

汇生通（835610）：专注智能化系统集成领域的智慧城市综合服务商

推荐（首次）

信息技术行业

合理价格区间：10.7-13.4 元

报告日期：2016 年 02 月 29 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	59	98	137	181
(+/-)	71.49%	66.81%	39.88%	32.38%
营业利润	9	17	23	31
(+/-)	119.96%	92.86%	37.46%	35.13%
归属于母公司净利润	8	15	20	28
(+/-)	128.99%	92.86%	37.38%	35.17%
每股收益（元）	0.25	0.48	0.67	0.90

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	0.31/-
流通市值（亿元）	-
每股净资产（元）	1.55
资产负债率（%）	56.76

行业表现（最近一年）



行业研究员：董冰华

执业证书编号：S1050515080001

021-51793711 dongbh@cfsc.com.cn

- **专注智慧城市智能化系统集成领域。**公司是一家主要从事智能化系统集成设计、运营研发、集成销售的国内专业的智慧城市综合服务商。目前，公司业务已涉足智慧城市、智慧社区、智慧教育、城市综合体、智慧油库、智慧交通、智慧水务等多个领域。
- **业绩保持高增长，毛利率略有下滑。**14年公司实现营业收入5862.8万元，同比增长71.5%；实现归母净利润768.4万元，同比增长129.0%。2013至2015年上半年，公司毛利率分别为50.0%、45.6%、42.3%。毛利率下滑主要是因为行业竞争加剧，公司降低部分工程项目报价以获取市场份额导致。
- **我国智能化集成领域市场空间广阔。**Gartner统计数据 displays, 目前中国智能建筑工程量约占世界总量的一半，相当于欧洲工程量的总和；中国智能建筑系统集成商也已超过五千家；14年，中国智能建筑系统集成市场规模达到4000亿元，未来有望迎来爆发式增长。
- **品牌+地域+资质优势打造核心竞争力。**公司已为中国石化、深圳中兴通讯集团、蒙牛集团等知名企业提供服务，业内口碑良好；公司立足深圳，以深圳为中心的珠江三角洲地区已成为我国规模最大、发展速度最快、品种最全、产品出口所占比重最高的安防产品加工密集地区，地域优势明显；同时公司具有完备的智能化集成业务资质，奠定市场拓展基础。
- **盈利预测与估值：**预计15-17年实现归属于挂牌公司股东的净利润为1482、2036、2752万元，对应EPS分别为0.48、0.67、0.90元。公司属于信息技术服务行业，主营业务涉及智慧城市建设领域，可比上市公司16年平均市盈率为43倍，考虑到全国股转系统流动性较弱，给予公司估值一定的折价率，我们认为16年公司估值在16-20倍较为合理，对应的价格区间为10.7-13.4元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济增速放缓；行业竞争加剧导致利润率下滑；核心员工流失；客户流失。

目录

1、专注智能化系统集成领域，打造专业的智慧城市综合服务品牌	3
2、智能化系统集成市场规模快速增长，行业扶持政策持续加码	5
2.1、智能化系统集成市场空间广阔	5
2.2、行业政策持续加码	6
3、公司核心竞争力明显	7
3.1、品牌优势提升客户粘性	7
3.2、立足深圳，凸显地域优势	7
3.3、资质优势确保市场顺利扩张	7
4、盈利预测与估值	8
5、风险提示	8

图表

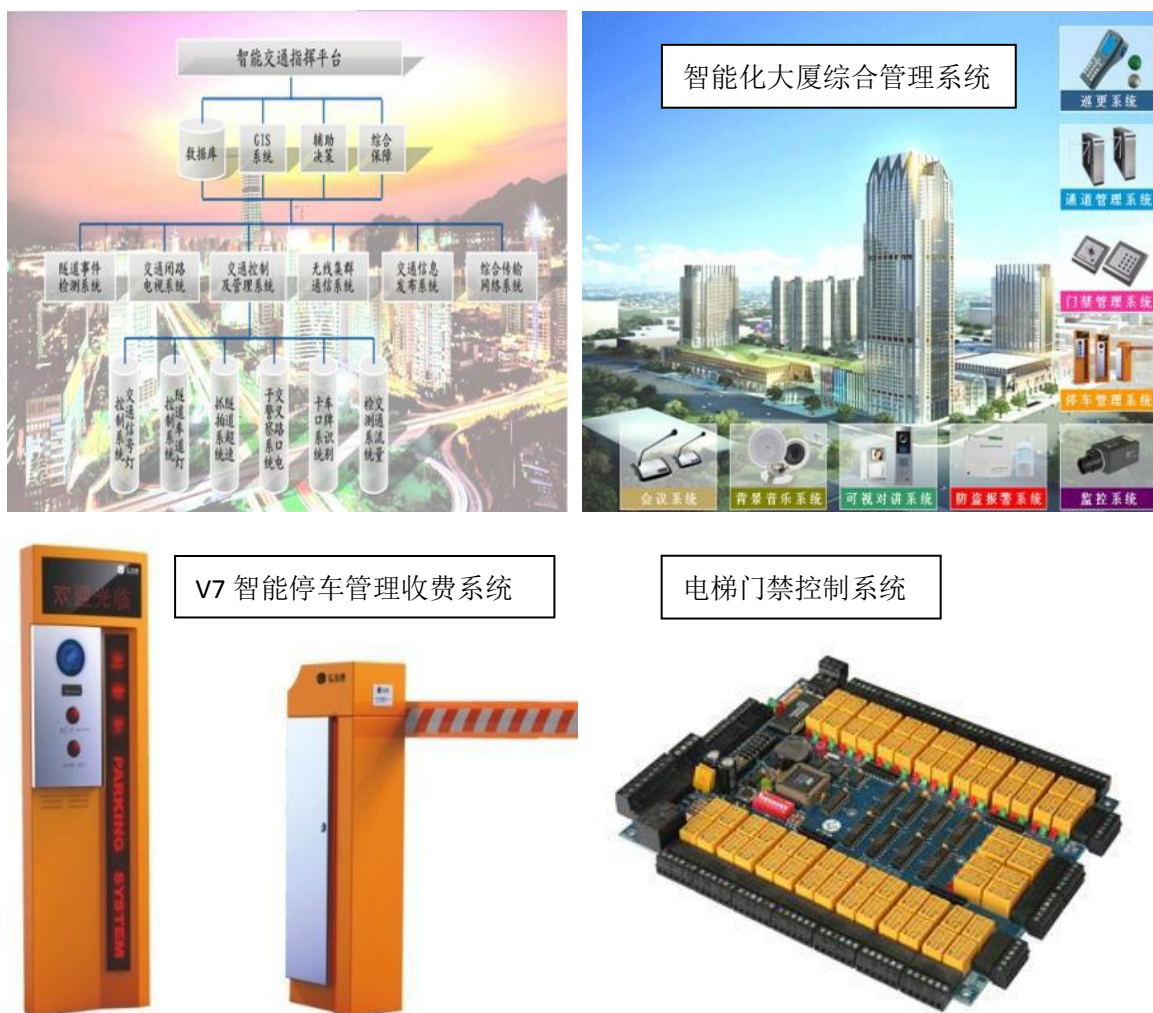
图表 1、公司部分工程服务及产品示意图	3
图表 2、公司股权结构情况	4
图表 3、近三年公司主营业务收入及毛利率情况	4
图表 4、近三年公司净利润情况	4
图表 5、近十年我国建筑业总产值情况	5
图表 6、近年来我国智能化集成行业主要政策情况	6
图表 7、可比公司估值水平比较	8
图表 8、公司盈利预测	9

1、专注智能化系统集成领域，打造专业的智慧城市综合服务品牌

公司成立于2000年12月26日，是一家主要从事智能化系统集成设计、运营研发、集成销售的国内专业的智慧城市综合服务商。目前，公司业务已涉足智慧城市、智慧社区、智慧教育、城市综合体、智慧油库、智慧交通、智慧水务等多个领域，公司致力于成为国内知名的智慧低碳城市综合服务商。

公司目前主要以智能化系统集成工程设计、施工、维修服务为主，设备产品销售为辅。其中，主要工程服务包括智能化大厦综合管理系统、智能化小区综合管理系统、智能化综合平安城市系统、智能化综合交通管理系统、智能化一卡通停车场系统、智能家居管理系统；主要产品包括V7智能停车管理收费系统、门禁控制系统、电梯门禁控制系统、停车场指引系统、高清网络智能球型摄像机。

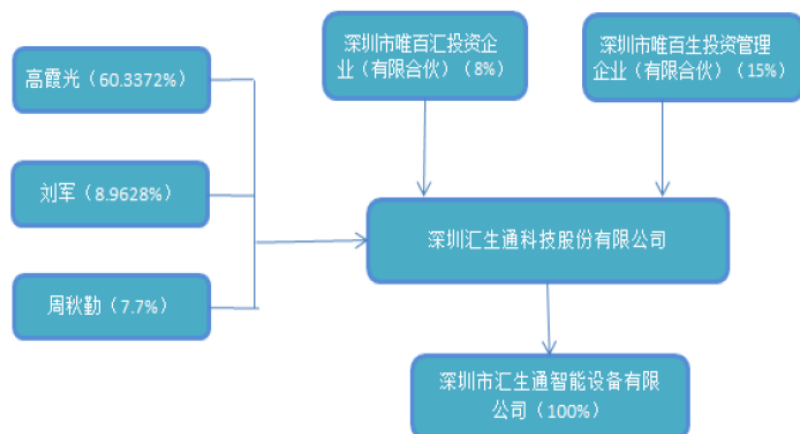
图表 1、公司部分工程服务及产品示意图



资料来源：公司挂牌说明书，华鑫证券研发部

公司控股股东和实际控制人为高霞光，其直接持有公司 60.34% 的股份，持有唯百汇 72.47% 的份额，而唯百汇持有公司 8% 的股权，因此，股东高霞光直接和间接控制公司 66.14% 的股权。

图表 2、公司股权结构情况

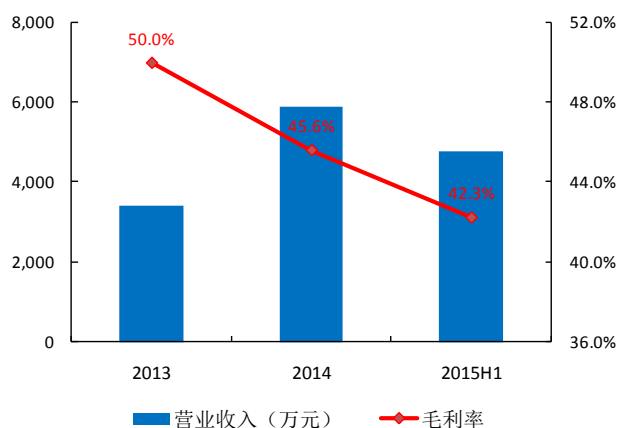


资料来源：公司挂牌说明书，华鑫证券研发部

业绩保持高速增长，毛利率下滑因市场扩张。2014年公司实现营业收入5862.8万元，同比增长71.5%；实现归属于母公司净利润768.4万元，同比增长129.0%。2015年H1实现营业收入4782.5万元，占2014年全年营收的81.6%，实现归属母公司净利润641.2万元，占2014年全年业绩的83.4%。2013至2015年上半年，公司毛利率分别为50.0%、45.6%、42.3%。根据2014年年报，公司主营业务收入中，工程施工收入占比为95.2%，维保收入占比为3.0%，产品销售收入占比1.8%。

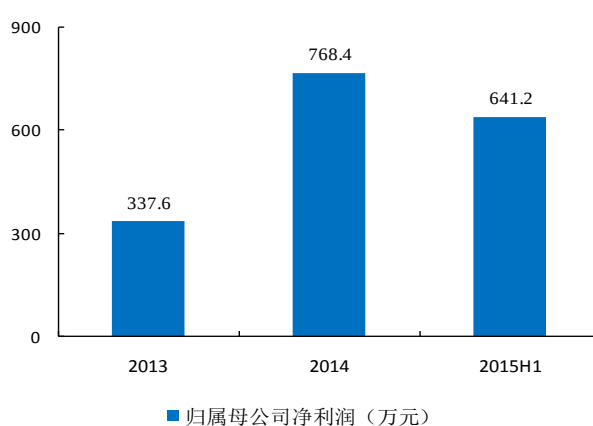
公司业绩保持高速增长主要受益于智慧城市行业景气度提升及公司业务拓展较快；近年来公司毛利率逐年下滑主要是由于行业竞争越趋激烈，公司为开拓市场业务，通过降低部分工程项目报价的策略而获取市场份额导致。

图表 3、近三年公司主营业务收入及毛利率情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4、近三年公司净利润情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

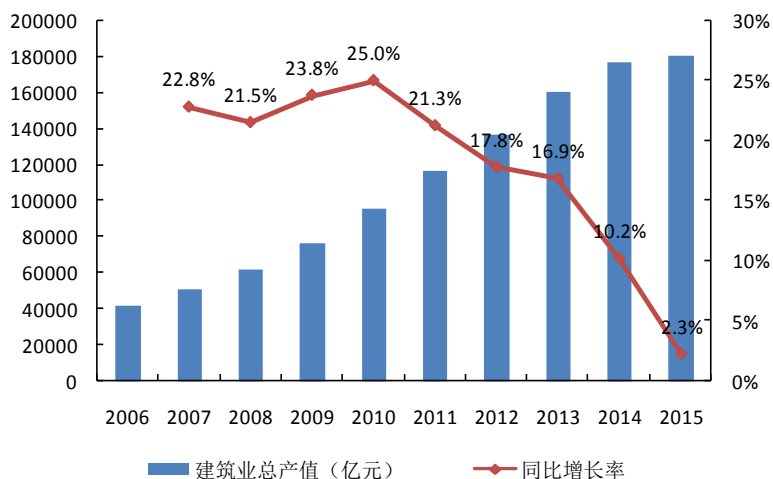
2、智能化系统集成市场规模快速增长，行业扶持政策持续加码

2.1、智能化系统集成市场空间广阔

建筑智能系统集成市场空间将进一步打开。根据国家统计局数据，2015年中国建筑业总产值已超过1.8万亿元，受益于建筑业的快速发展以及节能减排政策不断推进，我国智能建筑市场得到快速发展，2015年中国智能建筑市场增速约为22%，未来中国智能建筑市场增速将超过建筑业的发展。

据Gartner统计数据显示，中国智能建筑工程量约占世界总量的一半，相当于欧洲智能建筑工程量的总和；中国智能建筑系统集成商也已超过五千家；2014年，中国智能建筑系统集成市场规模达到4000亿元，未来智能建筑行业有望迎来爆发式增长。

图表 5、近十年我国建筑业总产值情况



资料来源：国家统计局，华鑫证券研发部

2015年安防智能化市场规模或达1600亿元。根据CPS中安网发布的调查报告显示，2014年安防行业总产值达4300亿元，其中产品产值为1700亿元，工程市场产值为2300亿元，报警运营服务及其他为300亿元。全行业企业数量为2.7万家，安防厂商、经销商约9400家，工程商、系统集成商约1.43万家，报警运营服务商约3300家，行业从业人数约160万。预计2015末，我国安防智能化市场规模达到1609.6亿元。随着全国各地平安城市建设如火如荼地展开，人们对建筑安防系统的愈发重视，以及建筑智能化市场规模快速增长，我们看好安防智能化系统集成领域广阔前景。

2.2、行业政策持续加码

建筑智能化系统集成、安防系统集成、软硬件系统集成研发销售与技术服务，是我国重点支持发展的产业和产品，受国家多项政策支持。

图表 6、近年来我国智能化集成行业主要政策情况

序号	政策名称	主要内容
1	《关于公布国家智慧城市 2014 年度试点名单的通知》（建办科[2015]15 号）	公布国家智慧城市 2014 年第三批试点名单。84 个城市（区、县、镇）为新增试点，13 个城市为扩大范围试点，41 个项目为专项试点。
2	《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》（2014）	强化信息网络、数据中心等信息基础设施建设，推广智慧化信息应用和新型信息服务，促进城市信息网络宽带化、规划管理信息化、基础设施智能化、公共服务便捷化、产业发展现代化、社会治理精细化。
3	《推进珠江三角洲地区智慧城市群建设和信息化一体化行动计划（2014-2020 年）》（2014）	推进珠三角智慧城市群建设和信息一体化，打造全国信息化先导区。该行动计划强调，围绕珠三角地区经济社会发展实际需求，着力推进信息基础设施、公共服务平台、信息网络应用一体化发展，将珠三角地区建设成世界级的智慧城市群、国际宽带网络枢纽、全国智慧应用先行示范区、全国信息服务区域中心。
4	国家发改委发布《产业结构调整指导目录》（2014）	智能建筑产品与设备的生产制造与集成技术、物联网、物联网等新业务网设备制造与建设”等列入“鼓励类”项目。
5	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》（2012）	提出要大力发展新一代信息技术产业，加快构建下一代国家信息基础设施，统筹宽带接入、新一代移动通信、下一代互联网、数字电视网络建设；加快新一代信息网络技术开发和自主标准的推广应用，支持适应物联网、云计算和下一代网络架构的信息产品的研制和应用。
6	《国家规划布局内重点软件企业和集成电路设计企业认定管理暂行办法》（2012）	确定了重点软件企业和集成电路设计企业的认定办法。
7	《关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》（2012）	提出要提高社会管理和城市运行信息化水平。建立全面覆盖的社会管理综合信息系统，推动城市管理信息共享，推广网格化管理模式，加快实施智能电网、智能交通等试点示范，引导智慧城市建设健康发展。
8	《中国安防行业“十二五”发展规划》（2011）	提出加强适应大型活动、重点目标防范等政府安全管理需要的技术应用创新；结合各行业领域安防应用的特点，研究各行业领域中与安防相关的业务流程，提出适用于电力、电信、医疗、冶金、金融、保险、学校等不同领域的安防个性化应用解决方案，并与各行业日常管理工作结合，实现综合应用。
9	《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》（2011）	进一步优化软件产业发展环境，为鼓励软件企业，制定了一系列财税政策、投融资政策、研究开发政策、进出口政策、人才政策、知识产权政策和市场政策。
10	软件和信息技术服务业“十二五”发展规划（2011）	提出“十二五”时期发展目标，实现软件和信息技术服务业平稳较快发展，产业的整体质量效益得到全面提升，创新能力显著增强，应用水平明显提高，推动经济社会发展、促进信息化和工业化深度融合的服务支撑能力显著增强。并且把工业软件与行业解决方案和信息系统集成服务列为发展重点。

资料来源：公司挂牌说明书，华鑫证券研发部

3、公司核心竞争力明显

3.1、品牌优势提升客户粘性

公司曾被获评广东省优秀安防企业、深圳市工商部门授予深圳市AAA级重合同、守信用企业；2009年，公司研发的“DCU-9010工业门禁控制器”获得了“第十二届中国国际公共安全博览会金鼎奖”；2010年，公司被评为“中国安防100强企业”。公司已为中国石化、中国化工正和集团、云南香格里拉国家森林公园、深圳中兴通讯集团、蒙牛集团等知名企业提供过服务，在行业树立了品牌，获得了良好的口碑。

3.2、立足深圳，凸显地域优势

目前我国已经形成了以长江三角洲、珠江三角洲、京津地区为中心的三大智能化系统集成产业集群地区。其中，以深圳为中心的珠江三角洲地区已成为我国规模最大、发展速度最快、品种最全、产品出口所占比重最高的安防产品加工密集地区。公司所在地深圳市在高科技产业方面拥有强大的研发创新能力，良好的产业配套设施，公司以深圳为发展基地，可以及时获取行业新科技资讯，吸引行业内高端人才。

3.3、资质优势确保市场顺利扩张

公司拥有公安部门颁发的《工程设计、施工、维护》一级安防资质，国家建设部门颁发的《建筑智能化工程设计与施工》壹级资质，国家科工贸信委颁发的《计算机信息系统集成》三级资质，取得工信部委颁发的《双软企业》证书，取得国家技术监督局颁发的《安全生产许可证》。同时，公司拥有多项自主知识产权专利，2014-2017年被认定为国家高新技术企业。

4、盈利预测与估值

我们预计 2015-2017 年公司实现归属于挂牌公司股东的净利润为 1482、2036、2752 万元，对应 EPS 分别为 0.48、0.67、0.90 元。公司属于信息技术服务行业，主营业务涉及智慧城市建设领域，可比上市公司 16 年平均市盈率为 43 倍，考虑到全国股转系统流动性相对较弱，给予公司估值一定的折价率，我们认为 2016 年公司估值在 16-20 倍较为合理，对应的价格区间为 10.7-13.4 元。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

图表 7、可比公司估值水平比较

股票代码	股票简称	收盘价	EPS			PE		
		20160222	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
300020	银江股份	18.30	0.68	0.33	0.43	27	55	42
300212	易华录	33.23	0.45	0.56	0.90	74	60	37
002178	延华智能	9.98	0.16	0.12	0.17	62	83	58
002421	达实智能	15.70	0.51	0.26	0.45	31	61	35
平均							65	43.

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

5、风险提示

1. 宏观经济增速放缓，行业需求下降；
2. 行业竞争加剧导致利润率下滑；
3. 核心技术人员流失；
4. 客户流失。



图表 8、公司盈利预测

单位：万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	5,863	9,780	13,680	18,110
增长率 (%)	71.49%	66.81%	39.88%	32.38%
减：营业成本	3,189	5,670	8,180	10,850
毛利率 (%)	45.61%	42.02%	40.20%	40.09%
营业税金及附加	187	313	437	579
销售费用	223	370	512	668
管理费用	962	1,550	2,180	2,890
财务费用	336	350	280	300
费用合计	1,520	2,270	2,972	3,858
期间费用率 (%)	25.93%	23.21%	21.73%	21.30%
资产减值损失	90	150	205	263
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	876	1,690	2,323	3,139
增长率 (%)	119.96%	92.86%	37.46%	35.13%
营业利润率 (%)	14.95%	17.28%	16.98%	17.33%
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	876	1,690	2,323	3,139
增长率 (%)	119.82%	92.90%	37.46%	35.13%
利润率 (%)	14.94%	17.28%	16.98%	17.33%
减：所得税费用	108	208	287	387
所得税率 (%)	12.29%	12.31%	12.35%	12.33%
净利润	768	1,482	2,036	2,752
增长率 (%)	128.99%	92.86%	37.38%	35.17%
净利润率 (%)	13.11%	15.15%	14.88%	15.20%
归属于母公司所有者的净利润	768	1,482	2,036	2,752
增长率 (%)	127.65%	92.86%	37.38%	35.17%
少数股东损益	0	0	0	0
总股本	3,058	3,058	3,058	3,058
摊薄每股收益(元)	0.25	0.48	0.67	0.90

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

研究员简介

董冰华：中国科学院大学，理学硕士，2013年7月加盟华鑫证券；覆盖领域：TMT行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>