



公司经营质量逐年提升，智慧监狱业务迎来业绩拐点

2018.12.28

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

强烈推荐 (首次)

现价:	10.33
目标价:	11.94
股价空间:	15.54%

投资要点

● 专注安防行业 17 年，稳健发展经营质量逐年提升

浩云科技是我国领先的金融安防行业整体解决方案提供商，为银行等金融机构提供安防设备和安防集成服务。公司专注金融安防 17 年，抓住了中国安防行业高速发展的契机取得长足发展，历经了从安防工程商到系统集成商再到解决方案提供商的转变。过去 3 年公司经营质量明显提升，毛利率、人均创收、人均创利、现金流质量等多个指标逐步改善。

● 定制化+资质+服务体系：构建公司三大竞争优势

我国金融安防市场规模非常大，预计 2020 年有望达到 575 亿元。公司凭借定制化+资质+服务网络三大竞争优势，盈利率和经营质量高于同行。1) 公司坚持定制化路线，深度理解客户业务特点，提供个性化的解决方案，获得更高的项目溢价。2) 公司集齐安防系统集成一、二、三资质证书。3) 公司“TeleSky”和“浩云”品牌广泛获得市场认可，在全国设立 30 家分公司，构建完善的服务和运营网络，及时响应客户的需求。

● 智慧监狱：政策推动行业拐点，19 年业务高弹性

公司法务信息化政策频频出台，智慧司法市场迎来拐点。当前，我国司法行政信息化系统仍然面临全国统筹不足、基础支撑不足、创新应用不足等问题，“十三五”期间司法行政信息化任务目标明确，要求 2020 年建成司法行政信息化体系 3.0 版。初步估计，智慧社矫每年市场规模约 12.6 亿，智慧监狱未来市场规模空间为 310 亿。公司通过收购润安科技切入智慧司法领域，树立了秦城监狱等标杆案例，2019 年智慧监狱业务有望实现多地开花，订单高速增长可期。

● 盈利预测与估值：

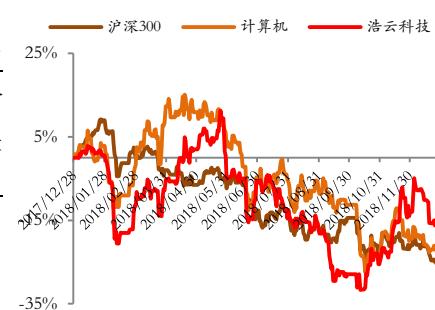
我们预测 2018-2020 年公司归母净利润分别为 1.40 亿、2.04 亿、2.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.35、0.52、0.66 元，当前股价对应估值分别为 29、20、16 倍。考虑到 19 年公司润安科技智慧司法业务的爆发和平安城市通州、辛集等项目的顺利落地，2019 年公司净利润增速有望达到 46%，给予公司 23 倍的估值，6 个月目标价为 11.94 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：

智慧监狱政策落地不及预期；安防行业景气度下行；金融安防业务毛利率下降。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	569.80	697.41	975.12	1228.57
同比(%)	4.56%	22.40%	39.82%	25.99%
归属母公司净利润	111.19	139.54	204.00	259.40
同比(%)	27.56%	25.50%	46.19%	27.16%
毛利率(%)	49.07%	49.57%	50.07%	50.07%
ROE(%)	11.92%	11.32%	16.60%	22.76%
每股收益(元)	0.28	0.35	0.52	0.66
P/E	36.60	29.16	19.95	15.69
P/B	2.00	3.21	3.61	3.74
EV/EBITDA	20.68	17.60	12.87	10.62

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
浩云科技	-1.43	19.52	-2.63
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)	42.28
总股本 (亿股)	4.08
流通股比例	59.42%
资产负债率	13.64%
大股东	茅庆江
大股东持股比例	35.22%

相关报告

目录

目录	2
图表目录	3
1. 专注安防行业 17 年，稳健发展经营质量逐年提升	4
1.1 领先的安防解决方案提供商，股权激励员工持股比例高	4
1.2 抓住行业发展契机两次转型，确定“一核三线”发展战略	5
1.3 公司践行稳健发展的策略，多方数据印证经营质量提升	6
2. 定制化+资质+服务体系：构建公司三大竞争优势	8
2.1 安防行业市场空间巨大，安防工程产值占比不断提升	8
2.2 定制化项目利润率较好，盈利能力高于同类上市公司	9
2.3 金融安防市场准入门槛高，公司具备综合资质证书优势	10
2.4 公司品牌获得客户广泛认可，构建全国服务体系及时响应	11
3. 智慧监狱：政策推动行业拐点，19 年业务高弹性	12
3.1 司法信息化政策频频出台，智慧司法行业有望迎来市场拐点	12
3.2 司法信息化建设需求迫切，智慧监狱市场空间超过 250 亿元	14
3.3 润安科技产品和技术领先，19 年订单有望爆发实现高增长	15
4. 盈利预测	17
5. 风险提示	18



图表目录

图表 1. 浩云科技的历史沿革 (2001-2018 年)	4
图表 2. 公司股权结构、控股和参股公司 (截止至 2018 年 11 月 23 日)	4
图表 3. 公司 17 年发展历程的两次角色转变	5
图表 4. 基于工业 4.0 思想的智慧物联平台	5
图表 5. 近 5 年公司营收及增长情况 (亿元)	6
图表 6. 近 5 年公司净利润及增长情况 (亿元)	6
图表 7. 近 3 年公司业务结构变化情况 (亿元)	6
图表 8. 近 3 年公司业务结构变化情况 (亿元)	6
图表 9. 近 3 年公司盈利能力变化情况	7
图表 10. 近 3 年公司期间费用变化情况	7
图表 11. 近 3 年公司人均创收情况变化 (亿元)	7
图表 12. 近 3 年公司人均创利情况变化 (亿元)	7
图表 13. 近 3 年公司经营性现金流变化情况 (亿元)	7
图表 14. 近 3 年公司经营性现金流量比率变化情况	7
图表 15. 2012-2017 中国安防行业市场规模 (亿元)	8
图表 16. 我国金融领域安防市场规模预测 (亿元)	8
图表 17. 2014-2017 安防工程产值及占比 (亿元)	8
图表 18. 2017 年三大业务类型产值 (亿元)	8
图表 19. 安防工程解决方案类型比较	9
图表 20. 公司金融安防整体解决方案业务模式	9
图表 21. 可比上市公司销售毛利率情况比较	10
图表 22. 可比上市公司营业利润率比较	10
图表 23. 安防行业资质证书的项目指标	10
图表 24. 公司取得的行业资质和证书	11
图表 25. 公司金融安防业务的主要客户	11
图表 26. 公司在全国各主要城市开展业务	11
图表 27. 浩云科技主要的服务分公司	11
图表 28. 我国近期出台的司法信息化相关政策	12
图表 29. “十二五”结束后司法行政信息化存在的问题	12
图表 30. “十三五”期间司法行政信息化工作目标	13
图表 31. 司法行政信息化建设设计思路图	13
图表 32. “数字法治、智慧司法”信息化体系建设整体时间表	13
图表 33. 广东省出台智慧司法相关的政策法规	13
图表 34. 2013-2017 检察院批准逮罪犯数 (万人)	14
图表 35. 2013-2017 公安机关审理刑事罪犯数(万起)	14
图表 36. 燕城监狱信息化改造招标公告	14
图表 37. 智慧司法市场空间测算	15
图表 38. 润安科技智慧司法业务和产品体系	15
图表 39. 润安科技产品与市面上普通产品技术比较	16
图表 40. 智慧监狱同类厂商比较	16
图表 41. 智慧监狱勤务系统界面	17
图表 42. 智慧监狱综合管理系统界面	17
图表 43. 公司营业收入假设与预测	17
图表 44. 可比公司估值水平	18

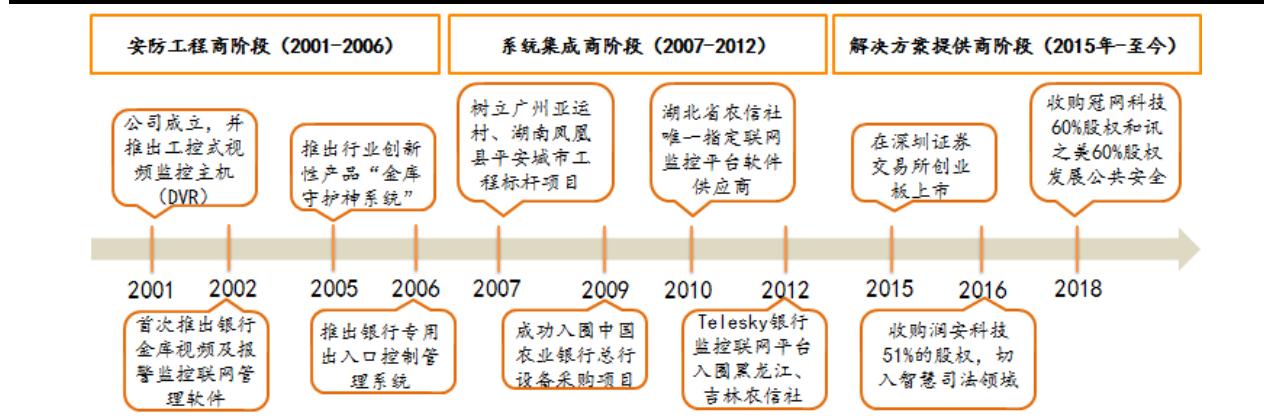
1. 专注安防行业 17 年, 稳健发展经营质量逐年提升

1.1 领先的安防解决方案提供商, 股权激励员工持股比例高

浩云科技是我国领先的金融安防行业整体解决方案提供商。浩云科技股份有限公司成立于 2001 年, 注册资金 4.086 亿元, 于 2015 年在创业板上市 (股票代码: 300448)。公司的主营业务是为金融机构中各类风险对象(包括业务库、ATM 机/自助银行、营业网点、办公大楼等)或同一种风险对象的不同银行管理模式提供所需的金融安防行业整体解决方案。

浩云科技完成的安防项目已达数万个, 目前正在为国内近千家大型商业银行、股份制银行、城市商业银行、政策性银行、农村合作金融机构、邮政系统以及其他类型金融组织与机构提供产品和服务。截至目前, 浩云科技拥有员工 1200 人左右, 其中高等学历人员约占 70%、研发及相关技术人员占总员工人数的 70%以上、分公司 30 家、办事处 110 个。

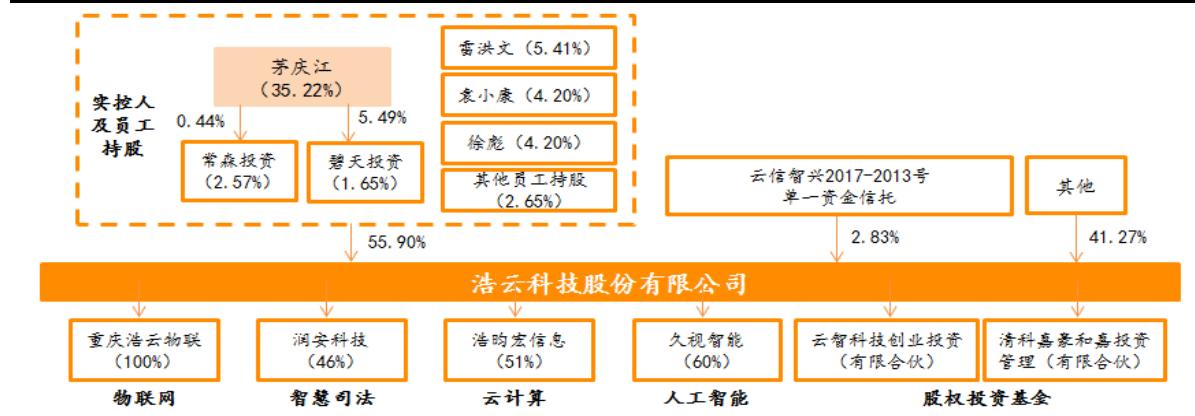
图表1. 浩云科技的历史沿革 (2001-2018 年)



资料来源: 公司官网、广证恒生

公司多次实施股权激励, 实际控制人、高管与员工持股比例高达 55.9%。公司的实际控制人和第一大股东是茅庆江, 直接和间接持有公司 35.32% 的股权。常森投资和碧天投资是公司的员工持股平台, 2016 年、2017 年和 2018 年公司多次实施股权激励计划。目前员工持股比例较高, 实际控制人、高管与员工合计持股高达 55.9%。

图表2. 公司股权结构、控股和参股公司 (截止至 2018 年 11 月 23 日)



资料来源: Wind、广证恒生

浩云科技通过收购和新设子公司发展物联网、智慧司法、云计算、人工智能等技术应用, 其中:

1) 重庆浩云 (100%): 浩云科技的全资子公司, 从事智慧城市、物联网、安保云平台等业务, 重点是开拓当地及周边地区的智能安防市场;

2) 深圳润安 (46%): 数字监狱、智慧城市定制化解决方案提供商, 公司智慧监狱业务实施主体。



3) 浩煦宏信息 (51%): 与云宏信息合资设立的公司, 专注于公司在金融、监狱、智慧城市业务上的云计算和大数据技术应用;

4) 久视智能 (60%): 专注于人脸识别、人体姿态识别、车辆视频结构化等技术的研发和应用。

5) 产业投资并购基金: 包括广州云智科技创业投资合伙企业(有限合伙)和宁波清科嘉豪和嘉投资管理合伙企业 (有限合伙), 专注于公司产业链上下游的投资和并购。

1.2 抓住行业发展契机两次转型, 确定“一核三线”发展战略

抓住金融安防行业高增长契机发展, 转型为金融领域安防解决方案提供商。过去 17 年, 浩云科技抓住了中国安防行业高速发展的契机取得长足发展, 历经了从安防工程商到系统集成商再到解决方案提供商的转变。解决方案提供商一般会针对细分行业(如金融、司法、公安等)提供定制化的软硬件综合解决方案, 这就需要解决方案提供商具备较强的技术实力和对细分行业客户业务有深刻理解。技术要求提高了行业的准入门槛, 对行业客户业务的深刻理解形成了公司的护城河。

图表3. 公司 17 年发展历程的两次角色转变

商业模式	安防工程商	系统集成商	解决方案提供商
业务线	仅负责安装、调试、运维服务	无缝集成安防多个系统, 包括监控、门禁和报警系统等	针对细分行业定制软硬件产品的系统方案
产品线	无产品	具备软件开发能力	产品线包括软件和硬件, 企业掌握相关核心技术, 属于研发驱动型
竞争	低门槛, 本地化经营为主	低门槛, 本地化经营为主	技术门槛高, 竞争企业少
利润率	议价能力和利润率低	议价能力和利润率一般	竞争少, 针对性强, 利润率较高

数据来源: 招股说明书、广证恒生

2015 年公司上市以后, 公司确定了“一核三线”发展战略, 即聚焦“IOT+IM”核心, 共同开展金融物联、智慧司法、公共安全等三条业务主线, 致力于成为“物联网智慧管理方案提供者、智慧与安全新世界的构筑者”。

1) **金融方面**: 公司服务主要面向大型商业银行、股份制银行以及农村合作金融机构, 未来将继续加强金融安防及金融物联的推广。

2) **司法方面**: 公司为监狱、看守所和戒毒所提供大数据平台和人工智能产品的应用, 落地智慧监狱, 智慧社矫和智慧戒毒。

3) **公共安全方面**: 公司主要为政府提供城市智慧监管的大数据处理和智能化分析服务, 深挖公司的数据服务, 探索新的业务模式。

图表4. 基于工业 4.0 思想的智慧物联平台

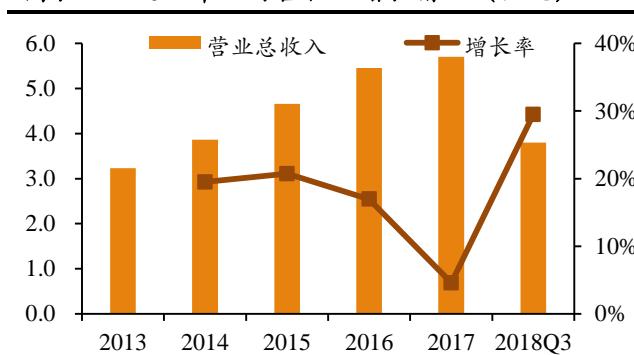


资料来源: 公司宣传册、广证恒生

1.3 公司践行稳健发展的策略，多方数据印证经营质量提升

近5年公司营业收入保持稳定增长，高毛利率项目使得公司净利润高增长。近5年公司营业收入和净利润保持较高的增长，2015-2017年浩云科技的营业收入由4.66亿元增长至5.70亿元，复合增长率为10.60%，同期归母净利润由0.66亿元增长至1.11亿元，复合增长率为29.68%。营业收入的增长主要是因为公司抓住了近几年金融安防行业发展的契机，进而实现销售收入较快的增长。2017年营收增速下降主要是受到营改增的影响，统一财务口径后公司2017年营业收入增长约为15%-20%。净利润增速明显高于营业收入，主要原因是公司近几年的项目毛利率在不断提升，进而使得净利润高增长。

图表5. 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

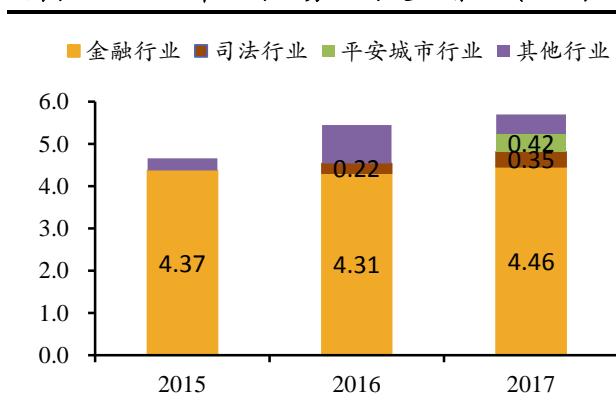
图表6. 近5年公司净利润及增长情况 (亿元)



资料来源：公司年报、广证恒生

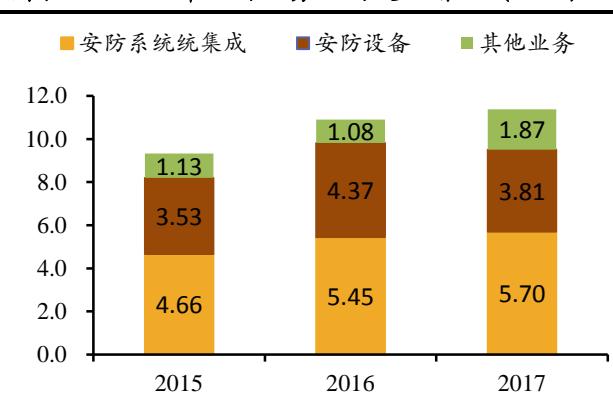
智慧司法和平安城市是公司新增长点，安防系统集成服务带动整体营收增长。从公司的业务结构来看，近3年公司传统金融安防业务增长稳定，智慧司法和平安城市业务成为新的业绩增长点，随着智慧司法业务的爆发和平安城市业务深入，未来有望形成金融、司法和安全业务“三足鼎立”的业务格局。从设备和服务的角度看，近3年公司安防设备的营业收入出现波动，主要的增长来自于安防系统集成服务。

图表7. 近3年公司业务结构变化情况 (亿元)



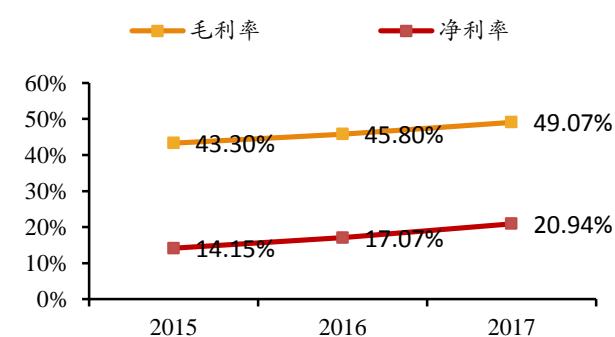
资料来源：公司年报、广证恒生

图表8. 近3年公司业务结构变化情况 (亿元)



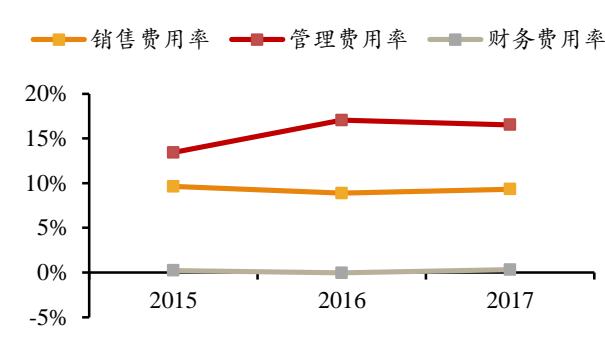
资料来源：公司年报、广证恒生

选择性竞标高毛利项目，公司经营质量和盈利水平逐年提升。近年来公司践行稳健的发展策略，追求经营质量，在项目上有选择地竞标毛利率较高的项目。因此公司整体毛利率逐年提升，由2015年的43%提升至2017年的49%。期间费用方面，近两年公司费用率基本保持稳定，2017年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为9.3%、16.5%和0.3%。净利率水平由2015年的14%提升至2017年的21%，盈利能力明显提升。

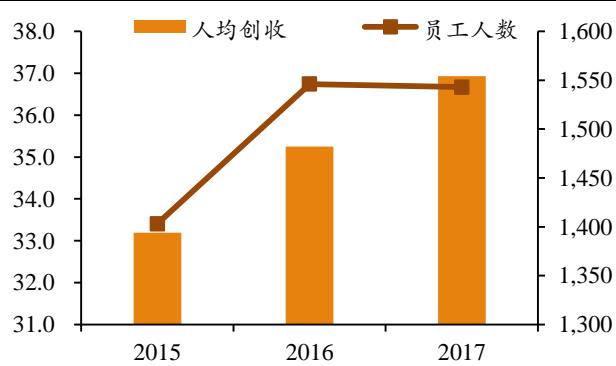
图表9. 近3年公司盈利能力变化情况


资料来源：公司年报、广证恒生

近3年人均创收和人均创利明显提升，印证公司经营质量不断提升。近3年公司人均创收（营业收入/员工人数）由2015年的33.19万元增长至2017年的36.93万元，人均创利（净利润/员工人数）由2013年的4.7万元增长至2017年的7.21万元，印证了公司经营质量在不断提升。

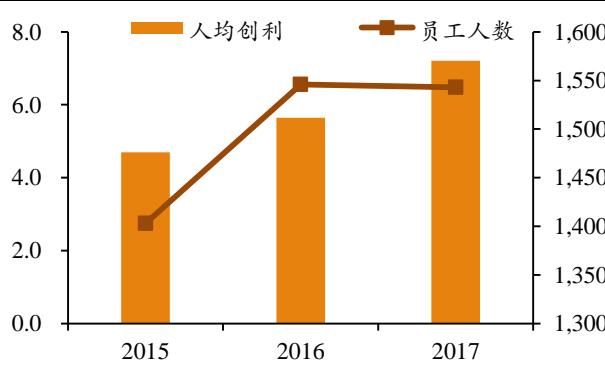
图表10. 近3年公司期间费用变化情况


资料来源：公司年报、广证恒生

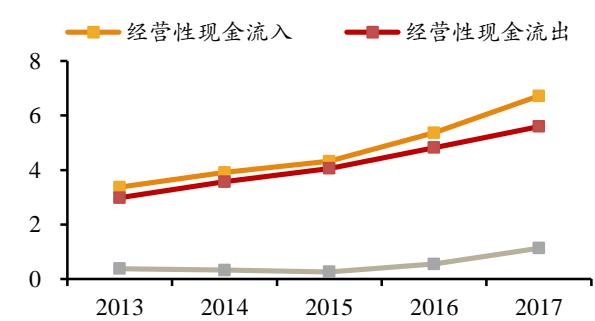
图表11. 近3年公司人均创收情况变化 (亿元)


资料来源：公司年报、广证恒生

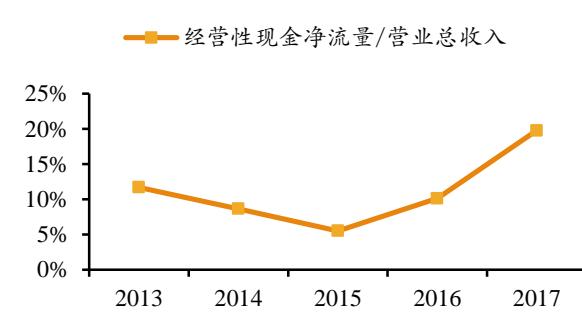
经营性现金流净额和比率提升，现金流改善彰显公司项目优质。近几年由于公司参与实施了更多高毛利、现金流较好的项目，使得近年来公司现金流质量得到不断改善，经营性现金流净额由2015年的2600万增长至2017年的1.13亿元，同期经营性现金流比率由5.5%增长至19.8%。现金流质量是安防工程类企业重要的经营质量指标。

图表12. 近3年公司人均创利情况变化 (亿元)


资料来源：公司年报、广证恒生

图表13. 近3年公司经营性现金流变化情况(亿元)


资料来源：公司年报、广证恒生

图表14. 近3年公司经营性现金流量比率变化情况


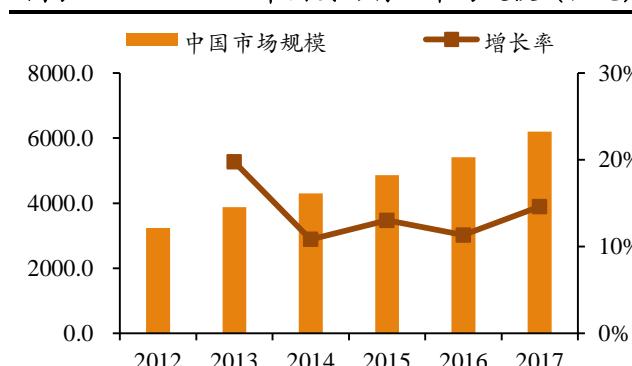
资料来源：公司年报、广证恒生

2. 定制化+资质+服务体系：构建公司三大竞争优势

2.1 安防行业市场空间巨大，安防工程产值占比不断提升

我国安防市场规模巨大，预计2020年安防总产值达到8000亿元，金融安防市场有望达到575亿元。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。其中，金融安防作为安防重要的细分市场之一，2020年市场规模有望达到575亿元。

图表15. 2012-2017 中国安防行业市场规模 (亿元)



资料来源：中安协、广证恒生

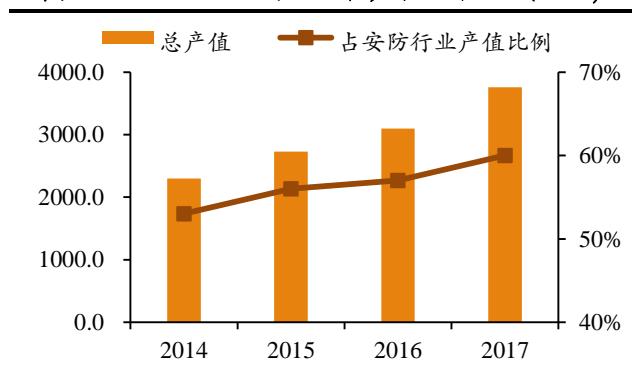
图表16. 我国金融领域安防市场规模预测 (亿元)



资料来源：中安协、广证恒生

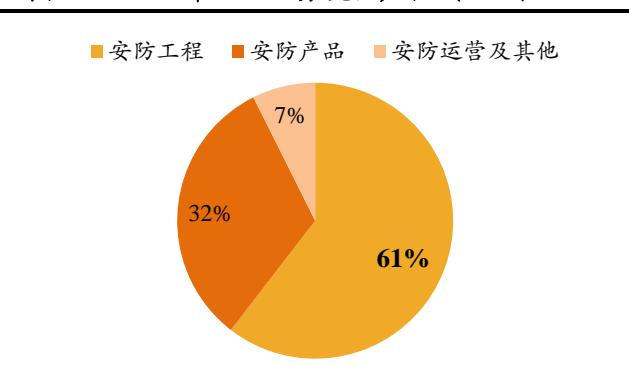
作为安防最大的业务类型，安防工程产值占比逐年提升，2017年占比达到61%。在“雪亮工程”政策的推动下，近年来安防工程市场发展明显快于行业整体，使得安防工程产值占比由2014年的53%提升至2017年的61%，安防工程已经成为安防行业最大的业务类型。

图表17. 2014-2017 安防工程产值及占比 (亿元)



资料来源：中安协、广证恒生

图表18. 2017年三大业务类型产值 (亿元)



资料来源：中安协、广证恒生

金融行业安防工程市场具备明显的天然分散、准入门槛高、刚需和周期性特征。主要体现包括：

- 1) 与安防产品市场高集中度不同的是，安防工程市场呈现出天然分散的格局。主要原因是行业地域性特征明显，每个区域都有实力较强、与当地政府关系良好的本地供应商，外来者想要打入本地市场难度较大。
- 2) 由于金融行业受监管的特殊性，金融行业安防项目的招标往往需要由公安部和银监会统一颁发的金融安防营业许可证，必须符合金融安防方面一些技术标准才能够参与竞标。
- 3) 可能不同于其他行业，金融行业是一个安防刚需市场。在公安部的指导下，监管层每年都会向金融机构推出新的安防标准，从而带来新的安防建设需求。
- 4) 安防设备本身是一个电子产品，使用寿命一般为3-5年。另外技术的更新迭代也会带来新的设备更换需求。

2.2 定制化项目利润率较好，盈利能力高于同类上市公司

定制化的安防工程解决方案要求更高，作业流程更复杂。安防工程解决方案可以分为定制化和标准化两大类。一般来说定制化对解决方案提供商的要求更高，比如定制化的解决方案由客户通过项目招标的形式进行采购，由专业的系统集成商/解决方案提供商进行实施，需要对客户的业务有深入的理解。由于客户对产品性能参数、技术应用等方面有个性化的需求，所以作业流程更复杂。

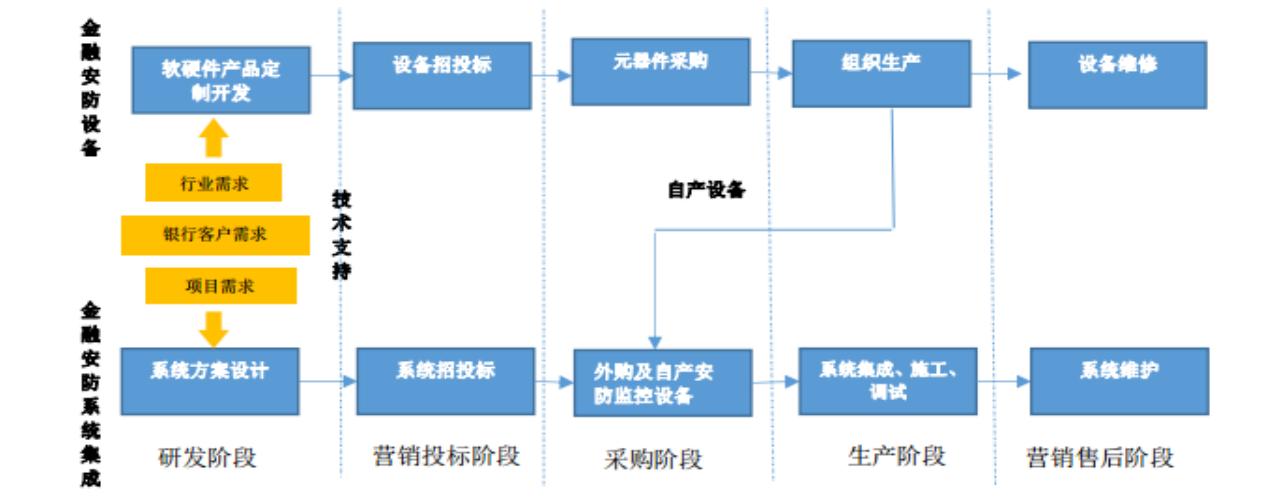
图表19. 安防工程解决方案类型比较

	定制化	标准化
用户定位	政府项目、城市治安、交通、金融等重点行业	一般商铺、楼宇、住宅小区、家庭等
业务要求	需要对客户的业务有深入的理解	无需客户业务有所理解
销售模式	设备厂商（代理商）→系统集成商、解决方案提供商→终端用户	设备厂商（代理商）→（工商）终端用户
业务模式	项目招投标形式：终端用户招标，分别对设备制造商和集成商进行招标或终端用户规定设备技术参数或品牌，然后由系统集成商按客户需求采购	终端用户直接采购或指定工商实施

数据来源：招股说明书、广证恒生

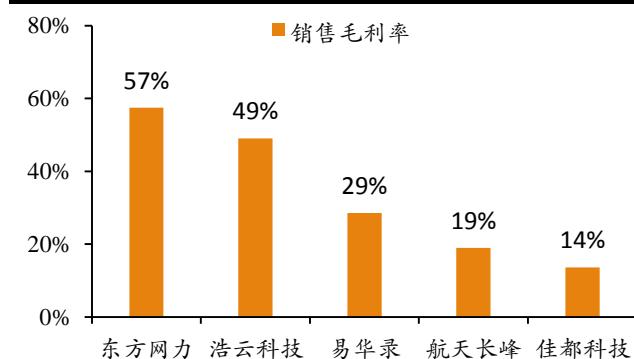
浩云科技长期坚持定制化路线，深度了解客户业务特点，提供满足客户需求的解决方案。公司自成立以来专注于金融安防领域，坚持金融安防设备及系统集成的定制化路线，深入挖掘并满足客户的各种个性化和专业化需求，把握金融安防的发展趋势，研发满足客户需求的定制化产品。公司提供定制化解决方案最大的优势是了解银行业金融机构的行业特点，熟悉不同类型银行机构的风险环节、管理流程及业务流程，能够根据银行机构的各类风险对象如银行金库、自助银行/自助设备、银行柜员、办公大楼等提供个性化的产品或综合解决方案。

图表20. 公司金融安防整体解决方案业务模式

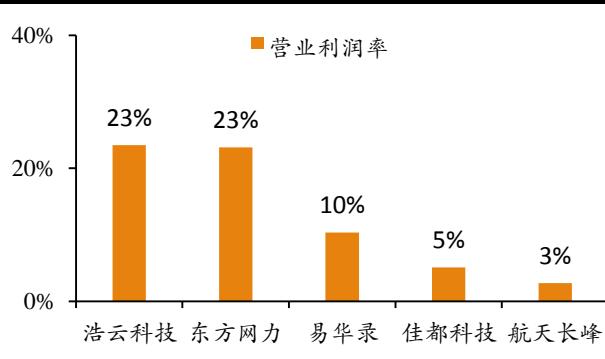


资料来源：招股说明书、广证恒生

高定制化业务特点使得公司毛利率和营业利润率高于同类竞争对手。由于高定制化项目具备更高的毛利率，公司的盈利能力明显高于同类竞争对手。我们通过对比安防集成类上市公司的毛利率和营业利润率发现，2017年公司的毛利率为59%，仅次于东方网力（57%），高于易华录（29%）、航天长峰（19%）和佳都科技（14%）。同期公司营业利润率为23%，与东方网力（23%）不相上下，高于易华录（10%）、佳都科技（5%）和航天长峰（3%）。

图表21. 可比上市公司销售毛利率情况比较


资料来源：公司年报、广证恒生

图表22. 可比上市公司营业利润率比较


资料来源：公司年报、广证恒生

2.3 金融安防市场准入门槛高，公司具备综合资质证书优势

由于金融是受到国家高度监管的行业，金融安防解决方案提供商必须要获得相应的安防行业资质证书和经营许可证才能参与竞标，从而获得订单和项目。安防行业资质是由中国安全防范产品行业协会推出的安防工程企业资质评价体系证书，分为一级、二级、三级三个等级，每个等级都设置了相应的项目指标，企业必须通过指标评估之后才能获得相应的证书。例如，一级安防行业资质证书要求企业在“近两年竣工工程业绩”指标上，满足“一级规模不少于5项、总额不少于2000万元、单项300万元 ≥ 2 项”的要求。

图表23. 安防行业资质证书的项目指标

项目指标	企业能力		
	一级	二级	三级
注册资本	不少于1000万元	不少于500万元	不少于50万元
近两年竣工工程业绩	一级规模不少于5项，总额不少于2000万元，单项300万元 ≥ 2 项	一、二级规模不少于5项，总额不少于1200万元	总额不少于50万元
技术人员	技术人员不少于20名，技术负责人不少于2名	技术人员不少于10名，技术负责人不少于1名	技术人员不少于5名
	须具备：相关专业技术职称、职业资格，或通过中安协企业技术人员综合能力验证		
诚信表现	法定代表人和主要管理人员无犯罪记录；工商、银行、税务使用无不良记录；承诺履行并签署《安防企业诚信公约》		
工作场所	不少于300 m ²	不少于200 m ²	不少于100 m ²
质量管理	通过质量管理体系认证		
安全管理	建立安全生产管理制度并得到有效执行，近两年承建的工程无重大安全、质量责任事故		
客户服务	建立、健全客户服务制度，持续增强顾客满意		
社会保险	依法为员工办理社会保险		

数据来源：中国安全防范产品行业协会，广证恒生

公司具备综合资质证书优势，一、二、三级安防系统集成资质均已获得。公司凭借长期积累的行业技术优势及综合服务能力，先后取得了广东省安全技术防范系统设计/施工/维修资格证壹级证书（该证书由广东省公安厅颁发，适用全国）、安防工程企业设计施工维护能力壹级证书、涉密信息系统集成甲级资质证书、保安服务许可证、信息系统集成及服务资质贰级证书、电子与智能化工程专业承包贰级证书、建筑智能化系统设计专项乙级证书、安全生产许可证、CMMI3级评估认证证书、IT服务管理体系认证证书、信息安全管理体系建设证书、质量管理体系认证证书、环境管理体系认证证书、职业健康安全管理体系认证证书等企业资质。公司所取得的以上等级证书已满足公司目前业务领域对业内企业的资质要求，成为业内资质较齐全的企业之一。



图表24. 公司取得的行业资质和证书

级别	证书名称
一级	广东省安全技术防范系统设计、施工、维修资格证；安防工程企业设计施工维护能力证书；涉密信息系统集成资质证书
二级/乙级	计算机信息系统集成企业资质证书；建筑智能化系统设计专项证书；电子与智能化工程专业承包证书；建筑智能化工程设计与施工证书
三级/丙级	防雷工程专业设计、专业施工资质证；CMMI3 级评估认证证书
-	安全生产许可证；保安服务许可证；IT 服务管理体系认证证书；信息安全管理体系建设证书；质量管理体系认证证书；环境管理体系认证证书；职业健康安全管理体系认证证书

数据来源：公司年报、广证恒生

2.4 公司品牌获得客户广泛认可，构建全国服务体系及时响应

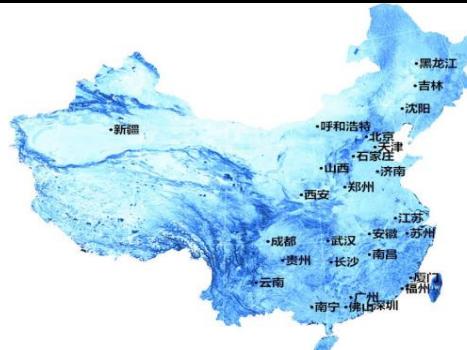
公司深刻理解客户的安防需求，“TeleSky”和“浩云”品牌获得广泛的客户认可。公司专注金融安防领域十余年，熟悉金融机构的风险对象、风险环节及其管理流程，深入了解客户的安防需求，能够紧密结合产品研发和技术更新从而对金融风险对象、风险环节及其管理流程进行有针对性的技术研究和产品开发。经过长期的市场开拓，“TeleSky”和“浩云”品牌培育了众多客户，公司业务区域覆盖全国30多个省级地区，服务对象已超过400多个独立法人金融机构。

图表25. 公司金融安防业务的主要客户



资料来源：公司官网、广证恒生

图表26. 公司在全国各主要城市开展业务



资料来源：招股说明书、广证恒生

全国范围设立30家分公司，构建全国范围的服务和运营网络。公司立足广东，构建以总部为核心，辐射全国的服务和运营网络，不断扩充全国服务及营运网点，优化终端服务功能。目前公司已在全国设立了30家分公司，拥有一支营销能力较强的市场开拓队伍和服务意识强烈的客户服务队伍。他们，贴近客户群体，能及时响应客户的需求，针对为不同的客户群体的不同需求提供高效优质的整体解决方案和专业的售后及维保服务。同时，随着公司首发募集资金投资项目“营销及服务网络升级技术改造项目”的建设完工，以及公司先后在重庆、西藏和武汉等地设立全资子公司，公司已基本实现在各地让与客户“零距离”体验金融系统智能安防新技术应用的目标。

图表27. 浩云科技主要的服务分公司

区域划分	主要分公司
华南地区	广州分公司、深圳分公司、佛山分公司、长沙分公司、福建分公司、厦门分公司
华北地区	北京分公司、天津分公司、石家庄分公司、呼和浩特分公司、济南分公司、郑州分公司
西南地区	南宁分公司、贵州分公司、云南分公司、成都分公司
西北地区	青海分公司、新疆分公司、西安分公司
华东地区	苏州分公司、安徽分公司、江苏分公司
东北地区	黑龙江分公司、吉林分公司、沈阳分公司
华中地区	武汉分公司、南昌分公司

数据来源：公司官网、广证恒生

3. 智慧监狱：政策推动行业拐点，19年业务高弹性

3.1 司法信息化政策频频出台，智慧司法行业有望迎来市场拐点

1) 政策出台制定司法信息化标准，司法部重建司法信息化工作全新开展。2017年5月，司法部发布《全国司法部行政信息化总体技术规范》，制定19项标准，涵盖监狱、戒毒、社区矫正、律师、公证、安置帮教、人民调解、司法所建设、司法鉴定、人民监督员、行政复议、法规审查等12个业务领域。

2018年3月，国务院将司法部和国务院法制办公室的职责整合，重新组建司法部，承担负责监狱、戒毒、社区矫正管理等的职责，国家司法信息化工作全新开展。同时召开2018年信息化建设推进会，会议强调了2018年司法行政信息化建设的目标是，信息化业务平台基本建成并有效运行，网络数据实现互联互通，为建成司法行政信息化3.0版打下坚实基础。

图表28. 我国近期出台的司法信息化相关政策

时间	政策名称	相关内容
2018.1	《“数字法治、智慧司法”信息化体系建设实施方案》	2019年底基本实现“大平台共享、大系统共治、大数据慧治”的“数字法治、智慧司法”信息化建设目标。
2017.7	《“十三五”全国司法行政信息化发展规划》	到2020年，全面建成纵横贯通、全面覆盖、融合共享、智能高效、安全可控的司法行政信息化体系3.0版。
2017.5	《全国司法行政信息化总体技术规范》	发布实施19项标准，包括总体标准1项、数据平台类标准4项、应用技术类标准14项。
2016.12	《“十三五”国家信息化规划》	支持“智慧法院”建设，推行电子诉讼，建设完善公正司法信息化工程。

资料来源：司法部官网、国务院官网、广证恒生

2) “十二五”结束后我国司法行政信息化仍然存在不少问题。根据《“十三五”全国司法行政信息化发展规划》，司法行政信息化在“十二五”期间投入资金105.4亿元，是“十一五”的3.6倍。然而“十二五”结束之后，司法行政信息化仍然面临全国统筹不足、基础支撑不足、创新应用不足、专业人才不足等问题，十三五期间司法行政信息化投入还将不断加大，司法行政信息化程度不断加强。

图表29. “十二五”结束后司法行政信息化存在的问题

主要问题	具体内容
全国统筹不足	缺乏顶层设计，部级信息化系统建设滞后，不能发挥向下辐射作用。各地分散建设，发展不均衡，带来重复浪费、兼容困难等问题。
基础支撑不足	各区县和乡镇政务网络建设尚未全面贯通。全国司法行政数据资源体系尚未建立，各地信息化系统不能互联互通，资源难以共享。
创新应用不足	信息化在司法行政系统的覆盖面、融合深度和应用程度有待拓展，云计算、大数据、物联网等技术创新应用不足，信息化对司法行政工作的支撑作用还没有充分显现。
专业人才不足	尤其缺少既懂司法行政业务又懂信息化技术的专业骨干，普遍存在“招不来”、“留不住”、“一兼数职”等现象。

资料来源：司法部《“十三五”全国司法行政信息化发展规划》、广证恒生

3) “十三五”期间司法行政信息化任务目标明确，要求2020年建成司法行政信息化体系3.0版。2017年7月，司法部出台《“十三五”全国司法行政信息化发展规划》，对“十三五”期间的司法信息化工作做了详尽规划，目标是到2020年，全面建成纵横贯通、全面覆盖、融合共享、智能高效、安全可控的司法行政信息化体系3.0版，实现信息化支撑能力全面提升、指挥快速精准化、执法管理联动智能化、公共法律服务便捷普惠化和政务管理高效透明化，开创司法行政工作的新局面。



图表30. “十三五”期间司法行政信息化工作目标



资料来源：司法部《“十三五”全国司法行政信息化发展规划》、广证恒生。

图表31. 司法行政信息化建设设计思路图



资料来源：司法部《“十三五”全国司法行政信息化发展规划》、广证恒生。

4) 司法信息化工作时间规划发布，2019年基本实现“数字法治、智慧司法”信息化建设目标。2018年10月司法部推出《“数字法治、智慧司法”信息化体系建设实施方案》，并对36项工作任务做了具体的时间规划，预计在2019年完善各类功能和应用，基本实现“大平台共享、大系统共治、大数据慧治”的“数字法治、智慧司法”信息化建设目标。

图表32. “数字法治、智慧司法”信息化体系建设整体时间表



资料来源：司法部《“数字法治、智慧司法”信息化体系建设实施方案》、广证恒生

5) 国家政策引领智慧司法落地广东，润安科技有望受益，19年实现订单的高增长。广东省司法部在2017年11月出台的《智慧司法信息化建设三年规划》中明确指出：1) 要建设监狱业务一体化综合管理平台，并将花都监狱、新华监狱、女子监狱信息化建设成果接入至此平台；2) 利用RFID射频识别技术和GSM移动通信技术，建设司法社矫人员定位监控显示系统，实现被矫正人员的实时监管。2018年在内蒙古召开的全国司法行政信息化工作推进会上，“广东省智慧社区矫正”体系作为8个精选项目在大会上作展示交流。智慧司法工作在广东已经进入实际落地阶段，润安科技有望受益，19年实现订单的高增长。

图表33. 广东省出台智慧司法相关的政策法规

时间	政策名称	相关内容
2017.11	广州市《“智慧司法”信息化建设三年规划》	为实现共建共享、互联互通的信息化建设要求，将建设监狱一体化综合管理平台，将花都监狱、新华监狱、女子监狱信息化建设成果接入至此平台，实现监狱业务一体化综合管理。
2017.2	《广东省司法厅2017年全省司法行政工作要点》	积极推进监狱、社区矫正和安置帮教业务的网上协同；全面完成监所安防工程建设，开展指挥体系建设。

资料来源：广州市司法局官网、广证恒生

2.2 司法信息化建设需求迫切，智慧监狱市场空间超过 250 亿元

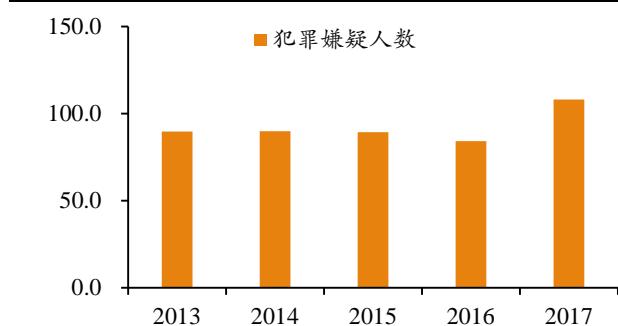
我国司法行政工作压力增大，社会矫正、监狱管理、戒毒管理方面司法信息化建设需求迫切。

1) **社会矫正方面**：根据 2018 年 8 月第一次全国司法所工作会议公布的数据，截至 2018 年 7 月底，全国司法所累计接收社区服刑人员 402 万人，解除矫正 332 万人，净增长 70 万人，现有社区服刑人员突破 70 万人，每年新接收和办理解除矫正人数逐年攀升，形成了“快进快出”的局面。

2) **监狱管理方面**：根据国家统计局公布的数据，2017 年人民法院逮捕、决定逮捕犯罪嫌疑人数为 108.15 万人，公安机关审理刑事案件 126.88 万起，比 2016 年增加了近 4.9 万起，司法部门执法压力和责任不断加大。当前情况下，推进信息化与司法行政工作深度融合，辅助智能管理、预警预测、科学决策，驱动传统工作模式转型，能够增强工作前瞻性、科学性、精确性，从而有效提高司法行政工作效能。

3) **戒毒管理方面**：根据 2017 年 6 月司法部在通报全国司法行政戒毒工作时公布的数据，2008 年至 2017 年 6 月，全国累计收治强制隔离戒毒人员 130 余万人，在所治疗近 24 万人；司法行政戒毒场所 361 个；戒毒康复场所 73 个，累计收治戒毒康复人员 10 万余人，目前在册近 6000 人；全系统共有干警 5.7 万人，平均每名干警需要负责 4 名戒毒人员的行政戒毒工作（在所治疗 24 万人/干警 5.7 万人≈4）。戒毒人员数量庞大，智慧化解决方案成为迫切需求。

图表34. 2013-2017 检察院批准逮罪犯数 (万人)



资料来源：国家统计局、广证恒生

图表35. 2013-2017 公安机关审理刑事罪犯数(万起)



资料来源：国家统计局、广证恒生

我国智慧社矫信息化市场每年市场规模达 12.6 亿，智慧监狱市场市场空间达到 310 亿。我们对润安科技的主要业务——智慧社矫、智慧监狱信息化行业进行市场空间测算，以北京市第一看守所信息化改造项目金额约 300 万和司法部燕城监狱信息化改造项目总金额约 3089 万元作为参照单价。

图表36. 燕城监狱信息化改造招标公告

招标时间	招标项目	金额 (万元)
2009.5	燕城监狱智能化改造项目	295
2013.4	燕城监狱信息化一期工程及指挥中心功能用房项目	1200
2016.12	燕城监狱综合管理平台信息化改造	533
2017.1	燕城监狱远程视频会见、警务通 III(移动执法办公) 智能管理系统项目	342
2017.6	燕城监狱 8、9 号楼及普监大门人员动态分布系统智能化改造项目	719
合计		3089

资料来源：财政部官网、广证恒生

1) **智慧社矫方面**，根据 2018 年 8 月第一次全国司法所工作会议公布的数据，截至 2018 年 7 月底，社区矫正人员约 70 万，按照每人每年 1800 元服务费，那么市场每年的市场空间将有 12.6 亿元。

2) **智慧监狱方面**，根据司法部监狱管理局官网统计，截止于 2017 年全国共有监狱 713 所，以燕城监狱信息化改造招标金额 3089 万元为标准，预计未来可实现 220 亿元市场规模；根据司法部公布数据，全国共有看守所 3000 所，以北京第一看守所信息化改造金额约 300 万元为标准，预计未来可实现 90 亿元收入，仅智慧监狱一项业务即可实现 310 亿元收入。



图表37. 智慧司法市场空间测算

项目	空间测算	
智慧社矫	全国 70 万社区矫正人员 * 1800 元服务费/每人每年=12.6 亿元/每年	
智慧监狱	全国 713 所监狱 * 项目信息化改造单价 3089 万元(按照燕城监狱信息化改造标准)=220 亿元	全国 3000 所看守所 * 项目信息化改造单价 300 万元(按照北京第一看守所信息化改造标准)=90 亿元
	智慧监狱市场空间合计 310 亿元	

资料来源：财政部官网、广证恒生

2.3 润安科技产品和技术领先，19 年订单有望爆发实现高增长

公司 2016 年收购润安科技 51% 股份，外延并购切入智慧司法领域推进战略布局。深圳市润安科技发展有限公司于 1994 年正式成立，经过几年发展，2001 年公司步入快速发展时期，逐步从单一施工工程商转变成为数字监狱、智慧交通、智慧边检、智慧医疗、移动物联网等建设提供集产品研发、系统定制、实施维护于一体的定制化解决方案提供商。公司在产品设计和技术方面均具有明显优势，未来有望贡献较大的业绩弹性。

1) 润安科技业务包括智慧监狱、智慧社矫和智慧戒毒，产品线丰富，成熟度较高。润安科技目前在智慧司法行业主要提供智慧监狱、智慧社矫和智慧戒毒三项信息化系统建设服务。其中智慧监狱主要包括单个核心平台，基于基准定位技术开发的电子身份管理平台，运用移动互联网技术，以监管现场为主要应用场景，采集监管对象的所有活动行为轨迹并生产电子基础数据，提供综合管理平台和勤务智慧平台，三大核心平台将业务系统打通，实现监狱管理智能化、精准化、科学化。公司是全国第一家把监狱的全部业务集成至智慧监狱综合管理平台的公司，产品已经在多个省部级监狱进行试点推广，开展业务地区包括广东、福建、山东等省市。

图表38. 润安科技智慧司法业务和产品体系

服务	子系统	介绍
智慧监狱	电子身份管理平台	精准定位、联动报警、实时点名、视频融合、轨迹回放
	综合业务管理系统	将监狱业务应用集成在统一平台，实现狱内各数据业务信息系统无缝对接，高效协同
	勤务智慧管理系统	报警联动、预案系统、定位系统、勤务监控
智慧社矫	社区矫正系统	采用腕带+智能终端的复合管理模式，通过混合定位、专网部署、远程监控等手段解决了续航时长短、定位精度低、误报信息以及人机分离存在的安全隐患等问题。
	社区管理平台	实现监管执法、教育矫正、评估帮扶三项智慧应用，同时可设定“电子围栏”，上传社矫人员历史活动轨迹，达到远程控制。
智慧戒毒	-	身份管理、业务处理、人员指挥的综合管理平台

资料来源：润安科技官网、广证恒生

2) 润安科技拥有 UWB 精准定位技术等三大领先技术，研发储备充足。目前公司在司法领域主要提供的三大业务都是基于润安科技的三大先进技术：UWB 精准定位技术、电源管理技术和定位基站。

■ **UWB “超宽频” 精准定位技术：**是一种国际领先的无载波通信技术，利用纳秒至微秒级的非正弦波窄脉冲传输数据。通过在较宽的频谱上传送极低功率的信号，UWB 能在 10 米左右的范围内实现数百 Mbit/s 至数 Gbit/s 的数据传输速率，将误差锁定在 10cm 以内。在室内精准定位方面，优势在于可以将楼层分清楚，又可以穿墙计算减少基站数量。

■ **电源管理技术：**市面上普通的腕带，它充电后的使用时间大概持续在一个半月到两个月之间，而润安科技的电源管理技术有较大突破，可以持续使用一年，期间不需要充电。

■ **定位基站：**可以做到信号穿墙，每 4 台基站为 1 组形成区域测距定位系统，其中 2 台基站还可与另外 2 台再组成 1 组，可为公司实现降本增效。



图表39. 润安科技产品与市面上普通产品技术比较

技术	润安科技产品	市面上普通产品
UWB“超宽频”精准定位技术	室内静态定位精度2cm	室内静态定位精度15cm内
电源管理技术	腕带持续使用一年以上	腕带持续使用一个半月到两个月
基站	信号穿墙	信号无法穿墙

资料来源：公司调研数据、广证恒生

司法行政信息化市场仍处于发展初期，供应商规模较小，研发储备有限。目前司法行政信息化市场尚未形成规模，客户通常将信息化改造项目拆分成子系统单独招标，供应商对智慧司法产品的研发储备不足。润安科技自成立以来一直专注提供公检司法和政府市场的系统集成服务，公司大力投入研发空间精准位置传感技术、智慧监狱综合管理平台、3D（三维）人脸识别技术。2014年公司成立20周年之际，公司空间精准位置传感技术、3D人脸识别等自主产品研发成功，并开始在全国推广。

图表40. 智慧监狱同类厂商比较

名称	润安科技	天地伟业	信息发展
母公司代码	300448.SZ	000836.SZ	300469.SZ
主要客户	广东省深圳监狱 广东省梅州监狱 山东省德州监狱 司法部燕城监狱	司法部燕城监狱 山西省太原第二监狱 黑龙江省哈尔滨监狱 甘肃省武威监狱	上海市监狱管理局及全市监狱 安徽省监狱管理局及全省监狱 江苏省监狱管理局及全省监狱
项目进展	广东省深圳监狱试点建设工作	-	中标“北京市监狱管理局智能安防应用建设项目”及“津市监狱第一押犯点信息化建设项目”共计4448万元
技术优势	超宽带高精度定位技术、空间精准位置传感技术、电子围栏、3D（三维）人脸识别技术	深度人脸识别算法	-
2017年司法业务收入	3521万元	-	-

资料来源：公司年报、公司官网、广证恒生

3) 公司已经树立秦城监狱等多个行业标杆案例，拥有丰富监狱信息化改造经验

标杆案例一：润安科技于2005年承接全国最高级别监狱——公安部秦城监狱安防智能化管理系统工程，并成为“全国监狱系统的样板工程”，也是全国第一家把监狱的全部业务集成至智慧监狱综合管理平台中的公司。

标杆案例二：2018年全国司法行政信息化工作推进会在内蒙古召开，会议从各地选送的优秀信息化建设案例中遴选了37个示范应用系统作展览，从中精选出8个典型应用系统作演示交流。润安科技的“智慧社区矫正”系统作为全国8个精选项目之一进行了演示交流，获得部级领导的充分肯定。该系统通过“社区矫正管理平台+app”实现“监管执法、教育矫正、评估帮扶”三项智慧应用，通过“微+智慧矫正”微信小程序实现口袋式智慧监管矫治，通过“社区矫正定位跟踪管理系统”实现对社矫人员全天候无死角监管。

图表41. 智慧监狱勤务系统界面



资料来源：润安科技官网、广证恒生

图表42. 智慧监狱综合管理系统界面



资料来源：润安科技官网、广证恒生

4. 盈利预测

根据对公司业务的分析及相应市场评估,我们对公司 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) 2019 年司法局信息化体系建设实施方案目标如期达成。2) 润安科技智慧监狱、智慧社区矫正产品陆续落地, 2019 年订单高速增长。3) 金融安防行业持续保持较高景气度, 项目回款有保证。4) 平安城市业务自重庆渝北项目突破, 后续项目落地有保证。

分析预测：

- 1) 金融安防业务增长稳定，随着项目中软件和平台占比的提升，毛利率稳步提升，预计未来三年业务增速分别为 17%、15% 和 13%。
 - 2) 智慧监狱业务 19 年有望爆发，润安科技 2019 年有望实现多地开花，订单高速增长，预计未来三年业务增速分别为 50%、300% 和 60%。
 - 3) 平安城市业务通州、辛集、大鹏新区等项目顺利推进，收入得到持续确认，预计未来三年业务增速分别为 70%、50% 和 40%。

图表43. 公司营业收入假设与预测

业务 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
金融安防	收入	445.9	521.7	600.0
	同比增长	3%	17%	15%
	业务占比	78%	75%	62%
智慧监狱	收入	35.2	52.8	211.3
	同比增长	59%	50%	300%
	业务占比	6%	8%	22%
平安城市	收入	42.2	71.8	107.7
	同比增长	0%	70%	50%
	业务占比	7%	10%	11%
其他业务	收入	46.4	51.1	56.2
	同比增长	-49%	10%	10%
	业务占比	8%	7%	6%

数据来源：Wind、广证恒生

盈利预测与估值: 我们预测 2018-2020 年公司归母净利润分别为 1.40 亿、2.04 亿、2.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.35、0.52、0.66 元，当前股价对应估值分别为 29、20、16 倍。考虑到 19 年公司润安科技智慧司法
敬请参阅最后一页重要声明



业务订单的爆发和平安城市通州、辛集等项目的顺利落地，2019年公司净利润增速有望达到46%，给予公司23倍的估值，6个月目标价为11.94元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

图表44. 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
汉邦高科	15.41	26.1	11.6	1.1	0.64	23.9
佳都科技	6.71	108.6	76.8	4.8	0.30	22.5
浩云科技	10.35	42.3	9.3	2.0	0.48	21.6

资料来源：Wind、港澳资讯、广证恒生

5. 风险提示

智慧监狱政策落地不及预期；安防行业景气度下行；金融安防业务毛利率下降。

附录：公司财务预测表

资产负债表				利润表				单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E		
流动资产	913.02	1345.77	947.08	889.39	营业收入	569.80	697.41	975.12	1228.57		
现金	407.54	1000.00	700.75	615.11	营业成本	290.20	351.71	486.89	613.44		
应收账款	240.17	192.38	28.00	30.00	营业税金及附加	4.68	12.51	12.45	15.94		
其它应收款	16.41	10.79	12.91	13.37	营业费用	53.19	61.94	86.61	109.12		
预付账款	25.78	8.00	6.00	10.00	管理费用	94.17	115.26	161.16	203.05		
存货	134.55	101.86	156.00	166.00	财务费用	1.82	-2.92	-5.47	-9.39		
其他	88.56	32.74	43.43	54.91	资产减值损失	2.28	4.98	5.51	4.26		
非流动资产	436.37	514.40	588.81	631.46	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期投资	0.00	98.00	105.00	113.00	投资净收益	0.71	0.38	0.41	0.42		
固定资产	303.39	302.98	308.95	316.59	营业利润	133.87	154.30	228.38	292.57		
无形资产	16.03	19.78	24.96	26.94	营业外收入	1.26	5.37	5.26	4.63		
其他	116.94	93.64	149.91	174.92	营业外支出	0.11	0.08	0.07	0.08		
资产总计	1349.38	1860.17	1535.90	1520.84	利润总额	135.01	159.59	233.56	297.13		
流动负债	175.94	554.85	371.56	394.94	所得税	15.70	20.75	30.36	38.63		
短期借款	19.45	236.17	10.00	10.00	净利润	119.31	138.84	203.20	258.50		
应付账款	25.47	50.00	60.00	60.00	少数股东损益	8.12	-0.70	-0.80	-0.90		
其他	131.01	268.68	301.56	324.94	归属母公司净利润	111.19	139.54	204.00	259.40		
非流动负债	8.10	5.46	5.85	5.31	EBITDA	157.65	189.71	264.97	328.90		
长期借款	0.00	-1.50	-2.49	-2.49	EPS(摊薄)	0.28	0.35	0.52	0.66		
其他	8.10	6.96	8.34	7.80							
负债合计	184.04	560.31	377.41	400.25	主要财务比率						
少数股东权益	33.93	33.23	32.43	31.53	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E		
股本	218.37	393.13	393.13	393.13	成长能力						
资本公积	591.73	416.97	181.83	-53.31	营业收入增长率	4.56%	22.40%	39.82%	25.99%		
留存收益	339.28	456.54	551.09	749.24	营业利润增长率	44.48%	15.26%	48.01%	28.11%		
归属母公司股东权益	1131.41	1266.64	1126.05	1089.06	归属于母公司净利润增长率	27.56%	25.50%	46.19%	27.16%		
负债和股东权益	1349.38	1860.17	1535.90	1520.84	获利能力						
					毛利率	49.07%	49.57%	50.07%	50.07%		
					净利率	20.94%	19.91%	20.84%	21.04%		
					ROE	11.92%	11.32%	16.60%	22.76%		
					ROIC	9.99%	9.07%	17.49%	22.81%		
					偿债能力						
经营活动现金流	112.53	479.01	371.40	277.70	资产负债率	13.64%	30.12%	24.57%	26.32%		
净利润	119.31	139.54	204.00	259.40	净负债比率	10.57%	42.14%	2.25%	2.08%		
折旧摊销	27.59	33.05	36.88	41.16	流动比率	518.95%	242.55%	254.89%	225.19%		
财务费用	1.82	-2.92	-5.47	-9.39	速动比率	442.47%	224.19%	212.91%	183.16%		
投资损失	-0.71	-0.38	-0.41	-0.42	营运能力						
营运资金变动	-38.53	313.92	136.67	-10.43	总资产周转率	50.69%	43.46%	57.43%	80.38%		
其它	3.04	-4.20	-0.28	-2.63	应收账款周转率	250.89%	322.46%	884.94%	4236.46%		
投资活动现金流	-299.23	-101.75	-103.94	-76.17	应付账款周转率	1016.31%	932.05%	885.26%	1022.40%		
资本支出	-191.23	-43.22	-74.29	-59.29	每股指标(元)						
长期投资	108.08	-69.31	-11.78	-14.38	每股收益(最新摊薄)	28.28%	35.49%	51.89%	65.98%		
其他	-216.09	10.78	-17.87	-2.50	每股经营现金流(最新摊薄)	51.53%	121.84%	94.47%	70.64%		
筹资活动现金流	331.08	215.20	-566.71	-287.17	每股净资产(最新摊薄)	518.12%	322.19%	286.43%	277.02%		
短期借款	8.65	216.72	-226.17	0.00	估值比率						
长期借款	0.00	-1.50	-0.99	0.00	P/E	20.33	29.16	19.95	15.69		
普通股本增加	15.97	174.76	0.00	0.00	P/B	2.00	3.21	3.61	3.74		
资本公积金增加	334.57	-174.76	-235.14	-235.14	EV/EBITDA	20.68	17.60	12.87	10.62		
其他	-28.11	-0.02	-104.41	-52.03							
现金净增加额	144.37	592.46	-299.25	-85.64							

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。