

2015 年 10 月 28 日

中安消 (600654.SH)

内生继续高速增长，外延战略正式起航

■ **三季度主营业务快速成长，持续并购支撑长期业绩快速成长。**中安消前三季度营收 10.91 亿元，同比增长 44.11%，净利润 1.60 亿元，同比增长 38.45%，扣非净利润 1.07 亿元，同比增长 70.86%。其中 15Q3 单季度营收 4.15 亿元，净利润 5113 万元。根据公司此前系列公告，中安消仅在停牌期间披露的大额订单总金额超过 25 亿元人民币！包括澳门路氹城葡京皇宫酒店项目 0.8 亿元，万国数据深圳福田数据中心 (IDC) 二期项目 1.12 亿元，恒合工业云制造基地建筑智能化工程 1.5 亿元，宁夏医科大学智慧医疗项目 2.5 亿元，诸城市智慧城市建设战略合作项目 20 亿元等。新签的订单总金额超过公司 2014 年度营业收入 2 倍以上。

■ **四大并购充分验证国际化、体内体外双线拓展、运营服务和大安全发展逻辑。**中安消此次并购四家公司：澳门卫安（安保服务，可比公司：A 股第一家）；深圳迪特（安防监控产品，可比公司：海康威视、大华股份、英飞拓等）；飞利浦（指挥中心，可比公司：飞利信）；深圳威大（医院智能化、医疗净化工程等，可比公司：延华智能）

■ **高额业绩承诺为底，大体量订单和持续并购带来更高弹性！**中安消借壳重组时 2015-2016 年业绩承诺分别为 2.82 亿元、3.76 亿元，并购卫安 1 时 2015-2017 年业绩承诺分别为 7202.40 万元、8972.32 万元、11005.52 万元，再新增此次并购四家公司 2015-2017 年业绩承诺 4617 万元、5846 万元、7488 万元，则公司 2015、2016 年仅承诺业绩就约 4.00 亿元、5.24 亿元！

■ **高杠杆、持续的员工激励！**公司上市以来今年已经推出两期员工持股计划，第一期员工持股计划已购入 1109 万股，第二期员工持股计划继续采用高杠杆（6 倍，A：B：C=4：1：1），总规模 1.2 亿元，因公司停牌未能进行股票购买，预计在公司复牌后将尽快实施。

■ **投资建议：**买入-A 投资评级，根据公司现有大量在手订单和公司优秀持续的资产整合能力。我们认为中安消未来三年业绩将显著超过现有业绩承诺，预测 2015-2017 年 EPS 分别为 0.39 元、0.94 元、1.44 元。给予买入-A 评级，6 个月第一目标价 45.00 元。

■ **风险提示：**并购资产整合风险，承诺业绩不达预期风险

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,103.8	1,155.6	2,426.8	5,217.5	7,826.3
净利润	119.4	191.0	500.6	1,206.0	1,851.5
每股收益(元)	0.10	0.17	0.39	0.94	1.44
每股净资产(元)			2.46	3.21	4.37

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	-	-	-	-	-
市净率(倍)	-	-	-	-	-
净利润率	5.7%	16.5%	20.6%	23.1%	23.7%
净资产收益率	7.9%	7.3%	15.9%	29.2%	33.0%
股息收益率					
ROIC	10.9%	17.5%	27.3%	122.1%	38.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他元器件 III

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

45.00 元

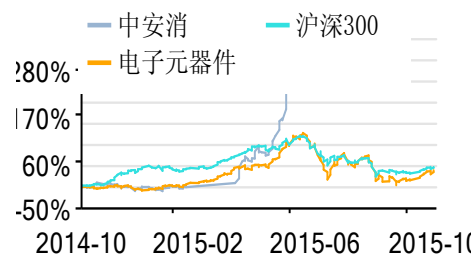
股价 (2015-10-27)

30.91 元

交易数据

总市值 (百万元)	39,658.18
流通市值 (百万元)	23,338.38
总股本 (百万股)	1,283.02
流通股本 (百万股)	755.04
12 个月价格区间	8.78/43.63 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-15.81	211.56	183.67
绝对收益	-4.75	197.50	233.80

赵晓光

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514030002
zhaoxg@essence.com.cn
021-68766193

安永平

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515010002
anyp@essence.com.cn
010-66581600

郑震湘

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060005
zhengzx@essence.com.cn
021-68763580

邵洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514080002
shaojie@essence.com.cn

报告联系人

潘曦

021-68763580

panjian@essence.com.cn

相关报告

大安防、大平台、大整合 2015-05-26

三季度主营业务快速成长，持续并购支撑长期业绩快速成长。中安消前三季度营收 10.91 亿元，同比增长 44.11%，净利润 1.60 亿元，同比增长 38.45%，扣非净利润 1.07 亿元，同比增长 70.86%。其中 15Q3 单季度营收 4.15 亿元，净利润 5113 万元。

公司主营业务继续保持高速增长，持续获取订单带来翻倍成长空间。根据公司此前系列公告，中安消仅在停牌期间披露的大额订单总金额超过 25 亿元人民币！包括澳门路氹城葡京皇宫酒店项目 0.8 亿元，万国数据深圳福田数据中心（IDC）二期项目 1.12 亿元，恒合工业云制造基地建筑智能化工程 1.5 亿元，宁夏医科大学智慧医疗项目 2.5 亿元，诸城市智慧城市建设战略合作项目 20 亿元等。新签的订单总金额超过公司 2014 年度营业收入 2 倍以上。持续的大订单为公司内生业务成长带来强有力的刺激。

持续外延式并购，带来业绩更大成长潜力。三季度并表卫安 1 已经给公司带来显著业绩增厚，公司停牌期间公告 6.4 亿元现金并购四家公司 100% 股权，承诺业绩仅 2015 年就将增厚近 5000 万元。大安全海内外资产整合航母正式起航，未来公司将围绕“工业安全、信息安全、生命安全”三位一体进行持续并购，仅母公司中国安防集团收入规模就在中国安消上市公司十倍以上，海外低估值优质标的及国内各区域整合标的更多，依靠强大资产整合能力，中安消依靠并购外延发展战略有望实现业绩更快成长！

海外安防巨头发展历程证明，并购是实现快速扩张的必由之路。因为安保市场的地域性和管理难度，海外安防安保龙头都是经过大量的并购做大做强！我们深入研究一系列海外安防公司的 m&a 的数据（部分公司上市前完成大量整合）：G4S 76 次，prosegur 34 次，loomis 15 次，brinks 33 次，securitas 136 次，secom 24 次，ADT 5 次！而中安消本身具备极强的并购基因，作为中概股回归第一股，美股上市期间就已经通过 22 次并购股价最高上涨 50 倍，充分验证自身能力，其在海外市场的投行资源、人脉关系、项目经验是最宝贵财产。

四大并购充分验证国际化、体内体外双线拓展、运营服务和大安全发展逻辑。中安消此次并购四家公司：澳门卫安（安保服务，可比公司：A 股第一家）；深圳迪特（安防监控产品，可比公司：海康威视、大华股份、英飞拓等）；飞利泰（指挥中心，可比公司：飞利信）；深圳威大（医院智能化、医疗净化工程等，可比公司：延华智能）

（1）国际化并购战略。澳门卫安主要业务在中国大陆以外的澳门、香港地区，中国安防旗下还有泰国卫安，未来上市公司将积极寻求实现在东南亚、澳洲、欧洲甚至北美等地海上的安防运营服务项目并购，搭建海上丝绸之路沿线安保护卫一条龙服务体系，保驾一带一路战略发展。

（2）集团内外双线拓展。中安消母公司中国安防旗下资产规模在中安消上市公司十倍以上，如消防业务，智慧中国集团的智慧城市，卫安集团的海外安防运营服务和集成项目、中智物联集团的巡检服务机器人、养老产业，教育学院的安防培训等，均与中安消大安全业务密切相关未来有强烈的潜在注入预期。本次并购的澳门卫安、深圳迪特实现了集团安防资产的部分注入。

而不论是中安消还是母集团中国安防都是持续资产整合的专家，我们一直强调中安消资本运作不会局限于中国安防母集团的资产，此次注入的深圳威大和飞利泰表明公司确实沿着集团体内体外两条线实施外延战略，进一步打开资产整合潜在空间。

(3) 围绕运营服务，搭建全产业链平台。与其他上市安防企业不同，中安消核心业务以安防运营服务为核心，顺应中国安防行业发展大趋势，是市场空间最大的蓝海。中安消通过海外并购商业模式成熟，经验丰富的安防运营企业，将先进模式复制到中国市场，并通过一系列区域性并购实现商业模式的复制，在中国安防政策逐步放开，各地此前公安系统二三产安防安保公司大整合浪潮中，将成为最大的受益者和行业整合领头羊。

此外，公司率先实现了从安防产品、系统集成到运营服务的全产业链平台搭建，并向智慧医疗、指挥中心等智慧城市全方位延伸拓展，大安全航母即将起航！

(4) 不仅仅是安防，大安全三位一体完整布局！顺应中国安防行业未来两大趋势：1、一带一路战略推进带来的海外安防服务需求激增；2、PPP 项目成为建设主流模式，有利于资金实力雄厚，具备顶层设计能力的龙头公司。中安消业务并未局限在安防监控市场，而是“工业安全、信息安全、生命安全”三位一体实现大安全布局。

此次并购中，澳门卫安填补了国内空白的人身安全护卫业务；深圳威大在智慧医疗领域具有技术竞争力和项目经验，飞利浦是区域指挥中心龙头。融入中安消集团后，凭借公司强大的拿单能力和顶层设计能力，未来这些集团下属公司将共同为大型智慧城市项目服务，并通过交叉拿单刺激彼此业务的发展。预计公司也会在智慧城市相关的更多领域进行持续的并购，进一步增强自身能力。

高杠杆、持续的员工激励！公司上市以来今年已经推出两期员工持股计划，第一期员工持股计划已购入 1109 万股，第二期员工持股计划继续采用高杠杆（6 倍，A: B: C=4: 1: 1），总规模 1.2 亿元，因公司停牌未能进行股票购买，预计在公司复牌后将尽快实施。

高额业绩承诺为底，大体量订单和持续并购带来更高弹性！中安消借壳重组时 2015-2016 年业绩承诺分别为 2.82 亿元、3.76 亿元，并购卫安 1 时 2015-2017 年业绩承诺分别为 7202.40 万元、8972.32 万元、11005.52 万元，再新增此次并购四家公司 2015-2017 年业绩承诺 4617 万元、5846 万元、7488 万元，则公司 2015、2016 年仅承诺业绩就约 4.00 亿元、5.24 亿元！

根据公司现有大量在手订单和公司优秀持续的资产整合能力。我们认为中安消未来三年业绩将显著超过现有业绩承诺，预测 2015-2017 年 EPS 分别为 0.39 元、0.94 元、1.44 元。给予买入-A 评级，6 个月第一目标价 45.00 元。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 10 月 27 日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,103.8	1,155.6	2,426.8	5,217.5	7,826.3	成长性					
减:营业成本	1,873.0	751.0	1,555.6	3,224.4	4,828.8	营业收入增长率	4.2%	-45.1%	110.0%	115.0%	50.0%
营业税费	5.2	23.9	48.5	104.4	156.5	营业利润增长率	-3.8%	102.0%	155.9%	138.3%	53.7%
销售费用	47.1	24.6	49.3	104.4	156.5	净利润增长率	13.8%	60.0%	162.1%	140.9%	53.5%
管理费用	227.3	86.3	177.2	360.0	540.0	EBITDA 增长率	-2.4%	52.1%	137.8%	142.0%	51.0%
财务费用	7.8	22.9	16.7	67.0	66.7	EBIT 增长率	-4.4%	108.1%	138.6%	143.0%	51.2%
资产减值损失	17.7	27.0	17.0	17.0	17.0	NOPLAT 增长率	-0.8%	81.5%	144.4%	147.1%	51.2%
加:公允价值变动收益	0.2	-	-	-	-	投资资本增长率	12.8%	56.2%	-44.7%	379.4%	-32.2%
投资和汇兑收益	182.8	-	-	-	-	净资产增长率	6.3%	66.3%	20.1%	30.5%	35.9%
营业利润	108.8	219.8	562.5	1,340.4	2,060.7	利润率					
加:营业外净收支	19.3	3.7	9.6	14.6	19.6	毛利率	11.0%	35.0%	35.9%	38.2%	38.3%
利润总额	128.1	223.5	572.1	1,355.0	2,080.3	营业利润率	5.2%	19.0%	23.2%	25.7%	26.3%
减:所得税	2.6	32.6	71.5	149.1	228.8	净利率	5.7%	16.5%	20.6%	23.1%	23.7%
净利润	119.4	191.0	500.6	1,206.0	1,851.5	EBITDA/营业收入	7.7%	21.4%	24.2%	27.3%	27.5%
						EBIT/营业收入	5.5%	21.0%	23.9%	27.0%	27.2%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	34	33	4	8	13
货币资金	204.1	635.1	1,466.5	417.4	1,602.3	流动营业资本周转天数	49	313	176	177	168
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	179	655	529	420	391
应收帐款	436.2	2,423.7	1,620.9	6,785.1	5,389.1	应收帐款周转天数	72	445	300	290	280
应收票据	77.8	9.1	179.7	226.1	382.6	存货周转天数	51	47	47	45	45
预付帐款	12.9	9.7	33.6	56.0	78.1	总资产周转天数	371	994	688	501	448
存货	274.4	30.4	600.5	707.2	1,251.1	投资资本周转天数	192	474	214	205	190
其他流动资产	8.0	84.4	44.0	44.0	44.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.9%	7.3%	15.9%	29.2%	33.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.8%	4.5%	9.9%	12.8%	18.5%
长期股权投资	589.2	6.6	6.6	6.6	6.6	ROIC	10.9%	17.5%	27.3%	122.1%	38.5%
投资性房地产	233.3	601.2	601.2	601.2	601.2	费用率					
固定资产	188.9	25.2	26.6	216.1	343.4	销售费用率	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
在建工程	69.5	248.5	318.5	194.3	58.3	管理费用率	10.8%	7.5%	7.3%	6.9%	6.9%
无形资产	48.8	46.2	107.5	143.9	184.2	财务费用率	0.4%	2.0%	0.7%	1.3%	0.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	13.4%	11.6%	10.0%	10.2%	9.8%
资产总额	2,166.9	4,216.2	5,065.9	9,458.2	10,001.1	偿债能力					
短期债务	74.3	560.5	-	308.2	-	资产负债率	27.0%	37.6%	37.7%	56.4%	44.0%
应付帐款	459.3	654.5	1,652.9	3,130.0	4,032.8	负债权益比	37.0%	60.3%	60.4%	129.4%	78.5%
应付票据	17.7	25.5	60.9	118.3	150.0	流动比率	1.77	2.27	2.18	2.25	2.04
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.29	2.24	1.85	2.06	1.74
长期借款	0.4	-	-	1,572.1	-	利息保障倍数	14.92	10.59	34.65	21.02	31.91
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	585.3	1,585.9	1,907.6	5,335.2	4,396.9	DPS(元)	-	-	0.08	0.19	0.29
少数股东权益	94.8	-	-	-	-	分红比率	30.4%	66.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	755.0	1,151.0	1,283.0	1,283.0	1,283.0	股息收益率	-	-	-	-	-
留存收益	731.8	1,474.7	1,875.2	2,840.0	4,321.2						
股东权益	1,581.7	2,630.2	3,158.2	4,123.0	5,604.2						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	125.5	191.0	500.6	1,206.0	1,851.5	EPS(元)	0.10	0.17	0.39	0.94	1.44
加:折旧和摊销	52.7	5.4	9.2	17.0	22.9	BVPS(元)	-	-	2.46	3.21	4.37
资产减值准备	17.7	27.0	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-0.2	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	9.0	24.0	16.7	67.0	66.7	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-182.8	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	6.1	-	-	-	-	EV/EBITDA	32.0	45.4	-	-	-
营运资金的变动	-19.5	-159.9	996.7	-3,792.5	1,615.5	CAGR(%)	112.6%	113.2%	63.3%	112.6%	113.2%
经营活动产生现金流量	-9.6	-78.2	1,523.2	-2,502.6	3,556.6	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	34.8	66.7	-142.0	-118.5	-54.5	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	-65.3	243.8	-549.8	1,572.1	-2,317.2	REP	-	-	-	-	-

数据来源: 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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

赵晓光、安永平、郑震湘、邵洁分别声明, 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。

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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

