



战略聚焦三大业务，物联网龙头将继续保持高增长

2018.12.21

包冬青(分析师) 刘旭峰(研究助理)
电话: 020-88832290 020-88831179
邮箱: bao.dongqing@gzgzhs.com.cn liu.xufeng@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310518070001 A1310117090002

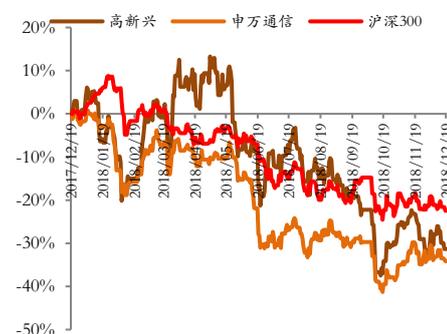
- **收购中兴物联，战略整合聚焦大交通、公共安全、警务三大业务板块。**2017年收购中兴旗下子公司中兴物联，从公共安全、通信企业向物联网转型，战略聚焦大交通、物联网、警务等业务板块，将物联技术成功运用于各个业务。中兴物联2018年上半年营业收入5.2亿元，占中兴物联在2016年全年营收的90%，继续保持高增长。占公司2018年半年物联网链接及终端应用业务总营收的69%，成为公司核心盈利业务。物联网发展已进入高速增长期，中兴物联成功从模组企业向下游应用产品过渡，业绩表现好于预期。
- **坚持“海外+国内”车联网发展模式，携手吉利，成为吉利车载前装产品供应商。**2017年公司OBD产品已成功占据全球第一市场份额，主打海外市场，出货量超过100万台，与欧美各大运营商具有稳定的合作关系。前装产品T-box、车归集模块定位国内市场，2018年成为吉利车归集模组的主要供应商，为11款车型提供产品，2019年将进一步开拓长城、比亚迪等国内车企。目前公司已完成汽车电子识别的研发，2018年投资重庆城投金卡，中标重庆标信科技读写设备，电子车牌业务进入落地期。2018年7月1日，《机动车电子标识读写设备通用规范》等六项推荐性标准正式实施，国家推广电子车牌的规划步入正轨，汽车电子识别市场潜需求量巨大，市场空间超过100亿，公司有望持续受益。
- **人工智能、大数据结合安防业务，警务执法业务有望成为公司增长点。**响应阳光政策，推动执法透明化，政府正式颁布执法规范化政策，公安部要求公安机关在110处警、消防管理以及案件勘查等6种场合必须全程实时记录视音频。执法记录仪2017年开始进入强制装采的进程，公司携手华为，执法规范仪多达8种产品，产品网覆盖范围2G到4G，产品具备液晶触摸屏，终端摄像头最高达3400万像素。公司警务业务具备完善的产品链，警务产品将逐步向前端发展，包括物证中心、办案中心、案管中心以及执法监督将全部实现信息化连接管理。执法办案中心已经在深圳、上海等多处试点，警务业务有望成为公司增长点。
- **盈利预测与建议：**我们预计2018-2020年净利润分别为6.1亿元/7.5亿元/9.57亿元，PE分别为17.5/14/11。我们给予公司19年PE合理20倍，对应股价8.6元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**物联网业务推广不及预期，警务业务开展缓慢。

强烈推荐 (维持)

现价: 6.05
目标价: 8.6
股价空间: 38%

通信行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
高新兴	-10.67	-16.37	-24.72
通信行业	-6.25	-6.00	-15.72
沪深300	-3.97	-4.31	-16.65

基本资料

总市值(亿元)	106.40
总股本(亿股)	17.64
流通股比例	68.44%
资产负债率	31%
大股东	刘双广
大股东持股比例	30.51%

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2237.02	3704.69	5004.20	6589.72
同比(%)	71.07%	65.61%	35.08%	31.68%
归属母公司净利润	408.27	610.34	750.56	957.77
同比(%)	29.22%	49.49%	22.97%	27.61%
毛利率(%)	36.01%	37.93%	36.51%	35.65%
每股收益(元)	0.23	0.35	0.43	0.54
P/E	17.41	17.47	14.21	11.13
P/B	1.40	1.81	1.87	1.86
EV/EBITDA	4.82	12.22	10.61	8.85



目录

目录	2
图表目录	3
1.智慧城市物联网龙头企业，“内生+外延”实现物联网产业链布局	4
1.1 通信监控起家，“三步走”战略拥抱物联网	4
1.2 公司战略转型初见成效，三费结构保持良好态势，物联网及警务业务将提升公司整体毛利率	5
1.3 公司战略清晰：聚焦大交通、公共安全、警务三大业务，静待车联网行业爆发性增长	7
2.物联网核心技术行业领先，OBD与车规级模组市场渗透率不断提高	9
2.1 OBD 供货量全球第一，海外市场稳定发展，国内市场需求有望增加	9
2.2 公司车载前装产品定位国内市场，合作吉利、比亚迪长安彰显产品竞争力	11
2.3 中国进入高铁轨道车时代，轨道车产品进入新的替换周期	13
2.4 电子车牌读写设备技术成熟，有望在政策出台后驱动业绩增长	15
3.人工智能、大数据结合安防业务，警务执法业务有望成为公司新增长点	17
4.盈利预测与估值	20
5.风险提示	20



图表目录

图表 1.	公司发展阶段	4
图表 2.	公司主要产品及业务	5
图表 3.	公司营收变动情况 (单位: 亿元)	6
图表 4.	公司净利润情况 (单位: 万元)	6
图表 5.	公司资产状况 (单位: 亿元)	6
图表 6.	公司毛利率状况 (单位: %)	6
图表 7.	公司三费占比总营收状况 (单位: %)	7
图表 8.	公司三费数据 (单位: 万元)	7
图表 9.	公司前十大股东主要股权关系	7
图表 10.	公司主要子公司	8
图表 11.	公司技术、产品和应用概览	9
图表 12.	中国车联网前后装终端规模 (单位: 万台)	10
图表 13.	中国车联网前后装产品增速	10
图表 14.	2017 年全球 UBI 市场渗透率	10
图表 15.	中国 UBI 市场规模预测 (单位: 亿元)	10
图表 16.	海外主要合作公司	11
图表 17.	公司 OBD 海外供应链	11
图表 18.	汽车电子系统所占成本	12
图表 19.	新能源汽车市场规模 (单位: 万辆)	12
图表 20.	2017 年车企销量排行榜	12
图表 21.	2018 前三季度车企销量排行榜	12
图表 22.	T-BOX 产品运作原理	13
图表 23.	各国汽车销售量对比	13
图表 24.	公司三费数据 (单位: 万元)	13
图表 25.	GYK 轨道车系统组成	14
图表 26.	中国铁路网发展预测 (单位: 公里)	14
图表 27.	2016 年中国高铁里程占比全球数据	14
图表 28.	电子车牌政策出台情况	15
图表 29.	电子车牌试点进展情况	15
图表 30.	ETC 开通支付宝付款通道	16
图表 31.	目前仅河南部分收费站支持支付宝付款	16
图表 32.	重庆电子车牌项目一期工程预算	16
图表 33.	预测电子车牌全国市场空间	17
图表 34.	执法记录仪市场发展	17
图表 35.	我国执法记录仪市场竞争格局	18
图表 36.	公安部公共安全财政支出 (单位: 万元)	18
图表 37.	我国执法记录仪数量 (单位: 万台)	18
图表 38.	执法监督体系	19
图表 39.	公司营业收入预测及假设	20



1.智慧城市物联网龙头企业，“内生+外延”实现物联网产业链布局

1.1 通信监控起家，“三步走”战略拥抱物联网

22 年发展历程，公司经历六个发展阶段与两次战略转型。公司成立于 1997 年，于 2010 年上市成功。高新兴为行业领先的智慧物联网供应与服务商。早期业务为运维综合管理系统的解决方案以及监控设备。为了迎合市场的需求、拓展业务覆盖面，公司上市后逐步从传统机房基站运维信息化系统转向城市安防与物联网监控的运营业务。2015 年后公司再度实施业务战略的转型，旗下子公司中兴物联与国脉科技强劲发力，公司业务聚焦车联网大交通与警务执法。目前公司主要业务为物联网终端产品，警务信息化应用以及软件系统与解决方案。公司主要发展阶段分为六个时期。2015 年前，公司完成了传统基站监控业务向城市安防与物联网监控业务的过渡。2015 年后为业务转型跨越期，公司毅然进军物联网与公安执法业务，明确提出业务再转型战略。

图表1. 公司发展阶段

时间	产品立业 1997-2001	与时俱进 2002-2006	扬帆奋进 2007-2010	创新式发展 2011-2014	战略转型 2015	跨越期 2016-未来
阶段描述	通信监控起家	率先构建物联网平台	物联网概念上市并回归大安防	立足平安城市与智能交通，布局智慧城市	成为智慧城市运营商	聚焦公共安全的大数据，向大数据运营商迈进
主要事件	首批ISO9001质量管理体系双重认证的通信企业。基站监控占据中国移动全国50%市场	基站监控产品在三大运营商占有率第一。监控云平台在全国15个省级监控中心广泛应用	进军安防行业，并启动安防平台研发。2010年，深圳创业板成功上市	成立三大事业部，聚焦平安城市。成立“尚云在线”，进军民用安防，发力“互联网	收购创联电子与国迈科技，涉及铁路安全和数据安全；构建智慧城市解决方案	控股子公司-讯美科技挂牌新三板。收购天津中兴智联与中兴物联科

资料来源：公司官网、广证恒生

车联网与公共安全成为公司两大明确战略线。确认两大战略发展线后，公司再度进入产品业务跨越期。据 2017 年年报数据，物联网终端业务已占公司总营收 34%，警务信息化应用占公司总营收 6%，传统软件信息业务占比逐年下降，业务转型逐渐进入正轨。

坚持“海外+国内”车联网发展模式，深耕车联网市场。公司 2017 年 OBD 产品已成功占据全球第一市场份额，主打海外市场，具有稳定的欧美各大运营商合作关系。T-box 前装产品携手吉利、比亚迪以及长安，持续拓展国内市场。

目前公司已完成汽车电子识别的研发，产品已具备商业用途。汽车电子标识产品具备实现场景细分化以及细分市场覆盖功能，有助于公司增强差异性竞争力。汽车电子识别市场潜需求量巨大，公司具备产品核心技术并将侧重该业务发展。

已具备警务信息化业务核心技术，警务终端未来将实现百亿级市场。公司成为行业内首家与公安厅合作落地执法记录仪的公司，未来执法规范业务全国约 70% 由高新兴实施管理和运营。国务院已颁布执法规范，公司警务执法记录仪成为公安执法必需品，未来公司警务信息化业务将呈垄断式发展，公安与执法业务将实现百亿级市场。

图表2. 公司主要产品及业务

产品类别	产品图片	产品描述
4G 后装车联网终端		<ol style="list-style-type: none"> 1. 具有远程诊断、精确定位、wifi 热点、蓝牙通信等多种功能 2. 读取车辆信息状况，通过移动物联网传输数据，用户可在手机端查看车辆数据 3. 手机端一键即可道路救援
RIFD 汽车电子识别		<ol style="list-style-type: none"> 1. 车辆“二代身份证”，精准识别，识别速度快，受环境影响小，识别率高等功能 2. 应用物联网、云计算、大数据技术，实现交通信息动态采集、涉车资源平台化管理、交通数据深入挖掘等车辆、道路的立体化管理功能
警务执法记录仪		<ol style="list-style-type: none"> 1. 警务执法记录仪实现了 4G 网络的兼容，具备实时上传执法信息的功能 2. 兼备全球定位、车牌识别、人脸识别、身份证识别等多项智能化功能
智能交通&安防软件解决方案		<ol style="list-style-type: none"> 1. 围绕交通集成管控系统、交通执法监管系统、交通信息服务系统、交通综合运维系统，13 款产品化的软件平台 2. 实现 GPS 坐标映射、方位感知、视频联动功能，增强实时图像与信息相结合。接入智能交通单元系统，融入丰富的交通信息，掌握重点区域的交通态势。

资料来源：公开资料整理、广证恒生

公司业务与服务网络已遍布全球 10 个国家以上，物联网产品和解决方案已拥有全球 500+ 客户群体。公司为国家级计算机系统集成与高新技术企业，产品技术研发为公司侧重方向，持续引领行业技术水平发展。公司多次参与国家公共信息安全、信息技术软件管理、公安信息通信网安全、警务云平台以及汽车电子标识等多项国家和行业技术制定标准。除技术领先性外，公司产品已通过国家保密局等多个权威机构认可。

公司产品 100% 彰显公司技术专利，软件著作专利与技术专利齐头并进。未包括旗下子公司，高新兴拥有 24 项授权技术专利，其中具备公司发明专利 1 项与实用新型专利 20 项。现在公司仍有 33 项专利正在被国家知识产权局受理中，其中发明专利与实用新型专利分别高达 25 与 7 项。除技术专利外，公司软件著作权多达 38 项，用于软件产品登记证 39 项。公司在生产经营活动中所使用专利数目占达总专利数 100%，代表公司产品充分彰显公司技术优越性。

1.2 公司战略转型初见成效，三费结构保持良好态势，物联网及警务业务将提升公司整体毛利率

聚焦物联网与警务业务带动公司总营收净利润增长，公司策略转型初见成效。目前公司正处于从



传统监控业务转向物联网应用端及警务信息化应用阶段，2017 年公司总营收达 22.37 亿，较上年同期同比增长 72%。公司营收增幅较大主要由于聚焦物联网以及警务终端业务的战略。自 2016 年起，仅两年发展时间，2017 年物联网业务营收已占比总营收 34.03%，警务终端业务营收占比为 6%。公司净利润整体呈上升模式，2013 年-2015 年由于公司处于业务转型期，净利润呈缓式增长，增速逐渐下降。2016 年公司净利润同比增长 124%，由于公司开始发展物联网铁路行车安全系统，铁路行车安全系统 2016 年营收达 2.4 亿，同比增长 145%，毛利率 61.47% 为同期公司毛利率最高业务。2017 年公司净利润增速降缓主要由于车联网业务持续进行研发，研发费用占比总营收约 10%，降低公司净利润。

图表3. 公司营收变动情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

图表4. 公司净利润情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

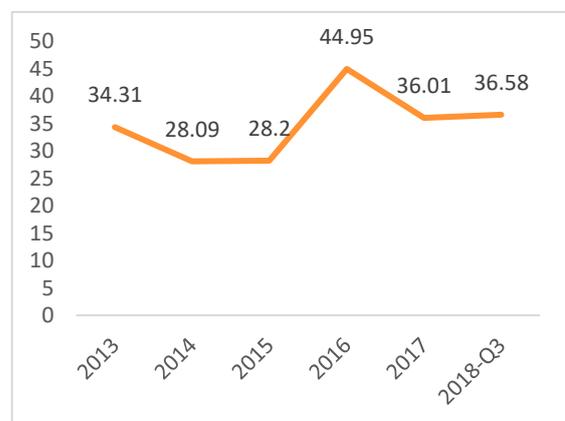
传统模组业务市场成熟，竞争增大导致毛利率开始下滑，未来物联网以及警务终端业务发展有望提升公司整体毛利率。战略转型后，2016 年公司总体毛利率达 44.95%，增速达 59%，上升幅度较大。2017 年毛利率下滑由于并购子公司中兴物联后，重点业务车联网未进入账本计算。同时公司模组生产力较大，业务逐步成熟，开始量产模组产品，价格开始逐步下降。未来公司将侧重公安业务与车联网业务发展，模组业务占比将由原本的 60% 控制在总营收占比 40% 以内，公司整体毛利率受模组产品影响将逐步减小。公司物联网业务与警务终端应用业务在 2017 年毛利率分别为 52.08%、56.97%，高于传统软件系统业务毛利率 2 倍以上。公司未来业务战略明确，警务与物联网两大业务良好的市场前景将回升公司整体毛利率水平。

图表5. 公司资产状况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

图表6. 公司毛利率状况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

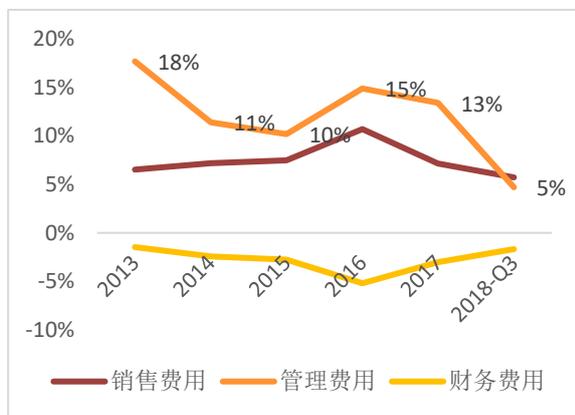
明确公司目标战略，压缩部门结构降低管理费用，三费结构得以持续优化。由于公司不断优化企业运营结构以及公司总营收的飞速增长，公司三费占比自 2012 年逐步下降并保持稳定状态。管理费用为三费中最大占比，2017 年公司管理费用总额达 3 亿，同比增长 53.12%，其中研发投入总额为 1.7



亿元，较上年同比增长 45%。明确提出战略聚焦，公司撤除原有通讯事业以及讯美金融部门，合并整合部门职工管理从而降低公司管理费用，提高公司运营效率。2017 年公司管理费用占比稍有下滑。由于侧重技术研发，今年公司将研发费用独立出管理费用，前三季度研发费用加上管理费用达 4 亿元左右。公司前三季度营收已超 17 年全年营收，营收能力的高涨能够消化公司管理费用的增长。前三季度管理费用占比总营收为 16%，公司目前管理结构仍保持健康态势。

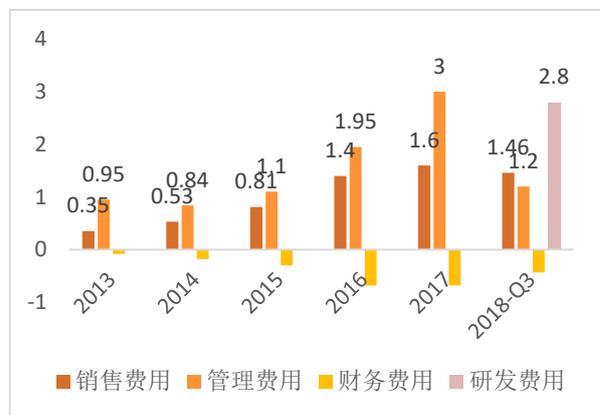
外币汇兑收益与强大流动资产保持公司财务费用数据良好。公司营收能力较强，应收账款持续增长以及货币资金较多为公司财务费用占比低态势主要原因。自 2013 年至 2017 年，公司应收账款由 2.6 亿元达 10 亿元，2017 年公司货币资金占公司总资产 21%，代表公司较强的流动资本能力。财务费用低态势部分得益于公司外币汇兑收益。公司海外业务主要分布于欧洲与美洲，近年来欧元汇率持续稳定，今年美元汇率逐渐上升，有望再度对冲公司财务费用开支，增加公司汇兑收益。整体而言，公司销售与管理结构营收占比稳定于 15% 左右，代表公司结构得到持续优化，三费未侵蚀营收利润，公司整体盈利能力较高。

图表7. 公司三费占比总营收状况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

图表8. 公司三费数据 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

1.3 公司战略清晰: 聚焦大交通、公共安全、警务三大业务, 静待车联网行业爆发性增长

高新兴自成立以来, 刘双广为公司最大股东, 集团法定代表人, 董事长亦是高新兴集团的最初创始人。刘双广为南京邮电大学通信工程学士, 并硕士毕业于北京大学光华管理学院 EMBA (高级管理人员工商管理硕士)。曾任广州通信研究所课题组长, 自 2007 年 6 月至今任本公司董事长 (法定代表人)。自 2011 年 12 月至今兼任讯美科技股份有限公司董事长。自 2015 年 5 月 14 日起至今兼任高领投资董事长。

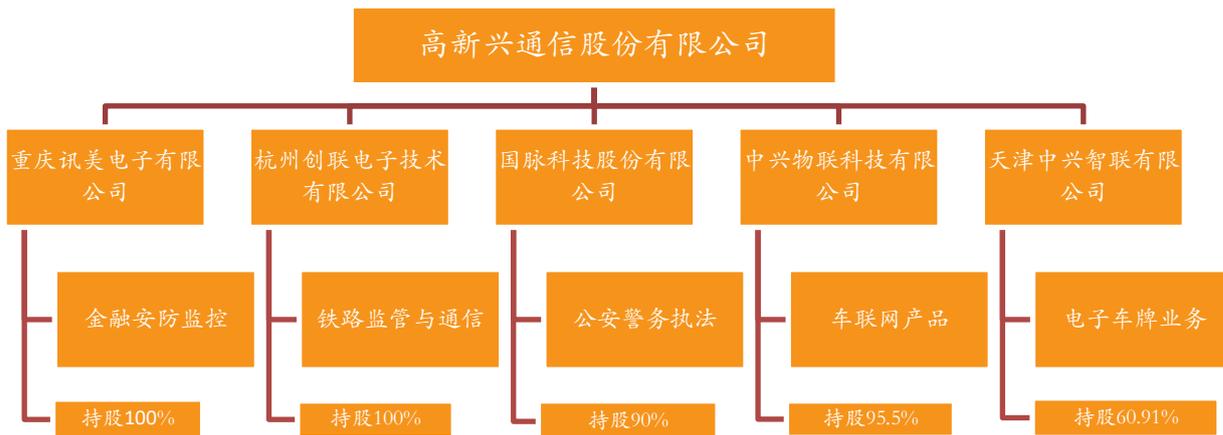
图表9. 公司前十大股东主要股权关系



资料来源: wind、广证恒生

高新兴集团主要业务涉及安防、监控、物联网以及公安领域，旗下子公司为高新兴带来各业务方面的盈利。公司上市后并购讯美电子为公司拓展规模的第一步，讯美电子的并购方案奠定公司在金融安防监控行业的基本份额。2015 年创联电子与国脉科技相继加入高新兴集团。创联电子聚焦于公司铁路监管与通信领域的技术发展，国脉科技专注于公司警用执法规范业务与相关公安业务产品的研发。2016 年，公司在并购道路再度迈出一大步，控股中兴物联与中兴智联。中兴物联具备公司车联网与物联网主要业务的核心技术，使公司在物联网业务板块发展迅速。中兴智联将为公司未来发展重点电子车牌业务的主要研发生产团队。

图表10. 公司主要子公司



资料来源: wind、广证恒生

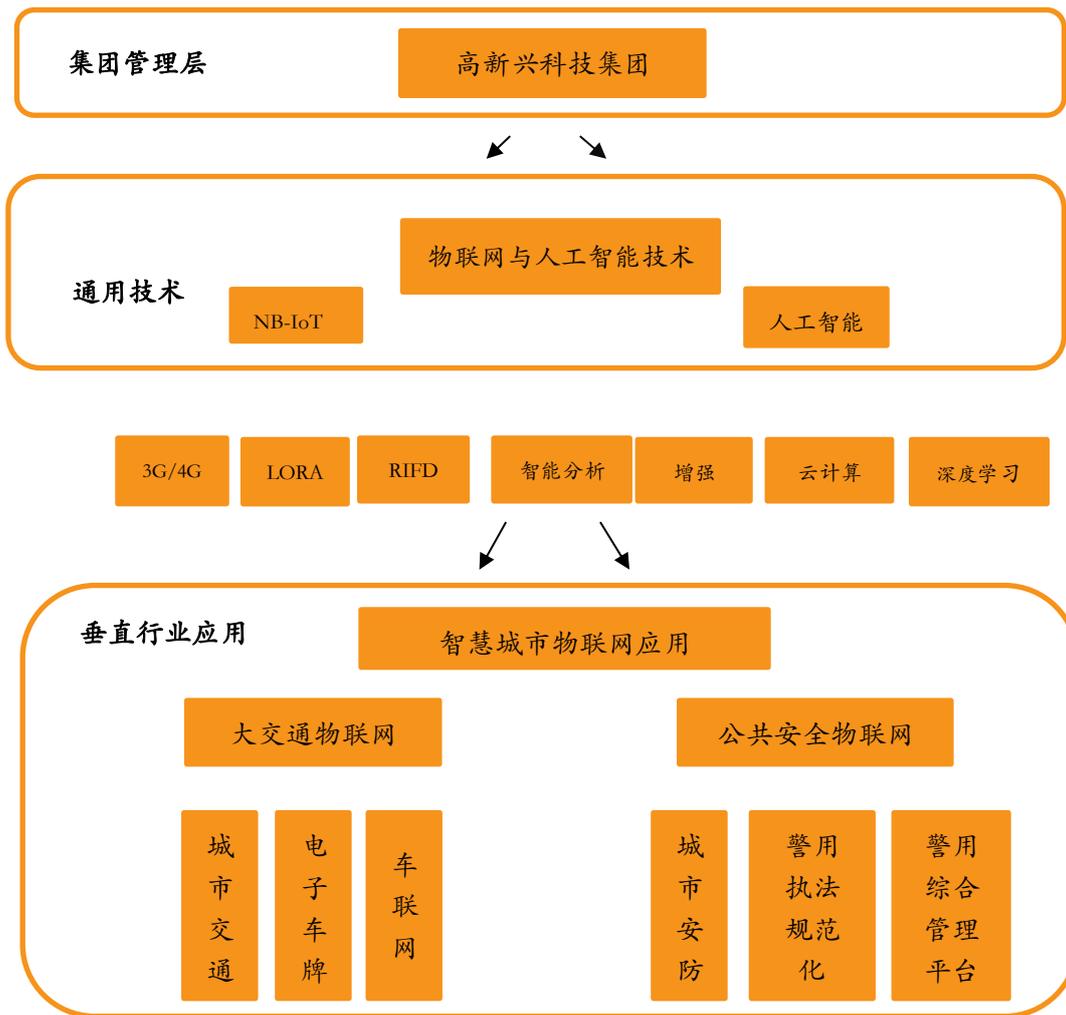
持续发展监控业务，稳定公司市场份额。通过与智能城市以及智能交通各方面的深度结合，公司不断升级与创新传统监控业务，提升公司监控安防业务产品竞争力，稳定业务盈利状况。

合作华为，建立警务执法业务行业垄断壁垒。高新兴为政府部门认定 ISV 最高级合作伙伴，公司具备执法规范仪核心技术并成为政府公安厅警务规范仪供应商，未来市场盈利空间可观。公司将合作华为，实现强强联手。未来持续加大与各省各级别公安厅密切合作，提高公安执法业务产品的市场渗透率，将警务执法板块发展为公司垄断级别业务。

保持车联网产品市场龙头地位，部署 5G 与 V2X，推出国内车联网解决方案。在保持 OBD 核心基础前提下，稳定海外 OBD 市场份额，提升产品严密性。除 OBD 与 T-box 产品以外，公司开始推进车联网业务的整合。通过与国内运营商以及汽车品牌合作，未来车联网产品将陆续在国内市场推广，部署 5G 与 V2X 层面，拟定车联网产品解决方案。国内将成为公司车联网产品一大盈利机会，做到车联网产品国内国外同时发展。

深耕物联网，携手阿里静待电子车牌业务市场需求增长。未来电子车牌业务为公司核心发展板块，产品技术研发已完成，核心技术领先行业水平。公司将与阿里合作，实现强强联手，聚焦部署重点城市与市场。电子车牌结合 OBD 与城市智能交通服务方案，主要服务于商业用途，业务将由局部区域逐步扩大市场范围。

图表11. 公司技术、产品和应用概览



资料来源：公开资料整理、广证恒生

2. 物联网核心技术行业领先，OB D 与车规级模组市场渗透率不断提高

2.1 OB D 供货量全球第一，海外市场稳定发展，国内市场需求有望增加

2018年起全球OB D市场预估将以大于17%的复合年增长率增长，至2024年市值超过15亿美元。2017年OB D售后市场在超过5亿美元，目前北美洲占据全球最大OB D市场份额，欧洲地区OB D销售占全球市场分额超过22%，市场份额为全球第二大。由于汽车售后服务提供商的投资以及远程信息处理平台的发展，预计OB D售后市场在2018年和2024年之间将继续保持稳定增长。

亚太地区在2018年-2024年间将成为潜力发展地区，预测复合年增长率大于20%。在中国、日本以及印度，汽车的出货量大幅度增加。同时，政府计划将进一步颁布严格的排放标准来抑制不断上升

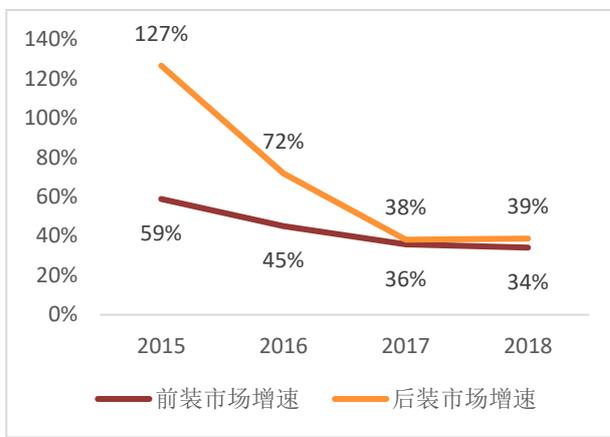
的空气污染水平。亚太地区的电子能源汽车的飞速发展将进一步提高对 OBD 的需求，OBD 能够更好的控制电子汽车的引擎以及电子组成部分。

图表12. 中国车联网前后装终端规模 (单位: 万台)



资料来源: 公开资料整理、广证恒生

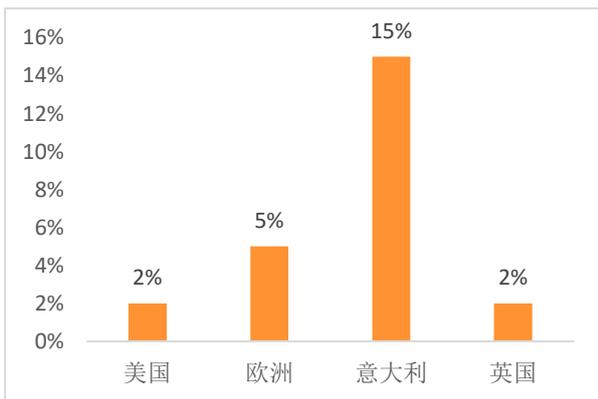
图表13. 中国车联网前后装产品增速



资料来源: 公开资料整理、广证恒生

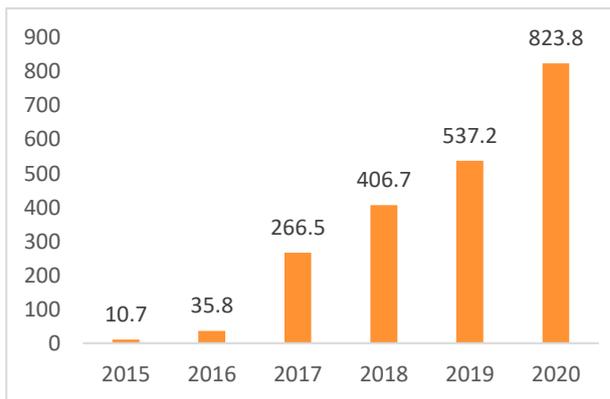
国内车险盈利能力低下, 未来 UBI 有望成为车险项目盈利突破口。截止 2013 年, 中国 UBI 市场渗透率排名世界第 14 位, 落后于西方国家。截止 2016 年, 在公布了车险承保利润的国内 49 所保险公司中, 除了人保财险、平安财险以及太保财险三家上市公司获得盈利外, 其余国内 46 家保险公司在车险承保利润业务中全线亏损, 总亏损达 63.5 亿元。近年来, 保险公司车险业务成本率逐步提高, 公司盈利能力低下, 定险机制不完善以及赔险环节不透明导致了车险业务急需业务转型。2013 年, 中国人保携手第三方进行 UBI 项目测试。UBI 车险应用有助于保险公司给予车险合理定价, 提供相对车险计划, 减低车险业务成本并提高车险项目盈利能力。国内三大保险公司中国人寿保险, 中国平安保险以及中国太平洋保险垄断保险市场 65% 业务。市场上所剩大概 40+ 所保险公司只承包了是市面 35% 的保险业务份额。UBI 的应用未来将有助于中小型车险企业实现领先转型, 成为打破市场壁垒的突破口。

图表14. 2017 年全球 UBI 市场渗透率



资料来源: 公开资料整理、广证恒生

图表15. 中国 UBI 市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源: 公开资料整理、广证恒生

海外 OBD 客户资源稳定, 有助于公司保持全球出货量第一优势。公司 OBD 业务主要聚焦海外欧洲美国地区。公司与美国 AT&T, T-mobile 运营商具有稳定的合作关系。欧洲市场为 Octo Telematic 以及 Telia Sonera 稳定供货商。2018 年公司持续进军海外市场, 携手欧洲三大电信运营商 Rogers、Tels 以及 Bell, 是北美大型电信运营商 OBD 主要供应商。公司 2017 年 OBD 出货量达全球第一, 约 100 万台。目前公司具备海外稳定的客户资源以及市场份额, 海外 OBD 市场具有相对应市场壁垒, 未来公司海外市场将继续保持相对稳定发展。

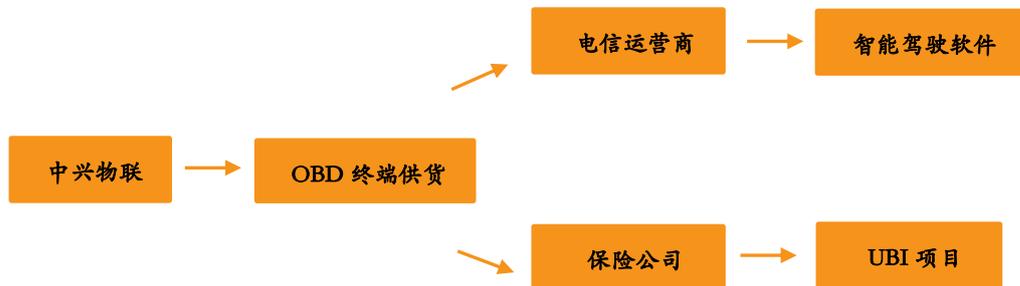
图表16. 海外主要合作公司

主要合作公司	公司简介	公司图片
AT&T	AT&T 为美国三大电信运营商之一，全球最大的通讯公司，业务布局全球 57 个国家。	
T-Mobile-	T-Mobile 为德国电信公司布局在美国业务的分公司，T-mobile 为美国第三大无线电信运营商。	
Telia Sonera	Telia Sonera 为瑞典电话公司以及移动运营商，业务覆盖至欧洲及亚洲，拥有 18210 万电话用户。	
Octo Telematic	Octo 为世界级领先 UBI 车险公司，公司市值约 60000 万欧元，市场份额占 36%，目前拥有 540 万用户。	

资料来源：公开资料整理，广证恒生

海外 OBD 市场及产业链成熟，公司供应链独立。海外 OBD 市场较为成熟，主要由通信运营商以及主要保险公司进行 OBD 产品的销售。目前公司海外 OBD 市场的供货渠道为两大种类：电信运营商以及车险公司。电信运营商通过与公司的 OBD 终端产品结合运营商自身通信应用技术，从而向客户提供品牌的汽车远程信息智能管理系统软件。保险公司目前公司主要海外合作伙伴为 Octo Telematic，公司向 Octo 提供 OBD 终端设备，Octo 对车主驾驶数据进行数据整理，为客户提供相对应的车险计划。

图表17. 公司 OBD 海外供应链



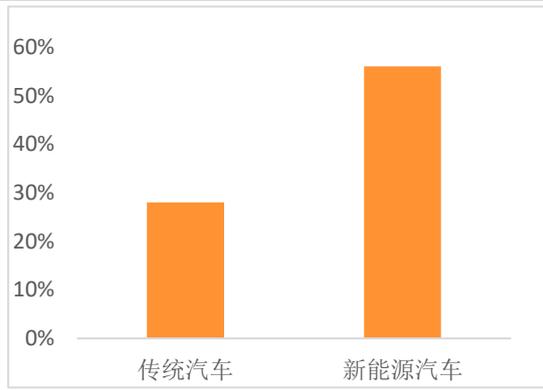
资料来源：公开资料整理，广证恒生

OBD 终端技术领先行业水平，产品盈利能力较高。公司出口海外 OBD 定价约为 120 美金一台。根据海外市场 OBD 终端价格整合，2018 年客户推荐的 OBD 终端中十款产品中有八款 OBD 产品价格区间位于 10-100 美金，仅有三款 OBD 价格高于 100 美金。公司在海外的供应渠道主要为运营商，然而公司 OBD 产品价格在市场中仍属于较高区间，盈利能力较高。在价格高于行业水平的同时仍能稳定海外客户资源，代表公司产品技术领先行业水平，具有较强的盈利能力。

2.2 公司车载前装产品定位国内市场，合作吉利、比亚迪长安彰显产品竞争力

我国新能源汽车生产量将提升车载前装产品渗透率。据工信部《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》，自 2017 年 1 月 1 日起对新生产的全部新能源汽车安装车载控制单元，新能源汽车的 T-box 前装产品安装率将得到大幅度提升。汽车电子系统中，普通汽车的汽车电子系统在整车成本中占比不超过 30%，而新能源汽车的汽车电子系统成本占整车成本超过 50%。我国新能源汽车市场规模稳健增

长, 自 2010 年的 0.7 万辆至 2018 年的 85 万辆, 新能源汽车市场规模 8 年完成 121 倍的增长。

图表18. 汽车电子系统所占成本


资料来源: 公开资料整理、广证恒生

图表19. 新能源汽车市场规模 (单位: 万辆)


资料来源: 公开资料整理、广证恒生

携手吉利, 成为吉利车载前装产品供应商, 彰显公司产品优越性。2017 年吉利以年销售量 124 万夺得国内自主品牌销量第一, 同比增长 59.1%, 成为国内汽车品牌增长率最高的汽车企业。2018 年前三季度吉利排名再度上升, 排名国内汽车销量第四, 仅仅三个季度超过 2017 年年度总销量, 同比增长 37.3%。2018 年年初, 吉利发布亿咖通科技联手京东、腾讯以及高德等多家互联网巨头合作关系, 吉利有望成为首家结合汽车品牌与互联网业务的自主龙头企业, 具备较为完善的车联网生态关系网。

图表20. 2017 年车企销量排行榜

排名	厂商批发、累计	2017年度销量	同比增长
1	上汽大众	2,063,077	3.10%
2	上汽通用	2,000,187	6.00%
3	一汽大众	1,957,188	4.50%
4	上汽通用五菱	1,555,244	8.90%
5	东风日产	1,251,006	11.90%
6	吉利汽车	1,248,004	59.10%
7	长安汽车	1,062,716	-7.60%
8	长城汽车	950,315	-1.90%
9	长安福特	820,286	-13.10%
10	北京现代	785,006	-31.30%

资料来源: 公开资料整理、广证恒生

图表21. 2018 前三季度车企销量排行榜

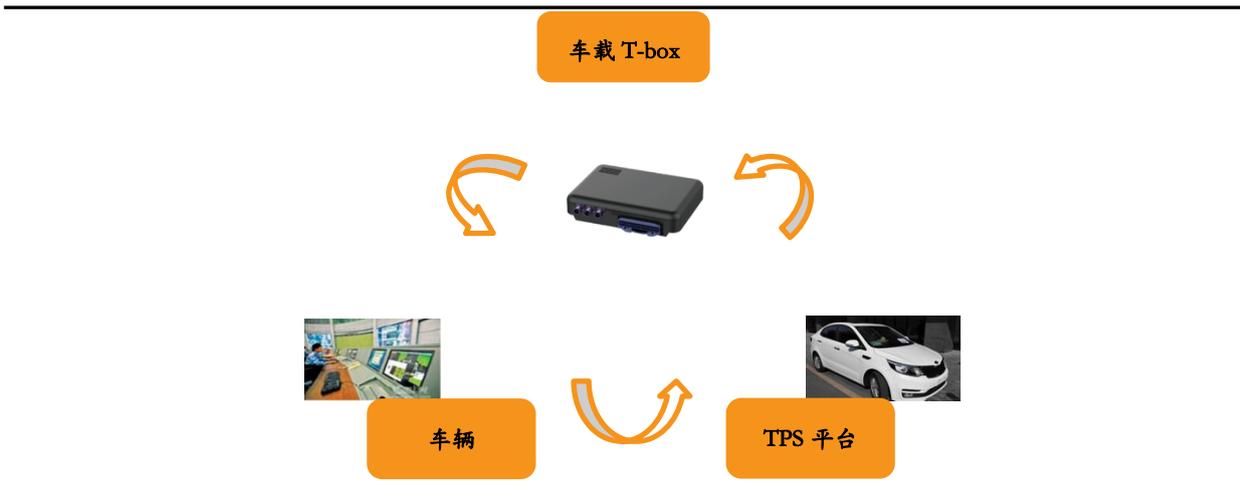
排名	厂商批发、累计	2018年1-10月销量	同比增长
1	上汽大众	1,643,634	3.10%
2	一汽大众	1,607,261	4.00%
3	上汽通用	1,420,490	-4.90%
4	吉利汽车	1,248,448	37.30%
5	上汽通用五菱	1,077,640	-5.90%
6	东风日产	1,031,728	6.50%
7	长安汽车	708,351	-16.10%
8	长城汽车	646,900	-6.90%
9	一汽丰田	593,083	2.30%
10	北京现代	593,009	-4.90%

资料来源: 公开资料整理、广证恒生

持续开拓市场渠道, 年底将与比亚迪、长安等进一步合作。自 2016 年公司进入车辆前装市场, 仅仅两年时间已拿下与吉利旗下的亿咖通公司的车级模组研发合作机会, 产品兼容吉利 11 款车型并成为吉利的唯一供货商。2018 年上半年, 高新兴再度发力, 公司 T-box 产品入选比亚迪 T1 采购供应商清单, 测试通过后产品市场渗透力将继续提高, 与比亚迪合作代表公司前装产品进一步瞄准新能源汽车。公司亦明确表示未来将进一步长安开拓长安等国产汽车品牌, 拿下国内吉利、长安等多家国内车企。

迎合新能源汽车发展态势, 公司推出新能源车型前装 T-box, 支持车主定制产品。公司 T-box 为车联网的前装模组核心竞争产品。今年公司 T-box 发货量超过 20 万台, 价格为 600 元/台。预计公司今年 T-box 产品能带来超过 1.2 亿营收。T-box 目前已成为部分燃油车以及新能源汽车的标配产品, 随着未来新能源汽车的稳步增加, 加上公司 T-box 技术携手汽车品牌以及核心技术不断研发, 未来出货量将继续扩大。公司于今年年中更新适应新能源汽车的 T-box VM6601、VM6605 等 T-box 产品。新产品具备硬件加密、X-call、碰撞识别以及汽车故障识别等功能, 并兼容更多平台选择, 提升产品 GPS 灵敏度, 提供新能源监控、车载娱乐以及 TPS 服务三大应用场景。

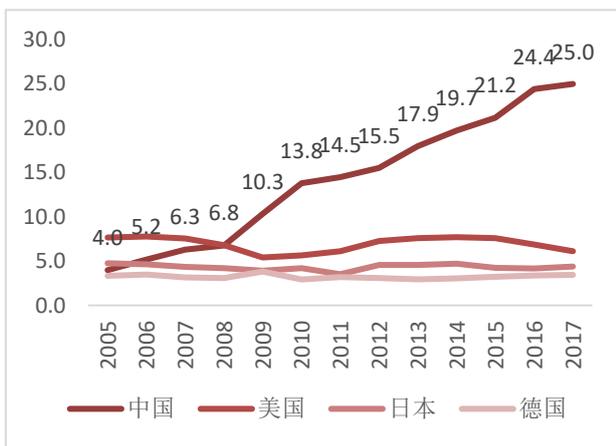
图表22. T-BOX 产品运作原理



资料来源：公开资料整理，广证恒生

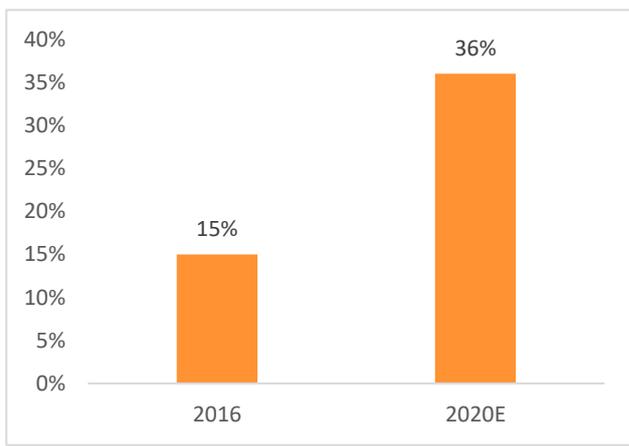
目标新能源汽车领域，公司前装产品瞄准国内市场，2020 年我国 T-box 市场规模达 70 亿。2017 年，中国以 2496 万台的汽车销量远超美国日本以及世界的领先汽车生产强国德国，可见中国汽车市场前景广泛。公司前装产品 T-box 将定位国内市场，结合国内汽车市场潜在客户群较大的优点，进一步拓展公司产品。2017 年公司车联网产品 90% 销售为海外地区，仅有 10% 销售属于国内市场。2018 年公司表示将调整海内外销售比例，做到海外销售占比 70%，国内销售占比 30%。2016 年中国 T-box 市场渗透率为 15%，预计 2020 年市场渗透率达 36%。根据预算 2020 年我国乘用车销量将达 2911 万辆，按照公司当今 T-box 产品 600 元销售价格计算，2020 年我国 T-box 市场规模至少达 70 亿，利润空间巨大。

图表23. 各国汽车销售量对比



资料来源：公开资料整理，广证恒生

图表24. 公司三费数据 (单位: 万元)



资料来源：公开资料整理，广证恒生

2.3 中国进入高铁轨道车时代，轨道车产品进入新的替换周期

高新兴持续深耕物联网，旗下子公司创联电子以“GYK 铁路轨道车运行控制产品”、“铁路运行无线通信产品”以及“轨道车安全信息化产品”三大系列产品的研发、销售以及技术支持为主营业务。上述产品能够实现铁路轨道车运营安全、维护的目标，并同时能够实现各类安全设备的平台管理以及各类监测、控制数据的采集、传输、存储和分析。

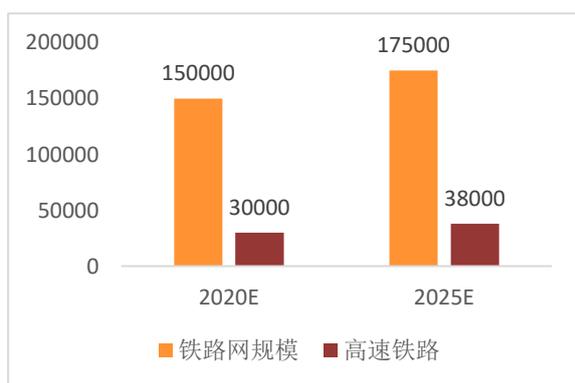
图表25. GYK 轨道车系统组成

GYK 系统	系统介绍	
GYK 控制软件主机, 人机交互界面 DMI	DMI 以图形方式预示前方车站信息以及铁路情况, 实现操控室与司机的实时交流。	
车辆部分相关的配套设备	机车信号, 信号接收线圈, 速度传感器, 压力传感器, 停车控制系统, 故障隔离装置, 轴温检测装置。车辆配套设备完成对车辆运行中的情况监测。	
地面分析软件	通过车辆的配套设备进行轨道车数据监测, 信息反馈至地面分析软件。监测员通过地面分析软件数据反映司机操作以及信号变化等运营状况全过程。	

资料来源: 公开资料整理, 广证恒生

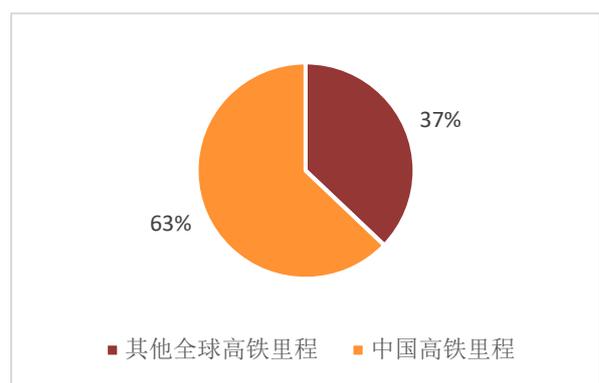
中国铁路市场规模客观, 铁路监管设备市场需求持续增长。 高铁扩建升级已然成为各国推动国家经济向区域性以及顺应经济全球化的重要动力因素。截至 2016 年底, 全世界高速铁路运营里程总计为 3.5 万公里, 其中中国大陆高速铁路运营里程为 2.2 万公里, 占比全球高铁里程 62.8%, 位居第一。预计至 2020 年, 我国铁路网规模目标将达 15 万公里, 其中高速铁路 3 万公里; 到 2025 年, 我国铁路网规模目标达到 17.5 万公里, 其中高速铁路 3.8 万公里。

图表26. 中国铁路网发展预测 (单位: 公里)



资料来源: 公开资料整理, 广证恒生

图表27. 2016 年中国高铁里程占比全球数据



资料来源: 公开资料整理, 广证恒生

深耕物联网 18 年, 铁道部认证合作企业。 2016 年在铁路方面上, 创联电子 GYK 产品无线列调系统和信息化产品毛利率较为可观, 达到 61.7%。创联电子具备 18 年铁路运输信息设备研发经验, 是国内铁道部认定的铁路运输安全设备生产企业。多个产品获得国家铁路局的“行政许可决定书”及铁路 CRCC 认证证书, 产品及解决方案已在铁路领域得到广泛应用。

聚焦技术研发, 产品获得国家 39 项专利, 不断更新 GYK 轨道车产品设备。 创联电子被高新兴集

团收购后，近年来皆完成业绩承诺。高新兴持续垂直布局大交通业务，聚焦创联电子科技创新，由顶尖技术专家、高级工程师领衔的近百名优秀人才构成的技术研发团队，并建有设备先进，实验手段完备的技术研发中心。创联电子自 2000 年成立以来 18 年已获取产品专利 39 项，产品具备技术保障。公司今年完成轨道车 GFK 远程维护检测系统（GMS）的技术审评，GMS 产品落地后将成为公司轨道车 GFK 业务的新支柱之一。

2.4 电子车牌读写设备技术成熟，有望在政策出台后驱动业绩增长

八年政策和试点探索，国标落地有望驱动电子车牌在全国范围内进入推广期。2017 年 12 月 29 日，国标委发布《机动车电子标识读写设备通用规范》等六项推荐性标准，2018 年 7 月 1 日实施，国标出台有望加速后续政策落地，意味着国家推广电子车牌的规划即将步入正轨，为电子车牌生产和推广提供技术依据。

图表28. 电子车牌政策出台情况

时间	电子车牌政策
2013 年	公安部与工信部协议约定，共同推进 RFID 在公共领域应用。
	公安部牵头制定机动车电子标识相关条例。
	《北京市 2013-2017 年清洁空气行动计划》中提出上线智能化车辆电子收费识别系统以征收城市低排放区交通拥堵费。
2014 年	国标委发布《汽车电子标识通用技术条件》征求意见稿。
2016 年	工信部、北京、河北省政府签署“基于宽带移动互联网的智能汽车与智慧交通应用示范”三方合作框架协议，发布北京市 2016-2020 年行动计划，北京经济技术开发区将试点“智能汽车与智慧交通产业创新示范区”。
2017 年	国务院《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》中明确提出“示范推广车路协调技术，推广应用智能车载设备，推进全自动驾驶车辆研发，研究使用汽车电子标识”。
	国标委发布《机动车电子标识读写设备通用规范》等六项推荐性标准，2018 年 7 月 1 日实施。

资料来源：互联网、广证恒生

图表29. 电子车牌试点进展情况

时间	电子车牌试点
2009 年	重庆市电子车牌项目被国家发改委批准为第一批国家信息化试点。
2010 年	上海世博会，中交北斗将 RFID 应用于园区车辆管理，提供定位等服务。
2011 年	南京启用射频识别机动车环保标志电子卡，取代纸质环保绿标，未来可能附加其他智能服务，比如过路过桥不停车。
2012 年	深圳海关推广电子车牌。
	南京为城市公交安装电子车牌，智能交通基础平台（公交 20 项目）通过验收。
	兰州推广机动车电子信息卡。
2013 年	苏州在工业园区推广机动车电子车牌
2015 年	无锡、深圳、北京成为电子车牌试点城市。首批符合国标的电子车牌在无锡示范应用，计划首批发放 10 万，三年后在全国推广应用。
2016 年	深圳启动汽车电子标识应用工作，计划于 4 月 30 日前在 20 万辆车上安装电子车牌，率先在重点车辆上开展示范应用。

资料来源：互联网、广证恒生

支付宝切入交通大数据领域，有望推动电子车牌项目上线。2018年1月15日，支付宝推出高速ETC服务——车主将车牌和支付宝绑定后，通过ETC收费站时，可以直接从支付宝中扣款，目前这一服务仅在河南部分地区上线，预计将逐渐在全国范围内推广。阿里切入交通大数据领域旨在获得车辆行驶数据，出于这一考虑，预计阿里未来开展电子车牌业务的可能性较大，因为电子车牌系统能够提供比ETC系统更有价值的行车数据，ETC数据主要局限于高速公路行车数据，而电子车牌将能提供大量市内交通数据，数据更容易与居民生活场景结合。

阿里切入电子车牌业务领域的可行性较高。首先，电子车牌业务刚刚起步，阿里的谈判成本和用户的转换成本都较低，用户已经建立的线上支付习惯有利于阿里在该领域的发展。其次，电子车牌项目建设投资较大，政府有缓解资金压力的需求，阿里如果愿意在资金方面与政府合作，以此为对价交换该业务的支付媒介地位的可行性较大。同时，阿里切入电子车牌领域对电子车牌设备商的前期推广有促进作用，设备商如果能够与阿里合作，既能够在与政府谈判中获得更多话语权，也能够借助阿里的品牌效应提升设备商的信誉。

图表30. ETC 开通支付宝付款通道


资料来源：互联网、广证恒生

图表31. 目前仅河南部分收费站支持支付宝付款

已支持的收费站		
河南省		
郑州圃田	郑州南	机场站北口
郑州新区	航海路	南三环
机场站南口	郑州侯寨	郑州柳林
郑州沟赵	郑州惠济	花园路
文化路	东三环北站	豫龙
樱桃沟	十八里河	轩辕故里
中原西路	科学大道	陇海西路
大学南路	东三环南	西三环北站

资料来源：互联网、广证恒生

机动车电子车牌商用将为行业创造百亿收入，市场空间可观。根据重庆电子车牌申报材料，重庆一期主要投资1亿元，完成约70万辆机动车电子车牌的安装、200个路面采集点的建设、7个车管所和5个服务网点、电子车牌发行系统及行业应用系统的建设。按照公安部交通管理局披露，截至2017年底，全国机动车保有量达到3.1亿量，其中汽车达到2.05亿辆，仅按机动车数量以直线法估计，全国电子标签市场空间达到146亿元。假设未来全国城市优先安装电子车牌集采设备，全国城市交通摄像采集点分布密度将达到2016年上海城市实有道路的密度水平，每个十字路口安装一套前段集采系统，预计全国城市读写设备市场空间将达到116.02亿元，随着城市交通管理和公共治安工作的加强，高速公路以及国道交通采集点密度将继续提高，公路信息采集市场需求空间将远大于城市需求量。

图表32. 重庆电子车牌项目一期工程预算

项目	金额 (万元)
RFID 芯片电子牌照 (70 万辆车)	3300
前端采集系统硬件及安装工程 (200 个)	1872
中心数据处理系统	1700
电子牌照发行服务系统	500
路面监测点短程接入网络	200
税费动态稽查系统	1040
GIS 及出行信息发布系统	300
行业应用系统	1200
总计	10112

资料来源：重庆电子车牌申报数据、广证恒生

图表33. 预测电子车牌全国市场空间

重庆市试点数据		
试点机动车数量 (万辆)		70
前端采集点 (个)		200
读写设备	总支出 (万元)	1872
	单位支出 (万元/个)	9.36
电子标签	总支出 (万元)	3300
	单位支出 (万元/万辆)	47.1
全国		
2016 年上海城市道路实有面积 (万平方米)		10582
2016 年全国城市道路实有面积 (万平方米)		753818.86
2017 年机动车保有量 (亿辆)		3.1
读写设备市场空间 (亿元)		116.02
电子标签市场空间 (亿元)		146.1

资料来源：wind、互联网、广证恒生

投资重庆城投金卡，中标重庆标信科技读写设备，电子车牌业务进入落地期。重庆城投金卡是目前国内机动车电子标识建设规模最大、系统最完善的运理公司，公司投资 2018 年重庆城投金卡股权占比 1.62%。一方面，有利于巩固及提升公司在物联网大交通领域机动车电子标识的市场竞争力和品牌价值，战略聚焦车联网产品及解决方案；另一方面，双同探索机动车电子标识系统的基础建设、涉车管理、商业运营等模式，打造车电子标识示范项目，致力于推动机动车电子标识行业的发展。2018 年 11 月 19 日，公司与重庆市城投标信科技有限责任公司签署购销定制路面读写器采集设备合同，合同总金额 1.69 亿。

3. 人工智能、大数据结合安防业务，警务执法业务有望成为公司新增长点

历时 11 年发展，执法记录仪行业逐步建立稳定秩序。执法记录仪于 2007 年被推出，记录仪市场开启。当时产品技术性较低，支持录像但分辨率较低，相当于一个能够录像的 MP4。公司抓住记录仪机遇进入市场，行业处于初步探索期，行业秩序尚未建立。2012 年起，公安部颁布记录仪行业标准，执法记录仪作为单警装备迅速在公安执法部门得到普及，行业开始进入规范发展期。2017 年国务院公安厅推进记录仪佩戴进程，记录仪成为执法人员必备设备。

图表34. 执法记录仪市场发展



资料来源: 公开资料整理, 广证恒生

执法记录仪市场竞分三格局, 公司具备产品技术性以及设备完善性。目前我国执法记录仪行业内已有约 100 家企业, 按照执法规范仪业务占比公司总营收分类, 同行企业主要分类三个类别。主营执法记录仪公司以深圳警翼智能为代表的四家企业, 公司规模皆较小, 产品线较为单一, 未具备完整的前后台设备软硬件。高新兴为代表的兼容执法规范仪企业一般公司规模较大, 公司具备执法记录仪供货资质, 但执法记录仪器仅为公司部分营收与其中一大产品发展线。关联执法记录企业主要为公司部分业务与执法规范仪相关。在三大竞争格局中, 只有公司产品条件各方面较为成熟, 具备产品高性能以及完善的全兼容、一体化的执法音频管理平台、公安执法管理服务云平台、案管一体机以及卫星通信终端。做到将执法记录仪的产品竞争力向前延伸, 以执法记录仪带动公安业务全面发展。

图表35. 我国执法记录仪市场竞争格局

产品	企业代表
主营执法记录仪	深圳警翼智能、南京名都智能科技有限公司、深圳华德安科技公司、深圳警圣技术股份有限公司
兼营执法记录仪	TCL 集团股份有限公司、高新兴
关联执法记录仪	海能达、东方网力

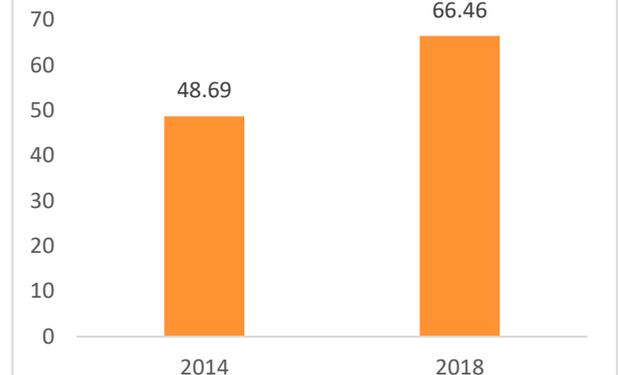
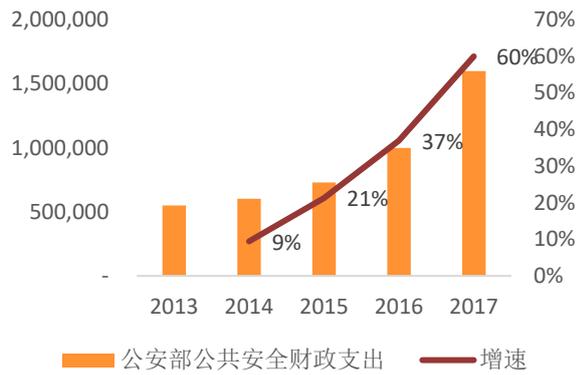
资料来源: 公开资料整理, 广证恒生

顺应执法规范化, 公安部财务支出增大, 警务行业潜在客户数量可观。2015 年, 未包括协警及联防队员在内, 我国警察总人数约为 200 万人。其中公安系统警察 130 万人, 法院检察院司法警察 20 万人, 狱警 45 万人, 安全部 5 万人。自 2016 年颁布执法规范政策, 2017 年我国公安部财务支出较上年同比增长 60%。执法记录仪市场正飞速发展, 产品技术仍在持续研发, 产品更新迭代处于快速期。随警务单位对执法装备日益重视, 未来公安部公共安全财政支出将持续扩大。

响应阳光政策, 推动执法透明化, 执法规范仪进入明确推广期, 未来市场规模较大。政府正式颁布执法规范化政策, 公安部要求公安机关在 110 处警、消防管理以及案件勘查等 6 种场合必须全程实时记录视音频。执法记录仪 2017 年开始进入强制装采的进程, 根据全国执法人员数量估算, 公安系统其它警种市场容量将是交警系统的三倍左右。2014 年记录仪市场容量 48.69 万台, 增速达 15%; 记录仪市场容量预计到 2018 年可达 66.46 万台, 市场规模将达到 11.63 亿元; 2014 年采集工作站市场容量 2.65 万台, 增速达 14.9%, 采集工作站市场容量预计到 2018 年可达 3.64 万台, 市场规模将达到 4.59 亿元。

图表36. 公安部公共安全财政支出 (单位: 万元)

图表37. 我国执法记录仪数量 (单位: 万台)



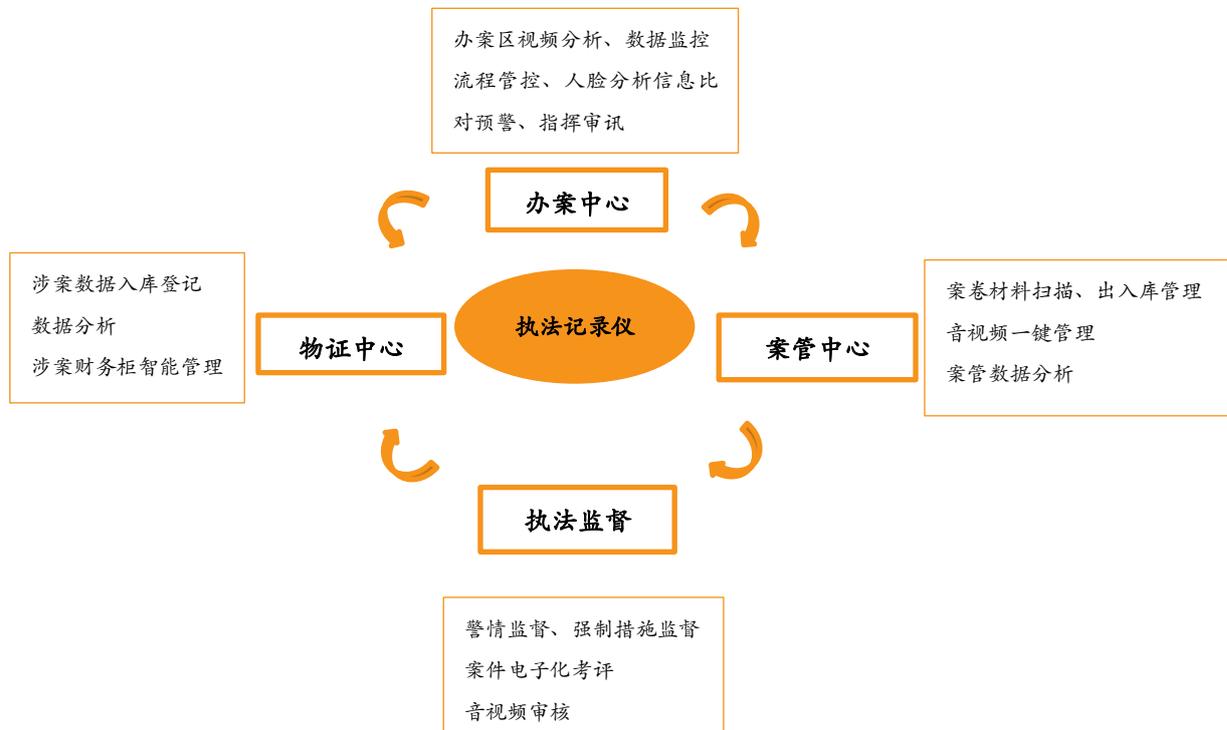
资料来源：公开资料整理、广证恒生

资料来源：公开资料整理、广证恒生

携手华为，执法规范仪技术领先行业水平，实现设备 2g 向 4g 网络转换。公司执法规范仪合作华为，实现强强联手。目前公司执法规范仪使用 2g 网络，设备数据需要读取。未来实现设备兼容 4g 网络后将开启数据实时更新，对设备云存储技术要求较高。华为为国内通信龙头企业，世界五百强排名第 72 的实力科技公司。华为云计算具备 30 年研发经验，云计算解决方案遍布全球 13 个国家，云存储技术成熟。公司执法规范仪多达 8 种产品，产品网覆盖范围由 2g 向 4g。产品具备液晶触摸屏，执法仪终端摄像头最高达 3400 万像素。

智能执法办案系统逐步完善，产品竞争性向前延伸。公司警务业务具备完善的产品链，警务产品将逐步向前端发展，包括物证中心、办案中心、案管中心以及执法监督将全部实现信息化连接管理。未来警务执法仪为派出所标配，平均 1 个派出所将至少配备 4 套设备。

图表38. 执法监督体系



资料来源：公开资料整理、广证恒生

行业市场壁垒较高，公司市场份额稳定，为政府认定 ISV 合作伙伴。公司是政府部门认定 ISV 最高级合作伙伴，核心的执法记录仪，后台为视频和音频的由高新兴提供服务。目前执法规范仪成熟的



核心技术只有公司能够提供。2016 年高新兴成为公安部警用装备协议采购供货商并于同年实现了在全国市场占有率第一的地位。截止目前，全国 70% 由高新兴实施管理和运营。目前公司执法规范仪已落地上海与深圳。上海 200 多个派出所已开始使用执法规范仪，公司产品配合深圳南山分局被广东省厅宣威全省 9 个只能执法办案中心建设示范点之一。

4. 盈利预测与估值

公司 2018 年 1 月并表中兴物联，物联网成为公司的主要增长点，物联网行业目前已经进入高速增长期，我们假设 2019E-2020E 将保持 40%，35% 增速；软件系统及解决方案是公司的传统主业，公司订单稳定，预计保持稳定增长；警务业务是公司新的开拓业务，业务进展顺利，顺应阳光执法政策趋势，执法记录仪、案管中心成为公司的新增长点。

图表39. 公司营业收入预测及假设

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总营业收入	1,307,666,649.48	2,237,019,731.81	3,704,719,497.47	5,004,245,064.24	6,589,781,205.40
分产品					
物联网连接及终端、应用	778,422,903.90	761,293,778.40	1,700,000,000.00	2,380,000,000.00	3,213,000,000.00
增速		-2.2%	123.30%	40.00%	35.00%
毛利率		52.08%	40%	39%	38%
软件系统及解决方案	432,545,218.94	1,350,831,349.76	1,823,622,322.18	2,370,709,018.83	3,034,507,544.10
增速		212.3%	35%	30.00%	28.00%
毛利率		25.01%	35%	33%	31%
警务终端及警务信息化应用	96,698,526.64	124,894,603.65	181,097,175.29	253,536,045.41	342,273,661.30
增速		29.2%	45%	40.00%	35.00%
毛利率		56.97%	48%	46%	45%

资料来源：广证恒生

我们预计 2018-2020 年净利润分别为 6.1 亿元/7.5 亿元/9.57 亿元，PE 分别为 17.5/14/11。我们给予公司 19 年 PE 合理 20 倍，对应股价 8.6 元，维持“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

- 车联网模组价格竞争激烈
- 安防集成订单落地不及预期
- 警务终端销售推广不及预期



资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4277	5298	5971	6863	营业收入	2237	3705	5004	6590
现金	1606	1843	1209	630	营业成本	1432	2300	3177	4240
应收账款	1003	1735	2372	3055	营业税金及附加	12	21	32	38
其它应收款	97	160	217	285	营业费用	157	260	351	462
预付账款	24	30	47	64	管理费用	300	482	626	791
存货	891	903	1410	2034	财务费用	-68	-23	-22	-13
其他	655	627	715	797	资产减值损失	23	17	18	21
非流动资产	3255	3010	3033	3070	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	79	105	92	98	投资净收益	-0	-3	-1	-2
固定资产	128	141	159	168	营业利润	448	646	822	1048
无形资产	64	61	53	48	营业外收入	8	41	24	32
其他	2984	2702	2729	2755	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	7532	8308	9003	9933	利润总额	456	687	846	1081
流动负债	2190	2771	3909	5160	所得税	56	80	101	128
短期借款	70	0	0	0	净利润	400	606	744	953
应付账款	1117	1531	2213	3032	少数股东损益	-8	-4	-6	-5
其他	1003	1240	1696	2128	归属母公司净利润	408	610	751	958
非流动负债	188	65	71	74	EBITDA	466	730	900	1145
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.23	0.35	0.43	0.54
其他	188	65	71	74					
负债合计	2378	2837	3980	5234	主要财务比率				
少数股东权益	90	85	79	74	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1175	1762	1762	1762	成长能力				
资本公积	3130	2543	1662	780	营业收入增长率	71.1%	65.6%	35.1%	31.7%
留存收益	1032	1595	2285	3177	营业利润增长率	58.8%	44.1%	27.1%	27.6%
归属母公司股东权益	5065	5900	5708	5719	归属于母公司净利润增长率	29.2%	49.5%	23.0%	27.6%
负债和股东权益	7532	8822	9767	11027	获利能力				
					毛利率	36.0%	37.9%	36.5%	35.7%
					净利率	17.9%	16.4%	14.9%	14.5%
					ROE	9.1%	11.0%	12.8%	16.5%
					ROIC	7.3%	9.9%	12.7%	16.4%
					偿债能力				
					资产负债率	31.6%	34.1%	44.2%	52.7%
					净负债比率	3.90%	0.46%	0.44%	0.34%
					流动比率	1.95	1.91	1.53	1.33
					速动比率	1.55	1.59	1.17	0.94
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.47	0.58	0.70
					应收账款周转率	2.69	2.71	2.44	2.43
					应付账款周转率	1.75	1.74	1.70	1.62
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.23	0.35	0.43	0.54
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.10	0.08	0.24	0.25
					每股净资产 (最新摊薄)	4.31	3.35	3.24	3.25
					估值比率				
					P/E	17.41	17.47	14.21	11.13
					P/B	1.40	1.81	1.87	1.86
					EV/EBITDA	4.82	12.22	10.61	8.85



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。