

佳讯飞鸿 (300213)

证券研究报告

2018年08月04日

内外兼修稳打稳扎，打造智能指挥产业链

核心观点：

指挥调度领军企业，营收净利增长迅速。

2017年，公司实现营收11.73亿元，同比+11.85%，归母净利润1.16亿元，同比+12.60%。2012-2017年营收CAGR为22.13%，同期归母净利润CAGR为36.48%。公司2018Q1营收2.48亿元，同比+34.61%，总体来看，公司发展势头良好。

国防领域布局已久，“军民融合”助力公司发展。

国防行业有严格的准入机制，进入壁垒较高。国防市场是公司成立之初就确定的除铁路市场之外的另一个重要市场。在“军民融合”上升为国家战略的背景下，公司参与了多项国家重点项，如2013年，公司自主研发的“FH9000人工智能话务台”为“嫦娥三号”提供了优良的通信保障；2017年，公司提供台式和机动式智能人工务系统及设备保障建军90周年阅兵式的通信顺畅等。2015年，公司收购威标至远16.67%股权。这将加速公司产品和技术在国防领域的拓展应用，进一步完善公司在国防军工领域的布局。

2017年，国防领域占公司营业收入的比重从以前的8%左右到如今接近11%，在国防行业的收入更是首次突破亿元，同比+65.89%，2013年到2016年的CAGR为22.44%，可见公司看好国防市场，这也是公司未来发展的重点所在。

“金关工程”持续推进，收购航通智能打开海关市场。

随着“金关一期”、“金关二期”的实施，我国海关信息化建设高速发展。正是看好“金关”工程带来的红利，2014年公司收购航通智能100%股权，开拓了空白的海关行业市场，此后公司在监管、口岸通关、物流信息化集成领域占有率稳居第一。2017年，航通智能实现营业收入1.9亿元，净利润0.23亿元，分别占公司营业收入和净利润的16.20%和19.27%。

2014年海关行业占营业收入不到6%，2015年出现了质的飞跃，此后海关行业占营业收入均在20%上下波动。我们认为，除了国防领域外，海关行业将是未来公司发展的另一个重点方向。

盈利预测与投资评级：预计公司未来三年的营收分别为13.56\16.95\22.10亿元，归母净利润为1.60\1.91\2.40亿元，EPS 18E为0.27元/股，采用万得对7个可比公司PE的一致预测，取算术平均29.92x作为公司的18e-PE，目标价定为8.08元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：交通基建、国防等领域投资放缓；业务整合进展不及预期；行业增速不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,048.35	1,172.62	1,355.69	1,694.52	2,209.17
增长率(%)	3.54	11.85	15.61	24.99	30.37
EBITDA(百万元)	120.65	121.34	193.57	231.35	297.22
净利润(百万元)	103.21	116.21	159.72	191.11	239.68
增长率(%)	24.45	12.60	37.44	19.65	25.42
EPS(元/股)	0.17	0.20	0.27	0.32	0.40
市盈率(P/E)	33.89	30.10	21.90	18.30	14.59
市净率(P/B)	2.17	1.81	1.71	1.60	1.48
市销率(P/S)	3.34	2.98	2.58	2.06	1.58
EV/EBITDA	59.76	32.20	12.24	12.17	8.16

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	5.88元
目标价格	8.08元

基本数据

A股总股本(百万股)	594.93
流通A股股本(百万股)	385.82
A股总市值(百万元)	3,498.17
流通A股市值(百万元)	2,268.60
每股净资产(元)	3.27
资产负债率(%)	34.00
一年内最高/最低(元)	10.88/5.63

作者

邹润芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 指挥调度行业领军，内外兼修大有可为	4
1.1. 指挥调度领军，市场地位前列	4
1.2. 股权结构相对分散	5
1.3. 营收净利迅速增长，主营业务占比突出	5
2. 传统业务围绕“智慧指挥全产业链”开展	7
2.1. 稳打稳扎深耕交通行业	7
2.1.1. 交通基建投资保持高位，带动铁路设备需求增长	7
2.1.2. 内生外延两翼并重，拥有绝对竞争力	8
2.2. 布局国防行业多年	10
2.2.1. 军民融合重点推进，国防支出催生万亿市场空间	10
2.2.2. 不忘初心，大力拓展国防领域	11
2.3. 通过收购开拓海关行业	13
2.3.1. “金关工程”带来对指挥调度系统的巨大需求	13
2.3.2. 投资航通智能，开拓空白的海关市场	13
2.4. 能源行业稍有涉足	14
2.4.1. 能源行业对调度指挥和应急处理系统要求较高	14
2.4.2. 多方面涉足能源行业，有望进一步开拓市场	15
3. 通过收购进行新兴业务布局	15
3.1. 收购臻迪科技，进军无人机市场	15
3.2. 增资通用机器人，布局工业机器人领域	17
4. 盈利预测与评级	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：佳讯飞鸿护航天宫二号成功发射	5
图 2：公司股权结构图	5
图 3：近 6 年公司营业收入及其增长情况	6
图 4：近 6 年公司归母净利润及其增长情况	6
图 5：近 6 年公司毛利率和净利率情况	6
图 6：近 6 年公司三大费用率情况	6
图 7：近 6 年公司营业收入分行业情况	6
图 8：近 6 年公司各行业营收占总营收比重情况	6
图 9：春运期间铁路客运量增速长期保持在 10%以上	7
图 10：铁路在春运客运量中的占比仅为 12%左右	7
图 11：全国铁路营业里程	7
图 12：中长期铁路规划	7

图 13: 我国铁路总投资金额.....	8
图 14: 铁路固定资产投资增速与 GDP 增速出现的两次背离.....	8
图 15: 历年新开工铁路项目数.....	8
图 16: 济南天龙产品介绍.....	9
图 17: 进一步引入社会资本、推进资本层面军民融合的三方面措施.....	10
图 18: 民参军企业营收占全行业比重的历史数据.....	10
图 19: 2018 年 Q1 民参军企业营收占全行业比重.....	10
图 20: 2001-2018 年我国军费预算.....	11
图 21: 威标至远产品介绍.....	12
图 22: 2012-2017 年公司在国防行业营业收入情况.....	12
图 23: 海关金关工程架构图.....	13
图 24: 航空智能产品与解决方案.....	14
图 25: 2013-2017 年航空智能业绩表现.....	14
图 26: FH-V088 系统架构.....	15
图 27: 中国无人机行业市场规模预测 (亿美元).....	16
图 28: 臻迪科技的无人机产品.....	16
图 29: 2013-2017 年臻迪科技营业收入及变动情况.....	17
图 30: 2013-2017 年臻迪科技净利润及变动情况.....	17
图 31: 全球及中国工业机器人销量.....	17
图 32: 中国工业机器人市场规模预测.....	18
图 33: 中国工业机器人销量预测.....	18
图 34: 公司分板块业绩预测情况.....	18
图 35: 平均 PE 估值.....	19
表 1: 佳讯飞鸿产品介绍.....	4

1. 指挥调度行业领军，内外兼修大有可为

1.1. 指挥调度领军，市场地位前列

北京佳讯飞鸿电气股份有限公司是一家专注于通信、信息领域的新技术及新产品的自主研发与生产，并实现规模销售的通信设备及解决方案提供商，为用户提供技术支持、产品销售、售后跟踪服务以及系统技术保障等服务。公司成立于 1995 年初，2011 年 A 股上市（股票代码：300213），截至目前，公司注册资金达 5.95 亿元，客户遍布全球 10 多个国家。

公司的产品可分为指挥调度类、智能应用类、行业物联网应用类、维保服务类，其中指挥调度类产品占收入比重最大，为 63.96%。

表 1：佳讯飞鸿产品介绍

产品分类	典型产品	功能介绍
调度指挥	MDS3400 调度指挥系统	集语音和数据业务应用为一体，可以满足各行业指挥调度的需求和满足大中小型企事业单位不同建设规模的需求。
	MDS6800 可视化调度指挥系统	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，将语音通信、数据通信和视频通信相结合。
综合监控	IMS8000 综合视频监控系统	采用目前最新的 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。
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。
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自然灾害和突发事故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。
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：公司官网，天风证券研究所

成立以来，公司承担了多项国家重点项目，包括但不限于中国人民解放军建军 90 周年阅兵、国庆 60 周年阅兵通信保障、中国人民抗日战争暨世界反法西斯胜利 70 周年阅兵通信保障、“神舟系列、天宫系列、嫦娥系列”载人航天飞行及交会对接通信保障、“长城二号”国家反恐智慧系统项目、青藏铁路指挥调度和应急通信项目、全球首例基于 4G 通信重载组合列车集群调度项目、世界运能最大煤运专线（大秦线）综合视频监控项目、中石油管道公司应急通信系统项目等；同时公司还跟随国家“一带一路”倡议走出海外，承接了多项国际重大铁路项目，包括但不限于尼日利亚城铁通信系统集成项目、土库曼斯坦铁路调度通信系统项目、伊朗德黑兰地铁调度通信系统项目、越南铁路调度通信系统项目、肯尼亚铁路通信系统项目等。

图 1：佳讯飞鸿护航天宫二号成功发射



资料来源：网易航空，天风证券研究所

1.2. 股权结构相对分散

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 人为主要发起人。2018 年 5 月 29 日，公司发布公告称，林菁、郑贵祥、王翊、刘文红、韩江春在公司的一致行动关系于 2018 年 5 月 19 日到期后解除。林菁、郑贵祥于 2018 年 5 月 25 日签署《一致行动协议》，林菁、郑贵祥达成一致行动人关系，有效期 36 个月，自 2018 年 5 月 25 日起至 2021 年 5 月 24 日止。林菁和郑贵祥为公司的实际控制人。从股权结构来看，佳讯飞鸿是纯粹的民企，在“军民融合”战略的大背景下，公司积极将业务开拓至军用领域，实现企业的腾飞。

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3. 营收净利迅速增长，主营业务占比突出

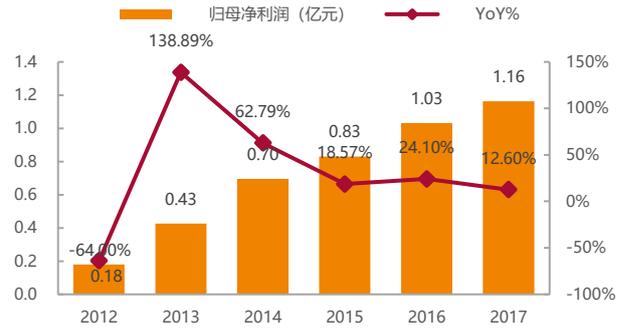
公司近 6 年的营业收入和归母净利润保持增长态势。2017 年公司营业收入为 11.73 亿元，同比增长 11.85%，归母净利润为 1.16 亿元，同比增长 12.60%。2012-2017 年营业收入的 CAGR 为 22.13%，同期归母净利润的 CAGR 为 36.48%。从总体上看，公司的盈利能力较强，具有较为乐观的长期发展能力。

图 3：近 6 年公司营业收入及其增长情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

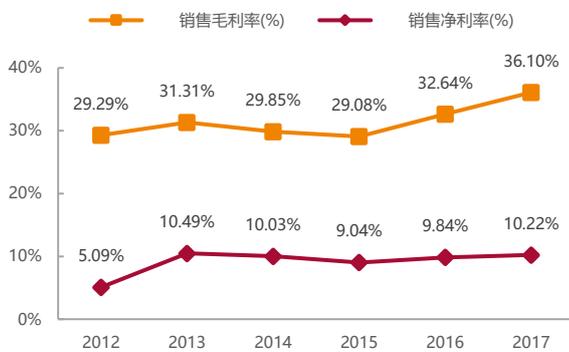
图 4：近 6 年公司归母净利润及其增长情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

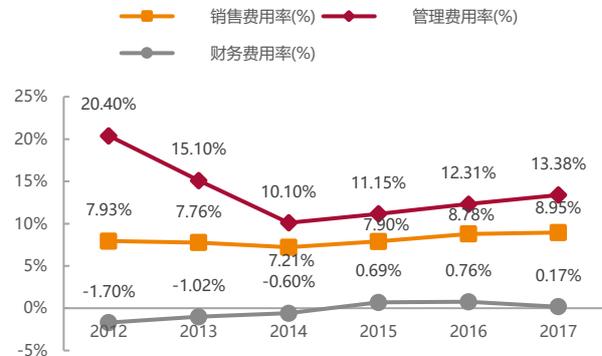
毛利率呈改善态势，三大费用率近年平稳，净利率水平保持稳定。公司毛利率、净利率在 2013 至 2015 年间有所下降，但现已迅速回升。

图 5：近 6 年公司毛利率和净利率情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

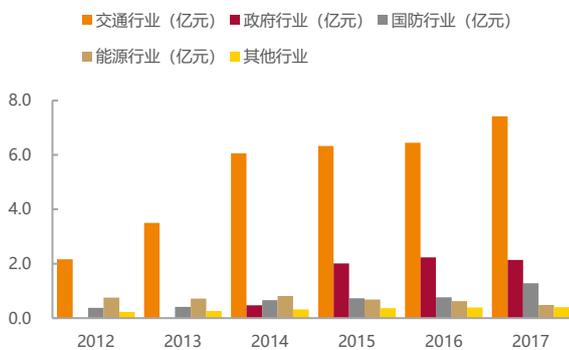
图 6：近 6 年公司三大费用率情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

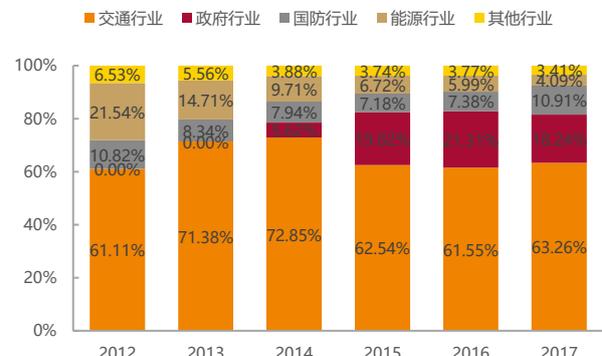
公司收入的主要来源于交通行业。公司目前业务可划分为交通行业、政府行业、国防行业、能源行业和其他行业五个部分。交通行业是公司的传统优势行业，特别是在铁路领域，公司拥有绝对竞争优势，交通行业也是公司营业收入的主要来源，占公司营业收入接近 70%；在国防领域，公司的系统解决方案得到广泛应用，始终保持稳定的增长态势，为我国国防信息化建设贡献力量；在政府及海关领域，多种产品市场占有率位居前列；在能源领域，公司产品在中石油、电力、水利等细分行业得到用户广泛认可。

图 7：近 6 年公司营业收入分行业情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 8：近 6 年公司各行业营收占总营收比重情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

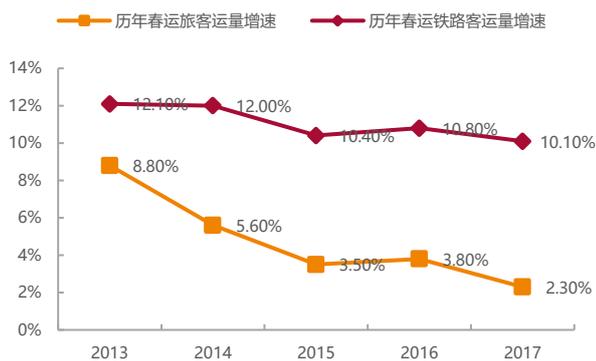
2. 传统业务围绕“智慧指挥全产业链”开展

2.1. 稳打稳扎深耕交通行业

2.1.1. 交通基建投资保持高位，带动铁路设备需求增长

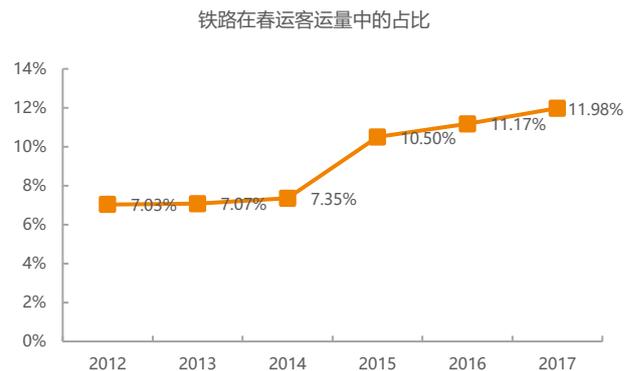
从运量数据来看，铁路仍是我国最具备成长潜力的交通方式之一。尽管我国整体的旅客运输量增速已步入 2-3%左右的低增速时代，但是铁路客运增速仍在 10%以上，并且铁路客运占总旅客运输量比例仅为 12%-13%左右。铁路相对于传统公路运输方式而言性价比更高，伴随着我国铁路网的走向完善、铁路客运定价机制走向灵活、常旅客卡等激励措施走向成熟，铁路客运仍有巨大的增长空间。

图 9：春运期间铁路客运量增速长期保持在 10%以上



资料来源：国家铁路总局，天风证券研究所

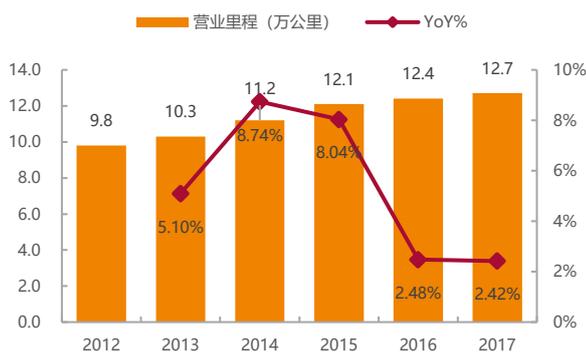
图 10：铁路在春运客运量中的占比仅为 12%左右



资料来源：发改委，天风证券研究所

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》，我国将构筑“八纵八横”高速铁路主通道。到 2020 年，一批重大标志性项目建成投产，铁路网规模达 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。到 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。

图 11：全国铁路营业里程



资料来源：国家铁路总局，天风证券研究所

图 12：中长期铁路规划



资料来源：发改委，天风证券研究所

充当政府对冲宏观经济增速下降的投资手段是铁路行业的首要发展规律。铁路行业会表现出较强的抗经济周期属性。铁路目前为止的两个线路投建高峰分别为 2008-2010 年、2013-2015 年，对应经济下行周期。

2008-2010 年、2013-2015 年这两个周期内，铁总投资金额同比大幅增长，与 GDP 增速呈现明显反向变动，期间内新开工项目分别达到了 264、172 个，明显优于 2011-2012 年。（2011-2012 年由于温甬事故及铁道部领导人受查等事件影响，铁路建设受到压制）。

基建先行，5 年左右之后带动设备需求是铁路行业发展的另一条重要规律，且一般以国家

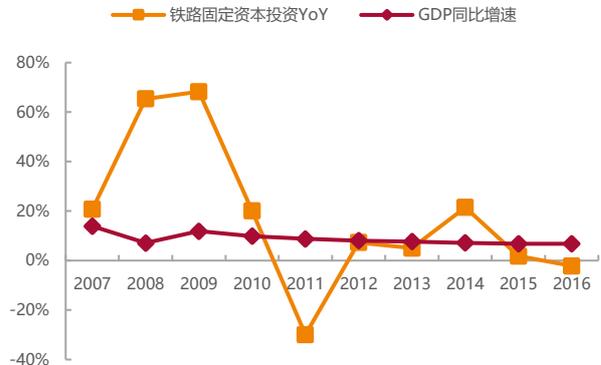
每个五年计划作为一个周期。我国铁路建设的第一个高峰是 2008-2010 年,对应 2014-2015 年通车高峰;我们推测基建的第二个高峰为 2013-2015 年,对应 2018-2020 年第二轮通车高峰。

图 13: 我国铁路总投资金额



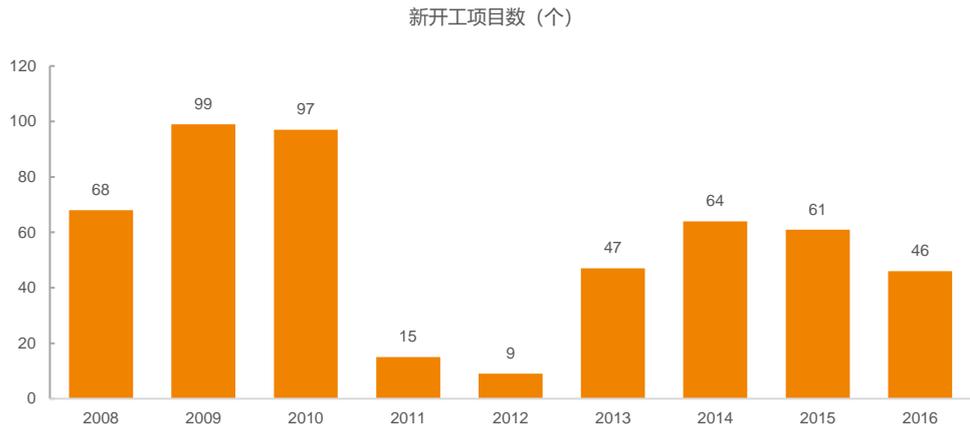
资料来源: 历年铁路公报, 天风证券研究所

图 14: 铁路固定资产投资增速与 GDP 增速出现的两次背离



资料来源: 历年铁路公报, 天风证券研究所

图 15: 历年新开工铁路项目数



资料来源: 历年铁路公报, 天风证券研究所

综上所述, 我们认为, 需重视铁路基建的高峰带来未来两年的相关铁路设备需求的增长, 作为铁路行业指挥调度系统的领军企业, 公司的产品在未来的两年将会有比较大的需求, 值得期待。

2.1.2. 内生外延两翼并重, 拥有绝对竞争力

公司从成立之日起就深耕交通行业, 尤其是铁路领域, 经过 20 多年的发展, 公司在交通行业拥有绝对的竞争力。公司不仅依靠自身多年的技术和客户积累稳固其在交通领域的地位, 还通过外延并购拓展新市场空间。

公司自主研发的产品被广泛应用。公司通过自主研发先后推出了 MDS3400 调度指挥系统, MDS6800 多媒体调度指挥系统, FH-V088 应急通信系统, 隧道应急电话、区间光通信系统、IMS8000 综合视频监控系統, IMS6000 铁路防灾安全监控系统等解决铁路行业面临难题, 满足铁路应用需求的产品, 并广泛应用在国内铁路行业。公司还响应国家走出国门的号召, 积极参与国际铁路通信市场竞争, 不仅收获了欧盟 CE&ROHS 等多个国际市场准入证书, 还成功积累了服务俄罗斯、安哥拉、乌兹别克斯坦、古巴、蒙古等多个国家铁路建设的宝贵经验。参与了俄罗斯 GSM-R 铁路实验线、越南南方、北方铁路、安哥拉铁路、

乌兹别克铁路等多条国外铁路调度通信系统建设。

为适应铁路综合数字网的建设要求，公司曾参与了铁道部 GSM-R 相关技术标准的制定，并率先实现产品化，实现了 GSM-R 系统中的固定用户接入（FAS）。在中国，公司生产的数字调度设备已经装备了全国 15 个铁路局，覆盖全国铁路 5000 多个车站，成功应用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----哈大线项目、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性意义的铁路线上。成为国内铁路数字调度领域最大的供货商。

并购竞争对手拓展通信市场。公司于 2012 年实现了对济南天龙的并购，并在相继在 2015 年和 2016 年完成对济南天龙剩余股权的收购。济南天龙原来是公司的竞争对手，是一家以铁路数字通信设备和铁路信号控制设备为主导产品，集设计、开发、生产、销售、安装和服务于一体的公司。通过本次收购，公司迅速进入铁路信号控制领域。

图 16：济南天龙产品介绍



资料来源：济南天龙官网，天风证券研究所

公司于 2016 年和 2017 年分别完成对六捷科技 30%和 55.13%的股份收购，目前累计持有六捷科技 85.13%的股份。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，聚焦于轨道交通行业及通信信息领域的技术应用创新，持续在移动通信、宽带无线通信和信息领域开展新技术开发、产品制造以及系统集成，其产品主要面向铁路和城市轨道交通行业，主要包含 GSM-R 网络接口监测系统、铁路信息系统网关、重载铁路运输解决方案、GSM-R 网络数据节点及 GSM-R 网络优化等五大产品系列，共计 30 余款产品，并在全国 17 个铁路局得到广泛应用。通过本次交易，公司不但能快速介入智能化运维服务业务，进一步完善公司的产业链并增加服务种类，还能与六捷科技共享客户资源，增强各自产品向对方已有客户渗透的能力。

2017 年，公司、智能研究院（公司的全资子公司）和六捷科技共同研发的下一代调度通信系统已取得了关键性进展，该平台构建了“大智移云物”的云计算和大数据基础平台，将既有的 GSM-R 应用移植到了 LTE-R，实现了基于 LTE-R 和全 IP 技术的下一代调度通信系统，实现了基于北斗技术的智能感知，构建了 LTE-R 和下一代调度系统的总体架构和组网，攻克和研发关键技术，定义标准流程，确保了公司的技术领先优势。

我们认为，公司将持续保持在交通行业的领先地位。首先，公司立足客户实际需求，以数字调度、隧道应急、防灾、信号监测、传输等产品解决方案为主，挖掘既有市场存量；同时，加速推进防灾大数据、下一代智慧指挥调度等应用，布局新的增长点；其次，公司在

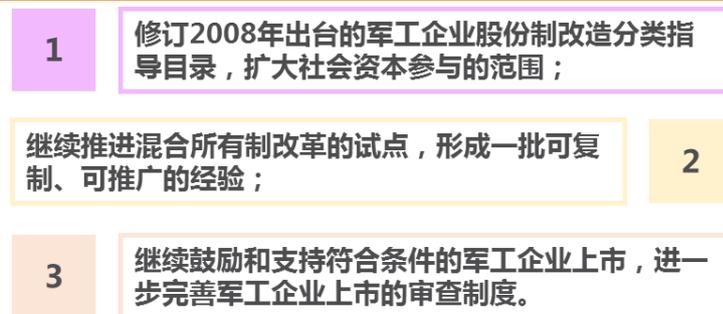
保持铁路和轨道交通行业既有存量市场稳步增长的同时，积极布局民航、公路等行业，进一步拓宽了公司的业务范围，提高了公司的市场竞争力，提升了公司的经营业绩；再次，铁路投资规模在未来几年将维持高位，“八横八纵”铁路线建设将会带来巨大的后期服务市场规模；最后，公司依靠多年来自身的积累以及济南天龙和六捷科技的成熟技术和良好口碑，能够进一步拓展业务和市场，提升竞争力从而带来新的利润增长点。

2.2. 布局国防行业多年

2.2.1. 军民融合重点推进，国防支出催生万亿市场空间

早在 2014 年 4 月，工信部公布《促进军民融合式发展的指导意见》，提出到 2020 年，形成较为健全的军民融合机制和政策法规体系，并提出了进一步推动军工开放式发展的工作重点，强调了军民资源共享、有机互动、有效转化的迫切需要，明确了大力发展军民结合产业的有效支撑；2015 年，“十三五”规划明确提出，实施军民融合发展战略，形成全要素、多领域、高效益的军民深度融合发展格局；2016 年 3 月，中共中央政治局召开会议，审议通过《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》《长江经济带发展规划纲要》，首次把军民融合发展上升为国家战略；2017 年，党的十九大报告将军民融合发展战略作为坚定实施的七大发展战略之一，明确要求更加注重军民融合，形成军民融合深度发展格局，构建一体化的国家战略体系和能力。

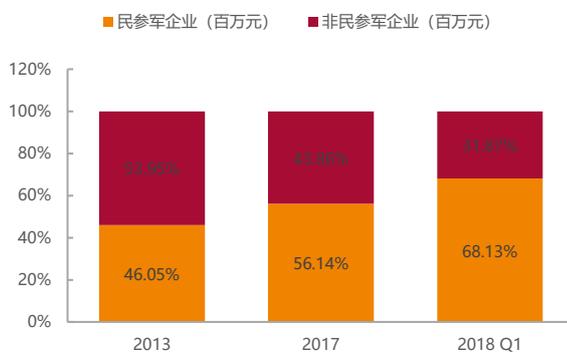
图 17：进一步引入社会资本、推进资本层面军民融合的三方面措施



资料来源：国务院，国防科工局官网，天风证券研究所

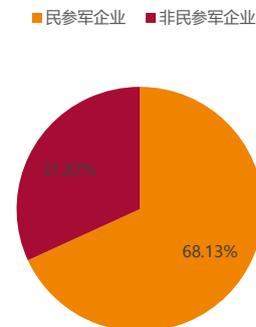
2013 年，民参军企业的营业收入占军工全行业的比重为 46.05%，至 2018 年第一季度，民参军企业的营业收入占军工全行业的比重已高达 68.13%，进一步表明了军民融合策略为民企带来的广阔前景。

图 18：民参军企业营收占全行业比重的历史数据



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：2018 年 Q1 民参军企业营收占全行业比重

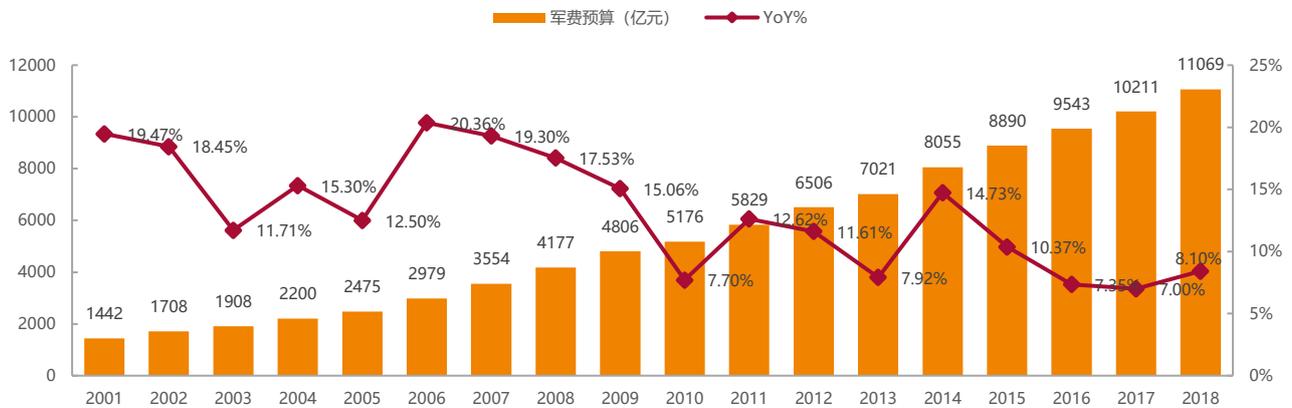


资料来源：wind，天风证券研究所

随着世界格局变化不断，我国周边安全形势日趋复杂，南海争端持续发酵，朝核问题愈演愈烈，加强国防与军队建设已经成为和平发展的必要条件。财政部在《关于 2017 年中央

和《地方预算执行情况与 2018 年中央和地方预算草案的报告》中指出，2018 年，中国国防支出将增长 8.1%，达到 11069.15 亿元人民币。

图 20：2001-2018 年我国军费预算



资料来源：财政部，天风证券研究所

国防支出的增长无疑带来了巨大的市场空间，但同时也带来了不少竞争者。如海格通信在无线通信领域已深耕 60 年，拥有完善的科研、生产、工程建设及售后保障服务体系，产品在国内外各类行业用户中广泛应用，产品通信频段涵盖长波、中波、短波、超短波、微波等频段，产品应用范围涵盖手持、背负和各种机动平台，是国内频段覆盖范围最广、设备制式最全的无线通信设备企业；以及烽火电子是我军航空机载内话通信系统研制生产行业龙头，产品装备全军各型飞机。

2.2.2. 不忘初心，大力拓展国防领域

国防市场是公司成立之初就确定的除铁路市场之外的另一个重要市场。公司在国防领域布局已久，早在 1997 年，公司就以 FH9000 智能人工话务台系统为切点正式进入国防市场。随后，公司的一系列产品如 FH98 系统指挥调度通信系统、FH-V088 应急指挥系统和 MDS3400 搜救指挥调度系统等均被应用于国防领域工程项目，其中 FH9000 和 MDS3400 已获得《国防通信网设备器材进网许可证》。

公司在国防领域深耕 20 余年，先后通过了 ISO9001 质量体系认证、军工产品质量体系认证、二级保密认证等国家资格认证，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市场准入证书，表明公司具有良好的资质，在国防的通信保障和指挥调度领域有巨大的发展潜力。

时至今日，公司在打造“数字国防”的道路上不断突破，继续跟进军民融合带来的各种变化，致力于为军队建设提供信息化、智能化的保障服务。公司曾参与了多项国家重点项，包括但不限于中国人民解放军建军 90 周年阅兵、国庆 60 周年阅兵通信保障、中国人民抗日战争暨世界反法西斯胜利 70 周年阅兵通信保障、“神舟系列、天宫系列、嫦娥系列”载人航天飞行及交会对接通信保障、“长城二号”国家反恐智慧系统项目等。

投资威标至远。2015 年 6 月，公司决定使用自有资金 4,800 万元以增资的方式投资北京威标至远科技发展有限公司，投资后取得该公司 16.67% 的股权。北京威标至远科技发展有限公司成立于 2007 年，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。威标至远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，科研院所防空武器装备研制试验和武器装备定型鉴定等领域。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弹演习应用。

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知名度及影响力。此次参股必将加速公司产品和技术在国防领域的拓展应用，进一步完善公司在国防军工领域的业务布局，提升公司在国防领域的核心竞争力。

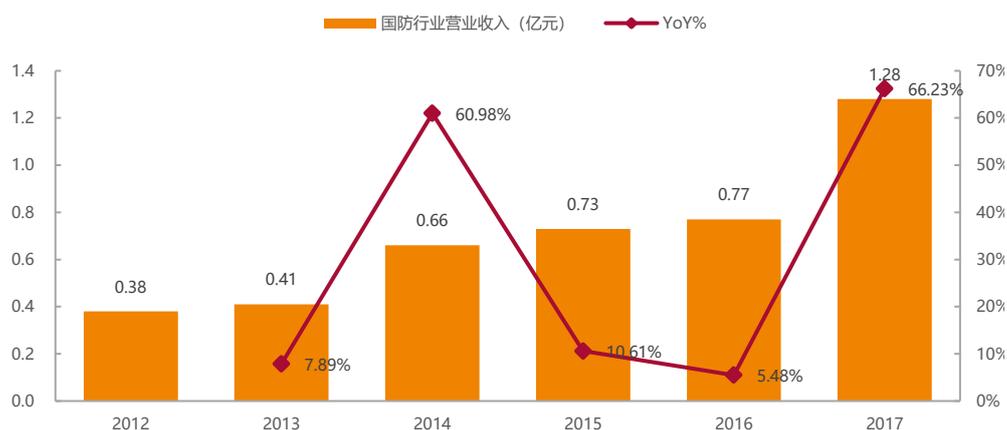
图 21：威标至远产品介绍



资料来源：威标至远官网，天风证券研究所

国防行业具有严格的准入机制，进入壁垒相对较高。公司依靠自身努力现已在国防领域占有一席之地，国防业务收入稳步提升，2017 年，公司国防行业收入首次突破亿元，同比增长 65.89%，2013 年到 2016 年的 CAGR 为 22.44%，在主营业务收入中的占比超过 10%。

图 22：2012-2017 年公司在国防行业营业收入情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

我们认为，伴随着军民融合政策的加速推进，以及未来几年万亿规模的国防安全支出，国防市场拥有巨大的发展潜力；同时公司本身早已在国防领域布局，在国防通信保障和指挥调度领域拥有成熟的技术和长期合作的客户，具有先发优势，对后期竞争者形成天然壁垒，外加国防行业的高利润性，由此可见，国防领域或将成为公司未来业绩增长的主要驱动因素之一。

2.3. 通过收购开拓海关行业

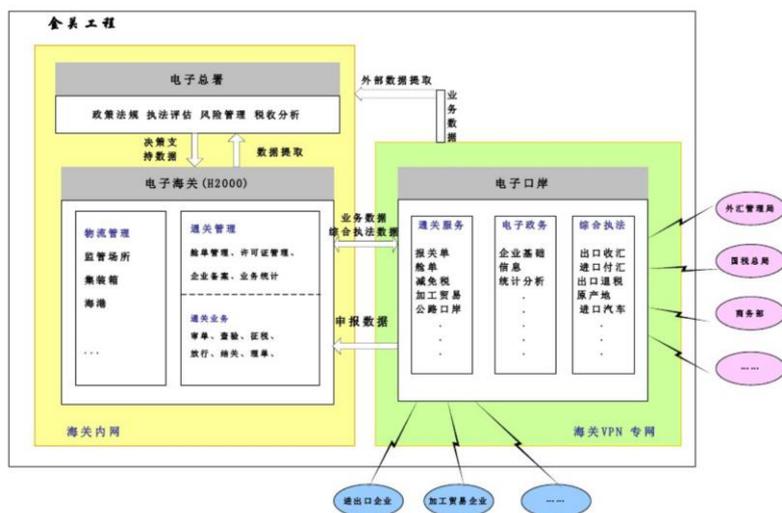
2.3.1. “金关工程”带来对指挥调度系统的巨大需求

伴随着我国“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”的国家级战略部署及持续投入，应用信息技术改造传统产业不断取得新的进展，各行业的信息化水平逐步提高。我国目前有直属海关机构 42 个，隶属海关机构 562 个，海关信息化市场存在较大的空间。

近年来，随着“金关一期”、“金关二期”的逐步实施，我国海关信息化建设高速发展，正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”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。实现进出口货物全过程可视化监控，对监控信息实时分析、风险研判、快速反应和应急处置，全面发挥海关在国家建设发展中的关境保护作用。形成进出口企业进出口信用评价体系及口岸通关差别化管理机制，推动口岸各部门信息共享，准确核查企业进出口申报的真实性，有效改善进出口贸易秩序。进一步优化保税货物的备案、通关、核销流程，实现先进的与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 23：海关金关工程架构图



资料来源：新华网，天风证券研究所

2.3.2. 投资航通智能，开拓空白的海关市场

正是看好“金关”工程带来的红利，2014 年 6 月，公司收购航通智能 100% 股权，成功开拓了空白的海关行业市场。公司与航通智能均提供信息化系统产品与服务，双方业务类型相似；公司的客户集中在交通、国防、能源等领域，航通智能的客户集中在海关领域，双方市场领域不同；公司提供指挥调度系统，航通智能提供海关监管智能应用系统，双方产品互补；公司有更全面的技术和更高级别的资质，而航通智能在海关监管等细分市场上，更了解客户的需求并有良好的信誉和品牌，足以成为公司拓展海关领域业务的纽带。

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，标志公司在海关特殊监管区域信息化建设方面又迈出了重要的一步。

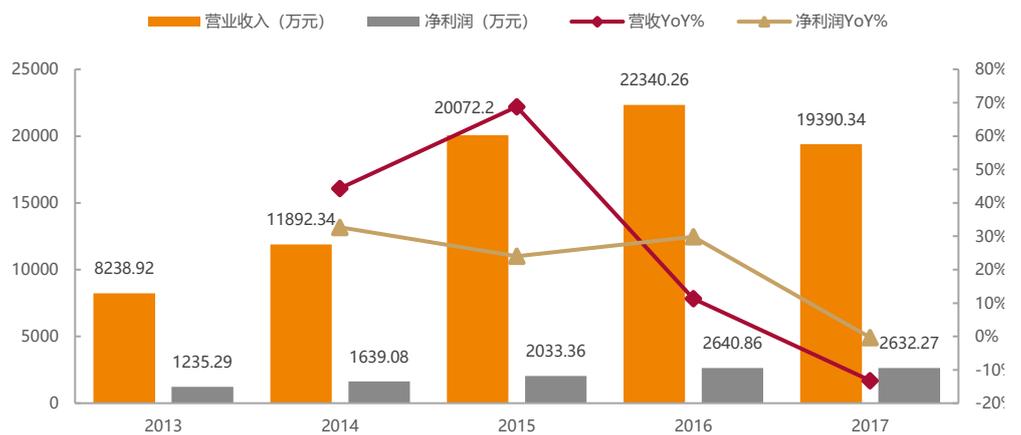
图 24：航空智能产品与解决方案



资料来源：航空智能官网，天风证券研究所

我们认为，公司收购与自己业务相似、市场不同、产品互补、更了解海关领域客户需求的航通智能，可以实现优势互补，并进入海关监管市场，是符合企业发展战略的合理选择。2017 年，航通智能实现营业收入 1.9 亿元，净利润 0.26 亿元，分别占母公司营业收入和净利润的 16.20%和 19.27%。

图 25：2013-2017 年航空智能业绩表现



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 能源行业稍有涉足

2.4.1. 能源行业对调度指挥和应急处理系统要求较高

能源行业具有高风险性的特点，面临严峻的安全形势。国家煤矿安全监察局局长黄玉治表示，2017 年，全国煤矿共发生事故 219 起、死亡 375 人，尽管煤矿安全生产工作取得明显成效，但仍存在重大事故时有发生、较大事故有所反弹、违法违规屡禁不止等问题。由于能源开采难度大，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。再者，能源通常都分布在地理环境比较复杂且恶劣的地点，安全事故一旦发生，破坏力大并且难以控制。因此，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。

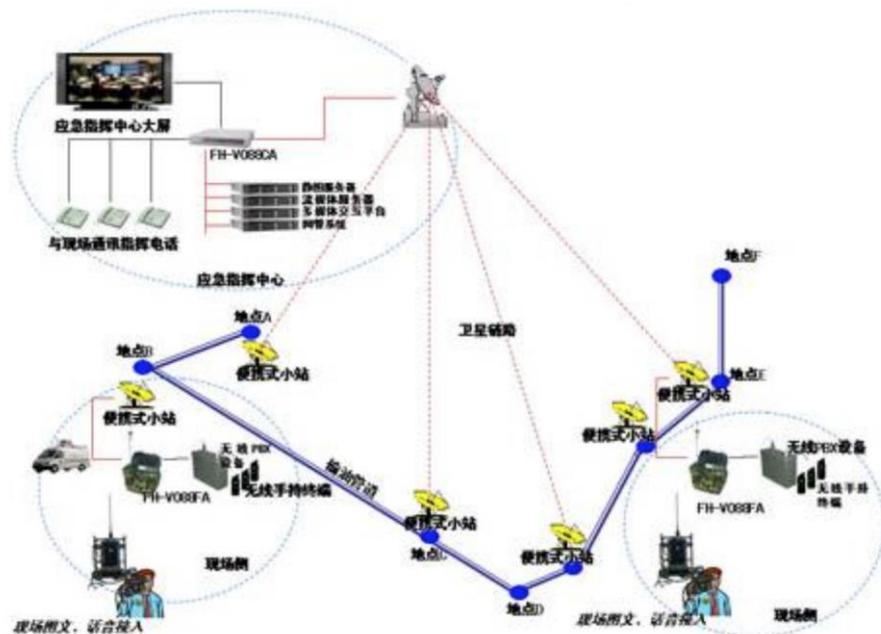
2.4.2. 多方面涉足能源行业，有望进一步开拓市场

在能源领域，公司的业务涉及电力、石油石化等行业。

在电力方面，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。

在石油石化方面，公司开发的 FH-V088 系统可用于油田应急抢险和日常勘探。在炼化企业，可用于全场应急通讯，突发事件后的应急指挥。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、油库等处的实景图像、语音通过石油的 IP 网传送至指挥中心，高效应急，减少损失。目前 FH-V088 应急通信系统已经在能源行业中得到广泛应用，如中石油西部管道应急指挥，中石油管道应急通信等项目。另外，公司开发的 MDS6800 可视化调度指挥系统可以为炼油、化工、油田、管道储运企业构建语音、视频、数据融合的调度通信网。使用户构建起来的调度通信网可以支持生产视频会议、调度电话、调度监控联动等调度业务，实现统一应用和管理的建设目标。在生产过程中应用高级的可视化指挥业务，大幅度提升生产效率。

图 26：FH-V088 系统架构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 通过收购进行新兴业务布局

3.1. 收购臻迪科技，进军无人机市场

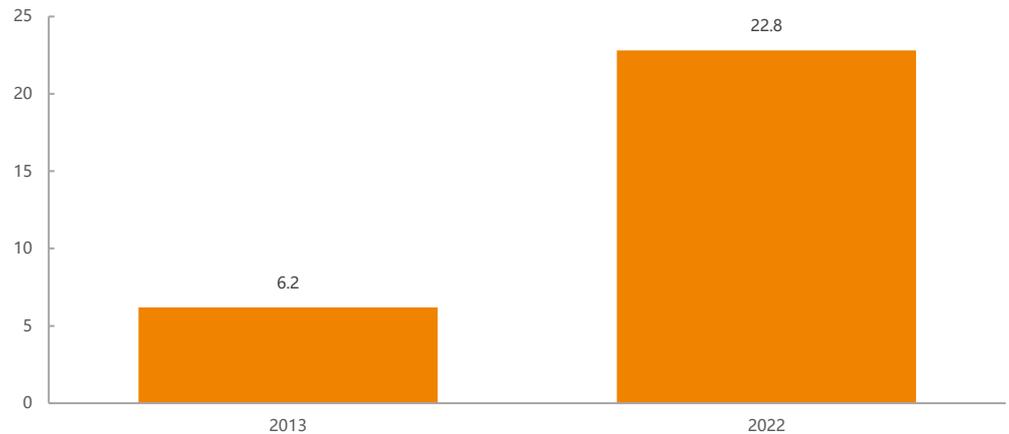
民用无人机产业是军民融合发展的新领域。民用无人机技术起源于军用无人机技术。随着军民融合国家战略的深化，快速发展的无人机技术和军民融合战略将会相辅相成，进而催生出一系列服务国民经济发展的种类齐全、功能多样、安全可靠的无人机产品，从而形成配套齐全的研发、制造、销售和产业的产业体系。

近年来，无人机已开始为民用市场显露头角，尤其是在农林植保和电力能源巡检领域，目前已表现出较为迫切的需求趋势，且具备较为可观的市场规模前景。在其他民用领域，无人机预计也将会在消防救灾、公安系统、国土测绘、气象环保监测、包裹派送等方面得到广泛应用。

2014 年中国民用无人机销售规模已经达到 40 亿元，预计到 2022 年，我国军用和民用无人机的市场规模将由 2013 年的 6.2 亿美元增至 22.8 亿美元，十年（2013-2022 年）需求

总额将超过 134 亿美元，十年复合增长 15.57%，表明无人机市场的发展潜力巨大。

图 27：中国无人机行业市场规模预测（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

公司于 2014 年、2015 年合计收购臻迪科技 22.19% 的股权，公司的无人机业务主要来源于此。臻迪科技成立于 2009 年，是一家专业提供智能无人系统、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，其产品广泛应用于电力巡检、公安边防、航拍测绘、农、林、畜牧业等领域。臻迪科技的无人机产品包括红外可见光一体挂载的四旋翼无人机 PowerQuad I、PowerQuad II、可在海拔 6000 米工作的无人直升机 PowerCopter、可连续飞行 12 小时的固定翼无人机等。其中，无人直升机 PowerCopter 是中国唯一一款使用涡轮轴发动机引擎的高海拔无人直升机。

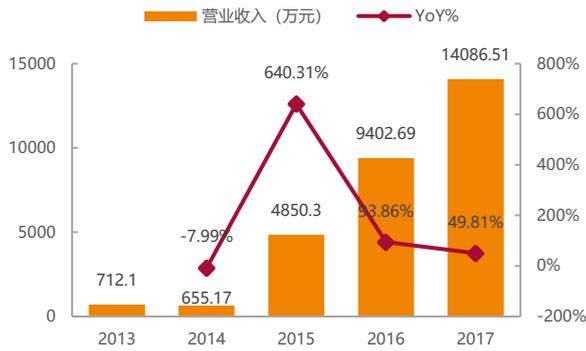
图 28：臻迪科技的无人机产品



资料来源：臻迪科技官网，天风证券研究所

我们认为，公司参股臻迪科技，一方面，公司将自己的业务触角伸向潜力巨大的无人机产业，开发未来潜在的业务增长点；另一方面，公司能直接而快速的获得无人机技术、大数据挖掘分析与智能可视化技术、虚拟仿真技术，为未来公司的扩张打下基础。

图 29：2013-2017 年臻迪科技营业收入及变动情况



资料来源：臻迪科技公告，天风证券研究所

图 30：2013-2017 年臻迪科技净利润及变动情况



资料来源：臻迪科技公告，天风证券研究所

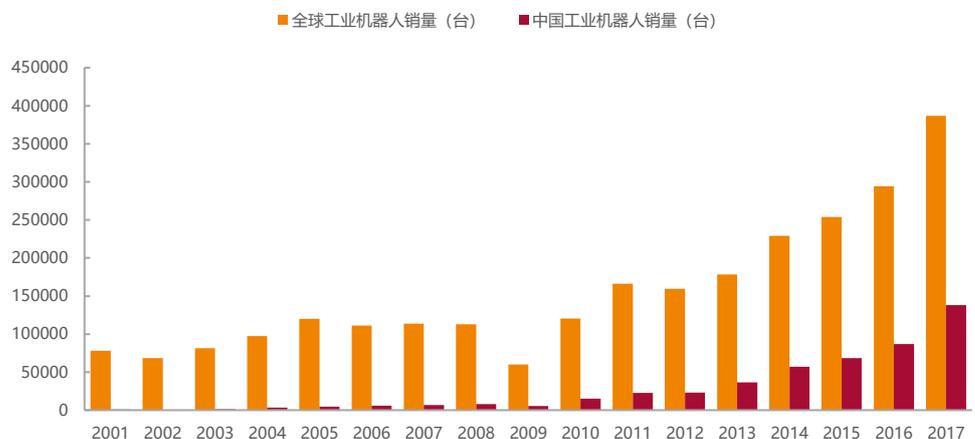
3.2. 增资通用机器人，布局工业机器人领域

2016 年 3 月，工业和信息化部、发展改革委和财政部联合印发的《机器人产业发展规划(2016-2020 年)》指出，机器人既是先进制造业的关键支撑装备，也是改善人类生活方式的重要切入点。无论是在制造环境下应用的工业机器人，还是在非制造环境下应用的服务机器人，其研发及产业化应用是衡量一个国家科技创新、高端制造发展水平的重要标志。到 2020 年，国产品牌工业机器人年产量预计要达到 10 万台。

自 1954 年世界上第一台机器人诞生以来，世界工业发达国家已经建立起完善的工业机器人产业体系，核心技术与产品应用领先，并形成了少数几个占据全球主导地位的机器人龙头企业。特别是国际金融危机后，这些国家纷纷将机器人的发展上升为国家战略，力求继续保持领先优势。近五年来，全球工业机器人销量年均增速超过 19.7%，2017 年销量达到 38.7 万台，同比增长 31.5%。与此同时，我国工业机器人销量同样大幅增长。2017 年，我国机器人销量 13.8 万台，这个数字超过了全球总销量的三分之一，同比增长 58.6%。

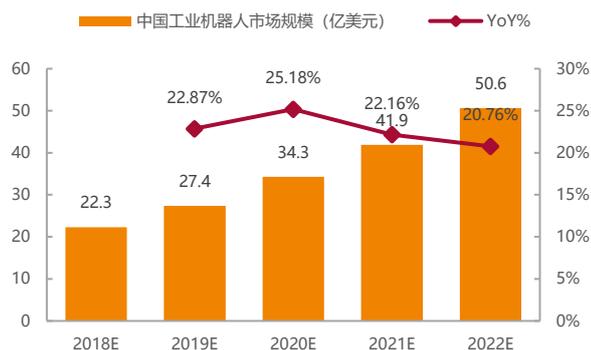
然而，就在我国工业机器人快速增长的同时，国产品牌市场占有率遭遇五年来的首次下跌。根据中国机器人产业联盟发布的数据，2017 年国产品牌工业机器人市场份额下降 6%，外资品牌工业机器人继续成为市场的主导力量。市场份额下降的原因包括需提高产能，需积累品牌实力以及减少核心部件对进口的依赖等。这或许不是短时间能够迅速解决的问题。国产品牌机器人虽然面临激烈竞争，但随着技术的进一步深化和市场的不断开拓，我们认为，未来国产机器人的发展还是十分值得期待的，毕竟我国机器人研发起步于 20 世纪 70 年代，并且进入规范化、产业化不过近 20 年，目前的中国，已经是工业机器人发展最好的时代。

图 31：全球及中国工业机器人销量



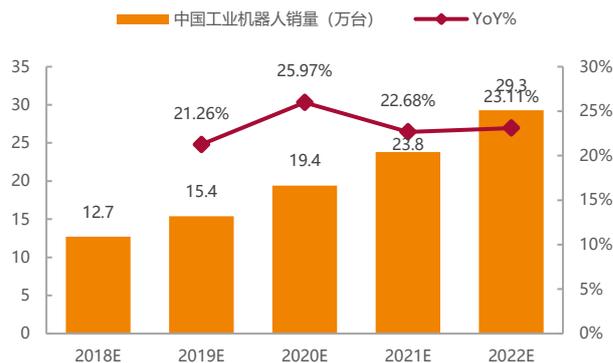
资料来源：wind，国际机器人联合会，天风证券研究所

图 32：中国工业机器人市场规模预测



资料来源：中投顾问产业研究中心，天风证券研究所

图 33：中国工业机器人销量预测



资料来源：中投顾问产业研究中心，天风证券研究所

2015年8月，公司使用自有资金1,094.85万元以增资的方式投资沈阳通用机器人技术股份有限公司，投资后取得该公司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，其公司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制定方案。

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。面对行业客户需求的不断提升，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”，能够增强公司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。本次投资将使公司的业务体系更加扩充和完善，促进公司向提供“产品+解决方案+运维服务+数据服务”综合解决方案提供商的转型，有利于扩大公司的竞争优势，增强公司的核心竞争力，有助于公司顺利实施打造“智能指挥”产业链的总体目标。

4. 盈利预测与评级

为了进一步分析并预测公司2018-2020年业绩情况，我们将公司营收按照行业情况分为四大类，包括交通行业，政府行业，国防行业，能源行业。每个板块的业绩增速情况如下表所示：

图 34：公司分板块业绩预测情况

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入合计 (亿元)	10.48	11.73	13.56	16.95	22.10
交通行业	6.45	7.42	8.90	10.68	12.82
政府行业	2.23	2.14	2.10	2.14	2.22
国防行业	0.77	1.28	2.18	3.81	6.78
能源行业	0.63	0.48	0.38	0.32	0.27
YoY%		11.93%	15.61%	24.99%	30.37%
交通行业		15.04%	20.00%	20.00%	20.00%
政府行业		-4.04%	-2.00%	2.00%	4.00%
国防行业		66.23%	70.00%	75.00%	78.00%
能源行业		-23.81%	-20.00%	-17.00%	-14.00%
营业收入占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
交通行业	61.55%	63.26%	65.66%	63.03%	58.02%
政府行业	21.28%	18.24%	15.46%	12.62%	10.07%
国防行业	7.35%	10.91%	16.05%	22.47%	30.67%
能源行业	6.01%	4.09%	2.83%	1.88%	1.24%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

根据上表中分板块营收假设我们计算得出，公司未来三年的营收分别为 13.56\16.95\22.10 亿元。根据模型其他假设我们预计，公司 2018E-2020E 净利润为 1.60\1.91\2.40 亿元，基本 EPS 为 0.27\0.32\0.40 元/股。

另外，我们对标军用通信和铁路通信板块 7 只核心标的，采用万得对这 7 只核心标的 18E-PE 的一致预测，我们计算得出 29.92x 的算术平均 PE 并作为公司的 18e-PE。结合 18 年 EPS 预测值 0.27 元/股，我们给予目标价 8.08 元/股，尚有 37.41% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图 35：平均 PE 估值（根据 2018 年 8 月 3 日收盘价）

代码	证券简称	18e PE
002465.SZ	海格通信	37.76
000561.SZ	烽火电子	36.21
002544.SZ	杰赛科技	27.28
300252.SZ	金信诺	24.53
600498.SH	烽火通信	33.82
000547.SZ	航天发展	27.48
300098.SZ	高新兴	22.35
平均PE估值		29.92

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

交通基建、国防等领域投资放缓；业务整合进展不及预期；行业增速不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	777.04	826.99	927.64	482.24	879.21
应收账款	595.17	934.24	516.46	1,296.83	1,067.18
预付账款	23.40	30.89	29.02	42.03	55.48
存货	133.40	155.95	176.96	240.71	302.20
其他	35.07	23.88	39.42	40.95	59.13
流动资产合计	1,564.07	1,971.96	1,689.50	2,102.76	2,363.20
长期股权投资	142.46	1.54	1.54	1.54	1.54
固定资产	159.48	161.48	176.49	211.49	245.49
在建工程	0.00	0.47	36.28	69.77	71.86
无形资产	94.92	117.97	100.52	83.07	65.62
其他	364.90	696.92	689.79	691.48	692.70
非流动资产合计	761.76	978.38	1,004.61	1,057.34	1,077.21
资产总计	2,325.83	2,950.33	2,694.11	3,160.10	3,440.41
短期借款	165.69	345.16	0.00	0.00	0.00
应付账款	329.56	365.85	418.25	603.03	703.42
其他	154.91	238.96	146.42	286.34	284.59
流动负债合计	650.16	949.97	564.67	889.37	988.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	62.14	53.73	61.47	59.11	58.10
非流动负债合计	62.14	53.73	61.47	59.11	58.10
负债合计	712.30	1,003.70	626.14	948.48	1,046.11
少数股东权益	(0.33)	16.82	23.66	28.26	36.09
股本	287.33	594.93	594.93	594.93	594.93
资本公积	889.55	810.43	810.43	810.43	810.43
留存收益	1,326.53	1,334.88	1,449.39	1,588.43	1,763.28
其他	(889.55)	(810.43)	(810.43)	(810.43)	(810.43)
股东权益合计	1,613.53	1,946.63	2,067.98	2,211.62	2,394.29
负债和股东权益总	2,325.83	2,950.33	2,694.11	3,160.10	3,440.41

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	103.12	119.84	159.72	191.11	239.68
折旧摊销	23.23	24.95	26.63	28.96	31.35
财务费用	8.31	7.66	(2.16)	(5.89)	(5.69)
投资损失	(5.50)	(0.07)	(1.86)	(2.48)	(1.47)
营运资金变动	(61.43)	(201.24)	357.83	(538.00)	232.94
其它	4.58	30.86	6.84	4.60	7.83
经营活动现金流	72.31	(17.99)	547.00	(321.70)	504.64
资本支出	174.83	240.45	52.26	82.35	51.01
长期投资	142.46	(140.92)	0.00	0.00	0.00
其他	(585.45)	(178.25)	(110.40)	(159.88)	(99.54)
投资活动现金流	(268.16)	(78.73)	(58.14)	(77.52)	(48.53)
债权融资	165.69	345.16	0.00	0.00	0.00
股权融资	635.22	226.11	2.16	5.89	5.69
其他	(212.80)	(437.30)	(390.37)	(52.07)	(64.83)
筹资活动现金流	588.12	133.97	(388.21)	(46.18)	(59.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	392.27	37.25	100.66	(445.41)	396.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,048.35	1,172.62	1,355.69	1,694.52	2,209.17
营业成本	706.12	749.34	866.32	1,082.84	1,411.72
营业税金及附加	7.96	8.29	10.12	12.49	16.13
营业费用	92.07	104.85	115.62	148.29	193.09
管理费用	128.69	156.90	166.18	214.16	281.87
财务费用	8.36	2.36	(2.16)	(5.89)	(5.69)
资产减值损失	21.39	56.72	32.37	36.82	41.97
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.50	0.07	1.86	2.48	1.47
其他	(11.01)	(40.28)	(3.71)	(4.95)	(2.93)
营业利润	89.27	134.38	169.09	208.29	271.56
营业外收入	35.25	13.09	28.44	25.59	22.37
营业外支出	1.62	8.61	3.52	4.58	5.57
利润总额	122.91	138.86	194.02	229.30	288.36
所得税	19.78	19.02	27.46	33.59	40.85
净利润	103.12	119.84	166.55	195.71	247.51
少数股东损益	(0.08)	3.63	6.84	4.60	7.83
归属于母公司净利润	103.21	116.21	159.72	191.11	239.68
每股收益(元)	0.17	0.20	0.27	0.32	0.40

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	3.54%	11.85%	15.61%	24.99%	30.37%
营业利润	31.04%	50.53%	25.84%	23.18%	30.37%
归属于母公司净利润	24.45%	12.60%	37.44%	19.65%	25.42%
获利能力					
毛利率	32.64%	36.10%	36.10%	36.10%	36.10%
净利率	9.84%	9.91%	11.78%	11.28%	10.85%
ROE	6.40%	6.02%	7.81%	8.75%	10.16%
ROIC	15.57%	15.16%	11.63%	18.89%	15.19%
偿债能力					
资产负债率	30.63%	34.02%	23.24%	30.01%	30.41%
净负债率	8.95%	-11.84%	-8.15%	-13.63%	19.47%
流动比率	2.41	2.08	2.99	2.36	2.39
速动比率	2.20	1.91	2.68	2.09	2.09
营运能力					
应收账款周转率	1.94	1.53	1.87	1.87	1.87
存货周转率	7.68	8.11	8.14	8.11	8.14
总资产周转率	0.53	0.44	0.48	0.58	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.20	0.27	0.32	0.40
每股经营现金流	0.12	-0.03	0.92	-0.54	0.85
每股净资产	2.71	3.24	3.44	3.67	3.96
估值比率					
市盈率	33.89	30.10	21.90	18.30	14.59
市净率	2.17	1.81	1.71	1.60	1.48
EV/EBITDA	59.76	32.20	12.24	12.17	8.16
EV/EBIT	73.85	40.45	14.19	13.92	9.13

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com