

2019 年 04 月 12 日

万集科技 (300552.SZ)

前瞻布局自动驾驶，ETC 业务有望迎来拐点

■业绩符合预期。公司发布 2018 年报，全年实现收入 6.92 亿元，同比增长 10.13%，归母净利润 658 万元，同比下降 82.65%。利润分配预案为拟每 10 股派现 0.13 元（含税）。公司另发布 2019Q1 业绩预告，预计收入同比增长超过 50%，其中 ETC 业务收入增幅预计达一倍左右。

■研发等费用增加较快，现金流实现改善。1) 成本方面，毛利率较去年下降 3.97pct，主要由于毛利率较高的 ETC 路侧天线在收入结构中占比下降。2) 费用方面，期间费用率较去年同期增加 3.70pct，主要由于研发投入以及办公租赁费用的增加。3) 现金流方面，公司对于销售合同质量进行了严格把关，减少或避开占用资金较大且周转较慢的合同，适当提升合同预付款比例，经营性现金流净额优于去年同期。

■ETC 业务实现大幅增长。1) ETC 业务方面，市场占有率提升，车载单元销量上升 54.15%。随着 2018 年 Q4，全国高速公路撤销省界收费站的推进，用于非 ETC 车辆的复合通行卡销售快速增长，上述两项产品的销售增长使得 ETC 业务整体销售收入达到 3.01 亿元，同比增长 36.27%。2) 动态称重业务主动提高了签订合同的标准，对于计重收费类业务中付款条件不理想的合同做了筛选，全年实现营收 3.38 亿元，同比下降 2.35%。激光监测业务由于全国交通流量调查系统二期项目建设进度有所延后，实现营收为 2938 万元，同比下降 51.38%。

■激光雷达与 V2X 等自动驾驶前瞻孵化业务成果显著。1) 激光雷达方面，公司的 8 线激光雷达项目进行了大量的实车路测，并向多个整车厂和自动驾驶厂商提供设备进行测试，各项车规级测试全部通过，具备了向车企供货的初步条件。并完成了 32 线车载激光雷达小批试产，进行了累计超过 9000 公里的路测，同时完成了 32 线路侧激光雷达原理设计及工程样机设计验证。2) V2X 项目方面，公司完成了基于 LTE-V2X 模组的准车规级车载通信终端设计和生产，开发了基于 V2X+3D 激光雷达的路侧智能感知系统。明确了 V2X+T-box 的前装产品思路，通过了 V2X 工程样件车规级测试。通过与示范区、整车厂、芯片模组厂商、运营商等开展了广泛且深度的合作，在行业内形成了一定的知名度与影响力。

■投资建议：公司近年来在激光雷达与 V2X 等自动驾驶领域进行了深度的前瞻布局与大量投入，正式商用的脚步渐行渐近。ETC 业务受政

公司快报

证券研究报告

行业应用软件

投资评级 **买入-A**

维持评级

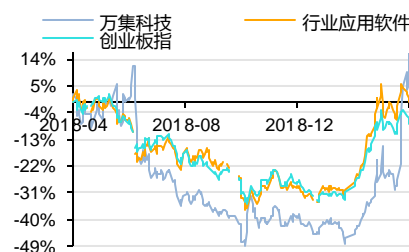
6 个月目标价：**37.00 元**

股价 (2019-04-11) **30.16 元**

交易数据

总市值 (百万元)	3,246.27
流通市值 (百万元)	1,244.21
总股本 (百万股)	107.63
流通股本 (百万股)	41.25
12 个月价格区间	13.30/30.16 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	52.92	60.28	27.18
绝对收益	50.8	94.33	20.92

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

徐文杰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070001
xuwj@essence.com.cn
010-83321050

相关报告

策催化也有望迎来拐点。预计 2019、2020 年 EPS 分别为 0.65 元、1.02 元。维持“买入-A”评级，六个月目标价 37 元。

■风险提示：行业政策落地进度低于预期；市场竞争加剧

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	628.6	692.3	1,038.4	1,453.7	1,889.9
净利润	37.9	6.6	70.0	110.0	148.3
每股收益(元)	0.35	0.06	0.65	1.02	1.38
每股净资产(元)	7.04	7.04	7.69	8.51	9.61

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	85.6	493.6	46.4	29.5	21.9
市净率(倍)	4.3	4.3	3.9	3.5	3.1
净利润率	6.0%	0.9%	6.7%	7.6%	7.8%
净资产收益率	5.0%	0.9%	8.5%	12.0%	14.3%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.4%	0.7%	0.9%
ROIC	7.9%	-1.4%	13.3%	16.0%	14.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	628.6	692.3	1,038.4	1,453.7	1,889.9	成长性					
减:营业成本	385.5	452.1	649.7	915.9	1,202.5	营业收入增长率	-1.1%	10.1%	50.0%	40.0%	30.0%
营业税费	5.7	7.1	9.7	13.9	18.4	营业利润增长率	-21.8%	-105.5%	-3593.6	56.3%	35.3%
销售费用	88.7	103.3	145.0	189.0	263.9	净利润增长率	-45.3%	-82.6%	964.8%	57.2%	34.8%
管理费用	118.7	57.8	143.1	198.8	225.6	EBITDA 增长率	-62.4%	198.9%	46.4%	45.7%	30.6%
财务费用	-2.1	4.9	3.7	9.1	14.1	EBIT 增长率	-76.0%	341.2%	35.4%	60.6%	36.8%
资产减值损失	17.8	13.2	15.5	15.5	14.7	NOPLAT 增长率	-23.0%	-123.0%	-955.2%	60.6%	36.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.3%	-10.7%	33.3%	49.9%	6.7%
投资和汇兑收益	0.7	-2.3	1.0	2.0	3.0	净资产增长率	1.8%	0.5%	8.6%	9.9%	12.1%
营业利润	38.2	-2.1	72.7	113.6	153.7	利润率					
加:营业外净收支	1.0	-0.1	0.7	1.7	1.7	毛利率	38.7%	34.7%	37.4%	37.0%	36.4%
利润总额	39.1	-2.1	73.4	115.3	155.5	营业利润率	6.1%	-0.3%	7.0%	7.8%	8.1%
减:所得税	1.2	-8.3	7.3	11.5	15.5	净利润率	6.0%	0.9%	6.7%	7.6%	7.8%
净利润	37.9	6.6	70.0	110.0	148.3	EBITDA/营业收入	3.7%	10.0%	9.7%	10.1%	10.2%
						EBIT/营业收入	2.0%	8.2%	7.4%	8.4%	8.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	62	31	-4	-9	-11
						流动营业资本周转天数	217	220	183	205	205
						流动资产周转天数	533	492	435	450	450
						应收账款周转天数	248	268	236	251	251
						存货周转天数	86	86	86	86	86
						总资产周转天数	632	616	504	487	477
						投资资本周转天数	292	285	209	213	203
						投资回报率					
						ROE	5.0%	0.9%	8.5%	12.0%	14.3%
						ROA	3.4%	0.5%	4.0%	4.6%	5.1%
						ROIC	7.9%	-1.4%	13.3%	16.0%	14.6%
						费用率					
						销售费用率	14.1%	14.9%	14.0%	13.0%	14.0%
						管理费用率	18.9%	8.4%	13.8%	13.7%	11.9%
						财务费用率	-0.3%	0.7%	0.4%	0.6%	0.7%
						三费/营业收入	32.7%	24.0%	28.1%	27.3%	26.6%
						偿债能力					
						资产负债率	32.2%	39.1%	49.6%	59.5%	62.0%
						负债权益比	47.4%	64.3%	98.6%	147.0%	163.0%
						流动比率	2.51	2.27	2.15	2.06	1.95
						速动比率	2.13	1.82	1.72	1.68	1.56
						利息保障倍数	-6.07	11.62	20.52	13.49	11.87
						分红指标					
						DPS(元)	0.07	-	0.13	0.20	0.28
						分红比率	20.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.2%	0.0%	0.4%	0.7%	0.9%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	37.9	6.2	70.0	110.0	148.3	EPS(元)	0.35	0.06	0.65	1.02	1.38
加:折旧和摊销	10.5	13.8	24.8	24.8	24.8	BVPS(元)	7.04	7.04	7.69	8.51	9.61
资产减值准备	17.8	13.2	16.0	16.0	15.0	PE(X)	85.6	493.6	46.4	29.5	21.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	4.3	3.9	3.5	3.1
财务费用	-0.7	6.0	3.7	9.1	14.1	P/FCF	-79.4	32.4	252.5	20.7	19.9
投资损失	-0.7	2.3	-1.0	-2.0	-3.0	P/S	5.2	4.7	3.1	2.2	1.7
少数股东损益	-	-0.4	-4.0	-6.2	-8.4	EV/EBITDA	112.9	18.9	30.7	22.8	17.2
营运资金的变动	-182.1	-77.7	-138.5	-404.1	-118.2	CAGR(%)	39.9%	182.8%	-1.6%	39.9%	182.8%
经营活动产生现金流量	-77.5	-24.7	-28.9	-252.4	72.6	PEG	2.1	2.7	-28.9	0.7	0.1
投资活动产生现金流量	-87.6	28.9	1.0	2.0	3.0	ROIC/WACC	0.8	-0.1	1.3	1.6	1.5
融资活动产生现金流量	54.1	12.9	126.7	375.0	55.2	REP	5.6	-18.0	3.3	2.0	2.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文、徐文杰声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
北京联系人	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034