



买入

25% ↑

目标价格:人民币 41.00

300462.CH

价格:人民币 32.90

目标价格基础:87倍 16年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.6)	(13.1)	5.3	(1.3)
相对深证成指	12.1	(7.9)	6.9	13.8

发行股数(百万)	138
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	1,809
3个月日均交易额(人民币 百万)	88
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
张亮	39

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年12月12日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 轨道交通设备

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

闵琳佳

(8621)20328512

linjia.min@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080002

华铭智能

受益城轨大发展, 技术创新与外延扩张中求变

公司原有主业是 AFC 设备供应商, 但目前公司有几大变化: 产品领域, 从传统的纸质和硬币售票机、闸机等产品升级到微信支付宝银行卡等功能的交通卡旅游卡充值机; 业务范围方面, 公司已将 AFC 业务从上海拓展到中西部地区更多一二线城市; 第三, 公司也在软硬件等环节做外延扩张。未来公司将在变革中求发展, 目前市值 46 亿元, 值得重点关注, 首次给予买入评级, 目标价格 41.00 元。

支撑评级的要点

- **在手订单大幅增长。**据公司中报显示, 2016 年 6 月底在手订单 7 亿元, 去年同期仅 4 亿元, 在手订单同比增长了 75%。有轨电车等新领域和贵阳等市场开拓带来的业务增量明显。
- **受益城轨大发展。**“十二五”以来, 国内轨交迎来大发展, 高铁、地铁、有轨电车等相继成为投资热点, “十三五”将是城轨领域的集中释放期, 全国多数一二线城市将扩建地铁线路, AFC 等自动化设备、地铁站内售货机等迎来爆发性增长。
- **产品创新升级进行中。**从地铁站调研看, 尽管购票和充值已从过去的票务员售票习惯为自动售票/充值机, 但今后还将有更多新型的购票充值和进站模式, 微信支付宝信用卡等多类型的购票和充值服务也有望成为主流。华铭智能的交通卡旅游卡充值机已经在上海的陆家嘴等站点服务。
- **外延并购中求变。**从过去 1 年的公告信息看, 公司正在积极改变过去单纯依赖于纸币、硬币的自动售票机的传统业务模式, 尝试注入网络技术等新软硬件技术, 公司通过外延扩张谋求发展值得期待。

评级面临的主要风险

- 市场竞争风险、技术创新升级不及时等。

估值

- 公司目前市值 46 亿元, 预期今年净利润在 0.5 亿元, 静态 PE 估值较高, 但公司基本面在发生变化, 在手订单同比高增长将拉动业绩好转, 外延扩张谋求发展值得期待, 建议重点关注。我们给予其**买入**的首次评级, 目标价格 41.00 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	182	187	251	371	515
变动(%)	15	3	34	48	39
净利润(人民币 百万)	52	42	64	95	127
全面摊薄每股收益(人民币)	1.003	0.307	0.466	0.691	0.925
变动(%)	(24.7)	(69.4)	51.6	48.3	33.9
全面摊薄市盈率(倍)	32.8	107.0	70.6	47.6	35.6
价格/每股现金流量(倍)	45.4	(169.7)	66.4	(53.0)	58.0
每股现金流量(人民币)	0.72	(0.19)	0.50	(0.62)	0.57
企业价值/息税折旧前利润(倍)	83.4	101.6	69.3	44.1	29.4
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.140	0.207	0.278
股息率(%)	n.a.	n.a.	0.4	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

国内地铁 AFC 终端设备领先企业	3
受益城轨大发展，AFC 行业增速再添新动力	6
产品创新升级进行中	14
外延扩张.....	15
研究报告中所提及的有关上市公司.....	17

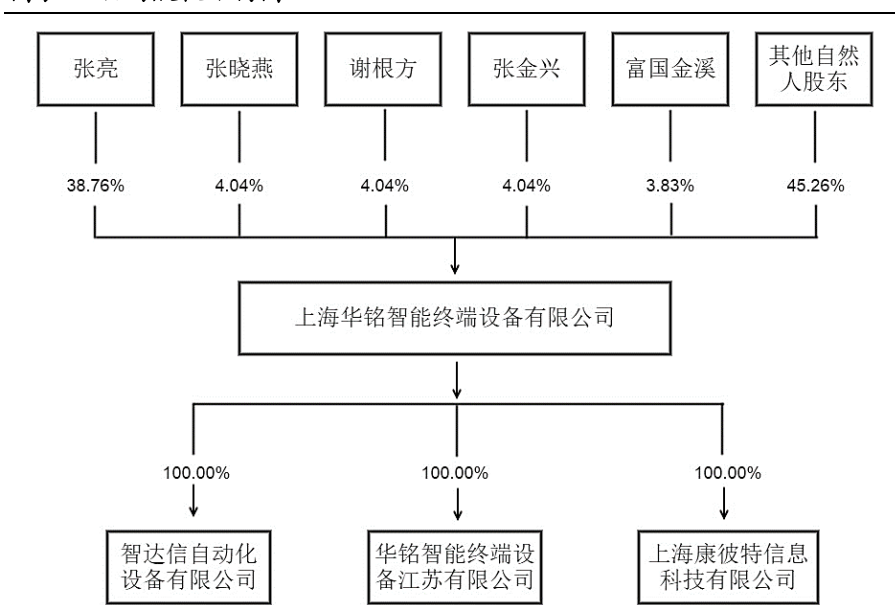
国内地铁 AFC 终端设备领先企业

公司是专业从事城市轨道交通、快速公交(BRT)等各个领域的自动售检票系统(AFC)终端设备的自主研发、制造与销售，以及场馆、景点票务与门禁系统的系统集成、设备供货与技术服务，是上海市高新技术企业。公司的产品不仅供应在上海、北京、广州、天津、西安、沈阳等国内城市的轨道交通售检票系统，还成功销往印度、马来西亚、阿根廷、台湾、华盛顿等地区和国家。除轨道交通领域外，公司还向包括北京大学等上百所大学图书馆供货门禁系统和闸机。此外，公司也向上海世博会、上海迪士尼、杭州休博园等几十个旅游景点提供票务系统和系统设备，以及向上海期货交易所、交通银行上海总部等几十幢写字楼提供高档门禁系统闸机等设备。

公司控股股东、兼董事长为实际控制人

公司唯一持股 5%以上的股东为董事长兼总经理张亮，持有股份 5,339.04 万股，占公司总股本 38.76%。公司其余股东为张晓燕，谢根方，张金兴，浙江富国金溪创等。其中，张金兴为张亮的叔叔，张晓燕为张亮曾祖父的曾外孙女，除此之外其他主要股东之间不存在股权或亲属等关联关系。

图表 1. 公司股权结构图












资料来源：公司 2016 年半年度报告、中银证券

公司业务：AFC 终端设备为历年主营产品

公司主要产品为 AFC 终端设备，主要包括自动售票机与自动检票机，最近三年来均占公司营业收入的 86%以上。其他产品包括自助查询机、自动补票机、票房售票机、编码分拣机等多种系列，并十多年来已先后研发出各种制式自动售检票系统设备的核心模块 20 多种，包括各种阻挡模块、薄型票卡发售模块与回收模块、Token（筹码）型票卡发售模块与回收模块、硬币处理与循环找零模块等部件，已获得国家多项发明专利授权及软件著作权登记，并大量产业化应用到全国多做城市的 20 多条城市轨道交通线路，海外业务则已拓展到印度、马来西亚和菲律宾等国家的 10 多个地铁项目。

图表 2. 公司主要产品介绍

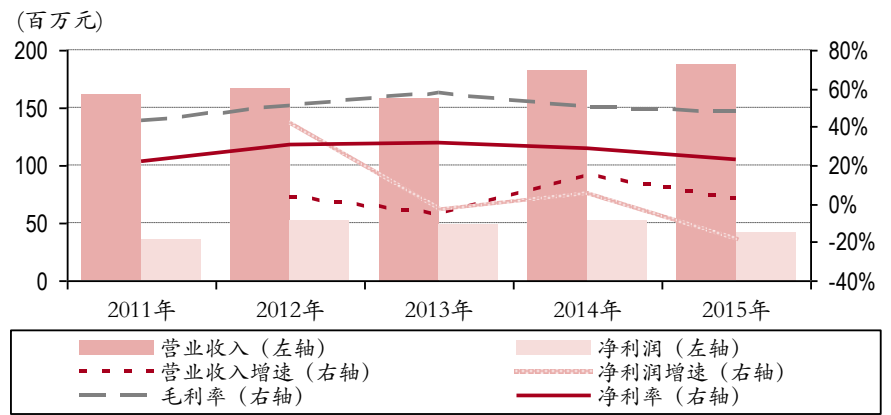
轨道交通类	自动售票机	宽通道扇门检票机	标准通道扇门检票机	三杆式自动检票机	人工售票机
设备图示					
应用领域	该产品安装在车站非付费区内, 用出售轨道交通非接触式IC卡单程票, 并可对储值票进行充值。	该产品安装在车站付费区与非付费区之间, 阻挡区与非付费区之间, 通道净宽一般为900mm, 为旅客提供快速通过服务。	该产品安装在车站付费区与非付费区之间, 阻挡区与非付费区之间, 通道净宽一般为520-550mm, 为旅客提供快速通过服务。	该产品安装在车站付费区与非付费区之间, 阻挡区与非付费区之间, 通道净宽一般为550mm, 为旅客提供快速通过服务。	该产品设于车站售票室或票亭, 根据位置不同而设置为不同操作类型, 使设备具有售票、补票和售补票功能。
场馆景区类	剪式闸机	三杆式闸机	简易式三杆闸机	拍打门式闸机	
设备图示					
应用领域	该产品主要用在汽车站检票处, 安装有一维、二维条码阅读器和身份证阅读器。	该产品主要用在景区、景点入口处, 安装有条码读写器或指纹仪。	该产品主要用在景区、景点出口处, 安装有计数器。	该产品用于大学图书馆门禁系统, 安装有条码阅读器和IC卡读写器。	

资料来源: 公司官网、招股说明书、中银证券

近期斩获众多大订单，公司营收迎来新突破

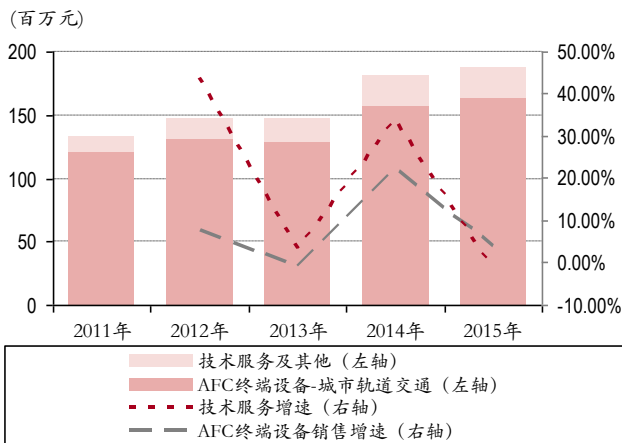
根据公司定期报告显示，公司于 2016 年上半年期间签订了众多大订单，合计订单总规模已超 1.91 亿元人民币，2016 年前三季度净利润同比增幅预计达 40%-50%，公司本年度的营收与利润有望迎来大幅度增长。在 2011 年-2015 年期间公司业绩增幅较小，营业收入与净利润的年均增长率分别为 3.04% 与 3.13%，但由于近期国内 AFC 终端设备行业需求的迅速增长以及公司在业内竞争力的稳步提升，公司在 2016 上半年内分别签订了松江有轨电车项目、郑州城郊地铁项目、贵阳地铁项目、以及上海轨道交通八号线三期项目等众多重大合同，累计总金额已达 1.91 亿人民币，并在 2016 年上半年度实现了净利润同比 23.49% 的大幅度增速，成功打破了多年来业绩低增长的局面。另外，截止到 2016 年 7 月份，公司已签订但未执行的储备合同总金额已达 7 亿元人民币，相比去年同期的 4 亿元人民币，增幅高达 75%；再加上公司在嘉善平湖新建的工厂有望在明年投入生产用以扩大公司的产能，以及解决公司当下供不应求的矛盾，公司未来的营业收入与净利润有望迎来迅速的增长。

图表 3. 公司历年收入



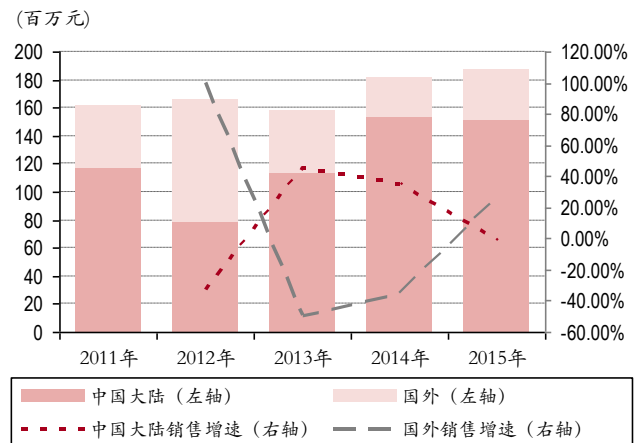
资料来源: 万得数据库、公司年报、中银证券

图表 4. 公司历年营业收入构成 (按产品分)



资料来源: 万得数据库、公司年报、中银证券

图表 5. 公司历年营业收入构成 (按地区分)



受益城轨大发展，AFC 行业增速再添新动力

AFC 系统最典型的应用为轨道交通行业，包括高铁、地铁及有轨电车等领域。其是融计算机技术、信息收集和处理技术、机械制造技术于一体的自动化售票、检票系统。按以往的惯例，AFC 系统在城市轨道交通的整个投资中占比约为 1%，其中 AFC 终端设备在 AFC 系统的总投资中占比约 60%，该类设备也是公司历年的主营产品。因此，城市轨道交通以及高铁的发展将会直接推动 AFC 终端设备市场规模的快速发展。

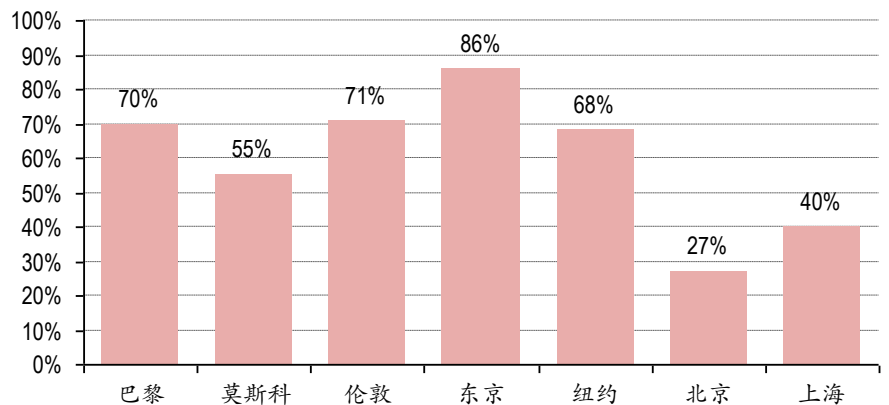
国内各领域轨道交通总规模稳步增长

我国近年来的轨道交通建设主要集中在城市轨道交通与高速铁路两大领域，并均呈现快速且稳定的增长。一方面，在全国城市化不断推进的大背景下，使得城市轨道交通呈现出高速发展；另一方面，随着国家政策的大力推进以及国内高铁技术的成熟，全国城市间的高速铁路也呈现出快速且稳定的增长。

地铁+有轨电车：国内城市轨道交通总投资额不断攀升

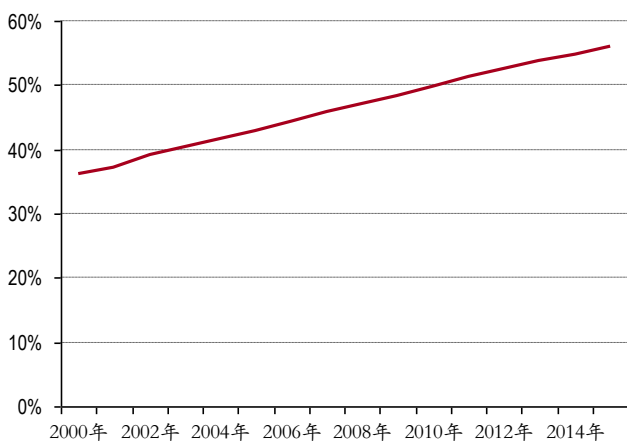
截止到 2015 年，我国城镇化率已达 56.1%，且仍在稳步增长，国内各大城市轨道交通总投资有望将继续攀升。根据国际经验表明，一个国家或地区的轨道交通建设程度与其城市化率高度相关，通常在城市化率超过 60% 的地区，城市轨道交通将进入高速发展期，用以解决大中城市交通拥堵问题，城市轨道交通建设投资额因此将会迅速增加。通过与国外发达城市的比较可以发现，即便是我国的发达城市北京和上海，轨道交通承运比例水平仍然较低，因此国内各大城市轨道交通的承运比例未来具有较大提升空间。且随着经济的快速发展，城市人口的急剧增加，国内各大城市公共轨道交通将迎来大规模的集中建设高峰，承运比例也将得到提高，我国城市轨道交通的国内市场空间在未来依然巨大。

图表 6. 2010 年全球部分城市轨道交通承运比例对比

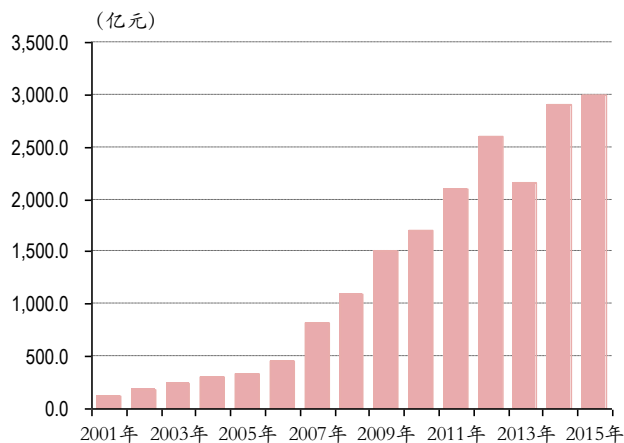


资料来源：各城市统计局、华泰联合证券研究所整理、中银证券

图表 7. 2000 年至 2015 年我国城镇化率



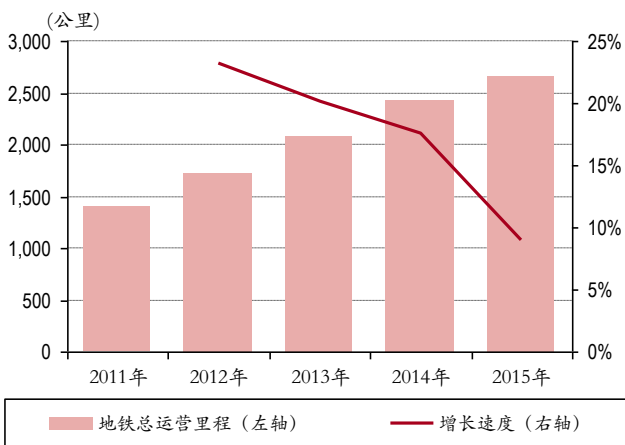
图表 8. 2001 年至 2012 年我国城市轨道交通投资额



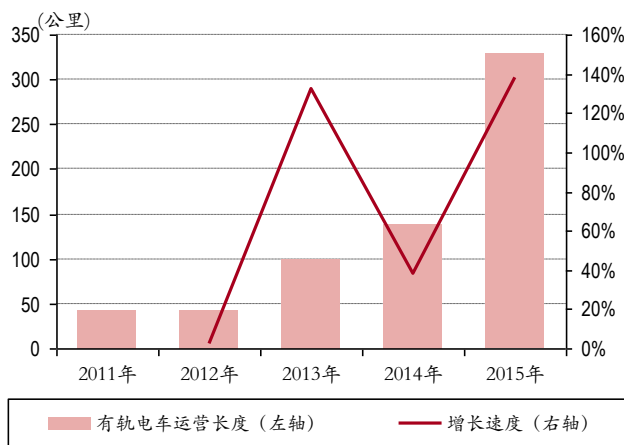
资料来源: OC&C、中国城市轨道交通协会、国家发改委《2012-2013 年中国城市轨道交通发展报告》、中银证券

近年来,我国城市轨道交通投资额快速攀升,其中地铁占据大部分的投资额,同时,有轨电车则在近年增速尤为显著。从上图可以看出,2001 年以来,我国城市轨道交通投资额不断增长,2006 年以后投资增幅进一步加大,截至 2015 年,投资总额从 2001 年约 120 亿元增加到 3,000 亿元,年复合增长率达 25.85%,增长迅速。国家在 2010 年到 2015 年期间累计在城市轨道交通领域投资超过 1.45 万亿元,其中全国地铁的累计总投资已超过 1.16 万亿元,占据城市轨道交通的绝大多数投资额,并对应地铁 AFC 终端设备总投资达 68 亿元。截止到 2015 年年底,全国地铁线路的运营总里程更是突破了 2,658 公里,近四年的年复合增长达 17.36%。预计“十三五”期间,全国将有 40 个左右的城市建设地铁,总规划的城市轨道交通总里程将达到 6,000 公里,是 2015 年运营总里程的 1.66 倍,预计未来 5 年内总里程的年复合增长率为 10.67%。

图表 9. 2011 年至 2015 年我国地铁运营总里程数



图表 10. 我国有轨电车运营总长度



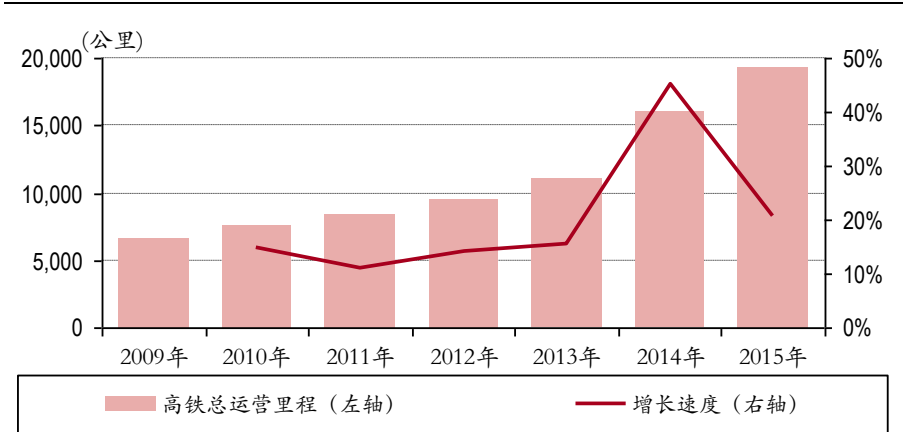
资料来源: 中国产业信息网、中国城市轨道交通协会、中银证券

值得关注的是，全国有轨电车运营总里程在 2015 年增速超过 130%，且占城市轨道交通里程比例持续上升，2014 年超过 4%，2015 年已经超过 5.5%。随着国家近年出台多项政策，着力建设多层次、清洁公共交通等方针，有轨电车依托其相对地铁与轻轨相比更低廉的投资成本与良好的载客能力，已出现在全国众多城市的轨道交通未来规划中。截止至 2015 年，全国已有包括北京、上海、广州、南京、苏州等在内的 8 座城市已经运营有轨电车，总运营里程超过 324 公里。根据中国轨道交通杂志的不完全统计，我国已开始规划建设有轨电车的城市多达 19 座，全国规划加策划中的有轨电车总长度预计达 3,211 公里，并对应的 AFC 终端设备总投资预计达 65 亿元，潜力巨大。由于未来城市有轨电车的前景十分广阔，所以我们预计 2016 年、2017 年、2018 年将是各地有轨电车开通运营的密集期，且未来五年有轨电车开通运营里程持续高速增长是大概率事件，并也将会带动相对应的 AFC 终端设备需求的大幅增长。

高速铁路：落实八纵八横，未来高铁投资有望进一步扩大

根据国家发改委相关规划，全国高铁网的总里程有望在 2015 年的基础上更进一步增长，预计在 2020 年达 3 万公里，为 2015 年年底已运营总里程的 1.58 倍。2013 年到 2015 年间，我国的高速铁路总运营里程已由 1.1 万公里增加至 1.9 万公里，从占世界高铁总运营里程的 30% 增长至 60%。按照 2016 年 6 月底国家发改委、中国铁路总公司等有关机构联合发布的《中长期铁路网规划》，我国未来高速铁路网将在现有的“四纵四横”为基础，将继续将之打造成“八纵八横”的未来格局。根据国家相关规划，我国到 2020 年将要建成高铁总计 3 万公里，并预计在 2030 年实现相关剩余规划后，全国高铁网将贯穿京津至长三角、珠三角；连接西部与中东部，届时我国高铁总里程将达到 5 万公里，为 2015 年已运营总里程的 2.63 倍。

图表 11. 2008 年-2015 年我国高速铁路运营总里程数



资料来源：中国铁道年鉴、中国铁路总公司计划统计部、中银证券

根据水清木华研究中心的数据显示，2010 年与 2011 年国内新建高铁所对应的 AFC 终端设备市场规模保守估计分别为 2.98 亿元与 3.54 亿元，并在 2015 年期间，全国新建高铁相对应的 AFC 终端设备市场规模保守估计已超过 8.21 亿元。在未来的 5 年内，国内高铁新建里程都将在此基础上进一步增长，随着国内高铁的健康快速的发展，高铁 AFC 终端设备市场容量将呈增长态势。同时，中国周边东南亚、南亚、中亚地区及中东地区的高铁也已经开始进入发展期，海外高铁 AFC 市场也同时孕育着比较大的潜在机会。

2、AFC 产业链及市场格局

从 AFC 行业的产业链来看，其上游行业为不锈钢材料、工控机及电子元器件、机电设备及零部件及专业功能模块加工制造业等，下游行业主要是城市轨道交通、高铁、BRT、有轨电车、大型公共场馆、写字楼门禁、旅游景区等行业，直接客户一般为 AFC 行业系统集成商。

图表 12. AFC 终端设备产业链



资料来源：招股说明书、中银证券

从 AFC 行业的参与主体来看，参与者主要由系统集成商、终端设备供应商和专业模块供应商等三类企业组成。部分系统集成商也参与终端设备的制造，轨道交通 AFC 行业的市场竞争也相应分为系统集成、硬件设备、模块三个层面。其中，在国内城轨 AFC 行业的作业过程中，由于大多终端设备制造商没有相应的资质进行 AFC 项目的投标，所以本土以及外资系统集成商如普天邮通、佳都、华虹、三星数据等大多都会利用他们能参与投标的资质与终端设备制造商进行合作，并共同开发 AFC 领域的市场。

图表 13. 我国城市轨道交通 AFC 行业的基本作业格局



资料来源：招股说明书、中银证券

集成商

系统集成商一般具备软件编写、后台清算等集成能力，部分还具有终端设备的制造能力，拥有较强的谈判能力，是大多数项目的总包方。在系统集成领域，国内市场份额主要集中在为数不多的国内系统集成商及数家具有外资背景的系统集成商手中，国内系统集成商包括方正国际、上海华腾、高新现代、中国软件、华虹计通、上海普天，具有外资背景的系统集成商包括三星数据、英德拉、泰雷兹等厂商。

设备供应商

终端设备供应商一般从系统集成商处获得设备分包合同，或者和系统集成商组成投标集团，共同参与投标。目前国内 AFC 终端设备供应商的总体规模不大，许多企业仅能生产门禁闸机，真正的 AFC 终端设备制造商不仅要具备售票、检票等终端设备的硬件加工能力，更需拥有核心控制软件、核心模块的开发设计及制造能力，所供产品的质量及其可靠性还应在轨道交通等重要应用领域中经过不断反复的验证。目前国内能够满足这些要求的 AFC 终端设备供应商为数不多，主要包括华铭智能、广电运通、上海普天等。这些 AFC 终端设备制造商经过多年发展，综合竞争能力不断提升，业主认可程度较高。此外，部分系统集成商如华虹计通等也对外提供终端设备，但是目前部分整机、部件和模块生产以外包为主。

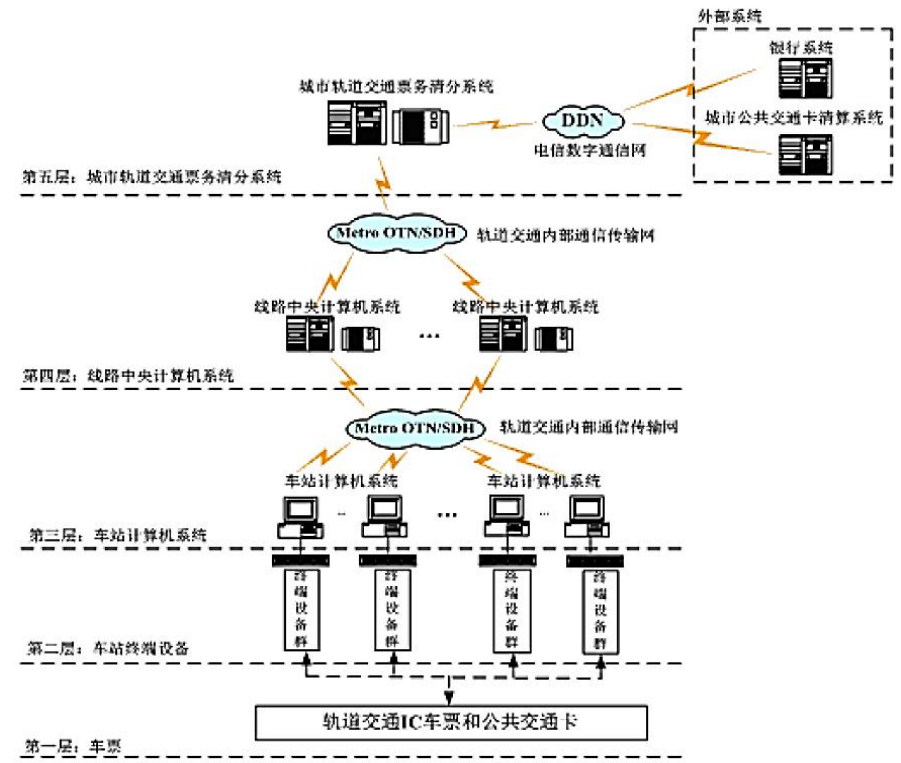
功能模块

模块提供商的竞争主要涉及个别核心模块的生产制造，集中在自动售票机的纸币识别模块和自动检票机的扇门阻挡模块两个领域。纸币识别模块主要有 G&D 的 BIM2020 和 MEI 的 BNA541，两种产品各有优势，价格接近。国内广电运通已自主研发生产出了 BA-15 钞票识别模块，正处于积极推广之中。在自动检票机的扇门阻挡模块领域，主要有固力保和 MA 两家。目前华铭智能自行研发生产的扇门阻挡模块已在国内及海外多个项目中批量使用。在中国高铁 AFC 市场领域，近年来，主要集成商有易程股份和中国铁道科学研究院。华铭智能除了在城市轨道交通 AFC 终端设备方面处于国内第一梯队，也是 AFC 终端设备在 BRT 等领域的运行的早期开拓者。

3、AFC 行业大发展+自身竞争优势：公司业绩可期

公司所处行业中的位置

公司目前的主营业务为 AFC 终端设备，为 AFC 行业中的终端设备的制造商。公司产品的定位为国内城市轨道交通 AFC 系统中的第二个层级，即 AFC 车站终端设备的研发、生产、销售与服务，其价值占整个 AFC 系统的 60%左右，在 AFC 系统中的地位和作用都十分重要。

图表 14. 轨道交通 AFC 系统总体架构示意图


资料来源：招股说明书、中银证券

图表 15. 轨道交通 AFC 系统各层次具体定义及功能

层次结构	层次名称	功能及定义
第一层	车票	车票是乘客所持的车费支付媒介。
第二层	车站终端设备	车站终端设备是安装在各车站的站厅，直接为乘客提供售检票服务的设备。
第三层	车站计算机系统	其主要功能是对第二层车站终端设备进行状态监控，以及收集本站产生的交易和审计数据。
第四层	线路计算机系统	其主要功能是收集本线路AFC系统产生的交易和审计数据，并将此数据传送给城市轨道交通清分系统，并与其对帐。
第五层	清分系统	其主要功能是统一城市轨道交通AFC系统内部的各种运行参数，收集城市轨道交通AFC系统产生的交易和审计数据并进行数据清分和对帐，同时负责连接城市轨道交通AFC系统和城市一卡通清分系统。

资料来源：招股说明书、中银证券

公司的竞争优势

研发及核心技术优势。公司长期以来注重培育自身的研发力量，公司的研发团队主要由研发部和工程部组成，截至2013年12月31日，公司拥有各类专业研发技术人员84名。公司研发部承担核心模块和新产品研发的主要工作，具有相应的结构设计、工艺设计、控制电路板设计和控制软件开发等综合能力，是公司的核心部门。十多年来公司已先后自主研发出几十种不同制式的AFC终端设备核心模块和终端产品，包括三杆式阻挡模块、扇门阻挡模块、方卡发送模块与回收模块、Token发送模块与回收模块、硬币处理模块等。截至目前，公司已取得16项发明专利，13项实用新型专利，11项外观设计专利和30项软件著作权，覆盖各种类型的AFC终端设备和核心模块。公司是《城市轨道交通自动售检票系统技术条件（GB/T20907-2007）》的起草单位之一，公司实际控制人张亮先生为此技术条件的主要起草人之一。公司于2008年被认定为高新技术企业，并于2011年通过复审。

专业化优势。AFC 终端设备是集计算机技术、网络技术、自动控制技术、非接触式 IC 卡技术、机电一体化技术、传感技术、机械制造技术等多门技术于一体的复杂系统，对整体设计、模块制造和设备管理水平等方面要求较高，需要较强的综合技术融合运用能力与长时间的专业化积累。由于公司自 2001 年起，就定位于 AFC 终端设备的研发、生产、销售与服务，并一直专注于这一领域的专业化发展。多年的专业化经营为公司在制造工艺、人才团队、研发成果、客户资源等方面积累了许多宝贵经验，也有利于与各系统集成商合作关系的促进与强化。

先发优势。城市轨道交通等公共交通系统的业主，特别强调所应用 AFC 终端设备的安全与稳定性，所以设备供应商的过往业绩、行业经验以及品牌知名度等要素变得尤为重要。另一方面，由于 AFC 终端设备基本上属于定制个性化产品，生产周期较长，且对行业新入企业来说，前期整体投资很大，加之早期企业的市场认可度较低等原因，存在业务短期难以突破的风险。因此，行业主导企业的先发优势较为明显。公司前身成立于 2001 年，是国内 AFC 行业的早期开拓者之一，已具有超过 10 年的行业经验。作为 AFC 终端设备制造商，公司是国内承接项目数量最多的企业之一，因此，公司在 AFC 终端设备行业先发优势较为明显，有利于公司市场份额的扩大，及市场地位的进一步提高。

生产工艺优势。AFC 终端设备的技术含量与附加值，主要体现在各核心模块的开发设计和加工制造上，且对精度要求高。公司拥有行业内先进的钣金加工设备、高水准的生产技术工艺，包括核心模块及外壳的制作工艺。并拥有各种先进的激光切割机、数控折弯机、数控冲床等精密钣金加工设备，保障了核心模块结构件加工处理的稳定性和可靠性，对于控制生产成本、保障产品质量、提高产品附加值、保证产品外观品质发挥了重要作用。

市场开拓能力优势。截至目前，公司所承接的轨道交通 AFC 终端设备业务遍及国内多个城市，公司还积极拓展国际市场，抓住东南亚、南亚区域城市轨道交通快速发展的良好机遇，将产品打入印度和马来西亚市场，在国内企业中较早实现了 AFC 终端设备整线整机出口，表现出很强的市场开拓能力。

图表 16. 公司已承接的 AFC 业务及涉及的线路

城市/国家	公司已承接的 AFC 终端设备业务所涉及的轨道交通线路
北京	十号线、大兴线
上海	磁悬浮、一号线、二号线、七号线、九号线、十一号线、十三号线、十六号线、二十二号线（金山支线）、迪士尼项目
广州	一号线、二号线、三号线、五号线、广佛线、珠江集运线
国内其他城市	天津一号及二号线、沈阳二号线、西安二号线、重庆六号线、无锡一号线、郑州一号线、澳门轻轨线、宁波二号线、台湾 R24 线
印度	德里地铁线、加尔各答地铁线、孟买地铁线、班加罗尔地铁线、斋普尔
马来西亚	Ampang Line、Kalana Jaya Line、Monorail、机场线

资料来源：招股说明书、中银证券

公司还成功将产品拓展至 BRT 及汽车站领域，产品进入厦门、济南、乌鲁木齐、柳州、舟山、连云港等地 BRT 以及上海、无锡、西安、贵港、南宁等地长途汽车站，成为国内其他公共交通领域 AFC 终端设备市场的早期开拓者，展现出很强的市场把握能力。

行业竞争格局分析

由于公司是 AFC 终端设备的制造商，所以其主要竞争对手为国内外其他 AFC 终端设备制造商，如广电运通，华虹计通，上海普天、美国 CUBIC、美国 MOTOROLA、以及韩国三星等。其中，美国 CUBIC 因其 AFC 终端设备的单价过于昂贵，其除了仅在初期承接广州地铁 1 号线、以及上海地铁 1、2 号线的 AFC 系统外，现已基本退出亚洲市场。美国 MOTOROLA 也被韩国三星所收购，并考虑到三星在未来执行完中国的现有在手订单后将计划退出中国 AFC 系统行业，因此公司在未来将会以国内的竞争对手为主。根据定期公告显示，国内 AFC 终端设备行业在未来将会更多小型制造商的退出，行业的集中度将会越来越高，竞争也会越来越小。由于公司已在 AFC 终端设备领域耕耘多年，已经具备规模化生产来降低成本以及良好的市场开拓能力等多个领域的竞争优势，公司在当下的国内的市场中已具有越来越强的竞争力。这一点，在同行竞争者的盈利能力对比中也得到了证明，公司在其他部分竞争者开始亏损的情况下，依旧保持了领先的毛利率与净利率，侧面也反映出了公司产品强有力的市场竞争力。

图表 17. 竞争对手数据对比 (亿元)

公司 代码	华铭智能 300462.SZ	广电运通 002152.SZ	上海普天 600680.SH	华虹计通 300330.SZ
主营业务	AFC 终端设备及相关维护	ATM/VTM 设备、AFC 终端设备、通信设备、以及 AFC 终端设备系统开发、AFC 终端设备、软件开发等	设备	AFC 终端设备
主要成品	三杆式检票机、扇门检票机、自动售票机等	远程指挥银行清分机、银行自动柜员机、高铁自动检票机等	有线、无线基站，全、半自动售票机，充电桩等。	接触式 IC 卡自动收费系统，城市交通卡自动收费，物流管理等
2015 年	营业收入 1.87 净利润 0.42 毛利率 (%) 48.54 净利率 (%) 22.64	39.73 9.18 50.09 22.30	9.67 (0.30) 13.34 (7.86)	2.12 0.12 12.52 (6.42)
2014 年	营业收入 1.82 净利润 0.52 毛利率 (%) 50.31 净利率 (%) 28.55	31.52 8.17 52.19 23.10	17.87 0.09 14.69 (0.55)	1.45 0.07 19.01 0.83

资料来源：公司官网、万得数据库、中银证券

截止到 2016 年中，公司目前已在国内的上海、广州、天津等城市的市场占有率均超过 60%，全国城市轨道交通的 AFC 终端设备市场占有率预计超过 20%，为国内 AFC 终端设备的龙头制造商之一。因此，结合公司在行业里的竞争力、近期签订合同总金额的大幅增长、公司设备产能的不断提升、以及 AFC 下游行业规模的不断增长，预计公司的业绩将在 2016 年及以后会迎来较大幅度增长，收益可期。

产品创新升级进行中

新型支付功能的变化，也是华铭智能新产品创新的落脚点之一。传统的自动售票机和充值机以纸币、硬币为主，但现在已经兴起了银行卡、信用卡、二维码等新的支付方式。公司的银行卡、二维码设备已经在上海、深圳等各地地铁站使用、试用等。

图表 18. 陆家嘴地铁站内华铭智能闸机



资料来源：中银证券

图表 19. 杨树浦地铁站内华铭智能银行卡充值机



外延扩张

公司曾经停牌，尝试拟以现金或者发行股份并支付现金相结合的方式收购标的公司 51% 的股权。标的公司主营业务为柔性线路板生产和贴片加工。交易金额 5-6 亿元。但由于在交易价格和估值方面的分歧未能达成交易。

然而，公司已经在董事长的发展思路，迈出了外延并购发展新兴产业的第一步，公司有望沿着现有智能装备、智慧生活、大数据的思路，继续寻求外延并购的发展机遇。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	182	187	251	371	515
销售成本	(91)	(97)	(138)	(198)	(275)
经营费用	(38)	(48)	(52)	(75)	(93)
息税折旧前利润	53	42	61	99	148
折旧及摊销	(3)	(3)	(3)	(3)	(12)
经营利润(息税前利润)	50	38	57	95	136
净利息收入/(费用)	0	1	7	6	3
其他收益/(损失)	11	11	11	11	11
税前利润	60	50	76	112	150
所得税	(9)	(8)	(11)	(17)	(22)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	52	42	64	95	127
核心净利润	53	43	65	96	128
每股收益(人民币)	1.003	0.307	0.466	0.691	0.925
核心每股收益(人民币)	1.020	0.313	0.472	0.697	0.931
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.140	0.207	0.278
收入增长(%)	15	3	34	48	39
息税前利润增长(%)	(1)	(23)	50	66	43
息税折旧前利润增长(%)	(1)	(21)	46	63	50
每股收益增长(%)	(25)	(69)	52	48	34
核心每股收益增长(%)	(25)	(69)	51	48	34

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	60	50	76	112	150
折旧与摊销	3	3	3	3	12
净利息费用	(0)	(1)	(7)	(6)	(3)
运营资本变动	(24)	(48)	102	(103)	104
税金	(9)	(8)	(11)	(17)	(22)
其他经营现金流	7	(23)	(94)	(76)	(163)
经营活动产生的现金流	37	(27)	68	(85)	78
购买固定资产净值	(0)	(3)	39	49	49
投资减少/增加	5	5	5	5	5
其他投资现金流	68	(14)	(76)	(98)	(98)
投资活动产生的现金流	72	(11)	(32)	(44)	(44)
净增权益	0	0	(19)	(29)	(38)
净增债务	0	0	0	6	72
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(20)	187	(48)	(97)	(218)
融资活动产生的现金流	(20)	214	(14)	(17)	38
现金变动	89	176	23	(146)	72
期初现金	43	133	309	331	185
公司自由现金流	109	(38)	37	(129)	34
权益自由现金流	109	(39)	29	(129)	104

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	133	309	331	185	258
应收帐款	111	172	163	333	381
库存	122	157	245	316	473
其他流动资产	3	10	6	16	17
流动资产总计	369	648	745	850	1,128
固定资产	20	17	45	81	109
无形资产	6	4	11	20	29
其他长期资产	5	17	17	17	17
长期资产总计	31	37	73	118	155
总资产	400	689	819	970	1,285
应付帐款	40	62	58	118	138
短期债务	0	0	0	6	40
其他流动负债	103	115	207	225	358
流动负债总计	143	177	265	348	536
长期借款	0	0	0	0	38
其他长期负债	8	8	8	8	8
股本	52	138	138	138	138
储备	197	366	409	476	566
股东权益	249	504	547	614	703
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	400	689	819	970	1,285
每股帐面价值(人民币)	4.82	3.66	3.97	4.45	5.11
每股有形资产(人民币)	4.69	3.63	3.89	4.31	4.89
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.57)	(2.24)	(2.40)	(1.30)	(1.30)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	29.1	22.2	24.1	26.6	28.7
息税前利润率(%)	27.3	20.5	22.8	25.7	26.4
税前利润率(%)	33.3	26.7	30.0	30.2	29.1
净利率(%)	28.5	22.6	25.5	25.7	24.7
流动性					
流动比率(倍)	2.6	3.7	2.8	2.4	2.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	2.8	1.9	1.5	1.2
估值					
市盈率(倍)	32.8	107.0	70.6	47.6	35.6
核心业务市盈率(倍)	32.3	105.1	69.7	47.2	35.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	40.2	130.9	86.9	58.8	44.0
市净率(倍)	6.8	9.0	8.3	7.4	6.4
价格/现金流(倍)	45.4	(169.7)	66.4	(53.0)	58.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	83.4	101.6	69.3	44.1	29.4
周转率					
存货周转天数	498.4	524.0	530.6	517.8	524.1
应收帐款周转天数	217.3	275.8	243.1	243.9	252.8
应付帐款周转天数	68.6	99.4	86.6	86.3	90.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	22.2	11.2	12.2	16.4	19.4
资产收益率(%)	10.9	6.0	6.5	9.0	10.3
已运用资本收益率(%)	5.6	2.8	3.1	4.1	4.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

广电运通 (002152.CH/人民币 13.92, 未有评级)

上海普天 (600680.CH/人民币 30.07, 未有评级)

华虹计通 (300330.CH/人民币 17.38, 未有评级)

以 2016 年 12 月 12 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371