

旋极信息（300324）深度报告

嵌入式为核心，军民领域双轮驱动快速发展 买入（首次）

2018 年 4 月 24 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199793

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 周佳莹

zhoujiy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,297 | 4,860 | 5,912 | 7,181 |
| 同比(+/-%) | 50.6% | 47.4% | 21.6% | 21.5% |
| 净利润(百万元) | 389 | 726 | 946 | 1188 |
| 同比(+/-%) | 3.2% | 86.5% | 30.3% | 25.7% |
| 每股收益(元) | 0.33 | 0.62 | 0.81 | 1.01 |
| 毛利率(%) | 41.6% | 44.5% | 45.2% | 45.9% |
| 净资产收益率(%) | 7.5% | 13.3% | 16.2% | 18.9% |
| 市盈率(P/E) | 49.98 | 26.81 | 20.58 | 16.38 |
| EV/EBITDA | 34.94 | 23.25 | 19.06 | 15.69 |
| 市净率(P/B) | 3.74 | 3.55 | 3.33 | 3.10 |

投资要点

■ 公司以嵌入式为核心，军民领域双轮驱动快速发展

旋极信息成立于 1997 年，前期从事国防军工领域的嵌入式系统业务，目前主要贡献业绩的三大业务板块都处于快速发展阶段：

- **智慧防务业务：**公司在嵌入式系统测试和元器件检测方面具有多年积累，自 2016 年起布局武器装备健康管理和无线宽带通信业务。中国产业信息网预测，2025 年中国国防装备信息化开支将增长至 2513 亿元。我们认为，在武器装备信息化发展以及军民融合的大趋势下，公司智慧防务业务的增长点，一方面在于嵌入式系统检测和元器件检测业务的持续快速增长，另一方面根据目前装备健康管理体系产品和无线宽带通信产品业务的推进情况，预计这两项业务也将步入放量带来增量业绩，因此我们预计公司智慧防务业务能够在 2018 年实现跨越式增长，并且后续也将保持较快的增速。
- **信息安全业务：**公司 2015 年抓住了“营改增”的机遇，实现税控业务跨越式增长，成为国内税控领域第二大供应商，同时将业务向税务大数据服务方向延伸。随着我国“营改增”进入平稳阶段，传统的销售税控盘和收取服务费所带来业绩增速也将放缓，而基于税控盘大数据的服务所带来的附加值将逐渐凸显，根据智研数据中心统计资料显示，我国的税务信息化 2013 年市场规模已达到 400 亿元。我们认为，由于公司已经通过税控盘产品积累了大量用户，因此在推广相关大数据服务时具有极大的优势，能够受益于税务信息化的巨大市场，预计从 2018 年起，公司税务信息化服务的增长将带动信息安全业务重回快速增长轨道。
- **智慧城市业务：**公司 2016 年收购泰豪智能进入智慧城市领域，我们认为公司在智慧城市领域主要的优势在于，同时具备工程设计实施以及提供信息化系统和数据服务的能力——子公司泰豪智能拥有多年设计和实施方案的经验、客户优势，同时公司本身在嵌入式系统、大数据应用方面具有优势。根据前瞻产业研究院的预测，到 2022 年，我国智慧城市市场规模将达 32402 亿元。我们认为公司凭借竞争优势能够受益于智慧城市的巨大市场需求，实现智慧城市业务持续快速增长。

■ 两期股权激励助力业绩快速增长

公司共实施过两期限制性股权激励，第一期为 2014 年实施，第二期于 2017 年 6 月向核心骨干人员共 402 人授予 2286 万股限制性股票，锁定 1 年后分 4 年解锁，解锁条件为 2017-2020 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润增长率分别不低于 35%、70%、120%、185%。我们认为公司业务目前正处于高速发展期，同时股权激励到位，预计能够保持业绩的快速增长。

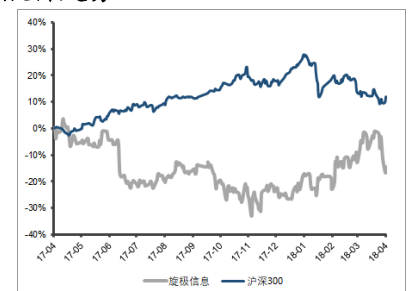
■ 盈利预测和投资建议

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润为 7.26 亿元、9.46 亿元、11.88 亿元，EPS 为 0.62 元、0.81 元、1.01 元，对应 PE 为 27 倍、21 倍、16 倍。根据可比公司平均估值水平，我们给予公司 2018 年 38 倍 PE，对应股价为 23.56 元，给予“买入”评级。

■ 风险提示

军工产品放量节奏不及预期；智慧城市领域竞争日趋激烈。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 16.60 |
| 一年最低/最高价 | 12.89/20.68 |
| 市净率(倍) | 3.74 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 11297.96 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 4.44 |
| 资产负债率(%) | 30.79 |
| 总股本(百万股) | 1171.70 |
| 流通 A 股(百万股) | 680.60 |

目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 公司简介：嵌入式领域领先企业 | 4 |
| 2. 嵌入式为核心，军民领域共同发展 | 5 |
| 2.1 智慧防务——嵌入式测试为基础，围绕国防信息化深入布局 | 6 |
| 2.2 信息安全——由税控盘销售向大数据服务延伸 | 10 |
| 2.3 智慧城市——万亿市场处于起步阶段，公司业务顺利推进 | 11 |
| 3. 两期股权激励助力业绩快速增长 | 14 |
| 4. 盈利预测和投资建议 | 15 |
| 5. 风险提示 | 16 |

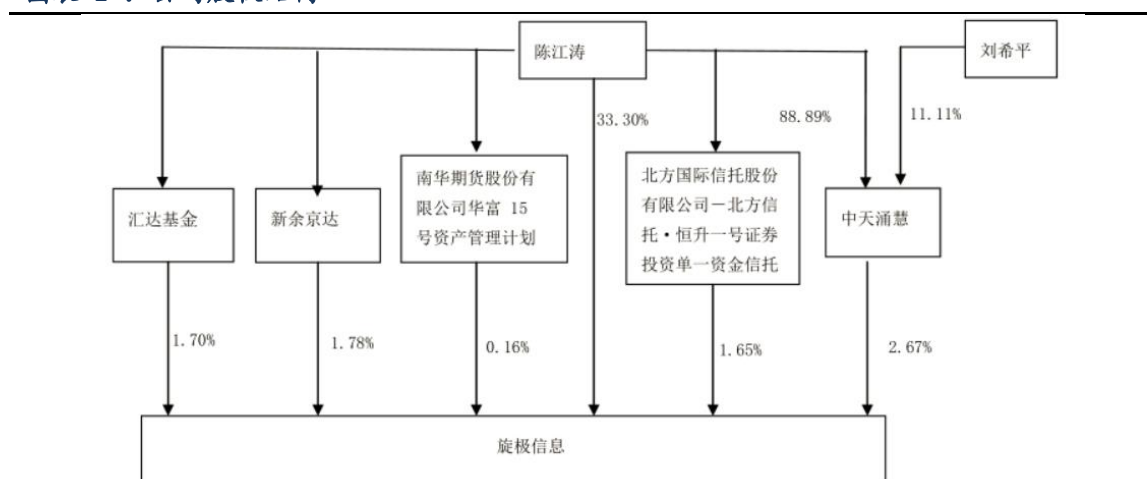
图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：公司股权结构 | 4 |
| 图表 2：2015-2017 上市公司收入利润情况（亿元） | 4 |
| 图表 3：2017 年公司分行业收入构成（亿元） | 4 |
| 图表 4：公司以嵌入式技术为核心发展出的三类业务 | 5 |
| 图表 5：公司应用于国防军工领域的产品和服务 | 6 |
| 图表 6：MARS 在 C919 联合调试厂房的应用 | 7 |
| 图表 7：西安西谷的下游客户主要为各军工集团、高校 | 7 |
| 图表 8：2013 年以来西安西谷业绩持续增长 | 8 |
| 图表 9：公司的 WATERKD 无线宽带通信产品参加 2017 北京国际军民融合装备展览会 | 8 |
| 图表 10：中国产业信息网预测国防装备信息化投入持续增长（亿元） | 9 |
| 图表 11：2009-2017 公司信息安全业务（主要为税务信息化业务）收入和增速（亿元） | 10 |
| 图表 12：公司构建基于“互联网+”的新型征纳关系 | 11 |
| 图表 13：泰豪智能的主营业务 | 12 |
| 图表 14：泰豪智能业绩持续增长（亿元） | 12 |
| 图表 15：泰豪智能承接的湘潭市新型智慧城市建设 PPP 项目正式签约 | 13 |
| 图表 16：2008-2022 年我国智慧城市市场规模变化情况及预测(亿元) | 13 |
| 图表 17：智慧城市细分领域需求结构 | 13 |
| 图表 18：公司 2014 年股权激励授予情况 | 14 |
| 图表 19：公司 2014 年股权激励解锁期和解锁条件 | 14 |
| 图表 20：公司 2017 年股权激励授予情况 | 15 |
| 图表 21：公司各项业务收入和毛利率假设 | 15 |
| 图表 22：可比公司及估值情况 | 16 |

1. 公司简介：嵌入式领域领先企业

北京旋极信息技术股份有限公司（以下简称“公司”或“旋极信息”）由公司实际控制人陈江涛先生于 1997 年建立，2008 年公司整体变更为股份有限公司，2012 年公司在创业板上市。公司成立前期从事嵌入式系统业务，致力于提供面向国防军工的嵌入式系统测试产品及技术服务、嵌入式信息安全产品和嵌入式行业智能移动终端产品。近年来，公司依托自己在军工领域积累的技术优势，将业务进一步拓展到民用领域，2012 年公司参与税务营改增，目前已成为国内主流税务信息化产品和服务提供商之一。为了进一步推进公司在民用嵌入式领域的服务能力，2012 年公司收购了从事石油、天然气领域嵌入式系统业务的中软金卡 100% 股权；2015 年公司收购了面向国防军工客户提供电子元器件测试、筛选及可靠性保证相关服务的高新技术企业西安西谷 100% 股权，加强测试领域优势；2016 年公司收购国内智慧城市设计、实施和运营的领先企业泰豪智能 100% 股权，切入智慧城市领域。公司目前实际控制人为公司董事长陈江涛先生。

图表 1：公司股权结构

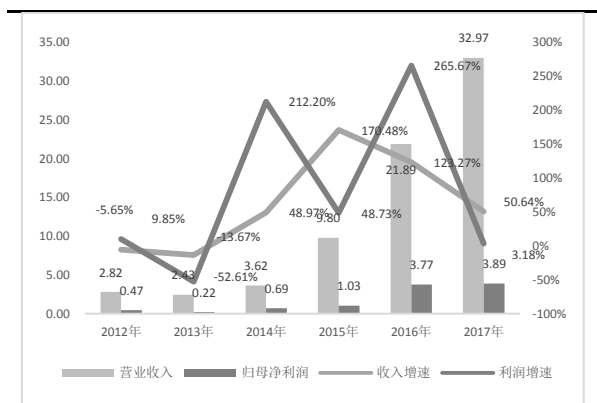


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

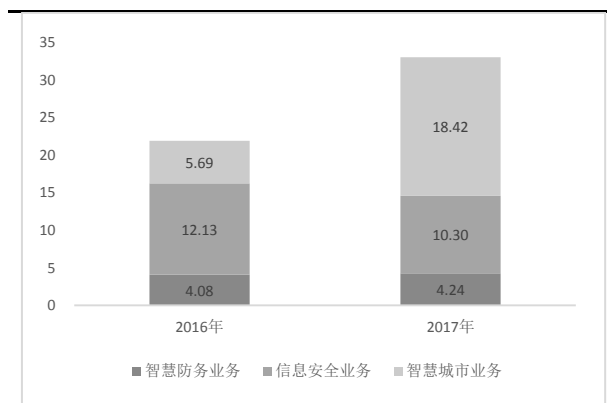
2017 年公司实现营业收入 32.97 亿元，同比增长 50.64%，实现归母净利润 3.89 亿元，同比增长 3.18%。营业收入中智慧城市业务实现收入 18.42 亿元，同比增长 224.02%；智慧防务业务实现收入 4.24 亿元，同比增长 4.14%；信息安全业务实现收入 10.30 亿元，同比减少 15.03%。智慧城市业务的大幅增长主要源自公司于 2016 年 10 月完成对北京泰豪智能工程有限公司的收购，业务整合顺利，2017 年比上年同期新增智慧城市顶层设计、实施和运营业务收入。

图表 2：2015-2017 上市公司收入利润情况（亿元）

图表 3：2017 年公司分行业收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

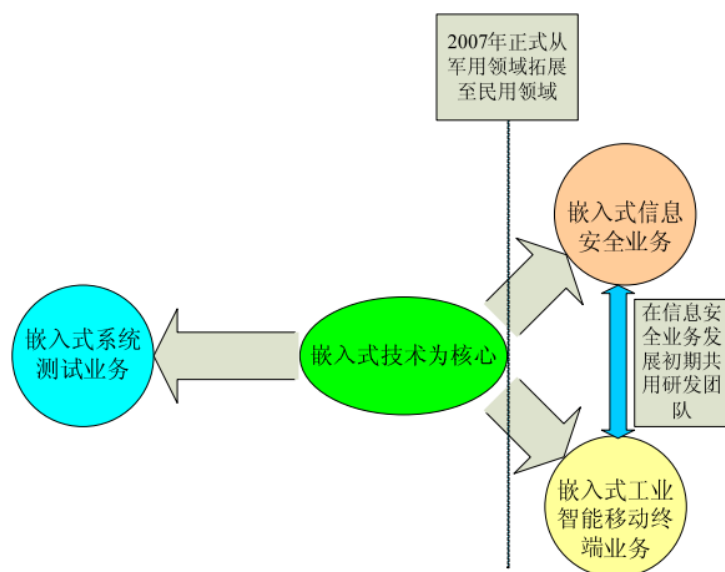
公司凭借国内领先的嵌入式系统测试技术，深耕嵌入式测试领域，同时业务涵盖税务信息化、智慧城市等，随着武器装备和民用各领域信息化的发展和大数据的普及，我们认为公司业务具有良好的发展前景。

2. 嵌入式为核心，军民领域共同发展

嵌入式系统是指以应用为中心，以计算机技术为基础，并且软硬件可裁剪，适用于应用环境中，对功能、实时性、可靠性、成本、体积、功耗有严格要求的专用计算机系统。它一般由嵌入式微处理器（类似于 CPU）、外围硬件设备、嵌入式软件等三个部分组成，用于实现对其他设备的控制、监视或管理等功能。嵌入式系统一方面可作为产品独立存在，如手机、PDA、USBKEY 等，另一方面可安装至传统的机械设备中（如汽车、冰箱、洗衣机等），使这些机械设备具备智能化功能，并形成一个嵌入式产品。

公司所提供的产品和服务中，嵌入式技术是其中的核心。公司基于在嵌入式行业的深厚积累，发展出了三类相互关联的主营业务：**嵌入式系统测试业务、嵌入式信息安全业务、嵌入式工业智能移动终端业务。**

图表 4：公司以嵌入式技术为核心发展出的三类业务



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

从下游应用领域来看，公司早期客户以军工类为主，2000 年起公司逐渐与航天科技集团、

总装备部（现装备发展部）、中船重工集团、中航工业集团等建立了合作关系，提供嵌入式系统开发工具、开发方案、测试工具、测试方案以及系统级测试平台；2006 年起公司进入民用领域，税控盘产品通过国家税务总局的符合性验证，被国家税务总局指定为税控盘产品供应商，USBKEY 产品通过 CFCA（中国金融认证中心）的认证并通过国家密码管理局的测试并获得商用密码产品型号证书，并在农行 USBKEY 项目中标；近年来公司通过收购西安西谷、泰豪智能等公司，进一步在军民用嵌入式领域拓展业务，目前公司业绩主要来源于三大业务板块：

- **智慧防务业务：**面向国防军工的嵌入式系统测试产品及服务，电子元器件测试、筛选及可靠性保证服务，装备健康管理产品体系，末端无线宽带通信产品；
- **信息安全业务：**面向税务和金融等行业的信息安全产品和服务；
- **智慧城市业务：**新型智慧城市建设的顶层设计、实施以及配套的智能设备与信息服务平台；

我们认为，公司以嵌入式技术为核心，各业务板块之间协同性强，并且都具有良好的成长性。

2.1 智慧防务——嵌入式测试为基础，围绕国防信息化深入布局

公司智慧防务业务板块包括 4 部分：嵌入式系统测试业务、电子元器件测试业务、装备健康管理体系产品和无线宽带通信产品。

嵌入式系统测试业务方面，公司 1997 年成立之初的业务即为代理欧美嵌入式系统开发工具类产品，为国内大量的军工领域客户提供嵌入式软件和硬件开发工具，自 1998 年起，公司将先进的嵌入式系统测试技术和航电总线技术相结合，抓住国防军工领域测试系统国产化要求而产生的对嵌入式系统测试产品需求不断扩大的机遇，不断拓展在国防军工行业的市场份额。公司产品和服务包括嵌入式系统综合测试产品、嵌入式系统故障注入产品、嵌入式系统测试技术服务等，客户主要为各军工集团下属单位。

图表 5：公司应用于国防军工领域的产品和服务

| 业务 | 产品及服务 | 应用行业市场 | 用途 | 业务形式 |
|----------------|----------------------------|--------|---|--|
| 嵌入式系统测试产品及技术服务 | 嵌入式系统综合测试产品 | 国防军工领域 | 对嵌入式系统进行测试 | 在公司已有的标准化产品上根据用户的需求进行定制开发，最终以出售产品的方式（包括自产产品及外购配件）提供给客户 |
| | 嵌入式系统故障注入产品（IceBlade 系列产品） | 国防军工领域 | 通过外部接口对被测试嵌入式系统注入多种故障模式，检验被测系统的可靠性和容错能力 | |
| | 嵌入式系统测试技术服务 | 国防军工领域 | 根据用户的需求，提供嵌入式系统测试所需的软件开发和咨询等服务 | 提供技术开发服务 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2017 年，公司的嵌入式系统测试业务取得了显著进展：发布了拥有完全自主知识产权的便携

式综合测试平台（CoreLink），该产品集成了多项嵌入式系统测试和总线测试领域的尖端技术，引领了装备测试与装备保障领域中测试设备高集成度、小型化、便携化的新趋势，将更好的服务航空、航天、船舶、电子、兵器等用户；研发的陆军某型号作战试验鉴定项目通过验收，为切入装备作战试验鉴定、效能评估及在役考核领域打下坚实基础；为中国商用飞机有限责任公司提供的基于“MARS”系统搭建的电气试验厂房互联系统，助力大飞机 C919 成功首飞。

图表 6：MARS 在 C919 联合调试厂房的应用



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

十九大报告提出的军队建设目标是“确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升，力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队”。我们认为，随着国防信息化建设的推进，武器装备的信息化程度快速提升，对嵌入式系统的需求将随之增加，从而也将带动嵌入式系统测试及服务需求的增加，公司作为嵌入式系统检测领域的领先企业，将受益于市场需求的持续提升。

电子元器件测试业务方面，公司于 2015 年收购了西安西谷 100% 股权，西安西谷成立于 2000 年，是国内专业从事军用电子元器件可靠性保证的独立第三方检测机构，主营业务为向国防军工客户提供电子元器件测试、筛选及元器件可靠性保证相关服务，客户包括各军工集团、高校等。

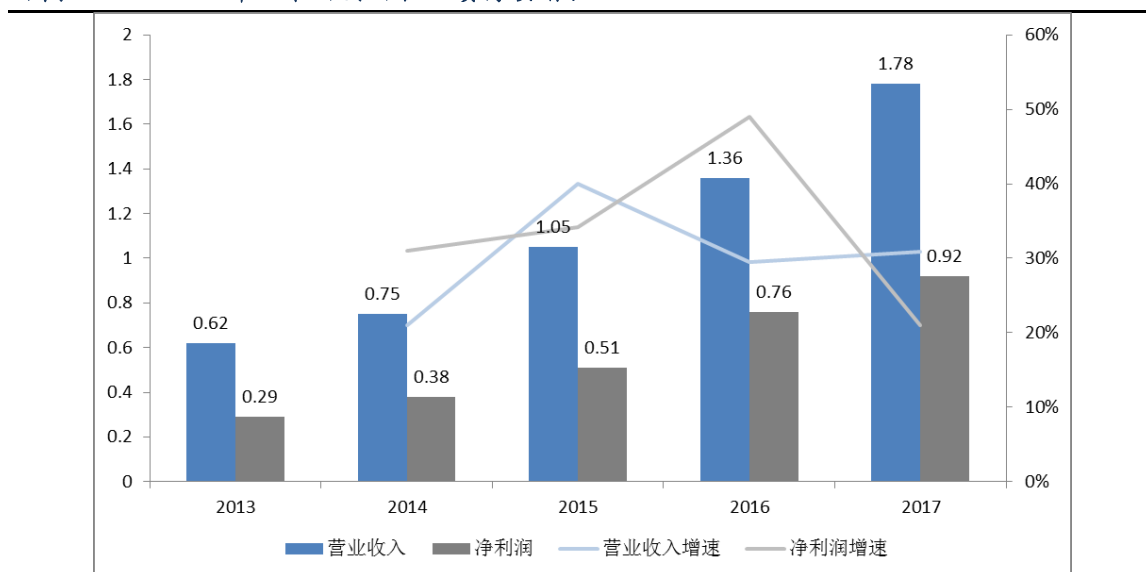
图表 7：西安西谷的下游客户主要为各军工集团、高校



资料来源：西安西谷官网，东吴证券研究所

2013 年以来，西安西谷的业绩持续增长，2017 年西安西谷实现营业收入 1.78 亿元，同比增长 30.88%，净利润 0.92 亿元，同比增长 21.05%，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 0.91 亿元，超过业绩承诺 0.89 亿元。

图表 8：2013 年以来西安西谷业绩持续增长



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

通过收购西安西谷，公司的军工业务在原有的嵌入式产品和服务的基础上，新增了电子元器件测试、筛选及可靠性保证相关服务业务，同时可以整合西安西谷的客户资源，实现双方在军工行业的客户资源共享，亦可共同开发互补领域，为客户提供更为丰富的产品和服务及整体解决方案，增强客户粘性。

我们认为，随着武器装备向信息化方向发展，现代各类武器装备中包含的通信、雷达、计算机等电子设备越来越多，直接带动对电子元器件的需求，从而带动对电子元器件检测服务的需求，西安西谷的业务成长性好，未来将继续为公司贡献业绩。

装备健康管理体系产品和无线宽带通信产品是公司 2016 年布局的业务，2016 年公司以自主知识产权的时空信息技术、可测试性技术、嵌入式信息安全技术、PHM 技术等为核心，建设装备全生命周期的健康管理产品体系的技术平台和产品平台，能够针对车载、机载、舰载、大型复杂设备的不同型号装备，快速提供系列装备健康管理产品，基于装备健康管理产品的使用来构建包含时空信息的健康管理大数据服务平台，提供装备健康管理服务；同年，公司推出 WaterKD 无线宽带通信多媒体指挥系统，该系统基于时空编码技术、4G TDD-LTE 技术和末端自组网技术，在大容量数据传输的基础上，重点解决行业区域性通信和宽带保障问题，提高了现场态势感知和决策的可靠性、准确性。

2017 年，公司继续积极布局新一代装备健康管理产品体系研制及服务平台建设，加大投入，同时大力推广 WaterKD 无线宽带通信多媒体指挥系统，该产品全程参与了多个重大任务的视频传输保障，得到客户的充分肯定。另外，公司积极布局特种通信设备的研发和生产，形成了包括移动小型基站、交换、接入、终端的全套自主可控的宽带自组网通信体系产品系列，力争在末端和特种通信领域争取更多的市场份额。

图表 9：公司的 WaterKD 无线宽带通信产品参加 2017 北京国际军民融合装备展览会

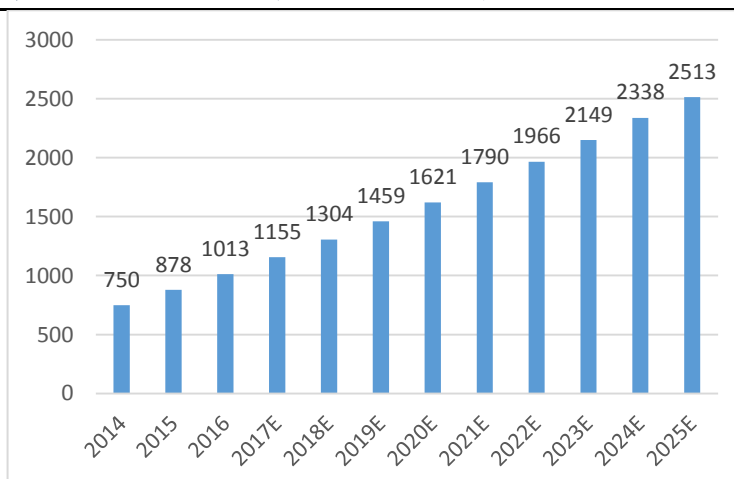


资料来源：《电子技术应用》杂志，东吴证券研究所

整体上看，公司智慧防务的 4 项细分业务都是围绕国防信息化领域提供产品和服务，其中嵌入式系统检测和元器件检测是公司较为成熟的业务，已深耕多年与下游军供客户建立了长期稳定的合作关系，而装备健康管理体系产品和无线宽带通信产品是公司在原有的检测业务优势基础上的新业务布局。

根据中国产业信息网的数据，2016 年我国国防装备信息化开支约 1013 亿元，同比增长 15.38%，同时中国产业信息网预测，2025 年中国国防装备信息化开支将增长至 2513 亿元，年复合增长率 11.6%，占 2025 年国防装备费用（6284 亿元）比例达到 40%。我们认为，在武器装备信息化发展以及军民融合的大趋势下，公司智慧防务业务的增长点，一方面在于嵌入式系统检测和元器件检测业务的持续快速增长，另一方面根据目前装备健康管理体系产品和无线宽带通信产品业务的推进情况，预计这两项业务也将步入放量带来增量业绩，因此我们预计公司智慧防务业务能够在 2018 年实现跨越式增长，并且后续也将保持较快的增速。

图表 10：中国产业信息网预测国防装备信息化投入持续增长（亿元）



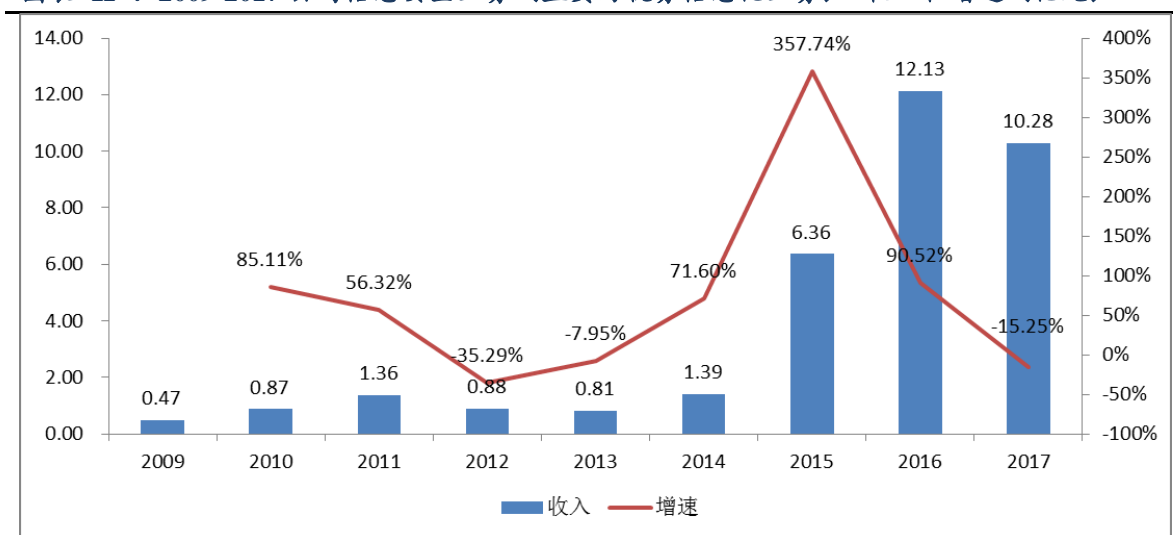
资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

2.2 信息安全——由税控盘销售向大数据服务延伸

目前公司的信息安全业务主要是税务信息化相关业务，公司在税务信息化领域深耕多年，2006 年公司研发的税控盘产品被国家税务总局指定为税控盘产品供应商，至 2012 年公司上市时，税控盘产品已经成功应用在全国公路、内河货运发票系统、机动车销售发票系统以及吉林省全省的一机多票项目中；2012 年公司增资控股了从事税控业务的北京百旺金赋科技有限公司；2014 年公司控股子公司旋极百旺与河南百望九赋成立百望金赋，进一步加强税务信息化领域布局。目前公司是国内主要的税务信息化产品和服务提供商之一，在夯实税控“产品+基础服务+增值服务”运营模式的基础上，还积极拓展电子发票、企业金融服务等相关业务。

从收入和增速情况来看，公司的嵌入式信息安全产品业务（主要是税务信息化业务）在 2015 年实现了爆发式增长，实现收入 6.36 亿元，同比增长 357.74%，2016 年税务信息化业务继续保持了高增速，实现收入 12.13 亿元，较 2014 年嵌入式信息安全产品业务同比增长 90.52%。收入高速增长的原因在于，2014 年底，国税总局发布《关于推行增值税发票系统升级版有关问题的公告》，根据公告要求，自 2015 年 1 月 1 日起，新认定的增值税一般纳税人和新办的小规模纳税人应使用增值税发票系统升级版，企业在使用专用设备时自愿选择使用税控盘或金税盘产品，公司抓住了“营改增”及“互通互联”的机会，税控盘业务在 2015 年爆发式增长，2016 年，“营改增”试点扩大至建筑业、房地产业、金融业、生活服务业范围，公司继续扩大营业网点及强化网点运营能力、提升服务，使税务信息化收入继续大幅增长。2017 年，随着国家“营改增”项目进入平稳运行阶段，同时根据国家发改委相关政策，自 2017 年 8 月 1 日起，下调了税控产品销售价格及服务费收取价格，因此公司收入有所回落。

图表 11：2009-2017 公司信息安全业务（主要为税务信息化业务）收入和增速（亿元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

目前我国的税控产品有两大体系，航天科工体系和总参体系，前者中航天信息一家独大，后者中旋极信息为最主要的参与者，市场份额最大。目前旋极信息的税务信息化业务不仅包括税控盘销售及收取后续服务费，还布局了电子发票领域、闪电开票项目、拓展增值服务领域，开发智能 POS 专用多功能终端、基于大数据的税务自动稽查平台、基于税务大数据的企

业税务自查平台产品。根据百望金赋官网，公司建设“互联网+智慧国税”现代税收管理新格局，从纳税服务、综合管理、风险分析等6个方面构建基于“互联网+”的新型征纳关系。

图表 12：公司构建基于“互联网+”的新型征纳关系

| | |
|-----------------|---|
| 互联网+纳税服务 | 纳税服务在功能上为纳税提供全税种的纳税申报、税款缴纳、在线开票、远程抄报、涉税申请、涉税查询、网络咨询、政策法规、在线交流；在向纳税提供网络办税、移动办税、自助终端办税等；在权益保障上向纳税提供监督维权、投诉建议等。 |
| 互联网+综合管理 | 综合管理为税务管理人员提供多元化、多角度、智能化的管理手段，充分利用好现有数据、利用现有的设备（电子影像、移动设备），利用先进的技术（数据挖掘、信息推送），把以前查找问题变为自动分析，智能推送。 |
| 互联网+风险分析 | 风险分析是现代新技术的具体应用，在收集到纳税人网络信息、基本信息、纳税信息、开票信息、关联企业、银行信息、工商信息、系统日志、上网行为等，利用数据挖掘技术，智能展现纳税人画像，彻底以前只做查询统计的局面。 |
| 互联网+行政办公 | 行政办公是电子税务局的重要组成部分。依托大数据资源和大数据应用平台，深化对纳税人管理、税种管理、行政管理的全面支持，实现工作人员工作事项的主动推送，内外业务的联动办理，不断拓展丰富税务工作人员的移动办公平台功能，切实满足税务工作人员的各项工作和管理需要。 |
| 互联网+信息技术云平台建设 | 采用私有云平台建设、政务云和公用云租用等多种方式共建，根据国家税务总局数据管理办法，将不同类型应用分布式地部署在私有云端、政务云端和公有云端。 |
| 互联网+信息技术大数据平台建设 | 架构共分为数据资源、分析处理、可视化展现等三层。数据资源层是对分布式数据库及其数据进行管理；分析处理层是接收用户请求、对请求进行分解、分发、处理的各种应用的集合；可视化层是对数据分析结果进行可视化展现。 |

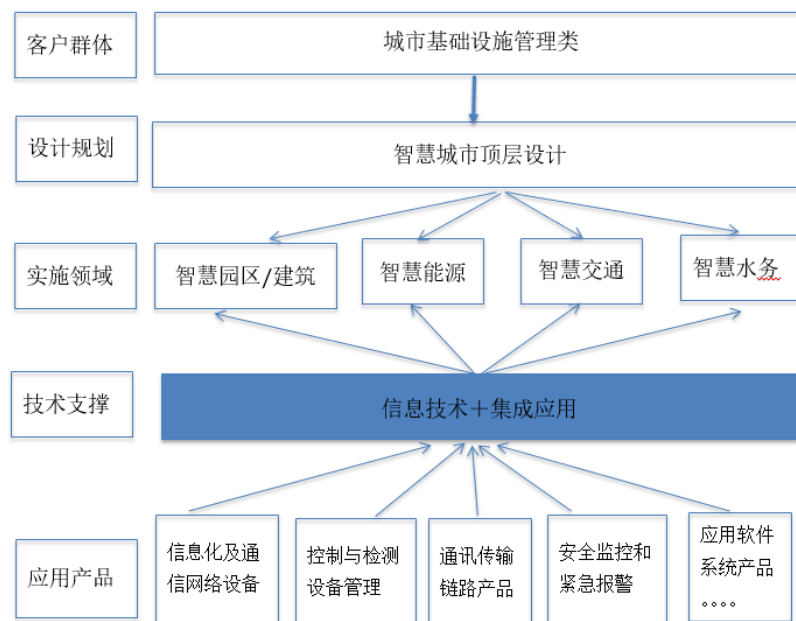
资料来源：百望金赋官网，东吴证券研究所

整体上看，公司是抓住了“营改增”的机遇，实现税控业务的跨越式增长，成为国内税控领域第二大供应商，同时将业务向税务大数据服务方向延伸。我们认为，随着“营改增”进入平稳阶段，传统的销售税控盘和收取服务费所带来业绩增速也将放缓，而基于税控盘大数据的服务所带来的附加值将逐渐凸显，根据智研数据中心统计资料显示，我国的税务信息化 2013 年市场规模已达到 400 亿元。我们认为，由于公司已经通过税控盘产品积累了大量用户，因此在推广相关大数据服务时具有极大的优势，能够受益于税务信息化的巨大市场，预计从 2018 年起，公司税务信息化服务业务将带动信息安全业务重回快速增长轨道。

2.3 智慧城市——万亿市场处于起步阶段，公司业务顺利推进

公司于 2016 年通过收购泰豪智能正式切入智慧城市业务。泰豪智能主营业务是为智慧城市建设提供技术咨询、顶层设计、工程实施及运维服务整体系统解决方案，运用大数据、物联网等新一代信息技术结合自身强大的集成能力，针对智慧城市不同领域（智慧园区/建筑、智慧能源、智慧交通、智慧水务及智慧城市顶层设计等）的客户关于各自领域的信息化、智能化及节能化等要求开展技术咨询、规划设计、工程实施、运营服务等业务。

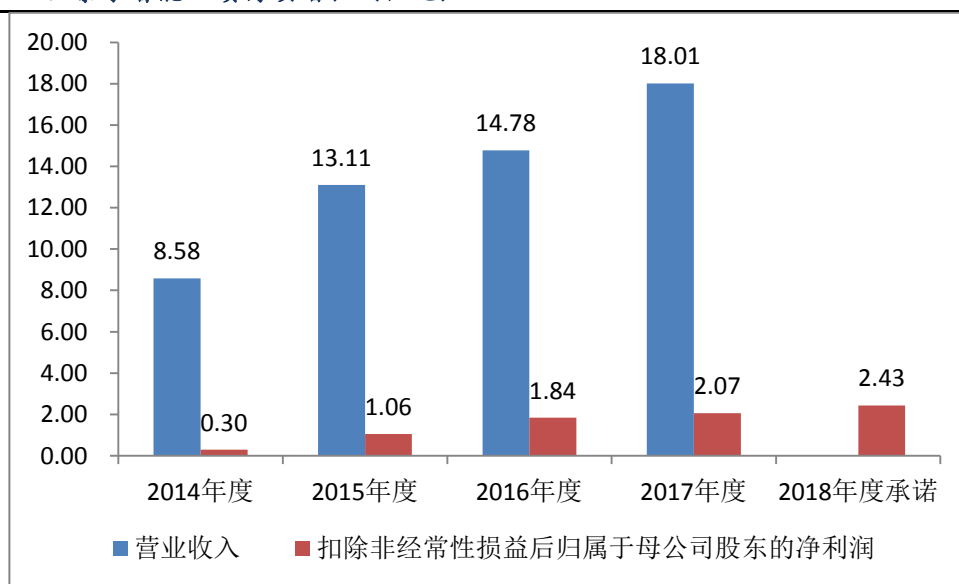
图表 13：泰豪智能的主营业务



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

近年来泰豪智能的业绩持续增长，根据业绩承诺 2015 年和 2016 年合计、2017 年、2018 年扣除非经常性损益（按照扣除前后孰低计算）后归属于母公司所有者的净利润分别为 27,600 万元、20,280 万元、24,336 万元，泰豪智能自被并购后，已中标 10 余个标杆项目，订单量大幅提升，2017 年及之前的业绩承诺全部超额完成。

图表 14：泰豪智能业绩持续增长（亿元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

根据年报，2017 年公司智慧城市业务顺利开展。泰豪智能中标湖南湘潭 PPP 智慧城市建设项目完成合同签订，项目进展顺利；另外，公司全资子公司中软金卡完成多项加油系统新产品的研发。未来，公司将以物联网、云计算、大数据等新一代信息技术为依托，结合公司在智慧城市建设领域的丰富工程实践经验，实现对城市运行情况的全面感知，并通过大数据

分析等技术手段挖掘数据在城市规划、建设和运营过程中的价值，打造新型智慧城市智能设备与信息服务平台系列产品。

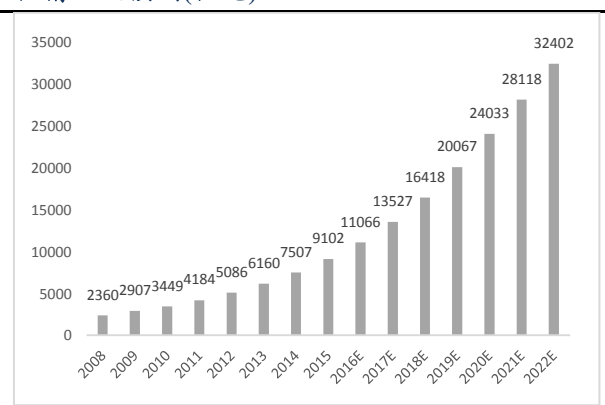
图表 15：泰豪智能承接的湘潭市新型智慧城市建设 PPP 项目正式签约



资料来源：泰豪智能官网，东吴证券研究所

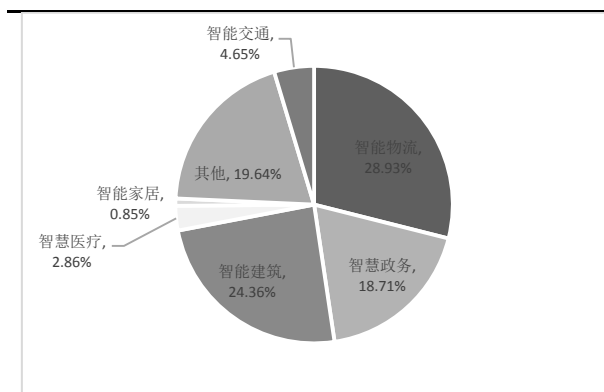
2017 年 12 月，由国家信息中心主办的国家新型智慧城市创新发展论坛在北京举行，会上发布了《新型智慧城市发展报告 2017》，报告显示我国新型智慧城市发展具有三个特点：一是整体势头良好；二是尚处于起步阶段；三是资源整合趋势逐步显现。发改委 2018 年 3 月发布的《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》中提到：分级分类推进新型智慧城市建设，以新型智慧城市评价工作为抓手，引导各地区利用互联网、大数据、人工智能推进城市治理和公共服务智慧化，建设城市空间基础地理信息数据库，力争所有市县整合形成数字化城市管理平台。根据前瞻产业研究院的预测，到 2022 年，我国智慧城市市场规模将达 32402 亿元，市场结构中智能物流、智能建筑、智慧政务占比最大，分别为 28.93%、24.36%、18.71%。

图表 16：2008-2022 年我国智慧城市市场规模变化情况及预测(亿元)



资料来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图表 17：智慧城市细分领域需求结构



资料来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

我们认为公司在智慧城市领域主要的优势在于，同时具备工程设计实施以及提供信息化

系统和数据服务的能力，公司子公司泰豪智能是国内领先的智慧城市规划、建设、运营整体解决方案提供商，拥有多年智慧城市设计和实施方案的经验和客户优势，同时公司本身在嵌入式系统、大数据应用方面具有优势，因此公司在智慧城市领域同时具备工程设计实施以及提供信息化系统和数据服务的能力，具有非常大的竞争优势。因此我们认为，公司凭借竞争优势能够受益于智慧城市的市场需求，实现智慧城市业务持续快速增长。

3. 两期股权激励助力业绩快速增长

公司共实施过两次限制性股权激励，第一次是 2014 年 7 月向公司高管、中层管理人员、核心业务、技术、管理骨干人员共计 95 人授予 502.20 万股限制性股票，占当时总股本的 2.24%，授予价格 8.615 元/股。

图表 18：公司 2014 年股权激励授予情况

| 姓名 | 职务 | 获授限制性股票数量(万股) | 占授予限制性股票总量的比例 | 限制性股票占草案公布时公司总股本的比例 |
|------------------------------|------------|---------------|---------------|---------------------|
| 蔡厚富 | 董事、副总经理 | 51.00 | 9.14% | 0.23% |
| 黄海涛 | 副总经理、董事会秘书 | 36.50 | 6.54% | 0.16% |
| 中层管理人员、核心业务、技术、管理骨干人员（共计93人） | | 414.70 | 74.32% | 1.85% |
| 预留股份 | | 55.80 | 10.00% | 0.25% |
| 合计 | | 558.00 | 100.00% | 2.49% |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

首次授予的限制性股票自授予日起 12 个月后分 3 年解锁，解锁比例为 30%、30%、40%，解锁条件为 2014-2016 年的加权平均净资产收益率不低于 7.5%、7.5%、8%，净利润不低于 6362 万元、9005 万元、12097 万元。目前公司首次股权激励所授予的股票已到期解锁。

图表 19：公司 2014 年股权激励解锁期和解锁条件

| 解锁期 | 业绩考核指标 |
|---|--|
| 首次授予限制性股票的第一个解锁期（2015 年7月起） | 2014 年加权平均净资产收益率不低于 7.50% 2014 年净利润不低于6,362.04 万元 |
| 首次授予限制性股票的第二个解锁期和预留限制性股票的第一个解锁期（2016年7月起） | 2015 年加权平均净资产收益率不低于 7.50% 2015 年净利润不低于9,005.42 万元 |
| 首次授予限制性股票的第三个解锁期和预留限制性股票的第二个解锁期（2017年7月起） | 2016 年加权平均净资产收益率不低于 8.00% 2016 年净利润不低于12,096.83 万元 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司的第二次股权激励是 2017 年 6 月实施了股权激励，向公司高管、中层管理人员及核心业务、技术、管理骨干人员共 402 人授予 2286 万股限制性股票，占当时总股本的 1.99%，授予价格 10.52 元/股。

图表 20：公司 2017 年股权激励授予情况

| 姓名 | 职务 | 获授的限制性股票数量（万股） | 占授予限制性股票总数的比例（%） | 占草案公布时公司股本总额的比例（%） |
|-----------------------|------------|----------------|------------------|--------------------|
| 刘明 | 董事、总经理 | 471.50 | 20.63% | 0.41% |
| 蔡厚富 | 董事、副总经理 | 60.00 | 2.62% | 0.05% |
| 黄海涛 | 副总经理、董事会秘书 | 222.55 | 9.74% | 0.19% |
| 谢军伟 | 副总经理 | 80.00 | 3.50% | 0.07% |
| 赵庭荣 | 副总经理 | 78.50 | 3.43% | 0.07% |
| 周翔 | 副总经理 | 193.30 | 8.46% | 0.17% |
| 中层管理人员及核心业务、技术、管理骨干人员 | | 1180.15 | 51.63% | 1.03% |
| 合计 | | 2286.00 | 100.00% | 1.99% |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

此次限制性股票锁定 1 年后分 4 年解锁，每年解锁比例为 25%，解锁条件为以 2016 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为基数，2017-2020 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润增长率分别不低于 35%、70%、120%、185%。

公司通过实施股权激励，一方面绑定了核心员工利益，激发其工作积极性，另一方面设置了明确的业绩增长目标。我们认为公司业务目前正处于高速发展期，同时股权激励到位，预计能够保持业绩的快速增长。

4. 盈利预测和投资建议

我们对公司各项业务收入和毛利率假设如下：

智慧防务方面，公司 2017 年及之前的收入主要来自于嵌入式系统检测和元器件检测，随着国防信息化建设持续推进，这部分业务预计将保持快速增长，同时公司的装备健康管理业务和无线宽带通信产品自 2016 年开始布局，预计将在 2018 年实现放量，从而带动智慧防务业务的大幅增长，预计智慧防务业务 2018 年收入达 14-15 亿元，2019、2020 年增速 30%；**毛利率方面**，假设 2018-2020 年与 2017 年保持平稳，为 56.43%。

信息安全方面，随着“营改增”进入平稳阶段，传统的销售税控盘和收取服务费所带来业绩增速也将放缓，而基于税控盘大数据的服务所带来的附加值将逐渐凸显，带动业绩增长，假设 2018-2020 年增速维持在 20%；**毛利率方面**，随着公司业务向数据服务倾斜，预计毛利率能够逐渐提升，假设 2018-2020 年毛利率为 71%、71.3%、71.5%。

智慧城市方面，随着我国智慧城市建设推进，预计公司智慧城市业务将保持较快增长，随着大数据服务的增加毛利率也将逐渐提升，假设 2018-2020 年收入增速为 18%、17%、16%，毛利率为 22.9%、23%、23.10%。

图表 21：公司各项业务收入和毛利率假设

| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------|--------|---------|---------|---------|
| 智慧防务 | 424.44 | 1450.00 | 1885.00 | 2450.50 |
| YoY | 4.14% | 241.63% | 30.00% | 30.00% |
| 毛利率 | 56.43% | 56.43% | 56.43% | 56.43% |

| | | | | |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| | | | | |
| 信息安全 | 1030.32 | 1236.38 | 1483.66 | 1780.39 |
| YoY | -15.03% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 70.96% | 71.00% | 71.30% | 71.50% |
| | | | | |
| 智慧城市 | 1842.38 | 2174.01 | 2543.59 | 2950.56 |
| YoY | 224.02% | 18.00% | 17.00% | 16.00% |
| 毛利率 | 22.63% | 22.90% | 23.00% | 23.10% |
| | | | | |
| 收入合计 | 3297.14 | 4860.39 | 5912.25 | 7181.46 |
| YoY | 50.54% | 47.41% | 21.64% | 21.47% |
| 毛利润合计 | 1387.56 | 2196.38 | 2715.44 | 3351.35 |
| 综合毛利率 | 42.08% | 45.19% | 45.93% | 46.67% |

资料来源：wind，东吴证券研究所

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润为 7.26 亿元、9.46 亿元、11.88 亿元，EPS 为 0.62 元、0.81 元、1.01 元，对应 PE 为 27 倍、21 倍、16 倍。

我们选取了航天信息、航新科技、中国长城、银江股份作为公司的可比公司，根据可比公司平均估值水平，我们给予公司 2018 年 38 倍 PE，对应股价为 23.56 元，给予“买入”评级。

图表 22：可比公司及估值情况

| 证券代码 | 证券简称 | 业务领域 | 2017 年 PE | 2018 年 PE | 2019 年 PE |
|------------|------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 600271. SH | 航天信息 | 税务信息化 | 26 | 27 | 22 |
| 300424. SZ | 航新科技 | 武器装备健康管理 | 84 | 47 | 36 |
| 000066. SZ | 中国长城 | 嵌入式系统 | 46 | 43 | 32 |
| 300020. SZ | 银江股份 | 智慧城市 | 55 | 33 | 27 |
| 平均值 | | | 53 | 38 | 29 |

注：除中国长城 2017PE 为 wind 一致预期外，其余三家公司 2017 年 PE 均为年报数据计算所得，四家公司 2018、2019 年 PE 为 wind 一致预期

资料来源：wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

军工产品放量节奏不及预期。一般来说军工产品的研制周期较长，同时产品的放量还取决于下游客户的需求计划，若客户需求计划变动将对供应商的业绩造成影响；

智慧城市领域竞争日趋激烈。随着智慧城市的兴起，该领域的市场参与者越来越多，竞争日趋激烈，公司未来是否能一直保持竞争优势，存在一定不确定性。

旋极信息三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产 | 4907.7 | 5996.0 | 6888.3 | 7990.4 | 营业收入 | 3297.1 | 4860.4 | 5912.3 | 7181.5 |
| 现金 | 3063.7 | 3446.6 | 3799.8 | 4255.5 | 营业成本 | 1909.6 | 2666.5 | 3205.7 | 3844.1 |
| 应收款项 | 1047.3 | 1424.8 | 1733.2 | 2105.2 | 营业税金及附加 | 16.0 | 29.2 | 35.5 | 43.1 |
| 存货 | 640.0 | 893.7 | 1074.4 | 1288.3 | 营业费用 | 280.0 | 432.6 | 526.2 | 639.1 |
| 其他 | 156.7 | 231.0 | 280.9 | 341.2 | 管理费用 | 563.7 | 806.6 | 980.2 | 1189.6 |
| 非流动资产 | 2979.8 | 3064.2 | 3144.6 | 3218.5 | 财务费用 | -24.9 | -13.0 | -11.0 | -13.0 |
| 长期股权投资 | 319.8 | 344.2 | 368.7 | 393.1 | 投资净收益 | 36.6 | -10.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产 | 393.0 | 457.7 | 518.3 | 572.4 | 其他 | 46.0 | -22.3 | 4.7 | 4.7 |
| 无形资产 | 140.1 | 135.5 | 130.8 | 126.1 | 营业利润 | 635.4 | 906.2 | 1180.4 | 1483.2 |
| 其他 | 2126.8 | 2126.8 | 2126.8 | 2126.8 | 营业外净收支 | -4.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资产总计 | 7887.5 | 9060.3 | 10032.9 | 11208.8 | 利润总额 | 631.2 | 906.2 | 1180.4 | 1483.2 |
| 流动负债 | 2262.2 | 3134.8 | 3723.4 | 4422.6 | 所得税费用 | 120.5 | 173.0 | 225.3 | 283.1 |
| 短期借款 | 229.0 | 257.0 | 257.0 | 257.0 | 少数股东损益 | 121.4 | 7.3 | 9.6 | 12.0 |
| 应付账款 | 998.2 | 1393.8 | 1675.7 | 2009.4 | 归属母公司净利润 | 389.3 | 725.9 | 945.5 | 1188.1 |
| 其他 | 1035.0 | 1484.0 | 1790.8 | 2156.3 | EBIT | 560.4 | 930.2 | 1169.4 | 1470.2 |
| 非流动负债 | 166.3 | 189.2 | 212.1 | 235.1 | EBITDA | 626.5 | 980.0 | 1227.2 | 1537.1 |
| 长期借款 | 78.0 | 108.0 | 138.0 | 168.0 | | | | | |
| 其他 | 88.3 | 81.2 | 74.1 | 67.1 | | | | | |
| 负债总计 | 2428.5 | 3324.0 | 3935.6 | 4657.7 | 重要财务与估值指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 少数股东权益 | 255.4 | 258.2 | 261.8 | 266.3 | 每股收益(元) | 0.33 | 0.62 | 0.81 | 1.01 |
| 归属母公司股东权益 | 5203.6 | 5478.1 | 5835.6 | 6284.8 | 每股净资产(元) | 4.44 | 4.67 | 4.98 | 5.36 |
| 负债和股东权益总计 | 7887.5 | 9060.3 | 10032.9 | 11208.8 | 发行在外股份(百万股) | 1172.2 | 1172.2 | 1172.2 | 1172.2 |
| | | | | | ROIC(%) | 8.6% | 13.9% | 17.6% | 22.1% |
| | | | | | ROE(%) | 7.5% | 13.3% | 16.2% | 18.9% |
| | | | | | 毛利率(%) | 41.6% | 44.5% | 45.2% | 45.9% |
| | | | | | EBIT Margin(%) | 17.0% | 19.1% | 19.8% | 20.5% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 11.8% | 14.9% | 16.0% | 16.5% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 30.8% | 36.7% | 39.2% | 41.6% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 50.6% | 47.4% | 21.6% | 21.5% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 3.2% | 86.5% | 30.3% | 25.7% |
| | | | | | P/E | 49.98 | 26.81 | 20.58 | 16.38 |
| | | | | | P/B | 3.74 | 3.55 | 3.33 | 3.10 |
| | | | | | EV/EBITDA | 34.94 | 23.25 | 19.06 | 15.69 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | | | | | |
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | | | | |
| 经营活动现金流 | 666.1 | 913.7 | 1049.4 | 1305.3 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -117.2 | -137.4 | -138.2 | -140.8 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | 24.8 | -393.4 | -558.0 | -708.8 | | | | | |
| 现金净增加额 | 571.5 | 382.8 | 353.2 | 455.7 | | | | | |
| 折旧和摊销 | 66.1 | 49.8 | 57.8 | 66.9 | | | | | |
| 资本开支 | -43.7 | -113.0 | -113.7 | -116.4 | | | | | |
| 营运资本变动 | 315.4 | 108.3 | 42.5 | 45.8 | | | | | |
| 企业自由现金流 | 895.4 | 797.7 | 932.7 | 1185.9 | | | | | |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>