

佳讯飞鸿 (300213)

内生外延齐发展，智能指挥调度二次腾飞

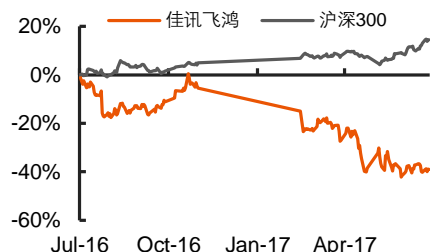
推荐 (首次)

现价: 9.05 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.jiaxun.com
大股东/持股	林菁/14.97%
实际控制人/持股	林菁/%
总股本(百万股)	575
流通 A 股(百万股)	322
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	52.01
流通 A 股市值(亿元)	29.16
每股净资产(元)	5.64
资产负债率(%)	29

行情走势图



证券分析师

张冰 投资咨询资格编号
S1060515120001
010-56800144
ZHANGBIN660@PINGAN.COM.CN

研究助理

闫磊 一般从业资格编号
S1060115070011
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **外延纵向发展，提升铁路市场整体竞争力：**公司在 16 年完成对济南天龙 100%股权的收购。济南天龙以铁路数字通信设备和铁路信号控制设备为主导产品，其主营业务主要布局在铁路信号领域，核心产品转辙机缺口监测系列产品在全国同行业中处于领先地位，已经实现了全国 18 个铁路局的全覆盖。同时公司收购了六捷科技 30%的股权，六捷科技主营业务为通信网络检测和监测技术、数据采集及分析，现已成长为国内领先的铁路通信行业安全监测领域解决方案提供商，其产品已在全国 17 个铁路局得到广泛应用。公司通过一系列的参股收购，将业务范围切入铁路信号控制及通信网络监测与测试板块，继续纵向延伸自身在交通行业的产业链并增加服务种类，提高客户粘性，从而进一步提升公司在整个铁路系统的综合竞争力。
- **多年深耕国防行业，借步“军民融合”国家战略迎来行业拐点：**国防市场是公司成立之初除铁路市场之外的另一个重要市场，参与了包括国庆 60 周年阅兵、北京奥运安保、“神舟六号”和“神舟七号”载人航天项目、“嫦娥一号”和“嫦娥二号”探月工程、“长城 2 号”国家反恐演习等在内的国家级重大项目。在“军民融合”提升到国家战略高度的发展大潮下，公司 2015 年以增资的方式获得北京威标至远 16.67%的股权，北京威标至远是一家专业从事军用飞行模拟器研制、生产、销售及相关服务的国家高新技术企业，参股将进一步扩大公司国防领域的市场份额，从而提高公司在整个国防市场的竞争力。
- **分享“金关工程”红利，切入海关领域：**随着“金关一期”、“金关二期”的稳步推进，我国海关信息化建设取得了长足进步。“金关二期”将顶层设计和科技创新相结合，采用物联网、云计算等新技术，重点建设全国海关监控指挥系统、进出口企业诚信管理系统、加工和保税监管系统、海关

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1013	1048	1297	1570	1911
YoY(%)	21.7	3.5	23.7	21.1	21.7
净利润(百万元)	83	103	148	177	218
YoY(%)	19.2	24.5	43.0	20.3	23.0
毛利率(%)	29.1	32.6	32.6	32.6	32.6
净利率(%)	8.2	9.8	11.4	11.3	11.4
ROE(%)	9.9	6.4	9.4	10.3	11.4
EPS(摊薄/元)	0.14	0.18	0.26	0.31	0.38
P/E(倍)	62.7	50.4	35.2	29.3	23.8
P/B(倍)	5.8	3.2	3.0	2.8	2.6

物流监控系统等应用系统。公司在 2014 年 12 月以股份和现金的方式收购航通智能 100% 股权，填补了公司在海关领域方面的空白。同时公司在 2016 年中标昆明综合保税区信息化系统建设（一期）设计施工一体化项目，标志着公司在海关特殊监管区域信息化建设方面又迈出了坚实的一步。

- **参股无人机和通用机器人企业，布局“工业 4.0”时代：**公司通过内生加外延的方式进一步完善智能感知、智慧决策、智能分析三个方面，实现感知设备智能化，传输网络无线宽带化，数据云化、集中化，目标是实现公司以智能指挥调度产品为支点，由系统产品提供商到工业互联网解决方案提供商的转型。通过参股臻迪科技、沈阳通用机器人加强了以无人机和通用工业机器人为主的前端数据智能化感知；同期设立子公司飞鸿云际，专注于加强与高校合作等多种形式积极布局后端数据分析决策领域。根据前瞻产业研究院的数据，我国军用和民用无人机市场规模将由 2013 年的 6.2 亿美元增至 2022 年的 22.8 亿美元。根据 IFR 最新数据 2016 年全球工业机器人销量约 29 万台，同比增长 14%，我国工业机器人销量达 9 万台，同比增长 31%，据预测未来十年全球工业机器人销量年平均增长率将保持在 12% 左右。以上的布局使得公司能在未来的工业互联网大潮中有所作为。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 1.48 亿、1.77 亿和 2.18 亿元，这三年的 EPS 分别为 0.26 元、0.31 元、0.38 元，对应 7 月 3 日收盘价的 PE 分别为 35.2、29.3、23.8 倍。公司通过内生和外延的发展战略，以调度通信产品为核心，在交通、国防、海关、能源等行业已耕耘多年，市场地位领先；公司于 2014 年、2015 年合计收购臻迪科技 22.19% 的股权，于 2015 年 8 月以增资的方式取得沈阳通用机器人 6.01% 的股权，进入无人机和工业机器人领域，致力于实现公司以智能指挥调度产品为支点，由系统产品提供商到工业互联网解决方案提供商的转型。我们看好公司的发展前景，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**业务整合进展不及预期；交通基建、国防等领域投资力度不及预期；工业互联网发展速度放缓。

正文目录

一、铁路调度行业领军，公司业绩稳定增长	5
1.1 交通基建投资高涨，行业前景广阔.....	5
1.2 夯实传统主营根基，业绩增长稳定.....	6
1.3 外延纵向发展，提升铁路市场整体竞争力.....	9
二、构建全新业务体系，打造“智慧指挥调度产业链”的发展战略	10
2.1 多年深耕国防行业，借步“军民融合”国家战略迎来行业拐点.....	10
2.2 分享“金关工程”红利，切入海关领域.....	12
2.3 政策需求双轮驱动，成功布局能源行业.....	14
三、参股无人机和通用机器人企业，布局“工业 4.0”时代	15
四、盈利预测与投资建议	17
五、风险提示	17

图表目录

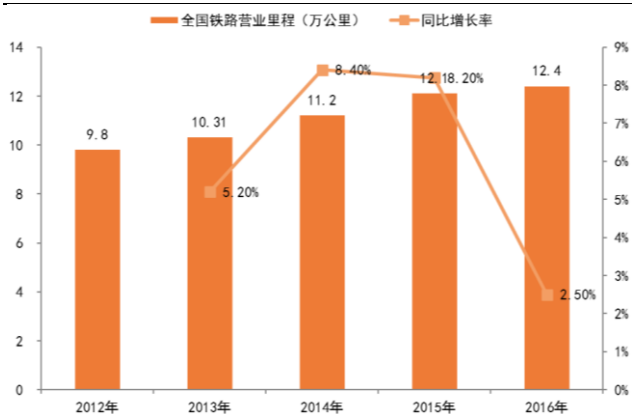
图表 1	全国铁路营业里程及增长率	5
图表 2	铁路网规模复合增长率	5
图表 3	中长期铁路网规划	6
图表 4	公司的产品及其介绍	6
图表 5	公司部分产品市场份额	7
图表 6	触摸屏调度台	8
图表 7	调度指挥系统环形组网方式	8
图表 8	公司的营收及增长率	8
图表 9	公司的归母净利润及增长率	8
图表 10	济南天龙公司主要产品	9
图表 11	六捷科技承诺扣非归母净利润	10
图表 12	六捷科技 GSM-R 网络接口监测系统	10
图表 13	国防支出及同比增长	11
图表 14	公司国防业务收入及增长率	12
图表 15	2016 年公司各业务营收占比	12
图表 16	金关工程构架	13
图表 17	航通智能产品与解决方案	13
图表 18	公司海关业务收入及增长率	14
图表 19	航通智能承诺扣非归母净利润	14
图表 20	近两年能源行业重大事故	14
图表 21	臻迪科技无人机业务流程	16
图表 22	我国无人机行业市场规模	16
图表 23	全球工业机器人销量	16

一、 铁路调度行业领军，公司业绩稳定增长

1.1 交通基建投资高涨，行业前景广阔

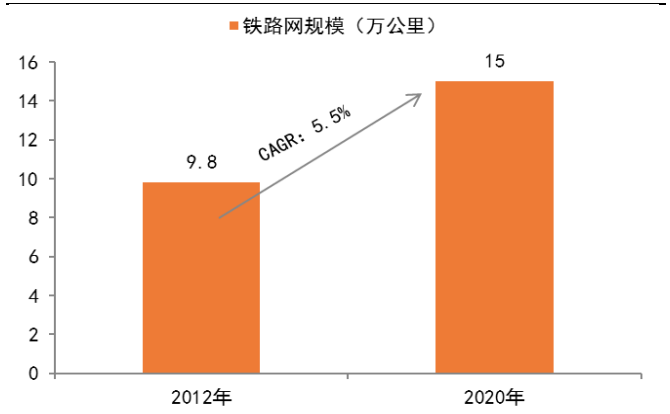
铁路作为国家经济命脉、重大惠民工程以及关键基础设施，对增加有效投资、扩大消费有着举足轻重的作用。随着供给侧结构性改革的推进，我国提出要扩大铁路有效供给。2016年全年完成铁路固定资产投资8015亿元，投产新线3281公里，其中高速铁路1903公里，全国铁路营业里程达到12.4万公里，比上年增长2.5%，其中高铁营业里程超过2.2万公里。在铁路投资规模方面我国已经连续3年年投资达8000亿元以上，预计2017年铁路投资规模将依然保持在8000亿元以上的高位。

图表1 全国铁路营业里程及增长率



资料来源：交通运输部网站、平安证券研究所

图表2 铁路网规模复合增长率



资料来源：发改委网站、平安证券研究所

根据国家发改委、交通运输部、中国铁路总公司于2016年联合印发的《中长期铁路网规划》，我国高速铁路网将由“四纵四横”升级为“八纵八横”，到2020年铁路网规模达到15万公里，其中高速铁路3万公里，覆盖80%以上的大城市。到2025年，铁路网规模达到17.5万公里左右，其中高速铁路3.8万公里左右。展望2030年，基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖。根据国家发改委、交通运输部于2016联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016-2018年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目303项，涉及项目总投资约4.7万亿元，同时明确提出要完善国家高速铁路网络，提升中西部铁路通达顺畅水平，加快推进城市群城际铁路建设。

图表3 中长期铁路网规划



资料来源：发改委网站、平安证券研究所

1.2 夯实传统主营根基，业绩增长稳定

北京佳讯飞鸿电气股份有限公司自 1995 年成立之日起便聚焦指挥调度通信信息化领域，经过 20 多年的积累已成长为行业内领先的指挥调度与控制系统提供商，业务布局在交通、国防、政府、能源等细分行业，特别是在交通领域主要产品占据了半数以上的市场份额，在铁路市场中拥有绝对的竞争优势。公司的主要产品包括指挥调度系统、应急通信系统、综合视频监控系统等，公司在上市之后在原有业务的基础上对新产品、新服务进行深入创新、探索和外延式拓展，逐渐在物联网、大数据、无人系统等领域布局，拥有了无人机、通用机器人等新产品及解决方案，建立了良好的市场口碑与美誉度。

图表4 公司的产品及其介绍

产品分类	典型产品	产品功能
调度指挥	MDS3400 调度指挥系统	该系统集语音和数据业务应用为一体，根据容量大小、实现功能及行业不同分为多种型号以满足客户不同需求。支持单呼、预编会议、加入会议、用户状态显示、呼叫状态显示、呼叫级别显示、区别振铃、自动应答、摘机应答、连选组，支持多用户多级别设置，支持有、无线调度用户的呼叫。
	MDS6800 可视化调度指挥系统	该系统是一套基于全新 IMS 架构，集视频指挥调度、视频会议、远程监控功能于一体的综合视频通信系统。可提供优质的双向语音和清晰的实时动态图像，成功的将语音通信、数据通信和视频通信相结合，构建一个声影并茂的调度指挥网络。
综合监控	IMS8000 综合视频监控	该视频监控系统以网络为依托，是一个结合现代视频技术、网络通讯技术、计算机控制技术、流媒体传输技术的综合解决方案。拥有实时监看和控制、资料存储和回放、报警处理、电子地图、用户管理、设备管理以及系统管理七大功能。

产品分类	典型产品	产品功能
应急通信	隧道应急电话系统	该系统有强大的应急通信功能，如单呼、顺序呼叫、分组呼叫、广播、强插、强拆等功能，可以满足隧道内的恶劣基础建设条件。在出现紧急状况时，可以一键触发与控制中心的联系，成为了隧道内应急通信的最后一道可靠保障。
防灾安全监控	IMS6000 铁路防灾安全监控系统	防灾安全监控系统专为铁路行业开发，对危及高速铁路运行安全的风、雨、雪、地震等自然灾害和突发事件异物侵限灾害等进行监测报警和输出控制，提供经处理后的灾害预警、限速、停运等信息。行车调度员根据风雨雪天气、地震灾害、异物侵限等安全环境的实时监测报警、预警信息，指挥列车安全运行。

资料来源：公司官网、平安证券研究所

公司以铁路起家，成立之日起便深耕在交通行业的业务，在国内交通行业尤其铁路方面拥有绝对的市场竞争力，公司生产的数字调度设备已经装备了全国 15 个铁路局，如果以全国 18 个铁路局为基数计算公司的市场占有率高达 83%，产品覆盖全国 5000 多个铁路车站。较早开发的 FH-V088 系列应急指挥产品在同类市场占据 80% 的份额，MDS3400 调度指挥系统销量也已达数千套。其推出的产品成功应用在在雪域高原第一铁路--青藏线、中国第一条调度数字化电气化铁路----哈大线、中国第一条数字化快速客运示范专线----秦沈高速客运专线等多个具有代表示范性意义的铁路线上，发展至今日已经成为国内铁路数字调度领域最大的供货商。同时公司注重科研，努力提高相关技术水平，曾参与铁道部 GSM-R 相关技术标准的制定，实现了 GSM-R 系统中的固定用户接入（FAS），是中国 6TNET 组织成员、中国 IP 标准化组织成员和铁路 LTE 技术体制与标准制定小组成员。2016 年公司 FH2000 铁路周界安全防范系统获得了北京铁路局颁发的“科技进步一等奖”。公司通过参与一系列行业标准的制定获取发言权，能够有效引导客户需求，为公司继续在交通行业的发展打下良好根基。

图表5 公司部分产品市场份额

产品	主要市场份额
FH-V088 应急指挥系统	青藏线、胶济线、宁西线、北同蒲线、西沿线、京沈线、渝怀线、沈山线、伊白线、福厦线等
MDS3400 调度指挥系统	京广线、青藏线、大秦线、合宁客专、合武客专、石太客专、广珠客专、温福客专、甬台温客专、福厦客专、京包线、秦沈线、沈山线、哈大线、太焦线、北同蒲线、津浦线、沪宁线、沪杭线、淮南线、宁西线、武九线、黔桂线、湘桂线、洛湛线、贵昆线、南昆线、广深线、鹰厦线、北疆线等
FH98 数字专用调度系统	铁道部分局撤并、铁道部公安调度项目、京九线、京沪线、京广线、京包线、京通线、广深线、太焦线、襄石线、哈大线、京秦线、丰沙线、株六线、外福线、鹰厦线、盘西线、徐沪线、朔黄线、神朔线、内昆线、秦沈线、水柏线、北同蒲线、忻河线、新月线、怀柳线、黔贵线、广茂线、南昆线、贵昆线、成昆线、宁西线、川黔线、水宣线、柳黎线、沟海线、北疆线、武九线、长大线、通霍线、宣杭线、湘桂线、侯月线、呼集线、沪杭线、浙赣线、金千线、长牛线、长白线、大齐线、石怀线、南同蒲线、大张线、长大线、大郑线、通让线、甘库线、沾六线、黄织线等

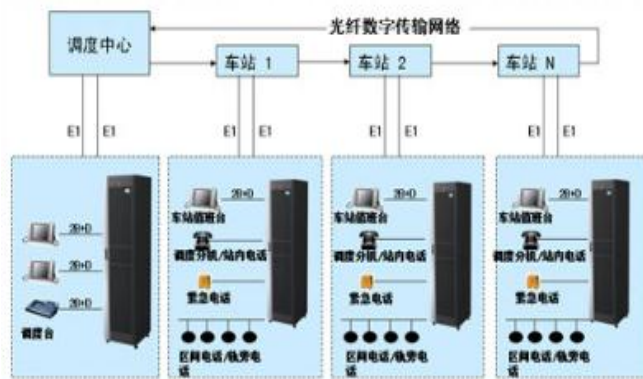
资料来源：公司官网、公司公告、平安证券研究所

图表6 触摸屏调度台



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表7 调度指挥系统环形组网方式

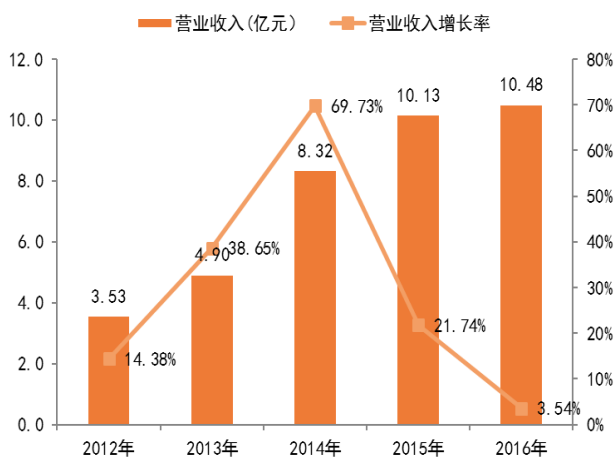


资料来源：公司官网、平安证券研究所

在国家“一带一路”战略推动下，中国高铁建设正全面展开，“出海”步伐提速。公司以自身在国内铁路领域积累的技术优势以及良好口碑积极开拓海外市场业务，扩大服务和产品在海外市场的品牌影响，2016年已实施尼日利亚阿卡铁路和埃塞俄比亚亚吉铁路等7个海外项目，涉及伊朗、尼日利亚、埃塞俄比亚等6个国家，公司的海外的项目已涉及欧洲、非洲、亚洲和美洲等10多个国家，22个项目，共计353个车站。

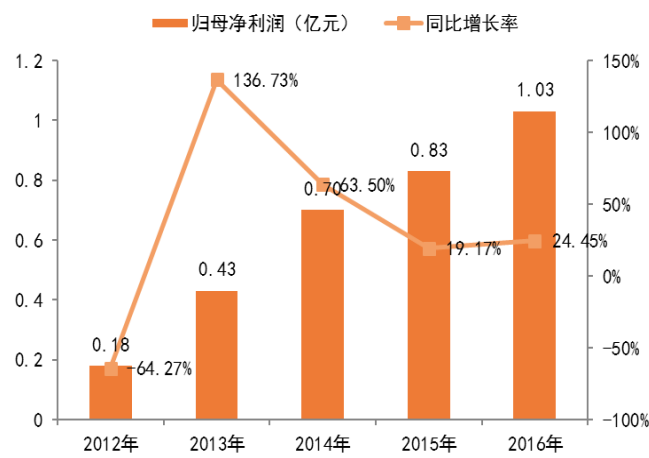
公司在夯实传统交通行业根基的同时积极将业务拓展至国防、政府、能源、海外等其他细分行业，扩大市场份额，2016年公司全年实现营收10.48亿元，同比增长3.54%，实现归母净利润1.03亿元，同比增长24.45%，增长原因主要系参股或控股子公司航通智能、济南天龙合并报表对净利润的贡献，二者合计2016年实现净利润4559万元。公司2012年-2016年间营收复合增长率为31.26%，对应的同期归母净利润复合增长率为54.66%。总的来看，经过多年的成长公司在交通领域主要产品占据半数以上市场份额，在海外铁路建设项目中拥有绝对市场优势，在国防领域始终保持稳定的增长态势，在海关领域多种产品市场占有率位居前列，现已成为国内领先的指挥调度通信系统提供商，业绩增长明显。

图表8 公司的营收及增长率



资料来源：wind、平安证券研究所

图表9 公司的归母净利润及增长率



资料来源：wind、平安证券研究所

1.3 外延纵向发展，提升铁路市场整体竞争力

2012年12月公司以现金及增资的方式取得济南天龙45.4%的股权，并分别在15、16年完成对济南天龙剩余股权的收购。济南天龙是以铁路数字通信设备和铁路信号控制设备为主导产品，其主营业务主要布局在铁路信号领域，核心产品转辙机缺口监测系列产品在全国同行业中处于领先地位，已经实现了全国18个铁路局的全覆盖，与多个铁路局之间建立了良好的合作关系，同时铁路道岔自动加油系统和接触网温度在线监测系统填补了铁路市场的空白，已在部分铁路局推广使用，市场潜力很大。

图表10 济南天龙公司主要产品

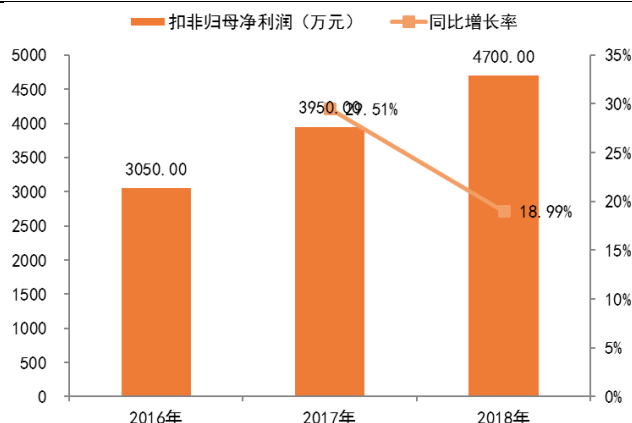


资料来源：济南天龙公司官网、平安证券研究所

公司与济南天龙双方所从事业务的下游客户具有一致性，公司通过收购济南天龙快速进入铁路信号控制领域，避免了依靠自身进入该领域巨大的时间成本及人力成本。我们认为铁路基建投资在未来几年仍将维持在高位，后期“八纵八横”铁路线以及中长期铁路网建设取得成果后，建设后服务市场规模巨大，公司依托济南天龙在铁路服务市场良好的口碑以及市场基础，能够将自身在铁路领域的业务纵向延伸至信号控制和铁路道岔检测领域，通过整合资源布局铁路后服务市场使公司在交通行业的市场竞争力进一步提升并带来新的利润增长点。

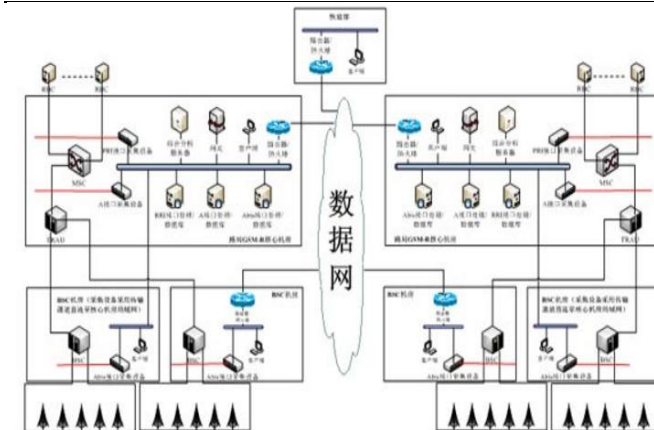
2016年6月公司使用自有资金1.35亿元收购了六捷科技30%的股权，六捷科技承诺2016年、2017年、2018年经审计的扣非归母净利润分别不低于3,050万元、3,950万元、4,700万元。六捷科技成立于2005年，主营业务为通信网络检测/监测技术、数据采集及分析，现已成长为国内领先的铁路通信行业安全监测领域解决方案提供商，其产品主要面向铁路和城市轨道交通行业，并已在全国17个铁路局得到广泛应用。

图表11 六捷科技承诺扣非归母净利润



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12 六捷科技 GSM-R 网络接口监测系统



资料来源：六捷科技官网、平安证券研究所

六捷科技在发展的过程中开拓了铁路电务运维产品、GSM-R 无线通信产品、以及 GSM-R 联调联试技术服务三大业务板块，同时依据其现有的 GSM-R 通信网络业务实时在线监测平台，通过采集和存储的各种数据，利用大数据分析，对通信设备的性能和运行状态进行综合分析和评估，全力打造基于大数据分析的智能化运维服务平台。

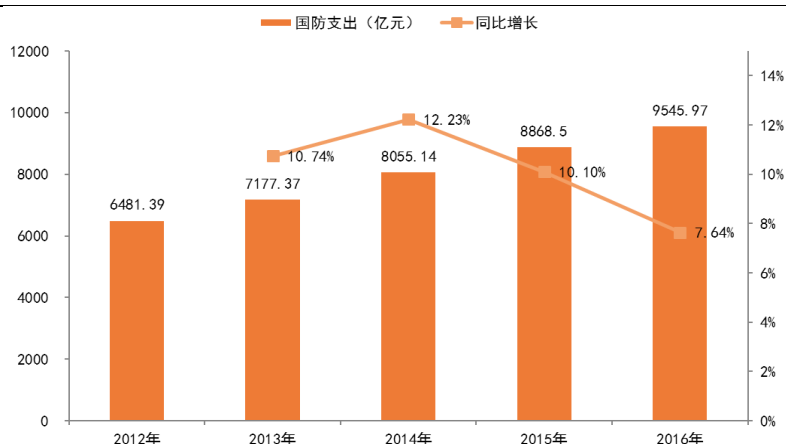
六捷科技的核心技术集中在轨道交通的无线接口监测上，而公司本身在无线方面基本上是没有涉及的。铁路现场业务需要越来越多的移动终端来解决，智能终端的出现进而引申出了对无线产品的需求。通过此次收购公司可以迅速弥补在无线方面的空白，同时顺利切入铁路智能化运维服务，并将业务范围拓展至通信网络监测与测试板块，继续纵向延伸自身在交通行业的产业链并增加服务种类，向客户提供更加丰富的产品和基于客户实际需求的服务，提高客户粘性。

二、 构建全新业务体系，打造“智慧指挥调度产业链”的发展战略

2.1 多年深耕国防行业，借步“军民融合”国家战略迎来行业拐点

早在 2014 年 4 月，工业和信息化部就印发了《促进军民融合式发展的指导意见》，明确提出要推动军工开放式发展，支持和引导“民参军”，发展军民结合产业，并指出到 2020 年，形成较为健全的军民融合机制和政策法规体系，军工与民用资源的互动共享基本实现。2016 年 1 月召开的中共中央政治局会议上决定设立中央军民融合发展委员会，由习近平总书记任主任，同年 3 月习近平在十二届全国人大三次会议解放军代表团全体会议上首次将“军民融合”提升到国家战略高度。

图表13 国防支出及同比增长



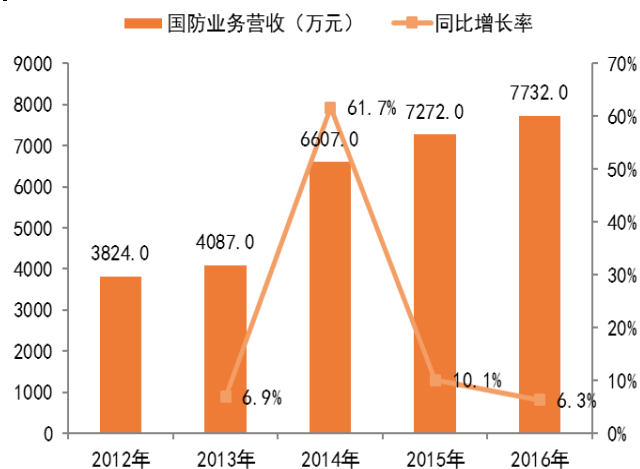
资料来源：财政部官网、平安证券研究所

国防市场是公司成立之初除铁路市场之外的另一个重要市场，公司早在 1997 年就以 FH9000 智能人工话务台系统为切入点正式进入国防市场，随后又陆续开发了 FH98、FH-V088、MDS3400 等一系列产品应用于国防领域，其中 MDS3400 和 FH9000 均已获得《国防通信网设备器材进网许可证》重要资质。至今公司的各主要产品凭借技术水平以及先入优势已在国防市场的同类别产品中具有较高的市场知名度和市场占有率，参与了包括国庆 60 周年阅兵、北京奥运安保、“神舟六号”和“神舟七号”载人航天项目、“嫦娥一号”和“嫦娥二号”探月工程、“长城 2 号”国家反恐演习等在内的国家级重大项目。

2015 年 6 月公司使用自有资金 4800 万以增资的方式获得北京威标至远 16.67% 的股权。北京威标至远是一家专业从事军用飞行模拟器研制、生产、销售及相关服务的国家高新技术企业。在军工资质稀缺的背景下，威标至远先后通过了 GJB9001B-2009 武器装备质量管理体系、武器装备科研生产二级保密资格等国家资格认证，在军事训练器材领域确立了一定的影响力与品牌效应。其拥有自主知识产权的“北威”系列军用飞行模拟器，能够真实模拟各类导弹飞行特性，广泛运用于部队作战训练和演习。威标至远产品已被列入相关单位武器装备采购名录，并在国产先进防空武器系统实弹演习中应用。通过本次参股将加速公司产品和技术在国防领域的拓展应用，进一步扩大国防领域细分的防空部队市场份额，从而提高公司在整个国防市场的竞争力。

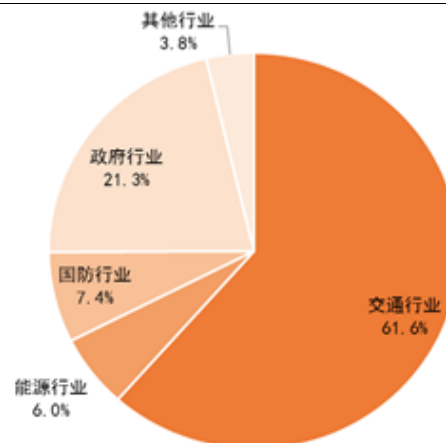
目前国防行业的市场准入机制使得其市场化程度较低，利润水平高于行业平均水平，公司依靠自身在前期国防市场的投入在该领域拥有明显的竞争优势，国防业务的收入稳步提升，2016 年公司在国防行业营收实现 0.77 亿元，占总营收比重达 7.38%，同比增长 6.33%，12 年至 16 年复合增长率为 19.25%。我们认为随着军事指挥信息化作为打赢新时期下战争的重要组成部分，以及我国国防信息化装备水平不断提高，借步“军民融合”上升为国家战略以及未来几年万亿规模的国防支出，国防工业将成为引领中国新一轮产业升级的重要力量，未来发展空间巨大，外加公司提前布局国防行业在与客户长期合作的过程中不断加深对客户应用需求的理解，获得先入优势，对后期拟进入厂商形成天然的技术壁垒，同时使原来客户对在位厂商形成依赖，所以公司在今后国防领域的拓展将成为公司业绩攻城拔寨的主要驱动力之一。

图表14 公司国防业务收入及增长率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表15 2016年公司各业务营收占比



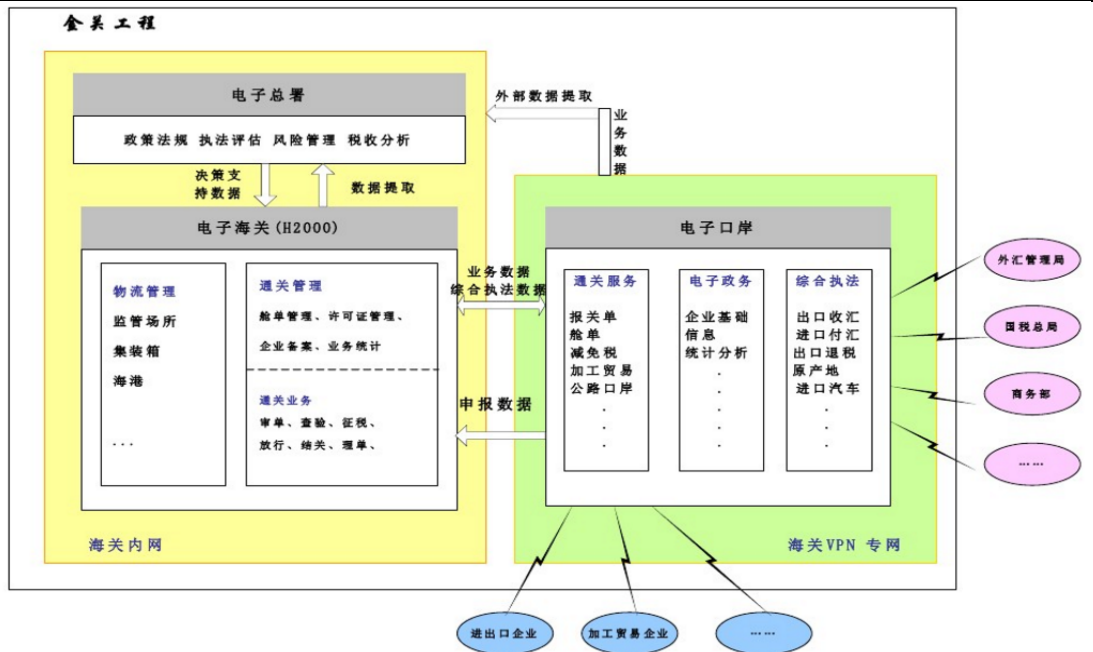
资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2 分享“金关工程”红利，切入海关领域

十六大我国明确提出“以信息化带动工业化、以工业化促进信息化、走新型工业化道路”的国家级战略，各行业的信息化水平不断提高，尤其是近年来我国对外贸易不断壮大以及“一带一路”战略的提出，海关的业务量和工作量显著增加，这就对海关的业务管理能力提出了更高的要求，因此提高海关信息化建设水平势在必行，以实现监管场所的集约化、信息化、规范化和专业化管理。如果以公司16年中标的昆明综合保税区信息化系统建设（一期）0.75亿元的投资额为基准做估算，涵盖二期的总投资额将达1.5亿元，我国目前海关总署一共有直属海关42个，层级划分若只划分到直属海关，那么保守预期海关信息化的市场规模63亿元，更何况我国直属海关下面有多达562个隶属海关机构，因此海关领域尚存在较大的市场空间。

随着“金关一期”、“金关二期”的稳步推进，我国海关信息化建设取得了长足进步，目前正在加快建设集综合业务监控指挥和缉私执法监控指挥为一体的指挥系统来提升统一指挥和处置能力，对指挥调度系统的需求集中显现。“金关二期”将顶层设计和科技创新相结合，采用物联网、云计算等新技术，重点建设全国海关监控指挥系统、进出口企业诚信管理系统、加工和保税监管系统、海关物流监控系统等应用系统。“金关二期”的实施，将采用国际接轨的无纸化通关模式，有效促进加工贸易转型升级，大幅提升口岸通关效率，降低贸易成本，进一步优化海关监管与服务。

图表16 金关工程构架



资料来源：百度、平安证券研究所

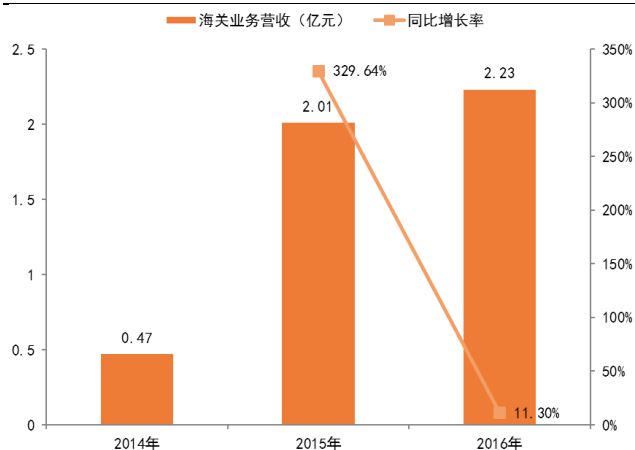
正是看好海关方面的前景，分享“金关工程”带来的红利，公司在2014年12月以股份和现金的方式收购航通智能100%股权，填补了公司在海关领域方面的空白，航通智能承诺2014年、2015年、2016年扣非归母净利润分别为1604万元、2007万元、2496万元。航通智能作为国内领先的智能应用系统集成商及物联网应用服务商，业务已涉及海关行业监管、口岸通关、保税物流、加工贸易、海关内部信息化、物流信息化应用集成领域，覆盖全国42个直属海关中的36个，关区覆盖率超过85%，核心业务市场占有率突破60%，发展至今基本形成了以物流监控类、辅助管理类、数据应用类三大系统为主的应用布局，承建了海关总署物流链可视化项目等五个“金关二期”项目。同时公司在2016年中标昆明综合保税区信息化系统建设（一期）设计施工一体化项目，标志着公司在海关特殊监管区域信息化建设方面又迈出了坚实的一步。

图表17 航通智能产品与解决方案



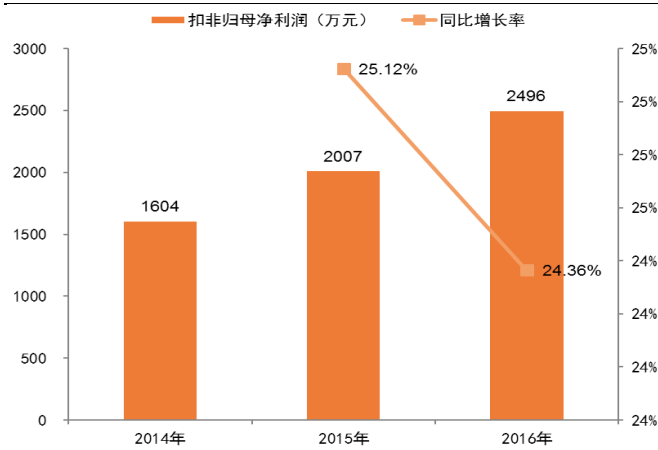
资料来源：航通智能公司官网、平安证券研究所

图表18 公司海关业务收入及增长率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表19 航通智能承诺扣非归母净利润



资料来源：公司公告、平安证券研究所

随着相关政策的支持和海关《十三五发展规划》的出台，海关将积极通过运用大数据、物联网、互联网+等新技术打造“指尖上的海关”，以打造智慧城市的方式打造新一代智慧海关，全面提高海关信息化水平，加快海关全国一体化进程并最终实现“全国是一关，关通天下”。我们认为实现这一目标的过程将是海关信息化、智能化水平的不断提高，各地海关参与信息化项目建设此起彼伏。公司通过收购航通智能，依托其在海关领域积累的丰富经验，同时将公司在传统铁路领域指挥调度的优势转嫁给海关综合业务、缉私执法监控指挥系统，可迅速将其业务铺开在全国范围之内，未来在海关领域的业绩可期。

2.3 政策需求双轮驱动，成功布局能源行业

能源行业由于其高危险性的特点一直以来都是我国重大安全事故的重灾区。2016年全国共发生各类事故6万起、死亡4.1万人，其中发生煤矿事故249起、死亡538人，共计查处隐患8.9万条，虽然同比有下降趋势，但是能源行业依旧面临严峻的安全形势，国家政策也陆续出台，这就产生了对能源行业处理应急突发事件的指挥调度与应急指挥需求。2013年国务院颁布的《关于进一步加强煤矿安全生产工作的意见》中明确指出安全生产综合调度信息平台是建设重点之一；2014年修改的《中华人民共和国安全生产法》增加了参与事故抢救的部门和单位应当服从统一指挥，加强协同联动，采取有效的应急救援措施的规定；2016年国家安全监管总局又颁布了关于学习宣传贯彻《生产安全事故应急预案管理办法》的通知、关于加强安全生产应急管理执法检查工作的意见。（根据新浪财经新闻、长江证券研报、国家安全生产监督管理总局官网改写）

图表20 近两年能源行业重大事故

发生时间	重大事故
2015年4月	山西省同煤集团地煤公司姜家湾煤矿8446采煤工作面发生透水事故，造成21人死亡
2015年10月	江西省上饶县枫岭头镇永吉煤矿-200m西翼上山作业区域发生瓦斯爆炸事故，被困10名矿工全部遇难
2015年11月	黑龙江龙煤集团鸡西矿业公司杏花煤矿发生火灾事故，事故发生时38人在井下作业，其中16人安全升井，有22名矿工被困井下

发生时间	重大事故
2016年6月	中铝河南分公司氧化铝厂改造项目四沉降系统搬迁工程拆除作业过程中4号槽体顶盖发生坍塌，造成11人死亡
2016年9月	宁夏石嘴山大武口区宁夏林利煤炭公司煤矿三号井井下发生瓦斯爆炸事故，造成18人死亡
2016年10月	重庆市永川区来苏镇金山沟煤矿发生瓦斯爆炸事故，造成33人死亡
2016年11月	江西丰城发电厂三期在建项目工地冷却塔施工平台坍塌，造成74人死亡
2016年12月	内蒙古赤峰市宝马矿业瓦斯爆炸事故，造成32人死亡
2017年4月	陕西省榆林市神木县板定梁塔煤矿发生透水事故，经核实有6人被困井下

资料来源：百度、平安证券研究所

公司依托自身在铁路领域的先发优势将业务范围拓展至能源行业，开发出多款产品成功应用于石油石化、电力、煤炭等行业。在电力方面，公司开发的MDS3400调度指挥系统可用于电力行业通信及生产的调度指挥，已通过国家电网公司指定的“电力工业通信设备质量检测中心”的测试；MDS6800可视化指挥调度系统是集视频指挥调度、视频会议、远程监控功能于一体的综合视频通信系统，可提供优质的双向语音和清晰的实时动态图像，成功的将语音通信、数据通信和视频通信相结合，构建一个声影并茂的调度指挥网络。在石油石化方面，公司开发的FH-V088可用于油田应急抢险和日常勘探，拥有全场应急通讯、突发事件后的应急指挥功能。事故发生后，救援小组通过事故救援通信车直达现场，并使用FHV088车载应急设备及单兵设备将油田开采、炼油、油库等处的实事图像、语音通过石油的IP网传送至指挥中心，高效应急，减少损失。

三、 参股无人机和通用机器人企业，布局“工业4.0”时代

公司在工业互联网所涉及的交通、国防、政府、能源等行业已耕耘多年，以调度通信产品为核心，产品涉及数据采集、数据分析、数据服务等多个环节，面对“工业4.0”的快速崛起，公司紧抓趋势积极投入，2016年公司成功中标“中国石油炼化物联网系统试点应用项目周界防范系统”项目，开辟了公司在智能感知层面新的应用领域；同年完成非公开发行募集资金用于“基于LTE的宽带无线指挥调度系统项目”，加快原有产品移动化、无线化的发展。公司通过内生加外延的方式进一步完善智能感知、智能数据分析、决策辅助等诸多方面的布局，目标是实现公司以智能指挥调度产品为支点，由系统产品提供商到围绕工业互联网解决方案提供商的转型。

公司的转型战略规划非常清晰，将自身定位在智慧指挥调度产业链，完成数据前端智能化感知、中端传输网络建设与改进和后端数据分析决策的产业布局，在自身的业务体系内形成一个完整的闭环，使得公司能在未来的工业互联网大潮中有所作为。

在前端数据智能化感知、大数据分析辅助决策和工业生产方面，公司于2014年、2015年合计收购臻迪科技22.19%的股权，于2015年8月以增资的方式取得沈阳通用机器人6.01%的股权。臻迪科技是一家专业提供智能无人机系统、大数据挖掘分析与可视化系统、虚拟仿真系统等技术咨询服务与开发为一体的综合高科技企业。臻迪科技在无人系统领域目前已开发拥有从四旋翼、六旋翼、八旋翼等多型号无人机，广泛应用在电力巡检、公安边防、航拍测绘、农、林、畜牧业等领域。臻迪科技在电力巡检方面开发的无人机系统能够在环境恶劣的野外工作，提供全天候二十四昼夜不间断

定点巡检，提供海量数据采集分析功能，将数据上传到管理中心以便提供报警联动应用。在航拍测绘方面，覆盖土地、矿产、海洋、水利等多领域，通过无人机搭载的摄像、传感、测绘设备对测绘区域进行高精度拍摄，并采用其开发的测绘应用处理软件对采集数据进行定位及空间三维建模等可视化处理，可向用户提供多种数据模型或数字地图。

图表21 臻迪科技无人机业务流程

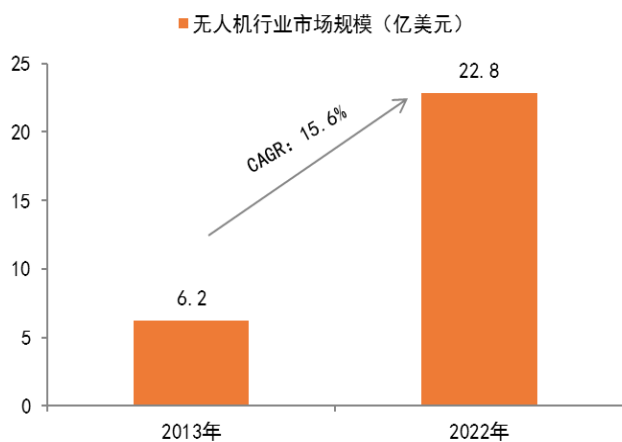


资料来源：臻迪科技公司公告、平安证券研究所

沈阳通用机器人成立于 2012 年，是一家专注于机器人产品及自动化解决方案的研发、生产和销售的企业，拥有由博士和硕士组成的世界级研究开发团队，现已开发出模块化机器人、并联机器人、机械臂、力反馈手柄和自动化解决方案，可以提供标准化产品或者制定方案。

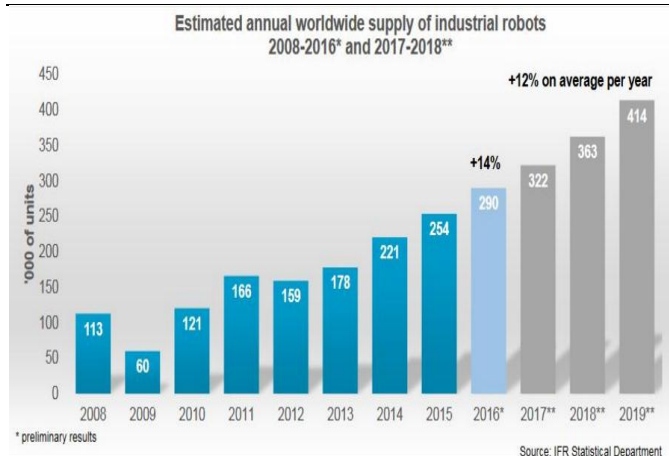
无人机自问世以来已有百年历史，可广泛应用于测绘、环境保护、科学研究、灾害防御、农用植保等方面，根据前瞻产业研究院的数据，我国军用和民用无人机市场规模将由 2013 年的 6.2 亿美元增至 2022 年的 22.8 亿美元，十年（2013 - 2022 年）需求总额将超过 134 亿美元。而“工业 4.0”所追求的智能制造，机器人将成为不可或缺的重要组成部分，其存在的意义不仅在于可以大面积提高生产效率，而且通过精准的控制可以提高产品的生产工艺，从而实现“中国智造”。根据 IFR 最新数据 2016 年全球工业机器人销量约 29 万台，同比增长 14%，我国工业机器人销量达 9 万台，同比增长 31%，据预测未来十年全球工业机器人销量年平均增长率将保持在 12% 左右。

图表22 我国无人机行业市场规模



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

图表23 全球工业机器人销量



资料来源：IFR、平安证券研究所

公司通过获得臻迪科技和通用机器人的部分股权，将自己的业务触角伸向市场规模巨大的无人机与机器人领域，或将在“工业 4.0”的洗牌中拔得先筹，我们认为除了在该领域分享红利以外，公司更是看重了二者在无人系统方面的前景，无论是臻迪科技的无人机在电力巡航、航拍测绘、农、林、畜牧业的应用，还是通用机器人的工业机器人在实际生产过程中的放量投入，都能通过其先进的感知设备高效、迅速地积累大量来自不同应用领域的数据。

后端数据分析决策方面，公司通过设立子公司飞鸿云际、收购臻迪科技、加强与高校合作等多种形式积极布局。子公司飞鸿云际成立于 2014 年，是公司大数据资源战略格局中的重要组成部分，飞鸿云际聚焦在实施智能感知、云集数据、智慧应用全数据服务产业链，为客户提供从信息化至智能化的服务。2015 年 11 月飞鸿云际中标武汉铁路局“电务多媒体维修管理系统”项目，该项目将集成语音、视频、图片、文字、数据等信息的多媒体通信系统应用于现场作业和智能终端，实现感知、数据、应用的数据服务链。此次中标是公司实现“大数据和工业互联网战略”目标的重要一步。

四、 盈利预测与投资建议

我们预计，公司 2017-2019 年的收入分别为 12.97 亿、15.7 亿和 19.11 亿元，净利润分别为 1.48 亿、1.77 亿和 2.18 亿元，这三年的 EPS 分别为 0.26 元、0.31 元、0.38 元，对应 7 月 3 日收盘价的 PE 分别为 35.2、29.3、23.8 倍。

公司通过内生和外延的发展战略，以调度通信产品为核心，在交通、国防、海关、能源等行业已耕耘多年，市场地位领先；公司上市后扩大产品线的宽度，尤其在交通领域扩充到防灾安全监控系统、信号系统、道岔系统和通信系统的监测系统等产品领域。近期，公司于 2014 年、2015 年合计收购臻迪科技 22.19% 的股权，于 2015 年 8 月以增资的方式取得沈阳通用机器人 6.01% 的股权，进入无人机和工业机器人领域，致力于实现公司以智能指挥调度产品为支点，由系统产品提供商到工业互联网解决方案提供商的转型。我们看好公司的发展前景，首次覆盖给予“推荐”评级。

五、 风险提示

我们认为，公司未来面临的主要风险如下：

- (1) 业务整合进展不及预期；
- (2) 交通基建、国防等领域投资力度不及预期；
- (3) 工业互联网发展速度放缓。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1564	1728	1824	2279
现金	777	722	660	803
应收账款	525	634	770	939
其他应收款	70	109	108	157
预付账款	23	25	34	38
存货	133	204	205	293
其他流动资产	35	33	48	50
非流动资产	762	945	1127	1317
长期投资	142	286	430	575
固定资产	159	192	231	274
无形资产	95	96	96	97
其他非流动资产	365	370	370	371
资产总计	2326	2673	2951	3596
流动负债	650	859	994	1459
短期借款	166	166	280	480
应付账款	218	271	321	399
其他流动负债	266	423	393	580
非流动负债	62	64	63	63
长期借款	0	1	1	1
其他非流动负债	62	62	62	62
负债合计	712	923	1057	1523
少数股东权益	-0	17	35	53
股本	287	575	575	575
资本公积	890	602	602	602
留存收益	437	555	689	854
归属母公司股东权益	1614	1733	1858	2021
负债和股东权益	2326	2673	2951	3596

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	72	176	90	236
净利润	103	165	195	235
折旧摊销	23	20	23	27
财务费用	8	3	11	22
投资损失	-6	-1	-2	-2
营运资金变动	-75	-11	-137	-47
其他经营现金流	18	0	0	0
投资活动现金流	-268	-201	-204	-215
资本支出	15	39	38	45
长期投资	-247	-144	-145	-145
其他投资现金流	-500	-306	-311	-314
筹资活动现金流	588	-30	-63	-78
短期借款	-35	0	0	0
长期借款	0	1	-0	-0
普通股增加	26	287	0	0
资本公积增加	617	-287	0	0
其他筹资现金流	-20	-31	-63	-78
现金净增加额	393	-55	-176	-57

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1048	1297	1570	1911
营业成本	706	873	1058	1287
营业税金及附加	8	10	12	15
营业费用	92	103	116	134
管理费用	129	143	174	211
财务费用	8	3	11	22
资产减值损失	21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	1	2	2
营业利润	89	166	201	244
营业外收入	35	27	28	32
营业外支出	2	2	1	1
利润总额	123	192	229	275
所得税	20	27	33	39
净利润	103	165	195	235
少数股东损益	-0	18	18	17
归属母公司净利润	103	148	177	218
EBITDA	133	199	244	303
EPS (元)	0.18	0.26	0.31	0.38

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	3.5	23.7	21.1	21.7
营业利润(%)	31.0	85.7	21.4	21.1
归属于母公司净利润(%)	24.5	43.0	20.3	23.0
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	32.6	32.6	32.6	32.6
净利率(%)	9.8	11.4	11.3	11.4
ROE(%)	6.4	9.4	10.3	11.4
ROIC(%)	5.0	7.9	8.6	9.2
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	30.6	34.5	35.8	42.3
净负债比率(%)	-37.9	-31.7	-20.0	-15.5
流动比率	2.4	2.0	1.8	1.6
速动比率	2.2	1.8	1.6	1.4
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.26	0.31	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.31	0.16	0.41
每股净资产(最新摊薄)	2.81	3.02	3.23	3.52
估值比率	-	-	-	-
P/E	50.4	35.2	29.3	23.8
P/B	3.2	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	35.0	23.7	20.1	16.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033