

首次覆盖  
投资评级 优于大市

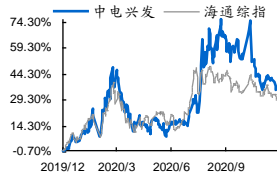
## 筑牢技术底座，转型开拓新赛道

### 股票数据

11月27日收盘价(元)	9.61
52周股价波动(元)	6.99-12.67
总股本/流通A股(百万股)	692/550
总市值/流通市值(百万元)	6645/5283

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.9	-11.7	-17.9
相对涨幅(%)	-10.8	-20.7	-23.2

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: 于成龙

Email: ycl12224@htsec.com

证书: S0850518090004

### 投资要点:

- 毛利率稳步提升。**2020Q3 公司实现收入 7.43 亿元, 同比下滑 9.12%, 归母净利润 1.09 亿元, 同比增长 109.18%, 扣非净利润 1.03 亿元, 同比增长 128.19%, 经营性净现金流 -0.65 亿元, 同比下滑 246.15%。前三季度实现营收 19.55 亿元, 同比下滑 4.89%, 归母净利润 2.66 亿元, 同比增长 60.02%, 扣非净利润 2.52 亿元, 同比增长 64.14%, 经营性净现金流 0.30 亿元, 同比增长 107.24%。2020Q3 公司整体毛利率为 43.10%, 同比提升 20.24pct, 我们认为, 主要原因是智慧城市收入占比增加; 同时在项目中不断增加公司自主品牌的软、硬件产品, 降低成本, 使得项目整体毛利水平不断提升。
- 核心技术驱动成长, 开拓全域全局智慧城市新赛道。**公司聚焦智慧科技, 在 Sensor/传感器、AI/人工智能、IOT/物联网、Processor/处理器、Cloud/云、Bigdata/大数据、SS/系统软件、AS/应用软件等八个方向上进行了大量基础研究, 通过技术间的融合应用, 形成了以 AIOT(全智能物联感知平台)、NGII(新一代信息基础设施)、PAIS(治理即服务一体化平台)为底座的 3 大核心技术体系。公司通过全球软件能力成熟度 CMMI5 顶级认证, 被深圳证券交易所和深圳证券信息有限公司纳入人工智能 AI50 样本股指数。公司同时与华为、龙芯、统信等信创联盟企业进行技术和产品互认证, 建立了“自主可控、国产替代”的智慧城市全产业链体系。
- 增发夯实行业地位, 加码核心技术。**公司 2020 年 2 月发布定增预案, 拟募集不超过 20 亿元, 分别投向“向云计算和大数据的自主可控磁光电存储技术研发及产业化项目(7 亿元)”、“自主可控集群嵌入式人工智能图像分析系统研发及产业化项目(2.5 亿元)”、“赫章县智慧赫章 PPP 建设项目(6 亿元)”、“补充流动资金(4.5 亿元)”, 定价基准日为本次非公开发行的发行期首日。公司增发已经于 2020 年 7 月 15 日拿到批复。
- 中国联通混改稳步推进, 业务协同助推公司业绩高速增长。**公司现阶段在云南和广西两个省份参与中国联通混改项目, 目前云南联通混改项目已完成阶段性实施, 并开始按照合同约定进度回款。目前广西联通混改 4 个地市中的贵港、梧州两地的社会化合作运营正在启动, 后续其它区域将稳步推进。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2456	2756	2771	3167	3759
(+/-)YoY(%)	21.2%	12.2%	0.6%	14.3%	18.7%
净利润(百万元)	175	285	404	521	658
(+/-)YoY(%)	1.5%	62.9%	41.9%	29.0%	26.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.25	0.41	0.58	0.75	0.95
毛利率(%)	30.2%	34.1%	37.4%	37.9%	38.2%
净资产收益率(%)	4.2%	6.5%	8.5%	9.8%	11.0%

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

- 盈利预测与投资建议。**在“智慧中国”领域，公司是业内极少数具备单体十亿元级项目建设及运营服务经验的智慧中国全面解决方案提供商和运营服务商。我们预测，公司 2020-2022 年营业收入分别为 27.71/31.67/37.59 亿元，归母净利润分别为 4.04/5.21/6.58 亿元，对应 EPS 分别为 0.58/0.75/0.95 元。目前公司估值在计算机板块处于较低水平，给予 2020 年动态 PE25-30 倍，合理价值区间为 14.5 元-17.4 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**行业信息化需求放缓，应收账款坏账等。

表 1 可比 A 股公司估值表

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	
易华录	300212.SZ	29.05	188.8	0.87	1.20	1.60	33.3	24.2	18.1	39.5%
千方科技	002373.SZ	20.09	317.7	0.74	0.88	1.09	27.3	22.8	18.4	19.5%
银江股份	300020.SZ	9.17	60.1	0.28	0.37	0.46	33.1	24.8	20.0	26.5%
辰安科技	300523.SZ	36.46	84.8	0.78	1.13	1.53	46.9	32.3	23.8	42.4%
平均							<b>35.1</b>	<b>26.0</b>	<b>20.1</b>	<b>28.5%</b>
中电兴发	002298.SZ	9.61	<b>66.5</b>	<b>0.58</b>	<b>0.75</b>	<b>0.95</b>	<b>16.4</b>	<b>12.8</b>	<b>10.1</b>	<b>32.2%</b>

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：中电兴发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 11 月 27 日收盘价

表 2 公司业务分拆 (百万元)

		2019	2020E	2021E	2022E
智慧城市	营收	1705.65	1978.55	2334.69	2801.63
	同比 (%)	8.15	16.00	18.00	20.00
	毛利率 (%)	33.21	37.00	37.50	37.80
公共安全与反恐	营收	1029.76	792.92	832.56	957.45
	同比 (%)	19.77	-23.00	5.00	15.00
	毛利率 (%)	35.60	38.50	39.00	39.30
合计	营收	<b>2755.68</b>	<b>2771.47</b>	<b>3167.25</b>	<b>3759.08</b>
	同比 (%)	<b>12.20</b>	<b>0.57</b>	<b>14.28</b>	<b>18.69</b>
	毛利率 (%)	<b>34.13</b>	<b>37.43</b>	<b>37.89</b>	<b>38.18</b>

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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2756</b>	<b>2771</b>	<b>3167</b>	<b>3759</b>
每股收益	0.41	0.58	0.75	0.95	营业成本	1815	1734	1967	2324
每股净资产	6.32	6.91	7.66	8.61	毛利率%	34.1%	37.4%	37.9%	38.2%
每股经营现金流	-0.50	0.99	0.54	0.73	营业税金及附加	19	22	24	29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	252	236	250	274
P/E	23.34	16.44	12.75	10.10	营业费用率%	9.2%	8.5%	7.9%	7.3%
P/B	1.52	1.39	1.25	1.12	管理费用	167	155	168	188
P/S	2.41	2.40	2.10	1.77	管理费用率%	6.1%	5.6%	5.3%	5.0%
EV/EBITDA	10.89	10.67	8.62	6.78	EBIT	367	487	606	765
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	23	5	-4	-9
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.8%	0.2%	-0.1%	-0.2%
毛利率	34.1%	37.4%	37.9%	38.2%	资产减值损失	-29	-18	-18	-18
净利润率	10.3%	14.6%	16.5%	17.5%	投资收益	4	4	5	5
净资产收益率	6.5%	8.5%	9.8%	11.0%	<b>营业利润</b>	<b>336</b>	<b>490</b>	<b>622</b>	<b>792</b>
资产回报率	4.0%	6.2%	7.1%	8.0%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	5.7%	8.1%	9.2%	10.3%	<b>利润总额</b>	<b>335</b>	<b>490</b>	<b>622</b>	<b>792</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	496	605	726	884
营业收入增长率	12.2%	0.6%	14.3%	18.7%	所得税	46	68	87	110
EBIT 增长率	44.6%	32.7%	24.6%	26.2%	有效所得税率%	13.8%	14.0%	13.9%	13.9%
净利润增长率	62.9%	41.9%	29.0%	26.2%	少数股东损益	4	18	15	24
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>285</b>	<b>404</b>	<b>521</b>	<b>658</b>
资产负债率	35.6%	23.3%	24.5%	24.5%					
流动比率	1.77	2.55	2.58	2.70	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	1.01	1.46	1.46	1.59	货币资金	734	334	527	790
现金比率	0.32	0.26	0.33	0.44	应收账款及应收票据	1307	1260	1471	1728
<b>经营效率指标</b>					存货	1748	1390	1735	1956
应收帐款周转天数	171.55	158.50	165.03	161.76	其它流动资产	309	335	342	380
存货周转天数	351.42	292.51	321.97	307.24	流动资产合计	4099	3319	4076	4854
总资产周转率	0.39	0.42	0.43	0.46	长期股权投资	42	42	42	42
固定资产周转率	4.92	5.16	6.16	7.65	固定资产	560	537	514	491
					在建工程	2	3	4	5
					无形资产	525	737	814	958
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	非流动资产合计	3027	3217	3276	3400
净利润	285	404	521	658	<b>资产总计</b>	<b>7126</b>	<b>6536</b>	<b>7352</b>	<b>8254</b>
少数股东损益	4	18	15	24	短期借款	769	0	0	0
非现金支出	163	136	137	137	应付票据及应付账款	1097	857	1081	1212
非经营收益	9	11	-1	-2	预收账款	190	235	244	304
营运资金变动	-805	119	-302	-313	其它流动负债	255	208	255	284
<b>经营活动现金流</b>	<b>-345</b>	<b>688</b>	<b>371</b>	<b>503</b>	流动负债合计	2311	1300	1580	1800
资产	-17	-307	-177	-242	长期借款	112	112	112	112
投资	-108	0	0	0	其它长期负债	113	113	113	113
其他	10	4	5	5	非流动负债合计	225	225	225	225
<b>投资活动现金流</b>	<b>-115</b>	<b>-303</b>	<b>-173</b>	<b>-236</b>	<b>负债总计</b>	<b>2536</b>	<b>1525</b>	<b>1805</b>	<b>2025</b>
债权募资	908	-769	0	0	实收资本	692	692	692	692
股权募资	2	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4373	4777	5298	5956
其他	-739	-16	-4	-4	少数股东权益	216	234	249	273
<b>融资活动现金流</b>	<b>171</b>	<b>-785</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>7126</b>	<b>6536</b>	<b>7352</b>	<b>8254</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-289</b>	<b>-400</b>	<b>193</b>	<b>262</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 27 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  
 于成龙 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,京北方,广联达,中控技术,用友网络,金溢科技,拉卡拉,锐明技术,拓尔思,金山办公,捷顺科技,中孚信息,恒华科技,航天信息,京东数科,启明星辰,海康威视,金蝶国际,长亮科技,久远银海,广电运通,美亚柏科,寒武纪-U,奇安信-U,博思软件,安恒信息,华宇软件

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。