

业务阵营再添强将, 内生外延保障高增长

投资要点

- **平安城市领导者, 打造“大安防”战略布局。**公司致力于将自身打造为国内领先的智慧城市建设运营商, 同时提供铁路行车安全、数据安全和金融安全等诸多领域安防解决方案。业绩方面, 公司2016年前三季度实现营业收入9.31亿元, 同比增长51.13%; 实现归母净利润2.01亿元, 同比增长229.09%。业绩快速增长原因一方面在于公司主业内生增速良好, 另一方面公司所收购资产实现并表, 显著增厚了公司业绩。公司把握“平安中国”政策脉搏, 自2012年开始持续并购各细分领域的优质标的, 力求各领域安防业务深度与广度兼具, 持续推进“大安防”战略布局。
- **发力“智慧交通”, 抢占电子车牌广阔市场。**电子车牌是RFID技术在物联网领域的最新应用之一, 对于采集动态交通信息、缓解城市拥堵意义重大。目前公安部已将电子车牌试运行标准上报国标委, 电子车牌的国家标准有望在2017年颁布。公司于2016年6月25日发布公告拟收购中兴智联84.86%股权, 中兴智联是电子车牌标准制定的主要参与方, 基于中兴强大的物联网技术, 围绕电子车牌形成了“车牌—读写器—系统”全产业链系统。未来公司将利用中兴智联的研发平台, 与中兴在物联网产业加强合作, 使公司的渠道优势与中兴的技术优势形成合作共赢的局面, 抢占电子车牌的广阔市场。
- **并购中兴物联, 聚焦物联网大市场。**物联网已成为运营商及众多科技企业重点布局的方向。据测算, 2016年国内物联网行业的整体收入将超过1万亿元; 至2025年全球物联网市场规模将达到19万亿元, 中国物联网市场将突破3.5万亿元。公司于2016年11月30日与12月29日分别发布公告, 拟收购中兴物联11.43%及84.07%股权。同时签订业绩对赌协议, 中兴物联承诺2017-2019年合计净利润不低于2.1亿元。中兴物联以“连接”技术为核心, 专注于物联网企业级市场。并购完成后, 高新兴将进一步夯实以物联网为技术核心, 以公共安全为应用核心的“公共安全+物联网”战略, 公司将补齐自身在物联网“连接层”的技术与产品空缺, 完善在物联网领域的全面布局。
- **盈利预测与估值。**未来三年公司智慧城市与轨交安全业务均有望保持30%以上复合增速, 受益于铁塔公司基站建设的巨大需求通信安全业务2016年有望实现收入的成倍增长, 同时考虑2017年中兴物联并表带来的业绩增厚, 我们上调17、18年盈利预测, 预计公司2016-2018年EPS分别为0.29元、0.39元、0.47元, 对应PE分别为55倍、40倍、34倍。参照智慧城市板块平均PE水平, 给予公司2017年50倍PE, 对应目标价为19.5元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 通信安全业务营收高增长不可持续的风险; 平安城市安防监控业务竞争趋于激烈的风险; 电子车牌业务推进不达预期的风险; 并购资产业务整合不及预期的风险; 并购项目推进或不及预期及业绩实现或不及承诺的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1080.59	1874.29	2840.15	3395.56
增长率	46.55%	73.45%	51.53%	19.56%
归属母公司净利润(百万元)	140.14	307.73	423.92	501.15
增长率	8.67%	119.59%	37.76%	18.22%
每股收益EPS(元)	0.13	0.29	0.39	0.47
净资产收益率ROE	4.11%	8.27%	10.32%	11.01%
PE	122	55	40	34
PB	4.97	4.58	4.15	3.74

数据来源: Wind, 西南证券

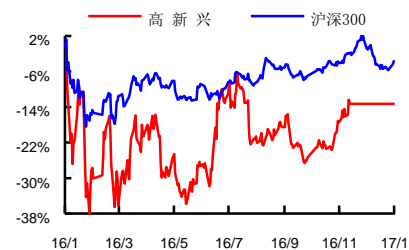
西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 常潇雅
电话: 021-68415380
邮箱: cxya@swsc.com.cn

联系人: 李傲远
电话: 0755-23884997
邮箱: liaoy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.75
流通A股(亿股)	5.46
52周内股价区间(元)	11.36-18.36
总市值(亿元)	170.24
总资产(亿元)	45.31
每股净资产(元)	3.38

相关研究

1. 高新兴(300098): 业绩亮眼, 符合预期 (2016-08-23)
2. 高新兴(300098): 聚焦物联网产业, 开拓电子车牌蓝海市场 (2016-08-22)

目 录

1 智慧城市领导者，打造“大安防”战略布局	1
1.1 智慧城市领域老牌优质企业	1
1.2 切入多领域安防市场，推进“大安防”战略布局	2
2 发力“智慧交通”，抢占电子车牌广阔市场	2
2.1 政策助力推广，电子车牌市场空间可观	2
2.2 收购中兴智联，技术与渠道双拳发力	4
3 并购中兴物联，聚焦物联网大市场	5
3.1 物联网产业潜力巨大，为兵家必争之地	5
3.2 收购中兴物联，深入布局物联网领域	7
3.3 中兴物联专注“连接层”技术，补全公司物联网战略布局	10
4 盈利预测与估值	11
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司 2012-2015 年营业收入 (万元) 及增速	1
图 2: 公司 2013-2015 年净利润 (万元) 及增速	1
图 3: 主营业务营收占比	1
图 4: 安防业务布局	2
图 5: 电子车牌技术原理	3
图 6: 电子车牌技术与传统车牌技术对比	3
图 7: 电子车牌政策推进历程	3
图 8: 电子车牌市场规模 (亿元) 及增速	3
图 9: 中兴智联电子车牌架构	4
图 10: 中国汽车保有量	5
图 11: 中国汽车销售量及增速	5
图 12: 物联网	5
图 13: 物联网产业规模 (亿元)	6
图 14: 物联网技术在各行业渗透率	6
图 15: 并购完成后中兴物联股权结构	7
图 16: 中兴物联产品与服务体系	8
图 17: 通信模块应用	8
图 18: 通信模块需求量 (单位: 千万片)	8
图 19: 2015-2020 年中国车联网市场总需求 (单位: 十亿欧元)	9
图 20: 物联网在公共安全领域应用	10

表 目 录

表 1: 历年物联网相关政策	6
附表: 财务预测与估值	12

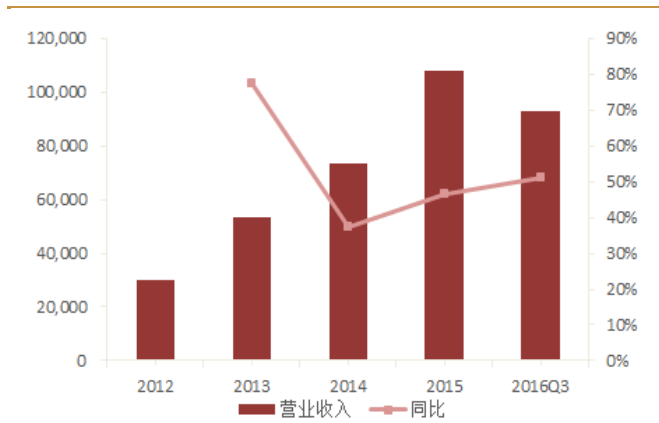
1 智慧城市领导者，打造“大安防”战略布局

1.1 智慧城市领域老牌优质企业

高新兴自 2010 年创业板上市以来，主业由通信安全向各个领域安防拓展，公司致力于将自身打造为国内领先的智慧城市建设运营商，同时提供铁路行车安全、数据安全和金融安全等诸多领域安防解决方案，为营收增长打开了广阔空间。

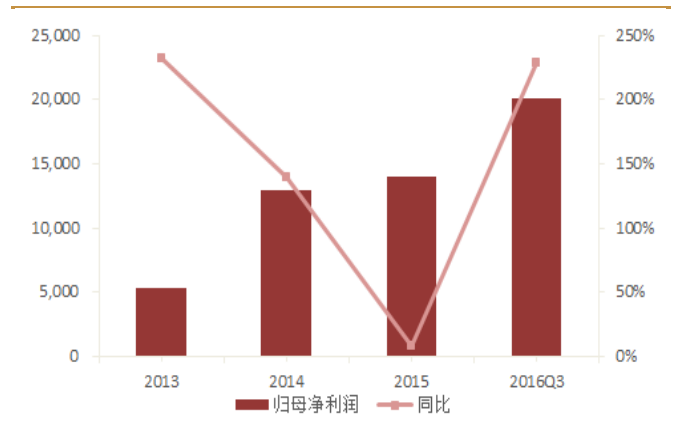
在业绩方面，公司 2016 年前三季度实现营业收入 9.31 亿元，较上年同期增长 51.13%。前三季度公司实现归母净利润 2.01 亿元，较上年同期增长 229.09%，业绩快速增长原因一方面在于公司主业内生增速良好，另一方面公司所收购资产实现并表，显著增厚了公司业绩。

图 1：公司 2012-2015 年营业收入（万元）及增速



数据来源：公司公告、西南证券整理

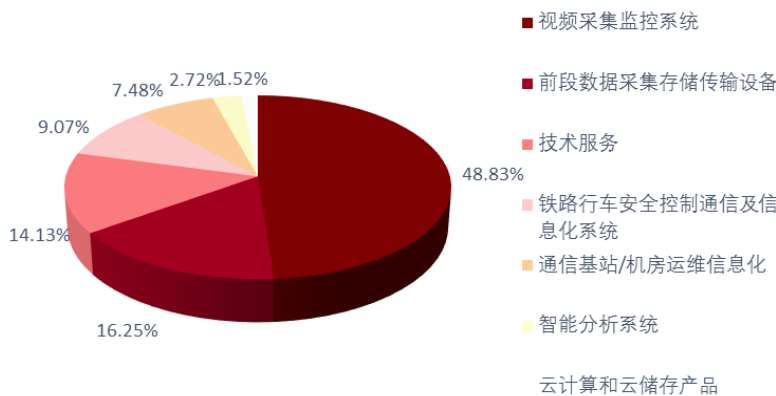
图 2：公司 2013-2015 年净利润（万元）及增速



数据来源：公司公告、西南证券整理

作为国内优秀的公共安全整体方案提供商和跨系统平台的智慧城市运营商，公司目前主要业务包括平安城市与智能交通、通信安全、铁路行车安全、数据安全和金融安全等，为公安交管部门、通信运营商、地方铁路局、银行等金融机构提供优质的产品和服务。

图 3：主营业务营收占比



数据来源：公司公告、西南证券整理

1.2 切入多领域安防市场，推进“大安防”战略布局

公司已形成平安城市与智能交通、通信安全、金融安全、铁路行车安全和数据安全等多元化业务布局。把握“平安中国”政策脉搏，公司自 2012 年开始持续并购各细分领域的优质标的，力求各领域安防业务深度与广度兼具，持续推进“大安防”的战略布局。

图 4：安防业务布局



数据来源：公司公告、西南证券整理

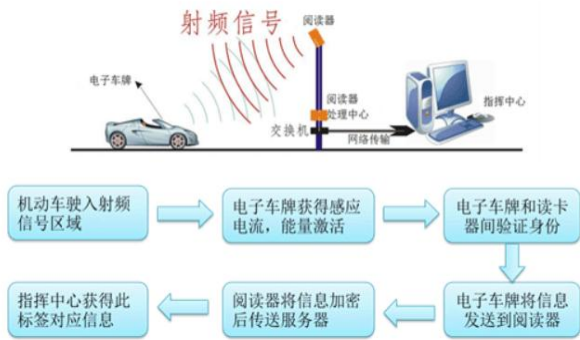
目前智慧城市仍是公司的重要业务，公安行业相关业务在总营收中占比超过 50%；公司在手订单饱满，行业整体增速良好，公司的高增长态势有望继续保持；同时公司平安城市业务逐步由项目制向 PPP 模式以及最终的整体运营商模式转变，业务毛利率有望进一步提高。此外受益于铁塔公司基站建设的巨大需求，公司的通信安全业务将在 2016 年实现收入与利润的成倍增长。

2 发力“智慧交通”，抢占电子车牌广阔市场

2.1 政策助力推广，电子车牌市场空间可观

电子车牌是 RFID 技术在物联网领域的最新应用之一。我国早在 2007 年就将基于 RFID 技术的汽车电子标识技术的开发和应用验证纳入“国家科技支撑计划”重点专项中，但国家标准的缺失制约了电子车牌的应用推广。随着 2016 年智能交通概念的提出，市场对电子车牌国家标准落地的预期越来越强烈。公安部与工信部、交通部从 2010 年开始了电子车牌技术标准的研究与制定，2015 年初，确定北京、深圳、无锡作为电子车牌试点城市，分析、实验、论证电子车牌技术标准。无锡跟深圳首批分别发放了 10 万张跟 20 万张电子车牌，随着这两个试点城市电子车牌项目完成验收，公安部将现在试运行的标准上报国标委，在完成相关的审议后，电子车牌的国家标准有望在 2017 年颁布，电子车牌应用有望在 2018 年向全国推广。

图 5：电子车牌技术原理



数据来源：公司公告、西南证券整理

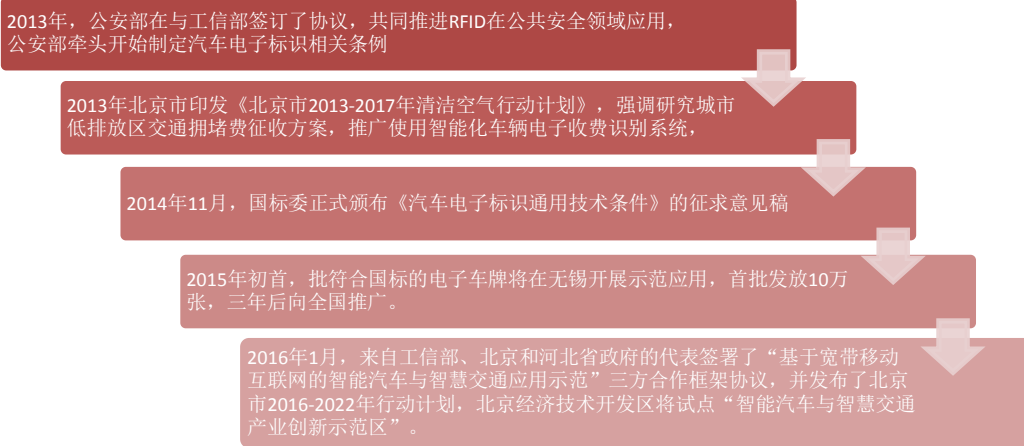
图 6：电子车牌技术与传统车牌技术对比



数据来源：公司公告、西南证券整理

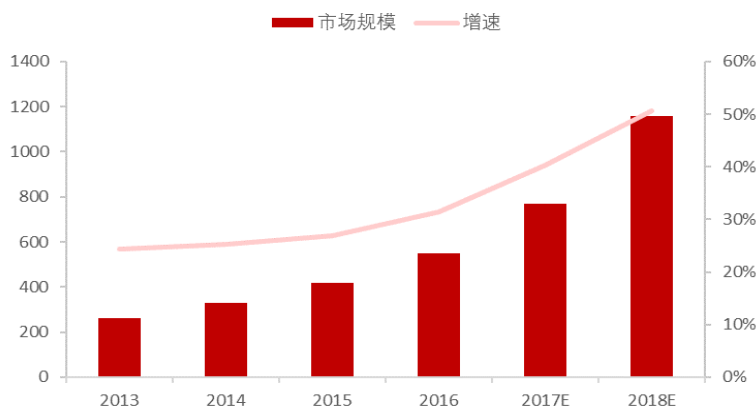
电子车牌对于采集动态交通信息、缓解城市拥堵意义重大，是智慧交通、平安城市建设中的重要一环，市场空间巨大：以全国 100 个城市进行电子车牌推广来测算，我们预计前期硬件铺设的市场规模可以达到每年 40-50 亿元；硬件铺设完成后，未来数据运营端的市场空间则更为广阔，极具潜力。

图 7：电子车牌政策推进历程



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 8：电子车牌市场规模（亿元）及增速



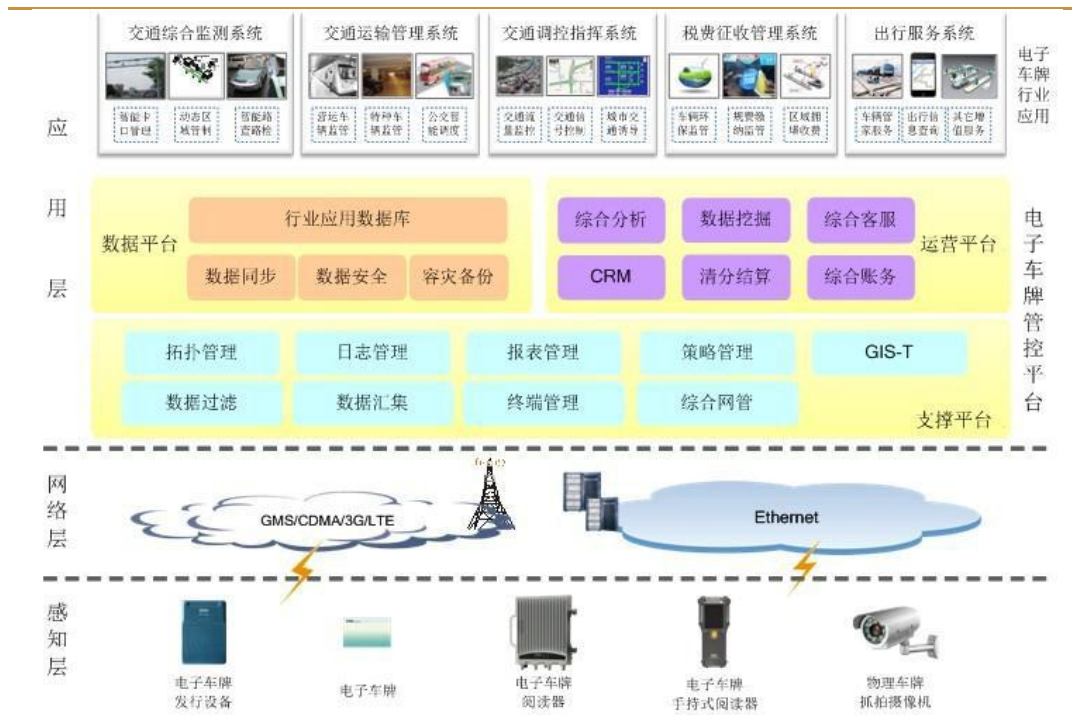
数据来源：公司公告、西南证券整理

2.2 收购中兴智联，技术与渠道双拳发力

公司于2016年6月25日发布公告，拟以1.48亿元人民币受让中兴通讯持有的中兴智联84.86%股权，中兴智联成为公司的控股子公司。此次收购主要目的为借助中兴智联在RFID领域的技术优势，切入电子车牌广阔市场。

中兴智联主营业务为基于无线射频识别(RFID)技术的系列化产品和解决方案的销售、部署、运营维护服务。在RFID技术研发方面，中兴智联拥有国内规模最大、专业性最强的技术团队，专注于RFID的研发十余年，在实验室与应用层面均积累了极为丰富的经验。作为公安部无锡所电子车牌标准制定的主要参与方，中兴智联参与了标准起草、制定、测试、试点多项工作。2010年起，中兴智联开始进行汽车电子标识项目建设，已经参与国内多个城市(重庆、兰州、银川、厦门、南京、深圳、无锡)汽车电子标识项目建设，拥有丰富的项目建设经验。

图9：中兴智联电子车牌架构



数据来源：公司公告、西南证券整理

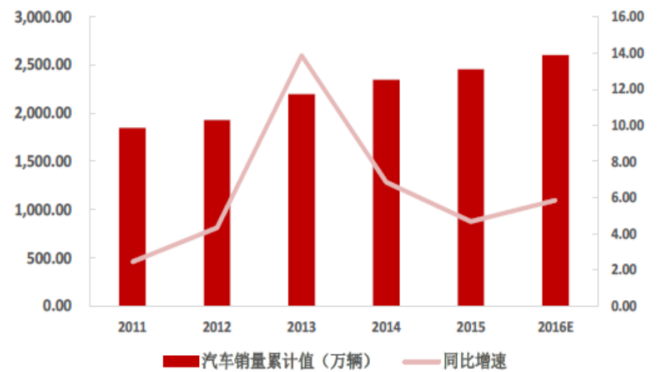
中兴智联是电子车牌标准制定的主要参与方，基于中兴强大的物联网技术，围绕电子车牌形成了“车牌—读写器—系统”全产业链系统。未来公司将利用中兴智联的研发平台，与中兴在物联网产业加强合作，使公司的渠道优势与中兴的技术优势形成合作共赢的局面。高新兴凭借技术与渠道的双向优势，有望占据逾50%的硬件铺设市场。另一方面，我国每年新增汽车超过2000万辆，国内汽车保有量超过1.8亿辆。随着电子车牌向全国推广，存量与增量汽车均需安装电子车牌，高新兴掌握电子车牌的核心技术与专利，在汽车上牌的收入分成中也将显著受益。

图 10: 中国汽车保有量



数据来源: 工信部、西南证券整理

图 11: 中国汽车销售量及增速



数据来源: 工信部、西南证券整理

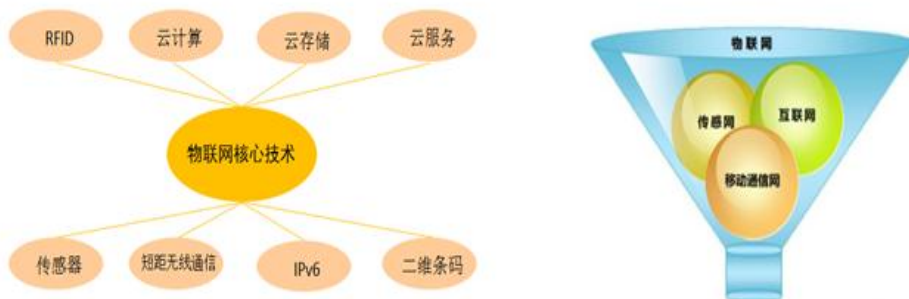
在电子车牌硬件铺设期完成转向运营期后, 公司可以为交通部门搭建电子车牌管控平台, 提供数据存储、数据管理以及基于大数据技术的数据挖掘服务。除了交通、治安、项目管理应用之外, 电子车牌数据还可以被用于多个领域, 如加油站、洗车店、商圈的精准营销等。预计在电子车牌硬件铺设完成后公司将逐步展开在数据运营端的布局, 受益于巨大市场容量, 数据运营业务有望显著放量。

3 并购中兴物联, 聚焦物联网大市场

3.1 物联网产业潜力巨大, 为兵家必争之地

物联网是新一代信息技术的主要发展方向之一, 其要义在于通过射频识别、红外感应器、全球定位系统、激光扫描器等信息传感设备, 实现任何物体、任何人、任何时间以及任何地点的智能化识别、信息交换与管理。美国权威机构 Forrester 预测, 到 2020 年全球万物互联的业务与人与人之间通信业务的数量比将达 30:1, 物联网被视作下一个万亿级市场。随着 LoRa 和 NB-IoT 技术标准的落地, 物联网领域通讯技术问题获得重大突破, 解决了长久掣肘物联网发展的问题, 行业迅速地由概念向应用落地。

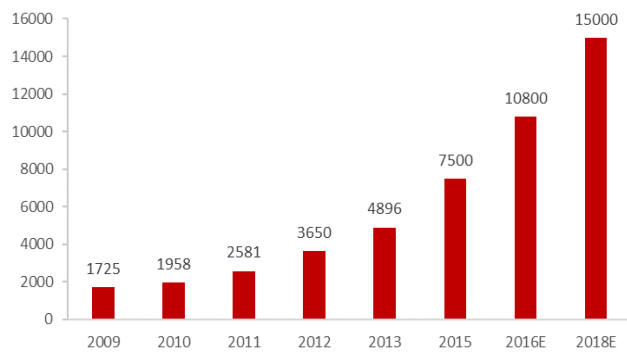
图 12: 物联网



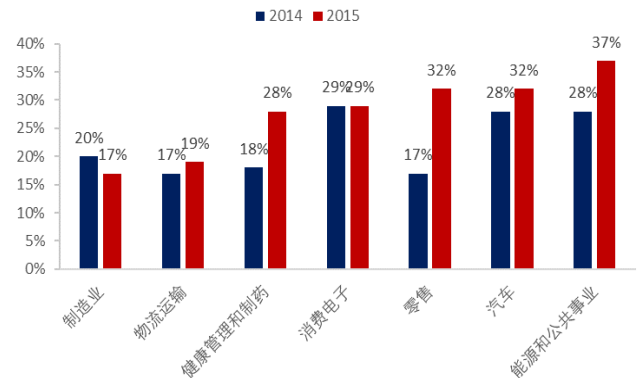
数据来源: 西南证券整理

大众消费市场日趋饱和导致运营商盈利增长趋缓，亟待寻求新的盈利增长点；互联网行业公司已看到“万物互联”时代巨量的商业机遇，物联网成为了运营商及众多科技企业重点布局的方向。预计未来 5-10 年物联网连接数和市场规模将发生大规模井喷式发展。据中国科学院物联网研究发展中心测算，2016 年国内物联网行业的整体收入将超过 1 万亿元；根据 IDC、Cisco、麦肯锡等研究机构的预测数据，至 2025 年全球物联市场规模将达到 19 万亿元，中国物联市场将突破 3.5 万亿元。相比之下，2015 年我国电信业务总收入为 1.13 万亿，同比增速不足 1%，未来物联网产业规模将远超电信行业，产业链各环节均存在巨大机会。

近三年来，物联网技术在各行业的应用逐步增加，多种商用模式落地，渗透生产制造、交通物流、健康医疗、消费电子、零售、汽车等众多领域，未来仍存巨大发展潜力。

图 13：物联网产业规模（亿元）


数据来源：工信部、西南证券整理

图 14：物联网技术在各行业渗透率


数据来源：工信部、西南证券整理

物联网产业发展关乎民生与经济，同时也是国家科技实力的重要体现。物联网已被提升到国家战略的层级，利好政策不断出台，为物联网行业的快速发展保驾护航。

2010 年 10 月，国务院公布《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，将促进物联网的研发和示范应用列入信息技术类战略性新兴产业的发展方向之一。2013 年 3 月，国务院办公厅发布《国家重大科技基础设施建设中长期规划（2012 年-2030 年）》，其中将物联网市视为三网融合的重要一环。2016 年 12 月，国务院印发的《“十三五”战略性新兴产业发展规划》又再次强调大力发展物联网，促进物联网个各种商用形式落地的重要性。可预见物联网未来仍将获强大政策助力，行业快速发展有所保障。

表 1：历年物联网相关政策

时间	政策名称
2009 年 11 月 3 日	《让科技引领中国可持续发展》重要讲话
2010 年 10 月 18 日	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》
2011 年 4 月 6 日	《物联网发展专项资金管理暂行办法》
2011 年 5 月 9 日	《工业和信息化部 2011 年标准化重点工作》
2011 年 5 月 20 日	《中国物联网白皮书（2011）》
2011 年 6 月 1 日	《卫星移动通信系统终端地球站管理办法》
2012 年 2 月 14 日	《十二五物联网发展规划》

时间	政策名称
2013年2月17日	《国务院关于推进物联网有序健康发展的指导意见》
2013年3月4日	《国家重大科技基础设施建设中长期规划(2012年-2030年)》
2013年5月15日	《物联网标识白皮书》
2013年8月	《关于促进我国智慧城市健康发展的指导意见》
2013年9月	《关于改进提升交通运输服务的若干指导意见》、《物联网发展专项行动计划》
2016年12月	《“十三五”战略性新兴产业发展规划》

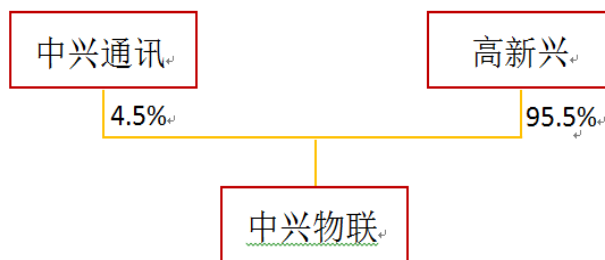
数据来源：西南证券整理

3.2 收购中兴物联，深入布局物联网领域

公司于2016年11月30日发布公告，以9,258.30万元人民币受让努比亚持有的中兴物联11.43%股权。2016年12月29日公司发布公告，拟收购中兴物联84.07%股权；同时签订业绩对赌协议，中兴物联承诺2017-2019年合计净利润不低于2.1亿元。

此次交易达成后，公司将持有中兴物联95.50%股权，中兴物联成为上市公司的控股子公司并纳入合并报表范围，公司的物联网产业链布局更加完善，资产、业务规模均将得到显著提高，盈利能力进一步增强。

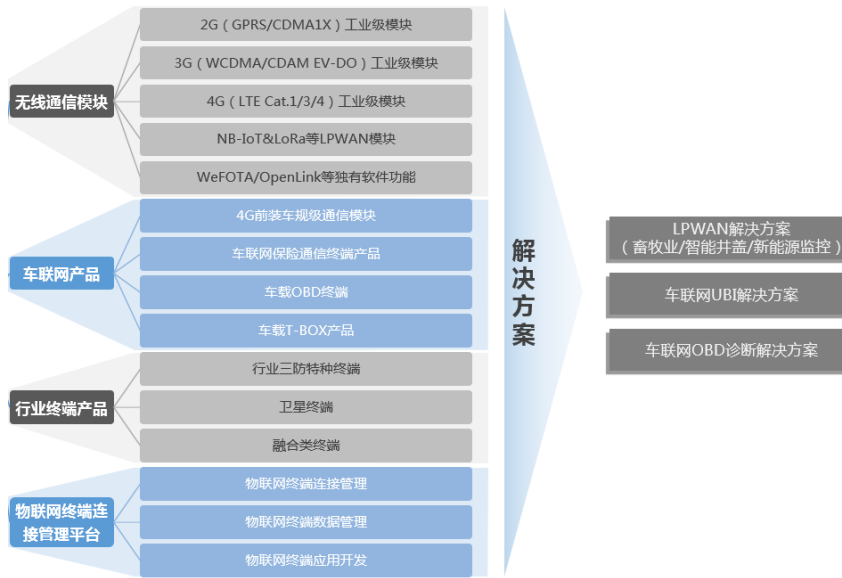
图 15：并购完成后中兴物联股权结构



数据来源：公司公告、西南证券整理

中兴物联是一家业界领先的物联网通信终端与整体解决方案提供商，主营业务以“连接”技术为核心，专注于物联网企业级市场，覆盖物联网无线通信模块、车联网产品、物联网行业终端以及物联网通信管理平台与行业整体解决方案等四大业务板块。深厚的物联网通信技术积累和强大的研发能力使中兴物联拥有快速切入垂直行业、提供定制化产品及解决方案的能力，其产品与服务应用于智慧城市、安防、金融、医疗等领域，并在包括车联网、卫星终端等在内的垂直领域已取得重大突破与进展，上述细分领域目前仍属蓝海市场，可预见未来中兴物联业绩增长将存强劲动力。

图 16: 中兴物联产品与服务体系



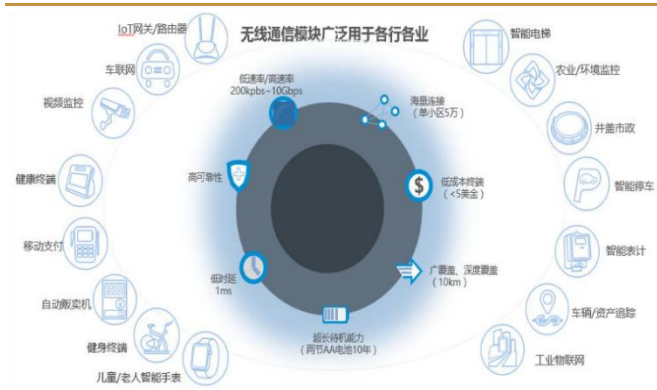
数据来源：公司公告、西南证券整理

(1) 无线通信模块

物联网无线通信模块是物联网的体系架构自下而上四大层次中“连接层”的重要载体与关键设备之一，也是中兴物联的核心产品及主要收入来源。自 2013 年在国内首家推出 4G 网络的 LTE 模块以来，中兴物联的无线通信模块及其集成产品业务取得了快速增长。目前，中兴物联可以提供覆盖各个通信网络制式的全系列无线通信模块产品。中兴物联已经推出 NB-IoT 模块工程样片，并在中国三大运营商完成了试点，同时联合中国移动在乌镇世界物联网大会上进行了智能停车和智能水务管理的业务演示。中兴物联无线通信模块产品已累计发货超过 3,000 万片，产品在位居国内领先地位的同时，也向日韩、欧美等国家和地区批量发货。在全球范围内，中兴物联无线通信模块产品及其集成产品业务规模仅次于 Sierra Wireless、Gemalto、Telit、U-blox 以及华为等国际一流厂商，位居全球第二集团前列。

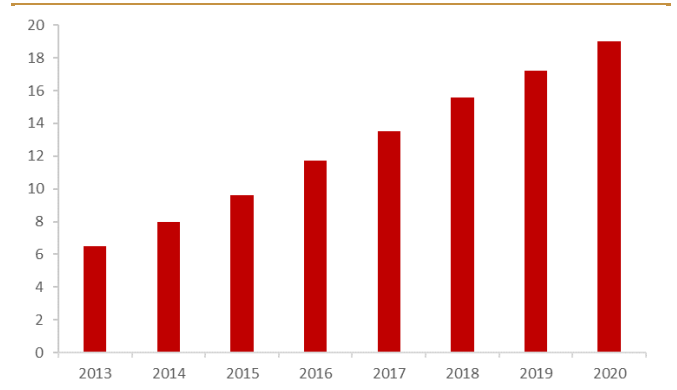
根据 TSR 预测，2015-2020 年，无线通信模块需求总量将从 9,800 万片增长至 1.9 亿片，其中 LTE 产品将从 2015 年的 450 万片，增长至大约 4,200 万片。中兴物联作为行业龙头，前景十分可观。

图 17: 通信模块应用



数据来源：智研咨询集团、西南证券整理

图 18: 通信模块需求量（单位：千万片）



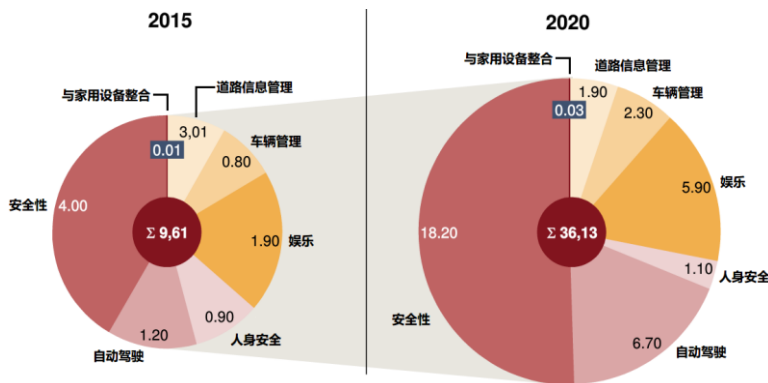
数据来源：TSR、西南证券整理

(2) 车联网产品

在车联网方面，中兴物联可以提供前装类的车规级通信模块与后装类的 UBI、OBD、T-BOX 车联网终端产品等各种基于车联网行业的技术与服务。其中，前装类车规级通信模块相比传统工业级或消费级通信模块均具有更强的可靠性和适应性，是国内为数不多能够提供车规级通信模块产品的厂商之一；后装类车联网终端产品则可以提供驾驶信息监控、车辆自我诊断、车队智能管理、车载热点等信息化管理功能，目前中兴物联已就该系列产品与 AT&T、T-Mobile、TeliaSonera、Mojoio、Octo 多家国际顶级运营商与 TSP 厂商达成了深度合作关系，是国内为数不多能够与国际车联网市场达成多维度合作的车联网后装产品与服务提供商之一。

根据公安部交管局和国家信息中心数据，2016 年中国汽车保有量达到 2 亿辆，每年新增新车数约 2000 万辆。庞大的汽车市场为中国的车联网产业的增长提供了强有力的基础，结合行业特点、市场需求以及政策环境，我们认为国内车联网市场在未来 5 年时间里将经历高速发展，年均市场规模将达到千亿级，在此过程中中兴物联也将显著受益。

图 19：2015-2020 年中国车联网市场总需求（单位：十亿欧元）



数据来源：Strategy&咨询，普华永道，德国机动车管理中心，西南证券整理

(3) 卫星通信终端

中兴物联在卫星通信终端领域具备深厚的研发积累与业务基础。目前，中兴物联已经开发出 T900 卫星手持机、T950 卫星便携式终端等卫星通信产品，该系列产品能够同时支持卫星和地面全网通的卫星通信产品，可以兼容大 S 波段卫星通信、国产北斗定位等技术，具有增强三防设计，并可以根据用户的需求完成进一步的深度定制，弥补了我国地面网和卫星通讯融合产品领域的空白。此外，中兴物联已经与我国唯一的移动通信卫星运营商中国电信达成了长期稳定的合作关系，为其卫星通信终端产品的销售维持了稳定的渠道与广阔的市场。

根据中国卫星通信集团预测，未来 10 年内，我国的卫星终端用户将超过 300 万，参照海外的情况，我国卫星移动通信行业的运营业务未来有望达到每年数十亿元的规模，市场潜力在百亿元以上。中兴物联在该领域具有极大的先发优势，未来业绩增长值得看好。

中兴物联具备从无线通信模块产品到系统集成再到运营服务的一揽子物联网产品、服务、解决方案的提供能力。物联通终端管理云平台可以实现无线通信模块和终端产品的云端资源整合，可以通过平台化服务与大数据运营赢得增值收益，在多个行业都有着广泛的应用前景。

3.3 中兴物联专注“连接层”技术，补全公司物联网战略布局

整体而言，中兴物联核心竞争优势主要在于三个方面：

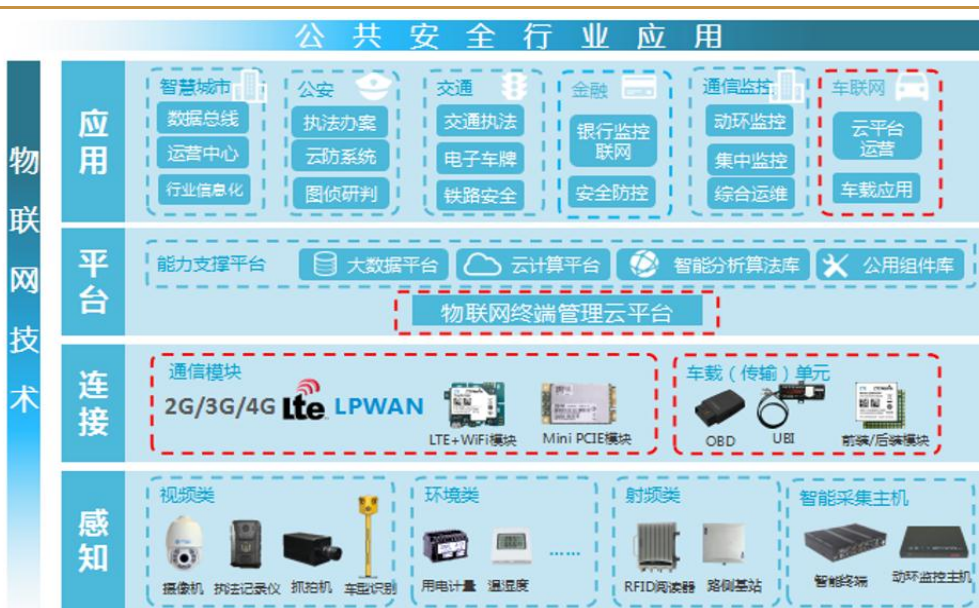
深厚的物联网通信技术积累与强大的研发能力。中兴智联拥有超过 160 人的研发团队，占标的公司员工总数的比例超过 60%，团队拥有完整的产品生命周期研发能力，累计完成了约 100 款无线通信模块与终端应用的策划、研发、设计。报告期内，其研发投入占营业收入的比例为 13.79%。截至本预案签署之日，中兴智联已获得专利 16 项，软件著作权 63 项。

细分市场的积淀与先发优势。凭借在物联网无线通信模块领域的深厚积累与技术沉淀，中兴智联能够快速切入车联网、卫星通信、安防、智能电网等垂直行业，向客户提供定制化的产品及解决方案，已经积累了多年的产品开发基础与经营经验，在细分市场上享有良好的产品声誉与较高的市场占有率。在国内市场，中兴智联与三大运营商、铁塔公司等建立了全方位、各层次的合作关系；在国际市场，标的公司与 AT&T、T-Mobile 等多家运营商和全球知名 TSP 厂商实现了深度合作。

优良的“云+端”主营业务组合。中兴智联具备从模块产品到系统集成再到运营服务的一揽子物联网产品、服务、解决方案的提供能力，从而为其确立相对于其他竞争对手差异化的竞争优势。同时，中兴智联正在构建的云平台系统，实现了模块和终端产品的云端资源整合。

高新兴已经在物联网技术体系中的感知、平台、应用层次建立了较为丰富的技术积累，并且在智慧城市、智能交通、公安信息化、通信监控、铁路安全、金融安防等公共安全产业板块中建立起较明显的竞争优势；中兴物联则在物联网无线通信模块、车联网行业应用、卫星通信终端等领域具有显著的产品技术优势和丰富的行业应用经验，是业内领先的物联网通信连接技术和服务提供商。

图 20：物联网在公共安全领域应用



数据来源：公司公告，西南证券整理

并购完成后，高新兴将进一步夯实以物联网为技术核心，以公共安全为应用核心的“公共安全+物联网”战略，公司将借助中兴物联领先的物联网产品技术与业务补充自身在物联网“连接层”的技术与产品空缺，完善在物联网领域的全面布局。

4 盈利预测与估值

未来三年公司智慧城市与轨交安全业务均有望保持 30%以上年复合增速，受益于铁塔公司基站建设的巨大需求通信安全业务 2016 年有望实现收入的成倍增长，同时考虑 2017 年中兴物联并表带来的业绩增厚，我们上调 17、18 年盈利预测，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.29 元、0.39 元、0.47 元，对应 PE 分别为 55 倍、40 倍、34 倍。参照智慧城市板块平均 PE 水平，给予公司 2017 年 50 倍 PE，对应目标价为 19.5 元，维持“买入”评级。

5 风险提示

通信安全业务营收高增长不可持续的风险；平安城市安防监控业务竞争趋于激烈的风险；电子车牌业务推进不达预期的风险；并购资产业务整合不及预期的风险；并购项目推进或不及预期及业绩实现或不及承诺的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1080.59	1874.29	2840.15	3395.56	净利润	140.88	307.73	423.92	501.15
营业成本	775.82	1274.94	2010.13	2407.02	折旧与摊销	16.06	19.94	19.94	19.94
营业税金及附加	3.62	6.65	9.81	11.78	财务费用	-29.53	-59.35	-89.94	-107.53
销售费用	80.60	135.29	207.40	247.89	资产减值损失	4.78	0.00	0.00	0.00
管理费用	114.33	203.47	305.71	366.54	经营营运资本变动	-108.37	-308.39	-157.00	-106.39
财务费用	-29.53	-59.35	-89.94	-107.53	其他	-142.69	-0.82	-49.98	-69.87
资产减值损失	4.78	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-118.88	-40.89	146.94	237.30
投资收益	4.66	0.00	50.00	70.00	资本支出	-969.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	946.59	137.18	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-22.87	137.18	0.00	0.00
营业利润	135.64	313.28	447.05	539.86	短期借款	-215.35	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	26.65	45.83	45.89	42.66	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	162.29	359.11	492.94	582.52	股权融资	2378.39	4.23	0.00	0.00
所得税	21.41	51.39	69.02	81.38	支付股利	-16.48	-17.91	-39.32	-54.17
净利润	140.88	307.73	423.92	501.15	其他	-1186.72	59.35	89.94	107.53
少数股东损益	0.74	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	959.84	45.68	50.62	53.36
归属母公司股东净利润	140.14	307.73	423.92	501.15	现金流量净额	818.09	141.96	197.56	290.66
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1092.86	1234.82	1432.38	1723.05	成长能力				
应收和预付款项	564.08	946.33	1429.08	1721.13	销售收入增长率	46.55%	73.45%	51.53%	19.56%
存货	233.93	386.76	610.65	731.40	营业利润增长率	87.71%	130.96%	42.70%	20.76%
其他流动资产	323.27	322.77	489.10	584.75	净利润增长率	5.30%	118.44%	37.76%	18.22%
长期股权投资	12.52	12.52	62.52	132.52	EBITDA 增长率	73.26%	124.18%	37.68%	19.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	67.62	57.37	47.13	36.89	毛利率	28.20%	31.98%	29.22%	29.11%
无形资产和开发支出	1081.66	1071.99	1062.32	1052.65	三费率	15.31%	14.91%	14.90%	14.93%
其他非流动资产	919.47	919.44	919.41	919.38	净利率	13.04%	16.42%	14.93%	14.76%
资产总计	4295.40	4952.01	6052.60	6901.76	ROE	4.11%	8.27%	10.32%	11.01%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.28%	6.21%	7.00%	7.26%
应付和预收款项	792.39	1138.60	1830.52	2219.72	ROIC	11.40%	13.97%	16.52%	18.17%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.31%	14.61%	13.28%	13.32%
其他负债	75.75	92.09	116.16	129.15	营运能力				
负债合计	868.14	1230.69	1946.68	2348.87	总资产周转率	0.36	0.41	0.52	0.52
股本	1070.77	1075.00	1075.00	1075.00	固定资产周转率	16.46	30.77	56.04	83.97
资本公积	2008.58	2008.58	2008.58	2008.58	应收账款周转率	2.78	2.86	2.76	2.49
留存收益	350.78	640.60	1025.20	1472.18	存货周转率	4.61	4.08	4.02	3.58
归属母公司股东权益	3419.72	3713.77	4098.37	4545.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.27%	—	—	—
少数股东权益	7.55	7.55	7.55	7.55	资本结构				
股东权益合计	3427.26	3721.31	4105.92	4552.90	资产负债率	20.21%	24.85%	32.16%	34.03%
负债和股东权益合计	4295.40	4952.01	6052.60	6901.76	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.71	2.45	2.09	2.07
					速动比率	2.42	2.12	1.77	1.75
					股利支付率	11.76%	5.82%	9.28%	10.81%
					每股指标				
					每股收益	0.13	0.29	0.39	0.47
					每股净资产	3.19	3.46	3.82	4.24
					每股经营现金	-0.11	-0.04	0.14	0.22
					每股股利	0.02	0.02	0.04	0.05
业绩和估值指标									
EBITDA	122.17	273.87	377.05	452.27					
PE	121.51	55.33	40.17	33.98					
PB	4.97	4.58	4.15	3.74					
PS	15.76	9.09	6.00	5.01					
EV/EBITDA	122.36	54.31	38.92	31.81					
股息率	0.10%	0.11%	0.23%	0.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn