

评级：买入 维持评级

公司研究

市场价格（人民币）：36.83 元
 目标价格（人民币）：50.00-55.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股) 54.37

总市值(百万元) 5,073.70

年内股价最高最低(元) 40.46/32.05

沪深 300 指数 4075.90

**拟收购国政通，倾力打造首个“轨交+大数据”平台****公司基本情况(人民币)**

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.307	0.353	0.455	1.068	1.342
每股净资产(元)	3.66	4.01	4.42	8.81	10.42
每股经营性现金流(元)	-0.19	0.05	-0.44	1.01	1.54
市盈率(倍)	131.58	97.99	81.00	34.50	27.45
行业优化市盈率(倍)	40.31	40.31	40.31	40.31	40.31
净利润增长率(%)	-18.28%	14.70%	28.96%	222.73%	25.67%
净资产收益率(%)	8.40%	8.79%	10.30%	15.02%	15.96%
总股本(百万股)	137.76	137.76	137.76	189.34	189.34

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **拟收购综合信息认证服务商进入大数据应用领域。**国政通主营多数据源防欺诈业务，通过整合公民身份、教育学历、工商企业信息等权威数据资源，建立防欺诈服务平台，为金融、通信、互联网等行业及政府机构提供信息认证服务，前五大客户包括中国移动、中国联通、京东集团、浦发银行等。2016 年国政通实现营业收入 2.91 亿元、同比增长 11%，归母净利润 7864 万元、同比增长 31%。华铭智能此次拟发行股份及支付现金作价 16.65 亿元，收购国政通 90% 股权，业绩承诺为 2017-2019 年扣非后净利润不低于 8545 万、1.25 亿、1.56 亿元。
- **搭建多数据源核验平台，联通权威数据与信息需求方。**国政通搭建了综合业务平台，为客户提供多数据源防欺诈服务。服务模式：(1) 客户首先通过综合业务平台发送事前经国政通标准化的需求；(2) 平台经过特定的专线、接口连接数据源服务商，数据源服务方根据国政通事先与其签订的合作协议，反馈给平台相应的结果；(3) 反馈结果以“一致”、“不一致”等数据标签形式在平台形成服务结果。盈利模式：(1) 公司采购并整合权威数据源，为客户提供数据核验服务；(2) 客户向国政通数据平台发送信息核验需求，每月或每季进行结算。
- **大数据防欺诈应用场景不断扩展，国政通具备先发优势。**多数据源防欺诈服务是防范欺诈的首要环节，我国尚处于起步阶段，随着互联网应用场景的不断增加、网络实名验证的持续推广，未来市场需求呈上升趋势。2016 年我国大数据服务市场规模 41.5 亿元，预计 2017-2020 年增长速度保持 30% 以上。国政通入行较早，掌握公安身份信息、高等教育信息等多个权威数据源接口，以收入规模测算公司在整个大数据行业市占率约 1.73%，在数据服务细分领域市占率 7%，处于行业领域第一梯队。
- **华铭智能主业：地铁售检票设备细分龙头，受益轨交发展高峰。**华铭智能主业为自动售检票系统(AFC)终端设备，产品用于地铁、有轨电车等城市轨道交通领域，并扩展至场馆、景区、智能楼宇等更多应用场景。2017 前三季度，公司实现收入 1.64 亿元、同比增长 12%，归母净利润 2610 万、同比下降 33%，主要由于郑州地铁项目甲指乙供，造成毛利率较前期下降。公司上半年储备合同金额超过 2000 万的订单有 9 个，合计金额 4.2 亿元，四季

潘贻立 分析师 SAC 执业编号：S1130515040004
 (8621)60230252
 panyili@gjzq.com.cn

卞晨晔 联系人
 biancy@gjzq.com.cn

度预计将有更多订单确认收入。十三五期间我国城市轨道交通预计保持高速发展，2020年运营里程有望超过8000公里，年均复合增速17%。十三五期间地铁投资额预计超过2万亿元，对应AFC设备市场需求130亿元。华铭智能是国内AFC设备龙头，正大力拓展二三线市场份额，目前在手订单充足，主业预计保持稳定增长。

盈利预测

- 按照国政通2018年实现合并报表，我们预测公司2017-2019年的主营业务收入分别为2.82/7.52/9.38亿元，分别同比增长32%/167%/25%；归母净利润63/202/254百万元，分别同比增长29%/223%/26%；EPS分别为0.46/1.07/1.34元，对应PE分别为81/35/27倍。

投资建议

- 我们认为公司为国内AFC设备龙头，目前在手订单充裕，轨交运营里程建设高峰保障主业增长；拟收购标的国政通是大数据交易领域第一梯队企业，客户覆盖国内全部通信运营商及大部分银行，应用场景向互联网金融等多领域拓展，处于高速发展期。我们维持公司“买入”评级，未来6-12个月目标价50-55元。

风险提示

- 收购事项的审批风险；城轨建设投资不达预期；应收账款及存货增加的风险。

内容目录

1、拟收购国政通，进入大数据防欺诈领域	5
1.1、国政通：致力于成为中国领先的诚信信息服务商	5
1.2、盈利模式：搭建多数据源核验平台，联通权威数据与信息需求方.....	7
1.3、行业趋势：应用场景不断扩展，国政通具备先发优势	10
2、华铭智能：地铁检售票设备细分龙头，拓展二三线城轨市场.....	13
2.1、国内检售票终端设备龙头，产品覆盖多个城市地铁项目.....	13
2.2、开拓二三线城轨市场，行业地位保持领先.....	13
2.3、在手订单充足，受益十三五城轨建设发展.....	15
3、盈利预测与投资建议	18
3.1、盈利预测.....	18
3.2、投资建议.....	18
风险提示	18

图表目录

图表 1：国政通发展历程.....	5
图表 2：国政通业务范围覆盖全国.....	6
图表 3：国政通前五大客户	6
图表 4：国政通客户覆盖移动通信、互联网、金融等多个领域.....	7
图表 5：国政通股权控制结构.....	7
图表 6：国政通主要数据源采购情况.....	8
图表 7：国政通服务模式.....	8
图表 8：国政通营业收入情况.....	9
图表 9：国政通净利润情况.....	9
图表 10：国政通分产品收入	9
图表 11：国政通 2017 年 1-3 月收入结构.....	9
图表 12：国政通各产品毛利率.....	10
图表 13：中国大数据市场规模及增速	11
图表 14：2016 年大数据行业数据交易前五名.....	11
图表 15：国政通主要竞争对手.....	12
图表 16：华铭智能收购国政通交易方案.....	12
图表 17：华铭智能主要产品类型	13
图表 18：华铭智能产品应用领域	13
图表 19：华铭智能营业收入情况	14
图表 20：华铭智能净利润情况	14
图表 21：华铭智能近期毛利率情况	14
图表 22：华铭智能应收账款情况	15
图表 23：华铭智能应收账款与收入比例	15

图表 24: 华铭智能在手大订单梳理.....	16
图表 25: 十三五期间国内轨交运营里程将快速增长.....	16
图表 26: 十三五 AFC 设备需求测算.....	17
图表 27: 华铭智能分产品收入预测.....	18

1、拟收购国政通，进入大数据防欺诈领域

1.1、国政通：致力于成为中国领先的诚信信息服务商

■ 国政通主要产品为多数据源防欺诈服务。公司成立于 2001 年，设立初期主要负责建设运营中国中央政府门户网站，并推动政府上网、企业上网、家庭上网三大工程。2004 年，中国政府网收归国务院新闻办运营，公司开始转型防欺诈服务，整合公民身份信息、教育学历信息、工商企业信息等权威数据资源，建立防欺诈服务平台，为金融、通信、互联网等行业及政府机构提供信息认证服务。公司当前提供的信息认证主要包括身份信息核验、学历学籍比对、电话号码核对等。

图表 1：国政通发展历程



来源：公司网站，国金证券研究所

■ 下属六家分公司，业务范围已覆盖全国。2004 年 8 月，公安部查询中心、中国移动、中国联通和国政通签署三方协议，利用全国公民身份信息系统开发各种公民身份信息认证服务。目前业务覆盖全国，旗下有四家全资子公司，同时在广州、重庆、宁波、济南、西安、沈阳设有六家分公司。

图表 2：国政通业务范围覆盖全国


来源：国政通网站，网络资料，国金证券研究所

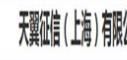
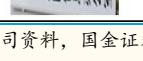
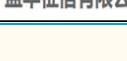
■ 客户群体优质，以通信、银行为基础，向互联网金融、消费、招聘等多领域拓展。国政通的防欺诈服务已覆盖全国 90%以上的内资银行、100%的通信运营商，并且延伸至互联网、消费金融、互联网金融、物流、招聘、交友等领域的龙头企业。2017 年 1-3 月，公司前五大客户为中国移动、中国联通、京东集团、中国电信、招商银行，合计收入 4262 万，占总收入的 46.7%。

图表 3：国政通前五大客户

年度	序号	客户名称	营业收入（万元）	占比
2017年1-3月	1	中国移动	1,497.96	16.42%
	2	中国联通	1,123.92	12.32%
	3	京东集团	653.48	7.16%
	4	中国电信	539.27	5.91%
	5	招商银行	447.74	4.91%
合计			4,262.37	46.72%
2016年	1	中国移动	4,436.79	15.25%
	2	中国联通	3,666.42	12.60%
	3	京东集团	1,782.57	6.13%
	4	上海浦东发展银行股份有限公司	1,662.22	5.71%
	5	中国电信	1,564.03	5.38%
合计			13,112.02	45.07%

来源：收购草案，国金证券研究所

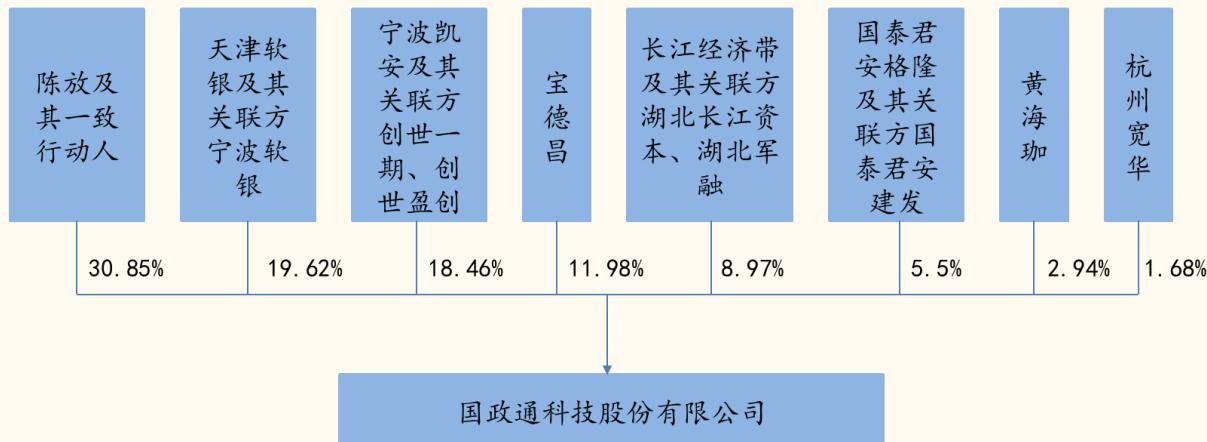
图表 4：国政通客户覆盖移动通信、互联网、金融等多个领域

电信\政府	互联网	征信	金融	金融	其他
 中国移动通信 移动信息专家	 腾讯网 QQ.com	 前海征信 QIANHAI ZHENGXIN	 中国银行 BANK OF CHINA	 bsb 包商银行	 CSDC 中国结算
 中国电信 CHINA TELECOM	 百度 Baidu	 天翼征信(上海)有限公司	 中国建设银行 China Construction Bank	 citibank	
 China unicom中国联通	 新浪网 sina.com.cn	 中诚信征信 CCX	 交通银行 BANK OF COMMUNICATIONS	 浦发银行 SPD BANK	 怡和佳讯
 招联金融 MUCFC.COM	 京东 JD.COM	 拉卡拉 联想控股成员企业	 招商银行 CHINA MERCHANTS BANK	 兴业银行 INDUSTRIAL & COMMERCIAL BANK	
 中国联合网络通信有限公司	 唯品会 vip.com	 华道征信 SNOWWAY CREDIT	 平安银行 PING AN BANK	 阿里巴巴金融 Alibaba Financial	
 前程无忧 www.51job.com	 前程无忧 Job51	 网信征信 NCF Credit	 中国民生银行 CHINA MINSHENG BANKING CORP LTD	 壳信 HOME CREDIT	 神州租车 CAR神州租车
 中关村互联网金融服务中心	 同城 58.com	 晨信征信 CHEXIN CREDIT	 华夏银行 HUA XIA BANK	 小米 XIAOMI.COM	 爱车汇 Aihui
 盛华征信有限公司		 盛华征信有限公司	 中国光大银行 CHINA EVERBRIGHT BANK	 支付宝 Alipay.com	 大搜车 daishuche.com

来源：公司资料，国金证券研究所

- 国政通董事长兼总经理陈放先生直接持有国政通 11.96%股份，并通过其一致行动人合计支配国政通 30.85%股份的表决权，为公司控股股东及实际控制人。

图表 5：国政通股权控制结构



来源：收购草案，国金证券研究所

1.2、盈利模式：搭建多数据源核验平台，联通权威数据与信息需求方

- 搭建信息核查综合服务平台，连接多数据源与信息核查需求方。国政通整合了众多全国性数据源，提供一站式的诚信信息验证服务，公司搭建了综合业务平台，连接用户信息需求和数据源服务商信息反馈，为客户提供信息核查等方面的服务。公司取得了多个全国性的权威数据源，并建立的长期稳定的合作关系。
- 国政通上游为各类权威数据源，公司采购的主要包括身份信息核验、学学历学籍信息核对、职业资格查询等数据源服务。国政通 2001 年入行，与全国公民身份证号码查询服务中心、学信咨询服务有限公司等主要的供应商保持长期合作关系，在数据源获取上具备先发优势。

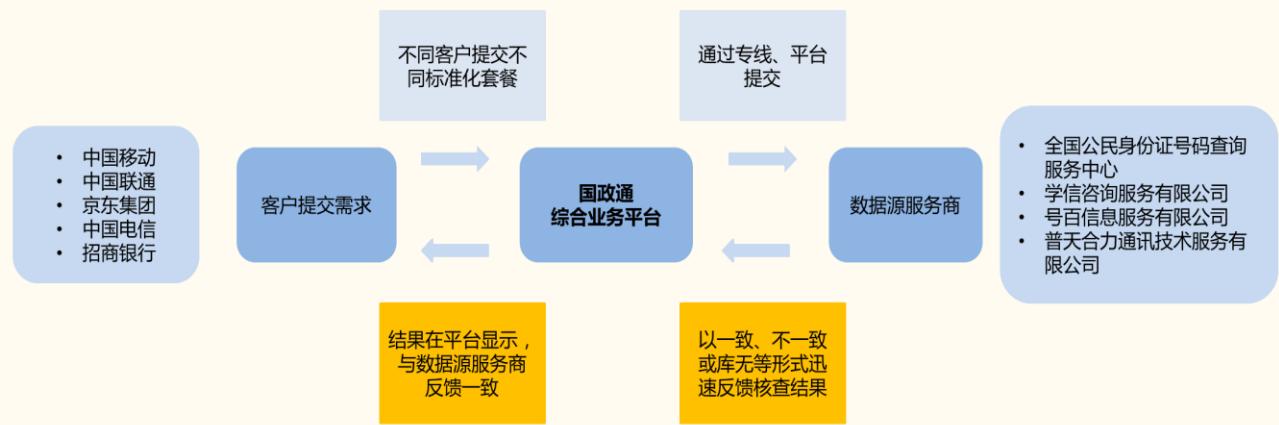
图表 6：国政通主要数据源采购情况

数据源提供单位	单位性质	采购内容	有效期
全国公民身份证号码查询服务中心	公安部下属机构	简项公民身份信息认证服务；多项公民身份信息认证服务；公民身份信息同址认证服务。	2014.1.8-2017.12.31 (已续签)
学信咨询服务有限公司	教育部直属事业单位控股	学籍核对服务、学历核对服务、学历查询服务、Web service接口	2017.1.1-2017.12.31
号百信息服务有限公司	中国电信下属公司	信息比对、违约指数类标签调、信用风险类标签调用、征信服务数据标签定义、数据产品联合研发。	2017.1.1-2018.12.31
北京普天合力通讯技术服务有限公司	人力资源和社会保障部职业技能鉴定中心指定的国家职业资格业务信息化综合服务商	职业资格证书查询	2017.1.1-2017.12.31

来源：收购草案，国金证券研究所

- **盈利模式：提供数据通道、客户按月结算。**国政通依托综合业务平台，为客户提供多数据源防欺诈服务。服务模式一般为：(1) 客户首先通过综合业务平台发送事前经国政通标准化的需求；(2) 平台经过特定的专线、接口连接数据源服务商，数据源服务方根据国政通事先与其签订的合作协议，反馈给平台相应的结果；(3) 反馈结果以“一致”、“不一致”等数据标签形式在平台形成服务结果。

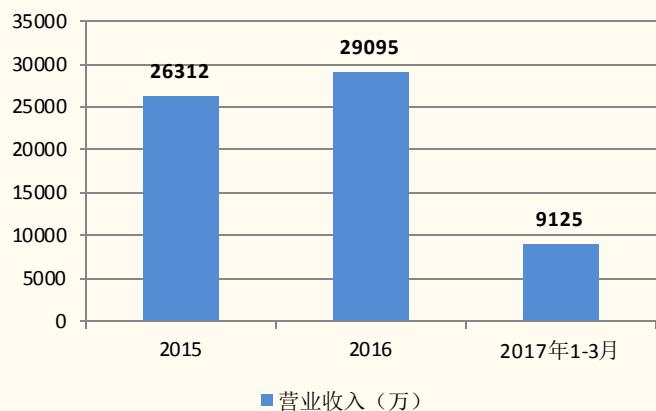
图表 7：国政通服务模式



来源：收购草案，国金证券研究所

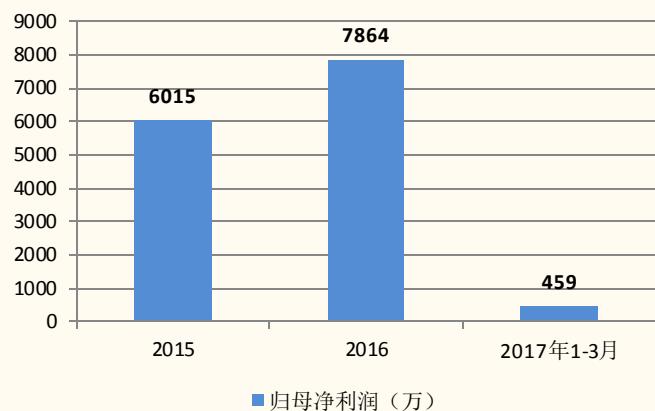
- **国政通多数据源防欺诈服务多数采用“先使用后付费”的方式，少部分采用预付费的方式。**当到期结算时，国政通将与客户进行对账，对账无误后进行结算。2016年国政通实现营业收入2.91亿元，同比增长10.6%，归母净利润7864万元，同比增长31%，产品综合毛利率达56%。今年1-3月，国政通收入9125万元，归母净利润459万元。

图表 8：国政通营业收入情况



来源：收购草案，国金证券研究所

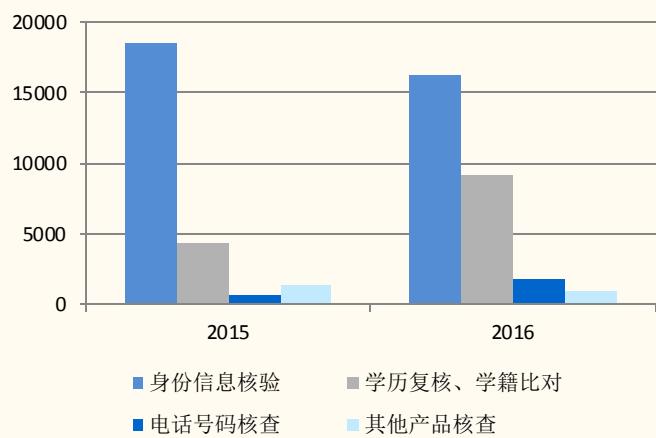
图表 9：国政通净利润情况



来源：收购草案，国金证券研究所

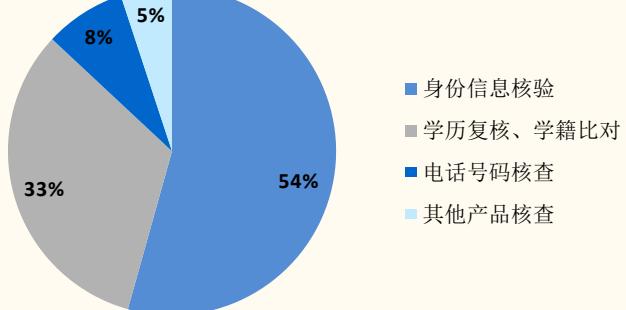
- 身份信息核验为基础，学历比对、号码核查业务增长迅速。身份信息核验是公司目前第一大收入来源，2016 年营收 1.63 亿元，占比超过 50%；学历学籍比对及电话号码核查业务发展迅速，主要客户包括大型商业银行及信用卡中信、互联网金融企业，2016 年学历学籍比对业务收入 9217 万，同比增长 108%；电话号码核查业务收入 1748 万，同比增长 137%。

图表 10：国政通分产品收入



来源：收购草案，国金证券研究所

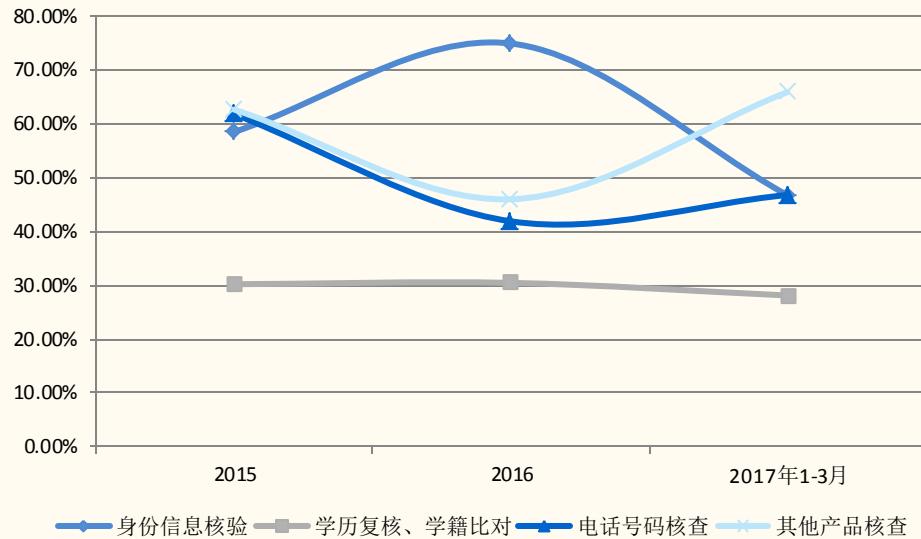
图表 11：国政通 2017 年 1-3 月收入结构



来源：收购草案，国金证券研究所

- 综合毛利率超过 50%，身份核验业务毛利率较高。公司综合毛利率水平在 50% 左右，其中身份信息核验业务毛利率较高、一般在 55% 以上，2016 年由于身份证件中心减免部分成本使得毛利率较高，2017 年前 3 月由于部分收入未确认使得毛利率短期下降。

图表 12：国政通各产品毛利率

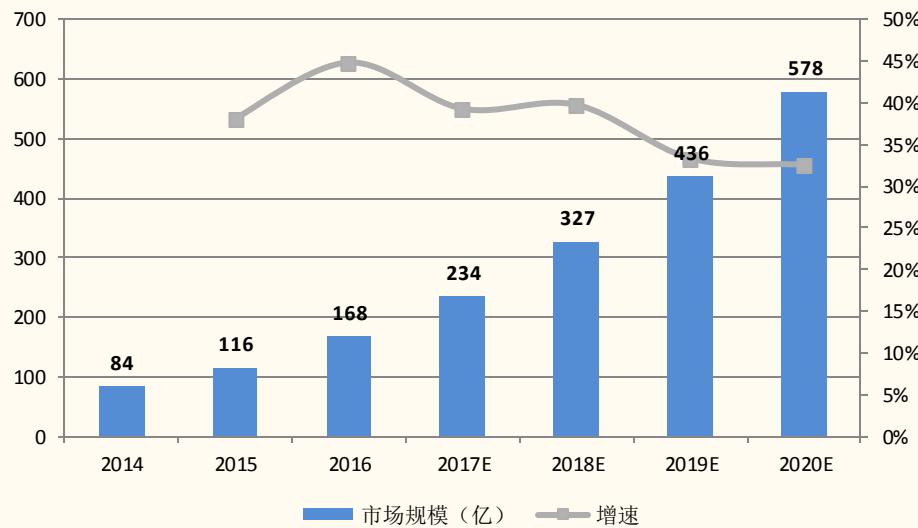


来源：收购草案，国金证券研究所

1.3、行业趋势：应用场景不断扩展，国政通具备先发优势

- **国政通处于大数据产业链中的数据应用环节。**大数据产业链可分为数据采集、数据储存、数据分析和数据应用等环节，国政通主营多数据源防欺诈业务，属于其中的数据应用环节。由于欺诈行为种类多、隐蔽性强，根据单一数据信息难以判定是否属于欺诈，国政通与众多权威数据源合作，通过多维度数据（电信、公安、教育、社保、工商等信息）对用户资料真实性进行核验，可有效防范欺诈风险，应用场景已经从通信运营商、银行等领域，扩展到互联网金融、婚恋交友、租车、物流、招聘等领域。
- **多数据防欺诈服务处于发展期，未来市场需求趋势上升。**多数据源防欺诈服务是防范欺诈的首要环节，为整体风控奠定基础，我国尚处于起步阶段，随着互联网应用场景的不断增加、网络实名验证的持续推广，未来市场需求呈上升趋势。根据中国信息通信研究院发布的《中国大数据发展调查报告（2017）》，2016 年我国大数据市场规模 168 亿元，同比增长 45%；其中大数据服务市场规模 41.5 亿元，占比 24.7%，预计 2017-2020 年增长速度保持 30%以上。

图表 13：中国大数据市场规模及增速



来源：中国信息通信研究院，国金证券研究所

- 国政通在多数据源防欺诈服务排名领先。公司依托全国公民身份信息系统、中国高等教育学生信息网等第三方权威数据源，建立综合电子服务平台，根据《中国大数据企业排行榜（2016年7月版）》，国政通排名大数据行业数据交易领域第三名，处在行业第一梯队。

图表 14：2016 年大数据行业数据交易前五名

排名	公司名称
第一名	数据堂（北京）科技股份有限公司
第二名	九次方财富咨询（北京）有限责任公司
第三名	北京国政通科技有限公司
第四名	苏州新科兰科技有限公司
第五名	国信优易数据有限公司

来源：《中国大数据企业排行榜（2016年7月版）》，国金证券研究所

- 竞争优势：(1) 数据资源，国政通拥有多个第三方权威数据源服务，身份数据验证涉及许多个人信息，国政通通过多年合作取得了数据源提供单位的信任，能够获得稳定的数据服务。(2) 客户资源，公司在数据验证领域建立了自己的品牌，拥有广大客户基础，已广泛应用于互联网金融、银行、电信等众多行业的龙头企业。国政通入行时间较早，凭借先发优势在行业中取得较大领先地位，以收入规模测算公司在数据服务细分领域市占率7%，处于行业领域第一梯队，公司主要竞争对手有鹏元征信、证通股份、上海骏聿等。

图表 15：国政通主要竞争对手

公司名称	业务简介
深圳鹏元征信有限公司	主营个人征信、企业征信、企业评分、个人评分、征信系统设计开发、软件设计开发和中小企业信用风险控制等业务的征信机构，在身份验证领域与国政通业务重合，是主要竞争对手。
政通股份有限公司	国内多家证券机构、互联网企业和金融服务机构共同发起成立，定位于市场化、专业化的金融综合服务，提供学历认证查询、消费能力查询、公民身份信息查询、工商信息查询、风控信息查询等数据分析服务。
上海骏聿数码科技有限公司	致力于图像识别及人体生物特征识别核心技术研究、应用产品开发及市场推广，提供包括互联网信息认证，动态人脸识别预警等服务。
中胜信用管理有限公司	基于互联网并依托政府权威数据，采用数据挖掘和分析建立安全、高效、可靠的社会信用服务平台。
江苏法华信用认证有限公司	全国公民身份证号码查询服务中心合作伙伴，为政府部分及社会各界提供全国公民身份信息认证服务。

来源：收购草案，国金证券研究所

- **收购对价 16.65 亿，发行股份占比 69%。** 华铭智能拟以发行股份及支付现金方式作价 16.65 亿元收购国政通 90% 股权，同时配套融资不超过 5.54 亿元，用于支付现金对价和中介费用。发行股份部分支付 11.47 亿元（占比 68.87%），现金方式支付 5.18 亿元（占比 31.13%）；股份支付的发行价格为 31.4 元/股，预计发行 3651.7 万股，配套融资按公司复牌前价格（36.83 元/股）测算将增发 1506.4 万股，合计增发数量预计约为 5158 万股。国政通业绩承诺为 2017-2019 年扣非后净利润不低于 8545 万、1.25 亿、1.56 亿元。

图表 16：华铭智能收购国政通交易方案

1、发行股份购买资产			
股份对价	发行价格	发行数量	交易对方
11.47亿	31.4元/股	3651.69万股	陈放、杨宝升、白文举等
2、募集配套资金			
融资金额	资金用途		
不超过5.54亿元	支付现金对价5.18亿，及相关费用		
业绩承诺	2017	2018	2019
扣非后净利润（万）	8545	12500	15625

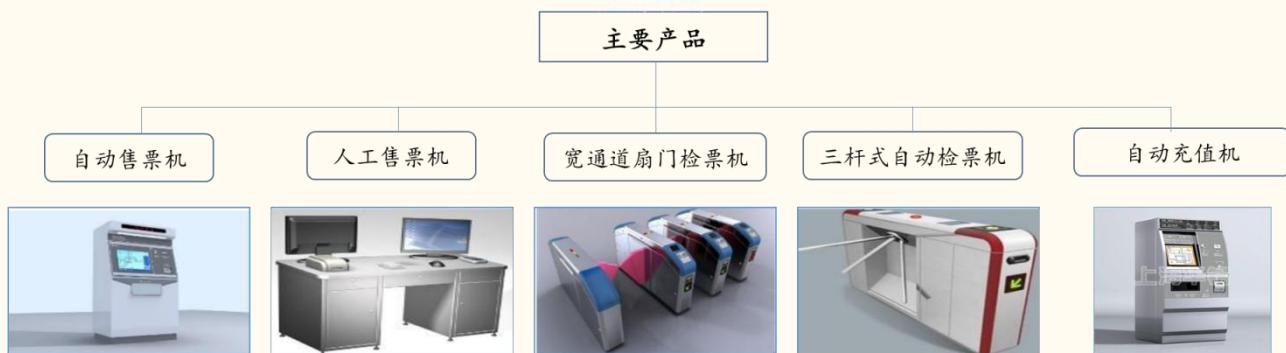
来源：收购草案，国金证券研究所

2、华铭智能：地铁检售票设备细分龙头，拓展二三线城轨市场

2.1、国内检售票终端设备龙头，产品覆盖多个城市地铁项目

■ 华铭智能主业为自动售检票系统（AFC）终端设备的研发、生产、销售与维护。公司核心产品为自动售票机、自动检票机和自动充值机，主要用于地铁、有轨电车等城市轨道交通领域，并已扩展至BRT、大型公共场馆、旅游景区、智能楼宇等更多应用场景。

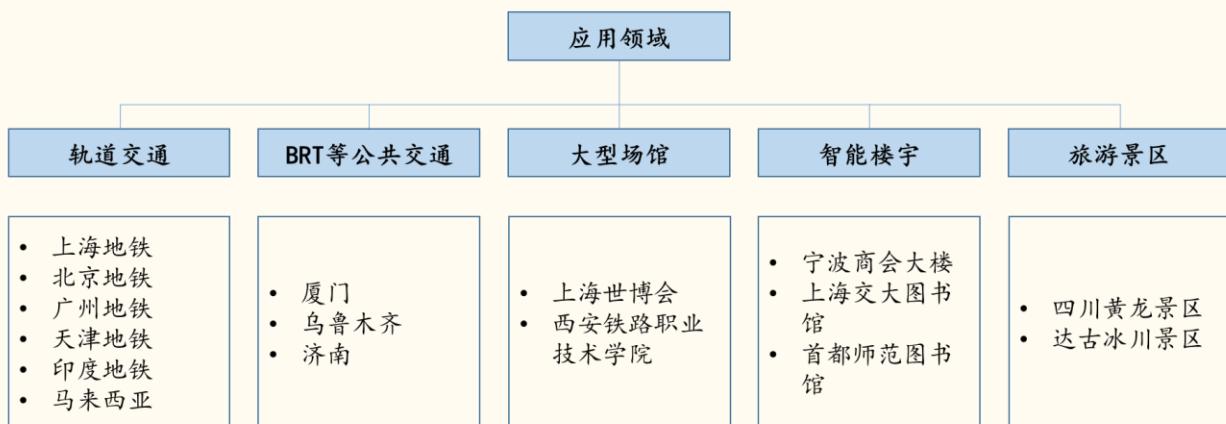
图表 17：华铭智能主要产品类型



来源：华铭智能官网，国金证券研究所

- 掌握终端设备核心模块关键技术，产品具备竞争优势。AFC设备中最主要的设备是自动售票机和自动检票机，最核心的功能性模块为阻挡模块和回收模块。公司在前期大量研发投入的基础上，掌握了除纸币识别模块外，包括阻挡、发送、回收等核心模块的制造技术，能够提供大部分的轨交检售票系统设备项目。
- 公司轨交检售票系统设备覆盖国内多个城市。轨道交通领域，华铭智能 AFC 设备应用于上海地铁、北京地铁、广州地铁、天津地铁等国内十多个城市，并且出口到印度和马来西亚地铁项目；场馆、景区及写字楼领域，公司设备应用于上海世博会轮渡闸机项目、黄龙景区门禁票务系统，以及华东理工、华东师范等高校的图书馆门禁系统。

图表 18：华铭智能产品应用领域

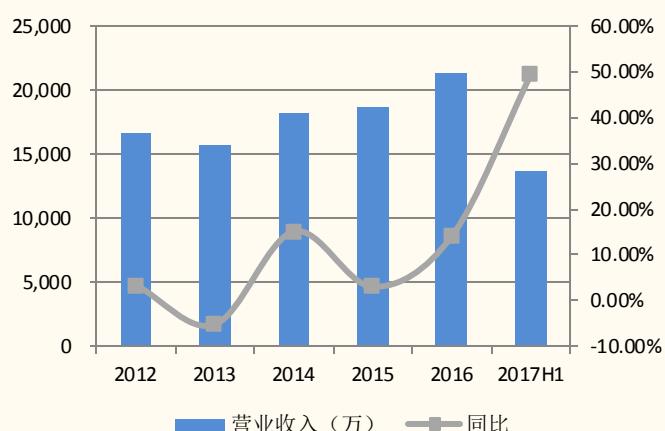


来源：华铭智能官网，国金证券研究所

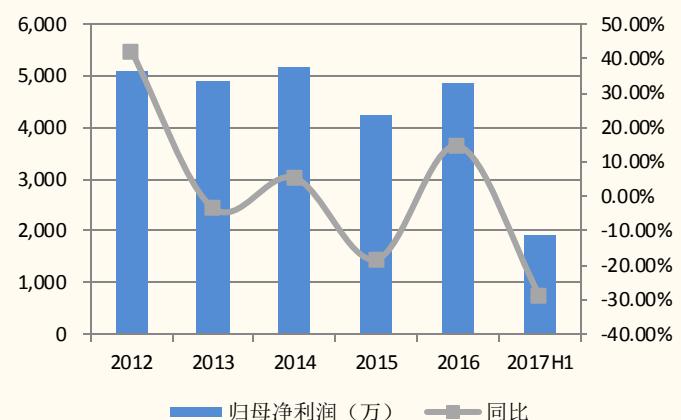
2.2、开拓二三线城轨市场，行业地位保持领先

- 国内 AFC 设备首批开拓者，行业地位保持领先。公司于 2001 年进入 AFC 设备行业，是行业早期开拓者，具有超过 10 年的行业经验，产品进入全国 10 多个城市、20 多条城市轨道交通线路，是国内承接项目数量最多的企业之一，行业地位及先发优势明显。公司城轨 AFC 产品销售覆盖上海、天津、广州、郑州等多座城市，其中在上海、广州、郑州等地占据较高市场容量，其中广州市占率达到 80%，郑州地铁项目也基本采用公司的产品方案。
- 拓展二三线市场，公司收入持续增长。近年轨道交通建设范围扩展，除北上广深等一线城市外，郑州、济南、厦门等二三线城市对以地铁为主的轨交运输需求日益增长。公司产品销售来源得以扩展，近年收入规模保持增长。2017 上半年，公司销售收入 1.38 亿元，同比增长 49%，归母净利润 1930 万，同比下降 28.6%。

图表 19：华铭智能营业收入情况



图表 20：华铭智能净利润情况

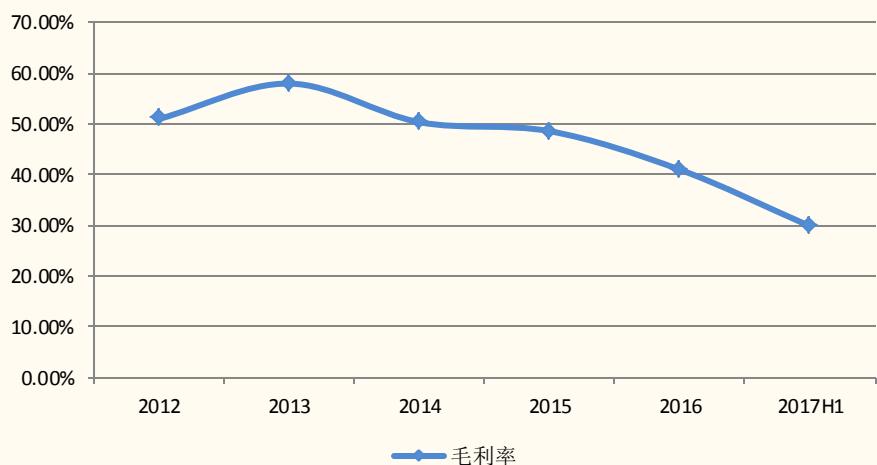


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 上半年受郑州地铁项目结算影响，公司整体毛利率下降。由于地方政府对于铺垫资金、销售价格相对敏感，今年上半年确认的郑州轨道交通 2 号线等项目，涉及进口模块甲指乙供，毛利率较上年同期下降 18.9 个百分点至 29.8%。当前二三线城市正处于大力发展轨道交通的时期，对于设备公司，稳定提升市场份额相较于短期毛利率更为重要，取得市场先发优势能够保障获得后续维保更换及新项目订单。

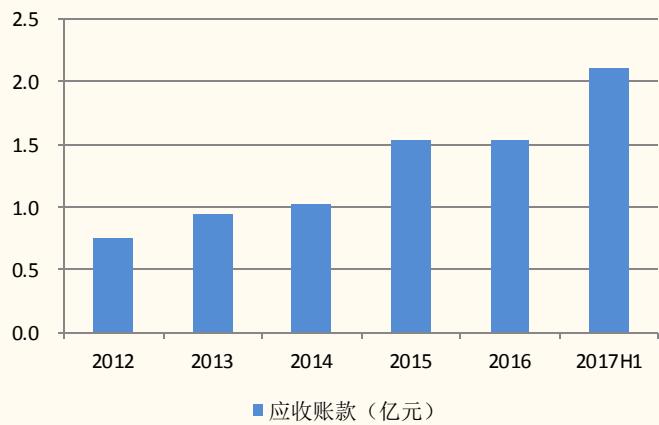
图表 21：华铭智能近期毛利率情况



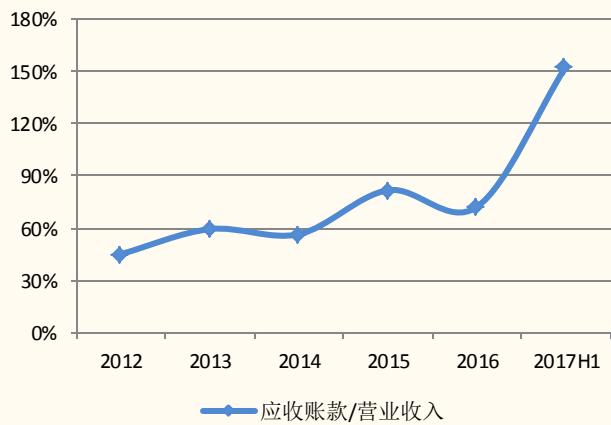
来源：城市轨道交通协会，国金证券研究所

■ 郑州地铁项目回款滞后，公司应收账款增加。公司收入的确认受到地铁项目开通运营时间影响，通常以最后开通运营作为收入确认的依据。由于郑州轨道交通三个项目集中确认收入，但回款进度明显滞后，今年上半年公司应收账款 2.1 亿元，较年初增加 37%。公司已经对应收账款回收采取相应措施：1、加大销售人员的收款考核，下半年以催款为工作重心；2、成立法务、财务为主的催款小组，对长期未能收回的款项采用法律措施。城市轨道交通项目是大型民生工程，带有政府背书性质，公司上半年应收账款增加有短期项目结算影响，总体应收款风险可控。

图表 22：华铭智能应收账款情况



图表 23：华铭智能应收账款与收入比例



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

2.3、在手订单充足，受益十三五城轨建设发展

■ 公司上半年在手订单超过 4 亿元。至今年 6 月 30 日，华铭智能储备合同金额超过 2000 万的订单有 9 个，包括松江现代有轨电车示范线、上海轨道交通 17 号线、深圳地铁三期工程 CLC 系统、广州轨道交通 4 号线南延段等项目，合计金额 4.2 亿元。

图表 24：华铭智能在手大订单梳理

序号	项目名称	客户名称	合同金额（万元）
1	松江现代有轨电车示范线工程票务系统及站台安全门系统设备集成	上海松江有轨电车投资运营有限公司	7102.31
2	深圳地铁三期工程CLC系统、7号线AFC系统设备	高新现代智能系统股份有限公司	6967.67
3	贵阳轨道交通1号线	北京中软万维网络技术有限公司	6023.39
4	上海轨道交通17号线	上海轨道交通十七号线发展有限公司	5893.05
5	广州轨道交通4号线南延段、8号线北延段	北京中软万维网络技术有限公司	4678.94
6	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系统集成采购III标段	宁波市轨道交通集团有限公司	4240.51
7	上海轨道交通10号线二期	上海轨道交通十号线发展有限公司	2660.48
8	上海市轨道交通8号线三期暨集运系统工程机电设备采购	中铁电气化局集团第一工程有限公司	2425
9	重庆市轨道交通10号线工程系统设备10401标自动售检票项目	重庆金美通信有限责任公司电子技术分公司	2116.71
合计			42108.06

来源：华铭智能官网，国金证券研究所

■ **十三五期间城轨建设高峰，2020年末运营里程有望翻倍。**截止2016年末，中国大陆地区共有30个城市开通运营城市轨道交通，共计133条路线，运营线路总长度达4152.8公里，另有在建线路总长5636.5公里。从规划项目看，共有58个城市的城轨线网规划获批，规划线路总长7305.3公里。我们预计“十三五”期间国内城轨交通将保持较快增长，到2020年全国运营线路总长度有望达到8000公里。

图表 25：十三五期间国内轨交运营里程将快速增长



来源：城市轨道交通协会，国金证券研究所

- **十三五期间 AFC 终端设备新增需求 130 亿元。**“十二五”期间，我国城市轨道交通投资额 1.16 万亿元，年均投资额 2300 亿元；预计“十三五”期间，轨交投资额有望超过 2 万亿元，年均投资 3500 亿以上。通常 AFC 系统在轨道交通总投资中占比约为 1%，AFC 终端设备在 AFC 系统总投资中占比约 60%，预计十三五期间 AFC 系统总投资约 220 亿，对应终端设备的需求约 130 亿元。
- **AFC 新增市场空间测算：**(1) **运营里程：**2016 年末在建城轨线路 4153 公里，预计十三五期间年均复合增长 17%，年均新增里程 830 公里；(2) **建设投资：**2016 年国内地铁建设成本约为 7.2 亿元/公里，预计单位成本将逐年降低；(3) **设备占比：**AFC 系统在总投资占比按照 1%，AFC 设备占总投资比例按 0.6%。

图表 26：十三五 AFC 设备需求测算

城轨运营里程 (公里)	新增里程 (公里)	建设成本 (亿/公里)	年投资额 (亿)	AFC 系统 (亿)	AFC 设备需求 (亿)
2015	3,618	445	8.28	3,683.00	36.83
2016	4,153	535	7.19	3,847.00	38.47
2017E	4,859	706	5.80	4,094.66	40.95
2018E	5,733	875	5.00	4,372.90	43.73
2019E	6,708	975	4.80	4,678.42	46.78
2020E	7,781	1,073	4.60	4,937.11	49.37
			合计	219.30	131.58

来源：华铭智能官网，国金证券研究所

- **智能交通与大数据应用日益紧密，AFC 系统与国政通对接，实现快速身份核查。**智能交通本身可作为数据采集的一环，AFC 系统采集到的数据通过统一管控，优化地铁进出口以及地面交通的衔接，并为反恐侦查、打击犯罪及时提供有效信息。2017 年 3 月 1 日起，省际、市际长途客运班线全面实行实名制验证，未来城市地铁、公共场馆、景区等应用场景实名验证也将陆续推出。若收购完成，华铭智能可将 AFC 系统与国政通对接，对闸机通行人员数据进行快速身份核查对比，从而提高通行效率，并为反恐侦查、打击方最及时提供有效信息，一方面提升华铭智能 AFC 产品竞争力，另一方面拓宽国政通的业务范围。

3、盈利预测与投资建议

3.1、盈利预测

- 按照国政通 2018 年实现合并报表，我们预测公司 2017-2019 年的主营业务收入分别为 2.82/7.52/9.38 亿元，分别同比增长 32%/167%/25%；归母净利润 63/202/254 百万元，分别同比增长 29%/223%/26%；EPS 分别为 0.46/1.07/1.34 元，对应 PE 分别为 81/35/27 倍。

3.2、投资建议

- 我们认为公司为国内 AFC 设备龙头，目前在手订单充裕，轨交运营里程建设高峰保障主业增长；拟收购标的国政通是大数据交易领域第一梯队企业，客户覆盖国内全部通信运营商及大部分银行，应用场景向互联网金融等多领域拓展，处于高速发展期。我们维持公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 50-55 元。

风险提示

- 收购事项的审批风险；轨交建设投资不达预期；应收账款及存货过高的风险。

图表 27：华铭智能分产品收入预测

项目	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
AFC售检票系统及设备						
销售收入（百万元）	157.40	163.34	183.64	240.00	300.00	360.00
增长率 (YOY)	12.73%	3.77%	12.43%	30.69%	25.00%	20.00%
毛利率	51.13%	49.56%	42.65%	37.00%	38.00%	38.00%
占总销售额比重	86.70%	87.31%	86.04%	85.11%	39.88%	38.39%
占主营业务利润比重	88.12%	89.14%	89.59%	86.50%	36.51%	35.19%
技术服务						
销售收入（百万元）	24.14	23.73	29.80	42.00	55.00	69.00
增长率 (YOY)	33.74%	-1.70%	25.58%	40.94%	30.95%	25.45%
毛利率	44.93%	41.56%	30.54%	33.00%	34.00%	35.00%
占总销售额比重	13.30%	12.69%	13.96%	14.89%	7.31%	7.36%
占主营业务利润比重	11.88%	10.86%	10.41%	13.50%	5.99%	6.21%
国政通						
销售收入（百万元）				344.51	397.18	508.73
增长率 (YOY)					15.29%	28.09%
毛利率				63.23%	45.21%	44.77%
占总销售额比重				122.17%	52.80%	54.25%
占主营业务利润比重				212.19%	57.50%	58.60%

来源：wind，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	182	187	213	282	752	938							
增长率		3.1%	14.1%	32%	166.7%	24.7%							
主营业务成本	-90	-96	-126	-175	-434	-542							
%销售收入	49.7%	51.5%	59.0%	61.9%	57.7%	57.8%							
毛利	91	91	87	107	318	396							
%销售收入	50.3%	48.5%	41.0%	38.1%	42.3%	42.2%							
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-4	-5							
%销售收入	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%							
营业费用	-6	-6	-7	-8	-32	-42							
%销售收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.0%	4.2%	4.5%							
管理费用	-26	-27	-35	-39	-71	-84							
%销售收入	14.1%	14.2%	16.2%	14.0%	9.5%	9.0%							
息税前利润(EBIT)	59	57	45	58	211	265							
%销售收入	32.7%	30.6%	21.1%	20.6%	28.1%	28.2%							
财务费用	0	1	1	3	4	9							
%销售收入	-0.1%	-0.6%	-0.7%	-1.2%	-0.5%	-1.0%							
资产减值损失	-10	-19	-6	-8	-12	-14							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0							
投资收益	5	5	6	8	9	10							
%销售收入	7.6%	10.7%	11.3%	11.2%	4.0%	3.5%							
净利润前利润	59	57	45	58	211	265							
营业利润	54	45	47	61	213	269							
营业利润率	29.9%	24.0%	22.0%	21.7%	28.3%	28.7%							
营业外收支	6	5	8	10	12	13							
税前利润	60	50	55	71	225	282							
利润率	33.3%	26.7%	25.9%	25.2%	29.9%	30.1%							
所得税	-9	-8	-7	-9	-22	-28							
所得税率	14.3%	15.3%	12.3%	12.0%	10.0%	10.0%							
净利润	52	42	48	63	202	254							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	52	42	49	63	202	254							
净利率	28.5%	22.6%	22.8%	22.2%	26.9%	27.1%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	52	42	48	63	202	254	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.003	0.307	0.353	0.455	1.068	1.342
非现金支出	13	22	9	12	18	24	每股净资产	4.819	3.659	4.011	4.416	8.806	10.418
非经营收益	-6	-8	-8	-17	-19	-23	每股经营现金流	0.725	-0.194	0.049	-0.438	1.009	1.539
营运资金变动	-21	-83	-42	-117	-47	-20	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.050	0.050	0.050
经营活动现金净流	37	-27	7	-60	154	235	回报率						
资本开支	-3	-12	-5	-30	-27	-32	净资产收益率	20.82%	8.40%	8.79%	10.30%	15.02%	15.96%
投资	70	-4	-41	-1	-518	0	总资产收益率	12.97%	6.15%	6.46%	7.22%	12.38%	13.03%
其他	5	4	6	8	9	10	投入资本收益率	20.44%	9.61%	7.12%	7.61%	14.13%	14.94%
投资活动现金净流	72	-11	-40	-23	-536	-22	增长率						
股权筹资	0	229	1	0	543	0	主营业务收入增长率	15.13%	3.05%	14.09%	32.12%	166.73%	24.67%
债权筹资	0	0	0	63	-63	1	EBIT增长率	7.28%	-3.70%	-21.39%	29.29%	263.86%	25.17%
其他	-20	-15	0	-9	-10	-8	净利润增长率	5.43%	-18.28%	14.70%	28.96%	222.73%	25.67%
筹资活动现金净流	-20	214	1	54	470	-7	总资产增长率	4.83%	72.33%	9.10%	15.46%	88.23%	19.37%
现金净流量	89	176	-32	-29	89	206	资产管理能力						
							应收账款周转天数	198.5	250.0	262.5	240.0	140.0	135.0
							存货周转天数	501.7	529.9	531.2	480.0	210.0	180.0
							应付账款周转天数	129.1	177.5	184.2	100.0	70.0	70.0
							固定资产周转天数	36.5	32.7	23.9	20.3	12.3	14.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-53.24%	-61.22%	-50.49%	-30.72%	-25.14%	-34.15%
							EBIT利息保障倍数	-360.9	-49.4	-32.0	-17.0	-52.5	-29.1
							资产负债率	37.71%	26.82%	26.36%	29.80%	17.55%	18.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-10-20	买入	35.28	58.00~62.00
2	2016-10-28	买入	34.34	58.00~62.00
3	2017-03-08	买入	34.09	48.00~52.00

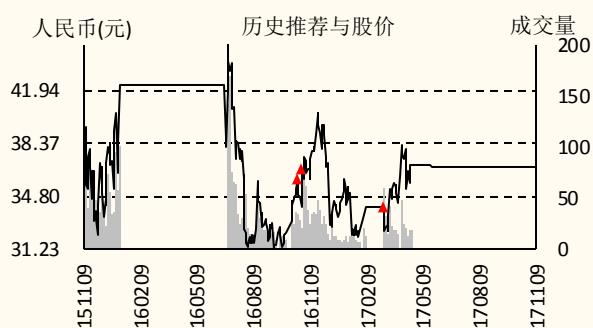
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH