

证券研究报告—深度报告

信息技术

通信

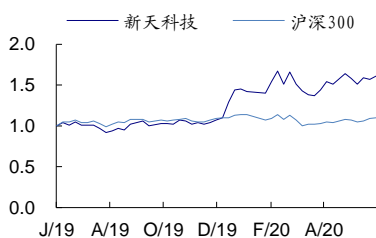
新天科技(300259)

买入

合理估值: 元 昨收盘: 5.63 元 (维持评级)

2020年06月15日

一年该股与沪深300走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	1,176/697
总市值/流通(百万元)	6,619/3,922
上证综指/深圳成指	2,920/11,252
12个月最高/最低(元)	6.48/3.11

相关研究报告:

《新天科技-300259-财报点评: Q1 业绩维持高速增长, NB-IoT 表计有望持续放量》——2020-04-27

《新天科技-300259-财报点评: 营收结构优化, 运营效率提升, NB-IoT 表计放量带动新成长》——2020-04-17

《新天科技-300259-2019 年度业绩快报点评: 业绩略超预期, 受益于 NB-IoT 智能表需求放量》——2020-03-02

《新天科技-300259-跟踪点评: 物联网应用开始放量, 业绩高增长态势初现》——2020-01-02

《新天科技-300259-跟踪点评: 业绩持续高增长, 下游需求景气度高》——2019-10-30

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513040001

联系人: 陈彤
 电话: 0755-81981372
 E-MAIL: chentong@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告
智能表计龙头, 率先受益 NB-IoT 大建设
● 公司概况: 智慧能源物联网综合解决方案提供商, 内生外延并行

新天科技是国内唯一一家兼具“智慧水务、智慧燃气、智慧供热、智慧农业、智能电力仿真实训系统”等全产业链的物联网解决方案的上市公司。2019 年营收贡献最大的业务板块分别为智能水表及系统、工商业智能流量计和智能燃气表及系统, 分别占比 40.21%、20.64%、15.53%, 合计占比 76.38%。公司上市后持续内生外延, 围绕智能表计主业积极开展产业链布局, 历史业绩优异。

● 行业分析: 进入政策、需求、技术全面协同向好的高速发展期

智能表计经过多年的发展, 现在处于一个政策、需求和技术全面协同向好的高速发展期。技术端: NB-IoT 规模商用条件成熟, 设备商和运营商共同推动行业应用, NB-IoT 芯片和模组价格持续下探, 以智能水、气表为代表的智能表计市场发展最迅速, 率先受益 NB 发展春风。政策端: 2019 年年初, 住建部发文要求加强民用“三表”管理, 叠加工信部发文加速 NB-IoT 应用发展, 带动行业提速。需求端: NB-IoT 技术解决了行业抄表难、人工贵、漏损故障、无法实时监控等诸多痛点, 在响应国家“节水行动”和“煤改气”工程和满足自身信息化需求的背景下, 下游公用事业单位更换 NB-IoT 表计动力强劲。行业格局来看, 表计行业集中度低, 产品智能化推动格局进一步集中。

● 公司分析: 具备先发优势和技术优势, 大客户市场持续突破

公司较早布局 NB-IoT 技术, 产品具备先发优势和技术优势。公司收购上海肯特, 进军工商业智能流量计系统业务, 技术壁垒高, 客户范围向大用户延伸。智能燃气表客户向大燃气集团公司渗透, 接连在华润燃气、昆仑燃气等取得突破。智慧农业增长迅猛, 有望成为新的利润增长点。公司财务状况健康, 在成长性、盈利能力和现金流质量上均优于行业平均水平。

● 风险提示

物联网产业落地不达预期风险; 产业竞争加剧风险; 募投项目建设不及预期

● 看好公司的行业竞争力, 维持“买入”评级

我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 16.41/21.18/26.01 亿元, 归母净利润为 3.59/4.29/4.93 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 18/15/13 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	855	1,181	1,641	2,118	2,601
(+/-%)	14.8%	38.1%	39.0%	29.1%	22.8%
净利润(百万元)	149	273	359	429	493
(+/-%)	-7.4%	83.3%	31.5%	19.4%	14.9%
摊薄每股收益(元)	0.13	0.23	0.31	0.36	0.42
EBIT Margin	22.5%	25.7%	20.4%	21.1%	20.9%
净资产收益率(ROE)	7.7%	12.5%	14.7%	15.7%	16.0%
市盈率(PE)	41.6	24.2	18.4	15.4	13.4
EV/EBITDA	29.2	21.1	22.2	17.1	14.1
市净率(PB)	3.21	3.03	2.72	2.42	2.15

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

新天科技是国内唯一一家兼具“智慧水务、智慧燃气、智慧供热、智慧农业、智能电力仿真实训系统”等全产业链的物联网解决方案的上市公司。智能表计行业面临政策鼓励、技术成熟、需求催化三大利好共振的局面，未来智能水表和智能气表渗透率加速提升，同时行业集中度提升，利好行业龙头。我们预计公司2020-2022年营收分别为16.41/21.18/26.01亿元，同比增速为39.0%/29.1%/22.8%；归母净利润为3.59/4.29/4.93亿元，同比增速为31.5%/19.4%/14.9%。

核心假设与逻辑

- 1、智能水表和智能燃气表的渗透率加速提升；
- 2、随着智能化程度提升，智能表计行业的集中度进一步提升，利好龙头；
- 3、在通信设备商、运营商和智能表计厂商的共同推动下，NB-IoT表计的应用加速推广。

与市场的差异之处

市场认为1、智能表计行业发展多年，行业增速缓慢。2、智能表计行业壁垒低，竞争激烈。我们认为，1、智能表计行业伴随着国内NB-IoT产业环境的成熟，技术变动带动行业发生了较大的边际改善，以往智能表的应用主要由智能表计厂商推动，现在通信设备商、运营商、智能表计厂商及政府共同推动，加速行业发展速度。2、智能水表和智能气表当前的智能化渗透率较低，行业发展空间广阔。下游客户对供应商的评判看重产品可靠性和通信技术指标，具备一定壁垒，将迫使研发能力不足的机械表厂商退出行业，产品智能化将推动格局进一步集中，新天科技是做智能表起家，研发投入高于行业平均水平，具备先发优势和技术优势，竞争力较强。

股价变化的催化因素

- 1、NB-IoT行业的政策催化；
- 2、公司大规模中标信息的披露；
- 3、智能表计行业政策催化。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、物联网产业落地不达预期风险；
- 2、产业竞争加剧风险。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值: 5.88-8.46 元	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 6.51-7.44 元	7
公司概况: 智慧能源物联网综合解决方案提供商, 内生外延并行	8
起家于智能水表, 成长为智慧能源物联网综合解决方案提供商	8
水表和燃气表业务合计占比 76%, 内生与外延并行	10
行业分析: 进入政策、需求、技术全面协同向好的高速发展期, 边际改善明显	13
技术端: NB-IoT 产业条件就绪, 智能表计是最适用 NB-IOT 技术的场景, 目前进入全面升级更换期	13
政策端: 加快“三表”更替速度	16
需求端: 下游公用事业单位更换 NB-IoT 表计动力强劲	17
行业格局: 表计行业集中度低, 产品智能化推动格局进一步集中	19
公司分析: 具备先发优势和技术优势, 受益于行业高增长+大客户市场持续突破	20
受益于 NB-IoT 智能水、气表放量红利, 未来持续高成长可期	20
发挥技术优势和市场协同作用, 大客户市场持续取得突破	22
从智能表计供应商向综合解决方案提供商升级转型, 培育新增长点	24
财务分析: 资产负债结构健康、盈利能力强、现金流质量好	25
资产负债结构分析: 资产负债结构健康, 议价能力较强	26
成长性分析: 近三年高速增长, 2019 年受益于行业发展及自身边际改善	26
盈利能力分析: 高于行业平均水平, ROE 仍有上升空间	27
经营效率分析: 当前运营效率低于行业平均水平, 仍有较大改善空间	30
现金流分析: 季节性明显, 现金流质量好, 获现能力较强	31
投资建议: 物联网智能表需求高速增长, 市场格局趋向集中, 公司将明显受益, 维持“买入”评级	32
风险提示	32
盈利预测拆分	32
附表: 财务预测与估值	34
国信证券投资评级	35
分析师承诺	35
风险提示	35
证券投资咨询业务的说明	35

图表目录

图 1: 新天科技历史沿革.....	8
图 2: 新天科技股权结构图.....	9
图 3: 公司历年营收及同比.....	10
图 4: 公司历年归母净利润及同比.....	10
图 5: 公司 2019 年业务营收结构.....	10
图 6: 公司分业务毛利率变动.....	10
图 7: 新天科技近年收购并购情况一览.....	11
图 8: 新天科技主营业务营业收入变动 (万元).....	12
图 9: 新天科技每年产销量及库存量 (单位: 万台).....	12
图 10: 上海肯特营收、净利润及增速 (万元, 万元, %, %).....	13
图 11: 典型 NB-IoT 产业链.....	14
图 12: NB-IOT 基站建设数量 (万座).....	14
图 13: NB 模组价格快速下探, 对齐 2G.....	15
图 14: 四类智能表产品.....	16
图 15: 2010-2021 年我国水表市场规模测算 (单位: 亿元).....	19
图 16: 2012-2018 年智能燃气表、燃气表需求量及占比.....	19
图 17: 2012-2018 年中国智能燃气表行业均价及规模情况.....	19
图 18: 公司在 NB-IoT 技术上的发展历程.....	21
图 19: NB-IoT 物联网无线远程抄表系统.....	21
图 20: LoRa 物联网无线远程抄表系统.....	21
图 21: 研发支出占营收比例.....	22
图 22: 技术人员数量占比.....	22
图 23: 上海肯特发展历程.....	23
图 24: 上海肯特的产品.....	23
图 25: 燃气表公司燃气业务规模及公司毛利率对比.....	24
图 26: 上海肯特的智慧农业节水系统及软件.....	25
图 27: 上海肯特的智慧水务系统及软件.....	25
图 28: 水表企业营业收入及增速 (亿元, %).....	27
图 29: 水表企业归母净利润及增速 (亿元, %).....	27
图 30: 智能表计企业毛利率对比.....	27
图 31: 智能表计企业净利率对比.....	27
图 32: 智能表计企业 ROE 对比.....	28
图 33: 智能表计企业 ROA 对比.....	28
图 34: 可比公司资产负债率对比.....	29
图 35: 智能表计企业销售费用率对比.....	29
图 36: 智能表计企业管理费用率对比.....	29
图 37: 智能表计企业财务费用率对比.....	30
图 38: 智能表计企业近两年单季度净利润变化.....	31
图 39: 公司单季度销售商品、提供劳务收到的现金 (万元).....	31
图 40: 智能表计企业销售现金比率对比.....	31

图 41: 智能表计企业销售收现比对比	31
---------------------------	----

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 可比公司的估值对比 (截止至 2020 年 6 月 12 日)	7
表 5: 公司前十大股东 (截至 2020 一季报)	9
表 6: 新天科技智慧能源产业园产能情况	13
表 7: 新天科技 2016 年募投项目投资进展 (截至 2020 年一季度)	13
表 8: 蜂窝通信模组市场价格	15
表 9: 以水表的演进历程为例	16
表 10: 我国机械水表和智能水表的产量数据	18
表 11: 我国机械水表和智能水表的单价和行业规模预测数据	18
表 12: 智能水表行业企业类型	20
表 13: 智能表计行业企业简单介绍	22
表 14: 智能表计企业资债结构对比 (%)	26
表 15: 新天科技和宁水集团杜邦分析	28
表 16: 可比公司运营效率指标对比	30
表 17: 可比公司的估值对比 (截止至 2020 年 6 月 12 日)	32
表 18: 新天科技业务拆分 (单位: 百万元)	33

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：5.88-8.46 元

公司所处行业，即智能表计行业，面临政策鼓励、技术成熟、需求催化三大利好共振的局面，未来智能水表和智能气表渗透率加速提升，同时行业集中度提升，利好行业龙头。从公司角度考虑，公司以其销售和产品综合竞争力，将获得较好的持续市场份额提升。

按照行业和公司的成长思路，我们预期公司在 2020-2022 年收入复合增速达到 30%，毛利率因产品价格呈小幅下降趋势，费用率随着公司收入规模的提升以及自身自动化生产和管理水平的提升而有所下降，股份分配比率预期为 30%。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	14.82%	38.07%	38.96%	29.10%	22.79%
毛利率	49.87%	49.14%	50.71%	50.38%	50.12%
管理费用/营业收入	14.20%	11.44%	11.70%	11.00%	11.00%
销售费用/销售收入	18.55%	17.30%	17.30%	17.00%	17.00%
营业税及附加/营业收入	1.28%	1.05%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	11.19%	13.23%	13.00%	13.00%	13.00%
股利分配比率	39.83%	4.93%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	13.00%
无风险利率	2.50%	Ka	7.34%
股票风险溢价	5.20%	有杠杆 Beta	1.04
公司股价（元）	5.63	Ke	7.92%
发行在外股数（百万）	1176	E/(D+E)	87.75%
股票市值(E, 百万元)	6619	D/(D+E)	12.25%
债务总额(D, 百万元)	942	WACC	7.49%
Kd	5.00%	永续增长率（10 年后）	2%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 5.88-8.46 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

6.95		WACC 变化				
		6.9%	7.4%	7.92%	8.4%	8.9%
永续 增长 率 变 化	3.5%	12.12	10.30	8.91	7.81	6.91
	3.0%	10.73	9.28	8.12	7.19	6.42
	2.5%	9.66	8.46	7.48	6.68	6.01
	2.0%	8.80	7.79	6.95	6.25	5.66
	1.5%	8.11	7.23	6.50	5.88	5.35
	1.0%	7.53	6.76	6.12	5.56	5.08
	0.5%	7.04	6.36	5.78	5.28	4.85

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 6.51-7.44 元

选取与公司相近的智能表计行业公司做比较, 采用 PE 法估值。综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速, 我们认为给予公司 21-24 倍 PE 是合理的, 20 年的合理价格区间分别为 6.51-7.44 元。

表 4: 可比公司的估值对比 (截止至 2020 年 6 月 12 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
300066.SZ	三川智慧	26.48	50.55	0.18	0.24	0.29	27.00	20.25	16.76	买入
603700.SH	宁水集团	27.64	60.93	1.36	1.36	1.70	22.04	22.04	17.64	无评级
300349.SZ	金卡智能	18.59	65.14	0.98	1.08	1.29	15.49	14.06	11.77	无评级
	平均	24.24	58.87	0.84	0.89	1.09	21.51	18.78	15.39	
300259.SZ	新天科技	23.62	66.19	0.23	0.31	0.36	24.48	18.16	15.64	买入

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

公司概况：智慧能源物联网综合解决方案提供商，内生外延并行

起家于智能水表，成长为智慧能源物联网综合解决方案提供商

新天科技是国内唯一一家兼具“智慧水务、智慧燃气、智慧供热、智慧农业、智能电力仿真实训系统”等全产业链的物联网解决方案的上市公司。公司成立于2000年，做智能水表起家，2011年在深交所创业板上市，在智慧能源信息化领域深耕二十年，目前已成长为我国智能表计行业的龙头企业。公司的产品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。

图 1：新天科技历史沿革



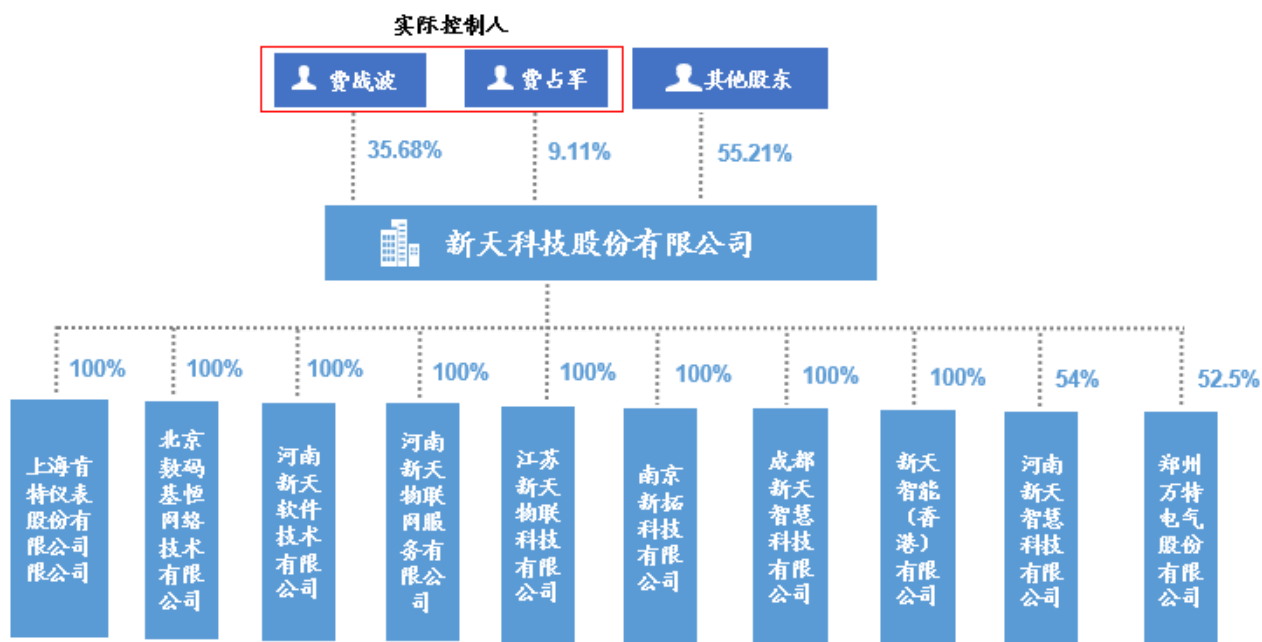
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2019年底管理层内部提拔更替，注入新活力。公司的实际控制人为费战波、费占军兄弟，两人持股合计达到44.79%（截至2020.3.31）。2020年Q1公司前十大股东中新进三大机构投资者，分别是阿布达比投资局、信达澳银基金和社保基金。董事长费战波是技术研发出身，给公司注入重视产品和研发的基因。2019年末公司管理层进行换届选举，任命了7个新经理人，包括总经理和6位副总经理，主要来自内部提拔，均有丰富的研发或销售经验，更年轻化的管理团队为公司注入新鲜血液和先进的管理理念。

表 5: 公司前十大股东 (截至 2020 一季报)

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	费战波	35.68
2	费占军	9.11
3	王钧	4.76
4	阿布达比投资局	1.03
5	中国建设银行股份有限公司-信达澳银新能源产业股票型证券投资基金	0.92
6	杨竞夫	0.85
7	全国社保基金五零二组合	0.85
8	陈霞	0.47
9	中国银行股份有限公司-华泰柏瑞量化增强混合型证券投资基金	0.46
10	林安秀	0.42
	合计	54.55

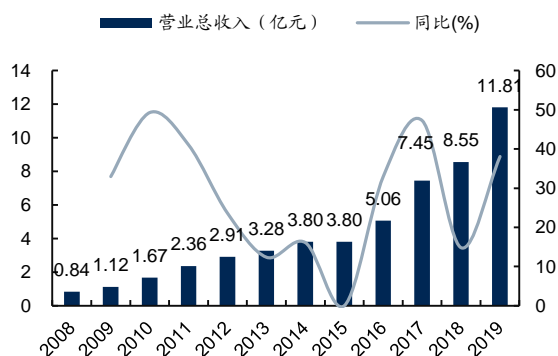
资料来源: WIDN、国信证券经济研究所整理

图 2: 新天科技股权结构图


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

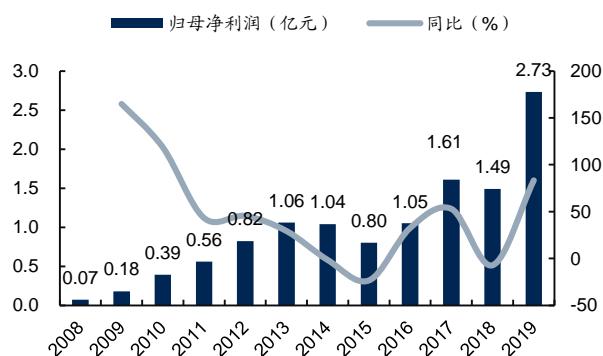
公司业绩整体表现出色, 历年营收持续保持较好增长趋势。根据 2019 年年报, 公司全年实现营收 11.81 亿元, 同比增长 38.1%; 归母净利润 2.73 亿元, 同比增长 83.31%。

图 3：公司历年营收及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司历年归母净利润及同比

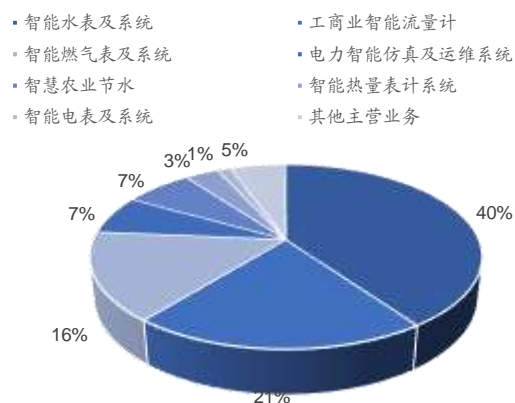


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

水表和燃气表业务合计占比 76%，内生与外延并行

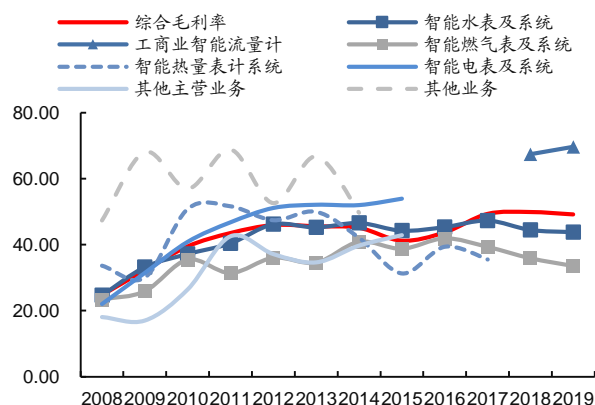
公司的主营业务主要分为智能水表及系统、工商业智能流量计、智能燃气表及系统、电力智能仿真及运维系统、智慧农业节水、智能热量表计系统、智能电表及系统和其他业务。2019 年营收贡献最大的业务板块分别为智能水表及系统、工商业智能流量计和智能燃气表及系统，分别占比 40.21%、20.64%、15.53%，合计占比 76.38%。2019 年公司综合毛利率为 49.14%，工商业智能流量计毛利率最高，为 69.61%；智能水表和智能燃气表的毛利率分别为 43.79%和 33.50%。

图 5：公司 2019 年业务营收结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

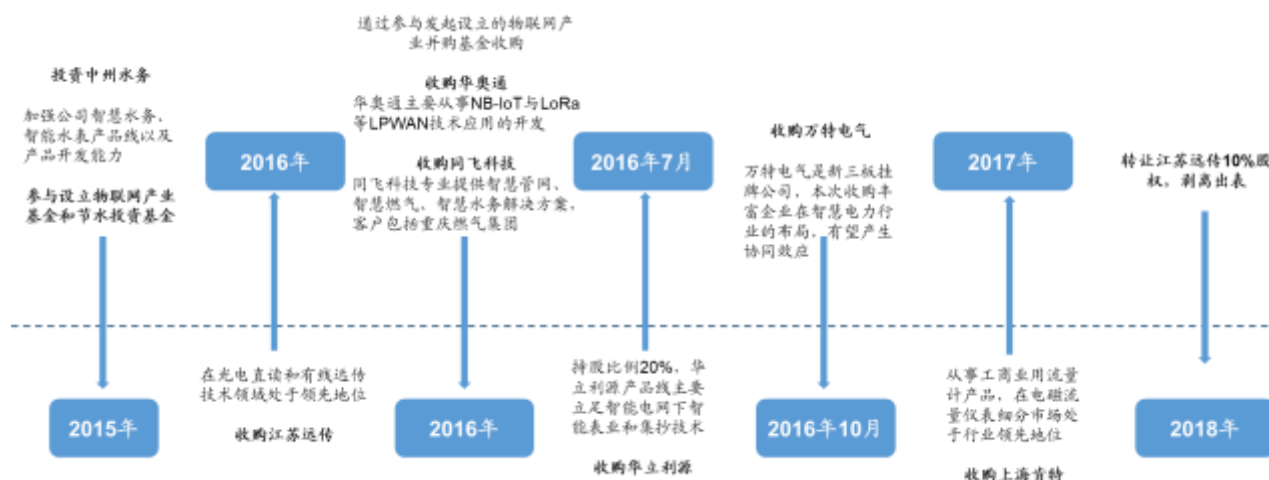
图 6：公司分业务毛利率变动



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（部分业务未披露毛利率数据）

公司上市后持续内生外延，围绕智能表计主业积极开展产业链布局。公司在智能水表行业取得领先地位后，又涉足智能燃气表、智能热量表、智能电表。2016 年，收购新三板挂牌公司万特电气，业务拓展至电力智能仿真及运维系统，客户主要为电网公司，与公司的智能电表客户具备协同作用。2017 年，收购上海肯特，业务拓展至工商业流量计市场，与公司产品在销售渠道、运营管理、技术研发、售后服务、供应商渠道等方面可进行资源共享。

图 7：新天科技近年收购并购情况一览

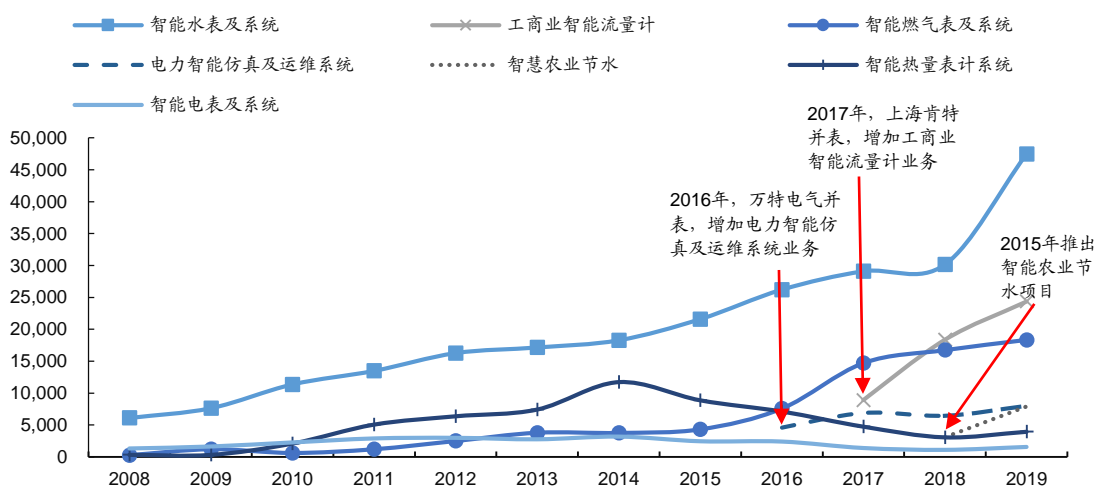


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师归纳整理

核心业务发展概况分板块来看，

- **智能水表业务：**公司从 2000 年开始研发智能水表，持续升级换代，产能持续扩张。智能水表始终是公司营收的主要贡献主体，在 2019 年实现大幅增长，主要受益于 NB-IoT 智能表需求爆发，以及公司与上海肯特协同效应良好。
- **工商业流量计业务：**经营主体为 2017 年收购的上海肯特。上海肯特成立于 2008 年 12 月，主要从事大口径的流量仪表。收购后上海肯特与新天科技协同效果良好，2017-2019 年三年的营收复合增速为 35.6%。
- **智能燃气表业务：**2012 年之前由于产能有限，主要拓展地方性燃气公司及与智能水表配套使用的物业管理公司。2012 年以来，公司成立了智能燃气表事业部，2012 年下半年后开始布局智能燃气表的大客户，重点围绕华润燃气、港华燃气、新奥燃气、昆仑燃气、中国燃气五大燃气公司进行业务布局。公司的燃气表重点销售市场逐步从小城市向大城市演进。2016 年 12 月公司的无线远传扩频智能燃气表和物联网智能燃气表双双入围华润燃气供应商集中联合采购目录，同年和重庆燃气成立合资公司。2018 年中标昆仑能源民用智能燃气表（无线远传膜式燃气表）及 IC 卡燃气表项目。2019 年，公司参与制定 NB-IoT 智能燃气抄表系统标准，并中标昆仑燃气及旗下华港燃气。
- **智慧农业和智慧水务：**公司 2015 年成立智慧农业和智慧水务事业部，推广良好，目前体量相对较小。智慧农业发展迅速，目前公司已在新疆、内蒙古、甘肃等地树立了多个样板工程，具备一定品牌影响力。公司智慧农业节水产品的客户对象主要是水务局、大中小灌区、农场、农业示范基地、球场、公共绿地等，与公司的智能水表产品技术协同，客户有所差异。智慧水务系统偏软件，营收规模较小。

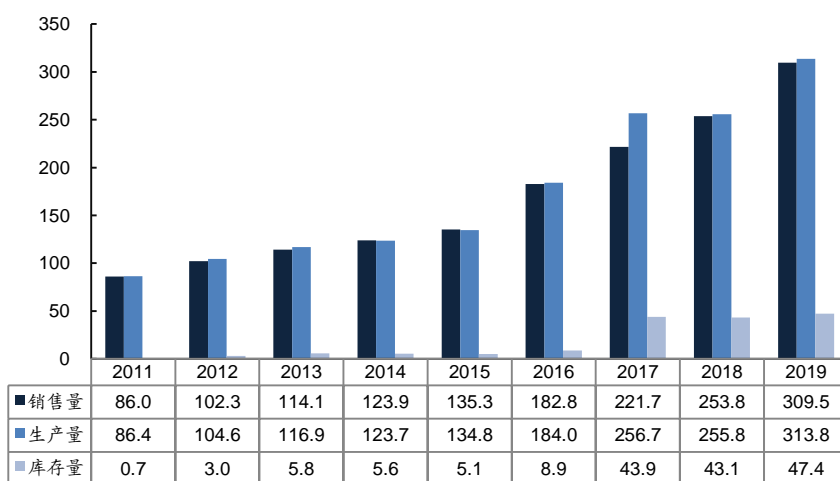
图 8：新天科技主营业务营业收入变动（万元）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（2016 年和 2017 年的“电力模拟仿真装置”和“计量检定装置”合并计入“电力智能仿真及运维系统”板块，2017 年的“智能电磁流量计”和“涡街流量计”合并计入“工商业智能流量计”板块）

公司以销定产，在全国范围内建设完善的营销网络。2011 年以来，除了 2017 年产销率低于 90%以外，其他年份的产销率均在 98%以上。

图 9：新天科技每年产销量及库存量（单位：万台）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所分析师归纳整理

产能不是发展瓶颈，随着公司募投项目的投资落地，产能储备将爬坡上升。上市前公司产能 50 万只/年，2019 年产能达到 400 万套/年，未来仍将继续上量。公司现在有三大智慧能源产业园，分别位于郑州、上海和无锡太湖。

表 6: 新天科技智慧能源产业园产能情况

产业园	占地面积 (亩)	年产能 (万套)	备注
郑州智慧能源产业园	100	400 万套物联网民用智能表	2015 年从旧厂搬入新园区
上海智慧能源产业园	30	10 万套智能工商业流量计	
无锡太湖智慧能源产业园	45	100 万套物联网智能表	基建已完成

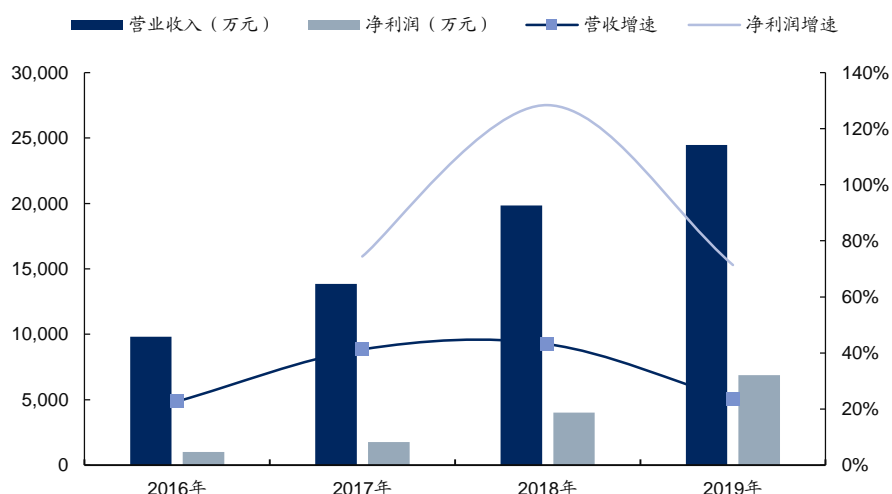
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司 2016 年非公开发行募投项目资金主要用于智慧水务和智慧农业节水项目, 收购上海肯特效益优秀。建设进展如下所示, 其中, 2017 年将“智慧水务云服务平台”项目资金中的 1.05 亿元用于收购上海肯特 75% 股权, 并取得优秀的投资回报。

表 7: 新天科技 2016 年募投项目投资进展 (截至 2020 年一季度)

智慧水务云服务平台项目	项目投资总额 (亿元)	拟投入募集资金总额 (万元)	拟投入募集资金总额 (万元)	(截至 2020 一季度末) 累计投入金额 (万元)	投资进度	计划达到预定可使用状态时间
智慧水务云服务平台项目		2.80	2.80	1.60	57.24%	2022 年 12 月 31 日
智慧农业节水云服务平台项目		1.80	1.80	0.27	15.19%	2022 年 12 月 31 日
“互联网+机械表”升级改造产业化项目		1.80	1.80	0.43	23.93%	2022 年 12 月 31 日
移动互联抄表系统研发项目		1.20	1.20	0.30	25.01%	2022 年 12 月 31 日
合计		7.60	7.60	2.61		

资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

图 10: 上海肯特营收、净利润及增速 (万元, 万元, %, %)


资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

行业分析: 进入政策、需求、技术全面协同向好的高速发展期, 边际改善明显

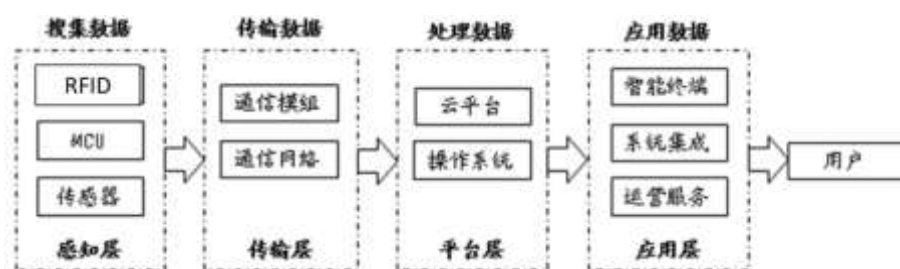
技术端: NB-IoT 产业条件就绪, 智能表计是最适用 NB-IOT 技术的场景, 目前进入全面升级更换期

NB-IoT 规模商用条件成熟。NB-IoT 标准自 2016 年提出以来, 由华为将其推向全国甚至全球, 目前已成为低功耗广覆盖应用场景的首选技术标准。在标准冻结后, 2016-2019 年, 产业链经历了三年的培育期, 技术和产品逐步成熟。2020

年 5 月 7 日，工信部发布的《关于深入推进移动互联网全面发展的通知》（25 号文）提到，2020 年底 NB-IoT 网络实现县级以上城市主城区普遍覆盖，重点区域深度覆盖；移动物联网连接数达到 12 亿；推动 NB-IoT 模组价格与 2G 模组趋同，引导新增物联网终端向 NB-IoT 和 Cat1 迁移；打造一批 NB-IoT 应用标杆工程和 NB-IoT 百万级连接规模应用场景。

NB-IoT 产业链归属于物联网产业链，均由感知、传输、平台和应用层组成，其中，涉及 NB-IOT 技术底层环节的，主要有网络、芯片、模组、云平台等。芯片和模组是智能表计行业上游，其采购成本对智能表计的生产成本有直接影响。

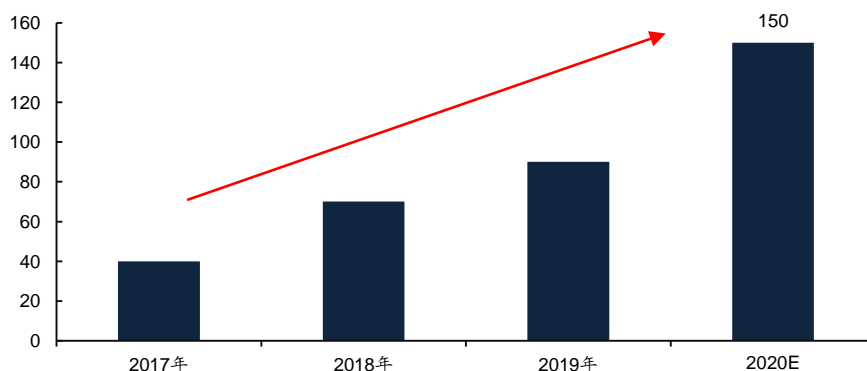
图 11：典型 NB-IoT 产业链



资料来源：扁担科技、国信证券经济研究所分析师整理

- **NB-IOT 网络：**自 2016 年标准统一以来，三大运营商均大力加码 NB-IOT 网络建设，目前基站数已基本覆盖全国，政策持续催化。2017 年 6 月 6 日，工信部下发《关于全面推进移动物联网（NB-IoT）建设发展的通知》，从模组网络技术、应用推广、政策环境三个方向对 NB-IoT 的发展给出具体指引。在此指引下，2017 年中国电信建成全国第一张 NB-IoT 网络，2018 年 5 月中国联通建成全国第二张 NB-IoT 网络，中国移动于 2018 年底基本完成建设。截至 2018 年底，运营商已基本完成了全国乡镇以上连续覆盖的 NB-IoT 网络的搭建，均可支持规模商用。工信部最新数据显示，截至目前，国内三大运营商 NB-IoT 的基站总数超过 90 万个，已实现广域覆盖，预计到 2020 年建成基站 150 万个，蜂窝物联网连接数超 11 亿。此外，三大运营商的 2G 退网试点工作也在逐步推进，将进一步加速其在 NB-IoT 应用领域的推广动作。

图 12：NB-IOT 基站建设数量（万座）



资料来源：物联网智库、国信证券经济研究所分析师整理

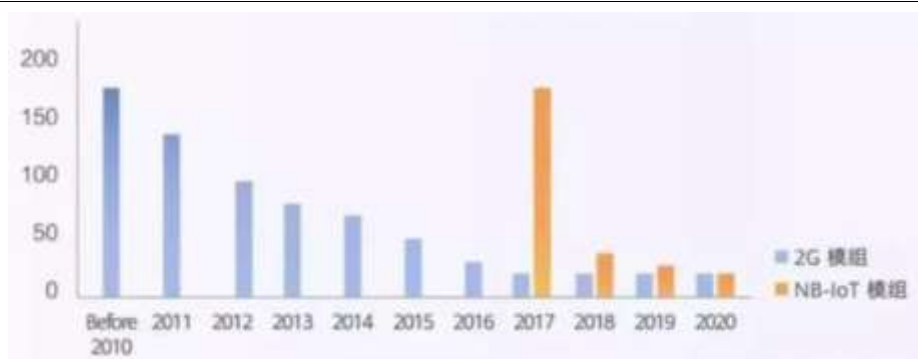
- **NB-IoT 芯片：**以华为为首的国内企业可自主量产，成本持续下降。NB-IoT 主流芯片厂商多为国内企业，包括华为海思、联发科、紫光展锐、中兴微电子等，还有多家初创公司的芯片产品也已上市推广，如移芯通信、芯翼信息、诺领科技等。华为从 2014 年开始投入 NB-IoT 芯片研发，2016 年 9 月在 3GPP 标准发布后的 3 个月即推出了商用芯片业界首款 NB-IoT 芯片 Boudica120，后续持续推出第二代芯片 Boudica 150，并规模商用，在基带芯片层面实现了完全自主。2020 年，华为将推出 Boudica200 芯片，可进一步降低终端功耗和提升连接性能。
- **NB-IoT 模组：**供应商众多，产业环节成熟，价格有望下探至 2G 模组的水平。目前 NB-IoT 模组主要厂商包括移远通信、广和通、中移物联、日海智能、有方科技、利尔达、骐俊物联等，2017 年 NB-IoT 模组实现 100 万片出货时单价 70 元，发展到 1000 万片出货量时 35 元，如今连接过亿时模组价格已降至 20 元人民币以下，随着市场竞争的加剧，主流芯片厂商将在 2020 年推出下一代产品，模组价格有望下探至 2G 模组的水平，进一步推动 NB-IoT 产业规模化发展。

表 8：蜂窝通信模组市场价格

模组类型	2018 年模块价格
2G	16~17 元
3G	80~90 元
4G	120~300 元
NB-IOT	20 元
EMTC	80~90 元

资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 13：NB 模组价格快速下探，对齐 2G



资料来源：《通信世界》、国信证券经济研究所分析师整理

NB-IoT 技术就是为用量大、功耗要求低、传输数据量不大的应用场景开发的，水、电、气、热表等智能表计天然符合 NB-IoT 技术的特点，因此成为第一个规模应用改造的场景。

图 14：四类智能表产品



资料来源：新天科技、国信证券经济研究所分析师整理

● 表计行业智能化程度不高，全面向 NB-IoT 过渡升级

我国表计行业经历了从机械表到智能表的演变，而智能表也经历了从预付费智能表（IC 卡预付费表）再到智能远传表进而逐步进化到电子表的演变。当前，我国表计市场处在普通机械表、智能表共存的局面。智能远传表相比 IC 卡预付费表来说，可实现远程抄表、远程阀控、故障检测、异常报警等功能。近几年智能远传表发展迅速，过去是有线传输方式，近十年向无线方式转变，但前期无线解决方案不完善，限制了智能远传表的使用量。目前，已经铺设的智能水、气表以智能 IC 表、2G 表和少量的自组网表组成，其有望全面向 NB-IOT 过渡升级。

表 9：以水表的演进历程为例

	第一阶段：传统水表	第二阶段：IC 卡水表	第三阶段：智能水表
工作原理	利用自来水的流动产生的压力带动水表内部齿轮的转动，而水表显示盘下的齿轮带动指针的转动进行计数，从而达到计量用水量的目的	利用现代微电子技术、现代传感技术、智能 IC 卡技术对用水量进行计量并进行用水数据传递及结算交易的新型水表	抄表员通过远程抄表系统下发一个抄表指令，水表上的通信模组接到指令后，将数据上传到服务器，抄表员便可抄取水表数据
功能特点	价格普遍很低，计量准确度能满足计数的要求	记录及电子显示用水量、按照约定的用水量自动控制、自动完成阶梯水价水费计算、用水数据存储、自动检测除垢、报警提示、预付费等功能	抄读功能、预付费功能、抄读数据齐全、防伪装功能、防破损功能、防滴漏功能等
备注	需要工作人员上门抄表，不按时、不到位，估抄、错抄、漏抄等现象		常见的种类包括有线远传水表和无线远传水表。常见的有线远传水表有光电直读远传水表，常见的无线远传水表有 LoRa、CDMA、GPRS 及 NB-IoT 等

资料来源：智慧水务公众号、国信证券经济研究所整理

以智能燃气表和智能水表为代表的智能表计市场是当年 NB-IoT 技术应用成熟且发展最迅速的应用场景。智能表计是对传统机械表计的替代，将机械刻度表度数数据化，并通过内置无线通信模块接入网络，向电网、水务、燃气、供热企业的数据中心提供用户的使用数据，实现远程抄表、动态监测、资源优化配置等目标。目前我国四大表智能化水平差异较大，其中，根据智能电表的渗透率最高，超过 90%；智能燃气表渗透率约 50%，仍有一半市场被传统膜式燃气表所占据；智能水表下游水务公司客户分散，当前智能化渗透率较低，约 30%；智能热量表市场主要集中于黑龙江、吉林、辽宁等北方 15 个供暖地区，季节性明显，渗透率也较低。

政策端：加快“三表”更替速度

2019 年年初，市场监督管理局住房与城乡建设部发文，要求加强民用“三表”管理，具体包括：1、提高民用“三表”制造企业产品质量，同时各类供电企业、供水企业、供气企业等要加强民用三表使用的情况，在 2019 年 6 月底前摸清详细情况；2、强化对民用“三表”安装使用前首次强制检定、到期轮换的监督管理

理；3、强加对民用“三表”计量的监管；4、对未经检定的“三表”，相关企业要及时予以更换。

对于民用“三表”加强监督管理，首先会（1）促进低劣质量的产品淘汰，优质企业产品市场份额提高，其次（2）有利于加快水表更换周期，水表一般生命周期6年，现在很多用户到期后不更换，加强到期轮换监督将加快整个行业的替换升级。此外，文件要求各企业摸清用户的具体用表情况，以往抄表可能抄到小区而不是到用户，无形中降低了居民的更换需求。（3）智能表计的远程监控和实时数据呈报能力，极大方便监管部门摸清居民“三表”使用情况以及后续计量，在监管趋严的情况下，智能表计的铺设速度有望加快。

目前政策层面对于智能表计升级的支持力度，成为产业发展的核心。智能表相对于传统机械表价格较高，要实现大规模替换，供水企业需要投入大量资金，资金来源成为升级替换掣肘。不同地区的财政状况和经济发展状况费用支付方式不同，一种方式，智能水表的成本可以分摊到水价中，但政策实施难度大；另一种方式，可纳入智慧城市建设项目中，由政府财政支出补贴。后者的可能性较大，目前已有上海、北京、深圳、天津等地区进行试点，若形成模板推广向全国，产业大规模升级成为可能性。**对于表计监管力度的不断加强，或催化这一过程加速。**此外，公共事业单位自身在智能化管理和减少漏损和人员开支上也有较强需求。

需求端：下游公用事业单位更换 NB-IoT 表计动力强劲

需求动力之一：NB-IoT 可实现远程无人抄表，帮助供水、燃气企业节省人工、降低漏损率，存量替换需求强烈。传统机械表采用人工抄表的模式，存在诸多问题：1）安装位置普遍在室内或较隐蔽，人工抄表需查表员入户读表，效率低下且错误率高；2）抄表工人力成本不断攀升，水务、燃气公司负担加大；3）人工抄表模式有延迟性，无法反应实时数据、管道漏损故障等情况。预付费表虽然也是智能表，但不具备远程数据传输的功能，在保障实时、定时、准确抄送、自动计算等功能上存在缺陷。综上，供水/气公司诸多痛点亟待解决，一方面，响应国家“节水行动”和“煤改气”工程，在信息化和智能化背景下，水务、燃气领域智能化管理需求面临升级；另一方面，自身有较强的降本提效动力，有替代人工和降低水资源漏损率的需求。

需求动力之二：增量需求来自新建住宅安装智能化计量仪表带来的需求。中高端楼盘大部分会采用智能表计，并以“科技”和“智能”作为楼盘卖点，每年房地产的增量也将带动智能表计的部署。

需求动力之三：受益于海外市场的需求增长，国内表计行业出口量也逐渐加大。

➤ 智能水表

2010 年以来我国水表和智能水表的产量都呈上升趋势，智能水表的渗透率仍然较低，仍有广阔发展空间。目前全国水表保有量约 3.5 亿台，智能水表产量的渗透率近年来持续增长，从 2010 年的 11% 上升至 2017 年的 23%，目前国内智能水表产量的渗透率将近 30%，预计到 2020 年我国智能水表渗透率将达到 40%-50%。目前在一线城市或沿海发达地区推广较快，后续会向二三线城市进行蔓延。目前全球水表每年产量超过上亿台，中国是全球最大的水表制造国。根据智研咨询的测算，2016 年国内水表行业规模约 77.1 亿元，智能水表的行业市场规模已经达到 44.6 亿元，智能水表规模保持高速增长。根据宁波水表招股书披露数据，2018 年上半年机械水表平均价格约 70.46 元/个，其中，大表 731.74 元/个，小表 49.34 元/个；智能水表平均价格 224.33 元/个，其中，基表 98.53 元/个，整表 232.48 元/个。

假设：（1）机械水表 2019-2021 年的出货量每年保持 2% 的稳定增长；

(2) 2019 年-2021 年的智能水表出货量在水表产品中的渗透率分别为 28%、34%、41%;

(3) 随着上游模组价格的下降以及智能表的规模出货, 智能表价格逐年下降, 假设 2019-2021 年智能表均价分别为 265、250、240 元/个;

(4) 机械表的价格相对稳定, 降价空间较小, 假设 2019-2021 年机械表均价分别为 42、41、40 元/个。

基于以上假设, 综合智研咨询等第三方行业数据和行业调研信息, 我们预计我国水表行业规模有望于 2021 年达到 162 亿元, 19-21 年三年的复合增速为 17.5%, 主要受益于智能水表规模的快速增长; 预计我国智能水表行业规模有望于 2021 年达到 130 亿元, 19-21 年三年的复合增速为 24.4%。产品出货量上, 预计到 2021 年, 水表产品出货量达到 1.34 亿台, 智能水表出货量达到 5426 万台, 智能水表出货量渗透率达到 41%。

具体测算数据如下表所示:

表 10: 我国机械水表和智能水表的产量数据

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中国水表产量 (万只)	5724	6067	6431	7000	7450	8900	9100	9620	10016	10642	11842	13399
智能水表产量 (万只)	640	745	870	1050	1310	1620	1925	2255	2504	2980	4026	5426
智能水表渗透率	11.2%	12.3%	13.5%	15.0%	17.6%	18.2%	21.2%	23.4%	25%	28%	34%	41%
机械表产量 (万只)	5084	5322	5561	5950	6140	7280	7175	7365	7512	7663	7816	7972
水表产量增速	6.0%	6.0%	6.0%	8.8%	6.4%	19.5%	2.2%	5.7%	4.1%	6.3%	11.3%	13.1%
智能水表产量增速	10.3%	16.4%	16.8%	20.7%	24.8%	23.7%	18.8%	17.1%	11.0%	19.0%	35.1%	34.8%
机械表产量增速	5.5%	4.7%	4.5%	7.0%	3.2%	18.6%	-1.4%	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

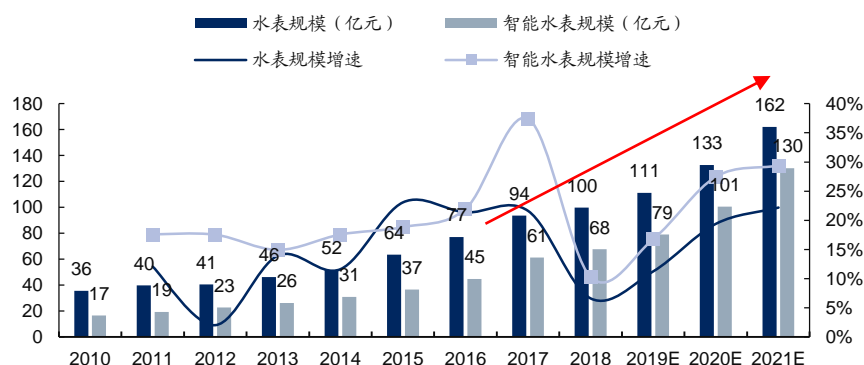
资料来源: 智研咨询、宁波水表招股书、国信证券经济研究所分析师预测 (标灰为预测数据)

表 11: 我国机械水表和智能水表的单价和行业规模预测数据

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
智能水表规模 (亿元)	16.5	19.4	22.8	26.2	30.8	36.6	44.6	61.3	67.6	79.0	100.7	130.2
智能表单价 (元)	284.5	303.1	306.0	301.1	293.3	279.4	275.6	272.0	270.0	265.0	250.0	240.0
水表规模 (亿元)	35.5	39.8	40.6	46.3	51.6	63.5	77.1	93.7	99.9	111.1	132.7	162.1
水表单价 (元)	62.1	65.6	63.1	66.1	69.3	71.4	84.7	97.4	99.8	104.4	112.1	121.0
机械表规模 (亿元)	19.0	20.4	17.8	20.1	20.8	26.9	32.5	32.4	32.3	32.2	32.0	31.9
机械表单价 (元)	39.5	40.1	33.4	36.1	35.0	43.9	44.6	44.0	43.0	42.0	41.0	40.0
水表规模增速		12.0%	2.0%	13.9%	11.6%	23.1%	21.3%	21.6%	6.6%	11.2%	19.4%	22.2%
智能水表规模增速		17.6%	17.5%	14.9%	17.6%	18.8%	22.0%	37.4%	10.2%	16.8%	27.5%	29.4%

资料来源: 智研咨询、宁波水表招股书、国信证券经济研究所分析师预测 (标灰为预测数据)

图 15: 2010-2021 年我国水表市场规模测算 (单位: 亿元)

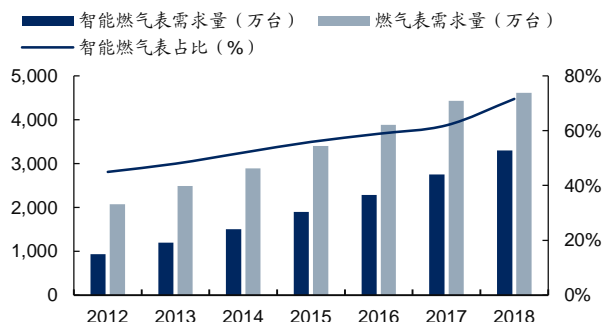


资料来源: 智研咨询、宁波水表招股书、国信证券经济研究所分析师预测

➤ 智能燃气表

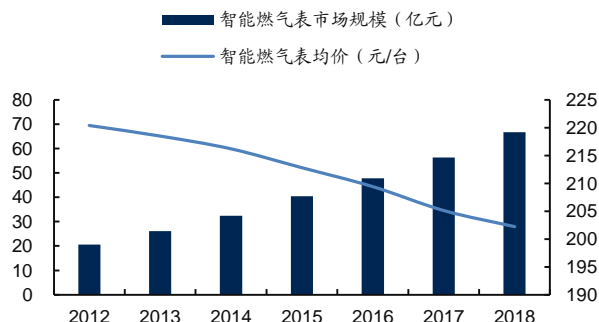
《2019-2025 年中国智能燃气表行业市场前景分析及发展趋势预测报告》统计数据显示, 2018 年我国燃气表产量约 5220.1 万台, 进口量约 608 万台, 出口量约 1.4 万个, 国内燃气表需求量约 4613.6 万台。其中智能燃气表需求量 3302 万台, 占燃气表总需求量的 71.57%。截至 2019 年, 智能燃气表市场规模已超过 80 亿元, 同比增长 25%。随着天然气的普及和在“煤改气”工程相关政策的推动下, 智能燃气表行业的发展动力充足。

图 16: 2012-2018 年智能燃气表、燃气表需求量及占比



资料来源: 盛世华研报告, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2012-2018 年中国智能燃气表行业均价及规模情况



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

行业格局: 表计行业集中度低, 产品智能化推动格局进一步集中

国内水表行业中拥有计量器具生产许可证的企业大概 400 多家, 但规模大多偏小且主要从事机械水表的生产组装, 行业集中度低。这些企业可以分为如下表 4 类。前两类企业在智能水表领域的综合实力相对较强, 生产能力也有较深厚的积淀, 后两类企业在智能表的研发和生产上存在局限性, 未来或面临转型或逐渐退出市场, 市场格局将进一步集中。

表 12：智能水表行业企业类型

水表企业类型	代表厂商
1 传统的机械水表生产企业	宁波水表、三川智慧、宁波东海等
2 气表、电表领域或以生产电子电路、嵌入式系统、通信与软件等产品为主转型跨行业进入水表行业的企业	新天科技
3 各大城市的自来水公司自身配套的水表生产企业	
4 水表上游零部件企业向下游延伸做整机产品的企业	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

国内燃气表制造企业主要包括两种类型，一种是以丹东热工仪表有限公司、重庆前卫克罗姆表业有限责任公司和重庆山城燃气设备有限公司为代表，具有大型膜式燃气表制造能力，同时也为智能燃气表企业提供基表。另一种是以金卡智能、威星智能、先锋电子和新天科技为代表，主要开发和生产智能燃气表。近年来，由于智能燃气表需求的增长，部分传统的膜式燃气表企业转型智能燃气表企业，竞争加剧。

产品智能化对水、气表生产企业以技术研发、技术服务能力为核心的综合实力提出更高要求，随着智能产品的比例提升，行业集中度将进一步提升。此外，NB-IoT 表计的性能指标除了传统的计量性能可靠性指标外，还增加了一些无线通信的技术指标，对规模较小或技术实力较弱的企业来说难度较大。

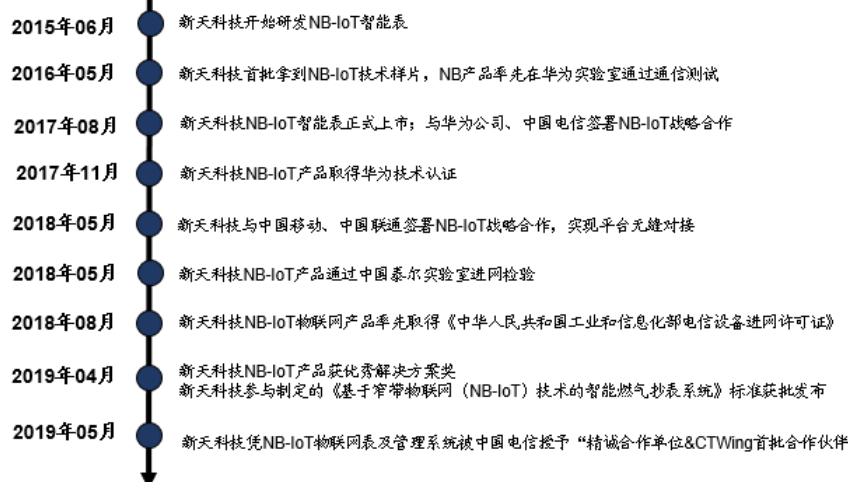
公司分析：具备先发优势和技术优势，受益于行业高速增长+大客户市场持续突破

受益于 NB-IoT 智能水、气表放量红利，未来持续高成长可期

NB-IoT 应用逐步呈现出百花齐放的盛况。2019 年 9 月份 NB-IoT 水、气表突破 1000 万，10 月份中国电信 NB-IoT 水、气表突破 1000 万，标志着 NB-IoT 水、气表跨入 1000 万时代。NB-IoT 烟感、NB-IoT 电动车、NB-IoT 白电等达成数百万规模；智慧家庭、消费电子、智慧物流、POS 机等新场景也步入规模化应用阶段。

公司较早布局 NB-IoT 技术，产品具备先发优势。公司从 2015 年开始自主研发 NB-IoT 物联网终端，并于 2016 年在行业率先在华为实验室通过测试。2017 年，公司与华为、中国电信进行战略合作，当年 NB-IoT 智能表取得华为技术认证并正式上市，后续陆续与中国移动、中国联通开展战略合作。目前 LoRa 和 NB-IoT 两种技术路径并存，公司在 2012 年研制出 LoRa 物联网无线远传智能表系统，是行业内少数具有模组研发实力的水表厂商之一。

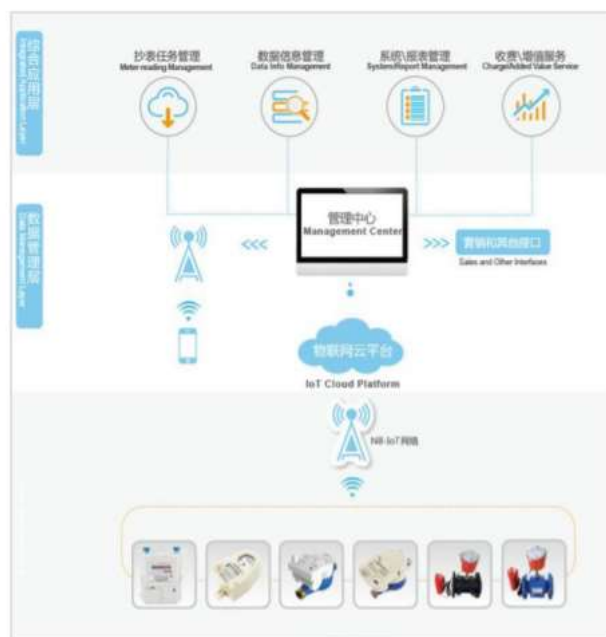
图 18: 公司在 NB-IoT 技术上的发展历程



资料来源：公司公开演讲 PPT、国信证券经济研究所分析师整理

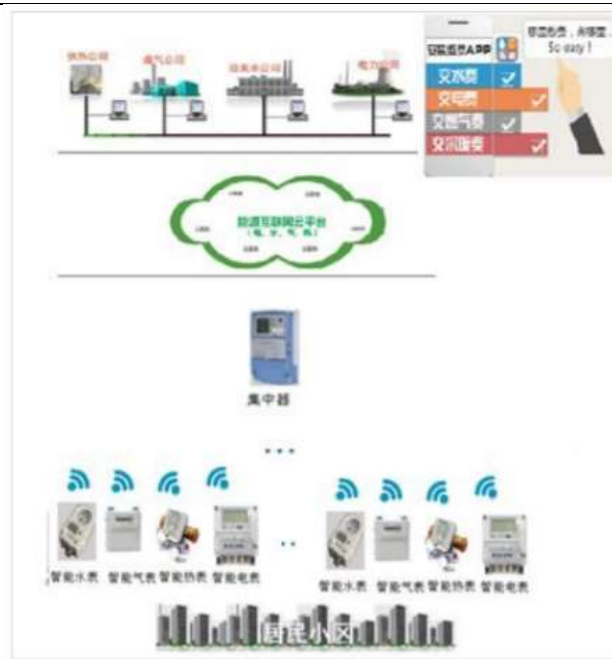
公司现在的物联网无线远传民用智能表系统产品主要包括 NB-IoT 物联网智能表系统、GPRS/GSM 物联网智能表系统和 LoRa 物联网智能表系统。系统通过无线通讯网络连接到后端大数据管理平台，可远程对居民用户水、电、气、热的用能信息进行数据采集、统计、分析和远程监测，同时系统可以支持微信支付、蓝牙支付、远程网络支付等多种结算方式。

图 19: NB-IoT 物联网无线远程抄表系统



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 20: LoRa 物联网无线远程抄表系统



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

作为智能水表龙头，率先享受行业红利，未来高成长可期。根据前文的统计和测算，我们预计我国水表行业规模有望于 2021 年达到 162 亿元，19-21 年三年的复合增速为 17.5%，主要受益于智能水表规模的快速增长。2019 年，宁水集团、三川智慧、新天科技、汇中股份的智能水表收入合计 21.73 亿元，我们测算 2019 年智能水表行业规模为 79 亿元，这四家公司占比 27.5%。而产品智能化对水表生产企业以技术研发、技术服务能力为核心的综合实力提出更高要求，

随着智能产品的比例提升，行业集中度将进一步提升。

表 13: 智能表计行业企业简单介绍

				2019 年海	2019 年营	2019 年智能	2019 年归	2019 年归母
	成立时间	上市时间	2019 年主营业务结构	外收入占	收规模(亿	水表营收规	母净利润	净利润同比
				比	元)	模(亿元)	(亿元)	增速
新天科技	2000 年	2011 年	智能水表及系统 40%; 工商业智能流量计 21%; 智能燃气表及系统 16%; 电力智能仿真及运维系统 7%; 智慧农业节水 7%; 智能热量表计系统 3%; 智能电表及系统 1%; 其他 5%	1.35%	11.81	7.1	2.73	83.31%
三川智慧	2004 年	2010 年	智能表 61%; 机械表 28%; 水务 3%; 软件销售收入 2%; 其他 6%	8.7%	9.88	6.0	1.91	95.65%
宁水集团	1958 年	2019 年	机械表 42%; 智能水表 53%; 水表配件及其他 5%; 、其他业务 1%	14.39%	13.71	7.23	2.12	54.72%
汇中股份	1998 年	2014 年	超声水表 39%; 超声热量表 41%; 超声流量计 10%; 其他 10%	1.09%	3.60	1.4	1.10	34.44%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

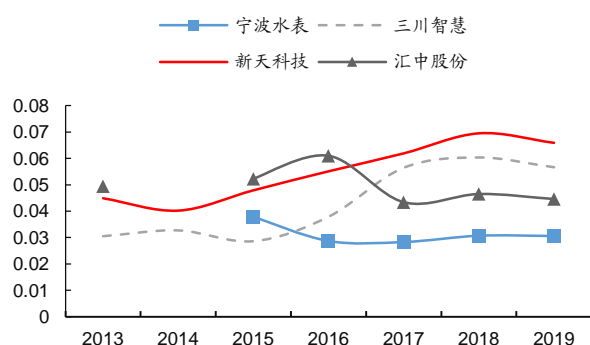
发挥技术优势和市场协同作用，大客户市场持续取得突破

智能表计产品内部采用了现代 CPU 技术、微电子技术、微功耗技术、智能 IC 卡技术、无线远传技术、有线远传技术、传感技术、电子控阀技术、数字运算技术、自动控制技术等。

新天科技的研发支出占比和技术人员占比在水表行业厂商中最高。新天科技这几年的研发支出在营收中的占比呈现明显上升趋势，这与公司持续进行技术创新和产品迭代有关。2019 年，公司新增专利 47 项，其中新增发明专利 2 项，新增实用新型专利 22 项，新增外观设计专利 23 项，新增计算机软件著作权 39 项。同时，公司参与制定了《基于窄带物联网（NB-IoT）技术的智能燃气抄表系统》标准、《NB-IoT 水表自动抄表系统现场安装、验收与实用技术指南》水表行业团体标准和《5G 智慧水务白皮书（2019 版）》及《5G 智慧燃气白皮书（2019 版）》等多项标准的讨论及编制。

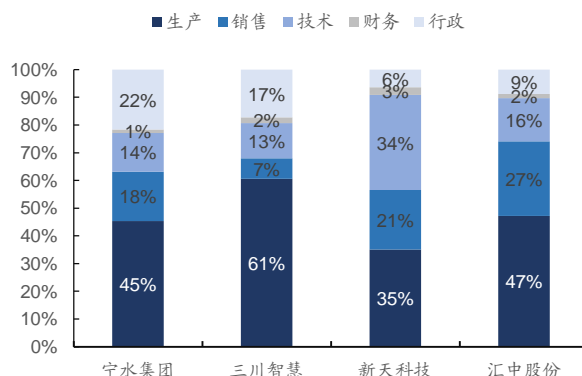
新天科技重视销售和技术两端，近三年随着公司生产自动化水平的提高，生产人员比例逐年下降，销售和技术人员比例逐年上升。从可比公司的人员结构来看，宁水集团、三川智慧、汇中股份的生产人员比重都明显比新天科技高。

图 21: 研发支出占营收比例



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 22: 技术人员数量占比

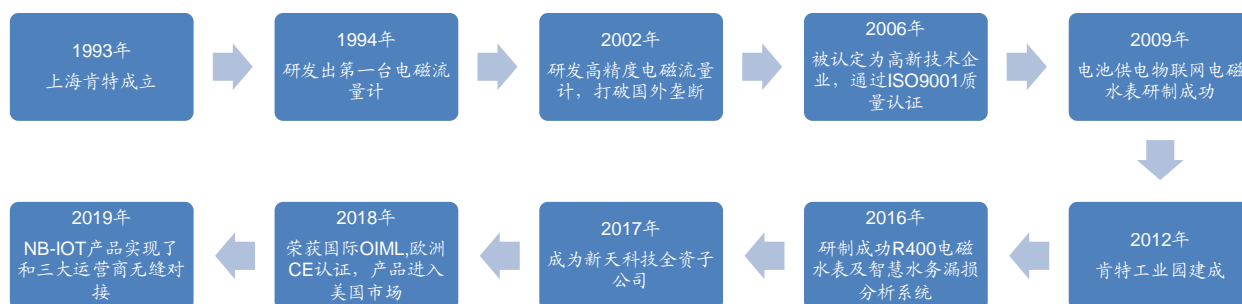


资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

进军工商业智能流量计系统业务，技术壁垒高，客户范围向大用户延伸。公司收购的上海肯特在电磁流量计行业深耕多年，产品主要包括智能电磁流量计、智能涡街流量计、智能金属管浮子流量计、智能时差式超声波流量计等。工商业流量计具有测量精度高，可靠性强，稳定性好，超低功耗、极低始动流速、

高 R 值、高防护等优点，具有较高的技术壁垒。上海肯特的合作水司超过 500 家，服务工业用户超过 1 万家，在线运行的物联网表超过 20 万只，合作省会城市超过 25 个，进入省会城市占全国 80%。上海肯特的智能表研发基地年出货量超过 3 万台，上海肯特丰富的客户群与公司母体的智能水表业务能产生较好的市场协同，提高公司的行业竞争力。

图 23: 上海肯特发展历程



资料来源：上海肯特官网、国信证券经济研究所分析师整理

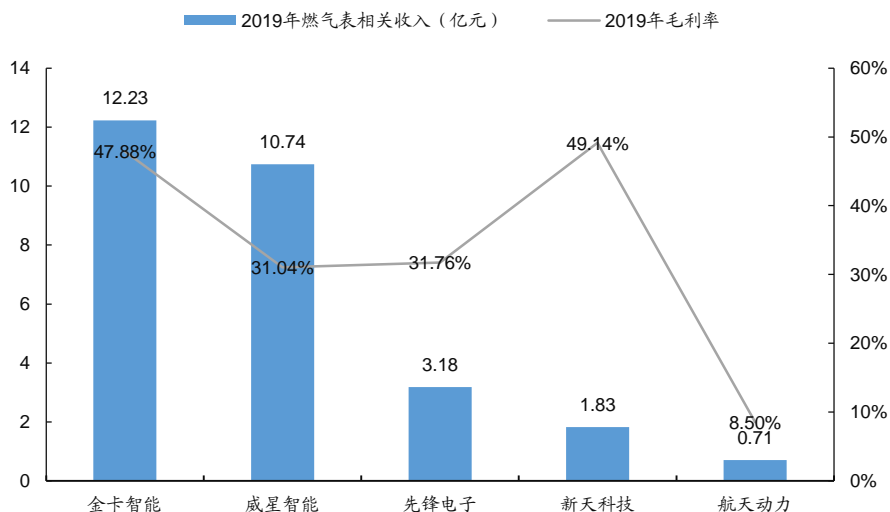
图 24: 上海肯特的产品



资料来源：上海肯特官网、国信证券经济研究所分析师整理

智能燃气表客户向大燃气集团公司渗透，接连取得突破。如前所述，公司近几年在大型燃气集团客户的招标中硕果累累，销售策略已经逐渐从攻克地方性燃气公司向一二线城市及燃气集团层面进军。2016 年在华润燃气和 2019 年在昆仑燃气的突破证明了公司智能燃气产品的行业竞争力。我国燃气市场被港华燃气、华润燃气、中国燃气、昆仑燃气、新奥燃气五家企业垄断，虽然从销量角度新天科技远落后于金卡智能、威星智能等行业龙头，但是公司毛利率水平处于行业领先，并且已经进入了燃气垄断企业大型采购名单。

图 25：燃气表公司燃气业务规模及公司毛利率对比



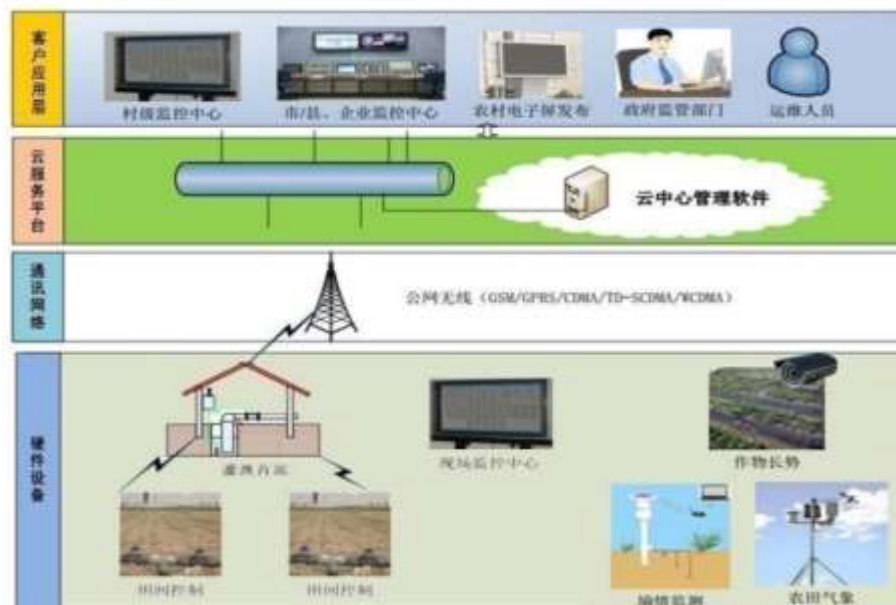
资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师整理

从智能表计供应商向综合解决方案提供商升级转型，培育新增长点

公司产品配套的软件系统以及智慧水务软件均为公司自主研发。公司软件技术研发能力达到国际领先水平，获得了软件研发领域最高等级的 CMMI5 级评估认证，目前，公司也是行业内唯一一家取得 CMMI5 级认证的企业。公司在为用户提供软硬件服务的同时，也可为用户提供云平台服务，云服务包括终端接入、数据采集、数据分析、自动缴费、结算对账、通知推送等云端应用，以帮助能源管理部门降本增效，实现数字化、智慧化管理升级。

智慧农业增长迅猛，有望成为新的利润增长点。国家把农业节水作为方向性、战略性大事来抓，出台多项利好政策，并设有专项资金，推动水利改革，为节水灌溉设施的大规模落地创造条件。公司的智慧农业节水系统及软件主要包括：泵房自动化控制系统、太阳能节水灌溉系统、土壤墒情监测系统、气象监测系统、视频监控系统、地下水位监测系统等，适用于大中型农业灌区、果园、高尔夫球场、公共绿地等节水灌溉工程。公司已成功在市场需求较大的区域新疆、内蒙、甘肃、河北、河南等地树立了多个示范标杆项目，公司智慧农业 2019 年市场拓展实现重大突破，同比业绩增长 153.66%。

图 26: 上海肯特的智慧农业节水系统及软件



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

智慧水务是智慧城市的重要组成部分,公司可围绕原有客户纵向拓展业务边界。新天科技智慧水务采用“互联网+水务”的创新商业模式,利用物联网技术、云计算技术、大数据挖掘技术、GIS 地理信息技术、网络通讯技术、自动控制技术、图像识别技术、智能能耗分析技术等,通过互联网和数据处理将“水务物联网”整合起来,以更加精细、智慧和动态的方式帮助水务公司进行管理和运维。

图 27: 上海肯特的智慧水务系统及软件



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

财务分析：资债结构健康、盈利能力强、现金流质量好

资债结构分析：资债结构健康，议价能力较强

新天科技的总资产规模和净资产规模在四家水表企业中规模均最大，小于燃气表公司金卡智能。公司的流动资产占比高于行业均值，整体资产流动性较好。公司的账上现金（结合货币资金和交易性金融资产来看）合计占比 45.1%，高于行业平均值 31.4%，资金较为充裕。应收账款及应收票据占比 15.8%，低于行业平均值 20.4%，回款情况较好。我们用（应收账款及应收票据-应付账款）/应收账款及应收票据这一指标与毛利率对比来衡量公司议价能力的强弱（若高于毛利率可理解为议价能力较弱，若低于毛利率可理解为议价能力较强），得出新天科技的整体议价能力较强。新天科技的存货占比略高于行业均值，处于合理水平。公司的固定资产占比位于行业平均水平，在建工程占比低于行业均值，无形资产占比高于行业均值，与公司注重研发和产品智能化比例高有关。公司的商誉主要来自对万特电气的并表，短期商誉减值风险较小。公司的负债率为 19.4%，略低于行业平均水平 19.9%。

表 14：智能表计企业资债结构对比（%）

	新天科技	平均值	宁水集团	三川智慧	汇中股份	金卡智能
总资产规模（亿元）	28.0	24.1	17.0	21.9	8.3	49.3
净资产规模（亿元）	22.5	18.9	12.5	18.7	7.2	37.1
货币资金占比（%）	10.0	17.0	29.6	21.0	10.8	6.4
交易性金融资产占比（%）	35.1	14.4	20.6	0.0	12.2	25.0
应收账款及应收票据占比（%）	16.0	21.3	22.6	23.3	19.8	19.5
存货占比（%）	10.0	9.7	16.8	10.9	6.6	4.7
流动资产占比（%）	73.9	68.3	90.5	65.9	57.7	59.2
固定资产占比（%）	10.9	10.9	5.1	12.1	20.1	6.1
在建工程占比（%）	2.6	3.5	0.0	0.1	12.8	1.3
无形资产占比（%）	4.6	4.0	2.1	3.1	7.9	2.8
商誉占比（%）	3.3	6.3	0.0	0.3	0.0	25.0
应付账款占比（%）	9.1	11.5	19.2	6.0	5.7	15.3
流动负债占比（%）	18.2	18.1	26.3	13.1	11.7	21.4
非流动负债占比（%）	1.2	1.8	0.5	1.4	1.9	3.3
议价能力指标	43%	46%	15%	74%	71%	22%
毛利率	49%	45%	35%	38%	57%	48%
议价能力	较强		很强	较弱	较弱	很强

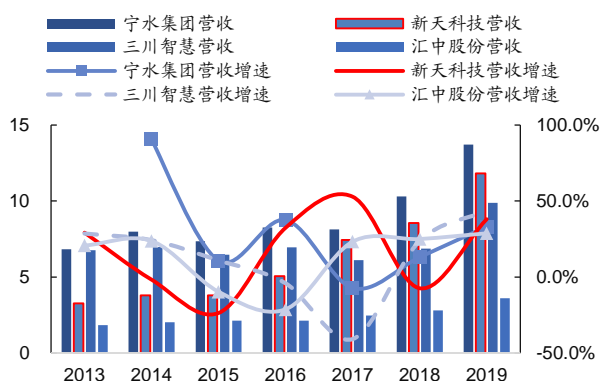
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（占比指在总资产中的占比）

成长性分析：近三年高速增长，2019 年受益于行业发展及自身边际改善

公司近三年营收复合增速为 32.6%，近三年归母净利润复合增速为 37.2%。2019 年行业内各企业业绩整体亮眼，公司受益于行业发展及自身运营效率提升。新天科技高速增长主要受益于 NB-IoT 智能表销售的大幅增长以及工商业智能表的大幅增长，智慧农业节水业务也实现了翻倍增长，且 2019 年公司新任管理层更替，为公司注入新活力。三川智慧高速增长主要因为 NB-IoT 水表在北京、天津、上海、深圳以及部分省会城市完成大批量供货，销售大幅增长；同时水务管理软件的研发和推广也取得积极进展和成效。宁波水表高速增长同样受益于 NB-IoT 智能水表的加速推广和应用，同时公司积极转型为以智能水表结合智慧水务大数据服务系统与平台为业务进行销售的模式。汇中股份相对其他三家的业绩增速较低，我们认为与其产品类型相关，超声水表和户用超声热量表虽然也有大幅增长，但相比 NB-IoT 智能表的推进速度要慢一些。金卡智能整体增速一般，主要是收购公司业绩拖累，其

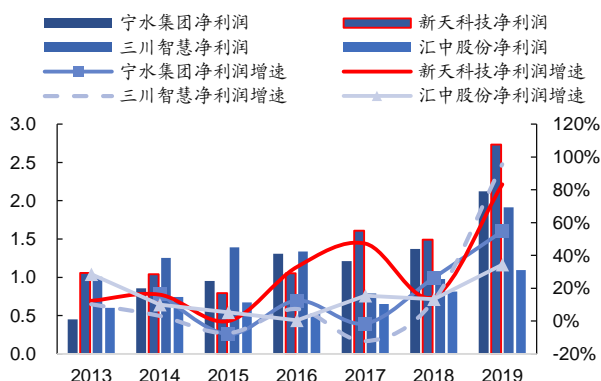
NB-IOT 业务实际上亦实现了高增长。

图 28: 水表企业营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 29: 水表企业归母净利润及增速 (亿元, %)

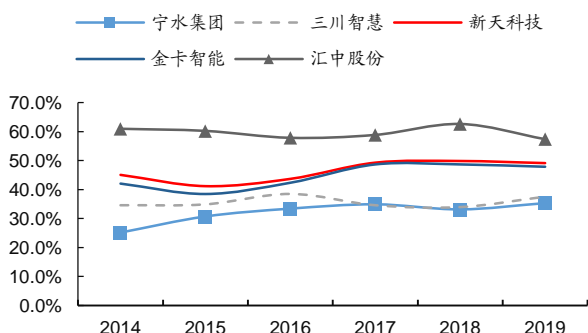


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

盈利能力分析: 高于行业平均水平, ROE 仍有上升空间

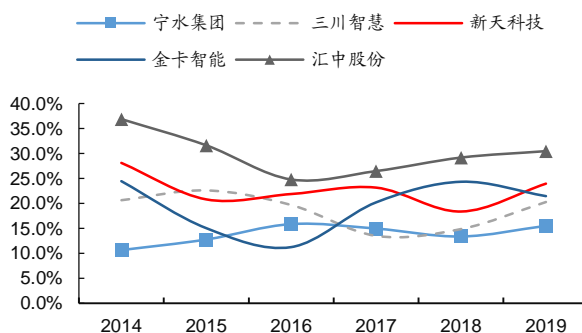
智能表计毛利率处于 40% 上下的水平, 净利率在 20% 上下, 盈利能力总体较强。其中, 智能表出货占比较高的, 以及整体解决方案比例较高的, 盈利水平相对较高。新天科技的毛利率和净利率位于行业中上水平, 仅次于汇中股份。2019 年毛利率从高到低排列分别是汇中股份 (57.4%) > 新天科技 (49.1%) > 金卡智能 (47.9%) > 三川智慧 (37.6%) > 宁水集团 (35.3%)。毛利率与企业的业务结构相关, 新天科技的工商业流量计毛利率将近 70%, 带动了综合毛利率高于行业中位水平。而汇中股份的超声波产品技术先进, 产品毛利率相对较高。净利率来看, 新天科技的净利率基本维持在 20% 以上 (除了 2018 年受商誉减值的影响), 2019 年净利率从高到低排列分别是汇中股份 (30.4%) > 新天科技 (23.9%) > 金卡智能 (21.4%) > 三川智慧 (20.3%) > 宁波水表 (15.5%)。

图 30: 智能表计企业毛利率对比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

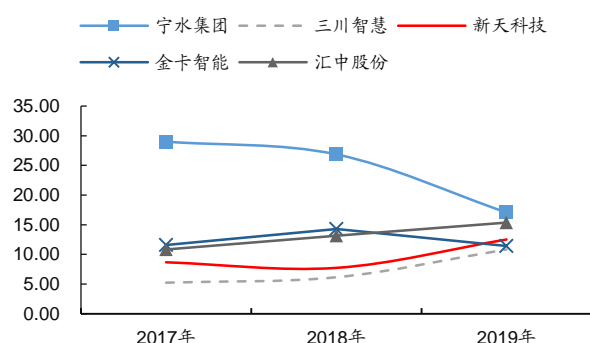
图 31: 智能表计企业净利率对比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

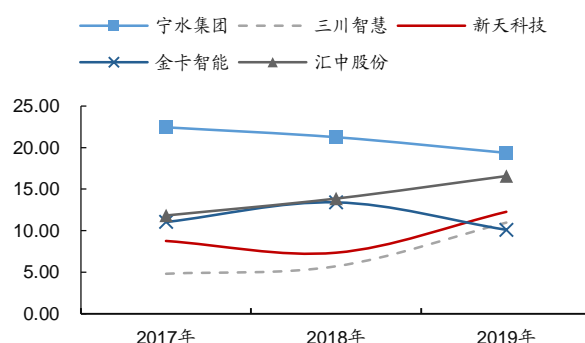
新天科技 2019 年的 ROE (摊薄) 为 12.51%, 同比上升 4.78 个百分点; 2019 年 ROA 为 12.27%, 同比上升 4.92 个百分点。从行业对比来看, 公司的 ROE 和 ROA 在同行中表现一般, 下文我们对其 ROE 进行拆解分析。

图 32: 智能表计企业 ROE 对比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 33: 智能表计企业 ROA 对比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

从新天科技近三年的 ROE 因子拆解来看, 公司的权益乘数和总资产周转率在持续提升, 2018 年公司的销售净利率较低, 主要因为 2018 年加大了市场营销和管理体系建设, 且控股子公司万特电气经营业绩未达预期, 计提了商誉减值 1049.39 万元。2019 年销售净利率大幅提升。

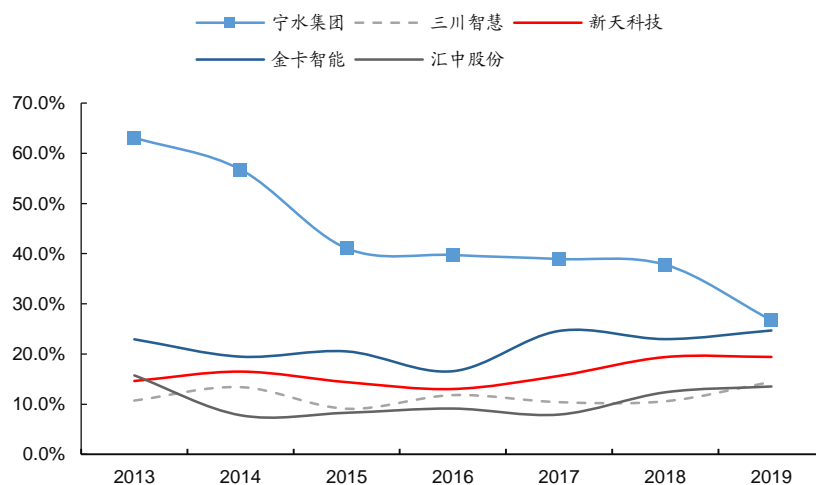
表 15: 新天科技和宁水集团杜邦分析

新天科技	2017 年	2018 年	2019 年
ROE	9.0%	7.9%	13.3%
权益乘数	1.22	1.26	1.28
总资产周转率	0.34	0.36	0.45
归母净利润/销售收入	21.61%	17.43%	23.15%
宁水集团	2017 年	2018 年	2019 年
ROE	30.8%	29.5%	24.2%
权益乘数	1.66	1.63	1.44
总资产周转率	1.25	1.36	1.09
归母净利润/销售收入	14.91%	13.33%	15.48%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

与宁水集团对比来看, 2019 年新天科技的销售净利率高于宁水集团 7.67 个百分点, ROE 低于宁水集团的原因主要是权益乘数和总资产周转率低于宁水集团。总资产周转率上, 新天科技的业务以智能表为主, 宁水集团的业务中机械表仍占较多比例, 目前水表行业智能化渗透率仍较低, 机械表产品的周转速度相对更快。此外, 公司账上资金充裕, 且 2016 年募投资金大部分未投资, 当前的负债率仍维持较低水平, 相比之下宁水集团的负债率更高。

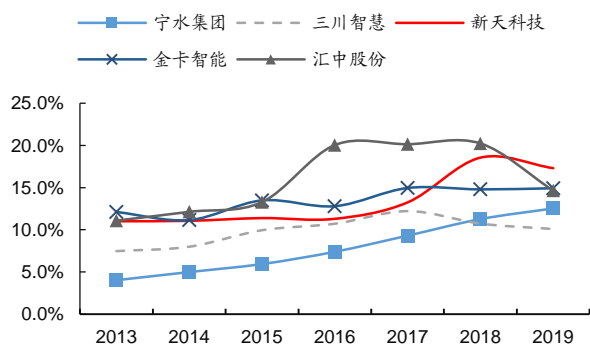
图 34: 可比公司资产负债率对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

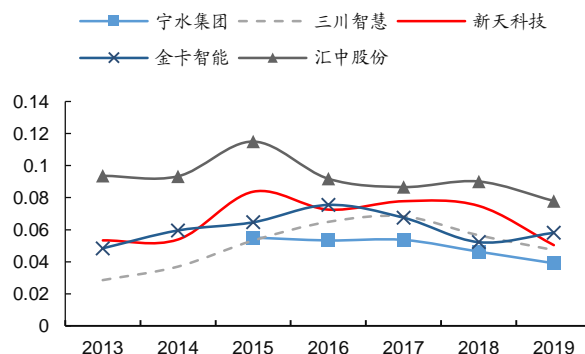
可比公司的销售费用率基本保持在 10%-20%之间, 新天科技近两年的销售费用率相对其他企业较高, 主要与公司逐渐降低代理商销售比例, 组建自己的销售团队有关, 随着公司逐渐向大客户市场渗透, 直销有助于公司在智能表投标中提升竞争力; 可比公司的管理费用率基本保持在 2%-12%之间, 公司的管理费用率位于行业中位水平, 2019 年下降幅度较大, 主要得益于公司自动化和信息化水平的提高; 可比公司的财务费用率均为负值, 说明各家企业账上资金状况良好, 带来相应的利息收入, 其中, 宁水集团和三川智慧的海外收入占比相对较高, 形成汇兑收益。

图 35: 智能表计企业销售费用率对比



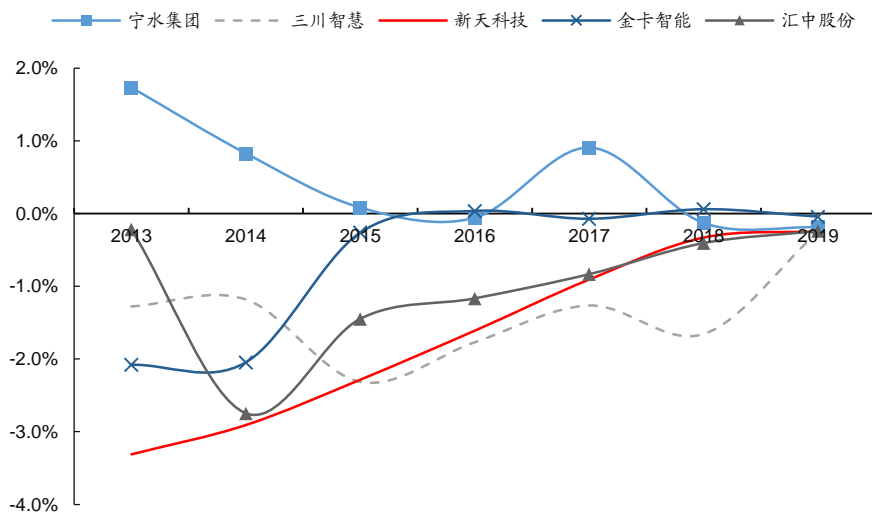
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 36: 智能表计企业管理费用率对比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 37：智能表计企业财务费用率对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

经营效率分析：当前运营效率低于行业平均水平，仍有较大改善空间

从总资产周转率、存货周转天数、应收账款周转率、固定资产周转率等指标来看，新天科技的资产运营效率低于行业平均值，随着公司产能爬升和销售规模的扩大，仍有较大改善空间。

表 16：可比公司运营效率指标对比

总资产周转率	2017 年	2018 年	2019 年
宁水集团	1.25	1.36	1.09
三川智慧	0.34	0.37	0.48
金卡智能	0.46	0.47	0.42
汇中股份	0.39	0.41	0.47
平均值	0.61	0.65	0.61
新天科技	0.34	0.36	0.45
存货周转天数	2017 年	2018 年	2019 年
宁水集团	83.07	90.61	100.89
三川智慧	116.62	125.59	121.49
金卡智能	116.17	105.81	85.43
汇中股份	195.23	164.98	124.76
平均值	127.77	121.75	108.14
新天科技	129.06	165.70	150.24
应收账款周转率	2017 年	2018 年	2019 年
宁水集团	4.99	5.57	5.01
三川智慧	2.25	2.37	2.43
金卡智能	3.21	2.99	2.32
汇中股份	2.84	2.65	2.52
平均值	3.32	3.40	3.07
新天科技	2.80	2.41	2.89

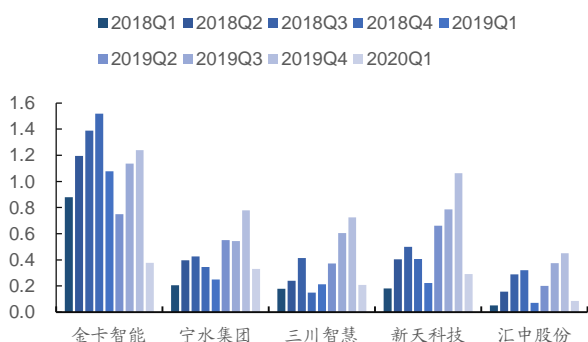
固定资产周转率	2017 年	2018 年	2019 年
宁水集团	9.11	11.97	15.97
三川智慧	2.29	2.59	3.77
金卡智能	7.25	8.11	7.26
汇中股份	1.38	1.60	2.13
平均值	5.01	6.07	7.28
新天科技	2.36	2.54	3.74

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

现金流分析：季节性明显，现金流质量好，获现能力较强

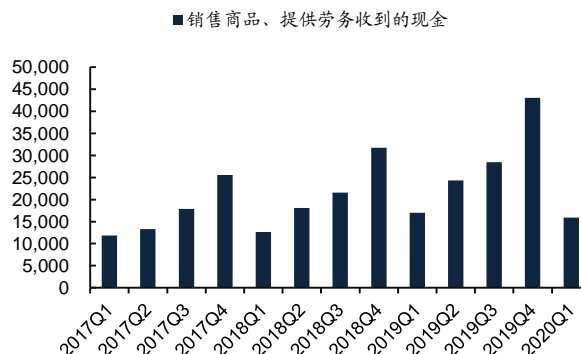
行业呈现季节周期性，业绩和经营现金流入大多在下半年体现。智能表行业下游以水务公司、供热公司、燃气公司、电力公司、水利局、农业局等公共企事业单位为主，营收和利润呈现明显的季节性，通常上半年是淡季，下半年在招标完成后，安装周期结束后确认收入。

图 38：智能表计企业近两年单季度净利润变化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

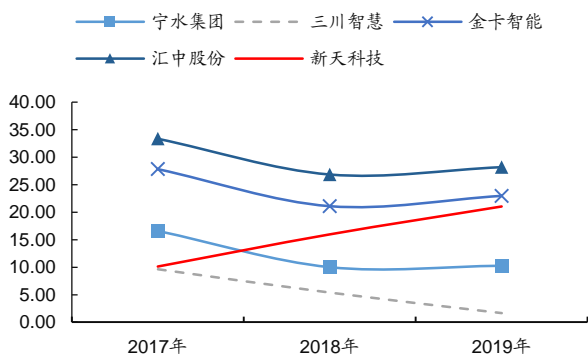
图 39：公司单季度销售商品、提供劳务收到的现金（万元）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

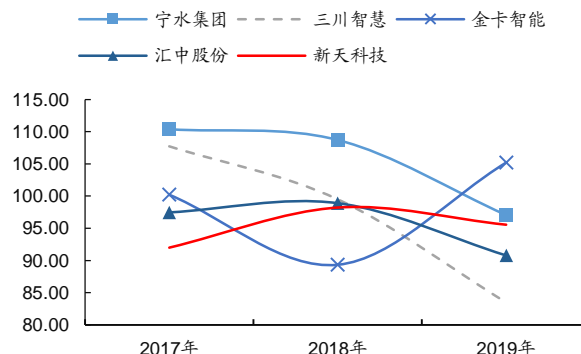
公司整体现金流量质量健康，获取现金能力较强。“经营活动产生的现金流量净额/营业收入”即销售现金比率，用来评价企业获取现金的能力。新天科技的获取现金能力近三年持续上升，2019 年销售现金比率为 21.04，高于行业平均水平。“销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入”即“销售收现比”，反映企业现金回收速度。公司的现金回收速度高于行业平均水平。

图 40：智能表计企业销售现金比率对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 41：智能表计企业销售收现比对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

投资建议：物联网智能表需求高速增长，市场格局趋向集中，公司将明显受益，维持“买入”评级

新天科技是国内唯一一家兼具“智慧水务、智慧燃气、智慧供热、智慧农业、智能电力仿真实训系统”等全产业链的物联网解决方案的上市公司。智能表计行业面临政策鼓励、技术成熟、需求催化三大利好共振的局面，未来智能水表和智能气表渗透率加速提升，同时行业集中度提升，利好行业龙头。我们看好公司行业竞争力，预计公司 20-22 年的净利润为 3.59/4.29/4.93 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“买入”评级。

表 17：可比公司的估值对比（截止至 2020 年 6 月 12 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
300066.SZ	三川智慧	26.48	50.55	0.18	0.24	0.29	27.00	20.25	16.76	买入
603700.SH	宁水集团	27.64	60.93	1.36	1.36	1.70	22.04	22.04	17.64	无评级
300349.SZ	金卡智能	18.59	65.14	0.98	1.08	1.29	15.49	14.06	11.77	无评级
	平均	24.24	58.87	0.84	0.89	1.09	21.51	18.78	15.39	
300259.SZ	新天科技	23.62	66.19	0.23	0.31	0.36	24.48	18.16	15.64	买入

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

风险提示

物联网产业落地不达预期风险；产业竞争加剧风险；募投项目建设不及预期

盈利预测拆分

核心假设

第一，智能水表业务与工商业智能流量计协同发展，近两年民用智能水表增速高于工商业智能流量计，未来增速相近。整体毛利率稳中有降。

第二，智能燃气表业务 19 年突破昆仑燃气后，在 20 年收入上将有所体现，增速较快，21-22 年预计在大客户的份额持续上升，增速有所放缓。

第三，智慧农业节水业务当前基数较小，保持高速发展态势。

第四，电力智能仿真及运维系统、智能热量表及系统、智能电表及系统及其他业务预计进行平稳发展期。

第五，假设公司销售费用率、管理费用率、毛利率保持稳定。

表 18：新天科技业务拆分（单位：百万元）

业务	项目	2019	2020E	2021E	2022E
智能水表及系统	收入	474.77	688.42	908.71	1135.89
	增长率	57.44%	45.00%	32.00%	25.00%
	毛利率	43.79%	45.50%	44.50%	44.00%
工商业智能流量计	收入	243.71	329.01	434.29	542.86
	增长率	32.64%	35.00%	32.00%	25.00%
	毛利率	69.61%	72.00%	71.00%	70.00%
智能燃气表及系统	收入	183.35	243.86	280.43	308.48
	增长率	9.55%	33.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	33.50%	35.50%	34.50%	33%
电力智能仿真及运维系统	收入	80.21	96.25	110.69	121.76
	增长率	23.93%	20.00%	15.00%	10%
	毛利率	54%	54%	54%	54%
智慧农业节水	收入	79.02	158.04	252.86	354.01
	增长率	153.68%	100.00%	60.00%	40%
	毛利率	55.20%	55.00%	55.00%	55.00%
智能热量表及系统	收入	39.59	43.55	47.90	52.69
	增长率	28.21%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	35%	35%	35%	35%
智能电表及系统	收入	15.52	17.07	18.78	20.66
	增长率	42.25%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	55%	55%	55%	55%
其他业务	收入	64.67	64.67	64.67	64.67
	增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	50%	50%	50%	50%
收入合计		1180.84	1640.86	2118.34	2601.02
增长率		38.07%	38.96%	29.10%	22.79%
毛利率		49.14%	50.71%	50.38%	50.12%
成本率		50.86%	49.29%	49.62%	49.88%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

综上所述，我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 16.41/21.18/26.01 亿元，同比增速为 39.0%/29.1%/22.8%；归母净利润为 3.59/4.29/4.93 亿元，同比增速为 31.5%/19.4%/14.9%。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	280	300	300	300	营业收入	1181	1641	2118	2601
应收款项	484	763	962	1152	营业成本	601	809	1051	1297
存货净额	278	398	528	638	营业税金及附加	12	16	21	26
其他流动资产	43	1029	1099	1025	销售费用	204	284	360	442
流动资产合计	2066	3471	3870	4097	管理费用	60	197	238	291
固定资产	375	408	432	453	财务费用	(3)	13	29	19
无形资产及其他	129	125	121	117	投资收益	29	30	30	30
投资性房地产	199	199	199	199	资产减值及公允价值变动	6	20	15	15
长期股权投资	25	25	25	25	其他收入	(21)	50	41	10
资产总计	2795	4229	4647	4890	营业利润	321	422	505	580
短期借款及交易性金融负债	0	1179	1056	747	营业外净收支	5	5	5	5
应付款项	254	360	471	575	利润总额	326	427	510	585
其他流动负债	255	374	495	587	所得税费用	43	56	66	76
流动负债合计	509	1912	2022	1909	少数股东损益	9	12	15	17
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	273	359	429	493
其他长期负债	34	34	34	34					
长期负债合计	34	(196)	(196)	(196)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	543	1717	1826	1714		2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	67	76	86	98	净利润	273	359	429	493
股东权益	2185	2436	2736	3079	资产减值准备	(16)	3	1	1
负债和股东权益总计	2795	4229	4647	4890	折旧摊销	36	40	45	49
					公允价值变动损失	(6)	(20)	(15)	(15)
					财务费用	(3)	13	29	19
					营运资本变动	679	(1133)	(148)	(23)
					其它	25	6	9	11
					经营活动现金流	991	(745)	321	515
					资本开支	(33)	(51)	(51)	(51)
					其它投资现金流	(961)	0	0	0
					投资活动现金流	(974)	(51)	(51)	(51)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	(230)	0	0
					支付股利、利息	(13)	(108)	(129)	(148)
					其它融资现金流	(59)	1154	(142)	(316)
					融资活动现金流	(86)	816	(270)	(464)
					现金净变动	(68)	20	0	0
					货币资金的期初余额	347	280	300	300
					货币资金的期末余额	280	300	300	300
					企业自由现金流	946	(853)	236	448
					权益自由现金流	887	61	69	116

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032