

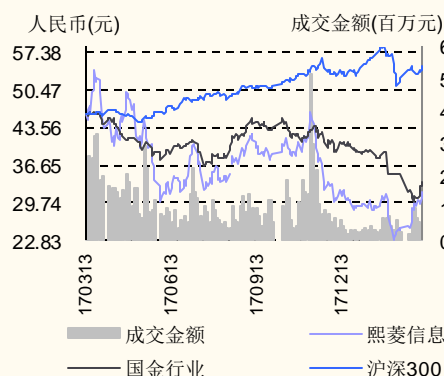
## 熙菱信息 (300588.SZ) 增持 (首次评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 31.67 元  
 目标价格 (人民币): 37.00-38.00 元

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	31.29
总市值 (百万元)	3,167.00
年内股价最高最低 (元)	54.19/22.83
沪深 300 指数	4108.87



## 新疆安防市场爆发，业绩拐点已现

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.379	0.426	0.802	1.073	1.361
每股净资产 (元)	2.28	3.03	3.80	4.83	6.15
每股经营性现金流 (元)	0.31	0.31	-0.48	0.22	0.73
市盈率 (倍)	83.57	74.35	39.48	29.53	23.26
行业优化市盈率 (倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率 (%)	15.83%	49.88%	88.32%	33.71%	26.92%
净资产收益率 (%)	16.59%	14.04%	21.13%	22.21%	22.14%
总股本 (百万股)	75.00	100.00	100.00	100.00	100.00

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **公司是新疆安防本土企业中的领军者：**公司目前拥有“魔力眼”智慧安防和“SNAM”业务安全审计两大系列核心产品，其中来自智能安防业务的营收占比高达 70% 以上。从地域上看，新疆是公司业务的主战场，公司是全疆卡口联网应用平台、全疆图像解析系统的承建方，已经为阿克苏、喀什、和田、克州等南疆地区多个地州市县的公安提供落地实战应用，并于今年 7 月份中标 4.06 亿元的新疆呼图壁县公安局“科技围城”项目。从公司以往承建的新疆安防项目及近期中标的单个项目金额可以充分显示出公司作为新疆本土安防企业龙头的实力。
- **两大催化剂加入使得新疆安防市场全面爆发：**新疆是我国反恐维稳的主战场，因此新疆安防市场需求旺盛；新疆安防市场开放，疆内疆外市场同台竞争，新疆安防市场供给也十分充足——但是巨大的财政收支矛盾却使得“供需两旺”的新疆安防市场难以饱和。得益于“雪亮工程”的推进（催化剂 1）以及 PPP 在全国范围内推广（催化剂 2）使得长期以来难以饱和的新疆安防市场从 2016 下半年开始全面爆发。经估算，新疆政府投入到一类监控点（前后端+运营）建设的金额大约为 200 亿以上，加上二类监控点建设之后投入的金额将超 400 亿。
- **受益于新疆安防市场的爆发以及软件产品营收比重提升所带来的整体毛利率提升，公司业绩出现明显拐点：**公司在安防产业链中身兼“安防软件提供商”和“安防工程实施商”两角，新疆安防市场的爆发驱动公司营收增长提速。另一方面，“雪亮工程”的工作重点分为点位建设、联网共享、应用深化三个阶段，公司新推出的“魔力眼”智慧安防系列产品聚焦于公安实战应用，随着“雪亮工程”逐渐推进至“应用深化”阶段，公司高毛利率的软件产品将在业绩中得以体现。

### 投资建议与估值

- 受益于雪亮工程和 PPP 催化作用下新疆安防市场的高景气度，以及软件产品营收比重增加带来综合毛利率的提升，我们预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 1.07 元、1.36 元，对应当前股价市盈率分别为 30 倍、23 倍，给予“增持”评级。

### 风险

- 政府资金短缺风险；行业竞争加剧风险；应收账款坏账风险

钱路丰 分析师 SAC 执业编号：S1130517060003  
 qianlufeng@gjzq.com.cn

蒲梦洁 联系人  
 pumengjie@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、熙菱信息：新疆智能安防与信息安全领域领军企业.....	4
1.1、始于信息安全，成于智能安防.....	4
1.2、智能安防为公司核心业务，疆内是公司业务主战场.....	4
1.3、大股东集中持股，实际控制人曾为政府部门职员.....	7
2、新疆是安防需求和供给都十分强劲的市场.....	7
2.1、“反恐维稳”总目标促使新疆安防需求十分强劲.....	7
2.2、疆内外安防企业共同角力，市场供给亦充足.....	8
2.3、财政收支矛盾使得“供需强劲”的新疆安防市场难以饱和.....	9
2.4、两大“催化剂”加入，新疆安防市场全面爆发.....	12
3、公司作为新疆本土安防厂商将优先受益区域市场爆发.....	21
3.1、公司在安防产业链中兼两重角色，同业比较毛利率尚有提升空间.....	21
3.2、短期内独立承接大型 PPP 项目有困难，但可受益于项目分包.....	24
3.3、公司正享受“雪亮工程”政策红利，推动业绩更上一层楼.....	25
3.4、疆外市场以保税区项目为主，业绩增长还看安防类项目.....	26
4、盈利预测.....	27
5、风险提示.....	28

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司现已形成“智慧安防”和“业务安全审计”两大产品体系.....	5
图表 3：公司智能安防软件产品已经在全国多个省市成功应用推广.....	5
图表 4：公司今年上半年营收和净利润大幅增加.....	6
图表 5：智能安防业务是公司第一大收入来源.....	6
图表 6：分业务营收及其增速变化情况.....	6
图表 7：各大类业务毛利率变化情况.....	6
图表 8：公司疆外和疆内营收比重“三七”分.....	7
图表 9：疆内业务毛利率明显高于疆外.....	7
图表 10：公司股权结构.....	7
图表 11：新疆总人口数在大陆 31 个省中位列第 25 名.....	8
图表 12：外省公司纷纷与新疆本土企业合资设立新疆分公司.....	9
图表 13：我国公安视频监控系统建设最早可以追溯至 2004 年，依次经历了 4 个发展阶段.....	9
图表 14：各省“平安城市”建设历程.....	10
图表 15：新疆摄像头密度与其他省份相比还有明显差距.....	11
图表 16：新疆墨玉县 2017 年全年预计存在 10.19 亿元的维稳资金缺口.....	11
图表 17：南疆和边境地区是新疆“贫困县”的“重灾区”.....	11
图表 18：新疆财政收支缺口呈现逐年扩大的趋势.....	12

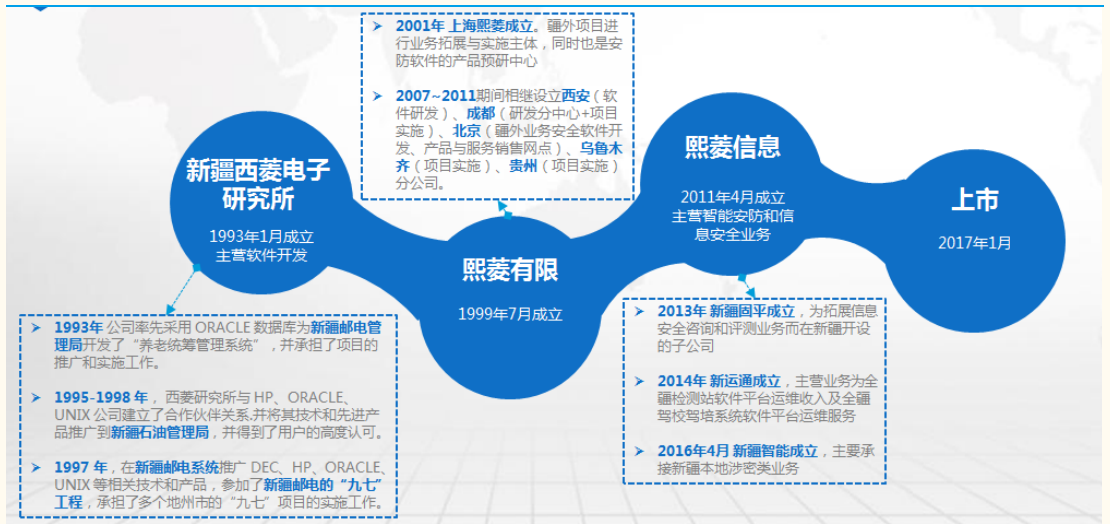
图表 19: 公安视频图像采集点共分为三类, 其中一类监控点由公安和综治建设管理 .....	13
图表 20: 福建和浙江“雪亮工程”工作目标及进度安排 .....	13
图表 21: 内蒙古政府在 2015-2020 年期间“雪亮工程”一、二类点位建设中计划投入 399 亿元 .....	14
图表 22: 2016 年以来全国 PPP 项目需求持续加大 .....	15
图表 23: 截至 2017.6 末新疆入库 PPP 项目个数位列全国第二 .....	15
图表 24: 2016 年以来新疆各地区“平安城市”中标情况统计: 上亿元的大单全部采用了 PPP 模式 (蓝色部分) .....	16
图表 25: PPP 安防项目对申请人的要求高于 BT 项目 .....	20
图表 26: “平安石城”PPP 项目采用 BOT 模式, 创新了安防类项目的运作模式 .....	20
图表 27: 熙菱信息处于安防产业链中游“软件提供商”和下游“系统集成商”的位置 .....	21
图表 28: 安防软件领域主要有四类企业在相互竞争 .....	22
图表 29: 公司以智能安防设备及工程实施业务为主 .....	22
图表 30: 设备及工程实施的毛利率较低 .....	22
图表 31: 2013~2016.9.30 智能安防及信息化工程前十大项目中的安防项目 .....	23
图表 32: 与同行业公司相比, 公司智能安防业务综合毛利率较低 .....	23
图表 33: 公司软件开发业务的毛利率低于同行 .....	24
图表 34: 公司智能安防工程施工业务毛利率较低 .....	24
图表 35: 熙菱信息项目资金储备与实力较强的安防公司相比存在差距 .....	25
图表 36: 平安城市 PPP 项目周期长且投资额大 .....	25
图表 37: 公司人员储备方面尚有提升空间 .....	25
图表 38: “魔力眼”系列产品服务于公安视频图像系统 .....	26
图表 39: 2013~2016.9.30 智能安防及信息化工程前十大项目中的保税区项目 .....	26
图表 40: 公司近年承接的保税区项目 .....	27
图表 41: 熙菱信息盈利预测关键假设 .....	28

## 1、熙菱信息：新疆智能安防与信息安领域领军企业

### 1.1、始于信息安全，成于智能安防

- 公司成立于1999年，并于2017年1月登陆创业板，成为新疆地区第一家成功上市的软件和信息技术服务业企业。公司前身是新疆西菱电子研究所，主要为客户开发应用软件。公司从2009年开始涉足安防市场，目前已经形成“安防业务为主，信息安全业务为辅”的业务结构。

图表 1：公司发展历程

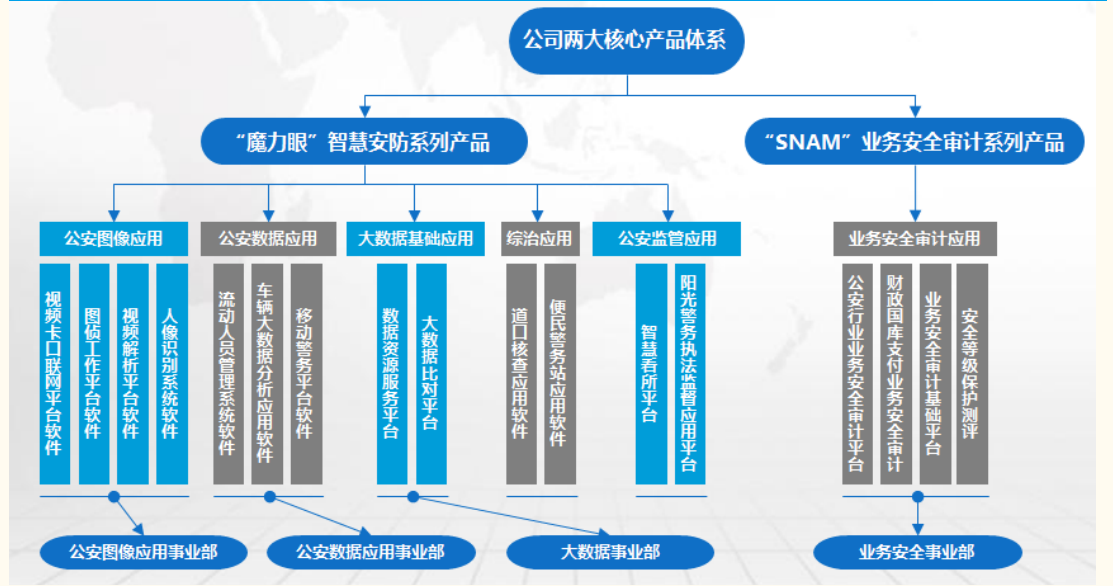


来源：招股说明书，公司公告，国金证券研究所

### 1.2、智能安防为公司核心业务，疆内是公司业务主战场

- 公司目前主要有“魔力眼智慧安防系列产品”和“SNAM 业务安全审计系列产品”两大产品体系。其中“魔力眼智慧安防系列产品”所面对的下游客户主要集中于公安领域，该系列产品主要是由公司上市之前“智能安防业务”中的视频卡口深度应用平台软件、图侦工作平台软件等产品，和公司上市之后募资投入 7649 万元的“魔力眼智慧安防平台”项目整合而成，公司智能安防产品的应用场景涉及平安城市（包括交通道口、卡口视频监控，公安厅、公安局视频图像分析，智慧监狱等）、保税区、机场、重大会议活动视频图像分析等等；“SNAM 业务安全审计系列产品”，主要功能是采集各类信息化系统的重要操作行为并进行相应分析，该产品的下游客户覆盖公安、金融、电力、电信、卫生、教育、军工等大中型企业和组织，目前公司的公安业务安全审计平台已经在陕西、新疆、吉林省公安厅得到成功推广。
- 公司除了针对上述产品为客户做定制化软件开发外，还为客户提供与特定软件产品相关的工程施工及技术咨询服务。除此之外，公司还有部分业务涉及除上述两大类产品之外的软件开发服务、系统集成服务，对应营业收入中的“其他软件开发与服务”。

图表 2：公司现已形成“智慧安防”和“业务安全审计”两大产品体系



来源：公司宣传手册，国金证券研究所

图表 3：公司智能安防软件产品已经在全国多个省市成功应用推广

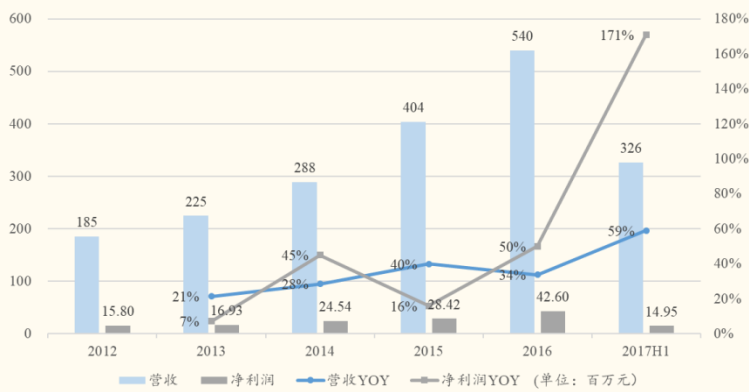
应用案例		所实现的功能
大数据应用	新疆和田人员流动预警平台	实现警务工作对象、高危地区人员、重点乡镇人员、本地关注、辖区关注人员、长期滞留人员比对结果及预警信息的精准推送，帮助民警掌握辖区人员动态
	新疆维吾尔自治区公安厅卡口车辆大数据分析应用平台	主要功能有车辆信息查询、过车信息比对、重点车辆预警（派出所辖区列管车辆预警、检查站列管车辆预警、车辆积分预警、关注车辆实时动态推送）
	上海市公安局道口“一查通”系统	能利用交通道口、检查岗亭的前端设备采集到的信息，对人员、车辆统一核查，提供预警信息
	遵义市警务云计算中心	汇集包括省厅回传的遵义数据，本地公安警种以及本级社会资源采集数据，并提供图像联网、图像侦查、重点车辆/人员管控大数据分析等多种应用融合
	杭州市公安局滨江分局智慧安防系统平台	对辖区内人员相关信息、卡口过车信息、MAC 采集信息等多维数据进行充分关联、挖掘和应用；对高危人员预警；利用以图搜图、以图搜视频、人脸识别帮助公安人员快速抓获犯罪人员
图像应用	乌鲁木齐市图侦工作平台	生成视频摘要、图像视频增强、整合接入所有图像资源并实现图像资源基于 PGIS 的交互应用、人脸识别、视频图像结构化、基于图像分析的案件串并、比对，自动生成嫌疑对象的活动轨迹、自动生成案事件研判报告
	上海公安局宝山分局视频图像综合应用平台	针对全区各警种、各地域、各种案件提供图像研判分析（具体功能同上）
	全疆卡口联网应用平台	将不同时期公安系统建设的视频监控设备、电子警察、卡口设备整合在一起，汇聚全疆卡口过车数据，为后续研判分析提供数据支撑
	全疆图像解析系统	由区厅、县级两级图像解析平台构成，对视频内容进行结构化分析、信息提取、汇聚整合各类视频图像信息资源（包括监控视频资源、视频结构化分析信息、视频大数据分析数据），将以上信息进行比对、碰撞，并对数据进行深度挖掘和研判
业务安全审计应用	陕西、新疆、吉林省公安厅公安信息系统应用日志审计平台	分为旁路采集子系统和信息系统应用日志安全审计子系统，其中旁路采集子系统对重要业务系统的操作内容进行提取，安全审计子系统对采集到的数据进行统一的分析和审计
解决方案	乌鲁木齐市高新区机场公安检查站安检系统	运用了公司的“魔力眼安检站智能查控解决方案”，该解决方案由安检站智能预警诱导系统、安检站道闸智能控制系统组成，可以实现实时预警、卡口预警、分流安检、视频图像分析等功能
	昌吉市重点公共区域治安监控系统	运用了公司的“平安城市解决方案”，该解决方案以综合应用管理平台为核心，由高清卡口系统、高清电子警察系统、人员卡口系统、城区视频监控系統、无线移动警务系统、社会面资源整合系统等组成

伊犁州公安局指挥中心系统工程	运用了公司的“指挥中心解决方案”，涉及语音调度系统、显示系统、视频控制系统、集中控制系统、接地系统、音频控制系统、门禁控制系统的建设施工
新疆维吾尔自治区道路运输管理局数据中心机房建设项目	运用了公司的“机房工程解决方案”，涉及土建工程、电气工程、空调工程、消防工程、弱电工程的建设施工
上海市虹口区智慧看守所	运用了公司“智慧看守所解决方案”，实现了具有实时监控、智能判别、实时应急处置等多种功能的智能管控方式

来源：公司宣传手册，国金证券研究所

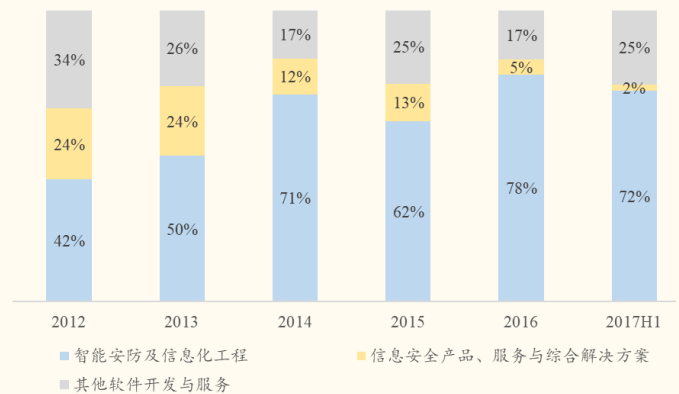
- 近三年公司“智能安防业务”营收占比稳定在70%左右，已成为第一大收入来源；从2016年开始智能安防业务的营收增长明显提速，近三年毛利率表现较为平稳。公司通过提供业务安全审计产品所获得的收入从2016年开始出现大幅降低，但是由于业务安全审计业务中软件开发的成分较大，所以该业务毛利率在三类业务中最高。

图表 4：公司今年上半年营收和净利润大幅增加



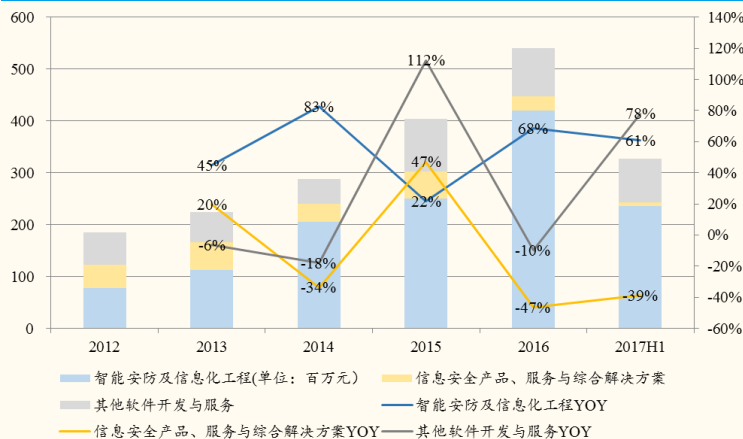
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：智能安防业务是公司第一大收入来源



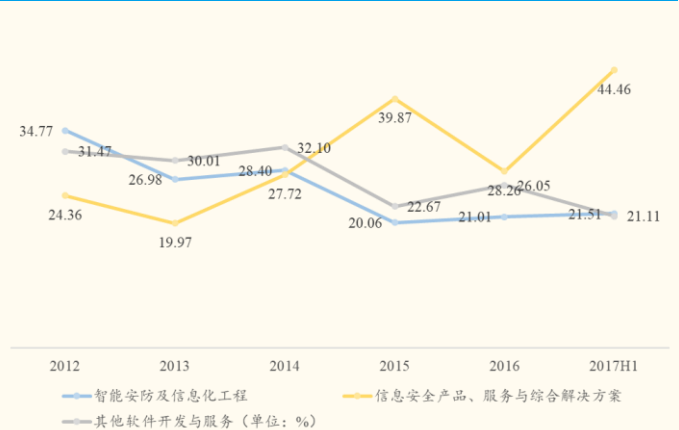
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：分业务营收及其增速变化情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 7：各大类业务毛利率变化情况

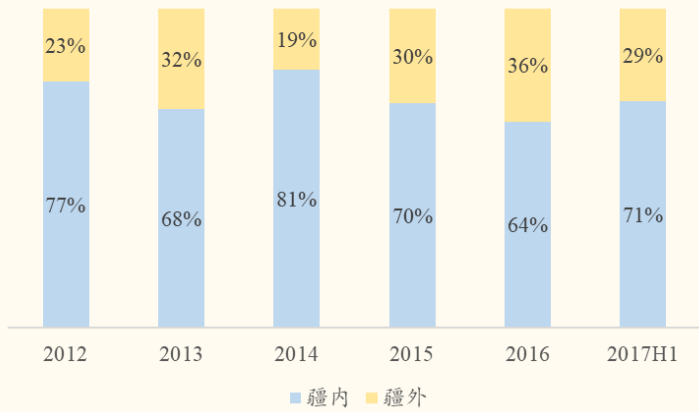


来源：wind，国金证券研究所

- 新疆是公司业务主战场，疆外疆内业务占比三七分。公司扎根新疆十八载，智能安防业务方面已与新疆公安部门建立了深厚的业务往来关系，疆内业

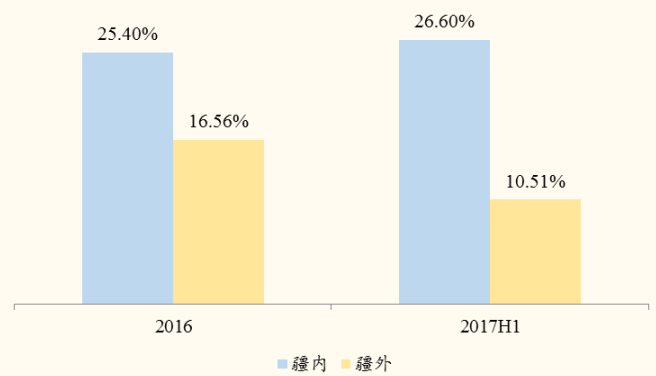
务占比历年来稳定在 70%左右，但疆内市场业务毛利率明显高于疆外市场，主要是由于疆外疆内业务结构上的差异（详见 3.4 节分析）。同时得益于新疆安防市场在 2016 年下半年开始爆发，且爆发期还尚未结束，公司今年承接平安城市的订单量和单笔订单金额提升，将使得 2017 疆内业务总体占比进一步提升。

图表 8：公司疆外和疆内营收比重“三七”分



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：疆内业务毛利率明显高于疆外

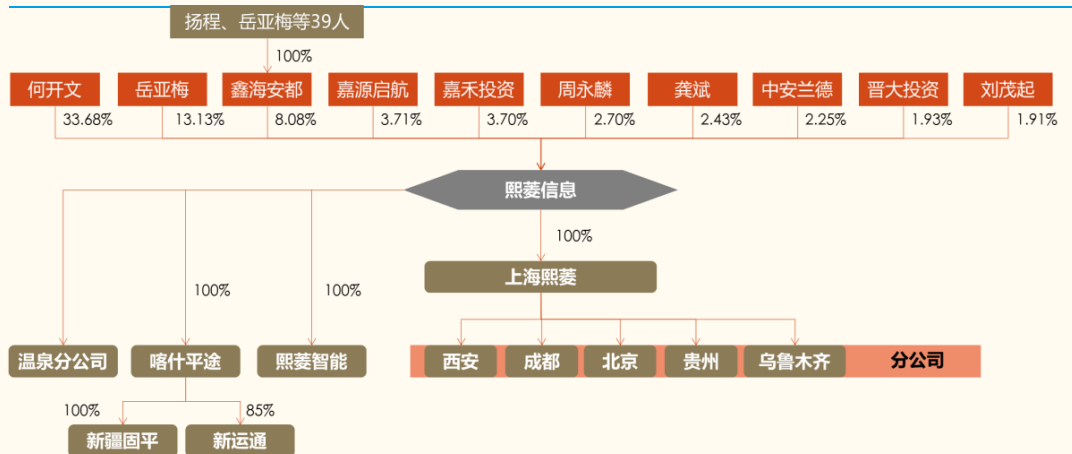


来源：wind，国金证券研究所

### 1.3、大股东集中持股，实际控制人曾为政府部门职员

- 公司控股股东及实际控制人何开文与岳亚梅夫妇（合计持股 46.81%）均有在政府工作的背景。其中何开文曾任职于新疆维吾尔自治区信息化计算机领导小组办公室，岳亚梅曾任职新疆水利水电研究所助理工程师，新疆维吾尔自治区工商行政管理局副主任科员。

图表 10：公司股权结构



来源：招股说明书，公司公告，国金证券研究所

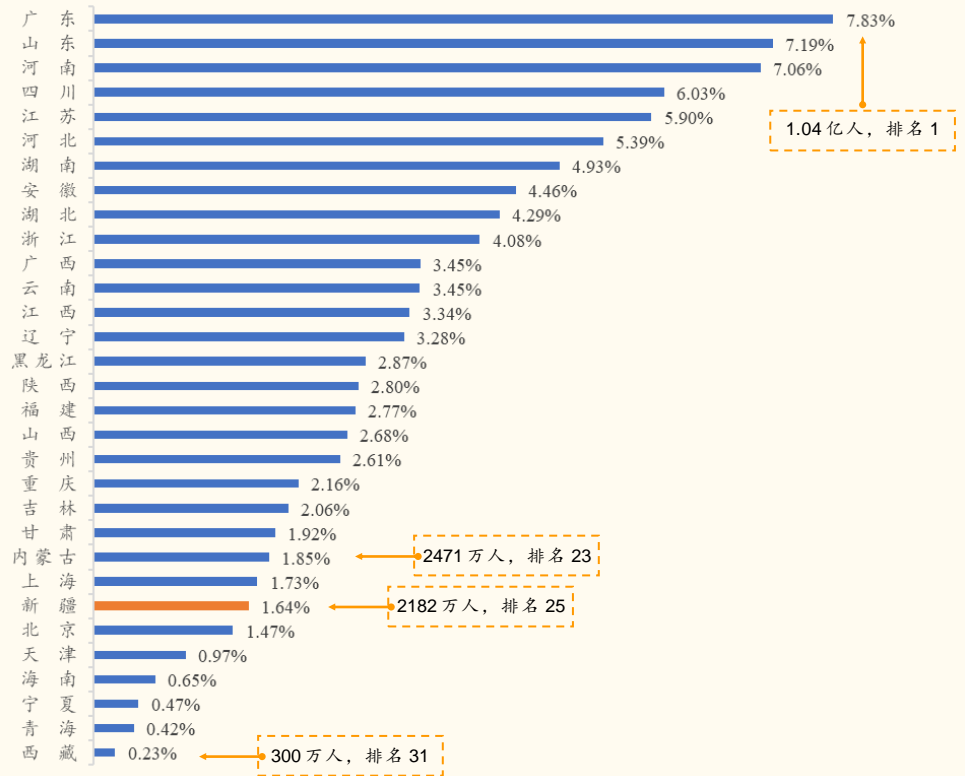
## 2、新疆是安防需求和供给都十分强劲的市场

### 2.1、“反恐维稳”总目标促使新疆安防需求十分强劲

- 就维护公共安全的目的而言，安防主要用于监控人的行为，所以总需求一方面可以由人口数量决定。但是从 2010 年第六次人口普查的数据来看，

新疆总人口数并不多（2182 万人，占全国总人口数的 1.64%），在中国大陆 31 个省中排名 25。从中国统计局的数据可以看出，新疆总人口数并不多，那么是什么样的因素使得新疆成为我国需求巨大的安防市场？

图表 11：新疆总人口数在大陆 31 个省中位列第 25 名



来源：中国统计局，国金证券研究所

- 反恐形势严峻使得“社会稳定和长治久安”成为新疆工作的总目标（其他大部分省总目标重点均在于发展经济），促使新疆安防需求尤为旺盛：据新疆维吾尔自治区公安厅统计，自 2009 年以来，新疆每年打掉的危害现行组织团伙案均在百起以上，呈现高位徘徊态势，其中 2012 年新疆暴恐案件 190 余起，比上年大幅增加（数据来源：新华网）。新疆公安干警的牺牲率是内地公安干警的 5.4 倍；2014 年，新疆基层干部猝死在工作岗位上的有 230 多人，大大超过内地平均数；新疆的烈士占全国的 1/3（数据来源：新疆维吾尔自治区党委书记张春贤，新京报）。基于以上严峻的反恐形势，2014 年 5 月习近平主席在第二次中央新疆工作座谈会上强调“社会稳定和长治久安是新疆工作的总目标”新疆维吾尔自治区党委决定从 2014 年 5 月 23 日到 2015 年 6 月，以新疆为主战场启动严打暴力恐怖活动专项行动。从 2015 年开始，“维护社会大局稳定”被放在了《政府工作报告》接下来一年的工作安排中的首要位置。

## 2.2、疆内外安防企业共同角力，市场供给亦充足

- 疆内已有上千家安防企业，而且疆外安防企业进入新疆安防市场并没有高壁垒阻碍，因此新疆安防市场相对开放且供给充足。承接政府安防订单需要满足一定资质。截止至 2017 年 9 月底在新疆本土拿到安防工程企业资质的共有 1013 家，其中获得安防工程企业一级资质的共有 111 家，获得二级资质的共有 170 家，获得三级资质的共有 732 家（数据来源：新疆安防行业协会）。全国范围内，任何一家拿到安防工程资质的企业都可以



在新疆市场拓展业务，诸如海康威视、大华股份之类的外省安防设备制造商，佳都科技、高兴新等外省智慧城市、平安城市领域的系统集成商早已将业务拓展至新疆腹地。

图表 12：外省公司纷纷与新疆本土企业合资设立新疆分公司

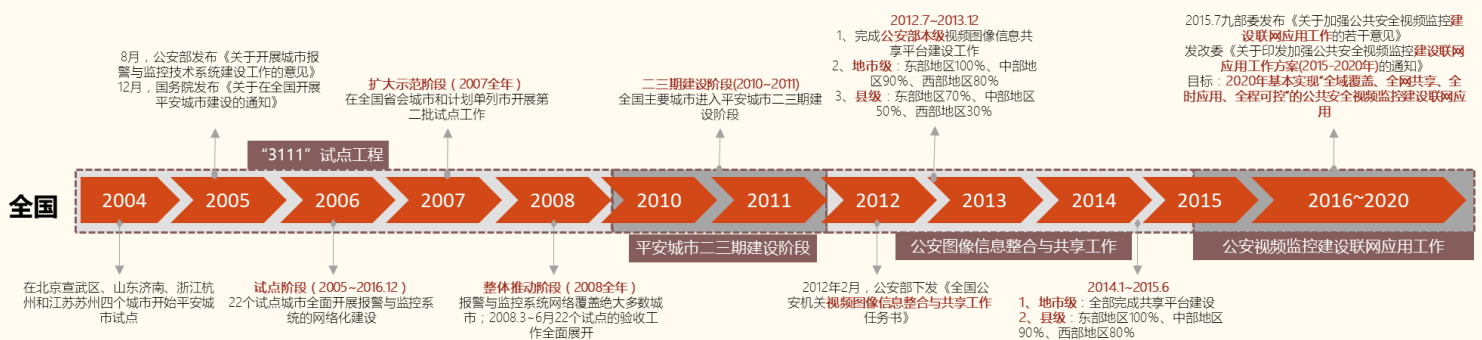
时间	参与设立主体	合资公司
2014.4	新疆交通建设集团股份有限公司、中国智能交通系统(控股)有限公司(CIC)	新疆交建智能交通信息科技有限公司
2014.4	佳都科技、乌鲁木齐健讯科技有限公司	新疆佳都健讯科技有限公司
2014.12	赛为智能、自然人靳德良先生	新疆赛为智能技术开发有限公司
2015.3	延华智能、石河子城市建设投资经营有限公司、新疆生产建设兵团投资有限责任公司、上海卓悦投资	新疆智慧城市信息科技股份有限公司
2016.4	上海电科集团、乌鲁木齐城投集团	新疆城科智能科技股份有限公司

来源：公司公告，ITS114，国金证券研究所

### 2.3、财政收支矛盾使得“供需强劲”的新疆安防市场难以饱和

- 我国视频监控系统建设最早可以追溯至 2004 年，发展至今依次经历了“3111”试点工程建设、平安城市建设（“天网工程”）、公安图像信息整合与共享工作、公安视频监控建设联网应用工作（“雪亮工程”）4 个发展阶段。在中央统一规划下，全国各省份建设步调基本一致，但建设的质量各有差异。人口较多、经济较为发达的沿海城市（例如广东）对视频监控的投入力度最大，2013~2015 年每年新增加约 4~5 万个一类视频图像采集点；内地省份（例如湖南、河南）每年则新增 1~3 万个摄像头（见图表 17）；同时作为边陲省份，新疆摄像头密度远不及内蒙古。从以上数据可以看出新疆公安视频监控系统建设仍有明显提升空间，此前篇幅我们已经得到“新疆安防市场供需均十分强劲”的结论，那么是什么原因导致新疆安防市场的发展和其他省份相比仍有滞后，为什么供需强劲的市场多年来仍未饱和？

图表 13：我国公安视频监控系统建设最早可以追溯至 2004 年，依次经历了 4 个发展阶段



来源：发改委，公安部，国金证券研究所绘制

**图表 14：各省“平安城市”建设历程**

省份	2012	2013	2014	2015
河南	全省新增前端点位近 4 万个，投资金额近 15 亿元，高清、智能视频监控点的比例超过 30%	全省累计投入建设资金超过 8 亿元，新增摄像机 2.6 万余个，全省摄像机总数达 33 万多台，重点区域视频监控覆盖率达到 85%	18 个省辖市全部与公安部实现级联，市县联网总数由 2013 年的 95 个县提升到 100 个县	N/A
湖南	全年共投资约 3 个亿，基本实现省市两级视频平台联网	新装摄像机 1.2 万余个，几年来全省共建摄像机 5 万余个	全省新安装摄像机 3 万余个，实现了省、市、县三级监控平台的联网	新增摄像机 3 万多个，基本实现了部、省、市、县四级监控资源的联网共享（联网率 90%），开发完成了全省公安视频图像综合管理与应用系统、年底完成视频联网共享平台的升级改造项
吉林	全省新增视频监控摄像机 7 万余个	全省新增视频监控探头 129677 个，其中，公共高清视频监控探头新增 6412 个，社会监控探头新增 123265 个，全省共投入建设资金 39750 万元 全面部署推进全省农村视频监控系统建设任务，2014 年底前完成所辖乡镇村屯视频监控系统 50% 的任务，2015 年底前完成全省 717 个乡镇 9405 个行政村视频监控系统建设任务	新增视频监控摄像机达 16 万个，其中公共高清监控摄像机新增近 1.8 万个 全省乡镇村屯视频监控系统建设规划建设公共点视频监控摄像机近 3 万，目前已建设近 2 万个	全省视频监控摄像机总量突破 70 万台，其中公共点视频监控摄像机总量达到 5.1 万台，全面完成 1.8 万台农村视频监控点位建设任务 全面完成 108 个异构平台整合级联，全省公共点联网率达到 92.4%
内蒙古	全区已安装各类公共安全监控摄像机 50 万余台，接入公安网的摄像机 3 万多台	全区社会公共监控摄像机总数突破 63 万台，实现了盟市级平台建设任务 100%、旗县级平台建设任务 100%、平台间联网任务 100% 等 3 个百分之百的重大突破	2014 年底，全区已经安装各类公共安全监控摄像机 100 万余台，接入公安网的摄像机 5 万多台 讨论警务云、视频云实战平台等先进技术的落地及推广规划，为建设全区视频云存储做准备	N/A
广东	N/A	截至 2013 年 10 月份，广东省共建视频监控摄像机 110 万个，其中公安可直接调用的一类视频监控摄像机约 11 万个	全省已累计新建、改建一、二类图像采集点共计约 180 万个，其中公安机关可直接调控的一类图像采集点 16 万余个，联网高清治安卡口约 1800 个	全省已建成一、二类图像采集点共计约 203 万个，其中，公安机关可直接调控的一类图像采集点 20.2 万个，以政府部门或社会单位为主建设的图像采集点 182.9 万个，高清治安卡口 3000 多个 2015 年底，已实现了与公安部及全省 21 个地级以上市、顺德区公安局视频监控平台的级联
新疆	N/A	截至 2013 年 10 月，全疆公安机关自建前端摄像机 19686 个（一类），社会面监控摄像机总量 121585 个，接入公安机关 9393 个	N/A	N/A

来源：《中国安全防范行业年鉴》（2012-2015），国金证券研究所整理

图表 15: 新疆摄像头密度与其他省份相比还有明显差距

	广东	内蒙古	新疆
摄像头数量(万个)	110	63	15
人口数(万人)	10644	2498	2264
摄像头密度(个/万人)	103	252	66

截至 2013 年, 新疆公安监控摄像头密度不及沿海发达省份广东以及西北边陲省份内蒙古

	广西柳州市	新疆石河子市
摄像头数量(个)	10352	1000
人口数(万人)	386	63
摄像头密度(个/万人)	27	16

2016 年, 新疆石河子市政府投资建设的摄像头密度不及柳州市, 可以反映出新疆摄像头密度仍有提升空间

注: 2013 年纳入“摄像头数量”统计的不仅包括政府投资建设的摄像头数量, 还包括社会面自建的摄像头; 而 2016 年纳入“摄像头数量”统计的只包括政府出资建立的摄像头。由于 2013 和 2016 统计口径不同, 所以导致 2013 新疆全省和 2016 石河子市摄像头密度数据差异较大

来源:《中国安全防范行业年鉴(2013)》, 中国新闻网, 石河子市公安局局长陈大疆, 论文《信息化背景下新疆公安视频综合应用平台建设研究》, wind, 国金证券研究所绘制

- 新疆省级对重大维稳决策已作出安排部署但向下传导至县一级时, 由于县一级财政存在巨大的维稳资金缺口, 使得新疆安防市场难以饱和。新疆共有 27 个国家级贫困县, 占自治区县总数的 31.4%。南疆三地州下辖 24 个县(包括县级市、自治县), 其中 19 个县为国家级贫困县, 占全区国家级贫困县总数的 70.37%, 上述贫困县均沿塔克拉玛干沙漠或帕米尔高原连片分布; 其中 6 个国家级贫困县分布在北疆、东疆高寒地区。**南疆和新疆边境地区是我国反恐维稳的主要战场, 但同时又面临着“80%县市均为国家级贫困县”的尴尬处境, 巨大的反恐维稳需求与巨大的财政缺口之间存在着尖锐矛盾。**以和田地区的国家级贫困县墨玉县为例, 2017 年 1~5 月墨玉县共计完成财政收入 1.49 亿元, 而同期财政支出高达 21.71 亿元, 财政支出为财政收入的 20 倍还多。其中 2017 年全年专门用于维稳项目的资金缺口就有 10.19 亿之多。而墨玉县的财政自给率仅为 5.7%, 大部分财政支出依靠中央及自治区转移支付补助, 面对这巨大的缺口资金, 财政综合财力调度面临空前的压力。

图表 16: 新疆墨玉县 2017 年全年预计存在 10.19 亿元的维稳资金缺口

序号	维稳项目	预计 2017 年资金缺口
1	公安专网租赁费、便民警务站经费、43 个卡点运转经费、便民警务站辅警工资、协警缺口资金、便民警务站仿照事业人员工资、特警人员支出	24359 万元
2	民兵工资	3706 万元
3	两所一中心建设项目	62948 万元
4	教育培训中心	10893 万元
总计		101906 万元

来源:《新疆墨玉县 2017 年 5 月财政运行分析报告》, 国金证券研究所

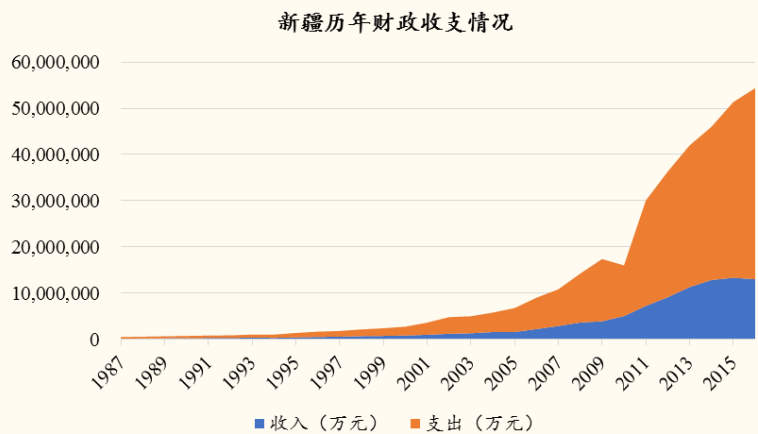
图表 17: 南疆和边境地区是新疆“贫困县”的“重灾区”

分区	地市名	县(市)名
南疆三地州 (下辖 24 个县市)	国家扶贫开发重点县(市) 19 个	和田地区: 和田县、墨玉县、皮山县、洛浦县、策勒县、于田县、民丰县 喀什地区: 疏附县、疏勒县、英吉沙县、莎车县、叶城县、岳普湖县、伽师县、塔什库尔干塔吉克县 克孜勒苏柯尔克孜自治州: 阿图什市、阿克陶县、阿合奇县、乌恰县
	比照国家扶贫开发工作重点县(市) 5 个	和田市、喀什市、泽普县、麦盖提县、巴楚县
边境地区	国家边境扶贫重点	和田县、皮山县、叶城县、塔什库尔干塔吉克县、阿图什市、阿克陶

(32个县)	县(市) 17个	县、阿含奇县、乌恰县、乌什县、察布查尔锡伯县、托里县、裕民县、和布克赛尔蒙古自治县、吉河县、吉木乃县、巴里坤哈萨克自治县、伊吾县
特困山区	特困山区村 299个	
片区外的扶贫开发工作重点县	国家扶贫开发重点县 8个	尼勒克县、察布查尔锡伯县、托里县、吉木乃县、青河县、柯坪县、乌什县、巴里坤哈萨克自治县
	自治区扶贫开发重点县 3个	和布克赛尔蒙古自治县、裕民县、伊吾县
贫困村	贫困村 3868个	

来源：新疆自治区扶贫办，国金证券研究所

图表 18：新疆财政收支缺口呈现逐年扩大的趋势



来源：wind，国金证券研究所

## 2.4、两大“催化剂”加入，新疆安防市场全面爆发

### ■ 催化要素一：“雪亮工程”在全国推进

“雪亮工程”指公共安全视频监控建设联网应用工程示范城市建设。2015年7月九部委下发《关于加强公共安全视频监控建设联网应用工作的若干意见》，正式在全国范围内推动“雪亮工程”建设。从《意见》和各省《公共安全视频监控建设联网应用工作实施方案》中可以总结出，“雪亮工程”建设期为2015年下半年~2020年底，在此期间中国公安视频监控系统建设重点集中于以下3个方面：

- **全域覆盖（点位建设）**——到2020年一类监控点覆盖率达到100%，且改建新建的摄像机必须全部为高清摄像机；二类监控点的覆盖率达到100%。在一类监控点中，大部分地区只拓展到省市县三级，城市社区和乡村公共区域尚未覆盖，这是未来“雪亮工程”点位建设的重点。
- **联网共享（视频信息共享平台建设+网络建设+视频资源整合）**——到2020年所有一类监控点联网率要达到100%，二类监控点涉及公共区域的联网率应达到100%。各省均在重点推进二类公共安全视频监控点及城市社区、乡镇农村地区三类监控点建设联网。
- **深化应用（应用体系建设）**——利用数据挖掘、人像比对、车辆识别、智能预警、无线射频、地理信息、北斗导航等现代技术，提升公安视频监控系统智能化水平。这一方面的建设是熙菱信息“魔力眼”智能安防系列产品的所覆盖领域。

图表 19: 公安视频图像采集点共分为三类, 其中一类监控点由公安和综治建设管理

	覆盖区域	建设及管理
一类	<b>重点区域:</b> 覆盖主要道路、重点区域、重点部位、重点场所等, 包括城镇主要路段路口、高速公路治安卡口、公路检查站和收费站、涉及国计民生的企事业单位门口、农村公共区域、县级行政区域重点界线界桩	由政府出资, 公安机关、综治组织为主建设、管理
二类	<b>重点行业、领域:</b> 覆盖次要部位、次要场所, 包括城市交通枢纽(机场、火车站等)、公共交通工具、高铁沿线、加油(气)站、高速公路、医疗卫生、大中小学、金融、旅游景区、重点林区、文化广场、大型商场等公共安全区域	根据“谁使用、谁安装”, 由相关政府部门和企事业单位建设并管理
三类	<b>其他重点区域:</b> 一般企事业单位、商户、居民社区或者住宅小区, 一般部位、普通场所, 包括农村乡镇(包括库区移民村)、车辆卡口点、停车场管理系统接入点	根据“谁使用、谁安装”, 由相关政府部门和企事业单位建设并管理

来源:《福建省公共安全视频监控建设联网应用工作实施方案》, 国金证券研究所

从福建和浙江两省的《实施方案》进度安排可以发现:

- **福建分 5 年完成:** 2016 年工作重心放在点位建设, 2017 重点在联网共享工作, 2018~2020 工作重点在于应用深化+继续提高一二三类监控点的覆盖率和联网率。
- **浙江分 3 年完成:** 2016 工作重点为点位建设, 2017 为联网共享, 2018 为应用深化。

福建和浙江是东部沿海城市, 财力雄厚, 对“雪亮工程”推进速度较快, (其中浙江是我国大型安防企业聚集地, 安防建设全国领先)。我们认为西部城市推进速度稍慢于东部沿海城市, 但是工作重点安排应与东部沿海城市一致, 同样遵循“**点位建设—联网共享—应用深化**”的流程, 若滞后时间为 1 年, 则 2017 年将迎来点位建设高峰期, 而 2018 则为联网共享高峰期, 2019~2020 重点在于应用深化。

图表 20: 福建和浙江“雪亮工程”工作目标及进度安排

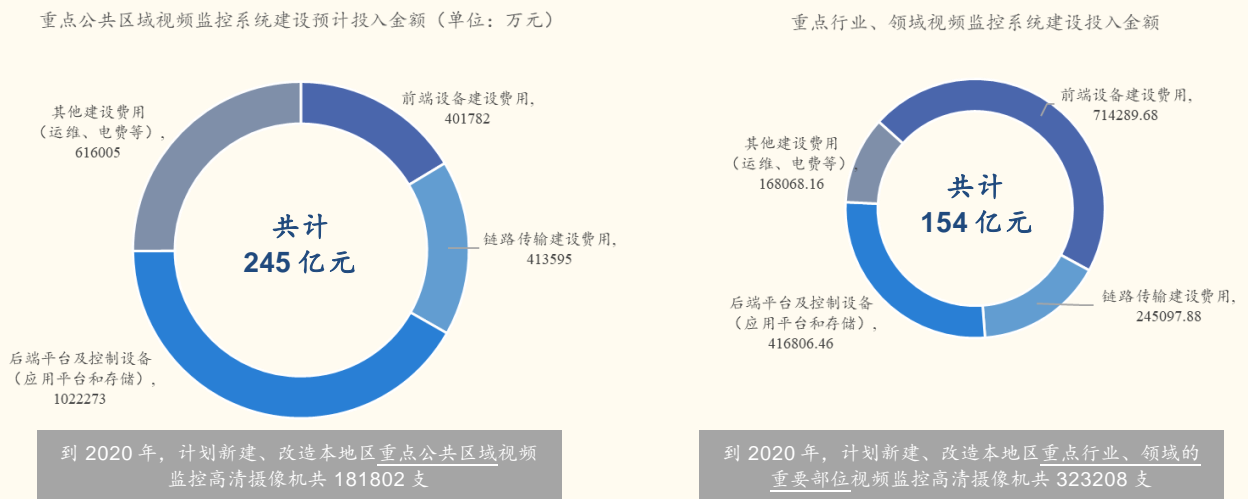
福建	
工作目标	<p>(1) 提高全省视频监控覆盖率: 2016 年计划新建一类监控点联网高清摄像机 41225 台; 到 2020 年建成一类监控点联网高清摄像机 18.1 万台, 建成二类监控点联网摄像机 20 万台, 完成确有必要联网的新建住宅小区、停车场等三类视频监控点接入。</p> <p>(2) 建成视频图像联网传输网络</p> <p>(3) 实现视频图像共享</p> <p>(4) 探索视频图像资源开放开发应用</p>
进度安排	<p><b>2016:</b> (1) 推进城乡社区视频监控系统建设, 新建住宅小区公共区域视频监控覆盖率达到 100%; (2) 推进全省风景名胜区、自然遗产保护区视频监控系统建设, 实现<b>重点行业、领域</b>的重要部位视频监控覆盖率达到 80%; (3) 推动高速公路、医疗卫生、大中小学、金融、中石油、中石化等<b>重点单位</b>公共安全视频监控图像资源<b>联网接入共享平台</b></p> <p><b>2017:</b> (1) 一类视频监控点视频监控覆盖率 100%、新建高清摄像机比例达到 100%, 联网率 100%; (2) <b>重点公共区域(二类)</b>视频监控覆盖率达到 100%、视频监控联网率达到 80%</p> <p><b>2018~2020:</b> (1) <b>推进视频图像信息深度应用:</b> 建立省级公共安全视频图像数据处理分析中心, 建成基本满足实战应用需求的视频图像信息智能化实战服务功能模块; (2) 到 2018 年, 实现城市道路交叉口、重要道路节点, 案件高发区域道路等<b>重点公共区域</b>智能视频监控的全域覆盖。(3) 至 2019 年, 实现学校、医疗机构、大型商场、旅游景区、文化广场、住宅小区等<b>人员密集场所</b>的公共安全视频监控点接入共享平台。(4) 到 2020 年, 实现本地区<b>重点行业、领域</b>的重要部位视频监控覆盖率达到 100%, 视频监控联网率达到 100%, 视频监控摄像机完好率达到 95%, 新建视频监控高清摄像机比例达到 100%。符合条件的住宅小区公共区域视频监控覆盖率达到 100%。</p>
浙江	
工作目标	<p>(1) <b>监控点位建设:</b> 优化城区布局, 拓展乡镇、村视频监控建设, 到 2020 年重点公共区域视频监控覆盖率达到 100%; 新建、改建项目逐步增加高清智能摄像机的数量, 优先选用智能、高清、低照度、宽动态摄像机。</p> <p>(2) <b>网络建设:</b> 建设全省统一的<b>政府视频专网</b>, 并与电子政务视联网对接(目前省市县三级已经完成)</p> <p>(3) <b>视频信息共享平台建设:</b> 目前省市县三级已经完成</p> <p>(4) <b>视频资源整合:</b> 依托视频专网, 利用视频信息共享平台, 采用直接(间接)接入、信息采集等方法整个视频资源, 实现视频信息共享应用</p>

	(5) <b>应用体系建设</b> : 建设公安视频信息实战应用平台、视频图像信息应用平台
<b>进度安排</b>	<b>点位建设</b> : 2016年6月底前完成汇报, 汇总后报省协调工作组核准, 按40%、30%、30%的比例, 分3年完成。
	<b>网络建设</b> : 2017年底前视频专网延伸至有共享需求的政府职能部门, 完成城乡视频专网一体化建设。 <b>视频信息共享平台建设</b> : 2017年底前完成市县视频信息共享平台功能优化、性能提升工作 <b>资源整合</b> : 2017年底前重点公共区域视频监控联网率达90%, 非直接接入视频信息共享平台的视频资源信息采集率达80%; 2018年底, 重点行业、领域涉及公共区域的视频图像资源联网率达100%, 非直接接入视频信息共享平台的视频资源信息采集率达95%。 <b>应用体系建设</b> : 2016年底前完成省、市、县三级公安视频图像信息实战应用基础平台和视频图像信息数据库建设, 并实现联网; 公共安全监控视频与市综治平台及县乡两级社会治理综合指挥平台联网率分别达到100%、100%及30%以上。2018年底前, 完成省、市、县三级政府视频信息应用平台基础架构的搭建, 并实现联网。

来源: 福建、浙江省《公共安全视频监控建设联网应用工作实施方案》, 国金证券研究所整理

**粗略估算, 新疆政府投入到一类监控点(前后端+运营)建设的金额大约为200亿元以上, 加上二类监控点建设投入金额将更多。**由于新疆《公共安全视频监控建设联网应用工作实施方案》尚无公开资料可查, 我们可以以内蒙古公布的《实施方案》作为参考, 估计同作为西北边陲省份的新疆政府对安防市场的投入有多大。内蒙古将投入399亿元用于“雪亮工程”一类、二类监控点前端、传输、后端建设及运营, 建成后将新增18万个和32万个摄像机分别安装于一、二类监控点位, 平均每支一类摄像机投入13万(前端+后端+运维)。新疆石河子市2015年政府自建摄像机(一类)共1000个, 经过2016年“平安石城”PPP项目建设过后, 将新增5000支摄像机, 人均新增摄像机80支/万人, 以“平安石城”和内蒙古每支一类摄像机投入数据作为参考, 则新疆政府投入到“雪亮工程”一类点位建设的金额大约为  $2398 \text{万人} \times 80 \text{(支/万人)} \times 13 \text{(万/支)} = 249 \text{亿元}$ 。

图表 21: 内蒙古政府在 2015~2020 年期间“雪亮工程”一、二类点位建设中计划投入 399 亿元



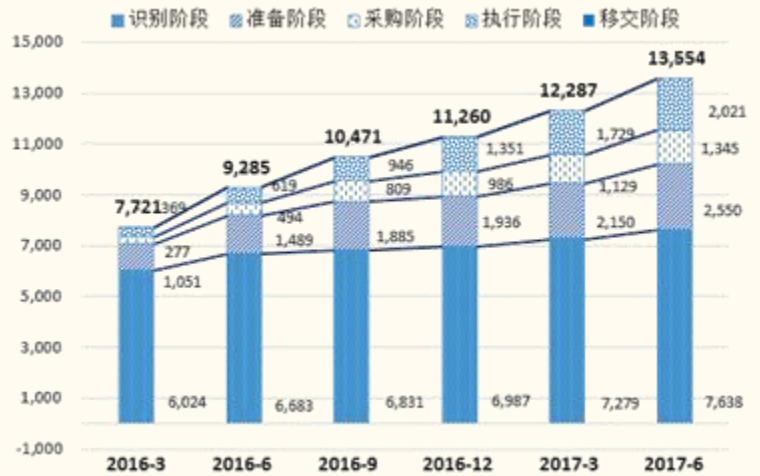
来源: 《内蒙古公共安全视频监控建设联网应用工作实施方案》, 国金证券研究所绘制

### ■ 催化要素二: PPP 使得政府融资模式获突破

从 2016 年开始, PPP 在全国范围内的推进明显提速。2014 年 9 月财政部发布《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》, 使得 2014 年成为 PPP 在全国范围内推广的开端之年。自 2016 年 1 月末至 2017 年 6 月末, 月均增长项目 386 个、投资额 4,842 亿元, PPP 项目需求持续加大。其中新疆 PPP 项目的入库数量位居全国第二。

图表 22：2016 年以来全国 PPP 项目需求持续加大

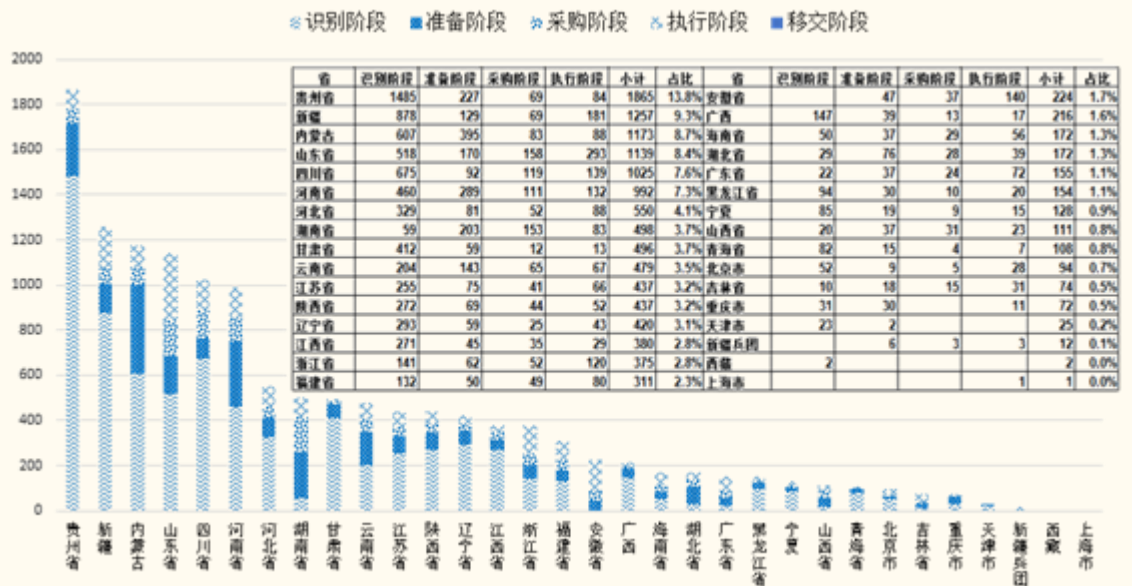
2017 年 6 月末全国各阶段入库项目数季度变化趋势（个）



来源：财政部政府和社会资本合作中心季报，国金证券研究所绘制

图表 23：截至 2017.6 末新疆入库 PPP 项目个数位列全国第二

2017 年 6 月末各地区入库项目数按阶段分布情况（个）



来源：财政部政府和社会资本合作中心季报，国金证券研究所绘制

随着 PPP 在全国的推广，平安城市项目从以 BT 模式为主转为 PPP 模式为主。以新疆地区为例，自 2016 年 4 月新疆首个平安城市 PPP 项目——“平安石城”PPP 项目签约之后，上亿元的大单全部采用了 PPP 模式（具体以 BOT 形式为主），而采用传统模式的只有总投资规模在百万和千万级别这样的安防项目。

**图表 24：2016 年以来新疆各地区“平安城市”中标情况统计：上亿元的大单全部采用了 PPP 模式（蓝色部分）**

时间	项目	中标单位	合同金额	项目建设内容
2016.4	库车县公安局平安城市五期采购项目	新疆通信监理有限公司	106.02 万元	平安城市视频监控(五期)及乡镇监控接入, 提供满足本期工程设计的设备材料; 对前端监控点进行复核勘察(包括监控点安装条件、安装方式、安装位置等), 负责设备的安装调试; 根据设计对现有网络架构进行升级改造。根据设计文件范围对乡镇监控整合接入视频专网。
	“平安石城” PPP 项目	浙江大华系统工程有限公司	2.9 亿元	治安防控前端、交通管理前端、平台系统、指挥中心、指挥调度、资源汇聚共享、安全系统、机房建设、视频云摘要、云存储、人脸识别、车辆大数据、社会视频资源整合接入、四台合一、公安专网 IP 电话、无线图传及 350 兆集群对讲系统扩容等。
2016.5	呼图壁县平安城市建设三期采购项目	安徽四创电子股份有限公司	115.92 万元	
	博乐市政府采购公安局平安城市第五期监控项目采购	新疆浦汇信息技术有限公司	1445 万元	
	伽师县公安局四级网高清视频会议系统改建、平安城市监控补点及应急通讯系统组网建设项目	新疆泰克软件开发有限公司	994.85 万元	伽师县公安局四级网高清视频会议系统改建、平安城市监控补点及应急通讯系统组网建设
	米东区社会治安视频监控(五期)建设项目	上海邮电设计咨询研究院有限公司		人脸卡口和人脸识别系统, 宗教寺院内部监控建设和重点清真寺视频监控储存升级改造设计。
	昌吉州准噶尔公安局视频监控系统项目	安徽四创电子股份有限公司	559 万元	
2016.6	昌吉平安城市立体防控“天眼”子系统项目设计	上海邮电设计咨询研究院		昌吉市重点公共区域治安监控系统(四期)建设、一键可视报警系统建设
	玛纳斯县平安城市视频监控系统新建及改造项目设备采购及安装监理及施工	新疆天锐信息技术有限公司	924.21 万元	本次项目建设前端监控点位分布在玛纳斯县城派出所、广东地派出所、兰州湾派出所、包家店派出所、早卡子滩派出所、乐土驿派出所、头官派出所、凉州户派出所辖区范围内的主要路口、重点单位和复杂场所等区域, 后台建设新增云存储设备、图侦服务器、人脸识别比对服务器、车脸数据结构化服务器、媒体交换服务器、交通媒体交换服务器、行为分析服务器等, 以上后台服务器需与昌吉州公安局视频监控平台无缝对接。
	塔城地区公安机关视频监控体系建设工程	新疆泰克, 广州杰赛, 江苏东大金智, 中国通广电子等	接近 1 亿元	视频监控体系建设
	2016 年奎屯电信平安城市全球眼维修项目(一期、二期)			2016 年奎屯电信平安城市全球眼维修项目(一期、二期), 除光缆外所有维修内容
	巴楚县平安城市建设 PPP 项目	佳都新太科技	4074 万元	1) 860 路治安视频监控系统建立及设备的配置; 2) 警务室对讲系统的配套及连接; 3) 后端存储应用系统, 包含云存储系统、图侦作战系统、前期设备对接、综合管理系统等布置; 4) 机房、指挥中心、DNA 实验室的基础建设及设备安装; 5) 色力布亚派出所周界防范系统的建立; 6) 报警柱、云台摄像机的部署等。
	温宿县平安城市监控建设 PPP 项目	北京天辰致远投资有限公司	39258.01 万元	新建工程包括摄像系统、指挥大屏安装、指挥机房装修等, 改造工程包括项目指挥中心机房设备更新、监控设备更新改造等, 存量项目包括一期屏幕系统、视频监控系统等。



	库车县公安局“平安城市”六期视频监控建设项目设计	新疆通信规划设计院和布克赛尔	115 万元	第一包：新城、东城、老城、古力巴格、火车站五个辖区 302 路视频监控建设任务（立杆 91 根，抱臂 11 根）；城区 4 套电子警察、5 套交通卡口建设任务；平安城市六期后端集成（平台扩容和网络建设）；乌恰镇、阿拉哈格镇、比西巴格乡、齐满镇四个乡镇 274 路视频监控建设任务（立杆 106 根，抱臂 1 根）；吾尊镇、牙哈镇、阿克苏塘乡、塔里木乡、二八台五个乡镇 344 路视频监控建设任务（立杆 130 根）。第二包：依西哈拉镇、玉其吾斯塘乡、阿格乡、北山四个乡镇 194 路视频监控建设任务（立杆 70 根）；全县 18 套高空激光夜视摄像头建设任务；牙哈机房搬迁改造；哈尼卡塔木乡、墩阔坦镇两个乡镇 332 路视频监控建设任务（立杆 112 根）。
	昌吉平安城市立体防控“天眼”建设项目内部执法场所高清摄像机改造工程		650 万元	昌吉平安城市立体防控“天眼”建设项目内部执法场所高清摄像机改造工程采购及安装、调试、运营维护等内容
	沙雅县平安城市视频监控系统建设 PPP 项目单一来源采购	新疆乾坤信息技术	10896.89 万元	将目前沙雅县公安局现有的视频监控等存量资产经过中介机构评估后转让给社会资本方，同时，由社会资本方承担新建项目的融资、建设，并将存量视频监控体系与新建的视频监控系统整合，建成后，社会资本负责存量与新建项目的运营维护，合同期满后项目资产及相关权利无偿移交沙雅县人民政府或指定的政府机构。
	鄯善县智慧城市-智慧公安视频监控建设项目（PPP）			项目公司承担本项目的投资、建设、运营、维护的职责，并提供相关视频监控服务工作。
2016.10	疏勒县政府采购公安局监控设备采购项目采购	立昂技术股份有限公司		第一标段监控、卡口一批，第二标段高空云盘一批；第三标段警务室指挥体系；第四标段派出所分控中心。
	策勒县智慧城市 PPP 项目	浙江大华系统工程有限公司	19142.31 万元	项目建设内容可概括为“四大体系，九大系统工程”，四大体系包含信息体系、政务体系、经济体系和民生体系，九大系统工程包含城市运营中心、基础数据库、云计算中心、平安城市、智能交通、智慧政务、智慧教育、智慧社区、智慧农业。
	2016 年水磨沟区交警大队视频指挥中心改造建设项目			建设指挥中心大厅大屏幕系统，安装一个 4 行 4 列 60 英寸 DLP 拼接大屏，在 DLP 大屏两侧安装 5 行 2 列 55 英寸 LCD 拼接屏，并完成集成安装以及平安城市视频监控平台的对接。
	疏勒县公安局安防设备采购项目			第一包：疏勒县公安局监控卡口一期升级改造项目，第二包：疏勒县庭院化管理系统及事业单位及场所访客系统，第三包：疏勒县公安局指挥体系建设项目，第四包：疏勒县公安局新建车管所内部安防弱电系统项目
2016.12	乌鲁木齐高新区（新市区）平安城市社会综合治理防控系统 PPP 项目	海康威视	59661 万元	前端感知系统、视频解析中心、视频图像信息共享系统、综合监控运维系统等，其中，建设视频监控摄像机约 3 万路。
	准东经济技术开发区平安城市视频监控 PPP	北京大唐高鸿数据与新疆中科博杰联合体	8400 万元	在开发区辖区内建设治安卡口、电子警察及视频监控系统、350M 警用数字集群、指挥中心会商会议系统（包括 3 个会议室、1 个图控中心、1 个接报警中心）、标准的图侦工作室及相关系统、9 套高空瞭望系统、扩充中心储存系统、社会资源接入平台系统等。
	乌鲁木齐经济技术开发区（头屯河区）平安城市视频监控维护项目			乌鲁木齐经济技术开发区（头屯河区）平安城市视频监控系统，共计 603 个前端点位分布于开发区（头屯河区）主要道路及重要场所。
2017.1	英吉沙县政法委平安城市视频监控维护			英吉沙县政法委平安城市视频监控维护
2017.2	沙雅县平安城市建设项目		8496.89 万元	高清摄像机（2019 路，含 150 套拾音设备），卡扣电警改造（44 套改造和新建 3 套），光纤链路（509.5 千米），庭院式管理系统（15 区域 22 套），电子围栏（100 套 WIFI 探针和 11 套手机侦

				码), 分控中心建设 (1 处新建和 3 处改造), 数据中心, 人脸采集预警系统, 视屏深度应用平台, 情报指挥一体化 (指挥平台和情报平台应用)
2017.3	库尔勒市公安局平安城市视频监控改造项	中通服公众信息产业股份有限公司	1127.23 万元	监控设备、机房扩建、平台设备
	伊犁州特克斯县公安局采购“平安城市”设备维护服务项目	新疆维吾尔自治区通信产业服务有限公司		特克斯县公安局采购“平安城市”设备维护服务项目
2017.4	五师中心团场八十三团 (沙山子镇) 视频监控建设项目	中国电信集团系统集成有限责任公司新疆分公司	218 万元	五师中心团场八十三团 (沙山子镇) 视频监控的供货、安装集成、调试、培训及质保期内的服务。
	特克斯县“平安城市” (三期) 建设项目			新疆伊犁州特克斯县公安局视频监控、治安卡口、平台建设采购项目平台及存储。
	达坂城区 BRT 站台、公交车视频监控项目	杭州海康威视数字技术股份有限公司		
	和田县公安检查站建设 PPP 项目	浙江大华系统工程有限公司	12826.32 万元	负责本项目的投资、建设、建成后的特许经营管理维护等。
2017.5	于田县平安城市 PPP 项目		33691.53 万元	前端感知系统、网络与安全系统、大数据中心、视频图像共享平台、清真寺寺联网系统、综合运维系统、机房及配套工程、基层维稳调度中心。
	莎车县平安城市建设项目 (PPP)	浙江大华系统工程有限公司、南北联合信息科技有限公司	386506.88 万元	莎车县公共视频联网共享平台、莎车县便民警务站项目、莎车县人员密集场所基础设施建设、莎车县乡村综合维稳基础设施建设、其他建设项目
	库车县 2017 年智慧城市 PPP 项目	库车天辰安防有限公司、库车广丰建设有限公司	15.07 亿元	一键式报警建设, 社会资源接入平台建设, 大数据中心平台、设备和机房建设, 视频边界平台, 无人机, 村视频监控建设, 乡镇视频监控建设, 县城视频监控建设, 村警务室视频会议系统, 乌恰、乌尊、阿拉哈格、牙哈培训中心视频监控, 视频应用平台、解析平台等共计 22 个子项目
	且末县平安城市 PPP 项目	浙江大华系统工程有限公司、立昂技术股份有限公司	3.7 亿元	本次且末县平安城市 PPP 项目的投资、建设、运营、维护及移交。
	青河县平安城市监控项目			平安城市监控
	若羌县“平安城市视频监控” (乡、镇级视频监控) 建设项目			30 套 55 寸 LED 显示屏等配套设备
	克拉玛依市公共安全类 PPP 项目	克拉玛依市城市建设投资发展有限责任公司、克拉玛依市城投城市建设开发有限责任公司	122846.6114 万元	
2017.7	巴楚县城区、乡村视频监控、卡口及高空瞭望机采购建设项目	佳都科技	23768.80 万元	平安城市、道路卡口、重点场所治安监控、便民警务站、机房数据中心等建设内容
	哈密市伊州区公安局一体化联合作战前端智能卡口建设项目	哈尔滨新中新电子、广东铂亚信息、新疆蓝达安科	3150 万元	一体化联合作战前端智能卡口建设项目
	拜城县 2014-2015	新疆天视中控安	97.24 万元	视频监控和治安卡口电力故障维护

	年“平安城市”视频监控和治安卡口电力故障维护	防工程有限公司		
	哈密市伊州区平安城市二期升级改造建设项目		4380 万元	公安局局中心扩容及安全系统升级改造，东河、石油派出所片区监控改造与新建以及派出所巡控室改造，小河沟、大营房、城北、北郊路派出所片区监控改造与新建以及派出所巡控室改造，西河、丽园派出所片区监控改造与新建以及派出所巡控室改造。
	“平安喀什”PPP 项目	高新兴科技集团股份有限公司	27150 万元	治安监控系统建设、图侦实战平台建设、治安卡口、全方位立体防控系统、图侦大队及分控中心建、一键式报警、科所队监控改造、IP 电话系统、无线图传、移动警务、数据机房等模块组成，实际建设内容需参考本项目技术方案。
	米东区社会治安六期视频监控项目设计	上海邮电设计咨询研究院有限公司	115 万元	(1) 米东区重要的人员密集区域、重点单位、所有宗教场所门口等区域新增摄像机 600 个，(包括：1、165 个乡村主要道路路口；2、150 个村、社区门前和 15 个乡镇街道办事处门前等基层政单位的门口；3、97 个便民警务站前；4、在米东区主要人员密集区域进行增补)；(2) 在米东区主要道路新增卡口 30 处 120 个车道 (包括：羊毛工 5 个，长山子 1 个卡口，102 团与梧桐村交界处的卡口，上沙河卡口，魏家泉卡口合计 30 处)；(3) 对 82 个宗教场所内部新增摄像机 400 个和拾音器 82 个 (每个宗教场所的室内 2-4 个摄像机和 1 个拾音器，室外 1-2 个摄像机)；(4) 柏杨河养殖区，西二渠的养殖区等企业自行建设视频监控系统的接入；(5) 村、镇自建监控的接入 (包括古牧地镇、羊毛工镇等相关单位自行建设的视频监控系统)。
2017.8	独山子区更换平安城市监控第一、二、三期前端摄像机项目	中国电信股份有限公司独山子分公司	182.38 万元	平安城市监控第一、二、三期前端摄像机

来源：新疆招标网，中国采招网，新疆各地方政府采购网，国金证券研究所

**PPP 项目对于政府以及社会资本而言均有裨益。采用 PPP 模式进行安防项目的建设其优点在于：**

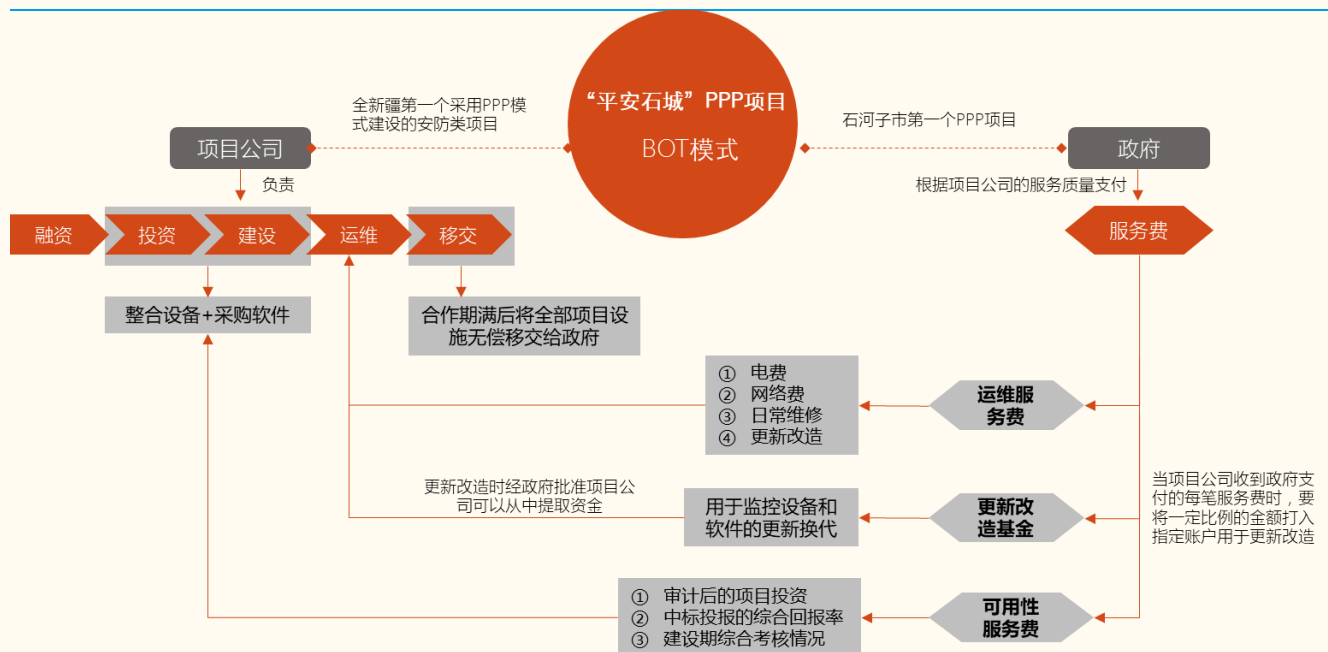
- **对于政府而言：一定程度上缓解了财政收支矛盾及政府部门资金供给压力，将大型项目的负债主体从政府变为市场公司，以较少的初期政府资金投入撬动数倍于政府资金的社会资本。以“平安石城”为例，PPP 模式下政府通过“可用性服务费+运维服务费”按年向企业支付费用，缓解了所有资金都在初期投入所带来的压力。**
- **对于企业而言：PPP 毛利率一般高于 BT 模式。高毛利率主要源于 PPP 模式对申请人资格要求较 BT 模式高，竞争没有低门槛的 BT 项目激烈，申请人价格压力较小。另一方面，对于 PPP 中的经营性项目，在保证特许经营协议约定质量的基础上，通过提升效率、节约成本来获取盈利；但是对于安防这样的公益性项目，公安视频图像数据涉密不对外开放，所以相对于健康、养老、旅游等 PPP 项目，公益性项目通过 PPP 项目来获得运营收入不太可能，因此公益性项目的毛利率要低于经营性项目。**

图表 25: PPP 安防项目对申请人的要求高于 BT 项目

	PPP 项目对申请人的要求	BT 项目对申请人的要求
主体要求	独立法人实体，联合体投标最多不超过两家	独立法人资格，注册资本金 1000 万元以上
资质要求	(1) 安全技术防范行业资信等级一级资质/安全技术防范系统设计、施工、维修一级资质 (2) 电子与智能化工程专业承包一级资质/信息系统集成及服务一级资质 (3) ISO9001 质量管理体系认证证书	(1) 计算机信息系统集成一级资质 (2) 省级公安部门颁发的安全技术防范一级资质/中国安防协会颁发的安防工程企业一级资质及安全生产许可证 (3) ISO9001 质量管理体系认证证书
财务要求	(1) 具有投入本项目的自有资金和中长期融资能力 (2) 具有良好的银行资信和投融资能力 (3) 净资产不低于 3 亿元 (4) 具有相应的财务实力，企业负债率不高于 70%。(联合体投标时以牵头方的财务审计报告为依据)	无
案例要求	社会资本须具有智慧城市、平安城市、智能交通、电子信息化、建筑智能化(含弱电系统)等项目的建设业绩案例，且单个项目合同金额不得少于 7000 万元	需具有近三年内一项合同金额在 1000 万元以上(含 1000 万元)的视频监控工程项目业绩

来源：且末县平安城市 PPP 项目招标公告，呼图壁县平安城市建设三期采购项目，国金证券研究所

图表 26: “平安石城” PPP 项目采用 BOT 模式，创新了安防类项目的运作模式



来源：大华股份，国金证券研究所绘制

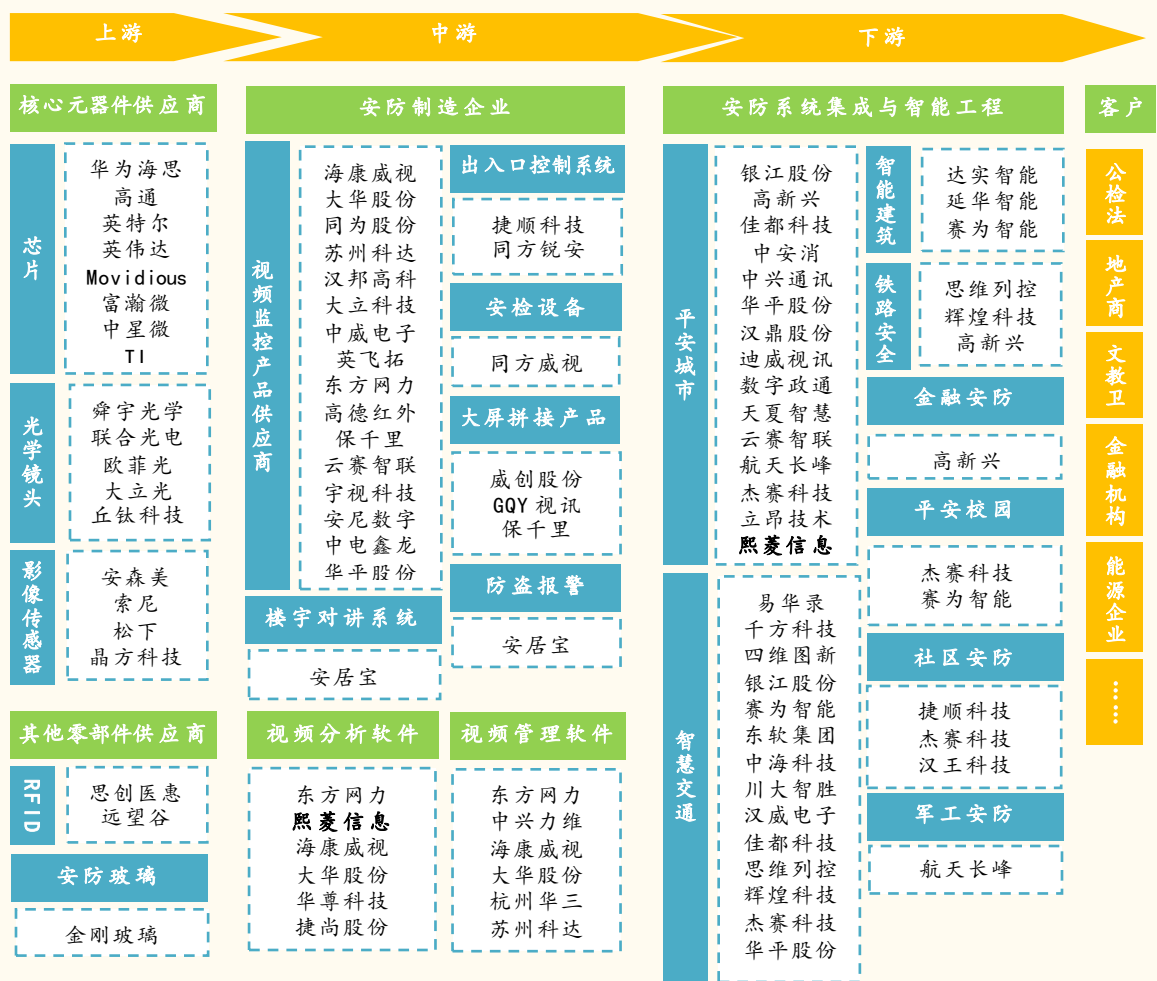
但是 PPP 项目伴随一定风险(回款周期长、现金流压力大、政府违约问题)，安防公司在选择项目时呈谨慎态度。安防公司在选择 PPP 项目时一般优先考虑具有以下特点的项目：(1) 选择利润较高、回款周期较快的项目，缓解现金流压力；(2) 选择未来可以做智慧城市运营服务的项目；(3) 选择未来在维护上可以产生效益的项目。而新疆的安防 PPP 项目相对于其他城市而言其特殊性在于，支出来源于国防支出、反恐开支，能够保证回款的健康性，因此企业对参与新疆安防 PPP 项目的积极性也高于其他省份。

### 3、公司作为新疆本土安防厂商将优先受益区域市场爆发

#### 3.1、公司在安防产业链中兼两重角色，同业比较毛利率尚有提升空间

■ 现阶段熙菱信息在安防产业链中处于中游“**安防软件提供商**”及下游“**安防系统集成服务及智能工程提供商**”的位置。从营收体量上而言，公司来自系统集成及工程实施的营收多于软件开发与产品。首先在**安防软件市场**，除了熙菱信息、东方网力这样的独立的软件开发企业，还有安防设备制造商、系统集成商、其他 IT 企业也在抢占市场份额；在**安防系统集成/智能工程市场**，由于终端客户细分领域众多，所以竞争格局还应以客户群体作区分，其中“平安城市”和“智慧交通”这两个细分领域的系统集成商最多，竞争最为激烈。

图表 27：熙菱信息处于安防产业链中游“软件提供商”和下游“系统集成商”的位置



来源：国金证券研究所绘制

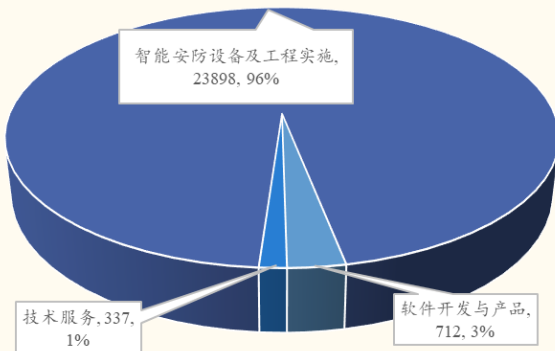
图表 28：安防软件领域主要有四类企业在相互竞争

安防软件企业类别	简介	代表企业
安防设备厂商	以带动设备的销售为目的，为客户提供免费的远程联网监控软件，特点是能够满足远程联网监控的基本功能需求（eg 远程视频浏览、多画面分割、远程录像查询和播放、参数设置等），管理的系统规模较小，一般只能支持上百路监控的管理，且多数不支持个性化定制，也不具备行业应用的特色功能	海康威视、大华股份、苏州科达
安防行业系统集成商	在从事安防工程集成的过程中，为增强自己的竞争力，针对个别的行业开发一些小型化行业性的安防联网集成软件，如针对银行、电力、法院、检察院等	高新兴、易华录、佳都科技等
进入安防领域的 IT 企业	利用自己在网络通信技术方面的优势，向用户提供从前端编码器、网络传输设备到后台的管理平台软件、服务器以及大容量存储设备全系列数字监控软硬件产品解决方案，目的是通过全套的设备获得最大的利润空间	H3C 等
独立的安防平台软件开发企业	完全以开发和销售安防软件为主	东方网力、捷尚股份、华尊科技、熙菱信息等

来源：《中国安防》，国金证券研究所

图表 29：公司以智能安防设备及工程实施业务为主

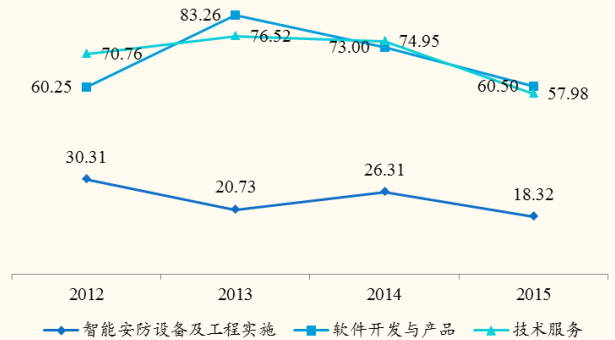
2015 年熙菱信息智能安防各类型业务占比（万元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 30：设备及工程实施的毛利率较低

熙菱信息智能安防各类型业务毛利率



来源：wind，国金证券研究所

- 由于系统集成与安防工程业务比重在公司所承接的安防项目中比重较大，公司智能安防业务综合毛利率较低。安防项目通常由 4 类不同类型的子业务构成——（1）系统集成，毛利率最低，大约在 10% 以下；（2）智能工程，毛利率水平居中，大约 15%~35%；（3）软件开发和软件产品，毛利率水平较高，大约 40%~70%；（4）技术服务和评测，毛利率最高。单个安防项目的总毛利率随着这四类子业务组成比例变化而变化。2013~2016.9.30 公司所承建的面向公安客户的安防项目中金额最大的 3 个项目毛利率水平均在 20% 左右；2016 年公司智能安防业务综合毛利率为 21%。与同行业安防公司相比毛利率较低，主要系公司承接的安防项目中低毛利率的系统集成及智能工程成分较大而高毛利率的软件开发业务成分较小。
- 将公司软件开发业务与系统集成/智能工程分别于同行业比较，可以总结出如下特点：
  - 软件开发与产品业务：（1）毛利率低于同行：与同样做公安图侦软件

和视频监控数据分析软件的新三板公司华尊科技、捷尚股份相比，2013年和2014年公司软件业务毛利率与其他两家公司相比差别不大，但是在2015年下滑至61%，与同行相比有明显差距；(2) **所面向客户群体有所不同**：安防软件厂商主要以直销模式面向终端客户、安防设备商、系统集成商等客户，通过提供视频大数据、视频图侦及其他相关产品以获取利润。华尊科技、捷尚股份前5大客户中大部分是安防设备商或系统集成商，而熙菱信息则通过招投标形式面向公安机关等终端客户。

- **系统集成/智能工程业务：(1) 毛利率与同行相比仍然有提升空间**：公司系统集成/智能工程业务毛利率为18%，而A股市场主要的平安城市系统集成商高兴新、银江股份平安城市/智慧城市毛利率大约在21%左右，易华录工程施工业务毛利率为33%。除熙菱信息之外的这3家系统集成商都已参与PPP项目，其中毛利率最高的易华录目前传统模式与PPP模式的占比为2:8，由于采用PPP模式的项目毛利率高于传统模式，使得公司系统集成毛利率与同行相比存在差距。

图表 31：2013~2016.9.30 智能安防及信息化工程前十大项目中的安防项目

项目	营业收入(万元)	毛利率
新疆生产建设兵团第十二师社会治安视频监控网络建设项目	4,350.18	25.92%
昌吉市高清智能卡口建设项目	2,597.09	19.26%
米东区社会治安视频监控系统(四期)建设项目	2,438.93	21.92%
伊犁州公安局指挥中心调控系统建设项目	2,433.62	40.58%
哈密市公安局监控系统二期建设工程	2,374.10	30.65%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

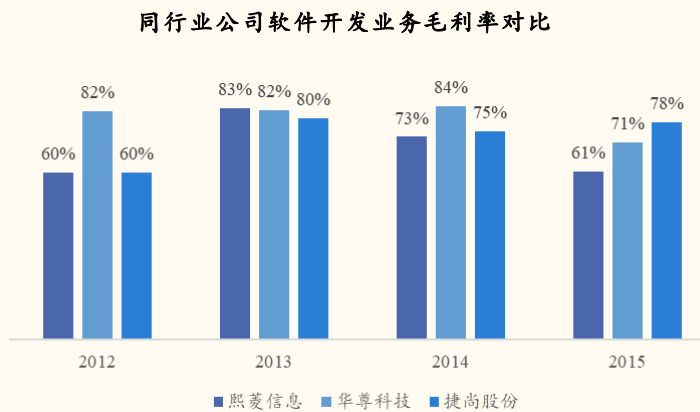
图表 32：与同行业公司相比，公司智能安防业务综合毛利率较低

	熙菱信息	华尊科技(深圳)	捷尚股份	东方网力
主要产品	公安视频图像应用软件、公安视频大数据分析软件	视频图像侦查类、视频大数据分析类软件	视频大数据处理和视频监控智能化系列产品	视频监控管理软件(VMS)
营业收入	5.4 亿(+33.73%)	6949 万元(+59.52%)	8476 万元(+37.33%)	14.81 亿元(+45.68%)
净利润	4260 万元(+49.88%)	2215 万元(+46.92%)	1124 万元(-53.75%)	3.35 亿元(+34.69%)
毛利率	智能安防及信息化工程 21.01% <sup>1</sup> (其中智能安防设备及工程实施 18.32%，软件开发与产品 60.50%，技术服务 57.98% <sup>2</sup> )	70.90%(视频大数据 65.47%，图侦类 79.63%，其他技术开发与服务收入 96.98%)	73.18%(智能安防 91.89%，视频数据处理 69.75%，技术服务 84.94%，安防设备销售 24.79%)	PVG 网络视频管理平台 70.13%，技术服务 62.82%
应收账款周转率	2.89	1.60	1.81	1.51
前五大客户	第一名 5308 万元 第二名 4559 万元 第三名 4240 万元 第四名 3959 万元 第五名 2597 万元	新疆泰克软件(1667 万元) 海康威视(1042 万元) 深圳南方龙兴(863 万元) 广州烽火众智(693 万元) 河南新领域生物科技(332 万元)	新疆华夏千博物资(607 万元) 南宁市公安局(348 万元) 廊坊市斯塔酷安防工程有限公司(342 万元) 云南警官学院(335 万元) 株洲广义电子技术(304 万元)	第一名 20753 万元 第二名 17914 万元 第三名 5212 万元 第四名 5012 万元 第五名 3689 万元
前五大客户营收占比	38.29%	66.14%	22.84%	35.49%
市盈率 TTM	74.5	25.4	45.4	39
备注	海康威视也是公司的客户	2017 上半年公司在华为的图	——	公司在视频管理软件上市

人脸识别技术由第三方提供	侦案件&单兵图侦取证解决方案框架竞争性评估/招标项目中，以第一名的成绩成为中标供应商	占率第一 与商汤科技有合作
注 1: 熙菱信息智能安防业务综合毛利率为2016年数据 注 2: 熙菱信息智能安防业务下面3类子业务毛利率数据2016年未披露, 故选用2015年数据		

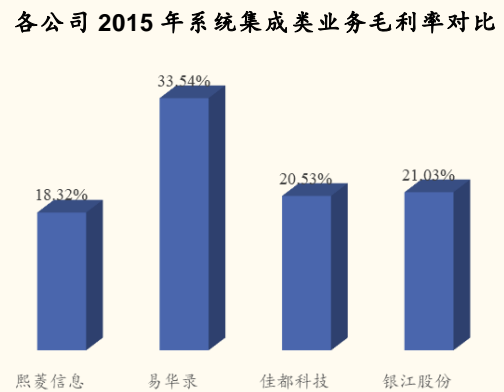
来源: 各公司 2016 年报, 国金证券研究所

图表 33: 公司软件开发业务的毛利率低于同行



注: 熙菱信息 2016 年未披露智能安防软件开发业务财务数据, 故数据截止至 2015 年  
来源: wind, 国金证券研究所

图表 34: 公司智能安防工程施工业务毛利率较低



注: 易华录选用的是工程施工业务; 佳都科技选用的是智能安防业务; 银江股份选用的是智慧城市业务 (熙菱信息 2016 年未披露智能安防设备及工程施工业务财务数据, 故选用 2015 年数据)

来源: wind, 国金证券研究所

### 3.2、短期内独立承接大型 PPP 项目有困难, 但可受益于项目分包

#### ■ 公司在短期内无法独立承接投资金额较大的 PPP 项目, 主要受限于如下瓶颈:

- 资金储备:** (1) **注册资本金问题:** PPP 项目要求社会资本出资设立项目公司, 公司的注册资本金要求不低于项目总投资额一定比例, 而注册资本金一般来源于公司货币资金。(2) **提高银行授信额度:** 项目公司成立后再以项目公司为贷款主体向银行申请贷款, 此时需要充足的银行授信额度予以支持。与承接 PPP 项目较多的平安城市/智慧城市运营商相比, 公司的货币资金余额较少, 银行综合授信额度较低, 从而资金储备较弱。如果在资金储备不足的情况下独自承接大型 PPP 项目则容易出现 (3) **现金流压力问题:** 平安城市项目合作期限一般为 10~20 年, 周期长、投资额大的特点, 以及采用“可用性服务费+运维维护服务费”按年付费的回报机制, 将导致参与 PPP 项目和传统 BT 模式相比将承担更大的资金压力。
- 人员储备:** 根据《“平安石城”建设 PPP 项目特许经营协议》, 中标公司必须在项目所在地组建至少 71 人以上的技术支持团队提供长期驻场技术保障服务, 并在项目所在地长期派驻至少 8 人以上系统开发人员, 负责公安机关的系统软件定制化需求开发及系统功能完善工作。因此从该案例可以看出足够的技术人员储备是社会资本参与平安城市 PPP 项目的必要条件。



图表 35：熙菱信息项目资金储备与实力较强的安防公司相比存在差距

资金储备来源	易华录	熙菱信息
自有资金支持	货币资金余额 11.25 亿元（截至 2017.6.30）	货币资金余额 8851 万元（截至 2017.6.30）
商业银行综合授信	已与国开行签订了 2015~2020 年期间 35 亿元意向融资量	2017 年公司+子公司担保+控股股东担保拟向商业银行合计申请 2.9 亿元授信额度
集团主体通过发行中短期融资工具予以支持	中国华录集团通过集团主体在银行间市场发行中期票据和超短期融资券，或者申请项目贷款，再以委托贷款的形式贷给易华录	无
上市公司融资备选方案	作为创业板上市公司，还可以通过在证券市场发行非公开企业债券等方式筹集项目所需资金（2017 半年报净资产 25.85 亿）	根据证监会令第 49 号令规定，公司债券余额不超过最近一期末净资产额的 40%（2017 半年报净资产 3.15 亿，则可发行 1.26 亿公司债）
其他资金支持：地方政府的专项资金支持+PPP 项目证券化（ABS）		

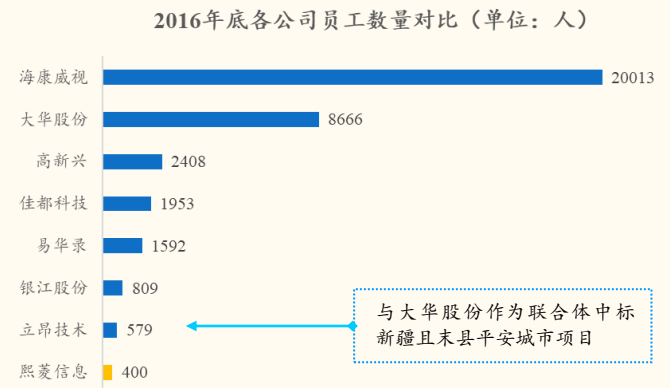
来源：公司公告，证监会令第 49 号令，国金证券研究所整理

图表 36：平安城市 PPP 项目周期长且投资额大

项目名称	中标金额	周期	收益率
莎车县平安城市 PPP	43 亿	10 年	5.6%
且末县平安城市 PPP	3.7 亿	10 年	6%
皮山县社会面防控体系 PPP	3.35 亿	21 年	4.5%
墨玉县社会面防控体系 PPP	2.89 亿	16 年	4.5%
准东经开区平安城市监控系统 PPP	0.84 亿	10 年	6%
墨玉县公安检查站建设 PPP	2.5 亿	11 年	
平安石城 PPP 项目	2.89 亿	11 年	3.69%

来源：wind，国金证券研究所

图表 37：公司人员储备方面尚有提升空间



注：蓝色条形图对应的公司都已经中标过 PPP 项目，熙菱信息目前尚未参与 PPP 项目

来源：wind，国金证券研究所

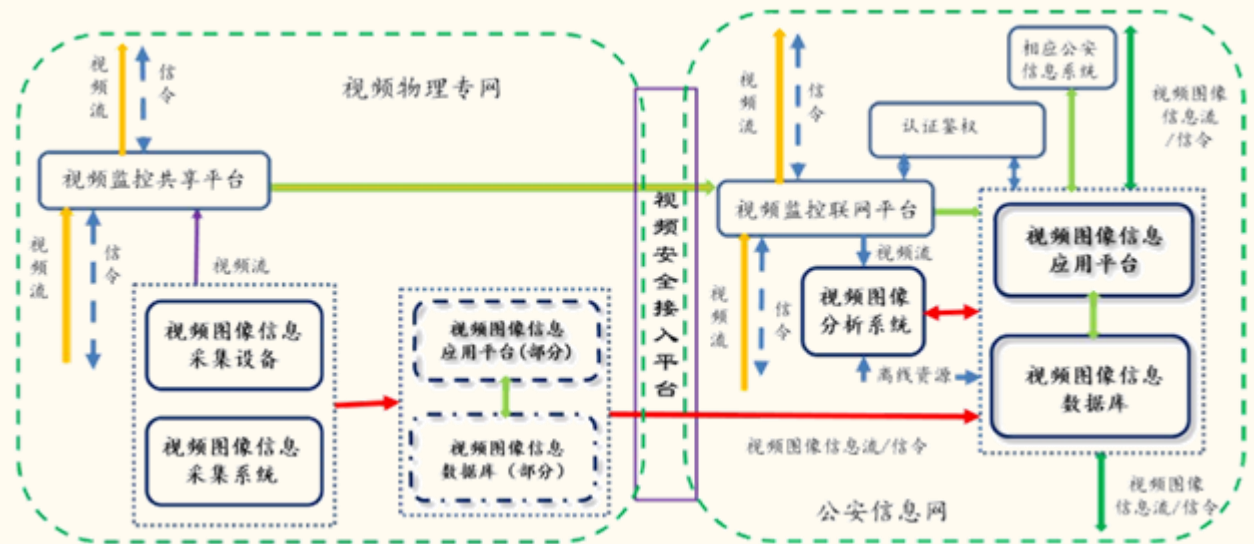
- 智慧城市或者平安城市相关供应商一般而言可以通过以下几种模式参与 PPP 项目：（1）进行 PPP 整包；（2）承接智慧城市或者平安城市运营商的 PPP 项目分包，供应方案；（3）组成联合体，进行 PPP 总包。虽然公司在短期内独立承接大型 PPP 项目尚需突破资金储备以及人才储备两方面瓶颈，但是公司仍然可以通过 PPP 项目分包或者和立昂技术一样与实力较强的安防公司组成联合体参与 PPP 项目，从“平安城市项目由 BT 模式转向 PPP 模式”的趋势中受益。

### 3.3、公司正享受“雪亮工程”政策红利，推动业绩更上一层楼

- 公司正在享受“雪亮工程”的推进所带来行业高速增长的红利，政策红利将持续 2~3 年。如前所述，“雪亮工程”的工作重点主要有三个方面：点位建设、联网共享、应用深化。公司的魔力眼安防系列产品实际上是公安实战应用软件，包括公安图像应用、公安数据应用、大数据基础应用、综治应用、公安监管应用 5 大类软件与平台。公司重点打造的“魔力眼”系列产品刚好契合了“雪亮工程”中“应用深化”这一重点建设方向。全国“雪亮工程”建设将在 2020 年收尾，因此我们预计新疆安防市场爆发状

态还将持续 2~3 年左右的时间，跟随全国“雪亮工程”的建设步伐亦将在 2020 年结束。公司受益于国家顶层政策的推进，作为新疆本土公安实战应用软件提供商亦将享受 2~3 年的业绩高增长。

图表 38：“魔力眼”系列产品服务于公安视频图像系统



来源：《公安视频图像信息应用系统（行业标准）》，国金证券研究所

### 3.4、疆外市场以保税区项目为主，业绩增长还看安防类项目

- 保税区项目占疆外市场一半左右的营业收入。熙菱信息主要承接的是保税区信息化系统建设项目中的海关辅助管理系统、国检辅助管理系统、园区经营管理系统、监控报警系统、智能卡口系统、排队叫号等系统。2011 年签订的疆外保税区项目合同金额为 1215 万元，2013 年 4992 万元（疆内疆外总计 8892 万元），2014 年 6240 万元，2015 年 9341 万元（疆内疆外总计 1.4 亿元），2016 年 9243 万元（疆内疆外总计 1.4 亿元）。考虑到保税区信息化项目建设周期为 2~3 个月，因此可以假设中标当年即可确认收入。可以估算 2015 年和 2016 年来自疆外保税区项目的收入分别占疆外营收的 67%和 66%。但是综合保税区信息化系统建设项目的毛利率通常较低，一般在 6%-10%左右，拉低了疆外市场整体毛利率。

图表 39：2013~2016.9.30 智能安防及信息化工程前十大项目中的保税区项目

项目名称	营业收入	毛利率
霍尔果斯合作中心配套区首开区智能围网安全数字监控系统项目	5,307.58	10.20%
满洲里综合保税区一期信息化系统建设项目	3,958.98	9.20%
新疆喀什综合保税区信息化项目	3,762.39	9.19%
贵州综合保税区信息化一期工程项目	3,430.45	27.38%
红河综合保税区一期信息化系统建设项目	2,809.47	6.24%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

**图表 40：公司近年承接的保税区项目**

合同签订年度	项目名称	甲方名称	主合同金额(万元)
2011	郑州新郑综合保税区信息平台监管系统	昆山华东信息科技有限公司	1,214.63
2013	银川综合保税区信息化管理系统项目三标段硬件采购及技术服务	银川综合保税区投资开发有限公司	2,742.56
2013	太原武宿综合保税区信息化建设项目第一标段采购合同	东方口岸科技有限公司	2,249.33
2013	新疆喀什综合保税区信息化	喀什综合保税区投资开发有限公司	3,900.60
2014	贵州综合保税区信息化一期工程建设	贵阳综合保税区投资发展有限公司	3,430.45
2014	红河综合保税区一期信息化系统建设	中国有色金属工业第十四冶金建设公司	2,809.47
2015	霍尔果斯合作中心配套区首开区智能围网安全数字监控系统项目	霍尔果斯开发建设有限责任公司	5,402.45
2015	满洲里综合保税区一期信息化系统建设项目	满洲里综合保税区筹建办公室	4,632.00
2015	贵安新区综合保税区建设项目	贵州贵安综合保税区有限公司	4,708.86
2016	哈尔滨综合保税区综合业务用房项目信息化工程	哈尔滨东部地区现代物流产业带推进指挥部综合协调部	6,707.06
2016	乌鲁木齐综合保税区园区开发项目信息化系统工程	乌鲁木齐综合保税区开发投资建设运营有限公司	4,960.39
2016	金义综合保税区监管信息化系统硬件及集成项目	金华市金义综合保税区建设发展有限公司	2,536.32

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司在疆外市场的未来亮点还要看智能安防类项目的拿单能力。**“雪亮工程”在全国市场的推进不仅仅使得新疆安防市场爆发，全国各省市县三级公安机关都在进行招投标以及相关建设，根据九部委文件，全国“雪亮工程”建设将在 2020 年结束，至今还有 2~3 年的建设期，而目前正处于雪亮工程建设的高潮。**面向公安机关的智能安防类项目的毛利率范围在 20%~30%左右，高于保税区项目，且目前正受益于“雪亮工程”这一政策红利所带来的行业新增长点，智能安防工程项目以及软件开发业务是推动公司疆外业务增长的强劲引擎。**

#### 4、盈利预测

- 关键假设：(1) 智能安防业务：**2017 年为新疆安防市场建设的高峰期，由于全国“雪亮工程”将在 2020 年结束，因此往后两年新疆政府安防建设投入逐渐趋于平稳；另一方面由于 2019 年为“雪亮工程”的应用深化阶段，所以公司高毛利的软件开发业务将有所体现。**(2) 信息安全业务：**基于目前面向政府部门的安全审计软件市场已经达到饱和，因此公司信息安全审计业务将持续收缩，但是收缩速度将趋缓。**(3) 其他软件开发与服务：**该部分业务主要是面向烟草、金融等行业提供协同管理软件、电子政务等软件，历史营收增速波动幅度较大，2014~2016 该业务年均复合增长率为 38%，2017H1 增速为 78%，因此我们保守起见预计 2017 增速为 57%，往后两年增速趋缓。**(4) 期间费用率：**由于公司在 2017 年新增“魔力眼”产品研发投入，因此假设管理费用率高于 2016 年。
- 基于上述关键假设，受益于雪亮工程和 PPP 催化作用下新疆安防市场高景气度，以及软件产品营收比重增加带来综合毛利率的提升，我们预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 1.07 元、1.36 元，对应当前股价市盈率分别为 30 倍、23 倍，给予“增持”评级。

**图表 41：熙菱信息盈利预测关键假设**

财务指标		2017E	2018E	2019E
智能安防业务	营业收入 YOY	49.86%	32.15%	15.99%
	毛利率	26.06%	27.10%	28.50%
信息安全业务	营业收入 YOY	-13.96%	-9.01%	-4.77%
	毛利率	31.25%	31.00%	30.75%
其他软件开发与服务	营业收入 YOY	56.56%	48.02%	37.85%
	毛利率	23.50%	22.80%	22.00%
期间费用率	销售费用	4.50%	4.60%	4.70%
	管理费用	6.60%	6.70%	6.80%
	财务费用	-0.1%	0.2%	0.2%

来源：国金证券研究所

## 5、风险提示

- **政府资金短缺风险：**新疆共 27 个国家级贫困县，以墨玉县为例其维稳资金缺口高达 10 亿，财政自给率仅 5.7%；从整体上看 2016 年新疆财政收支缺口高达 2839 亿元，并且收支缺口呈现逐年加大的趋势，严重依赖中央转移支付。若后续政府安防资金相对巨大的安防投入出现短缺，将影响公司回款及安防建设进度。
- **行业竞争加剧风险：**佳都科技、赛为智能等疆外安防公司近年来纷纷在新疆与疆内安防企业建立合资公司，海康、大华等设备和解决方案提供商及高新兴等系统集成商也均在加大疆内业务的拓展力度，公司面临疆外企业所带来的竞争加剧风险。
- **应收账款坏账风险：**截至 2017 年第三季度末，公司应收账款同比增长 92%，明显高于 36% 的营收增速，若政府、行业客户出现资金短缺问题或者公司应收账款管理能力不佳，将面临应收账款坏账风险，对公司业绩造成冲击。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>288</b>	<b>404</b>	<b>540</b>	<b>797</b>	<b>1,066</b>	<b>1,279</b>	货币资金	49	78	194	172	206	273
增长率		39.9%	33.7%	47.7%	33.8%	19.9%	应收账款	134	183	246	480	622	749
<b>主营业务成本</b>	<b>-205</b>	<b>-310</b>	<b>-420</b>	<b>-592</b>	<b>-786</b>	<b>-933</b>	存货	173	161	176	271	372	445
%销售收入	71.1%	76.7%	77.8%	74.2%	73.7%	73.0%	其他流动资产	38	35	25	50	64	95
<b>毛利</b>	<b>83</b>	<b>94</b>	<b>120</b>	<b>205</b>	<b>281</b>	<b>346</b>	流动资产	395	457	642	973	1,264	1,561
%销售收入	28.9%	23.3%	22.2%	25.8%	26.3%	27.0%	%总资产	94.8%	92.0%	93.3%	94.3%	94.8%	95.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	长期投资	9	27	33	43	51	60
%销售收入	1.6%	1.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	10	10	6	7	8	9
<b>营业费用</b>	<b>-14</b>	<b>-18</b>	<b>-24</b>	<b>-36</b>	<b>-49</b>	<b>-60</b>	%总资产	2.5%	1.9%	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%
%销售收入	4.9%	4.4%	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%	无形资产	0	0	2	2	2	3
<b>管理费用</b>	<b>-33</b>	<b>-38</b>	<b>-35</b>	<b>-53</b>	<b>-71</b>	<b>-87</b>	非流动资产	22	40	46	59	69	80
%销售收入	11.6%	9.4%	6.5%	6.6%	6.7%	6.8%	%总资产	5.2%	8.0%	6.7%	5.7%	5.2%	4.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>58</b>	<b>111</b>	<b>153</b>	<b>190</b>	<b>资产总计</b>	<b>416</b>	<b>497</b>	<b>688</b>	<b>1,032</b>	<b>1,333</b>	<b>1,641</b>
%销售收入	10.9%	8.0%	10.8%	14.0%	14.3%	14.8%	短期借款	10	24	26	77	104	114
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	应付款项	243	284	334	515	652	794
%销售收入	0.1%	0.1%	-0.3%	-0.1%	0.2%	0.2%	其他流动负债	6	9	11	24	36	45
<b>资产减值损失</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-15</b>	<b>-22</b>	<b>-36</b>	<b>-42</b>	流动负债	260	317	371	617	792	953
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	10	7	12	34	57	70
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>270</b>	<b>324</b>	<b>383</b>	<b>651</b>	<b>849</b>	<b>1,024</b>
<b>营业利润</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>45</b>	<b>90</b>	<b>115</b>	<b>146</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>147</b>	<b>171</b>	<b>303</b>	<b>380</b>	<b>483</b>	<b>615</b>
营业利润率	8.9%	6.7%	8.4%	11.2%	10.7%	11.4%	少数股东权益	0	1	1	1	1	1
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>416</b>	<b>497</b>	<b>688</b>	<b>1,032</b>	<b>1,333</b>	<b>1,641</b>
<b>税前利润</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>49</b>	<b>93</b>	<b>121</b>	<b>153</b>							
利润率	9.7%	8.0%	9.0%	11.7%	11.3%	12.0%	<b>比率分析</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>所得税</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.1%	9.6%	11.6%	13.7%	11.0%	11.0%	每股收益	0.327	0.379	0.426	0.802	1.073	1.361
<b>净利润</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>43</b>	<b>80</b>	<b>107</b>	<b>136</b>	每股净资产	1.956	2.284	3.034	3.796	4.829	6.150
少数股东损益	0	1	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.026	0.306	0.314	-0.479	0.223	0.729
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>43</b>	<b>80</b>	<b>107</b>	<b>136</b>	每股股利	0.000	0.000	0.040	0.040	0.040	0.040
净利率	8.5%	7.0%	7.9%	10.1%	10.1%	10.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	16.73%	16.59%	14.04%	21.13%	22.21%	22.14%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	总资产收益率	5.89%	5.72%	6.19%	7.77%	8.05%	8.30%
净利润	25	29	43	80	107	136	投入资本收益率	17.65%	14.95%	15.57%	20.97%	23.10%	23.11%
少数股东损益	0	1	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	8	7	16	24	38	44	主营业务收入增长率	28.44%	39.91%	33.73%	47.71%	33.77%	19.92%
非经营收益	0	-1	-4	-1	-1	-1	EBIT增长率	122.27%	3.18%	79.61%	90.96%	37.27%	24.31%
营运资金变动	-34	-13	-24	-150	-122	-107	净利润增长率	44.92%	15.83%	49.88%	88.32%	33.71%	26.92%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-2</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>-48</b>	<b>22</b>	<b>73</b>	总资产增长率	48.11%	19.28%	38.48%	50.08%	29.17%	23.05%
资本开支	-2	-2	-3	1	3	4	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	-11	-8	-9	应收账款周转天数	113.6	119.0	126.3	215.0	217.0	223.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	242.8	196.8	146.8	167.0	173.0	174.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-10</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	应付账款周转天数	121.3	108.6	122.3	190.0	192.0	194.0
股权募资	0	0	101	0	0	0	固定资产周转天数	13.0	8.7	4.1	3.4	2.8	2.4
债权募资	-9	14	2	43	27	11	<b>偿债能力</b>						
其他	-5	-10	-10	-7	-10	-11	净负债/股东权益	-26.80%	-31.45%	-55.18%	-24.96%	-21.06%	-25.70%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-14</b>	<b>4</b>	<b>93</b>	<b>36</b>	<b>17</b>	<b>-1</b>	EBIT利息保障倍数	110.1	151.1	-31.3	-271.3	75.3	85.4
<b>现金净流量</b>	<b>-19</b>	<b>25</b>	<b>122</b>	<b>-22</b>	<b>34</b>	<b>67</b>	资产负债率	64.77%	65.32%	55.70%	63.08%	63.67%	62.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	1	1	2	2	8
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.09</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH