

高新兴 (300098.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.69 元
 目标价格 (人民币): 12.00-12.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 1,301.91
 总市值 (百万元) 15,809.86
 年内股价最高最低 (元) 9.94/5.49
 沪深 300 指数 3684.69



罗露 联系人
 luolu@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
 tangchuan@gjzq.com.cn

战略聚焦主航道, 转型蜕变再出发

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.294	0.355	0.306	0.399	0.546
每股净资产 (元)	3.49	4.31	3.19	3.59	4.14
每股经营性现金流 (元)	0.26	0.10	0.05	0.39	0.48
市盈率 (倍)	53.88	37.46	31.65	24.30	17.74
净利润增长率 (%)	125.46%	29.22%	32.30%	30.26%	36.96%
净资产收益率 (%)	8.41%	8.06%	9.56%	11.08%	13.17%

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **战略聚焦车联网及公共安全, 专注内生式增长实现从项目型公司到产品型公司的蜕变。**公司先后通过收购国脉科技、中兴智联、中兴物联等公司, 完成在车联网及公共安全领域的深度布局。2018 年公司宣布战略聚焦车联网及执法规范化领域, 通过战略聚焦主航道, 公司将由过去的外延式扩张逐渐转变为内生性增长驱动的企业, 同时伴随转型深化, 正逐渐由过去的项目制转变为产品型企业, 财务结构显著优化, 业绩可预测性增强。我们认为, 公司在两个主航道具备深度技术和市场积累, 目前在多个百亿级市场布局领先, 业绩成长具备较多支撑点, 未来伴随行业红利释放, 有望迎来新的高速成长期。
- **车联网先发优势显著, 车载单元、车路协同业务进入收获期, 加大投入布局 5G V2X 和智慧交通新产品为成长蓄力。**公司在车载终端及车路协同领域具备领先竞争力: 1) 车载单元全球化布局, 国内发力前装市场, 拓展吉利、比亚迪、长安、伟世通等主流车企, 18 年 4G 车规级模组出货量达 140 万片。后装市场与海外运营商、TSP 厂商紧密合作, 渠道优势显著, OBD 出货量全球第一。预计 19 年公司车载终端收入增速达 50% 以上, 三年 CAGR 达 35%。2) 车路协同: 公司是国标定制主导企业, 独家承揽重庆项目多年, 在电子车牌市占率超过 85%; 是目前国内唯一一家参与了所有电子标识试点项目建设的企业。预计未来三年电子车牌业务 CAGR 能够保持 70% 以上。受益于公司战略聚焦和战略投入, 2020 年公司车联网产品 (车载终端+电子车牌+车联网平台) 收入占比有望超过 30%, 到 2021 年收入接近百亿水平。
- **公安业务完善“端+平台”闭环, 大额订单支撑业绩成长。**执法规范化打造软硬件一体化解决方案, 2018 年收购神盾信息, 神盾的收购能够拓宽公司在华东区的业务布局, 加快公司执法规范化的落地速度。18 年公司先后中标广东省公安厅、广州市海关总署采购项目等, 大额订单推动下警务信息化业绩放量可期, 预计未来三年公司警务信息化业务收入增速达 70%+。

投资建议

- 预期公司 2019-2020 年净利润为 7.0 亿、9.6 亿, 对应 EPS 为 0.40 元、0.55 元, 对应 PE 为 24、18。我们认为, 公司在多个细分领域的领先优势带来较高溢价能力, 首次覆盖给予公司“买入”评级, 目标价 12 元。

风险提示

- 公司内部整合不及预期; 国内车企客户拓展不及预期; 公安业务不及预期; 限售股解禁风险。

内容目录

一、立足车联网及公共安全，项目型到产品型的蜕变.....	4
1.1 内生+外延夯实基础，战略转型聚焦车联网.....	4
1.2 财务指标好转印证产品制转型顺利，业绩增长稳健.....	6
二、车联网发展进入快车道，终端厂商率先受益.....	7
2.1 政策、技术催化产业发展提速，“云-管-边-端”打造智慧交通网络.....	7
2.2 产业链发展遵循“连接-数据-价值”，车载通信终端有望率先受益.....	9
2.3 应用层面，汽车后市场服务具备较好盈利性，我国 UBI 市场有望率先开启.....	9
三、战略聚焦车联网，全球化布局推动业绩高速增长.....	10
3.1 国内发力前装市场，产品由 LTE 向 T-Box 演进.....	10
3.1.1 车载通信终端有望率先受益，前装 T-Box 是必然趋势.....	11
3.1.2 国内市场供货吉利、比亚迪等车厂，伴随产品升级未来毛利有望提升.....	12
3.2 海外市场 OBD 出货量全球第一，UBI 解决方案成熟.....	13
3.3 电子车牌百亿级空间，公司斩获多单，未来三年 CAGR 有望维持 70%以上.....	15
四、公安业务聚焦执法规范化，端+平台打造完善闭环.....	17
五、盈利预测与投资建议.....	18
六、风险提示.....	19

图表目录

图表 1：高新兴经历三阶段发展，聚焦大交通及公共安全业务.....	5
图表 2：聚焦车联网及公共安全，业务布局完善.....	6
图表 3：高新兴业绩持续高增长.....	6
图表 4：高新兴物联网收入占比不断提升（亿元）.....	6
图表 5：并表影响销售毛利率下滑，未来有望回升.....	7
图表 6：研发投入加大提升管理费用率.....	7
图表 7：高新兴回款速度及上游议价能力持续走强.....	7
图表 8：车联网云-管-边-端构建“车-人-路-云”高度协同的智慧交通网络.....	8
图表 9：政策加持,车联网发展有望提速.....	8
图表 10：5G V2X 业务场景对通信的要求.....	9
图表 11：2020 年我国车联网渗透率有望提升至 24%.....	9
图表 12：车联网服务商价值占比达 61%.....	9
图表 13：预计 2021 年我国 UBI 市场规模有望达千亿元以上（亿元）.....	10
图表 14：2025 年全球物联网设备连接数有望达 251 亿.....	11
图表 15：预计三大运营商 2019H1 连接数超 10 亿.....	11
图表 16：高新兴物联网产品发货全球.....	11
图表 17：高新兴车联网产品布局完善.....	11
图表 18：我国 T-BOX 市场具备百亿级市场，2020 年前装渗透率有望超 60%.....	11

.....	12
图表 19: TELUS Drive + 车联网产品.....	13
图表 20: T-Mobile 车联网产品.....	13
图表 21: 高新兴获海外多家运营商认证并展开合作.....	14
图表 22: 公司 UBI 绑定全球龙头, 解决方案成熟.....	14
图表 23: 电子车牌 2018 年起步, 到 2022 年推广大部分完成.....	15
图表 24: 高新兴参与起草电子车牌国标定制.....	16
图表 25: 高新兴智联总专利高达 316 项.....	16
图表 26: 高新兴 2+4 电子标识解决方案.....	17
图表 27: 高新兴危化品运输车辆管理平台.....	17
图表 28: 天津市汽车电子标识试点项目 (一期).....	17
图表 29: 天津市汽车电子标识试点项目 (二期).....	17
图表 30: 高新兴执法记录仪.....	18
图表 31: 高新兴执法规范化解决方案.....	18
图表 32: 高新兴盈利预测 (2018-2021) (亿元).....	18
图表 33: 可比公司估值比较.....	19

一、立足车联网及公共安全，项目型到产品型的蜕变

1.1 内生+外延夯实基础，战略转型聚焦车联网

高新兴是国内领先的智慧城市物联网解决方案提供商，公司拥有成熟的“终端+应用”解决方案能力，现聚焦于车联网及公共安全领域。

车联网方向，公司依托领先的无线通信模组及 RFID 技术车载终端、车路协同、车联网平台及智慧交通四大领域进行布局。我们认为公司在车联网行业的主要优势有：1) 车载终端前装市场绑定吉利、比亚迪等优质车企，2018 年 4G 车规级模组出货超百万片，T-Box 出货量超 20 万块，国内车企车联网转型趋势明显，公司与长安、伟世通进入适配阶段，预计未来每年拓展 2-3 家车企客户；后装市场与海外运营商、TSP 厂商紧密合作，渠道优势显著，OBD 出货量全球第一。预计 2019 年公司车载终端收入能够实现 50%以上增速，三年 CAGR 达 35%；2) 车路协同：“终端+平台+应用”构建智慧交通体系，公司是电子车牌国标定制主导企业，在行业深耕多年，具备成熟的解决方案经验；预计未来三年电子车牌业务能够保持 70%以上 CAGR。我们认为，受益于战略聚焦，2020 年公司车联网产品（车载终端+电子车牌+车联网平台）收入占比有望超过 30%。

在公共安全领域，公司产品落地广泛，“端+云”完善产品闭环。公司过去集成项目—立体云防系统目前在 24 省、70+地市进行成功布控，借助传统业务在公安行业的优势，公司在执法规范化领域的拓展具备天然基础。目前执法办案产品已在 8 省、40+地市进行落地。18 年通过收购神盾信息进一步完善了“云+端”产品闭环，我们预计，神盾的收购能够拓宽公司在华东区的业务布局，加快执法规范化的落地速度。预计未来三年公司警务信息化业务收入增速达 70%+。

我们认为，通过战略聚焦主航道，公司将由过去的外延式扩张逐渐转变为内生性增长驱动的企业，业务发展的主线更加清晰；同时伴随转型深化，正逐渐由过去的项目制转变为产品型企业，财务结构显著优化，业绩可预测性增强。公司通过在车联网及公共安全的超前布局，积攒了成熟的解决方案能力，目前在多个百亿级市场布局领先，未来业绩成长具备较多支撑点。

从高新兴的发展历程来看，公司发展经历了三大阶段：

- 1) **通信立业**：公司以通信业务起家，最早专注于通信基站、机房运维综合管理服务系统，为安防能力打下基础；
- 2) **多元扩张**：公司通过多项外延进行多元化拓展。先后收购讯美电子、国脉科技及创联电子布局平安城市；2016 年起，先后收购中兴智联及中兴物联布局完善物联网领域技术实力。此阶段重点实现业务多元化拓展，并提出“一横四纵”的发展战略，确立了在公共安全、大交通、通信及金融领域的布局；
- 3) **聚焦发展**：通过整合内部资源及业务集群，在“一横四纵”的战略大背景下，进一步聚焦大交通领域的车联网及公共安全领域的执法规范化业务，通过多年业务布局，初步形成了“感知+连接+平台+应用”的生态闭环。

图表 1：高新兴经历三阶段发展，聚焦大交通及公共安全业务



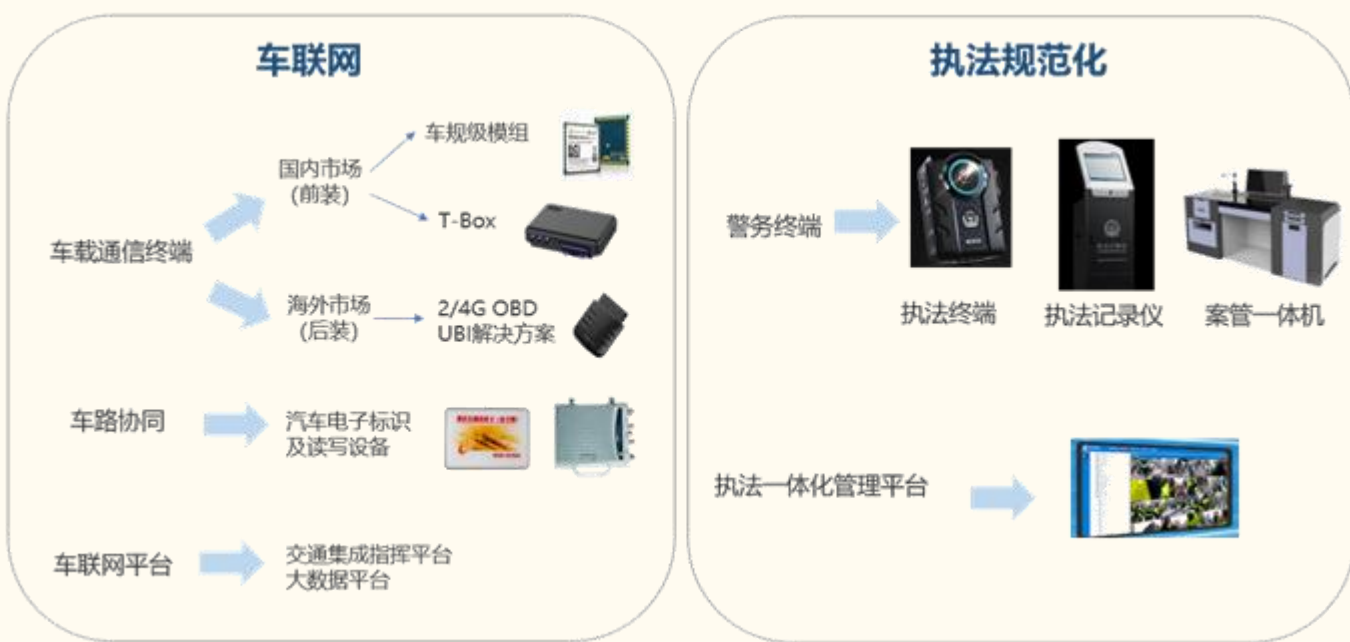
来源：公开资料，分析师整理，国金证券研究所

业务集群调整，聚焦车联网及公共安全领域。高新兴于 2018 年进行了内部业务调整，打破过去子公司间的隔离，重新将业务集群划分为：物联网（重点聚焦车联网）、公共安全、智慧城市与智能交通，将过去的集成类与产品类分离，业务划分更加清晰。

车联网“终端+平台+应用”，国内外市场齐布局。公司车联网业务主要分为三大领域：**1) 车载通信终端：**公司在国内主要做前装市场，包括车规级通信模组及 T-Box。公司向吉利供货 4G 车规级模组，2018 年预计出货 120+万片；此外 T-Box 产品除供货吉利外，在新能源汽车市场也已进入比亚迪 T1 采购清单。在海外市场，公司主要做后装 OBD 产品，研发的 4G OBD 全球发货量第一。**2) 车路协同：**主要做电子车牌系列解决方案。目前已中标重庆、天津、无锡、北京、深圳、武汉等地市招标。**3) 车联网平台：**公司自主研发设备管理平台、智能交通数据平台及新能源汽车监控系统平台等，通过大数据分析为客户提供服务。我们认为，公司在车联网领域布局完善，在技术及渠道方面具备较强优势，受益于行业发展进入快车道，未来车联网有望成为公司成长主要动力。

执法规范化打造软硬件一体化解决方案，大额订单支撑业绩成长。公司顺应国家政策，聚焦执法规范化领域。旗下子公司国脉科技在警务信息化领域预备较深厚实力，参与了公安部执法规范化多项标准的起草。2018 年公司收购神盾信息 100%股权，完善“端+平台”闭环，强化了在公安执法规范化领域的竞争实力。同时公司先后中标广东省公安厅、广州市海关总署采购项目等，大额订单推动下未来两年公司警务信息化业绩放量可期。

图表 2：聚焦车联网及公共安全，业务布局完善

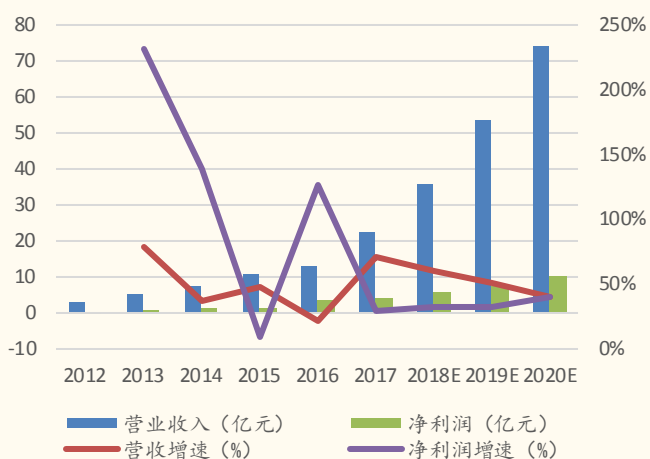


来源：公开资料，分析师整理，国金证券研究所

1.2 财务指标好转印证产品制转型顺利，业绩增长稳健

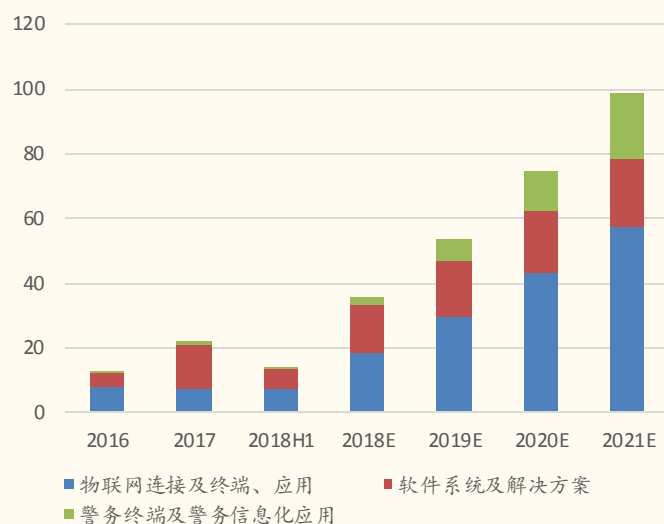
业绩持续高增长，产品类销售占比稳步提升。2018 年公司实现营业收入 35.59 亿元，较上年同期增长 59.10%；实现归母净利润 5.40 亿元，较上年同期增长 32.31%。2018H1，公司实现营业收入 14.01 亿元，同比增长 68.67%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比增长 31.09%。物联网连接及终端应用实现收入 7.51 亿元，占比 54%，其中车联网收入 1.99 亿；警务终端及信息化应用实现收入 0.58 亿，占比 4%；软件系统及解决方案 5.91 亿元，占比 42%。

图表 3：高新兴业绩持续高增长



来源：公司年报，分析师预测，国金证券研究所

图表 4：高新兴物联网收入占比不断提升 (亿元)

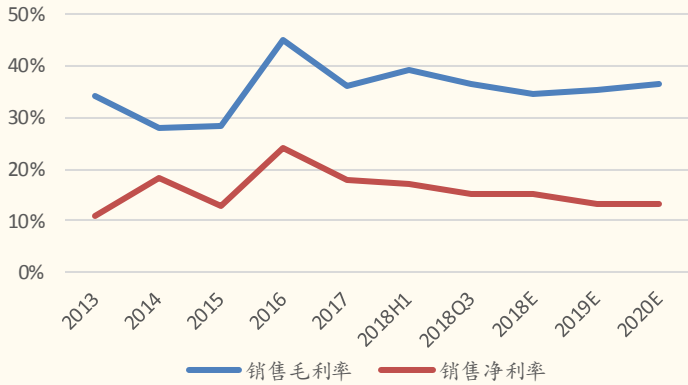


来源：公司年报，分析师预测，国金证券研究所

毛利率有望伴随产品升级回升，研发投入带动管理费用上涨。2017 年公司收购中兴物联，受无线通信模组毛利较低影响，17 年公司综合毛利率产生一定波动，下滑 9pp 至 36%。18 年起，公司车联网高端产品（4G 模组、T-BOX 等）及海外业务逐渐起量，毛利率有所回升。我们认为，未来伴随公司战略重心向车联网转移，高毛利业务有望企稳回升。费用方面，受研

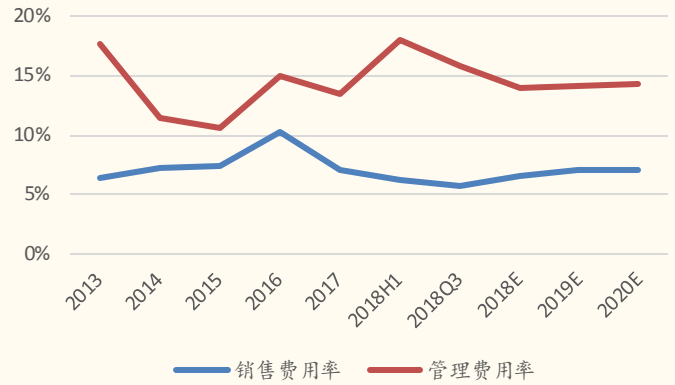
发力度加大，公司管理费用提升。2018 年前三季度公司研发投入达 2.8 亿，较 17 年底增长 64.7%；2018 年初公司非定向增发 3.3 亿元，其中 1 亿元支付交易对价，2 亿元投入中兴物联网产业研发中心。中兴物联是公司布局车联网的重要抓手，公司通过加大研发投入持续加码车联网领域。

图表 5：并表影响销售毛利率下滑，未来有望回升



来源：公司年报，分析师预测，国金证券研究所

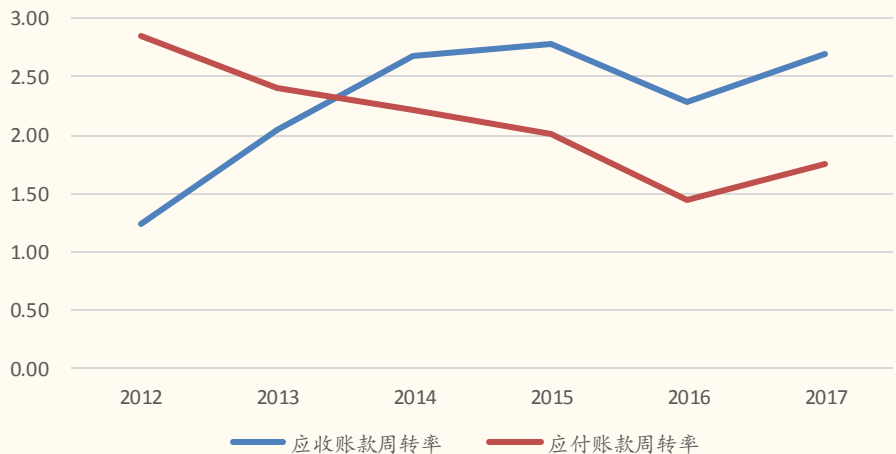
图表 6：研发投入加大提升管理费用率



来源：公司年报，分析师预测，国金证券研究所

伴随产品制转型深化，公司回款速度及上游议价能力大幅提升。公司过去的系统销售主要为项目制，项目制的风险在于获单情况不确定，回款周期较长，业绩可预测性低。近年来，伴随公司车联网、公共安全销售占比提升，公司产品化转型逐渐深入。从财务角度来看，公司应收账款周转率持续增长，回款速度大幅提升；应付账款周转率下滑，上游议价能力不断走强。营运指标印证公司产品化效果显著。我们认为，不同于项目制较高的实施及维护成本，产品化能够进一步降低公司边际成本，增强业绩稳定性及可预测性，实现效益最大化。

图表 7：高新兴回款速度及上游议价能力持续走强



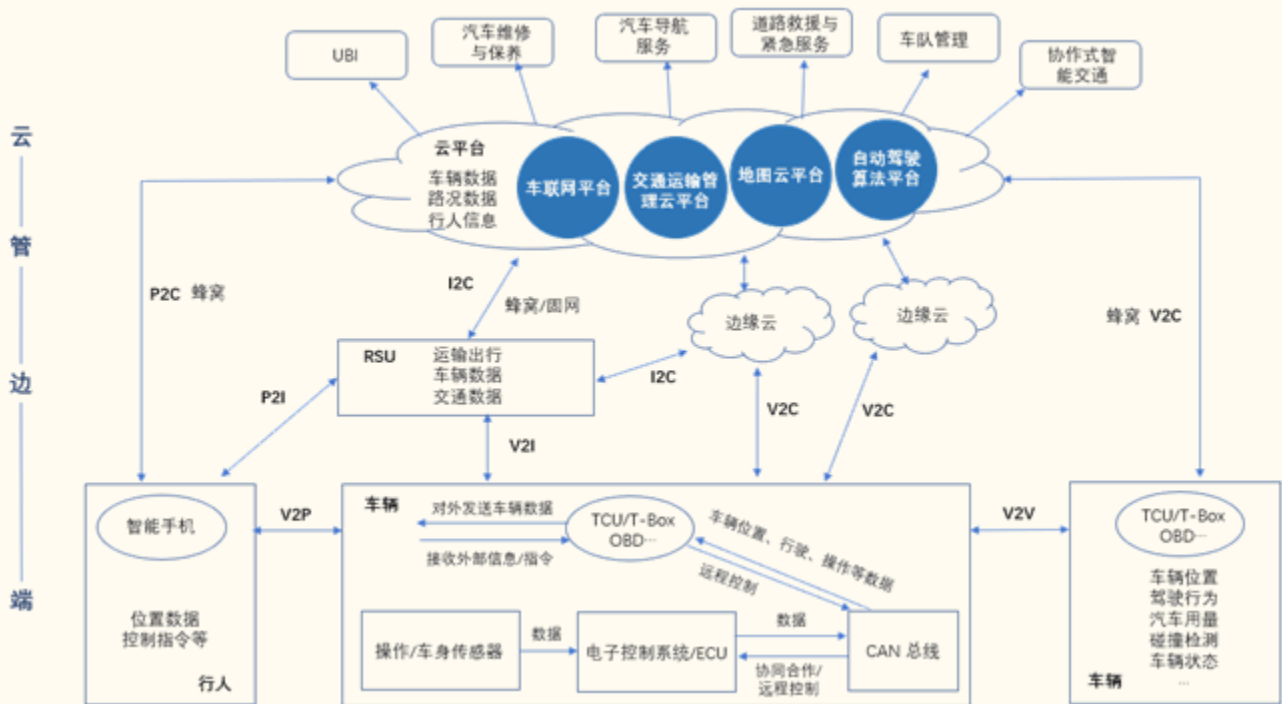
来源：公司年报，国金证券研究所

二、车联网发展进入快车道，终端厂商率先受益

2.1 政策、技术催化产业发展提速，“云-管-边-端”打造智慧交通网络

V2X 是自动驾驶重要基石，端-管-边-云协同构建 V2X 智慧交通网络。我们认为，车联网产业链目前可划分为端-管-边-云四个层级：通过汽车网联化进行 V2V、V2I、V2C 等通信以实现车载信息及数据服务，未来实现网联协同驾驶及自动驾驶应用是行业发展的必然趋势。Gartner 预计，到 2020 年底全球联网车辆将超过 2.5 亿台。

图表 8：车联网云-管-边-端构建“车-人-路-云”高度协同的智慧交通网络



来源：公开资料,分析师整理, 国金证券研究所

我国高度重视智能汽车强国战略，政策加码推动行业发展提速。18 年来我国在车联网领域的政策推动力度持续加强，发改委公布的《智能汽车创新发展战略》，目标到 2035 年率先建成智能汽车强国。18 年 11 月工信部规划 5905-5925MHz 作为 LTE-V2X 的工作频段；12 月，推出《车联网发展行动计划》，目标到 2020 年实现车联网用户渗透率提升至 30%以上，车载信息服务终端新车装配率达 60%以上。我们认为，我国正试图在车联网及自动驾驶等新兴领域实现弯道超车，政策驱动下行业发展有望提速。

图表 9：政策加持,车联网发展有望提速

时间	相关部门	政策	政策要点
2018.12	工信部	《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》	至 2020 年，实现车联网产业跨界融合取得突破，具备高级别自动驾驶功能的智能网联汽车实现特定场景规模应用，车联网用户渗透率达到 30%以上，新车驾驶辅助系统(L2)搭载率达到 30%以上，联网车载信息服务终端的新车装配率达到 60%以上。 2020 年以后，技术创新、标准体系、基础设施、应用服务和安全保障体系将全面建成，5G-V2X 逐步实现规模化商用，“人-车-路-云”高度协同。
2018.11	工信部	《车联网（智能网联汽车）直连通信使用 5905-5925MHz 频段管理规定》	规划 5905-5925MHz 频段作为基于 LTE-V2X 技术的车联网（智能网联汽车）直连通信的工作频段。
2018.6	工信部、国家标准化管理委员会	《国家车联网产业标准体系建设指南（总体要求）》	加快共性基础标准制定，加紧研制自动驾驶及辅助驾驶相关标准制定，满足产业发展需求。到 2020 年，基本建成国家车联网产业标准体系。
2018.1	发改委	《智能汽车创新发展战略》	到 2020 年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态和信息安全体系等框架基本形成。智能汽车新车占比达到 50%，智能道路交通系统建设取得积极进展，大城市、高速公路的车用无线网络（LTE-V2X）覆盖率达到 90%，北斗高精度时空服务实现全覆盖。
2017.12	工信部	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》	至 2025 年，系统形成能够支撑高级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系。制定 100 项以上智能网联汽车标准，促进智能网联汽车“智能化+网联化”融合发展，以及技术和产品的全面推广普及。

来源：公开资料整理, 国金证券研究所

5G-V2X 是未来车联网方向，技术成熟进一步推动产业升级。5G 带来了移动情况下的连续广域覆盖、室内热点情况下的高容量传输、低功耗高密度的终端连接及低时延的高可靠网络。能够支持在行车环境下 100Mbit/s 以上的高速传输，空口无线接口时延为 1ms。车联网时代，一辆智能汽车每秒产生的数据可达 1GB，而 V2X 要求在最短时间内将数据上传、分析进而产生服务，这对网络传输性能提出较高要求。5G-V2X 具备更贴合车联网场景需求的低时延、大连接特性，为行业发展提供核心基础设施，5G 性能上的优越性使得 V2X 发展进一步升级。

图表 10: 5G V2X 业务场景对通信的要求

业务场景	通信延时 (ms)	数据速率(Mbits/s)	通信距离 (m)	通信可靠性 (%)
车辆编队	10-25	0.012-65	80-350	17.88
扩展传感器	3-100	10-53	360-700	50
先进驾驶	3-100	10-1000	50-1000	8.94
远程驾驶	5	上行 25, 下行 1	无限制	30

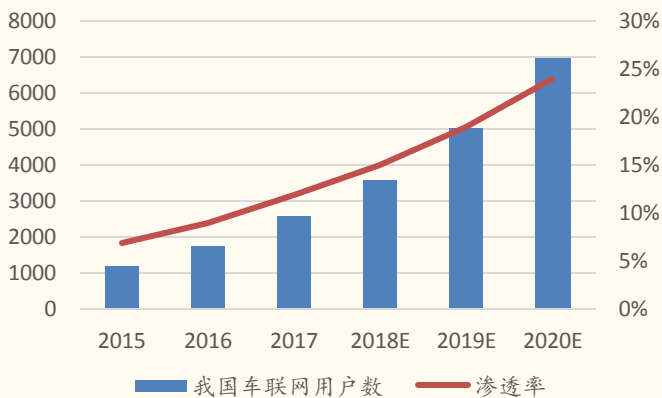
来源: 3GPP, 国金证券研究所

2.2 产业链发展遵循“连接-数据-价值”，车载通信终端有望率先受益

2020 年我国车联网渗透率有望提升至 24%，终端厂商合计价值占比达 30%。车联网通过车载终端接入网络，应用大数据技术实现车-人-路-云的协同管理，在最终价值体现在基于数据诞生出的汽车远程诊断/救援、共享汽车、UBI、车载娱乐信息及协同式驾驶等多种应用。中国联通预计，2020 年我国车联网渗透率有望超过 24%；应用服务商在产业链中价值占比达 61%；至 2020 年我国车联网市场规模将突破 6500 亿元。

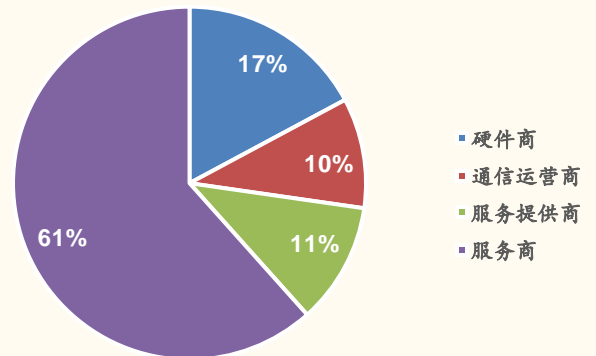
我们认为，车联网是物联网领域大颗粒应用场景，行业发展遵循“连接-数据-价值”。行业发展初期以建立连接为主，前后装车载终端厂商将率先获得受益。车联网与物联网的发展趋势一致，最终价值体现在通过数据实现人-车-路-云的高度协同，提升道路使用及行驶效率，同时实现远程故障诊断、UBI、车队管理等数据服务。平台和应用的基础是连接，V2X 发展初期仍以做大连接为主，此阶段以车载芯片/模组、OBD/T-Box、传感器、前后装车载娱乐终端等硬件设备厂商最为受益。

图表 11: 2020 年我国车联网渗透率有望提升至 24%



来源: 中国联通, 国金证券研究所

图表 12: 车联网服务商价值占比达 61%



来源: 中国联通, 国金证券研究所

2.3 应用层面，汽车后市场服务具备较好盈利性，我国 UBI 市场有望率先开启

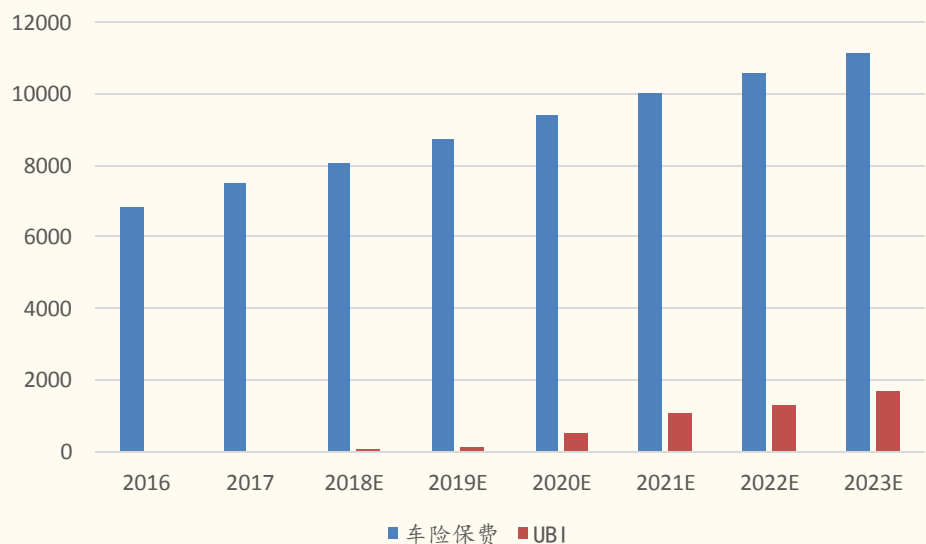
应用层仍是车联网价值最大领域。我国车联网市场处发展初级阶段，连接尚在建立中，蓝牙、MirrorLink、OBD、车载终端等连接标准暂未统一，且车联网产业链冗长，车企、互联网巨头、TSP 及终端厂商均试图在新兴领域占据主导优势。在此背景下，行业暂未出现爆款应用场景，商业模式仍处探索阶段。目前来看，UBI 车险、共享汽车等后市场服务具备较好盈利性。

传统车险盈利低下，UBI 海外商业模式成熟，有望成为车联网率先落地应用。车险常年占据财险市场 70% 份额，但由于缺乏合理定价机制（目前多以车辆购置及维修价格为基数），盈利能力一直是行业难题。2018H1，我国经营车险的 66 家公司中仅 12 家实现承保盈利，剩余 54 家共计亏损金额达 44 亿元。UBI 通过收集驾驶员驾驶过程中的行为数据，通过算法对驾驶行为进行分析与处理，从而判断车主应享受的车险保费优惠，通过差异化车险费率改革，中小保险企业有望实现盈利。

2018 年保监会下发《关于开展商业车险自主定价改革试点的通知》，以广西、陕西、青海为试点，期限一年。18 年 8 月，人保、平安等四家保险公司首批 UBI 项目获批，已在试点地区分批开始进行车险自主定价。目前中国人保、众安、平安、中国大地等主流保险公司均在 UBI 领域有所布局；车厂方面，比亚迪、长安、北汽、福特等企业亦陆续与保险公司及第三方数据公司合作推出 UBI 定制化车险服务。我们认为，UBI 在海外市场已拥有成熟商业模式，未来伴随车联网渗透率持续提升，UBI 有望成为汽车后市场率先爆发应用场景；在商业模式上，我们认为 TSP 厂商具备数据入口优势，未来车企+TSP+保险公司合作有望成为主流。2017 年我国车险规模在 7521 亿，目前 UBI 市场渗透率尚不及 2%，以全球渗透率最高的意大利 15% 测算，未来我国 UBI 市场规模将在千亿以上。

我们认为，高新兴在海外 UBI 市场积攒了较完善的解决方案，经验丰富。未来伴随国内 UBI 市场全面开放，公司有望深度受益。

图表 13：预计 2021 年我国 UBI 市场规模有望达千亿以上（亿元）



来源：统计局，分析师预计，国金证券研究所

三、战略聚焦车联网，全球化布局推动业绩高速增长

3.1 国内发力前装市场，产品由 LTE 向 T-Box 演进

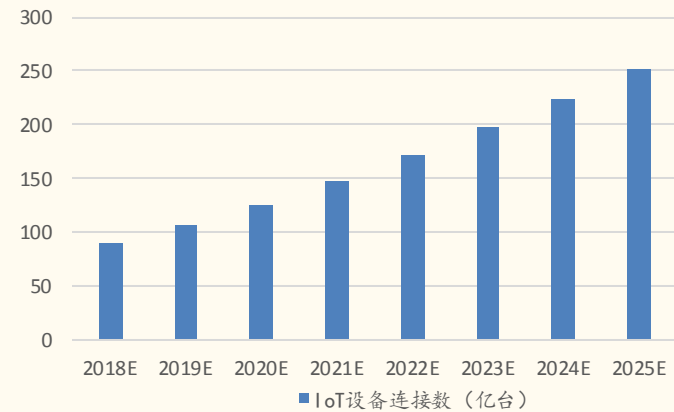
无线通信模组技术领先，出货量超 4500 万片。公司旗下子公司高新兴物联是国内领先的无线通信模组厂商，是目前业内唯一一家连续中标三大运营 NB-IoT 招标的模组厂商。2017 年 9 月，公司独家中标中国电信 50 万模组集采；2018 年先后中标中国联通、中国移动 NB-IoT 模组集采。

18 年 11 月，公司携手德国 PPC，在欧洲多国成功部署 CDMA 模组，目前 CDMA 模块全球出货量第一，在国内公网集群市场也占有 80% 份额，其中在中国电信占据 95% 以上份额。

LTE 模组方面，高新兴物联是业内首个推出 Cat.4 工业级 4G 全网通模组的厂商。18 年 12 月，公司 LTE Cat.4 模组通过日本软银认证，海外市场进一步拓展。

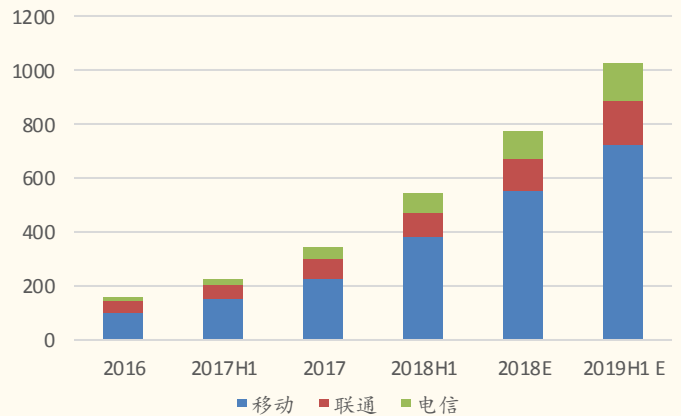
我国物联网连接数快速增长，截至 2018H1，我国物联网终端用户数已达到 4.65 亿，是去年同期的 2.5 倍。我们预计，到 2019H1，我国三大运营商物联网连接数有望超 10 亿。公司模组出货量超 4500 万片，为 4000 万+ 设备提供物联网通信连接服务。公司技术实力不断获得国际认可，处国内第一梯队，未来有望伴随行业高速发展深度受益。

图表 14：2025 年全球物联网设备连接数有望达 251 亿



来源：GSMA，国金证券研究所

图表 15：预计三大运营商 2019H1 连接数超 10 亿



来源：公司公告，分析师预测，国金证券研究所

战略聚焦车联网领域，高性能产品提升竞争力及盈利能力。公司将车联网作为未来发力重点方向。目前包括 4G 车规级模块、T-Box、OBD 设备、UBI 等一系列车载终端。产品适配平台超过 20 家、6000+ 车型，发货美国、加拿大、德国、西班牙等多个国家；与 AT&T、T-Mobile、TeliaSonera、Mojo、Octo 等顶级运营商及 TSP 厂商达成深度合作。公司车联网终端布局完善，未来有望受益于行业发展迎来业绩高速增长。

图表 16：高新兴物联网产品发货全球



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 17：高新兴车联网产品布局完善



来源：公司官网，国金证券研究所

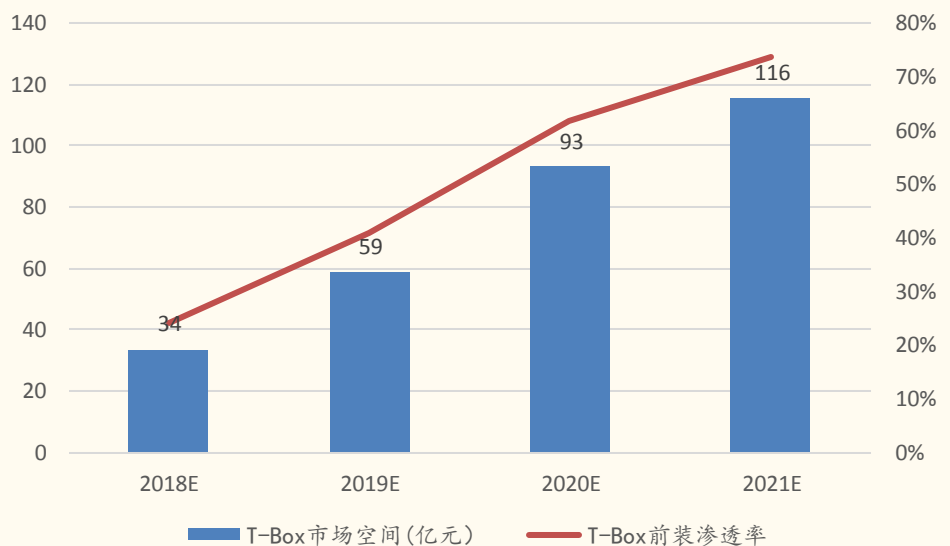
3.1.1 车载通信终端有望率先受益，前装 T-Box 是必然趋势

OBD 国内市场需求分散，T-Box 优势显著，未来发展确定性高。目前车载控制通信领域的最主要实现方式分为后装 OBD 及前装 T-Box。我们认为，对比 OBD，T-Box 优势显著：1) 车厂主导，能够更全面获取车辆数据；OBD 厂商难以完全破解车厂协议，数据完整性低。2) T-Box 内置微控制器，可直接实现对车辆的远程控制。车联网大趋势下，未来车厂会更倾向于在前装加装 T-Box 以增强自身正在车联网时代的主导权。我们认为，行业发展初期，网联渗透率低，以 OBD 为过渡提升后装市场渗透率；长期来看，前装 T-Box 是行业发展必然趋势。

主流车企争先布局，前装渗透率持续提升。伴随 4G T-Box 技术逐渐成熟，新车前装 T-Box 成本不断降低，渗透率比例不断提升，为车载信息服务发展提供终端基础。近两年来，主流车厂相继布局前装车载通信终端，一汽宣布 2019 年起全系列产品标配车联网系统；长安启动“北斗天枢”战略，自 2020 年起实现新车全部联网且搭载辅助驾驶系统；此外，宝马、吉利、奔驰、观致等车厂均发布了其车联网系统。政策层面，我国政策要求所有新能源车辆（包括商用车和乘用车）必须强制安装 T-BOX。插电式混合动力车辆的安装率必须达到 20%，纯电动车辆需达 100%。此外，新发布的车联网行动规划目标至 2020 年，车载信息服务终端新车装配率达 60%。

目前我国汽车销量增速下滑，但我们认为，目前我国前装车规级模块和 T-Box 是从 0 到 1 逐步建立的过程，主要的增长驱动力是入局前装车联网的车企数量和渗透率的提升。我们认为，受益于政策驱动，T-Box 渗透率在未来几年有望快速提升，预计 2021 年新能源电动车前装渗透率达到 100%，汽油车达 60%以上，以此测算，至 2021 年我国 T-Box 市场规模有望突破百亿。

图表 18：我国 T-BOX 市场具备百亿级市场，2020 年前装渗透率有望超 60%



来源：分析师预计，国金证券研究所

3.1.2 国内市场供货吉利、比亚迪等车厂，伴随产品升级未来毛利有望提升

产品演进战略明确，由 LTE 模块向 T-Box 升级，综合毛利率有望进一步提升。公司在国内主要针对前装市场，销售 4G 车规级模块及 T-Box 产品。2018 年起，顺应行业发展趋势，公司提前布局 T-Box 市场，车载终端产品逐渐向 T-Box 进行升级，目前已拓展吉利、比亚迪等客户，18 年实现发货量约 20 万块。目前市场上 4G 车规级模块价格约 100~150 元，T-Box 产品约 500~600 元。18 年公司我们认为，伴随 T-Box 占比提升，公司综合毛利水平有望进一步提升。

与吉利共同成立子公司，供货 4G 车规级模块及 T-Box 产品，合作关系稳固。2017 年公司与吉利集团旗下专注于车联网的子公司亿咖通成立合资公司——西安联乘智能科技（亿咖通占股 60%，高新兴物联占股 20%，高新兴集团占股 20%），主营业务为车规级 4G 通信模组及前装应用。吉利一直稳居我国自主乘用车品牌销量第一位置，2018 年累计销量 150 万台，同比增长 20%。吉利近年来在车联网领域布局频繁，积极与 ICT 企业合作共建车联网生态，目前公司大部分新车均装配前装通信装置。高新兴是吉利车载通信终端主要供应商，2018 年 4G 车规级模组发货 140 万片，T-Box 发货 20 万台。

新能源汽车市场获突破，T-Box 打入比亚迪 T1 供应商采购清单。受政策驱动，我国新能源汽车目前前装车载通信终端渗透率达 100%，是目前较

大增量市场。2018 年我国新能源汽车占据全球市场 53%份额，比亚迪一家销量接近全球 13%。2018 年高新成功入选比亚迪 T1 供应商采购产品清单，我们认为，拓展新能源龙头客户是公司技术实力的有效认证，也是业绩成长的又一动力。除此之外，公司 18 年新拓展长安、伟世通等客户，未来伴随规模发货，预计 2019 年公司前装产品将迎来高速增长。

公司在 T-Box 领域的主要竞争者有国内的富瀚微电子、广联赛讯、飞驰镁物、华为、兴民智通等，海外的 Bosch、Harman 及 Denso 等。

3.2 海外市场 OBD 出货量全球第一，UBI 解决方案成熟

国内 OBD 市场需求分散，产品低端化。国内外 OBD 市场格局呈现较大不同，国内产品同质化严重，价格战明显；海外运营商主导，产品毛利率高。根据我们的草根调研，我国 OBD 市场产品同质化、低端化严重，市场竞争激烈。从供给端来看，蓝牙、wifi、2/3/4G 及插线式等产品规格不一，价格多在 80-300 元水平；从需求端来看，主要是 4S 店、维修厂、车主等。总体来看，我国 OBD 市场格局分散，暂未出现明确的应用场景和产业链整合者。

海外市场格局较为清晰，应用场景明确，产品趋向高端化，行业由运营商、TSP 厂商主导。欧美市场车联网行业发展领先我国 3-5 年时间，运营商通过规模采购 OBD 以推动其在车联网领域的布局。自 2015 年起，北美主流运营商陆续推出其车联网服务，AT&T 与中兴物联联合发布 MobleY，提供车载 WiFi、汽车故障诊断及远程定位等服务。目前单设备销售价格为 79.99 美元/台，AT&T 后续收取 20 美元/月的流量费。T-Mobile 的 SyncUP DRIVE 及 Verizon 的 HumX 均提供类似服务。

图表 19: TELUS Drive + 车联网产品



设备：120 美元
流量：20 美元/月

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 20: T-Mobile 车联网产品



设备：72 美元
流量：10 美元/月

来源：公司官网，国金证券研究所

高新兴获海外多家运营商认证，OBD 产品出货量全球第一。海外 OBD 市场应用场景及需求较为明确，运营商处主导位置。海外运营商对通信终端产品性能、健壮性及网络的互操作性要求严苛，终端厂商在认证测试过程中投入精力较大。以北美市场为例，厂商需经过 FCC ID 认证、常规 PTCRB 认证及各运营商的认证测试等，行业进入壁垒较高。高新兴目前与海外 AT&T、T-Mobile、Verizon、Vodafone、TELUS 等多家全球领先的运营商达成战略合作，向其提供 OBD 产品，在北美及欧洲市场具备较强优势。目前公司海外 OBD 销售均价约 120 美元，毛利水平较高。2017 年公司 OBD 产品全球发货量第一，年发货量超百万。截至 2018 年下半年，公司与 T-Mobile 合作产品在北美 4000+ 门店销售 70+ 万台。

2018 年起，公司在稳固优势市场的同时，将重心向墨西哥、马来西亚、新加坡等市场拓展，已陆续开启产品认证测试。2018 年 12 月，公司 LTE Cat.4 模块 ME3630 顺利通过日本软银认证测试，至此高新兴通过日本三大运营商全部认证，海外市场进一步完善。我们认为，不断通过海外运营商认证测试是公司技术实力的有力体现，未来高新兴海外市场有望迎来业绩爆发。

图表 21：高新兴获海外多家运营商认证并展开合作



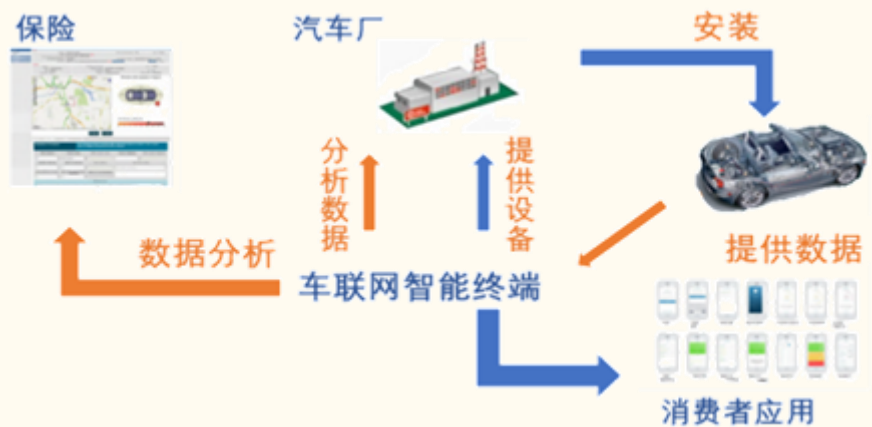
来源：公司官网，国金证券研究所

与 TSP 厂商合作，UBI 解决方案成熟。海外市场 UBI 开放较早，商业模式目前较为成熟。Octo 是全球领先的 TSP 厂商，在 UBI 领域占据 36% 市场份额，在意大利及北美份额更是达到 97% 及 23%。高新兴被 OCTO 选中作为核心合作伙伴，共同拓展海外 UBI 市场，截至 2018 年，与 OCTO 合作销售的 UBI OBD 产品超过百万台。高新兴在海外 UBI 市场绑定龙头企业，有望伴随龙头扩张实现业绩增长。

公司在海外市场的主要竞争对手为三星，目前三星主要合作的厂商为 AT&T、法国 Orange、安盛、AXA、Jasper 等。我们对比了二者客户数量，目前来看，高新兴的海外合作客户数量更多，范围更广。

我国 UBI 机制于 2018 年展开为期一年的试点，我们认为，国内中小保险公司车险业务一直处于大幅亏损状态，在此背景下，UBI 在国内开放具备较大动力及必然性。高新兴在海外积攒了较成熟的 UBI 解决方案，伴随我国 UBI 全面开放，国内业务有望迎来又一推动。

图表 22：公司 UBI 绑定全球龙头，解决方案成熟



来源：公司官网，国金证券研究所

公司在车载终端领域优势显著，国内市场绑定优质车企，预计未来每年新进入 2-3 家车企；海外市场欧美地区渠道建设完善，未来将逐渐向东南亚

市场拓展。我们认为，车联网行业发展已进入快车道，预计 2019 年公司车载终端收入增速达 50%以上，未来三年 CAGR 有望维持 35%以上水平。

3.3 电子车牌百亿级空间，公司斩获多单，未来三年 CAGR 有望维持 70%以上

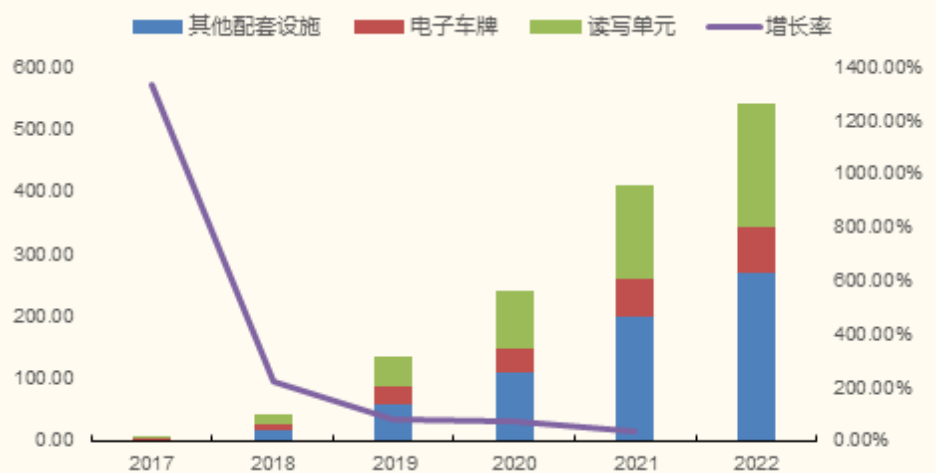
电子车牌全国陆续展开，市场空间超百亿。为推动城市交通效率提升，缓解道路拥挤，我国近年来一直推动电子车牌应用落地。2017 年 12 月 29 日，国家质量监督检验检疫总局、国家标准化管理委员会首次批准发布了机动车电子标识六项国家推荐性标准，其中包括三项机动车电子标识国家标准和三项电子标识读写设备国家标准。2018 年 7 月 1 日起，国标正式开始实施；同时政策规定 2018 年新出厂的机动车必须在挡风玻璃位置预留电子车牌的微波窗口。目前重庆、天津、北京、深圳、无锡、厦门、南京等多地政府已陆续开展电子车牌试点项目。2018 年天津市 2 次电子车牌招标金额合计达到 8900 万元。

我们以 2018 年 5 月“天津市汽车电子标识试点工程”为例推算整个电子车牌的市场规模：

- 1) 2018 年我国汽车保有量在 2.4 亿左右，假设机动车保有量以 CAGR 6% 增长，2022 年达到 3.6 亿；
- 2) 电子标识目前单价约 50~60 元，预期后期降至 20 元左右。
- 3) 读写单元从 17 年 4-5 万元降到本次试点 2.7 万元，预计后期降到 2 万元；
- 4) 根据政府规划，最终将在全国设立 100 万个监测点；
- 5) 本次试点投入 3000 万元，配套 20 万辆车，由此比例计算总市场规模；
- 6) 2018 年为电子车牌元年，从下半年开始电子车牌正式从试点阶段进入到普及阶段，预计普及 5 年内完成，2018-2022 电子车牌渗透率为 10%、30%、50%、80%、100%。

我们认为，电子车牌国标落地，未来几年国内市场有望快速普及。2022 年电子车牌总市场规模将快速增长至 542 亿元，其中电子车牌 72 亿元、读写单元 200 亿元，其他配套 270 亿元。

图表 23：电子车牌 2018 年起步，到 2022 年推广大部分完成



来源：分析师预测，国金证券研究所

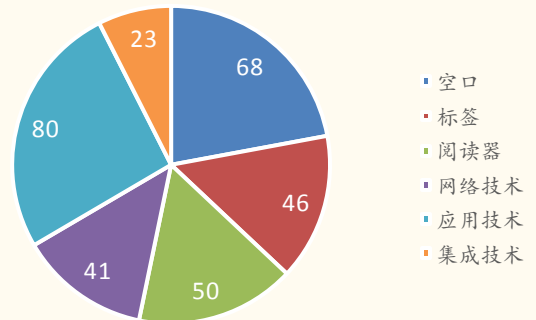
公司参与电子车牌国标定制，具备较深行业理解力。公司于 2016 年收购的子公司中兴智联在 RFID 技术与智慧交通行业解决方案方面具备较强竞争力。公司已经有近十年的技术研究及产品研制的开发经验，积累了大量的技术知识及研发人才，专业致力于 RFID 产品的研发、制造、生产与销售，并提供整体化解决方案。中兴智联拥有国内规模最大、专业性最强的研发团队，专门从事 RFID 产品研发及市场营销的专业人员已达 300 多人，同时握有空口协议，防碰撞算法，信号处理，编码加密等 RFID 核心专利

达 316 项，RFID 识别率达到 99.95%。2017 年公司领衔起草电子标识国家标准的编制，再次印证公司在行业内拥有深厚的经验积淀及技术实力。

图表 24：高新兴参与起草电子车牌国标定制

公司	参与起草数量
中兴智联	4
睿芯科联	3
键桥电子	2
中电华大	2
千方科技	2

图表 25：高新兴智联总专利高达 316 项



来源：公开资料整理,国金证券研究所

来源：公司官网,国金证券研究所

深耕重庆市电子标识市场多年，技术经验丰富；投资城投金卡合作进一步加深。重庆市是国内首个基于超高频 RFID 电子车牌技术的省级城市，目前超 400 万车辆已经安装电子标识，读写设备 6000~7000 台。高新兴过去已多次独家承揽重庆市项目多次设备供应，较同业竞争对手布局超前，在行业内积累了较深厚的技术与解决方案能力。2018 年 11 月 8 日，公司出资 2997 万收购重庆城投金卡 1.62% 股份，11 月 21 日，公司宣布其路面读写设备获得城投金卡旗下子公司—城投标信 1.7 亿元大额订单。重庆城投金卡是目前国内机动车电子标识建设规模最大、系统最完善的运营公司，我们认为，城投金卡与高新兴业务协同效应显著，参股有望巩固公司在电子标识市场的竞争及获单实力，未来重庆市场仍有望持续高增长。

大份额中标“国标第一单”，多地试点开始，未来具备较高成长潜力。2018 年国标落地后，在天津市首个招标试点中，公司分别获取一期份额 55%，金额 1367 万元；二期份额 31%，金额 1236 万元；两次均是中标份额最高的企业。2019 年 1 月，公司以 2579 万元独家中标武汉市电子标识试点项目。公司已实现北京、重庆、南京、厦门、兰州、银川、天津、深圳、无锡、武汉等多地市的成功拓展。截止 2018 年 8 月，高新兴在电子车牌市场占有率超过 85%；是目前国内唯一一家参与了所有电子标识试点项目建设的公司。

“终端+平台+应用”构建智慧交通体系，加速电子车牌落地。公司基于重庆市的多年经验，积攒了成熟的解决方案能力。2018 年公司推出了电子标识“2+4”融合解决方案，“2”分别代表汽车电子标识交通管理和非机动车智能管理系统解决方案，“4”分别代表危化品运输车辆管理、高速公路收费及路径识别、园区车辆管理和公交信号优先解决方案。此外，公司推出了集成电子标识的公共交通集成指挥平台及危化品运输车辆监管平台，将电子标识技术与交通监管平台进行结合，运用大数据、人工智能等技术实现稽查布控、指挥调度交通智能研判，前者已经在广东清远、甘肃等地进行商用落地；后者在天津商用超一年，识别危化品车辆为视频记录的 1.5 倍，开创了危化品管理的新模式。我们认为，电子标识全国推广刚刚开启，各地市政府及公安交通局等部门对于交通控制、智慧停车、安全管理等应用场景落地具备较迫切需求，在此背景下，公司在重庆积攒的成熟解决方案及平台化能力是未来获取订单的强劲竞争力。公司平台与终端协同效应显著，一方面，平台及解决方案能力是公司获单的推动力；另一方面，终端入口能够带来大量数据，强化公司在智慧交通领域的布局。

图表 26：高新兴 2+4 电子标识解决方案



来源：公开资料整理，国金证券研究所

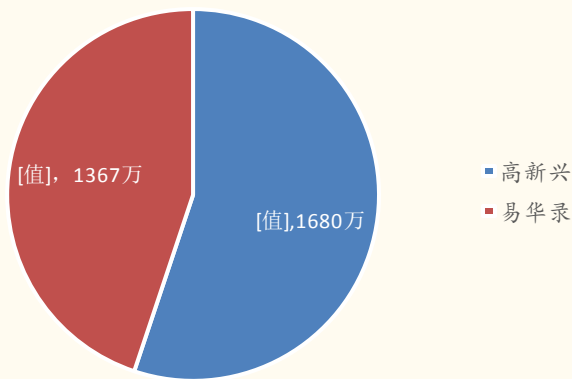
图表 27：高新兴危化品运输车辆管理平台



来源：公司官网，国金证券研究所

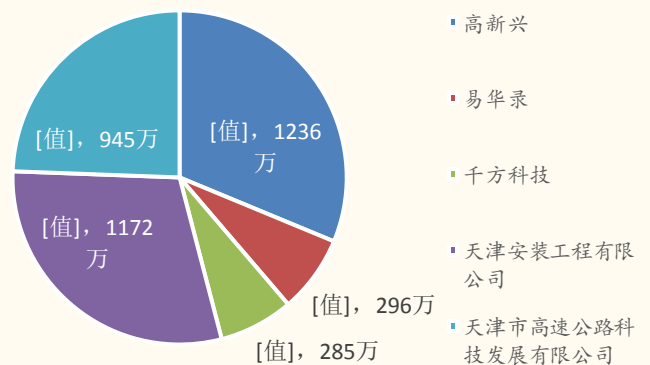
公司在电子车牌领域目前主要竞争对手为千方科技及易华录，从 18 年国标首单——天津市汽车电子标识试点项目份额来看，高新兴占据绝对领先优势，一、二期份额均占据首位。

图表 28：天津市汽车电子标识试点项目（一期）



来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 29：天津市汽车电子标识试点项目（二期）



来源：公开资料整理，国金证券研究所

我们认为，我国电子车牌市场刚刚开启，增量空间广阔；公司在电子车牌市场针对“终端+应用+平台”全面布局，技术及解决方案优势显著，目前已不断独家/大份额中标政府订单，预计未来三年公司电子车牌收入有望保持 70% 以上高速增长。

四、公安业务聚焦执法规范化，端+平台打造完善闭环

政策驱动执法规范化发展，国内试点陆续落地，市场潜力可观。为完善执法制度体系、规范执法办案流程、提升管理效率，近年来我国不断推进公安执法规范化建设。2016 年，国务院发布《关于深化公安执法规范化建设的意见》，建立健全执法全流程记录机制，全面推行现场执法活动视音频记录制度。2017 年确定天津、河北、安徽、甘肃等 32 个地市开启试点项目，规定所有执法人员强制佩戴执法记录仪。受政策推动影响，我国执法规范化已逐步进入落地阶段，增长潜力巨大。

高新兴打造软硬件一体化解决方案，大额订单不断支撑业绩成长。公司旗下子公司国脉科技在警务信息化领域预备较深厚实力，参与了公安部执法规范化多项标准的起草。公司顺应国家政策，聚焦执法规范化领域，推出了终端-数据-平台管理一体化的软硬件解决方案，包括执法记录仪终端、数据采集工作站及后台信息管理系统等。目前公司执法办案产品已经在 8 个省、超 40 个地市级项目中使用。2018 年，公司中标广东省公安厅 2018-

106 视频监控系统建设项目，金额超 8660 万元。11 月中标广州市公安局花都区分局执法办案场所提档升级项目及海关总署 2018 年缉私局办案中心采购项目，金额分别达为 2490 万元、2414 万元；不断获取的大额订单是公司 19 年业绩成长的推动力。

图表 30：高新兴执法记录仪



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 31：高新兴执法规范化解决方案



来源：公司官网，国金证券研究所

收购神盾信息，布局平台强化执法规范化竞争力。公司于 2018 年 12 月以 7500 万元收购了天维尔旗下子公司—神盾信息 100% 股权。神盾信息以公安智能执法规范化和大数据情报分析为基础，以执法闭环平台和情报分析平台为核心。神盾信息拥有工信部系统集成二级资质，专利 5 项，软件著作权 73 项。公司的执法办案平台在全国市占率达 40%，大数据情报平台覆盖全国 7 个省级市场，市占率达 20%。我们认为，收购神盾信息能够强化高新兴在公安执法规范化领域的竞争实力，完善“云+端”布局，对后续订单获取具备较强推动效应。

五、盈利预测与投资建议

盈利预测

受益于战略聚焦车联网及公共安全两大领域，我们认为公司 2019-2021 年收入为 53.4 亿、74.4 亿、98.7 亿，业绩增长有三大推动力：

- 1) **车联网终端**：主要国内外车载终端产品，包括车规级 4G 通信模组，前后装车载后视镜、T-Box、OBD 等。预计未来三年车联网业务仍能保证 35% 左右复合增速，2019-2021 年收入为 9.6 亿、13.4 亿、16.8 亿；
- 2) **车路协同**：现阶段主要以电子车牌及配套设备为主，我国电子车牌全国性普及刚刚开启，公司解决方案及平台能力成熟，未来市场份额有望持续领先。预计 2019-2021 年收入为 4.6 亿、8.6 亿、14.6 亿；
- 3) **警务信息化**：公司收购神盾信息后协同效应强劲，有望帮助执法规范化在华中市场的开拓，提升市占率。预计 2019-2021 年警务信息化整体收入为 6.5 亿、12.0 亿、20.4 亿。

图表 32：高新兴盈利预测 (2018-2021) (亿元)

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
总收入	22.37	35.59	53.40	74.42	98.72
YoY		59.10%	50.04%	39.35%	32.66%
综合毛利率	36.0%	35.8%	36.0%	36.2%	36.3%

物联网连接及终端、应用	7.61	18.20	29.4	43.14	57.49
毛利率	52.08%	40.35%	38.84%	38.47%	38.11%
其中：车联网		6	9.6	13.44	16.80
YoY			60%	40%	25%
毛利率		38.00%	38.50%	39.50%	39.60%
其他		12.20	19.8	29.70	40.69
YoY			62%	50%	37%
毛利率		41.50%	39.00%	38.00%	37.50%
软件系统及解决方案	13.51	15.29	17.50	19.25	20.79
YoY	212%	13%	14%	10%	8%
毛利率	25.01%	28.50%	27.50%	27.00%	25.00%
警务终端及警务信息化应用	1.25	2.10	6.50	12.03	20.44
YoY	29%	68%	210%	85%	70%
毛利率	56.97%	50.00%	46.20%	43.00%	42.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议及估值

预期公司 2019-2020 年净利润为 7.0 亿、9.6 亿，对应 EPS 为 0.40 元、0.55 元，对应 PE 为 24、18。

我们选取四家可比公司对高新兴进行估值。广和通及日海智能与公司物联网业务可比性高，移为通信与公司海外业务对标，易华录为电子车牌领域可比企业。目前市场可比公司 2019 年平均 PE 水平为 36 倍，远高于公司当前的 24。我们认为，公司在多个细分领域的领先优势带来较高溢价能力，给予 2019 年 30 倍估值，目标价 12 元，给予公司“买入”评级。

图表 33：可比公司估值比较

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
300590.SZ	移为通信	38.16		1.01	1.25		38	30
002313.SZ	日海智能	27.00		0.91	1.29		30	21
300212.SZ	易华录	27.06		1.10	1.59		25	17
300638.SZ	广和通	47.88		0.94	1.26		51	38
	平均						36	27
300098.SZ	高新兴	9.69	0.31	0.40	0.55	31.65	24.30	17.74

来源：Wind，国金证券研究所

六、风险提示

- 国内车企客户拓展不及预期，吉利 2019 年销量目标增速大幅下滑，且公司与比亚迪、长安、伟世通等车企正在适配阶段，未来出货规模目前尚存不确定性；
- 公司内部整合不及预期；
- 公安业务拓展不及预期；
- 公司 2019 年 5 月有 1246 万解禁股，其中 5 月 9 日，249 万股；5 月 13 日，997 万股；合计占总市值比例 0.7%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,081	1,308	2,237	3,559	5,340	7,442
增长率		21.0%	71.1%	59.1%	50.0%	39.4%
主营业务成本	-776	-720	-1,432	-2,284	-3,417	-4,745
%销售收入	71.8%	55.1%	64.0%	64.2%	64.0%	63.8%
毛利	305	588	805	1,275	1,923	2,696
%销售收入	28.2%	44.9%	36.0%	35.8%	36.0%	36.2%
营业税金及附加	-4	-11	-12	-16	-29	-40
%销售收入	0.3%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-81	-135	-157	-240	-376	-528
%销售收入	7.5%	10.3%	7.0%	6.8%	7.0%	7.1%
管理费用	-114	-196	-300	-498	-753	-1,049
%销售收入	10.6%	15.0%	13.4%	14.0%	14.1%	14.1%
息税前利润 (EBIT)	106	246	337	521	766	1,079
%销售收入	9.8%	18.8%	15.1%	14.6%	14.3%	14.5%
财务费用	30	68	68	57	31	20
%销售收入	-2.7%	-5.2%	-3.0%	-1.6%	-0.6%	-0.3%
资产减值损失	-5	-26	-23	-26	-19	-24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	-5	0	4	3	3
%税前利润	2.9%	n.a	n.a	0.7%	0.4%	0.3%
营业利润	136	282	448	556	780	1,077
营业利润率	12.6%	21.6%	20.0%	15.6%	14.6%	14.5%
营业外收支	27	73	7	63	26	25
税前利润	162	356	456	619	806	1,102
利润率	15.0%	27.2%	20.4%	17.4%	15.1%	14.8%
所得税	-21	-40	-56	-75	-98	-133
所得税率	13.2%	11.2%	12.2%	12.1%	12.1%	12.1%
净利润	141	316	400	544	709	969
少数股东损益	1	0	-8	4	5	5
归属于母公司的净利润	140	316	408	540	704	964
净利率	13.0%	24.2%	18.3%	15.2%	13.2%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	141	316	400	544	709	969
少数股东损益	1	0	-8	4	5	5
非现金支出	21	52	53	46	46	57
非经营收益	14	33	11	-29	-26	-18
营运资金变动	-295	-121	-351	-477	-43	-156
经营活动现金净流	-119	280	113	84	684	852
资本开支	-8	-44	-104	-115	-147	-113
投资	-14	-266	-54	370	-70	-70
其他	-1	7	23	-696	-97	-97
投资活动现金净流	-23	-304	-136	-441	-314	-280
股权募资	1,203	57	638	315	0	0
债权募资	-215	-12	0	-157	354	-167
其他	-27	-11	-39	-273	-1	0
筹资活动现金净流	960	34	598	-115	353	-168
现金净流量	818	9	575	-471	723	404

资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,093	1,051	1,606	1,135	1,858	2,262
应收款项	558	782	1,208	1,711	2,426	3,159
存货	234	330	891	1,115	1,390	1,673
其他流动资产	330	405	571	369	435	519
流动资产	2,214	2,568	4,277	4,329	6,110	7,613
%总资产	51.5%	53.2%	56.8%	51.3%	58.3%	62.5%
长期投资	876	888	1,299	2,029	2,139	2,244
固定资产	68	80	144	288	418	514
%总资产	1.6%	1.7%	1.9%	3.4%	4.0%	4.2%
无形资产	1,082	1,220	1,770	1,790	1,807	1,816
非流动资产	2,081	2,262	3,255	4,107	4,364	4,574
%总资产	48.5%	46.8%	43.2%	48.7%	41.7%	37.5%
资产总计	4,295	4,830	7,532	8,436	10,474	12,188
短期借款	0	17	93	0	347	162
应付款项	746	800	1,781	2,246	3,145	4,018
其他流动负债	71	127	316	304	366	380
流动负债	818	943	2,190	2,550	3,857	4,560
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	50	108	188	146	167	209
负债	868	1,051	2,378	2,696	4,024	4,769
普通股股东权益	3,420	3,756	5,065	5,647	6,351	7,315
少数股东权益	8	23	90	94	99	104
负债股东权益合计	4,295	4,830	7,532	8,436	10,474	12,188

比率分析						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.131	0.294	0.355	0.306	0.399	0.546
每股净资产	3.194	3.494	4.311	3.193	3.591	4.136
每股经营现金净流	-0.111	0.260	0.096	0.048	0.387	0.482
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.154	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.10%	8.41%	8.06%	9.56%	11.08%	13.17%
总资产收益率	3.26%	6.54%	5.42%	6.40%	6.72%	7.91%
投入资本收益率	2.65%	5.67%	5.56%	7.86%	9.79%	12.36%
增长率						
主营业务收入增长率	46.55%	21.01%	71.07%	59.10%	50.04%	39.35%
EBIT 增长率	58.29%	131.59%	36.88%	54.58%	47.08%	40.87%
净利润增长率	8.67%	125.46%	29.22%	32.30%	30.26%	36.96%
总资产增长率	157.38%	12.45%	55.93%	12.01%	24.15%	16.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	131.1	160.3	135.7	150.0	145.0	135.0
存货周转天数	78.6	143.0	155.7	180.0	150.0	130.0
应付账款周转天数	181.2	253.3	208.3	228.0	220.0	210.0
固定资产周转天数	22.3	22.2	20.9	17.2	14.6	12.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.89%	-27.38%	-29.36%	-19.77%	-23.44%	-28.31%
EBIT 利息保障倍数	-3.6	-3.6	-5.0	-9.1	-24.8	-55.1
资产负债率	20.21%	21.76%	31.57%	31.95%	38.42%	39.13%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	14	15	18	38
增持	0	6	8	9	22
中性	0	1	1	2	8
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.38	1.42	1.45	1.56

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH