

证券研究报告—动态报告

信息技术

软件与服务

万集科技(300552)

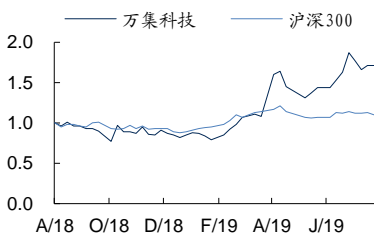
增持

2019 年半年度报告点评

(首次评级)

2019 年 08 月 05 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	108/41
总市值/流通(百万元)	3,241/1,244
上证综指/深圳成指	2,868/9,136
12 个月最高/最低(元)	36.68/13.08

证券分析师: 熊莉

电话:  
E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030002

证券分析师: 于威业

电话: 0755-22940920  
E-MAIL: yuweiye@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519050001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

三季度业绩预告超预期, ETC 设备量价齐升

● 中报业绩符合预期, 三季度业绩预告超出预期

公司于 2019 年 8 月 2 日晚间发布 2019 年半年度报告, 2019H1 公司实现营业收入 32,428.00 万元, 比上年同期上升 48.08%; 归属于上市公司股东的净利润-1,128.62 万元, 比上年同期上升 59.76%。同时, 公司预告三季度单季预计盈利 8,128.62 万元至 10,128.62 万元, 同比增长 573.86%至 739.66%。公司中报业绩符合预期, 三季度业绩预告超出预期, 验证 ETC 设备行业高景气。

● 政策推动 ETC 设备行业量价齐升, 下半年任务更加集中

5 月 28 日, 国家发改委印发《加快推进高速公路电子不停车快捷收费应用服务实施方案》, 明确提出“到 2019 年 12 月底, 全国 ETC 用户数量突破 1.8 亿, 高速公路收费站 ETC 全覆盖”。政策驱动下, OBU 安装使用率将会大幅上升。根据交通部公开信息, 截至 2019 年 7 月 29 日, 全国 ETC 用户累计达到 9780.43 万, 相比 2018 年底, 仅发行约 2124 万套, 仅完成目标的 20%, 2019 年剩余的 8-12 月份, 5 个月时间承担发行总量的 80%的任务, 2019 年剩余的 155 天平均每天需发行 60.03 万, 市场下半年集中爆发, 且市场供不应求, OBU 的价格出现了稳中有升的趋势。此外, 全国 ETC 门架系统建设改造总计划数为 25594 套, 全国 ETC 车道建设改造总计划数为 51366 条, 对应 RSU 设备需求数至少在 15 万量级, 下半年安装、调试、验收将较为集中。

● 实施大规模股权激励, 激发员工积极性保障产品集中生产与交付

公司公告称授予 199 名激励对象 344.50 万股限制性股票, 约占公司员工数量的 21.3%, 占总股本的 3.2%, 授予价格为 16.01 元/股, 授予日为 2019 年 8 月 5 日。公司首期实施的 2017 年度限制性股票与股票期权激励计划加上本次激励计划所涉及的标的股票总数累计 399.16 万股, 约占总股本的 3.7%。

● 风险提示: ETC 投资增速低于预期; 停车收费、V2X 业务拓展低于预期。

● 投资建议: 首次给予“增持”评级。

预计 2019-2021 年归母净利润 1.74/1.67/2.08 亿元, 同比增速 2251%/-5%/25%; 摊薄 EPS=1.62/1.55/1.94 元, 当前股价对应 PE=19/20/16x。公司作为 ETC 设备行业三大龙头厂商之一, 核心受益于取消省界收费站带来的行业高景气, 且激光检测、V2X 等业务发展向好, 首次给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	629	692	1,622	1,688	1,951
+/-%)	-1.1%	10.1%	134.2%	4.1%	15.6%
净利润(百万元)	38	7	174	167	208
(+/-%)	-45.3%	-82.6%	2550.7%	-4.5%	25.1%
摊薄每股收益(元)	0.35	0.06	1.62	1.55	1.94
EBIT Margin	4.8%	10.4%	18.0%	17.6%	18.8%
净资产收益率(ROE)	5.0%	0.9%	21.7%	19.7%	23.1%
市盈率(PE)	86.0	492.8	19.2	20.1	15.6
EV/EBITDA	89.9	44.1	16.0	16.1	14.0
市净率(PB)	4.3	4.3	4.0	3.8	3.6

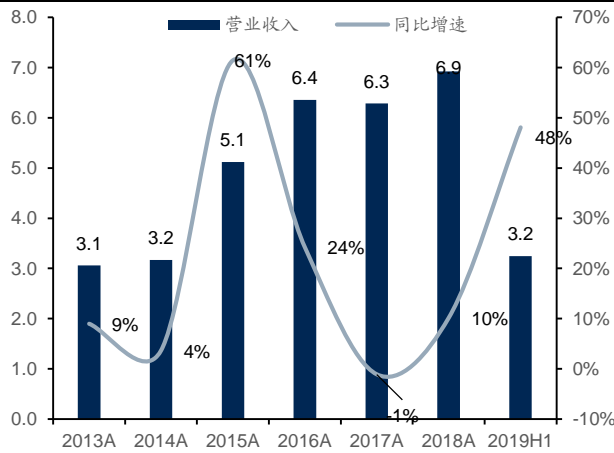
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司财务状况 2019 年开始明显改善

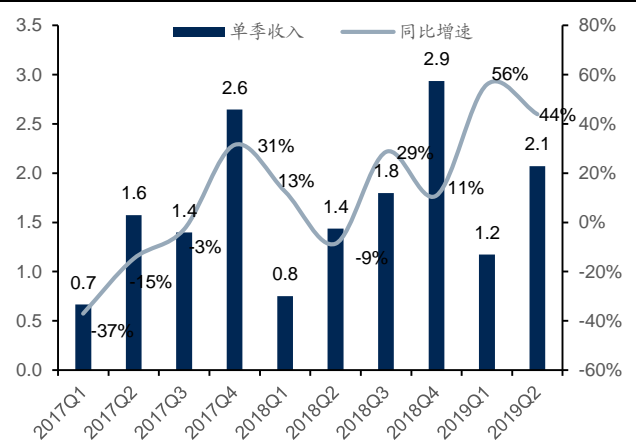
2019H1 行业景气度向上，公司净利润显著改善。2019 年 H1 实现营收 3.24 亿元 (+48.08%)，归母净利润-1128.62 万元 (+59.76%)，扣非归母净利润-1406.11 万元 (+51.61%)。公司业绩符合预期，处于业绩预告区间中部。2019H1，公司所处行业景气度向上，受益于全国实施高速公路撤销省界收费站试点工作和 ETC 车道改造政策影响，公司 OBU、RSU 等设备销量增长，拉动业绩增长。

图 1：万集科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



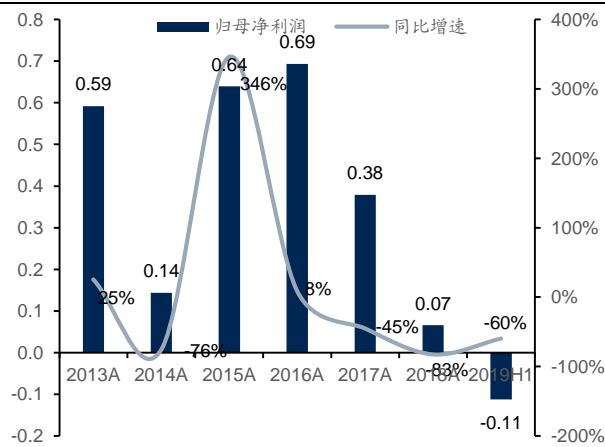
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：万集科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



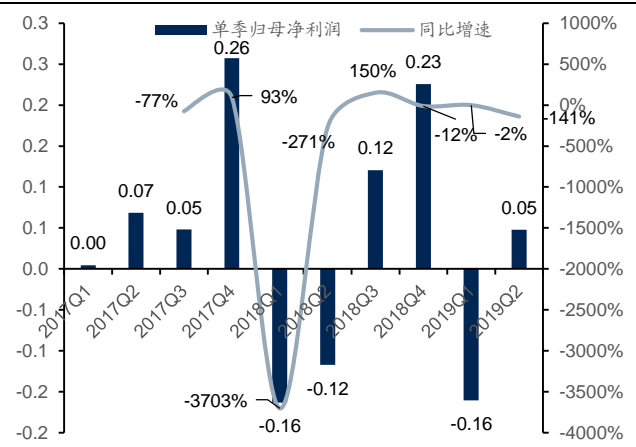
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：万集科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

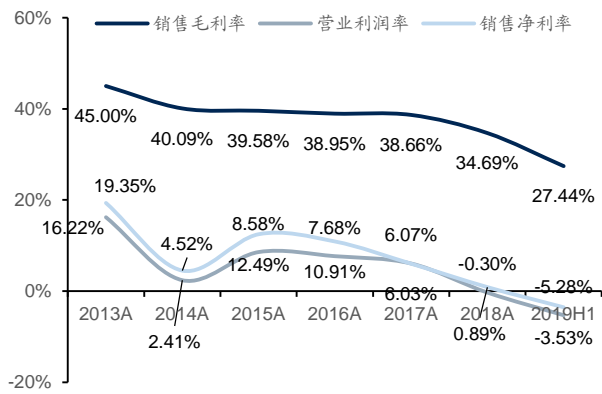
图 4：万集科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

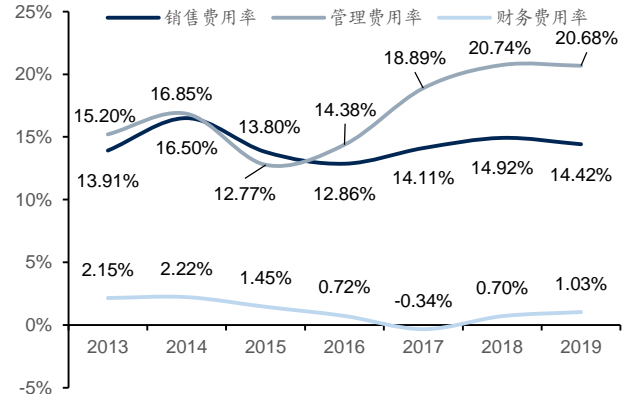
2019H1 毛利率下降，费用率下降。2019 年 H1 销售毛利率 27.44%，同比下降 9.74pp，主要系上半年 OBU 价格仍较为稳定且公司进行 CPC 卡库存清理导致，我们预计下半年市场供不应求的情况将愈发突出，公司的毛利率水平将显著上升。销售费用率 14.42% (-5.80pp)，管理费用率 20.68% (-12.48pp)，财务费用率 1.03% (+0.50pp)。三项费用率合计 36.13%，同比下降 17.78pp。公司财务费用率同比上升，主要原因是利息净支出及手续费增加。公司销售费用率和管理费用率下降的主要原因是公司作为产品型企业，在收入快速增长的情况下，边际费用递减。

图 5: 万集科技毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

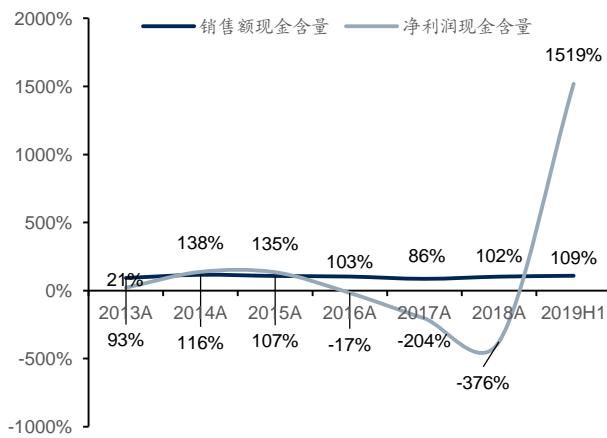
图 6: 万集科技三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

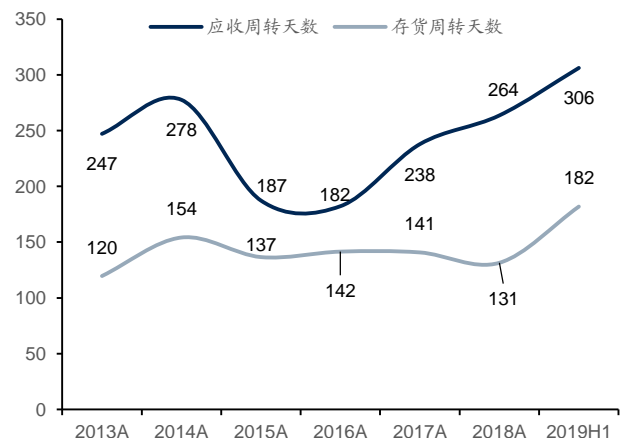
**2019H1 经营性现金流取得显著改善。**2019 年 Q1 销售收到的现金 3.53 亿元 (+50.21%), 相对销售额的销售现金含量 108.95%; 经营性现金流量净额-1.71 亿元 (-17.41%)。公司 2019H1 销售收到的现金增速高于收入增速, 回款效率得到提升。经营性现金流下降的主要原因是受益于行业景气度提高, 公司销售回款额同比增加, 但采购元器件等付款额也同比增加。2019 年 H1 应收账款周转 306 天, 同比压缩 82 天; 存货周转 182 天, 同比压缩 22 天。销售和回款情况明显改善。

图 7: 万集科技经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 万集科技主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 首次给予“增持”评级。**预计 2019-2021 年归母净利润 1.74/1.67/2.08 亿元, 同比增速 2251%/-5%/25%; 摊薄 EPS=1.62/1.55/1.94 元, 当前股价对应 PE=19/20/16x。公司作为 ETC 设备行业三大龙头厂商之一, 核心受益于取消省界收费站带来的行业高景气, 且激光检测、V2X 等业务发展向好, 首次给予“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190802	总市值 亿元	EPS			PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级	
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E				21E
300552	万集科技	30.11	32.41	0.06	1.62	1.55	1.94	492.8	19.2	20.1	16.1	0.87	0.01	增持
2869	金溢科技	47.05	55.42	0.18	4.30	2.60	3.17	261.4	10.9	18.1	14.8	2.13	0.01	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测和整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	213	300	300	300	营业收入	692	1622	1688	1951
应收款项	563	1319	1373	1588	营业成本	452	990	1050	1209
存货净额	196	435	461	531	营业税金及附加	7	17	17	20
其他流动资产	28	66	69	80	销售费用	103	116	116	127
<b>流动资产合计</b>	<b>1001</b>	<b>2121</b>	<b>2203</b>	<b>2498</b>	管理费用	58	207	207	228
固定资产	125	129	133	133	财务费用	5	15	32	40
无形资产及其他	19	19	19	20	投资收益	(2)	(2)	(2)	(2)
投资性房地产	32	32	32	32	资产减值及公允价值变动	(13)	(13)	(13)	(13)
长期股权投资	75	129	182	236	其他收入	(54)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1251</b>	<b>2430</b>	<b>2569</b>	<b>2919</b>	营业利润	(2)	261	249	312
短期借款及交易性金融负债	75	1049	1149	1380	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)
应付款项	268	596	631	727	<b>利润总额</b>	<b>(2)</b>	<b>261</b>	<b>249</b>	<b>312</b>
其他流动负债	98	212	222	253	所得税费用	(8)	39	37	47
<b>流动负债合计</b>	<b>442</b>	<b>1857</b>	<b>2002</b>	<b>2359</b>	少数股东损益	(0)	47	45	57
长期借款及应付债券	46	(184)	(184)	(184)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7</b>	<b>174</b>	<b>167</b>	<b>208</b>
其他长期负债	2	0	(2)	(4)					
<b>长期负债合计</b>	<b>48</b>	<b>(184)</b>	<b>(186)</b>	<b>(188)</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>490</b>	<b>1673</b>	<b>1816</b>	<b>2172</b>	净利润	7	174	167	208
少数股东权益	4	(46)	(94)	(153)	资产减值准备	(5)	0	(0)	(0)
股东权益	758	803	846	901	折旧摊销	13	16	17	19
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1251</b>	<b>2430</b>	<b>2569</b>	<b>2919</b>	公允价值变动损失	13	13	13	13
					财务费用	5	15	32	40
					营运资本变动	35	(594)	(40)	(171)
					其它	5	(50)	(47)	(59)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>68</b>	<b>(440)</b>	<b>110</b>	<b>11</b>
					资本开支	1	(34)	(34)	(34)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(53)</b>	<b>(87)</b>	<b>(87)</b>	<b>(87)</b>
					权益性融资	4	0	0	0
					负债净变化	46	(230)	0	0
					支付股利、利息	(13)	(129)	(123)	(154)
					其它融资现金流	(71)	974	100	231
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(2)</b>	<b>615</b>	<b>(23)</b>	<b>76</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>14</b>	<b>87</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>
					货币资金的期初余额	199	213	300	300
					货币资金的期末余额	213	300	300	300
					企业自由现金流	(159)	(364)	196	127
					权益自由现金流	(184)	367	270	324

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.06	1.57	1.50	1.88
每股红利	0.13	1.16	1.11	1.39
每股净资产	7.04	7.24	7.63	8.11
ROIC	-26%	21%	17%	19%
ROE	1%	22%	20%	23%
毛利率	35%	39%	38%	38%
EBIT Margin	10%	18%	18%	19%
EBITDA Margin	12%	19%	19%	20%
收入增长	10%	134%	4%	16%
净利润增长率	-83%	2551%	-4%	25%
资产负债率	39%	67%	67%	69%
息率	0.4%	4.0%	3.8%	4.8%
P/E	492.8	19.2	20.1	16.1
P/B	4.3	4.0	3.8	3.6
EV/EBITDA	44.1	16.0	16.1	14.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032