

2017年05月03日

公司研究

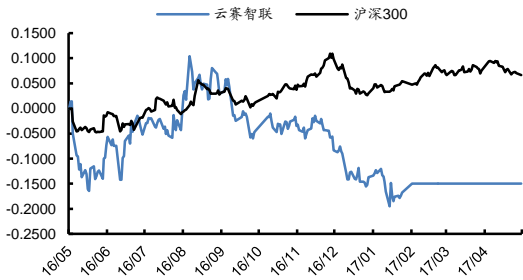
评级：买入（维持）

研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002  
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn  
联系人：凌琳 S0350116080013  
021-68591558 lingl@ghzq.com.cn

## 智慧城市业务拼图再添新彩 ——云赛智联（600602）深度研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
云赛智联	0.0	2.2	-12.3
沪深 300	-0.9	1.8	6.6

市场数据

2017-05-02

当前价格（元）	9.39
52 周价格区间（元）	8.36 - 12.34
总市值（百万）	12458.98
流通市值（百万）	8259.19
总股本（万股）	132683.51
流通股（万股）	117294.31
日均成交额（百万）	140.33
近一月换手（%）	11.09

相关报告

《仪电电子（600602）动态研究：更名开启新篇章，关注军工成长（买入）\*电子行业\*王凌涛》  
——2016-03-18

《仪电电子（600602）事件点评：技术底蕴深厚，渠道优势明显（买入）\*电子行业\*王凌涛》  
——2016-02-18

《仪电电子（600602）深度研究：扬帆起航！上海国资倾心打造的互联网巨轮（买入）\*电子行业\*王凌涛、孔令峰》  
——2015-12-29

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司

投资要点：

- **深化云计算与教育信息化领域布局，智慧城市版图不断完善。**本次对信诺时代和仪电鑫森的收购，上市公司云计算大数据板块与解决方案板块的布局将进一步深化。信诺时代将借助上市公司的资源、渠道、管理经验优势，实现与上市公司的技术与研发共享，与南洋万邦共同发挥协同作用，推动上市公司“云”产业的整体进步。而仪电鑫森的整体注入将推动上市公司在教育信息化领域的进一步发展，巩固上市公司在智慧校园、智慧教育方面的市场地位，公司智慧城市版图不断完善。
- **智慧城市综合解决方案提供商再进阶，渠道优势明显：**云赛作为智慧城市综合解决方案提供商，其模式有独特之处，涵盖八大行业应用领域：智慧建筑、智慧交通、平安城市、智慧政务、智慧溯源、智慧水务、智慧教育与智慧医疗，是目前国内唯一一家在智慧城市领域展开全产业链布局的上市公司，业务布局脉络清晰，覆盖全面，真正意义上实现了一站式全套解决方案提供，我们判断这种模式有可能会是未来行业发展的大势所趋。另外，公司背靠上海国资委，渠道优势得天独厚，ppp 模式促进智慧城市优质项目不断落地，未来公司的大数据平台价值将进一步得到体现。
- **混合所有制激发公司经营活力：**近几年，公司在吸收并整合各细分分子行业的优秀公司的同时，切实推行股份混合所有制，原股东持股方式灵活，同时与上市公司利益绑定，在拥有国资渠道优势的同时，实现公司与员工共同发展，真正激发公司的创新与经营活力。
- **打造城市级物联网检测溯源平台：**公司以仪电溯源、科学仪器为主的智慧检测板块业务，已形成一体化的检测溯源产业链，打造基于物联网技术的“食品安全溯源体系”。发展智慧溯源产业是公司战略转型智慧城市整体解决方案提供商和运营商的重要一步，也是以物联网、云计算为特征的新一代信息服务业中的关键落地应用之一。公司的检测溯源平台目前尚在培育期，随着海量数据的沉淀和应用场景不断增加，平台价值将逐渐体现。上海市作为城市级物联网检测平台建设的先行者，对中小城市未来的发展也具有重要的借鉴意义。
- **军工实力雄厚，民用化潜力无限：**公司的军工业务主要是为部队研发与制造行驶监控雷达、数据存储与通讯系统设备，技术实力雄厚。未来的发展将确定以军品需求为主线，在原有产品技术不断深化的同

已发行股份的 1%。

时，抓住民用市场发展机遇，适时拓展民品产业。在近年我国大力发展海军舰船，并且信息化要求逐步提升的时代背景下，公司军工产品发展空间非常可观，军用技术民用化将成为公司未来军工业务新的增长点。

- **盈利预测和投资评级：维持买入评级。**公司自 2016 年重组完成后业务发展加速，智慧城市全产业链布局的拼图也已形成，平台价值开始凸显，优质项目不断落地，且背靠国资委，具有无以伦比的渠道优势。我们看好公司未来几年在智慧城市综合解决方案、云计算、大数据领域的协同发展效应，以及未来集团内外优质资产的进一步注入预期。本次现金及发行股份收购完成后，预计公司 2017-2019 年将实现净利润 3.71、4.93、6.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.27、0.36、0.45 元，当前价格对应 2017-2019 年 PE 分别为 31、23、19 倍，（若不考虑本次收购，预计 2017-2019 年将实现净利润 3.35、4.51、5.63 亿元，对应 2017-2019 年 PE 37、28、22 倍），维持公司买入评级。
- **风险提示：**智慧城市业务推进不及预期；平安城市、智慧安防、在线教育及医疗、云计算等智慧城市细分领域竞争激烈，导致公司成长不及预期；非公开发行进展不及预期；未来集团内外优质资产进一步注入的不确定性；公司军工业务发展的不确定性。

预测指标	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	4093.84	5219.64	6315.77	7515.76
增长率(%)	36.58%	27.50%	21.00%	19.00%
净利润（百万元）	237.72	335.51	451.10	563.22
增长率(%)	46.85%	41.13%	34.45%	24.86%
摊薄每股收益（元）	0.179	0.253	0.340	0.424
ROE(%)	6.77%	8.77%	10.63%	11.81%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 内容目录

1、 云计算领域再下一城，智慧城市版图渐趋完善 .....	6
1.1、 信诺时代：技术领先的信息化产品销售商&云服务提供商 .....	6
1.2、 云计算领域布局进阶，协同优势将逐步显现 .....	7
2、 全面收购仪电鑫森，进一步推进教育信息化 .....	8
2.1、 教育是国家发展的重中之重 .....	8
2.2、 教育信息化龙头，先发优势明显 .....	9
3、 智慧城市综合解决方案提供商再进阶，渠道优势明显 .....	11
4、 混合所有制激发公司经营活力 .....	12
5、 打造城市级物联网检测溯源平台 .....	13
6、 军工实力雄厚，民用化潜力无限 .....	13
7、 盈利预测与评级 .....	14
8、 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1: 信诺时代核心客户 .....	7
图 2: 2005-2014 年国家财政性教育经费投入情况 .....	8
图 3: 公司智慧城市布局 .....	11
图 4: 公司航海导航雷达类产品 .....	14
表 1: 仪电鑫森承接的部分教育项目 .....	9
表 2: 公司主要科研成果 .....	10

## 引

4月21日，云赛智联发布收购草案，拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买（1）信诺时代 100% 股权；（2）仪电鑫森 49% 股权。

收购草案显示，交易对方谢敏等 6 位自然人及晟盈天弘持有的信诺时代 100% 股权作价为 21,800 万元，上市公司将以发行股份及支付现金的方式向交易对方支付交易对价，其中，发行股份 2076.19 万股、支付现金 4,360 万元；上海佳育持有的仪电鑫森 49% 股权作价为 24,010 万元，上市公司将以发行股份及支付现金的方式向交易对方支付交易对价，其中，发行股份 1983.33 万股、支付现金 7,350 万元；本次股票发行价格为 8.40 元/股。

本次交易完成后，信诺时代、仪电鑫森将为上市公司的全资子公司。

公司所公布的方案中亦对两家公司未来的盈利情况作了预测与承诺，信诺时代 2017~2019 年度的预测净利润数的具体数值分别为 1,456 万元、1,813 万元、2,192 万元。仪电鑫森 2017~2019 年度的预测净利润数的具体数值分别为 4,299 万元、4,896 万元、5,524 万。

# 1、云计算领域再下一城，智慧城市版图渐趋完善

## 1.1、信诺时代：技术领先的信息化产品销售商&云服务提供商

信诺时代是一家集信息化产品销售、IT基础架构及安全架构解决方案、企业信息技术综合服务、云计算综合解决方案为一体的高科技企业。公司主营业务涵盖销售信息化产品，具体包括IT基础架构、工具及安全类产品以及云计算类产品；同时公司为企业客户在IT基础架构、安全架构等信息化领域，提供包括咨询评估服务、项目实施类服务、驻场运维服务、ETS服务在内的解决方案与IT综合技术服务，并针对客户的云转型提供包括评估与规划、云迁移/部署、基础设施管理、监测、成本优化、安全、服务支持在内的应用/数据上云综合解决方案。

**供应商资源优质，产品布局全面。**公司自2002年公司成立以来，逐步与一些优质的核心供应商形成了良好的合作关系，成为Microsoft、赛门铁克(Symantec)、趋势科技(TrendMicro)、Adobe、威睿(VMware)、McAfee、甲骨文(Oracle)、华为技术有限公司等知名软件及安全厂商的核心代理商之一，并且获得许多供应商的认可及相关荣誉。2010年公司荣升为赛门铁克全球白金级合作伙伴；2011年荣获微软“2011年度最佳贡献奖”；2012年成为EMC极速联盟合作伙伴白金级会员；2013年获得Adobe白金授权经销商，成为微软Windows Azure云合作伙伴；2014年成为VMware“年度最佳解决方案提供商”；2015年公司成为微软(中国)有限公司“微软金牌能力合作伙伴”。优质的供应商和全面的产品布局是公司获得市场竞争优势的重要保证，也是公司综合竞争实力的体现。

**信诺客户分布广泛，项目经验丰富。**公司已经为上万家企业用户提供过企业信息化建设的相关产品和服务，主要的客户群体包括金融业、制造业(汽车制造业，设备制造业等)、高科技、互联网及媒体、服务业等行业的优质客户。公司客户资质优良，不乏各个行业的龙头企业，许多客户均为大型国企央企。借助这些优质客户在行业的巨大影响，公司拓展服务业务范围，积累了丰富的项目实施经验，为拓展潜在客户奠定良好基础，逐步扩大和强化信诺的品牌优势。

图 1：信诺时代核心客户

金融行业	  
汽车制造业	   
互联网	  
其他	 

资料来源：国海证券研究所

云服务体系完善，技术水平国内领先。信诺时代在服务运营层面自成体系，成功打造信诺“Xcloud 信可得”公有云&私有云（混合）云服务平台。公司根据企业应用/数据上云的流程，为客户的云转型提供了包括评估与规划、云迁移/部署、基础设施管理、监测、成本优化、安全、服务支持在内的云服务综合解决方案，并构架了包括 7 个大方向、近 30 个细分项的完备的云服务体系，完备的体系在业内众多云服务商中居于领先地位。公司云及移动应用事业部核心技术团队项目实践经验丰富，熟悉 Azure、AWS、阿里云、腾讯云、华为云、金山云、乐视云、京东云等多家云平台的产品及服务的技术人员构成，技术团队拥有多名拥有微软高级认证云专家、乐视认证云架构师、阿里认证云架构师、腾讯认证云专家，具有为企业客户云转型和数字化转型提供全方面专业技术服务的能力。

## 1.2、云计算领域布局进阶，协同优势将逐步显现

本次交易前，上市公司原有云服务与企业信息化的主体是子公司南洋万邦。南洋万邦是一家致力于面向政府及企业客户提供信息化建设的规划设计、采购部署、运行维护、升级迁移、信息安全和教育培训等一站式整体解决方案的信息服务提供商。公司以软件销售和技术服务渠道作为基础，通过构造云平台，发展成为智能政务、企业信息化综合解决方案提供商。公司的主要合作伙伴包括微软、Autodesk、Adobe、赛门铁克、VMware、Citrix、EMC、华为、金山、爱数等软硬件厂家。公司主要客户集中在华东、华南地区，主要为大量的企业及政府客户提供软件及云服务。

信诺时代业务范围与南洋万邦相似，客户主要集中在华北地区，为华北地区开拓并积累了政府、金融、能源、互联网等行业优质客户为主的客户群体，奠定了良好的市场竞争地位。本次收购完成后，云赛智联将充分完善云服务板块业务在华北地区的布局，增加相关软件产品、软件服务的市场份额和市场占有率。未来，通过南洋万邦与信诺时代的优质资源整合，将有效推进公司在软件和云服务领域的全国战略布局。

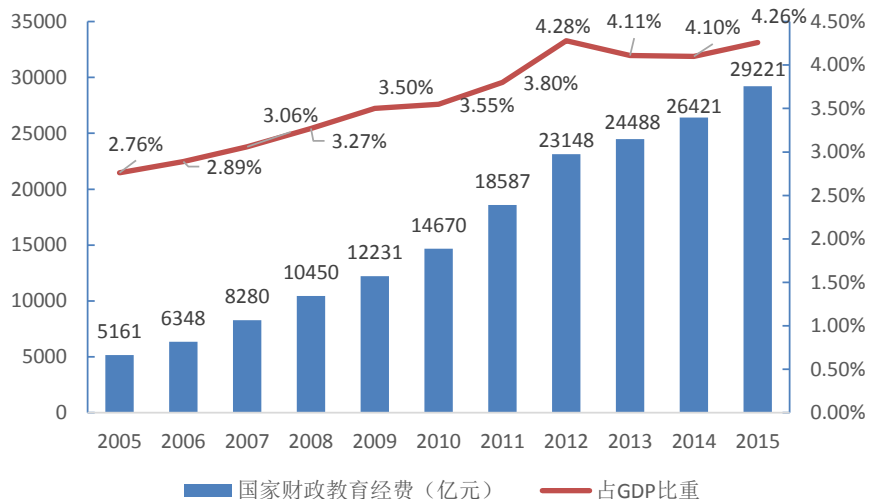
同时，南洋万邦与信诺时代均为微软 Azure 云在中国区的核心合作伙伴，此次收购也将加强与微软云的合作，带动上市公司在云计算领域的渠道、服务和运营能力更上一个台阶。南洋万邦是国内首批获得金牌认证合作伙伴资质的微软代理商，多年微软产品市场份额全国第一；而信诺时代是微软 Windows Azure 云合作伙伴，微软是其最大的软件供应商。若能将信诺时代与南洋万邦的服务体系打通，形成“仪电云服务运营全国体系”，利用两家公司在全国高质量云服务部署/交付渠道，将有望打造新一代覆盖中国大陆市场的“云销售商”，不断完善上市公司智慧城市解决方案层。从另一个方向来看，南有万邦，北有信诺的布局，将使公司与微软的战略合作进入一个全新的高度，依托微软在政务、云计算、存储等多方面的核心优势，强化并巩固公司在相关领域的技术领先优势。

## 2、全面收购仪电鑫森，进一步推进教育信息化

### 2.1、教育是国家发展的重中之重

近年来国家持续加大对教育产业的投入。2005年至2015年，国家财政性教育经费投入由5,161亿元增长至29,221亿元，年均复合增长率达到18.93%，在GDP中所占比重由2005年的2.76%增长至2015年的4.26%，整体呈现快速增长的趋势。2015年，我国教育经费总投入为36,129.19亿元，比上年增长10.13%，其中财政性教育经费为29,221.45亿元，比上年年的26,420.58亿元增长10.60%，占GDP比例为4.26%，比上年年的4.10%增长0.16%。

图 2：2005-2014 年国家财政性教育经费投入情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所



目前我国教育经费支出虽然已经有大幅度提升,但与世界发达国家相比仍有较大差距。根据世界银行统计数据显示,在国家财政性教育投入上,目前世界平均水平为7%左右,发达国家教育投入达9%,我国教育经费支出与GDP比值仅为4%左右,未来国家将继续大力投入经费,支持教育产业发展。

**教育信息化是教育政策的重点扶持方向。**从2010年至今国家已制定和发布了多项促进教育信息化发展的重要政策。其中,2010年7月《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020年)》对教育信息化明确指出三大方向,即“加快教育信息基础设施建设、加强优质教育资源开发与应用、构建国家教育管理信息系统”。

2015年9月教育部发布《关于“十三五”期间全面深入推进教育信息化工作的指导意见》,核心目标是要基本实现各级各类学校宽带网络全覆盖与网络教学环境建设,优质数字教育资源服务基本满足信息化教学需求,同时全面深化教育改革,形成政府规范引导、社会力量积极参与的教育信息化技术、服务供给模式,提升教育信息化应用水平,拓展教育信息化应用广度与深度。

## 2.2、教育信息化龙头,先发优势明显

仪电鑫森是上海教育领域信息化集成的龙头企业,公司立足于教育市场,专注于为教育行业提供专业信息化系统设备、系统集成解决方案、软件系统开发以及系统运维服务等。公司结合教育领域信息化的需求和多年积累的云计算、大数据分析经验,自主研发了包含资源、管理、交互的智慧校园云平台,提供一站式智慧校园解决方案。

2015年云赛智联在进行基于“智慧城市综合解决方案提供商”的重大资产重组时,就已将仪电鑫森纳入上市公司的智慧城市版图之中。此次公司对仪电鑫森剩余49%股权进行全面收购,意味着上市公司切实把握国家教育改革发展脉络,将在教育信息化领域的进一步展开推进。

**仪电鑫森在上海教育信息化领域具备市场优势。**公司目前的业务涉及上海宝山、虹口、徐汇、杨浦等多个区,曾经服务过上海各区多所学校,承担了众多学校的校园信息化系统建设工程。公司自成立以来,实现了高速发展,并形成了硬件系统集成、软件系统开发和系统运维服务相结合的业务模式,在上海教育信息化领域具有显著的领先优势。公司的产品及服务得到了上海市教育装备部、教育装备技术服务中心、各区教育局及其他普教领域客户的认可,并已成为教育装备技术服务中心的主要合作伙伴。

**表 1: 仪电鑫森承接的部分教育项目**

项目名称
上海援建都江堰 22 所学校校园信息化建设
虹口、静安、奉贤教育考试网上巡查系统
普陀、松江、长宁、崇明教育局“绿色教室”无尘化改造
虹口高级中学校园信息化改造
上海经济管理学校“云”教室建设

长宁复旦中学图书馆数字化改造

资料来源：公司网站，国海证券研究所

**教育信息化行业具有较高的资质壁垒。**教育信息化属于交叉性行业，要求服务运营商既要具备教育行业的专业知识和经验，又要熟悉信息技术领域的专业知识，只有具备强大的综合服务集成能力的企业，才能为用户提供符合其切实需求的教育信息化服务，而综合服务能力的打造来自于规模化运营实践及长期的经验积累。并且，教育行业的主要客户为学校及政府单位，客户在更换供应商时面临很高的转换成本，因此更倾向于与区域内项目经验丰富、技术成熟的企业建立长期稳定的合作关系。仪电鑫森作为智慧教育行业的领先企业，已经凭借优良的技术与服务取得了一定的先发优势，凭借先期积累的丰富行业经验与业内口碑，公司有望在后续市场开拓方面加速推进。

**公司科研实力雄厚，技术储备丰富。**仪电鑫森现有员工近 200 名，从事软件开发和系统集成的技术人员有 150 人，占员工比例 75%。公司十分重视对研发的投入，近年来不断有新的教育信息软件推向教育领域，目前主要的软件系统包括：智慧校园管理平台、智慧教育资源平台、智慧教育课堂平台和校园运维管理服务平台等。

表 2：公司主要科研成果

序号	名称	简要描述	备注
1	智慧校园管理平台	以学校教学与管理为中心，以教师量化评价、学生综合素质评价为主线，为学校领导、行政人员、教学人员等提供合适于学校现有业务流程的应用管理系统。该平台统一管理学校基础信息与数据，梳理与优化学校管理流程，利用有效的信息技术工具与手段提升管理效率与品质，让学校主动探索新型的教育信息化应用模式。	应用于上海复兴高级中学
2	慕课平台	利用示范性高中的优质资源，结合互联网，让全市高中、初中采用慕课的方式共享这些拓展性课程，促进优质教育资源在全市范围内的辐射和共享，实现教育均衡。截至目前，上中、复旦附中、华师大二附中等 34 所实验性示范性高中和特色高中开设了 107 门课程。	公司目前负责慕课平台的后续开发的后续开发和运维保障
3	“微校”平台	“微校”平台是学生辅导学习平台，重点是以知识点为核心构架的微课视频资源和自适应题库。	长宁区试点
4	校园运维管理服务平 台	校园运维管理服务平 台主要运用二维码实时信息扫描技术、无线通信技术、物联网技术，将校园各类信息化设备、安防设备、办公设备等需要耗费大量人力、物力管理的设备，进行高效集中管理，并提供实时的运维保障服务。	应用于虹口、长宁、徐汇等区域运维服务
5	智慧教育决策平台	推进基于大数据的课堂分析、学习分析技术研发，探索数字化教研环境、模式与机制建设，提升各级教育行政部门和学校管理过程精细化，提高教育管理和服务水平；构建基于大数据的教育决策支持体系，推动高效灵敏的教育管理决策，缩短教育决策响应周期。	在研，已完成 30%
6	学生体质心理健康监 测平台	利用体质心理健康监测管理系统来进行体质监测的管理，完美的解决了体质健康监测管理工作中出现的各类问题，建成学生综合评价系统的重要分支。	在研，已完成 50%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 3、智慧城市综合解决方案提供商再进阶，渠道优势明显

公司 2015 年 12 月底完成资产重组，基本完成在智慧城市产业链的布局。2016 三月正式更名为云赛智联，从消费类电子领域全面转向以云计算、大数据为核心的智慧城市综合解决方案提供商。2016 年上半年公司外延扩张迅速，接连收购龙放建筑、溯源科技、云瀚科技三家公司，完善上市公司在智能建筑、检测溯源、智慧水务方面的布局，智慧城市全产业链布局不断延伸。

2016 年 1 月开始，公司将智慧城市业务分为云计算大数据、智慧行业解决方案、智能产品三大板块运营，对应 IDC 数据中心、软件、智能化、检测溯源、教育民生、显示和军工 7 个事业部，分管南洋万邦、卫生网络、科学仪器等 16 家子公司。公司智慧城市布局脉络清晰，覆盖全面，是目前国内唯一一家在智慧城市领域展开全产业链布局的上市公司。

本次对信诺时代和仪电鑫森的收购，是对上市公司云计算大数据板块与解决方案板块的补充与加强。信诺时代作为在华北地区“软件技术服务与云服务”行业的高新技术企业，将借助上市公司的资源、渠道、管理经验优势，实现与上市公司的技术与研发共享，共同发挥协同作用，推动上市公司“云”产业的整体进步。而仪电鑫森的整体注入将加强上市公司“行业解决方案”板块的盈利水平，巩固上市公司在智慧校园、智慧教育方面的市场地位。本次交易完成后，上市公司作为“智慧城市整体解决方案提供商”的地位将再进阶。

图 3：公司智慧城市布局



资料来源：国海证券研究所

智慧城市是一个复杂的巨大系统，需要通过信息系统串通起不同部门之间的信息孤岛，形成板块之间的联动。云赛智联将基于感知层获取的海量数据资源和平台

层所提供的云计算和数据处理优势，整合智慧城市建设的各行业应用领域，逐渐实现业务、技术、平台和终端的融合，最终建设跨产品、跨系统以及跨行业的智慧城市平台架构，具备从提供智能硬件到云端服务，集合多行业解决方案集成实施与运维能力的智慧城市整体解决方案提供商。在云服务时代，全产业链系统性的平台整合价值逐渐凸显，未来仅依靠单一业务领域的单打独斗难以做到多业务多方向协同考量，不能满足日渐复杂和个性化的客户需求，将越来越缺乏竞争优势，为客户提供系统整体的解决方案是智慧城市发展的重要方向。

举例而言，过去做交通监控可能只需要做好监控与存取这两个环节，而当下很多城市在系统构建的过程中要求数据库可以做到智能识别与映射处理，并且可能需要交通违章与银行征信、车辆保险等相关数据打通。在此背景下，IDC 云计算平台、智能化安防构建能力、上层软件应用系统集成、政府部门协作经验等等都是开发必要且不可缺失的重要因素，单一化的安防设备类公司即使具备一定的软件开发能力，也无法总包下这类整体解决方案。

此外，公司大股东仪电集团，是上海市国资委控股企业，拥有深厚的国资委背景，可谓拥有得天独厚的渠道优势。公司的军工、教育、食品检测溯源主要订单都来自于政府相关部门；公司的食品检测溯源平台获得上海市食药监局高度认可，上海几万家企业使用，每天产生海量数据传回公司数据平台；子公司卫生网络由上海市卫计委和公司共同出资组建，是上海卫生局唯一的一家合资企业，未来 PPP 模式将成为智慧城市项目发展的一大方向。同时，在数据息泄露事件频发、信息安全越来越重要的当下，很多企业在考虑大数据云服务时，也会更加愿意将企业数据放在政府运行的数据中心，安全性得到更高的保障。渠道+技术的双重壁垒，是上市公司最大的竞争优势与壁垒所在。

## 4、混合所有制激发公司经营活力

公司虽然是上海市国资委控股企业，但大股东仪电集团通过仪电电子集团和云赛信息合计只持有上市公司约 35.59% 的股权，并非绝对控股。在国企改革的时代背景下，公司作为上海国企改革的标杆性企业，实现的不仅是业务的转型，更是制度和管理模式的改革。

近几年上市公司通过单独收购或伴随云赛信息集团整体注入的 11 家子公司中，南洋万邦、塞嘉电子、杭州智诺、鑫森电子以前都是民营企业，而且也是各个行业的翘楚。在注入上市公司后，原股东有选择继续持股的，也有转化为上市公司股权的，持股方式灵活，同时与上市公司利益绑定。为公司后续资产整合与企业发展打下了良好的基础，也给其他国企树立了极佳的榜样。

仪电集团在过去几年培育云赛信息的过程中，一直秉承吸收并整合各细分子行业的优秀公司的方针，切实推行股份混合所有制，使公司在拥有国资渠道优势的同时，又能具备与民营企业相仿的活力。公司去年年底重组完成后，本部工作人员精简至原来的三分之一，一线技术岗位员工年轻化、高学历化，公司未来还计划对核心员工实施股权激励，实现公司与员工共同发展，真正激发公司的创新与经营活力。

## 5、打造城市级物联网检测溯源平台

公司 2015 年收购科学仪器,发展数据采集和平台监测业务,积极布局农村土壤检测、水质安全监测和食品安全检测等领域,今年上半年收购仪电溯源,与公司现有的以科学仪器为主的智慧检测板块业务形成一体化的检测溯源产业链,打造基于物联网技术的“食品安全溯源体系”。发展智慧溯源产业是公司战略转型智慧城市整体解决方案提供商和运营商的重要一步,也是以物联网、云计算为特征的新一代信息服务业中的关键落地应用之一。

中投顾问发布的《2016-2020 年中国环境监测行业深度调研及投资前景预测报告》指出,“物联网和大数据”是环境监测行业发展的必然趋势,具备系统搭建和大数据分析能力的监测仪器生产企业,将率先受益于检测溯源物联网建设。检测溯源在智慧城市平台建设中应用广泛,譬如,在校园的饮用水平台引入在线检测板块,实时监测饮用水的十六大指标;建立食品追溯体系,将视频在生产、加工、储藏、运输、销售等环节的信息采集并分析,为消费者购买食品和政府监管提供信息和数据支撑等。

公司在城市环保、食品溯源、供水监测、气体分析等城市物联网领域的布局尚在培育期,随着海量数据的沉淀和覆盖面的不断拓延,平台价值将逐渐体现。考虑到上海市在我国大型城市中的核心地位,云赛智联当下在上海的城市物联网运营中所积累经验在未来对中小城市中的推广也具有重要的借鉴意义,该领域一旦商业模式形成,公司将具备极强的竞争壁垒。

## 6、军工实力雄厚,民用化潜力无限

公司涉及军工产品的主要是旗下的广电通信技术与美多通信设备这两家子公司,为部队研发与制造导航雷达、无线通讯、存储的等相关设备。公司的雷达与通信设备主要是供应舰载设备,技术实力雄厚,与其他很多民营军工类企业不同:

1. 公司具备全套设备的研发生产提供能力,而非仅仅做一些零部件的代工与制造。
2. 公司的军用舰载雷达与通信设备均已经直供海军舰艇,通过多年检验与认证,属于实战类应用装备,而非模拟类非实战产品。

公司以导航雷达为核心,近几年发展中一直致力于雷达传感器、收发机、导航雷达专业化的提升,进步非常快。上海美多通信设备有限公司的 0512 项目曾获国防科技进步一等奖,其新型浮标系统和数据存储系统亦均已在部队舰艇上逐步装备,目前是国内独家的专利产品。

图 4: 公司航海导航雷达类产品



资料来源: 公司网站, 国海证券研究所

公司对特殊电子产业中的导航雷达、电子海图、舰艇通讯等业务进行了统一规划和部署, 未来的发展将确定以军品需求为主线, 原有产品技术不断深化。同时, 抓住民用市场发展机遇, 适时拓展民品产业, 实现雷达民用化。在近年我国大力发展海军舰船, 并且信息化要求逐步提升的时代背景下, 公司军工产品发展空间非常可观, 军用技术民用化将是公司未来军工业务新的增长点。

## 7、盈利预测与评级

公司自 2016 年重组完成后业务发展加速, 智慧城市全产业链布局的拼图也已形成, 平台价值开始凸显, 优质项目不断落地, 且背靠国资委, 具有无以伦比的渠道优势。我们看好公司未来几年在智慧城市综合解决方案、云计算、大数据领域的协同发展效应, 以及未来集团内外优质资产的进一步注入预期。本次现金及发行股份收购完成后, 预计公司 2017-2019 年将实现净利润 3.71、4.93、6.12 亿元, 对应 EPS 分别为 0.27、0.36、0.45 元, 当前价格对应 2017-2019 年 PE 分别为 31、23、19 倍, (若不考虑本次收购, 预计 2017-2019 年将实现净利润 3.35、4.51、5.63 亿元, 对应 2017-2019 年 PE 37、28、22 倍), 维持公司买入评级。

## 8、风险提示

- 1) 智慧城市业务推进不及预期;
- 2) 平安城市、智慧安防、在线教育及医疗、云计算等智慧城市细分领域竞争激烈, 导致公司成长不及预期;
- 3) 非公开发行进展不及预期;

4) 未来集团内外优质资产进一步注入的不确定性;

5) 公司军工业务发展的不确定性。

表 3: 云赛智联盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	600602.SH		股价:	9.39	投资评级:	买入	日期:	2017-5-2	
财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	6.77%	8.77%	10.63%	11.81%	EPS	0.18	0.25	0.34	0.42
销售毛利率	22.71%	23.50%	23.70%	23.90%	P/E	52.41	37.13	27.62	22.12
销售净利率	7.54%	8.34%	9.27%	9.72%	P/B	3.55	3.26	2.94	2.61
<b>成长能力</b>					P/S	3.04	2.39	1.97	1.66
收入增长率	36.58%	27.50%	21.00%	19.00%					
利润增长率	39.86%	40.99%	34.45%	24.86%					
<b>营运能力</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
总资产周转率	0.82	0.99	0.99	1.08	货币资金	1360.91	957.76	1751.00	2328.38
应收账款周转率	4.69	5.11	4.97	5.16	应收和预付款项	1050.17	1294.37	1541.75	1832.32
存货周转率	6.38	5.02	6.32	5.27	存货	495.97	794.98	762.98	1086.13
<b>偿债能力</b>					其他流动资产	41.53	150.00	120.00	130.00
资产负债率	22.84%	18.67%	23.82%	20.45%	长期股权投资	177.58	177.58	177.58	177.58
流动比	2.68	3.42	2.87	3.98	投资性房地产	77.07	62.83	48.59	34.35
速动比	2.19	2.41	2.27	3.08	固定资产和在建工程	276.45	186.91	101.71	17.41
					无形资产和开发支出	217.18	220.59	228.01	238.92
					其他非流动资产	1324.71	1425.60	1623.00	1110.00
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>资产总计</b>	<b>5021.57</b>	<b>5270.62</b>	<b>6354.62</b>	<b>6955.09</b>
营业收入	4093.84	5219.64	6315.77	7515.76	短期借款	13	0	0	0
营业成本	3164.03	3993.03	4818.93	5719.50	应付和预收款项	1077.48	925.16	1444.90	1343.35
营业税金及附加	23.05	29.39	35.56	42.32	长期借款	0	0	0	0
销售费用	129.22	156.59	176.84	195.41	其他负债	56.59	58.73	68.73	78.73
管理费用	502.45	521.96	581.05	676.42	<b>负债合计</b>	<b>1147.07</b>	<b>983.89</b>	<b>1513.63</b>	<b>1422.07</b>
财务费用	-15.46	-30.17	-35.84	-52.28	股本	1326.84	1326.84	1326.84	1326.84
资产减值损失	49.83	35.00	30.00	30.00	资本公积	1430.71	1430.71	1430.71	1430.71
投资收益	68.32	0	0	0	留存收益	754.59	1067.00	1487.05	2011.49
公允价值变动损益	0	0	0	0	<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3512.14</b>	<b>3824.55</b>	<b>4244.59</b>	<b>4769.04</b>
其他经营损益	0	0	0	0	少数股东权益	362.35	462.18	596.40	763.98
<b>营业利润</b>	<b>309.03</b>	<b>513.84</b>	<b>709.22</b>	<b>904.39</b>	股东权益合计	3874.49	4286.73	4840.99	5533.02
其他非经营损益	60.05	66.60	71.20	70.00	<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5021.57</b>	<b>5270.62</b>	<b>6354.62</b>	<b>6955.09</b>
<b>利润总额</b>	<b>369.08</b>	<b>580.44</b>	<b>780.42</b>	<b>974.39</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
所得税	60.32	145.11	195.10	243.60	经营性现金净流量	83.63	-316.01	946.42	9.76
<b>净利润</b>	<b>308.76</b>	<b>435.33</b>	<b>585.31</b>	<b>730.80</b>	投资性现金净流量	-672.62	-78.91	-162.60	550.50
少数股东损益	71.04	99.83	134.22	167.58	筹资性现金净流量	-82.91	-8.22	9.42	17.12
<b>归属母公司股东净利</b>	<b>237.72</b>	<b>335.51</b>	<b>451.10</b>	<b>563.22</b>	<b>现金流量净额</b>	<b>-667.32</b>	<b>-403.14</b>	<b>793.24</b>	<b>577.38</b>

资料来源: 公司数据、国海证券研究所



## 【电子元器件组介绍】

王凌涛，资深电子行业分析师，证券行业从业近 5 年，具有丰富的实业工作经历，熟悉电子行业供应链脉络，深入研究，扎实审慎。

凌琳，华东师范大学微电子学士，金融硕士，2016 年加入国海证券。

## 【分析师承诺】

王凌涛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：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；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。