

金卡智能 (300349)

国内天然气流量计龙头，NB表爆发推动业绩持续增长

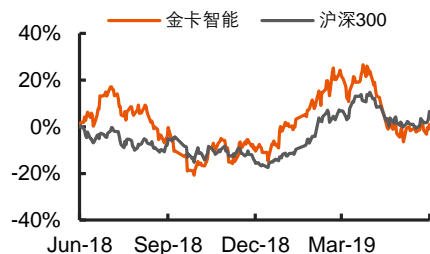
推荐 (首次)

现价: 17.76 元

主要数据

行业	机械
公司网址	www.china-goldcard.com
大股东/持股	浙江金卡高科技/21.53%
实际控制人	杨斌
总股本(百万股)	429
流通 A 股(百万股)	369
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	76.22
流通 A 股市值(亿元)	65.59
每股净资产(元)	8.36
资产负债率(%)	23.5

行情走势图



证券分析师

胡小禹 投资咨询资格编号
S1060518090003
021-38643531
HUXIAOYU298@PINGAN.COM.CN

研究助理

吴文成 一般从业资格编号
S1060117080013
021-20667267
WUWENCHENG128@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 金卡智能是国内天然气流量计龙头，民用燃气表和工商业气体流量计市占率分别达 8% 和 37%。公司实控人为杨斌和施正余（合计持股 38.18%），主要产品包括 IC 卡表、无线表（以 2G 表和 NB 表为主）、工商业气体流量计（子公司天信生产）、应用软件及云服务（子公司北京银证和易联云提供）。公司历史业绩表现亮眼，收入自 2009 年的 0.99 亿元增加至 2018 年的 20.40 亿元，增长约 20 倍；归母净利润由 2009 年的 0.16 亿元增加至 2018 年的 4.98 亿元，增长约 30 倍。2018 年，公司无线表收入同比增长 42.81%，成为业绩增长最强动力。近年来公司受益于收购天信、煤改气工程以及成本管控水平提升，盈利能力持续提升，毛利率由 2015 年的 38.47% 提升到 2018 年的 48.68%。
- 煤改气空间巨大，天然气消费量持续增长。公司主要产品核心驱动力是天然气消费量的增长。我们认为，在环保等政策的刺激下，2019-2021 年煤改气工程比 2018 年乐观，有望在长三角、汾渭平原等地区重点展开。预计我国 2018-2022 年天然气消费量 CAGR 约为 13.05%，带动燃气表（2018-2022 年 CAGR 约 10.88%）和工商业流量计稳健增长（2018-2022 年 CAGR 约 9.35%）。
- 民用 NB 表业务爆发，提升公司整体市占率。近年来，NB 表行业爆发，全国销量从 2017 年的 10 万台增加至 2018 年的 80 万台左右。公司拥有先发优势、技术优势、平台优势等，是国内 NB 表龙头，2018 年市场份额约 70%。未来几年，随着 NB 表渗透率提升，公司 NB 表延续高速增长趋势（2019 年预计增长超 3 倍），进而提升公司在燃气表行业中的市占率。
- 多业务齐头并进，协同效应凸显。1) 子公司天信仪表主营工商业气体流量计，与金卡在供应链管理、营销渠道、技术研发等方面具有良好的协同效应，有望跟随行业稳步增长。2) 子公司北京银证主营物联网平台及软件开发业务，子公司易联云主要为公用事业企业提供云服务。物联网平台和云服务业务一方面提高了客户黏性，促进了公司无线表销量的增长，另一方面有效增厚了公司业绩。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1688	2040	2410	2881	3458
YoY(%)	97.5	20.9	18.1	19.6	20.0
净利润(百万元)	348	498	584	693	827
YoY(%)	297.4	43.1	17.2	18.7	19.3
毛利率(%)	48.7	48.7	48.1	47.7	47.0
净利率(%)	20.6	24.4	24.2	24.0	23.9
ROE(%)	11.2	14.1	14.9	15.6	16.3
EPS(摊薄/元)	0.81	1.16	1.36	1.61	1.93
P/E(倍)	21.9	15.3	13.1	11.0	9.2
P/B(倍)	2.5	2.2	2.0	1.7	1.5

- **投资建议：**未来几年公司增长动力主要来自：1) 煤改气空间巨大，行业需求稳步增长。2) NB 表业务持续爆发，提升公司整体市占率。3) 软件系统和云服务业务带来更多用户，同时增厚公司业绩。预计 2019–2021 年公司实现归母净利润分别为 5.84 亿元、6.93 亿元、8.27 亿元，对应的 PE 分别为 13 倍、11 倍、9 倍。公司短期受益于 NB 表爆发，长期受益于天然气的推广运用，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 天然气行业发展不及预期。公司业绩增长的主要推动力为天然气消费量的增长，如果煤改气工程建设放缓，天然气行业发展不及预期，公司主要业务则会受到明显影响。2) NB 表业务增长不及预期。如果 NB 表市场推广不及预期，公司相关业务会受到很大影响。3) 软件及云服务业务增长不及预期。如果公司软件业务和云服务无法满足市场需求，增长不及预期，同样会影响公司业绩。4) 市场竞争加剧风险。如果市场竞争加剧，公司收入和毛利率将会承压。

正文目录

一、	公司是国内民用燃气表和工商业气体流量计双龙头	5
二、	天然气消费量持续增长，民用 NB 表渗透率迅速提升	7
	2.1 煤改气空间巨大，我国天然气消费量持续增长	7
	2.2 民用 NB 表渗透率迅速提升，金卡是国内 NB 表领导品牌	8
三、	多业务齐头并进，协同效应凸显	11
	3.1 收购工业气体流量计龙头，协同效应凸显	11
	3.2 应用软件和云服务业务独具特色，大幅提升客户黏性	13
四、	盈利预测与投资建议	14
五、	风险提示	16

图表目录

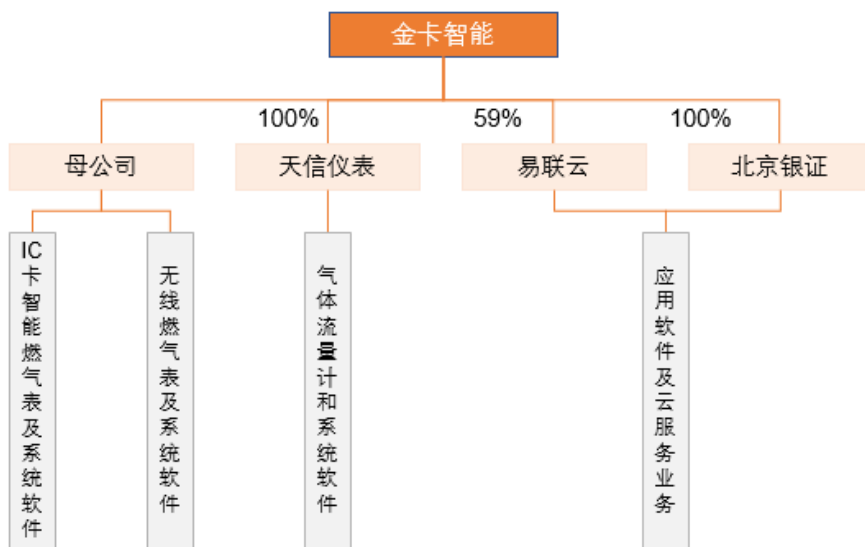
图表 1	公司主要业务	5
图表 2	公司收入及增速	6
图表 3	公司归母净利润及增速	6
图表 4	2018 年公司各类产品收入（亿元）及占比（%）	6
图表 5	公司主要产品毛利率	6
图表 6	近两年公司毛利率和净利率逐步提升	7
图表 7	2018 年公司 ROE 提升至 15%	7
图表 8	我国天然气年度消费量持续增长	7
图表 9	2017 年天然气占我国一次能源的比重为 6.7%	7
图表 10	我国城市天然气管道长度及增速	8
图表 11	煤改气工程主要的政策规划	8
图表 12	我国燃气表产量和需求量持续增长	9
图表 13	2018-2022 年我国民用燃气表市场规模持续增加	9
图表 14	燃气表上市公司业绩对比	9
图表 15	智能燃气表对比	9
图表 16	公司 NB 表竞争优势	11
图表 17	未来几年国内 NB 表渗透率有望迅速提升	11
图表 18	天信仪表主要产品	12
图表 19	我国工商业气体流量计稳健增长	12
图表 20	天信仪表是国内工商业气体流量计龙头	12
图表 21	北京银证主要产品	13
图表 22	易联云主要产品	14
图表 23	公司主营产品收入预测	15
图表 24	同行业可比公司 ROE 及估值对比	15
图表 25	金卡智能处于估值低点	16

一、 公司是国内民用燃气表和工商业气体流量计双龙头

金卡智能 1997 年成立，2012 年在深交所上市，是国内民用燃气表和工商业气体流量计双龙头。公司实际控制人为杨斌（现担任公司董事长）和施正余（现担任金卡工程董事长），2018 年报显示两人合计持有公司股份 38.18%。

目前，公司拥有四大业务：IC 卡智能燃气表及系统软件、无线燃气表及系统软件、工商业流量计、应用软件及云服务业务。其中前两大业务由母公司提供，工商业流量计由天信仪表供应，软件服务由北京银证和易联云供应。此外，公司还拥有 GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软件（工商业用膜式表和数据采集器）、天然气销售、膜式燃气表销售等业务，占收入比重较小。

图表1 公司主要业务



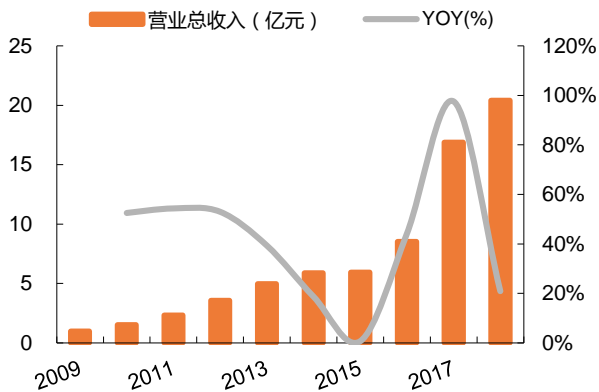
资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司上市以来，经历了三个重要事件：

- 1) 2015 年之前，公司业绩相对稳健。2015 年由于丢失重要客户中国燃气（原因是中国燃气参股威星智能，其订单交给了威星智能），公司当年收入增速仅为 0.65%，净利润首度下滑。
- 2) 2016 年公司收购了北京银证（2016 年 6 月开始并表），并对其子公司易联云进行增资，有效拓展了公司应用软件及云服务业务。
- 3) 2016 年公司收购了天信仪表（2016 年 11 月开始并表），从民用燃气表行业进入工商业气体流量计领域。

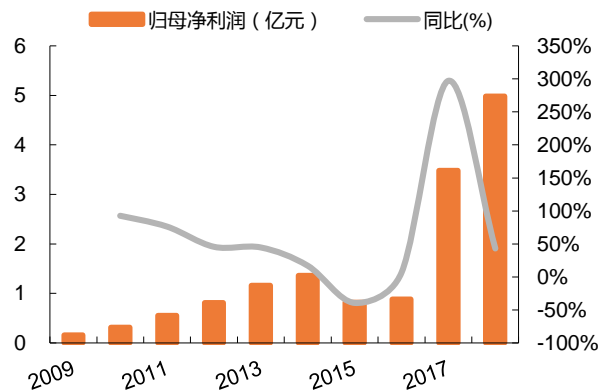
公司历史业绩表现亮眼，收入自 2009 年的 0.99 亿元增加至 2018 年的 20.40 亿元，增长了约 20 倍；归母净利润由 2009 年的 0.16 亿元增加至 2018 年的 4.98 亿元，增长了约 30 倍。

图表2 公司收入及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

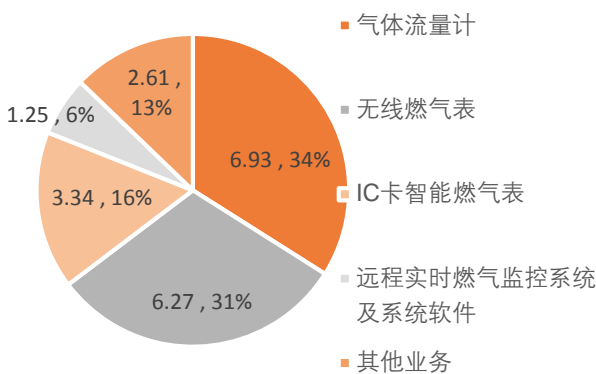
图表3 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

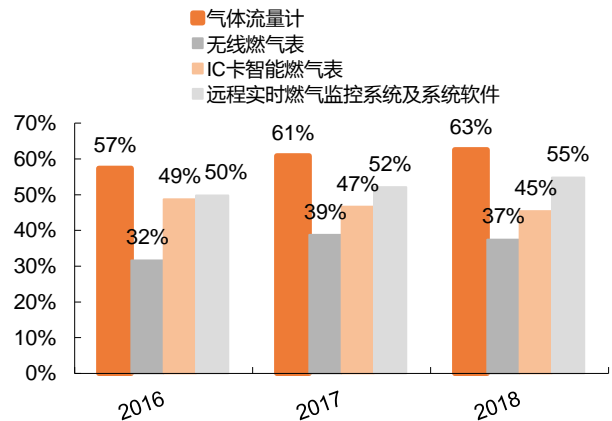
2018 年公司 IC 卡表、无线表、工商业气体流量计、GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软件分别实现收入 3.34 亿元、6.27 亿元、6.93 亿元、1.25 亿元, 同比增长-2.44%、42.81%、11.73%、27.55%, 占收入比重分别为 16.35%、30.72%、33.97%和 6.15%, 毛利率分别为 45.39%、37.44%、62.57%、54.77%。值得注意的是, 公司应用软件和云服务业务计入了其他业务, 未披露具体数据。从业绩增速来看, 无线表 (2G 表和 NB 表) 的爆发是业绩增长的核心驱动力, 尤其是 NB 表 (NB-IoT 表), 未来的占比还会大幅提升; 从盈利水平来看, 工商业气体流量计毛利率最高。

图表4 2018 年公司各类产品收入 (亿元) 及占比 (%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表5 公司主要产品毛利率

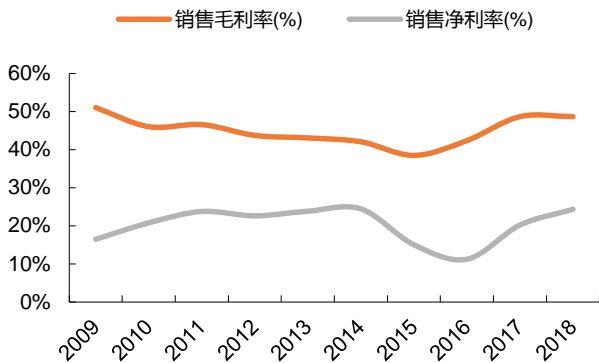


资料来源: wind, 平安证券研究所

公司盈利能力逐步提升。2015-2018 年公司销售毛利率分别为 38.47%、42.36%、48.68%、48.68%, 销售净利率分别为 15.03%、11.23%、20.19%、24.31%。2015-2018 年公司加权 ROE 分别为 9.14%、8.04%、12.20%、15.39%。近年来公司盈利能力逐步提升, 主要受益于:

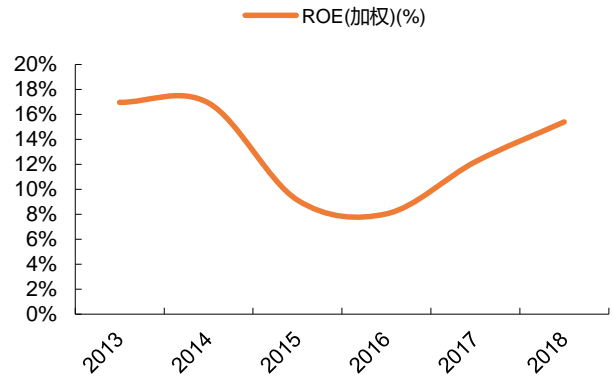
- 1) 公司收购天信仪表 (工商业气体流量计毛利率更高)。
- 2) 2017 年煤改气推动产业链景气度提升。
- 3) 公司成本管控水平不断提升。

图表6 近两年公司毛利率和净利率逐步提升



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 2018年公司 ROE 提升至 15%



资料来源: wind, 平安证券研究所

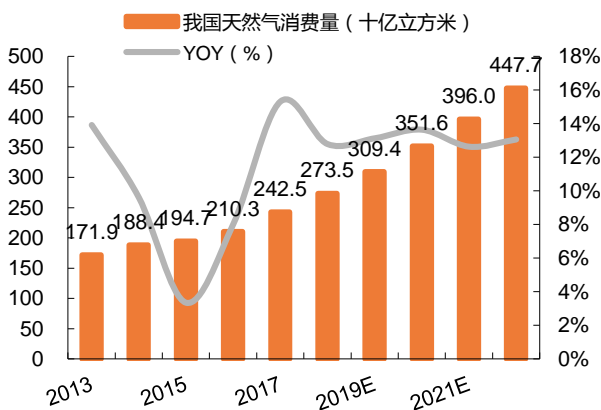
二、 天然气消费量持续增长，民用 NB 表渗透率迅速提升

2.1 煤改气空间巨大，我国天然气消费量持续增长

天然气流量计广泛用于民用、工商业领域，以计算所生产、运输及消耗的天然气流量，通常分为民用流量计和工商业流量计，民用流量计又被称为民用燃气表。

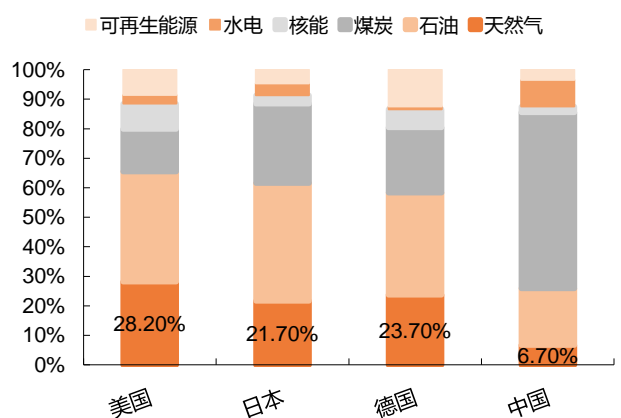
天然气流量计行业的核心驱动力是天然气消费量的增长。2012-2017 年，我国天然气市场快速发展，消费量从 2012 年的 1509 亿立方米增至 2017 年的 2425 亿立方米，CAGR 约为 9.95%，该期间全球天然气消费量 CAGR 约为 2%，国内增速高于全球增速。2017 年，天然气消费量占我国一次能源消费总量的 6.70%，远低于美国（28.20%）、日本（21.70%）及德国（23.70%）。研究机构 Frost & Sullivan 预测，到 2022 年，我国天然气消费量将达到 4477 亿立方米，2018-2022 年 CAGR 约为 13.05%。

图表8 我国天然气年度消费量持续增长



资料来源: 国家统计局、BP、Frost & Sullivan, 平安证券研究所

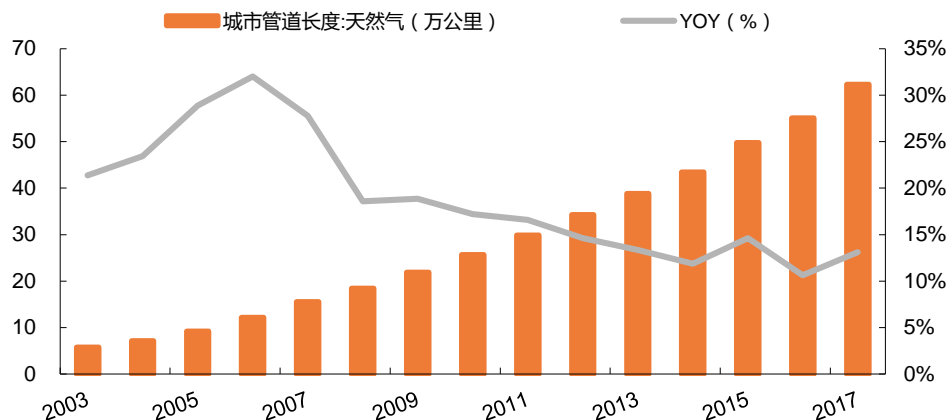
图表9 2017年天然气占我国一次能源的比重为 6.7%



资料来源: 国家统计局、BP、Frost & Sullivan, 平安证券研究所

与此同时，2017年我国城市天然气管道长度达62万公里，同比增长13.11%。Frost & Sullivan 预计，2018-2022年我国天然气管道建设CAGR约10%，与我国天然气消费量增速大体匹配。

图表10 我国城市天然气管道长度及增速



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

我们认为，未来几年，我国天然气消费量仍会持续增长：

从环保因素考虑，为了经济的可持续发展，我国在巴黎气候协议中承诺了一系列减排目标，为实现这些目标，作为清洁能源的天然气消费量将会进一步增加。

同时，政府颁发了一系列用以推进天然气发展的政策，如“十三五规划”中提到2020年将天然气消费量占一次能源消费总量的比重增加至10%（2017年为6.70%）。在这些政策中，政府推动将燃煤锅炉改为燃气锅炉的工程成效最为显著，简称“煤改气”工程。2017年我国煤改气工程全面爆发，但受气源紧张影响，2018年煤改气工程迅速降温。我们预计，2019-2021年煤改气工程比2018年乐观，有望在长三角、汾渭平原等地区重点展开。

图表11 煤改气工程主要的政策规划

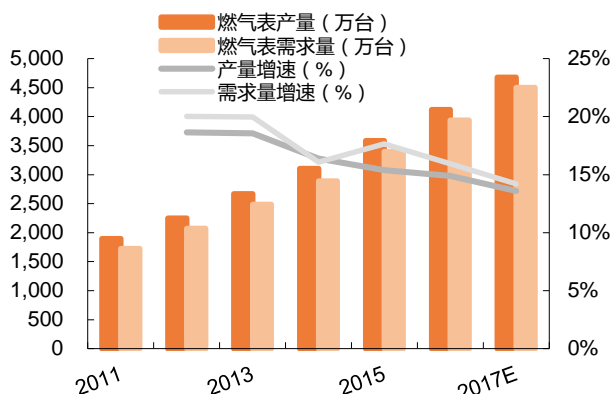
政策	民用煤改气	工商业煤改气
北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021年）	到2019年，北方地区清洁取暖率达到50%，到2021年，北方地区清洁取暖率达到70%。	到2021年，“2+26”城市城区，35蒸吨以下燃煤锅炉全部拆除；20蒸吨以下燃煤锅炉全部拆除；
国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知	2020年采暖季前，在保障能源供应的前提下，京津冀及周边地区、汾渭平原的平原地区基本完成生活和冬季取暖散煤替代。	京津冀及周边地区，长三角地区，汾渭平原县级及以上城市建成区基本淘汰每小时10蒸吨及以下燃煤锅炉，重点区域基本淘汰每小时35蒸吨以下燃煤锅炉，每小时65蒸吨及以上燃煤锅炉全部完成节能和超低排放改造

资料来源：国务院，平安证券研究所

2.2 民用NB表渗透率迅速提升，金卡是国内NB表领导品牌

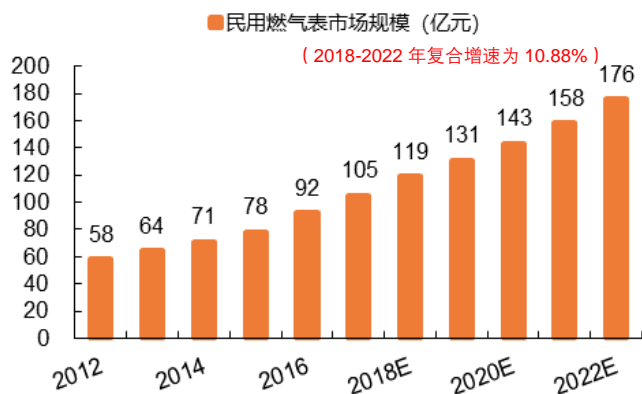
天然气消费量增长带动民用燃气表行业发展。根据前瞻产业研究院数据，2016年我国燃气表需求量达3900万台，2017年约4500万台。根据Frost & Sullivan数据，2017年我国民用燃气表市场规模达105亿元，预计2022年市场规模将超过176亿元，2018-2022年CAGR为10.88%。

图12 我国燃气表产量和需求量持续增长



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

图13 2018-2022年我国民用燃气表市场规模持续增加



资料来源：国家统计局、BP、Frost & Sullivan，平安证券研究所

我国民用燃气表市场竞争格局分散，拥有近100名参与企业。2018年，金卡民用燃气表销售收入9.61亿元，市场份额约8%，是国内龙头企业。

图14 燃气表上市公司业绩对比

公司	代码	2018年收入 (亿元)	2018年归母净利润 (亿元)	2018年燃气表收入 (亿元)	主要产品
金卡智能	300349	20.40	4.98	9.61	民用燃气表、工商业气体流量计
威星智能	002849	7.89	0.63	7.70	民用燃气表
先锋电子	002767	2.89	0.26	2.22	民用燃气表、工商用智能燃气表
新天科技	300259	8.55	1.49	1.67	智能水表、工商业智能流量计、燃气表等

资料来源：wind，平安证券研究所

民用燃气表经历了膜式燃气表、IC卡智能表、无线物联网表多个阶段。目前存量市场上拥有大量的膜式燃气表，但膜式燃气表由于上门抄表麻烦、抄表人员成本高、偷盗气无法监控等问题，逐步被智能燃气表所替代。智能燃气表主要包括IC卡智能表和无线物联网表，两者有效解决了上门抄表问题，但相比IC卡表，无线物联网表具有无需预付费、实时监控、远程阀门控制、方便实施阶梯电价和实时调价等优点，近年来受到越来越多燃气公司的认可。

图15 智能燃气表对比

	IC卡智能燃气表	无线物联网表智能燃气表
网络化建设	-	简单
燃气表实时监控	×	√
远程阀门控制	×	√
实时调价	×	√
网上支付	×	√
传统供销差率	误差大	准确
信号稳定性	-	稳定
运行维护成本	高	低
准确数据依据	×	√

	IC 卡智能燃气表	无线物联网表智能燃气表
自动化程度	-	全自动

资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

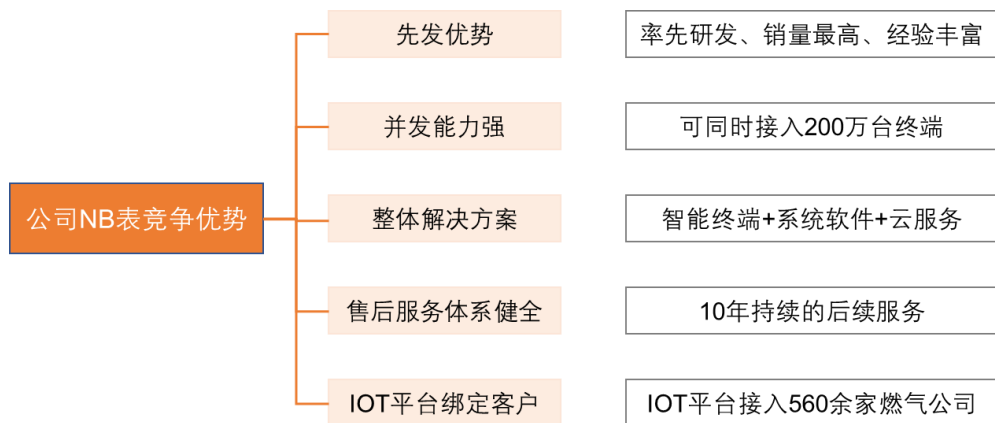
无线物联网表目前主要包括 2G 表、LoRa 表和 NB-IoT 表(简称为 NB 表)。LoRa 表具有相对独立、信号强等特点，适用于密集度高的局部区域，但需要自建网络，运维成本高。2G 表和 NB 表使用三大电信运营商的公用网络信号，燃气公司无需建设和维护网络，覆盖范围广，适用于较为分散的区域。随着通信技术的发展，2G 逐步被 4G 等新型通信技术取代，运营商维护动力不足，相关基站将来可能被关闭。近年来，三大运营商加速 NB-IoT 网络建设，NB 表正逐步成为无线物联网表的主流方向。2017 年国内 4000 多万台燃气表中，NB 表仅有 10 万台，2018 年 NB 表销量便已经达 80 万台左右，渗透率迅速提升，预计未来几年将持续爆发。金卡是国内 NB 表领导品牌，是国内首家力推 NB-IoT 技术的燃气表公司，拥有先发优势：

- 2007 年金卡研发出无线物联网表产品雏形，其远程燃气监控系统曾应用于 2010 年上海世博会。
- 2013 年金卡推出国内首款无线物联网表及系统平台，拉开了传统燃气公司数字化转型的序幕，推动智慧燃气产业生态圈建设。
- 2016 年金卡在深圳启动全球首个基于 NB-IoT 技术的远程抄表试点项目，随后以广州、南京、青岛、天津等城市为突破口集中规模化布局 NB 表，快速形成行业示范效应，促进了 NB 表在各省市的顺利推广。
- 2018 年，金卡无线物联网表确认收入的销量达 240 万台，其中 NB 表约 54 万台（全国 NB 表销量接约 80 万台），是国内绝对的领先者。
- 2019 年，中国城市燃气协会批准发布了《基于窄带物联网（NB-IoT）技术的智能燃气抄表系统》团体标准，该标准由金卡和行业相关领域专家、中国城市燃气协会及深圳市燃气集团、华为、中国电信等单位深度参与完成。

此外，金卡在国内 NB 表领域拥有领先的技术优势。公司最早和华为、中国电信共同研发 NB 表技术，2017 年 10 月公司 NB 表和能源云系统获得了华为颁布的 IoT 技术最高级别的认证 HUAWEI Validated 认证。公司 NB 表具备核心竞争力：

- 1) **并发处理能力强。**公司软件及系统平台有强大的高并发数据处理能力，同时接入众多设备不会造成数据堵塞。
- 2) **整体解决方案提供能力。**公司提供智能终端+系统软件+云服务的整体解决方案，大幅节约燃气公司分项采购的成本和软硬件对接成本。
- 3) **完善的售后服务体系。**无线物联网表智能燃气表十分依赖物联网系统服务，公司为燃气公司提供 10 年的持续物联网服务，确保系统服务的安全和可靠。
- 4) **通过 IoT 平台深度绑定下游客户。**近几年，公司免费或低价为下游燃气公司搭建了众多 IoT 平台——“能源云”，由子公司北京银证运营，2018 年底能源云接入燃气公司 560 家。这些平台与金卡的无线物联网表更兼容，随着 NB 表的不断普及，这些客户未来大概率从金卡采购 NB 表。

图表16 公司 NB 表竞争优势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

随着电信运营商 NB-IoT 网络的完善，以及 NB 表模块的降价，全国各地 NB 表推广节奏正在加速。广州燃气集团于 2017 年提出在全市有计划地推广使用窄带物联网智能燃气表，5 年内实现 160 多万户全覆盖，广州市是目前国内首个 NB 表部署超过 20 万台的城市。2019 年 2 月，河北省住建厅等五部门联合印发《关于加强燃气安全和燃气企业监管工作的通知》，要求燃气公司进一步提高信息化管理水平，强制使用物联网表，分年度确定更换安装任务计划。

2018 年公司 NB 表销量 54 万台，市场份额约 70%。未来几年全国各地加速使用 NB 表，公司凭借先发优势、技术优势、整体解决方案和服务优势，NB 表业务有望爆发增长。参考前瞻产业研究院数据，我们预测，2018-2021 年全国燃气表销量分别为 4,860 万台、5,249 万台、5,616 万台、6,009 万台，其中 NB 表渗透率分别达 1.65%、8.00%、15.00%、25.00%，对应的销量分别为 80 万台、420 万台、842 万台、1,502 万台。预计 2019 年金卡 NB 表市占率达到 60%左右，对应的 NB 表销量将超过 200 万台，相比 2018 年的 54 万台，增长 3 倍以上。未来几年，公司 NB 表延续高增长趋势，带动业绩增长，进而提升公司在燃气表行业中的市占率。

图表17 未来几年国内 NB 表渗透率有望迅速提升

	2018E	2019E	2020E	2021E
国内燃气表销量（万台）	4,860	5,249	5,616	6,009
增速（%）	8.00%	7.00%	7.00%	7.00%
国内 NB 表渗透率（%）	1.6%	8.00%	15.00%	25.00%
国内 NB 表销量（万台）	80	420	842	1,502

资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

三、多业务齐头并进，协同效应凸显

3.1 收购工业气体流量计龙头，协同效应凸显

2016 年公司支付 13.96 亿元收购天信仪表 98.54% 的股权（股份支付 6.76 亿元，现金支付 7.20 亿元），并于 2017 年收购剩余股权实现全资控股。天信仪表主营工商业气体流量计，主要产品包括气体腰轮（罗茨）流量计、气体涡轮流量计、气体旋进流量计。

图表18 天信仪表主要产品

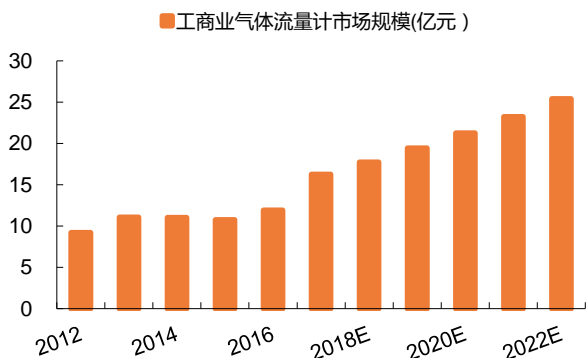


资料来源：天信仪表官网，平安证券研究所

天信气体流量计主要用于工商业领域，和金卡原有的民用燃气表业务形成有效的互补。工商业气体流量计下游行业包括化工厂、陶瓷厂、酒店、食堂等。与民用燃气表相比，工商业气体流量计市场空间要小一些，但是工商业气体流量计的准确性、耐久性和可靠性标准更高，因此工商业气体流量计利润率通常更高。

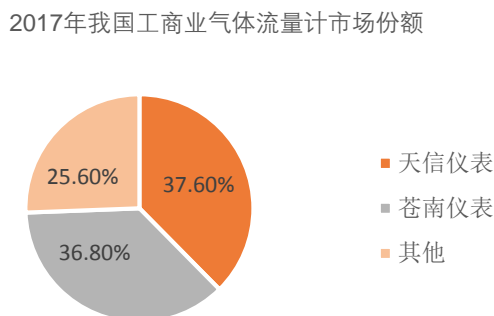
工商业流量计驱动力为工商业天然气消费量增长，与天然气消费量的增速基本一致。根据 Frost & Sullivan 数据,我国工商业气体流量计市场规模自 2012 年的 9.20 亿元增加至 2017 年的 16.26 亿元。预计到 2022 年，我国工商业流量计市场规模将达 25.42 亿元，2018-2022 年 CAGR 为 9.35%。我国工商业气体流量计市场集中度较高，呈现双寡头竞争格局。2017 年我国前两大供应商（天信和苍南）占据市场约 74.40% 的份额，天信是国内最大的供应商，市场份额高达 37.60%。2018 年天信收入增速超过行业平均增幅，市占率进一步提升。

图表19 我国工商业气体流量计稳健增长



资料来源：Frost & Sullivan，平安证券研究所

图表20 天信仪表是国内工商业气体流量计龙头



资料来源：Frost & Sullivan，平安证券研究所

我们认为，金卡收购天信以后，形成了良好的协同效应。

- 1) 供应链管理。金卡与天信可以共用部分供应商，采用集团采购，降低采购成本。
- 2) 营销渠道共享。金卡与天信可共享彼此的优势市场。
- 3) 技术研发协助开展。金卡和天信可以共同研发技术，如物联网、传感器技术等。

收购天信之后，在外部因素（煤改气）和内部因素的双重推动下，天信业绩表现亮眼。2018 年天信实现收入 8.28 亿元，同比增长 21.92%，实现净利润 2.44 亿元，同比增长 34.28%。未来几年，随着我国天然气消费量持续增长，天信业绩有望稳步增长。

3.2 应用软件和云服务业务独具特色，大幅提升客户黏性

金卡不仅仅是燃气表和工商业气体流量计等终端设备供应商，同时能够向燃气公司等公用事业单位提供应用及服务及云服务业务。其中应用服务主要由子公司北京银证提供，云服务主要由子公司易联云提供。

金卡早在 2013 年无线物联网表出货的时候便配套能源云物联网平台，2016 年收购北京银证之后，该业务交由银证统一运营。物联网平台逐步成为公司吸引更多客户的重要渠道。

除物联网平台外，北京银证还提供软件开发业务，产品包括工程项目管理系统、客户管理系统、移动外勤系统等，用以支撑燃气公司核心业务，如市场开发、业务办理、抄表营收、安检维修、增值服务，帮助燃气公司实现数字化、智能化管理。

图表21 北京银证主要产品



资料来源：公司官网，平安证券研究所

北京银证专注于燃气行业应用软件开发，拥有近 20 年的经验，对燃气公司需求有深刻的理解并积累了丰富的技术经验。目前，北京银证服务超过 600 家公用事业客户，且软件销售业务保持了高续约率以及合同单价递增的趋势。我们认为，随着天然气行业持续增长，以及燃气公司信息化需求与日俱增，北京银证业绩有望快速增长。

公司以易联云为云战略的实施平台，主要为公用事业企业提供 SaaS 云服务以及企业上云服务，包括云客服、云外勤、云自助、云 GIS、云管理、云商城等服务，帮助公用事业企业降低运营成本，改善用户体验，提升管网安全，实现企业智慧服务、智慧运营。云服务业务一方面提高了客户黏性，促进了公司无线表销量的增长，另一方面也增厚了公司业绩。

图表22 易联云主要产品



资料来源：公司官网，平安证券研究所

目前易联云主打产品 Eslink 云端接入客户数量近 500 家（付费用户约占一半），不仅包含燃气公司，也包含水务公司，未来有望进入 LNG 工厂、热力公司等。云服务需要对燃气行业拥有深厚的理解，易联云拥有先发优势、客户优势和技术优势。公司未来一方面拓展新接入客户，并提高付费用户占比，另一方面创新产品服务，提升客单价，从而实现易联云业务的快速增长。

四、 盈利预测与投资建议

我们认为，公司未来几年增长动力主要来自：1）煤改气空间巨大，行业需求稳步增长。2）NB 表业务持续爆发，提升公司市占率。3）软件系统和云服务业务带来更多用户，同时增厚公司业绩。

- 公司 NB 表持续爆发，预计 2019-2021 年无线表及系统软件（NB 表增长，2G 表下滑）分别增长 44.59%、39.24%、33.62%，伴随产品结构的变化，毛利率有望上升，2019-2021 年预计分别为 40.21%、41.73%、41.89%。
- 随着智能表结构的变化，IC 卡智能燃气表及系统软件增速下滑，2019-2021 年收入增速为 -2.43%、-11.83%、-9.41%，毛利率缓慢下滑，分别为 44.00%、43.00%、42.00%。
- 公司工商业气体流量计业务增速与行业整体基本一致，2019-2021 年分别预计为 6.00%、12.00%、12.00%，毛利率分别为 62.00%、61.00%、60.00%。
- GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软件业务稳健增长，与工商业气体流量计行业增速匹配，预计 2019-2021 年分别增长 9.00%、10.00%、10.00%，毛利率分别为 54.00%、53.00%、53.00%。
- 其他业务将在应用软件和云服务的带动下，实现稳步增长，预计 2019-2021 年分别增长 17.43%、17.30%、18.09%。

图表23 公司主营产品收入预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
IC卡智能燃气表及系统软件 (亿元)	3.34	3.26	2.87	2.60
YOY (%)	-2.44%	-2.43%	-11.83%	-9.41%
毛利率 (%)	45.39%	44.00%	43.00%	42.00%
无线燃气表及系统软件 (亿元)	6.27	9.06	12.61	16.86
YOY (%)	42.81%	44.59%	39.24%	33.62%
毛利率 (%)	37.44%	40.21%	41.73%	41.89%
工商业气体流量计 (亿元)	6.93	7.35	8.23	9.21
YOY (%)	11.73%	6.00%	12.00%	12.00%
毛利率 (%)	62.57%	62.00%	61.00%	60.00%
GPRS/CDMA 远程实时燃气监控系统及系统软件 (亿元)	1.25	1.37	1.50	1.65
YOY (%)	27.51%	9.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	54.77%	54.00%	53.00%	53.00%
其他收入 (亿元)	2.61	3.07	3.60	4.25
YOY (%)	38.80%	17.43%	17.30%	18.09%
毛利率 (%)	40.08%	40.00%	40.00%	40.00%
合计 (亿元)	20.40	24.10	28.81	34.58
YOY (%)	38.80%	18.12%	19.58%	19.99%
毛利率 (%)	48.68%	48.12%	47.73%	47.02%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

备注: 将公司年报披露的膜式燃气表、天然气销售等业务一并并入其他业务中

投资建议: 预计 2019-2021 年公司实现归母净利润分别为 5.84 亿元、6.93 亿元、8.27 亿元, 对应的 PE 分别为 13 倍、11 倍、9 倍。公司短期受益于 NB 表爆发, 长期受益于天然气的推广运用, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

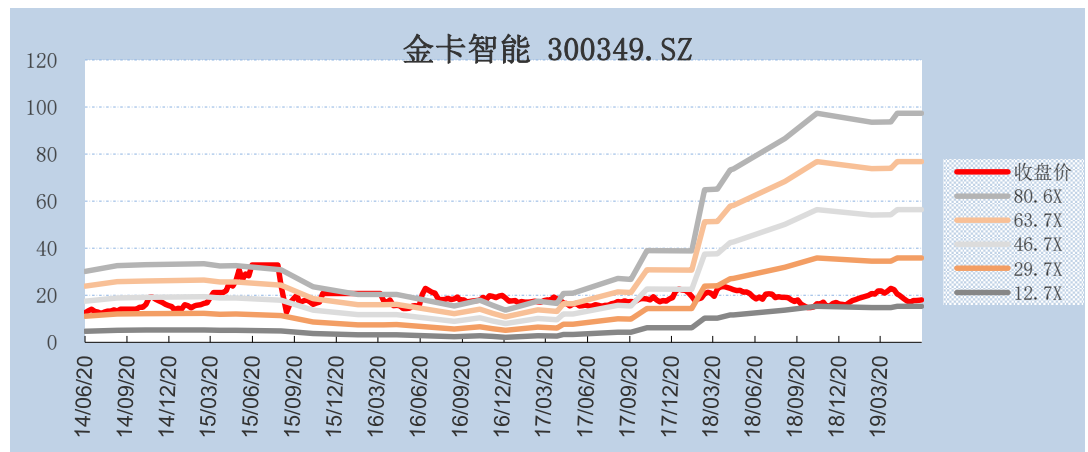
目前市场上共有 4 家燃气表上市公司, 金卡目前的估值最低。从历史估值来看, 金卡目前动态市盈率 (TTM) 处于历史低位。

图表24 同行业可比公司 ROE 及估值对比

公司名称	代码	2018 年摊薄 ROE (%)	PB (MRQ)	PE (TTM)
威星智能	002849	10.94	3.38	32.07
先锋电子	002767	3.67	3.53	112.40
新天科技	300259	7.86	2.14	27.22
平均值		7.49	3.02	57.23
金卡智能	300349	15.39	2.12	14.72

资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表25 金卡智能处于估值低点



资料来源: wind, 平安证券研究所

五、风险提示

1) 天然气行业发展不及预期。

公司业绩增长的主要推动力为天然气消费量的增长，如果煤改气工程建设放缓，天然气行业发展不及预期，公司主要业务则会受到明显影响。

2) NB 表业务增长不及预期。

如果 NB 表市场推广不及预期，公司相关业务会受到很大影响。

3) 软件及云服务业务增长不及预期。

如果公司软件业务和云服务无法满足市场需求，增长不及预期，同样会影响公司业绩。

4) 市场竞争加剧风险。

无论是民用 NB 表还是工商业流量计，如果市场竞争加剧，公司收入和毛利率均会承受压力。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2725	3267	3777	4669
现金	329	557	846	1298
应收票据及应收账款	896	965	1260	1410
其他应收款	28	40	41	56
预付账款	12	25	19	34
存货	258	477	409	668
其他流动资产	1203	1203	1203	1203
非流动资产	1839	1926	2024	2130
长期投资	70	90	111	132
固定资产	241	301	366	434
无形资产	93	103	114	126
其他非流动资产	1434	1432	1433	1438
资产总计	4564	5193	5801	6799
流动负债	868	1136	1229	1595
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	523	727	779	1053
其他流动负债	345	408	450	542
非流动负债	180	180	180	180
长期借款	1	0	0	0
其他非流动负债	179	179	179	179
负债合计	1048	1316	1409	1775
少数股东权益	31	23	17	9
股本	429	429	429	429
资本公积	1794	1794	1794	1794
留存收益	1296	1680	2116	2644
归属母公司股东权益	3485	3854	4375	5016
负债和股东权益	4564	5193	5801	6799

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	425	507	540	735
净利润	496	576	687	818
折旧摊销	44	36	47	59
财务费用	1	1	-1	-4
投资损失	-76	-61	-66	-64
营运资金变动	-62	-46	-128	-74
其他经营现金流	22	1	1	1
投资活动现金流	-485	-62	-80	-102
资本支出	107	67	78	86
长期投资	-523	-20	-21	-21
其他投资现金流	-901	-15	-23	-37
筹资活动现金流	9	-216	-171	-182
短期借款	-0	0	0	0
长期借款	-0	-0	-0	-0
普通股增加	192	0	0	0
资本公积增加	-170	0	0	0
其他筹资现金流	-12	-216	-171	-182
现金净增加额	-50	228	289	451

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2040	2410	2881	3458
营业成本	1047	1250	1506	1832
营业税金及附加	23	26	33	38
营业费用	302	337	392	449
管理费用	107	113	130	145
研发费用	117	125	144	166
财务费用	1	1	-1	-4
资产减值损失	14	14	17	21
其他收益	79	70	73	72
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	76	61	66	64
资产处置收益	-0	-1	-1	-1
营业利润	585	671	799	946
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	16	12	13	13
利润总额	577	666	792	940
所得税	81	90	105	122
净利润	496	576	687	818
少数股东损益	-2	-7	-6	-9
归属母公司净利润	498	584	693	827
EBITDA	611	688	818	967
EPS (元)	1.16	1.36	1.61	1.93

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	20.9	18.1	19.6	20.0
营业利润(%)	44.2	14.7	19.0	18.4
归属于母公司净利润(%)	43.1	17.2	18.7	19.3
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	48.7	48.1	47.7	47.0
净利率(%)	24.4	24.2	24.0	23.9
ROE(%)	14.1	14.9	15.6	16.3
ROIC(%)	13.4	14.1	14.8	15.3
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	23.0	25.3	24.3	26.1
净负债比率(%)	-5.2	-10.6	-15.9	-22.9
流动比率	3.1	2.9	3.1	2.9
速动比率	1.4	1.4	1.7	1.7
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.16	1.36	1.61	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.33	1.18	1.26	1.71
每股净资产(最新摊薄)	8.12	8.98	10.19	11.69
估值比率	-	-	-	-
P/E	15.3	13.1	11.0	9.2
P/B	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.2	10.5	8.5	6.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033