

公司研究/首次覆盖

2017年03月17日

计算机软硬件/计算机应用 II

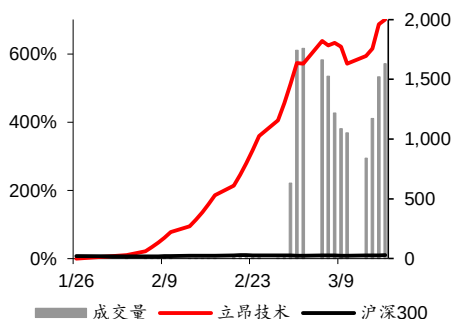
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 52.5
合理价格区间(元): 57.4~61.5

高宏博 执业证书编号: S0570515030005
研究员 010-56793966
gaohongbo@htsc.com

吴日晖 021-28972095
联系人 wurihui@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

新疆区域通信服务及安防领军企业 立昂技术(300603)

立足新疆，辐射西部的区域通信服务及安防领军企业

立昂技术立足新疆，通过通信服务业务切入安防领域，实现双主业齐头并进发展，成长为区域信息服务领军企业（公司在新疆地区通信网络技术服务市场业务占比大致为 3%-5%，安防工程业务市场份额约为 4.53%）。公司股权相对集中，实际控制人拥有公司 41.59%股份，员工持股平台激励到位。公司客户结构稳定，运营商及政府部门占比在八成以上，业绩因当期项目承接金额，收入确认节奏等原因而有所波动。公司正逐渐将业务往西部其他省份拓展，并借助一带一路战略向中亚地区拓展，目标打造成为区域内最具竞争力信息技术企业。

通信网络技术服务市场快速成长，新疆区域还有较大市场空间

受益于通信技术的快速发展以及电信行业持续高投入等原因，通信网络技术服务市场快速成长，未来依旧有较大市场空间：投入端来说，5G 时代逐步到来等因素将推动电信行业持续投入；而从需求端来说，专业化分工的趋势愈发明晰，运营商会出于成本等方面而更多的考虑专业技术服务商。新疆区域信息化起步晚，程度低，相较其他区域市场还有较大空间，当地区域领军企业有望获得更快更好的发展。

新疆安防需求强劲，区域领军企业有望充分受益

安防市场需求强劲，行业预计在未来五年内将会保持 15%的增速。而新疆区域由于独特地理位置等原因，安防需求相较其他区域更为紧迫。安防工程行业集中度分散，随着资质、资金及人力等要求的提升，本地化大型服务商有望更加受益。立昂技术依托信息通信技术顺利切入了安防监控领域，作为区域安防领军企业将享受更多区域红利。

新疆投资高增速带来产业机遇，资本助力立昂快速成长

新疆 2017 年 1.5 万亿的固定资产投资将带来更多的通信服务以及安防建设等行业机遇，投资加速对产业拉动效果显著，立昂技术已经上调 2017 年一季报业绩预期，受益已经初步体现。另外，上市将为立昂带来资本方面的助力，立昂技术有望得以不断加强研发实力，业务拓展得到有力支持，新业务方向转型逐步开始尝试，从而实现自身跨越式发展。

首次覆盖，给予“增持”评级

我们预计公司 16-18 年营业收入为 3.62 亿元，5.38 亿元以及 8.16 亿元，归母净利润分别为 0.35 亿元，0.54 亿元以及 0.84 亿元，对应 EPS 分别为 0.46 元，0.53 元以及 0.82 元，对应当前股价 PE 分别为 153 倍，100 倍以及 64 倍。考虑到公司为新疆区域信息化领军企业，稀缺性较为明显，同时通信技术服务与安防工程双主业受新疆高增速投资拉动有望充分受益，因此给予“增持”评级。考虑到公司稀缺性明显，可给予一定估值溢价，且主业有望迎来快速增长，作为次新股估值虽然较高，但短期具有交易性机会，因此给予公司 18 年 PE 估值区间为 70-75 倍，对应目标价为 57.4-61.5 元。

风险提示：通信及安防行业投资放缓的风险；新疆政策推进力度不及预期的风险；业务拓展不及预期的风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	102.50
流通 A 股 (百万股)	25.70
52 周内股价区间 (元)	6.55-52.50
总市值 (百万元)	5,381
总资产 (百万元)	511.34
每股净资产 (元)	2.42

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	249.02	277.61	362.43	537.85	815.85
+/-%	(18.52)	11.48	30.55	48.40	51.69
净利润 (百万元)	16.45	25.99	35.08	53.97	84.24
+/-%	(54.95)	58.03	34.93	53.87	56.08
EPS (元)	0.21	0.34	0.34	0.53	0.82
PE (倍)	245.12	155.11	153.42	99.70	63.88

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

新疆区域信息服务领军企业，通信服务及安防双主业齐头并进	4
立足西部地区的通信技术服务及安防服务提供商	4
实际控制人股权相对集中，员工持股平台激励到位	5
客户结构以政府及运营商为主，业绩有所波动	6
客户结构稳定，其中政府及运营商占比在八成以上	6
行业规模逐年增长，安防系统服务收入波动导致业绩波动发展	6
综合毛利率基本稳定，业务扩张导致费用率出现一定上升趋势	7
扎根新疆，辐射西部地区，目标打造成为区域内最具竞争力信息技术企业	8
通信网络技术服务产业快速成长，新疆地区尤为受益	9
我国通信网络技术服务正处于快速成长期	9
投资与需求共振，通信网络服务市场有可为	10
行业集中度低，外包为主要模式	11
起步晚，信息化程度低，新疆通信服务需求有望快速增长	12
新疆安防市场需求强劲，区域大型服务商将获得更多机遇	13
安防监控需求强劲，安防行业有望保持 15% 市场增速	13
安防工程行业分散，未来大型服务商有望获得更多机遇	13
新疆安防需求强劲，区域优势明显	14
新疆政策东风助力发展，资本力量推动跨越发展	16
2017 年新疆固定资产投资预增 50%，带来更多安防与通信服务市场机遇	16
高度重视技术研发，技术支撑未来	17
资本推动，上市助力立昂跨越发展	17
盈利预测与投资评级	19
风险提示	20

图表目录

图表 1：立昂技术发展沿革	4
图表 2：通信及安防服务是信息产业重要部分	5
图表 3：立昂技术主要服务内容	5
图表 4：立昂技术股权结构(2017.3.17)	6
图表 5：立昂技术客户结构稳定(2016Q3)	6
图表 6：公司营收及归母净利润波动发展	7
图表 7：分项业务历年收入呈现波动性	7
图表 8：公司毛利率与行业基本一致	7
图表 9：各项业务板块毛利率趋势	7
图表 10：公司费用率情况	8
图表 11：公司未来业务规划	8

图表 12: 通信网络服务内容	9
图表 13: 我国通信网络技术服务处于成长期	9
图表 14: 我国电信行业固定资产投资保持较高投入	10
图表 15: 通信网络技术服务市场规模不断扩大	11
图表 16: 行业三类竞争主体	11
图表 17: 新疆区域信息化程度相较落后	12
图表 18: 安防市场未来五年复合增速预计达 14.75%	13
图表 19: 安防工程商资质比例	14
图表 20: 新疆安防行业快速发展	14
图表 21: 新疆固定资产投资维持高增长（16 年因政府换届例外）	16
图表 22: 公司历年研发投入情况	17
图表 23: 立昂技术研究成果应用情况	17
图表 24: 立昂技术募集资金使用计划	17
图表 25: 部分可比公司估值	19
图表 26: 立昂技术历史 PE-Bands	19
图表 27: 立昂技术历史 PB-Bands	19

新疆区域信息服务领军企业，通信服务及安防双主业齐头并进

立足西部地区的通信技术服务及安防服务提供商

立昂技术成立于 1996 年，公司目前主要从事为通信运营商提供通信网络技术服务，并基于需方业务需求提供安防系统一体化服务，主要服务内容包括安防系统和通信网络工程、安防系统和通信网络运营管理、及其他专项服务等。公司具备满足多种少数民族语言需求的技术服务能力，业务主要分布在新疆、宁夏、甘肃、青海、贵州、四川等西部地区。成立 21 年来，立昂技术根据信息产业发展的趋势，不断完善和延伸服务内容，市场地位得以巩固和提高，积累了中国移动、中国电信、中国联通、中国铁塔、广电网络等一批优质客户资源。

图表1：立昂技术发展沿革

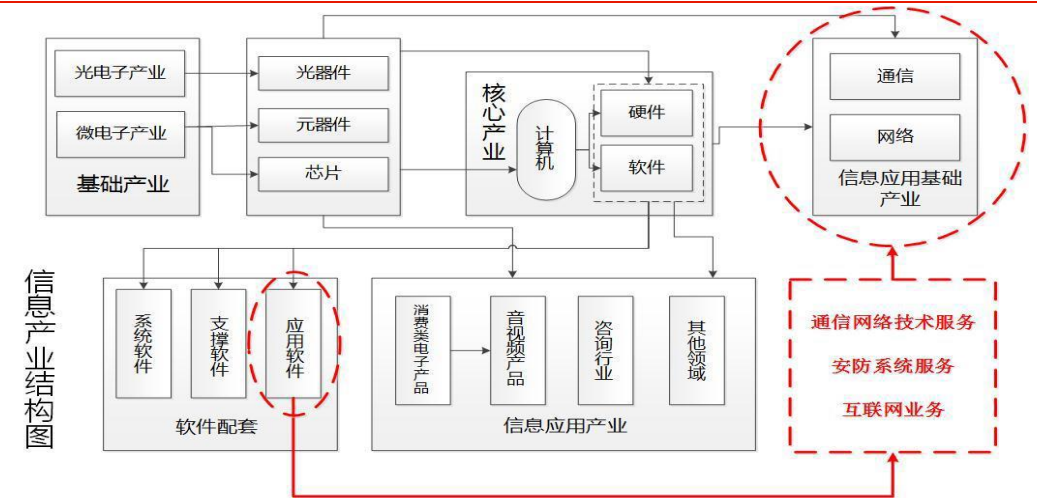


资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司两大主业分别为通信网络以及安防系统服务：其中通信网络技术服务是指为通信运营商提供各种技术服务及系统解决方案，服务对象主要是中国移动、中国电信、中国联通、中国铁塔、广电网络等，以保证电信网、广播电视网和互联网等公众信息网络平稳运行；安防系统服务则是通过网络技术和软件技术，提供从摄像到图像显示和记录的独立完整的数据存储、分析系统，为社会公共安全管理提供智能视觉监控、视频分析、辅助刑事侦察服务。

未来，在稳固通信及安防服务市场地位的同时，公司将加大向智慧城市和互联网应用服务方面的业务拓展，同时积极响应国家“一带一路”战略，发挥新疆独特的窗口作用，拓展中亚区域业务。

图表2： 通信及安防服务是信息产业重要部分



资料来源:招股说明书, 华泰证券研究所

图表3： 立昂技术主要服务内容

主营业务	主要服务内容
安防系统工程	利用综合布线技术、通信传输技术、网络互联技术、多媒体应用技术、安全防范技术、网络安全技术等, 将相关设备、软件进行集成、安装调试、界面定制开发和应用支持。
通信网络工程 (网络建设)	为客户提供核心网及接入网线路、传输设备、基站设备安装、通信管道、非开挖等通信工程的施工、安装调试业务。
通信网络工程 (室内分布等专业工程)	将移动基站信号引入室内, 解决室内盲区覆盖的信号分布系统。
安防系统运营管理	对安防系统设备、通信网络、信息传输及存储安全等业务进行综合维护。
通信网络运营管理	为客户提供基础网络运营管理工作, 工作范围包括: 交换传输设备、移动基站、传输线路、集团客户专线、WLAN、室分系统、FTTH 家客业务的运营管理。
通信网络运营管理 (网络优化)	为客户提供移动网络信号测试, 对测试数据进行分析评估, 提出网络调整优化方案, 保证通信网络达到最佳运行状态。
通信网络设计	为客户提供通信工程设计, 包括交换、传输、移动通信、数据通信、电源、电信支撑网、企业通信网等。
互联网业务	基于通信服务和安防系统服务, 提供定制化平台开发服务, 内容包括安防数据采集、智慧社区、智慧园区应用、电子商务平台等。

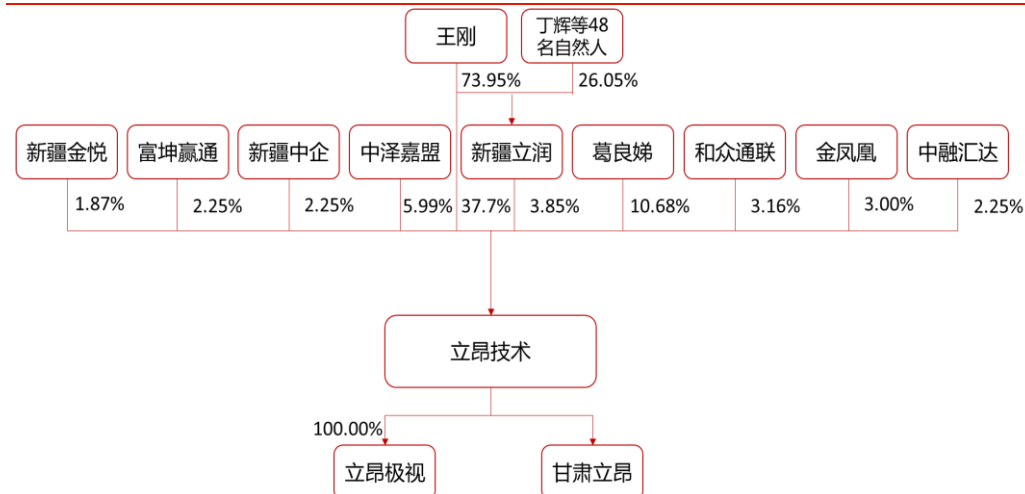
资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

实际控制人股权相对集中, 员工持股平台激励到位

公司股权相对较为集中, 公司上市后, 实际控制人王刚通过直接和间接方式共持有公司 41.59% 的股份。

此外, 公司高管及员工激励到位, 充分调动了员工积极性, 为公司快速发展奠定了良好的基础。公司分别于 2011 年和 2014 年成立了和众通联以及新疆立润作为员工持股平台, 主要为公司高管及核心技术市场骨干员工提供股权激励, 从而有效增强员工为企业服务和归属感, 保障了核心技术人员的稳定。

图表4：立昂技术股权结构(2017.3.17)



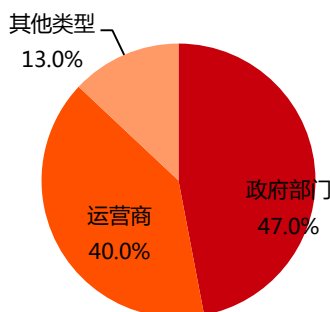
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

客户结构以政府及运营商为主，业绩有所波动

客户结构稳定，其中政府及运营商占比在八成以上

公司自成立伊始便是围绕通信网络服务作为主业发展基石，初始主要服务于三大通信运营商，通过 20 余年的合作，已建立长期稳定的合作关系。随着公司业务范围向应用端的拓展，公司逐渐与政府部门及其他类型客户展开合作，面向政府及企业提供视频监控，安防系统集成等业务。目前公司收入 80% 以上源自运营商以及政府客户，稳定的客户结构以及丰富且优质的客户资源将为公司未来持续发展奠定了坚实的客户基础。

图表5：立昂技术客户结构稳定(2016Q3)



资料来源:招股说明书, 华泰证券研究所

行业规模逐年增长，安防系统服务收入波动导致业绩波动发展

立昂技术主营业务收入主要来自于安防系统工程、通信网络工程及运营管理三类业务，历年占主营业务收入比重合计均在 90% 以上。此外，发行人主营业务还包括通信网络设计业务，少量的通信及安防设备销售业务。从 2013 年起发行人逐步涉入互联网服务相关的技术服务行业，开始产生少量的业务收入，此外在 14-15 年曾有涉及运营商呼叫中心业务（因运营商大幅下调服务费，15 年已经退出该项业务）。

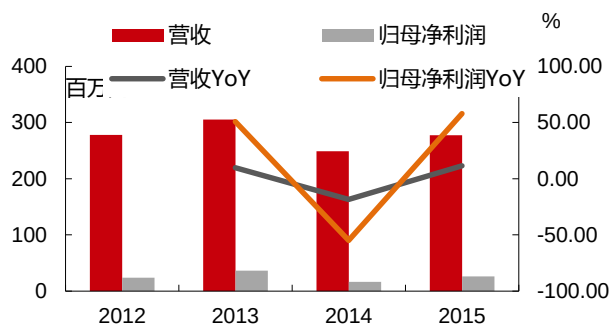
公司双主业所处行业均处于成长阶段，行业规模近几年逐年增长，但公司业绩近三年收入和利润均体现出一定的波动性，主要体现在 14 年双主业收入均有所下降，导致 2014 年收入下降 19%，归母净利润下降了 55%，主要源于以下方面原因：

1. 安防系统 2014 年收入下降 28.77%，而 2015 年小幅增长 2.62%，主要是由于安防工程的收入确认需要由在合同获取年度的完工率较高，且大额标的合同的获取及执行决定。因此报告期公司获取项目目标的大小及数量的多少决定了收入的高低，而这又取决于市场中大额标的项目的数量：公司在 2014 年获取大额标的项目较少，单个工程项目平均金额较 2013 年降低，使得其收入有所下降；此外 2012 年公司部分安防系统工程是五

年期分期收款项目，该类项目资金占用较大，回收期较长，故 2013 年下半年公司为提高资金使用效率，逐渐减少了对安防项目的承接，从而使得 2014 年的安防系统工程收入有所下降；

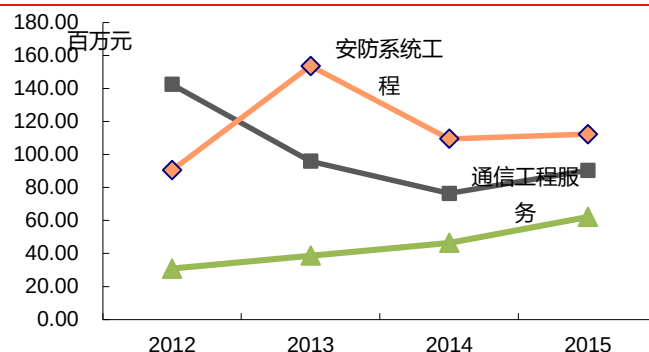
2. 通信网络项目服务收入 2014 年下降 20.76%，在 2015 年增长 18.93%，主要是由于 14 年通信网络工程标的金额较大的交通线路通信网络工程收入下降所致。因为 13 年有南疆的两个大项目确认收入，剔除这两个项目影响后，通信网络项目收入基本保持稳健发展态势。而 2015 年通信网络工程业务增长，主要是当年交通公路线路建设执行项目数量有所增加，另外，受益于运营商通信网络建设投资总体增长，公司运营商通信网络工程建设项目收入增幅较大。

图表6： 公司营收及归母净利润波动发展



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 分项业务历年收入呈现波动性

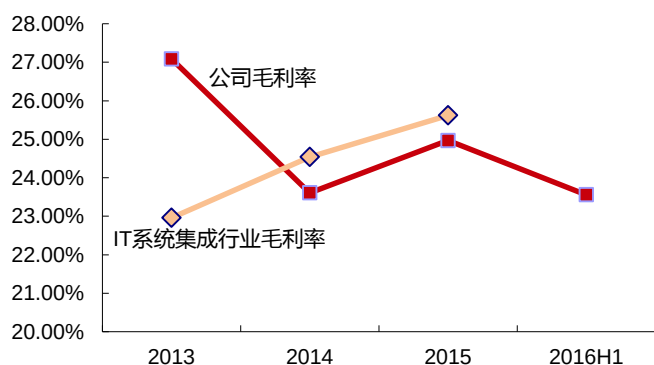


资料来源：Wind，华泰证券研究所

综合毛利率基本稳定，业务扩张导致费用率出现一定上升趋势

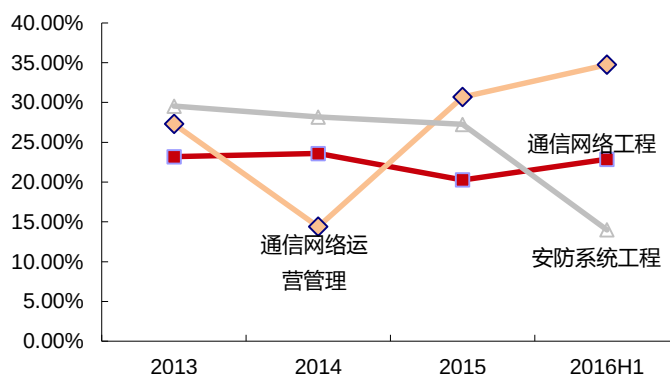
公司主营业务综合毛利率相对稳定，近几年基本维持在 25% 左右，其中系统工程项目毛利率较为稳定，而运营管理类项目则是因为基数较小，抢占客户资源压低价格等原因毛利率出现较大波动。

图表8： 公司毛利率与行业基本一致



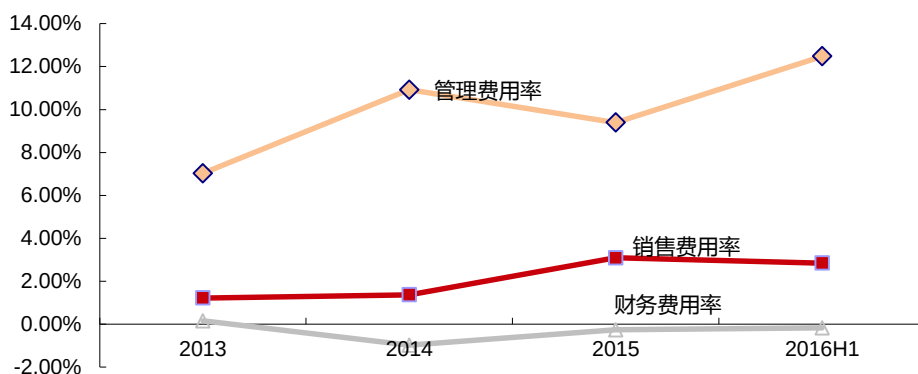
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表9： 各项业务板块毛利率趋势



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司整体费用率与行业平均相近，在 2015 年销售费用率有所上升的原因主要是公司业务规模扩张带来的市场业务人员增长，相应的薪酬支出增多。此外公司管理费用波动较大，主要是因为公司收入以工程项目收入为主，若干大额项目收入确认导致年度之间收入变动幅度较大，而这种波动不会影响公司长期增长趋势。公司整体管理费用规模低于同行业平均水平，主要是因为新疆企业管理人员工资水平低于业内平均水平。

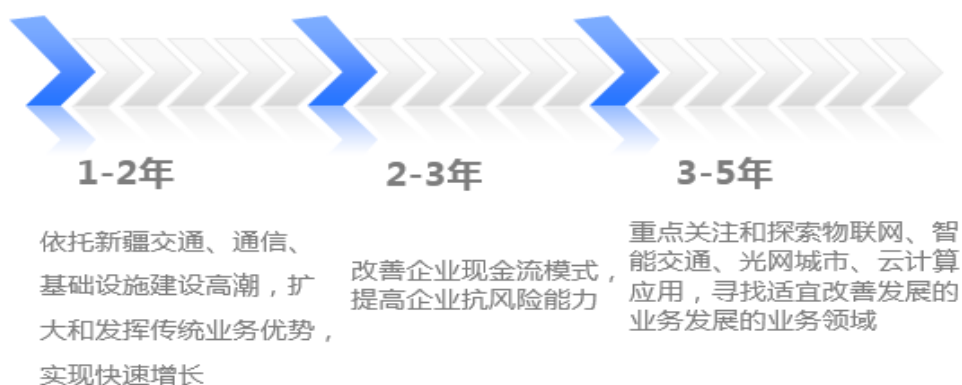
图表10： 公司费用率情况

资料来源：Wind，华泰证券研究所

扎根新疆，辐射西部地区，目标打造成为区域内最具竞争力信息技术企业

公司业务起源于新疆地区，通过多年发展，业务范围覆盖新疆 166 万平方公里范围，涉及深入到区、州、市、县、村范围的四、五级市场体系。由于长期参与新疆地区通信网络建设工作中，公司深度掌握疆内整体网络链路布局，以及各区域链路演变历程。此外，公司业务以新疆地区为主向周边省延伸，目前业务已拓展到宁夏、甘肃、青海、贵州、四川等周边省份。

公司未来发展目标是将公司打造成为区域内最具竞争力的信息技术服务企业，为党、政、企事业单位、公众提供高质量的信息技术服务，将业务范围涵盖新疆维吾尔自治区所有地、州、市，新疆生产建设兵团；西部省、区；国家一路一带战略向西拓展的中亚等国。

图表11： 公司未来业务规划

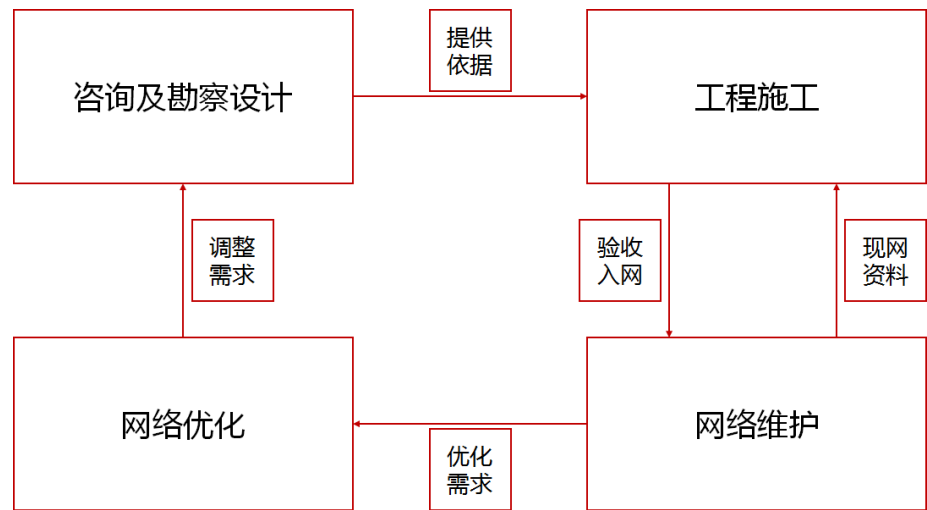
资料来源：新疆人才网，华泰证券研究所

通信网络技术服务产业快速成长，新疆地区尤为受益

我国通信网络技术服务正处于快速成长期

通信网络技术服务行业隶属于电信服务业，服务内容贯穿于整个通信网络的建设过程，在运营商网络建设前、建设中及建设后提供不同的技术支持，承接了大量的能满足运营业务发展需求的网络基础设施建设及运营管理业务。通信网络技术服务可依据服务内容分为建设、维护以及优化服务，而其中随着通信网络技术服务行业总体市场的增长，其中的网络维护服务将随着多制式、多功能和多网融合的新一代通信网络的发展而持续增长。此外，网络优化服务多针对移动无线网络，是在支撑用户增多及业务扩展需要下进行的网络二次扩容优化，是以新技术和新业务的应用对现有通信网络的改造和升级，是通信网络技术服务未来发展的重点之一。

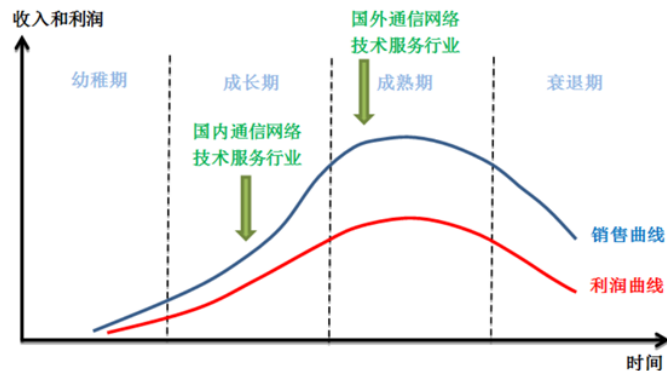
图表12： 通信网络服务内容



资料来源：产业信息网，华泰证券研究所

近几年来通信技术不断发展，短短 10 年内就经历了有 2G、3G 到 4G 的普及，并且仍有技术进步的空间。4G 网络的普及带来运营商数据流量业务爆发。各运营商在移动互联网业务上的充分竞争，对其网络稳定性、高效性、安全性提出了更高的要求。为确保通信网络正常运转，运营商需要通信技术服务商提供专业、及时、有效的技术支持，因此，通信网络技术服务行业得到了较快的发展。因此相比欧美和日本，我国通信网络技术服务行业起步相对较晚，但存量需求本身很大，所以目前行业正处于快速发展的成长期阶段。

图表13： 我国通信网络技术服务处于成长期

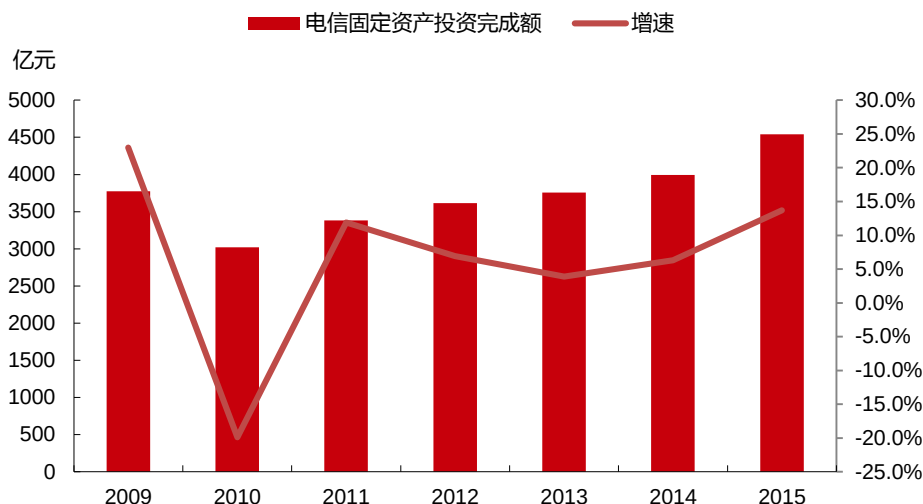


资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

投资与需求共振，通信网络服务市场有可为

我国通信网络服务市场过去几年保持了快速发展态势，通信技术的发展有力地推动了通信行业的通信网络建设、扩容及多元化组网，并有力地拉动通信网络技术服务行业、通信设备制造业、移动终端制造业等上下游产业的快速发展。此外，通信网络技术服务市场的发展直接受益于运营商的大规模基础建设投资。近年来，我国电信固定资产投资保持较高水平，因此直接推动了行业的快速发展。

图表14： 我国电信行业固定投资保持较高投入

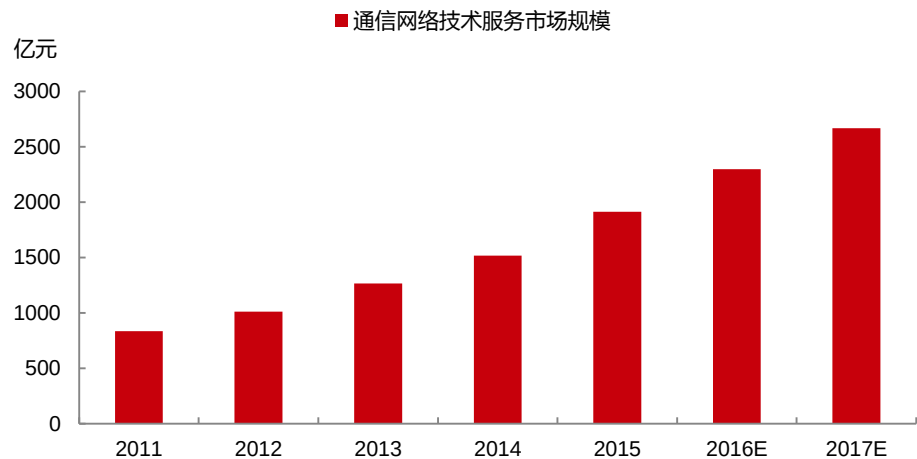


资料来源：工信部，华泰证券研究所

我们预计未来几年内行业将持续保持快速增长态势，主要基于：

1. 电信行业投入还将持续：根据十二五规划设计，期间中国电信业总体投资规模将达到2万亿元。2015年，根据国务院一季度经济形势座谈会关于“提高网速，降低费用”的要求，工信部提出加快4G建设，大幅提升网速，通信行业将迎来新一轮的投资高峰，进而带动通信网络技术服务行业进入新一轮的增长期，为通信网络技术服务行业带来新的发展契机。而随着5G的不断推进，这也将带来新一轮的投资潮。此外，国家为了将运营商和基础设施提供商分离，成立了中国铁塔，并且加大与社会资本的合作，广泛向社会征招第三方进行合作建设，通信业的市场主体将日益多元化。因此在政府以及社会资本的共同投入助力下，电信产业将会维持快速增长；
2. 专业化服务需求愈发显著：网络技术服务具有跨专业、跨平台、多项专业技术融合等要求，运营商为了把自己从繁复的设备维护和技术细节中解脱出来更专注于自己的核心业务，如客户关系管理、业务开发、品牌建设，将技术复杂、管理难度高的通信网络技术服务业务外包给技术服务提供商，需要由通信网络技术服务商为其提供稳定、高效的通信网络技术支撑。因此随着通信技术的不断进步以及基础设施资源的不断累积，专业化服务的需求愈发显著，将带给通信服务行业更多机遇。

根据光通讯网给出的数据，预计17年通信网络服务行业市场规模有望达到2669亿元，较2016年增长16%。

图表15： 通信网络技术服务市场规模不断扩大

资料来源：光通讯网，华泰证券研究所

行业集中度低，外包为主要模式

服务外包是国际通信运营商普遍采取的降低运营成本和提高运营效率的手段。通过服务外包，通信运营商可以从繁复的设备维护和技术细节中解脱出来，使其专注于核心业务的运营，同时可以有效降低运营商的成本。在欧美市场，通信服务外包已形成成熟的商业模式，部分运营商甚至将全部网络的管理外包出去。

而目前国内运营商也已逐步将后端的网络管理和设备维护人员调整到市场前端，嵌入到市场前端为客户制定个性化的需求解决方案，以求形成良好的客户服务感知。随着运营商将主要精力集中到业务发展和市场竞争方面，通信业务的专业化分工愈加明显，促使其将通信技术服务业务进行第三方外包。

从竞争格局而言，当前提供通信网络技术服务的竞争主体主要有三类：电信运营商及所属的运维实体公司、电信设备厂商和专业通信网络技术服务提供商，现在已经逐渐呈现出了由专业通信网络技术服务提供商主导的发展趋势。

图表16： 行业三类竞争主体

参与方	主要内容
电信运营商及其所属的运维实体公司	国有企业，如中国通信服务股份有限公司及设在各省、区、市的技术服务机构和专业服务公司，属于电信运营商体系内公司，整体规模较大。
设备厂商	在提供设备的同时提供附加服务，或一些售后服务。设备厂商拥有自身产品独特的技术优势，但单一厂商难以提供通信网络所需的所有设备，这就使得设备厂商在提供通信网络技术服务时难以跨越多厂商设备并存的障碍，同时运营商基于网络安全的考虑，通常会选择多家设备厂商作为其供应商。
专业通信网络技术服务商	在技术、成本、服务质量具有一定优势，通信网络技术服务商凭借专注于网络技术服务业务的基础，更善于不同类别设备应用的融会贯通，为多厂商的设备系统提供统一的管理服务，提供的通信网络技术服务更具有客观性和公正性。

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

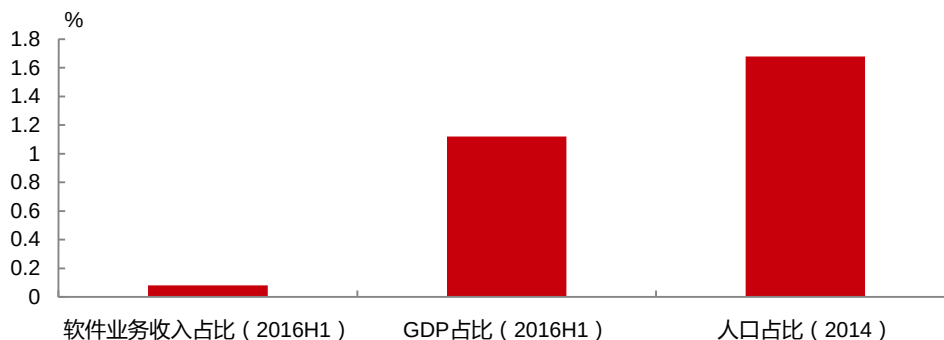
目前，国内通信网络技术服务市场格局中，运营商所属的运维实体公司凭借着资产规模大的优势占据较大的市场份额，设备商也占据着一部分市场份额。而第三方通信网络技术服务提供商除少部分起步早、技术领先的企业外，大多数服务商的范围较窄、实力较弱、规模较小，且业务主要集中在少数地区，以本地服务为主，地域特性显著。

未来随着运营商对资本、技术指标等要求的进一步提高，行业壁垒有望大幅提升，具备综合性技术和高端技术，具备资本优势的服务企业将有望在竞争中脱颖而出。

起步晚，信息化程度低，新疆通信服务需求有望快速增长

长期以来新疆地区软件和信息技术服务业起步较晚，发展滞后于我国其他地区，新疆地区信息化建设的落后现状亟需提升。尽管这几年信息基础设施逐步完善，两化融合程度逐步提升，但整体仍处于中等偏下水平，应用效益指数较低，处于全国落后水平，还有较大的上升空间。2016 年上半年新疆软件和信息技术服务业实现软件业务收入 17.10 亿元，仅占全国总收入的 0.08%，远低于新疆地区占全国 GDP 的比例（1.12%，2016 年上半年）以及新疆地区占全国人口的比例（1.68%，2014 年末）。

图表17：新疆区域信息化程度相较落后



资料来源：工信部，华泰证券研究所

随着国内东部、中部等经济发达地区的电信网络基础设施逐渐成熟，建设速度趋于平缓，目前电信网络建设重点将向西部地区转移，西部的电信网络建设越来越得到运营商的重视，加大西部地区的电信建设投入、拓展西部地区广阔的电信服务市场也成为了运营商未来几年内发展的重点。

同时，新疆地区通信行业固定资产投资持续维持高投入，由 2013 年的 92.2 亿元增长至 2015 年的 107.8 亿元，呈现较快增长的态势。根据最新的新疆地区十三五规划，到 2020 年，新疆通信行业固定资产累计投资达到 564 亿元，以通过固定资产投资持续增长带动信息基础设施服务能力显著提升。

新疆地区 15 年通信固定资产投资为 107.8 亿元，而立昂技术 2015 年通信网络技术服务收入约为 1 亿元，按照固定资产投资中 20%-30% 为建设施工成本来测算，按照新疆的电信固定资产投资总额，公司在新疆地区业务占比大致为 3%-5% 之间，处于领先地位。随着新疆区域通信网络服务市场的快速发展，立昂技术有望充分受益，享受区域高成长红利。

新疆安防市场需求强劲，区域大型服务商将获得更多机遇

安防监控需求强劲，安防行业有望保持 15% 市场增速

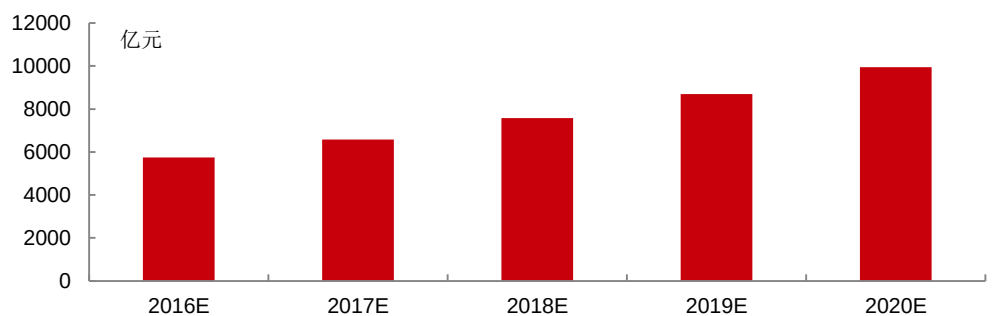
安防产业与社会经济、生产活动密切相关，随着经济的不断发展和技术的不断成熟，安防行业已经成为社会公共安全体系的一个重要组成部分。而加强社会综合治理，采用各种手段，保证社会稳定和安定团结是我国经济和持续发展中的一个基本国策。安防行业持续稳步发展，对社会稳定和经济发展的贡献度显著增加，对恐怖袭击、跨国犯罪等犯罪行为持续打击带来的市场需求强劲，因此行业持续保持着较高增速。

从需求端来说，安防需求主要集中在公安、交通、司法、金融、能源、科教卫和智能楼宇等七大行业，其中共同需要的监控需求成为安防行业成长的主要组成部分，安防监控意识的不断提升以及安防产品的不断升级共同助力行业快速发展。

此外，政策面也持续催化，平安城市的建设直接推动行业需求快速增加。而在 2015 年 5 月，国家发改委等 9 个部门出台《关于加强公共安全视频监控建设联网应用工作的若干意见》，推动公共安全视频监控系统联网，整合各类视频图像资源。《意见》提出了具体的发展目标，到 2020 年基本实现“全域覆盖、全网共享、全时可用、全程可控”的公共安全视频监控建设联网应用，《意见》的出台进一步扩展了我国智能安防领域的市场空间。

《2016-2020 年中国安防行业投资分析及前景预测报告》指出，我国安防行业市场规模从 2007 年的 1,400 亿元增长到 2014 年的 4,300 亿元，行业复合增长率达到了 17.39%。2015 年，行业市场规模约 5,000 亿元。2016 年中国安防行业市场规模将达到 5,740 亿元，并且预计未来五年（2016-2020）行业年均复合增长率约为 14.75%，2020 年中国安防行业市场规模将达到 9,952 亿元。

图表18： 安防市场未来五年复合增速预计达 14.75%



资料来源：《2016-2020 年中国安防行业投资分析及前景预测报告》，华泰证券研究所

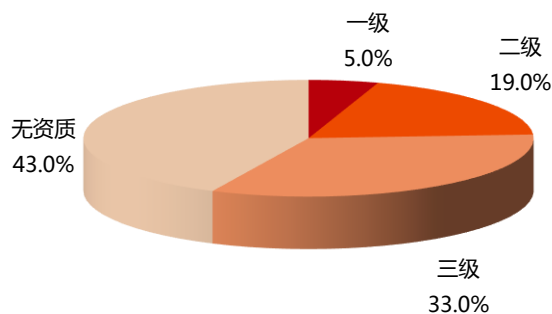
安防工程行业分散，未来大型服务商有望获得更多机遇

安防领域上游视频安防类产品市场集中度较高，海康及大华两家龙头企业占据市场主要份额，而在安防工程领域，市场较为分散，2013 年中国安防协会或公安技防管理部门登记的安防工程厂家为 2140 家，而在各省、自治区、直辖市协会或公安技防管理部门登记的企业数量则达到 17082 家。而至 2016 年，安防工程商数量为 15010 家，其中项目合同额度在 500 万以下的占到 68%，中小工程商仍然占多数。

由于视频监控业务的需求主要来自于各地党政部门，因此本地服务商存在一定的价格优势，从而获取当地项目的概率要大于非本地，而且能保证运维效果的稳定及时，因此安防工程的业务体现出了一定程度的地域性强的特点。

未来随着需求方专业化要求的提高和技术手段的提升，安防系统服务供应商的集中化程度将趋于提高。在市场竞争日益开放的情况下，缺乏竞争能力的企业将会不断被削弱，凭借技术、资金、管理、品牌等优势的大型供应商，会有更多的市场机会。市场将突破层次较低的同质化的竞争格局，优势供应商能够充分延伸和扩大产业链，从而进一步促进安防产业结构的升级和优化。

图表19： 安防工程商资质比例



资料来源：2016 中国安防行业调查报告，华泰证券研究所

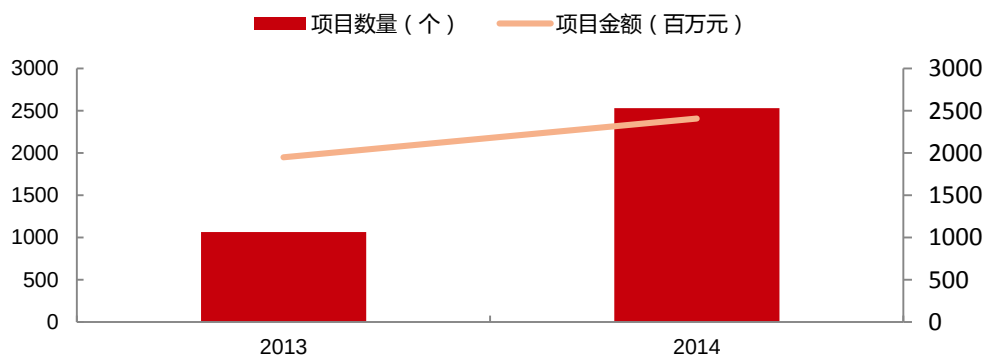
新疆安防需求强劲，区域优势明显

新疆地处祖国边疆，治安形势复杂。特别在发生特大“7·5”恐怖袭击事件后逐渐成为我国反恐深水区，据新疆维吾尔自治区公安厅统计，自 2009 年以来，新疆每年打掉的危安现行组织团伙案均在百起以上，其中 2012 年新疆暴恐案件 190 余起。反恐工作作为社会稳定发展之本，公安部门进行常态化的反恐措施的同时更加注重反恐高科技手段，如重点单位、重要场所、场馆、工厂企业、道路、社区等以安防监控作为平安建设的基础设施保证已经成为反恐的重要措施。

2010 年中央新疆工作座谈会后，新疆在网络基础设施、城市视频监控等方面加大了投入，这为新疆的安防产业提供了较大的市场空间。不同时期建设的安防产品与系统面临标准不统一和不兼容的问题，因此“平安城市”建设的全面推广将进一步带动深度应用和高度集成的智能安防产品的市场需求。

根据新疆安防协会的资料，2013 年协会会员安防工程总量达到 1063 个，工程额超过 19.5 亿元；2014 年工程量达到 2529 个，工程总额超过 24.07 亿元，增长分别达到 137.91% 和 23.44%，新疆安防行业发展正处于快速发展阶段。目前新疆安防行业的发展水平与社会治安的需求还存在着一定差距，特别是县市以下的城镇，高端安防设备空白大，新疆的安防市场需求依旧强劲，为安防工程企业继续拓宽业务范围创造了较好条件。

图表20： 新疆安防行业快速发展



资料来源：新疆安防协会，华泰证券研究所

立昂技术依托信息通信技术为基础，顺利切入了安防监控领域，并迅速在新疆境内各地州展开业务。根据新疆安防协会资料显示，2014 年新疆安防工程总额约为 24.07 亿元。公司 2015 年安防工程收入 1.09 亿元，市场份额约为 4.53%，在新疆区域处于行业领先地位（根据新疆安防网统计，具有安防资质的企业共计 950 家），有望在新疆的安防建设中持续受益。

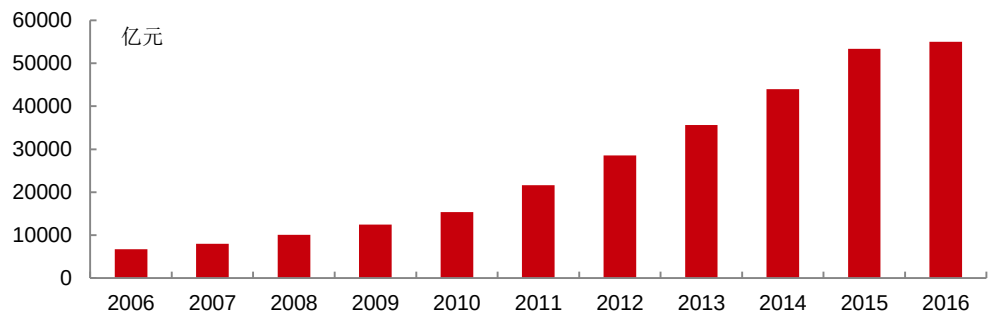
新疆政策东风助力发展，资本力量推动跨越发展

2017 年新疆固定资产投资预增 50%，带来更多安防与通信服务市场机遇

由于政府换届导致 16 年四季度固定资产投资大幅下滑，2017 年新一届政府开始的工作部署体现补足之前缺口意图，1 月 9 日新疆维吾尔自治区政府工作报告上提出充分发挥投资对经济增长的关键性带动作用，力争实现全社会固定资产投资 15000 亿元以上，相比 2016 年 9984 亿元增长 50.2%，其中公路建设投资 2000 亿元、铁路建设投资 347 亿元、机场建设投资 143.5 亿元、网络信息化建设投资 100 亿元以上、水利建设投资 360 亿元、“电化新疆”建设投资 1810 亿元以上。在之后的新疆维吾尔自治区人民政府召开投资任务落实推进工作电视电话会议上，自治区发展改革委主任、援疆办主任张春林提出五项措施，包括：进一步加大工作力度，全力落实中央补助投资，充分发挥政府投资引导带动作用；解放思想，深化投融资体制改革，激发社会活力等，五项措施的提出充分保障了 17 年固定资产投资的力度。

新疆固定资产投资并不是脉冲式提升，新疆自治区“十三五规划”中固定资产投资完成额增速预计在 12% 左右，位于全国前列，势必也将带来较大的安防及本地信息化产业市场需求，为当地企业带来更多发展机遇。

图表21： 新疆固定资产投资维持高增长（16 年因政府换届例外）



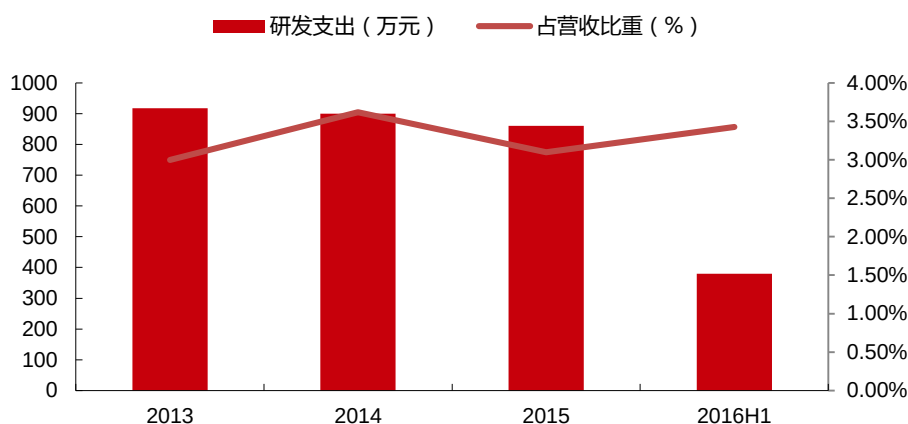
资料来源：Wind，华泰证券研究所

2017 年新疆固定资产投资加速对立昂技术效果显著，一方面固定资产投资中对新疆传统的通信工程和交通公路建设占了一定比重，对与立昂技术的通信网络技术服务业务形成了一定的支持；另一方面，新疆政府对南疆四地州等区域维稳工作提出新的要求，将要求会加大地方政府在安防系统工程方面的投入，公司也将会在成熟的安防系统服务等方面增加市场机遇。公司于 2017 年 3 月 12 日晚公告上修一季报业绩，政策助力影响已经体现。

高度重视技术研发，技术支撑未来

立昂技术高度重视技术研发，依托技术支撑公司未来发展，研发人员占比过半。截止 2016 年 6 月 30 日公司共拥有研发人员 293 人，占员工总数的比例为 51.77%。

图表22： 公司历年研发投入情况



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司的主要研发产品为信息技术行业相关产品和软件平台，其中包括网络优化软件、通信基站维护服务软件、基于云计算的全球眼视频监控平台、智能交通管理平台、车载高清视频监控系系统，车载信息管理系统、WLAN 智能系统、智慧矿山应用平台、车联网系统、多语种电子商务平台等多方面的研发应用成果。

图表23： 立昂技术研究成果应用情况

技术名称	应用情况	技术来源	技术水平
安防视频平台服务技术	该技术在平安城市项目中得到应用	自主研发	国内领先
农村 WLAN 覆盖与人员定位技术	该技术在喀什地区农村 WLAN 试点项目中得到应用	自主研发	国内领先
室内电子地图人员定位系统及技术		自主研发	国内领先
高清视频云计算平台技术	该技术在平安城市项目中得到应用	自主研发	国内领先
极致微云微信营销平台技术	该技术在互联网服务业务中广泛应用	自主研发	国内领先
WLAN 智能网络优化与测试系统及技术	该技术在网络维护与优化项目中得到应用	自主研发	国内领先

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

资本推动，上市助力立昂跨越发展

立昂技术于 2017 年 1 月 26 日在创业板上市，公开发行 2570 万普通股进行研发服务中心项目建设。项目建成后将与现有业务形成良好协同，进一步提升公司的研发和服务能力。

图表24： 立昂技术募集资金使用计划

项目名称	项目总投资 (万元)	拟使用本次募集资金金额 (万元)
研发服务中心建设项目	21190.87	8328.5
新疆智慧社区建设及运营项目	2582.45	
补充营运资金	10000	
合计	33773.32	8328.5

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

此次上市对立昂技术而言意义重大，可以充分借助资本力量实现跨越式发展：

1. 通信服务及安防行业在研发对资金要求较高。因为客户会对技术服务提供商资金实力进行考察，深入了解提供商的研发能力，研发服务中心的设立将对公司研发实力形成有力支撑；
2. 公司主业所处行业中大部分服务项目都具有服务周期较长、付款滞后的特性，从而需要服务提供商必须具备较强的资金实力作为支持，才能满足资金压力的需求，尽量减少 14 年因为资金实力不足无法承接部分项目导致发展受到限制的情况出现；此外，公司正逐渐往青海等西部区域拓展业务范围，也需要资金的支持；
3. 智慧社区项目将以优化完善物业公司物业服务为切入点，围绕业主物业服务及生活需求，借助手机 APP 移动终端载体，形成一个集物业服务、信息发布、便民信息查询、邻里交流互动、优惠信息、社区电商购物为一体的高粘性、全方位的社区生活服务平台，最终实现精准有效的社区营销，推送最有价值的广告。项目是公司向互联网方向积极转型的尝试，也需要资金方面的助力

综上，借助于资本力量，立昂技术有望不断加强研发实力，业务拓展得到有力支持，新业务方向转型逐步开始尝试，从而实现自身跨越式发展。

盈利预测与投资评级

关键假设：

1. 新疆固定资产投资高增速对公司主业带来持续拉动，资本助力后业务拓展更加得力；
2. 通信工程服务业务 16-18 年增速分别为 25%，45%，45%；
3. 考虑到安防工程业务得到资本助力后项目承接更加方便，且最近两年业务收入逐渐确认，因此预计安防工程业务业务 16-18 年增速分别为 35%，55%，60%；
4. 运营管理类项目中，通信运营管理随着投资加速以及分工愈发细化，预计 16-18 年保持 30%，45%，45% 增速；安防运营由于基数较低且建设完成后的运营项目增加，预计 16-18 年增速分别为 80%，80%，100%；
5. 受益于资本支持，其他业务，比如互联网业务将保持较快增长；
6. 毛利率稳中有升，费用率基本保持随业务拓展同步变化趋势；

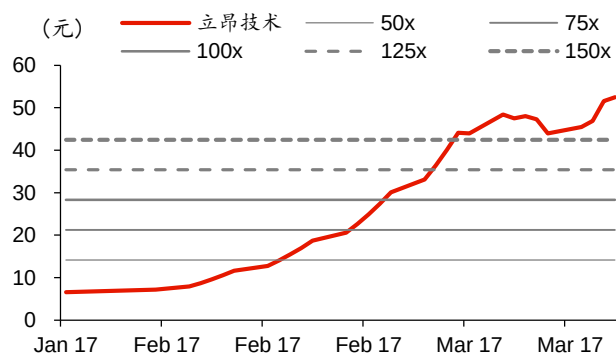
我们预计公司 16-18 年营业收入为 3.62 亿元，5.38 亿元以及 8.16 亿元，归母净利润分别为 0.35 亿元，0.54 亿元以及 0.84 亿元，对应 EPS 分别为 0.46 元，0.53 元以及 0.82 元，对应当前股价 PE 分别为 153 倍，100 倍以及 64 倍。考虑到公司为新疆区域信息化领军企业，稀缺性较为明显，同时通信技术服务与安防工程双主业受新疆高增速投资拉动有望充分受益，因此给予“增持”评级。考虑到公司稀缺性明显，可以给予一定估值溢价，并且主业有望迎来快速增长，作为次新股估值虽然较高，但短期具有交易性机会，因此给予公司 18 年 PE 估值区间为 70-75 倍，对应目标价为 57.4-61.5 元。

图表25： 部分可比公司估值

证券代码	证券简称	PE		
		2016	2017	2018
600728.SH	佳都科技	53.22	37.04	27.25
300299.SZ	富春通信	68.76	33.25	29.44
300310.SZ	宜通世纪	42.20	31.40	23.88
300300.SZ	汉鼎宇佑	121.38	46.17	38.20

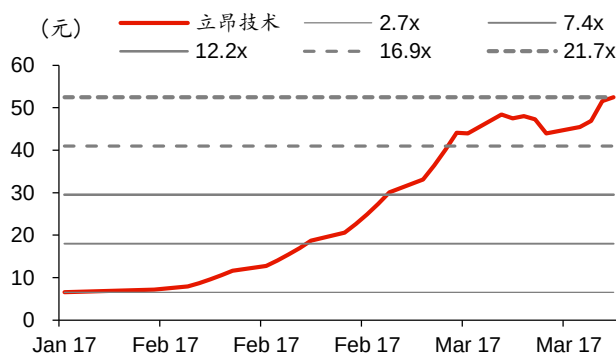
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26： 立昂技术历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 立昂技术历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

通信及安防行业投资放缓的风险

公司业务直接受到投资拉动的影响，如果行业整体投资放缓，公司业务可能受到一定影响；

新疆政策推进力度不及预期的风险

公司深耕新疆区域，新疆十三五规划的落地实施有望为当地企业带来发展良机，拖政策推进力度不及预期，可能对公司业绩造成一定影响；

业务拓展不及预期的风险

公司正积极将业务向西部省份以及中亚国家拓展，若因为资质、资金等方面的原因导致业务拓展不及预期，可能对公司未来业绩造成较大影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	301.15	344.83	1,266	1,314	1,539
现金	93.15	95.14	960.00	860.00	850.00
应收账款	170.34	217.98	284.58	422.32	640.60
其他应收账款	3.10	4.74	6.19	9.19	13.94
预付账款	1.65	0.83	1.07	1.58	2.38
存货	20.80	11.23	14.44	21.22	31.98
其他流动资产	12.10	14.91	0.00	0.00	0.00
非流动资产	93.89	110.00	68.86	56.72	42.41
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	23.16	20.33	36.62	36.51	28.22
无形资产	7.94	8.17	8.17	8.17	8.17
其他非流动资产	62.79	81.50	24.08	12.04	6.02
资产总计	395.04	454.84	1,335	1,371	1,581
流动负债	182.00	216.48	1,062	932.32	1,059
短期借款	20.00	0.00	816.02	574.84	523.85
应付账款	113.47	177.79	192.93	293.17	447.65
其他流动负债	48.53	38.70	52.78	64.30	87.01
非流动负债	6.93	6.25	6.24	6.47	6.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	6.93	6.25	6.24	6.47	6.32
负债合计	188.93	222.73	1,068	938.79	1,065
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	76.80	76.80	76.80	102.50	102.50
资本公积	63.69	63.69	63.69	149.08	149.08
留存公积	59.73	85.72	126.69	180.66	264.90
归属母公司股	206.11	232.10	267.18	432.24	516.48
负债和股东权益	395.04	454.84	1,335	1,371	1,581

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	5.80	30.59	30.90	23.09	33.99
净利润	16.45	25.99	35.08	53.97	84.24
折旧摊销	6.36	6.09	7.79	12.14	14.32
财务费用	(2.44)	(0.73)	(7.00)	(7.00)	(7.00)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(24.90)	(6.26)	(10.68)	(36.26)	(57.41)
其他经营现金	10.33	5.50	5.71	0.24	(0.15)
投资活动现金	(15.55)	(7.52)	10.94	0.00	0.00
资本支出	15.60	7.92	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.05	0.41	10.94	0.00	0.00
筹资活动现金	(7.86)	(22.29)	823.02	(123.09)	(43.99)
短期借款	(12.00)	(20.00)	816.02	(241.18)	(50.99)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	25.70	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	85.39	0.00
其他筹资现金	4.14	(2.29)	7.00	7.00	7.00
现金净增加额	(17.62)	0.79	864.86	(100.00)	(10.00)

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	249.02	277.61	362.43	537.85	815.85
营业成本	188.48	208.36	267.92	393.62	593.18
营业税金及附加	7.17	7.44	10.15	14.52	21.21
营业费用	3.42	8.60	10.87	15.60	22.84
管理费用	27.20	26.07	39.87	58.63	88.11
财务费用	(2.44)	(0.73)	(7.00)	(7.00)	(7.00)
资产减值损失	7.40	4.53	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	17.79	23.34	35.62	57.49	92.50
营业外收入	3.57	6.83	5.00	5.00	5.00
营业外支出	0.14	0.12	0.06	0.08	0.09
利润总额	21.22	30.06	40.56	62.41	97.41
所得税	4.77	4.06	5.48	8.44	13.17
净利润	16.45	25.99	35.08	53.97	84.24
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	16.45	25.99	35.08	53.97	84.24
EBITDA (倍)	21.71	28.70	36.42	62.63	99.82
EPS (元)	0.21	0.34	0.46	0.53	0.82

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	(18.52)	11.48	30.55	48.40	51.69
营业利润	(56.11)	31.24	52.59	61.38	60.91
归属母公司净利润	(54.95)	58.03	34.93	53.87	56.08
获利能力 (%)					
毛利率	24.31	24.94	26.08	26.82	27.29
净利率	6.61	9.36	9.68	10.03	10.33
ROE	7.98	11.20	13.13	12.49	16.31
ROIC	9.44	15.45	19.12	28.43	37.60
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.83	48.97	79.99	68.47	67.34
净负债比率 (%)	10.59	0	76.41	61.23	49.20
流动比率	1.65	1.59	1.19	1.41	1.45
速动比率	1.54	1.54	1.18	1.39	1.42
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.65	0.41	0.40	0.55
应收账款周转率	1.44	1.43	1.44	1.52	1.54
应付账款周转率	1.59	1.43	1.45	1.62	1.60
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.34	0.34	0.53	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.30	0.30	0.23	0.33
每股净资产(最新摊薄)	2.01	2.26	2.61	4.22	5.04
估值比率					
PE (倍)	245.12	155.11	153.42	99.70	63.88
PB (倍)	26.11	23.18	20.14	12.45	10.42
EV_EBITDA (倍)	243.47	184.16	145.16	84.40	52.96

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com