

佳讯飞鸿 (300213)

公司研究/动态报告

业绩增长平稳，内生外延两翼发展

动态研究报告/国防军工

2017 年 03 月 22 日

报告摘要:

一、事件概述

近期佳讯飞鸿发布年报，2016 年实现营业收入 10.48 亿元，同比增长 3.54%；归属上市公司股东净利 1.03 亿元，同比增长 24.45%；基本每股收益 0.39 元，同比增长 21.88%。

二、分析与判断

➤ 业绩增长平稳，内生外延两翼发展

公司围绕打造“智慧指挥调度产业链”目标，内生外延两翼发展。

重点领域增长平稳：交通行业占比 61.55%，营收同比增长 1.91%，毛利率 32.98%，同比增长 2.50%；政府行业占比 21.31%，营收同比增长 11.30%，毛利率 35.73%，同比增长 8.81%；国防行业占比 7.38%，营收同比增长 6.33%。

业绩增长主因：①**行业景气。**国家铁路和城市轨交快速发展，“军民融合”和“一带一路”战略全面实施，挖潜国内市场的同时积极拓展海外。②**管理提升。**强化内部资源调配和协同发展，公司集团化运营管控能力提升。③**完善产业链。**收购子公司济南天龙剩余少数股权和六捷科技 30% 股权，进一步完善公司的产业链，增加利润增长点。

➤ 战略规划清晰，构筑“智慧指挥调度全产业链”

公司战略布局智慧指挥调度全产业链。①**前端感知：**注资通用机器人，增资臻迪科技，利用其领先的无人系统、智能感知技术提升数据挖掘能力。②**中间网络传输：**完成定增 LTE 宽带无线指挥调度系统，加码中端传输网络。③**后端决策、分析：**成立大数据子公司飞鸿云际（持有 24.35% 股权）布局数据服务产业链；与北京交通大学合作成立“轨道交通大数据实验室”，探索无线技术、大数据应用在轨道交通领域应用模式。

深入行业应用领域，驱动战略布局落地。2012 年开始收购济南天龙股权，进入铁路信号控制领域；2014 年并购航通智能，有效拓展海关市场；2017 年 2 月启动收购六捷科技 55.13% 股权（此前持有 30%），强化智能化运维服务业务，完善上市公司产业链。

➤ 海关领域项目中标，公司将迎发展契机

子公司航通智能行业优势明显。航通智能在多个新产品领域及空白关区取得实质性突破，形成了物流监控类、辅助管理类、数据应用类三大系统应用布局。

重点项目持续推进。承接了深圳海关“二建四改”关键项目相关系统以及海关总署物流链可视化项目等五个“金关二期”项目。2016 年，公司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（金额 7460.53 万元），标志公司在海关特殊监管区域信息化建设方面迈出坚实一步。随着各类海关特殊监管区域整合升级为综保区，公司将迎发展契机。

➤ 参与重大航天项目，军品潜在空间巨大

公司已经通过国标及国军标质量体系认证，具备完善的军工从业资质。为国防领域提供智慧指挥调度综合解决方案，涉及防空部队训练、军事演习、武器装备鉴定、科研院所防空武器装备研制试验等各个领域。产品参与长征七号、神舟十一等重大项目，再次验证公司技术实力。随着我军国防信息化建设的推进以及军用指挥控制

强烈推荐

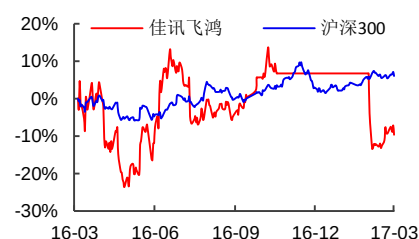
维持评级

合理估值： 27—28 元

交易数据 **2017-3-21**

收盘价（元）	23.64
近 12 个月最高/最低（元）	29.79/20.04
总股本（百万股）	287
流通股本（百万股）	156
流通股比例（%）	54.40
总市值（亿元）	68
流通市值（亿元）	37

该股与沪深 300 走势比较



分析师：朱金岩

执业证号： S0100515030001

电话： (010)85127532

邮箱： zhujinyan@mszq.com

研究助理：陈龙

执业证号： S0100115090038

电话： (010)85127513

邮箱： chenlong_yjy@mszq.com

研究助理：李建伟

执业证号： S0100116070041

电话： (010)85127513

邮箱： lijianwei@mszq.com

相关研究

1. 佳讯飞鸿 (300213) 简评报告：订单签订及执行情况良好，业绩稳步增长

的构建,预计2018年我国军用信息系统支出约1440亿(中国产业信息网测算),公司军品业务潜在空间巨大。

➤ 深耕交通行业,分享铁路、轨交建设红利

公司在铁路及轨交指挥调度领域深耕多年,主要产品占据了国内半数以上的市场份额,海外铁路建设项目中也拥有绝对的市场优势。**十三五期间,我国铁路、轨交建设继续保持较快发展,公司将迎发展机遇。**

铁路业务挖潜空间大。行业方面,到2025年,我国铁路网规模将达到17.5万公里左右(其中高铁3.8万公里),较2016年末(12.4万公里)增加41.13%。**公司方面,**“FH2000铁路周界安全防范系统”获得北京铁路局颁发的“科技进步一等奖”,子公司济南天龙的转辙机缺口监测系列产品优势明显,已在全国18个铁路局实现了全覆盖,铁路道岔自动加油系统和接触网温度在线监测系统(已在部分铁路局使用)填补国内空白,市场潜力大。

轨交领域技术实力领先。行业方面,据《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》,2016-2018年城市轨道交通将重点推进103个项目,新建城市轨道交通2,000公里以上,涉及投资约1.6万亿元。**公司方面,**首个国家级重大科技创新基地“先进轨道交通智慧指挥调度技术国家地方联合工程实验室”获发改委批复,实验室的建设将全面提升公司研发技术及产品竞争力,助推我国轨道交通发展的智慧化全面转型。

海外市场逐步打开。随着“一带一路”战略推进,公司大力拓展海外市场,截止2016年末,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(2016年实施7个),共计353个车站。

三、盈利预测与投资建议

我们持续看好公司在指挥调度系统乃至整个工业互联网领域发展,预计公司2017-2019年EPS分别为0.52、0.62和0.67元,对应目前股价的PE分别为46、38和35倍,维持强烈推荐评级。

四、风险提示

业务整合不及预期;行业增速不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,048	1,235	1,418	1,617
增长率(%)	3.5%	17.8%	14.8%	14.1%
归属母公司股东净利润(百万元)	103	148	177	193
增长率(%)	24.5%	43.5%	19.7%	8.7%
每股收益(元)	0.39	0.52	0.62	0.67
PE(现价)	60.9	46.0	38.4	35.3
PB	4.2	3.9	3.6	3.2

资料来源:公司公告、民生证券研究院

目录

一、内生外延两翼发展，业绩平稳增长	4
(一) 业绩平稳增长	4
(二) 内生外延驱动业绩增长	4
(三) 研发力度不断加大	5
二、2016 年四季度营收小幅增长，毛利率有所改善	5
(一) 营收增长快于成本	5
(二) 全年毛利水平小幅上扬	6
三、2016 年四季度费用率增长 7 个百分点，现金流良好	6
(一) 四季度三项费用率增长 7 个百分点	7
(二) 四季度现金流量较好	7
四、催化剂	8
五、风险提示	8

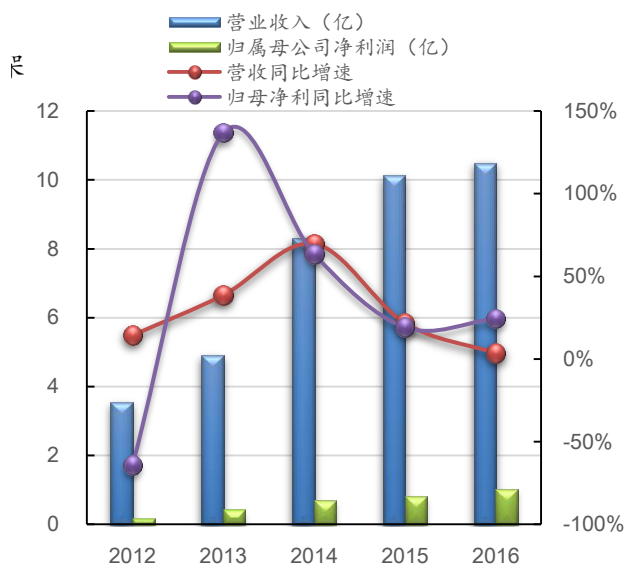
一、内生外延两翼发展，业绩平稳增长

(一) 业绩平稳增长

佳讯飞鸿发布年报，2016 年实现营收 10.48 亿元，同比增长 3.54%；归属上市公司股东净利润 1.03 亿元，同比增长 24.45%；基本每股收益 0.39 元，较上年同期增长 21.88%。

图 1：2016 业绩平稳增长

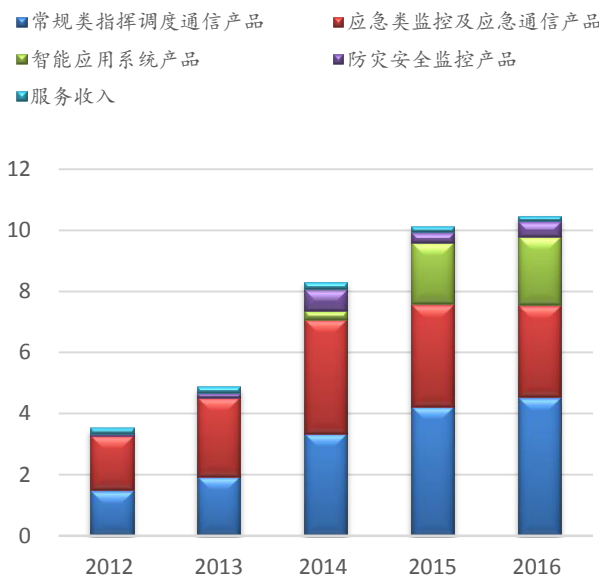
(单位：亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：智能应用系统产品营收份额逐步扩大

(单位：亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

重点领域增长平稳。交通行业占比 61.55%，营收同比增长 1.91%，毛利率 32.98%，同比增长 2.50%；政府行业占比 21.31%，营收同比增长 11.30%，毛利率 35.73%，同比增长 8.81%；国防行业占比 7.38%，营收同比增长 6.33%。

表 1：2016 年交通行业收入占比达 61.55%，平稳增长

	交通行业	政府行业	国防行业
营业收入 (亿元)	6.45	2.23	0.77
营业收入占比	61.55%	21.31%	7.38%
营收同比增长	1.91%	11.30%	6.33%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 内生外延驱动业绩增长

业绩增长主因：①**行业景气**。国家铁路和城市轨交快速发展，“军民融合”和“一带一路”战略全面实施，挖潜国内市场的同时积极拓展海外。②**管理提升**。强化内部资源调配和协同发展，公司集团化运营管控能力提升。③**完善产业链**。收购子公司济南铁路天龙高新技术开发有限公司剩余少数股权和北京六捷科技有限公司 30% 股权，进一步完善公司的产业链，增加利润增长点。

2016 年四季度公司实现营业收入 2.67 亿，同比增长 3.54%；毛利率 35.74%，较三季度略有提升。

表 2：各季度主要财务指标

佳讯飞鸿	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业总收入	1.97	2.78	2.84	2.53	2.10	3.15	2.56	2.67
营业收入（亿）	197.49	277.71	284.31	253.03	210.14	315.39	255.52	267.31
同比	46.49%	56.39%	24.83%	21.74%	6.40%	10.59%	2.84%	3.54%
毛利率	27.64%	32.59%	27.26%	28.40%	28.78%	30.67%	35.03%	35.74%
销售费用	21.63	17.66	16.61	23.69	24.90	17.97	20.84	28.35
财务费用	-0.50	0.02	3.05	4.74	1.16	1.11	0.33	5.76
管理费用	26.29	25.95	21.05	39.29	31.60	28.91	29.91	38.26
三项费用	47.42	43.63	40.71	67.73	57.67	48.00	51.09	72.37
三项费用率	24.01%	15.71%	14.32%	26.77%	27.44%	15.22%	19.99%	27.07%
资产减值损失	5.99	19.90	3.74	-10.64	3.10	10.33	11.31	-3.35
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	1.34	-0.39	2.13	2.42
营业利润	-1.47	25.12	31.14	13.33	-0.06	36.91	27.34	25.08
利润总额	4.30	31.24	34.61	34.63	5.50	41.99	34.05	41.37
所得税	-0.64	1.50	4.07	8.34	0.15	4.91	3.34	11.38
归属母公司净利润	4.20	26.91	26.34	25.48	5.22	37.36	30.71	29.91
同比	6.21%	40.33%	-2.67%	31.38%	24.34%	38.86%	16.57%	17.41%
销售净利率	0.03	0.11	0.11	0.10	0.03	0.12	0.12	0.11
总资产净利率	0.36%	1.99%	1.79%	1.51%	0.34%	2.32%	1.81%	1.48%
存货	126.19	130.80	136.86	139.68	128.51	137.85	138.70	133.40
最新股本	261.02	261.02	261.02	261.02	261.02	261.02	261.02	287.33
每股收益	0.02	0.10	0.10	0.10	0.02	0.14	0.12	0.10

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）研发力度不断加大

①**多渠道引进人才**。公司多层次多渠道引入研发高端技术及管理人才，打造研发业务及管理精英团队，推进研发梯队建设，为公司研发队伍提供人力资源保证。②**加强与各高校、科研院所合作力度**。通过开展与科研机构的合作，跟踪当前技术发展方向，把握市场前沿动态，提升公司在技术和产品方面的创新能力，持续提升公司整体研发技术水平。③**公司持续加大研发投入**，研发费用稳步增加。

表 3：2016 年研发人员及研发投入快速增长

	2016 年	2015 年	2014 年
研发人员数量（人）	308	253	212
研发人员数量占比	42.02%	39.78%	38.69%
研发投入金额（万元）	7457.27	6354.23	3805.91
研发投入占营业收入比例	7.11%	6.28%	4.58%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

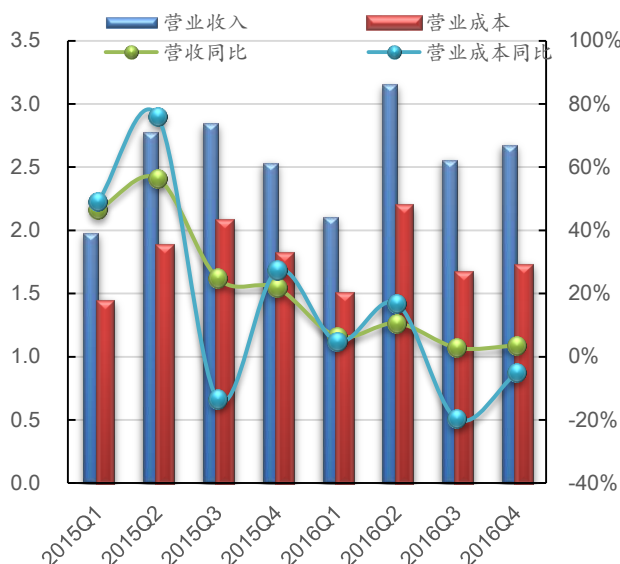
二、2016 年四季度营收小幅增长，毛利率有所改善

（一）营收增长快于成本

同比来看, 2016 年四季度公司实现营业收入 2.67 亿元, 同比增加 3.54%; 营业成本 1.72 亿元, 同比下降 5.19%, 营收同比增长快于成本增长。

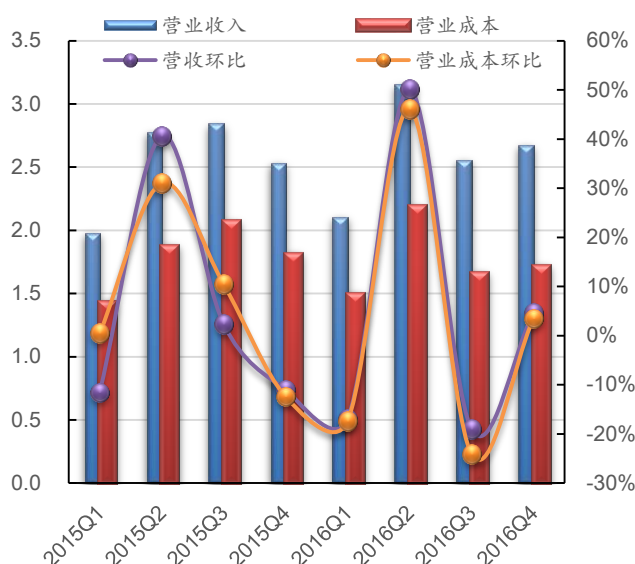
环比来看, 2016 年四季度营业收入环比增长 4.61%, 营业成本环比上升 3.47%。公司管理水平提升, 收入增长的同时成本得到有效控制。

图 3: 2016 年四季度营收同比小幅增加 单位 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 4: 2016 年四季度营收环比小幅增长 单位 (亿元)

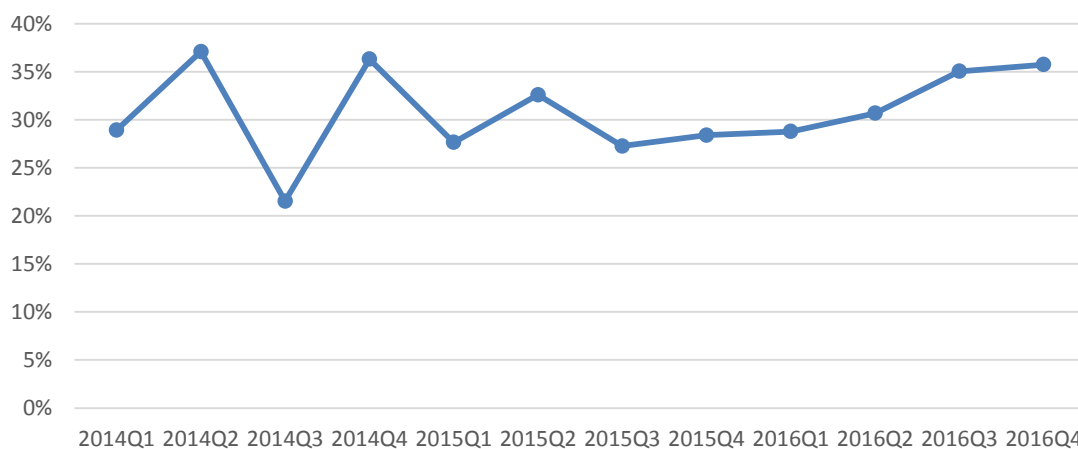


资料来源: wind, 民生证券研究院

(二) 全年毛利水平小幅上扬

单季度盈利能力方面, 由于 2016 年四季度营业收入环比增长快于成本增长, 故四季度公司毛利率由三季度的 35.03% 提高至 35.74%, 全年毛利率水平有上扬趋势。

图 5: 2016 年四季度毛利率有所改善



资料来源: wind, 民生证券研究院

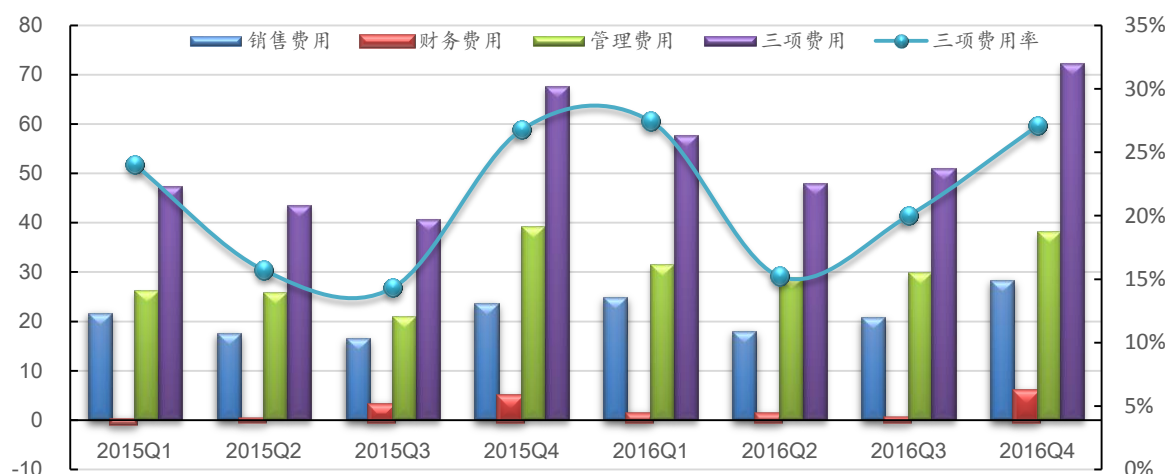
三、2016 年四季度费用率增长 7 个百分点, 现金流良好

(一) 四季度三项费用率增长 7 个百分点

2016 年四季度三项费用率为 27.07%，较三季度增长 7 个百分点，较 15 年四季度增长 0.31 个百分点。销售费用、财务费用、管理费用都较三季度有所增长，管理费用增长 835 万，金额最大，或与公司引进人才，研发投入加大有关。

图 6：2016 年四季度三项费用率有所上升

单位（百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 四季度现金流量较好

公司单季度现金流量净额具有一定规律性，四季度经营活动产生的现金流量净额为正，且显著好于其他三季度，这与公司所处行业的经营情况及回款情况有关。2016 年四季度经营活动现金流情况较好。

图 7：2016 年四季度经营活动现金流情况较好

单位（亿元）

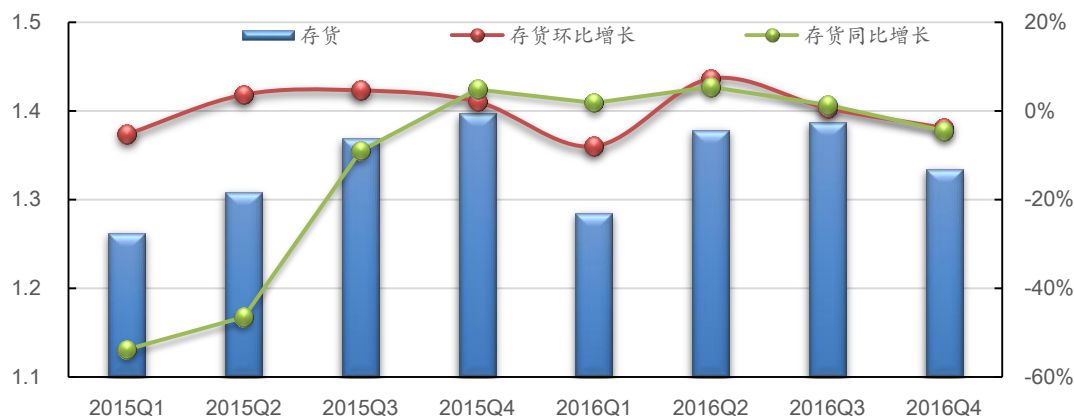


资料来源：wind，民生证券研究院

存货方面，2016 年四季度存货同比下降 4.50%，环比下降 3.83%，全年后三季度存货保持相对稳定。

图 8：2016 年四季度存货同比下降 4.50%

单位（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、催化剂

后续外延式并购；城市轨道交通发展；军队信息化建设加速。

五、风险提示

业务整合不及预期；行业增速不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,048	1,235	1,418	1,617
营业成本	706	841	961	1,100
营业税金及附加	8	10	11	13
销售费用	92	98	116	134
管理费用	129	138	163	188
EBIT	114	149	166	181
财务费用	8	(15)	(22)	(25)
资产减值损失	21	0	0	0
投资收益	6	2	2	3
营业利润	89	166	190	210
营业外收支	34	0	0	0
利润总额	123	193	223	241
所得税	20	29	32	36
净利润	103	165	191	204
归属于母公司净利润	103	148	177	193
EBITDA	137	170	190	205

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	777	916	1063	1199
应收账款及票据	557	520	620	720
预付款项	23	35	31	39
存货	133	206	201	237
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	1564	1728	1989	2283
长期股权投资	142	0	0	0
固定资产	159	174	184	193
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	762	629	623	616
资产合计	2326	2357	2611	2900
短期借款	166	0	0	0
应付账款及票据	278	240	288	348
其他流动负债	16	16	16	16
流动负债合计	650	545	609	693
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	62	62	62	62
非流动负债合计	62	62	62	62
负债合计	712	608	671	755
股本	287	287	287	287
少数股东权益	(0)	16	30	41
股东权益合计	1614	1750	1940	2145
负债和股东权益合计	2326	2357	2611	2900

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	3.5%	17.8%	14.8%	14.1%
EBIT 增长率	20.2%	31.0%	11.8%	9.2%
净利润增长率	24.5%	43.5%	19.7%	8.7%
盈利能力				
毛利率	32.6%	31.9%	32.2%	31.9%
净利率	9.8%	12.0%	12.5%	11.9%
总资产收益率 ROA	4.4%	6.3%	6.8%	6.6%
净资产收益率 ROE	6.4%	8.5%	9.3%	9.2%
偿债能力				
流动比率	2.4	3.2	3.3	3.3
速动比率	2.2	2.8	2.9	3.0
现金比率	1.2	1.7	1.7	1.7
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	163.1	146.5	151.5	153.7
存货周转天数	70.6	89.2	76.4	78.7
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.52	0.62	0.67
每股净资产	5.6	6.0	6.6	7.3
每股经营现金流	0.3	0.6	0.5	0.4
每股股利	0.0	0.1	0.0	0.0
估值分析				
PE	60.9	46.0	38.4	35.3
PB	4.2	3.9	3.6	3.2
EV/EBITDA	45.3	34.6	30.3	27.4
股息收益率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	103	165	191	204
折旧和摊销	45	22	23	23
营运资金变动	(75)	7	(21)	(75)
经营活动现金流	72	167	158	118
资本开支	15	4	(16)	(14)
投资	(253)	142	0	0
投资活动现金流	(268)	141	18	18
股权募资	661	0	0	0
债务募资	(35)	0	0	0
筹资活动现金流	588	(169)	(29)	0
现金净流量	392	139	147	136

插图目录

图 1: 2016 业绩平稳增长	4
图 2: 智能应用系统产品营收份额逐步扩大	4
图 3: 2016 年四季度营收同比小幅增加	6
图 4: 2016 年四季度营收环比小幅增长	6
图 5: 2016 年四季度毛利率有所改善	6
图 6: 2016 年四季度三项费用率有所上升	7
图 7: 2016 年四季度经营活动现金流情况较好	7
图 8: 2016 年四季度存货同比下降 4.50%	8

表格目录

表 1: 2016 年交通行业收入占比达 61.55%，平稳增长	4
表 2: 各季度主要财务指标	5
表 3: 2016 年研发人员及研发投入快速增长	5

分析师与研究助理简介

朱金岩，机械行业分析师，北京大学软件工程硕士，四年从业经验，主要覆盖智能装备、铁路装备、仪器仪表、农业机械等细分行业，2012年加入民生证券。

陈龙，军工组组长，军事科学院军队组织编制学博士、国防科学技术大学军事通信学硕士，从军14年，历任排长、连长、作训参谋、研究助理，2015年4月加盟民生证券研究院，从事军工行业研究。

李建伟，军工行业组研究助理。南开大学保险专业硕士，华中科技大学数学与应用数学本科，2016年7月加盟民生证券，从事军工行业研究。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。