

## 中海科技 (002401)

# 海洋之心已扬帆起航

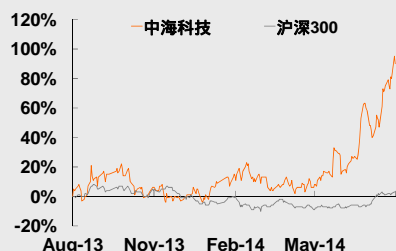
### 推荐 (首次)

现价：15.7 元

#### 主要数据

行业	平安计算机
公司网址	www.cnshippingnt.com
大股东/持股	上海船舶运输科学研究所 /55.81%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会/55.81%
总股本(百万股)	303
流通 A 股(百万股)	297
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	47.61
流通 A 股市值(亿元)	46.60
每股净资产(元)	2.14
资产负债率(%)	34.8

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《一花一世界 一木一浮生》(2014.05.29)

#### 证券分析师

沈少捷 投资咨询资格编号S1060514060002  
0755-22625254  
Shenshaojie196@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。

### ■ 稀缺的央企改革投资标的

公司是我国最早进入智能交通系统集成领域的企业。上市之初，原名为交技发展，2011年归入中国海运集团旗下，并更名为中海科技。自今年以来，中海集团对于公司进行了明确的定位，即以打造成集团唯一的科技资源平台为目的（当前已将集团旗下另一家科技化公司中海信息的托管经营权移交给了公司），积极开拓航运信息化相关的业务。在集团二次转型的推动下，公司内部组织架构也调整为了事业部编制，并新增了安防事业部，为公司未来的激励、外延式发展、内生性增长作足了准备，未来，央企改革进一步的催化值得期待。

### ■ 一海通供应链平台公司的潜在市值达90亿

一海通平台的建设运营是公司转型融入集团相关业务后，迈出的第一步。根据公告内容，一海通供应链平台是由中海集运与中海科技共同出资建设而成，双方各持股50%，中海集运纳入财务报表的合并范围，中海科技为投资收益行为。

一海通平台公司的成立，是之前阿里、集运、科技三方签订协议后实质性的进展，平台上线后将会与阿里巴巴对外贸易平台进行B2B对接。通过阿里方的导流，一海通将以电子商务的形式完成海运相关的客户服务需求。从一定意义上来说，阿里对外贸平台的客户流量增长情况决定了中海一海通平台的发展空间。

一海通平台商业模式的实质是通过互联网技术替代原有的集装箱服务中间环节——货运代理，通过互联网整合资源的能力，为客户提供更经济优质的服务。而根据我们的逻辑判断，未来一海通平台的发展方向将有可能演变为：1) 从整箱服务延伸至拼箱服务（完善货代功能）；2) 平台开放化，不仅仅对接线下的集运服务（成为货代集合）；3) 航线设计者：通过集合、整合国内优质航线资源，提供客户更为经济、可靠的服务，振兴国内航运业（超越货代）。

我们根据货代行业草根调研的数据结果，分别对于1) 中海集运内部体量；2) 一达通盈利额；3) 一达通贸易额等三个方面，进行一海通平台公司市场价值的三种预测，并进行互相的印证。最终得出，未来一海通平台盈利空间约为9个亿，以70%的平台净利率估算，给予15倍的估值，则一海通平台的潜在市值为90亿。

### ■ 盈利预测及投资建议

我们预计公司2014-2016年净利润分别达到0.54、0.65、0.87亿元，对应2014-2016年EPS分别为0.18、0.22、0.29元。根据假设条件，我们通过分部式估值的方法计算，预计公司未来的总市值将达到62.5亿的水平，对应股票价格为20.63元，首次给予“推荐”评级。

### ■ 风险提示

一海通营运低于预期风险、企业改革转型风险、业绩增长不符合预期风险等。

## 正文目录

一、我们的观点 .....	4
二、海通商业模式的研究 .....	5
三、海通平台市场价值的计算 .....	8
四、盈利预测及投资建议 .....	9
五、风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1	稳定的经营风格是价值投资的基石 .....	4
图表 2	较高的人均产值（万元/人） .....	4
图表 3	一海通平台营运示意图 .....	5
图表 4	海运代理服务流程示意图 .....	6
图表 5	自 2007 年中海集运盈利能力堪忧（黄线-毛利率（%）、灰线-净利率（%）） .....	6
图表 6	一海通平台在当前集团内部的盈利空间预计约为 6 亿人民币 .....	8
图表 7	按一达通盈利额换算，一海通平台的盈利空间预计约为 9 亿人民币 .....	8
图表 8	按一达通贸易额换算，一海通平台的盈利空间预计约为 9 亿人民币 .....	9
图表 9	从公司未来发展可能路径演化：从转型到成长 .....	10
图表 10	公司股权结构 .....	11
图表 11	2013 年年报分产品披露内容独立割裂出航运信息化分产品内容 .....	12
图表 12	新增安防事业部 .....	13
图表 13	高速公路投资高峰期已过，倒逼企业外延式拓展 .....	14
图表 14	安防事业已上升为国家战略高度 .....	14
图表 15	事业部改制 .....	15

## 一、我们的观点

目前，市场对于中海科技关注的焦点主要集中于一海通平台与阿里巴巴合作的商业模式，平台的建设、集团的支持、阿里的合作三方面因素或决定着新的商业模式能否颠覆原有的业态，而短期内，一海通平台的构建框架或左右着公司未来的发展潜力。

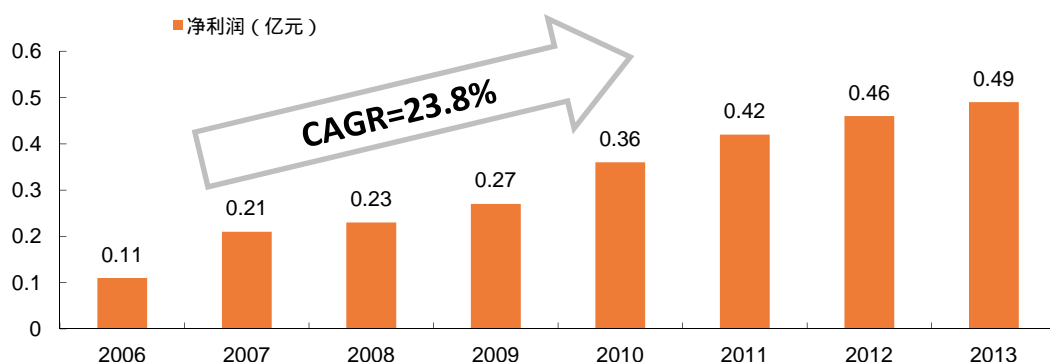
从我们的角度，我们更倾向于从改革、发展的视角去挖掘公司的潜质。不可否认，自紧密跟踪以来，与公司的接触已有一年有余，事态演化到当前的状况，无论是业务的创新力，还是管理的执行力，都远超我们的预期，强大驱动力的背后是集团改革转型的大力支持，是不可估量的国企改革的决心！

中海科技自成立以来，一路波折：直接控制人的划转，导致了经营考核战略的重新定位；原有业务遭遇发展瓶颈，逼迫企业探寻转型；集团的定位不明，导致了公司的企业价值无法充分实现。

但在今年集团改革下，公司已逐步进入正轨（具体请见我们2014年5月的外发报告《一花一世界，一木一浮生》）：1）管理考核机制的变革：事业部改制；2）安防事业部的成立；3）集团科技平台的重新定位：交付中海信息托管权。

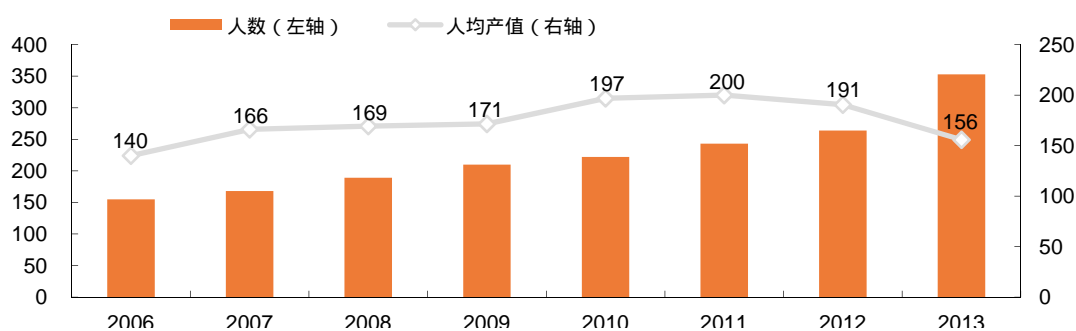
我们认为，一海通平台的建立，仅为公司转型发展迈开的第一步，央企改革的潜力并不止于此。诚然，改革、转型存在着障碍、存在着质疑，一海通平台的发展也或许会饱受一路的荆棘，但却不应以此而掩盖在互联网发展浪潮下的一路花香。

图表1 稳定的经营风格是价值投资的基石



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 较高的人均产值（万元/人）



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 二、海通商业模式的研究

一海通供应链平台公司相关公告：

《关于与中海集装箱运输股份有限公司、阿里巴巴(中国)网络技术有限公司签署合作协议的公告》  
中海网络科技股份有限公司(以下简称“公司”或“中海科技”)于2014年7月11日与中海集装箱运输股份有限公司(以下简称“中海集运”)、阿里巴巴(中国)网络技术有限公司签署合作协议,着力构建全球领先的电子商务综合物流信息服务平台。(2014.07.11)

《关于使用超募资金投资设立公司的关联交易公告》

中海网络科技股份有限公司拟与中海集装箱运输股份有限公司(以下简称“中海集运”)签署《共同出资设立有限公司的协议》,双方共同出资设立深圳一海通全球供应链管理有限责任公司(暂定名,以工商登记为准,以下简称“深圳一海通”)。中海科技拟使用超募资金1,000万元投资设立深圳一海通全球供应链管理有限责任公司。深圳一海通注册资本为人民币2,000万元,其中,中海集运以现金出资人民币1,000万元,占深圳一海通50%的股权;中海科技以现金出资人民币1,000万元,占深圳一海通50%的股权。(2014.07.19)

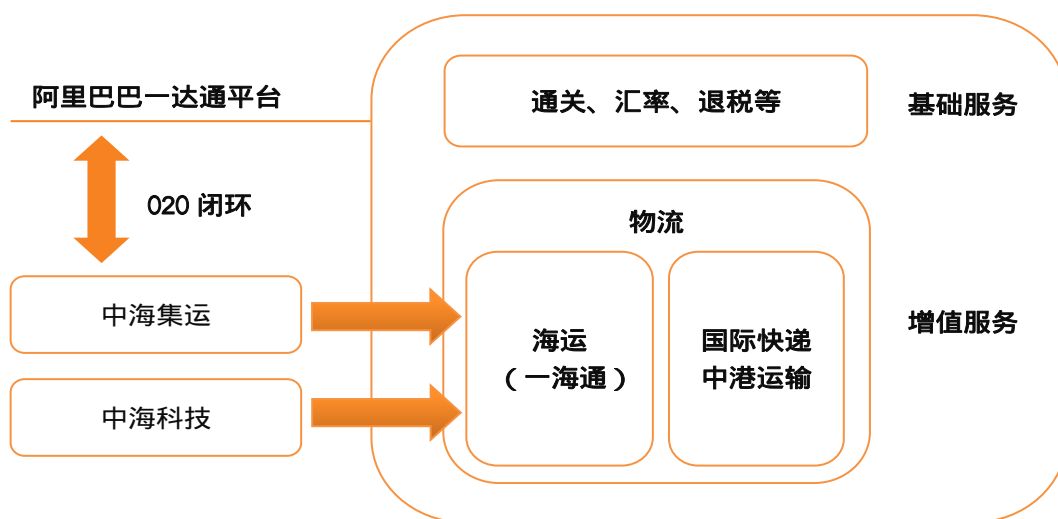
《关于参股公司完成工商注册登记的公告》

根据中海网络科技股份有限公司(以下简称“公司”)2014年7月18日召开的第五届董事会第六次会议审议通过的《关于使用超募资金投资设立公司的关联交易议案》,参股公司深圳一海通全球供应链管理有限责任公司(以下简称“深圳一海通”)于近日在深圳市市场监督管理局完成了工商注册登记工作,并取得《企业法人营业执照》。(2014.07.31)

从公告的节点来看,此次平台公司的成立非常迅速,显示出了央企在改革转型后强大的执行力,同时,也从侧面说明了,对于平台能公司的建设、运营已筹划许久。

未来,随着中海一海通平台的正式上线,将会与阿里巴巴对外贸易平台进行B2B对接,一海通供应链平台公司即成为传统意义上的“大货代”,从事阿里巴巴对外贸易平台(一达通)导流后的货运代理整箱业务。

图表3 一海通平台营运示意图



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表4 海运代理服务流程示意图



资料来源：一达通，平安证券研究所

**中海与阿里合作模式拆解：**

一海通平台的主要职责：阿里的一达通平台主要是提供通关、退税、外汇等基础服务，其中的盈利方式主要通过金融服务赚取一定的利差，而在原本增值服务中可以提供客户航空或者海运的物流服务，但相应的实际操作则是通过第三方代理完成。此次，一海通平台的对接则是完善一达通海运增值服务，原本一达通寻求第三方海运货代帮助完成的工作，未来将统一转包给一海通（当前仅限整箱业务），**因此，从一定意义上来说，阿里一达通平台未来流量的增长决定了中海一海通平台的市场空间。**

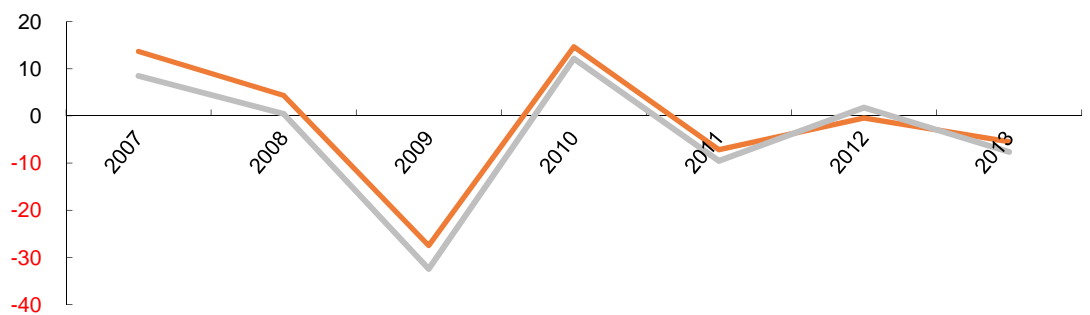
平台对接的价值：一达通、一海通开展合作后，客户将享受到互联网物流一体化解决方案的便利性和经济性。通过集运提供的质优价廉的线下航运服务，一达通有望获取更多的客户量以及客户粘度；集运则凭借一达通导入的客户流量获取箱量的收入增长；而一海通将受益于平台渠道的优势，获取客户服务的增值价值。从整个商业生态来看，此种商业模式的推出将集物流、信息、资金三方面的优势打造成一个全新的 O2O 闭环。

中海与阿里合作的意义：

阿里方：填补原本海运物流线下的不足，打造完整的对外贸易 O2O 闭环，而从长远来看，阿里寻求的是更为海量的海外贸易数据，从而完善自有的大数据结构，打通整个贸易产业的信息物流。

中海方：在当前航运整体不景气的格局下，探寻互联网模式下航运创新发展的可能，通过平台的导流，增加贸易箱量、提高整体毛利率水平。

图表5 自2007年中海集运盈利能力堪忧（黄线-毛利率（%）、灰线-净利率（%））



资料来源：Wind，平安证券研究所

### 平台建设疑点：

- 1、根据公开数据披露，阿里一达通平台去年的进出口贸易额为 37 亿美元，预计今年将达到 100 亿美元，而阿里巴巴集团对于一达通平台三年后的贸易额指标为 1600 亿美元，假设航运占比达到 9 成，以平均货值计算，也将相当于 1000 多万条标准集装箱的运量，而 2013 年中海集运整年的标箱量仅为 820 万条，同时，在其覆盖的中国相关主要航线的市场份额不到 5%，并不能满足阿里方的海运需求。
- 2、按照市场普遍的预期，一海通合理的建设运营模式应为：平台建设后直接挂靠在中海集运体制内，运营权也完全归属于集运，而作为集团科技平台的中海科技，理应只以项目接单的方式完成平台的建设以及后续平台的维护。
- 3、作为集团一级子公司与二级子公司合资的企业，一海通供应链平台公司的领导职位理应不高于中海科技，但此次一海通平台公司的法人代表由集团副总黄小文先生担任。

### 我们的分析：

从疑点 1) 的分析来看，中海航线网络覆盖以及运力无法满足阿里一达通客户的需求，中远期存在其他船公司介入的可能，因此，一达通或是一海通将存在平台开放的可能。我们认为，从互联网与传统产业合作经验来看，中海方与阿里方应存在保护性的框架协议，一达通在中短期内无法成为开放式的平台，而随着用户习惯的培养，一海通成为开放平台的可能性更大。但此时就存在疑问：集运拥有 50% 的股权是否会同意开放平台并引入第三方船公司？这个疑问的解答则可联系疑点 2) 进行分析，如果平台的运营承载在集运内部，则不太可能放开平台（第三方船公司进入的前提或会要求参与股份），但此次平台公司的搭建是通过成立新设子公司完成，则已暗示在未来允许多方进行参股的可能（当前阿里正筹备在美上市，期间是不允许再进行任何的直投行为，在上市之后，也不排除参与一海通股份的可能）。同时，这也进一步解释了疑点 3) 中，为什么合资公司的法人代表要由集团副总理来担任的原因，未来，平台运营将得到集团充分的重视。

### 总结：

由此，通过逻辑判断，我们可以勾勒出一海通平台整个的发展蓝图：

- **一海通平台当前的战略思想是充当一个“大货代”。**与一达通的合作，主要是对接海运业务，即：一达通完成退税、汇率、融资等前端工作，而一海通则完成后端的报关、拖车、整箱管理等工作。
- **对接业务将会由整箱到拼箱。**当前一海通主要对接一达通的整箱业务，但电商平台的优势更在于大数据的集合，与传统货代相比，在拼箱作业上的更具优势，成本控制更为经济。
- **一海通将会是开放平台。**根据上述的分析得出的结论。
- **平台运营成熟之后，一海通或将充当一个航线设计者的角色。**通过平台的开放，整合不同船东资源的航线，设计出最有价格优势的航线或为未来一海通平台的发展重点，以联合国内航运企业各航线的优势，来竞争海外类似马士基之类的企业。未来，一海通平台发展的意义将不仅为“大货代”的概念，即：并非只是简单替代货代，而能做的是超越货代，因为整合资源的能力，也只有船东才具备这样的条件。

### 三、一海通平台市场价值的计算

在从逻辑上理清一海通平台的定位后，我们进行平台市值的计算。目前市场在此块计算中，主要通过集运内部的体量进行换算，但在整箱、拼箱价格和模式上存在一定的偏差，在本篇报告中，我们将根据草根调研的结果，分别通过 1) 集运内部体量；2) 一达通盈利额；3) 一达通贸易额等三个方面，进行三种预测，并进行互相印证。

假设前提：

- 1) 一海通平台未来将从整箱业务延伸至拼箱业务。
- 2) 平台开放后，运力能够满足一达通客户需求。
- 3) 一达通平台的客户流量增长符合预期。

**按集运内部体量进行计算：**

**图表6 一海通平台在当前集团内部的盈利空间预计约为6亿人民币**

2013 年中海集运集装箱运输量为 820 万条标准集装箱 ( TEU )；
根据行业经验，大客户与同行客的比例为 7 : 3 ；
<b>则：中海集运内部中经过货代进行订舱服务的集装箱数位 <math>820*30%=246</math> 万 TEU ；</b>
当前整个货代行业中平均差价收入为 50 美金/TEU ；
我们假设一海通平台由于规模效应收取的平均差额为 40 美金/TEU ；
<b>则：一海通平台在当前集团内部的盈利空间为 <math>246*40*6=6</math> 亿人民币。</b>

资料来源：平安证券研究所

评论：以集运内部体量预测一海通盈利空间约为 6 亿人民币，目前有市场以同样的方法预测计算出较高的盈利空间，主要存在的问题是平台差额盈利预测的过于乐观。通过拼箱价格来作为差价的基数主要存在的问题是：1) 拼箱单价明显高于整箱，但整体占比相对较低，不能作为平均价格的参考；2) 拼箱存在单箱没有填满的可能，拼单的平均价格不能以拼箱的单一价格作为依据。同时，我们认为，中海方并不会直接从集团内部进行试点，集团内部的转换更多的会是市场化行为，其风向标更多地来自于一达通导流的示范作用，因此，以集运内部体量预测一海通市场容量存在很大的计算偏差以及不合理性。

**按一达通盈利额进行换算：**

**图表7 按一达通盈利额换算，一海通平台的盈利空间预计约为9亿人民币**

根据公开信息，一达通三年后的进出口贸易额将达到 1600 亿美金；
当前一达通盈利额为每 1 美元进出口贸易额盈利 7 分钱人民币；
假设一达通在扩容海运服务后综合盈利能力达到每 1 美元进出口贸易额盈利 15 分钱人民币；



则：海运服务盈利能力为每 1 美元进出口贸易额盈利 8 分钱人民币；
由于一达通跟贴近客户端，我们假设一达通与一海通盈利分成为 3：1；
则：一海通海运服务盈利能力为每 1 美元进出口贸易额盈利 2 分钱人民币；
我们假设一达通贸易额中 9 成为海运，5 年后有 30% 的贸易量导流至一海通；
则：一海通平台的盈利空间为 $1600 \times 90\% \times 30\% \times 0.02 = 9$ 亿人民币。

资料来源：平安证券研究所

评论：按一达通盈利额进行换算，计算出一海通平台盈利空间约为 9 亿人民币，换算中主要的问题在于一达通与一海通的盈利分成问题以及单项海运服务费的盈利能力，由于我们主要通过草根调研的数据进行换算，难免存在个案的偏差，需要通过其他方式的计算进行互相的印证。

#### 按一达通贸易额进行换算：

**图表8 按一达通贸易额换算，一海通平台的盈利空间预计约为9亿人民币**

根据公开信息，一达通三年后的进出口贸易额将达到 1600 亿美金；
假设一达通贸易额中 9 成为海运，并按 USD3 万/FEU 平均货值计算；
则：一达通三年后进出口贸易需要集装箱个数为 $1600 \times 0.9/3 \times 2 = 960$ 万个 TEU；
5 年后有 30% 的贸易量导流至一海通；
同时，我们假设一海通平台由于规模效应收取的平均差额为 30 美金/TEU；
则：一海通平台在当前集团内部的盈利空间为 $960 \times 30\% \times 30 = 9$ 亿人民币。

资料来源：公司财报，平安证券研究所

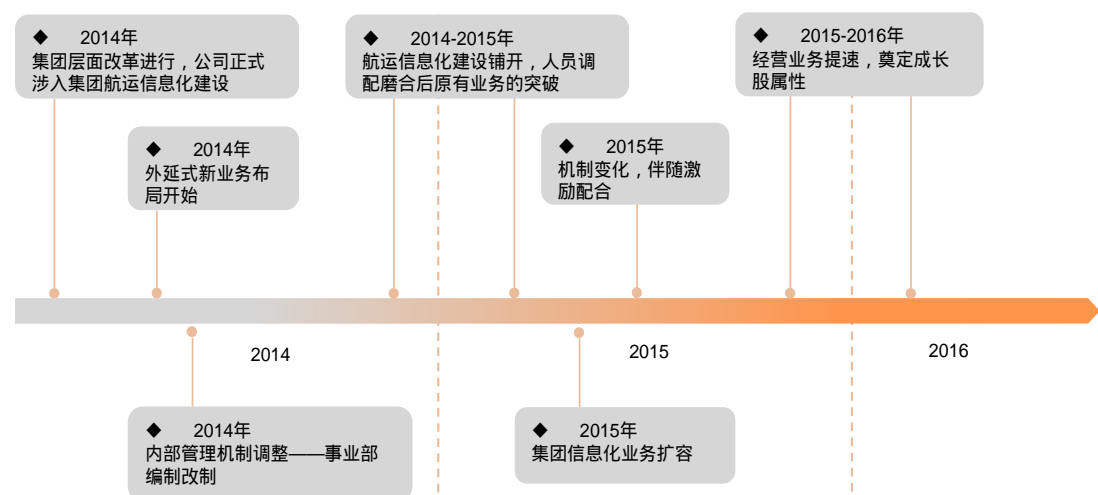
评论：按一达通盈利额进行换算，计算出一海通平台盈利空间约为 9 亿人民币，其中，我们将一海通平台预计赚取的差额已拉低至 30 美金/TEU，相较之前集运内部换算数据更偏谨慎，而测算出的平台市场空间与按一达通盈利额换算几乎一致，数据结论得到了印证。

## 四、盈利预测及投资建议

我们在 2014 年 5 月的外发报告《一花一世界，一木一浮生》中就明确指出，公司在集团整体改革转型的推动下转型拐点已明显确立，当前，我们仍然维持之前公司发展路径演化的判断：

- 2014 年——转型期：公司成功转型，业务延伸至集团航运信息化以及安防事业，同时，事业部的成功改制有效降低新业务人员配置管理成本，缩短企业转型磨合期。（一海通业务属于集团航运信息化的一部分，当前公司注册已完成，平台在近期上线的可能性较大）
- 2015 年——激励期：正式涉足集团航运信息化业务，各事业部磨合完成，企业内部有效市场化竞争开始，促进公司业务拓展，同时，在人员调配齐整后自上而下地进行激励刺激。
- 2016 年——成长期：奠定成长股属性，各项业务有序开展，在激励体制下实现高速增长。

图表9 从公司未来发展可能路径演化：从转型到成长



资料来源：公司网站，平安证券研究所

#### 盈利预测与市场空间：

我们预计公司 2014-2016 年净利润分别达到 0.54、0.65、0.87 亿元，对应 2014-2016 年 EPS 分别为 0.18、0.22、0.29 元。其中，2014 年的预测值主要以公司原有智能交通业务以及安防业务的测算为主；2015 年的预测值添加了航运信息化（除一海通平台）业务体量的计算；2016 年的预测值则开始考虑一海通平台对于公司投资收益的贡献。

鉴于公司处于转型期，航运信息化业务属于增量业务，与公司传统智能交通业务没有交集，同时，除一海通业务商业模式较为确定外，其余航运信息化项目建设的进度以及体量存在较强的不确定性，因此，我们通过分部式估值的方法进行公司市值空间的预测。

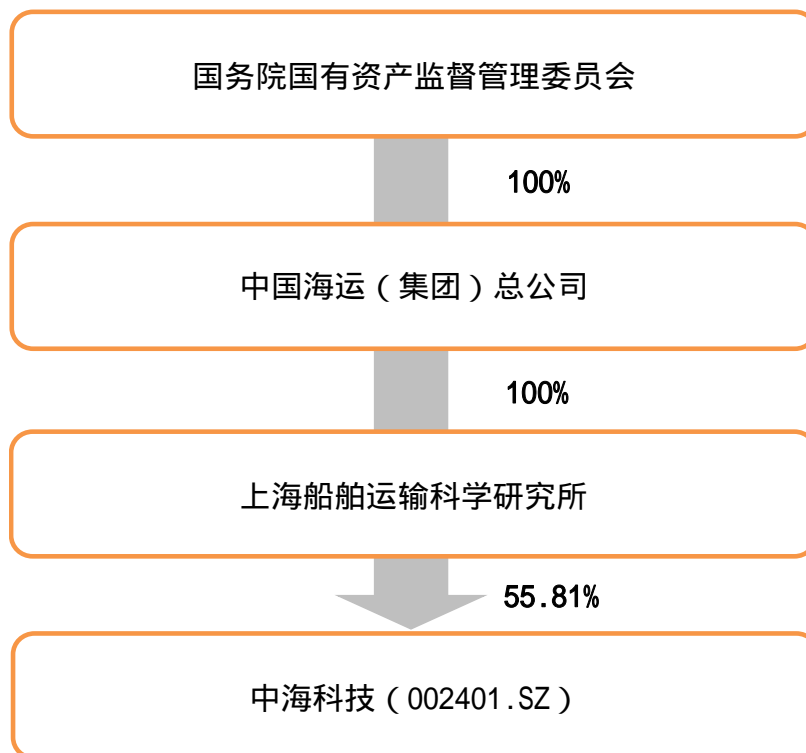
- **传统业务+安防业务：** 2013 年公司传统业务的净利润为 0.49 亿元，从今年开始将涉足安防业务，我们预计公司 3-5 年间在这两块业务上的净利润可以稳定在 0.7 亿的水平，我们给予这块业务 20 倍的估值，则公司在传统业务+安防业务上的市值空间为 14 个亿的体量。
- **航运信息化（除一海通平台）：** 根据公司公告信息，目前公司托管的资产中海信息 2013 年的营业收入为 1 亿左右，我们预计 2014-2015 年集团航运信息化项目将大规模开展，并谨慎估计公司未来 3-5 年此块业务的收入将稳定在 2-3 个亿的水平，同时，由于航运信息化项目更偏软件，净利率水平较传统业务更高，则我们预计净利率水平在 15%-20% 左右，此块业务的净利润将稳定在 0.5 亿的水平。由于航运信息化项目对于公司来说是全新的增量业务，我们给予此块业务 25 倍的估值，则此块业务的市值空间为 12.5 个亿的体量。
- **一海通平台：** 基于以上一海通市场容量的估算，平台盈利空间预计为 9 个亿，假设平台业务的净利率达到 70%，同时，基于一达通近几年高速成长的预测（年均增长超过 100%），我们谨慎给予平台 15 倍的估值，则一海通平台的市值将达到 90 亿左右的水平，由于中海集运拥有并表权、中海科技为投资行为，我们预估公司在一海通平台上将拥有 4 成的市值体现，平台价值对于公司来说相当于 36 亿的市值。
- **投资建议：** 根据我们的逻辑以及测算，公司整体的市值空间为 14+12.5+36=62.5 亿，对应股票价格为 20.63 元，首次给予“推荐”评级。

## 附录

### 公司基本情况及股权结构

公司是我国最早进入智能交通系统集成领域的企业之一，也是目前国内提供智能交通系统集成项目解决方案的主要供应商之一，主要从事智能交通系统、工业自动化等领域的高新技术产品开发、生产和系统集成。

图表10 公司股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 资产托管

资产托管相关公告：

为避免未来同业竞争，加快航运信息产业发展，中海网络科技股份有限公司（以下简称“中海科技”或“公司”）拟与上海船舶运输科学研究所（以下简称“上海船研所”）签署《委托管理协议》，本次交易构成关联交易。

中海科技接受上海船研所委托，管理标的公司中海信息系统有限公司（以下简称“中海信息”）的资产和各项事务。本次关联交易在托管期间预计可能发生的管理费用约为 100 万元。

从公告内容来看，集团层面已开始着手科技资源的平台整合：1）集团旗下其他信息资产已归入了中海科技的母公司上海船舶运输科学研究所内；2）船研所将中海信息的托管权交于中海科技。集团科技平台整合的举措有利于消除中海科技与母公司同业竞争的矛盾，同时，我们认为，也为随后中海科技正式涉足集团内部信息化业务作下了铺垫。

**图表11 2013年年报分产品披露内容独立割裂出航运信息化分产品内容**

2012 年年报分产品披露内容

分产品						
智能交通系统集成	470,362,582.58	385,651,636.42	18.01%	2.56%	0.52%	1.66%
工业自动化设备销售	28,727,748.39	22,545,771.52	21.52%	22.86%	21.80%	0.69%

2013 年年报分产品披露内容

分产品						
智能交通系统集成	517,117,910.01	416,140,067.01	19.53%	9.94%	7.91%	1.52%
交通航运信息化及技术服务	2,639,829.43	1,771,378.55	32.90%	100%	100%	32.90%
工业自动化设备销售	30,072,216.61	23,437,879.68	22.06%	4.68%	3.96%	0.54%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产托管的意义并非只是短期内的注入预期，而更在于集团对于中海科技的定位。未来，作为集团旗下唯一的科技化平台，中海科技能够涉足企业的信息化项目并非只是对于中海集团巨大体量的猜想，而是有着更为明确的科技信息化要求。

根据国资委 2012 年颁发的 93 号文指导意见，到 2015 年底，绝大多数中央企业信息化水平需要达到 A 级，或接近国际同行业先进水平。这对于在“十一五”末刚刚完成 B 级信息化评定的中国海运集团来说，登高 A 级的任务则更需要完成是主营业务运维水平与世界先进企业接轨（集团 B 级登高任务的实现更多依赖于内部管理系统的升级），因此，有效提高航运周转率或为下一阶段的集团科技信息化首要任务，一项成熟、健全的经营管理系统必不可缺。

相较可以比拟的项目，早在 2003 年，就出现在我国航运另一巨头中国远洋集团中，当时一次的项目投资将近花费了 10 个亿（包括系统引进及再开发）。我们认为，作为船只数基本与中远相当的中海集团来说，在当下进行整体开发投入，仍需要这一级别的投资额度（若不通过引进，项目总投资额可能会下降），同时，系统后续的运维费用将会成为开发主体公司未来永续的增长点。

## 安防事业部

图表12 新增安防事业部



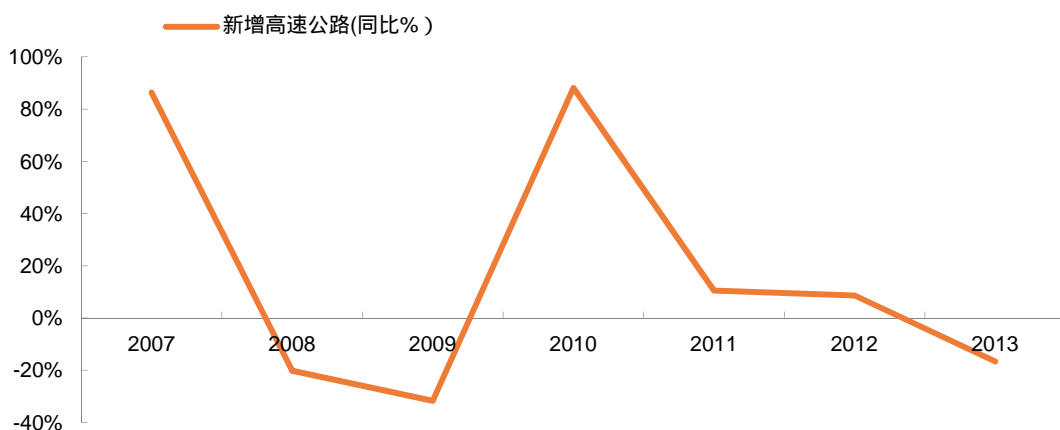
资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司披露的另一个重要公告中，安防事业部编制成为显眼的新增业务，虽然对于此块业务内容的披露较为有限，但从公司以往经营风格来看，我们认为，安防事业部的产生更多是公司寻求外延式发展目标的结果。

公司母公司上海船舶运输科学研究所原隶属于交通运输部，后经中央国资委的调配，转入中国海运集团。公司从原有高速公路信息化业务延拓至航运信息化存在一定的预期，但从城际业务转向城市业务的可能性市场始终觉得希望渺茫，原因在于公司没有此块业务的经验累积以及明确的发展方向。

而此次较为明确的披露城市业务的主导方向并组建安防事业部的举措表明了公司在固有业务之外已经寻求出了突破口，同时，根据国内目前安防产业的发展态势，我们认为，公司更有可能的是涉入安防中后端的系统集成（国内安防前端市场已基本被海康大华所垄断，且公司传统业务优势在于系统集成，不同产业但相同的经营模式或是公司开拓安防事业最为节省成本的方式）。

图表13 高速公路投资高峰期已过，倒逼企业外延式拓展



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表14 安防事业已上升为国家战略高度

决议	具体内容
《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	全会提出，创新社会治理，必须着眼于维护最广大人民根本利益，最大限度增加和谐因素，增强社会发展活力，提高社会治理水平，维护国家安全，确保人民安居乐业、社会安定有序。要改进社会治理方式，激发社会组织活力，创新有效预防和化解社会矛盾体制，健全公共安全体系，设立国家安全委员会，完善国家安全体制和国家安全战略，确保国家安全。

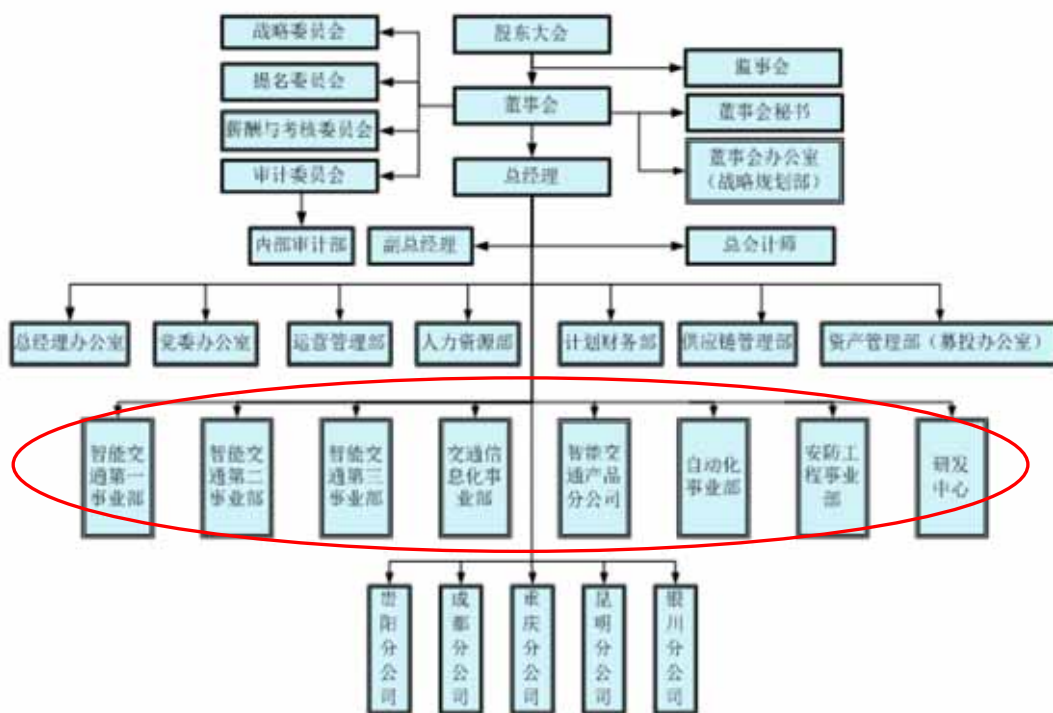
资料来源：《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，平安证券研究所

## 组织框架变化

组织框架变化相关公告：

随着公司发展规划的有序推进和落实，中海网络科技股份有限公司(以下简称“公司”)在智能交通、交通及航运信息化、工业及港航电气自动化、智能交通产品、安防工程等业务已呈板块化形态。从现有业务稳固和新业务加快培育发展的角度考虑，公司将现有组织架构调整为事业部制管理组织架构。

图表15 事业部改制



资料来源：公司公告，平安证券研究所

我们对于事业部编制的成立理解为国企改革更深层次的变化，无论中海信息的资产托管还是安防新业务的突破，都是公司向外张力的施展，而公司组织框架的变化、事业部的改制却更是内生性的彻底改革。设想，倘若托管资产能正式进入公司，同时安防业务组建新的研发、销售人员，而企业管理结构没有发生变化，内部管理、考核机制存在诸多的矛盾与不公平，即使资产归整后，公司也将面临中短期的改革磨合，横向野蛮生长反而可能成为公司发展的累赘。

而事业部编制的成立有效解决资产归整后管理的问题：

- 以各项业务为基础整合销售、生产、研发人员，有利于增强团队合作实力，责任分清、职责明确更有助于专项专攻地开展业务。
- 新增业务有地可落，人员整合后的矛盾、摩擦将最大限度的减轻。
- 各事业部市场化竞争，有利于个性化发展。
- 事业部机制灵活，为未来再新增业务留出余地。
- 为股权激励、彻底解决高管薪酬考核问题埋下伏笔。

可以说，事业部编制的改制方式是此次中海科技转型中最为核心的一环，对于科技型央企来说，此种改革的力度已极大程度地超越了市场的预期，而自下而上的改革方式，令改革更为彻底、令转型更为成功。

## 五、风险提示

- 1、一海通平台营运低于预期风险。
- 2、企业改革转型风险。
- 3、业绩增长不符合预期风险。



会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	764	694	798	1088	1302
现金	503	418	518	711	839
应收账款	139	116	89	125	165
其他应收款	57	37	58	78	94
预付账款	17	47	43	59	69
存货	42	73	89	113	132
其他流动资产	5	3	2	2	2
<b>非流动资产</b>	46	258	154	185	138
长期投资	3	0	0	0	0
固定资产	27	33	105	167	129
无形资产	9	8	7	6	5
其他非流动资产	7	217	43	13	4
<b>资产总计</b>	810	951	953	1273	1440
<b>流动负债</b>	228	329	273	526	604
短期借款	0	0	0	160	158
应付账款	135	174	126	173	222
其他流动负债	93	155	147	193	225
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	228	329	273	526	604
少数股东权益	0	4	6	8	11
股本	202	202	303	303	303
资本公积	189	189	88	88	88
留存收益	191	228	282	348	434
归属母公司股东权益	582	619	673	739	825
<b>负债和股东权益</b>	810	951	953	1273	1440

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	40	-45	206	129	179
净利润	46	49	56	67	90
折旧摊销	5	6	29	66	97
财务费用	-11	-12	-5	-1	2
投资损失	-2	0	-1	-1	-5
营运资金变动	-7	82	-60	-3	-6
其他经营现金流	10	-169	187	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-3	-27	-110	-97	-46
资本支出	-6	-37	-112	-97	-50
长期投资	1	8	0	0	0
其他投资现金流	2	2	2	1	4
<b>筹资活动现金流</b>	-11	-11	4	161	-4
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	96	0	101	0	0
资本公积增加	-96	0	-101	0	0
其他筹资现金流	-11	-11	4	161	-4
<b>现金净增加额</b>	26	-83	100	193	129

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	503	550	605	765	932
营业成本	409	441	485	612	736
营业税金及附加	16	15	19	23	28
营业费用	6	7	8	10	12
管理费用	26	38	34	43	52
财务费用	-11	-12	-5	-1	2
资产减值损失	6	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	0	1	1	5
<b>营业利润</b>	53	62	66	79	106
营业外收入	0	1	2	2	2
营业外支出	0	5	1	1	2
<b>利润总额</b>	54	58	66	80	107
所得税	8	9	10	12	17
<b>净利润</b>	46	49	56	67	90
少数股东损益	0	2	2	2	3
<b>归属母公司净利润</b>	46	47	54	65	87
EBITDA	47	56	90	144	206
EPS (元)	0.15	0.16	0.18	0.22	0.29

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.35	9.44	10.00	26.53	21.76
营业利润(%)	10.38	17.19	5.18	20.56	34.77
归属于母公司净利润(%)	8.25	3.18	15.89	19.98	32.93
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	18.59	19.74	19.83	20.00	21.07
净利率(%)	9.06	8.54	9.00	8.54	9.32
ROE(%)	8.07	7.83	8.43	9.26	11.11
ROIC(%)	6.35	6.97	7.92	8.30	9.64
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.19	34.53	28.70	41.35	41.94
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	3.34	2.11	2.92	2.07	2.16
速动比率	3.16	1.89	2.59	1.85	1.94
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.63	0.62	0.64	0.69	0.69
应收账款周转率	5.50	4.32	5.91	7.16	6.42
应付账款周转率	3.54	2.85	3.23	4.08	3.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.16	0.18	0.22	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	-0.15	0.68	0.42	0.59
每股净资产(最新摊薄)	1.92	2.04	2.22	2.44	2.72
<b>估值比率</b>					
P/E	99.07	96.01	82.85	69.05	51.95
P/B	7.75	7.29	6.70	6.11	5.47
EV/EBITDA	89	75	47	29	20

## 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  $\pm 10\%$ 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  $\pm 5\%$ 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有限责任公司(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它人。

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有限责任公司的立场。

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。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	