

投资评级 优于大市 首次覆盖

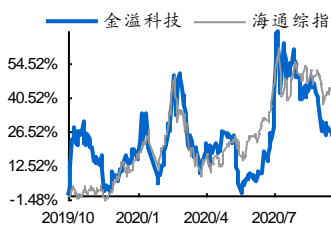
OBU 前装及 V2X 加速推进

股票数据

09月28日收盘价(元)	45.27
52周股价波动(元)	42.00-89.98
总股本/流通A股(百万股)	181/149
总市值/流通市值(百万元)	8177/6753

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.8	-17.7	4.6
相对涨幅(%)	-9.4	-18.0	-6.1

资料来源:海通证券研究所

分析师:郑宏达

Tel:(021)23219392

Email:zhd10834@htsec.com

证书:S0850516050002

分析师:杨林

Tel:(021)23154174

Email:yl11036@htsec.com

证书:S0850517080008

分析师:黄竞晶

Tel:(021)23154131

Email:hjj10361@htsec.com

证书:S0850518110001

分析师:洪琳

Tel:(021)23154137

Email:hl11570@htsec.com

证书:S0850519050002

投资要点:

- 半年报持续高速增长。**公司今年上半年营收 7.96 亿元,同比增长 138.89%,归母净利润 3.63 亿元,同比增长 706.11%,扣非归母净利润 3.54 亿元,同比增长 913.72%,经营性净现金流 0.13 亿元,同比转正。上半年毛利率 62.78%,同比提升 19.51pct,合同负债 3.52 亿元,存货 4.57 亿元。
- 车域、路域、场域、城域协同推进。**金溢科技依托在 ETC 和智慧交通的技术积累和长期耕耘,公司产品和服务已深入覆盖车域、路域、场域、城域 4 类交通应用场景和客群。在车域提供前装 ETC OBU、前装 ETC 融合其他技术/产品、车路协同车侧产品、ETC+后视镜、行车记录仪;在路域提供传统 OBU、车路协同路侧产品;在场域提供 ETC 识别/支付方案;在城域提供封闭测试场、测试道路、智慧道路、智慧公交。公司的主要客户包括高速公路的运营商、系统集成商、银行,以及移动通信运营商、物业运营商、汽车厂商等。
- 设备更新及前装带来稳定需求。**2019 年国家实施取消省界收费站工程,大力推进高速公路电子不停车快捷收费应用,全年 ETC 用户增长达到 1.2 亿,ETC 的装车率达到 80%以上,公司 ETC 产品销售实现了爆发性增长,截止 2019 年底全国 ETC 用户累计达到 2 亿。长期来看,后装 ETC 标签的需求虽然已经度过 2019 年的高峰期,但需求并不会大规模缩减,未来市场需求将进入平稳阶段,存量未安装 ETC 标签的车辆仍有超过 6000 万,存量已安装 ETC 标签的车辆超过两亿,设备的更新需求每年将维持较大规模。自 2021 年 1 月 1 日起,新申请产品准入的车型应选装采用直接供电方式的 ETC 车载装置。ETC 前装是行业趋势,因前装 ETC 标签需达到车规级,主机厂对供应商的质量、资质有很高的要求,市场将更有利于大型厂商。
- 高渗透率助力城市 ETC 应用场景逐步打开。**城市 ETC 主要应用在停车场、加油站等涉及车辆识别和电子支付的场景。随着 ETC 标签的普及,城市 ETC 的需求释放将是一个长期确定的趋势,今年上半年,大型的停车场集成商、运营商,加油站运营商已经在一些网点布设 ETC 设备开展测试并试探市场反映,总体上市场的接受度良好。2020 年下半年,预计城市 ETC 设备市场将有可能加快增长,根据交通部“2020 年 12 月底前,基本实现机场、火车站、客运站、港口码头等大型交通场站停车场 ETC 服务全覆盖。推广 ETC 在居民小区、旅游景区等停车场景的应用”的要求,各地预计将在下半年集中推进停车场 ETC 升级工作。

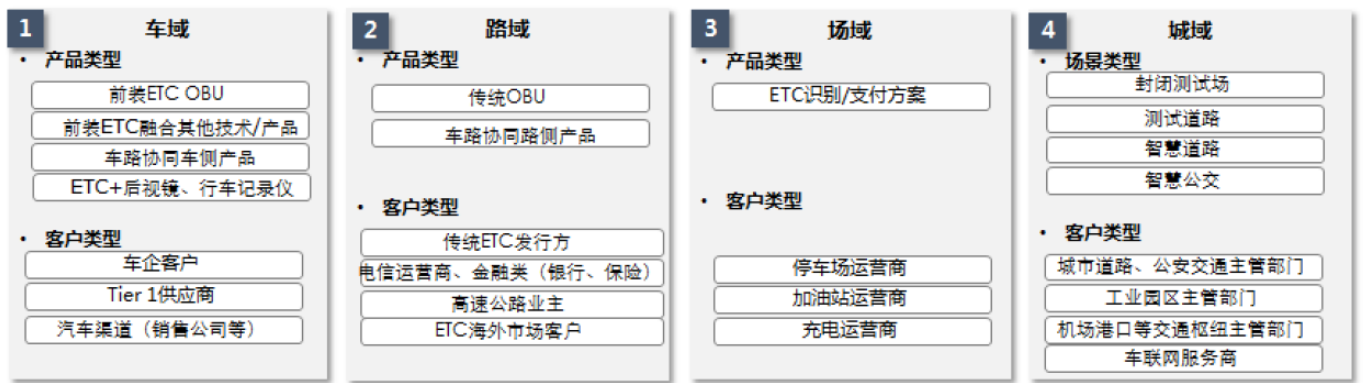
主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	604	2860	2949	3131	3420
(+/-)YoY(%)	-3.0%	373.5%	3.1%	6.2%	9.2%
净利润(百万元)	22	875	885	906	992
(+/-)YoY(%)	-75.8%	3943.0%	1.1%	2.3%	9.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.12	4.85	4.90	5.02	5.49
毛利率(%)	38.4%	47.9%	50.0%	49.4%	48.4%
净资产收益率(%)	2.1%	46.0%	31.1%	24.1%	20.9%

资料来源:公司年报(2018-2019),海通证券研究所
备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

- V2X有望成为新一轮增长引擎。**基于5G、C-V2X的车路协同试点示范项目显著增加。2020年2月国家发改委、工信部、科技部等11个部委联合发布的《智能汽车创新发展战略》，提出到2025年车用无线通信网络(LTE-V2X等)实现区域覆盖，新一代车用无线通信网络(5G-V2X)在部分城市、高速公路逐步开展应用的目标，3月发改委、工信部下发《关于组织实施2020年新型基础设施建设工程(宽带网络和5G领域)的通知》。上半年，全国出现大量新的试点示范项目，已有的试点示范项目普遍将建设规模扩大至城市级。上半年金溢科技参与了福田中心区公交车路协同示范项目、宝安会展中心公交车路协同示范项目等试点示范项目；参加了国际标准ISO TC204中V2X和智能驾驶相关的标准制定与审定工作；今年金溢科技与深圳市重大产业投资集团有限公司签署了《战略合作协议》，将就广域车路协同创新研究、智能网联运营和成立智能网联专项产业基金等事项展开合作。下半年公司将依托深重投资资源加大V2X业务的投入，促进智能网联产业合作项目的落地，推动智能网联试点示范建设。
- 盈利预测与投资建议。**大力开拓OBU前装市场、城市ETC市场、并积极推进V2X业务，积极参与国家智慧高速公路建设等项目，为公司带来稳定增长及动能过渡。截止6月30日，公司存货净额规模为4.57亿元，占当期期末资产总额比重为12.94%。我们预测，公司2020-2022年营业收入分别为29.49/31.31/34.20亿元，归母净利润分别为8.85/9.06/9.92亿元，对应EPS分别为4.90/5.02/5.49元。参考可比公司，给予2020年动态PE10-12倍，6个月合理价值区间为元49.0-58.8元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**OBU需求断崖式下跌；V2X推进缓慢；减持等。

图1 公司产品及客户类型



资料来源：金溢科技2019年年报，海通证券研究所

表1 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR(19-22E) (%)
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
万集科技	300552.SZ	44.41	87.9	5.15	6.51	7.47	8.6	6.8	5.9	19.3%
千方科技	002373.SZ	22.03	348.3	0.74	0.90	1.11	29.6	24.4	19.9	19.9%
中科创达	300496.SZ	84.00	355.5	0.86	1.18	1.61	97.5	71.5	52.3	41.9%
四维图新	002405.SZ	14.80	290.3	0.15	0.24	0.31	101.2	61.6	47.6	22.4%
平均							59.2	41.1	31.4	25.9%
金溢科技	002869.SZ	45.27	81.8	4.90	5.02	5.49	9.2	9.0	8.2	4.3%

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：金溢科技采用海通证券盈利预测，其他公司采用Wind一致预期，股价为2020年9月28日收盘价

表 2 公司业务分拆 (百万元)

		2019	2020E	2021E	2022E
ETC 及相关业务	营收	2844.06	2929.38	3105.14	3384.61
	同比 (%)	378.86	3.00	6.00	9.00
	毛利率 (%)	47.88	50.00	49.50	48.50
RFID 业务	营收	16.09	20.11	26.15	35.30
	同比 (%)	58.76	25.00	30.00	35.00
	毛利率 (%)	43.91	43.00	42.00	41.00
合计	营收	2860.16	2949.49	3131.29	3419.91
	同比 (%)	373.49	3.12	6.16	9.22
	毛利率 (%)	47.86	49.95	49.44	48.42

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	2860	2949	3131	3420
每股收益	4.85	4.90	5.02	5.49	营业成本	1491	1476	1583	1764
每股净资产	10.53	15.76	20.77	26.27	毛利率%	47.9%	50.0%	49.4%	48.4%
每股经营现金流	7.60	1.83	6.68	4.86	营业税金及附加	40	35	40	42
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.4%	1.2%	1.3%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	141	239	247	274
P/E	9.34	9.24	9.03	8.24	营业费用率%	4.9%	8.1%	7.9%	8.0%
P/B	4.30	2.87	2.18	1.72	管理费用	115	201	188	202
P/S	1.91	2.77	2.61	2.39	管理费用率%	4.0%	6.8%	6.0%	5.9%
EV/EBITDA	6.04	7.49	5.59	4.51	EBIT	972	790	856	889
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-17	-41	-55	-74
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.6%	-1.4%	-1.8%	-2.2%
毛利率	47.9%	50.0%	49.4%	48.4%	资产减值损失	-9	-3	-4	-5
净利润率	30.6%	30.0%	28.9%	29.0%	投资收益	10	17	14	18
净资产收益率	46.0%	31.1%	24.1%	20.9%	营业利润	1020	936	1003	1073
资产回报率	22.2%	19.1%	15.6%	14.3%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	44.1%	26.3%	20.6%	17.3%	利润总额	1018	936	1003	1073
盈利增长 (%)					EBITDA	992	802	869	901
营业收入增长率	373.5%	3.1%	6.2%	9.2%	所得税	146	53	100	84
EBIT 增长率	38824.2%	-18.8%	8.5%	3.8%	有效所得税率%	14.3%	5.7%	10.0%	7.8%
净利润增长率	3943.0%	1.1%	2.3%	9.5%	少数股东损益	-3	-3	-3	-3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	875	885	906	992
资产负债率	52.0%	38.9%	35.6%	31.8%					
流动比率	1.70	2.27	2.51	2.83	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.39	1.96	2.21	2.52	货币资金	1880	2174	3315	4116
现金比率	0.92	1.21	1.62	1.88	应收账款及应收票据	763	1134	1020	1215
经营效率指标					存货	623	535	618	664
应收帐款周转天数	96.02	139.41	117.72	128.56	其它流动资产	190	215	207	220
存货周转天数	152.50	132.30	142.40	137.35	流动资产合计	3456	4059	5159	6214
总资产周转率	0.73	0.64	0.54	0.49	长期股权投资	18	18	18	18
固定资产周转率	14.46	10.69	10.04	9.27	固定资产	198	276	312	369
					在建工程	99	121	153	180
					无形资产	34	30	25	19
					非流动资产合计	481	576	639	717
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	3937	4635	5798	6931
净利润	875	885	906	992	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-3	-3	-3	-3	应付票据及应付账款	1008	972	1057	1169
非现金支出	60	15	17	17	预收账款	608	377	533	510
非经营收益	-19	-17	-14	-18	其它流动负债	418	442	462	515
营运资金变动	459	-551	300	-111	流动负债合计	2034	1792	2052	2195
经营活动现金流	1372	330	1206	879	长期借款	0	0	0	0
资产	-54	-111	-80	-95	其它长期负债	12	12	12	12
投资	-104	0	0	0	非流动负债合计	12	12	12	12
其他	204	17	14	18	负债总计	2046	1803	2063	2207
投资活动现金流	46	-94	-65	-78	实收资本	121	181	181	181
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1903	2846	3752	4745
股权募资	59	60	0	0	少数股东权益	-12	-15	-17	-20
其他	-7	-2	0	0	负债和所有者权益合计	3937	4635	5798	6931
融资活动现金流	52	58	0	0					
现金净流量	1470	294	1141	801					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 28 日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
 杨林 计算机行业
 黄竞晶 计算机行业
 洪琳 计算机行业

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 佳都科技,易华录,创业慧康,四维图新,广联达,用友网络,拉卡拉,锐明技术,拓尔思,金山办公,捷顺科技,航天信息,启明星辰,海康威视,金蝶国际,久远银海,寒武纪-U,广电运通,美亚柏科,博思软件,安恒信息,淳中科技,宇信科技,数字政通,大华股份,阿里巴巴-SW,科大讯飞,浪潮信息,神州数码,南威软件

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。