安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 04 月 10 日

公司快报

证券研究报告

线缆

汇源通信（000586.SZ）

打造安防大平台，低估值提供安全边际

投资评级 买入-A

首次评级

6 个月目标价： 26.7 元

股价（2016-04-08） 19.49 元

■**公告：**（1）2016 年 3 月 29 日公司发布 2015 年年报，实现营业收入 4.35 亿元元，较上年同期减少 8.41%；净利润 1780 万元，同比增加 147.42%。（2）2015 年 12 月 27 日公司披露《四川汇源光通信股份有限公司重大资产置换及发行股份与支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》。拟通过资产置换、发行股份购买资产的方式，购买通宝莱 100%股权与迅通科技 100%股权。两家公司均从事智慧城市安防业务，交易完成后，通宝莱和迅通科技将成为上市公司的全资子公司。

■**置出原有资产，收购通宝莱和迅通科技，打造安防大平台。**公司拟通过资产置换、发行股份与支付现金的方式收购通宝莱 100%股权与迅通科技 100%股权。两家公司均为智慧城市领域优秀安防企业，本次交易完成后，公司将正式转型安防行业。通宝莱是智慧城市安防行业解决方案提供商和系统集成商，和作为网络视频监控产品及解决方案提供商的迅通科技将充分发挥协同效应，共同为客户提供全方位、一体化的系统解决方案，提升公司整体竞争力。

■**激烈竞争中寻找差异化优势，做细分市场领导者。**2014 年我国安防企业达 3 万家以上，从业人员达 160 万人，在激烈的市场竞争中，通宝莱和迅通科技通过差异化竞争策略，做细分市场领导者，努力在智慧城市项目之外寻找新的利润增长点。通宝莱在自主研发的智能光电防入侵系统领域具有先发优势，未来将重点布局民航系统、司法监狱、高铁系统、边防安全、军警系统等重要国土周界安全领域。同时迅通科技将不断拓展新行业客户，提供“前端智能摄像机+后端多级智能管理平台+智能 VAIS 视频图像处理”整体解决方案。

■**业绩增速高，低估值凸显投资价值。**从通宝莱和迅通科技披露的在手订单金额判断，两家公司大概率能完成对赌业绩，同时考虑到两家公司未来在细分行业发展中的明显优势，我们判断目前公司估值目前处于底部。

■**投资建议：**公司通过资产重组进军安防领域，打造安防大平台。采取差异化竞争策略，在细分行业发展中的明显优势，目前估值处于底部。我们预计公司 2016 年~2017 年净利润将达到 2.2 亿元和 2.9 亿元，首次覆盖给予买入-A 评级，6 个月目标价 26.7 元，请投资者重点关注。

■**风险提示：**重组进度不达预期；

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	474.9	435.0	1,196.1	1,587.7	2,103.9
净利润	6.9	17.0	220.0	290.0	389.0
每股收益(元)	0.04	0.09	0.67	0.88	1.18
每股净资产(元)	1.10	1.20	1.38	2.26	3.45

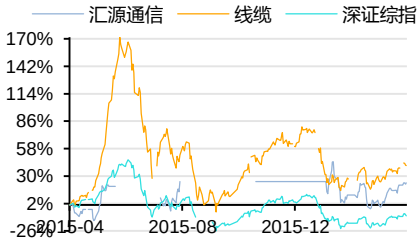
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	549.2	222.0	29.1	22.1	16.5
市净率(倍)	17.8	16.3	14.1	8.6	5.7
净利润率	1.4%	3.9%	18.4%	18.3%	18.5%
净资产收益率	3.2%	7.3%	48.4%	39.0%	34.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.4%	0.2%	150.0%	64.7%	123.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

交易数据

总市值（百万元）	3,770.15
流通市值（百万元）	3,770.15
总股本（百万股）	193.44
流通股本（百万股）	193.44
12 个月价格区间	13.34/22.90 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.86	2.24	22.69
绝对收益	21.58	-1.02	20.46

李伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515080003
liwei3@essence.com.cn
010-83321038

陈宁玉 报告联系人
chenny@essence.com.cn
021-35082003

石泽蕤 报告联系人
shizr@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 收购通宝莱和迅通科技，进军安防行业，打造安防大平台

公司拟通过资产置换、发行股份与支付现金的方式收购通宝莱 100%股权与迅通科技 100%股权，拟发行 1.26 亿股购买资产，募集配套资金不超过 20.5 亿元，两家公司股权预估值合计 32.75 亿元。两家公司均为智慧城市领域优秀安防企业，本次交易完成后，公司将正式转型安防行业。通宝莱是智慧城市安防行业解决方案提供商和系统集成商，和作为网络视频监控产品及解决方案提供商的迅通科技将充分发挥协同效应，共同为客户提供全方位、一体化的系统解决方案，提升公司整体竞争力。

2. 激烈竞争中寻找差异化优势，做细分市场领导者

根据中国安全防范产品行业协会数据显示，2014 年我国安防企业达 3 万家以上，从业人员达 160 万人，在激烈的市场竞争中，通宝莱和迅通科技通过差异化竞争策略，发挥自身优势，做细分市场领导者。

通宝莱在自主研发的智能光电防入侵系统领域具有先发优势，目前性能与技术皆领先于国内外同类型周界报警系列产品。智能光电防入侵系统具有光电混合探测功能，同时综合计算机技术、网络技术和数字技术，形成集闭路电视监控、声光报警于一体的安防周界报警系统。该系统对翻越和破坏围界等入侵行为可以及时发出报警和警告，实现对入侵目标的检测、定位及震慑功能。目前该智能光电防入侵系统应用行业主要有五大板块为民航系统、司法监狱、高铁系统、边防安全、军警系统等重要国土周界安全领域。

图 1：通宝莱智能光电防入侵系统联通报警功能

资料来源：通宝莱官网，安信证券研究中心

通宝莱携手广东省广电集团，布局智能家居 O2O。通宝莱智能家居安防产品包括威慧云摄像机、U 安云视频平台、无线烟雾探测器、无线声光报警器、无线温湿度探测器、无线门磁等，同时将智能硬件、运营服务、内容提供、移动互联 App 等四大功能集成于威慧智能云服务生态平台中，为家庭用户提供住宅安保、保险服务、智能教育等服务内容。通宝莱公司官网显示，公司已经和广东省广电集团达成战略合作，共同布局智能家居安防 O2O。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 2：通宝莱智能光电防入侵系统在深圳边防第六支队示范区

资料来源：通宝莱网站，安信证券研究中心

图 3：通宝莱智能家居产品

资料来源：通宝莱官网，安信证券研究中心

发挥视频图像智能分析技术优势，迅通科技打造智能“监控+视频智能分析”整体解决方案。多年来迅通科技在金融、教育、交通、公安等客户提供“前端智能摄像机+后端多级智能管理平台+智能 VAIS 视频图像处理”整体解决方案。 未来迅通科技将开拓新的行业客户提供基于智能视频分析的完整解决方案。

3.业绩增速高，低估值凸显投资价值。

交易方案中，通宝莱承诺 2016 年~2018 年归属于母公司的净利润分别不低于 11,600.00 万元、14,900.00 万元及 19,400.00 万元。迅通科技承诺 2016 年~2018 年归属于母公司的净利润分别不低于 10,700.00 万元、13,600.00 万元及 17,200.00 万元。从通宝莱和迅通科技披露的在手订单金额判断，两家公司大概率能完成对赌业绩，同时考虑到两家公司未来在细分行业发展中的明显优势，我们预计公司 2016 年~2017 年净利润将达到 2.2 亿元和 2.9 亿元，考虑增发摊薄后 EPS 为 0.67 元和 0.88 元，对比 A 股安防行业同类型上市公司，目前公司处于估值底部，凸显投资价值。

表 1：A 股同行业上市公司估值对比

代码	公司	总市值（亿元）	2016 年净利润(亿元)	2017 年净利润（亿元）	2016 年动态 PE
300098.SZ	高新兴	157.19	3.37	4.93	46.64
300367.SZ	东方网力	234.52	3.93	5.54	59.67
000662.SZ	索芙特	184.31	4.61	6.23	39.98
300448.SZ	浩云科技	63.74	0.95	1.15	67.10

资料来源：Wind 一致预期，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	474.9	435.0	1,196.1	1,587.7	2,103.9
减:营业成本	387.1	362.3	751.6	1,000.6	1,330.3
营业税费	5.3	3.7	15.4	17.2	22.7
销售费用	39.1	41.4	89.7	127.0	168.3
管理费用	32.6	32.3	107.7	142.9	189.4
财务费用	1.6	-8.7	-6.6	-19.8	-36.4
资产减值损失	4.7	-4.9	0.0	-0.1	-1.7
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	1.0	0.0	3.7	1.6	1.8
营业利润	5.5	8.9	242.1	321.4	433.2
加:营业外净收支	5.1	10.6	7.8	8.1	8.8
利润总额	10.6	19.4	250.0	329.5	442.1
减:所得税	1.7	1.7	30.0	39.5	53.0
净利润	6.9	17.0	220.0	290.0	389.0

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	172.0	130.0	95.7	481.9	520.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	192.1	217.3	807.0	549.4	1,310.5
应收票据	-	-	2.9	0.9	1.6
预付帐款	10.2	12.8	40.9	26.6	63.1
存货	75.4	84.0	212.1	186.3	360.1
其他流动资产	0.0	2.0	0.9	1.0	1.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	15.2	14.5	14.5	14.5	14.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	37.5	34.7	29.4	24.0	18.7
在建工程	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
无形资产	24.4	24.5	23.5	22.4	21.4
其他非流动资产	10.2	9.7	9.8	9.8	9.7
资产总额	537.6	530.5	1,237.5	1,317.8	2,321.8
短期债务	20.0	10.0	20.5	-	-
应付帐款	207.2	209.7	608.3	466.3	1,002.9
应付票据	15.8	1.0	47.2	15.4	61.3
其他流动负债	29.1	37.7	56.2	51.9	84.6
长期借款	14.0	-	12.4	-	-
其他非流动负债	15.9	16.2	14.1	15.4	15.2
负债总额	302.0	274.6	758.7	549.0	1,164.0
少数股东权益	23.7	24.4	24.4	24.4	24.4
股本	193.4	193.4	328.7	328.7	328.7
留存收益	20.8	40.9	125.6	415.6	804.6
股东权益	235.6	255.9	478.8	768.8	1,157.8

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	15.1%	-8.4%	175.0%	32.7%	32.5%
营业利润增长率	-53.1%	62.7%	2623.5%	32.8%	34.8%
净利润增长率	-53.0%	147.4%	1195.2%	31.8%	34.1%
EBITDA 增长率	-38.4%	-53.9%	3670.7%	27.4%	30.9%
EBIT 增长率	-50.0%	-96.6%	99213.6	28.1%	31.5%
NOPLAT 增长率	-54.0%	-96.3%	95611.3	28.1%	31.5%
投资资本增长率	-19.5%	56.5%	197.1%	-31.1%	124.7%
净资产增长率	4.0%	8.6%	87.1%	60.6%	50.6%
利润率					
毛利率	18.5%	16.7%	37.2%	37.0%	36.8%
营业利润率	1.2%	2.0%	20.2%	20.2%	20.6%
净利润率	1.4%	3.9%	18.4%	18.3%	18.5%
EBITDA/营业收入	2.9%	1.5%	20.2%	19.4%	19.2%
EBIT/营业收入	1.5%	0.1%	19.7%	19.0%	18.9%
运营效率					
固定资产周转天数	30	30	10	6	4
流动营业资本周转天数	27	44	66	67	71
流动资产周转天数	323	371	242	273	300
应收帐款周转天数	138	169	154	154	159
存货周转天数	53	66	45	45	47
总资产周转天数	389	442	266	290	311
投资资本周转天数	75	94	83	79	79
投资回报率					
ROE	3.2%	7.3%	48.4%	39.0%	34.3%
ROA	1.7%	3.3%	17.8%	22.0%	16.8%
ROIC	5.4%	0.2%	150.0%	64.7%	123.5%
费用率					
销售费用率	8.2%	9.5%	7.5%	8.0%	8.0%
管理费用率	6.9%	7.4%	9.0%	9.0%	9.0%
财务费用率	0.3%	-2.0%	-0.6%	-1.2%	-1.7%
三费/营业收入	15.4%	15.0%	15.9%	15.8%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	56.2%	51.8%	61.3%	41.7%	50.1%
负债权益比	128.2%	107.3%	158.5%	71.4%	100.5%
流动比率	1.65	1.73	1.58	2.34	1.96
速动比率	1.38	1.40	1.29	1.99	1.65
利息保障倍数	4.50	-0.03	-35.44	-15.23	-10.89
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	8.9	17.8	220.0	290.0	389.0
加:折旧和摊销	7.0	6.3	6.4	6.4	6.4
资产减值准备	4.7	-4.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	3.1	1.6	-6.6	-19.8	-36.4
投资损失	-1.0	-0.0	-3.7	-1.6	-1.8
少数股东损益	2.1	0.8	-	-	-
营运资金的变动	7.4	-48.9	-278.7	121.3	-358.8
经营活动产生现金流量	23.4	-24.9	-62.7	396.3	-1.6
投资活动产生现金流量	2.6	-0.6	3.7	1.6	1.8
融资活动产生现金流量	-12.3	-7.6	24.7	-11.6	38.0

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.04	0.09	0.67	0.88	1.18
BVPS(元)	1.10	1.20	1.38	2.26	3.45
PE(X)	549.2	222.0	29.1	22.1	16.5
PB(X)	17.8	16.3	14.1	8.6	5.7
P/FCF	196.1	-82.4	-172.2	16.6	168.3
P/S	7.9	8.7	5.4	4.0	3.0
EV/EBITDA	133.2	579.3	26.3	19.3	14.7
CAGR(%)	219.1%	179.8%	135.1%	219.1%	179.8%
PEG	2.5	1.2	0.2	0.1	0.1
ROIC/WACC	0.5	0.0	14.3	6.2	11.8
REP	40.8	1,147.3	1.1	3.4	0.8

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号3楼

邮　编： 200122

北京市

地　址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。