

宜通世纪 (300310)

CMP强势卡位，AEP突破成长

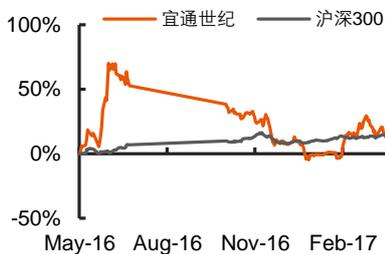
强烈推荐 (首次)

现价: 11.80 元

主要数据

行业	通信
公司网址	www.etonetech.com
大股东/持股	童文伟/7.99%
总股本(百万股)	838
流通 A 股(百万股)	582
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	98.93
流通 A 股市值(亿元)	68.65
每股净资产(元)	5.42
资产负债率(%)	20.30

行情走势图



证券分析师

汪敏 投资咨询资格编号
S1060517050001
021-38643219
WANGMIN780@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **代理 Jasper 切实有效，快速切入 CMP 分享增长：**Jasper 成长为国际一流 CMP 平台，依托 Jasper Wireless 虚拟运营商经验。我们认为我国市场尚未有类似经验的市场主体具备转型 CMP 平台的能力。公司作为 Jasper 平台的独家代理方与联通建立合作，提供硬件软件建设维护、技术支持，是当下我国企业切入 CMP 市场较为现实的选择，将直接受益物联网连接数快速增长。我们预计 2017 年联通 CMP 平台发卡量将达到 6000 万，激活付费用户近 2000 万，参考爱云信息的收入分成比例，我们预计 2017 年 CMP 平台将为公司带来 5500 万以上的净利润。
- **AEP 模式轻、复制快，有望协同资源快速突破：**公司持股 51% 的基本立子与全球领先 AEP 平台 Cumulocity 建立战略合作，共同研发推出 Quark IoE 平台。我们认为 Quark IOE 具备协同公司运营商资源和 CMP 平台整合的优势。Quark 平台在智能路灯、智能阀、工业控制等领域拓展客户，相较竞争对手具备模式轻、复制快的特点，有望在垂直应用领域快速实现突破。我们测算 2020 年 AEP 目标市场有 54 亿元的市场规模，按照公司与 Cumulocity 的分成比例 50%，持有基本立子股权比例 60%，测算在上市占率 25% 条件下 AEP 平台可为上市公司带来约 4 亿元/年的新增收入规模。
- **智慧医疗对接平台，产品将更具备物联网属性：**公司收购倍泰健康，其业务已对接到了 AEP 平台，产品将更具备物联网属性。承诺 2017-2019 年净利润分别为 6500 万、8700 万和 1.13 亿元。公司现有对物联网和智慧医疗行业的布局，业务可在战略、渠道、产品上实现充分协同。
- **盈利预测与投资评级：**预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 28.29 亿元、35.19 亿元、43.21 亿元，归母净利润分别为 3.12 亿元、3.98 亿元、5.26 亿元，按最新股本摊薄后的 EPS 分别为 0.37 元、0.47 元、0.63 元，对应 PE 分别为 31.7x、24.8x、18.8x，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**CMP 市场竞争加剧；AEP 业务拓展不达预期；并购整合风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1184	1,821	2,829	3,519	4,321
YoY(%)	30.1	53.7	55.4	24.4	22.8
净利润(百万元)	63	171	312	398	526
YoY(%)	31.7	172.8	82.7	27.6	32.1
毛利率(%)	21.7	22.6	25.2	26.6	28.0
净利率(%)	5.3	9.4	11.0	11.3	12.2
ROE(%)	8.2	7.1	11.4	12.9	14.7
EPS(摊薄/元)	0.07	0.20	0.37	0.47	0.63
P/E(倍)	158.1	57.9	31.7	24.8	18.8
P/B(倍)	13.6	4.2	3.7	3.3	2.8

正文目录

一、面向物联网拓展能力圈，传统业务经验提供支撑	4
1.1 通信服务业务综合毛利率下滑，增长空间受限	4
1.2 强势卡位 CMP/AEP 平台，布局智慧医疗行业应用	5
1.3 传统业务经验为公司能力圈的拓展提供强力支撑	5
二、控制业务边界瞄准现实需求，平台+垂直充分协同	6
2.1 物联网连接高速增长，NB-IOT 商用快速推进	6
2.2 代理 CMP 切实有效，快速卡位分享增长	9
2.3 模式轻复制快，AEP 平台有望快速突破	13
2.4 收购倍泰健康，整合资源强化产品物联网属性	16
三、盈利预测与投资评级	18
四、风险提示	19

图表目录

图表 1	公司股权结构	4
图表 2	2009-2016 年公司营业收入及增幅	4
图表 3	2009-2016 年公司归母净利润及增幅	4
图表 4	2009-2016 年公司综合毛利率和净利率	5
图表 5	2009-2016 年公司分业务毛利率	5
图表 6	公司业务布局	5
图表 7	2009-2016 年公司主营业务构成	6
图表 8	2016 年公司主营业务收入占比	6
图表 9	全球 M2M 连接数量预测(单位:百万).....	7
图表 10	全球 M2M 连接相关收入预测(单位:百万美元).....	7
图表 11	物联网产业链四个主要环节	8
图表 12	物联网业务类型及对应网络接入技术	8
图表 13	NB-IOT 协议标准的演进过程	9
图表 14	物联网平台四大组成部分	10
图表 15	全球三大 CMP 平台对比	10
图表 16	Jasper Control Center 登陆界面	11
图表 17	Jasper Control Center 首页功能列表	11
图表 18	虚拟运营商的模式分类	11
图表 19	天河鸿城与中国联通、Jasper 平台的合作	12
图表 20	天河鸿城物联网运营模式	12
图表 21	中国联通 CMP 平台计划拓展市场及 ARPU 值	13
图表 22	中国联通与爱云信息的分成比例	13
图表 23	企业经营中的产品数据可创造的价值	14
图表 24	IOT 在企业跨业务职能中的使用场景	14
图表 25	Cumulocity 平台功能	14
图表 26	Cumulocity 应用程序导航界面	14
图表 27	基本立子 Quark IoE AEP 平台	15
图表 28	Quark IoE 平台与 Jasper 控制中心	15
图表 29	倍泰健康主要产品及服务	16
图表 30	倍泰健康健康一体机产品	17
图表 31	倍泰健康智慧健康亭产品	17
图表 32	公司业务与倍泰健康的协同效应	17
图表 33	公司主营业务盈利预测	19

一、面向物联网拓展能力圈，传统业务经验提供支撑

1.1 通信服务业务综合毛利率下滑，增长空间受限

公司是一家提供通信网络技术服务和系统解决方案的企业，成立于 2001 年 10 月，2012 年 4 月创业板上市。主营业务包括为电信运营商和设备厂商提供包括核心网、无线网、传输网等的通信网络工程建设、维护、优化等技术服务，并提供一体化、全方位的业务支撑与 IT 应用的系统解决方案。公司已成功与三大运营商以及爱立信、诺基亚西门子、中兴华为大唐等主流设备商展开了广泛合作，2016 年与中国移动 9 个省份签订代维合同，已在运营商代维市场占据较高市场份额。

图表1 公司股权结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

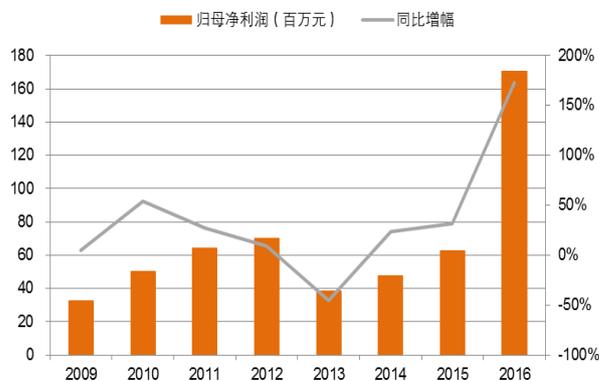
2016 年公司完成营业收入 18.21 亿元，同比增幅 53.74%，实现归母净利润 1.71 亿元，同比增幅 172.81%，相较 2015 年增幅较大的原因在于收购标的天河鸿城的并表。2009 年以来公司综合毛利率和净利率呈下滑态势，其中营收占比较大的网络维护业务毛利率下滑趋势明显。2016 年公司综合毛利率略有提升的主要原因是新增的网络设备销售业务毛利率较高。传统业务在下游运营商利润下滑的背景下，整体营收和净利润增长的空间也被逐渐挤压。

图表2 2009-2016 年公司营业收入及增幅



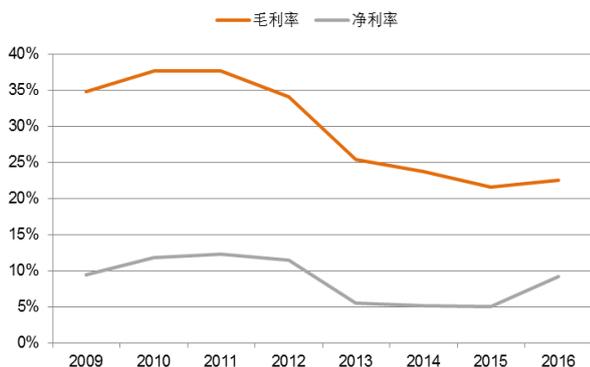
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 2009-2016 年公司归母净利润及增幅



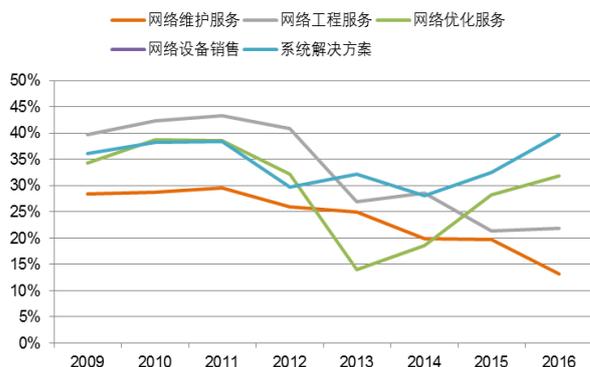
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 2009-2016 年公司综合毛利率和净利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2009-2016 年公司分业务毛利率

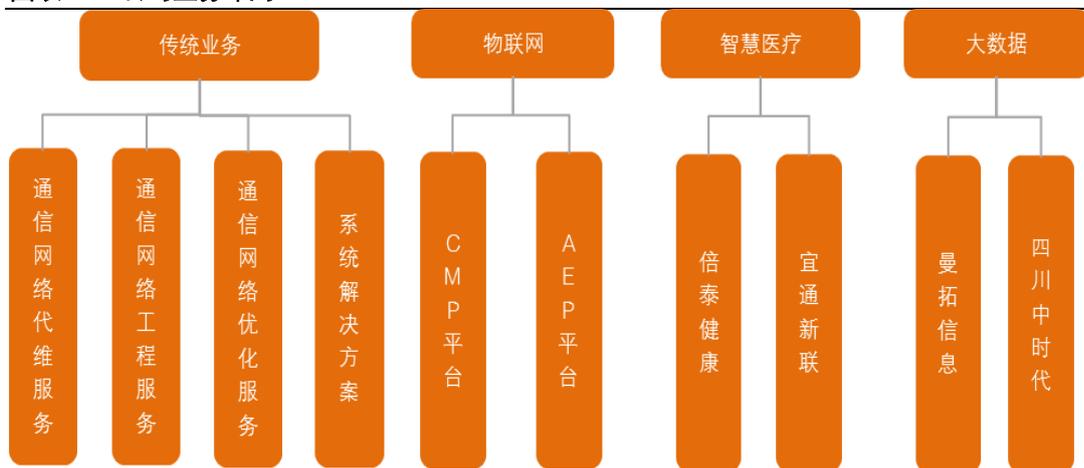


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 强势卡位 CMP/AEP 平台，布局智慧医疗行业应用

2015 年开始公司积极寻求转型布局，通过外延并购将业务拓展到物联网、智慧医疗与大数据等领域。以 10 亿元对价收购天河鸿城，旗下爱云信息为全球领先物联网平台 Jasper 在国内唯一合作方。2016 年成立基本立子，携手欧洲领先 AEP 平台（应用支持平台）公司 Cumulocity，推出 Quark AEP 平台，完成物联网 CMP（连接管理平台）和 AEP 平台的强势卡位布局。2017 年以 10 亿元对价完成对倍泰健康的收购，进入智慧医疗垂直行业应用领域。此外还增资广州曼拓信息有限公司获得 51% 股份，布局大数据产品研发、销售，并通过全资子公司广西宜通新联与新华社合作，打造智慧医疗运营服务平台，参股西部天使布局“易随诊”肿瘤随诊平台和数据库等业务。

图表6 公司业务布局



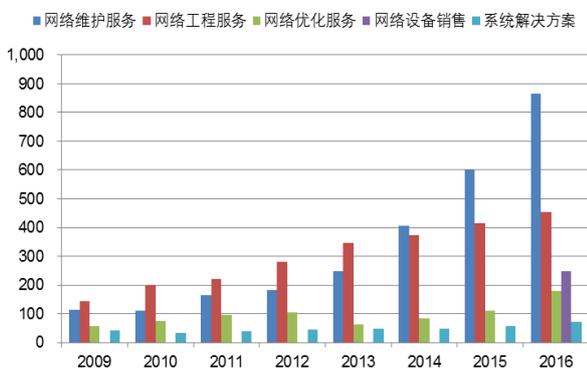
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 传统业务经验为公司能力圈的拓展提供强力支撑

公司传统主营业务包括网络技术服务和通信系统解决方案，网络技术服务可分成网络工程服务、网络维护服务和网络优化服务，通信系统解决方案包括运营商内部各种网络支撑系统以及为政企客户提供基于通信网络的增值服务的业务系统。公司已成功与三大运营商以及爱立信、诺基亚西门子、中兴华为大唐等主流设备商展开了广泛合作。2014 年以来网络维护业务收入持续攀升超过网络工程

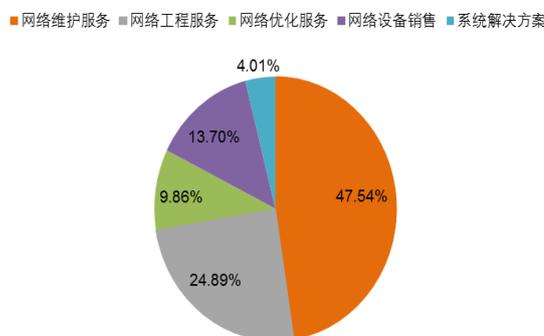
服务业务，成为营收占比第一的业务，2016 年网络维护业务营收占比 47.54%，其次为网络工程服务，占比 24.89%，网络设备销售业务占比 13.7%，网络优化业务占比 9.86%，系统解决方案占比 4.01%。

图表7 2009-2016 年公司主营业务构成



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 2016 年公司主营业务收入占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

通信网络代理维护业务是指为电信运营商提供设备或系统维护服务，包括设备商与运营商签订的代理维护合同和熟悉设备的第三方公司与运营商签订代理维护合同两种模式。在运营商利润下滑的背景下，代维业务也进入整合阶段，2016 年在超过 3 个省份还有业务的企业仅剩下 14 家。公司 2016 年与中国移动 9 个省份公司签订代维合同，已成为代维市场占据较高份额的企业，未来在行业整合趋势下，份额还有增加的可能。我们认为公司在为电信运营商提供网络维护、工程建设和网络优化的服务过程中，已成功积累运营商设备与系统的技术服务经验，并已与主流运营商设备商形成了广泛的业务合作关系。公司独家代理 Jasper 平台、布局 AEP 平台以及开展智慧医疗终端设备与服务，与传统业务能力相关，并可协同原有资源优势，是企业能力圈的自然延伸和拓展。

二、 控制业务边界瞄准现实需求，平台+垂直充分协同

2.1 物联网连接高速增长，NB-IOT 商用快速推进

全球物联网应用正处于蓬勃发展时期，根据 Analysys Mason Limited 预测，2024 年全球 M2M 设备连接数将达到 31.61 亿，复合增长率 28%。2024 年全球 M2M 设备连接相关收入将达到 691.19 亿美元，复合增长率为 17.07%。根据 GSMA 统计截止 2016 年底中国物联网 M2M 连接数为 1.9 亿，连接数量全球第一。根据前瞻产业研究院预测，未来几年我国物联网行业将持续快速发展，年均增长率 30%左右，到 2018 年物联网行业市场规模将超过 1.5 万亿元。

图表9 全球 M2M 连接数量预测(单位: 百万)



资料来源: Analysis Mason Limited, 平安证券研究所

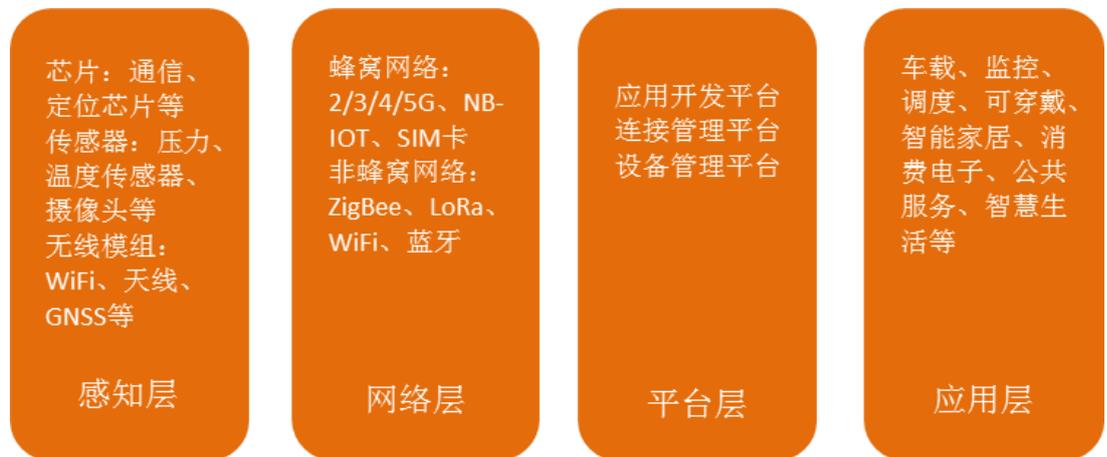
图表10 全球 M2M 连接相关收入预测(单位: 百万美元)



资料来源: Analysis Mason Limited, 平安证券研究所

物联网产业链包括感知层、网络层、平台层和应用层等环节。其中感知层包括芯片、传感器、无线模组等,网络层包括运用蜂窝网络和非蜂窝网络进行数据传输,平台层包括应用开发平台、连接管理平台、设备管理平台等,应用层包括汽车交通、可穿戴、智能家居、消费电子、智慧生活等多样的行业应用领域。Gartner 预计物联网产业链各环节的营收占比为:终端传感器及芯片厂商占比 10%,通信模块设备厂商占比 20%,通信运营服务占比 10%,平台服务商占比 20%,垂直行业应用解决方案商占比 40%。

图表11 物联网产业链四个主要环节



资料来源：中国信通院，平安证券研究所

3GPP RAN 全会第 72 次会议于 2016 年 6 月 16 日在韩国釜山召开，会上 NB-IOT 作为一项重要课题获得了批准，标志着 NB-IOT 标准的核心协议冻结。NB-IOT 即窄带蜂窝物联网主要对应于物联网业务中的低速率业务，不同物联网业务对数据传输的能力和实时性要求不同。高速率业务主要应用 3G、4G 等技术，要求实时的高速数据传输和低时延，例如车联网和视频监控等，中等速率使用频率高但对实时性要求不高，而低速率即低功耗广域网市场在 NB-IOT 技术出现之前尚未有对应的解决方案。

图表12 物联网业务类型及对应网络接入技术



资料来源：华为，平安证券研究所

NB-IOT 标准作为低功耗广域网的主要通信标准具备四大优势，一是低功耗，终端模块最长使用寿命可超过十年；二是多连接，一个扇区能够支持 5 万个连接；三是广覆盖，在相同频段下比现有移动蜂窝网络可扩大七倍的覆盖；四是成本较低，单个接连模块的成本可降至 5 美元以内，并且由于兼容 2G/3G/LTE 等蜂窝网络，基站改造的成本也较低。

同样满足低速率物联网业务的无线通信技术主要包括两类，一类是以 Zigbee、WiFi、蓝牙等为代表的短距离通信技术，另一类是 LPWAN，即广域网通信技术，LPWAN 技术里面 LoRa、SigFox 工作于未授权频谱，而 NB-IOT 工作在授权频段。NB-IOT 标准的演进历程主要起源于 2014 年华为联手

沃达丰发起的 NB-M2M 标准，随着更多芯片商包括高通、设备商例如爱立信等厂商的加入，3GPP 在 2016 年对该协议最终达成共识。

图表13 NB-IoT 协议标准的演进过程



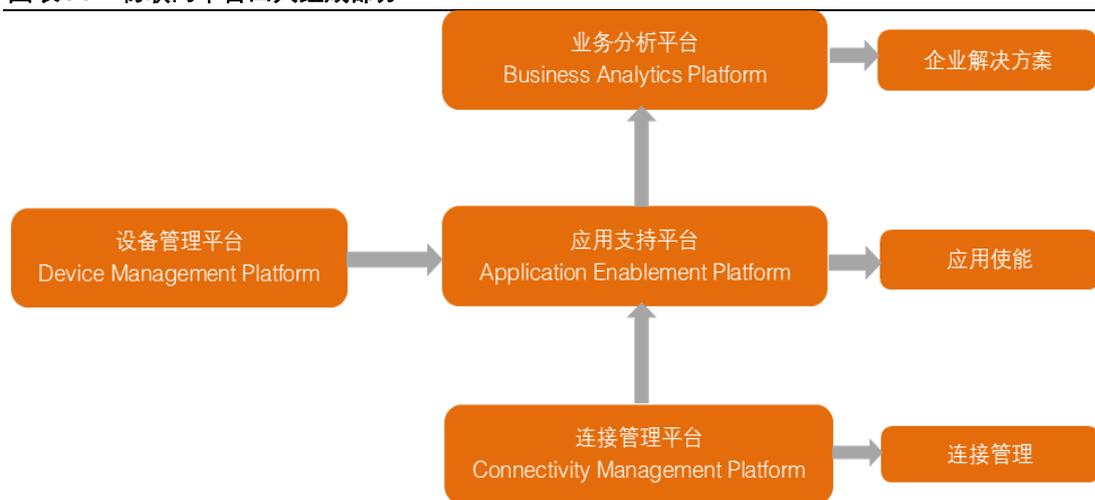
资料来源：与非网，平安证券研究所

2017 年 1 月工信部公布了《电信网编号计划（2017 年版）》（征求意见稿）公示，其中明确了物联网网号为 5 位，规划为 140XX—144XX，是物联网规模商用的明确信号。2017 年 3 月，中国电信、中国移动分别在江西鹰潭完成覆盖鹰潭全域的 NB-IoT 网络建设及开通，预计三大电信运营商 2017 年 NB-IoT 将开始规模建网。中国移动 2016 年物联网用户数近 1 亿，目标计划在 2017 年完成物联网用户 2 亿，中国电信物联网用户数 2016 年接近 2000 万，预计 2017 年达到接近 5000 万，中国联通 2016 年底实现物联网用户数 3000 万，计划 2017 年实现 7000 万的目标。物联网规模商用以后将会推动更多的应用模式出现，将促进产业链各环节快速增长。

2.2 代理 CMP 切实有效，快速卡位分享增长

物联网平台层的四大组成部分包括终端管理平台(DMP)、连接管理平台(CMP)、应用支持平台(AEP) 和业务分析平台(BAP) 等，目前还没有平台公司可以提供完整的平台功能，每家平台都有专注的分工功能或者深耕细分行业应用领域。CMP 平台全球有三大阵营，包括 Jasper 平台、爱立信 DCP 平台和沃达丰 GDSP 平台。AEP 平台提供应用开发和统一数据存储功能，架构在 CMP 平台之上，可以提供成套应用开发工具、中间件、数据存储功能、业务逻辑引擎、对接第三方系统 API 等。

图表14 物联网平台四大组成部分



资料来源：百度百科，平安证券研究所

从国际国内物联网平台的格局来看，四大平台的现有企业大多由此前已建立优势地位的同行业公司延伸拓展企业能力而来，例如 GE 的 Predix、IBM 的 Watson、Bosch 的 Bosch IOT Suite 2.0 均利用各自企业在硬件设备上的把控能力，延伸至 DMP 等平台；AWS IOT、阿里云也都是从自身公有云产品线向物联网平台延伸，优势在于数据挖掘与预测，帮助实现数据价值；AT&T 等运营商对 CMP 和 AEP 平台的拓展建立在对于网络连接管理、行业客户拓展以及为用户提供内容服务等优势基础之上。而其他平台类创业公司多数集中在 AEP 领域，例如 Thingworx、Ayla、机智云、上海庆科等，如进入 DMP 领域，主要是从设备连接的嵌入式模块入手，例如 Sierra Wireless、YeeLink 等。Jasper 作为 CMP 的初创企业，其 Control Center 平台崛起为国际 CMP 市场的领导者，也是依托 Jasper Wireless 在虚拟运营商领域积累的基于 SIM 卡的业务资费设计与计费管理方面的经验。

CMP 所必须的增值通信能力、通信管控、SIM 卡管理以及与运营商 BOSS 系统对接的计费管理能力，Jasper Wireless 在成为美国前三的虚拟运营商的过程中已经完成了积累，再针对 CMP 客户的全球统一服务、整体生态服务等需求，Jasper 和全球超过 30 多家电信运营商达成合作，在生态系统方面又与云计算商、AEP、通信模块等厂商形成全面合作，才在平台上集聚了 3500 多家企业客户，并远远甩开爱立信 DCP 和沃达丰 GDSP 平台等竞争对手。Jasper 在美国帮助 AT&T 的物联网业务快速超越 Verizon 也反映了其对用户理解、应用实践方面的显著优势。

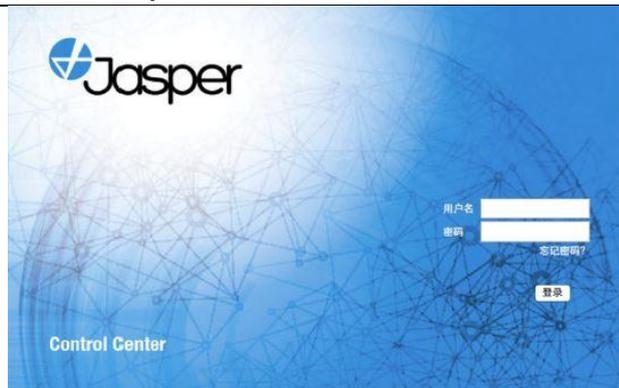
图表15 全球三大 CMP 平台对比

	Jasper Control Center	爱立信 (DCP 平台)	沃达丰 (GDSP)
覆盖国家	100 多家	100 多家	30 多家
连接数量	1.5 亿	5000 万	3800 万
合作运营商与模式	与 100 多个运营商网络达成合作，收入分成	与 36 家运营商达成合作，收入分成	与体系内运营商合作，仅收取较低费用
平台优势	基于 SIM 卡全生命周期的灵活资费管理，全球运营商合作网络，对行业应用的深入理解，与硬件软件商合作形成生态网络	通信设备与服务经验，兼顾设备管理、云服务等功能	运营商网络包括 SIM 卡的安全管理，合作成本较低的价格优势等

资料来源：Jasper、爱立信、沃达丰官网，平安证券研究所

Control Center 平台提供的自动化功能可以在整个物联网服务生命周期内给企业客户带来便利,产品为客户带来的关键优势包括: **1.上市速度更快。**Control Center 配置快速简单,并支持客户特有的业务需求。**2.获得实时信息。**客户可以快速查看所有设备,并及时响应网络和流量状况。**3.迅速诊断故障并修复问题。**客户可以及时发现异常设备行为并作出响应。**4.控制成本。**平台提供实时跟踪活动和分析信息,帮助客户实现成本管理。**5.快速扩展。**平台自带丰富的 API,可将平台集成到客户企业内部的系统之中。

图表16 Jasper Control Center 登陆界面



资料来源: Jasper, 平安证券研究所

图表17 Jasper Control Center 首页功能列表

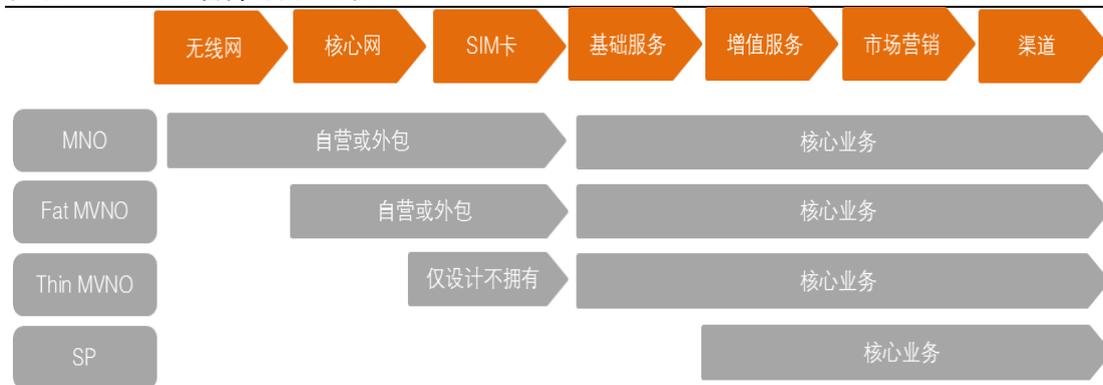


资料来源: Jasper, 平安证券研究所

Jasper Control Center 的增值通信以及基于 SIM 卡的资费管理能力来源于虚拟运营行业经验,虚拟运营是通信运营行业专业分工发展的产物。通信网络的基建包括无线网、核心网、传输网、业务网以及支撑网五大部分,由于运营商不得不将资源集中在网络建设和网络运维上,在移动通信网络渗透率达到一定临界值后,运营商面对纷繁多样的细分市场已无法投入足够资源在市场营销、客户服务方面进行差异化运营,运营商会选择引入多种虚拟运营商进行业务合作。

虚拟运营商 (MVNO) 分为深度运营 (Fat MVNO)、轻度运营 (Thin MVNO) 和服务提供商 (SP) 三类, Fat MVNO 通常拥有核心网, Thin MVNO 不拥有移动网络和核心网,从 MNO 租用设备,仅专注品牌营销、客户服务和业务定价等前端业务,同时拥有自己的卡号管理和计费系统,而服务提供商 SP 的参与程度最浅。从 CMP 平台基础的产品功能来看,与 MVNO 业务高度相关,事实上 Jasper Control Center 也正是源于此再针对新兴的 M2M 市场需求打造的物联网平台,我们认为无论从全球范围,还是从国内的行业情况来看,运营商自主开发 CMP 平台相较于已形成优势的第三方平台来说在灵活的资费管理、对行业用户的深入理解方面尚缺乏竞争力。

图表18 虚拟运营商的模式分类



资料来源: Coleago, 平安证券研究所

我国工信部 2013 年 5 月 17 日正式发布《移动通信转售业务试点方案》，向虚拟运营商发放 170 专属号段，虚拟运营商业务获得政策面放开。工信部定义我国移动通信转售业务是指从拥有移动网络的基础电信业务经营者购买移动通信服务，重新包装成自有品牌并销售给最终用户的移动通信服务。移动通信转售企业不自建无线网、核心网、传输网等基础设施，必须建立客服系统，可依据需要建立业务管理平台以及计费、营账等业务支撑系统。从我国移动转售虚拟运营商从事的业务类型来看，主要属于轻度虚拟运营（Thin MVNO）或服务提供商（SP）的模式。

截止 2016 年，我国虚拟运营商已有 42 家企业获得了试点牌照，但正式牌照仍未发放。经过试点运营阶段，国内移动转售用户数已经超过 4000 万，单家用户规模达到百万的虚拟运营商超过 10 家，其中像蜗牛移动的用户数已超过 900 万。但是我国虚拟运营毕竟发展时间较短，主要虚拟运营商的业务领域基本都是结合现有资源和优势，集中定位在零售渠道、电商、增值业务、新媒体等领域，尚未见到专注 M2M，在业务资费设计和计费管理方面具备优势竞争力的企业。

国内运营商发展物联网平台主要通过自建和合作的方式。2014 年 11 月中国移动正式发布自建的 OneNet 平台，提供从底层 IaaS 连接到上层应用的全套解决方案，并与众多厂商建立合作关系。中国移动计划 2017 年物联网用户数达到 2 亿。2016 年 7 月中国电信与爱立信签署连接管理合作谅解备忘录，为企业客户提供一站式全球物联网连接服务。中国电信计划 2017 年物联网用户数达到 5000 万。中国联通 2015 年 7 月与 Jasper 合作推出 Control Center 平台，计划 2017 年完成 7000 万的连接数。

由于电信行业的特殊性，我国运营商与国际物联网平台合作在国内落地需要有国内第三方企业提供硬件软件建设维护、技术支持，成为代理商参与建设运营。我们认为国内尚未存在具备成长为优秀 CMP 平台的潜力企业，该市场主体的培育尚需时日，国内以运营商网络建设维护为主营业务的企业如能成为国际 CMP 平台在中国落地的代理方，可快速切入 CMP 市场，分享物联网连接数快速增加带来的行业增长，是当下较为现实的选择。

公司收购的天河鸿城下属子公司爱云科技布局物联网行业，取得 Jasper 中国地区的独家代理。现有物联网业务主要依托 Jasper 平台，负责硬件基础设施和软件的建设维护以及技术支持、培训服务等工作，主要服务对象为中国联通，并根据平台用户数量、ARPU 进行盈利分成。另外天河鸿城还开展针对行业客户的物联网行业系统集成方案业务。

图表19 天河鸿城与中国联通、Jasper 平台的合作



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 天河鸿城物联网运营模式



资料来源：公司公告，平安证券研究所

中国联通 CMP 平台重点围绕车辆服务、移动传媒、移动支付、智能抄表、生产环境监测等细分市场拓展物联网用户，用户增长数量超出预期。2016 年实现物联网连接用户近 3000 万，其中约 1000 万左右为付费用户，ARPU 值约 7 元左右。我们预计 2017 年联通 CMP 平台发卡量将达到 6000 万，

激活付费用户近 2000 万，参考爱云信息的收入分成比例，我们预计 2017 年 CMP 平台将为公司带来 5500 万以上的净利润。

图表21 中国联通 CMP 平台计划拓展市场及 ARPU 值

项目	预测年度					
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
中国联通计划 ARPU 值						
车辆服务	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	-
智能抄表	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	-
无线 POS	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	-
移动媒体	55.00	55.00	55.00	55.00	55.00	-
生产及环境监测	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	-
智能设备	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	-

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表22 中国联通与爱云信息的分成比例

中国联通基于 M2M 解决方案的月收入(元)	爱云信息分成比例
12,000,000 元以下(含)	14%
12,000,000 元至 30,000,000 元(含)	11%
30,000,000 元至 60,000,000 元(含)	7%
60,000,000 元	6%

中国联通基于 M2M 解决方案的月收入(美元)	Jasper 分成比例
2,000,000 美元以下(含)	10.25%
2,000,000 美元至 5,000,000 美元(含)	8.2%
5,000,000 美元至 10,000,000 美元(含)	4.1%
10,000,000 美元	3.075%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 模式轻复制快，AEP 平台有望快速突破

应用使能平台 AEP 是提供应用开发和统一数据存储两大功能的 PaaS 平台，功能包括提供成套的应用开发工具、中间件、数据存储、业务逻辑引擎以及对第三方 API 等。运用 AEP 平台，开展物联网业务的企业可以极大节省物联网应用开发的时间和费用，并且不用担心应用大规模扩张时的底层资源扩展。根据 Nokia 的预测，2025 年物联网 DMP、CMP 和 AEP 平台三个平台的市场规模将超过 500 亿欧元，根据 First Analysis 的预测，AEP 平台市场规模相较其他两个平台更大，占比将达到 53%。

由于 AEP 平台直接面向丰富的行业应用市场，各分立的行业应用市场具备碎片化的特征，提供给市场参与者的机会也最多。物联网平台的初创企业，不少都将业务集中在 AEP 平台市场，市场参与者还包括互联网巨头、运营商以及其他行业巨头，市场空间较大，竞争也较为激烈。国际国内开展 AEP 平台业务的公司包括 Thingworx、Cumulocity、中国移动 OneNet、上海庆科、机智云、Ayla 物联等。

中国移动 OneNet 包括 DMP、CMP 和 AEP 平台功能，打造成从连接 IaaS、应用开发 PaaS 到上层数据分析 SaaS 全面完备的 IOT 云。上海庆科提供设备端、移动端、云端三位一体的全方位物联网解决方案，核心产品服务包括物联网操作系统 MiCO、无线模块、移动应用开发以及云端服务。MiCO 是运行在微控制器上的高度可移植的操作系统和中间件开发平台，已广泛应用于智能家电、照明、医疗、安防、娱乐等应用市场。机智云面向开发者提供智能硬件 PaaS 及 SaaS 云服务，在家电市场占有率高，汇集超过 3 万名开发者。Ayla 物联平台包含嵌入式模块、云服务和应用程序库三大部分，是一套完整的解决方案，特点在于全球化优势明显，可以提供全球云服务，帮助中国厂商在海外做好物联网服务。国际 AEP 平台 ThingWorx 为企业实现的功能包括连接套件帮助建立连接、成熟的扩展包可以快速开发构建应用、丰富的开发社区包含大量成熟的应用案例，另外 ThingWorx 还具备自动机器学习技术可进行分析、预测，还有增强现实 AR 技术等帮助提升客户体验。

我们认为由于 AEP 平台需要面对碎片化的丰富的行业应用场景，AEP 平台公司结合自身优势寻找有效的应用场景十分重要，重点在于关注产品数据创造的价值，要为客户找到创造的价值所在并且让客户买单的应用场景。而由于 IOT 产品在企业经营业务流程中的各场景都能创造业务价值，并且不同行业又存在不同的行业属性，因此 AEP 平台面对丰富的行业和应用场景，需要在建立通用能力、选择目标行业以及是否需要深入行业应用之间进行战略权衡。

图23 企业经营中的产品数据可创造的价值



资料来源: ThingWorx, 平安证券研究所

图24 IOT 在企业跨业务职能中的使用场景

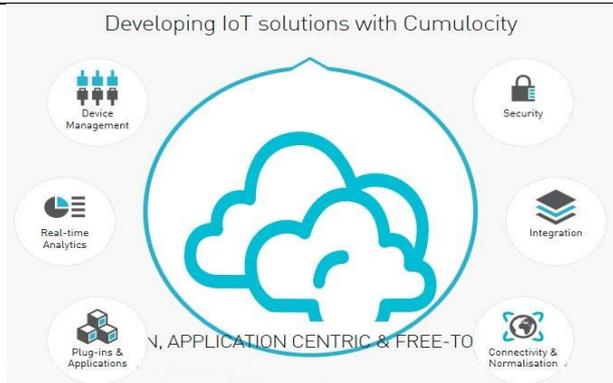
营销销售	产品开发	运营管理	售后服务	信息运营技术	客户
客户洞察和商机	互联的产品使用情况分析	资产和材料跟踪	监控和诊断	灵活的产品和资产连接	使用情况和绩效仪表盘
灵活的付款和定价模式	互联的产品质量分析	互联的运营数据	远程服务	身份和安全管理	客户自助服务
新的增值服务	互联的软件管理	统一的关键绩效指标	自动化服务执行	可扩展IoT运营管理	产品个性化
		实时资产运行状况监控	基于条件的预测性维护	无缝IoT数据集成	
		运营管理改进	互联服务用零件计划	自动化分析和操作	
			保修成本管理	快速IoT应用程序开发	

资料来源: ThingWorx, 平安证券研究所

公司于 2016 年 9 月成立基本立子 (北京) 科技发展有限公司, 主要为各行业客户提供物联网应用使能平台和物联网行业解决方案, 以及物联网应用分发平台、物联网产品、应用开发及销售等业务。上市公司持有基本立子 60% 股权, 天河星辰持有 40% 股权。基本立子与全球领先的 AEP 平台公司 Cumulocity 建立了战略合作伙伴关系, 共同研发推出了可广泛应用于中国市场各行业的应用使能平台—Quark IOE 物联网平台。

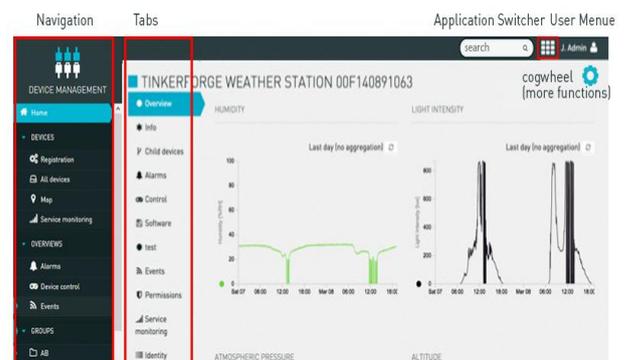
Cumulocity 前身是诺基亚西门子网络的一部分, 于 2010 年单独分立, 已建立庞大的合作生态, 典型客户包括德国电信、Paypal、Tunkers 等 49 个战略合作伙伴, 垂直行业应用市场覆盖工业互联、移动支付、零售、智慧医疗、车联网等众多领域。Cumulocity 平台的关键特征包括: 1. 云现场总线, 可以对现场总线设备进行数据采集和远程管理; 2. 实时的流程监控和系统可视化; 3. 大量实时的数据分析; 4. 全功能设备管理; 5. SAAS 集成, “Zapier 附加”可以帮助用户把资产上的数据服务于 ERP、CRM 以及其他企业 IT 系统。

图25 Cumulocity 平台功能



资料来源: Cumulocity, 平安证券研究所

图26 Cumulocity 应用程序导航界面



资料来源: Cumulocity, 平安证券研究所

公司 Quark IoE 平台采取独立运营和与运营商合作的双重模式, 独立拓展客户或者与运营商合作拓展客户, 再按连接受益分成。充分利用 Cumulocity 在工业物联方面的优势基础, Quark IOE 平台目前主要拓展的行业包括智能路灯、智能阀、工业控制等领域, 已拓展了包括贵州燃气等行业客户。

图表27 基本立子 Quark loE AEP 平台

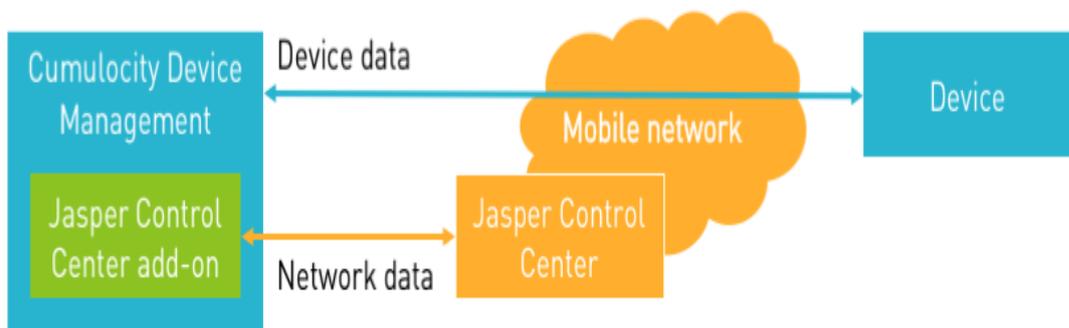


资料来源：基本立子，平安证券研究所

我们认为公司在 AEP 平台上的业务拓展主要具备以下特点和优势：

1. 在各类物联网设备连接中，能源设施、工业控制等领域中对设备连接的需求较大，连接数和产生的收入都占据较大的比例，公司 AEP 平台针对这些行业的拓展将具备充分的市场空间。
2. 公司 AEP 平台业务运作的战略重点着重挑选行业应用复杂度不高的行业，着重打造水平能力，不以深入某一行业为目的，避开行业内部原有已成规模的例如企业软件开发商等潜在竞争者，具备模式轻、复制快的特点。
3. Quark loE 平台的业务拓展可以充分协同公司的运营商业务资源，也可以在 CMP 平台行业服务的过程中积累客户资源和行业应用经验，并且 Quark loE 平台的连接管理部分已于 Jasper 平台建立合作，用户的 Jasper 账户可以直接与 Quark loE 上的租户相连，相较竞争者具备为客户提供整体服务方案的优势。

图表28 Quark loE 平台与 Jasper 控制中心



资料来源：Quark loE，平安证券研究所

根据 GSMA 的预测，2020 年中国 M2M 连接数将达到 10 亿，我们假设其中能源设施、工业控制领域的连接数占比 60%，即目标市场就有 6 亿连接数，以渗透率 15%、单连接年 ARPU 值 60 元测算，AEP 目标市场就有 54 亿元的市场规模。按照公司 AEP 平台与 Cumulocity 的分成比例 50%，上市

公司持有基本立子股权比例 60%，测算在市占率 25%条件下 AEP 平台可为上市公司带来约 4 亿元/年的新增收入规模。

2.4 收购倍泰健康，整合资源强化产品物联网属性

2017 年 2 月公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金方案获证监会通过，拟通过发行股份及支付现金购买倍泰健康 100% 股权，对价 10 亿元，同时募集配套资金不超过 4.82 亿元，用于支付交易现金对价及中介费用。倍泰健康承诺 2016-2019 年净利润分别为 4600 万、6500 万、8700 万和 1.13 亿元。

倍泰健康创立于 1994 年，采取“产品+服务”业务模式，主要经营健康一体机、智慧健康亭等一体化智慧医疗监测产品，血生化多功能检测仪、人体成分分析仪等智能物联监测产品，以及脂肪秤、体重秤等健康测量分析产品，并提供家庭健康管理服务和社区健康管理服务。产品端实现生理指标的集成或单独监测，同时借助通讯模块实现数据的上传、存储和管理。服务端与广电网络运营商、电信运营商等采用合作模式，提供家庭健康管理服务，与政府相关部门、社区健康服务中心合作，提供社区健康管理服务。在智慧医疗行业快速发展背景下，正打造“云—管—端”产品和服务体系。

图表29 倍泰健康主要产品及服务



资料来源：公司公告，平安证券研究所

多参数生理监测仪（健康一体机）实现对心电、血压、血糖、尿酸、体温、体重等生理数据的一体化监测。融合蓝牙、USB 和 WiFi、3G、以太网网络传输方式，将检测到的数据实时上传到倍泰健康管理云系统或用户自有区域数据中心，实现对健康数据的存储、查询和管理。多参数生理检测系统（智慧健康亭）由多款监测设备集合组成的人体生理参数检测系统，可测量心电、血压、血氧饱和度和度等生理数据，并配置二代身份证识别器、指纹识别仪、银联卡读卡器、WiFi 接收器等配件。

图表30 倍泰健康健康一体机产品



资料来源：公司公告，平安证券研究所

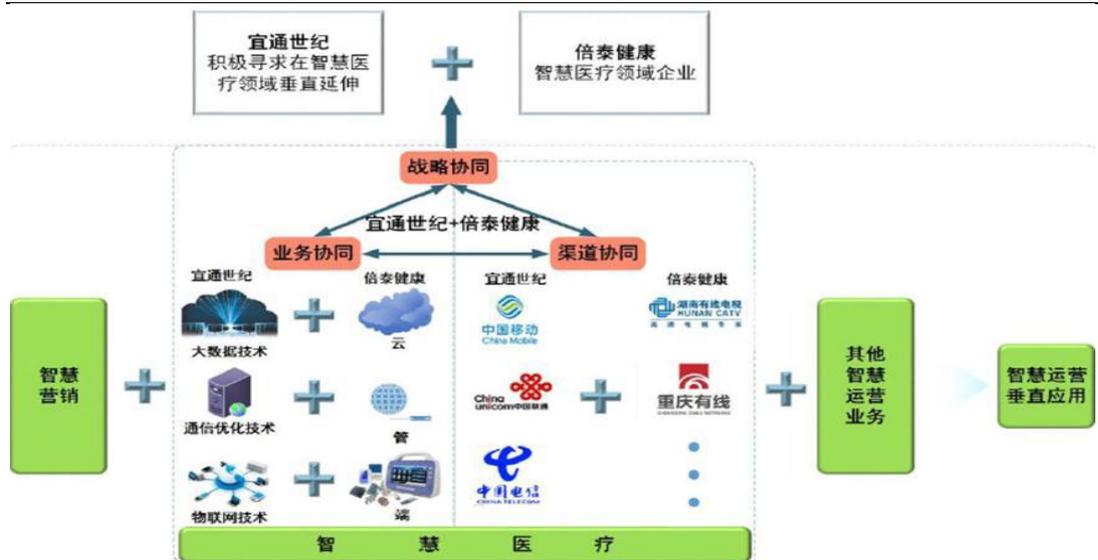
图表31 倍泰健康智慧健康亭产品



资料来源：公司公告，平安证券研究所

上市公司已经是国内领先的通信技术服务和系统解决方案提供商，并确定了从“移动通信网络服务商”向“移动通信网络智慧运营服务商”升级的战略发展目标。倍泰健康深耕智慧医疗领域，在行业内已建立起一定品牌优势和行业地位。通过嫁接倍泰健康的智慧医疗运营平台，结合公司现有物联网、大数据和智慧医疗业务布局，双方可在战略、渠道、业务上实现多项协同。

图表32 公司业务与倍泰健康的协同效应



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司已促进倍泰健康的产品和服务运用自有的 Quark IoE 平台，倍泰健康相关产品本身相较于竞争对手就更具硬件与软件融合的特点，与上市公司物联网平台和集成系统解决方案业务相互协同后，倍泰健康的智慧医疗服务将更具物联网属性。

公司智慧医疗检测产品主要目标市场为卫计委采购、社区医院、乡村卫生室、连锁药店、养老院、体检机构以及个人用户等。在中国医学装备协会开展的村卫生室健康一体机设备测试评估中，为第一批 14 家满足评估要求的系统供应商之一。2016 年已成功中标安徽省、湖北省、甘肃省、江西赣州、山西省等省市的健康一体机采购项目，另外随着智慧健康管理和分级诊疗相关业务的快速兴起，公司相关产品系统也受到行业客户的青睐。

“天天健康”服务包括健康监测、健康联播和资讯、预约挂号以及健康商城等服务模块，与地方广电网络运营商或者电信运营商合作运营家庭健康管理增值服务，并与合作运营商就服务收入达成受益分成，已与重庆有线、湖南有线、江苏有线、中国联通天津分公司等约 40 家运营商达成合作协议。“社康服务”与政府相关部门或下属事业单位、社区健康服务中心等单位进行合作，为当地社区居民提供社区健康管理服务。

根据国家卫计委数据显示，截止 2016 年 11 月我国基层医疗卫生机构中乡村卫生室数量为 64.21 万所，乡镇卫生院数量为 3.69 万所，社区卫生服务中心为 3.44 万所，诊所数量为 20.22 万所。我们仅考虑卫计委采购医疗设备购置项目在乡村卫生室一体机采购侧的市场规模，以一体机价格 9000 元，每所乡村卫生室配置一台来测算，这一市场的规模大约在 57.8 亿元，若考虑社区卫生服务中心、药店、养老院等其他行业需求，市场空间将会更大。

2017 年 4 月 23 日国务院办公厅印发《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》，全面启动多种形式的医联体建设试点。到 2020 年在总结试点经验基础上，全面推进医联体建设，形成较为完善的医联体政策体系。我们认为随着基层服务能力的提升，以医联体为切入点，不同级别、不同类别医疗机构的分工协作机制，将有效促进医疗资源的下沉。这一过程中将显著提升对于基层医疗检测设备以及健康管理等远程服务的需求，从事智慧医疗检测产品生产和服务，采用物联网技术强化数据采集、数据处理、应用开发的企业将显著受益。

三、盈利预测与投资评级

假设 1：假设通信网络技术服务业务 2017-2019 年营收增幅分别为 20%、15%、15%，毛利率分别为 16%、15%、15%。

假设 2：假设因天河鸿城并表而新增的通信网络设备销售业务 2017-2019 年营收增幅分别为 10%、5%、10%，毛利率分别为 42%、40%、40%。

假设 3：假设系统解决方案业务 2017-2019 年营收增幅分别为 25%、20%、20%，毛利率分别为 39%、38%、38%。

假设 4：公司物联网平台业务包括 CMP 平台和 AEP 平台，我们认为 CMP 平台与 AEP 平台的营业成本主要为支付的受益分成，随着收入规模的增加，人力成本和营销费用也会随之上升。假设 2017 年 CMP 平台营收为 1.17 亿元，AEP 平台自 2018 年开始起量，2017-2019 年营收增幅分别为 292.0%、190.2%、66.8%，毛利率分别为 56%、54%、54%。

假设 5：假设倍泰健康 2018-2019 年营收增幅分别为 30%、30%，2017-2019 年毛利率分别为 38%、40%、40%。

根据相关假设，我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 28.29 亿元、35.19 亿元、43.21 亿元，归母净利润分别为 3.12 亿元、3.98 亿元、5.26 亿元，按最新股本摊薄后的 EPS 分别为 0.37 元、0.47 元、0.63 元，对应 PE 分别为 31.7x、24.8x、18.8x，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表33 公司主营业务盈利预测

业务类别	项目	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
通信网络技术 服务	营业收入(百万元)	1126.87	1498.47	1798.16	2067.89	2378.07
	增速(%)	30.68	32.98	20.00	15.00	15.00
	毛利率(%)	21.10	17.96	16.00	15.00	15.00
通信网络设备 销售	营业收入(百万元)	—	249.47	274.42	288.14	316.95
	增速(%)	—	—	10.00	5.00	10.00
	毛利率(%)	—	45.30	42.00	40.00	40.00
系统解决方案	营业收入(百万元)	57.56	73.01	91.26	109.52	131.42
	增速(%)	20.39	26.84	25.00	20.00	20.00
	毛利率(%)	32.48	39.67	39.00	38.00	38.00
物联网平台 (CMP+AEP)	营业收入(百万元)	—	—	117.60	341.32	569.34
	增速(%)	—	—	292.00	190.24	66.81
	毛利率(%)	—	—	56.00	54.00	54.00
倍泰健康	营业收入(百万元)	—	—	547.44	711.67	925.17
	增速(%)	—	—	—	30.00	30.00
	毛利率(%)	—	—	38.00	40.00	40.00
合计	营业收入(百万元)	1184.43	1820.95	2828.88	3518.53	4320.96
	增速(%)	30.07	53.74	55.35	24.38	22.81
	毛利率(%)	21.66	22.58	25.18	26.60	28.02

资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、风险提示

- (1) 通信网络技术服务市场竞争加剧风险;
- (2) CMP 平台市场竞争加剧的风险;
- (3) AEP 平台业务拓展不达预期的风险;
- (4) 并购业务整合风险。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2139	2440	3082	3607
现金	1131	976	1505	1483
应收账款	529	878	871	1277
其他应收款	69	115	119	192
预付账款	6	14	8	21
存货	340	393	513	570
其他流动资产	65	65	65	65
非流动资产	1112	1156	1176	1194
长期投资	20	9	-2	-14
固定资产	126	167	191	221
无形资产	27	27	25	23
其他非流动资产	940	953	962	963
资产总计	3251	3596	4258	4801
流动负债	885	920	1241	1324
短期借款	0	0	0	0
应付账款	383	547	588	779
其他流动负债	502	373	653	545
非流动负债	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	5	5	5	5
负债合计	890	925	1246	1329
少数股东权益	4	-2	-12	-27
股本	444	838	838	838
资本公积	1468	1112	1112	1112
留存收益	446	686	992	1398
归属母公司股东权益	2357	2673	3023	3499
负债和股东权益	3251	3596	4258	4801

现金流量表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	102	-106	616	76
净利润	167	306	388	511
折旧摊销	20	24	31	39
财务费用	-7	-15	-11	-9
投资损失	-3	-1	-1	-0
营运资金变动	-94	-420	208	-465
其他经营现金流	20	0	0	0
投资活动现金流	-227	-68	-50	-56
资本支出	69	55	30	29
长期投资	52	11	12	12
其他投资现金流	-106	-2	-8	-15
筹资活动现金流	957	19	-37	-41
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	215	394	0	0
资本公积增加	1258	-355	0	0
其他筹资现金流	-517	-21	-37	-41
现金净增加额	832	-155	529	-22

利润表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1821	2829	3519	4321
营业成本	1410	2116	2582	3110
营业税金及附加	15	23	28	35
营业费用	31	66	78	91
管理费用	170	269	369	475
财务费用	-7	-15	-11	-9
资产减值损失	13	20	25	30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	1	1	0
营业利润	192	351	448	589
营业外收入	9	4	4	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	200	354	451	593
所得税	34	49	63	83
净利润	167	306	388	511
少数股东损益	-4	-6	-10	-15
归属母公司净利润	171	312	398	526
EBITDA	186	347	446	588
EPS (元)	0.20	0.37	0.47	0.63

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	53.7	55.4	24.4	22.8
营业利润(%)	197.2	82.6	27.5	31.6
归属于母公司净利润(%)	172.8	82.7	27.6	32.1
获利能力				
毛利率(%)	22.6	25.2	26.6	28.0
净利率(%)	9.4	11.0	11.3	12.2
ROE(%)	7.1	11.4	12.9	14.7
ROIC(%)	5.9	10.4	11.8	13.5
偿债能力				
资产负债率(%)	27.4	25.7	29.3	27.7
净负债比率(%)	-47.9	-36.5	-50.0	-42.7
流动比率	2.4	2.7	2.5	2.7
速动比率	2.0	2.2	2.1	2.3
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.37	0.47	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	-0.13	0.74	0.09
每股净资产(最新摊薄)	2.81	3.19	3.61	4.17
估值比率				
P/E	57.95	31.71	24.85	18.81
P/B	4.20	3.70	3.27	2.83
EV/EBITDA	47.1	25.7	18.8	14.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033