



002152.SZ

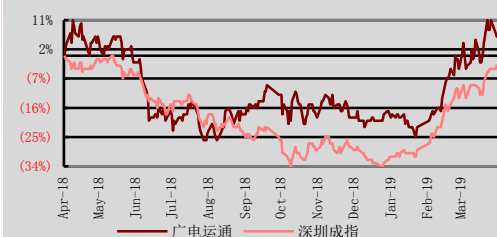
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.14

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	32.9	10.4	30.4	7.7
相对深证成指	(13.0)	(1.0)	(10.1)	10.8

发行股数(百万)	2,409
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	17,899
3 个月日均交易额(人民币 百万)	191
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
广州无线电集团有限公司	53

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以 2019 年 4 月 11 日收市价为标准

相关研究报告

《广电运通》20181209

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机设备

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

*孙业亮为本报告重要贡献者

广电运通

如添两翼的人工智能“华南虎”

公司是 ATM 金融设备国内市占率第一的厂商,正处于升级为“AI+行业应用”领跑者的转型期。智能金融设备业务迎来银行网点智能化改造浪潮的同时,一翼收购深圳地区领先的智能安防企业信义科技切入公安大数据领域,一翼设立运通购快布局智慧零售及运营领域。公司业绩迎来拐点,估值尚未反映转型后业务特征,维持买入评级。

支撑评级的要点

- **金融设备主业地位稳固,行业边际向好。**金融设备增速下降趋于平缓,智能化网点改造、无人银行等新的项目机会陆续涌现。同时,占 15%左右的海外市场仍有较大弹性。此外,积极开拓政务 VTM、轨交 AFC 产品受益于大湾区建设需求,也将放大产线和 AI 技术的商业效益。
- **智能零售设备供应到整体运营的升维变现在即。**对比美日市场的渗透率,国内智能零售在 2020 年或达 400 亿市场规模。公司在运营和制造角度具备前期积累。截止 2018 年中,累积已在华中等地区部署数千台自助零售终端,2019 年有望达万台以上,充分打造先发优势。
- **智能安防订单充足,行业独特性明显。**以信义科技为跳板进入公安视频大数据领域,深圳南山区近 2 亿项目等在手订单充足。前期布局智能安全运维产业,24 家 2 万名线下团队具备行业独特性。
- **旗下创新企业成长迅速,独立发展想象空间大。**除收购的信义科技外,重要子公司平云小匠、运通购快等业务模式清晰,行业前景好,均具备独立发展的实力。长期看,公司或将受益于科创板等为上市公司子公司独立上市打开通道的政策。

估值

- 预计 2018~2020 年净利润分别为 6.8、8.6 和 12.6 亿,对应 EPS 分别为 0.28、0.36 和 0.52 元(微调-5%~11%),对应 PE 为 25、20 和 14 倍。公司转型 AI 成效显著,当前估值较低,长期业绩稳健,维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 金融设备需求不及预期; AI 技术出现瓶颈; 智能安防需求不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	4,424	4,384	5,428	7,549	10,751
变动(%)	11	(1)	24	39	42
净利润(人民币 百万)	844	899	683	863	1,263
全面摊薄每股收益(人民币)	0.350	0.373	0.284	0.358	0.524
变动(%)	(65.0)	6.6	(24.1)	26.3	46.4
原先预测每股收益(人民币)			0.299	0.35	0.472
变动(%)			(5.1)	2.5	11.2
全面摊薄市盈率(倍)	21.2	19.9	25.1	19.9	13.6
价格/每股现金流量(倍)	16.1	26.6	168.9	8.0	23.2
每股现金流量(人民币)	0.46	0.28	0.04	0.93	0.32
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.8	23.6	13.2	8.9	6.8
每股股息(人民币)	0.067	0.202	0.104	0.131	0.192
股息率(%)	0.9	2.7	1.4	1.8	2.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

目录

金融设备份额第一，网点改造需求全面起航.....	5
金融设备起家，智能新金融再筑腾飞基础	5
受益于大湾区规划，智能 AI 交通产品将扩散化落地	13
一翼探索智能零售百亿市场	16
智能零售具备天然优势，创新探索平台运营模式	16
百亿级智能零售市场待掘，“设备+运营”抢占市场.....	17
智能零售的远景是智能便民，可拓展生活服务业务.....	20
一翼把握智能安防确定性机会.....	22
收购信义进军智能安防，大单不断验证技术能力	22
安防高景气度继续，成长基础得到确保	23
智能安全业务协同增添行业独特性	24
盈利预测与投资建议.....	26
盈利预测：围绕 AI 场景各项业务有望实现规模放量	26
投资建议：估值便宜的优质人工智能标的	27
风险提示	28

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历程.....	5
图表 2. 公司战略目标清晰.....	6
图表 3. 重要子公司及业务领域.....	6
图表 4. 公司四大业务领域.....	7
图表 5. 2018 年营收恢复较高增速.....	7
图表 6. 2018 年扣非后归母净利润增长迎来拐点.....	7
图表 7. 2017 年各业务板块营收（百万）.....	8
图表 8. 2017 年货币自动处理设备细分业务营收（百万）.....	8
图表 9. 全国 ATM 数量变化.....	8
图表 10. 全国银行网点数量变化.....	9
图表 11. 海外收入占比逐年增加.....	10
图表 12. 各业务板块毛利率变化趋势.....	10
图表 13. 2018 年毛利率或将触底反弹.....	11
图表 14. 中科江南的电子凭证库的分布式账本结构.....	11
图表 15. 升级的智能金融设备.....	12
图表 16. 软件解决方案助力智能金融业务转型升级.....	12
图表 17. 智能金融近期典型订单.....	12
图表 18. 智能交通产品.....	13
图表 19. 近期智能交通相关订单体量较大.....	13
图表 20. 粤港澳大湾区智能交通和 AI 的相关政策.....	14
图表 21. 广深城轨建设规划.....	15
图表 22. 智能零售技术进展情况分析.....	16
图表 23. 智能零售与传统零售的比较分析.....	17
图表 24. 2015~2020 年中国自动售货机保有量及预测.....	17
图表 25. 我国智能售货机发展阶段划分.....	18
图表 26. 中国智能售货机人均占有量显著偏低.....	18
图表 27. 公司智能零售终端案例.....	19
图表 28. 新北洋智能零售运营管理模式.....	19
图表 29. 智能便民板块业务概述.....	20
图表 30. 智能政务服务平台架构.....	20



图表 31. 智能便民服务应用场景.....	21
图表 32. 智慧文旅云平台	21
图表 33. 信义科技的解决方案及简介.....	22
图表 34. 信义科技产品分类.....	22
图表 35. 近期信义科技中标典型项目	23
图表 36. 2010-2018 国内安防产业总收入及其增速.....	23
图表 38. 智能安防核心技术及应用场景.....	24
图表 39. 智能安全业务布局.....	25
图表 40. 安保智能视频联网报警综合解决方案应用	25
图表 41. 公司分板块拆解业务预测	26
图表 42. 可比公司市盈率对比.....	27
损益表(人民币 百万).....	29
资产负债表(人民币 百万).....	29
现金流量表(人民币 百万).....	29
主要比率 (%).....	29

金融设备份额第一，网点改造需求全面起航

金融设备起家，智能新金融再筑腾飞基础

广州广电运通金融电子股份有限公司（以下简称“广电运通”或“公司”）创立于1999年，是广州无线电集团旗下控股公司，主营业务覆盖智能金融、交通出行、公共安全、政务便民以及大文旅、新零售等领域，是国内领先的行业人工智能解决方案提供商。公司于2007年在深交所中小板上市，证券代码 002152。经过近二十年的发展，公司已成为集智能终端研发、制造、营运、服务为一体的行业龙头企业。

图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，中银国际证券

短期聚焦 AI 场景应用，中长期有望成为 AI 全栈式服务商。公司将通过应用场景切入和 AI 基础技术攻关，快速成为金融、安全、交通、便民等行业领先的人工智能场景服务商。并加快部署在各行业的智能终端作为数据入口，“应用场景、算力、算法、大数据”全方位发力，依托 5G 等新一代通信技术，携手生态产业合作伙伴，为客户提供全栈式服务，成为领先的人工智能全栈式服务商。

图表 2. 公司战略目标清晰



资料来源：公司官网，中银国际证券

业务布局完善，强化子公司管理布局国内海外。根据 2018 半年报，公司主要子公司和参股公司共有 17 个，报告期内新并购或新设立的子孙公司共有 12 个。业务范围覆盖了中国内地、中国香港、美国及新加坡等重要国家和地区，涉及金融、交通、安保、便民服务等多个领域。在国际业务方面，2018 年子公司运通国际新设立两家全资子公司，目前运通国际共有 10 家全资子公司，进一步拓展了国际市场。

图表 3. 重要子公司及业务领域

子/孙公司	持股	主要业务领域
广州广电银通金融	100%	主要子公司，受金融企业委托提供非金融业务服务
深圳信义科技	85%	公共安防，专注于公安行业信息化及视频监控联网集成业务
广州运通购快	70%	便民惠民的智能互联平台
广州广电银通安保投资	100%	参控股全国各地数十家安保押运公司，
江苏汇通金融数据	51%	银行金融服务外包业务，如呼叫中心、信息咨询、数据处理等
广州支点创业投资	100%	从事创业投资、咨询与管理业务
广州广电计量检测	12.34%（联营）	计量检测专业机构（处于 IPO 阶段，公司为战略股东）
北京中科江南信息技术	46%	财政信息化，布局智慧金融与金融安全领域
广东美电贝尔科技集团	15%（联营）	从事视频监控产品、公共广播产品的研发、生产与销售
广州中智融通金融科技	100%	计算机及货币专用设备制造、软件开发及信息系统集成
广州广电汇通金融服务	100%	从事基于金融服务终端的支付业务
广电运通国际	60%	开发国际业务，主要经营柜员机的销售与服务
广州穗通金融服务	51%	受银行委托对自动柜员机、现金及有价证券进行管理

资料来源：万得、天眼查，中银国际证券

以传统金融设备为起家基础，围绕 AI 在技术和产品化方面建设四大智能业务板块。公司以传统金融 IT 设备起家做到行业龙头，积极推动业务创新和战略变革。在技术方面，全面发力人工智能，建立 1 个研究总院和 6 大专业研究分院的技术研究平台，将技术场景化落地；在场景落地方面，结合自身强大的设备硬件研发制造能力，聚焦智能金融、智能交通、智能安全、智能便民四大领域。

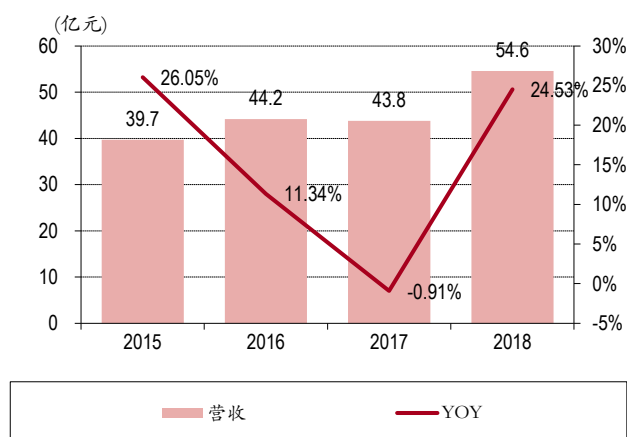
图表 4. 公司四大业务领域

业务板块	模块名称	概述	核心产品
智能金融	银行智能化转型	运用生物识别及大数据分析等技术，助力银行网点智能化改造，推出“无人银行”、“数字银行”等智能网点项目	联合建设银行推出“无人银行”；阿根廷“数字银行网点”建设；在新加坡上线指静脉识别 VTM
	生物识别技术	是国内首家完成全部主流生物识别国家标准布局的企业，在金融、安全、交通等行业打造生物识别综合解决方案	在建设银行、农业银行等银行，成功运用人脸识别、指纹静脉等生物识别解决方案
	财政金融业务	公司收购国库支付电子化龙头企业中科江南，业务拓展至智能财政领域，成为全国财政电子支付平台的唯一技术提供商、智能财政领域的领导厂商	苏州市财政业务技术平台、电子化安全解决方案、财政信息管理解决方案
智能交通	互联网+AFC 系统	结合 AFC 终端设备和安检设备形成人脸识别应用场景，应用于各大城市的地铁改造项目	应用于腾讯微信乘车码项目，目前已在深圳地铁、香港地铁、东莞地铁等项目中相继上线使用
	“刷脸过闸”场景	公司利用多年来在人工智能及生物识别领域的领先优势，成功将人证核验和人脸识别应用于交通行业，研发出刷脸过闸产品	“生物识别闸机通行方案”已在南阳机场、白云机场刷脸登机等多个项目中得到应用
智能安全	现金安全服务	公司充分运用金融外包服务及武装押运服务的优势，以区域中心化原则推进产业链融合，业务拓展至智能安防领域	武装押运、智能联网报警平台
	平安城市综合解决方案	收购信义科技，致力于以“AI+安防”的创新模式推动平安城市建设与服务	为深圳龙岗雪亮工程、深圳南山区高清视频监控等重大项目提供科技支撑
智能便民	智能零售	公司投资设立运通购快，基于网点规模、点位布局及技术上的竞争优势，通过与中谷科技等智能设备生产商合作，快速拓展智能零售新市场	已开通几千台自动零售机
	智慧文旅	以“互联网+AFC”产品为基础，搭建智慧旅游云平台，利用大数据提供运营服务，助力智慧文旅业务升级	智能票务系统开拓了茅台天酿、华强方特、保利文化、珠江船务、香港演艺等客户
	智慧政务	公司自主研发的“互联网+可信身份认证”远程智能设备云 VTM 实现政务综合服务的远程化智能化	智能政务终端设备已布放千台

资料来源：万得、天眼查，中银国际证券

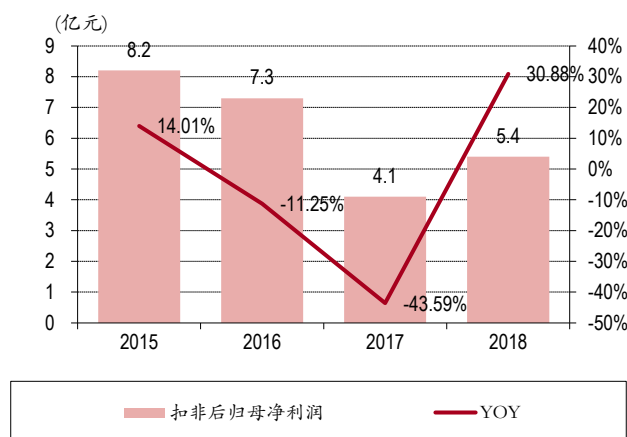
金融设备龙头再成长，2018 年完成业绩拐点。根据业绩快报，2018 年营收业绩取得双增长，成为显著拐点。2018 年公司实现营业收入 54.59 亿，同比增长 24.53%，实现扣非后归母净利润 5.40 亿元，同比增长 30.88%。随着公司传统金融设备升级、新业务开拓，未来两年营收有望继续保持 40% 以上的增速。

图表 5. 2018 年营收恢复较高增速



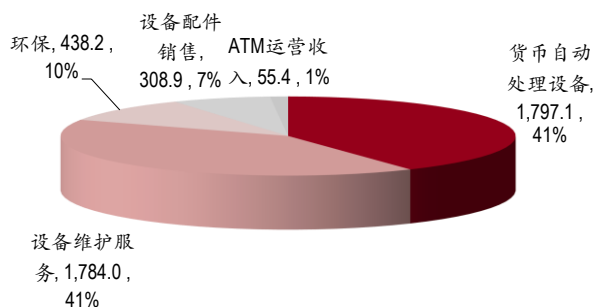
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 2018 年扣非后归母净利润增长迎来拐点



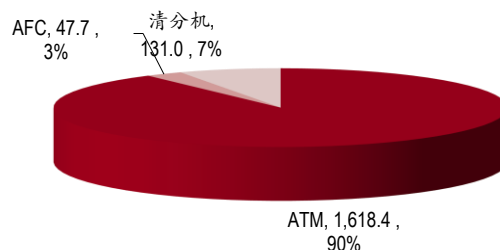
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 2017 年各业务板块营收（百万）



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 2017 年货币自动处理设备细分业务营收（百万）



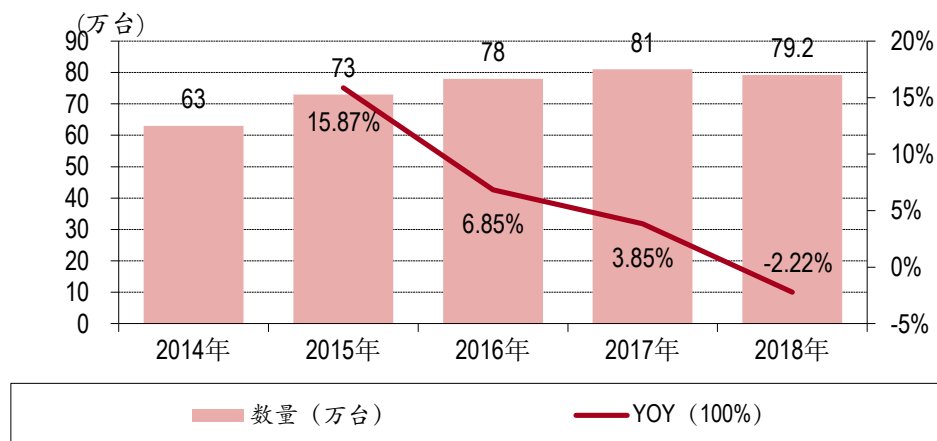
资料来源：万得，中银国际证券

网点智能化改造取代传统金融设备销售是主业新驱动。根据公司公告，公司金融智能终端设备在全球布放量 30 万台，已连续 11 年位居国内银行智能自助设备市场占有率首位。因此金融设备业务的增长主要取决于行业景气度，具体来说，取决于网点内设备数量和网点总数。

一方面，受移动支付带动的无货币化趋势影响，支付、转账、查询等业务在线下进行的需求快速减少，因此网点内增加设备的需求受到限制。

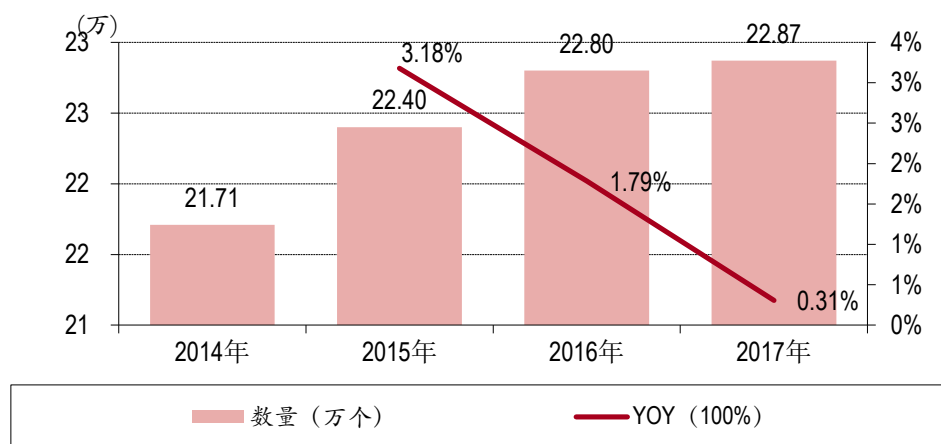
另一方面，据银行业协会数据，2017 年银行线下网点 22.9 万个，年内新增网点同比减少近 80%，全国全年新增网点 800 个。由于线下业务需求的减少和可开拓网点位置的饱和，国内银行实体网点总数的增长放缓明显。

图表 9. 全国 ATM 数量变化



资料来源：广电运通国内营销中心，中银国际证券

图表 10. 全国银行网点数量变化



资料来源：银行业协会，中银国际证券

因此，整体上导致 ATM 等传统金融设备的需求增速是下滑的。但由于安全、合规、服务差异化竞争等原因，网点数量在较长时期内不会减少，市场基数仍会稳步发展，设备更新、维护收入仍将保持平稳。

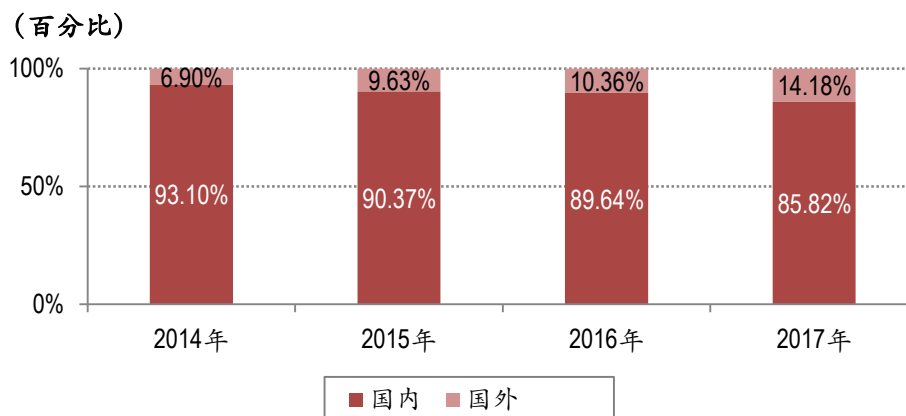
与此同时，行业近年来的一个重要变化是网点智能化升级。中国银行业协会《2017 年中国银行业服务报告》指出网点转型深入推进，“轻型化、智能化、特色化、社区化”成为发展趋势。《报告》显示，相比 2017 年新增的 800 个营业网点，年内改造营业网点 1.07 万个、社区网点 7890 个、小微网点 2550 个。布局建设自助银行 16.84 万家，较上年增加 7300 多家；布放自助设备 80.26 万台，其中创新自助设备 11.39 万台；自助设备交易笔数达 400.06 亿笔，交易总额 66.13 万亿元。

根据采招网银行网点智能化改造中标项目金额梳理，典型的网点改造项目体量在数十万元，是单个设备数万元销售金额高出一个量级。按 50 万元价格计算，2017 年 1 万余个网点改造带动的市场增量即达 50 亿元。按全国 23 万个网点计算，市场空间可达 1150 亿元。

此外，公司通过增加品类和拓展海外市场两大策略着力扭转下游需求面临的消极影响。2018 年中报显示，金融设备同比增长 27%，初步体现业务转变效果。

2019 年国际市场业务占比有望提升至 15% 以上，打开市场天花板。相比国内市场的饱和，海外市场仍然存在广大空间。公司已建立 10 大国际分支机构，产品及服务已进入全球 80 多个国家和地区，国际业务呈现多点并进的态势。同时，公司在国内市场的智慧银行网点等优秀解决方案不断推广至国际市场，已助力俄罗斯、土耳其、新加坡、阿根廷、墨西哥、越南等国家和地区的智能金融服务快速升级。

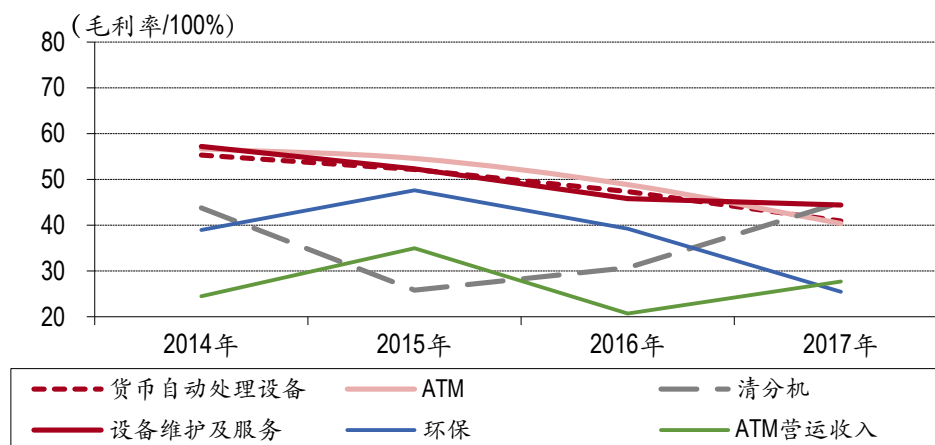
图表 11. 海外收入占比逐年增加



资料来源：万得，中银国际证券

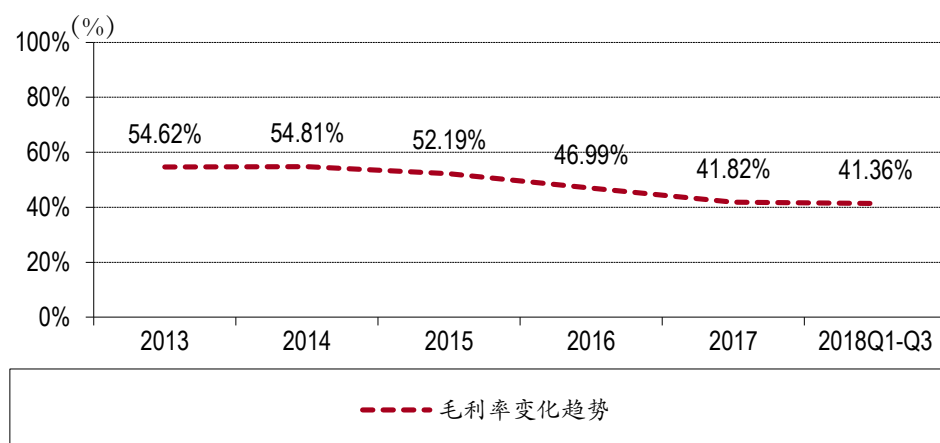
两大因素助力毛利率回升预期。近几年由于传统金融设备价格竞争激烈，导致整体业务毛利率由 2014 年的 54.81% 下滑到 2017 年的 41.82%。2018 年前三季度毛利率水平为 41.36%，相比 2017 年前三季度毛利率 41.41% 下滑仅 0.05pct，下滑速度放缓。(1) 产品业务结构改善：传统金融设备业务综合毛利率为 40% 左右，其占比将回落，而毛利率约为 50% 的软件及项目集成业务占比将进一步提升，从而带动业务结构整体改善；(2) 产品内含价值提升：在技术创新附加值增加的基础上，产品功能增多将带动金融设备毛利率缓步抬升。2016-2017 年 ATM 产品毛利率基本分别为 48.9% 和 40.4%，货币自动处理设备毛利率分别为 47.3% 和 40.9%，随着“智能柜台、无人银行”新业务形式对 VTM/STM 等产品的需求开始起步，功能创新的金融设备品类将逐渐增多，并且公司开展的 ATM 运营收入毛利率由 2016 年的 20.8% 恢复到 2017 年的 27.7%，再加上清分机等产品的毛利率逐步增加到 45% 左右，定制化程度高加上功能创新为厂商带来一定的议价能力，金融设备品类丰富加上内含价值提升，在一定程度上也将促进毛利率触底反弹。

图表 12. 各业务板块毛利率变化趋势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 13. 2018 年毛利率或将触底反弹



资料来源：万得，中银国际证券

收购中科江南，由智能金融切入财政信息化。2018 年 2 月，公司以自有资金人民币 3.13 亿元收购中科江南 46% 的股权，以此来切入政府财政信息化安全领域，完善广电运通智慧金融的业务布局。中科江南是一家集软件服务与金融信息安全于一体的公司，是国内少数几家全国性的财政信息化建设服务商，是央行、财政部国库资金电子支付标准的主要参与者。投资中科江南可以完善广电运通智慧金融的业务布局，可以使公司较好地切入财政电子化以及财政资金安全建设领域，迅速占领国内财政信息化建设的市场。

中科江南业务独具特色，财政国库支付电子化领域呈现绝对优势。截止 2018 年底，中科江南承建、完成实施的支付电子化省级财政部门已达 33 个，占市场总额的 91.67%。实施完成地市级财政部门 269 个，区县级 1,034 个，中科江南正在按财政部的推广要求进行全国支付电子化改革的全覆盖工作。中科江南为国库支付电子化和非税缴库电子化开发的核心产品电子凭证库，已成为国内部署范围最广、交易频率最高的分布式账本之一。

图表 14. 中科江南的电子凭证库的分布式账本结构



资料来源：广电运通官微，中银国际证券

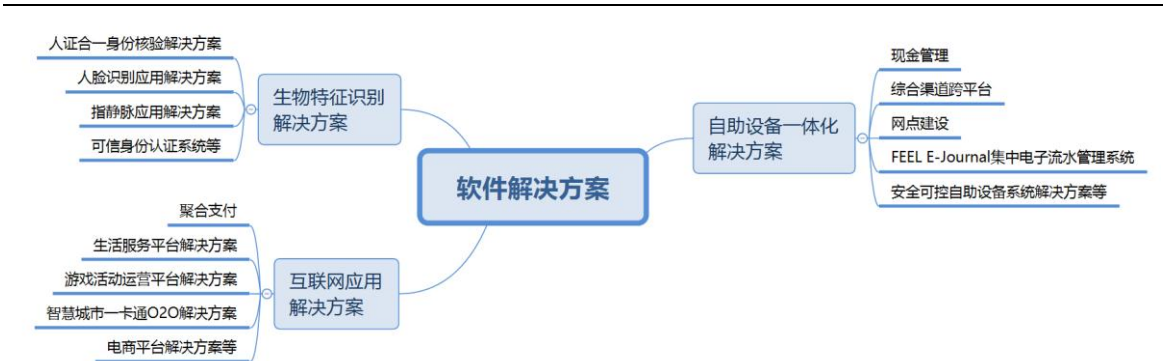
图表 15. 升级的智能金融设备



资料来源：公司官网，中银国际证券

智能金融以硬件设备为基础，打造品类丰富的解决方案。公司经过数十年发展，在 AI、大数据、软硬一体化方面不断发力，软件解决方案类业务已经形成互联网应用解决方案、自助设备一体化解决方案、生物识别特征三大类解决方案。公司通过软件解决方案形成新的护城河，既可以通过软硬一体化提升硬件产品毛利率，又可以拓展行业应用落地场景增加营收新来源。

图表 16. 软件解决方案助力智能金融业务转型升级



资料来源：公司官网，中银国际证券

图表 17. 智能金融近期典型订单

项目	金额	建设内容
广东粤通宝电子商务公司项目	269 万	对粤通宝预付卡系统进行升级改造
中国人民银行征信中心项目	450 万元	为征信中心提供数据处理技术支持
四川江安农村商业银行项目	38 万	提供 2018 年银行自助设备维保服务
山东省德州银行设备采购项目	168 万元	向德州银行出售银行自助设备
新疆维吾尔自治区农村信用社联合社项目	215 万元	新疆农村信用社自助设备防病毒系统的建设
贵阳银行智能柜员机采购项目	1471 万元	提供 2018-2019 年度智能网点 STM 智能柜员机
中国邮政集团公司新疆区分公司项目	321 万元	提供金融自助设备 619 台及相关的维保工作
青岛农商银行自助设备采购项目	72 万元	为青岛农商银行提供银行自助设备
云南凤庆农村商业银行项目	15 万元	为云南凤庆农商银行提供自助存取款一体机
湖北裕丰农副产品有限责任公司项目	110 万元	提供裕丰智慧农批系统及支付管理系统

资料来源：中国采招网，公司公告，中银国际证券

受益于大湾区规划，智能 AI 交通产品将扩散化落地

以 AI 人脸识别技术为基础，AFC+地铁闸机拓展顺利。人工智能重要的落地场景之一是人脸识别，并且公司以金融硬件设备研发制造起家，AI 技术场景化应用较为容易的落在硬件设备之上成为智能硬件设备，可以广泛的应用于银行证券业务办理，车辆交通，安防检测等多领域。广电运通目前以智能轨交为抓手，从核心模块到整体系统，从售票支付到检票核验均实现成功布局，成为金融设备的有机补充。

图表 18. 智能交通产品



资料来源：公司官网，中银国际证券

软硬结合一体化，核心模块和系统类产品更好地构筑竞争力。公司在智能交通领域同样是以软硬一体化为特色，并且从核心模块到整机均实现完全覆盖，核心模块种类多达 14 种，通过货币识别和车票售票模块设计制造出自动售票和自动检票类整机产品，并且拥有地铁车站计算机系统、地铁线路中央计算机系统及公园场馆自动售票取票系统软件系统。

图表 19. 近期智能交通相关订单体量较大

项目	金额	建设内容
广州市轨道交通设备采购项目	1189 万元	自助客服中心设备（既有线路）及车站电子发票系统
南航 2018 营销信息系统项目	369 万元	2018 年南航营销信息系统
广州白云机场 T2 航站楼项目	44 万元	T2 航站楼客运站提供八台人证票自助验票闸机
上海地铁 4 号线纸币识别机项目	138 万元	2018-2019 年度 4 号线 AFC 系统纸币识别机构设施设备日常维护
无锡地铁集团公司项目	87 万元	无锡地铁 1 号线 TVM 纸币处理模块委外维修保养服务
广州地铁集团自动售票机项目	858 万元	广州地铁线网 AFC 系统自动售票机纸币机芯（MEI）维修
广州地铁线网 BIM 项目	1461 万元	广州地铁线网 AFC 系统自动售票机纸币机芯（BIM）委外维修

资料来源：中国采招网，中银国际证券

直接受益于大湾区政策规划，以 AFC 为核心的智能交通业务有望放量。2019 年 2 月《粤港澳大湾区发展规划纲要》正式发布，而区域规划首先以交通基础设施建设先行，规划纲要也明确指出“加快智能交通系统建设，推进物联网、云计算、大数据等信息技术在交通运输领域的创新集成应用”，可见智能交通建设已经成为重点。



图表 20. 粤港澳大湾区智能交通和 AI 的相关政策

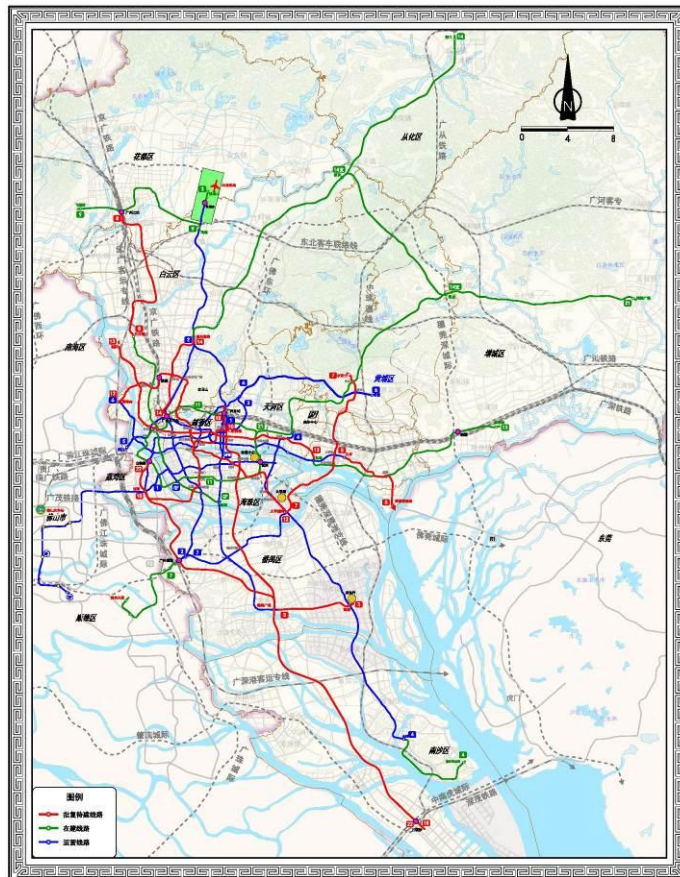
时间	政策文件	发布单位	相关政策内容
2019 年 2 月	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	广东省政府、香港特别行政区政府、澳门特别行政区政府	推动新一代信息技术、生物技术、高端装备制造、新材料等发展壮大为新支柱产业，在新型显示、新一代通信技术、5G 和移动互联网、高端医学诊疗设备、港特别行政区基因检测、现代中药、智能机器人、3D 打印、北斗卫星应用等重点领域培育一府、澳门特别行政重大产业项目；完善对外综合运输通道，构建高速公路、铁路枢纽；提升客货运服务水平， 加快智能交通系统建设，推进物联网、云计算、大数据等信息技术在交通运输领域的创新集成应用。
2018 年 6 月	《广州南沙人工智能产业发展三年行动计划（2018-2020 年）》	广州市南沙区政府	促进人工智能与实体经济、社会管理的深度融合，到 2020 年，建成国际领先的人工智能产业集聚区，形成一批可持续发展的“AI+”新兴产业，集聚千亿级人工智能产业。
2018 年 5 月	《澳门智慧城市发展策略及重点领域建设》	澳门特别行政区政府	实现交通调度智慧化，完善发展智慧警务系统及应急指挥调度平台，设立完善地上及地下城市基础设施建设数据系统及入口门户。
2017 年 8 月	《深圳市可持续发展规划》	深圳市政府	综合利用大数据、云计算、物联网、人工智能等技术，提高城市服务效率；到 2020 年，生命健康、人工智能、新能源等领域产生一批世界领先的龙头企业。
2017 年 6 月	《广东省交通运输“互联网+便捷交通”实施方案》	广东省交通运输厅	大力推进交通运输基础设施装备的数字化、网络化、智能化，全面促进互联网与交通运输生产、管理和服务的融合。完善交通基础设施运行监测体系，强化重点运输装备智能化监管能力。
2016 年 11 月	《广东省交通运输信息化“十三五”发展规划》	广东省交通运输厅	完善信息化基础设施、完善综合行政办公平台、深化行业管理与决策平台应用、搭建智能交通服务平台、引导区域物流信息服务平台建设、构建安全监管和应急指挥系统、健全信息化保障体系。
2016 年 1 月	《广东省综合交通运输体系“十三五”规划》	广东省政府	道路建设上，虎门二桥、深中通道、港珠澳大桥、广深港高铁、穗莞深城际轨道；机场建设上，打造“5+4”骨干机场体系；港口建设上，整合优化粤港澳大湾区内铁路、公路、水路、民航等基础设施，形成粤港澳大湾区互联互通、辐射国内外的综合交通运输网。

资料来源：各部委及政府官网，中银国际证券

广深地域轨交建设将迎来高峰期，智能交通业务有望爆发。广深轨交基建迎来新一轮高峰期，珠三角华南地区作为国内富有经济活力的都市圈，在地铁、轻轨、城轨等方面投资建设中一马当先。（1）广州地铁：已经进入大线网运营时代，客流快速增长，目前日均客运量超过 820 万人次，最高日客运量达 1002.6 万人次。根据《广州市城市轨道交通第三期建设规划（2017-2023 年）》，广州市将新建 3 号线东延段、5 号线东延段、7 号线二期、8 号线北延段、10 号线、12 号线、13 号线二期、14 号线二期、18 号线和 22 号线等 10 个项目，总长度 258.1 公里，预计至 2023 年，广州市城市轨道交通累计开通里程将突破 800 公里。（2）深圳地铁：根据《深圳市城市轨道交通四期建设规划（2017-2022 年）》，深圳市轨道四期工程包括 6 号线支线、12、13、14、16 号线共 5 条（段）线路，合计总长度约 148.9 公里，总投资约 1,344.5 亿元。在轨道交通四期工程完成后，深圳将形成 15 条线路、总长约 570 公里的轨道交通网络体系。预计到 2025 年，深圳市轨道交通承担客运量占公共交通客运量的比重将达到 45%。

图表 21. 广深城轨建设规划

广州市城市轨道交通第三期建设规划（2017-2023年）



深圳市城市轨道交通第四期建设规划（2017~2022年）方案示意图



资料来源：广州、深圳地铁集团有限公司官网，中银国际证券

抓住轨交系统数据流量入口，5G 时代有望激发更大新需求。公司在银行支付设备领域实力雄厚，该能力也较为容易的迁移到智能交通领域。广电运通与腾讯联手打造深圳地铁自上线扫码过闸，深圳地铁全线网日均扫码过闸的客流约为 89 万人次，公司负责核心模块及后台计算系统，可以掌握轨交数据流量入口，未来在数据变现方面做出尝试。2019 年 3 月，全球首个“5G+AI”体验区现身福田交通枢纽，“智慧工地、无人机巡检、无感乘车、巡检机器人”等互动体验良好，新技术地铁站各类场景中的实际应用不断落地。如“无感乘车”可通过面部识别、智能分析等技术，实现进出站无感通行。随着 5G 技术的应用，将会激发新一轮的智能交通设备需求，公司有望占领先机。

一翼探索智能零售百亿市场

智能零售具备天然优势，创新探索平台运营模式

运通购快为平台，未来可介入零售运营端。2018年4月公司投资设立运通购快，基于网点规模、点位布局及技术上的竞争优势，通过与中谷科技等智能设备生产商合作，快速拓展智能零售新市场，并在重点发展新零售业务的基础上，深入打造便民惠民的智能互联平台。公司顺利切入新零售市场具备两大优势：一是强大的硬件设备研发制造能力，二是全国各地的设备运维服务团队。依托公司辐射全国的线下服务资源优势，自助零售机的点位铺建实现快速扩张，目前累计开通自助零售机已几千台。虽然当前投放智能终端数量较少，但公司可以根据市场需求适时调整策略，未来长远目标是介入新零售运营模式，形成“研发-制造-供应-运营”完整的商业模式。

尝试“新零售+”商业模式，探索进军大健康市场。在第十届中国西部国际资本论坛上，广电运通购快与高健智能科技签约并达成战略合作，提出共建“新零售+大健康”产业生态的愿景。依托广电运通购快覆盖全国31个省市自治区900个城市服务站点、上万名维保工程师组成的服务网络优势，以及高健智能旗下健康无人超市品牌OUGO内置的中医智能镜等技术，双方将为用户提供精准分析健康状况、建立健康数据档案等场景服务，并可以为亚健康人群、慢性病患者、老年人、孕产妇、儿童等用户提供个性化健康管理方案，实现让健康管理智能化，让智能健康产业生活化。

业务探索的内在逻辑：技术相关性+管理贯通性。（1）技术相关性：公司可利用智能零售机与金融机具的技术相关性，充分发挥公司长期积累的技术优势。生物识别、图像识别、云系统等技术是发展智能零售的关键技术支持，公司作为国内首家完成全部主流生物识别国家标准布局的企业，各分子公司在金融、安全、交通等行业生物识别产品解决方案和相关产品形成紧密合作，多行业多场景打造生物识别综合解决方案。截至目前，公司的双面摄像头、人脸识别、指静脉等生物识别解决方案已在上海建行无人银行、建设银行、农业银行、华夏银行、贵阳银行等多家银行中得到成功应用。（2）管理贯通性：公司在智能金融运维板块有多个AOC(智能设备监控调度指挥中心)、十余家维保分公司、近1000个服务站、近2万名服务人员、超5万名网络认证工程师，覆盖全国超400个城市的优质服务资源，可以依托子孙公司有效管理积极布局智能新零售点位营运业务。

图表22. 智能零售技术进展情况分析

相关技术	识别过程	优点	缺点	代表公司
条码识别	每个商品拥有条码，扫码结算	成本低	难以核对和监管，并未真正实现智能销售	便利蜂
RFID 射频识别技术	商品上有RFID标签，消费者通过一个配备RFID阅读器的区域自动被感知识别，完成付款	技术相对成熟，可实现批量识别，核本高，信号遇到液体和监管较为容易	RFID标签制作成体、金属等易被屏蔽。	缤果盒子、淘咖啡
生物识别、图像识别、云系统等前沿技术	消费者下载APP，在入口扫码后进入商店开始购物，货架上的传感器会记录购物行为并传到终端，顾客离开后，自动结账	彻底跳过人工收银环节，真正实现智能零售	成本高，技术目前处于初始环节	Amazon go

资料来源：《2019年中国新零售市场分析报告》，中银国际证券

百亿级智能零售市场待掘，“设备+运营”抢占市场

对标海外，智能售货机市场空间广阔且格局未定。近年来，经济发展带动了消费升级，消费者对于更加便捷的购物需求激增，共享经济模式盛行，无人零售也趋势渐起，智能零售作为新零售的一种重要形式也必然迎来快速发展时期。

传统零售便利店的成本高、利润低是普遍现象。根据《2018 年中国便利店报告》显示，2017 年，我国高毛利(毛利 $\geq$ 20%)便利店仅占 16%。在 20 世纪七八十年代，日本的自助售货机市场需求呈爆发式增长，人工成本高和土地租金的上涨是其主要原因。目前我国情况类似，2016 年我国一线商铺租金达到 1000 元/平方米/月，一间 30 平方米的商铺年租金超过 30 万，而一台自动售货机在北京地铁站年租金约为 1.6-2.6 万。二线城市平均租金维持在 500 元/平方米/月左右，一台自动售货机年租金仅为 1000-2000 元。迫于成本过高的压力，我国自动售货机将会有很大的市场空间。

无人便利店及智能售货机是智能零售的主要形式。相较于传统的人工便利店，无人便利店及自动售货机提供了更加丰富的 SKU，是可以满足消费者中度日常需求的购物场景。其次，无人便利店在地段试错成本、人力成本、运营成本上具有优势；自动售货机在更加发扬无人便利店优势的同时，也补足了无人店在服务及 SKU 上的短板。

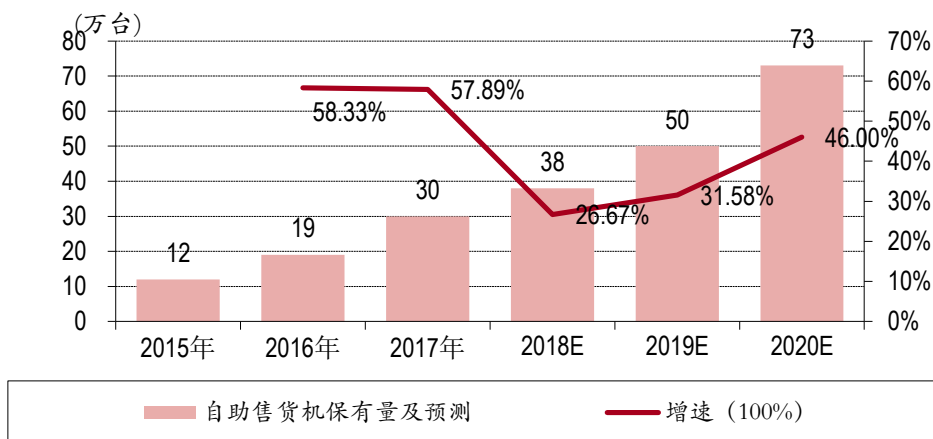
图表23. 智能零售与传统零售的比较分析

指标对比	便利店	无人零售（缤果盒子）	智能售货机（友宝）
面积（平米）	100	15.6	2
造价（万元）	60	10	1.2
SKU（库存计量/件）	2,000	900	60
坪效（元/平米/天）	120	75	84
人力成本（元/月）	8,000	0	0
优点	非标准化商品；个性化服务	节约人力；低投入；试错成本低；运营成本低	成本更低；可快速复制；广告效益好；迁移成本小

资料来源：亿欧智库，中银国际证券

2020 年无人零售终端市场规模有望突破 450 亿。目前智能售货机主要分布在日本，美国以及欧洲，根据前瞻产业研究院数据，2016 年全球销售额超过 1,100 亿美元，其中美国占比全球总数的 27.51%，日本 26.14%，欧洲 20.11%，中国目前占比仅 1.01%。据艾瑞咨询统计，截至 2017 年 11 月底，无人零售终端设备存量 30 余万台，整体市场规模约 180 亿，预计到 2020 年市场规模将突破 450 亿。

图表 24. 2015~2020 年中国自动售货机保有量及预测



资料来源：前瞻产业研究院，中银国际证券

智能化将是自动售货机行业发展大方向。自动售货机智能化程度越来越高，主要包含三方面的核心技术：（1）无现金支付技术：无现金和移动支付技术正变得越来越普遍。如今，许多智能售货机都配备了无现金支付的标准选项。可避免无法识别钞票等问题。（2）智能终端的实时交互技术：目前智能自动售货机现在可以实时与智能手机进行交互，可实现智能温控、无损出货。（3）人工智能人脸识别技术：包括一个运动传感器，可以知道用户何时接近，以及一个可以识别消费者的摄像头。然后，机器根据客户的购买历史提供个性化菜单，并阻止他们购买受限制的产品。

图表 25.我国智能售货机发展阶段划分



资料来源：前瞻产业研究院，中银国际证券

相较于日本市场，国内的智能零售渗透率依然偏低。日本早在 20 世纪 70 年代开始发展自动售货机，根据 JVMA 的数据，截止到 2016 年 12 月，日本就已有 490 万台自动售货机，大约为 25 人/台，而在中国，截至 2017 年底自助售货机数量仅约为 23 万台，约 4500 人/台（仅考虑城镇人口），其中主要是友宝在线、上海米源等第三方运营商进行运营，而电商、品牌商运营的自助售货机数量较少。若按照中国自动售货机市场两倍于日本计算，中国则可容纳 1000 万台以上自动售货机，保守假设平均每台自动售货机售价为 2 万元，对应 2000 亿市场空间。

图表 26.中国智能售货机人均占有量显著偏低

美国	中国	日本
- 总人口数3.3亿 35人/台	- 总人口数13.9亿 4500人/台（仅考虑城镇人口）	- 总人口数1.26亿 25人/台

资料来源：前瞻产业研究院，中银国际证券

运通购快“AI+新零售”模式引领转型。广电运通结合自身的技术优势，推出多款智能售货机。(1) 人脸识别售货机是广电运通布局“AI+新零售”应用场景的缩影，它采用区域特征分析算法，融合计算机图像处理技术与生物学统计原理，从视频中提取顾客的人像特点进行分析，进而确定用户的身份，从刷脸到取出商品，整个过程只需3秒左右。(2) 指静脉识别自动售货机是广电运通生物识别技术的另一项创新应用成果。通过指静脉识别技术，用户只需要使用扫描手指静脉图像，系统注册成功并进行身份核验后，即可完成商品购买。该设备的指静脉识别时间小于1.5秒，认假率达到0.0001%。

图表 27. 公司智能零售终端案例



资料来源：公司官网，中银国际证券

智能零售成长路径可借鉴新北洋，估值提升空间较大。在智能零售行业，新北洋依靠20多年的相关发展经验，在2016年“新零售”携风将至时，率先布局智能零售领域，并于2017年先后推出智能微超、智能售饮、智能零售柜等多款智能化零售自助终端设备，并掌握了关键模块的核心技术。其中，“新北洋智能微超”主打商品售卖品类的齐全性可以对标微型（小）超市的新型智能售货终端，已在机场、高校、知名厂企等多场景投放使用。我们认为，二者均从金融硬件功能模块起家，技术延展性和迁移性比较匹配，随着广电运通智能零售设备的放量，以及未来可以拓展运营模式，广电运通在新零售的成长路径可以借鉴新北洋已经验证成功的战略，广电运通在新零售领域的估值提升空间较大。

图表 28. 新北洋智能零售运营管理模式



资料来源：新北洋官网，中银国际证券

新零售一级投资趋于冷静，市场集中度提升利好头部企业。根据艾瑞咨询发布的《中国消费者无人零售行为研究报告》的数据显示，2016~2017 两年时间，新零售行业接受融资约为1294亿元，2017年相比2016年融资金额有所降低，新零售的发展逐步趋于理性。在市场理性竞争中，智能零售自助终端领域也将形成以产品技术为基础、市场运营为核心的竞争格局，通过货品、营销、管理、体验、场景等方面智能提升实现市场扩张。我们认为，在经过资本大浪淘沙阶段，新零售设备厂商和运营商的竞争激烈程度有望变弱，市场竞争资源有望向资金雄厚的厂商进一步聚集，整体有利于广电运通为代表的头部厂商。



智能零售的远景是智能便民，可拓展生活服务业务

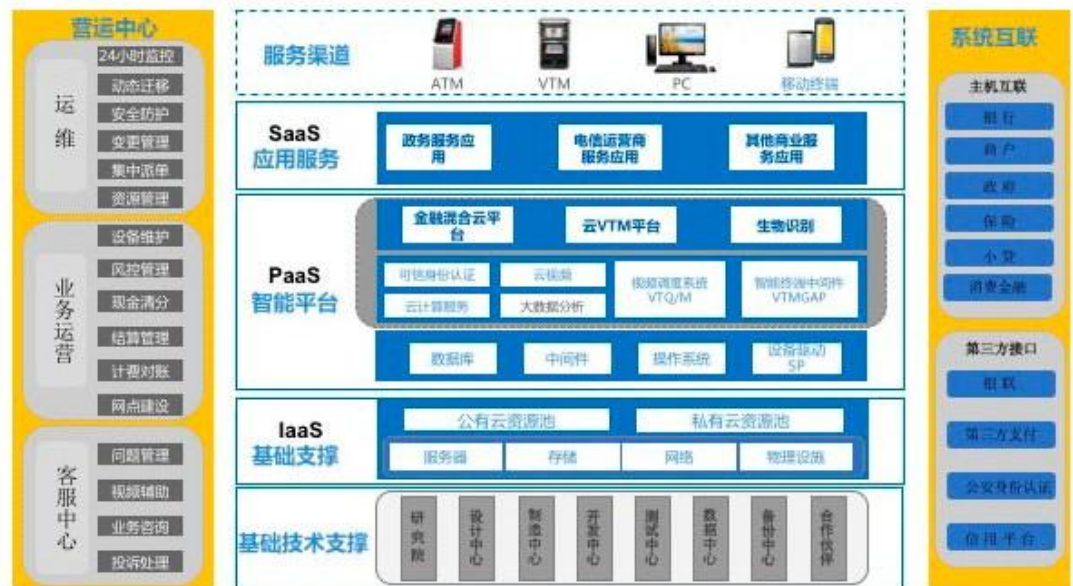
布局智能便民服务，拓展C端广阔市场。公司依托辐射全国的线下服务网络优势，从线下服务拓展至线上服务，从单一金融服务拓展至非金融服务，从智能金融领域拓展至智能便民领域。围绕智慧旅游、智慧政务、智慧社区、智慧零售等场景，以物联网、云计算、大数据为基础，以人工智能技术为驱动，为亿万群众提供旅游（吃、住、行、游、购、娱）、出行、政务、金融、通讯等全方位的便民增值服务，打造新型“智能便民生态系统”。

图表 29. 智能便民板块业务概述

模块名称	概述	布局进展
智能零售	公司通过投资设立运通购快来拓展智能零售新领域，利用公司在金融机具上的技术优势，并加强同中谷科技等智能设备生产商的合作，积极布局物理网点，拓展零售运营业务	目前已开通智能零售机达几千台
智能文旅	公司在影院、文娱、客运、旅游等场景持续拓展布局，以“互联网+AFC”产品为基础，搭建智慧旅游云平台，利用大数据提供运营服务，助力智慧文旅业务升级	智能票务系统开拓了茅台天酿、华强方特、保利文化、珠江船务、香港演艺等客户
智能政务	公司自主研发的“互联网+可信身份认证”远程智能设备云VTM，实现政务综合服务的远程化智能化，在全国首创智能政务无人柜台安全服务模式	智能政务终端设备已布放千台，未来或将智能政务设备铺设在社区、园区等各类生活场景
智能社区	借力公司辐射全国的线下服务团队及服务网点优势，现已拥有超过5万名网络认证工程师，为客户提供智能商显、自助“互联网+服务”线上平台、线下10个终端、IT网络、安防监控、智能门锁、充电桩等非金融设备维保服务。	P-AOC(省级呼叫中心)、近千个服务站

资料来源：公司官网，中银国际证券

图表 30. 智能政务服务平台架构



资料来源：公司官网，中银国际证券

图表 31. 智能便民服务应用场景



资料来源：公司官网，中银国际证券

“**旅游行业人工智能解决方案**”具备典型代表性，未来可扩散到生活消费全领域。在 2018 年广东旅游博览会上，广电运通全方位展示国内首个“旅游行业人工智能解决方案”。平台全方位涵盖了吃、住、行、游、购、娱几大领域，为旅游部门及行业用户提供一套整合营销、管理、大数据分析等方面整体解决方案。目前公司已经打造长隆集团、贵州茅台古镇、金逸院线等标杆项目。从客户体验角度来看，依托“人脸识别”，在注册完毕之后，游客只需通过身份证便能体验“刷脸过闸”、“刷脸取票”等。目前该技术已成功应用在广州白云国际机场 T2 航站楼。通过含金量最高的“指静脉识别”技术，游客只需要将手指放置于机器内进行“指静脉”采集，便可以凭“一只手”畅玩所有项目，带来高效通行体验一系列便捷服务。

图表 32. 智慧文旅云平台



资料来源：公司官网，中银国际证券

一翼把握智能安防确定性机会

收购信义进军智能安防，大单不断验证技术能力

以信义智能安防为抓手，全面发力公共安全类解决方案。2018年1月，全资子公司广州银通以自有资金约3.27亿元收购信义科技85%股权，信义科技承诺2017年至2019年的净利润合计不低于人民币12,740万，其中2017年不低于2500万。信义科技致力于以“AI+安防”的创新模式推动平安城市建设与服务。通过将技术积累、核心资源与信义科技的行业积累、项目实施能力进行整合，信义科技将成为公司布局智能安防领域的核心实施主体。公司将全力推进信义科技智能公共安全解决方案，打开智能安防领域的巨大市场。

信义技术实力雄厚，产品种类丰富。信义科技在公共安全技术领域已深耕二十余年，取得了多项核心技术专利，其中核心产品公安信息平台关键技术研究及应用荣获国家科学技术进步二等奖、警务视频监控与应用关键技术体系研究荣获公安部科学技术一等奖。信义科技现正被广泛使用的产品主要有雪亮工程管理系统、公安视频综合应用平台、智慧警务云平台、智能人脸大数据应用平台、警务通群防群治系统、移动警务平台、智慧社区警务管控平台、警情案件数据管理平台、合成化指挥作战协作平台等一系列紧密贴合公安业务实际需求的创新应用产品。

图表 33. 信义科技的解决方案及简介

解决方案	简介
平安城市监控	平安城市监控由政府主导、社会协同共建，通过高度整合各类资源，配备完善的运维机制和规范的应用管理，最终实现各部门视频监控信息的共享
公安信息化应用	信息化工作是当前全国公安机关积极实践的一项重大课题，情报信息主导警务是现代警务发展的必经之路，也是提升警务效能的重要因素
视信合成化作战	视信合成化作战打破了警种界限，全面整合公安机关内部信息资源和相关社会资源，向多警种直接提供指挥、情报、作战等综合服务

资料来源：公司官网，中银国际证券

图表 34. 信义科技产品分类

软件产品	硬件产品
• 视频综合 • 信息综合 • 智能产品 • 移动应用	• 智能设备 • 前端设备 • 边界设备 • 移动终端

资料来源：公司官网，中银国际证券

数亿大单在手，长期业绩增长性确定。信义科技先后在深圳市龙岗区、南山区接连中标数亿安防大订单，分别为深圳龙岗雪亮工程、深圳南山区高清视频监控等重大项目提供科技支撑。该项目将大规模应用AI技术，开启深圳人脸AI的规模性建设，具有较强的示范效应，这对公司未来依托自身在武装押运资源、自主研发技术和大数据方面的优势向广东及全国推广平安城市综合解决方案奠定了基础。

图表 35. 近期信义科技中标典型项目

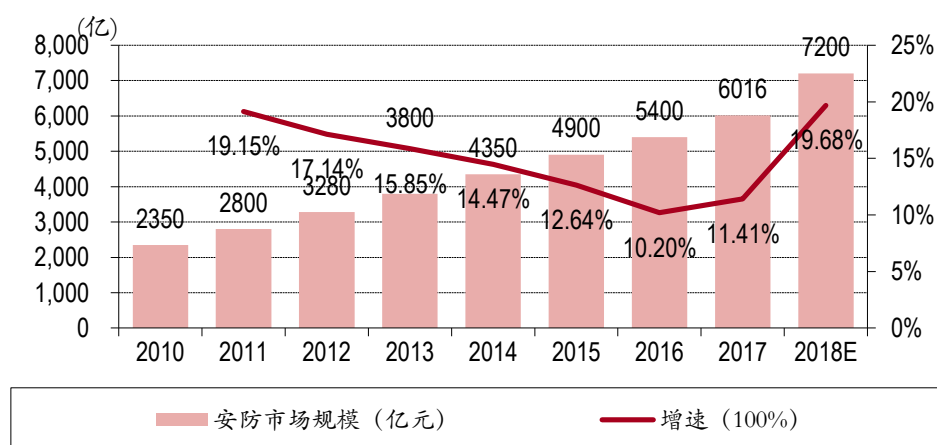
项目	金额 (万元)	提供产品服务
深圳市南山区远程监控和多方会议系统服务采购(3 年) 项目	6,500	覆盖市-区-社区 (园区) 三级党群服务中心的远程监控和多方会议系统网络
深圳市公安局南山分局南山区平安城市项目	19,866	平安城市建设用高清视频监控
河南省济源市公安局指挥中心建设项目	1,033	指挥中心弱电智能化系统建设
西藏边防总队二线站智能核验系统建设项目	385	10 套智能卡口系统、5 套枪球联动一体机

资料来源：公司公告，中国采招网，中银国际证券

安防高景气度维持，成长基础得到确保

根据中国安全防范协会编制的《中国安全防范统计年鉴 2017》公布的数据显示，截至 2017 年年底，中国安防企业约为 3 万家，从业人员达到 160 万人。安防企业年总收入达到 6016 亿元左右，年均增长 15.7%；2017 年全行业实现增加值 1,960 亿元，年均增长 12.7%，2018 年将会达到 7200 亿元。

图表 36. 2010-2018 国内安防产业总收入及其增速



资料来源：《中国安全防范统计年鉴 2017》，中银国际证券

持续出台的扶持政策带动智能安防应用项目逐渐增多。从 20 世纪 80 年代安防产业在国内起步开始，智能安防相关鼓励政策便不断出台，如 2003 年公安部提出的“平安城市”以及随后的“雪亮工程”，使安防逐渐渗透到中国振兴经济的等基础设施投资政策中。随后“2008 北京奥运会”、“2010 上海世博会”、“2010 广州亚运会”、“2011 深圳大运会”等重大工程也明确规定了在安防领域的建设要求。

行业内智能升级大势所趋，公司技术储备雄厚恰逢其时。2018 年 6 月份，国家发展改革委、科技部、工业和信息化部、中央网信办联合发布了《“互联网”人工智能三年行动实施方案》，加快人工智能产业发展。《方案》设定的主要任务中提及将智能安防作为人工智能产品创新的重点应用推广领域：即提出实施智能安防推广工程，鼓励安防企业与互联网企业开展合作，研发集成图像与视频精准识别、生物特征识别、编码识别等多种技术的智能安防产品，推动安防产品的智能化、集约化、网络化。

信义科技紧跟政策热潮，成为业内标杆。加快人工智能技术与公共安全业务的创新融合，推出一系列行业标杆项目，增长潜力依然巨大。信义科技业务范围已拓展至全国，建设内容涵盖世界级体育赛事综合安保项目、省际大区域数据交换和数据应用项目、全省级公安视频图像整合与共享项目、全国具有里程碑意义的智慧警务项目、雪亮工程项目等，均为行业内标杆项目。

图表 37. 近两年智能安防相关政策

时间	政策文件	发布单位
2018 年 6 月 19 日	《关于加快安全产业发展的指导意见》	工信部、应急管理部、财政部、科技部
2018 年 12 月 21 日	《关于加快推进虚拟现实产业发展的指导意见》	工信部
2018 年 8 月 3 日	《关于发布国家重点研发计划“智能机器人”等重点专项 2018 年度项目申报指南的通知》	科技部
2018 年 2 月 13 日	《民用航空安全管理规定》	交通运输部
2018 年 4 月 2 日	《高等学校人工智能创新行动计划》	教育部
2018 年 3 月 7 日	《关于保障城市轨道交通安全运行的意见》	国务院办公厅
2018 年 5 月 21 日	《城市轨道交通运营管理规定》	交通运输部
2018 年 6 月 13 日	《道路运输安全生产计划（2018-2020 年）》	交通运输部、公安部、应急管理部
2018 年 9 月 15 日	《公安机关互联网安全监督检查规定》	公安部

资料来源：各部委网站，中银国际证券

人工智能、生物识别在安防行业中应用潜力巨大。中国安防企业始终对科技创新保持较高的投入，全行业科研投入占销售总收入的 5% 以上，有的甚至超过 10%，在全国各行业中处于领先水平，从而使行业保持了强大的技术创新能力和竞争力。2018 年，我国安防行业围绕人工智能、生物识别、大数据与云计算、芯片等面向未来的核心技术，增强研发能力，加快技术商业化应用，并运用创新能力，持续探索、掌握行业未来发展的新需求，抓住新的机遇，引领行业发展不断向前

图表 38. 智能安防核心技术及应用场景

核心技术	应用场景
人工智能	人工智能在公安行业、交通行业、智能楼宇、金融、工厂园区、民用安防、医疗行业的应用，对安防行业的影响是革命性的，对安防行业的推动力比视频编解码技术、H265 技术、传输高清等技术对安防的影响都更巨大而深远
生物特征识别	生物特征识别技术作为安防行业中的焦点应用，在技术安全与市场应用层面远远优于传统密码、刷卡等方式。生物特征识别技术在安防业务领域的应用主要包括考勤设备、物理门禁产品、电子锁具产品、视频监控系统等四类
深度学习算法	深度学习在安防行业的应用日益广泛，GPU、FPGA、TPU 等智能芯片的运用使得运算效率大大提高，深度学习算法对于增强图像和视频分析的准确率也更为有效，在解决视频结构化和人脸识别、车辆识别等方面也变得更为“智能”
云计算	随着物联网应用和智慧城市的发展，几乎所有数据都需要连接到云，再通过云端存储、计算，通过网络互相连接
边缘计算	边缘计算是在靠近物或数据源头的网络边缘侧，融合网络、计算、存储、应用核心能力的开放平台。其功能是就近提供边缘智能服务，满足行业数字化在敏捷连接、实时业务、数据优化、应用智能、安全与隐私保护等方面的关键需求
SVAC 2.0 版标准	SVAC 2.0 版标准支持前端嵌入式智能分析，支持对设备的加密与认证，支持视音频信息防篡改和加密传输，进一步提升了数据信息的安全性。许多安防行业主流厂家都推出了处理芯片、摄像机、编/解码、存储、平台等数百种符合 SVAC 国家标准的监控产品

资料来源：前瞻产业研究院，中银国际证券

智能安全业务协同增添行业独特性

智能安防与 24 个武装押运公司较好融合。公司依托近 2 万人的专业金融服务团队，用“互联网+智能服务”整合银行外包业务，通过并购信义科技快速切入智能安全领域，并与武装押运公司深度融合，发挥联动优势形成裂变效应，在全国超过 40 个城市整合安防企业，开拓国内多地域、多业务领域公共安全项目，推进人工智能技术落地应用，逐步成为智慧城市公共安全服务提供商。

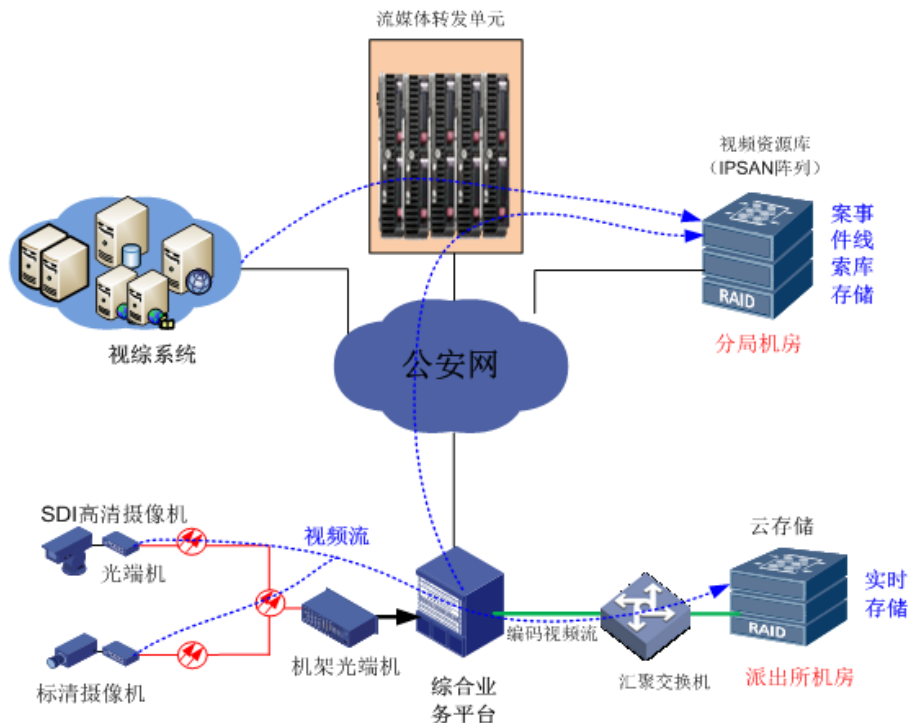
图表 39. 智能安全业务布局



资料来源：公司官网，中银国际证券

全区域金融外包服务及武装押运服务的优势明显，市场拓展顺利。公司以区域中心化原则推进产业链融合，结合平安城市业务布局，推进已收购武装押运公司战略升级，拓展安防、保安培训及档案票据管理等创新业务。借助武装押运车辆搭载高清摄像头，利用移动视频摄像搭建立体的安防网络，丰富后台警务大数据，实现更精准有效的数据处理。依托武装押运公司资质及人员，推广“广电安保智能视频联网报警综合解决方案”，为社会公共安全末端用户（银行、园区、商铺、家庭）提供智能化的安全运营服务，目前智能联网报警平台已接入银行、商户等超过 2000 家。

图表 40. 安保智能视频联网报警综合解决方案应用



资料来源：公司官网，中银国际证券

盈利预测与投资建议

盈利预测：围绕 AI 场景各项业务有望实现规模放量

对公司 2019~2021 年各项业务的收入和利润情况拆分并预测如下。

图表 41. 公司分板块拆解业务预测

(人民币：百万)	2017A	2018E	2019E	2020E
金融设备-ATM				
收入	1,618.36	1,780.20	1,976.02	2,203.26
YOY(%)	(29.37)	10.00	11.00	11.50
成本	964.79	1,050.32	1,155.97	1,282.30
毛利	653.57	729.88	820.05	920.96
毛利率(%)	40.38	41.00	41.50	41.80
金融设备-AFC				
收入	47.69	67.24	94.14	122.38
YOY(%)	(44.98)	41.00	40.00	30.00
成本	25.28	32.28	44.25	57.52
毛利	22.41	34.97	49.89	64.86
毛利率(%)	46.99	52.00	53.00	53.00
金融设备-清分机				
收入	131.02	117.92	112.02	108.66
YOY(%)	(0.02)	(10.00)	(5.00)	(3.00)
成本	72.10	67.21	63.85	60.85
毛利	58.92	50.70	48.17	47.81
毛利率(%)	44.97	43.00	43.00	44.00
设备维护服务				
收入	1,783.99	2,140.79	3,104.14	4,407.88
YOY(%)	36.50	20.00	45.00	42.00
成本	991.97	1,177.43	1,691.76	2,389.07
毛利	792.02	963.35	1,412.38	2,018.81
毛利率(%)	44.40	45.00	45.50	45.80
设备配件销售				
收入	308.91	386.14	444.06	506.23
YOY(%)	(21.39)	25.00	15.00	14.00
成本	129.65	154.46	176.74	200.47
毛利	179.26	231.68	267.32	305.76
毛利率(%)	58.03	60.00	60.20	60.40
其他（环保）				
收入	438.24	964.13	1,928.26	3,663.69
YOY(%)	147.12	120.00	100.00	90.00
成本	326.64	617.04	1,253.37	2,381.40
毛利	111.60	347.09	674.89	1,282.29
毛利率(%)	25.47	36.00	35.00	35.00
ATM 营运				
收入	55.37	59.25	65.17	71.69
YOY(%)	49.08	7.00	10.00	10.00
成本	40.03	42.66	46.27	50.90
毛利	15.34	16.59	18.90	20.79
毛利率(%)	27.70	28.00	29.00	29.00
合计				
收入	4,383.58	5,428.01	7,548.51	10,750.72
YOY(%)	(0.91)	23.83	39.07	42.42
毛利率(%)	41.82	43.16	42.79	42.27

资料来源：万得，中银国际证券

以上拆分基于下述假设：（1）金融设备增速放缓但毛利率有所提升：随着银行等实体网点增速放缓，ATM 等传统的金融物理设备增速正在滑坡。目前银行业界共识是建设智慧银行网点，如智能柜台和无人银行等新形态不断出现，VTM（远程柜员机）等新设备也将跟随放量，在一定程度上弥补 ATM 带来的增速放缓。并且金融设备中 AI 技术应用增多，价格战激烈程度缓和，所以金融设备增速将保持在 5% 以上的增速，金融设备综合毛利率有望触底反弹到 45% 左右。（2）智能零售收入将快速放量，智能便民业务领域逐步扩大，从而带动整体技术服务收入快速增长：公司目前的服务收入主要是金融设备的运维收入，但智能零售收入有望快速放量，成长路径为“硬件设备起家-嵌入软件服务-成为整体解决方案服务商”，未来两年内技术服务收入占比有望提升至 45% 以上，随着解决方案收入增加，该业务毛利率也将提升至 40% 左右。（3）整体业务毛利率将触底反弹：随着硬件设备品类创新，AI 技术应用含量提升，软件性收入占比将发生显著提升，未来业务整体毛利率将逐步恢复到 45% 以上。

投资建议：估值便宜的优质人工智能标的

对公司估值主要考虑两个热点问题：（1）金融设备增速滑坡将对公司业绩产生多大影响？我们认为，设备内含技术及单价的提升将弥补数量的下滑。如前所述，ATM 等金融设备的收入增速下滑成为大概率事件，而毛利率提升幅度主要取决于品类创新和 AI 技术应用丰富度。目前公司已经向智能金融全面转型，设备品类得到极大丰富完善，所以尽管设备的数量增速非常缓慢，但设备技术含量和定制化程度在提升，将极大消化数量增速下滑带来的消极影响。（2）人工智能技术应用为公司估值提升的作用有多大？我们认为，随着新的管理层上任，AI 转型战略成为扭转硬件厂商固化印象的必然选择。公司围绕 AI 技术已经生活或者拓展了智能金融、智能安全、智能交通、智能便民四大领域，多数应用场景已经实现了产品化落地，2019 年对应的 25 倍左右的估值尚未真正反映市场对公司 AI 产业布局的真实估值。

图表 42. 可比公司市盈率对比

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
新北洋	002376.SZ	17.17	0.57	0.86	1.05	30	20	16
东方网力*	300367.SZ	11.53	0.36	0.92	1.26	32	13	9
千方科技*	002373.SZ	20.00	0.51	0.68	0.85	39	30	24
佳都科技*	600728.SH	11.19	0.18	0.29	0.40	62	39	28
海康威视	002415.SZ	34.16	1.26	1.64	2.14	27	21	16
大华股份	002236.SZ	16.08	0.84	1.06	1.36	19	15	12
平均值	-	-	0.62	0.91	1.18	35	23	17
广电运通	002152.SZ	7.14	0.28	0.36	0.52	25	20	14

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止最近一个交易日，标*股票采用 Wind 一致性预测

综合以上，预计 2018~2020 年实现净利润亿 6.8 亿、8.6 亿和 12.6 亿，对应 EPS 分别为 0.28 元、0.36 元和 0.52 元（微调-5~12%），对应 PE 为 25 倍、20 倍和 14 倍。公司正处于全面战略转型期，以 AI 技术打通各个业务场景，智能金融业务有望出现明显的边际改善，智能零售和智能安防业务有望实现超预期发展，且当前估值远低于行业平均值，明显被低估。维持买入评级。



风险提示

(1) **智能金融设备需求不及预期**：银行等传统金融机构的机具需求增速将放缓，而智能金融设备增长正处于初期，设备端的需求正处于探索期，可能出现增速不及预期的情形。

(2) **AI 技术出现瓶颈**：公司在 AI 的研究投入主要集中在算法和场景应用适配过程中，而算法发展迭代受到研发人员的客观影响较大，未来可能出现瓶颈。

(3) **政府投资不及预期影响智能安防需求**：智能安防客户主要是政府客户，而目前政府财政预算或将进一步缩减从而影响智能安防需求。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	4,424	4,384	5,428	7,549	10,751
销售成本	(2,393)	(2,590)	(3,156)	(4,406)	(6,326)
经营费用	(1,157)	(1,190)	(1,080)	(1,383)	(1,926)
息税折旧前利润	873	604	1,192	1,759	2,499
折旧及摊销	(125)	(147)	(302)	(529)	(755)
经营利润(息税前利润)	749	456	889	1,230	1,744
净利息收入/(费用)	20	11	(89)	(206)	(211)
其他收益/(损失)	234	655	50	51	50
税前利润	1,002	1,122	851	1,075	1,583
所得税	(111)	(158)	(119)	(151)	(230)
少数股东权益	48	65	49	62	91
净利润	844	899	683	863	1,263
核心净利润	864	898	683	863	1,263
每股收益(人民币)	0.350	0.373	0.284	0.358	0.524
核心每股收益(人民币)	0.359	0.373	0.283	0.358	0.524
每股股息(人民币)	0.067	0.202	0.104	0.131	0.192
收入增长(%)	11	(1)	24	39	42
息税前利润增长(%)	(2)	(39)	95	38	42
息税折旧前利润增长(%)	5	(31)	97	48	42
每股收益增长(%)	(65)	7	(24)	26	46
核心每股收益增长(%)	(65)	4	(24)	26	46

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,002	1,122	851	1,075	1,583
折旧与摊销	125	147	302	529	755
净利息费用	(20)	(11)	89	206	211
运营资本变动	(118)	28	550	848	1,342
税金	(63)	(93)	(119)	(151)	(230)
其他经营现金流	186	(520)	(1,567)	(267)	(2,889)
经营活动产生的现金流	1,112	672	106	2,241	773
购买固定资产净值	14	33	1,420	1,622	1,625
投资减少/增加	(153)	(201)	52	52	52
其他投资现金流	(3,157)	172	(2,840)	(3,245)	(3,250)
投资活动产生的现金流	(3,297)	4	(1,368)	(1,571)	(1,573)
净增权益	(162)	(486)	(250)	(316)	(463)
净增债务	6	25	5,464	0	0
支付股息	162	486	250	316	463
其他融资现金流	2,885	(189)	(266)	(521)	(674)
融资活动产生的现金流	2,890	(164)	5,198	(521)	(674)
现金变动	705	512	3,936	149	(1,475)
期初现金	2,495	3,211	3,701	7,637	7,786
公司自由现金流	(2,185)	677	(1,262)	670	(801)
权益自由现金流	(2,200)	691	4,290	876	(590)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	3,211	3,701	7,637	7,786	6,311
应收帐款	864	908	1,250	1,757	2,544
库存	1,927	1,935	3,535	3,695	6,568
其他流动资产	24	17	52	33	87
流动资产总计	8,148	8,969	14,738	15,607	17,811
固定资产	877	1,024	2,143	3,237	4,096
无形资产	113	146	158	171	186
其他长期资产	307	869	909	1,100	1,361
长期资产总计	1,296	2,039	3,209	4,508	5,643
总资产	11,907	12,691	19,623	21,575	24,648
应付帐款	618	507	1,028	1,023	1,901
短期债务	4	36	500	500	500
其他流动负债	2,302	2,547	2,958	4,297	5,601
流动负债总计	2,924	3,090	4,486	5,820	8,002
长期借款	7	0	5,000	5,000	5,000
其他长期负债	106	117	98	107	107
股本	2,409	2,409	2,409	2,409	2,409
储备	6,627	6,555	6,988	7,535	8,335
股东权益	9,036	8,964	9,397	9,944	10,744
少数股东权益	494	593	642	704	795
总负债及权益	11,907	12,691	19,623	21,575	24,648
每股帐面价值(人民币)	3.75	3.72	3.90	4.13	4.46
每股有形资产(人民币)	3.70	3.66	3.84	4.06	4.38
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.33)	(1.52)	(0.89)	(0.95)	(0.34)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.7	13.8	22.0	23.3	23.2
息税前利润率(%)	16.9	10.4	16.4	16.3	16.2
税前利润率(%)	22.7	25.6	15.7	14.2	14.7
净利率(%)	19.1	20.5	12.6	11.4	11.7
流动性					
流动比率(倍)	2.8	2.9	3.3	2.7	2.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	10.0	6.0	8.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.1	2.3	2.5	2.0	1.4
估值					
市盈率(倍)	21.2	19.9	25.1	19.9	13.6
核心业务市盈率(倍)	20.7	19.9	26.2	20.7	14.2
市净率(倍)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
价格/现金流(倍)	16.1	26.6	168.9	8.0	23.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.8	23.6	13.2	8.9	6.8
周转率					
存货周转天数	310.4	272.1	316.3	299.4	296.1
应收帐款周转天数	71.7	73.8	72.6	72.7	73.0
应付帐款周转天数	47.0	46.8	51.6	49.6	49.6
回报率					
股息支付率(%)	19.2	54.0	36.6	36.6	36.6
净资产收益率(%)	12.5	10.0	7.4	8.9	12.2
资产收益率(%)	6.8	3.2	4.7	5.1	6.5
已运用资本收益率(%)	2.9	2.4	1.4	1.4	1.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371