

万集科技 (300552.SZ)

从信息采集切入智能交通，受益非现场执法推进

公司是我国主要的智能交通信息采集与设备处理 IT 服务商，主营业务是为公路交通和城市交通客户提供动态称重、专用短程通讯两大系列产品的研发和生产，以及相关的方案设计、施工安装、软件开发以及维护等相关服务。公司 2016 年实现营业收入 6.4 亿元，最近五年收入复合增长率为 23%；2016 年净利润为 6935 万元，最近五年复合增长率为 10%。

● 从信息采集切入智能交通，受益非现场执法政策推进

公司在 ETC、动态称重领域均处于行业领先地位。国家大力推动 ETC 的发展，14 年 3 月正式启动全国高速公路 ETC 联网工作，十三五期间预计我国 ETC 用户数和市场规模将迎来快速发展期。公司在 ETC 市场排名前三位（数据来源：招股书），随着上市后融资渠道拓宽，借助新产品投放和市场开拓力度加大，公司在 ETC 市场份额有望继续提升。公司在动态称重领域市场份额第一（数据来源：招股书），针对复杂路况、复杂车型称重问题的解决已经达到世界领先水平。ETC 和动态称重产品都属于交通信息采集与处理设备，信息采集与处理对整个智能交通系统和服务的质量起着核心作用，随着智能交通在我国快速发展，公司也将迎来较好的发展契机。

此外，随着动态称重设备精度、过车速度、防作弊性能和自动化程度的不断提高，非现场执法将是治理超限的趋势，全国部分省市已开展了超限超载非现场执法项目的试点工程，公司作为动态称重领域龙头有望占据较好的发展先机。此外公司积极布局激光检测在交通领域的应用，产品线逐步完善，后续发展值得期待。

● 17-19 年业绩分别为 0.77 元/股、0.92 元/股、1.11 元/股

预计公司 17-19 年收入增速分别为 24%、24%、25%，净利润增速分别为 18%、20%、20%，对应 PE 分别为 66、55、46，看好公司在智能交通领域的发展前景，综合考虑当前估值水平，给予“谨慎增持”评级。

● 风险提示

公司业务受相关政策影响波动较大；新业务推广不达预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	511.92	635.73	786.96	978.84	1,222.49
增长率(%)	61.47%	24.19%	23.79%	24.38%	24.89%
EBITDA(百万元)	69.21	77.18	90.09	108.79	134.39
净利润(百万元)	63.94	69.35	81.96	98.41	118.17
增长率(%)	346.29%	8.46%	18.19%	20.06%	20.08%
EPS(元/股)	0.799	0.650	0.768	0.922	1.107
市盈率(P/E)	-	87.58	65.93	54.91	45.72
市净率(P/B)	-	8.16	6.54	5.85	5.18
EV/EBITDA	-1.77	74.87	54.70	44.82	35.93

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级 **谨慎增持**

当前价格 50.64 元

前次评级

报告日期 2017-04-07

分析师：刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

联系人：郑楠

zhengnan@gf.com.cn

目录索引

公司概况	3
1. 公司股权结构	3
2. 产品三位一体，打造综合解决方案	4
3. 营收稳定增长，费用稳中有升	7
4. 注重研发投入，保持竞争优势	8
深耕智能交通，致力打造综合性解决方案	9
1. ETC 市场具持续增长潜力，公司领先地位望巩固	10
1.1 ETC 受政策驱动，用户数、市场规模有望快速增长	10
1.2 公司 ETC 市场排名靠前，融资渠道拓宽竞争力增强	12
2. 政策利好称重市场，重点发力非现场执法领域	12
2.1 最严限超令利好称重市场	12
2.2 传统称重稳定增长，看好非现场执法领域	13
3. 发力激光检测业务，第三大产品系列逐步形成	14
盈利预测	16
风险提示	17

公司概况

万集科技为万集有限整体变更设立的股份公司，成立于1994年11月2日。公司主营业务是为公路交通和城市交通客户提供动态称重、专用短程服务两大系列产品的研发和生产，以及相关方案的设计、施工安装、软件开发以及维保等相关服务。公司今年开始着手研制激光检测产品并逐渐形成第三大系列产品。

公司此次上市共募集资金3.27亿，扣除发行费用后净额2.76亿元，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金，详细项目用途如下表：

表1：公司募投资金用途(单位：万元)

序号	项目名称	总投资额	资金投入计划
1	智能交通设备研发及扩产项目	13491	13491
2	全国营销及服务支撑网络项目	8069	8069
3	补充流动资金	6050	6050
	合计	27610	27610

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

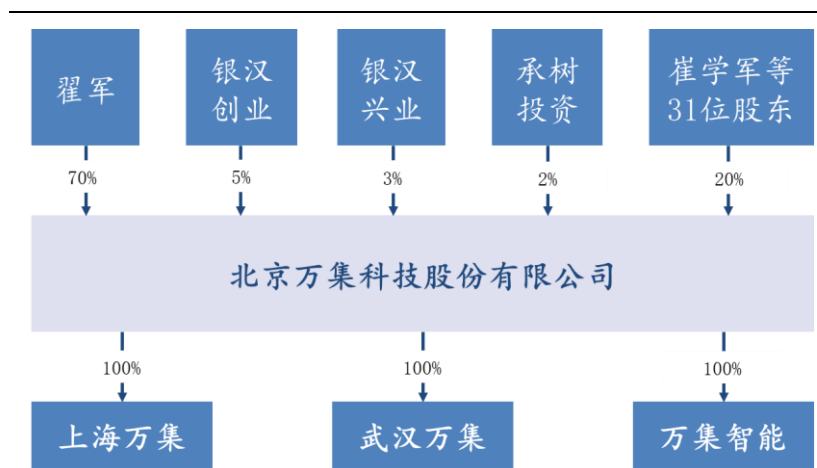
1. 公司股权结构

公司控股股东及实际控制人为翟军先生，发行前直接持有公司股份70%。公司第二大自然人股东为崔学军先生，现担任本公司董事兼副总经理，发行前直接持有公司股份8%。自然人股东共计40人，发行前持股90%，各自然人股东间无亲属关系。

发行前公司总股本为8000万股，本次发行不超过2670万股，占发行后总股本的25%，发行后总股本不超过1.1亿股。本次发行后，实际控制人不发生变更，翟军、崔学军的持股比例分别稀释到53%、6%，自然人持股比例稀释到68%。

公司拥有三家子公司，分别为上海万集智能交通科技有限公司、武汉万集信息技术有限公司、北京万集智能设备有限公司。

图1：公司股权结构



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

2. 产品三位一体，打造综合解决方案

公司是智能交通方面的信息采集与处理厂商，其业务包括动态称重和专用短程通信以及激光检测业务。其中，动态称重和专用短程通信是公司的主要业务。公司专用短程通信主要包括ETC产品，可细分为收费广场式不停车收费系统、多车道自由流电子收费系统、智能停车系统、多义路径识别产品等；动态称重系列主要包括计重收费系统、超限检测系统等。

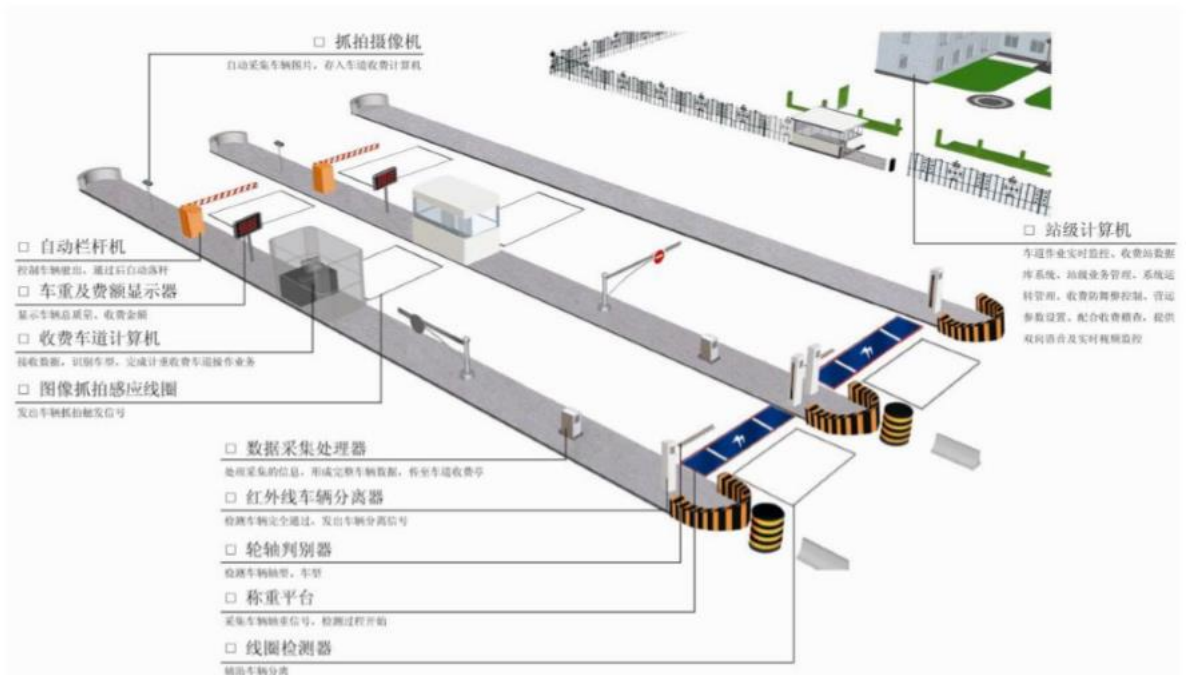
表2：公司主要业务

产品大类	主要产品	具体产品名称	产品特点	用途
动态称重系列	计重收费系统	称台式计重收费系统 弯板式计重收费系统	能够实现车辆在移动条件下的精确称重	采集处理车型、轴重、车重等信息；用于高速公路货车动态称重计费
	超限检测系统	超限检测系统	典型的超限检测系统布局为高速动态称重预检结合低俗高精度检测，在不影响正常交通的前提下识别超载车辆	采集处理车型、车重等信息，用于公路路政执法
		高速预检系统 便携式称重系统 超限超载非现场执法系统		
专用短程通信系列(ETC)	收费广场式不停车收费系统		通过收费车道的路测天线与车载单元之间的专用短程通信，在不需车辆停车的情况下自动完成收费处理全过程	采集处理车辆身份、通路里程等信息用于高速公路的不停车收费
	多车道自由流电子收费系统	车载单元(OBU) 路侧单元(RSU) 手持发行器 台式发行器	不设立隔离车道，在不限制车辆正常通行速度的情况下快速完成通行车辆的自动收费和数据的采集与交互	城市内部桥梁隧道的通行收费，未来可以应用于高速公路的自由流收费以及城市拥堵治理
	智能停车系统		安装在停车场出入口，与OBU进行通信，实现车辆不停车缴费和车辆门禁及车位管理	各种类型停车场、住宅小区、学校、公共场所的车辆自动收费和出入管理
	多义路径识别产品		安装于高速公路交叉互连路段，与通行卡通信，记录车辆通行路径	用于高速公路联网区域，实现车辆收费和多义路径识别及通行费精确拆分

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图2：动态称重系统构成

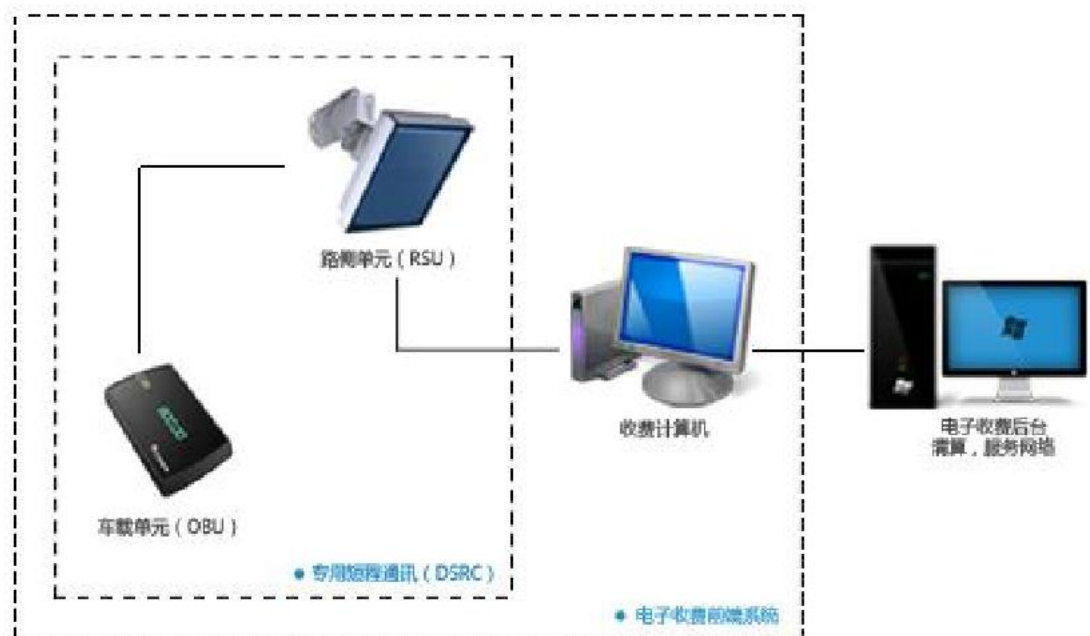
图：计重收费系统构成



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图3：典型收费广场式ETC系统组成

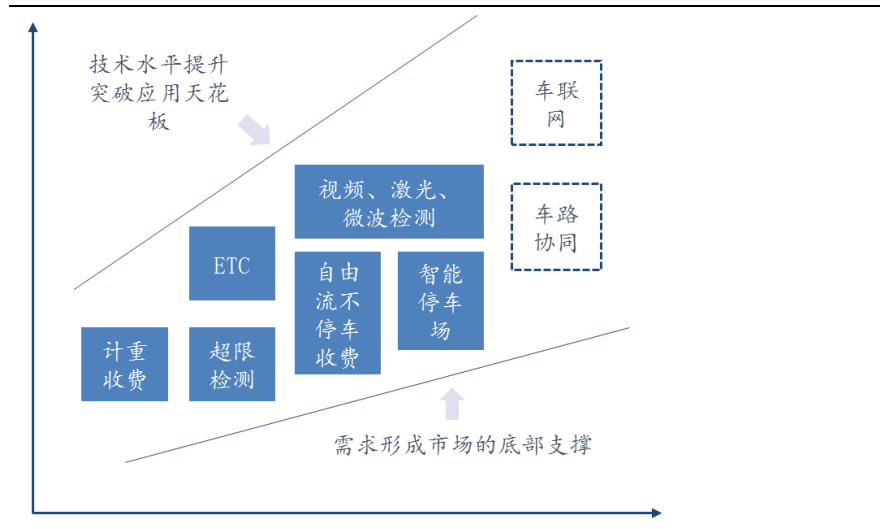
图：收费广场式 ETC 系统的系统构成



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司注重技术积累，逐渐将激光扫描技术用于交通系统公司，旨在打造智能交通信息采集与处理设备行业的综合解决方案。公司2009年前主营业务主要是动态称重系统，2009-2010年推出专用短程通信系列产品，2012年，公司开始将激光扫描技术应用于交通流量调查及车辆检测的研发。目前已经形成了客户超限超载非现场执法、货车ETC、拥堵收费自由流等综合解决方案。2016年，公司赢得多个省份的交调推广工程项目，并在全国建设了300多个激光检测断面，实现收入3246万元。经过近几年的试点、测试、示范站点建设以及市场推广，公司的激光检测产品已覆盖28个省份，成为交通情况调查行业重要的设备供应商之一。

图4：技术积累打造综合解决方案



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

公司目前主要收入来源于专用短程通信业务和动态称重业务。公司专用短程通信业务发展迅速，2016年占营业收入的比重为57%，同比增长20%；其次是动态称重业务，占营业收入的比重为38%，同比增长14%；激光检测业务2016年起步，占营业收入的比重为5%，同比增长100%。

结合公司自身业务特点，公司主营业务毛利率对于分析业绩变动具有较强的预示作用：毛利率稳中下降，同比减少1%，主要是市场竞争和产品结构调整导致，由原来的动态称重业务为主变更为专用短程通信业务为主。其中，动态称重产品毛利率下降5%，维持在合理区间；专用短程通信毛利率上升1%，对综合毛利率的影响逐渐增强。动态称重产品市场较为稳定，公司结构变动调整使得该产品整体毛利下降1761万元；同时执行广东联合电子服务股份有限公司车载电子标签捆绑销售合同的直销部分使毛利比以正常公司其他平均销售价格市价结算减少1519万元。专用短程通信市场需求增加和公司产品良好的性能，毛利率和营业收入逐渐增加。

表3: 公司毛利率分析 (单位: 亿元)

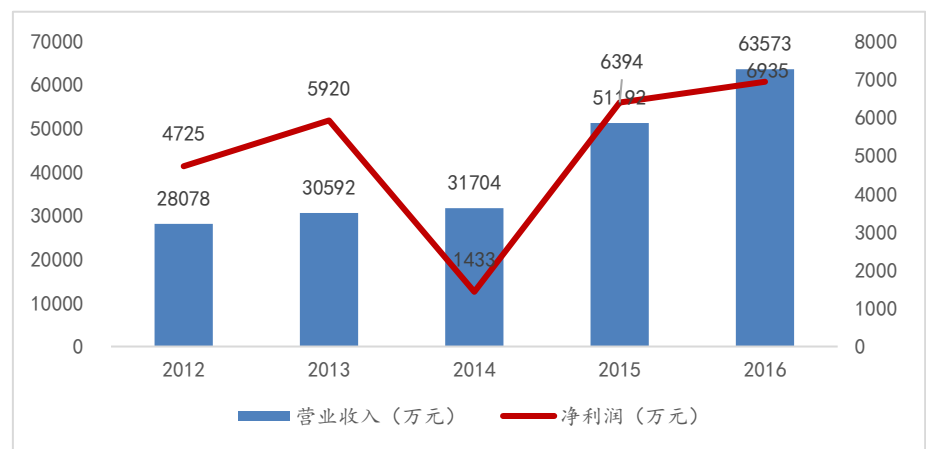
	营业收入 (亿元)	占总营收 比重	营业成本 (亿元)	毛利率	营业收入 同比增减	营业成本 同比增减	毛利率同比 增减
动态称重	2.4	38%	1.6	32%	14%	24%	-5%
专用短程 通信	3.6	57%	2.1	42%	20%	19%	1%
激光检测	0.3	5%	0.1	57%	100%	100%	—
综合	6.4	100%	3.9	39%	24%	25%	-1%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3. 营收稳定增长, 费用稳中有升

2012-2016年, 公司财务状况良好, 营业收入实现了翻倍增长, 净利润呈现总体上涨趋势。公司营业收入从2012年的2.8亿元上升到2016年的6.4亿元, 年复合增长率达20%; 公司净利润从2012年的4725万元上升到2016年的6935万元, 年复合增长率达10%。2014年净利润下滑, 费用率由2013年的31%上升到2014年的34%, 主要是由于公司为开拓新市场, 与广东联合电子标签签订销售合同, 采取了低价策略, 取得了市场推广的良好效果。

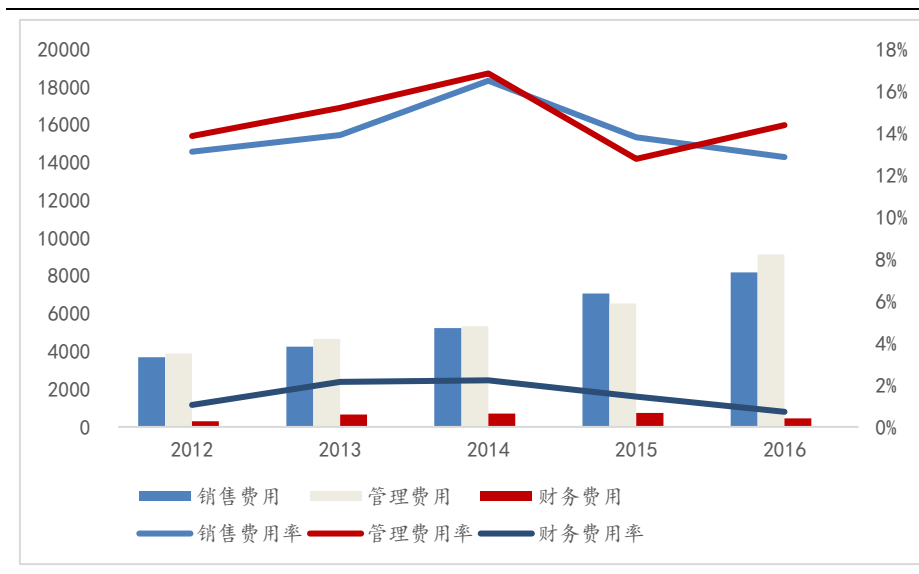
图5: 2012-2016公司营业收入和净利润情况 (万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2012-2016年, 公司的销售费用、管理费用和财务费用呈现总体上涨趋势, 费用率稳中有升, 主要是由于研发支出和市场开拓投入增加。2016年公司销售费用率为13%, 高于可比上市公司平均值6%, 主要是因为公司销售订单基本采取投标方式以及服务网络的广泛建设, 相应的投标服务非、差旅费和销售、服务人员薪酬支付等较多。2016年公司的管理费用率为14%, 高于可比上市公司平均值11%, 主要是随着业务规模不断扩大, 不仅对现有的动态称重产品、专用短程通信产品进行持续研发, 而且开发激光检测等新产品, 使得发行人在技术研发的投入持续提高。2016年公司的财务费用率为0.8%, 高于可比上市公司平均值0.2%, 主要原因为银行借款规模增加致使公司利息支出今年持续增长。

图6：2012-2016公司期间费用情况（单位：万元，%）

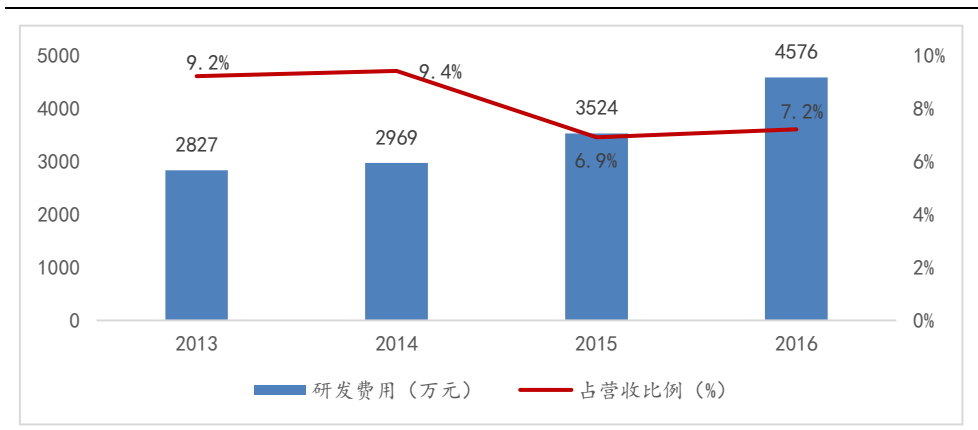


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

4. 注重研发投入，保持竞争优势

公司研发投入持续加大，以保持公司技术领先优势。2016年研发费用为4576万元，占本期营业收入的7.2%，占收入比重相较2015年增长0.3%。主要是在ETC和激光检测新产品的开发投入较多，为2017年的市场开拓做好准备。

图7：2013-2016公司研发费用情况（万元）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

公司技术储备实力强，人才实力雄厚，自主创新技术成果丰富。公司分别在北京、武汉设立了研发中心，截止2016年底，共有研发人员178人，其中大部分为硕士以上学历；目前拥有219项授权专利（发明专利30项，实用新型专利183项，外观设计6项），95项软件著作权。其中，71项专利权为2016年申请获得，较2015年增长了一倍。

深耕智能交通，致力打造综合性解决方案

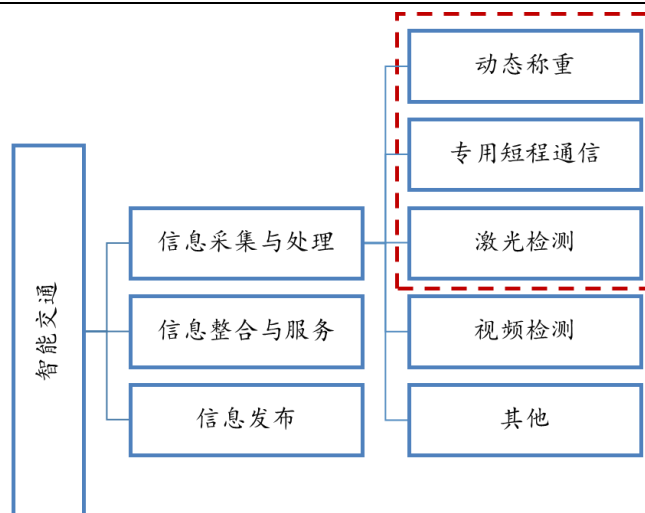
伴随着智慧城市的兴起，智能交通行业已经成为目前细分领域最具前景，政策倾斜最多的行业。智能交通被认为是保障交通安全、环节拥堵难题、减少交通事故的有效办法，“综合运输与智能交通”也是交通科技领域“十三五”规划布局的重点专项之一。根据《交通运输行业智能交通发展战略（2012—2020年）》，中国智能交通发展的总体目标是：基本形成适应现代交通运输业发展要求的智能交通体系，实现跨区域、大规模的智能交通集成应用和协同运行，提供便利的出行服务和高效的物流服务，为本世纪中叶实现交通运输现代化打下坚实基础。

智能交通在欧美日等发达国家已得到广泛应用。其在美国的应用率达到80%以上，2010年市场规模达到5000亿美元，日本1998-2015年的市场规模累计将达5250亿美元，欧洲智能交通在2010年产生了1000亿欧元左右的经济效益。（数据来源：福建省交通运输厅）

我国智能交通尚处于起步阶段，随着城市化的推进和机动车数量的快速增加，智能交通有望形成千亿市场。第六届中国智能交通市场年会披露2016年中国城市智能交通市场规模414.4亿元，增长率达到33.5%。中国城市(道路)智能交通业自上世纪90年代开始，经过近二十年的快速发展，行业复合增长率一直保持在20%左右（数据来源：中国智能交通协会）。假设按照20%左右的复合增长率发展，到2020年中国智能交通市场规模将达到860亿元。

智能交通产业主要包括智能交通信息采集与处理、信息整合与服务、信息发布等环节。其中，信息采集与处理设备对整个智能交通系统和服务的质量起着核心作用。公司主要是信息采集与处理设备的制造商，并在其中的动态称重、专用短程通讯以及激光检测领域研制了一系列产品。

图8：智能交通产业构成



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

1. ETC 市场具持续增长潜力，公司领先地位望巩固

1.1 ETC 受政策驱动，用户数、市场规模有望快速增长

ETC（不停车电子收费系统）是智能交通建设的重要内容，竞争优势明显。一是提高通行能力5倍以上，缓解交通压力；二是降低管理成本，提高车辆营运效益；三是节约能源，ETC车辆综合单车油耗比人工收费车辆节省约50%；四是保护环境，ETC车辆一氧化碳、二氧化碳排放分别减少了71.3%和48.9%。（数据来源：中国交通报）

国家大力推动ETC的发展，从2010年起陆续出台相关政策法规。2014年3月，交通运输部下发《关于开展全国高速公路电子不停车收费联网工作的通知》，正式启动全国高速公路ETC(电子不停车收费系统)联网工作。

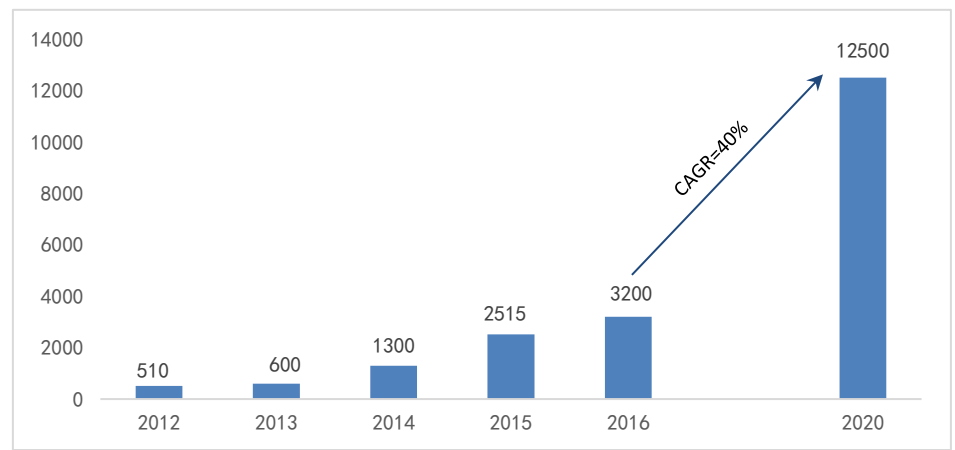
表4：国家ETC相关政策

时间	文件	内容
2010年12月	《关于促进高速公路应用联网电子不停车收费技术的若干意见》	加速推广应用高速 ETC
2011年3月	《收费公路联网电子不停车收费技术要求》	规范 ETC 技术标准和运营管理
2014年4月	《交通运输部关于开展全国高速公路不停车收费联网工作的通知》	提出 ETC 联网四步走的计划，2015 年底基本实现全国 ETC 联网
2014年7月	《公路电子不停车收费联网运营和服务规范》	规范 ETC 联网的技术标准和运营管理
2016年9月		从三方面加快 ETC 的推广和运用
2017年3月		《公路电子不停车收费技术标准》开始征求意见

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

我国ETC用户数到2020年预计将达到1.25亿，2016-2020年复合增长率为40%。按照《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，2020年公路客车ETC使用率将达到50%；此外，根据国家信息中心信息资源开发部预计，2020年我国汽车保有量将达到2.5亿辆。综上，2020年ETC覆盖率50%和汽车保有量为2.5亿辆，可以预计2020我国ETC用户数有望达到1.25亿。

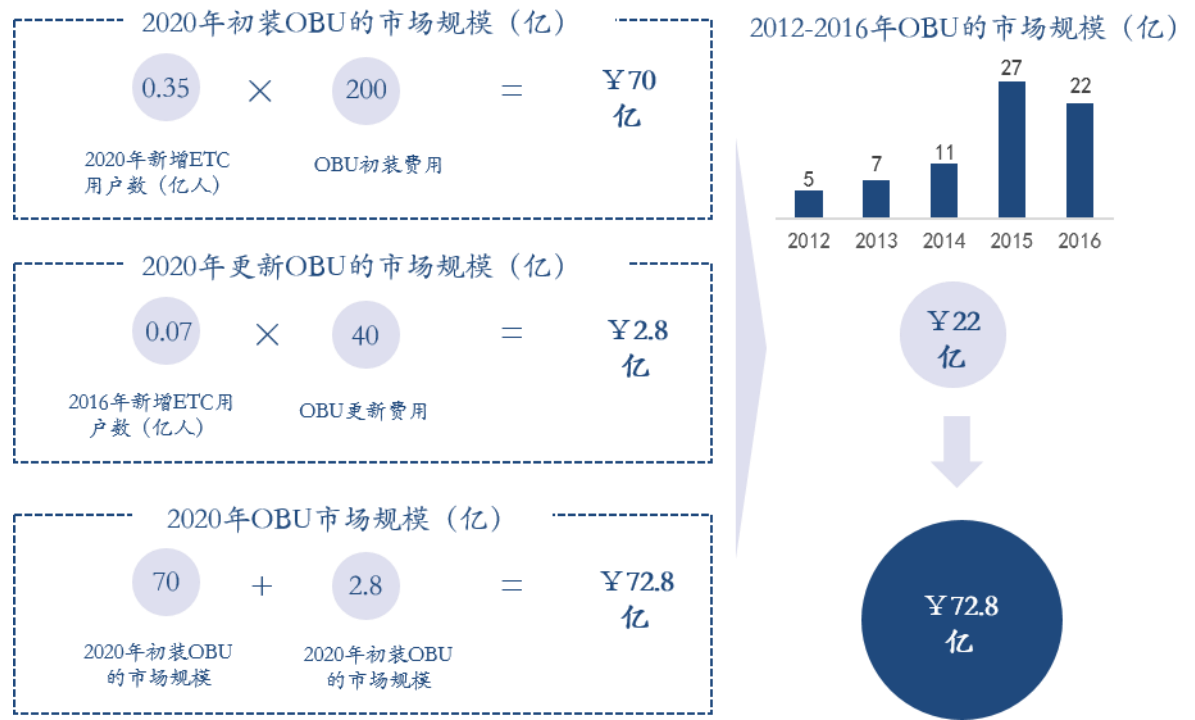
图9：2012-2020年ETC用户数（单位：万人）



数据来源：产业信息网、广发证券发展研究中心

2012-2016年我国ETC市场规模高速增长，从5亿元上升到22亿元，年复合增长率为45%（数据来源：深圳智能交通行业协会）。2016-2020年，根据我们测算，预计从22亿元上升到70亿元以上，复合增长率为34%，相较之前增长率略有下降。具体计算方法如下：假设2020年ETC用户数达到1.25亿，以及假设到2020年每个ETC终端设备（主要是OBU车载单元）的初装费用价格为200元（现销售单价约200元），再加上约为初装费用20%的更新费用等，OBU每五年更新一次。预计2020年初装OBU的市场规模达到70亿，更新OBU的市场规模达到2.8亿，总计将达到70亿元以上的市场。

图10：2012-2020全国ETC市场规模及预测（单位：亿元）



数据来源：ITS智能交通、广发证券发展研究中心

1.2 公司 ETC 市场排名靠前，融资渠道拓宽竞争力增强

ETC行业市场集中度较高，少数几家优势企业占据行业内绝大部分市场份额，前三大厂商基本占据了80%的市场份额，包括金溢科技、聚利科技和万集科技。以高速公路ETC设备为例，该细分市场实行产品资质准入制，企业只有通过国家交通部交通工程监理检测中心的产品检测后才能参加各省市ETC建设的招投标。2016年12月21日，ETC系统的OBU（车载单元）产品通过检测的企业仅有32家，ETC系统的RSU（路侧单元）产品通过检测的企业仅有19家（数据来源：公司招股说明书）。

从产量、销量、研发投入、成本控制等方面来看，以2015年OBU产品为例，金溢科技总体实力最强，聚利科技次之，万集仍有较大空间。

表5：2015年三大厂商产量、销量、研发、售价比

	金溢科技	聚利科技	万集科技
产量（万套）	582	421	220
销量（万套）	509	415	191
研发支出占营收比	9.8%	6.5%	6.9%
售价	118	127	125
主营业务	ETC 及相关	ETC 及车载类产品	ETC、动态称重、激光检测

数据来源：金溢科技招股说明书、广发证券发展研究中心

公司上市后融资渠道拓宽，有望进一步投放新产品、加大市场开拓力度。一方面，公司始终坚持产品自主创新，不断加大投入，建设各种信号、环境实验室及动态称重外场试验车道、ETC外场试验车道，以及激光检测设备的无尘实验室等，融资渠道的开拓有利于释放公司新产品研发潜力，增强竞争力；另一方面，公司已在北京、上海、广州等城市设立了10个分公司、事业部和32个技术服务中心，公司将继续加大对营销服务网络的投入，建立覆盖全国范围的服务网络，市场占有率有望进一步提高。（数据来源：公司招股说明书）

公司优势在于在丰富的新业务布局。公司2016年开始激光检测业务，目前主要应用于道路交通流量业务，预计未来会拓展到ETC应用。随着ETC汽车保有量逐步增加，车辆作弊如“大车小标”的现象日趋增多，公司将利用激光技术对于ETC收费车道上进行车型的检测，以减少作弊现象。而相较而言，金溢科技主要生产ETC及相关类产品，聚利科技主要生产ETC及车载类产品，在业务丰富程度上不及万集科技。

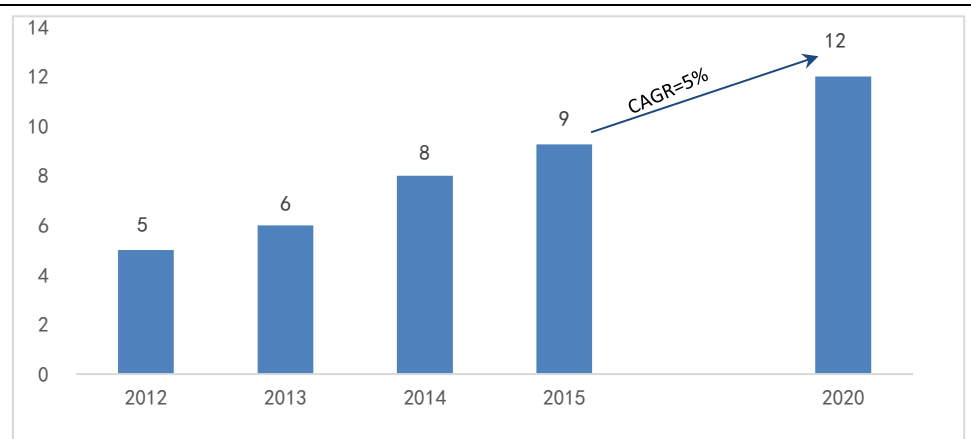
2. 政策利好称重市场，重点发力非现场执法领域

2.1 最严限超令利好称重市场

史上最严限超令，利好动态称重市场。2016年8月交通部颁布《超限运输车辆行驶公路管理规定》并于9月21日起实施，提高超限的认定标准，加大处罚力度。规定“收费高速公路入口应当按照规定设置检测设备，对货运车辆进行检测，不得放行违法超限运输车辆驶入高速公路。”这一政策标志着未来超限检测的执法将进一步加强，有望利好精度更高、更先进和更智能的超限检测系统。

我国2020年动态称重市场规模将达到12亿，2015-2020年复合增长率为5%。参照中国公路网的测算方法，我国高速公路收费站每30公里建1个，根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，预计2020年高速公路建成里程将达到15万公里。现在计重收费市场上的产品主要是单秤台、联体秤、弯板式以及整车式计重收费系统，这些计重收费系统的价格在9万-35万元不等。以计重收费系统平均每套20万元计算，若每年设备维护及运行费约为初装费的20%，推算出2020年动态称重的市场需求大约为12亿元。

图11：2012-2020动态称重市场规模（单位：亿元）

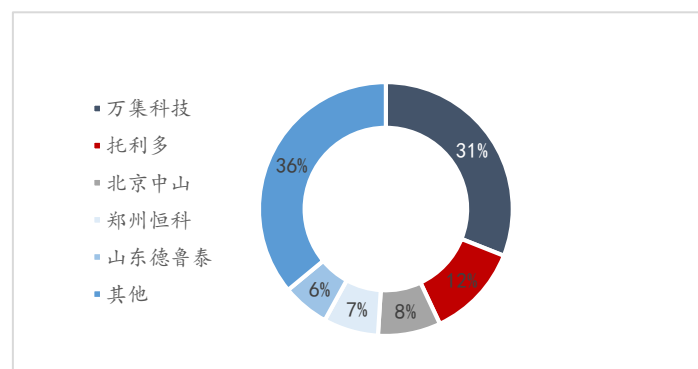


数据来源：智能交通网、广发证券发展研究中心

2.2 传统称重稳定增长，看好非现场执法领域

公司在动态称重领域市场份额第一，目前国内约有二十余家企业从事动态称重产品的制造和销售，主要竞争对手为托利多、山东德鲁泰、郑州恒科等。公司在针对复杂路况、复杂车型称重问题的解决已经达到世界领先水平，自主掌握动态称重算法、数据采集与处理技术和动态称重传感技术等核心技术，始终站在行业前沿。

图12：2012年动态称重市场份额（%）



数据来源：中国公路网、广发证券发展研究中心

计重收费业务和传统的超限检测业务预计稳定增长，公司将继续保持竞争优势。计重收费业务和传统的超限检测业务起步较早，市场趋于成熟，但预计仍有增长。一方面，中国高速公路和普通公路在未来仍然处于建设进程中，新建路收费站仍需要集中收费系统；另一方面，对于现存的动态称重设备，其更新和维护周期约为六年，对于当前的29000套动态称重设备，每年的更新量约为4800套，市场需求

仍然巨大。(数据来源:公司招股说明书)公司将通过技术升级、质量优化和增加性价比等方式,以保持公司在该领域的竞争优势。

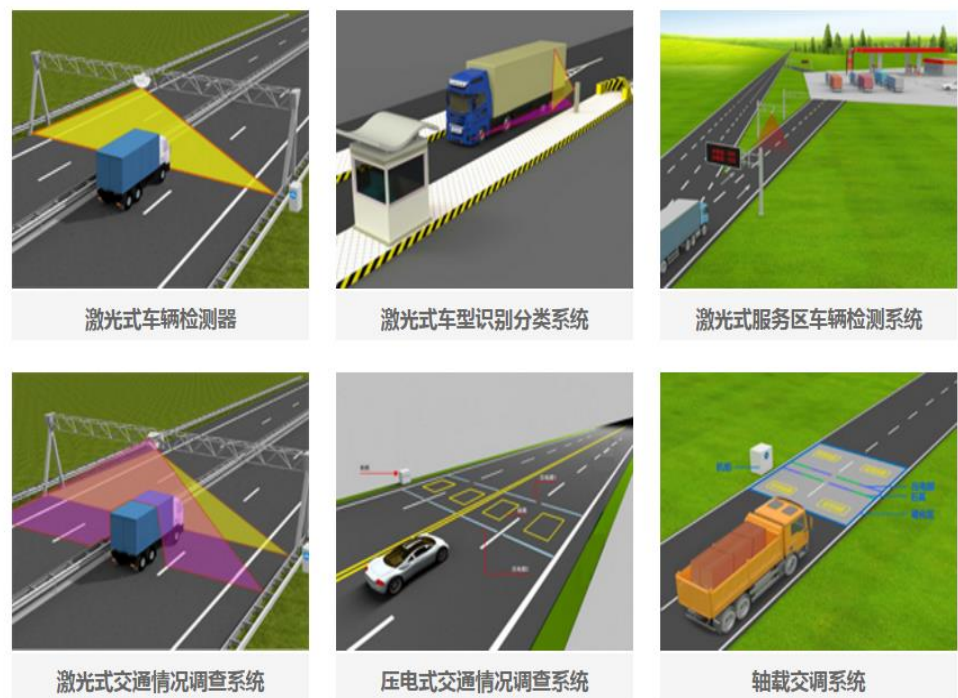
看好非现场执法市场,公司大力发展超限超载非现场执法系统领域。在计重收费业务和传统的超限检测业务上,一方面,交通部在2015年1月出台的《关于全面深化交通改革的意见》中提到:“探索非现场执法等公路治超方式”。另一方面,超限令的收紧对于超限检测的智能性、自动化和精准性提出了更高的要求。公司将大力发展超限超载非现场执法业务,预计在2017年推广一个省级治超信息综合管理平台,打造超限治理综合解决方案。

3. 发力激光检测业务,第三大产品系列逐步形成

公司近年开始着手研制激光检测产品并逐渐形成第三大系列产品。公司创新的将激光测距技术应用于交通领域,开发了用于公路交通情况调查的激光检测设备,成为了国内首个推出激光式交调设备的厂家。2016年公司赢得多个省份的交调推广工程项目,并在全国建设了300多个激光检测断面,实现收入3,245.93万元。

经过近几年的试点、测试、示范站点建设以及市场推广,目前公司激光检测产品逐步完善,主要产品包括交通情况调查系统、车辆车检器系统、轮廓尺寸检测系统、出入口车型分类系统、服务区车辆检测系统等。

图13: 公司激光检测系列产品



数据来源:公司官网、广发证券发展研究中心

目前公司的激光检测产品已覆盖28个省份,成为交通情况调查行业重要的设备供应商之一。公司也持续加大激光检测相关技术产品的研发投入,从公司今年的研发费用支出看,每年都有较大的研发支出比重用于激光检测相关技术产品。2017年公司目标推出更多款新型激光传感器,在角度分辨率、扫描频率、尺寸、检测精度等多个性能指标上实现差异化定位,形成产品序列,同时目标在全国建设500-800

个激光检测断面。综合我们认为公司在激光检测在交通领域布局较早，且持续加大研发、市场推广力度，公司激光检测子业务板块有望继续维持高速增长态势。

此外根据公司年报披露的后续发展战略，公司将进入智能网联汽车领域，其中将重点布局先进传感技术和智能车路协同两大领域。先进传感技术将以激光雷达等传感器实现对车辆周围环境立体的、动态的、精确的感知，为车辆辅助驾驶和自动驾驶提供关键信息。因此当前公司激光领域的技术积淀也将为后续智能网联汽车领域的新业务发展奠定技术基础。

盈利预测

假设条件1（收入）：收入分产品看，ETC板块考虑行业增速仍将保持较快增长，预计ETC业务线仍能维持平稳增长；动态称重受益于非现场执法推广，相关业务有望持续受益，预计该业务线同样保持平稳增长；激光检测技术是目前公司重点打造的第三大产品线，预计收入增速仍将保持较快增长。

假设条件2（毛利率）：假设ETC和激光检测业务毛利率基本维持稳定，动态称重业务毛利率持续下滑，预计下滑趋势仍可能维持但总体下滑幅度有所收窄。

假设条件3（费用率）：考虑目前公司布局和发展战略，预计公司研发投入和市场推广费用将保持增长态势，相应管理费用和销售费用预计相应提升。

综合，我们预计公司17-19年收入增速分别为24%、24%、25%，对应净利润增速分别为18%、20%、20%，对应EPS分别为0.77元/股、0.92元/股、1.11元/股。

风险提示

公司业务受相关交通政策影响波动较大；新业务推广不达预期；季节性带来的业绩波动风险。

至12月31日	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017	2018	2019
流动资产	619	970	1107	1312	1555
货币资金	165	325	475	527	575
应收及预付	308	397	444	550	688
存货	138	168	187	235	292
其他流动资产	8	81	0	0	0
非流动资产	111	121	104	96	88
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	89	96	88	80	72
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	15	16	16	16	16
其他长期资产	6	8	0	0	0
资产总计	730	1091	1211	1408	1644
流动负债	328	343	385	484	601
短期借款	43	30	0	0	0
应付及预收	285	313	385	484	601
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	5	5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	5	0	0	0
负债合计	334	347	385	484	601
股本	80	107	107	107	107
资本公积	92	344	344	344	344
留存收益	224	293	375	473	592
归属母公司股东权益	396	744	826	924	1042
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	730	1091	1211	1408	1644

至12月31日	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	512	636	787	979	1222
营业成本	309	388	485	603	753
营业税金及附加	6	5	7	8	10
销售费用	71	82	100	126	157
管理费用	65	91	113	141	176
财务费用	7	5	4	5	6
资产减值损失	10	16	13	12	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	44	49	65	84	107
营业外收入	30	33	32	33	32
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	74	82	97	116	139
所得税	10	12	15	17	21
净利润	64	69	82	98	118
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	64	69	82	98	118
EBITDA	69	77	90	109	134
EPS (元)	0.80	0.65	0.77	0.92	1.11

	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	86	-12	167	32	29
净利润	64	69	82	98	118
折旧摊销	8	8	8	8	8
营运资金变动	-2	-108	87	-55	-78
其它	16	19	-10	-20	-19
投资活动现金流	-3	-103	19	20	19
资本支出	-3	-23	19	20	19
投资变动	0	-80	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-36	264	-35	0	0
银行借款	173	126	-30	0	0
债券融资	-200	-139	-5	0	0
股权融资	0	292	0	0	0
其他	-9	-15	0	0	0
现金净增加额	47	149	150	52	48
期初现金余额	115	165	325	475	527
期末现金余额	162	314	475	527	575

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	61.5	24.2	23.8	24.4	24.9
营业利润增长	475.3	11.1	33.2	28.8	28.2
归属母公司净利润增长	346.3	8.5	18.2	20.1	20.1
获利能力(%)					
毛利率	39.6	38.9	38.3	38.4	38.4
净利率	12.5	10.9	10.4	10.1	9.7
ROE	16.2	9.3	9.9	10.6	11.3
ROIC	19.3	13.1	19.9	21.5	22.9
偿债能力					
资产负债率(%)	45.8	31.8	31.8	34.4	36.6
净负债比率	-0.3	-0.4	-0.6	-0.6	-0.6
流动比率	1.89	2.83	2.87	2.71	2.59
速动比率	1.46	2.30	2.35	2.18	2.07
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.70	0.68	0.75	0.80
应收账款周转率	1.92	1.98	1.95	1.96	1.96
存货周转率	2.64	2.54	2.59	2.57	2.58
每股指标(元)					
每股收益	0.80	0.65	0.77	0.92	1.11
每股经营现金流	1.08	-0.11	1.56	0.30	0.27
每股净资产	4.95	6.97	7.74	8.66	9.77
估值比率					
P/E	-	87.6	65.9	54.9	45.7
P/B	-	8.2	6.5	5.8	5.2
EV/EBITDA	-1.8	74.9	54.7	44.8	35.9

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王文龙：研究助理，东南大学信息工程学士，香港城市大学金融与精算数学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏：研究助理，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张璋：研究助理，复旦大学微电子学士，爱荷华州立计算机工程学硕士，2013年起就职于多家美资集成电路设计公司，2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。