动



数据来源: 东北证券, 公司年报, 公司公告

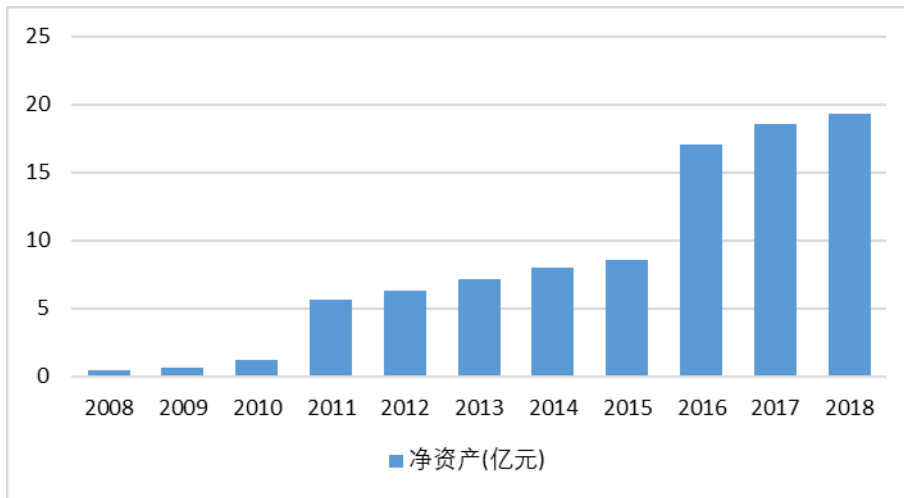
公司发展十分稳健。2008 年以来, 总资产规模从 2008 年的 1.00 亿元增长至 2018 年的 24.69 亿元, 十年增长 24 倍; 净资产规模从 2008 年的 0.47 亿元增长至 2018 年的 19.30 亿元, 十年增长 40 倍。2011 年上市以来, 公司资产负债率始终维持低位。2018 年, 公司资产负债率 19.39%。

图 6: 公司总资产十年增长 24 倍



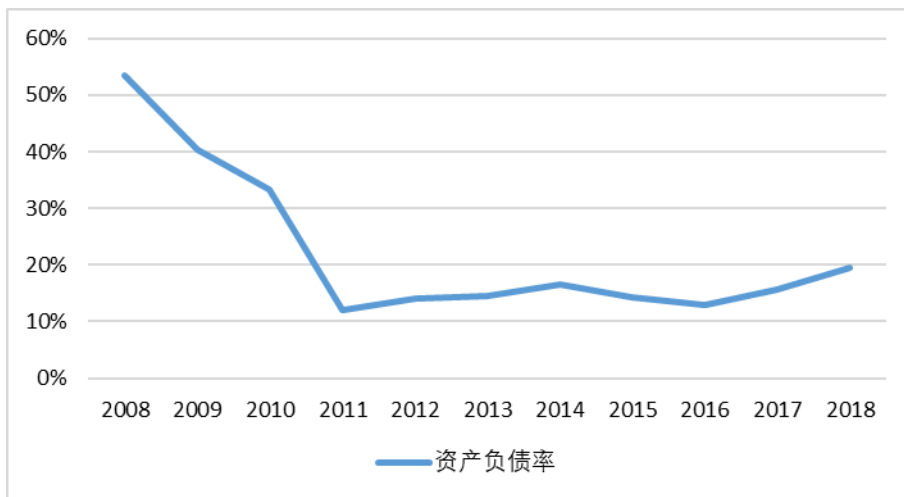
数据来源: 东北证券, 公司年报, 公司公告

图 7: 公司净资产十年增长 40 倍



数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

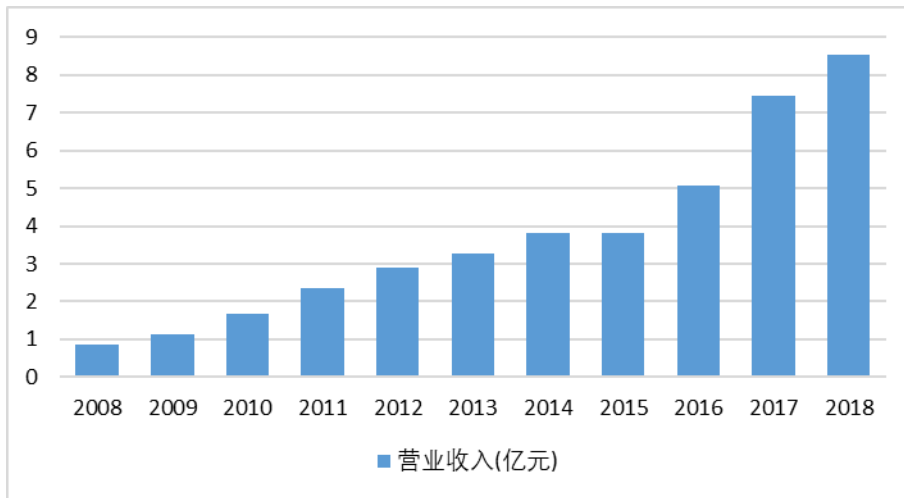
图 8: 2011 年上市以来资产负债率始终维持低位



数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

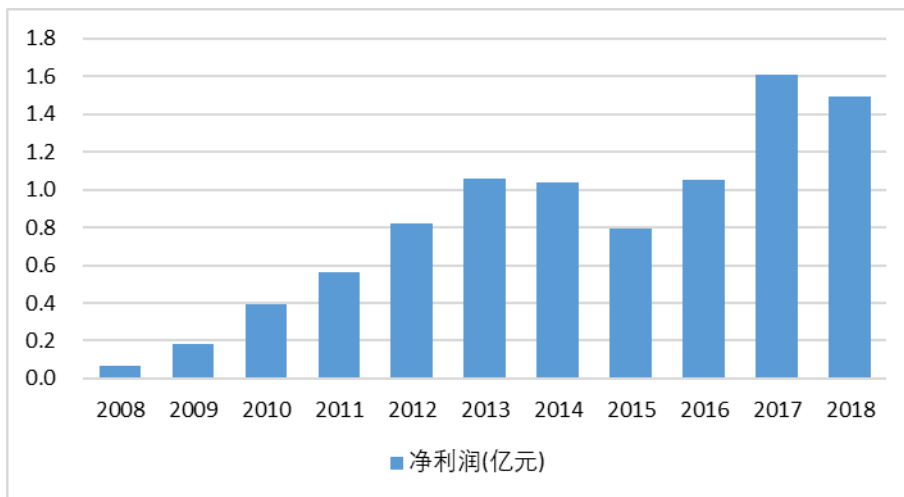
营业收入规模从 2008 年的 0.85 亿元增长至 2018 年的 8.55 亿元，十年增长 9 倍，复合增长率约 26%；净利润规模从 2008 年的 0.07 亿元增长至 2018 年的 1.50 亿元，十年增长 21 倍，复合增长率约 36%。

图 9: 公司营业收入十年复合增长率 26%



数据来源: 东北证券, 公司年报, 公司公告

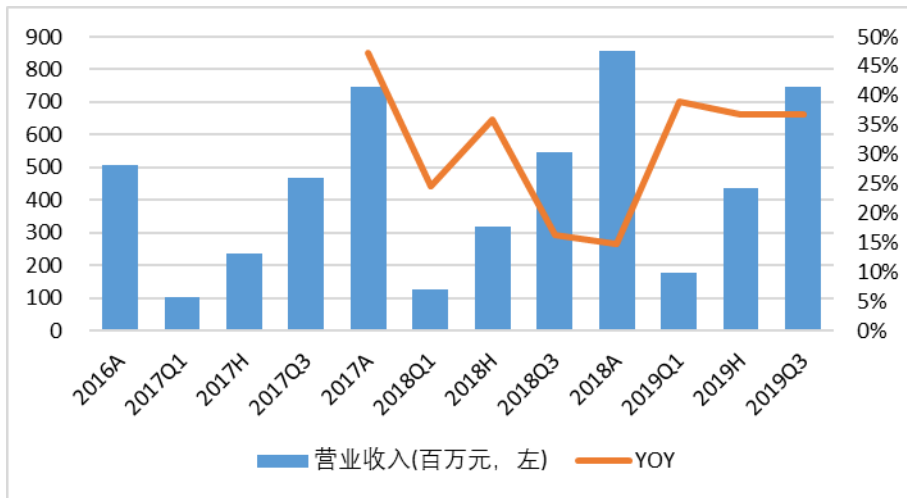
图 10: 公司净利润十年复合增长率 36%



数据来源: 东北证券, 公司年报, 公司公告

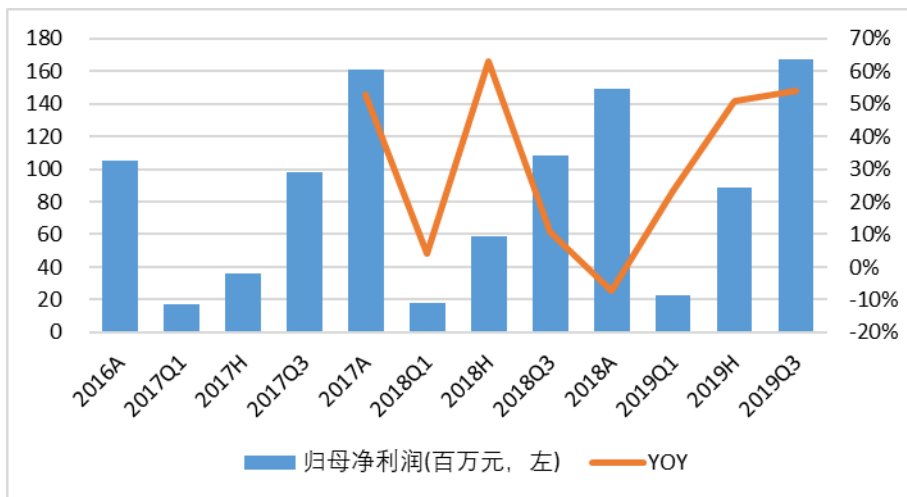
2018 年, 公司营业收入同比增长 14.82%, 较 2017 年有所趋缓。今年以来, 公司营业外收入重回高速增长趋势, 今年第一季度、上半年、前三季度营业收入分别同比增长 39.04%、36.74%、36.90%。利润方面, 2018 年全年实现归母净利润 1.50 亿元, 较 2017 年下降 7.37%。今年以来, 归母净利润重回向上趋势, 且增长较快。今年第一季度、上半年、前三季度归母净利润分别同比增长 23.44%、50.83%、53.83%。今年前三季度实现进利润 1.69 亿元, 已经超过去年全年利润水平。

图 11: 今年以来营收重回高增长趋势



数据来源: 东北证券, 公司年报, 公司公告

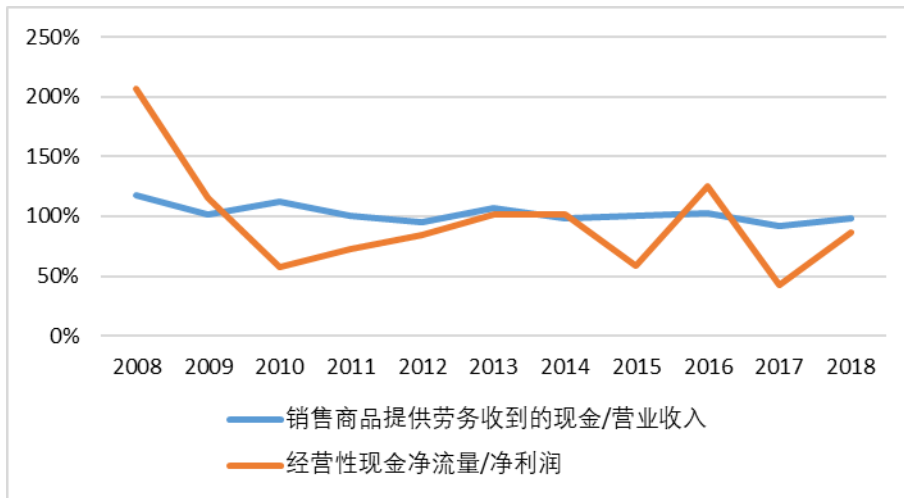
图 12: 今年以来净利润重回向上趋势



数据来源: 东北证券, 公司年报, 公司公告

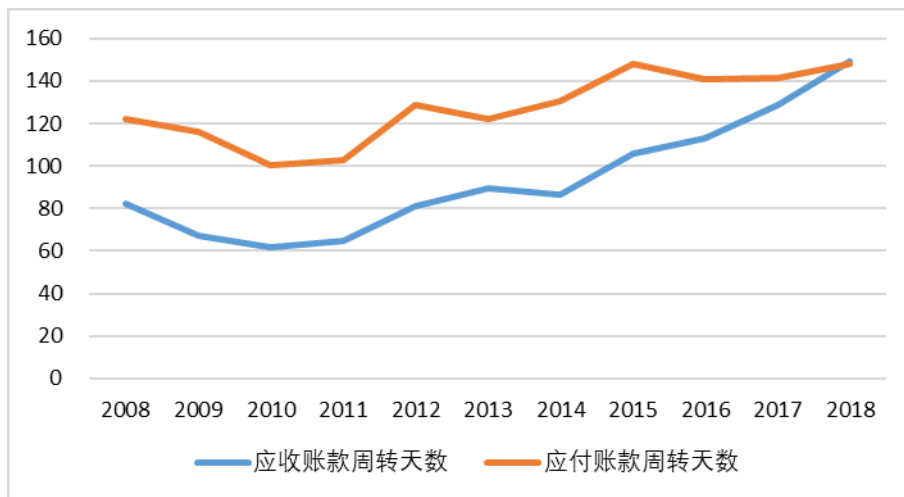
公司经营性现金流质量良好。上市以来, 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入稳定处于 99% 上下, 这说明公司形成的销售基本能够当年回款。上市以来, 经营性现金净流量/净利润平均水平为 84%, 仅 2015 年和 2017 年两年略低, 分别为 59% 和 43%, 其余年份均处于 70% 以上。这说明公司产生的净利润绝大部分均形成现金流入。2018 年应收账款周转天数 149 天, 应付账款周转天数 148 天。从公司应收账款周转天数也能得出上述相同结论。公司应收账款周转天数和应付账款周转天数有所提升, 但整体均处于 5 个月以内, 上下游关系非常健康。很容易理解, 公司下游客户以水务公司、水务局、燃气公司、电力公司等公用事业单位为主, 下游客户资金充裕, 因此对于产品供应商拖账欠账现象极少发生。

图 13: 现金流质量良好



数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

图 14: 应收账款周转天数和应付账款周转天数均处于 5 个月以内



数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

2. 各产品线共同发力，正在向领域龙头迈进

2.1. 技术需求和政策支撑共同促进智能表终端行业发展

目前我国存量计量表主要以普通机械式计量表为主，其次是 IC 卡智能表，虽然 IC 卡智能表一定程度上解决了抄表难的问题，但已无法满足当今时代对信息化建设和数字化运营的需求，物联网智能表集计量与数据采集功能于一体，实现了企业、设备、人的信息畅通，更好地服务于公用事业企业经营的需求，近几年，物联网智能表发展迅猛，未来，物联网智能表将逐步替代 IC 卡智能表及传统的机械表。

从“中国制造 2025”到“互联网+”，都离不开物联网的支撑，我国物联网市场的需求不断被激发，物联网产业呈现出蓬勃生机，物联网发展已进入快车道，工信部《关于全面推进移动物联网（NB-IoT）建设发展的通知》提出，推广 NB-IoT 在公共服

务领域的应用，推进智慧城市建设。以水、电、气表智能计量等领域为切入点，加快发展 NB-IoT 在城市公共服务和公共管理中的应用，物联网行业的发展带动物联网智能计量表蓬勃发展。目前，三大运营商已完成近 100 万 NB-IoT 基站部署，NB 网络覆盖越来越广泛，进一步促进智能表的推广和应用。

表 1: 公用事业领域智能终端相关政策

序号	发布时间	发出部门	文件名称
1	2015.3.15	中共中央国务院	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》
2	2015.5.27	农业部等 8 部门	《全国农业可持续发展规划 (2015—2030 年)》
3	2015.7.4	国务院	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》
4	2015.7.6	国家发改委、国家能源局	《关于促进智能电网发展的指导意见》
5	2015.8.10	国务院办公厅	《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》
6	2015.9.2	国家发改委	《关于加快配电网建设改造的指导意见》
7	2016.10.17	国务院	《全国农业现代化规划 (2016—2020 年)》
8	2016.11.29	国务院	《国务院关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》
9	2016.12.12	工信部、财务部	《智能制造发展规划 (2016-2020 年)》
10	2016.12.24	国家发改委	《天然气发展“十三五”规划》
11	2016.12.26	国家发改委、国家能源局	《能源发展“十三五”规划》
12	2016.12.27	国家发改委、水利部、城建部	《水利改革发展“十三五”规划》
13	2016.3.22	国家能源局	《2016 年能源工作指导意见》
14	2016.6.11	国务院办公厅	《关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作的指导意见》
15	2017.1	住房城乡建设部	《城镇供水管网分区计量管理工作指南——供水管网漏损管控体系构建(试行)》
16	2017.1.23	国家发改委、国家能源局、国土资源部	《地热能开发利用“十三五”规划》
17	2017.1.26	水利部等 5 部门	《“十三五”新增 1 亿亩高效节水灌溉面积实施方案》
18	2017.6.17	工信部办公厅	《关于全面推进移动物联网 (NB-IoT) 建设发展的通知》
19	2017.6.20	国家发改委	《关于加强配气价格监管的指导意见》
20	2017.6.23	国家发改委等 13 部门	《加快推进天然气利用的意见》
21	2017.9.19	国家发改委	《关于北方地区清洁供暖价格政策的意见》
22	2018.06.22	国家发改委	《关于加大力度推进农业水价综合改革工作的通知》
23	2018.06.27	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》
24	2018.06.29	国家发改委	《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》
25	2018.10.26 修订	全国人大常委会	《中华人民共和国节约能源法》
26	2018.11.15	河南省政府	《关于实施四水同治加快推进新时代水利现代化的意见》
27	2018.2.24	水利部	《深化农田水利改革的指导意见》
28	2018.2.26	国家能源局	《2018 年能源工作指导意见》
29	2019.04.03	河南省政府办公厅	《河南省四水同治 2019 年度工作方案》
30	2019.05.16	国务院办公厅	《数字乡村发展战略纲要》

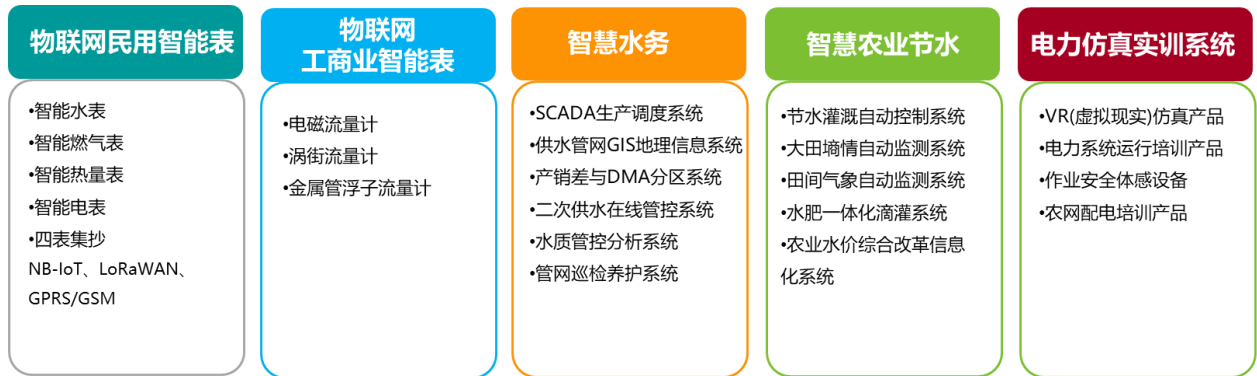
数据来源：东北证券，政府网站、行业协会等

2.2. 围绕公用事业领域，涵盖包含五大产品线的物联网终端及系统

公司主要产品涵盖物联网民用智能表、物联网工业智能表、智慧水务、智慧农业节

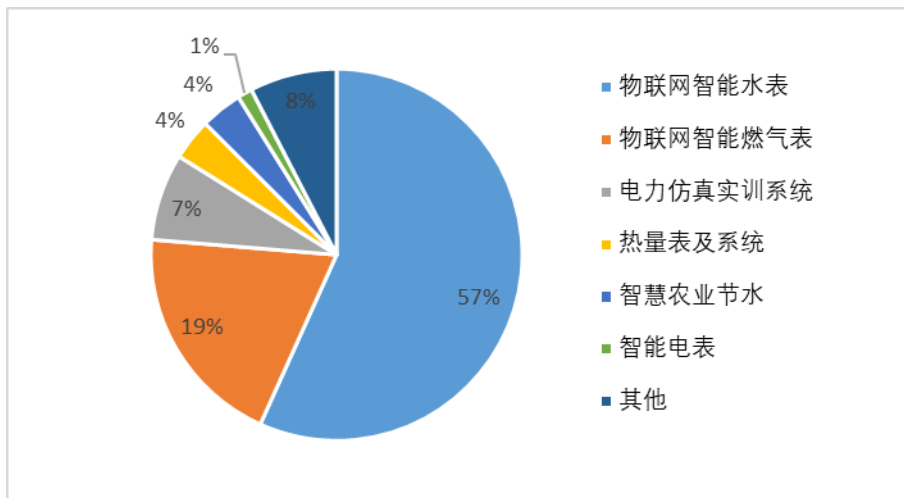
水、电力仿真实训系统五大板块。2018 年年报显示，公司约 57% 收入来源于物联网智能水表，约 20% 的收入来源于物联网智能燃气表，这两项构成公司约 76% 的营业收入。其它营业收入来源于热量表、智能电表和电力仿真实训系统、智慧农业节水等。其中，智慧农业节水增长迅速，在 2018 年形成收入 0.31 亿元，计入单独披露的业务板块。公司毛利率略有波动，但基本稳定，三年以来单季度毛利率处于 44%~54% 区间。今年前三季度公司综合毛利率 48.80%。

图 15: 公司主要产品



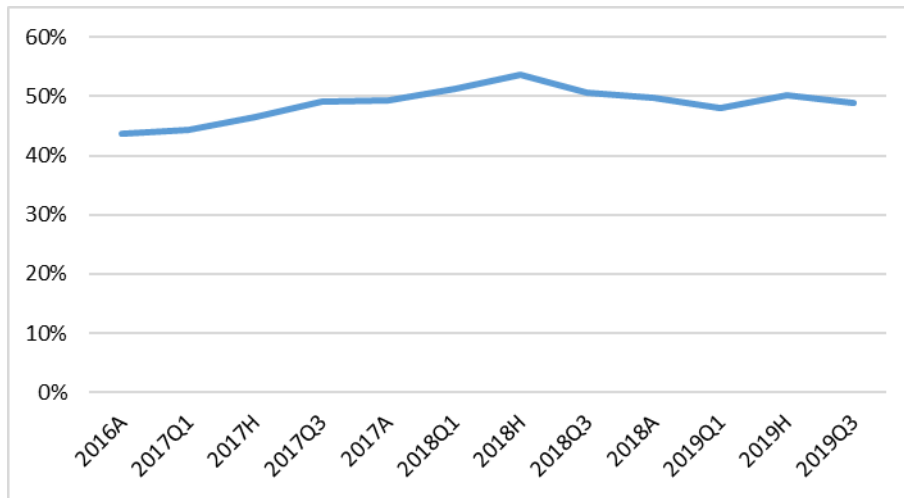
数据来源：东北证券，公司定期报告，公司公告

图 16: 物联网智能水表和燃气表营收占比约 76%



数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

图 17: 公司产品综合毛利率基本稳定

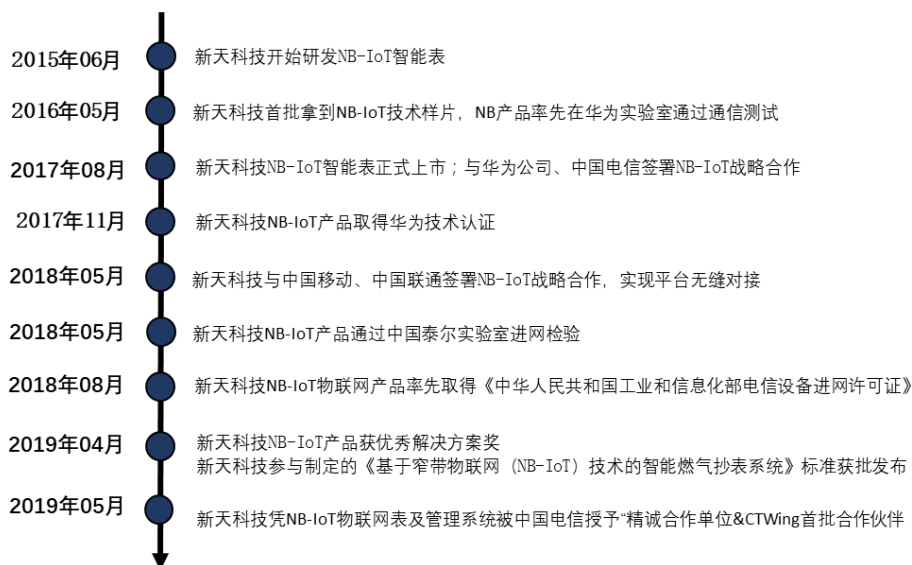


数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

随着物联网行业的发展，公司相继成功研发出 LoRa 无线扩频物联网远程智能抄表系统、GSM/GPRS 物联网远程智能抄表系统以及目前技术最先进的 NB-IoT 物联网智能抄表系统。凭借公司强大的技术创新能力和应用新技术的能力，公司被工业和信息化部认定为“国家技术创新示范企业”，被国家发改委、科技部、财政部、海关总署、国家税务总局联合认定为“国家企业技术中心”。

在 NB-IoT 物联网终端领域，公司 2015 年即开始进行自主研发，并于 2016 年行业率先在华为实验室通过测试。2017 年，公司 NB-IoT 智能表正式上市，并于与华为、中国电信进行战略合作，当年公司 NB-IoT 产品取得华为技术认证。2018 年，公司与中国移动、中国联通开展战略合作，实现产品与平台的无缝对接，当年公司产品率先取得工信部电信设备进网许可。

图 18: 公司 NB-IoT 物联网终端技术行业领先



数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

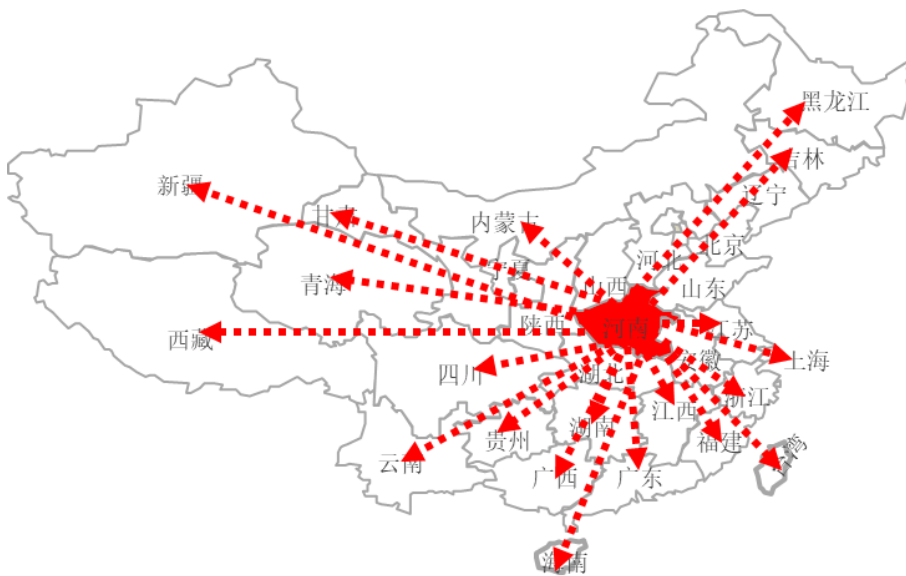
图 19: 公司 NB-IoT 物联网终端检测报告、技术认证、进网许可



数据来源: 东北证券, 公司年报, 公司公告

公司产品销售至全国 30 多个省、直辖市、自治区, 并出口尼日利亚、迪拜、土耳其、蒙古、印尼、印度、伊朗等近二十个国家, NB-IoT 表计已在肯尼亚、南非、斯里兰卡、泰国、柬埔寨、沙特等国家测试, 同时在意大利、德国、西班牙、葡萄牙等多地成功上线, 并成为国内首家 NB 表计在欧洲商用现网入网的厂家。

图 20: 公司产品销往全国 30 多个省、直辖市、自治区



数据来源: 东北证券, 公司年报, 公司公告

2.3. 智能水表和工商业流量计稳健快速增长, 智慧农业打开新天地

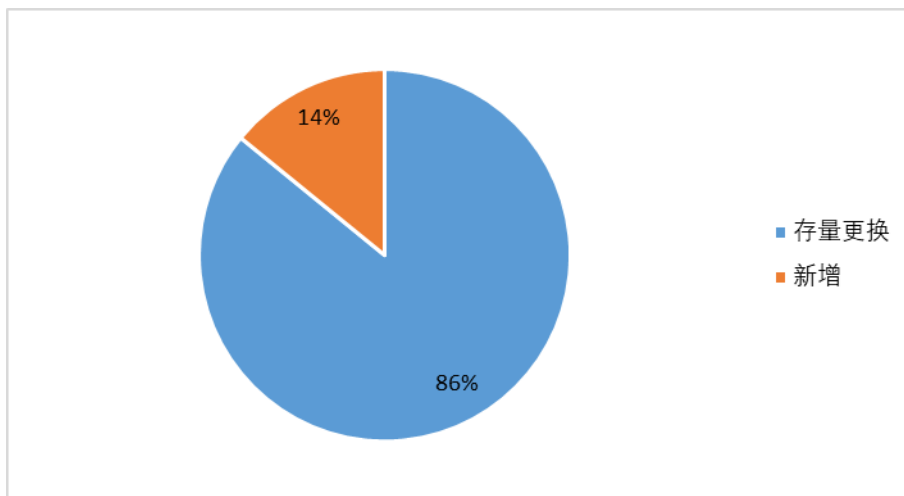
2.3.1. 民用智能水表渗透率不断提升

国内智能表行业经多年发展, 研发不断投入, 核心技术已处于国际领先水平。由于

国外产品在国内推广价格高，技术无优势等瓶颈，国外竞争者并无明显优势。国外企业在国内民用智能水表市场份额不大，国内智能水表市场基本被国内企业占据。

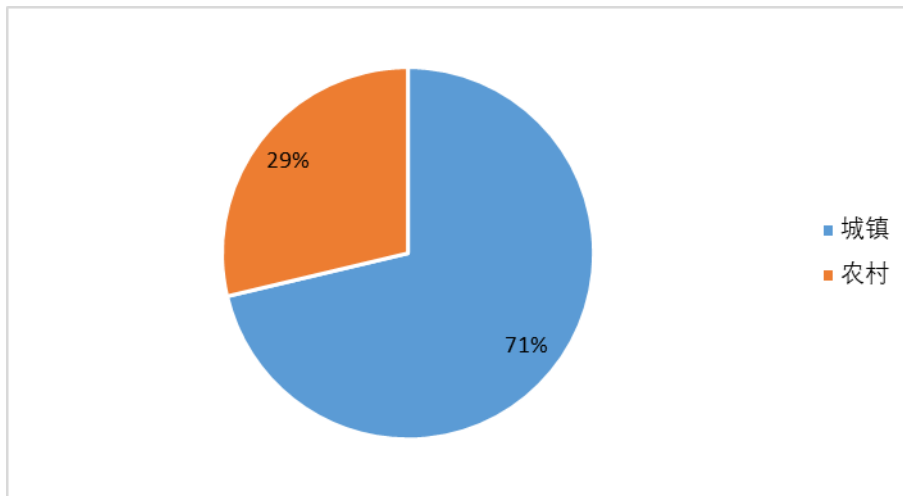
智能远传水表行业市场需求可分为存量需求和增量需求两部分。存量需求部分是指现有机械水表及预付费水表换装智能远传水表的需求。2018 年末总人口为 13.9 亿万人，常住人口城镇化率达到 59.58%。根据国家卫生计生委发布的《中国家庭发展报告(2015)》，我国家庭户平均规模为 3.02 人，其中城镇家庭户平均规模为 2.84 人，农村家庭户平均规模为 3.14 人。由此计算，我国城镇家庭约为 2.9 亿户，农村家庭约为 1.8 亿户。依据城镇“一户一表”工程的要求，我国城镇共需 2.9 亿台水表。到去年底，我国已建成 1100 多万处农村供水工程，全国农村集中供水率达到 86%，自来水普及率达 81%，则农村共需 1.5 亿台水表。由此计算得出我国共需 4.4 亿台水表。根据我国《冷水水表检定规程》的要求，标准口径 25mm 及以下的水表使用期限一般不超过 6 年，按照每 6 年更新周期估算，每年需要更新约 7300 万台水表。增量需求部分是指由新竣工房屋带来的需求。2016 年我国住宅房屋竣工面积为 9.4 亿平方米，按照每户平均面积 80 平方米估算，年需求 1200 万台水表。另外，农村新增自来水表按 500 万台估算，得出我国水表的存量更新需求和增量需求总计约 9000 万台。随着我国“一户一表”、“阶梯水价”、“强制检定”和“智慧城市”等的推动，智能水表渗透率右广阔的提升空间。

图 21: 全国水表存量更换和新增需求结构



数据来源：东北证券研究所测算，国家统计局，中国计量协会

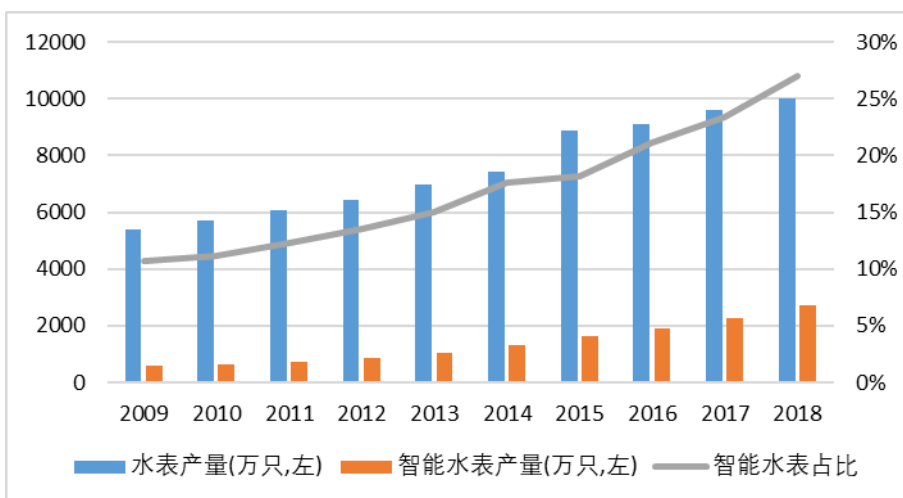
图 22: 全国水表城镇和农村需求结构



数据来源: 东北证券研究所测算, 国家统计局, 中国计量协会

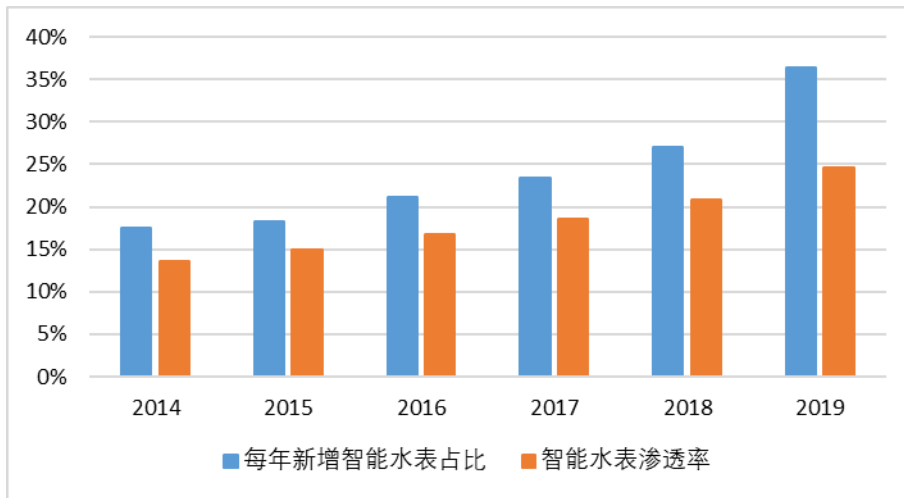
2010-2018 年, 国内每年智能水表市场渗透率由约 11% 提高至约 27%, 市场需求由约 640 万只增长至约 2700 万只, 年均复合增长率约 20%。2018 年全国水表产量 1 亿只, 其中智能水表占比达到约 27%。我们预计, 到 2019 年底智能水表渗透率大约 25%, 较智能气表 50%、智能电表 90% 的渗透率处于较低水平。造成这一因素的主要原因是下游自来水公司较为分散且各自为政, 市场集中度明显低于燃气、电力行业, 从而造成智能水表推广速度较慢。然而, 近年来随着智能水表技术进步以及成本降低, 大型自来水公司智能水表采购速度显著提升, 智能水表市场正迎来风口。根据《水表行业“十三五”发展规划纲要》, “十三五”期间智能水表销售收入占全部水表销售比例达到 40%, 即对应智能水表销量将大约 3600 万台, 每年市场空间约 108 亿元。智能水表市场格局分散, 未来每年行业增速有望达到 25% 以上, 大规模企业将受益最大, 并将取得超越行业平均水平的增长。

图 23: 全国水表产量及智能水表占比



数据来源: 东北证券, 国家统计局, 中国计量协会等

图 24: 年新增智能水表占比和智能水表渗透率估计



数据来源: 东北证券研究所测算, 国家统计局, 中国计量协会

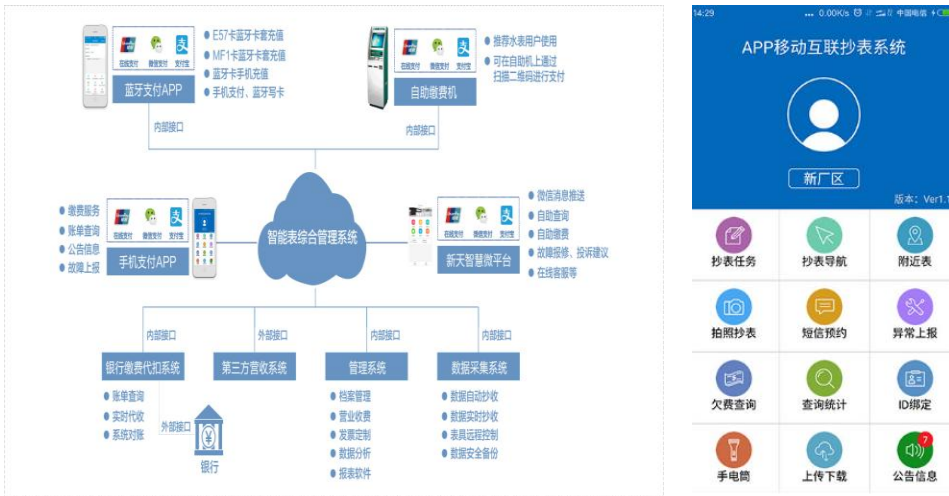
公司智能水表涵盖类型全面, 包括 NB-IoT 智能水表和 Lora 智能水表为主的多产品线, 能够满足不同客户需求。除智能水表终端外, 公司还相继成功研发出 LoRa 无线扩频物联网远程智能抄表系统、GSM/GPRS 物联网远程智能抄表系统以及目前技术最先进的 NB-IoT 物联网智能抄表系统。

图 25: 公司智能水表产品类型



数据来源: 东北证券, 公司网站

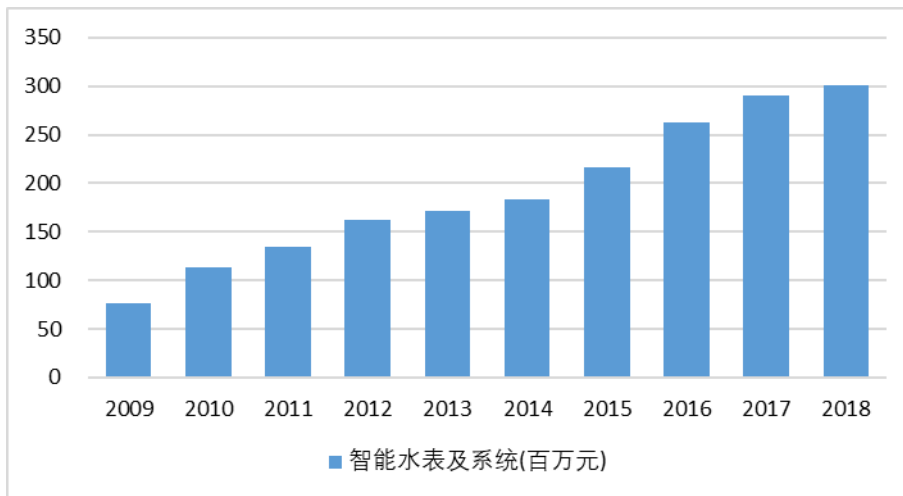
图 26: 公司智能表综合管理系统及手机 APP



数据来源: 东北证券, 公司网站

十年以来, 公司智能水表及系统营业收入持续正增长。2018 年实现营业收入 3.01 亿元。公司作为行业龙头企业, 智能水表的市占率仍然很低, 具有较大的成长空间。

图 27: 公司智能水表及系统营业收入



数据来源: 东北证券, 公司年报, 公司公告

2.3.2. 工商业智能流量计需求空间广阔

中国是世界上缺水的国家之一, 人均水资源量不足 300m^3 , 仅为世界平均水平的 $1/30$ 。工商业智能流量计的主要作用是为企业客户提供管网监测等, 利用大口径水表进行官网水流量监测数据, 并上传至系统平台。优化供水管网运行、对供水管网实施科学管理, 并通过实施主动的管网漏失控制措施以进一步提高供水效率, 有效地减少供水管网物理漏损(如管道破坏)和商业漏损(如人情水, 偷盗水)这两大影响供水效率的关键要素。另外, 国内供水管网规划一般较为超前, 造成了管道实际运行的流速大大低于其设计流速。随着国内供水企业 DMA(管网分区计量)的逐步实施, 设置 DMA 的一个重要目的就是分区内的夜间最小流量的精确监控与分析。流量

计不得不面临着较日间供水时更低的流速。有的供水企业其大部分管道夜间最小流量均低于 0.1m/s，极端情况还会出现 0.05m/s 以下的流速，这就要求流量计具备低流速精确计量的性能。

公司工商业智能流量计经营实体为上海肯特。上海肯特是专业从事流量仪表的研发、制造、销售及服务的的高新技术企业，拥有 19 项专利，其中 3 项为发明专利，拥有 13 项软件著作权。主要产品有智能电磁流量计、智能涡街流量传感器、V 锥流量传感器、智能金属管浮子流量计、智能时差式超声波流量计、能源计量管理系统等。上海肯特产品广泛应用于市政供水、水利及水资源监测、环保、能源监控、工业过程控制等领域，上海肯特在电磁流量仪表细分市场处于行业领先地位。针对工商大客户管理和服务的特點，依托云计算、移动应用等最新技术，为工商业大客户用水的计量、管理、监控、分析而设计的一套系统。工作人员可以在水司调度中心远程监测全市供水管网的压力及流量情况，及时发现和预测供水不足、供水过量、漏水、偷水、计量失误、爆管事故等故障的发生。

图 28: 上海肯特工商业智能流量计



数据来源：东北证券，公司网站

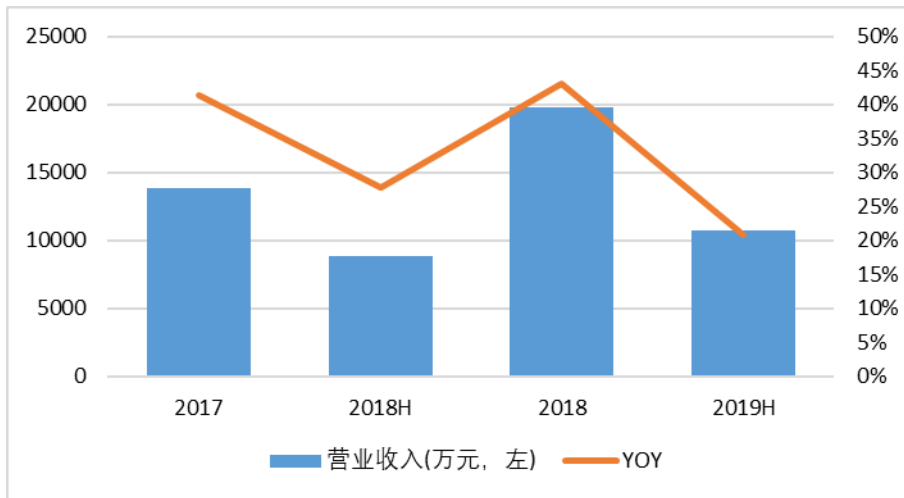
图 29: 上海肯特管网漏损管理系统



数据来源：东北证券，公司网站

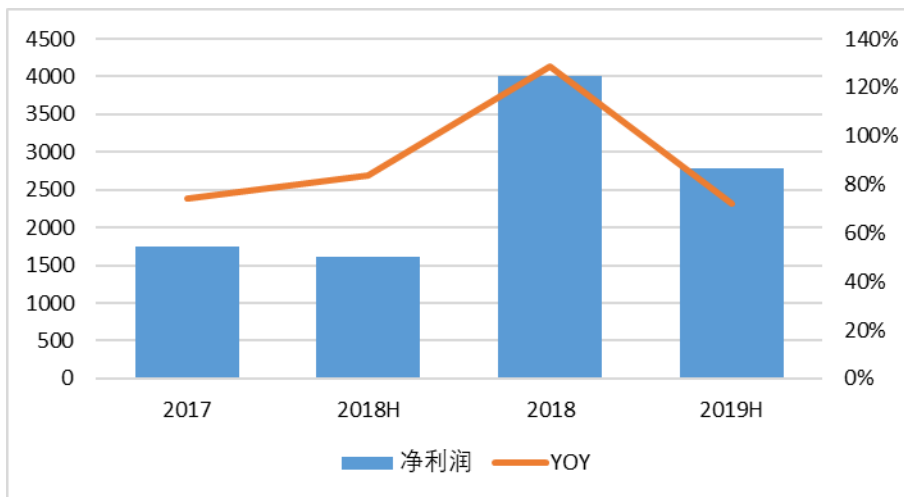
上海肯特是公司经过两次收购并入上市公司的企业。在并购之前，上海肯特 2016 年全年实现营收 9801.14 万元，实现净利润 1006.11 万元。并入上市公司后，上海肯特迅速成长，2018 年全年实现营收 1.98 亿元，实现净利润 4008.35 万元，利润增长接近 3 倍。今年上半年，上海肯特实现营业收入 1.07 亿元，同比增长 21%，实现净利润 2778.99 万元，同比增长 72%。

图 30: 上海肯特收入稳健增长



数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

图 31: 上海肯特净利润增长迅速



数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

2.3.3. 智慧农业打开新天地

水资源短缺、水资源浪费已严重制约着我国农村经济的发展，是干旱地区农民贫困的重要原因之一，成为制约农业可持续发展的“瓶颈”，推广适合我国国情的农业节水灌溉技术势在必行，灌溉用水自动化、数字化管理必将是未来的一个发展趋势。近年来，国家高度重视水利建设工作，党中央、国务院作出加快水利改革发展一系列决策部署，提出以水资源高效利用为重点的战略目标，要加快构建现代农业综合节水体系。公司积极响应国家产业政策并把握农业节水带来的市场机会，在原有业务的基础上利用公司在智慧节水领域的领先优势延伸拓展智慧农业节水领域，经过近两年的市场推广，公司智慧农业节水产品已在市场需求较大的区域内蒙、新疆、甘肃等地树立了多个示范标杆项目。

智慧农业项目市场空间广阔，预计每年智慧农业节水自动化系统市场空间约 150 亿

元。基于农业节水是政府主导推动改造的项目且有专项资金支持，根据国家发改委、水利部联合发布的《国家节水行动方案》中提出，要大力推进节水灌溉，2020年前，每年发展高效节水灌溉面积 2000 万亩、水肥一体化面积 2000 万亩。到 2022 年，创建 150 个节水型灌区和 100 个节水农业示范区。农业灌溉水有效利用系数提高到 0.55 以上，全国用水总量控制在 6700 亿立方米以内。另外，要加快推进农村生活节水，加强农村生活用水设施，在有条件的地区推动计量收费。到 2035 年，形成健全的节水政策法规体系和标准体系，全国用水总量控制在 7000 亿立方米以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平。

公司智慧农业系统自动采集大田温度、湿度、光照、土壤酸碱度等环境信息，进行数据分析，自动实施远程灌溉、定量灌溉、使灌溉水利用系数有原来的 40% 提高到 85% 以上，打造智能、节水、生态、高效的“e 灌区”，打破传统的靠“感觉+经验”的农田灌溉模式，大大提高了水资源的灌溉利用率。并为农产品的电子商务、质量安全追溯、配方施肥等建设奠定基础，加快推进智慧农业的转型升级。应用对象主要为大中小灌区、农场、农业示范基地、高尔夫球场、果园、公共绿地等。

图 32: 公司智慧农业系统



数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

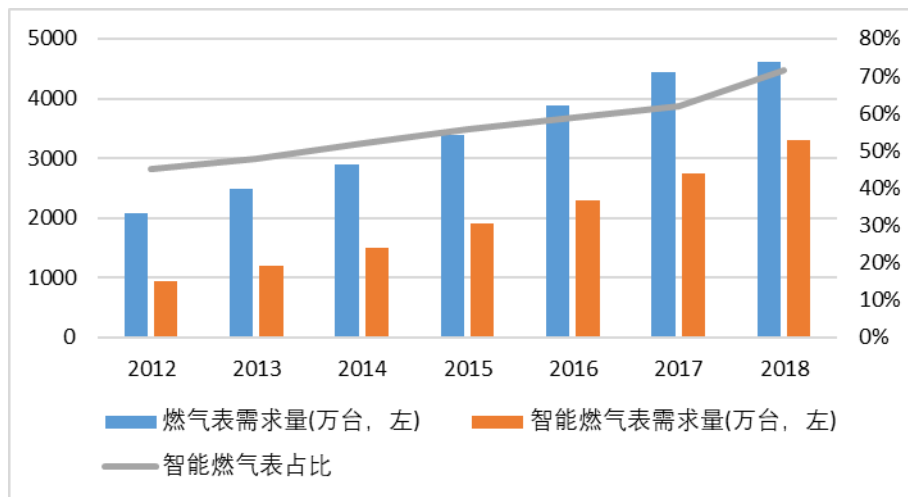
2018 年公司智慧农业节水实现收入 3115.03 万元，首次进行分产品披露。今年四月，公司披露累计中标智慧农业节水项目合计 4356.31 万元，中标额已超过公司 2018 年全年智慧农业节水销售额，验证了公司在物联网、智慧农业节水领域的综合实力，上述项目的顺利实施将提升公司在新疆、内蒙等区域高效节水领域的市场占有率和影响力。今年九月，中标新疆生产建设兵团第十三师井电双控(国有有机井)建设项目，中标金额 2303.33 万元。公司披露累计中标智慧农业项目 6659.64 万元。

此外，公司和京蓝科技、大禹节水、新疆天业等公司签署战略合作协议，加强双方在智慧农业、智慧水利领域相关产品的拓展和研究，共同打造农业物联网、水利物联网产业生态圈，扩大市场占有率。公司将为合作项目提供完善的智慧农业节水物联网解决方案。

2.4. 智能燃气表客户拓展激进，或将逐步超越行业增长

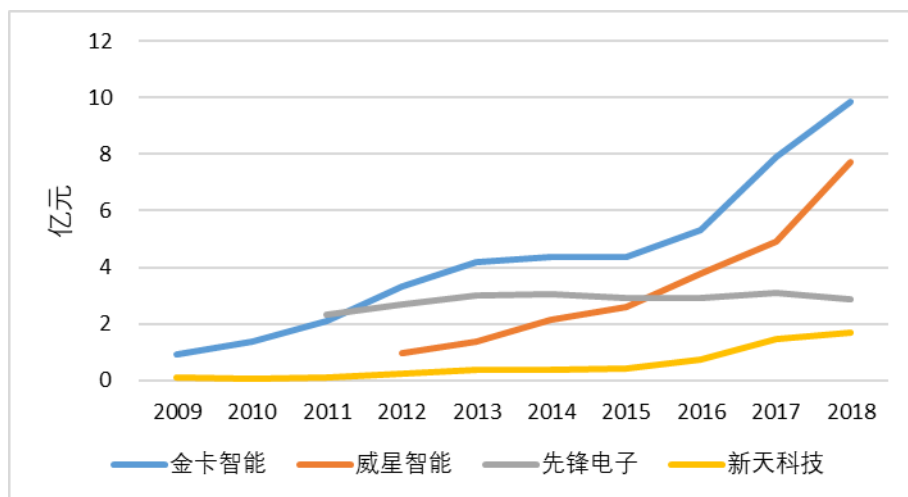
《加快推进天然气利用的意见》提出，逐步将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一，到 2020 年，天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到 10% 左右，地下储气库形成有效工作气量 148 亿立方米。到 2030 年，力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到 15% 左右，地下储气库形成有效工作气量 350 亿立方米以上。结合国际能源消费格局和我国的天然气发展规划，未来，我国天然气消费仍将保持较快的增长速度，随着城市人口的增加和消费结构的升级，人们越来越注重环保和生活品质，燃气信息化管理将会呈现出广阔的应用前景，将为公司智能燃气表业务带来更加广阔的市场空间。燃气表市场空间也存在更换和新增两种需求来源。存量更换方面，燃气表更换周期为 10 年，每年更换量约 3000 万台；新增量每年约 1200 万台；我们估算每年燃气表整体需求量约 4200 万台。据智研咨询统计数据，2018 年我国燃气表需求量约 4600 万台，智能燃气表需求量 3302 万台，占比 71.57%。我们估算智能燃气表每年市场空间约 100 亿元。

图 33: 公司智能燃气表营业收入快速增长



数据来源：东北证券，智研咨询

图 34: 几家重要智能燃气表企业收入比较

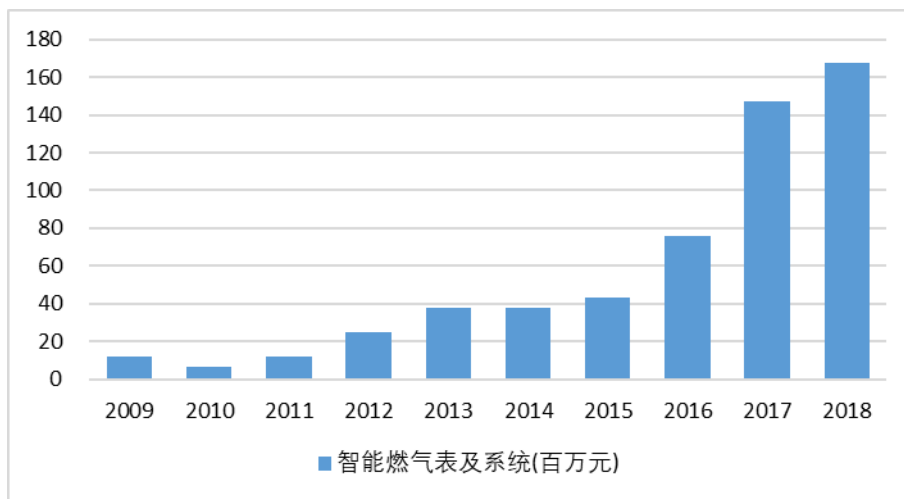


数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

大客户的切入大大提升公司智能燃气表市场占有率。公司智能燃气表业务经过近几年的市场开发，客户结构由原来的地方性燃气公司逐步向大型的燃气集团集中。公司已与几大燃气集团达成了长期战略业务合作，其中，与中国最大的燃气集团华润燃气旗下近百家燃气公司进行了业务合作，与香港中华煤气及港华燃气进行了业务合作。在北方“煤改气”工程中公司智能燃气表得到了大批量的应用。公司已积累华润燃气、港华燃气、昆仑燃气、华港燃气、新奥燃气、沈阳燃气、重庆燃气等众多优质客户。

公司智能燃气表从 2014 年销售额 3764.62 万元增长至 2018 年销售额 1.67 亿元，增长近 5 倍，且自 2016 年开始进入加速发展阶段，近两年持续保持着较高的发展速度，业务规模增长迅速，品牌知名度得到了大幅提升。基于公司智能燃气表的技术实力和品牌知名度，公司相继主导了《住宅远传抄表系统》、《切断型膜式燃气表》、《无线远传膜式燃气表》等多项国内行业标准的制定工作，今年四月份，公司参与编制的《基于窄带物联网(NB-IoT)技术的智能燃气抄表系统》标准也已正式发布。

图 35: 公司智能燃气表营业收入快速增长



数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

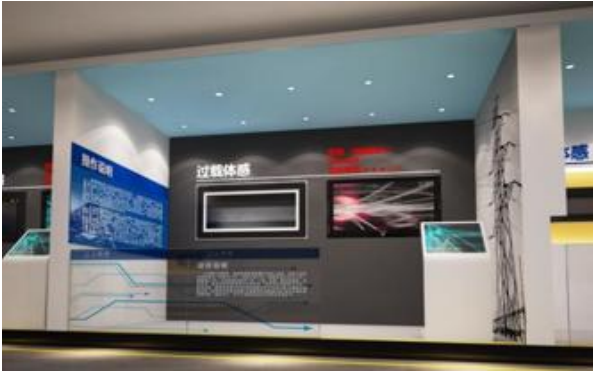
2.5. 电力仿真实训系统及软件阵痛修复，业绩重回向上趋势

2016 年公司作价 1.05 亿元收购新三板公司万特电气 52.5% 的股权，万特电气是国内电力培训系统细分领域的龙头企业，市场占有率约为 70%-80%。产品利用当前先进的全息技术和 VR 技术与体感产品有机结合，更加真实、震撼地展示安全事故，使学员通过视觉，听觉，触觉等亲身体验和感受模拟生产环境中的真实案例。公司已开发人体触电体感设备、高空坠物打击体感设备、倒杆体感设备、跨步电压体感设备、过载体感设备、VR 体感项目、全息体感项目等 30 多个项目，在国家电网、南方电网、高等院校广泛应用。在国家电网的 26 个省级培训中心、各地市级培训中心、县级培训中心，南方电网 5 个省级培训中心、各地市级培训中心、县级培训中心，国家电网技术学院和各高等院校均形成公司客户。

万特电气经营情况与电网投资密切相关，2015~2016 年万特电气净利润维持约 10%

增长，2017~2018 年，万特电气受电网投资下降影响利润不及预期，发生资产减值。今年上半年，万特电气半年利润大幅扭亏。今年上半年，万特电气营业收入 2970.78 万元，同比增长 98.3%；净利润 615.48 万元，去年同期亏损 636.69 万元，去年全年盈利 957.84 万元。

图 36: 万特电气过载体感设备



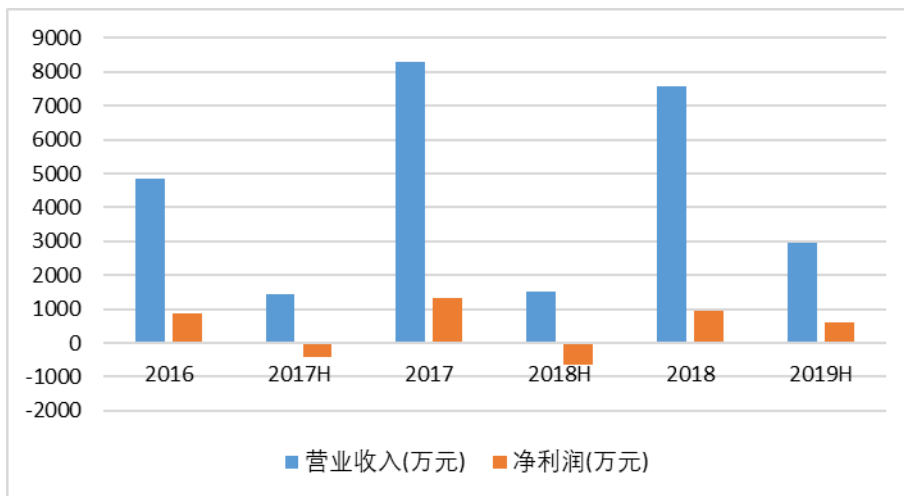
数据来源：东北证券，公司网站

图 37: 万特电气跨步电压体感设备



数据来源：东北证券，公司网站

图 38: 万特电气上半年经营大幅好转



数据来源：东北证券，公司年报，公司公告

3. 盈利预测

预计公司 2019~2021 年营业收入分别为 11.42、15.09、19.97 亿元，CAGR 32.7%；归母净利润分别为 2.26、3.01、4.04 亿元，CAGR 39.4%；EPS 分别为 0.19、0.26、0.34 元。

公司业绩增长确定性强、估值较低，给予公司 2019 年 PE 30 倍或 2020 年 PE 20 倍，调高至“买入”评级，合理市值处于 60.2~67.8 亿元，目标价 5.10~5.77 元/股，股价上涨空间 43%~62%。

4. 风险提示

4.1. 系统性风险

当前宏观经济环境复杂、国际国内面临的挑战加剧，对资本市场冲击幅度大、频次多，上证指数、创业板指波动率显著提升，公司股价受大盘影响在所难免。

4.2. 行业风险

由于受国家产业政策的推动，智能表市场需求未来将会强劲增长，智能表产品不仅价格比较高，毛利率也远远高于普通机械表，智能表产品的高毛利率水平未来也会吸引更多的厂家进入该行业，未来市场竞争将会更加激烈。尽管公司在技术、品牌、质量、营销、成本控制等方面具备较强的市场竞争力，但如果后期公司不能持续提升技术水平、增强创新能力、加强成本控制、提高公司产品的议价能力，会导致公司产品毛利率有可能下降的风险。

4.3. 公司经营风险

公司的经营规模和业务范围不断扩大，人员持续扩充，组织结构和管理体系日益复杂，这对公司管理层的管理水平及驾驭经营风险的能力提出了更高的要求。如果公司管理水平不能及时提高，组织模式和管理制度未能随着公司规模扩大而及时调整、完善，各类专业人员不能及时到位并胜任工作，存在因公司快速成长而产生的管理风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	347	393	573	820	净利润	157	230	307	411
交易性金融资产	21	21	21	21	资产减值准备	25	23	26	35
应收款项	388	626	827	1,094	折旧及摊销	37	38	41	43
存货	223	272	361	480	公允价值变动损失	-2	0	0	0
其他流动资产	792	803	818	838	财务费用	1	1	0	0
流动资产合计	1,772	2,114	2,599	3,253	投资损失	-25	-29	-29	-29
可供出售金融资产	32	32	32	32	运营资本变动	-55	-183	-147	-195
长期投资净额	46	46	46	46	其他	-4	-17	-17	-17
固定资产	328	322	313	303	经营活动净现金流量	135	63	181	248
无形资产	69	68	67	65	投资活动净现金流量	23	-1	-1	-1
商誉	93	80	67	54	融资活动净现金流量	-126	-16	0	0
非流动资产合计	697	705	711	715	企业自由现金流	160	351	392	544
资产总计	2,469	2,819	3,311	3,969					
短期借款	16	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	193	244	324	432		2018A	2019E	2020E	2021E
预收款项	40	54	71	94	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.13	0.19	0.26	0.34
流动负债合计	443	563	748	994	每股净资产 (元)	1.64	1.83	2.09	2.43
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.11	0.05	0.15	0.21
其他长期负债	36	36	36	36	成长性指标				
长期负债合计	36	36	36	36	营业收入增长率	14.82%	33.48%	32.20%	32.33%
负债合计	479	599	784	1,031	净利润增长率	-7.37%	51.51%	33.38%	34.09%
归属于母公司股东权益合计	1,930	2,156	2,458	2,862	盈利能力指标				
少数股东权益	60	64	69	76	毛利率	49.87%	48.31%	48.03%	47.74%
负债和股东权益总计	2,469	2,819	3,311	3,969	净利率	17.43%	19.79%	19.96%	20.23%
					运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	156.01	200.00	200.00	200.00
					存货周转率 (次)	168.00	168.00	168.00	168.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	19.39%	21.26%	23.68%	25.97%
					流动比率	4.00	3.75	3.48	3.27
					速动比率	3.49	3.26	2.98	2.77
					费用率指标				
					销售费用率	18.55%	17.74%	17.00%	16.00%
					管理费用率	7.49%	5.00%	5.00%	5.00%
					财务费用率	-0.33%	-0.18%	-0.22%	-0.24%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	21.76	18.53	13.89	10.36
					P/B (倍)	1.68	1.94	1.70	1.46
					P/S (倍)	4.89	3.67	2.77	2.10
					净资产收益率	7.72%	10.48%	12.26%	14.12%

资料来源：东北证券

分析师简介:

孙树明, 清华大学电机系硕士, 2015年加入东北证券研究所。三年电力行业工作经验, 两年电力设备新能源行业研究经验, 两年通信行业研究经验。2016年电力设备行业水晶球第二名。目前任通信行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qjian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	==
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn