



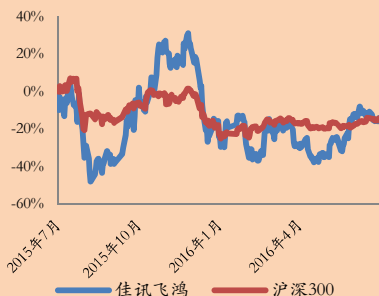
## 佳讯飞鸿 (300213)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2016-07-27

当前价格 (元) 24.98

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	261.02
A股股本(百万股)	261.02
B/H股股本(百万股)	0
总市值(亿元)	65.20
A股流通股比例(%)	47.37%
第一大股东	林菁
第一大股东持股比例	14.99%
12个月最高/最低(元)	42.28/16.80

TMT 研究组

联系人: 张晶

0551-65161837

zhangjing\_hazq@163.com

联系人: 袁晓雨

021-60958362

yuanxiaoyu\_hazq@163.com

联系人: 雷涛

021-60956107

leitao922@163.com

# 工业物联网迎来风口 智慧调度龙头扬帆起航

主要观点:

### □ 战略规划清晰, 构建智慧指挥调度全产业链

公司围绕智慧指挥调度全产业链, 通过内生式和外延式增长在前端数据采集、中间网络传输及后端智慧应用全产业链深耕细作。公司战略规划清晰, 逐步实现由“产品、解决方案”的设备商向提供“产品、解决方案+运维服务+数据服务”的数据服务商转型。

### □ 调度指挥龙头, 客户横向拓展, 业务纵向做深

公司以铁路行业的指挥调度起家, 随着市场的不断扩大和技术的不断积累, 发展成为国内领先的指挥调度与控制系统提供商。公司在铁路以及轨道交通等传统优势领域占有较高市场份额; 在国防军工、石油石化、电力和煤炭等领域均有多年储备并已成功拿到多个项目; 紧跟国家“一带一路”战略加快“出海”步伐, 在高铁海外项目中拥有 100% 的市场占有率。公司持续优化业务结构, 横向积极拓展行业客户, 通过收购航通智能进入海关行业且成效显著; 持续提升研发实力, 纵向做强做深已有产品, 定增获批, 募集资金用于“基于 LTE 的宽带无线指挥调度系统项目”, 以适应产业发展趋势, 增强核心竞争力。

### □ 新兴业务布局, 无人机、机器人等领域多点开花

通过参股或者控股方式积极布局新兴业务。成立子公司飞鸿云际、参股六捷科技加强行业大数据的采集与分析实力; 参股臻迪科技提升无人机、大数据挖掘和虚拟仿真方面的技术储备; 增资沈阳通用机器人, 扩充工业大数据采集方式, 获取工业互联网的“触角”。

### □ 投资建议

工业物联网和工业大数据拥有广阔的市场空间, 我们看好公司在智慧指挥调度与应急领域多行业的发展, 预测公司 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.43/0.57/0.67 元, 对应目前股价 PE 为 58/43/37, 给以“增持”评级。

盈利预测:

单位: 百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1013	1225	1446	1663
收入同比(%)	22%	21%	18%	15%
归属母公司净利润	83	113	148	174
净利润同比(%)	19%	36%	31%	18%
毛利率(%)	29.1%	31.1%	32.2%	33.2%
ROE(%)	9.92%	12.77%	15.54%	17.54%
每股收益(元)	0.32	0.43	0.57	0.67
P/E	87.03	64.00	48.68	41.43
P/B	8.08	9.17	7.98	6.96
EV/EBITDA	100	49	35	29

资料来源: wind、华安证券研究所

# 目 录

1. 公司概况： .....	4
1.1 简介：指挥调度龙头 .....	4
1.2 股权结构 .....	4
1.2.1 股权结构相对均衡 .....	4
1.2.2 参股进入无人技术与军用模拟器领域 .....	5
1.3 历史沿革：铁路调度起家，多行业多领域拓展 .....	5
2. 公司经营分析： .....	6
2.1 资本结构良好，应收账款略多 .....	6
2.2 营收稳步增长，研发日益重视 .....	6
2.3 现金流量稳定，资本运作增多 .....	8
3. 公司业务分析： .....	8
3.1 围绕“智慧指挥调度全产业链”构建业务体系 .....	8
3.2 传统主营业务纵横发展 .....	10
3.2.1 交通行业 .....	10
3.2.2 海关行业 .....	13
3.2.3 国防行业 .....	14
3.2.4 能源行业 .....	15
3.3 新兴业务布局多点开花 .....	16
3.3.1 工业物联网步入快车道 .....	16
3.3.2 大数据资源上升到战略高度 .....	17
3.3.3 参股攀迪科技，进入无人机千亿市场 .....	17
3.3.4 参股通用机器人，助力工业 4.0 .....	18
4. 投资建议 .....	19
4.1 投资建议 .....	19
4.2 风险提示 .....	19
附录：财务报表预测 .....	20

## 图表目录

图表 1 业务分类.....	4
图表 2 佳讯飞鸿股权结构图.....	4
图表 3 资产和负债变化趋势.....	6
图表 4 营业收入及变化趋势.....	7
图表 5 毛利率及净利率变化趋势.....	7
图表 6 期间费用支出及变化趋势.....	8
图表 7 现金流量情况.....	8
图表 8 公司产品体系.....	9
图表 9 公司细分行业情况.....	9
图表 10 公司主要产品.....	9
图表 11 我国铁路营业里程.....	11
图表 12 部分产品市场份额.....	12
图表 13 济南天龙公司产品.....	12
图表 14 航通智能公司产品.....	13
图表 15 我国国防开支及变化趋势.....	14
图表 16 臻迪科技无人机产品.....	18
图表 17 全球及我国工业机器人销量.....	18

## 1. 公司概况：

### 1.1 简介：指挥调度龙头

北京佳讯飞鸿电气股份有限公司成立于 1995 年初，总部地址位于北京市海淀区锦带路 88 号院 1 号楼。公司是国内领先的指挥调度通信系统提供商，为客户提供通信、信息、控制一体化的指挥调度系统以及应急通信解决方案。公司的主要客户为铁路交通和轨道交通，在该领域有较高的市场占有率。随后公司逐步横向拓展至能源、国防、海关、金融等多个行业，并紧跟国家“一带一路”战略加快“出海”步伐，积极拓展。

海外市场，国际项目增加至 11 个国家 22 个项目，在“高铁”海外项目中拥有 100% 的市场占有率。2011 年 5 月，佳讯飞鸿登陆创业板，股票简称“佳讯飞鸿”，证券代码 300213.SZ。

公司所属行业为通信设备制造-系统设备（中信分类）主营业务包括五部分内容，分别是：指挥调度、应急监控及通信、智能应用、防灾监控安全以及相关服务收入等，其中指挥调度类业务收入占比最大达 41.89%，服务收入类业务毛利率最高，但是占比最小。公司是北京市百家专利试点企业和北京市产学研示范基地，2015 年公司营业收入 10.13 亿元，净利润 9150 万元，员工数 636 人。

在市场环境和客户需求不断变化升级的背景下，公司将把握“工业 4.0 时代”的机遇，规划以工业物联网为基础，以云平台为核心，通过智能感知、无人系统采集、智能调度指挥和控制系统等技术，汇聚行业大数据，实现由智能指挥调度向智慧指挥调度全产业链转型。

图表 1 业务分类（摘自 2015 年公司年报）

业务分类	收入结构占比	营业收入（百万元）	营业成本（百万元）	毛利率（%）
指挥调度	41.89%	424.19	273.11	35.62
应急监控及通信	33.02%	334.36	264.08	21.02
智能应用	19.82%	200.72	146.70	26.92
防灾监控安全	3.42%	34.63	24.37	29.64
服务收入	1.84%	18.63	9.84	47.18

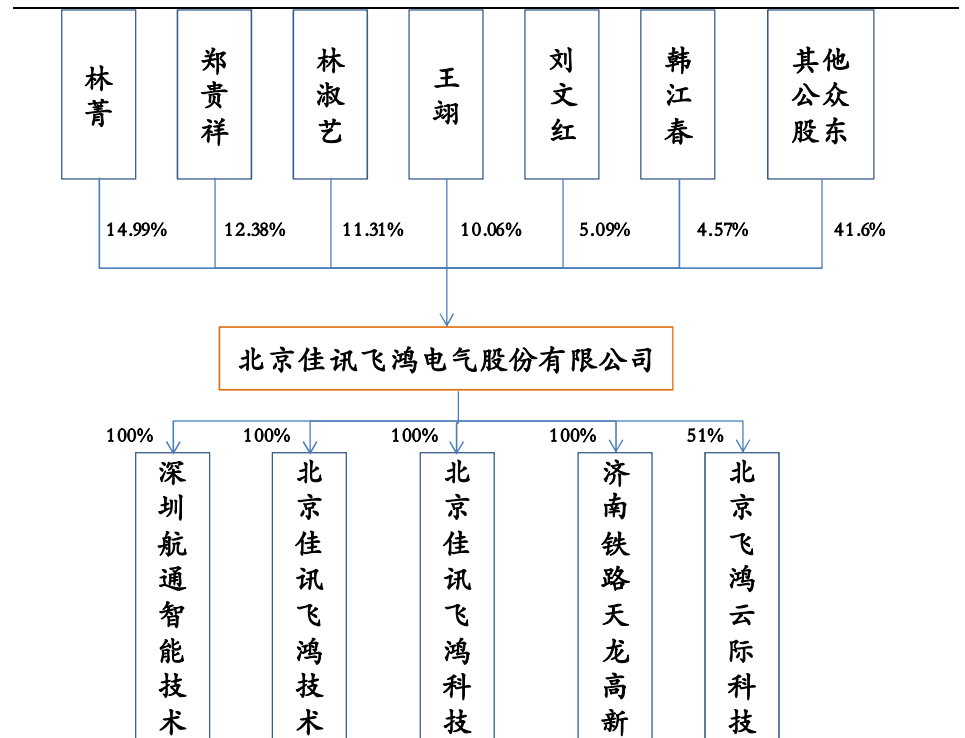
资料来源：wind、华安证券研究所

### 1.2 股权结构

#### 1.2.1 股权结构相对均衡

北京佳讯飞鸿电气股份有限公司的发起人为林菁、林淑艺、郑贵祥、王翊等 24 名自然人股东，其中林菁等 6 大股东为主要发起人。根据公司最新公布的 2015 年年报显示，董事长林菁、总经理郑贵祥等高管持有公司 58.4% 的股份，其他社会公众股东持有公司 41.6% 的股份，其中林菁、郑贵祥、王翊、刘文红、韩江春 5 人签署《一致行动协议》，为公司的实际控制人。公司股权结构如下：

图表 2 佳讯飞鸿股权结构图



资料来源：wind、华安证券研究所

### 1.2.2 参股进入无人技术与军用模拟器领域

控股公司 5 家，其中对公司净利润影响达 10% 以上的公司有 2 家，分别是 1、济南铁路天龙高新技术开发有限公司，主营业务为铁路数字通信设备和铁路信号设备，营业收入为 1.69 亿元，净利润为 2273 万元，净利润贡献占比为 24.84%；2、深圳航通智能技术有限公司，业务主要集中在行业监管、口岸通关、物流信息化应用集成领域，营业收入为 2 亿元，净利润为 1991 万元，净利润贡献占比 21.76%，拓展了公司在海关领域的业务。

公司 2015 年进军机器人和无人机领域。出资 1095 万元投资沈阳通用机器人，取得该公司 6.01% 的股权，通用机器人是一家专注于机器人、力反馈产品的企业，主要产品有模块化机器人、并联机器人、机械臂、力反馈手柄等；投资臻迪科技占股 12.28%，臻迪科技聚焦于无人机技术、大数据分析及可视化系统、虚拟仿真系统等产品及专业服务。公司以自有资金 4800 万元以增资的方式投资北京威标至远，取得该公司 16.67% 的股权，威标至远从事军用飞行模拟器研制，此次投资有助于提高公司在国防领域内的市场占有率。

## 1.3 历史沿革：铁路调度起家，多行业多领域拓展

公司的发展可以分为三个阶段：

**第一阶段（1995-2007）：数字调度起家，深耕铁路国防。**1995 年公司成立，以 FH9000 智能人工话务系统和 FH98 数字调度通信系统起家，主要面向铁路和军队市场。随着业务的发展，公司成为军方列装厂商并承接多项国家科研项目，先后参与“神六”发射、“长城二号”反恐演习以及青藏铁路建设等工程的建设保障。

**第二阶段（2008-2011）：横向拓宽行业，积极走向海外。**公司 2011 年登陆 A 股市场后有效补充了资本实力，凭借在交通和国防等传统优势领域的技术积累和市场经验，从签约中石油应急通信项目开始，横向拓展行业至石油石化、金融、人防等领域。公司也开始发力海外市场，并成功将产品用于安哥拉的罗安达铁路。此外，公司地址搬至中关村环保科技示范园，并日益重视研发投入，在成都设立

了第一个研发分支机构增强公司研发能力。

第三阶段（2012—至今）：**优化业务布局，寻找新增长点**。2012年起，公司开始涉足资本运作，先后成立北京佳讯飞鸿技术及飞鸿云际两个子公司，收购航通智能与济南天龙高新，进入海关领域并拓宽业务产品线。2015年公司参股北京威标至远、沈阳通用机器人以及臻迪科技等，涉足无人机、军事模拟器以及机器人等领域，优化业务布局从而寻找新的利润增长点。

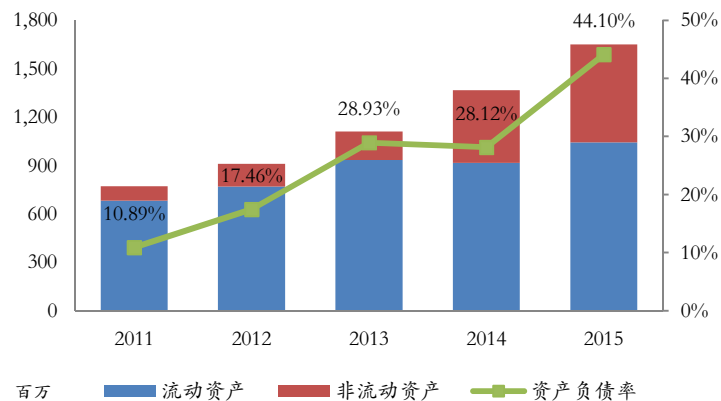
## 2. 公司经营分析：

### 2.1 资本结构良好，应收账款略多

在 2011~2015 年间公司资本结构良好，总资产保持 12.96% 的复合增长率稳步增长。2015 年公司资产规模达 16.51 亿，其中流动资产 10.43 亿，占比为 63.2%。流动资产中，占比最高的三项分别为应收账款、货币资金和存货。根据公司 2015 年年报，应收账款占流动资产比例为 39.48%，应收账款额达 4.12 亿，占营业收入的 40.6%，应收账款周转天数为 143 天；应收账款额度较高，周转天数较长，原因是通信设备制造公司通常服务实施和销售过程时间较长，主要客户为大型国企和政府客户等，按照行业内的惯例及合同约定，付款周期一般为 1 到 3 个月，所以存在一部分已完成验收的项目或实现的产品销售由于未收到款项形成了一定数量的应收账款。公司应收账款账龄在一年以内占 86.74%，一到两年为 11.67%，数额最大的五名客户为中国铁建电气化局集团、南京地铁集团、中铁建电气化局第三工程公司、南阳卧龙保税区建设投资和成都铁路局物资采购供应中心，发生坏账的可能性较小。

在 2011-2015 年间，公司资产负债率呈现逐年上升的趋势，其中 2015 年资产负债率达到 44.1%，流动负债占总负债的 89.92%，其中流动负债中占比最高的三项分别为应付账款、其他应付款的短期借款。应付账款主要是项目未到付款期的材料款，其他应付款主要是未支付的股权交易款，而公司为了偿还债务，补充货币资金进行贷款从而使短期借款大幅增加。

图表 3 资产和负债变化趋势



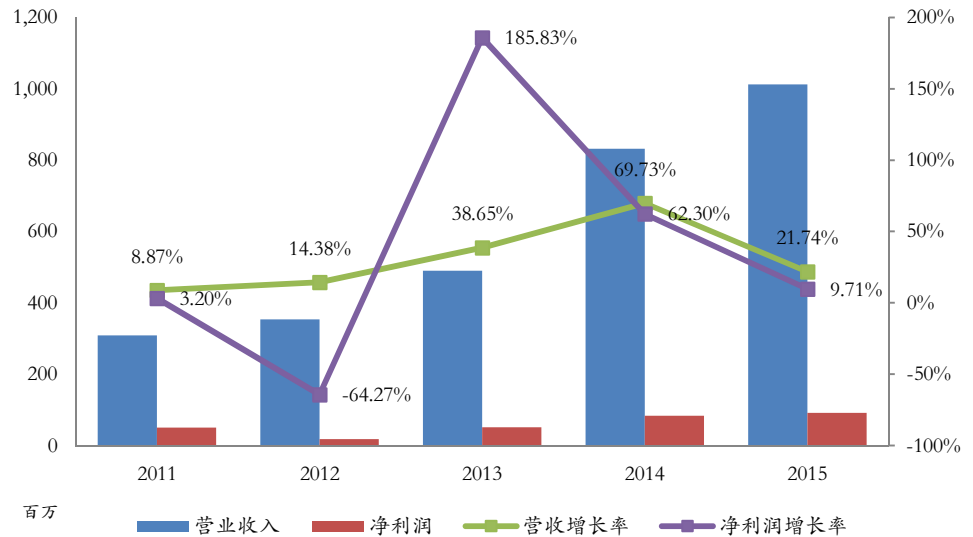
资料来源：wind、华安证券研究所

### 2.2 营收稳步增长，研发日益重视

2011-2015 年，公司营业收入呈现出稳步增长的趋势，但是 2012 年公司净利润

却出现了较大程度的下降。一方面受国家宏观经济整体下行的影响，经济形势相对较差，另一方面公司的主要客户为铁路行业，由于 7·23 甬温线事故高铁投资明显放缓，大量铁路线路停工所致。除此以外，公司为了拓展石油石化、金融、人防等新的应用领域，采取了相对比较激进的市场策略和营销方式，导致费用增长利润率降低。2013 年以后，随着传统领域优势进一步扩大，新领域拓展已显成效，公司经营状况的改善，营收和净利润显著回升并随后实现快速增长。

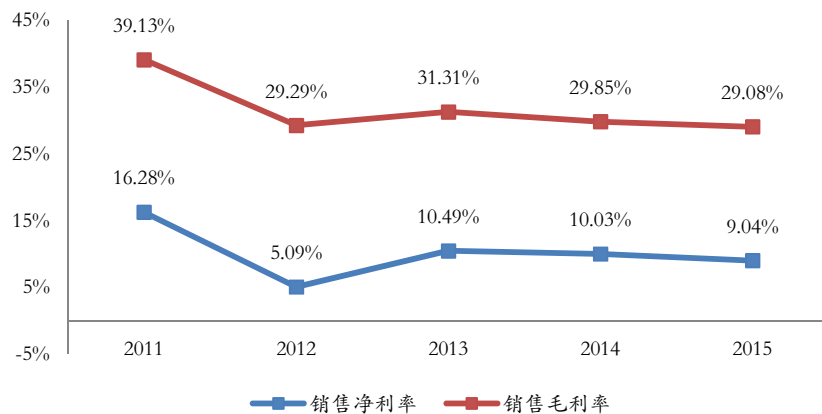
**图表 4 营业收入及变化趋势**



资料来源：wind、华安证券研究所

公司毛利率基本稳定在 29% 以上，而净利率除了 2012 年为 5.09% 以外，其余年份均为 9% 以上。2012 年净利率低的主要原因是公司为了拓展新行业客户，采用了比较激进的市场策略，导致市场导致利润降低。从行业来看，传统优势领域交通行业毛利率最高，为 30.48%；从产品来看，服务收入毛利率最高为 47.18%，但业务占比小仅为 1.84%；应急通信类产品毛利率最低为 21.02%，但业务占比较高为 33.02%。公司将持续优化产品结构，保持较好的盈利能力。

**图表 5 毛利率及净利率变化趋势**

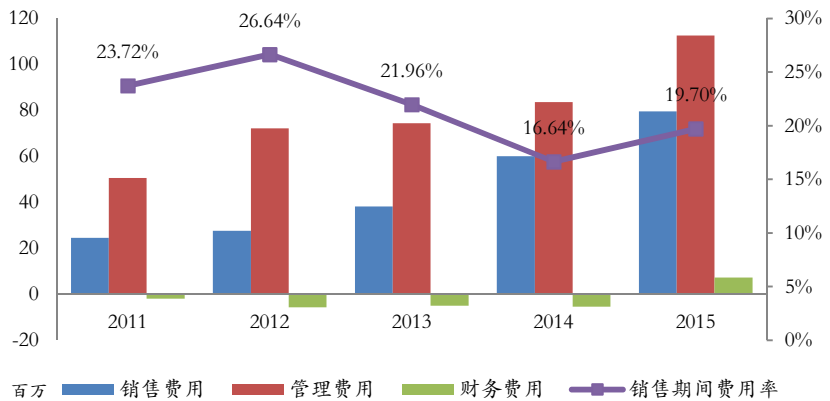


资料来源：wind、华安证券研究所

2011-2013 年，公司期间费用支出均保持在营业收入的 21% 以上，而 2014-2015 年则降到了 20% 以下。为适应公司快速发展，公司搭建了集团化管理架构，强化目标管理，并通过优化企业协同办公管理平台、ERP、CRM 等管理信息系统提高

公司整体运营效率。在期间费用中管理费用支出最高，2015 年营收占比达到了 11.02%，主要原因是公司对研发重视程度日益增加，研发费用增长较快所致。

图表 6 期间费用支出及变化趋势

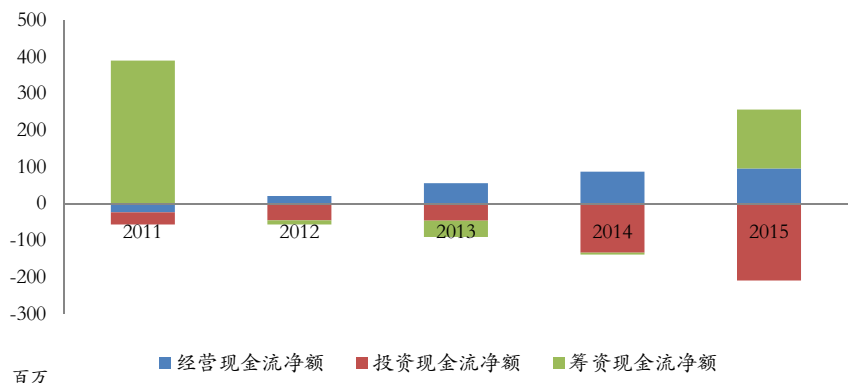


资料来源：wind、华安证券研究所

## 2.3 现金流量稳定，资本运作增多

公司保持了较好的现金流量情况，除 2011 年经营活动现金流入量小于流出量以外，2012-2015 年公司的经营现金流净额均为正，复合增长率为 46.2%，到 2015 年净额达到 9614 万元。投资方面，随着规模不断发展壮大，公司不仅在主营业务的传统领域继续锁定优势，内生性增长显著，同时借助资本平台，通过业务合作、投资并购等手段，寻找优秀的行业合作伙伴进行外延式增长，因此公司投资活动现金流出明显大于流入，2015 年公司用于支付投资活动的现金达 2.1 亿。筹资方面，公司 2015 年定增募集资金 4.68 亿元用于购买航通智能 100% 的股权，同时为了偿还到期债务取得借款 4.64 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 1.60 亿元。

图表 7 现金流量情况



资料来源：wind、华安证券研究所

## 3. 公司业务分析：

### 3.1 围绕“智慧指挥调度全产业链”构建业务体系

公司以铁路行业的指挥调度起家，随着技术的不断积累和行业市场的不断扩

大，逐渐发展成为国内领先的指挥调度与控制系统提供商之一。公司经过二十多年的发展，形成了以指挥调度和应急通信为核心产品，以及综合监控和防灾安全监控等的产品体系。同时公司还通过参股、控股等方式积极涉足无人机、机器人、物联网、大数据等领域。公司将沿着“构筑智慧指挥调度全产业链”的主线进行业务布局，围绕智慧指挥调度全产业链的前端、中间网络传输及后端市场空间深耕细作。

从细分行业来看，公司的传统优势领域交通行业营收占比最大，但公司已经开始逐渐优化业务结构。2015 年收购航通智能以后，在海关领域出现了重大突破，营收占比已近 20%。其他行业包括国防、海关、能源、金融服务行业等等。

图表 8 公司产品体系



资料来源：公司网站、华安证券研究所

图表 9 公司细分行业情况

分行业	营业收入 (单位：百万)	比重			
	2015 年	2015	2014	2013	2012
交通行业	633.15	62.53%	72.85%	71.38%	61.11%
海关行业	200.72	19.82%	5.62%	0.00%	0.00%
国防行业	72.72	7.18%	7.94%	8.34%	10.82%
能源行业	68.02	6.72%	9.71%	14.71%	21.54%
金融服务行业	35.96	3.55%	3.66%	5.25%	6.47%
其他行业	1.97	0.19%	0.22%	0.31%	0.06%

资料来源：wind、华安证券研究所

图表 10 公司主要产品

产品类型	典型产品	系统功能
指挥调度	MDS3400 调度指挥系统	集语音和数据业务应用为一体的调度系统，能提供大容量高可靠性的调度服务
	MDS6800 可视化调度指挥系统	基于 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
	FH9000 人工话务系统	采用数字化技术，提供丰富的数字和模拟接口，实现与其他系统的连接，并提供查号、会议等功能
应急通信	隧道应急电话系统	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

	FH-V088 应急通信系统	通过多种接入方式实现现场动图、多路语音调度、现场无线摄像、静图上传、远程数据通信等功能的应急系统
综合监控	IMS8000 综合视频监控系統	基于 H.264 多媒体应用标准, 实现实时监看和控制、资料存储和回放、报警处理、电子地图等功能的监控系统
	FH2000 光纤围栏周界防穿越预警系统	采用光纤传感技术, 提供长达 60 公里距离的安防监控, 定位精确, 特别适用于长距离、大范围的区域防卫
防灾安全监控	IMS6000 铁路防灾安全监控系统	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
	无人机	参股臻迪科技
	机器人	参股沈阳通用机器人

资料来源: 公司网站、华安证券研究所

## 3.2 传统主营业务纵横发展

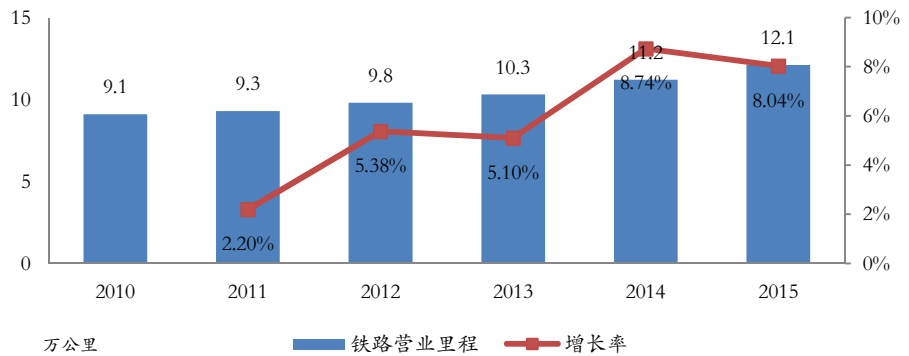
### 3.2.1 交通行业

#### 3.2.1.1 铁路投资维持高位水平

近年来, 我国铁路投资持续增长态势, 维持高位景气水平, 而随着我国宏观经济整体下行的趋势, 铁路投资建设则成为了新常态下稳增长的基础性工具之一。2015 年, 全国铁路固定资产投资完成额达 8238 亿元, 其中投产新线达 9531km, 预计 2016 年铁路投资规模将仍然保持在 8000 亿元以上, 新投产里程将在 3200km 以上。根据国务院最新通过的《中长期铁路网规划》, 我国建设“八横八纵”铁路网, 铁路经济时代将全面开启。“十三五”期间铁路固定资产投资规模将达 3.5 万亿至 3.8 万亿, 建设新线 3 万公里, 至 2020 年, 全国铁路营业里程达到 15 万公里, 其中高速铁路达 3 万公里。全国铁路网要基本覆盖 20 万人口以上的城市, 80% 的县级行政区, 高速铁路网基本覆盖 50 万人口以上的城市、90% 地级行政中心。根据发改委和交通部最近发布的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》中指出, 要进一步完善国家高速铁路网络, 提升中西部铁路额通达通常水平, 加快推进城市群城际铁路建设, 重点推进 86 个项目, 新建改扩建线路约 2 万公里, 涉及投资约 2 万亿; 城市轨道交通方面, 则逐步优化城市轨道交通结构, 重点推进 103 个项目前期工作, 新建城市轨道交通 2000 公里以上, 涉及投资约 1.6 万亿。

2010 年-2015 年, 我国铁路营业里程数复合增长率达 4.87%, 到 2015 年末, 我国铁路营业里程达到 12.1 万公里, 比上年末增长 8.2%, 其中高铁营业里程超过 1.9 万公里, 西部地区营业里程 4.8 万公里、增长 10.1%。据测算, 近年全国 18 个铁路局每年在铁路领域大约 200 亿的投入规模, 且预计未来 3-5 年仍将保持这一规模, 到 2020 年, 铁路干线后市场的整体规模将接近 1000 亿, 轨道交通方面, 城市轨道交通后市场的市场空间约为 428 亿, 年复合增长率为 18.0%。

图表 11 我国铁路营业里程



资料来源：交通运输部、华安证券研究所

### 3.2.1.2 交通优势领域保持领先

公司自 1995 年成立以来便将铁路市场作为公司的切入点和战略重点，1998 年公司将研发出第一代指挥调度通信系统——FH98 数字调度系统应用于铁路市场，并随后不断扩大市场份额。近年来，公司在铁路行业市场的竞争中一直处于相对领先的地位，并且竞争优势不断扩大。目前，全国铁路系统共有近 6000 个站（段），其中超过 4000 个站（段）正在使用公司的产品，部分产品市场份额达 60%-80%。

公司加强在铁路行业的技术研发与创新产品储备。2015 年，公司参与全球范围内首次实现 LTE 技术在重载铁路上的应用线路——朔黄铁路新建 LTE 宽带移动通信工程，开创了国内搭载 LTE 网络系统两万吨重载列车的先河。在国家“一带一路”战略推动下，中国铁路特别是高铁建设正全面展开，“出海”步伐提速。公司在海外市场实现了重大项目突破，拓展速度超越以往年度，目前公司的国际项目增加至 11 个国家 22 个项目，在“高铁”海外项目中拥有较高市场占有率。在此背景下，公司定增募集资金用于“基于 LTE 的宽带无线指挥调度系统项目”，以适应行业发展趋势，增强核心竞争力。

公司一直重视研发并积极参与标准制定和产业链的推进工作。2003 年铁道部引进欧洲的 GSM-R 标准作为我国铁路无线通信领域行业标准后，公司作为副组长单位参与了铁道部组织的《铁路 GSM-R 系统列车无线调度通信系统技术条件和规范》制订工作；2004 年，公司作为铁路应急指挥产品的主要集成商，以标准组成员单位的身份参与了《中华人民共和国铁道部铁路运输应急通信系统技术体制》的制订，并于 2007 年再次参与修订工作。在标准的制定过程中，使得公司拥有了一定的主动权，具备较强的引导客户需求能力，从而为公司在市场拓展中奠定了基础。

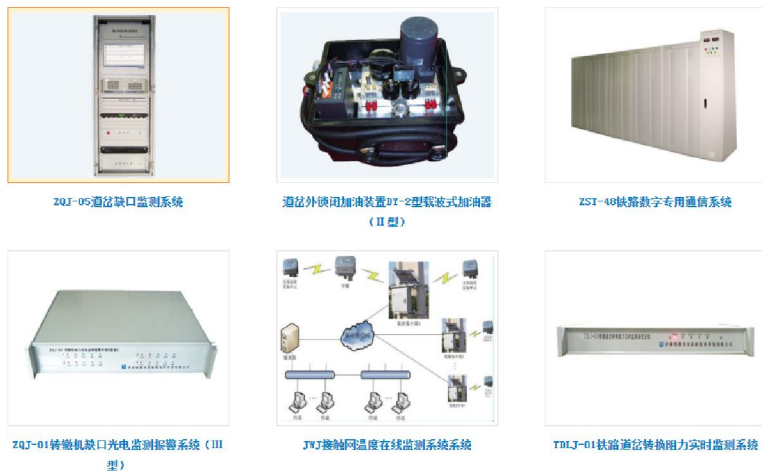
图表 12 部分产品市场份额

产品	主要市场份额
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
FH98-G 调度通信系统	铁道部公安调度项目、青藏线、大秦线、包满线、合武客运专线、合宁客运专线、汉宜客运专线、厦深客运专线等
MDS 多媒体指挥调度系统	铁道部公安调度、广珠客专、甬台温客专、温福线福建段、哈大客专、宁杭客专、朔黄线等
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

资料来源：公司公告、华安证券研究所

铁路部门基于运输安全以及调度网络统一管理的考虑，对涉及运输安全的指挥调度通信产品市场采取必要的行政许可，限制进入厂商数量，以防止过度竞争导致产品质量出现波动，整个市场呈现垄断竞争的局面。公司为了进一步扩大铁路领域的市场份额，2012 年收购济南天龙 45.5% 的股权，并分别于 2015 年和 2016 年收购剩余股权，使济南天龙成为公司的全资子公司。济南天龙主营业务为铁路信号控制领域，在铁路道岔监测领域处于行业领先地位，产品“转辙机缺口监测系统”保持 50% 的市场占有率，且自主开发的“道岔自动注油系统”和“无线测温系统”等系列新产品开始进入市场推广阶段，2015 年营业收入和净利润分别为 1.69 亿和 2195 万元，占母公司营业收入和净利润的 16.7% 和 23.99%。

图表 13 济南天龙公司产品



资料来源：济南天龙公司网站、华安证券研究所

我们认为，公司在交通领域将持续保持领先优势。一方面，随着发展改革委印发《中长期铁路网规划》，铁路投资规模以每年不低于 8000 亿维持高位景气，且城镇化进程加快，城际/城市轨道交通建设有序推进，后服务市场空间仍然巨大。另一方面，公司从铁路行业起家，在指挥调度和应急通信已有较大市场份额，随着收购济南天龙将业务进一步延伸至铁路信号控制和道岔监测领域，从而打开交通行业更广阔的市场空间。

## 3.2.2 海关行业

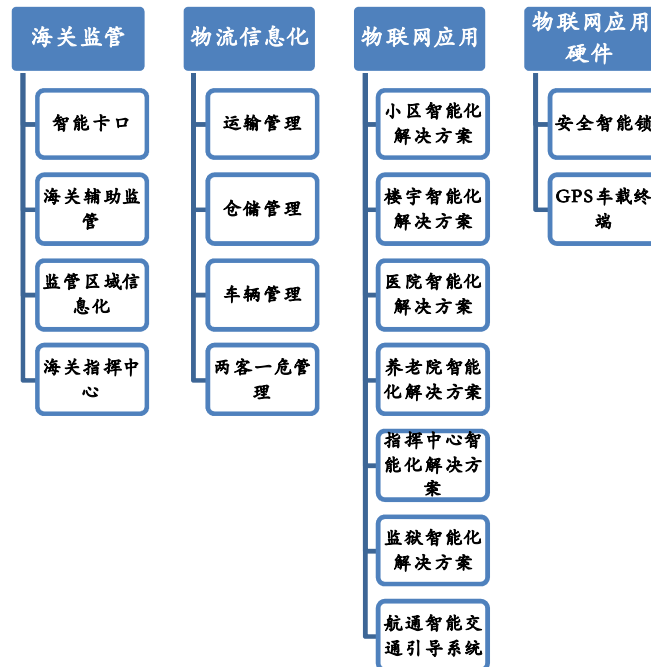
### 3.2.2.1 “金关工程”持续推进

国家金关工程是一项重要的信息化工程，随着“金关一期”、“金关二期”的逐步实施，我国海关信息化建设突飞猛进。2012年初，海关总署明确了“金关二期”建设目标，将通过顶层设计和科技创新，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。据测算，金关工程相关市场规模将超过50亿。

### 3.2.2.2 收购航通智能发力海关行业

公司2014年收购航通智能，进军海关填补行业空白，该领域的收入均来自航通智能。航通智能是海关监管等领域的智能应用系统产品提供商，为海关、交通等行业提供基于物联网信息技术的监管智能应用系统及解决方案，是海关总署认可的专业智能卡口系统产品提供商，具有CMMI（软件能力成熟度模型集成）三级、计算机信息系统集成企业三级等资质认证。公司的产品涵盖了四大类，主要包括：海关监管、物流信息化、物联网应用以及物联网应用硬件等等。2015年航通智能的营业收入和净利润分别为2亿和2043万元，占母公司营业收入和净利润的19.76%和22.32%。

图表 14 航通智能公司产品



资料来源：航通智能公司网站、华安证券研究所

随着“金关工程”二期的开展，物联网、北斗等技术应用于海关监管和信息技术服务，行业将受到政策、技术共同驱动有效促进行业发展并进一步打开潜在的市场空间：1) 对于物联网技术，将利用射频识别、传感器、卫星定位系统、激

光扫描器等信息传感设备，实现感知识别、网络互联和智能处理的有机统一，从而形成高智能决策。海关监管软件和信息技术服务业已广泛使用物联网技术，如在安全智能锁、电子车牌等方面广泛应用射频识别技术；2) 对于北斗卫星导航系统，我国自主研发的北斗卫星导航系统日益完善，海关监管软件和信息技术服务业的在途监控管理将采用北斗卫星定位终端。

我们认为，公司收购航通智能达到了技术、市场双重协同的效应，有望持续带来高效的增长。在对于海关安全日益重视的情况下，需要通过加快建设集综合业务监控和缉私执法监控为一体的指挥调度系统，佳讯飞鸿可以借助在海关领域已有优势的航通智能切入海关的指挥调度；而航通智能提供海关监管智能应用系统，与佳讯飞鸿产品互补，可以共同拓展到海关以外的行业客户，协同效应明显。

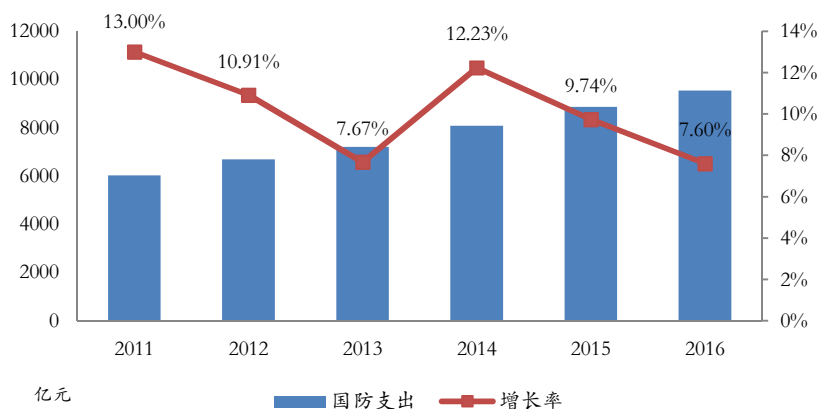
### 3.2.3 国防行业

#### 3.2.3.1 军费开支近万亿，军民融合加快

随着世界格局不断变化，不确定因素上升，台海局势、南海仲裁问题持续发酵，我国周边形势面临复杂的挑战。2016 年我国中央财政国防预算支出为 9543.54 亿元，居于世界第二位，比 2015 年增长 7.6%，占财政支出比例逐年下滑，但预计“十三五”军费增速不低于 GDP 增速。

随着国防信息化装备水平的不断提高，“军民融合”发展一直是国家战略层面上的重点推进领域。无论《中国制造 2025》还是《国家创新驱动发展战略纲要》等国家战略都将深化“军民融合”作为重点发展目标。2015 年可谓是军民融合元年，习近平主席首次把军民融合上升到国家战略的层面，并相继出台了《军民融合深度发展 2015 专项行动实施方案》和《2016 年国防科工局军民融合专项行动计划》，旨在加快推进国防科技工业军民融合发展。一方面实施“军转民”，提高军工开放程度，促进军民资源共享，另一方面实施“民参军”，引入民营资本，减轻国防负担。军民融合将贯穿整个“十三五”期间，由此将催生万亿的市场空间。

图表 15 我国国防开支及变化趋势



资料来源：政府网站、华安证券研究所

#### 3.2.3.2 国防领域多年深耕

国防市场是公司成立之初确定的除铁路市场之外的另一个重要目标市场。由于国防市场对保密性的特殊要求，对军品设备的采购实行严格的行政准入制度。

尽管国防领域对部分通用型产品的采购正朝着市场化的趋势发展，但目前该类市场受准入体制影响，市场化程度仍然较低。

1997 年公司以 FH9000 智能人工话务台系统为切入点正式进入国防市场。在随后的几年里，FH98 系列指挥调度通信系统、FH-V088 应急指挥系统和 MDS3400 搜救指挥调度系统均用于多个国家重大事件及工程，如“嫦娥一号”至“嫦娥三号”探月工程、“神舟六号”至“神舟十号”载人航天项目、“神舟九号”与“天宫一号”工程、“长城 2 号”国家反恐演习、国庆 60 周年阅兵等等。公司通过了国家军标 9001 系列认证、ISO9001 质量体系认证、军工产品质量体系认证、二级保密认证，并获得了总装备部装备承制单位注册证书、国防科工委武器装备科研生产许可证、信产部军工电子装备科研生产许可证等，具有良好的资质，在国防通信领域拥有稳定的市场份额。

2015 年 6 月，公司参股北京威标至远科技发展有限公司，取得该公司 16.67% 的股权。北京威标至远科技发展有限公司创建于 2004 年，是军工类研发、生产、销售、服务的国家级高新技术企业，研发产品为部队防空反导、技战术训练提供靶标服务，并为科研院所、军工企业、设备装置防空武器鉴定提供配套试验服务。威标至远的“北威”系列军用飞行模拟器，能够真实模拟直接、潜在对手所装备各类导弹的飞行特性，适用于部队进行战场、区域、要地防空训练和演习。威标至远产品已被某部采购列装，列入相关单位武器装备采购名录，并为某型国产先进防空武器系统实演习应用。威标至远先后通过了国家高新技术企业、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拥有一定的影响力。

我们认为，国防开支在十三五期间将维持 7%-10% 的增速，且随着“军转民”“民参军”，军民融合的加速推进，国防市场有望进一步打开。公司在国防军用调度指挥深耕多年，参股威标志远有助于拓展国防领域的产品线，优化整体业务布局。

## 3.2.4 能源行业

### 3.2.4.1 能源信息化有较好基础

根据 CCW Research 发布的报告，2015 年能源行业的 IT 投资规模达到 505.7 亿，同比增长 11.3%，连续多年保持两位数的高速增长。近年来随着能源行业对信息化的不断重视与持续投入，已经具备了较好的基础。公司在能源行业覆盖的领域包括：石油石化、电力和煤炭。

能源行业一般都是央企国企，企业规模通常较大，业务拓展跨地域，分支办公机构多且人员移动性强，需要整合信息资源，同步信息渠道。此外，能源开采难度大，而我国自动化开采机械装备技术水平相对落后，许多领域仍为人工作业，因此安全问题非常突出。能源通常都分布在地理环境比较复杂、恶劣的地点，灾害灾难一旦发生破坏力很大，而且难以控制。基于以上几点，能源行业对于常态下的指挥调度和应急情况下的安全保障和信息处理都有较高的要求。

### 3.2.4.2 覆盖石油石化、电力、煤炭等多行业

石油石化方面，公司搭建的调度指挥通信网用于生产过程中实现视频会议、

调度电话、调度监控联动等功能，达到统一应用和管理的建设目标，具体包括生产指挥、油田行业、管道公司和炼化企业等等。生产指挥：指挥过程可视化、班前交接会、生产例会、突发事件处理等；油田行业：油田机关和分厂之间的总调、分公司和联合站之间的厂调、油田内部轨道交通的运输调度，运输管线的调度；管道公司：管理中心和各个分输站，加压站之间的生产调度；炼化企业：用于总厂和分厂之间的总调、各个分厂的厂调、炼化企业内部轨道交通的运输调度，运输管线的调度。

电力方面，公司围绕电力系统生产经营活动，切入电力作业全流程，建成包含调度电话、自动化数据、视频监控、会议电视等在内的电力指挥调度系统和应急通信系统，且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。

煤炭方面，公司的可视化调度和应急通信等系统能够实现综合调度、视频会议以及应急指挥与通信等功能。煤炭行业，安全生产问题一直比较突出，一方面通过信息化的手段与技术减少事故的发生，另一方面也能够为应对发生事故灾难后给抢险救灾工作提供应急保障。

我们认为，受整体宏观经济下行，产能过剩等因素影响，能源行业近几年投资规模逐步减少，但是信息化方面投资仍然保持两位数的增速，尤其是在指挥调度与安全保障方面有较大需求，公司将在这一领域持续做大做深。

### 3.3 新兴业务布局多点开花

#### 3.3.1 工业物联网步入快车道

物联网（IOT, Internet of things）简而言之就是万物相连的互联网，是信息技术产业重要的组成部分。根据市场研究机构 Juniper Research 发布的数据显示，物联网连接设备的数量在 2020 年将达到 385 亿个，比 2015 年的 134 亿个增长 285%。美国研究机构 Forrester 预测，物联网所带来的产业价值将比互联网大 30 倍，是一个万亿元级别的信息产业业务。而 GE 预测到 2020 年中国的物联网市场规模将达到 1660 亿美元。

工业物联网是物联网在工业领域的应用，贯穿从生产、经营到销售流通的全环节，是工业 4.0 的重要技术基石。从投资领域看，工业物联网正处在一个逐步爆发的阶段。在过去五年中，工业物联网领域融资事件共 307 起，披露交易额 25.89 亿美元，除了 2013 年外均保持稳步增长。而仅 2015 年一年该领域融资事件就达到 94 起，披露交易额 10.45 亿美元，较上年显著增长。

2016 年 6 月 16 号，在韩国釜山举行的 3GPP RAN 第 72 次会议全会上通过了 NB-IoT 标准核心协议，即将进入规模商用阶段。全球主流运营商如沃达丰、德国电信以及中国移动、中国联通等已开始启用 NB-IOT 商用试点，主流厂商如华为、爱立信以及芯片商高通、英特尔等也积极支持产业的推动。在标准、企业的共同推动下，NB-IOT 等物联网技术的应用有望全面爆发，进入产业高速发展的快车道。

佳讯飞鸿在物联网业务市场布局已久，在业务产品中，铁路防灾安全监控系统、周界安全防护系统等都是物联网在行业内的实际应用，其中周界安全防护系统中标“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。随着公司优势领域交通、国防、能源等行业对物联网技术的应用需求不断增加，公司将不

断提升物联网技术水平，并结合所处行业满足客户需求，积极拓展物联网规模市场。

### 3.3.2 大数据资源上升到战略高度

2015年9月，国务院印发《促进大数据发展行动纲要》标志着大数据已正式成为国家基础性战略资源，纲要中明确要实施工业和新兴产业大数据重要工程。2015年中国大数据市场规模将达到115.9亿元，增速达38%。预计2016至2018年中国大数据市场规模还将维持40%左右的高速增长。

在企业生产过程中，物联网感知层的RFID、二维码、传感器等采集到的数据量远大于计算机和人工产生的数据，企业通过对这些丰富的大数据资源进行分析挖掘，能有效改进研发、生产、运营、营销和管理方式，提高企业运转效率形成竞争优势。

公司的子公司飞鸿云际，2015年成功中标武汉铁路局“电务多媒体维修管理系统”项目，该项目是通过对采集分析数据的模式为客户提供服务，是公司逐步实现“大数据资源战略”目标的重要一步。

公司2016年收购六捷科技30%的股权，意在加强在轨道交通行业大数据采集与分析实力。六捷科技成立于2005年，致力于铁路通信网络检测/监测技术、数据采集及分析技术和智能化维护技术的研发与应用。六捷科技通借助车地数据传输中间件，通过统一、闭环监测网络，建立监测大数据中心，为用户提供安全可靠的系统和解决方案。

### 3.3.3 参股臻迪科技，进入无人机千亿市场

无人机是利用无线电遥控设备和程序控制装置操纵的不载人飞机，安装有自动驾驶仪、程序控制装置等设备，地面、舰艇或母机遥控站人员通过雷达等设备，对其进行跟踪、定位、遥控、遥测和数字传输。从1908年世界上第一架无人机问世，无人机已有一百年历史，目前世界上30余个国家和地区研制出了50多种无人机，型号超过300余种。无人机过去主要应用于军事领域，如航空、控制、测控和传感等，随后逐步应用在民用市场，如航拍、农用植保、勘探巡检、维稳执法等。据测算无人机将保持快速增长的态势，未来十年全球无人机市场将超过千亿美元，而到2020年，全球无人机年销量有望达到433万架，市场规模达259亿美元。从我国来看，到2018年市场规模将达到110.9亿元。

佳讯飞鸿的无人机业务主要来自于参股臻迪科技。臻迪科技是一家信息技术系统解决方案提供商，提供无人系统、大数据分析可视化系统、虚拟仿真系统等技术咨询与服务与开发服务。臻迪科技的无人机产品目前主要用于企业客户的数字巡检、航拍测绘以及农、林、畜牧业应用服务等方面。臻迪科技目前拥有包括小型旋翼、固定翼以及无人直升机等全系列无人机产品、多项飞行控制系统及挂载系统软件著作权。2013年，臻迪科技无人机产品PowerQuad四旋翼无人机系统中标国家电网公司无人机采购项目，中标数量约占小型无人机系统采购总量的50%，并且在国家电网浙江、湖北、四川、冀北、辽宁等省电力公司得到了应用。2014年国家电网公司无人机采购第一批招标中，PowerQuad四旋翼无人机再次中标，2013年和2014年臻迪科技无人机总计应用省份7个，覆盖国家电网公司试点省份的70%。

公司参股臻迪科技，一方面增强无人机、大数据挖掘和虚拟仿真方面的技术储备，拓宽业务领域，另一方面共享优质客户，拓宽行业渠道，从而实现技术、产品和市场多位一体的协同效应。

图表 16 臻迪科技无人机产品

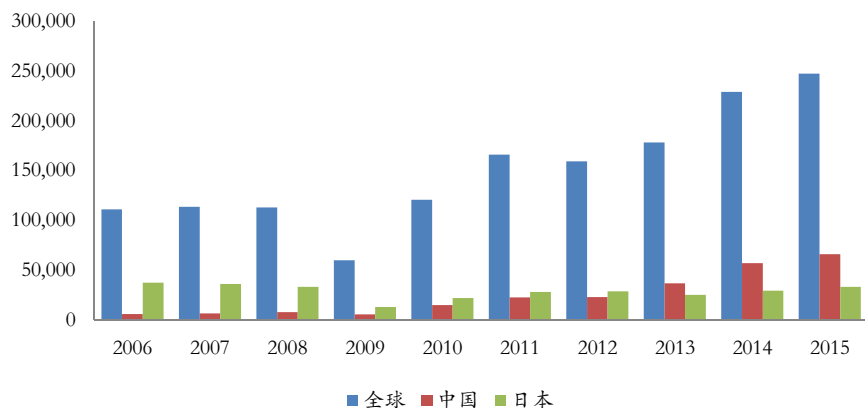
项目	PowerQuad	PowerOcta	PowerCopter	PowerSeeker
				
飞行时长	>25 分钟	>60 分钟	3-5 小时	12-20 小时
挂载	最大 1.5kg	最大 4kg	最大 30kg	最大 30kg
最大飞行速度	50km/h	50km/h	150km/h	280km/h
最大运行高度	5,500m	6,000m	6,000m	10,000m
最大控制及图像传输范围	50km(追踪天线)	>60km(追踪天线)	>60km(追踪天线)	>80km(追踪天线)

资料来源：政府网站、华安证券研究所

### 3.3.4 参股通用机器人，助力工业 4.0

随着工业化和信息化的深度融合，“工业 4.0”的快速崛起，机器人逐渐开始替代人工生产方式，极大地提高了生产效率和经营的有效性。根据国际机器人联合会的统计，2015 年全球工业机器人的销量达 24.76 万台，其中我国销量为 6.6 万台，占全球销量的 1/4 以上，近几年复合增长率超过 32%，销量快速增长的背后是需求的不断提升：1、技术的进步使得机器人制造成本下降，规模效应开始显现；2、人工成本的上升促使企业用机器人来替代传统的人工生产方式；3、物联网、人工智能等技术的运用大大提高了机器人的性能，应用场景更加广泛。

图表 17 全球及我国工业机器人销量



资料来源：wind、互联网公开信息、华安证券研究所

公司以增资方式投资沈阳通用机器人，取得 6.01% 的股权。通用机器人成立于 2012 年，是一家专注于机器人、力反馈产品及自动化解决方案的研发、生产和销售的企业，拥有自主研发的模块化机器人、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定制方案。随着信息技术的进步，行业用户对基于物联网、无人系统等新技术的产品先进性和功能多样化提出了更高

的要求，机器人作为无人系统的重要组成部分和工业互联网的“触角”，能够增强佳讯飞鸿在现有系统和解决方案的竞争力，持续满足并引导客户需求，带动业务规模不断扩大。

## 4. 投资建议

### 4.1 投资建议

公司是指挥调度与应急通信领域的龙头，在铁路以及轨道交通等领域占有较高的市场份额。公司积极横向拓展行业，通过收购航通智能进入海关行业，在国防军工、石油石化、电力和煤炭等领域均有多年储备并已成功拿到多个项目。公司在主营业务持续增长的同时积极布局新兴业务，通过参股或者控股方式进入大数据、无人机以及机器人等领域，在扩充业务产品线的同时寻找新的利润增长点。公司战略清晰，围绕智慧指挥调度全产业链的前端、中间网络传输及后端市场空间深耕细作，实现“构筑智慧指挥调度全产业链”。

公司有良好的业绩支撑，经营稳定，除 2012 年外，公司在 2011-2015 年营业收入和净利润持续同步增长。随着传统领域优势进一步扩大，新领域拓展已显成效，公司经营状况持续向好。

我们看好公司未来的发展，预测公司 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.43/0.57/0.67 元，对应目前股价的 PE 为 58/43/37，给以“增持”评级。

### 4.2 风险提示

新业务拓展不达标；行业投资放缓。

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1,043	1,275	1,484	1,748	<b>营业收入</b>	1,013	1,225	1,446	1,663
现金	383	372	573	725	营业成本	718	844	981	1,111
应收账款	487	568	686	786	营业税金及附加	8	10	11	13
其他应收款	75	37	54	78	销售费用	80	93	109	128
预付账款	16	(33)	(70)	(119)	管理费用	113	148	160	190
存货	140	349	273	328	财务费用	7	(1)	0	2
其他流动资产	(57)	(18)	(32)	(52)	资产减值损失	19	0	0	0
<b>非流动资产</b>	607	321	308	291	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	5	7	4	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	157	147	137	127	<b>营业利润</b>	68	131	183	218
无形资产	95	88	82	77	营业外收入	37	24	19	16
其他非流动资产	356	80	82	83	营业外支出	0	0	1	0
<b>资产总计</b>	1,651	1,595	1,792	2,039	<b>利润总额</b>	105	155	201	234
<b>流动负债</b>	660	673	709	777	所得税	13	23	30	35
短期借款	201	201	201	201	<b>净利润</b>	92	132	171	199
应付账款	177	221	246	281	少数股东损益	9	19	23	25
其他流动负债	282	251	263	295	<b>归属母公司净利润</b>	83	113	148	174
<b>非流动负债</b>	69	87	106	128	EBITDA	95	146	199	236
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.32	0.43	0.57	0.67
其他非流动负债	69	87	106	128					
<b>负债合计</b>	728	760	816	905					
少数股东权益	30	49	72	96	<b>主要财务比率</b>				
股本	261	261	261	261	<b>会计年度</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
资本公积	272	75	75	75	<b>成长能力</b>				
留存收益	360	451	569	702	营业收入	21.74%	21.00%	18.00%	15.00%
归属母公司股东权益	893	787	905	1,038	营业利润	-20.76%	92.19%	39.97%	19.14%
<b>负债和股东权益</b>	1,651	1,595	1,792	2,039	归属于母公司净利润	19.17%	35.97%	31.47%	17.51%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	29.08%	31.13%	32.16%	33.18%
					净利率(%)	8.19%	9.20%	10.25%	10.48%
					ROE(%)	9.92%	12.77%	15.54%	17.54%
					ROIC(%)	16.22%	24.11%	25.83%	33.25%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	44.10%	47.64%	45.52%	44.39%
					净负债比率(%)	-0.74%	18.59%	-1.42%	-9.75%
					流动比率	1.58	1.89	2.09	2.25
					速动比率	1.37	1.38	1.71	1.83
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.67	0.75	0.85	0.87
					应收账款周转率	2.52	2.60	2.49	2.48
					应付账款周转率	6.35	6.15	6.19	6.31
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.32	0.43	0.57	0.67
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.50	0.65	0.76
					每股净资产(最新摊薄)	3.42	3.01	3.47	3.98
					<b>估值比率</b>				
					P/E	87.0	64.0	48.7	41.4
					P/B	8.1	9.2	8.0	7.0
					EV/EBITDA	100.30	48.54	34.69	28.77

资料来源: wind、华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。