



奥拓电子 (002587)

布局景观照明，LED细分领域王者归来

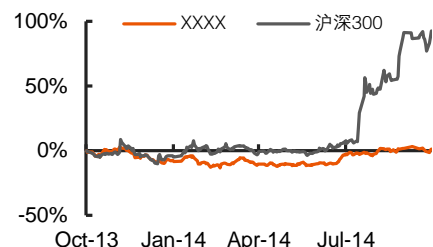
推荐 (维持)

现价: 8.08 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.aoto.com
大股东/持股	吴涵渠/27.72%
实际控制人	吴涵渠
总股本(百万股)	611
流通 A 股(百万股)	366
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	49.40
流通 A 股市值(亿元)	29.54
每股净资产(元)	1.74
资产负债率(%)	25.70

行情走势图



证券分析师

刘舜逢 投资咨询资格编号
S1060514060002
0755-22625254
LIUSHUNFENG669@PINGAN.COM.
CN

研究助理

徐勇 一般从业资格编号
S1060117080022
0755-33547378
XUYONG318@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。

投资要点

- **着力布局景观照明，迈入成长新周期：**当前，随着旅游产业的升级，旅游者需求的日益多样化和旅游时间更加的充分和合理化，城市夜游作为城市旅游的一个重要产品，可以延长游客停留时间、挖掘游客的夜间消费。灯光作为现代城市夜游最关键的因素，不仅是夜游进行的先决条件，本身也是重要的城市景观。一般而言，晚上人流量、销售额已达到白天的 1 倍以上。自“最忆是杭州”亮相 G20 杭州峰会以来，各地政府包括厦门、长沙、南昌、西安、乌海等数十地市加入到城市景观照明建设中来，单笔合同金额在一千万至三个亿不等。我国共有约 300 个地级城市，市场空间可达千亿。公司通过千百辉积极切入景观照明，截至 2017 年 6 月 30 日公司在手订单达 8 个多亿，其中一半以上是景观照明订单，且对手承诺 2017-2019 年千百辉净利不低于 0.28 亿元、0.33 亿元和 0.39 亿元。
- **LED 应用细分市场王者归来：**目前公司户外高密度 LED 显示产品处于行业领先水平，高密度 LED 屏在拼缝、亮度、色彩饱和度、分辨率、应用灵活性等方面都较有优势。比如公司产品去年应用到美国纽约曼哈顿道路等项目，采用 AR 技术，公司在 LED 显示行业内首先构建完成 LED 虚拟显示转播平台，实现“一屏多显”功能。在体育行业，目前公司提供的体育场馆 LED 显示系统解决方案主要分四块：体育视频墙、球场周边 LED 显示屏、中心悬挂 LED 显示屏、LED 带状显示屏。产品具有非常强的国际竞争力，揽获了众多国际知名赛事显示项目，共完成了 2016 欧洲杯等 600 多场比赛显示项目，使公司积累了丰富的国内比赛现场服务经验。
- **金融电子转型升级，业务稳步发展：**公司综合信息发布及指示系统、智慧银行等功能大厅智能管理综合解决方案在金融行业优势明显，是中国工商银行、中国建设银行、中国银行、中国移动等大型国企的入围供应商，国内市场占有率排名前列。随着传统银行网点向智慧银行方向转型，公司顺应趋势，正在积极推进金融机器人的研发和制造，相比于现有的金融电子产品单体价值量有明显的提升 (大约提升 300%-400%)，预计这部分未来能够给公司带来可观利润流入。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	293	457	1092	1439	1852
YoY(%)	-20.1	55.9	138.9	31.8	28.7
净利润(百万元)	21	86	132	219	308
YoY(%)	-68.2	302.9	53.1	65.7	40.8
毛利率(%)	48.7	55.4	42.5	40.8	39.5
净利率(%)	7.3	18.9	12.1	15.2	16.6
ROE(%)	3.7	9.7	13.2	19.2	22.1
EPS(摊薄/元)	0.04	0.14	0.22	0.36	0.50
P/E(倍)	230.7	57.3	37.4	22.6	16.0
P/B(倍)	8.40	5.5	4.9	4.3	3.5

- **投资策略：**在公司主业逐渐发力的同时，通过并购千百辉进入景观照明领域。同时，公司传统 LED 显示业务稳步增长，金融电子客户稳定并在进一步产品升级中。维持业绩预测，预计奥拓电子 2017-2019 年营业收入分别为 10.92/14.39/18.52 亿元，归属母公司净利润分别为 1.32/2.19/3.08 亿元，对应的 EPS 分别为 0.22/0.36/0.50 元，对应 PE 为 37/23/16 倍，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**经济增速下滑，显示需求不及预期，金融电子业务开拓乏力。

正文目录

一、着力布局景观照明，迈入成长新周期	5
1.1 夜游经济方兴未艾，打造城市发展新名片	6
1.2 政策推动，各地规划呈井喷之势	10
1.3 千亿蓝海呼之欲出，千百辉枕戈待旦	13
二、LED 应用细分市场王者归来	17
2.1 发力高密度 LED 显示，多场景多应用赢得市场	17
2.2 深耕体育显示系统，中国高端制造典范	19
三、金融电子转型升级，业务稳步发展	23
四、投资策略	24
五、风险提示	25

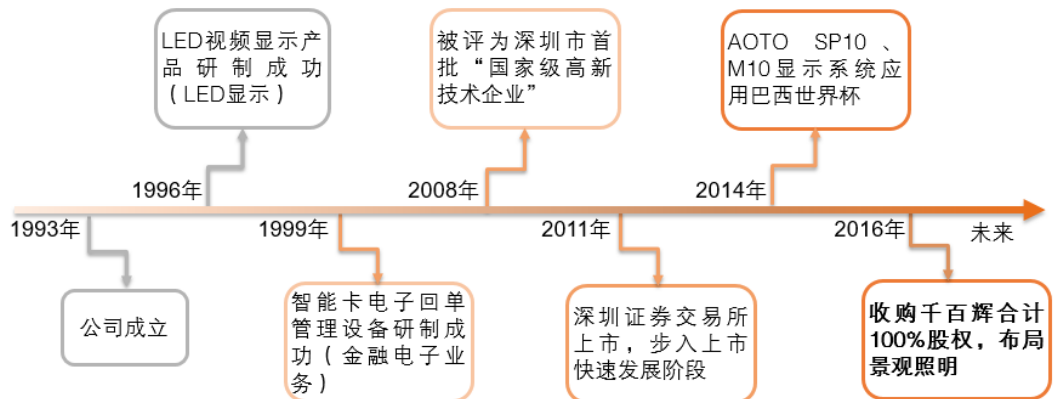
图表目录

图表 1	奥拓电子成长之路	5
图表 2	2008-2017H1 奥拓电子营收及增速	5
图表 3	2008-2017H1 奥拓电子归母净利润及增速	6
图表 4	广州珠江夜游美景	7
图表 5	夜游经济发展导向图	7
图表 6	杭州西湖夜晚戏曲表演	8
图表 7	维多利亚湾焰火表演	8
图表 8	南京夫子庙夜景	8
图表 9	成都锦里小吃街夜景	8
图表 10	景观照明方案拓扑图	9
图表 11	重庆洪崖洞夜景	10
图表 12	仿若《千与千寻》街景	10
图表 16	各地城市景观照明规划	12
图表 17	城市景观照明市场空间测算（亿元）	13
图表 19	景观照明上下游	14
图表 21	千百辉获得的企业资质	15
图表 22	千百辉的承接的经典案例展示	15
图表 23	千百辉营收及增速	16
图表 24	千百辉毛利率	16
图表 25	千百辉未来三年业绩承诺净利	17
图表 26	LED 视屏显示系统营收及毛利率	17
图表 27	LED 信息发布和指标系统营收及毛利率	17
图表 28	奥拓电子在 ISE 展会上展出的 8K LED 超清显示屏	18
图表 29	高密度 LED 对比传统大屏显示优势分析	18
图表 30	奥拓电子电视台 LED 显示系统能满足直播间的严苛要求	19
图表 31	奥拓电子体育显示系统	20
图表 32	奥拓电子体育显示系统揽获众多国际知名顶级体育赛事项目	21
图表 33	研发投入占营收比例远高于行业平均水平	22
图表 34	长春奥林匹克公园项目	22
图表 35	奥拓电子智慧银行稳步发展	23
图表 36	公司是国有大型银行的入围供应商	23
图表 37	金融电子产品升级带来价值量提升	24

一、着力布局景观照明，迈入成长新周期

奥拓电子 1993 年成立，自成立以来公司主要从事 LED 应用产品和金融科技产品的研发、生产、销售及相应专业服务。公司利用自身优势，进行相关联的业务创新和延伸，在智能景观亮化、体育新业务和智慧银行等领域积极拓展市场，向相关多元化的业务模式发展。公司是国内金融领域最重要的 LED 信息发布及指示系统提供商之一，LED 视频显示系统出口额在行业内居全国前列。

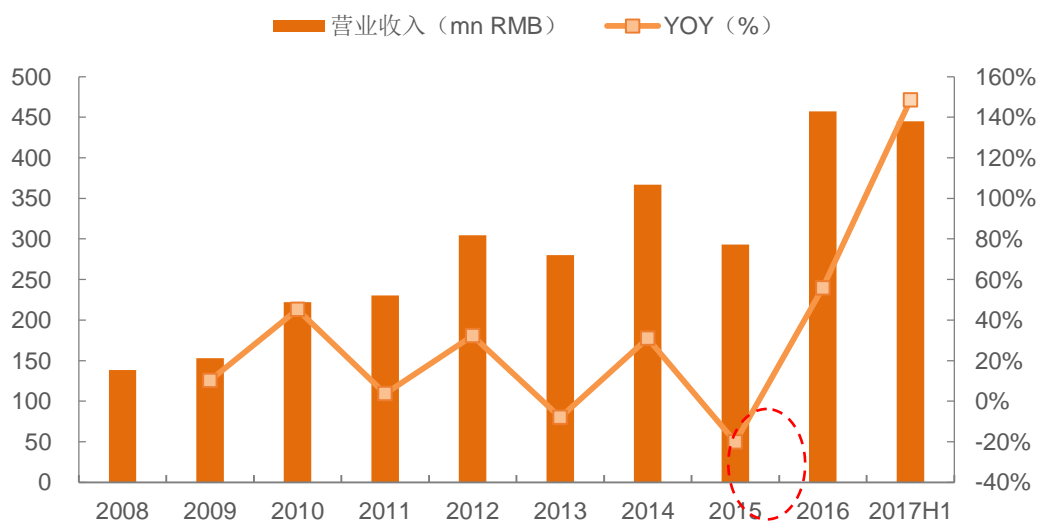
图表1 奥拓电子成长之路



数据来源：百度,平安证券研究所

公司自上市以来营收保持稳步增长，2015 年受到 LED 行业整体低迷的影响下，业绩有所下滑。2016 年公司并购千百辉后，业绩重新回到高增长的态势。2017 年上半年公司实现营收 4.45 亿元，同比增长 148.53%；实现营业利润 0.58 亿元，同比增长 94.39%；归母净利为 0.61 亿元，同比增长 123.39%。截至 2017 年 6 月 30 日，公司在手订单总金额约 8.24 亿元，为实现全年“跨越式”发展目标奠定了基础。

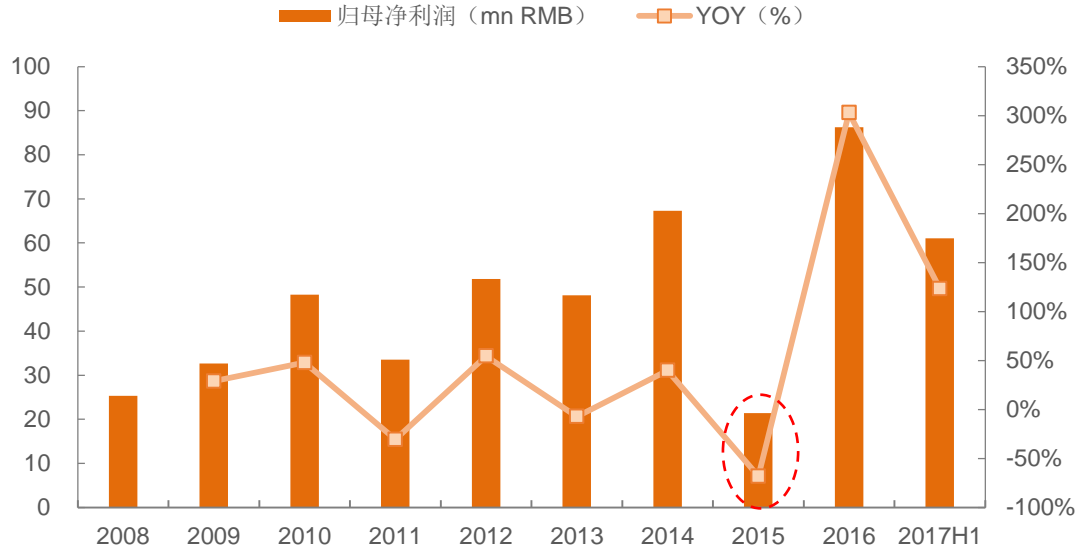
图表2 2008-2017H1 奥拓电子营收及增速



资料来源：Wind, 平安证券研究所

在 LED 应用行业，公司在体育产业、户外显示等细分行业逐渐生根发芽，成长为这些细分行业的领导者，公司先后成为世界杯、欧冠、温网等国际知名顶级体育赛事的显示设备提供商。在景观照明领域，2016 年公司通过并购千百辉进入景观照明领域。公司战略定位清晰，有过硬的专业技术实力和优良的市场渠道。在金融电子领域，公司是中国移动、中国建设银行、中国银行、交通银行、中国移动等公司排队管理系统主要供应商，并保持公司排队管理系统产品在行业的领先地位。

图表3 2008-2017H1 奥拓电子归母净利润及增速



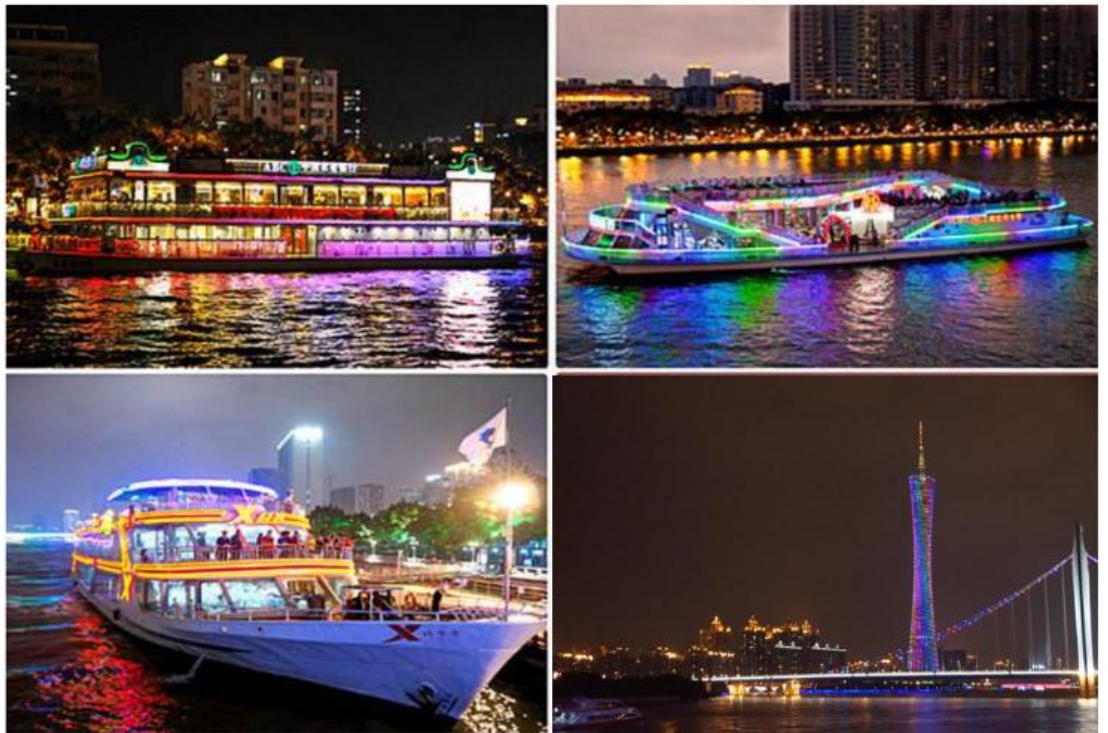
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.1 夜游经济方兴未艾，打造城市发展新名片

当前，国内有很多景区白天人山人海，而到了夜间却鸦雀无声，“白天看景，晚上走人”成了不少景区休闲旅游的短板。随着旅游产业的升级，旅游市场对旅游目的地建设提出了更高的要求。传统“到此一游”式的旅游模式已不能满足游客的需求，目的地需要更丰富的旅游产品和旅游吸引物来留住游客。

广州夜游项目不仅向世界递交了一张可供宣传的名片，更是通过夜游创收。今年 2 月，广东蓝海豚旅运股份有限公司向新三板递交了挂牌申请，蓝海豚是广东珠江夜游服务供应商之一。其中 80% 以上收入依靠珠江夜游，公司 2014 年、2015 年、2016 年 1-10 月营业收入分别为 4343 万元、4865 万元和 3983 万元；实现净利润 516 万元、704 万元和 677 万元。

图表4 广州珠江夜游美景

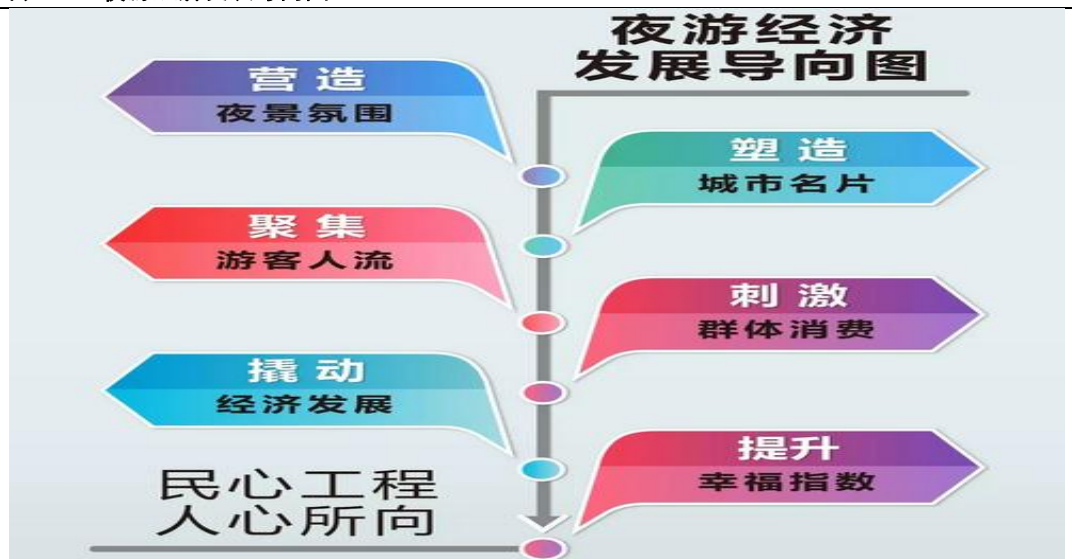


资料来源：百度图片，平安证券研究所

1.1.1 白天看景+夜间消费，延伸消费空间和时间

当前，随着旅游产业的升级，旅游者需求的日益多样化和旅游时间更加的充分和合理化，城市夜游作为城市旅游的一个重要产品，得以快速的发展。如何留住客户，并促进其消费成为重要目标。而“夜游”成为了这些景区“夜经济”的增长点，不仅可以延长游客停留时间、还可以挖掘游客的夜间消费，提升景区的知名度。

图表5 夜游经济发展导向图



资料来源：名家汇科技，平安证券研究所

通过夜晚的灯光秀，发展夜间消费，可以有效的留住客户。根据市场资料显示，广州番禺长隆野生动物园仅动物杂技、马戏表演一项夜间旅游，就获得了百万元的巨额收入。南京夫子庙景区自 2002 年 9 月 20 日开始，亮灯时间延长 1 小时，结果各商家及旅游景点的营业额普遍提高了 20%以上，个别餐饮企业的效益也增加了一倍。夜游已然成为旅游消费升级以及拉动经济增长的重要利器。

目前，各个地方及景区开展夜游经济主要通过两种形式：

- **夜间演艺+主题街区。**夜间大型演艺节目是夜游主导型景区的经典案例，众多知名景区的核心手法是重金打造一场大型演艺，与当地的核心旅游产品形成时间错位，紧抓夜间经济。例如杭州西湖夜游，晚上可以看戏，乘船游西湖、看商务型演出；香港的维多利亚湾的夜景鸟瞰和焰火表演。甚至夜晚比白天更具吸引力，已经成为“来了就不想走的焦点”。

图表6 杭州西湖夜晚戏曲表演



资料来源：百度，平安证券研究所

图表7 维多利亚湾焰火表演



资料来源：百度，平安证券研究所

- **灯光秀+夜间美食。**灯光秀将全息、水幕、AR、VR 与智能控制集合到一起，将光影技术与旅游结合，打造全新的、震撼性强的夜景旅游。例如上海黄浦江夜游，既可饱览外滩灯火，还可以闲步老街宵夜、购物。夜间美食方面，以南京的夫子庙夜市、四川成都的锦里、宽窄巷子夜文化为典型代表。

图表8 南京夫子庙夜景



资料来源：百度，平安证券研究所

图表9 成都锦里小吃街夜景



资料来源：百度，平安证券研究所

在北京、上海、深圳、杭州、武汉等夜经济已经相对成熟的城市，人们晚上的消费已占据商家业绩的很大比例。其中，广州服务业产值有 55% 来源于夜间经济，成都的餐饮、购物及娱乐市场已成为夜间消费的三大支点。一般而言，晚上人流量、销售额已达到白天的 1 倍以上。不管从消费者习惯变化趋势还是数据分析的结构来看，夜间无疑是旅游者最有价值的消费时段。根据目前国内居民的消费习惯调研，60% 的消费正发生在夜间。因此，无论针对本地市民休闲还是外来游客，抢先开拓“夜游”大蓝海，将成为在休闲旅游大潮中脱颖而出的快捷手段与时代机遇。“夜经济”带来的高效收益，已成为现代城市经济发展的新动力。

1.1.2 文化主题+夜景灯光，提升城市整体形象

灯光照明是城市夜游系统的前提和核心吸引力之一。灯光作为现代城市夜游最关键的因素，不仅是夜游进行的先决条件，本身也是重要的城市景观。自“最忆是杭州”亮相 G20 杭州峰会，立即掀起城市景观亮化新风尚的示范效应，各地政府对于城市景观照明的建设需求极为迫切，仅仅半年时间内就有厦门、长沙、西安、呼和浩特、湘潭、乌海等数十地市加入到城市景观照明建设中来。城市管理者希望以“城市名片”作为切入点，在全国乃至国际范围内扩大城市的影响力和美誉度，而城市夜景灯光正是打造城市名片的颜料，已成为整个城市大多数人的普遍意愿，并将在经贸、文旅、民生三方面提升城市形象、带来社会经济效益。

图表10 景观照明方案拓扑图



资料来源：中易物联，平安证券研究所

通过梦幻绚丽的灯光，与具有独特底蕴的小镇、楼宇、街道相结合，打造出独具一格的夜间景观，并以此将城市印象传递给全国甚至全球。随着夜游经济的逐渐兴起，成功典型不乏先例。国际上，浪漫不夜城威尼斯，打造出 NBA 和好莱坞的洛杉矶，擅长文化多元经营的新加坡，被誉为购物天堂的中国香港等，“夜游”成为了这些城市独特“夜经济”的增长点。国内而言，目前响彻国际的案例较少，上海外滩、重庆洪崖洞作为成功的典型，目前已成为夜间景观的典型代表。

➢ 仿若《千与千寻》街景的洪崖洞——重庆走向世界的名片

相信去过重庆的朋友都知道，白天逛古镇景区，下午与三五好友吃火锅，晚上去洪崖洞感受独具巴渝风情的夜景是大多数重庆人及外地游客的基本攻略。在日本动画电影《千与千寻》火遍亚洲的同时，洪崖洞由于与《千与千寻》街景十分相似也走进了日本游客的视线。重庆洪崖洞位于重庆市核

心商圈，以最具巴渝传统建筑特色的“吊脚楼”风貌为主体，依山就势，沿江而建，完美诠释了“文化主题+夜景灯光”的独特魅力，成为重庆市最亮丽的城市名片。

图表11 重庆洪崖洞夜景



资料来源：百度，平安证券研究所

图表12 “千与千寻”街景



资料来源：百度，平安证券研究所

➤ 上海外滩——夜景中的绝唱

外滩被誉为“万国建筑博览群”，位于上海市中心黄浦区的黄浦江畔，周围还有位于黄浦江对岸浦东的东方明珠、金茂大厦等地标景观，是去上海观光游客的必到之地。据今年1月《劳动报》报道，外滩夜景灯光将进行大范围延伸。计划通过三年建设，打造黄浦江两岸贯通开放后的45公里岸线的景观照明。根据规划，到2017年底，黄浦江两岸45公里岸线公共空间将全部贯通开放。“结合45公里岸线的贯通，将现有外滩夜景灯光进一步扩大至整个45公里岸线上，包括吴淞游轮码头，让上海浦江夜景焕发出新面貌，在现有基础上打造出更具影响力的夜景离骚。

图表13 上海外滩夜景



资料来源：百度，平安证券研究所

图表14 黄浦江游船风光



资料来源：百度，平安证券研究所

1.2 政策推动，各地规划呈井喷之势

近年来，随着LED技术发展，半导体照明以其突出的节能环保特性正在照明领域掀起一场新的革命，

半导体照明也称固态照明，是继白炽灯、荧光灯之后的又一次光源革命，因节能环保、寿命长、应用广泛，作为节能环保的重点领域，被列入我国战略性新兴产业。LED照明产品具有高效、节能、环保、安全等诸多优势，因此，被广泛应用于照明工程项目，绿色照明是目前照明工程行业发展的趋势和潮流。近年来，国家颁布《半导体照明节能产业规划》、《2014-2015年节能减排科技专项行动方案》等一系列发展规划，将高效照明产品作为重点节能产品，深化实施“十城万盏”半导体照明应用工程等产业化示范工程，鼓励企业加大研发投入，通过技术创新进一步扩大市场份额。

图表15 国家相关政策及内容

时间	政策或文件	主要内容
2009年初	“十城万盏”	分三个阶段，至2015年，半导体照明进入30%通用照明市场，预期年节电1,400亿度。
2009年9月	《半导体照明节能产业发展意见》	到2015年，半导体照明节能产业产值年均增长率在30%左右；功能性照明达到20%左右，实现年节能400亿千瓦时，相当于年减排二氧化碳4,000万吨。
2010年5月	《国务院关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》	东中部地区和有条件的西部地区城市道路照明、公共场所、公共机构全部淘汰低效照明产品。
2010年10月	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	将高效照明产品及系统列入《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》。
2011年5月	《关于进一步推进公共建筑节能工作的通知》	大力推进能效交易、合同能源管理等节能机制创新，加强公共建筑节能组织管理。
2011年8月	《“十二五”节能减排综合性工作方案》	把建筑节能、绿色照明等节能改造工程作为节能重点工程。
2012年6月	《“十二五”节能环保产业发展规划》	通用照明产品市场占有率达到20%左右，液晶背光源达到70%以上，景观装饰产品达到80%以上，半导体照明产业产值达到4,500亿元。
2013年1月	《绿色建筑行动方案》	单体建筑面积超过2万平方米的机场、车站、宾馆、饭店、商场、写字楼等大型公共建筑，自2014年起全面执行绿色建筑标准。
2013年8月	《关于加快发展节能环保产业的意见》	推动半导体照明产业化，提高产业集中度。
2014年2月	《2014-2015年节能减排科技专项行动方案》	鼓励半导体照明等具有明确产业化前景的重大节能减排技术，深化实施“十城万盏”半导体照明应用工程等产业化示范工程。
2016年7月	《“十三五”国家科技创新规划》	实施绿色制造标准化和质量提升工程，发展清洁高效能源技术，包括建筑节能。
2017年2月	《半导体照明节能产业规划》	组织开展知名建筑照明应用、建筑智能照明节能改造、缺电地区离网照明应用示范工程。

资料来源：科技部等，平安证券研究所

2007年以来，随着LED芯片发光效率的提升，照明工程开始进入功能照明领域。从发展阶段而言，景观照明领域服务和技术基本成熟，市场接受程度较高，处于成熟期，特点为服务和产品性能稳定、市场容量稳步增长；功能照明领域服务和技术处于变革期，服务和产品性能逐步为市场接受，新服务、新技术发展迅速，整体而言处于高速发展期。

照明产品经历了从普通白炽灯到高效荧光灯，再到LED照明产品的技术演变过程。高效荧光灯与LED照明产品均属于高效节能照明产品。高效节能照明产品比普通白炽灯可节电60%-80%，节电潜力巨大，已在照明工程行业得到广泛应用。特别是LED照明产品，具有耗电少、寿命长、方向性强、色彩丰富、耐振动、可控性强等特点，近年来得到很大的发展和应用，促进了照明工程行业的发展。以G20杭州峰会期间的杭州景观照明项目总投资约10亿元推算，我国共有约300个地级以上城市，市场空间可达千亿。

图表16 各地城市景观照明规划

城市	景观照明具体规划
长春	计划投入 2000 多亿元，实施大规模的旧城更新改造、房屋住宅、道路桥梁、地铁轻轨、交通枢纽、市政设施、环境治理、园林绿化、城市亮化等一大批事关经济社会全局和城市长远发展的重大项目建设。
济南	2017 年要完成山体景观、“泉城夜宴”一湖一环景观照明、户外广告等规划，将城市设计纳入规划管理。
南京	今明两年，南京将优化城墙功能照明，打造灯光秀展现城墙历史内涵，改善夜游城墙体验，使城墙进一步融入城市生活。将重点对玄武门至太平门段、东水关至西水关段城墙沿线景观绿地及部分公共建筑进行亮化，完善武定门至定淮门段外秦淮河沿线亮化设施。
海口	以“两轴两带、八区、多节点”的城市景观照明架构体系，营造海口湾大夜景场景，延伸滨海岸线，塑造城市景观。目前，一期工程第一阶段示范段已完工，此后，海口市将陆续打造国兴大道、滨海大道、龙昆路及长堤路等重要路段照明景观。
汕头	推进灯光灯饰修复建设，建立健全城市照明管养长效机制，营造灯亮路明的城市道路照明环境，让璀璨明亮的灯光，成为“夜汕头”一景。
大连	计划完成华乐街、福源北街等 30 条无灯路街功能照明设施的建设，彻底消灭主城区的无灯路。除了市内四区政府投资建设的景观照明以外，市级财政 2016 年投资 2000 万元用于景观照明设施建设。
广州	对珠江（自白鹅潭至东圃特大桥段）的建筑、桥梁、广场及岸线景观照明进行新建改造，涉及岸线共长约 40 公里，项目建设总投资 59375.94 万元，工程预计 2017 年启动。
南昌	南昌八一广场及周边建筑景观照明提升改造工程设计项目已申请进入招标程序，此次提升改造的投资总金额约 15000 万元。
重庆	启动都市功能核心区景观照明提升工程建设。该工程以石门大桥、鹅公岩大桥为起点，以朝天门大桥为终点，范围约 60 平方公里，分三期实施。
哈尔滨	对现有的 1149 栋楼体、16 座桥体、龙塔及松花江两岸景观照明、灯光表演等设施进行了全面整修，共更换灯具 4500 余盏、亮灯率达到 98% 以上。
厦门	迎接金砖会议召开，厦门的夜景照明提升工作从去年 10 月正式拉开大幕，包含建筑、桥梁、海岸线、公园等 1400 多个夜景亮化工程项目逐渐将厦门点亮，勾勒出一条明亮的天际线，城市建筑灯光秀出彩。

资料来源：百度，平安证券研究所

为加快城市形象建设，全国各地掀起了 LED 景观照明替换热潮。随着部分地区夜游景观项目示范效应不断扩大，以及国家在 PPP 模式上涉及到城市公共照明，旅游景区景观改造以及智慧城市建设等方面上的政策力度还在不断加大，各地政府纷纷加速建设城市景观照明。目前城市室外夜景照明已经从以前的房地产楼体亮化逐渐拓展到城市景观照明。在 G20 峰会之后，仅仅半年时间内北京、上海、广州、厦门等多个地市相继推出城市景观照明建设和改造提升项目，单笔合同金额在一千万至三个亿不等，景观照明正式上升为城市发展的战略高度。

据前瞻网数据，参照城市景观照明建设的一些典型项目的投资规模，按省级、地市级、区县级三级行政单位估算城市景观照明的投资规模分别为 10：15：20 亿元，0.5：1：3 亿元，0.1：0.2：0.3 亿元，测算得到城市景观照明建设的市场空间在中性条件下为 1371 亿元。

图表17 城市景观照明市场空间测算（亿元）

行政单位	数量	投资规模			总计		
		保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
省级	34	10	15	20	340	510	680
地市级	291	0.5	1	3	146	291	873
区县级	2850	0.1	0.2	0.3	29	570	855
总计					515	1371	2405

资料来源：平安证券研究所

1.3 千亿蓝海呼之欲出，千百辉枕戈待旦

根据照明工程业务功能性质的不同，照明工程业务分为**功能照明及景观装饰照明**：功能照明指以满足人类视觉作业为目的的照明种类，是通用照明的一种。功能照明领域主要包括道路照明、隧道照明、轨道交通照明、室内照明等。景观装饰照明是指通过对人们在景观各空间中的行为、心理状态的分析，结合景观特性和周边环境，把景观特有的形态和空间内涵在夜晚用灯光的形式表现出来，重塑景观的白日风范，以及在夜间独具的美的视觉效果，构筑集照明、观赏、美化环境等功能为一体的独特景观，景观装饰照明是具有照明功能，又兼有艺术装饰和美化环境功能的户外照明工程。景观装饰照明领域主要包括桥梁景观亮化、广场景观亮化、商场景观亮化、楼宇景观亮化及特殊建筑物和特殊自然载体如山体、湖泊、树木、溶洞、河流、水面亮化等。

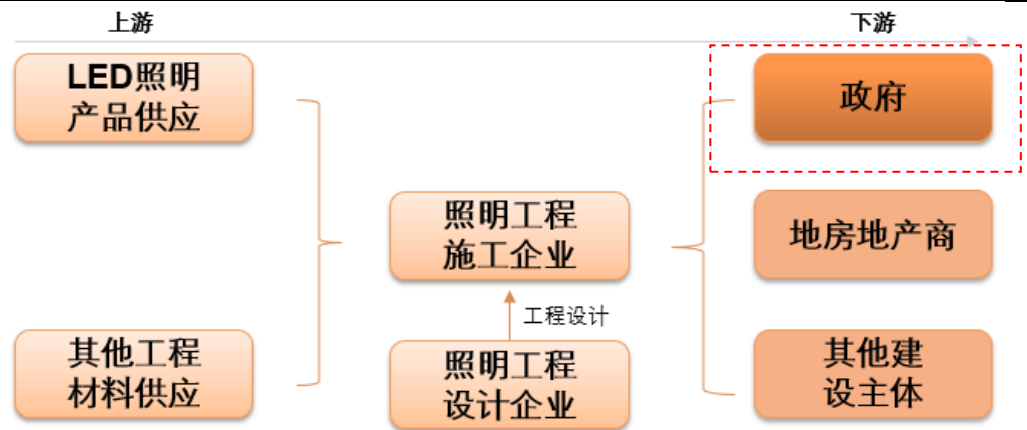
图表18 功能照明与景观照明对比

	功能照明	景观照明
含义	以满足人类视觉作业为目的的照明种类，是通用照明的一种	重塑景观的白日风范，以及在夜间独具的美的视觉效果，构筑集照明、观赏、美化环境等功能为一体的独特景观
应用领域	道路照明、隧道照明、轨道交通照明、室内照明等	桥梁景观亮化、广场景观亮化、商场景观亮化、楼宇景观亮化及特殊建筑物和特殊自然载体如山体、湖泊、树木、溶洞、河流、水面亮化等
毛利率	较低	较高

资料来源：公司公告，平安证券研究所

工程行业涉及照明工程设计、照明工程施工、照明产品研发、生产等领域，不同的工程项目设计要求、施工难度差别较大，利润水平会有较大的差异。行业内少数拥有高端资质的企业拥有完整产业链，能为客户提供一站式服务的企业能获得较高利润。总体来看，照明工程行业整体营收入和利润水平处于快速增长阶段，照明工程行业整体营收入和利润水平处于快速增长阶段预计未来仍将呈上升趋势。

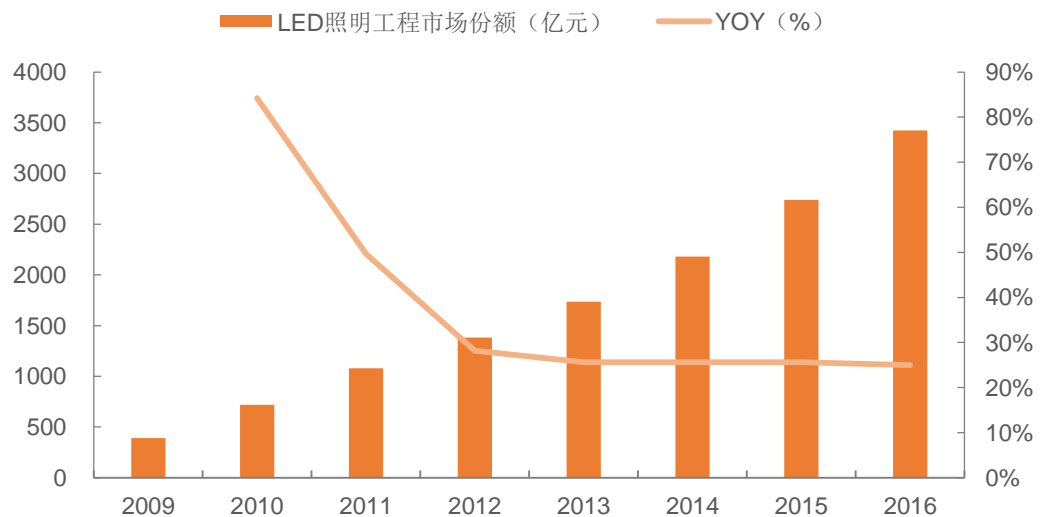
图表19 景观照明上下游



资料来源：公司公告，平安证券研究所

LED 照明的推广带动了城市照明行业的进一步发展，一方面，我国城市建设近年来呈现高速增长趋势，城市照明基础设施建设从单纯的道路照明转变为城市景观灯光设计、亮化，照明景观设计越发突出城市特点，个性化的照明景观成为城市的一大特征，越来越多的城市将景观照明应用到场馆、广场、楼宇等大型设施，例如在 G20 杭州峰会上，LED 照明被应用于打造“城、水、光影”主题灯光秀；另一方面，LED 照明具有节能、环保特性，LED 路灯 EMC 模式成为一大发展趋势，但目前在城市中的推广和应用相对较小，未来具有较大的市场发展空间。

图表20 2009-2015 年 LED 照明工程市场规模（包含设计和施工）



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

城市及道路照明工程专业承包资质企业：目前，我国拥有城市及道路照明工程专业承包一级资质的企业 200 余家，二级资质的企业 500 多家，三级资质的企业 3,000 多家。一级资质企业的区域主要集中在江苏省、浙江省、广东省。

照明工程设计专项资质企业：照明工程设计专项资质共分为甲、乙两个级别。2 目前，全国拥有照明工程设计专项甲级资质的企业共 40 余家，主要集中在江苏省、广东省、北京市。

2016年公司通过发行股份及支付现金相结合的方式，购买沈永健、周维君、王亚伟、罗晓珊、中照龙腾、汉华源投资持有的千百辉合计100%股权，共支付交易对价30,000万元，其中，以现金支付7,500万元，剩余22,500万元以发行股份的方式支付。

图表21 千百辉获得的企业资质

序号	资质名称	资质等级	内容	发证机关	有效期
1	建筑业企业资质证书	城市及道路照明工程专业承包壹级	可承担各类城市广场、道路、公路、建筑物外立面、公共绿地等的照明工程(含变电站、配电室)	广东省住房和城乡建设厅	2013.1.22-2018.1.22
2	工程设计资质证书	照明工程设计专项甲级	可从事资质证书许可范围内相应的建设工程总承包业务以及项目管理和相关的技术与管理服务	中国住房和城乡建设部	2016.4.25-2021.4.21
3	建筑业企业资质证书	建筑机电安装工程专业承包三级	可承担投资额800万元及以下的一般工业和公共、民用建设项目的设备、线路、管道的安装，非标准钢构件的制作、安装。	深圳市福田区住房和建设局	2017.1.4-2021.10.08
4	建筑业企业资质证书	电子与智能化工程专业承包二级	可承担单项合同额2500万元以下的电子工业制造设备安装工程和电子工业环境工程、单项合同额1500万元以下的电子系统工程和建筑智能化工程施工。	深圳市住房和建设局	2017.01.16-2021.10.08

资料来源：广东省住房和城乡建设厅等，平安证券研究所

千百辉在城市景观照明工程施工、设计等相关市场积累了丰富的渠道及客户资源，可以为上市公司LED应用产品在该等市场领域的拓展提供强有力的支持。千百辉的客户包括万达集团、湖南运达房地产开发有限公司、泰禾集团股份有限公司等。通过对千百辉的并购，公司的业务切入到景观照明领域。目前千百辉拥有照明工程领域的“双壹”资质，是国内为数不多的拥有该资质的企业。

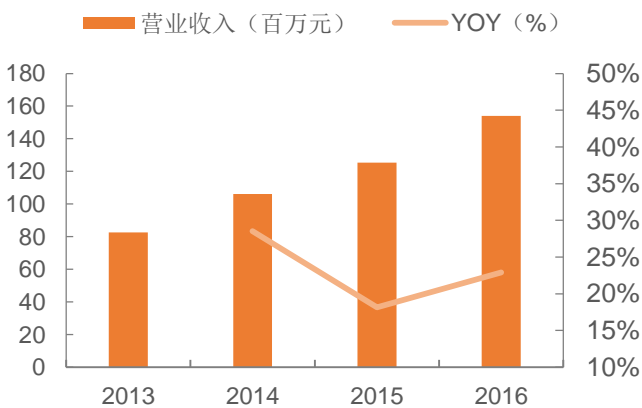
图表22 千百辉的承接的经典案例展示



资料来源：公司公告，平安证券研究所

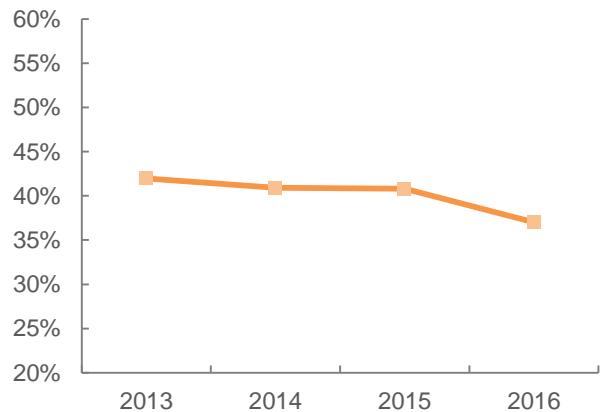
千百辉拥有专业稳定的技术及服务团队，包括灯光设计人才与具有丰富经验的专业艺术灯光服务团队，打造了集照明产品研发、照明工程设计、施工、服务于一体的产业链，实现了全国范围内的跨区域经营，众多设计作品被万达集团等优质客户所采用。拓电子的资产规模和盈利能力均将实现跨越式增长，一方面为奥拓电子更好的回报投资者创造了条件，另一方面也使奥拓电子未来再融资具备了良好基础；千百辉亦将摆脱自成立以来一直依赖于自有资金的滚动积累来发展，受制于资本、融资能力等因素约束而导致市场份额提升空间受阻的不利局面。同时，公司与千百辉将利用对方的客户与渠道资源，通过交叉销售的资源整合模式，实现双方业务的协同发展。尤其是目前，随着经济环境的变化，客户需要将趋于多元化。千百辉 2013 年以来营业收入稳步增长，营收年复合增长率一直保持在 20% 以上，毛利率也都在 35% 以上。

图表23 千百辉营收及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所 (2016 为估算值)

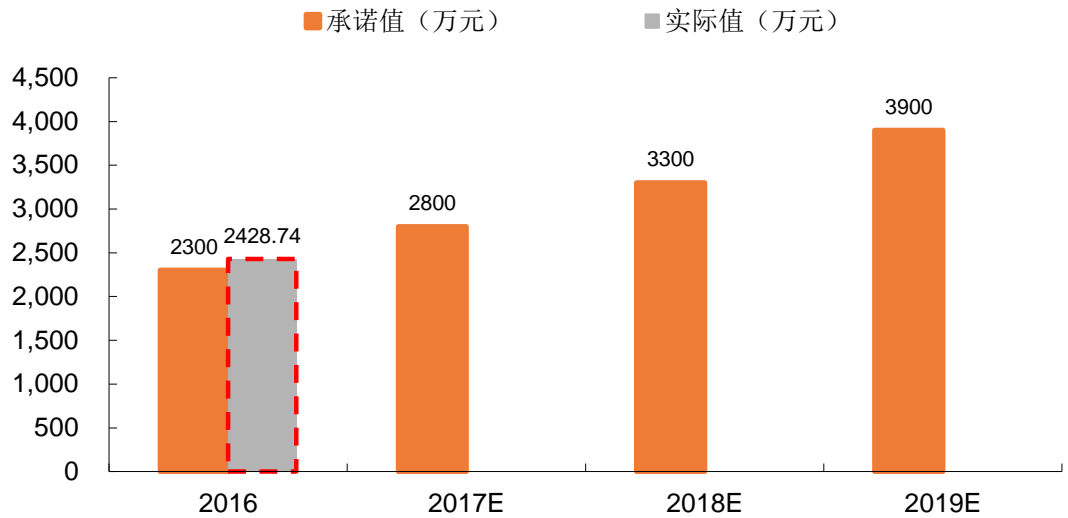
图表24 千百辉毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所 (2016 为估算值)

千百辉的交易对手方承诺,2016-2019年千百辉扣非后实现的归母净利润不低于0.23亿元、0.28亿元、0.33亿元和0.39亿元。其中2016年千百辉实现净利0.25亿元，高于承诺业绩。目前，在国内的布局景观照明的上市企业中主要有名家汇、利亚德和千百辉。三家公司合计营收占整个景观照明市场的比重也不到10%，未来具有很多的成长空间，我们看好公司在景观照明的布局。

图表25 千百辉未来三年业绩承诺净利

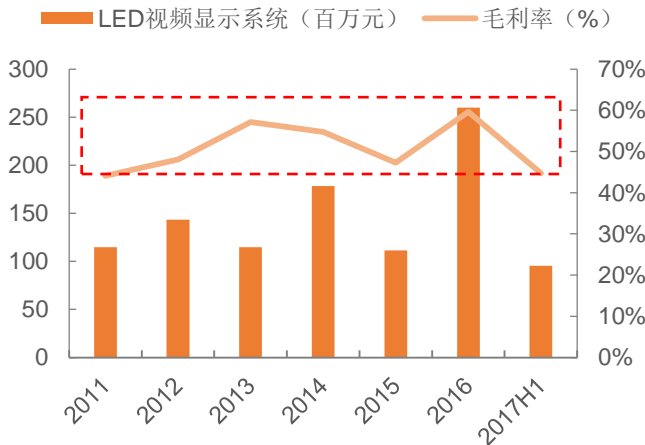


资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、LED 应用细分市场王者归来

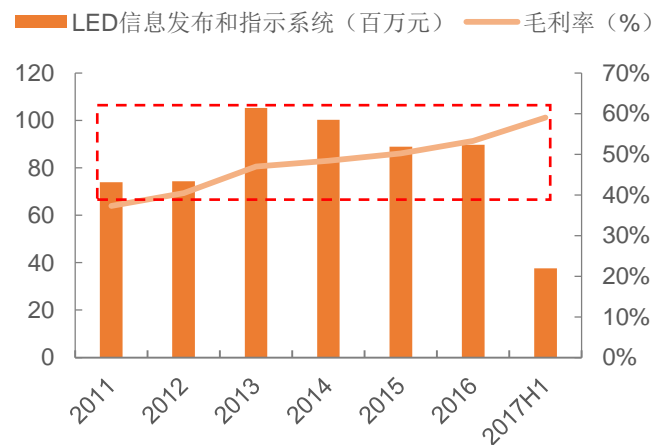
在 LED 显示领域，公司坚持在亚太和欧美等中高端市场持续投入，聚焦在广告、体育、租赁、广电、大交通、人防高端零售、高端会议系统等八个行业应用领域，努力在大交通、高端会议系统和监控系统等行业的市场拓展取得进一步突破。加强对大客户的维护和拓展，与国际上大型行业巨头的合作，为全年的经营计划和未来全球市场的业务拓展奠定了坚实的基础。

图表26 LED 视屏显示系统营收及毛利率



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表27 LED 信息发布和指标系统营收及毛利率



资料来源：Wind，平安证券研究所

2.1 发力高密度 LED 显示，多场景多应用赢得市场

目前公司户外高密度 LED 显示产品处于行业领先水平。比如去年应用到美国纽约曼哈顿道路等项目公司在 2016 年荷兰 ISE 国际视听及系统集成展览会展示了 LED 宽色域、HDR 高动态范围最新显示技术、高密度超弧无缝拼接、沉浸式 3D 视觉等核心技术，全方位推动 LED 显示领域提升综合性

用户体验。采用 AR 技术，在 LED 显示行业内首先构建完成 LED 虚拟显示转播平台，实现“一屏多显”功能。

公司推出全新“CLD”系列产品，聚焦商业显示领域，从会议室方案、控制室方案、工业设计方案、航显方案、高端零售方案、演播室方案、租赁方案以及体育显示方案，为客户和合作伙伴不断推出优质创新产品。在 2015 年 2 月荷兰 ISE 展上首发 0.75mm 业界超高密度产品，推出了 1.2mm 的全球首创的 8K 超高密度 LED 显示系统，引起了全球视频显示行业的高度关注。

图表28 奥拓电子在 ISE 展会上展出的 8K LED 超清显示屏



数据来源：百度,平安证券研究所

大屏幕全彩显示设备自上世纪 90 年代在全球迅速发展起来,其作为新型信息显示媒体,显示面积大,视觉效果震撼,兼具电视等媒体的特性和优势,还拥有更大的创意空间和更广阔的与消费者沟通的立体空间,可满足个性化需求,具有数字时代的传播概念。**高密度 LED 屏在拼缝、亮度、色彩饱和度、分辨率、应用灵活性等方面都较有优势**,几种主流的大屏幕显示设备性能对比如下所示。

图表29 高密度 LED 对比传统大屏显示优势分析

屏幕类型	优点	缺点
LED 显示屏	亮度高 (8000nit)、寿命长 (数万小时)、视角广、淋雨和日照下可使用	像素不高、画面不够细腻

液晶显示墙	画面细腻，耗电比 PDP 低	亮度低、不能在户外用、造价高、不宜做大尺寸
PDP 显示墙	单屏均匀度高、安装初期亮度高	亮度衰减快、不易做大尺寸、耗电高
DLP 显示墙	画面细腻，稳定性强	亮度不高、体积大

数据来源：LED，平安证券研究所

LED 彩色显示屏现在已经广泛应用于广告传媒、体育场馆、舞台背景、市政工程等：由于户外传媒受众比较专一、媒体运营的网络化以及广告的成本较低等因素，在户外广告广为运用；随着 LED 全彩显示屏技术的成熟，现已能够满足体育场馆观看距离远、环境亮度高等特殊要求，确保观众获得清晰、鲜明的彩色图像，并可提供比赛经典镜头回放、实时转播、背景画面、广告传媒等多种功能。而近几年世界杯、奥运会、亚运会等一系列赛事的成功举办，更是掀起了体育场馆 LED 全彩显示屏应用的热潮；世博会、央视春节联欢晚会等大型演出活动对 LED 全彩显示屏的广泛采用，带动了舞台背景市场对 LED 全彩显示屏的需求；在城市主干道、金融商业中心、大型广场、地铁等极具发展活力的城市黄金地带以及重要市政场所，LED 显示屏被市政部门越来越多地用于政务公开和公共宣传的视频播放。

图表30 奥拓电子电视台 LED 显示系统能满足直播间的严苛要求

特征	详情
零噪音	无风扇设计确保即使在高温下操作也能达到静音
不反光	SMD 技术和独特的面罩设计，在直播时能达到完美的效果
超高刷新率	确保高速数码摄像机能够捕获稳定的图像以保证在直播中无闪烁现象
摩尔纹处理	使用奥拓自主研发的控制系统和图像扫描技术，与摄像设备完美兼容以减少摩尔纹
超宽视角	水平和垂直视角高达 160°，满足摄像机拍摄和观众观看要求
色温可调	色温可从 2800-9500k 可调
多种输入格式	支持多种输入格式以满足电视演播室的要求
高稳定性和可靠性	双备份系统，实现显示内容无缝切换，发生紧急情况时，备份系统仍能正常运行

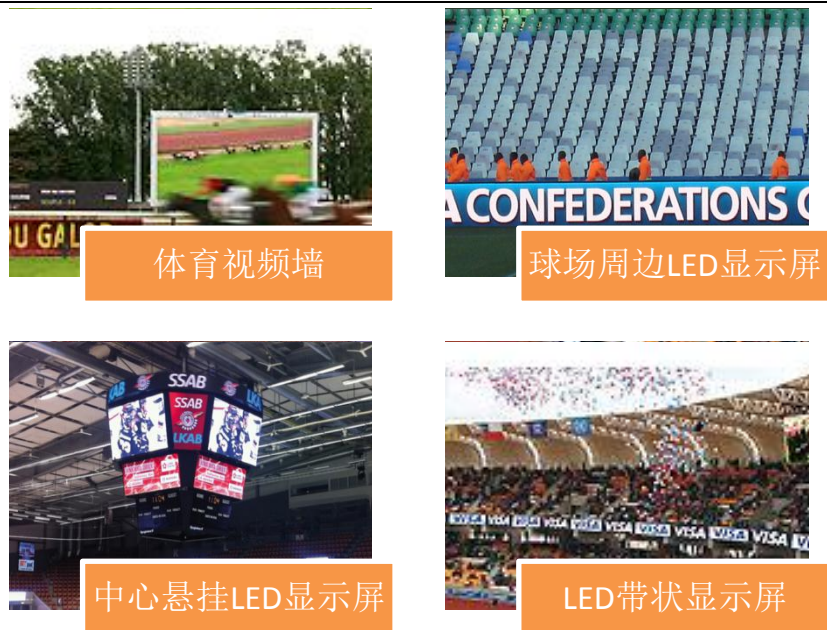
数据来源：公司网站,平安证券研究所

2.2 深耕体育显示系统，中国高端制造典范

奥拓电子专注于体育显示系统集成开发，公司不仅仅是一家体育 LED 显示硬件提供商，同时还提供全套的体育显示解决方案，正在逐渐转型成为体育运营服务商。相比同行业一些仅仅提供显示设备的硬件厂商，公司“软硬兼修”战略提供了极强的竞争力，先后成为国际顶级体育赛事的显示设备提供商。公司产品得到国际高端客户的认可，体现了公司非常强的竞争力，在国际市场的成功使其成为中国高端制造的典范之一。在设备租赁、场馆改造、体育营销及赛事运营等相关业务领域进行布局和拓展。重点开拓的体育赛事包括：“三大球”（足球、篮球、排球）、“两小球”（高尔夫、网球）、“两项户外运动”（马拉松、自行车）。

目前公司提供的体育场馆 LED 显示系统解决方案主要分四块：**体育视频墙、球场周边 LED 显示屏、中心悬挂 LED 显示屏、LED 带状显示屏**。奥拓体育视频墙以卓越的显示效果和高稳定性保证了比赛和电视直播的顺利进行，广泛应用于足球、篮球、棒球、冰球和其他体育赛事。奥拓球场周边 LED 显示屏具有现实效果生动、方便管理维护等特点，已普遍应用在了足球、篮球和曲棍球等众多世界级的赛事中。奥拓中心悬挂 LED 显示屏用于集中显示比赛信息，环绕四周的显示屏可以让球迷知道比赛分数、计时信息、球员的技术统计等。奥拓电子环赛场周边 LED 显示屏，主要是用于广告播放。

图表31 奥拓电子体育显示系统



数据来源：公司网站,平安证券研究所

在这些体育显示应用系统中，球场周边 LED 显示屏要求较为苛刻，其对应技术含量较高。因为户外球场的特殊性需要对显示屏进行保护以适应户外的各种天气气候，同时户外要求显示屏具有较高的亮度和清晰度以满足白天情况下的摄影直播需求，再者球场等显示屏还需要有保护球员的安全，防止球员撞伤等。奥拓电子开发的球场周边 LED 显示屏是专门为高端领域而设计，多样化的播放模式大大提高了商业广告的价值，奥拓球场周边 LED 显示屏品牌概念准确，显示效果生动、色彩鲜艳。奥拓球场周边 LED 显示屏安装方便，管理方便和维护简单等特点为广告商节省更多成本；“以人为本的设计”可以 360°保护球员。奥拓球场周边 LED 显示屏已普遍应用在了足球、篮球和曲棍球等众多

多世界级的赛事中。此外，奥拓球场周边 LED 显示屏可以选择固定安装或租赁安装，从而满足一屏多用的要求。

在体育行业，奥拓电子的 LED 显示产品一直具有非常强的国际竞争力，公司产品揽获众多国际知名赛事显示项目：2010 年南非世界杯、2014 年巴西世界杯、2014 年法网公开赛、2014 年温布尔登网球赛、2014 年 Ryder Cup 高尔夫赛、2016 中国足协超级杯、2016 中国青少年高尔夫未来之星明星赛、2016(首届)上海松江半程马拉松赛、2016 环法自行车赛、国际篮联 (FIBA) 主办的 2016 年斯坦科维奇杯篮球赛、2016 年欧洲篮球冠军联赛中国行比赛、2016 深圳国际马拉松赛、2016 欧洲杯等项目。总计已圆满完成 600 多场比赛显示项目，使公司积累了丰富的国内比赛现场服务经验。

图表32 奥拓电子体育显示系统揽获众多国际知名顶级体育赛事项目



数据来源：公司公告，平安证券研究所

与国内外顶级赛事的合作，使公司的 LED 显示产品在世界体育行业的高端品牌形象进一步提升。随着国内体育产业不断受到重视，展示出广阔的发展前景，公司在国际体育市场积累的经验和实力，为开拓国内体育市场打下了良好的基础。同时公司正积极谋划复制在海外体育市场的成功经验，加强对国内体育产业的布局，在产品营销、设备租赁、内容服务、广告运营和赛事转播等相关业务进行拓展。

➤ 研发投入占营收比例居行业前列

奥拓电子坚持技术驱动型差异化竞争战略，一直注重研发投入，2016 年全年研发总投入 4777.51 万元，占 2016 年营业收入比例为 10.45%，与去年相比增长 19.70%。公司研发投入占营收比例已经连续四年超过 10%，位居小间距显示行业上市公司前列。截至 2016 年末，公司累计已取得授权专利证书 287 项，其中发明专利证书 26 项。公司及控股子公司共申请国内专利 49 项，其中发明专利 14 项，提交 PCT 国际申请 3 项；共申请软件著作权 12 项。公司及控股子公司累计取得授权专利证书 427 项。

图表33 研发投入占营收比例远高于行业平均水平

公司	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
洲明科技	5.79%	3.55%	3.78%	3.98%	4.33%
利亚德	5.95%	6.22%	5.59%	5.47%	4.41%
雷曼股份	5.33%	7.60%	6.69%	6.80%	6.06%
艾比森	3.90%	3.76%	3.26%	3.73%	4.14%
行业平均	5.24%	5.28%	4.83%	4.99%	4.73%
奥拓电子	7.63%	10.44%	10.12%	13.61%	10.45%

数据来源：公司公告，平安证券研究所

针对体育行业的产品，奥拓电子在保持技术领先的基础上，继续加大研发投入，开发出更高密度的户外 SP10 产品，图像处理能力在原有的基础上提升了 4096 倍，显示分辨率提升了 56%；大雄鹰云控制平台，强大的现场集成管理能力，支持多体育赛事，多球场管理；3D 场馆模拟，为用户提供更好的体验；日照曲线亮度调节技术，实现基于像素级的不规则亮度调节，保证整个赛事期间的显示效果；具有无缝接入计时计分系统；跨屏同步技术，保证场馆内外所有 LED 显示设备的同步显示。

另外，公司充分发挥上市公司的资本平台优势，通过外延方式加快体育市场布局，设立奥拓体育等方式推动体育新业务的拓展。同时公司结合在 LED 应用、信息发布与指示系统等方面的优势，拓展体育场馆改造业务。目前已取得长春奥林匹克公园和崇礼高原训练基地改扩建项目雪道照明工程等体育场馆改造项目，金额约 1 亿元。投资 300 万元，参股深圳市热炼控股有限责任公司。

图表34 长春奥林匹克公园项目



数据来源：公司公告，平安证券研究所

三、金融电子转型升级，业务稳步发展

随着银行业务的发展，金融产品不断的推陈出新，金融服务也更加具有针对性，如何及时、准确地把这些产品和服务以一种顾客容易理解和接受的方式介绍给银行的客户，使这些产品和服务产生最大的经济和社会效益。LCD，LED 等显示设备起到很好的信息展示作用，但如何管理集中管理这些显示设备，使产品信息快速、统一、有效的发布到这些设备上，是银行面临的急需解决的问题。

金融脱媒、新资本协议的实施和利率市场化等多重因素驱动下，银行业逐步进入“智能化、社区化、线上线下一体化”的新时代。金融互联网及互联网金融将促使银行大力关注互联网时代 O2O 模式，分流传统物理网点客户。80%的一般客户将迁移到自助设备、移动设备和网上银行；对于 20%的复杂的、高收益业务，及高净值客户，在采用线上服务的同时，将会提供更多的线下的体验式服务，通过便民、亲民、贴近和良好的体验，培养客户的忠诚度。“社区型、移动型、自助型、营销零售型”四种银行形态将成为未来银行业的发展趋势，金融电子设备行业将随着行业发展保持稳定的增长。

图表35 奥拓电子智慧银行稳步发展



数据来源：公司网站，平安证券研究所

金融电子产品和相关服务是主要由南京奥拓和上海翰明运营。公司综合信息发布和指示系统是中国工商银行、中国建设银行、中国银行、中国移动、交通银行、中国电信、中国联通的入围供应商，并以智慧银行建设和网点智能化改造为契机，努力形成设计、集成、设备、内容等方面的综合服务能力，开拓新市场，发现新的增长点。2016 年，进一步提升了在银行和电讯行业的市场份额，开发了新的银行客户，中标入围中国工商银行排队叫号机项目、中国邮政储蓄银行自助填单和 VTM 应用系统工程中全息展示柜、金融超市设备等项目，实施了建设银行、工商银行和中国银行等多家银行的智能化网点改造项目，优势产品在税务和政务行业的业务开拓初见成效。通过总部和地方营销、渠道建设，优化客服体系，完善立体营销网络，目前在国内有 29 个办事处和 59 个售后服务网点。

图表36 公司是国有大型银行的入围供应商



数据来源：公司公告，平安证券研究所

在金融科技行业，传统银行网点向智慧银行方向转型是趋势，未来的市场前景可期。公司综合信息发布及指示系统、智慧银行等功能大厅智能管理综合解决方案在金融行业优势明显，国内市场占有率排名前列。特别是 AI 技术和 FINTECH 技术发展，将在未来为公司在金融行业提供千亿级的市场空间。

为适应银行业向“智能化、社区化”发展，公司积极参与智慧银行网点建设，公司也正在逐渐由硬件提供商转变为系统集成商，推出了奥拓智慧银行解决方案，该方案包括智慧银行整体方案和智慧银行智能网点系统集成方案。智慧银行整体方案，包含银行业务流程规划、银行内部布局与职能分区设计、智能设备提供整套方案。智慧银行智能网点系统集成方案，包括智慧银行厅堂管理服务方案、银行信息发布系统方案、业务预处理方案、自助集成服务方案等四个集成方案。目前，公司正在积极推进金融机器人的研发和制造，相比于现有的金融电子产品单体价值量有明显的提升（大约提升 300%-400%），预计这部分未来能够给公司带来可观利润流入。

图表37 金融电子产品升级带来价值量提升



数据来源：百度图片，平安证券研究所

四、投资策略

在景观照明行业，公司收购千百辉，目前千百辉在照明设备研发、照明工程设计、施工、服务上已成为国内具有较大影响力的 LED 照明设计工程企业之一。千百辉拥有城市及道路照明工程一级施工资质、甲级照明设计资质、电子和智能化工程专业承包二级资质、建筑机电安装工程专业承包三级资质，凭借多项过硬的资质以及完善的资信和质量保证体系，公司承接了多项国内照明工程施工及设计项目。在夜游经济、智慧城市的推动下，预计景观照明的市场规模将达到千亿规模。2017 年上半年，公司在手订单达 8 个多亿，其中一半以上是景观照明订单。

在 LED 应用行业，公司在体育产业、户外显示等细分行业逐渐生根发芽，成长为这些细分行业的领导者。随着国家对体育产业的重视，体育场馆的建设将会加快，显示需求将会快速增加；军民融合和智慧城市的不断发展，军队和城市监控指挥显示的需求也将快速增加；小点间距 LED 屏对 DLP 的替代逐步加快，3D、智能化、创意显示等产品的发展，LED 显示行业的潜力巨大。

在金融电子领域，金融脱媒、新资本协议的实施和利率市场化等多重因素驱动下，银行业逐步进入“智能化、社区化、线上线下一体化”的新时代。金融互联网及互联网金融将促使银行大力关注互联网时代 O2O 模式，分流传统物理网点客户。80%的一般客户将迁移到自助设备、移动设备和网上银行；对于 20%的复杂的、高收益业务，及高净值客户，在采用线上服务的同时，将会提供更多的线下的体验式服务，通过便民、亲民、贴近和良好的体验，培养客户的忠诚度。“社区型、移动型、自助型、营销零售型”四种银行形态将成为未来银行业的发展趋势，金融电子设备行业将随着行业发展保持稳定的增长。

在公司主业逐渐发力的同时，通过并购千百辉进入景观照明领域。同时，公司传统 LED 显示业务稳步增长，金融电子客户稳定并在进一步产品升级中。维持业绩预测，预计奥拓电子 2017-2019 年营业收入分别为 10.92/14.39/18.52 亿元，归属母公司净利润分别为 1.32/2.19/3.08 亿元，对应的 EPS 分别为 0.22/0.36/0.50 元，对应 PE 为 37/23/16 倍，维持公司“推荐”评级。

五、风险提示

经济增速下滑，显示需求不及预期，金融电子业务开拓乏力。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	840	2076	1936	3242
现金	368	662	873	1123
应收账款	231	560	483	859
其他应收款	22	69	52	103
预付账款	11	27	23	41
存货	140	691	437	1046
其他流动资产	67	68	69	70
非流动资产	423	625	733	862
长期投资	0	0	0	0
固定资产	157	339	444	576
无形资产	21	19	18	17
其他非流动资产	246	266	270	270
资产总计	1263	2701	2668	4104
流动负债	355	1682	1501	2686
短期借款	25	824	797	1381
应付账款	94	358	256	552
其他流动负债	235	500	447	754
非流动负债	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9
负债合计	364	1691	1510	2695
少数股东权益	4	6	9	13
股本	397	611	611	611
资本公积	260	62	62	62
留存收益	268	337	450	610
归属母公司股东权益	895	1004	1149	1396
负债和股东权益	1263	2701	2668	4104

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	152	-260	460	-90
净利润	87	134	222	312
折旧摊销	12	16	25	33
财务费用	-15	9	22	25
投资损失	-11	-4	-5	-6
营运资金变动	52	-414	196	-454
其他经营现金流	28	0	0	0
投资活动现金流	17	-213	-128	-157
资本支出	8	202	108	130
长期投资	7	0	0	0
其他投资现金流	32	-12	-20	-27
筹资活动现金流	7	-32	-95	-86
短期借款	25	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	23	215	0	0
资本公积增加	238	-198	0	0
其他筹资现金流	-279	-49	-95	-86
现金净增加额	184	-505	237	-333

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	457	1092	1439	1852
营业成本	204	628	852	1120
营业税金及附加	5	10	13	17
营业费用	79	156	157	187
管理费用	93	154	170	187
财务费用	-15	9	22	25
资产减值损失	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	11	4	5	6
营业利润	93	139	231	323
营业外收入	9	7	7	8
营业外支出	1	1	0	0
利润总额	101	145	238	330
所得税	14	11	16	18
净利润	87	134	222	312
少数股东损益	1	2	3	4
归属母公司净利润	86	132	219	308
EBITDA	103	171	289	399
EPS (元)	0.14	0.22	0.36	0.50

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	55.9	138.9	31.8	28.7
营业利润(%)	620.7	49.1	66.7	39.6
归属于母公司净利润(%)	302.9	53.1	65.7	40.8
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	55.4	42.5	40.8	39.5
净利率(%)	18.9	12.1	15.2	16.6
ROE(%)	9.7	13.2	19.2	22.1
ROIC(%)	8.5	7.8	12.6	12.4
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	28.8	62.6	56.6	65.7
净负债比率(%)	-38.2	16.0	-6.5	18.3
流动比率	2.4	1.2	1.3	1.2
速动比率	2.0	0.8	1.0	0.8
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.22	0.36	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	-0.42	0.75	-0.15
每股净资产(最新摊薄)	1.46	1.64	1.88	2.28
估值比率	-	-	-	-
P/E	57.25	37.40	22.57	16.03
P/B	5.52	4.92	4.30	3.54
EV/EBITDA	44.5	29.9	16.9	13.1

平安证券综合研究所投资评级：

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。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 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

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