



AI 赋能智慧城市，卡位轨交、安防、交通三大应用场景

2018.12.27

强烈推荐（维持）

夏清莹(分析师)	刘忠腾(研究助理)
电话: 020-88832900	020-88832900
邮箱: xia.qingying@gzgzhs.com.cn	liu.zhongteng@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310518100002	A1310117080003

现价:	6.71
目标价:	7.79
股价空间:	16.09%

投资要点

● 城市轨交受益行业高增长，大型项目交付能力赢得市场

我国城市轨道交通行业处于高投资和高增长阶段。根据中商产业研究院统计，2017 年我国城市轨道交通信息化总投资额为 187 亿元，同比增长 22%，预计未来三年仍将保持 20% 左右的增长。广州城市轨交第三期规划新增 10 条地铁，佳都在广州城市轨交市场市占率 70%-80% 受益明显。城市轨交项目招标越来越倾向于总包模式，佳都科技是市场上唯一拥有四大智能轨交系统自主核心技术的供应商，具有丰富项目案例和全国性实施交付能力，在订单获取上更有竞争优势。

● 智能安防市场空间巨大，公司订单获取能力强回款风险低

2017 年安防行业总产值为 6200 亿元，同比增长 14.8%，预计 2020 年安防行业总产值将达到 8000 亿元，市场空间巨大。安防工程项目因地域性限制，竞争格局天然分散，公司安防集成业务规模领先同类上市公司，项目遍布新疆、广东、山东等安防项目最多的省份和地区，区域优势明显。佳都应收账款占总资产比例低于同类上市公司，且 2016 年之后由 7.5% 逐年降至 5.2%，回款风险降低。

● 智能交通中标千万级项目，AI 卡位应用场景赋能智慧城市

赛文交通网发布的 2018 年城市智能交通市场业绩榜中，佳都科技位列第四。2018 年上半年中标 17 项目，其中有多个项目合同额超 5000 万。2018 年 H1 公司签订人工智能产品合同额 7439.8 万元，毛利率高达 67.20%，未来有望带动公司整体毛利率的提升。佳都发行了 8.75 亿可转债投入视觉感知和交通大数据，不断研发 AI 产品，卡位轨交、安防、交通三大应用场景，赋能智慧城市。

● 盈利预测与估值：

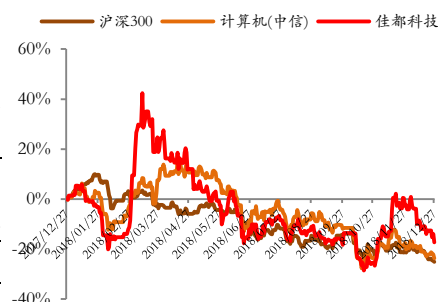
由于安防景气下行和收入回款问题，我们调整了公司未来三年盈利预测。预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 3.30 亿、4.85 亿、6.56 亿元，对应 EPS 分别为 0.20、0.30、0.41 元，当前股价对应估值分别为 33、22、17 倍。考虑到公司成本下降和期间费用的下降带来的毛利率、净利率的提升，18 年实际净利润增速高达 47%，给予公司 26 倍的估值，6 个月目标价为 7.79 元，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：

施工项目回款不及预期；费用管控力度不及预期；安防业务景气度下行的风险。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4311.96	5365.35	6633.41	8076.58
同比(%)	51.39%	24.43%	23.63%	21.76%
归属母公司净利润	212.50	329.94	484.54	655.68
同比(%)	96.88%	55.27%	46.86%	35.32%
毛利率(%)	13.63%	15.50%	16.39%	17.05%
ROE(%)	7.08%	9.62%	12.61%	14.94%
每股收益(元)	0.13	0.20	0.30	0.41
P/E	51.07	32.89	22.40	16.55
P/B	3.39	3.05	2.70	2.34
EV/EBITDA	23.99	21.60	15.80	12.43

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
佳都科技	-17.67	1.21	-5.63
计算机	-5.64	-13.32	-16.57
沪深 300	-4.80	-12.14	-15.31

基本资料

总市值(亿元)	108.62
总股本(亿股)	16.19
流通股比例	85.48%
资产负债率	47.59%
大股东	佳都集团
大股东持股比例	10.38%

相关报告

*广证恒生-计算机行业-佳都科技(600728)业绩边际改善效果显著，订单落地持续增厚业绩-20181011

*广证恒生-计算机行业-佳都科技(600728)点评报告-智能安防、轨交业务爆发，归母净利润实现翻倍-20180319



目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1. 领先的智慧城市服务商，安防和轨交业务高增长.....	4
1.1 历经 32 年聚焦智慧城市，外延并购构建 AI 生态体系	4
1.2 业务结构呈三足鼎立，智慧城市和轨交业务高速增长.....	5
1.3 市场开拓期毛利率承压，应收款回收期拉长风险可控.....	6
2. 持续智能化研发投入，外延并购构建 AI 生态圈	7
2.1 AI 政策细则陆续落地，广州市 IAB 战略惠及 AI 企业	7
2.2 计算机视觉应用场景丰富，公司外延并购构建 AI 生态圈	8
2.3 发行可转债投智能化项目，应用于安全、轨交和交通行业.....	9
3. AI 技术赋能智慧城市，佳都卡位三大应用场景	11
3.1 轨交业务受益行业高增长，大型项目实施交付能力赢得市场.....	11
3.2 智能安防市场空间巨大，佳都订单获取能力强回款风险较低.....	13
3.3 智能交通中标千万级项目，AI 产品落地提升公司盈利水平.....	15
4. 盈利预测.....	16
5. 风险提示.....	17



图表目录

图表 1.	佳都科技的历史沿革 (1986-2018 年)	4
图表 2.	公司股权结构、控股和参股公司 (截止至 2018 年 10 月 12 日)	4
图表 3.	公司主营业务结构变化	5
图表 4.	近 5 年公司营收及增长情况 (亿元)	5
图表 5.	近 5 年公司净利润及增长情况 (亿元)	5
图表 6.	近 5 年智慧城市业务营收及增长 (亿元)	6
图表 7.	近 5 年智能轨交业务营收及增长 (亿元)	6
图表 8.	近 5 年公司盈利能力变化情况	6
图表 9.	近 5 年公司各项业务毛利率变化情况	6
图表 10.	公司近 5 年产业链资金占用情况 (亿元)	7
图表 11.	公司近 5 年应收账款账龄变化情况	7
图表 12.	我国近期出台的人工智能相关政策	7
图表 13.	我国人工智能产业规模及预测 (亿元)	8
图表 14.	我国人工智能市场规模结构	8
图表 15.	公司对外投资设立人工智能产业基金	8
图表 16.	云从科技在金融与安防行业的 AI 方案案例	9
图表 17.	千视通 Traffic-ID 交通事件感知平台界面	9
图表 18.	千视通 Re-ID 视频大数据平台分析案例	9
图表 19.	2018 年 4 月公司发行可转债投资项目 (万元)	10
图表 20.	近 5 年公司研发投入及占比变化 (亿元)	10
图表 21.	近 5 年公司技术人员数量及占比变化	10
图表 22.	我国城市轨交建设投资额变化 (亿元)	11
图表 23.	我国城市轨交在建铁路里程变化 (公里)	11
图表 24.	我国城市轨交信息化投入及增长 (亿元)	11
图表 25.	轨道交通 6 大信息化系统市场份额占比	11
图表 26.	广州市城市轨道交通第三期城市规划 (2017-2023) 方案项目表	12
图表 27.	2017 年 A 股上市公司智能轨交业务营业收入比较 (亿元)	12
图表 28.	公司智能轨交四大产品线情况	12
图表 29.	公司近两年部分智能轨交重大项目中标清单 (亿元)	13
图表 30.	近十年中国安防行业市场规模 (亿元)	14
图表 31.	我国安防行业业务构成 (亿元)	14
图表 32.	涉及安防集成上市公司业务规模 (亿元)	14
图表 33.	2017 年亿元级平安城市项目数量分布	14
图表 34.	公司 2018 年部分智能安防重大项目中标清单 (亿元)	14
图表 35.	2018H1 同类上市应收账款占比对比	15
图表 36.	近 5 年佳都科技应收账款占比变化	15
图表 37.	我国城市智能交通市场规模 (亿元)	15
图表 38.	我国城市智能交通千万级项目区域分布	15
图表 39.	佳都城市交通大脑应用界面	16
图表 40.	公安领域人脸识别系统	16
图表 41.	套牌车分析系统应用	16
图表 42.	公司营业收入假设与预测	17
图表 43.	可比公司估值水平	17

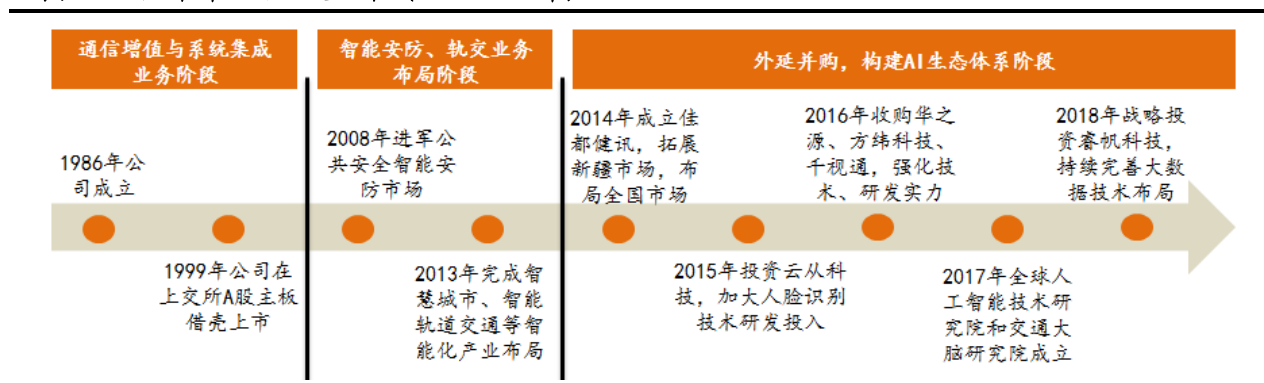
1. 领先的智慧城市服务商，安防和轨交业务高增长

1.1 历经 32 年聚焦智慧城市，外延并购构建 AI 生态体系

佳都科技是我国领先的智慧城市服务商，为公安、交通等行业客户提供智能安防、智能轨交和智能交通领域的服务。佳都科技创立于 1986 年，总部位于广州，1999 年在上海证券交易所 A 股主板上市，专注于智能化技术和产品的研发，并广泛应用于智慧城市各个领域。

公司在人脸识别、视频结构化、知识图谱、智能大数据以及移动支付等领域掌握了自主核心技术，处于世界领先水平。目前佳都科技员工超过 2000 人，拥有国际一流的科学家研发团队，设立了佳都科技全球人工智能技术研究院和交通大脑研究院，建设或参与建设 2 个国家级联合实验室、1 个国家企业技术中心、2 个省级工程技术中心，承担了数十个国家及省部级重大科研项目，累计申请国家发明专利、软件著作权超过 500 项。

图表1. 佳都科技的历史沿革 (1986-2018 年)



资料来源：公司官网、广证恒生

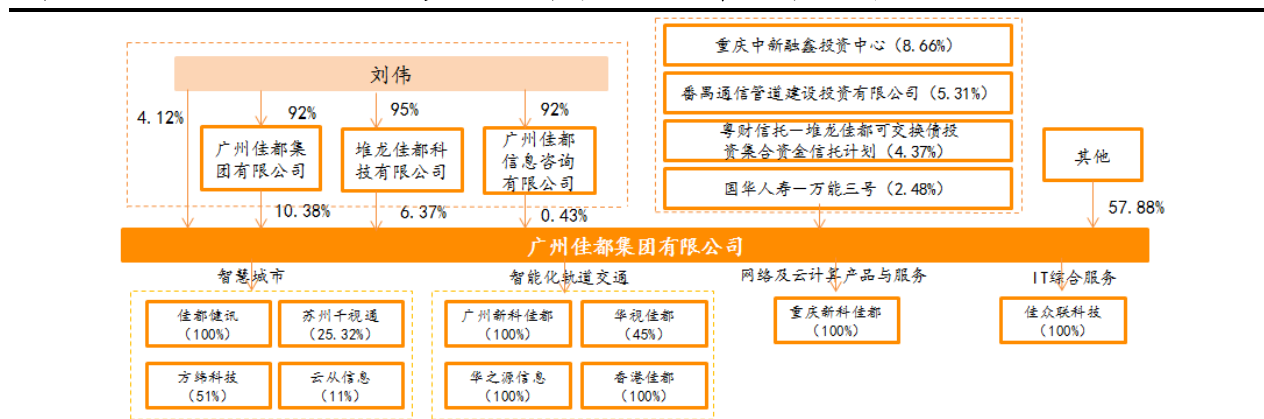
回顾公司的发展历程，可以分成以下三个阶段：

通信增值与系统集成业务阶段(1986-2007)：公司于 1986 年成立，主营业务是通信增值与计算机集成，1999 年借壳辽宁远洋渔业在上交所主板上市。

智能安防、轨交业务布局阶段 (2008-2013)：此阶段公司进行了战略转型，完成了智能安防、智能轨交两大新兴业务的布局，2013 年安防和轨交业务收入占总营业收入比重超过 25%。

外延并购、构建 AI 生态体系阶段 (2014 至今)：此阶段公司深入发展智慧城市与智能轨交业务，同时通过外延并购投资了云从科技、华之源等公司，聚集 AI 技术优势，形成公司人工智能技术服务生态体系。

图表2. 公司股权结构、控股和参股公司 (截止至 2018 年 10 月 12 日)



资料来源：Wind、广证恒生

实际控制人刘伟合计持股 20.12%，收购和新设子公司开展轨交和安防业务。创始人兼董事长刘伟直接持有佳都科技 4.12% 的股权，同时通过佳都集团、堆龙佳都和佳都信息间接持有公司 9.55%、6.05%

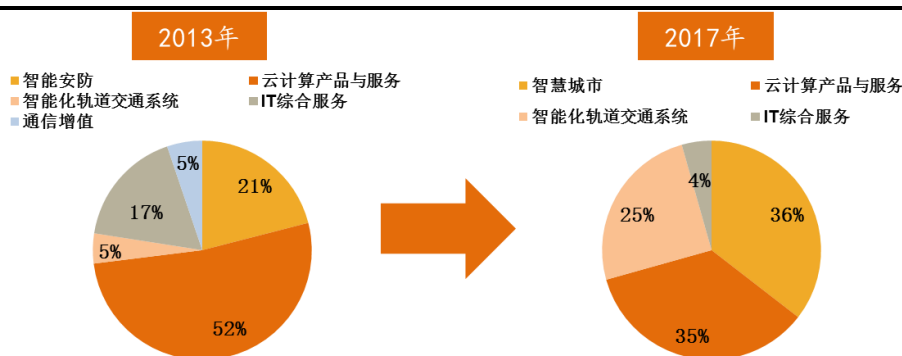
和 0.40% 的股权，合计持有公司 20.12% 的股权，是公司实际控制人。此外，重庆中新融鑫、番禺管道建设投资、粤财信托、国华人寿等机构分别持有公司 8.66%、5.31%、4.37% 和 2.48% 的股权。

目前公司拥有控股子公司 19 家，联营企业 9 家。其中：1) **智慧城市领域**，佳都科技全资子公司佳都健讯主要负责承接西北地区的智能安防、智能交通业务，方纬科技主要提供智能交通产品和解决方案，苏州千视通提供视频大数据分析技术，云从科技提供图像识别技术。2) **智能轨交领域**，全资子公司广州新科佳都是业务的实施主体，华之源负责轨交公安通信系统、专用通信系统、视频监控子系统解决方案，华视佳都负责地铁新媒体业务。

1.2 业务结构呈三足鼎立，智慧城市和轨交业务高速增长

近 5 年公司营收结构变化较大，形成传统业务+智能轨交+智慧城市三大业务主体。2013-2017 年佳都科技传统业务云计算产品与服务增长稳定，智能轨交和智慧城市行业高景气，两项业务发展进入快车道。2017 年智能轨交和智慧城市的营业收入占比分别达到 25% 和 36%，公司已经形成以传统业务、智能轨交、智慧城市为主体的业务格局。

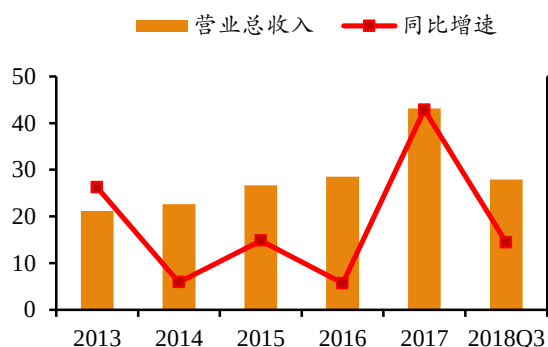
图表3. 公司主营业务结构变化



资料来源：公司年报、广证恒生

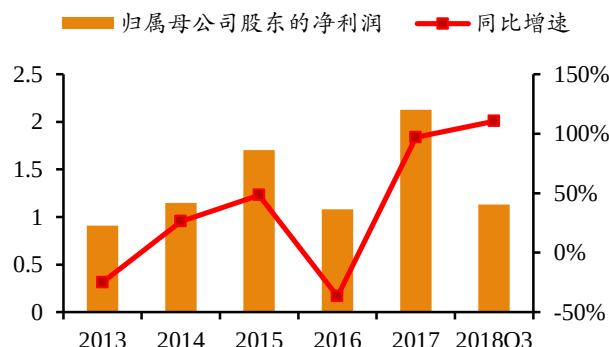
近 5 年营业收入持续增长，外地市场开拓新增营业成本影响净利润。2013-2017 年佳都科技营业收入由 21.15 亿元增长至 43.12 亿元，复合增长率为 19%，归母净利润由 2013 年的 0.91 亿元增长到 2017 年的 2.13 亿元，复合增长率为 24%。营业收入的增长主要来源是智能轨交和智慧城市两项新业务的高速增长，净利润波动主要是 2016 年拓展外地市场项目导致的营业成本的增加所致。

图表4. 近 5 年公司营收及增长情况 (亿元)



资料来源：公司年报、广证恒生

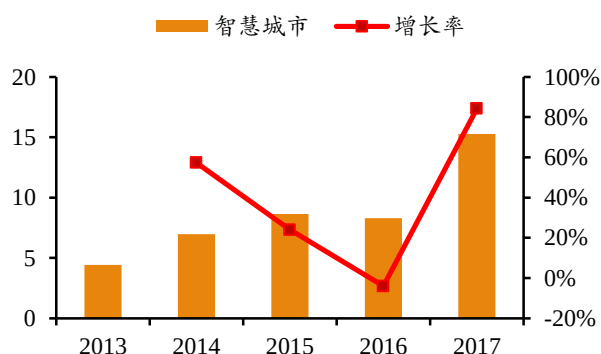
图表5. 近 5 年公司净利润及增长情况 (亿元)



资料来源：公司年报、广证恒生

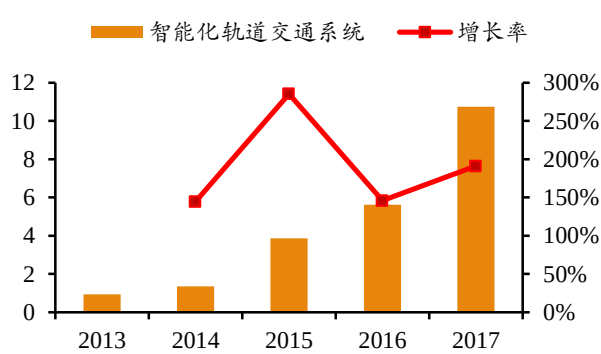
受益于政府投入和下游需求的旺盛，智能轨交和智慧城市高速增长。2013-2017 年公司传统业务云计算产品与服务每年以 8% 的复合增速在增长；智能轨交业务增长迅猛，由 2013 年的 0.93 亿元增长至 2017 年的 10.74 亿元，复合增长率高达 84%。智慧城市业务由 5.53 亿元增长至 15.27 亿元，复合增长率为 29%。智能轨交和智慧城市的高增长主要是受益于政府投入和下游需求的持续旺盛带来的行业高景气，公司抓住行业机遇，结合最新的人工智能、大数据等技术提供安防和轨交综合解决方案，实现销售收入的快速增长。

图表6. 近5年智慧城市业务营收及增长(亿元)



资料来源: 公司年报、广证恒生

图表7. 近5年智能轨交业务营收及增长(亿元)

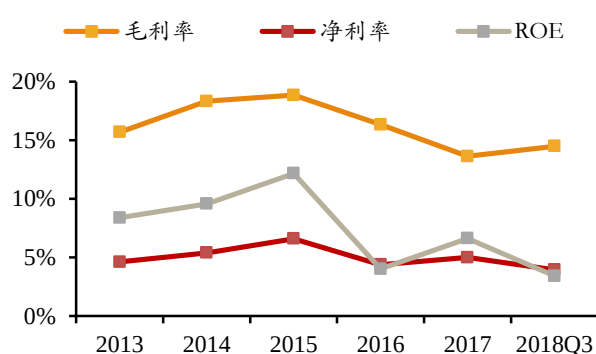


资料来源: 公司年报、广证恒生

1.3 市场开拓期毛利率承压, 应收款回收期拉长风险可控

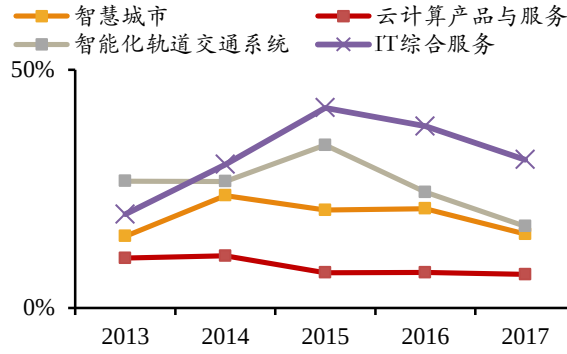
异地市场开拓前期, 智能轨交和智慧城市业务毛利率承压, 后期有望改善。近三年来公司盈利能力呈下降趋势, 毛利率由 18.84% 下降至 13.63%, 净利率由 6.6% 下降至 5%。云计算产品和服务业务毛利基本保持稳定, 智慧城市和智能轨交毛利率呈逐年下降趋势, 主要原因是异地开拓市场所致。智慧城市业务开辟山东市场, 跨区交付服务体系尚未建立, 原材料价格、供应链、运输物流等成本均高于本地项目。智慧轨交业务主要开拓武汉市场, 公司为了抢占市场承接了部分低毛利的项目。随着业务的深入展开, 智慧城市和智能轨交业务的在外地市场的毛利率未来有望得到提升。

图表8. 近5年公司盈利能力变化情况



资料来源: 公司年报、广证恒生

图表9. 近5年公司各项业务毛利率变化情况

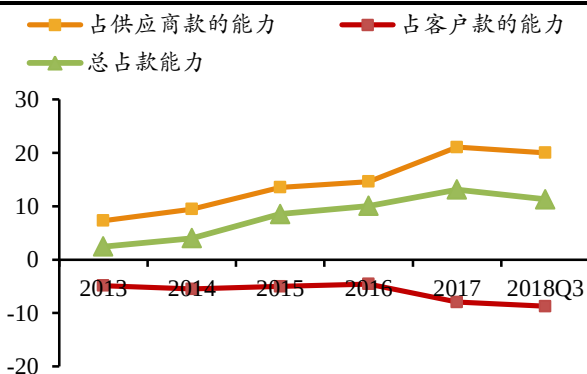


资料来源: 公司年报、广证恒生

应收账款资金回收期相对拉长, 总占款能力增强彰显产业链议价权提升。对应收账款账龄分析, 公司 6 个月内期的应收账款比重逐年下降, 6 个月-1 年期的应收账款比重有所提高, 原因是智能安防和轨交业务承接的项目多为长期项目, 使得资金回收周期相对拉长。1 年期账龄应收账款的坏账率较低, 总体上风险可控。

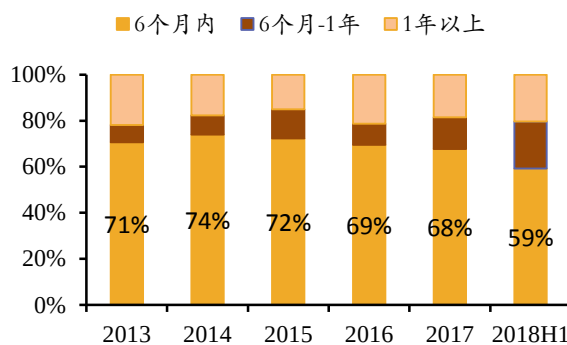
从上下游产业链占款情况分析, 公司总占款能力逐年增强, 主要体现在占供应商款项的能力逐年增强, 彰显公司对上游供应商议价能力的提升。2017 年公司占供应商款 (即应付账款-预付账款) 21.08 亿元, 被下游客户占款 (即应收账款-预收账款) 7.94 亿元, 公司在产业链上占款 13.14 亿元, 意味着公司具备从产业链上下游获取 13.14 亿元无息贷款资金的能力, 且相较于前几年占款能力明显提升。

图表10. 公司近5年产业链资金占用情况(亿元)



资料来源: 公司年报、广证恒生

图表11. 公司近5年应收账款账龄变化情况



资料来源: 公司年报、广证恒生

2.持续智能化研发投入，外延并购构建 AI 生态圈

2.1AI 政策细则陆续落地，广州市 IAB 战略惠及 AI 企业

2018 年人工智能政策细则陆续落地，广州市出台 IAB 产业发展五年行动计划支持人工智能产业发展。2017 年是我国人工智能重大政策出台的第一年，3 月份写入政府工作报告，《新一代人工智能发展规划》提出人工智能战略发展目标。2018 年以来人工智能政策细则陆续落地，包括《人工智能标准化白皮书(2018 版)》、《2018 年人工智能与实体经济深度融合创新项目名单》和《新一代人工智能产业创新重点任务揭榜工作方案》等。

各省市也陆续推出了支持人工智能的相关产业政策。2018 年 3 月，广州市人民政府关于印发《广州市加快 IAB 产业发展五年行动计划(2018-2022 年)》，明确提出到 2022 年，全市“IAB”(新一代信息技术、人工智能、生物医药)产业规模年均增长 15% 以上，总规模超 10000 亿元。其中，人工智能产业的规模将超 1200 亿元。

广州市“IAB”战略以建设“国际一流人工智能应用示范区”为目标，并明确人才、土地、资金等保障政策，有助于进一步推动制造业升级，佳都科技及参股公司云从信息作为广州领先的人工智能企业，将有望享受更多的政策支持和优惠。

图表12. 我国近期出台的人工智能相关政策

时间	相关部委	人工智能相关政策
2017 年 3 月	国务院	两会政府工作报告将“人工智能”上升到国家战略。
2017 年 7 月	国务院	国务院印发《新一代人工智能发展规划》，提出阶段战略目标：到 2020 年人工智能总体技术和应用与世界先进水平同步；到 2025 年人工智能基础理论实现重大突破，部分技术与应用达到世界领先水平；到 2030 年人工智能理论、技术与应用总体达到世界领先水平。
2017 年 11 月	国务院	国务院《新一代人工智能发展规划》启动会上确定了首批国家新一代人工智能开放创新平台：分别依托百度、阿里云、腾讯、科大讯飞公司，建设自动驾驶、城市大脑、医疗影像、智能语音 4 家国家新一代人工智能开放创新平台。
2017 年 12 月	工信部	工信部印发《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划(2018-2020 年)》，提出推进人工智能与制造业深度融合。
2018 年 1 月	工信部	中国电子技术标准化研究院发布《人工智能标准化白皮书(2018 版)》，提出制定能够适应和引导人工智能产业发展的标准体系。
2018 年 3 月	国务院	国务院《政府工作报告》提出加强新一代人工智能研发应用。

2018 年 9 月	工信部	工信部发布《2018 年人工智能与实体经济深度融合创新项目名单》，促进人工智能与实体经济深度融合，推动人工智能产业加快发展。
2018 年 11 月	工信部	工信部办公厅印发《新一代人工智能产业创新重点任务揭榜工作方案》，遴选一批掌握关键核心技术、具备较强创新能力的单位集中攻关。

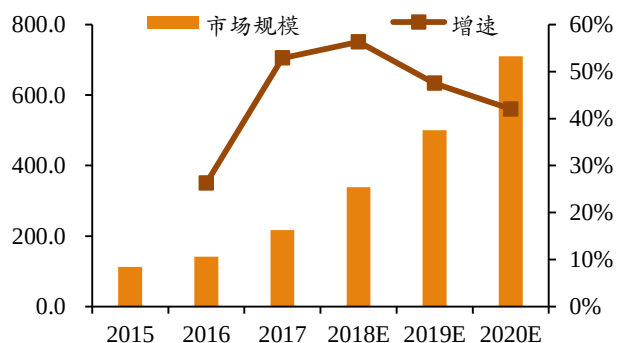
资料来源：工信部官网、国务院官网、广证恒生

2.2 计算机视觉应用场景丰富，公司外延并购构建 AI 生态圈

2020 年 AI 市场规模将超过 710 亿，计算机视觉是 2018 年热点领域。近几年，人工智能市场热度持续增长，人工智能公司数量爆发式增长，市场规模持续扩大。根据 CAICT 数据统计，2017 年我国人工智能市场规模达到 216 亿元，同比增长 53%。未来三年预计保持 48.5% 的复合增速增长，预计到 2020 年我国人工智能市场规模将达到 710 亿元。

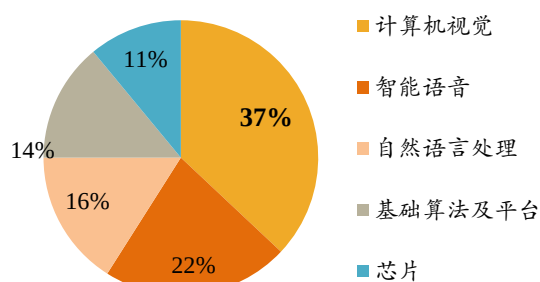
以人脸识别、图像视频识别等技术为核心的计算机视觉是人工智能最大的分支。2017 年市场规模接近 80 亿元，占整个人工智能总体规模的 37%。计算机视觉可应用到安防、金融、硬件、营销、驾驶、医疗等领域，目前我国计算机视觉技术水平已达到全球领先水平，广泛的商业化渠道和技术基础使其成为今年最热门最受关注的投资领域。

图表13. 我国人工智能产业规模及预测（亿元）



资料来源：CAICT、广证恒生

图表14. 我国人工智能市场规模结构



资料来源：CAICT、广证恒生

公司积极迎接人工智能的浪潮，重点布局机器视觉等人工智能应用技术。一方面公司通过成立产业投资基金投资与公司的战略布局契合度高，关联性强的领域和标的，另一方面则通过直接参股或者并购人工智能领域的公司获得相应的技术加持，比如投资云从科技和千视通公司。

1) **设立人工智能创业基金**：2017 年 8 月，公司与横琴粤科母基金投资管理中心、广东省粤科海格集成电路发展母基金投资中心合伙企业、广东省粤科江门创新创业投资母基金有限公司共同发起设立广东粤科佳都创业投资中心（有限合伙），粤科佳都的认缴总额为 5.05 亿元，佳都科技出资 3 亿元，认缴比例为 59.41%。粤科佳都主要的投资领域包括人工智能、智慧城市、集成电路、先进制造等。

2) **设立人工智能并购基金**：2017 年 10 月，公司与广州创钰投资管理有限公司、广州市工业转型升级发展基金有限公司共同发起设立广州佳都慧人工智能产业投资并购基金（有限合伙），该基金总规模为 10 亿，公司出资 7.5 亿，认缴比例 75%。广州佳都慧人工智能产业投资并购基金主要投资领域包括人工智能、机器人、先进轨道交通等。

图表15. 公司对外投资设立人工智能产业基金

时间	合作对象	设立基金名称	基金规模	出资规模	投资领域
2017 年 8 月	横琴母基金、粤科江门母基金、粤科海格	广东粤科佳都创业投资中心（有限合伙）	5.05 亿	3 亿，认缴出资比例 59.41%	人工智能、智慧城市、集成电路、先进制造

2017 年 10 月	工业基金、创投投资	广州佳都慧人工智能产业投资并购基金(有限合伙)	10 亿	7.5 亿, 认缴出资比例 75%	人工智能、机器人、先进轨道交通
-------------	-----------	-------------------------	------	-------------------	-----------------

资料来源: 公司公告、广证恒生

广州云从信息科技有限公司是中国人脸识别领域领先的高科技公司, 主要产品包括人脸识别通关机、智能摄像机、大规模动态人群监控系统等, 目前已经应用到部分的机场、火车站与边疆地区。公司参股云从科技能有效增强在人脸识别领域的产品和技术竞争力, 通过对市场资源的有效整合, 加快公司人工智能产品在金融和安防领域的商业化应用。

图表16. 云从科技在金融与安防行业的 AI 方案案例



资料来源: 云从信息官网、广证恒生

苏州千视通视觉科技股份有限公司是我国领先的视频检索技术和大数据搜索解决方案提供商, 其核心技术视频摘要、视频检索技术已处于国际前沿水平, 主要产品包括海量视频侦查平台、视频勘查采集设备、移动侦查员系统、车辆信息管理系统、图像处理系统、案件库系统、智能视频管理系统等。公司通过投资千视通增强了视频大数据领域的技术储备和研发力量, 完善公司的智慧城市和智能安防业务体系, 进一步打造完善的“视频云+”产品解决方案。

图表17. 千视通 Traffic-ID 交通事件感知平台界面



资料来源: 千视通官网、广证恒生

图表18. 千视通 Re-ID 视频大数据平台分析案例



资料来源: 千视通官网、广证恒生

2.3 发行可转债投智能化项目, 应用于安全、轨交和交通行业

2018 年 10 月 30 日, 公司公开发行可转换公司债券项目获证监会审核通过。本次发行可转债的募集资金总额不超过 8.75 亿元, 将用于城市视觉感知系统及智能终端项目和轨道交通大数据平台及智能装备项目。智能化研发项目的投入有望提升公司的 AI 技术竞争力、优化产品结构及业务模式, 并有助于公司抓住人工智能、云计算、大数据技术浪潮带来产业升级的市场机遇, 同时提升公司的市场地位、品牌价值及市场

占有率，为公司实现战略发展目标奠定基础。

图表19. 2018年4月公司发行可转债投资项目（万元）

序号	项目名称	总投资额	拟以募集资金投入金额
1	城市视觉感知系统及智能终端项目	66,481	55,830
2	轨道交通大数据平台及智能装备项目	38,979	31,642
3	补充流动资金	37,488	37,488
合计		142,948	124,960

资料来源：公司公告、广证恒生

1) 城市视觉感知系统及智能终端项目：本项目总投资额约 6.65 亿元，其中约 5.58 亿元采用本次募集资金投入。主要建设内容包括深度学习软件平台、AI+人脸识别综合应用平台、AI+车辆结构化综合应用平台、智能交通大数据平台、商用一脸通平台及智能终端五个产品的软硬件设计研发、测试验证、服务支持、推广营销及环境构建，产品研发完成后，将面向行业用户推广销售。

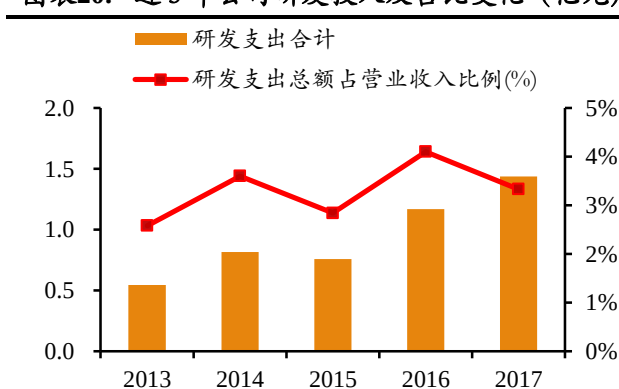
2) 轨道交通大数据平台及智能装备项目：本项目总投资额约 3.9 亿元，其中约 3.16 亿元采用本次募集资金投入。主要建设内容为地铁综合监控云平台、基于大数据分析的故障预测及健康管理系统、基于云计算的新型自动售检票机、地铁新型多媒体站台门四个产品的软硬件设计研发、测试验证、服务支持、推广营销及环境构建，产品研发完成后，面向行业用户推广销售。

持续加大人工智能基础技术的投入，应用于安全、轨交和交通。近年公司不断加大在计算机视觉、智能大数据等人工智能基础技术上的投入，并应用在公司公共安全、轨道交通、智能交通等业务。**1) 公共安全：**持续升级“警务视频云”系列产品，研发了“城市网格化综合治理大数据平台”等网格化防控系列产品。**2) 轨道交通：**大力投入“AFC4.0-云闸机”、新一代地铁屏蔽门智能多媒体系统、大型城市轨道交通综合监控系统软件平台等创新应用的研发。**3) 智能交通：**创新研发推出“IDPS 交通大脑”解决方案，在多地落地应用。

相应的，近年来公司研发技术人员和研发投入不断提高。公司研发人员保持 36.6% 的复合增速增长，目前公司拥有研发人员 421 人，占员工人数的比例的 18.96%。在技术人员方面，公司技术人员数量由 2013 年的 397 人增长至 2017 年的 1514 人，占总员工人数比例从 27.12% 增长到 68.17%。

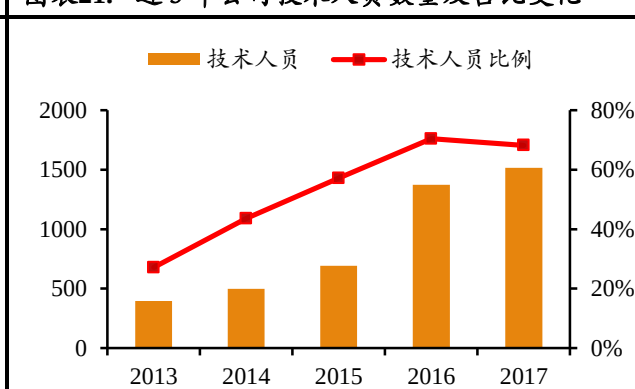
近年来公司的研发投入保持在 3%-5% 之间，2017 年研发支出为 1.44 亿元，占营业收入比重的 3.33%。由于目前传统业务基本不再进行研发投入，如果按智慧城市和智能轨交业务计算，2017 年研发支出占比约为 5.52%。

图表20. 近5年公司研发投入及占比变化（亿元）



资料来源：公司年报、广证恒生

图表21. 近5年公司技术人员数量及占比变化



资料来源：公司年报、广证恒生

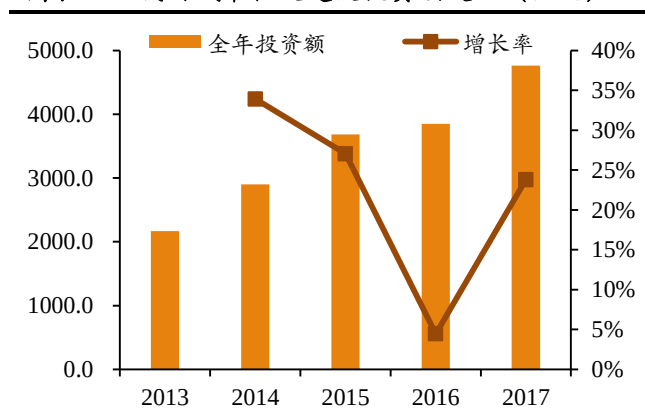
3.AI 技术赋能智慧城市，佳都卡位三大应用场景

3.1 轨交业务受益行业高增长，大型项目实施交付能力赢得市场

■ 城市轨交持续保持较高增长，广州第三期轨交规划公司受益明显

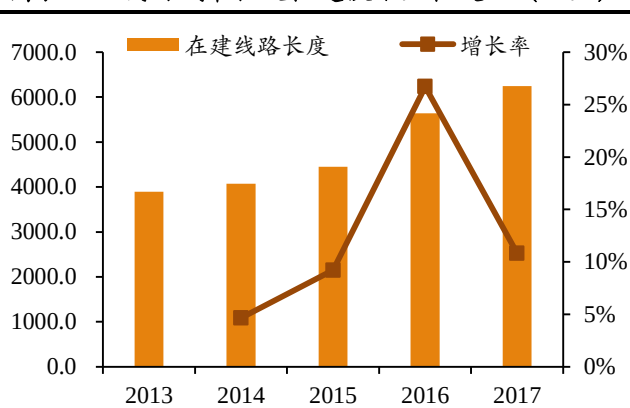
我国城市轨道交通行业仍处于高投资和高增长阶段，轨交在建城市数量超过 56 个。根据中国轨道交通网发布的《2017 中国城市轨道交通市场发展报告》统计，2017 年全国城市轨道交通全年投资额为 4762 亿元，比 2016 年增加 915 亿元，同比增长 23.8%。城市轨道交通线路新增开工及在建总里程达 6246 公里，比 2016 年增加 610 公里，同比增长 10.8%；轨道交通运营城市数量近年来持续增长，由 2013 年的 19 个城市增长至 2017 年的 34 个城市，在建城市数量已经超过 56 个。

图表22. 我国城市轨交建设投资额变化（亿元）



资料来源：中国轨道交通网、广证恒生

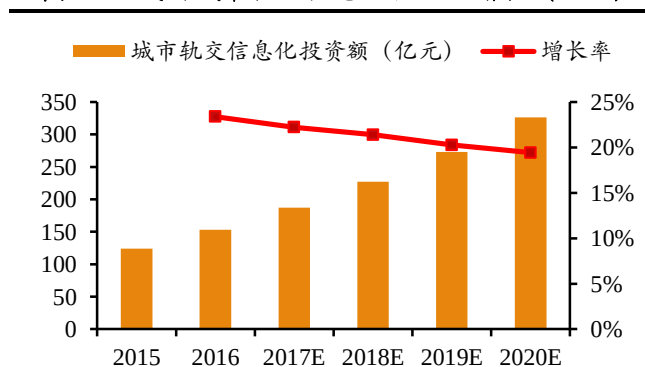
图表23. 我国城市轨交在建铁路里程变化（公里）



资料来源：中国轨道交通网、广证恒生

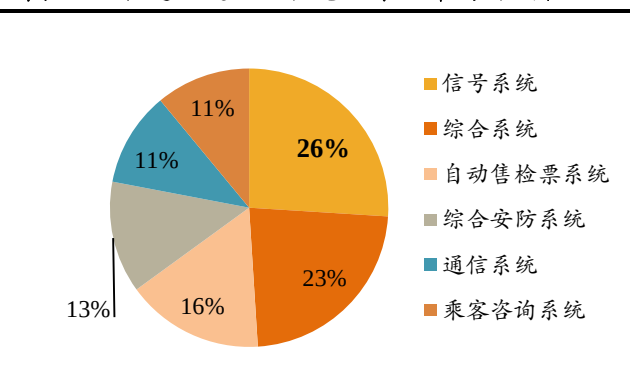
受益于政府持续多年高投入，轨交信息化 6 大系统需求旺盛。随着城市轨交建设如火如荼地开展，近年来政府对轨交信息化的投入力度持续加大。根据中商产业研究院统计，2017 年我国城市轨交信息化总投资额为 187 亿元，同比增长 22%，预计未来三年仍将保持 20%左右的增速。轨交信息化系统需求旺盛，六大系统分别由信号系统、综合系统、自动售检票系统、综合安防系统、通信系统和乘客咨询系统组成，市场份额占比分别为 26%、23%、16%、13%、11%和 11%。

图表24. 我国城市轨交信息化投入及增长（亿元）



资料来源：中商产业研究院、广证恒生

图表25. 轨道交通 6 大信息化系统市场份额占比



资料来源：中商产业研究院、广证恒生

广州城市轨交第三期规划新增 10 条地铁，佳都科技轨交智能化市场市占率 70%-80%受益明显。广州作为中国四大一线城市之一和南方的主要交通枢纽，城市轨道交通建设走在全国前列。目前广州有 13 条线，根据《广州市城市轨道交通第三期建设规划（2017-2023 年）》，2017-2023 年间广州将新增设 10 条地铁，全长 258.1 公里，总投资约为 2196 亿元。按照智能轨交系统投资规模占城市轨交总投资规模的 5%计算，广州 10 条新增地铁线路智能轨交系统总投资额约 110 亿。佳都科技作为广州本地最具实力智能轨交系统提供商，拥有 70%-80%的市场份额绝对领先，单广州一个城市公司有望新增 77-88 亿的智能轨交业务。

收入。

图表26. 广州市城市轨道交通第三期城市规划（2017-2023）方案项目表

项目	线别	起讫点	总长度	车站 (座)	造价/公里 (亿元)	总投资 (亿元)	建设期限 (年)
批复 待建 线路	三号线东延段	番禺广场-海傍	9.6	4	5.94	56.98	2019-2022
	五号线东延段	文冲-黄埔客运港	9.7	6	8.1	78.62	2018-2022
	七号线二期	大学城南-水西北	21.8	11	7.45	162.35	2018-2022
	八号线北延段	白云湖-广州北站	20	9	7.54	150.83	2019-2023
	十号线	石牌桥-西朗	19.9	14	10.6	210.88	2017-2022
	十二号线	浔峰岗-大学城南	37.6	25	9.07	351.2	2018-2023
	十三号线二期	朝阳-鱼珠	33.6	23	11.03	370.75	2017-2021
	十四号线二期	广州火车站-嘉禾望岗	11.6	7	8.18	94.94	2017-2021
	十八号线	万顷沙-广州东站	62.5	9	7.37	460.51	2017-2020
	二十二号线	番禺广场-白鹅潭	31.8	6	8.13	258.65	2017-2020
合计			258.1	114	8.47	2195.72	

资料来源：广州市国资委、广证恒生

■ 佳都智能轨交产品线较全，具备大型项目实施交付能力。

智能轨交行业具有行业集中度低、区域性明显、缺乏整体解决方案提供商等特点。1) 行业集中度低，各竞争主体在各子系统中拥有相对优势，极少有企业能在整个城市轨道交通智能化中提供整体解决方案。2) 轨交智能化领域主要厂商分布在北上广深，本地公司获取订单有一定的地域优势。3) 城市轨交招标越来越倾向于总包模式，需要总包商提供过往大型项目实施的案例。

由于智能化轨道交通市场在项目案例、技术、资质、交付、资金等方面均具有很高的进入门槛，市场中具备全方位竞争实力的企业较少，每个细分市场约有5-10家主流供应商。从未来发展趋势看，具有丰富项目案例和全国性实施交付能力的厂商在订单获取上更有竞争优势，小厂商因为无法获得持续订单而退出市场。对标同类上市公司，佳都科技轨交业务涉及产品最全面，营收规模最大，2017年佳都轨交业务实现营业收入10.74亿元，其他同类上市公司如东方网力、华铭智能等轨交业务营业收入均在5亿元以下。

图表27. 2017年A股上市公司智能轨交业务营业收入比较（亿元）

公司	营业收入（亿元）	主要产品
佳都科技	10.74	AFC自动售检票系统、通信系统、综合监控系统、屏蔽门系统
东方网力	3.48	轨交通信信息系统
华铭智能	2.41	AFC机
华虹计通	1.72	AFC机
达实智能	1.38	AFC自动售票机
赛为智能	0.73	轨交智能化系统

数据来源：各公司年报、广证恒生

佳都科技是市场上唯一拥有四大智能轨交系统自主核心技术的供应商。公司四大系统包括自动售检票系统、站台门系统、综合监控系统和通信系统，产品线涵盖了轨交智能化的四个重要模块，产品之间具有很强的协同效应。相比其他竞争对手，公司能提供更全面更综合的智能轨交解决方案，在成本和利润上具有一定的优势。

图表28. 公司智能轨交四大产品线情况

产品线	主要产品	主要案例	竞争对手	毛利率
自动售检票系统	自动检票机、自动售票机、扇门模块	广州地铁四号线/广州地铁四号线北延段/广州地铁二号线延长线	中国软件、高新现代、南京熊猫、北大方正	30%

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告

综合监控系统	监控系统软件平台 (MICS)	珠江三角洲城际广州至佛山段/珠江三角洲城际广州至佛山段二期/广州地铁六号线	宝信软件、国电南瑞、清华同方、达实智能	40%
屏蔽门系统	门控单元 (DCU)、逻辑控制单元 (PEDC)	青岛-海阳城际 (蓝色硅谷段) /穗莞深城际 (新塘至洪梅段) /武汉蔡甸线	方大自动化、尼康机电、西屋电气	10%-20%
通信系统	专用通信、公安通信、民用通信	厦门市轨道交通1号线一期/合肥市轨道交通2号线/福州市轨道交通1号线工程 (一期)	烽火通信、铁科院、中兴通讯、中电54所	30%

资料来源：公司官网、广证恒生

近两年轨交订单不断，项目落地后收入确认有望持续增厚公司业绩。公司近两年收获订单不断，2018年以来公司中标与智能交通相关的项目17个，中标规模总计超过3亿元，销售规模和行业地位得到快速提升。轨交业务回款周期一般取决于项目的模式，集成项目支付按照进度分期回款，回款周期为2-3年，随着施工工期的推进和完结，后续有望持续贡献业绩增量。

图表29. 公司近两年部分智能轨交重大项目中标清单 (亿元)

中标日期	中标项目	采购单位	中标金额
2017年2月	武汉市轨道交通21号线 (阳逻线) 工程自动售检票系统总承包项目	武汉地铁集团	0.81
2017年11月	长春市快速轨道交通北湖线一期工程自动售检票系统工程	长春轨道交通	0.49
2017年11月	广州市轨道交通既有有线800兆数字集群共网系统采购项目	广州地铁集团	1.61
2017年12月	广州市轨道交通九号线一期工程综合监控系统采购项目	广州地铁集团	0.55
2018年5月	建穗莞深城际轨道交通项目重要自购物资 SZH-11 标安全门、屏蔽门采购	中铁集团	0.43
2018年6月	佛山城市轨道交通2号线机电总承包项目综合监控系统、BAS、门禁、安防设备采购	佛山地铁	0.76
2018年11月	广州地铁自动售检票系统网络化多元化支付子系统采购项目	广州地铁集团	1.00

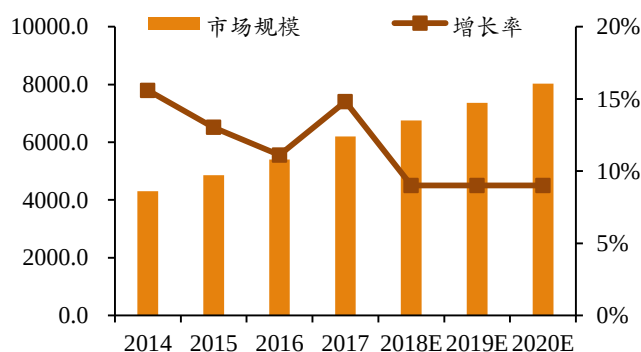
资料来源：招标网、公司公告、广证恒生

3.2 智能安防市场空间巨大，佳都订单获取能力强回款风险较低

安防产业市场空间巨大，安防工程因地域性限制，竞争格局天然分散。受益于“雪亮工程”等大型安防建设机会以及新疆等区域性政策利好，安防产业整体处于平稳较快的发展态势。根据中安协发布的《中国安防行业“十三五”(2016-2020年)发展规划》数据，2017年安防行业总产值为6200亿元，同比增长14.8%，预计2020年安防行业总产值将达到8000亿元，市场空间巨大。

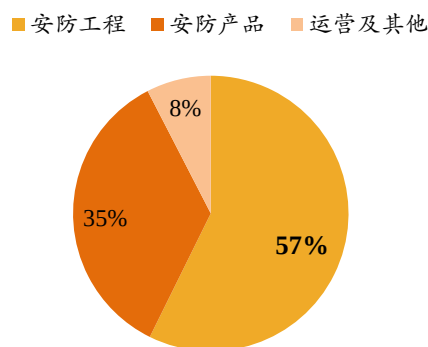
从安防产业结构来看，安防工程业务的占比57%，即2017年市场规模约3500多亿元，市场空间巨大。与安防产品 (摄像头、硬盘录像机等) 领域，海康大华“两超多强”的竞争格局不同，安防工程行业因地域性因素限制，市场天然分散，集中度提升比较困难，所以每个地区的工程服务商都有一定的生存空间。

图表30. 近十年中国安防行业市场规模 (亿元)



资料来源: 中安网、广证恒生

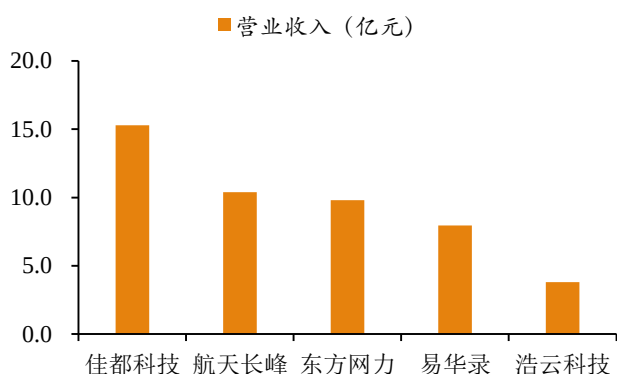
图表31. 我国安防行业业务构成 (亿元)



资料来源: 中安网、广证恒生

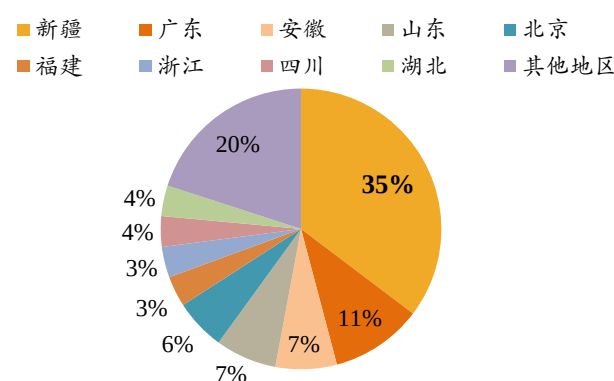
公司安防集成业务规模领先同类上市公司, 业务遍布新疆、广东等优质安防项目最多的省份和地区。对标 A 股涉及安防集成服务的上市公司, 佳都科技 2017 年安防集成业务收入 15.3 亿元, 高于航天长峰 (10.4 亿)、东方网力 (9.8 亿)、易华录 (7.96 亿) 和浩云科技 (3.8 亿) 等同类公司。从区域分布看, 佳都科技的业务主要在新疆、广东等亿元级项目数量最多的几个区域开展, 项目机会更多更优质。

图表32. 涉及安防集成上市公司业务规模 (亿元)



资料来源: 公司年报、广证恒生

图表33. 2017 年亿元级平安城市项目数量分布



资料来源: 公司年报、广证恒生

近两年公司智能安防项目中标频频, 彰显公司订单获取能力和盈利的可持续性。近年来公司陆续中标新疆巴楚、广东清远、佛山等多个安防类项目, 华南地区市场进一步夯实, 新疆、山东、贵州等地的销售收入快速提升。2018 年上半年公司新签合同 4.48 亿元, 陆续签订诸城 3.46 亿智慧城市建设项目、青岛“天网”三期项目等重大订单, 山东地区成为继广东、新疆之外的新市场。公司获取订单的能力强, 后续盈利的可持续性得到保证。

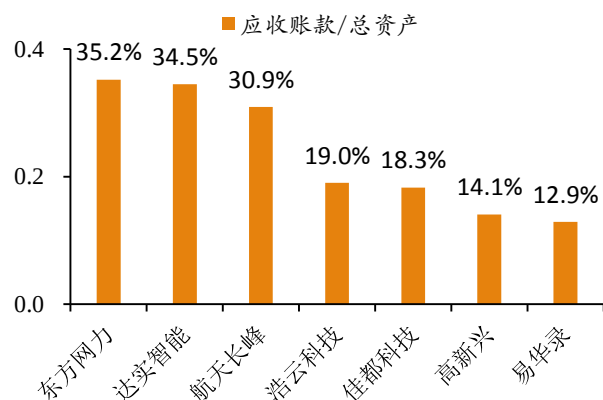
图表34. 公司 2018 年部分智能安防重大项目中标清单 (亿元)

中标日期	中标项目	采购单位	中标金额
2018 年 3 月	广东省公安厅 2017-174 广东公安视频云 (一期) 项目	广东省公安厅	6.89
2018 年 3 月	诸城市智慧公安 PPP 项目	诸城市公安局	3.46
2018 年 3 月	黔西县天网二期工程建设项目	黔西县公安局	0.92
2018 年 3 月	佛山市公安局禅城分局禅城区智能交通管理系统三期项目	佛山市公安局	0.98
2018 年 3 月	巴楚县司法局新增负数设备采购项目	巴楚县司法局	0.64

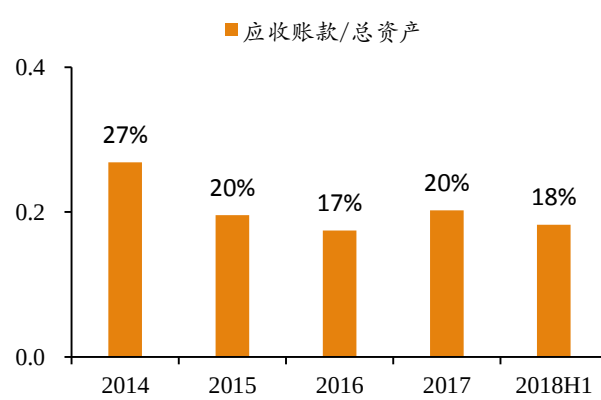
资料来源: 招标网、公司公告、广证恒生

佳都应收账款占比处于同类上市公司中等水平, 且 2018 年下降至 18%, 回款风险明显降低。佳都科技以 PPP 形式参与的安防项目占比不大, 总体上项目回款时间比较短, 回款期在 6 个月-1 年之间的项目居多。从应收账款占总资产比例来看, 2018 年 Q3 公司应收账款占比为 18.3%, 低于东方网力 (35.2%)、达实智能 (34.5%)、航天长峰 (30.9%)、浩云科技 (19%) 等同类公司, 处于中等水平。从时间上看, 整体

上公司应收账款占比呈下降趋势，由 2016 年的 27%下降至 2018 上半年的 18.3%，回款风险逐年降低。

图表35. 2018H1 同类上市应收账款占比对比


资料来源：公司年报、广证恒生

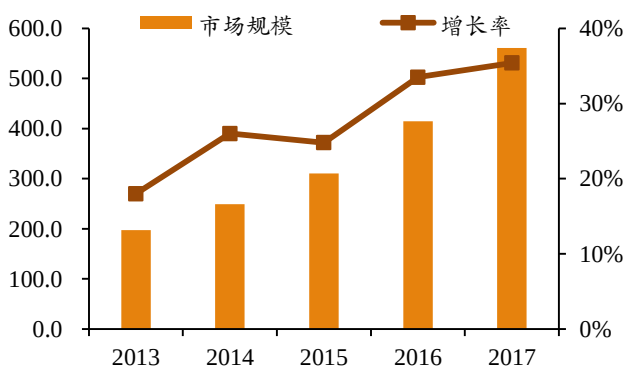
图表36. 近 5 年佳都科技应收账款占比变化


资料来源：公司年报、广证恒生

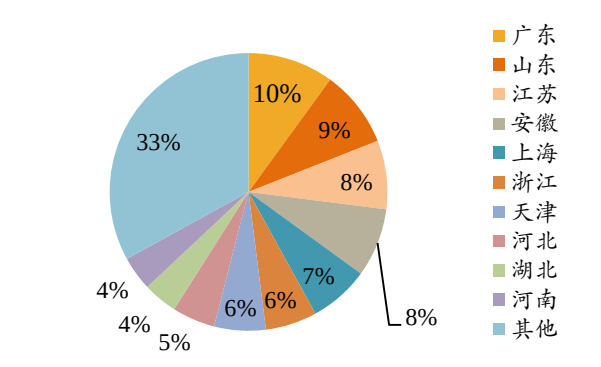
3.3 智能交通中标千万级项目，AI 产品落地提升公司盈利水平

我国智能交通市场保持 30%复合增长，佳都智能交通项目分布在广东、山东等经济发达省份。近年来中国城市智能交通市场保持高速增长态势，根据新思界产业研究中心发布的《2017 年城市智能交通行业深度市场调研及投资分析报告》数据统计，2017 年我国智能交通市场规模达到了 561 亿元，同比增长 35.4%。预计 2020 年行业总产值将达到千亿元的规模，复合增长保持在 30%左右。

从我国千万级以上智能交通项目的数量分布来看，广东、山东、江苏、安徽、上海等省市数量占比分别为 10%、9%、8%、8%、7%，合计占比超过 42%。佳都科技的智能交通项目主要分布在广东、山东等经济较发达、千万级项目较多的省份。根据赛文交通网发布的《2018 城市智能交通市场竞争报告》，2018 年 M1-M6 城市智能交通市场业绩榜中，佳都科技名列榜单第四。2018 年上半年佳都科技合计中标 17 个智能交通项目，其中多个项目金额超过 5000 万。

图表37. 我国城市智能交通市场规模 (亿元)


资料来源：新思界产业研究中心、广证恒生

图表38. 我国城市智能交通千万级项目区域分布


资料来源：智研咨询、广证恒生

■ AI+城市交通：城市交通大脑已在安徽合肥和宣城落地，19 年有望贡献业绩。

佳都科技及其子公司方纬科技共同推出 IDPS 智慧交通体系下“城市交通大脑”，帮助交通部门实现科学治堵。城市交通大脑是面向交通行业的新一代人工智能交通管理系统，基于计算机视觉技术，对车辆、车流、行人、车道、交通标示进行识别，并在此基础上构建数字路网、认知分析、研判决策三大智慧分析平台，实时、精确地分析城市交通的拥堵原因，帮助城市交通管理者“对症下药”，实现科学治堵。

图表39. 佳都城市交通大脑应用界面


资料来源：公司官网、广证恒生

2017年11月22日，佳都科技发布城市大脑，宣城试点中交通效率提升明显。在IDPS交通大脑安徽宣城的试点建设中，部署了交通大脑的部分核心区道路实际通行能力提高了近20%，最大排队长度缩短了15%，交通效率提升明显。2018年以来公司城市交通大脑已在安徽省合肥市及宣城落地应用，第二批应用城市包括广州、宿迁、淮南、佛山等地，同时新加坡的试点工作也已经启动。随着城市交通大脑在各地落地，该业务19年起有望成为公司重要的销售收入增长源。

图表40. 公安领域人脸识别系统


资料来源：互联网、广证恒生

图表41. 套牌车分析系统应用


资料来源：互联网、广证恒生

AI产品落地优化公司盈利能力，卡位应用场景赋能智慧城市。公司持续加码人工智能技术和产品研发，重点布局计算机视觉和智能大数据两大细分领域，不断将人脸识别、人物特征识别、车辆特征识别、视频大数据等技术与行业需求结合，形成多条“AI+”产品线，快速落地到公共安全、城市交通、轨道交通三个业务场景中。2018上半年公司人工智能相关产品取得合同额7439.84万元，毛利率约为67.20%，有利于带动智慧城市业务和智能化轨道交通业务毛利率提升。

4. 盈利预测

根据对公司业务的分析及相应市场评估，我们对其2018-2020年的业务盈利状况进行了如下假设和分析：

核心假设：1) 广州、武汉等地城市轨道交通建设推进顺利，佳都依靠其竞争优势在两个城市的市占率分别为70%-80%和30%。2) 安防集成业务设备采购成本保持稳定，安防行业保持较高景气度。3) 城市交通大脑试点和推广顺利，19年订单陆续落地。

分析预测：

1) 轨交投资仍处于高增长阶段，佳都受益于广州、武汉等地新一期地铁建设规划，预计未来三年轨交业务增速分别为40%、35%和30%。

2) 安防行业有望保持略高于行业增速的增长，公司PPP项目非常少，回款有保证。预计未来三年安防

业务增速分别为 11%、12%和 10%

3) 交通业务在合肥和宣城完成试点, 19 年建设落地。预计未来三年交通业务的增速为 70%、50%和 40%。

4) 公司对传统业务投入减少, 收入增速与行业增速大致相等, 预计未来增速分别为 15.5%、15.6%和 15.6%。

图表42. 公司营业收入假设与预测

业务 (百万元)		2017	2018E	2019E	2020E
轨交业务	收入	1074.40	1504.16	2030.61	2639.79
	同比增长	90.99%	40.00%	35.00%	30.00%
	业务占比	24.92%	28.03%	30.61%	32.68%
安防业务	收入	1205.10	1337.66	1498.18	1648.00
	同比增长		11.00%	12.00%	10.00%
	业务占比	27.95%	24.93%	22.59%	20.40%
交通业务	收入	322.05	547.49	821.23	1149.72
	同比增长		70.00%	50.00%	40.00%
	业务占比	7.47%	10.20%	12.38%	14.24%
传统业务	收入	1710.41	1976.05	2283.39	2639.06
	同比增长		15.53%	15.55%	15.58%
	业务占比	39.67%	36.83%	34.42%	32.68%

数据来源: wind、广证恒生

盈利预测与估值: 由于安防景气度和收入回款问题, 我们调整了公司未来三年盈利预测。预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 3.30 (-0.03) 亿/4.85 (-0.31) 亿/6.56 (-0.46) 亿元, 对应 EPS 分别为 0.20 (-0.01) /0.30 (-0.02) /0.41 (-0.02) 元, 当前股价对应估值分别为 33 (+5.95) /22 (+5.27) /17 (+4.00) 倍。考虑到公司成本下降和期间费用的下降带来的毛利率、净利率的提升, 19 年实际净利润增速高达 47%, 给予公司 26 倍的估值, 6 个月目标价为 7.79 元, 维持“**强烈推荐**”评级。

图表43. 可比公司估值水平

证券名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2019 营收 (亿元)	2019 净利润 (亿元)	2019EPS (元)	2019PE
达实智能	16.22	27.5	11.6	1.1	0.64	25.2
浩云科技	10.15	41.5	9.3	2.0	0.48	21.2
佳都科技	6.88	111.4	76.8	4.8	0.30	23.0

资料来源: Wind、港澳资讯、广证恒生

5. 风险提示

施工项目回款不及预期; 费用管控力度不及预期; 安防业务景气度下行的风险。



附录：公司财务预测表

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	4895.59	6207.04	7211.56	7879.84	营业收入	4311.96	5365.35	6633.41	8076.58
现金	841.58	1399.82	1170.84	743.16	营业成本	3724.41	4533.61	5545.93	6699.78
应收账款	1256.29	1523.70	1938.59	2335.70	营业税金及附加	14.96	17.75	22.47	27.36
其它应收款	98.87	123.03	152.10	185.19	营业费用	182.07	215.82	253.56	292.57
预付账款	114.79	153.23	187.64	219.87	管理费用	210.12	250.72	296.71	345.12
存货	2073.32	2500.45	3232.75	3863.63	财务费用	-2.12	-15.98	-18.63	-14.52
其他	510.74	506.82	529.64	532.28	资产减值损失	25.21	16.92	19.45	21.16
非流动资产	1305.27	1116.08	1239.69	1204.41	公允价值变动收益	2.58	0.00	0.00	0.00
长期投资	179.79	103.42	141.61	122.51	投资净收益	27.08	13.86	16.68	20.23
固定资产	70.30	89.04	113.23	129.41	营业利润	218.54	360.37	530.61	725.35
无形资产	142.57	153.68	158.01	161.84	营业外收入	17.61	28.19	22.90	25.55
其他	912.60	769.94	826.84	790.65	营业外支出	0.60	0.85	0.97	0.81
资产总计	6200.86	7323.12	8451.25	9084.25	利润总额	235.55	387.71	552.53	750.09
流动负债	2887.80	4161.00	5088.72	5427.46	所得税	19.98	49.27	58.55	87.40
短期借款	1.79	25.93	9.24	12.32	净利润	215.57	338.44	493.98	662.68
应付账款	1239.66	1622.16	2101.05	2439.32	少数股东损益	3.06	8.50	9.44	7.00
其他	1646.36	2512.91	2978.43	2975.82	归属母公司净利润	212.50	329.94	484.54	655.68
非流动负债	63.11	69.26	50.76	49.93	EBITDA	268.41	441.25	616.19	818.78
长期借款	0.00	0.00	-16.67	-16.67	EPS(摊薄)	0.13	0.20	0.30	0.41
其他	63.11	69.26	67.42	66.60					
负债合计	2950.92	4230.26	5139.47	5477.40	主要财务比率				
少数股东权益	44.10	52.60	62.04	69.05	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1617.34	1617.34	1617.34	1617.34	成长能力				
资本公积	1439.13	1439.13	1439.13	1439.13	营业收入增长率	51.39%	24.43%	23.63%	21.76%
留存收益	217.99	497.79	957.27	1575.34	营业利润增长率	93.67%	64.90%	47.24%	36.70%
归属母公司股东权益	3205.84	3554.26	4013.73	4631.81	归属于母公司净利润增长率	96.88%	55.27%	46.86%	35.32%
负债和股东权益	6200.86	7837.12	9215.25	10178.25	获利能力				
					毛利率	13.63%	15.50%	16.39%	17.05%
现金流量表					净利率	5.00%	6.31%	7.45%	8.20%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	7.08%	9.62%	12.61%	14.94%
经营活动现金流	-206.72	528.65	-11.29	-345.00	ROIC	6.36%	9.06%	11.91%	14.04%
净利润	215.57	329.94	484.54	655.68	偿债能力				
折旧摊销	45.38	69.52	82.29	83.22	资产负债率	47.59%	57.77%	60.81%	60.30%
财务费用	-2.12	-15.98	-18.63	-14.52	净负债比率	0.06%	0.61%	-0.14%	-0.08%
投资损失	-27.08	-13.86	-16.68	-20.23	流动比率	169.53%	149.17%	141.72%	145.18%
营运资金变动	-467.86	589.89	-300.41	-724.76	速动比率	97.73%	89.08%	78.19%	74.00%
其它	29.40	-430.88	-242.39	-324.38	营运能力				
投资活动现金流	242.53	-29.01	-177.90	-62.67	总资产周转率	77.56%	79.35%	84.10%	92.12%
资本支出	-50.79	-40.00	-70.00	-28.00	应收账款周转率	407.80%	386.00%	383.18%	377.91%
长期投资	-268.84	79.23	-39.75	19.18	应付账款周转率	344.61%	316.83%	297.91%	295.12%
其他	562.16	-68.24	-68.15	-53.86	每股指标(元)				
筹资活动现金流	295.88	58.60	-39.79	-20.00	每股收益(最新摊薄)	13.14%	20.40%	29.96%	40.54%
短期借款	1.79	24.14	-16.69	3.08	每股经营现金流(最新摊薄)	-12.78%	32.69%	-0.70%	-21.33%
长期借款	0.00	0.00	-16.67	0.00	每股净资产(最新摊薄)	198.22%	219.76%	248.17%	286.38%
普通股增加	63.17	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积金增加	313.90	0.00	0.00	0.00	P/E	51.07	32.89	22.40	16.55
其他	-82.96	34.46	-6.44	-23.08	P/B	3.39	3.05	2.70	2.34
现金净增加额	331.69	558.24	-228.98	-427.68	EV/EBITDA	23.99	21.60	15.80	12.43



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

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。