



2017 年 04 月 10 日

增持(首次评级)

当前价：16.9 元

计算机行业研究组

分析师：郭佳楠

执业编号：S0300515080001

邮箱：guojianan@lxsec.com

研究助理：杨名

电话：13611850141

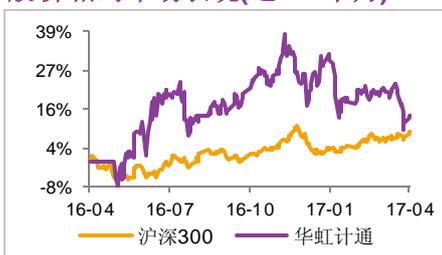
邮箱：yangming_bf@lxsec.com

研究助理：刘璐

电话：130-5193-1435

邮箱：liulu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,619.	5,956.	6,790.	9,507.
(+/-)	1.67%	6.00%	14.00%	40.00%
净利润	1,294.	1,202.	1,274.	1,805.
(+/-)	11.90%	-5.70%	5.99%	41.65%
EPS(元)	1.09	1.03	1.25	1.54
P/E	14.86	15.76	14.52	10.49

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

华虹计通(300330.SZ)

【联讯计算机深度】华虹计通：三重动力促企业改革，公司业绩有望扭亏为盈

投资要点

◇ 连续两年亏损存在退市风险，主营业务轨交 AFC 系统中标大型项目有望实现扭亏

创业板退市制度明确表明，创业板类公司连续二年净利润为负（以最近两年年度报告披露的当年经审计净利润为依据）将会不经 ST，在第三年直接退市，华虹计通 2015 年归母净利润-0.14 亿元，2016 年年报预计归母净利润-0.29 亿元，若 2017 年公司持续亏损则存在直接退市风险。

2017 年 2 月公司中标宁波市轨道交通第二轮建设及宁波至奉化城际铁路工程自动售检票（AFC）系统集成招标项目 I 标段，工程主要内容为宁波市轨道交通 4 号线工程自动售检票（AFC）系统供货及相关服务，工程总额 139,098,093 元，扣除增值税后占 2015 年经审计营业收入总额的 56.05%。此次中标的项目符合公司业务发展规划，若公司能够签订正式项目合同并顺利实施，对保证公司持续稳定发展、促进业绩提升有积极影响

◇ 实控人为上海国资委，上海混改政策发布致企业重组预期强烈

上海混改被列入 2017 年国资委党委重点工作，上海国资 2017 年度工作主要集中在八个方面，深化国企改革发展混合所有制经济为首位，可见 2017 年度上海国企改革将有重大突破。公司目前隶属上海华虹（集团）有限公司，实际控制人为上海国资委。作为一家具有国企背景的企业，加之近年效益下滑，未来实施重大资产重组预期加大。

◇ 上海及全国轨交市场需求快速增长为公司扭亏提供契机

上海 2017-2020 年规划建成线路长度共 2155km，依照投资规模 6-7 亿元/km 计算，2017-2020 年上海市轨道交通计划投资规模 12930-15085 亿元。AFC 系统在轨道交通的整个投资中占比约为 1%，AFC 系统的招标金额将达到 129.3-150.85 亿元。整体行业需求量的持续上涨将为 2017 年公司业绩扭亏为盈提供契机。

2017 年城市轨道交通将迎来建设高峰期，完工里程预计超过 600 公里，投资额将超过 5150 亿元。

◇ 投资建议

如传统主营业务改革与拓展成果显著或成功实现并购重组，公司将实现净利润扭亏为盈。在自身技术支持、行业增长红利、国资委改革动力强劲的情况下来看，公司 PE 将大幅度提升。

我们预计 16-18 年分别实现归母净利润 -0.27/0.04/0.12 亿元，EPS 分别为-0.16/0.025/0.068 元。首次覆盖并给予增持评级。



◇ 风险提示

传统主营业务拓展及改革不及预期，中标项目进度不及预期，未来较长时间内公司混改不及预期存在退市风险。

投资案件

投资评级与估值

如传统主营业务改革与拓展成果显著，公司将实现净利润扭亏为盈。在自身技术支持、行业增长红利、国资委改革动力强劲的情况下来看：

我们预计 16-18 年分别实现归母净利润 -0.27/0.04/0.12 亿元，EPS 分别为 -0.16/0.025/0.068 元。

关键假设点

1、公司背靠优质国企资源，其实控人为上海国资委且大股东为中国电子信息产业集团有限公司。因于上海国企改革是国企混改的重要着力点且公司连续两年亏损面临退市风险，因此存在并购重组预期。

2、公司因主营业务出现一定程度的营收下滑，导致整体净利润盈利不佳，公司 2017 年宁波市轨道交通项目，项目金额 1.39 亿元，扣除增值税后占 15 年总营收 56.05%，主营业务存在扭亏预期。

3、2016 年底公司公告表示将智能卡应用事业部以及 RFID 事业部合并成立智慧城市事业部，负责智慧城市业务领域的市场营销和市场拓展等工作，充分表明了公司积极改革的决心。

有别于大众的认识

市场普遍认为，公司是一家普通轨交 AFC 系统设备制造上市公司，但我们认为公司有强烈改革拓展传统主营业务动力且背靠国企背景为优质壳资源标的存在并购重组预期，未来予以看好。

股价表现的催化剂

- 1、城市轨道交通订单量大幅增加；
- 2、壳资源变现或发生重大资产重组事件；
- 3、传统主营业务持续发力，表现超预期。

核心假设风险

- 1、传统主营业务拓展及改革不及预期；
- 2、未来较长时间内公司混改不及预期。



目 录

一、“退市+国资+混改”三重驱动力促企业改革.....	6
(一)、连续两年亏损存在退市风险，主营业务轨交 AFC 系统中标大型项目有望实现扭亏.....	6
(二)、国资背景雄厚，大股东为中国电子信息产业集团，实控人为上海国资委	8
(三)、2017 年上海国资委下发《上海市国资委党委 2017 年工作要点》，着力推进企业上市，发展混合所有制经济	10
二、城市轨交步入快车道，持续性订单增量为轨交发展带来新机遇.....	11
(一)、轨道交通 AFC 系统发展速度快，技术更新将带来新一轮市场高峰.....	11
(二)、轨交 AFC 系统其行业具备高壁垒属性.....	13
(三)、城市轨交步入快车道，持续性订单增量迎发展新机遇	13
(四)、公司提供多项 AFC 系统配套设备并且拥有成熟的过往项目经验.....	15
4.1 公司拥有多项轨道交通 AFC 系统设备.....	15
4.2 公司曾承揽磁悬浮自动售检票系统的建造，拥有成熟过往项目经验.....	16
(五)、公司依靠不断更新的技术优势，在激烈的市场竞争中占有一席之地	17
三、RFID 技术类产品下游需求旺盛，京津冀一体化促城市通卡升级换代.....	19
(一)、RFID 产品需求旺盛.....	19
1.1、RFID 2020 年市场规模将超过 170 亿美元.....	19
1.2、公司承办世博会及世园会门票系统	20
(二)、城市通公交卡惠及民生	21
2.1 公司销售多种城市通卡及配套产品.....	21
2.2 城市通卡市场前景广阔.....	22
四、盈利预测与投资建议.....	24
(一) 盈利预测.....	24
(二) 估值及投资建议	24
五、风险提示	24
六、PE/PB 概览.....	25

图表目录

图表 1： 公司组织机构架构图（截止 2016 年 11 月 17 日）	6
图表 2： 2015 年报各主营业务所占比例概览.....	6
图表 3： 华虹计通下设两个主营业务部门.....	7
图表 4： 华虹计通 2012-2016 年总营收及利润一览表.....	7
图表 5： 截止 2017 年 3 月 7 日重要持股股东明细.....	8
图表 6： 上海国资委为公司实控人持股 13.23%.....	9



图表 7: 华虹集团大股东基本情况概览.....	9
图表 8: 中国电子信息产业集团官网.....	9
图表 9: 中国电子信息产业集团下属产业.....	9
图表 10: 中国电子信息产业集团下属企业概览.....	10
图表 11: 轨道交通 AFC 系统领域发展历程.....	11
图表 12: 车票介质的主要区别.....	12
图表 13: AFC 系统四大重要行业壁垒.....	13
图表 14: 城市轨道交通发展历程.....	13
图表 15: 15 年前城市轨道交通工程在建及建成比例.....	13
图表 16: 15-20 年全国轨道交通完成投资额及增速预测.....	14
图表 17: 14-20 年全国城市轨道运营里程数及增速预测.....	14
图表 18: 上海轨道交通（2010-2020）建设计划表.....	14
图表 19: 轨道交通 AFC 系统架构图.....	15
图表 20: 中央计算机系统/自动售票机/门式自动闸机.....	16
图表 21: 公司成立以来已完成的轨道交通 AFC 系统重大项目.....	17
图表 22: 华虹计通占上海城市轨交 60%市场份额.....	17
图表 23: 三大设备公司占全国 AFC 系统 50%市场份额.....	17
图表 24: 公司成立以来已完成的轨道交通 AFC 系统重大项目.....	17
图表 25: 主要竞争对手简要情况.....	18
图表 26: RFID 技术工作原理.....	19
图表 27: 上海 RFID 技术及产业发展路线图.....	19
图表 28: RFID 产业规模预增预判.....	20
图表 29: RFID 物品识别与物流管理近 4 年营收及利润概览.....	20
图表 30: 世博会及世园会门票系统承揽概况.....	20
图表 31: 公司成立以来所承揽的 RFID 物品识别于物流管理系统重大项目.....	21
图表 32: 城市通卡应用范围.....	21
图表 33: 公司销售多种城市通卡及配套产品.....	21
图表 34: 城市通卡近 4 年营收及利润概览.....	22
图表 35: 城市通卡项目概览.....	22
图表 36: 可比公司一览.....	24
图表 37: 华虹计通 PE-Band.....	25
图表 38: 华虹计通 PB-Band.....	25
附录: 公司财务预测表（百万元）.....	26

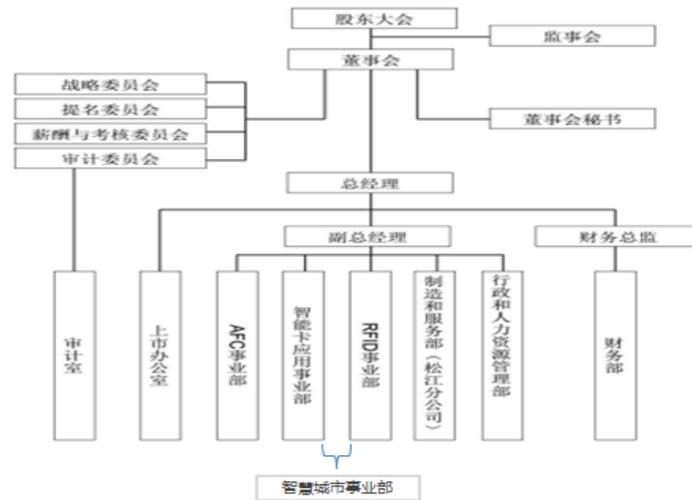


一、“退市+国资+混改”三重驱动力促企业改革

（一）、连续两年亏损存在退市风险，主营业务轨交 AFC 系统中标大型项目有望实现扭亏

公司主要从事非接触式 IC 卡自动收费系统设计、集成、应用软件开发和技术服务，以及相关终端产品的设计、生产和销售。根据国家统计局 2002 年颁布的《国民经济行业分类》，公司归属于计算机服务业中的计算机系统服务；根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》，公司归属于信息技术业-计算机应用服务业。公司行业属于计算机应用服务业中的系统集成细分行业。

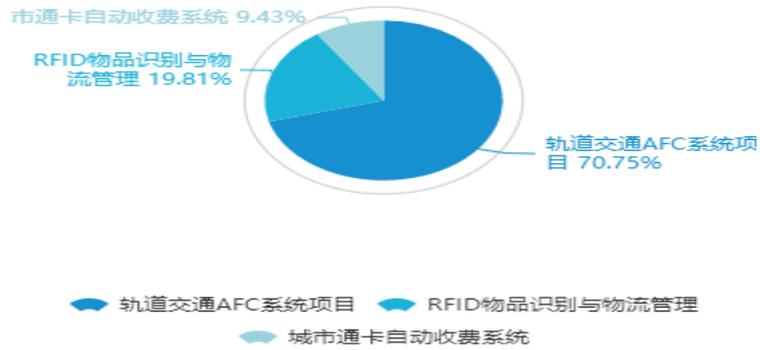
图表1： 公司组织机构架构图（截止 2016 年 11 月 17 日）



资料来源：公司公告 联讯证券

公司根据主营业务划分，在副总经理下设三个直属业务部门，分别为 AFC 事业部、智能卡应用事业部以及 RFID 事业部，2016 年 11 月 17 日公司披露将智能卡应用事业部以及 RFID 事业部合并成立智慧城市事业部，负责智慧城市业务领域的市场营销和市场拓展等工作。

图表2： 2015 年报各主营业务所占比例概览



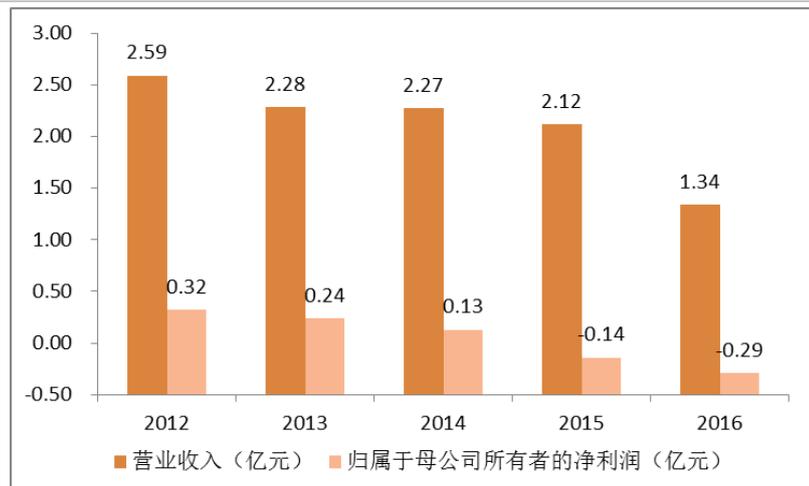
资料来源: wind 联讯证券

图表3: 华虹计通下设两个主营业务部门

部门名称		行政职责
AFC 事业部		<ul style="list-style-type: none"> 负责轨道交通 AFC 系统业务领域的市场策划、市场营销、市场拓展等工作, 包括提供市场分析报告、制定市场宣传和营销计划、组织商务活动、负责商务洽谈、项目招投标、合同签订与管理 负责轨道交通 AFC 系统设计和系统集成, 应用软件开发、各类终端产品的设计、开发 负责公司轨道交通 AFC 系统项目的工程实施、项目进度与节点控制、分包与外协的管理与协调
智慧城市事业部 (智慧城市业务领域的市场营销和市场拓展)	智能卡应用事业部	<ul style="list-style-type: none"> 负责城市通卡等智能卡应用业务领域的市场策划、市场营销、市场拓展等工作, 包括提供市场分析报告、制订市场宣传和营销计划、组织商务活动、负责商务洽谈、项目招投标、合同签订与管理; 负责智能卡应用系统设计和集成、应用软件开发、各类智能卡读写器和应用终端产品的设计开发; 负责公司智能卡应用系统项目的工程实施、项目进度与节点控制
	RFID 事业部	<ul style="list-style-type: none"> 负责 RFID 业务领域的市场策划、市场营销、市场拓展等工作, 包括提供市场分析报告、制订市场宣传和营销计划、组织商务活动、负责商务洽谈、项目招投标、合同签订与管理; 负责公司 RFID 应用系统设计和集成、应用软件开发、各类 RFID 读写器和应用终端产品的设计开发、 RFID 芯片研究; 负责公司 RFID 业务领域项目的工程实施、项目进度与节点控制

资料来源: 公司公告 联讯证券

图表4: 华虹计通 2012-2016 年总营收及利润一览表



资料来源: wind 联讯证券

创业板退市制度明确表明, 创业板类公司连续二年净利润为负 (以最近两年年度报告披露的当年经审计净利润为依据) 将会不经 ST, 在第三年直接退市, 华虹计通 2015 年归



母净利润-0.14 亿元，2016 年年报预计归母净利润-0.29 亿元，公司一季度业绩预告亏损 530-570 万元，若 2017 年公司归母净利润为负则存在直接退市风险。

公司公告称“公司于 2017 年 3 月 6 日收到招标单位宁波市国际招标有限公司发来的《中标通知书》。通知确定公司为宁波市轨道交通第二轮建设及宁波至奉化城际铁路工程自动售检票（AFC）系统集成招标项目 I 标段的中标单位，中标金额约为人民币 139,098,093.00 元，扣除增值税后占 2015 年经审计营业收入总额的 56.05%。”

由于这次中标金额较大，总额扣除增值税后占 2015 年经审计营业收入总额的 56.05%，因此如果此次公司中标项目能够在 2017 年度内顺利实施并结转收入，将会有效改善公司财务状况，2017 年业绩很大程度有望扭亏为盈。

（二）、国资背景雄厚，大股东为中国电子信息产业集团，实控人为上海国资委

截至最新一期报告显示，公司目前隶属上海华虹（集团）有限公司，持股比例为 25.53%。公司实际控制人为上海国有资产监督管理委员会，持股比例为 13.23%。

图表5：截止 2017 年 3 月 7 日重要持股股东明细

重要股东明细	持股数量（股）	持股比例（%）
上海华虹（集团）有限公司	43,030,704	25.53
上海申腾信息技术有限公司	12,999,100	7.71

资料来源：公司公告 联讯证券

华虹集团是一家主要从事集成电路芯片设计制造、提供系统集成方案的国有企业集团公司。华虹集团总部主要负责对外投资及股权管理，具体经营业务主要由其下属控股子公司完成。

华虹集团主要直接和间接控制的公司除本公司外还包括：

- 上海华虹电子进出口有限公司
- 上海华虹国际公司、上海华虹科技发展有限公司
- 上海集成电路研发中心有限公司
- 上海虹日国际电子有限公司
- 华虹国际（美国）公司
- 华虹半导体有限公司
- 上海华虹 NEC 电子有限公司等

其中除本公司主要经营系统集成业务外，其他公司主要从事集成电路芯片制造、芯片设计、电子元器件贸易和风险投资等业务。

公司作为高新技术企业，自创立以来，始终坚持自主创新，将技术领先与产品先进作为公司的核心竞争力。经过多年的努力，企业已经拥有一支由系统设计、软件开发、终端产品研发等工程师组成的优秀研发队伍，并形成了从系统解决方案、软件和硬件产品、关



键部件和模块等多层面的技术成果积累。

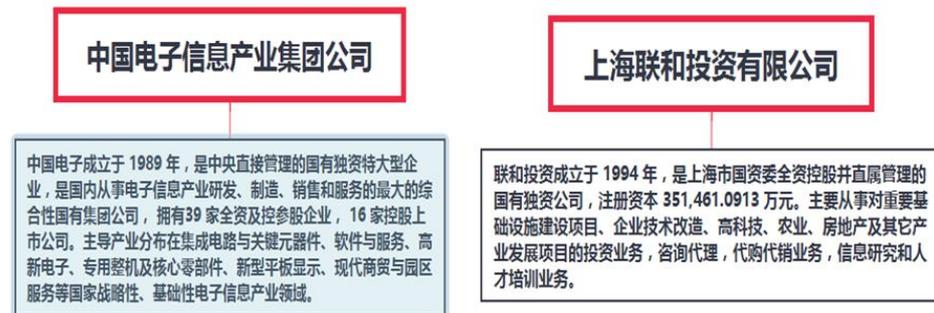
图表6: 上海国资委为公司实控人持股 13.23%



资料来源: 公司公告 联讯证券

华虹集团背靠上海国资委,由中国电子信息产业集团、上海仪电控股、上海联合投资、上海金桥集团直接控股,并且交由上海国资委直属管理,其国企背景底蕴浓厚。

图表7: 华虹集团大股东基本情况概览



资料来源: 互联网 联讯证券

中国电子信息产业集团有限公司成立于 1989 年 5 月,是中央管理的国有重要骨干企业,以提供电子信息产品与服务为主营业务,是中国最大的国有综合性 IT 企业集团。

图表8: 中国电子信息产业集团官网

图表9: 中国电子信息产业集团下属产业



资料来源：公司官网 联讯证券



资料来源：公司官网 联讯证券

其主营业务分布于“新型显示、网络安全和信息化、集成电路、信息服务”等国家战略性、基础性电子信息产业领域，核心业务关系国家信息安全和国民经济发展命脉。

图表10：中国电子信息产业集团下属企业概览

全资企业

- >> 中国中电国际信息服务有限公司
- >> 中国电子进出口总公司
- >> 中国海达投资发展集团有限公司
- >> 武汉中原电子集团有限公司
- >> 中国电子信息产业集团有限公司第六研究所
- >> 中国信息安全研究院有限公司
- >> 成都中电锦江信息产业有限公司
- >> 彩虹集团公司
- >> 华大半导体有限公司
- >> 北京圣非凡电子系统技术开发有限公司

控股企业

- >> 南京中电熊猫信息产业集团有限公司
- >> 中国软件与技术服务股份有限公司
- >> 中国电子财务有限责任公司
- >> 中国振华电子集团有限公司
- >> 中国电子系统技术有限公司
- >> 长城信息产业股份有限公司
- >> 上海浦东软件园股份有限公司
- >> 中电·长城网际系统应用有限公司
- >> 中国长城计算机深圳股份有限公司
- >> 深圳长城开发科技股份有限公司
- >> 北京华大九天软件有限公司
- >> 中电数据服务有限公司

参股企业

- >> 上海华虹（集团）有限公司
- >> 中国电子投资控股有限公司
- >> 中软信息系统工程公司
- >> 华越微电子有限公司
- >> 蓝富泰克创业投资有限公司

部分三、四级企业

- >> 冠捷科技有限公司
- >> 天津飞腾信息技术有限公司
- >> 盛科网络（苏州）有限公司
- >> 迈普通信技术股份有限公司
- >> 澜起科技集团有限公司
- >> 北京可信华泰信息技术有限公司
- >> 熊猫电子集团有限公司
- >> 南京华东电子集团有限公司
- >> 南京三乐电子信息产业集团有限公司
- >> 南京长江电子信息产业集团有限公司
- >> 南京科瑞达电子装备有限责任公司
- >> 南京金宁电子集团有限公司
- >> 深圳中电投资股份有限公司
- >> 深圳市桑达实业股份有限公司
- >> 深圳市桑达无线通讯技术有限公司
- >> 长城计算机软件与系统有限公司
- >> 中标软件有限公司
- >> 北京中电华大电子设计有限责任公司
- >> 中国振华（集团）科技股份有限公司
- >> 中电·智能卡有限责任公司
- >> 北京确实科技股份有限公司
- >> 南京中电信息实业发展有限公司
- >> 深圳开发磁记录股份有限公司
- >> 珠海南方软件园发展有限公司
- >> 成都华微电子技术有限公司

资料来源：互联网 联讯证券

经过多年的资产重组、业务整合、结构优化，目前中国电子拥有全资及控股二级企业 22 家，控股上市公司 14 家，员工总数 13 万人。

（三）、2017 年上海国资委下发《上海市国资委党委 2017 年工作要点》，着力推进企业上市，发展混合所有制经济

上海国资 2017 年度工作主要集中在八个方面，深化国企改革发展混合所有制经济为首位，其投资主线是实现改革中“三个一批”目标，具体为：

- 2017 年上海将加快推进企业集团整体上市或核心业务资产上市，推进产融结合
- 2017 年上海将开展职业经理人薪酬制度改革试点，完善法人治理结构等
- 加大混合所有制改革，鼓励非公有资本参与国有企业混合所有制改制

改革企业需要复合以下意义及条件：



1、企业混合所有制改制应具有以下一项或多项意义（必要性）：

- (1)有利于优化资源配置，支持企业发展主业，推动企业做强做优做大；
- (2)有利于完善法人治理结构，建立现代企业制度，以管资本为主加强国资监管；
- (3)有利于推动企业创新转型，促进本市产业结构转型升级；
- (4)有利于优化国资布局 and 结构，增强国有经济的活力、控制力、影响力和抗风险能力；
- (5)总体上有利于国有资本保值增值，有利于提高国有经济竞争力，有利于放大国有资本功能。

2、企业混合所有制改制应同时符合以下条件（可行性）：

- (1)符合国家和本市有关国有企业混合所有制改制的法律、法规和政策规定；
- (2)符合行业发展趋势、企业发展规律和市场经济规则；
- (3)具备混合所有制改制条件，改制方案操作性较强，总体可行。

混改被列入上海 2017 年国资委党委重点工作，可见国企改革已经被纳入到政府工作的重中之重，华虹计通作为一家具有国企背景的企业，加之近年效益下滑，因此未来实现重大资产重组实现预期加大。

二、城市轨交步入快车道，持续性订单增量为轨交发展带来新机遇

（一）、轨道交通 AFC 系统发展速度快，技术更新将带来新一轮市场高峰

我国的轨道交通起步于 20 世纪 80 年代末，之后在从磁卡到接触式 IC 卡直至非接触式 IC 卡的发展磨砺中不断成熟，其智能化水平也得到了质的飞跃。

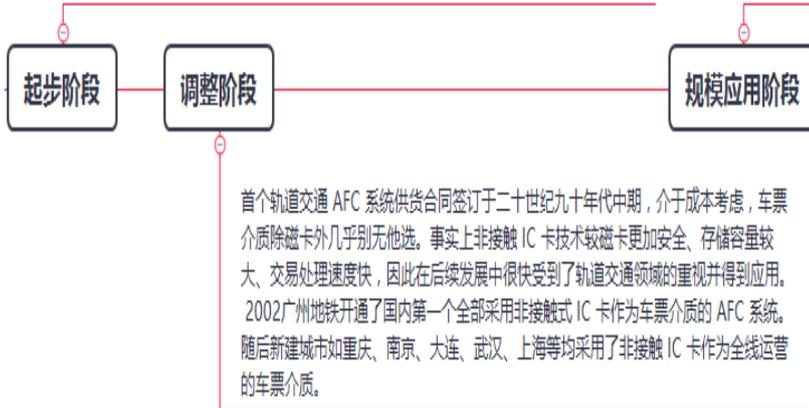
事实上，轨道交通 AFC 系统在我国的发展经历了一个比较曲折的过程，我国轨道交通 AFC 系统从无到有，与轨道交通其他系统相比，无论在认识水平、技术水平和管理水平，AFC 系统都发展得快，我国轨道交通 AFC 系统的发展大概可分为三个阶段即起步阶段、调整阶段及规模应用阶段。

图表11： 轨道交通 AFC 系统领域发展历程



20 世纪 80 年代末,上海地铁开始了 AFC 系统和设备的研制,开始了从人工收费向自动收费的转换。这个阶段,国外成功的系统经验为广州地铁和上海地铁 AFC 系统在建设之初就拥有基本完善的功能奠定了基础。

当前城市一卡通已在公交、出租、轨道以及其他领域得到了发展,极大地方便了人们的出行,我国城市轨道交通 AFC 系统已趋向成熟,作为直接面向大众的服务系统,其性能优劣将直接影响到相关企业乃至整个城市的形象。各地铁建设单位都将 AFC 系统放在了非常重要的位置,项目审批部门、设计建设单位、运营单位在 AFC 系统的必要性认识上有了完全的统一。



资料来源:公司公告 联讯证券

从运用轨道交通车票介质来说,由于其背景技术不同,其属性也因此存在较大差异。事实上,车票介质主要包括条码卡、磁卡、IC 卡、手机票(移动支付),由于技术发展的特性,目前非接触式 IC 卡成为目前车票介质的主要选择,尤其是选择非接触式 CPU 卡及兼容《中国金融集成电路(IC)卡规范》(PBOC2.0)已成为储值票和城市通卡的发展趋势。

图表 12: 车票介质的主要区别

车票介质类型	信息载体	信息量	读/写性	读取方式	保密性	智能化	抗干扰能力	寿命	成本
条码卡	条形码	小	只读	CCD 图像传感器或激光束扫描	差	无	差	短	最低
磁卡	磁性物质	一般	读/写	电磁转换	一般	无	较差	较短	低
IC 卡	电子擦除式可编程只读存储器 (EEPROM)	大	读/写	电子擦除、写入	好	有	好	长	较高
手机票	手机内置的芯片或 SIM 卡	大	读/写	电子	好	有	好	长	高

资料来源:公司公告 联讯证券

轨道交通具有客流量大、换乘方式多样复杂、乘客需快速通过、车票需反复使用、车票信息需重复读写的特点。非接触式 IC 卡具有的安全、存储容量大、识别工作无须人工干预,信息处理速度快的优点,使得非接触式 IC 卡自动收费系统替代了传统的纸质车票的人工收费方式和以磁卡为车票介质的收费系统,成为轨道交通 AFC 的主流车票介质。

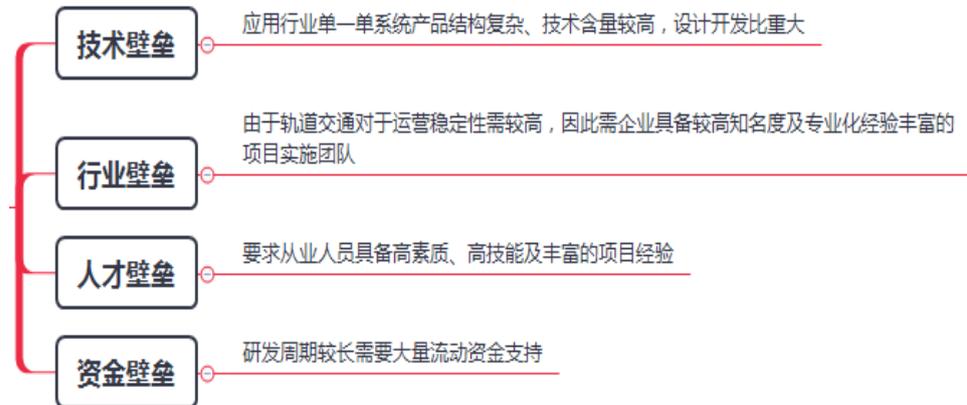
目前,轨道交通车票分为储值票和单程票,单程票卡内集成电路主要以非接触式逻辑加密卡为主。从未来智能卡的发展趋势看,逻辑加密卡升级到 CPU 卡将是主要内容。集成电路芯片的升级,不仅涉及更换 CPU 卡,还包括后台升级、读写器及售检票终端设备改造、更换、程序升级等内容,这将为相关收费系统及终端设备带来新一轮的市场需求高峰。



（二）、轨交 AFC 系统其行业具备高壁垒属性

轨道交通 AFC 行业是属于技术密集、人才密集和资金密集的行业，进入本行业需要对客户所处的行业有深入的了解和丰富的项目经验，故该领域具有一定行业壁垒，主要是技术壁垒、行业壁垒、人才壁垒及资金壁垒。

图表13: AFC 系统四大重要行业壁垒



资料来源：公司公告 联讯证券

（三）、城市轨交步入快车道，持续性订单增量迎发展新机遇

随着国内轨道交通建设进程的加快，越来越多的城市已有或将有地铁或轻轨线路投入运营，当前中国城市轨道交通经过 40 多年的发展已经进入了蓬勃发展时期。

1978-2015 年，我国城市轨道交通投资总额约 2 万亿，时间轴铺设在“十一五”和“十二五”期间。

“十一五”开始，我国城市轨道交通投资进入到快速增长的通道，至“十二五”期间累计完成轨道交通投资 1.23 万亿元，平均每年完成投资 2458 亿元，年复合增长率高达 23%，增长速度远高于铁路、公路、电力、石油化工、采矿等行业。

“十三五”期间，轨道交通建设投资需求仍将快速增长，预计投资规模将达到 1.7-2 万亿元，2015 年底全国在建的轨道交通线路可研批复投资累计约 2.6 万亿元，因此至“十三五”期间我国轨道交通建设将达到前所未有的投资高潮。

图表14: 城市轨道交通发展历程

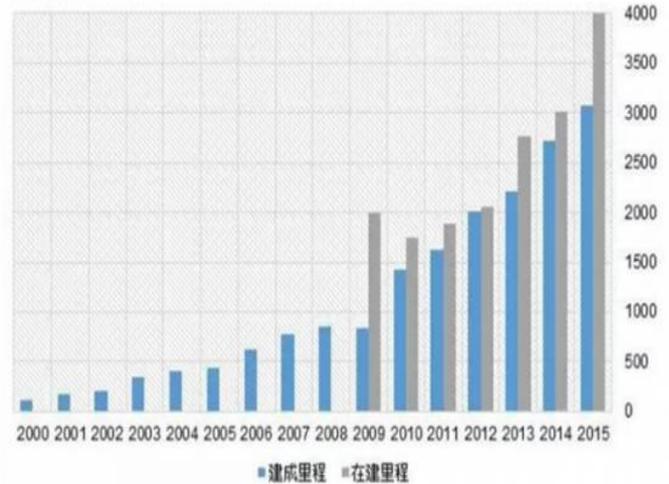
图表15: 15年前城市轨道交通工程在建及建成比例



2000年，我国建成的轨道交通线路长度首次超过100公里，达到117公里，涉及到4个城市：北京、天津、上海、广州，这是我国第一批轨道交通城市

2010年（“十一五”末），我国建成的轨道交通线路长度首次超过1000公里，达到1429公里，涉及到13个城市，除以上4个城市外，还有：大连、长春、深圳、重庆、武汉、南京、成都、沈阳、佛山，这也是我国第二批轨道交通城市。“十一五”期间，我国共建成投入运营的线路长度808公里，平均每年增加162公里

2015年（“十二五”末），我国城市轨道交通运营线路总长度3069公里，“十二五”期间共建成投入运营的线路1640公里，平均每年增加328公里



资料来源：智研咨询 联讯证券

资料来源：智研咨询 联讯证券

截至2016年7月，我国（内地）有27个城市的轨道交通已经建成通车，轨道交通运营线路总长度约3288公里，线路总数超过100条。目前仍然正在建设轨道交通的城市达到38个，正在建设的线路长度超过4000公里。

图表16：15-20年全国轨道交通完成投资额及增速预测



资料来源：智研咨询 联讯证券

图表17：14-20年全国城市轨道交通运营里程数及增速预测

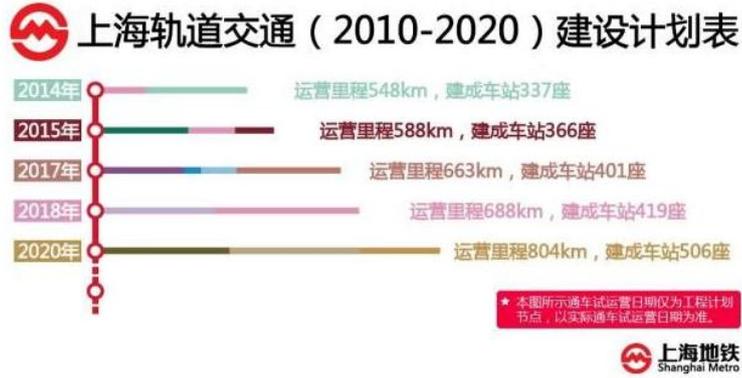


资料来源：智研咨询 联讯证券

2016年5月发改委和交通部联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，计划2016-2018年将重点推进103个项目前期工作，新建城轨2000公里以上。2016年发改委批复芜湖、绍兴等13个城市轨道交通建设规划，规划线路长度超1000公里，可研批复投资额6493亿元。

2017年城市轨道交通将迎来建设高峰期，完工里程预计超过600公里，投资额将超过5150亿元。

图表18：上海轨道交通（2010-2020）建设计划表



资料来源：公开信息 联讯证券

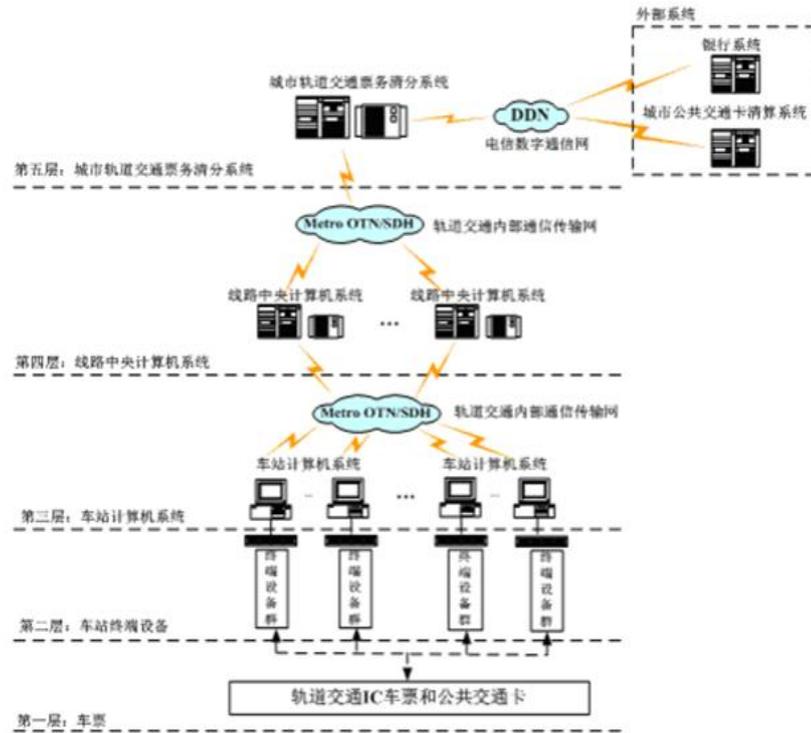
上海 2017-2020 年规划建成线路长度共 2155km，依照投资规模 6-7 亿元/km 计算，2017-2020 年上海市轨道交通计划投资规模 12930-15085 亿元。

AFC 系统在轨道交通的整个投资中占比约为 1%。根据预测 2017-2020 年上海轨道交通建设投资金额总额约为 12930-15085 亿元，AFC 系统的招标金额将达到 129.3-150.85 亿元，整体行业需求量的持续上涨加之公司在上海地区市场占有率 60%，位于同品类公司市占率第一位，未来业绩扭亏为盈值得期待。

（四）、公司提供多项 AFC 系统配套设备并且拥有成熟的过往项目经验

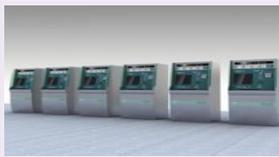
4.1 公司拥有多项轨道交通 AFC 系统设备

图表19： 轨道交通 AFC 系统架构图



资料来源：公司公告 联讯证券

图表20： 中央计算机系统/自动售票机/门式自动闸机

设备名称	功能表述	图片实例
中央计算机设备	车站计算机系统处于整个 AFC 系统的中间层。向下实施对车站各类 AFC 终端设备的集中控制，实时监控终端设备的运行状况、采集交易记录、下传控制指令、生成车站一级的统计报表，有自行诊断和紧急状态处理功能。向上与中央计算机系统通讯，上传本站交易记录、设备状态信息、操作日记，接收运行参数、控制指令、更新黑名单等信息。在网络故障时提供备份存储功能。	
自动售票机	自动售票机用于乘客自助式购买单程票。可接受硬币、纸币及储值票。购票具有一次性出售多张车票的功能，同时自动售票机具备纸币和硬币找零功能。自动售票机选用高性能工业计算机作为主控单元，使用大尺寸触摸屏及液晶屏作为乘客显示器，操作方便。自动售票机可以联机或脱机工作，并且有现金管理功能	
门式自动闸机	门式自动闸机主要是为携带大件行李、乘坐儿童车及残疾人车的乘客提供通行方便。通过门式自动闸机的光电感应设备及其他高科技手段防止各种通行欺诈行为。门式自动闸机使用了具有我国自主知识产权的射频 IC 卡。采用高亮度 VFD 显示屏，乘客能在数米以外看清中英文提示。	

资料来源：公司官网 联讯证券

在 AFC 系统设备方面，公司产品包括中央计算机系统、车站计算机系统、自动充值验卡机、自动售票机、半自动售票机、门式自动闸机及三杆式自动检票机。

4.2 公司曾承揽磁悬浮自动售检票系统的建造，拥有成熟过往项目经验

公司承担磁悬浮自动售检票系统即对原采用条码介质车票的售检票系统的升级改造项目，合同内容包括非接触 IC 卡车票、系统扩容软件升级、售检票终端改造等。



上海的轨道交通售检票系统在 2009 年实施了支持手机支付的技术改造工程，公司承担了其中约 60% 的地铁售检票终端设备与系统的改造任务，其首期改造工程于 2010 年 3 月完成。同时，公司还针对中国移动的移动支付技术规范（草案），开发了系列终端产品，并通过了中国移动研究院的符合性测试。

图表21： 公司成立以来已完成的轨道交通 AFC 系统重大项目

序号	工程项目名称
1	上海轨道交通 1 号线北延伸段自动售检票系统项目（共和新路高架）
2	上海轨道交通 3 号线自动售检票系统项目（明珠线一期）
3	上海轨道交通 4 号线自动售检票系统项目（明珠线二期）
4	上海轨道交通 5 号线自动售检票项目
5	上海轨道交通 3 号线北延伸段自动售检票系统项目
6	上海轨道交通 8 号线自动售检票系统项目
7	上海轨道交通 8 号线延伸段自动售检票系统项目
8	上海轨道交通 9 号线一期工程自动售检票系统项目
9	上海轨道交通 9 号线二期工程自动售检票系统项目
10	上海轨道交通 10 号线一期工程自动售检票系统项目
11	上海轨道交通 2 号线东延伸段自动售检票系统项目
12	上海轨道交通 2 号线西西延伸段自动售检票系统项目
13	上海磁浮自动售检票系统项目
14	上海轨道交通清分中心系统项目
15	手机支付申通地铁应用改造工程项目

资料来源：公司公告 联讯证券

（五）、公司依靠不断更新的技术优势，在激烈的市场竞争中占有一席之地

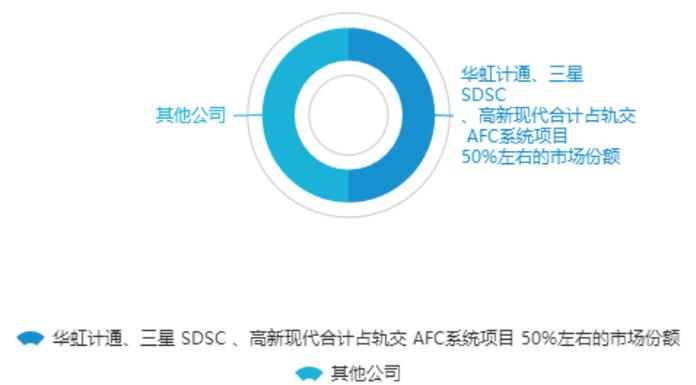
华虹公司是目前国内承担项目最多、项目实施经验最丰富的轨道交通 AFC 系统优势企业之一。

图表22： 华虹计通占上海城市轨交 60%市场份额



资料来源：互联网 联讯证券

图表23： 三大设备公司占全国 AFC 系统 50%市场份额



资料来源：互联网 联讯证券

有效数据表明，华虹计通目前占上海轨道交通 AFC 系统市场的 60% 市场份，并且与三星 SDSC 及高新现代三家公司合计占据了轨道交通 AFC 系统项目 50% 左右的市场份额，构成了当前 AFC 市场中主要的优势企业。

图表24： 公司成立以来已完成的轨道交通 AFC 系统重大项目



客户名称	销售内容	合同金额	截至2016年9月末	尚未确认收入的	合同预计完成时间
		(含税, 万元)	已实现销售额 (含税, 万元)	合同金额 (含税, 万元)	
上海地铁第四运营有限公司	8号线AFC系统设备维护保养	869.64	759.99	109.65	2016年
上海地铁第四运营有限公司	12号线AFC系统设备维护保养	483.68	241.64	242.04	2017年
上海轨道交通十二号线发展有限公司	上海轨道交通12号线工程AFC系统	17,479.49	16,694.84	784.65	2016年
宁波轨道交通集团有限公司	宁波市轨道交通1号线二期工程自动售检票系统	2,864.43	2,140.00	724.43	2018年
大连地铁有限公司	大连地铁工程自动售检票(AFC)系统	11,185.83	9,479.30	1,706.53	2017年
苏州市轨道交通集团有限公司	苏州市轨道交通2号线延伸线自动售检票系统	3,079.34	2,925.11	154.23	2018年
武汉园林绿化建设发展有限公司	第十届中国(武汉)国际园林博览会	1,330.82	798.49	532.33	2016年
武汉地铁集团有限公司	武汉轨道交通2号线北延线工程	2,685.15	2,591.43	93.72	2018年
中钞海思信息技术(北京)有限公司唐山分公司	唐山世园会票务检票设备一批及现场运维维保	790.06	722.81	67.25	2016年
西安市地下铁道有限责任公司	西安市地铁四号线自动售检票系统集采	13,195.85	727.46	12,468.39	2020年
上海地铁第三运营有限公司	上海轨交3、4号线上海火车站西站厅改造工程	686.95	236.60	450.35	2018年
上海申通地铁集团有限公司运营管理中心	上海轨道交通3、4、5、8、9、10号线AFC中央主机维保	290.22	130.59	159.63	2017年
上海磁浮交通发展有限公司	上海磁浮示范运营线AFC车站自动检票机大修	248.83	0.00	248.83	2018年
合计		55,190.30	37,448.26	17,742.03	

资料来源：公司公告 联讯证券

随着车票介质的技术发展，包括非接触式 IC 卡的应用、向非接触式 CPU 卡的升级、《中国金融集成电路（IC）卡规范》（ PBOC2.0）及第三方支付管理条例的实施、移动支付推进的推进，公司所从事的基于非接触式 IC 卡收费系统业务出现了新的市场契机。此外公司所拥有的技术与产品储备及试点项目的成熟运营经验，为未来市场开拓奠定了良好的基础。

图表25： 主要竞争对手简要情况

序号	公司名称	经营情况概览
A	三星数据系统(中国)有限公司	三星 SDSC 是韩国三星集团在华投资的独资企业,是较早进入中国轨道交通 AFC 领域的跨国企业, 向企业客户提供系统集成、IT 外包/管理咨询(ERP、PLM、SCM、MES)、网络建设、定制化通讯等服务, 以及面向政府客户的 AFC (地铁自动售检票系统)、机场信息系统、智能城市、智能图书馆服等高水准、世界级的 ICT 服务。
B	高新现代智能系统股份有限公司	高新现代是国家重点扶持的大型高新技术企业, 是全国重要的 AFC 设备供应商, 能够在 AFC 系统工程方面提供从项目咨询、系统设计、系统开发、设备研制到设备生产、系统集成和维护服务的全面解决方案的公司。
C	中国软件与技术服务股份有限公司	中软公司先后在天津三号线、北京 13 号线、机场线、 15 号线、 9 号线、房山线参与了轨道交通 AFC 系统项目的建设, 有全套的 AFC 设备研发和生产装配的完整产业链和丰富的研发经验和基础。
D	方正国际软件有限公司	方正国际隶属于北大方正集团, 前身是 1996 年在东京设立的日本方正株式会社, 2009 年组建成立为方正国际软件有限公司, 是一家致力于为全球客户提供一流软件和信息服务的综合供应商, 重点面向媒体、智能交通、医疗卫生、金融、电子商务等领域提供软件和信息服。
E	上海普天邮通科技股份有限公司	普天邮通前身是创立于 1951 年的华东邮电器材厂, 是国内最早的通信设备制造企业之一, 主要产品有: 税控收款机、打印机、第二代身份证读卡器、自动售检票系统 (AFC)、传输系统、接入系统、路由交换、配线产品、多媒体产品、邮政产品等。产品应用于各个行业, 并出口亚洲、非洲和欧洲的部分国家和地区。
F	上海华腾软件系统有限公司	华腾软件是由中软国际有限公司、上海华东电脑股份有限公司和上海市信息投资股份有限公司共同投资的一家专业从事软件开发和系统集成的高新技术企业, 围绕支付清算、消息交换两大核心技术, 在银行金融、卡基业务、电子商务、城市公交“一卡通”、轨道交通自动售检票与“一票换乘”资金清分清算、场馆票务系统、社保与征信等行业领域拥有一流技术和长期积累。



G	新加坡科技电子有限公司新加坡科技电子有限公司	新加坡股票交易所挂牌交易的最大工程公司，拥有 30 多年系统工程经验，业务涉及卫星通讯系统、信息安全产品、光电系统、无线通讯、运输电子系统、智能楼宇管理系统、可移动实时系统、公共安全系统等等领域。目前与国内佳都国际合作，在智能系统工程方面、轨道交通等行业，提供更丰富的产品及服务。
---	------------------------	--

资料来源：公司公告 联讯证券

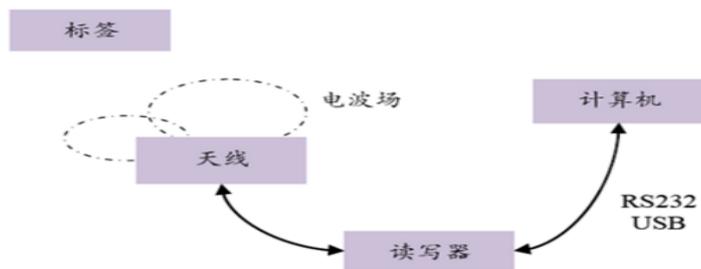
三、RFID 技术类产品下游需求旺盛，京津冀一体化促城市通卡升级换代

(一)、RFID 产品需求旺盛

1.1、RFID 2020 年市场规模将超过 170 亿美元

作为物联网技术的重要组成部分之一，RFID 在中国市场的应用正成井喷状态，服装、烟酒、医药、家电等各个领域均开始启动了 RFID 技术在本产业领域应用的探索与推广。

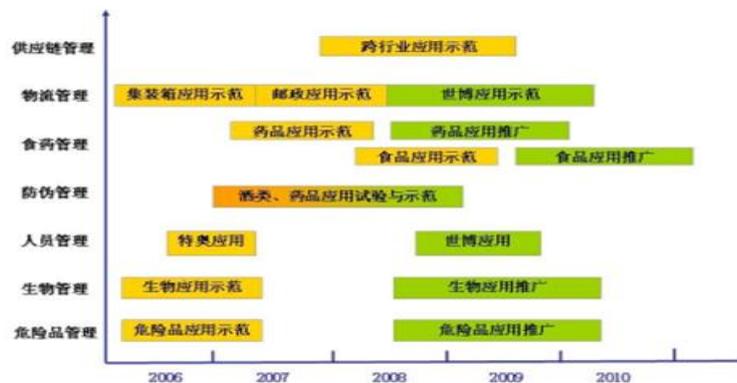
图表26: RFID 技术工作原理



资料来源：观研网 联讯证券

一套完整的 RFID 系统，由阅读器、应答器和应用软件系统三个部分组成。由阅读器发射特定频率的无线电波至应答器，应答器在驱动下将内部的数据送出，阅读器依序接收解读数据，并送给应用程序做相应的处理。

图表27: 上海 RFID 技术及产业发展路线图



资料来源：公司公告 联讯证券

物品自动识别技术在这些行业实现实用化应用的一项基础技术，也是系统效率提升的最直观手段，是各行业信息系统实现物联网化改造的必要技术，有着广阔的市场应用前景。



随着物联网(IoT)产业蓬勃发展,全球无线射频辨识系统(RFID)市场迅速成长,2015年市场规模逾100亿美元,整个产业规模预计将在2020年将超过170亿美元。

图表28: RFID产业规模预增预判

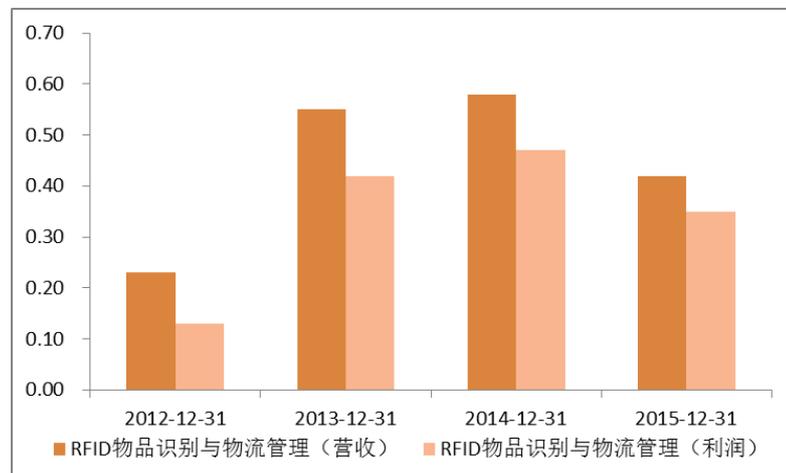


资料来源: IIPA 联讯证券

目前,全球RFID产业主要集中在欧美市场,其RFID技术应用也更为成熟,约占2015年全球整体市场近7成,随着RFID标准进展、技术突破、标签成本降低以及智慧物联网产业的进步,中国RFID市场预计将在2016-2020年间保持30%的增速区间。

1.2、公司承办世博会及世园会门票系统

图表29: RFID物品识别与物流管理近4年营收及利润概览



资料来源: 公司公告 联讯证券

公司于2010年承办中国上海世博会及2011年西安世界园艺博览会售检票系统的运行、维护、保障工作。

图表30: 世博会及世园会门票系统承揽概况

项目名称	承揽概况
2010年上海世博会	完成7300万参观者的售检票及相关服务,通过RFID技术在门票领域全球最大规模的应用,展示了华虹计通在物联网技术方面从研发、生产、应用部署到运维全过程的自主



	可控能力。
2011 年西安世界园艺	承办包括现场售票、团队票预订与换票、自动检票及票务处理、门票仓储管理、员工证件检票、客流实时监控与统计等票务检查，同时在三个出入口以及贵宾通道全程进行运维保障。

资料来源：公司官网 联讯证券

图表31： 公司成立以来所承揽的 RFID 物品识别于物流管理系统重大项目

序号	工程项目名称
1	中国 2010 年上海世博会出入口检票信息系统项目
2	中国 2010 年上海世博会中国馆延展售票系统项目
3	2011 西安世界园艺博览会芯片、票务、检票系统项目
4	上海美特斯邦威服饰股份有限公司智能服装管理系统项目
5	上海烟草（集团）有限公司烟叶烟箱生产线改造项目
6	上海市市容景观事务中心上海户外广告牌 RFID 管理系统项目

资料来源：公司公告 联讯证券

（二）、城市通公交卡惠及民生

城市通卡从上世纪九十年代在我国开始出现，十几年间城市通卡在社会上的应用实现了从零的突破到数亿的量能发展，也实现了从接触式 IC 卡到非接触式 IC 卡技术的飞跃。

目前，城市通卡主要应用在公交一卡通行业，并集中应用于地铁、公交车、出租车、轮渡等公共交通支付领域，部分城市已经实现了公交一卡通在其他非金融小额电子支付领域的应用，逐步向真正意义上的城市通卡发展，即实现各个领域和不同城市的互联互通。

目前北京、天津、石家庄、张家口、保定、廊坊六座城市已率先启动“一卡通”试点，按照交通运输部的计划，2017 年，京津冀有望全面实现一卡通，届时智能交通卡升级需求将会出现新高峰。

图表32： 城市通卡应用范围

应用领域	具体用途
综合交通付费	公交车、出租车、地铁（轻轨）、轮渡、自行车租赁、停车场等付费系统
公用事业缴费	供水、燃气、物业管理、有线电视、互联网、电信、供热等缴付系统
购物休闲付费	商场、购物中心、连锁超市、便利店、餐厅、书店等小额支付系统
文化旅游付费	公园、园林、影剧院、博物馆、图书馆、体育场馆等付费系统
公用事业管理	社保卡、医保卡、学籍卡等管理系统
智能楼宇门禁	社区门禁、公共建筑门禁、公共大型停车场、智能家居管理等管理系统

资料来源：公司公告 联讯证券

城市通卡采用射频识别、计算机与网络通信、自动控制、数据库与软件工程等技术，实现快捷的电子支付功能，其最根本的需求是“信息共享，集中控制”，涵盖城市公共交通、城市公用事业、城市管理服务、诸多小额消费场所等于一体的智能卡应用管理系统，是城市信息化建设的重要内容。

2.1 公司销售多种城市通卡及配套产品

图表33： 公司销售多种城市通卡及配套产品

设备名称	功能表述	图片实例
------	------	------

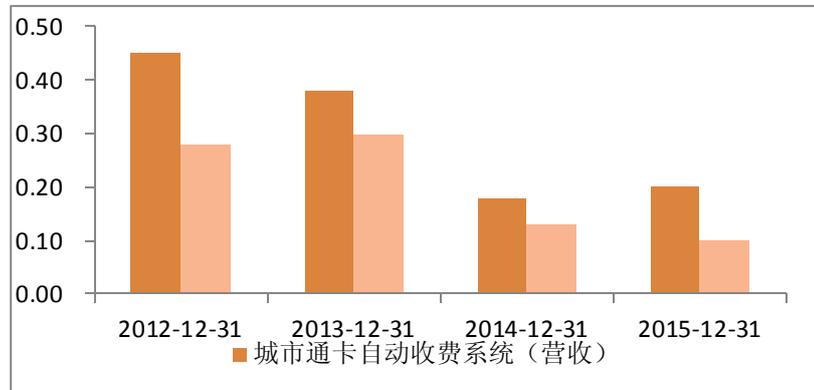


<p>公交一卡通</p>	<p>城市公共交通一卡通系统实现了公交、地铁、轮渡、轻轨、出租等城市公共交通的 IC 卡一卡通。形成一张具有读写支付功能的公交 IC 卡和建立一个安全可靠的清算、结算系统。目前国际上也只有芝加哥、香港等少数城市实现了类似的交通运行系统。在国内上海是首创。该工程包含 IC 卡设计、生产、POS 机具制造、应用以及软件开发和系统集成，具有很高的技术难度。</p>	
<p>车载 pos 机</p>	<p>采用国际上最新的非接触式 IC 卡先进技术，以 ARM 单片微机为核心，具有大容量 NAND 存储、交易处理准确、可靠性、安全性高等特点，是实现城市公共交通现代化的有效工具。</p>	

资料来源：公司官网 联讯证券

2.2 城市通卡市场前景广阔

图表34： 城市通卡近 4 年营收及利润概览



资料来源：公司公告 联讯证券

城市通卡将会更大范围地得到覆盖应用

城市通卡以其便捷安全特性，在未来有广阔的发展前景，伴随着经济进步与信息技术的发展，人们的生活方式和消费习惯都在发生着巨大变化，高效、快捷、通用的电子支付方式将成为人们首选的付费方式，城市通卡也必将成为覆盖面广、使用频率高的载体。未来五年中，将会实现各大应用的覆盖应用，如公交、出租、公用事业缴费、停车场管理、城市公共自行车租赁、小额商业消费等。

城市通卡系统升级将带来对收费系统及终端设备的更新改造需求

近两年来，我国城市通卡已经由传统的逻辑加密卡升级到 CPU 卡，总的来看未来五年中升级换代将是主要的内容，卡片也持续进入到换卡阶段。由于我国各地区经济发展不均衡，项目规模大小不一，系统升级需要庞大资金的支持，大部分中小规模项目恰恰缺乏资金来源，而且大部分还处于运营亏损状况，系统升级也将是一个需要时间的过程。当前，大多数城市运营机构在系统升级时不仅涉及更换 CPU 卡，还包括后台升级、机具更换或程序升级、PSAM 卡更换、售卡充值网点改造等问题。未来五年，新启动的项目与老项目升级改造同时并存，市场将迎来新一轮的发展时期。

图表35： 城市通卡项目概览



序号	工程项目名称
1	上海城市公交一卡通项目
2	无锡城市公交一卡通项目
3	江阴城市公交一卡通项目
4	常熟城市公交一卡通项目
5	日照城市公交一卡通项目
6	宜兴城市公交一卡通项目
7	上海市轮渡有限公司轮渡自动收费系统项目
8	上海永久自行车有限公司公共自行车租赁系统项目
9	上海财经大学学术会议中心系统项目
10	上海集成电路研发中心弱电系统项目

资料来源：公司公告 联讯证券



四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

1、公司背靠优质国企资源，其实控人为上海国资委且大股东为中国电子信息产业集团有限公司。因于上海国企改革是国企混改的重要着力点且公司连续两年亏损面临退市风险，因此存在并购重组预期。

2、公司因主营业务出现一定程度的营收下滑，导致整体净利润盈利不佳，公司 2017 年宁波市轨道交通项目，项目金额 1.39 亿元，扣除增值税后占 15 年总营收 56.05%，主营业务存在扭亏预期。

3、2016 年底公司公告表示将智能卡应用事业部以及 RFID 事业部合并成立智慧城市事业部，负责智慧城市业务领域的市场营销和市场拓展等工作，充分表明了公司积极改革及拓展原有业务的决心。

我们预计 16-18 年分别实现归母净利润 -0.27/0.04/0.12 亿元，EPS 分别为 -0.16/0.025/0.068 元。

（二）估值及投资建议

图表 36：可比公司一览

证券代码	公司名称	市净率 (PB) (最新)	市盈率 (PE) (最新)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)
300330.SZ	华虹计通	7.30	-96.10	1.69	28.37
300044.SZ	赛为智能	9.45	78.69	3.42	87.27
300020.SZ	银江股份	2.92	50.26	6.56	98.82
002421.SZ	达实智能	4.63	45.68	19.27	132.94
002401.SZ	中海科技	6.98	88.94	3.03	53.46
000925.SZ	众合科技	6.32	-116,601.81	3.2	76.39
平均值		6.26	65.89 (剔除负值)	—	—

资料来源：联讯证券

公司传统业务积极转型，且对比同行业上市公司，华虹计通市值较小具备优质壳资源价值，存在混改预期，因此看好公司未来发展并给予增持评级。

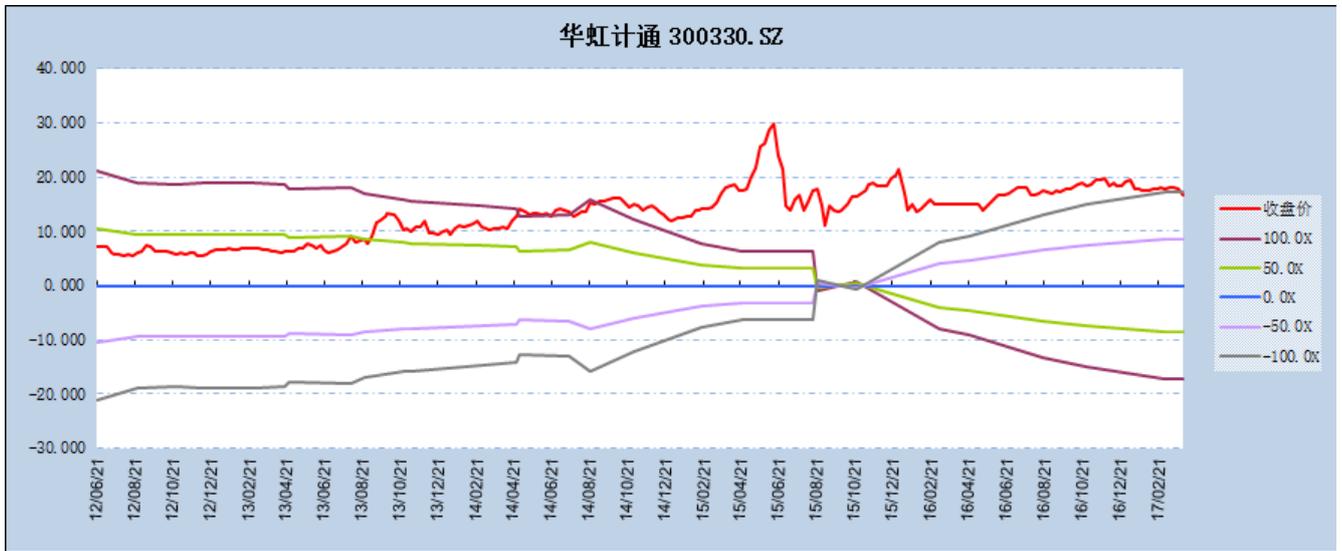
五、风险提示

传统主营业务拓展及改革不及预期，未来较长时间内公司混改不及预期，连续 2 年亏损面临退市风险。



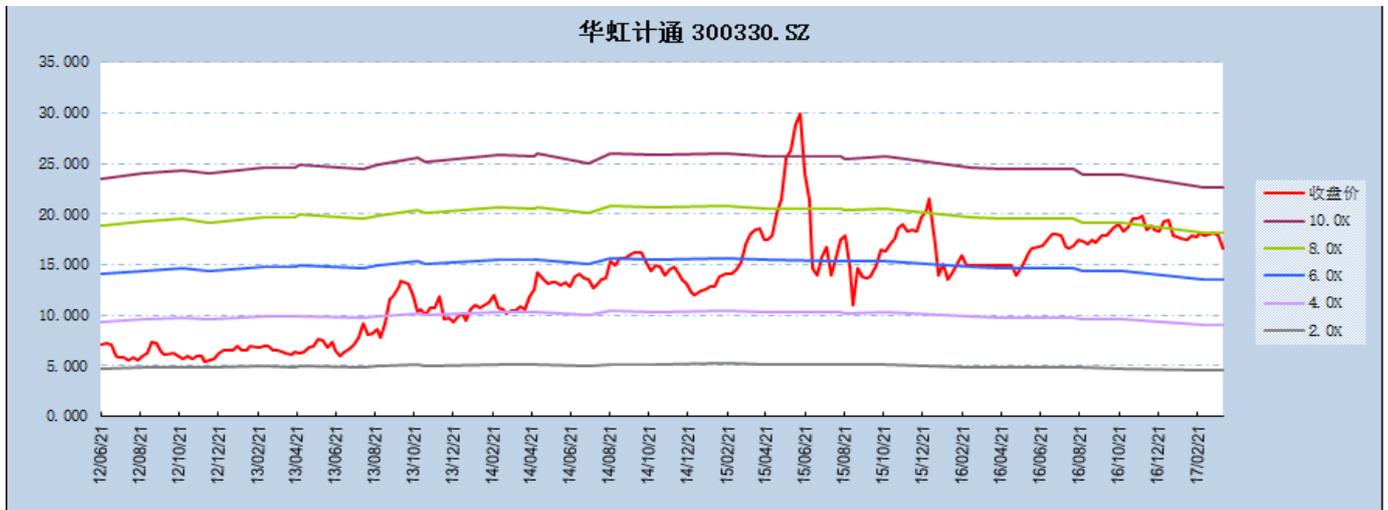
六、PE/PB 概览

图表37: 华虹计通 PE-Band



资料来源: wind 联讯证券

图表38: 华虹计通 PB-Band



资料来源: wind 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	433	498	563	625	经营活动现金流	-9	-11	-13	-16
货币资金	163	159	152	144	净利润	-14	-27	4	12
应收账款	187	205	226	249	折旧摊销	5	5	6	6
其它应收款	7	8	10	12	财务费用	-2	1	1	0
预付账款	38	42	46	51	投资损失	-2	-2	-2	-3
存货	38	42	46	49	营运资金变动	-21	52	50	38
其他	0	42	83	120	其它	25	-40	-72	-69
非流动资产	118	130	142	153	投资活动现金流	-1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	资本支出	5	6	7	8
固定资产	112	124	135	146	长期投资	0	0	0	0
无形资产	2	3	3	4	其他	-6	-5	-6	-7
其他	4	4	4	4	筹资活动现金流	-6	6	6	7
资产总计	552	628	705	778	短期借款	0	0	0	0
流动负债	134	147	162	186	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-6	6	6	7
应付账款	118	130	143	157	现金净增加额	-16	-4	-6	-8
其他	16	17	19	29					
非流动负债	2	2	3	3	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	2	2	3	3	营业收入	-6.59%	-36.00%	42.34%	-7.93%
负债合计	136	150	165	189	营业利润	137.42%	67.80%	-110.52%	234.39%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-202.39%	95.02%	-116.02%	171.19%
归属母公司股东权益	416	479	540	589	获利能力				
负债和股东权益	552	628	705	778	毛利率	12.52%	4.86%	23.38%	27.52%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	净利率	-6.42%	-19.56%	2.20%	6.48%
营业收入	212	136	193	178	ROE	-3.19%	-5.94%	0.83%	2.04%
营业成本	186	129	148	129	偿债能力				
营业税金及附加	1	1	1	1	资产负债率	24.61%	23.80%	23.37%	24.33%
销售费用	3	4	6	5	流动比率	323.84%	338.56%	347.79%	335.70%
管理费用	40	27	33	30	速动比率	295.35%	310.07%	319.56%	309.19%
财务费用	-2	1	1	0	营运能力				
资产减值损失	4	4	4	5	总资产周转率	0.36	0.23	0.29	0.24
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收帐款周转率	1.08	0.69	0.90	0.75
投资净收益	2	2	3	3	应付帐款周转率	1.41	1.04	1.09	0.86
营业利润	-17	-28	3	10	每股指标(元)				
营业外收入	3	3	3	3	每股收益	-0.08	-0.16	0.03	0.07
营业外支出	0	0	0	0	每股经营现金	-0.05	-0.07	-0.08	-0.09
利润总额	-14	-25	6	13	每股净资产	2.46	2.84	3.21	3.49
所得税	0	1	2	2	估值比率				
净利润	-14	-27	4	12	P/E	-267.49	-107.26	669.66	246.94
少数股东损益	0	0	0	0	P/B	8.76	5.95	5.27	4.84
归属母公司净利润	-14	-27	4	12	EV/EBITDA	-223.57	-123.76	324.31	176.74
EBITDA	-16	-23	9	16					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备6年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com