

大数据、大交通相得益彰下的综合出行平台

——中小市值个股精选之千方科技（002373）

2015 年 10 月 19 日

强烈推荐/维持

千方科技

报告摘要：

- **智慧交通仍是主要驱动，大数据核心资源成就大交通 BAT 雏形。**公司产业布局涵盖城市智能交通、城际智能交通、交通信息服务。北大千方和紫光捷通两大平台承担的 G 端业务仍占据 80% 收入份额和 70% 以上的利润。智能交通对于交通体系的重构在于基于大数据的优化配置实现人、车、环境的三方共赢和良性循环。公司掌握各出行方案的源头数据（公路交通、民航、轨道交通），致力打造智慧出行信息服务综合平台。我们以波士顿矩阵为业态区隔探讨公司从数据出售方-使用方-开发者的三步走战略。
- **城际传统业务的互联网化变现。**道路客运的网上售票比例相比飞机及火车 60% 的互联网化比例相距甚远。公司收购的 12308 拥有出票量最大的全国性客车售票平台。相对于携程汽车票板块的入口优势，公司的优势在于城际数据的垄断性和地推合作站点的覆盖支持，并协同布局新的业务形态。
- **城市交通“分众化”成业绩弹性重要辅佐：**公交电子站牌通过 PPP 模式建设，交互式媒体形态带来的广告收入及商户分成将成为业绩弹性的重要贡献。目前已经与 10 余个城市签订合作协议。我们估算 15 年该项业务的收入为 3 亿元；同时今年布局的冠华天视，其城市轨道交通 PIS 领域的市场份额在 50% 以上，以其为载体，未来类“移动分众”的商业化空间巨大。
- **通用民航 C 端大数据变现重要平台。**公司切入民航大数据主系统后，在上游航班数据资源和下游产品、服务、金融商业化布局。在该领域入口资源固化的格局下，公司即将推出的综合型 APP：主要具备机票购买、机场及航班信息发布、免税轻奢品销售等功能。与航旅纵横、携程形成错位，一方面的行业机遇是机票销售的去代理化；二是相关数据信息的精准把控。
- **智慧停车另辟蹊径。**新建智能立体车库是公司智慧停车的主要切入点。相较安居宝、数字政通等公司的优势在于 30 多个城市的原有业务基础以及电子车牌识别技术的积累。变现模式将以停车费用及后续服务分成为主。
- **业绩预测与投资建议。**预计公司 2015 年、2016 年 EPS 分别为 0.63、0.83 元，对应的 PE 分别为 57 和 43 倍，维持“强烈推荐”的评级。

财务指标预测

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	349.2	1360	1705	2229	2733
增长率（%）	-49.9	289.5	25.31	30.74	22.61
净利润（百万元）	-128.76	268.19	336.06	440.19	527.57
增长率（%）	115.20	-308.29	25.30	30.99	19.85
净资产收益率（%）	-26.87	26.06	25.54	25.99	24.47
每股收益（元）	-0.93	0.54	0.63	0.83	1.01
PE	-38.26	65.89	56.73	42.70	35.37
PB	10.32	18.81	14.49	11.10	8.65

高坤

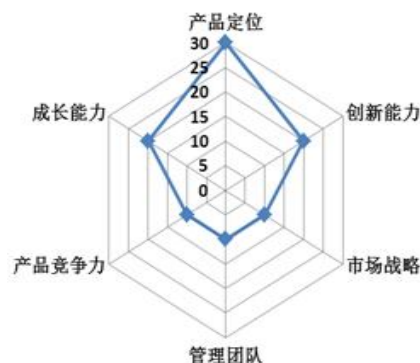
010-66554016

执业证书编号：

gaokun@dxzq.net.cn

S148051111000

六位评价体系之服务业图



所属于概念板块

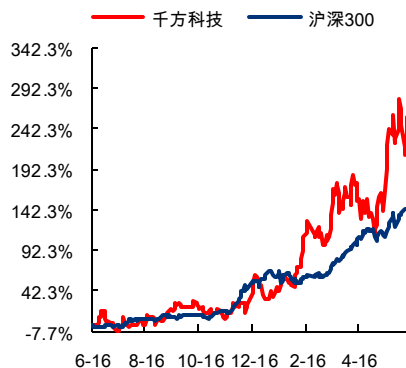
概念题材：

智慧交通、车联网、大数据

核心护城河、商业模式概括

- 技术优势是对浮动车数据的采集、计算、分析
- 拥有除高铁之外所有出行业态的原始数据资源
- 资本优势下的 C 端变现及收购契机

52 周股价走势图



目 录

1. 大数据、大交通戴维斯双击	4
1.1 智慧交通后起之秀	4
1.2 大数据对于智慧交通的重构:	7
2. 城际传统业务的互联网化变现——12308	11
3. 城市交通 C 端化——业绩弹性的重要辅佐	12
3.1 公交电子站牌	12
3.2 轨道交通	13
4. 民航信息化蛋糕的顶层架构设计及数据平台参与者	13
5. 智慧停车——另辟蹊径	15
6. 业绩亮点及预测:	17

表格目录

表 1:公司四大子公司平台业务明细	4
表 2:公司四大子公司历年业绩	4
表 3:公司主要产品分类	5
表 4: 公司近年收购及战略合作情况汇总	8
表 5: 公司募投项目覆盖二类城市列表	12
表 6:携程各业务收入年度变化趋势	15
表 7: 智能停车企业相关业务模式明细对比	16
表 8:公司主要子公司业务模块盈利预测分拆	17
表 9:可比公司估值水平对比	18

插图目录

图 1:公司核心硬件 ETC 产品示意图	5
图 2: 基于交通运输管理职能的信息化解决方案示意图	6
图 3:可比公司资金周转周期对比	7
图 4: 五维交通三要素图	7
图 5: 公司大数据 BT 级规模	9

图 6: 集团车联网战略布局	10
图 7: 公司各出行业态业务波士顿矩阵	10
图 8: 三大出行业态互联网售票比例	11
图 9: 公司公交电子站牌示意图	13
图 10: 民航信息化三大协作主体	13
图 11: 中航信股权结构图	14
图 12: 我国主要一二线城市停车位缺口	16

1. 大数据、大交通戴维斯双击

1.1 智慧交通后起之秀

公司 2014 年 5 月成功借壳联信永益（002373）登录 A 股。产业布局涵盖城市智能交通、城际智能交通、交通信息服务等领域，并新突破民航、轨道交通领域。目前已成为智能交通领域产业链最完整的公司。目前住建部智慧城市规划中，有 75% 的城市都包含了“智慧交通”，这将是公司涉足智慧城市业务的切入点和立足点。

公司作为智能交通龙头上半年收入的增速仍主要受益于传统“大交通”业务的深化，从业务结构看，虽然北大千方和紫光捷通两大子公司平台主要承担高速公路和智能交通传统业务，仍占据 80% 以上的收入份额和 70% 以上的利润，但随着新行业拓展、新业务开展，收入结构体系已经发生变化。从客户结构来看，2G 业务是公司的传统业务基础，也是主要收入来源；2B 业务是公司较为稳定的盈利来源，是新兴增长业务；2C 端已经有了成熟的技术、产品，也是公司未来大数据布局的重要入口。

表 1: 公司四大子公司平台业务明细

四大子公司平台	主要业务	股权比例
北大千方	城际交通信息化、城市交通系统信息化和系统集成、智慧城市业务	100%
紫光捷通	高速公路机电工程解决方案提供商	56%
掌城科技	综合出行服务提供商，主要是公交电子站牌的运营业务	100%
掌城传媒	出租车监控管理运营服务目前在乌鲁木齐、呼和浩特和秦皇岛等城市投放，	51%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2: 公司四大子公司历年业绩

四大子公司平台	收入规模			利润规模		
	13	14	15Q2	13	14	15Q2
北大千方	2.66 亿	3.1 亿	1.93 亿	6063 万	8082 万	5525.6 万
紫光捷通	8.76 亿	10.37 亿	5.16 亿	0.96 亿	1.21 亿	6046.9 万
掌城传媒	2725 万	—	—	1162 万	—	—
掌城科技	2765 万	—	—	1527 万	—	—

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司的技术优势在对浮动车数据的采集、计算、分析：城市路况信息方面，公司拥有处于国内领先的基于浮动车的算法模型和完整的道路交通流动态信息采集、处理和发布系统。公司运营北京、上海等全国 40 余个大中城市的实时路况信息，对一线城市的实时交通信息准确性保持在 85% 以上；城际路况信息方面，公司基于浮动车技术原

理，突破了广域稀疏路网的地图匹配技术，用于车辆在城际路网的交通状况查询和交通诱导。目前公司城际路况覆盖里程已经接近 10 万公里。浮动车数量超过 100 万辆。

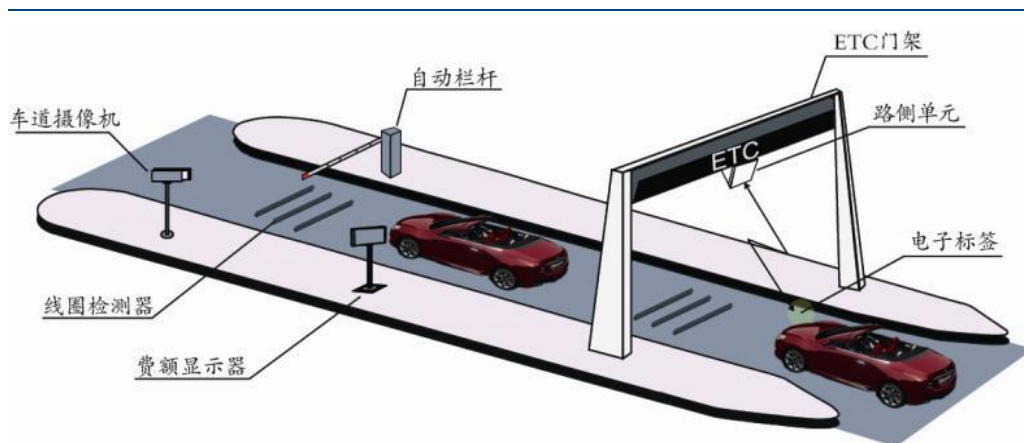
表 3:公司主要产品分类

产品分类		产品名称
北大千方	核心硬件产品	ETC 产品
		交通流量调查设备
		客流监测设备
	基于交通运输管理职能的信息化解决方案	路网中心综合管理及应急处理系统
		交通应急指挥系统
		行业信用系统
		交通经济运行情况分析系统
	基于城市交通的整合解决方案	综合交通运行指挥中心
		综合交通客运枢纽管理信息服务系统
		轨道交通运营管理信息服务系统
		城市综合管理应急联动平台
		出租车汽车综合管理信息服务平台
紫光捷通	高速公路机电系统集成	城市交通诱导系统
		高速公路监控系统集成
		高速公路通信系统集成
		高速公路收费系统集成
	高速公路机电维护	高速公路隧道机电系统集成
		高速公路运营维护服务
		高速公路数据处理中心
	智慧高速	智慧高速智慧调度与应急处理系统
		公众信息发布系统

资料来源：东兴证券研究所

——核心硬件 ETC 产品：电子不停车收费系统（ETC）是世界上最先进的收费系统之一，是智能交通系统服务功能的组成部分。北大千方自 2007 年开始研发 ETC 产品以来，已有 4 类产品通过国家标准检测，包括路侧单元（RSU）、电子标签（OBU）、OBU 桌面发行器、OBU 手持发行器。

图 1:公司核心硬件 ETC 产品示意图



资料来源：公司资料,东兴证券研究所

——基于交通运输管理职能的信息化解决方案：基于交通运输部对交通行业的发展规划，北大千方对城市智能交通中的热点板块进行系统开发，主要形成路网中心综合管理及应急处理系统、交通应急指挥系统等。其中，千方交通应急指挥系统以交通数据资源中心、地理信息系统为基础，通过监测数据采集，以预警、监测为重点，融合有线、无线通信方式，运用信息化技术手段对省市级交通运输日常安全监管和应急指挥处置提供全面支撑。

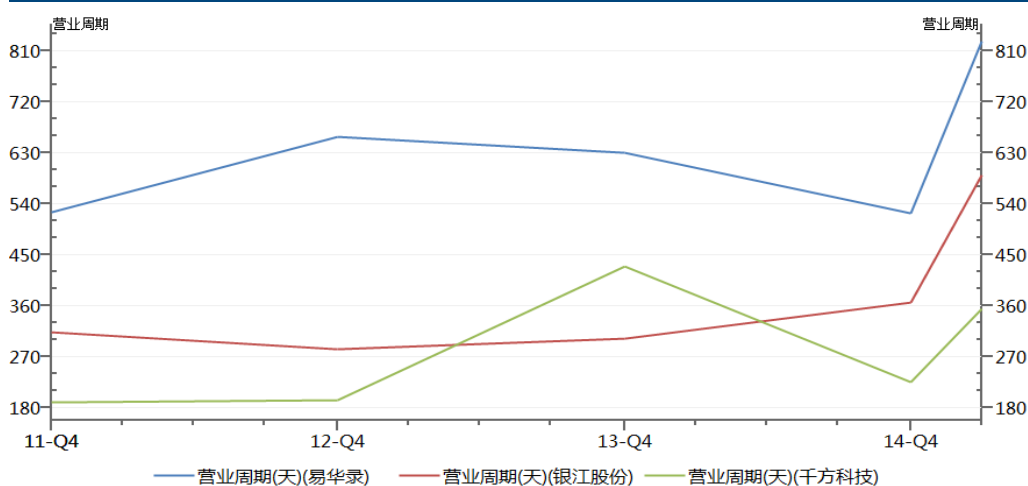
图 2：基于交通运输管理职能的信息化解决方案示意图



资料来源：公司资料,东兴证券研究所

在智能交通领域，存在以视频为代表的硬件渗透率较高，但硬件数据来源有限（传感器等其他硬件覆盖面低）且相关后台数据系统分析、应用短板。而此将是公司未来凭借自身数据业态的丰富性特质重点发力的方向。公司的核心数据资源主要是交通动态数据资源（交通部的城际间数据和基于一线城市交委信息化建设的相关数据），但与同属城市智能交通板块的易华录不同，公司垫资及联合投标业务较少，虽然单个项目金额相对较小，但公司的整体资金周转率较优，且综合净利率水平较高。

图 3:可比公司资金周转周期对比



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

1.2 大数据对于智慧交通的重构:

目前, 我国的智能交通主要应用于三大领域:

- (1) 城市道路交通管理服务信息化
- (2) 城际交通信息化
- (3) 出行服务信息化

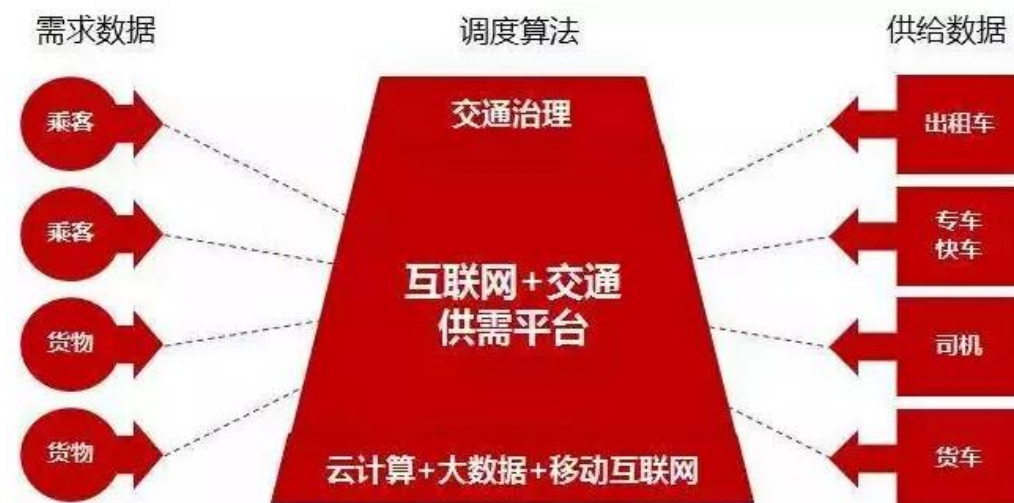
2013 年我国城市智能交通行业项目公开招投标数量 4,452 项, 同比增长 36%。2013 年城市智能交通行业市场规模为 196.6 亿元, 同比增长 22.95%, 2010-2013 年城市智能交通行业市场规模复合增长率达 24.4%。加快多种运输方式有效衔接、实现“水、陆、空”联乘联运, 已成为我国交通运输业发展的主要方向。

虽然交通的智能化进程一直在路上, 但我国公众综合出行痛点依然强烈: 以北京为例, 机动车的年均行驶里程是东京的 4 倍, 而道路面积率不足 20%, 明显低于纽约 35%、巴黎 25% 的水平。1994 年二环至三环间高峰期平均车速约为 45 公里/时, 而目前高峰期平均车速已经下降到 10 公里/时以下。交通状况恶化已经开始快速蔓延至二、三线城市。

北京、上海、广州、深圳等城市上班时间平均都超过 45 分钟, 上下班合计超过 1.5 小时, 相当于工作时间的 20% 都花在路上, 其中 25% 的时间更是浪费在了堵车过程中。

交通拥堵的核心在于交通供需矛盾日益突出, 智能交通对于交通体系的重构在于基于大数据的优化合理配置实现人、车、环境的三方共赢和良性循环。通过信息孤岛的打通、调度算法, 满足不同业态出行人群与不同车辆类型供给的高度匹配。大数据从概念向行业应用的拓展、深化在金融反腐、风险预警; 精准营销为代表的资源密集行业尤为代表, 而在痛点极强的交通领域则仍受制于各出行行业的信息孤岛, 分而治之是实现智能交通的短期捷径。

图 4: 五维交通三要素图



资料来源：东兴证券研究所

公司今年提出“大交通、大数据”的战略，一是基于公司核心的动态交通数据资源——大数据池；二是基于公司出行领域用户遍布于全国 30 多个省市，具备稳固的用户基础和丰富的项目经验——数据分析、变现能力基础。

公司致力于打造基于各业态动态交通数据核心资源的智慧出行信息服务开放平台，目前除高铁领域尚未布局外，掌握各出行方案的源头数据，为公司 C 端业务的全面转型搭建了大数据的平台基础。公司的 C 端拓展主要通过并购、战略合作两大方式，目标标的也主要围绕在细分交通领域拥有核心数据资源的企业，结合公司拥有的数据资源进行协同，实现传统的数据出售方——数据使用方——数据开发商的三步走战略。今年上半年主要布局了民航和城市轨道交通两大新兴领域。

表 4：公司近年收购及战略合作情况汇总

首次披露日	交易标的	投资标的方目的	交易总价值(万)	最新进度
2015-9-7	12308 平台的 17.02%股权	城际客运 C 端数据入口平台	2300	董事会预案
2015-7-21	北京冠华天视数码科技 70%股权	城市轨道交通布局再下一城	5000	董事会预案
2015-04-09	远航通 80%股权	航班动态路径数据资源	8800	股东大会通过
2015-01-21	警安公司 70%股权	切入河南综合交通信息服务市场	5,670.00	董事会预案
2014-12-17	鸿泉数字 55%股权 新技术模式	产品型公司（电子车牌） 公司将直接取得杭州鸿泉的国内领先商用车优质客户资源，车载智能终端领域进一步增加实力（前装、后装都有做）	8800	自有资金收购
2014-10-29	重庆交凯 7.7%股权	切入重庆公共应急调度信息服务市场	25.50	董事会预案

2014-10-15	本能科技 40%股权	推动电子车牌业务的硬件基础	1,000.00	董事会预案
2015-01	与华为达成战略合作协议	提高行业信息化解决方案的技术壁垒；同时设备的国产化战略有助于公司智能交通项目的拓展	——	框架协议
2015-02	与美国交通大数据运营商 INRIX 签署战略合作协议	进军国际车企前装市场、提升技术、车联网综合服务能力	——	框架协议
2015-03	与中国民航信息网络签署全面战略合作框架协议	中国民航唯一的数据提供商，子公司航旅纵横出行服务平台价值	——	框架协议

资料来源：东兴证券研究所

12308 股权收购的落地预示着公司大交通各业态的布局已经基本完成。从数据采集向数据运营 C 端转型的大幕全面开启。各出行业态动态交通数据（行径数据、人群数据）一直是公司的核心资源，也为公司新增外延业务的 C 端变现提供了数据云端平台。分业态看：城市内智慧交通业务以电子公交站牌为代表，将覆盖 10 余个城市，覆盖近 3 亿人群，将是公司 C 端业务下沉收集底层出行人群数据最好的渠道；作为民航动态数据和城际行径数据唯一拥有者，前者将于 10 月底推出的综合型 APP，将有望实现千万用户的转化；后者 12308 用户数目前为 900 万。

图 5：公司大数据 BT 级规模



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

另外集团层面，以中交兴路为平台，构筑了商用车车联网产业生态，目前实现 200 万辆货车、40 万辆客车以及 200 万辆危险品运输车的入网，形成了基于全国 1400 万运营车辆及 4000 万司机与车主动态、静态数据的百万级别车联网云平台。

图 6：集团车联网战略布局

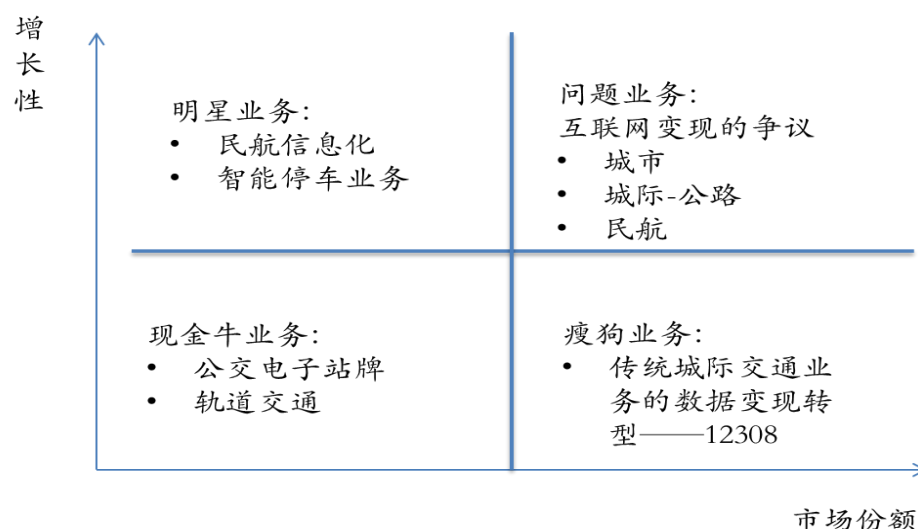


资料来源：公司资料，东兴证券研究所

公司各项业务数据，民航、停车属于大交通布局的 C 端入口级别明星业务；而公交电子站牌和轨道交通则是基于公司与各地交委传统业务的优势，目前还是以传媒广告收入的现金流级别业务；传统智慧交通业务则通过 12308 为代表的 C 端应用收购实现核心数据变现。而整个 C 端数据变现的广告、利润等的确立仍取决于公司的入口打造和互联网人才的匹配。

从数据变现来看，公司目前的城市城际路况信息服务已经应用到百度地图、搜狗地图等知名地图服务中。同时公司的路况产品和导航产品已用于比亚迪、特斯拉等知名汽车厂商的相关车型的车载终端中。

图 7：公司各出行业态业务波士顿矩阵

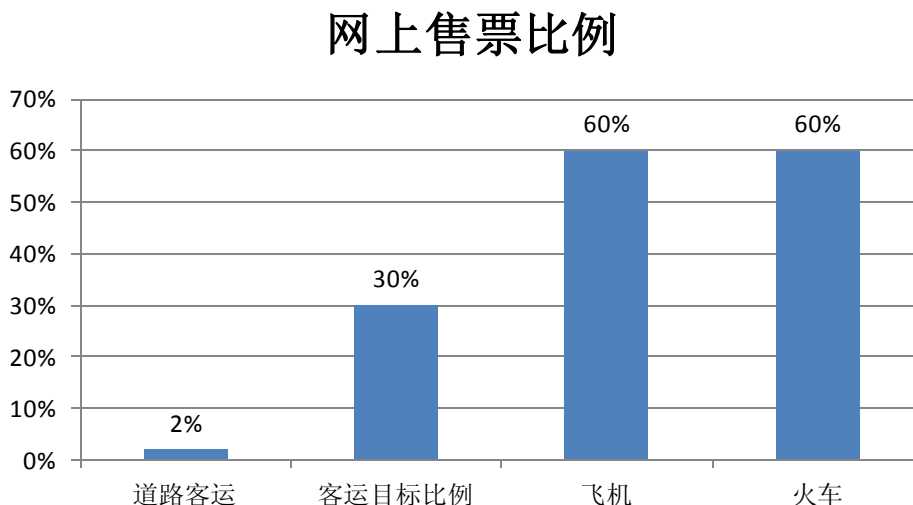


资料来源：东兴证券研究所

2. 城际传统业务的互联网化变现—12308

根据交通运输部发布的《2014 年交通运输行业发展统计公报》，2014 年城际公路客运量为 190.82 亿人次，铁路为 21.06 亿人次，航空为 3.5 亿人次。全国道路客运行业的网上售票比例相比飞机及火车 60% 的互联网订票量，存在巨大的增长空间。预计在今后 5 年内全国道路客运行业的网上售票比例将增至 30%，网上售票的市场份额可达 1200 亿元。

图 8：三大出行业态互联网售票比例



资料来源：东兴证券研究所

公司以现金 2,300 万元向深圳市一二三零八网络科技有限公司（12308 平台）增资，占增资完成后注册资本的 17.02%。12308 拥有出票量最大的全国性客车售票平台 www.12308.com 及集客运信息查询、票务查询、票务购买于一体的 APP “12308”。

汽车票预定相对于火车、机票具有极大的即时性和随意性，互联网化痛点相对较小。携程汽车票板块也于 2014 年上线，携程的综合出行平台打造与公司的出发点不同，前者在于产品、后者在于动态出行数据，前者的优势在于入口和互联网化基因，公司的优势在于基于城际货运、客运数据的垄断性和基于此地推优势的合作站点覆盖支持。

- 中交兴路——研发和运营了全国道路货运公共监管与服务平台，该平台突破全国货运车辆行车安全的跨域、跨部门、全方位动态监管的技术瓶颈，正对全国 1400 万辆货运运营车辆，建设面向政府的行业公共性安全监管平台。截至 2015 年 9 月，平台入网数量已经突破 179 万，接入服务商 754 家，兼容终端 188 款，“两客一危”车辆通过卫星定位装置将在 15 年年底前全部接入平台，为公司该平台大数据就出行规范驾驶、行驶路径调配等应用变现提供了基础，在提高运营效率、降低物流成本的同时大幅减少了公共安全事故，实现了多方共赢。

- 就合作站点覆盖率而言，全国客运站据不完全统计，客运站城市数量 3176 个，客运站总数量 11148 个。目前 12308 合作客运站超过 500 个，覆盖率尚有较大提升空间，而相对于 12308 的潜在收购对象，千方最大的合作价值就在于其货运、客运平台数据与 12308 票务分成变现的对接及地推议价能力提升。

12308 注册活跃用户过 300 万。目前主要的盈利模式是票务分成，公司将根据其一年内的总订单量、累计交易流水、注册用户数量、可购票城市客运车站数量等关键入口指标进行股权的逐步控制。该平台去年流水 7000 万，今年流水 2 个亿，预计 17 年实现盈亏平衡。

3. 城市交通 C 端化——业绩弹性的重要辅佐

3.1 公交电子站牌

中国百万人口以上的 50 个主要城市中，居民平均单行上班时间要花 49 分钟。而大部分上班族选用的上班交通工具均为公交车。电子公交站牌目标 C 端人群具备消费单价低、频次高、高价格敏感度的特点。

公交电子站牌，通过 PPP 模式建立、每个地方独立运营，地推则外包给第三方平台，平均投资建设期是 1.5-2.5 年。目前将实现 10 多个城市二类以上的覆盖，建设完成后交互式媒体形态带来的后续广告收入及商户分成将成为业绩弹性的重要贡献。未来将逐渐深入到县级单位，形成全国平台。目前较为成熟的城市以秦皇岛和阜阳为代表。

暂时不考虑 C 端用户的分成收入，广告有望成为近两年公司收入和利润的最大弹性，我们以一块公交电子屏的收入为 1 万/月，每个城市当年覆盖率 30% 为估算，（单个城市的空间约为 900 个站牌），15 年该项业务的收入规模为 3 亿元。

表 5：公司募投项目覆盖二类城市列表

目标城市	智能公交综合信息服务与运营	出租车综合信息服务及运营
北京	✓	
上海	✓	
重庆	✓	
阜阳	✓	✓
昆明	✓	✓
郑州	✓	✓
洛阳		✓
乌鲁木齐		✓
潍坊	✓	
唐山	✓	
秦皇岛	✓	✓

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

图 9：公司公交电子站牌示意图



资料来源：东兴证券研究所

3.2 轨道交通

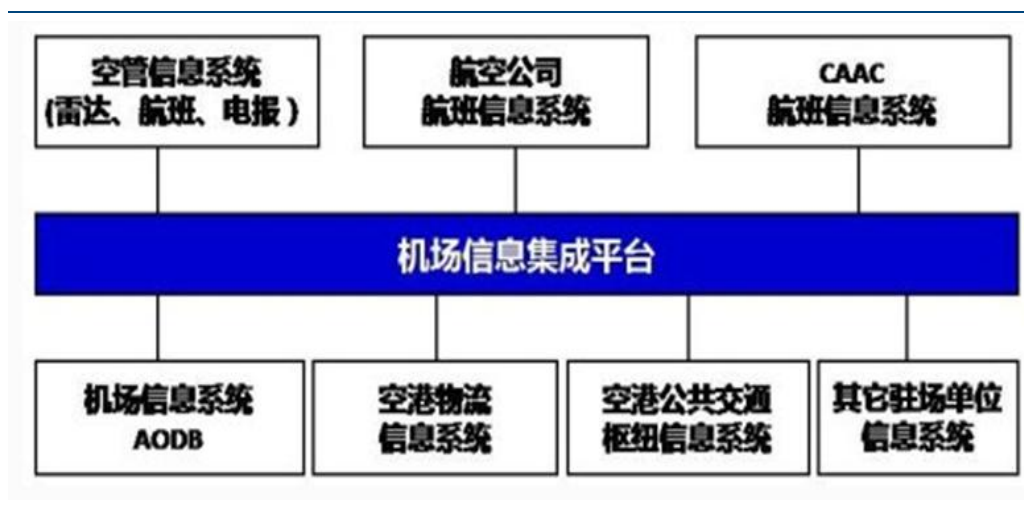
冠华天视是博雅软件的子公司，是目前国内城市轨道交通 PIS（导乘信息系统）领域领先的软件和设备供应商，拥有北京、上海、广州、深圳、南京、成都、杭州、宁波、长沙、哈尔滨、福州、合肥、长春、武汉等十四个城市的四十余条地铁线路的 PIS 系统项目（包括已建和在建项目），占国内城市轨道交通 PIS 市场的 50% 以上份额。公司今年继航空领域之外在交通出行业态方面再下轨道交通一城，丰富了公司 C 端转型业务的入口人群，就冠华业务的覆盖城市而言，也延续了公司之前全国大交通平台定位的战略布局，未来类“移动分众”的商业化空间巨大。

4. 民航信息化蛋糕的顶层架构设计及数据平台参与者

2013 年，民航固定资产投资总额 1,452.2 亿元，其中：民航基本建设和技术改造投资 716.6 亿元，民航信息系统建设投资 17.20 亿元。而公司正是民航信息化建设 20 亿蛋糕的顶层设计者，并将华为等硬件龙头引入该领域。

民航信息化实际离不开机场、空管、航空公司三大民航主体的业务协作：航空公司信息化主要包括对飞机运行状态的监视、航材的管理和追踪；对机场有行李追踪，工作人员车辆的跟踪定位，以及航空食品出现问题的追溯；作为空管来讲，包含飞行区的安全监控、空中交通态势感知、航路资源的优化、流量管理等等。洛杉矶国际机场把航空公司和机场的运输局进行智慧的处理之后，全面提升旅客的服务体验。阿姆斯特丹机场在行李系统中采用了 IBM 的智慧系统，使得行李处理能力提升了将近 40%。

图 10：民航信息化三大协作主体



资料来源：互联网,东兴证券研究所

通用民航领域目标 C 端人群具备消费单价高、频次较高、低价格敏感度特点。公司继今年 3 月与中国民航信息网络签署全面战略合作框架协议，切入民航大数据主系统；收购远航通 80% 股权获取航班动态数据路径资源，为 C 端需求痛点提供数据入口基础之后，再与航联保险、东航金控共同成立合资公司，旨在打造航旅出行的新入口，提供端到端的大交通和旅游服务优势产品，实现从信息系统集成切入（B 端）逐渐过渡到数据出行方案的优化和开发（C 端），最终达到基于大数据挖掘的基准营销，实现产品、服务、金融全方位闭环的 C 端商业化。

但民航作为公司拓展的全新业态领域，C 端变现的最大短板在于入口资源，基于此才能作为综合性信息平台的整合变现。就入口端而言，中航信旗下的航旅纵横有望成为公司的间接平台入口；

尽管在 2012 年航旅纵横上线之前，航班管家和飞常准已经占据了我国航旅类 APP 的半壁江山，但航旅纵横背靠中国航空中国民航信息网络股份有限公司（中航信）的强大资源优势俨然成为一匹后起之秀的黑马。中航信为中国国内除春秋航空之外的全部航空公司，和 300 余家外国及地区航空公司提供电子旅游分销（ETD），包括航班控制系统服务（ICS）、计算机分销系统服务（CRS）和机场旅客处理（APP）。

2014 年航旅纵横获 6000 万初期投资，中航信成立一级子公司中航信移动科技有限公司，独立负责航旅纵横产品线运营。但就航旅纵横月活数 1000 万，点击一次 1% 的跳转转化率而言，AIRPORT360 直销机票相对于携程代理机票最大的问题仍然在于入口或是新用户的获取成本较高。

图 11:中航信股权结构图



资料来源：中航信官网,东兴证券研究所

而就综合信息、功能性平台的变现而言，民航的各类信息是割裂的，比如气象、航班动态、常旅客等都不是中航信自有数据，是用市场化手段整合来的。盈利模式主要为广告分成、会员增值、机票直销分成三种模式。公司即将推出的基于机场出行但布局覆盖整个相关交通工具形态的综合型 APP（AIRPORT360）将是亮点。除了具备机票购买、机场及航班信息发布、免税轻奢品销售、等功能外，还考虑发布轨道交通信息、长途客车信息等，与携程、航旅纵横等实现错位互补。一方面的行业背景及机遇来自于机票互联网销售的去代理化；二是来自于公司民航大数据建设中对于产业链相关数据、信息的精准把控。

携程 2015Q2 财报显示，机票和交通服务收入增长了 45%，其中销售收入增长达到 106%，意味着来自机票的佣金率大幅下降。携程目前机票相关业务收入占比 38%，佣金费率从之前的 3-5%+X（按销量返点）将到 0+X（平均在 4.5%左右），各航空公司机票销售的去代理化趋势明显，为公司基于航旅纵横 APP 的推出提供了较好契机。

表 6:携程各业务收入年度变化趋势

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
酒店预订	476	677	764	956	1,278	1,487	1,703	2,214	3,201
	31%	42%	13%	25%	34%	16%	15%	30%	45%
航空售票	303	503	659	888	1,207	1,437	1,690	2,162	2,950
	86%	66%	31%	35%	36%	19%	18%	28%	36%
包办旅行	42	71	109	177	380	535	690	936	1,055
	83%	69%	54%	62%	115%	41%	29%	36%	13%
商务旅行					130	162	200	267	373
其他业务	13	36	56	101	72	106	127	138	192

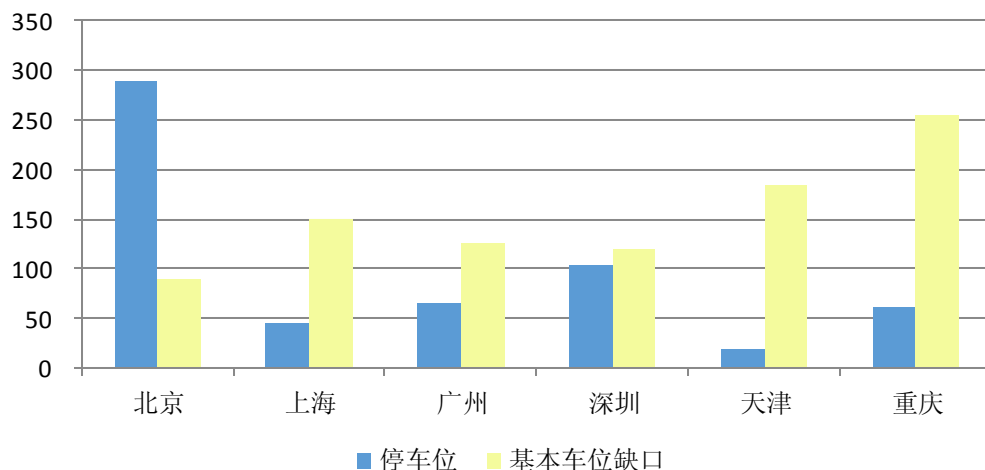
资料来源：WIND,东兴证券研究所

5. 智慧停车——另辟蹊径

发改委、财政部等七部委近日共同发布《关于加强城市停车设施建设的指导意见》，要求充分调动社会资本积极性，加快推进停车设施建设，有效缓解停车供给不足。《意见》要求充分发挥价格杠杆的作用，完善停车收费政策，逐步缩小政府定价范围，全面放开社会资本全额投资新建停车设施收费。为以智能化为基础的停车商业化、市场化提供了上层基础。

停车位难寻信息不对称（消费者痛点）、车位空置效益低下（政府及物业痛点）、管理漏洞多（物业痛点）是目前停车市场的几大核心痛点。智慧停车是为数不多的落地即挣钱C端项目。全国有31个城市汽车保有量超过100万辆，其中一线城市超过500万辆，按照停车位与汽车保有量1:1.2-1.4之间的比例，全国停车为缺口预计3530万，我们估算停车收费市场规模5000亿。

图 12：我国主要一二线城市停车位缺口



资料来源：东兴证券研究所

停车业务目前主要分为小区、商场、路边、立体车库几大区块，目前商业化价值最大的主要集中在商场停车。BAT及资本市场对智慧停车青睐的原因也是其潜藏的巨大的消费C端入口价值，而C端数据的变现模式主要为：停车费用分成、后服务分成、LBS广告分成。就成本端而言，多头管制下的地推成本是相关涉足停车业务上市公司的主要投入因素。软硬一体化的投资方面目前主要分为：卡模式（无法做到一车一卡）、视频模式（车、位置、人捕获率最高）、RFID模式（需要在车里增加额外投资，标准无法统一）。

表 7：智能停车企业相关业务模式明细对比

	原有业务优势	重点方向	盈利模式	业务辐射	投资规模
安居宝	社区安防硬件系统	社区市场及商业性停车场	免费送云停车设备； 会员停车模式； 动态优惠停车；	目标全国60大城市全面展；在广州未来或覆盖约30%-40%的停车场；北京有合作意愿的停车场约600多家；上海250个停车场	20亿

分享停车模式					
捷顺科技	停车硬件管理系统 市场份额居前	向智慧社区平 台商转型；新发 社区一卡通功 能延展性强，向 社区金融延伸	卡机硬件设备； 服务分成； 第三方支付延伸	公司拥有约 14 万个社区停车场 和 6 万个 商业停车场，累计发卡 4000 多万 张，上半年有望推广到 500~600 个物业	——
数字政通	为 30 个城市提供 数字城管信息化业 务，视频捕获综合 技术积淀	商业性停车场、 商场停车场大 商场	软硬件一体化设备 出售； 服务分成	目前联网停车场 200-300 个，签 约 1000 个停车场	1-10 亿
千方科技	30 多个城市的智能 交通业务基础以及 电子车牌识别技术	就机械式立体 车库项目	PPP 项目、广告收 入分成	上海虹桥镇和古美路街道两大人 口聚集、交通密集区位	预估 5-10 亿

资料来源：东兴证券研究所

新建智能立体车库是公司目前智慧停车场的主要切入点，目前布局的都是一类城市，参与新的停车项目和路面规划，不同于智慧停车可比公司的改造停车场项目模式。这种另辟蹊径的切入点一方面与目前停车缺口集中的一线城市市场格局相契合；另一方面充分发挥了公司在传统 G 端的优势。目前停车合同金额 20 亿。相较安居宝、数字政通等公司的地推式布局，公司的优势在于 30 多个城市的原有业务基础以及电子车牌识别技术的积累。此外，停车业务目前商业化价值最大的主要集中在商场停车，相关布局智慧停车的公司也均在商场、社区主要两端发力；公司则主要突围政府产权主导的路边物业。

未来的业务变现模式将以停车费用分成及后续服务分成为主。立体停车库回收期平均在 1.5 年，通常采用 PPP 的模式，公司拥有 5 年运营权益，及浮动定价权，每个车位不含运营建设成本 3-5 万，按照 5 元每小时收入，预计 12 个月内形成盈亏平衡。结合公司的募投项目来看，未来公司将在场库智能停车管理系统以及停车诱导系统等其他方面发力。

6. 业绩亮点及预测：

公司在智能交通领域产业链完整，核心资源主要是全国范围内的各交通业态动态原始数据。目前，通过自身业务发展、收购和战略合作等方式实现从传统项目型公司到项目建设与运营公司转型，业务从 B 端业务逐渐转型至 C 端业务，从业务结构看，北大千方和紫光捷通两大子公司平台主要承担高速公路和智能交通传统业务，仍占据半壁江山以上；新业务方面，电子公交站牌引致的广告收入有望成为公司近两年收入及业绩的主要弹性；而民航 C 端的商业化闭环打造刚刚开始。未来两年公司新旧业务有望朝着 3：7 的倒置结构迈进。

表 8:公司主要子公司业务模块盈利预测分拆

	2014/12/31	2015E	2016E	2017E	2018E
北大千方	310.28	381.64	465.61	558.73	670.47
		23.00%	22.00%	20.00%	20.00%
紫光捷通（56%）	1,036.80	1,223.42	1,443.64	1,674.62	1,925.82
		18.00%	18.00%	16.00%	15.00%
掌城科技+掌城传媒		100.00	320.00	500.00	600.00
			220.00%	56.25%	20.00%
收入合计		1,705.07	2,229.25	2,733.35	3,196.29

资料来源：东兴证券研究所

公司战略定位是基于目前以各类交通工具在单独的闭环细分运营后，最终打造基于各业态动态交通数据核心资源的智慧出行信息服务开放平台。我们预计 2015 年、2016 年 EPS 分别为 0.63、0.83 元，对应的 PE 分别为 57 和 43 倍，目前估值相对于公司的平台化战略极具吸引力，维持“强烈推荐”的评级。

表 9:可比公司估值水平对比

主要产品	总市值 \ 亿元	预测 PEG 值 2013 最新	预测市盈率(PE,最新) 2013
浪潮信息	275.83	0.64	33.81
三泰控股	201.99	0.59	99.77
千方科技	187.19	1.41	43.51
四维图新	213.60	4.55	107.81
捷顺科技	120.75	1.94	65.12
荣之联	165.28	0.92	45.27
银江股份	91.44	0.85	27.87
数字政通	103.13	1.13	42.74
易华录	144.40	0.58	34.79

资料来源：WIND, 东兴证券研究所

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	544	1690	2381	3132	4295	营业收入	349	1361	1705	2229	2733
货币资金	173	427	853	1271	1913	营业成本	275	968	1207	1569	1913
应收账款	90	480	561	611	749	营业税金及附加	2	23	17	22	27
其他应收款	10	110	138	181	221	营业费用	15	49	55	74	93
预付款项	22	106	130	161	200	管理费用	158	84	136	174	208
存货	241	562	695	903	1206	财务费用	5	0	2	0	5
其他流动资产	7	4	4	4	4	资产减值损失	34.46	10.86	10.00	6.00	6.00
非流动资产合计	284	507	469	450	430	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	152	152	152	152	投资净收益	0.00	28.65	35.00	45.00	45.00
固定资产	255.01	227.28	216.88	201.71	186.53	营业利润	-141	254	313	429	526
无形资产	12	43	38	34	30	营业外收入	10.17	36.69	60.00	60.00	60.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.11	0.05	0.00	0.00	0.00
资产总计	828	2197	2850	3582	4725	利润总额	-131	291	373	489	586
流动负债合计	341	1162	1514	1852	2524	所得税	-2	23	37	49	59
短期借款	72	51	150	122	404	净利润	-129	268	336	440	528
应付账款	122	510	595	731	839	少数股东损益	-2	19	19	19	19
预收款项	118	522	693	916	1189	归属母公司净利润	-127	249	317	421	509
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	-103	306	334	449	551
非流动负债合计	10	7	4	-1	-6	BPS（元）	-0.93	0.54	0.63	0.83	1.01
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	351	1169	1518	1851	2518	成长能力					
少数股东权益	4	72	91	110	129	营业收入增长	-49.92%	289.58%	25.31%	30.74%	22.61%
实收资本（或股本）	137	506	506	506	506	营业利润增长	112.20%	-280.44%	23.14%	36.92%	22.62%
资本公积	383	-137	-137	-137	-137	归属千母公司净利润增长	27.21%	32.84%	27.21%	32.84%	20.74%
未分配利润	-55	563	817	1154	1560	获利能力					
归属母公司股东权益合计	473	956	1242	1621	2078	毛利率(%)	21.24%	28.84%	29.20%	29.60%	30.00%
负债和所有者权益	828	2197	2850	3582	4725	净利率(%)	-36.86%	19.71%	19.71%	19.75%	19.30%
现金流量表						总资产净利润(%)	-15.34%	11.34%	11.12%	11.76%	10.76%
单位：百万元						ROE(%)	-26.87%	26.06%	25.54%	25.99%	24.47%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	偿债能力					
经营活动现金流	-20	163	320	454	383	资产负债率(%)	42%	53%	53%	52%	51%
净利润	-129	268	336	440	528	流动比率	1.59	1.45	1.57	1.69	1.70
折旧摊销	32.75	51.67	0.00	19.44	19.44	速动比率	0.89	0.97	1.11	1.20	1.22
财务费用	5	0	2	0	5	营运能力					
应收账款减少	0	0	-80	-50	-138	总资产周转率	0.37	0.90	0.68	0.69	0.66
预收账款增加	0	0	171	223	273	应收账款周转率	3	5	3	4	4
投资活动现金流	-11	-55	44	39	39	应付账款周转率	2.47	4.31	3.09	3.36	3.48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
长期股权投资减少	0	0	7	0	0	每股收益(最新摊薄)	-0.93	0.54	0.63	0.83	1.01
投资收益	0	29	35	45	45	每股净现金流(最新摊薄)	-0.90	0.24	0.84	0.83	1.27
筹资活动现金流	-92	13	62	-75	221	每股净资产(最新摊薄)	3.45	1.89	2.46	3.21	4.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	-38.26	65.89	56.73	42.70	35.37
普通股增加	69	368	0	0	0	P/B	10.32	18.81	14.49	11.10	8.65
资本公积增加	-69	-520	0	0	0	EV/EBITDA	-46.26	57.48	51.67	37.52	29.92
现金净增加额	-123	121	425	418	643						

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值大消费及互联网领域研究

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。