

5G 网络规划设计最先开启，宽带载波、智能大数据业务顺势发展

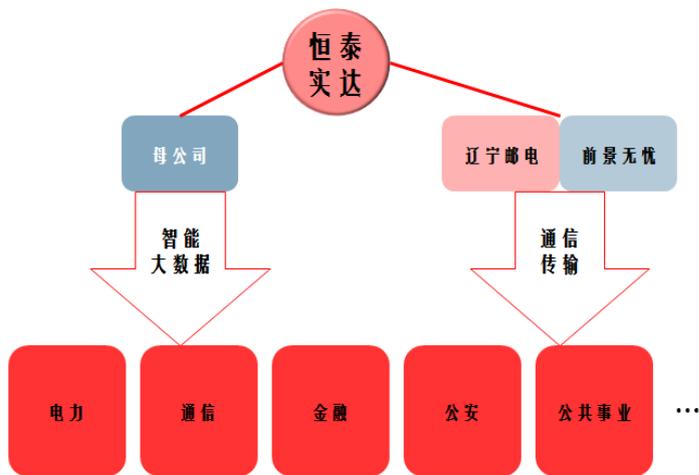
北京恒泰实达科技股份有限公司是国内领先的智能大数据综合解决方案提供商和运营商。近年的发展，营收不断提升，归母净利润保持稳定。

2018 年，公司通过收购辽宁邮电规划设计院有限公司（辽宁邮电），在原有业务的基础上补强公司通信板块业务。未来恒泰实达在智能大数据和通信传输两个板块实现了业务布局，可以为不同行业客户提供更丰富的服务。

① 智能大数据板块，公司基于现有上市公司的业务情况，向电力行业提供智能大数据综合解决方案，并不断拓展新的行业客户。

② 通信传输板块，公司通过辽宁邮电和前景无忧两个子公司，实现了通信网络设计服务业务和载波通信芯片的布局。

图：恒泰实达公司布局



资料来源：中信建投证券研究发展部

通信传输板块业务介绍

我国 5G 网络预计 2020 年实现规模商用。通信规划设计行业作为网络建设的指引，从 2019 年起预计将出现增速加快的情况。我国 5G 网络建设投资规模普遍预计相比 4G 提升 1.5 倍~3 倍。而目前站址的规划已经进入视线。2017 年 7 月，山西、黑龙江、江西、山东、湖北、海南、陕西、甘肃、青海、广西、河北、河南、重庆、辽宁这 14 个省份，已明确由铁塔公司统筹组织 5G 站址规划。山东、黑龙江、河南、广西、海南、陕西、辽宁 7 个省已经出台文件表示向铁塔公司开放全省公共资源，支持信息基础设施建设。辽宁成为 5G 建设的政策支持强省之一。

请参阅最后一页的重要声明

恒泰实达 (300513)

首次评级

增持

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

发布日期：2018 年 07 月 27 日

当前股价：27.8 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	7.01/	-15.73/-19.75	-15.68/-21.1
12 月最高/最低价 (元)			38.79/25.07
总股本 (万股)			16,975.48
流通 A 股 (万股)			6,170.38
总市值 (亿元)			47.19
流通市值 (亿元)			17.15
近 3 月日均成交量 (万)			55.22
主要股东			
钱苏晋			24.6%

股价表现



相关研究报告

辽宁邮电主营业务可以分为**通信网络设计服务和系统集成**两部分。业务主要面向国内三大电信运营商、铁塔公司、电网公司或政企事业单位等。

辽宁邮电承诺 2016 年~2018 年扣非净利润分别为 10,500 万元、12,000 万元和 13,700 万元。超额部分 50% 的用于奖励辽宁邮电管理团队。2017 年公司实现净利润 1.31 亿元。此次收购后，上市公司资产端和负债端均有较为显著的变化，整体负债率有所下降。变化体现了辽宁邮电下游运营商结算的特点，应收账款出现大幅提升。存货也有规模提升，预计为集成业务商品。固定资产、无形资产提升。商誉 13.59 亿元。两公司通过整合，协同效应体现在以下三点：

①业务整合：恒泰实达主要面向电网企业提供信息化技术服务，辽宁邮电主要面向国内通信运营商、铁塔公司、电网公司或政、企事业单位提供通信设计、技术咨询、技术开发服务、通信信息系统集成等通信网络技术服务。两公司在电网客户上存在协同效应。上市公司通过收购提升了通信网络设计能力、建筑智能化设计能力和工程承包能力，二者合作在对电网客户的服务中可以提升盈利水平。

②区域整合：恒泰实达的销售渠道主要集中于华北、西北、西南和华东地区，辽宁邮电的销售渠道主要集中于东北、华中、华东和华南地区。上市公司与辽宁邮电除了在辽宁、新疆、北京均设有服务网点重叠的情况下，两家公司的业务区域基本互补，收购完成后，可共同覆盖到全国的大部分省份，高效地拓展客户覆盖能力。

③供应链整合：辽宁邮电的集成业务随着规模的提升采购需求提升。两公司通过合作可实现在采购渠道的共享和协同，可以降低采购成本。

另外，5G 除了运营商侧的市场规模提升，在电力行业的应用也受到了关注。2017 年 9 月 14 日，中国电信北京研究院、中国电力科学研究院、华为共同启动了“5G 电力切片基础前瞻联合创新项目”。这是 2017 年国家重大科技专项、国家电网基础前瞻重大研究课题。2019 年预计 5G 电力切片将实现初步商用。

电力行业在 5G 时代寻求建设一张全覆盖的光网和无线覆盖，解决电力行业从发电端到用电端的控制、监测、通信等需求。下一代电网需要实时的数据传输和业务隔离、智慧运营需求，对网络提出了新挑战，需要 5G 物联网切片和高速通信切片的支持。此次收购将会帮助上市公司提升面向电网通信服务能力，提高公司盈利能力。

公司控股子公司前景无忧通过载波通信芯片技术，为客户提供一体化的数据采集通讯服务，是公司在大数据传输环节的布局。目前主要业务集中于电力行业的用电信息采集领域，其将面临窄带载波向宽带载波升级的重大市场机遇。此外，该技术将通过多表合一解决方案向市政领域拓展。

2018 年 7 月 16 日，公司公告，其产品通信单元芯片（单相/HPLC）、通信单元芯片（三相/HPLC）、本地通信单元芯片（集中器 I 型/HPLC），于近日通过国网计量中心有限公司通信单元芯片（HPLC）级互联互通检测并获得检验报告。此前，东软载波对互联互通结果进行了公告，公司成为 A 股通过互联互通检测的两家公司之一，其他通过检测的公司包括华为海思等。

智能大数据板块业务介绍

公司的大数据业务主要围绕**大数据可视化的设计实现集成展开**。大数据可视化是大数据产业链的最后一公里，可以帮助决策者基于数据进行商业智能、政府决策、公众服务、市场营销等。电网行业的数据规模可达 PB 级别或以上。面对如此规模化的数据，电网的大屏幕可视化业务近几年领先于其他行业落地。根据第三方测评，

2015 年全球大数据市场规模在 256.7 亿美元规模，预计 2022 年市场规模将达到 720.38 亿美元，2025 年市场规模将达到 1000 亿美元以上。行业复合增速在 15% 左右。

恒泰实达作为上市公司，在人才储备和解决方案储备方面存在较高优势。依托公司多年在电力行业的经验，公司产品目前已实现跨行业平移。近年来拓展了包括气象、民航、地铁、公安等一系列不同行业客户。随着客户数量和规模的扩大，公司的智能大数据板块有进一步成长机会。

投资建议与评级

恒泰实达公司瞄准智能大数据业务，近年拓展至不同行业，伴随大数据行业的发展业务有进一步成长空间。另外，公司子公司前景无忧布局了宽带载波芯片&模组产品，目前获得国网互联互通认证，随着电力宽带电能表的采集开始，公司产品有放量可能。公司近期收购辽宁邮电，作为 5G 时代网络设计规划的第一梯队民营设计院，公司将受益于 5G 时代的业务爆发。另外，此次收购后，上市公司和辽宁邮电在区域业务拓展、电力板块业务拓展等领域拥有互补性，未来将形成协同效应，互相促进业务发展。

我们预计公司 2018~2020 年业绩分别为 1.87 亿（备考）、2.39 亿和 3.05 亿，对应 PE 25X、20X 和 15X。

表：公司盈利预测情况（单位：亿元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	5.46	11.49	14.16	17.56
营业总成本	5.20	9.47	11.52	14.15
其他经营收益	0.07	0.15	0.15	0.15
营业利润	0.39	2.17	2.79	3.55
利润总额	0.39	2.17	2.79	3.55
净利润	0.36	1.97	2.54	3.25
归属于母公司所有者的净利润	0.37	1.87	2.39	3.05
PE	-	25	20	15

资料来源：中信建投证券研究发展部

风险提示：

- 1、5G 发展不及预期或辽宁邮电地区拓展受阻，辽宁邮电营收不达预期或毛利率下滑风险；
- 2、大数据业务竞争激烈导致毛利率下滑的风险；
- 3、公司业务整合不达预期的风险；
- 4、运营商经营性支出下降，通服行业竞争进一步加剧的风险。

目录

一、上市公司简介	3
二、通信传输板块业务介绍	6
2.1 通信规划设计行业：毛利率高，受益于 5G 部署成长性强	6
2.2 辽宁邮电：国内领先的通信规划设计公司，5G 前周期受益明显	8
2.3 收购辽宁邮电：募集资金提升业务实力，业务协同面向更广阔市场	17
2.4 前景无忧：宽带芯片通过国网互通检测，宽带载波通信大市场分一杯羹	19
三、智能大数据板块业务介绍	20
四、投资建议与评级	22
风险提示：	22

表格目录

表 1：公司发展历程	3
表 2：恒泰实达子公司和参股公司情况	4
表 3：恒泰实达十大股东情况（2018 年 5 月 10 日）	5
表 4：通信服务行业各个环节市场情况（2018）	7
表 5：国内排名领先的设计院对比（2017 年末数据）	8
表 6：公司发展大事件	9
表 7：辽宁邮电高管情况	10
表 8：主要客户对投标方注册资本的要求	13
表 9：辽宁邮电在手订单情况（单位：亿元）	14
表 10：公司在手订单情况拆分（2017Q5，单位：万元）	14
表 11：按通信运营商集团列示的主营业务前五大客户情况	15
表 12：按省级分公司列示的主营业务前五大客户情况	15
表 13：辽宁邮电三费占比营收情况	17
表 14：研发项目情况	17
表 15：辽宁邮电收购前后上市公司资产负债变化（单位：万元）	17
表 16：我国坚强智能电网发展情况	19
表 17：宽窄带载波通信方案异同	19
表 18：公司盈利预测情况（单位：亿元）	22

图片目录

图 1: 恒泰实达近年营收及增速 (单位: 亿元)	4
图 2: 恒泰实达归母净利润及增速 (单位: 亿元)	4
图 3: 恒泰实达公司人员情况	4
图 4: 恒泰实达研发投入情况 (单位: 亿元)	4
图 5: 恒泰实达公司布局	6
图 6: 通信网络技术服务市场分拆	7
图 7: 此次收购前辽宁邮电的股权结构	10
图 8: 辽宁邮电员工职称构成情况 (20161231)	11
图 9: 辽宁邮电员工学历构成情况 (20161231)	11
图 10: 辽宁邮电通信网络设计服务营收情况	11
图 11: 辽宁邮电通信系统集成服务营收情况	11
图 12: 辽宁邮电通信网络设计服务	12
图 13: 公司系统集成业务	13
图 14: 通信网络设计服务业务成本构成情况 (单位: 万元)	16
图 15: 辽宁邮电两大业务毛利率情况	16
图 16: 辽宁邮电两大业务毛利情况	16
图 17: 面向 5G 的电力切片建设方案	18
图 18: 前景无忧的芯片&模块产品	20
图 19: 前景无忧营收净利润 (单位: 亿元) 和净利润率情况	20
图 20: 典型的大数据可视化系统构成	21
图 21: 全球大数据行业市场规模预测	21

一、上市公司简介

北京恒泰实达科技股份有限公司（300513.SZ）成立于 2000 年，是国内领先的智能大数据综合解决方案提供商和运营商，专注于电力行业智能控制室集成服务，以大数据可视化智能分析为切入点，提供包括解决方案设计、系统集成、产品研发、多媒体创意及 IT 服务等大数据解决方案，覆盖数据采集、数据传输、数据存储，到数据分析、展现等大数据服务全产业链环节。

公司先后承担了国家电网公司多个网、省级及交通、教育、政府等大型系统集成及软件项目。特别在智能控制室、智能电网生产运行管理、电力应急指挥系统等方面，取得多项专利和技术成果，形成了包括咨询、研发、实施、服务在内的完整的业务链，是在智能控制室领域领先的 IT 解决方案及服务供应商。

公司通过业务合作，已经与巴可、威创、HP、Dell、POLYCOM、H3C、CISCO、Microsoft 等知名企业建立了战略合作关系，与相关 IT 领域的专家建立了长期的人员和技术交流。

2018 年公司通过重大资产重组收购辽宁邮电 99.854% 股权，拥有辽宁邮电、前景无忧、恒泰能联、易净优智等子公司、24 家办事处，形成了覆盖全国的本地化服务网络。

表 1：公司发展历程

年份	事件
2000	北京恒泰实达科技发展有限公司成立
2005	承接首个应急指挥项目（北京电力）
2006	销售收入首次突破 1 亿元
2007	承接首个电力以外行业项目（北京市交通专项应急指挥系统）
2008	在各省设立办事处，业务大规模走向全国
2009	电力应急指挥系统基本覆盖国家电网市场，推出专业级智能管控设备 V3C
2010	成功开拓南方电网市场
2011	推出可视化平台 VBI，迅速覆盖国家电网 23 个网省公司，销售收入首次突破 3 亿元
2012	完成股份制改造，更名为北京恒泰实达科技股份有限公司，北京前景无忧电子科技有限公司成为子公司，成立南京应用技术研发中心
2013	成立辽宁、山西分公司，在全国各省设立办事处，实现本地化服务
2014	成立成都、宁夏分公司，推出 V3C PRO、IcsBOX、ScreenMate 等产品
2016	在创业板成功上市，成立子公司北京恒泰能联科技发展有限公司，成立上海、新疆分公司，成立成都研发中心
2017	推出大数据可视化智能分析平台数智云图 VBI
2018	并购成功，辽宁邮电规划设计院有限公司成为子公司

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

公司目前拥有辽宁邮电、前景无忧、恒泰能联、易净优智等子公司。

表 2：恒泰实达子公司和参股公司情况（单位：万元）

名称	参控关系	主业	持股比例	2017 年营收	2017 年净利润
辽宁邮电规划设计院有限公司	子公司	通信网络设计服务和系统集成业务	99.85%	51,310.50	12,417.82
北京前景无忧电子科技有限公司	子公司	电网计费机电一体化产品	51.16%	7,943.48	1,623.02
北京恒泰能联科技发展有限公司	子公司	综合能源服务	52.00%	361.82	-1,127.95
北京易净优智环境科技有限公司	子公司	环境保护产品开发和销售	58.00%	176.80	-460.96
北京新能和再生能源科技发展有限公司	子公司	信息提供、专业咨询等服务	45.00%		

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

2014 年，公司主要客户国家电网大屏幕系统工程的招标条件改为只允许厂家直投，公司作为系统集成商无法直接参与投标，导致公司业务出现下滑。但是公司在后续的发展中营收不断提升，归母净利润保持稳定。

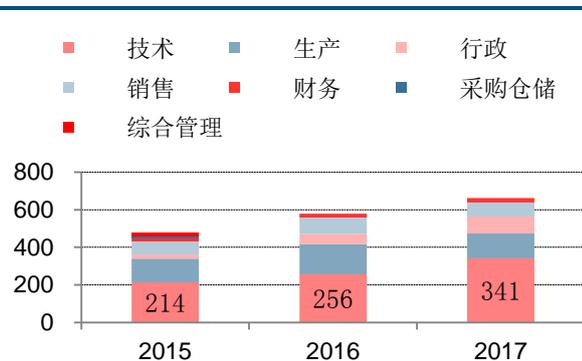
图 1：恒泰实达近年营收及增速（单位：亿元）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 2：恒泰实达归母净利润及增速（单位：亿元）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

恒泰实达重视自主创新，在北京、南京、成都、沈阳等地设有研发中心，被认定为“高新技术企业”、“企业技术中心”。多年来，公司在大数据等领域取得了 78 项专利和 219 项软件著作权。公司研发投入近年来平稳攀升，占比公司营收 5% 上下波动。

图 3：恒泰实达公司人员情况


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 4：恒泰实达研发投入情况（单位：亿元）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司股权结构简单。钱苏晋先生现任本公司董事长兼总经理，张小红女士现任本公司董事，钱苏晋先生与张小红女士系夫妻关系，共同构成公司控股股东与实际控制人。

十大股东中，景治军先生拥有硕士学位，曾任弥亚微电子科技（前景无忧公司前身）有限责任公司经理；现任副总经理、营销事业部经理，前景无忧经理。

钱军先生为钱苏晋之弟，曾任北京盛科维科技发展有限公司经理；现为北京盛科维科技发展有限公司员工。盛科维已于 2017 年从上市公司出售。

新余百合永生投资管理中心是一家主要从事资产投资管理，股权投资业务的有限合伙企业。常州德丰杰清洁技术创业投资中心是一家专注创业公司投资业务的有限合伙企业。两公司合伙人与上市公司人员之间不存在关联关系。两公司目前股权已经解禁，解禁后两公司均有减持行为。两公司在 2019 年 6 月 2 日之前将通过合法方式减持，减持前将提前公告。**2018 年 7 月 23 日公司公告新余百合永生投资管理中心将自 7 月 27 日起的六个月内通过集中竞价、大宗交易等方式继续减持 1.31%。**

表 3：恒泰实达十大股东情况（2018 年 5 月 10 日）

序号	股东名称	占总股本比例(%)	备注
1	钱苏晋	17.66	董事长兼总经理
2	张小红	7.44	董事，钱苏晋先生夫人
3	景治军	7.23	副总经理、营销事业部经理，前景无忧经理
4	新余百合永生投资管理中心（有限合伙）	4.71	上市前投资人
5	钱军	3.96	钱苏晋先生之弟
6	陈志生	2.75	辽宁邮电股东
7	常州德丰杰清洁技术创业投资中心（有限合伙）	2.69	上市前投资人
8	天泽吉富	2.59	辽宁邮电股东
9	善长资产	2.55	辽宁邮电股东
10	鸿信飞龙	2.24	辽宁邮电股东
11	网讯飞龙	2.09	辽宁邮电股东
12	鸿讯飞龙	2.09	辽宁邮电股东
13	网信飞龙	2.08	辽宁邮电股东
14	北京泓石	1.31	辽宁邮电股东
15	中金国联	1.14	辽宁邮电股东
16	王卿泳	0.86	辽宁邮电股东
17	陈志生之外参与对赌的 37 名自然人（任意一名不超过 1%）	8.52	辽宁邮电股东
合计		71.91	

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

2018 年，公司通过发行股份约 0.48 亿股及支付现金对价约 2.05 亿元共计 17.83 亿元方式购买陈志生等 38 名自然人、鸿讯飞龙、鸿信飞龙、网讯飞龙、网信飞龙、天泽吉富、善长资产、北京泓石、中金国联等 8 家机构及王卿泳持有的辽宁邮电规划设计院有限公司（辽宁邮电）99.854% 股权，同时拟向包括钱苏晋在内的不超过 5 名特定对象非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过 4.83 亿元。募集配套资金用于支付本次交易现金对价、标的公司在建项目及支付中介机构费用。辽宁邮电承诺 2016 年~2018 年扣非净利润分别为 10,500 万元、12,000 万元和 13,700 万元。超额部分 50% 的用于奖励辽宁邮电管理团队。

2018 年 4 月 19 日，辽宁邮电 99.854% 的股权已过户至公司名下。5 月 10 日，新发行的 0.48 亿股新股已上市。公司非公开发行仍未实施，钱苏晋先生承诺参与认购本次募集配套资金发行的股份，认购数量在 30%~60%

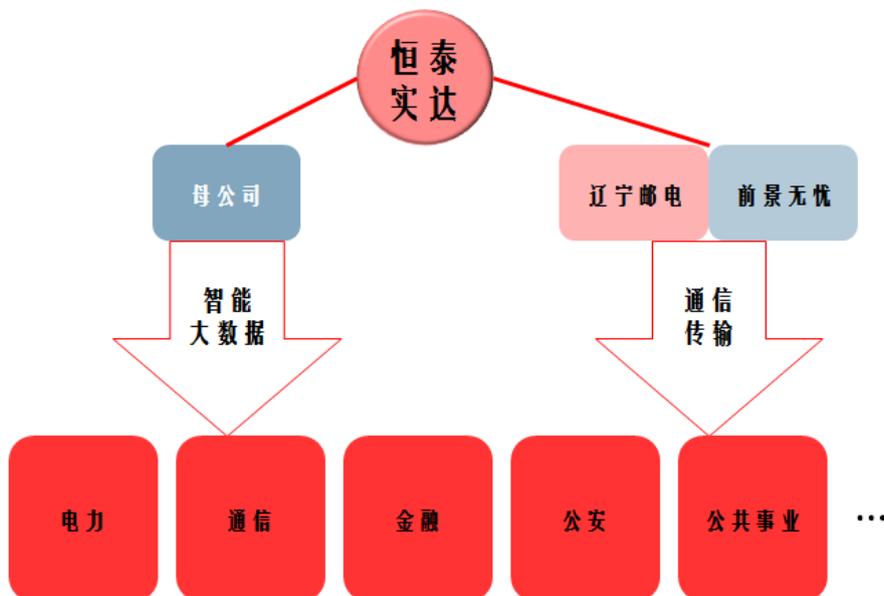
之间，不参与询价过程，并接受询价结果参与认购。

公司通过收购，在原有业务的基础上补强公司通信板块业务。未来恒泰实达在**智能大数据**和**通信传输**两个板块实现了业务布局，可以为不同行业客户提供更丰富的服务。

①智能大数据板块，公司基于现有上市公司的业务情况，向电力行业提供智能大数据综合解决方案，并不断拓展金融、通信、公安等新的行业客户。

②通信传输板块，公司通过辽宁邮电和前景无忧两个子公司，实现了通信网络设计服务业务和载波通信芯片的布局。

图 5：恒泰实达公司布局



资料来源：中信建投证券研究发展部

二、通信传输板块业务介绍

2.1 通信规划设计行业：毛利率高，受益于 5G 部署成长性强

通信规划设计行业总体属于通信服务行业，主要面向三大网络运营商，也面向专网客户提供网络规划设计服务。通信服务行业公司近 5000 家，涉及网络的设计、施工、监理、维护、优化等项目。近年随着网络建设的开展，市场规模不断提升。中国信息产业网对其中的工程、优化和维护市场进行了量化估计，市场整体复合增长率约为 20%。

图 6：通信网络技术服务市场分拆



资料来源：中国信息产业网，中信建投证券研究发展部

其中设计业务毛利率最高，同其他业务形成了明显区别。以上市公司宜通世纪 2017 年业务为例，网络维护服务毛利率为 10.88%，网络工程服务毛利率为 23.57%，网络优化业务毛利率为 21.34%。而辽宁邮电的通信规划设计业务毛利率约为 55%。

表 4：通信服务行业各个环节市场情况（2018）

	设计	施工	监理	维护	优化
市场规模	~200 亿	~1700 亿	~50 亿	~1400 亿	~200 亿
竞争情况	宽松	激烈	激烈	激烈	激烈
典型毛利率情况	30-50%	10-30%	20-50%	5-15%	10-20%
服务时间	建设前	建设中	建设中	建设后	建设后

资料来源：中信建投证券研究发展部

通信规划设计行业国内参与公司约有 200 家左右。上世纪后半段各省均有邮电设计院隶属于监管部门下属单位。后期经过改制，部分设计院被纳入运营商体系，典型代表如中国移动通信集团设计院有限公司、中讯邮电咨询设计院有限公司；另外部分邮电类大学也通过成立设计院方式进入了该领域，典型代表如：南邮电信工程勘察设计院有限公司、长春电信工程设计院股份有限公司、吉林吉大通信设计院股份有限公司；电子部下属部分单位也进入了该领域，如杰赛科技股份有限公司，另外随着我国网络建设规模的提升，部分民营企业也纷纷成立，如富春股份、陕西天元通信规划设计咨询有限公司等。

通信规划设计对公司的要求较高，能够取得行业甲级资质和专业甲级资质的公司屈指可数。其中头部公司包括中国移动通信集团设计院有限公司、中讯邮电咨询设计院有限公司、中通服广东省电信规划设计院有限公司、中通服华信邮电设计院（浙江省邮电设计院）、中通服咨询设计研究院有限公司（江苏省邮电设计院）、中通服广东南方电信规划咨询设计院有限公司、上海邮电设计咨询研究院有限公司等。其中，辽宁邮电是三大运营商体系外全国规模最大的邮电设计院之一。

表 5：国内排名领先的设计院对比（2017 年末数据）

	中国移动通信集团设计院有限公司	中讯邮电咨询设计院有限公司	广东南方电信规划咨询设计院有限公司	中通服咨询设计研究院有限公司	辽宁邮电规划设计院有限公司	吉林吉大通信设计院股份有限公司
通信工程咨询	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级
通信工程设计	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	专业甲级
工程勘探	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级	甲级
通信工程施工总承包	无	无	无	二级	二级	无
涉密信息系统集成	无	无	乙级	甲级	乙级	无
电子通信广电行业（通信工程）	甲级	甲级	有线、无线、通信铁塔专业甲级	甲级	甲级	有线、无线、通信铁塔专业甲级
电子系统工程专业	甲级	无	无	无	无	无
建筑行业	甲级	甲级	甲级	甲级	乙级	无
通信网络系统集成	一级	甲级	一级	甲级	甲级	甲级
国家高新技术企业	是	是	是	是	是	是
人员规模	4282			1500	1123	1277
营收情况					5.13	4.39
归母净利润情况					1.24	0.42

资料来源：公开资料，公司公告，中信建投证券研究发展部

我国 5G 网络预计 2020 年实现规模商用。通信规划设计行业作为网络建设的指引，从 2019 年起预计将出现增速加快的情况。我国 5G 网络建设投资规模普遍预计相比 4G 提升 1.5 倍~3 倍。而目前站址的规划已经进入视线。**2017 年 7 月，山西、黑龙江、江西、山东、湖北、海南、陕西、甘肃、青海、广西、河北、河南、重庆、辽宁这 14 个省份，已明确由铁塔公司统筹组织 5G 站址规划。**山东、黑龙江、河南、广西、海南、陕西、辽宁 7 个省已经出台文件表示向铁塔公司开放全省公共资源，支持信息基础设施建设。辽宁成为 5G 建设的政策支持强省之一。

2.2 辽宁邮电：国内领先的通信规划设计公司，5G 前周期受益明显

辽宁邮电是网通集团主辅分离改制设立，由前身邮电设计院员工共同出资设立的股份制公司，是国内领先的通信规划设计公司。

公司现有员工约 1200 人，工程技术人员占 80%以上。其中：高级工程师和硕士研究生 200 余人，工程师和大学本科毕业生 850 人。公司总部内设**无线、传输、网络、电力、建筑**五个设计部和系统集成部，下设大连、鞍山等**十三个省内办事处**和省外广东、天津、湖北、福建、贵州、江苏、山东、新疆、海南、青海、北京、内蒙**十二个分院**，并控股辽宁龙目工程监理有限公司和沈阳牧龙科技有限公司。

公司持有国家通信工程勘察、设计、通信工程咨询、通信信息系统集成、建筑智能化系统工程设计甲级证书，对外经济合作经营资格证书，建筑工程设计乙级证书和信息系统集成二级证书。通过 ISO-9001:2008 国际质量体系辽宁认证，2009 年成为国家级“高新技术企业”；2010 年被中国通信企业协会授予“全国通信行业用户满意企业”称号，连续两次被辽宁省质量协会授予“辽宁省用户满意企业”称号，被辽宁省科技厅授予“辽宁省通信网络工程技术研究中心”称号，被辽宁省经信委授予“辽宁省新兴高技术领军企业”和“辽宁省企业技

术中心”称号，被辽宁省住建厅授予“辽宁省优秀工程勘察设计企业 20 强”，连续五年被当地政府评为“经济发展突出贡献单位”。在行业中排名领先，是民营邮电设计院的龙头企业。

公司集通信工程、建筑工程勘察、设计、咨询、通信网络规划、通信工程承包、工程施工、信息系统集成、计算机软件开发与应用、技术服务为一体，先后完成各类工程设计项目万余项，工程可行性研究和网络规划咨询项目千余项，其中国家和省重点工程设计、规划、可行性研究项目 500 多项，包括中国联通、中国移动、中国电信、中国铁塔等各大通信运营企业的移动通信网、交换网、数据通信网、光传送网、数字微波通信网、通信铁塔及基站、可视会议系统、邮政信息工程及党政、企业集团专网等。同时完成中朝国际光传输系统建设工程、利比亚通信管网建设工程、印度 BSNL 公司加尔格达 GSM 网工程、老挝国家通信网络系统改造工程等多个国外重点项目。

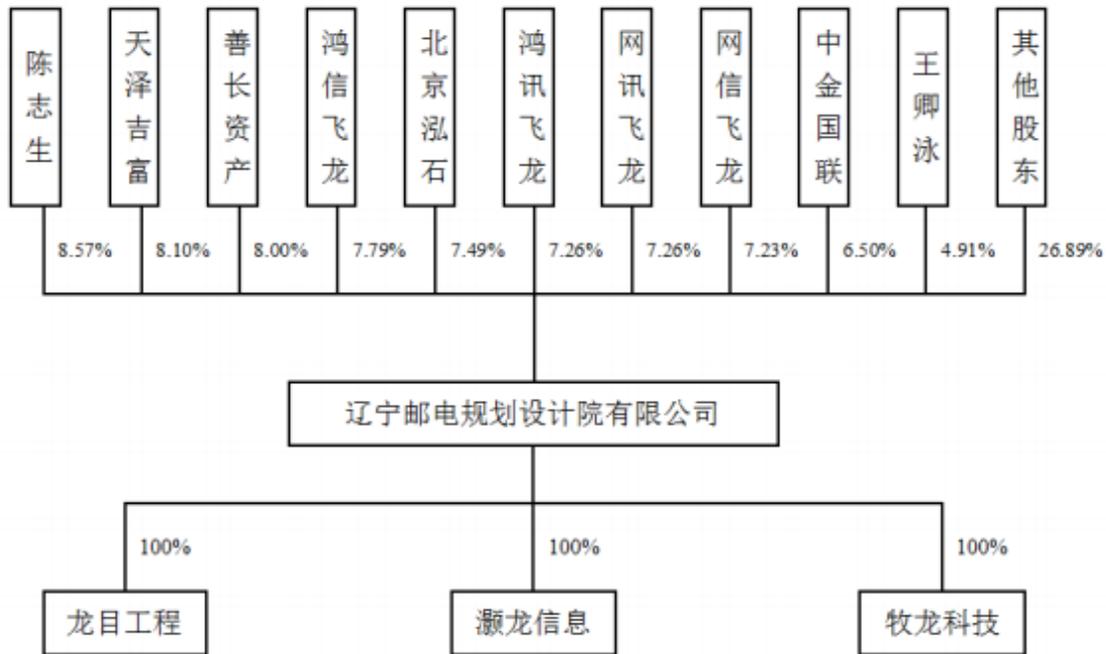
表 6：公司发展大事件

年份	事件
1991/04	辽宁邮电前身设立。
2005/12	主辅分离改制设立有限公司，注册资本 2,000 万元，实际股东 283 人。
2005/12-2007/12	第一次内部股权调整，退出 24 人，新入 20 人，实际股东变为 279 人。
2008/03	第一次转增，注册资本增至 3,000 万元。 第一次增资，注册资本增至 3,500 万元，增资股东 33 人，实际股东变为 312 人。
2009	成为国家级“高新技术企业”
2008/03-2010/01	第二次内部股权调整，退出 16 人，新入 60 人，实际股东变为 356 人。
2010	被中国通信企业协会授予“全国通信行业用户满意企业”称号
2010/02-2010/12	第三次内部股权调整，退出 14 人，新入 10 人，实际股东变为 352 人。 第二次转增，注册资本增至 7,000 万。
2011/04-2013/01	第四次内部股权调整，退出 9 人，新入 71 人，实际股东变为 414 人。
2013/02-2015/01	第五次股权内部调整，退出 17 人，新入 150 人，实际股东变为 547 人。 第三次转增，注册资本增至 10,500 万元。
2015/12	规范员工持股，350 名实际股东通过向 5 名财务投资者转让股权退出，3 对夫妻间转让，实际股东降至 199 名。
2016/12	155 名股东以辽宁邮电股权设立 4 个员工持股平台，解除代持。

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

此次收购前，公司不存在控股股东和实际控制人，股权结构相对复杂。

图 7：此次收购前辽宁邮电的股权结构



资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

收购前，陈志生先生为公司董事长，姜日敏先生为公司总经理。鸿讯飞龙、鸿信飞龙、网信飞龙、网讯飞龙是公司因为规范股权代持问题和办理工商登记需要而设立的员工持股平台。天泽吉富、善长资产为投资机构，拥有投资 TMT 行业的经验。北京泓石、中金国联两家合伙企业已在基金业协会办理私募基金备案，接受证券监督管理机构监管。王卿泳为辽宁邮电股东，投资人，不参与对赌。

表 7：辽宁邮电高管情况

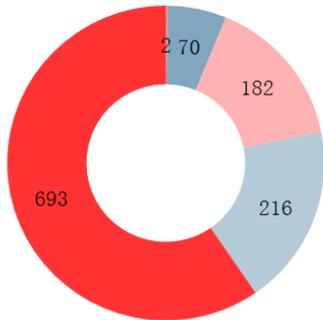
序号	姓名	岗位情况
1	陈志生	董事长
2	姜日敏	董事、总经理
3	于勇	董事、副总经理
4	陈曦	副总经理
5	卞晓光	副总经理
6	周巍	副总经理
7	张旭阳	省外市场总监
8	祖健	董事、财务总监

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

辽宁邮电员工规模处于同行业领先水平。截至 2016 年年末拥有员工 1163 名，其中本科和研究生占比约为 68%。公司员工整体竞争力较强。

图 8：辽宁邮电员工职称构成情况（20161231）

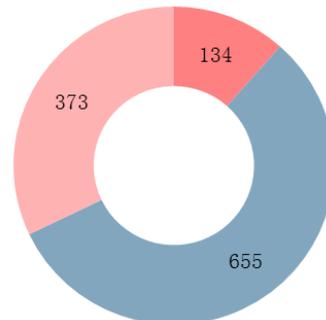
■教授级高级工程师 ■高级工程师 ■工程师 ■助理工程师 ■其他



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 9：辽宁邮电员工学历构成情况（20161231）

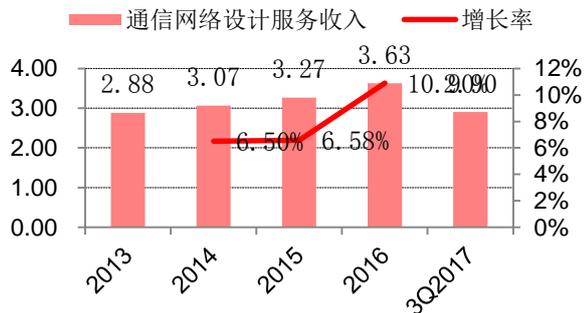
■研究生及以上 ■本科 ■其他



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

辽宁邮电主营业务可以分为**通信网络设计服务**和**系统集成**两部分。业务主要面向国内三大电信运营商、铁塔公司、电网公司或政企事业单位等。

图 10：辽宁邮电通信网络设计服务营收情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

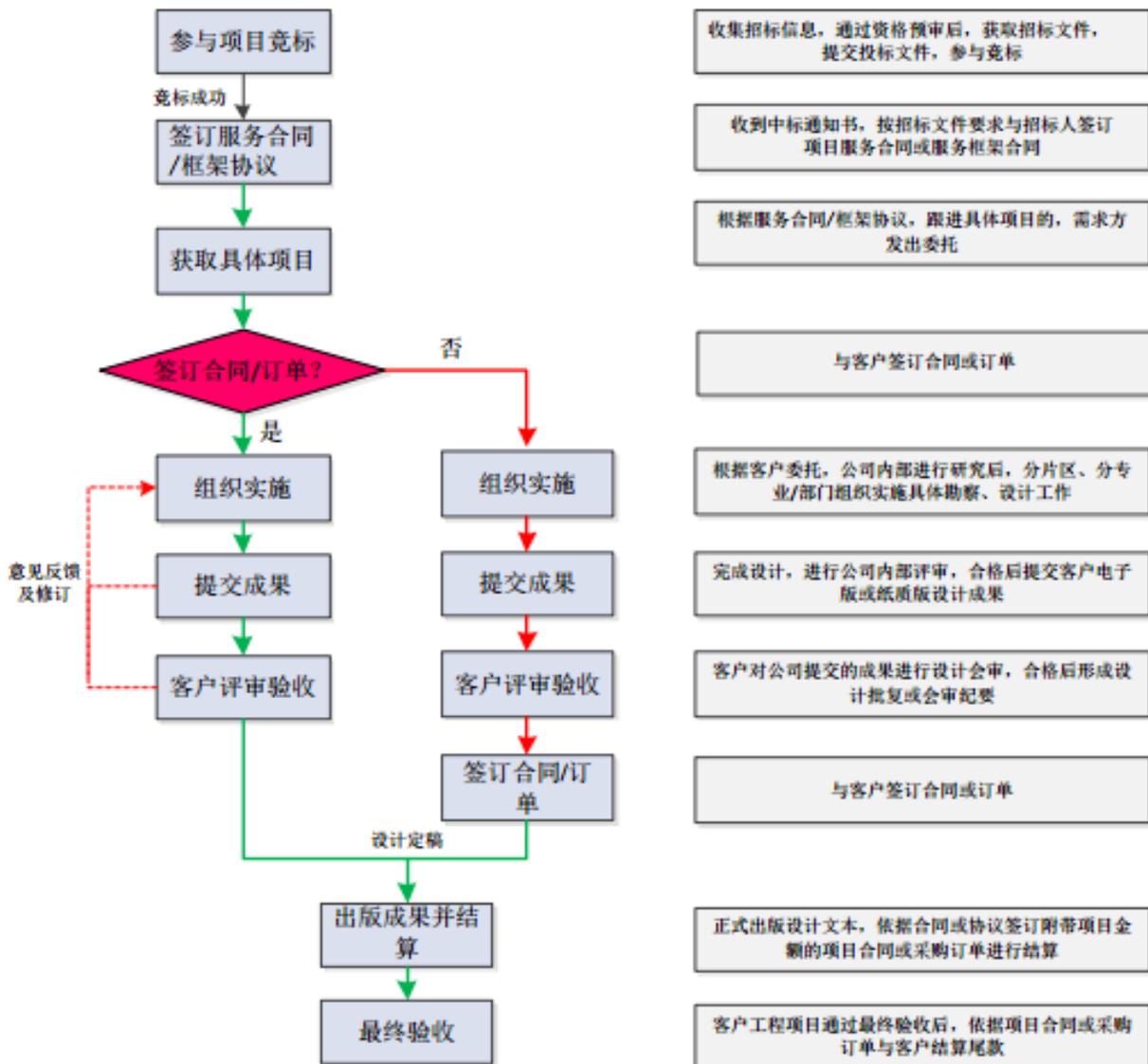
图 11：辽宁邮电通信系统集成服务营收情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司**无线通信网络设计服务**主要在辽宁、天津、山东、新疆、海南和贵州等省份开展，提供无线通信网的网络规划、工程设计、投资分析、网络优化等工程咨询服务。无线基础设施（通信建筑）业务主要在辽宁、山西、湖北、新疆、天津、北京、黑龙江、广东等省份开展，提供通信铁塔、通信综合楼的设计、装修以及概预算编制服务。

图 12：辽宁邮电通信网络设计服务

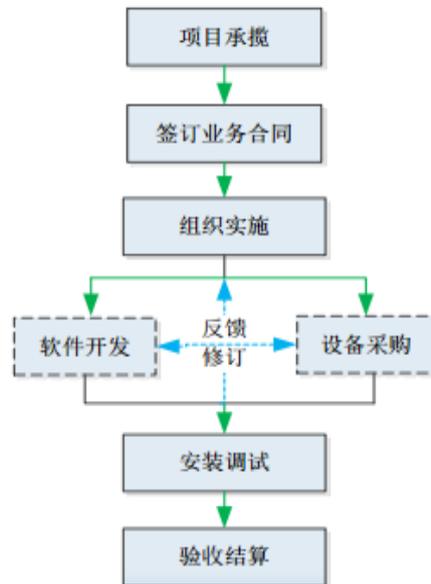


公司**有线网络设计**业务主要在辽宁、天津、江苏、贵州、湖北、广州、海南、山东、新疆等省份开展，提供传输设备安装工程、宽带接入设备安装工程、通信线路工程相关的勘察、设计、咨询服务。

公司**电力设计**服务主要为政府、电网公司提供包括输变电、配网自动化等资质范围内的电力工程业务、电力系统通信专网、通信电源等的网络规划、工程设计、投资分析、网络优化和工程咨询服务。

系统集成主要业务领域包括智慧城市、智慧安防、智慧交通、智慧教育、智慧社区、大数据、云计算、互联网+等，项目服务对象涉及运营商、电网公司、教育、政府、公安、交通等企事业单位。目前辽宁邮电系统集成业务主要在辽宁、江苏、山东和内蒙古 4 个省份开展。

图 13：公司系统集成业务



资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

公司业务 95%左右为招投标获得，多年业务相对稳定，未出现核心客户流失的情况。客户在招标中对中标单位有严格筛选；另外按照行业惯例，在持续中标的情况下，如未出现因供应商的原因而导致的重大事故，通信运营商、铁塔公司一般不会将供应商从信息化采购系统中删除。公司在现有客户所在地区对客户的管理流程和网络现状的理解深入，连续中标的优势明显。

表 8：主要客户对投标方注册资本的要求

序号	客户名称	注册资本要求
1	辽宁联通	投标单位的注册资本不得低于 1500 万元人民币
2	辽宁移动	投标人注册资本不得低于 3000 万元人民币
3	辽宁电信	1.注册资本在 5000 万元及以上，得 3 分； 2.3000 万元≤注册资本<5000 万元，得 1 分； 3.3000 万元以下不得分。
4	辽宁铁塔	1.注册资本 10000 万元（含）及以上，得 40 分； 2.5000 万元≤注册资本<10000 万元，得 30 分； 3.注册资本 5000 万以下，得 20 分。

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

截至 2017 年 11 月 30 日，辽宁邮电尚有 127 个未执行完毕的、对通信运营商、铁塔公司的中标项目，公司与客户的合作关系相对稳定。而 2017 年 5 月 31 日，辽宁邮电统计 2018 年已经有 3.75 亿（含税）收入确认合同。

表 9：辽宁邮电在手订单情况（单位：亿元）

项目	在手订单未确定收入金额	2017 年预计收入金额（含税）	2018 年预计收入金额（含税）
通信网络设计	6.67	3.36	3.03
系统集成	1.66	0.88	0.72
合计	8.33	4.24	3.75

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

表 10：公司在手订单情况拆分（201705，单位：万元）

合同所述省份	甲方	合同金额	2017 年预计确认收入	2018 年预计确认收入
北京	电力公司	3,955.00	200.00	1,500.00
	中国电信	158.45	41.95	116.53
福建	中国联通	16.00	16.00	-
	其他单位	60.00	60.00	-
广东	中国联通	2,147.26	282.30	-
	其他单位	535.02	316.00	-
贵州	中国联通	2,052.00	1,098.00	954.00
海南	中国联通	3,277.17	900.00	-
湖北	中国联通	650.00	300.00	650.00
	中国铁塔	1,599.21	600.00	650.00
江苏	中国电信	4,639.33	1,350.00	1,400.00
	中国联通	25.51	10.00	-
内蒙古	电力公司	2,395.00	500.00	800.00
	中国联通	7,695.52	2,050.00	1,650.00
山东	中国电信	1,736.00	550.00	850.00
	中国铁塔	2,210.00	700.00	750.00
	其他单位	583.00	100.00	100.00
	中国移动	21,897.97	8,570.00	8,071.65
辽宁	中国联通	28,636.09	9,177.00	6,035.00
	中国电信	2,914.44	682.77	2,081.67
	中国铁塔	6,763.57	2,550.00	2,100.00
	电力公司	2,850.00	900.00	1,100.00
天津	中国移动	153.86	61.98	-
	中国联通	2,933.89	1,029.00	786.00
	中国电信	1,768.70	300.00	-
	中国移动	380.00	76.00	304.00
新疆	中国电信	170.00	70.00	100.00
	中国联通	2,031.23	510.00	530.00
	其他单位	254.04	154.04	100.00
系统集成业务	中国铁塔	691.25	400.00	-
		16,596.16	8,838.80	7199.57
合计		121,775.68	42,393.80	37528.42

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

公司面向的主要客户为三大运营商和铁塔、电网公司。这些公司的订单可占公司总营收规模的 90%以上。

表 11：按通信运营商集团列示的主营业务前五大客户情况

	序号	客户名称	销售收入	占当期主营业务收入比例
2017 年 1-9 月	1	中国联通	13,324.80	43.70%
	2	中国移动	4,923.41	16.15%
	3	铁塔公司	4,005.62	13.14%
	4	中国电信	3,925.66	12.87%
	5	国家电网	2,308.67	7.57%
		合计		28,488.16
2016 年	1	中国联通	16,672.12	38.40%
	2	中国移动	13,241.94	30.50%
	3	铁塔公司	4,235.80	9.76%
	4	中国电信	3,606.18	8.31%
	5	国家电网	1,330.34	3.06%
		合计		39,086.39
2015 年	1	中国联通	20,660.65	56.01%
	2	中国移动	7,375.53	20.00%
	3	中国电信	3,425.72	9.29%
	4	铁塔公司	1,807.96	4.90%
	5	国家电网	1,334.88	3.62%
		合计		34,604.74

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

而在运营商客户体系中，辽宁邮电在辽宁本地业务营收占比较高，来自于 2015、2016 和 2017Q1~Q3 辽宁移动、辽宁联通的主营业务收入占各期主营业务收入的比例分别为 51.41%、52.31%和 41.10%。2017Q1~Q3 公司在辽宁三大运营商和辽宁铁塔部分的营收规模占比 52.05%。而各期，辽宁邮电在辽宁本地的业务占比营收的 67.77%、65.49%和 60.12%，一定的业务区域集中性。

表 12：按省级分公司列示的主营业务前五大客户情况

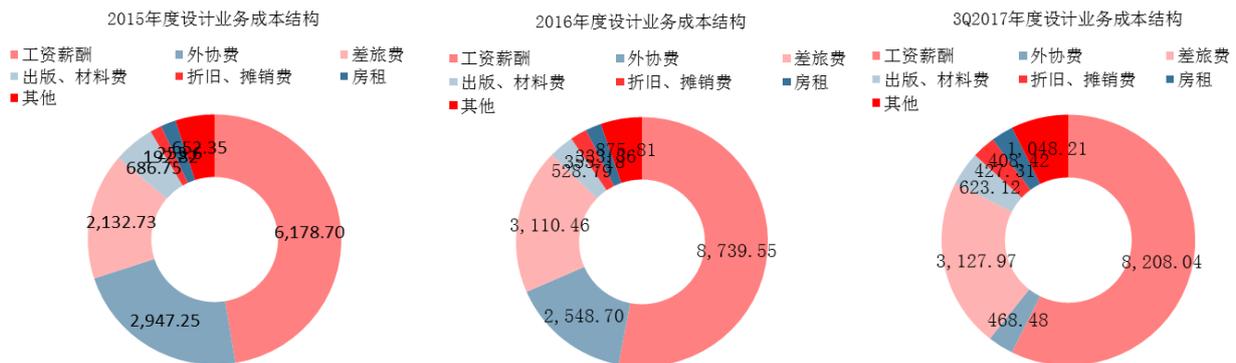
	序号	客户名称	销售收入	占当期主营业务收入比例
2017 年 1-9 月	1	中国联合网络通信有限公司辽宁省分公司	7,810.10	25.61%
	2	中国移动通信集团辽宁有限公司	4,721.98	15.49%
	3	中国铁塔股份有限公司辽宁省分公司	1,877.78	6.16%
	4	中国联合网络通信有限公司山东省分公司	1,608.62	5.28%
	5	中国电信股份有限公司辽宁分公司	1,462.34	4.80%
		合计		17,480.81
2016 年	1	中国移动通信集团辽宁有限公司	11,495.63	26.48%
	2	中国联合网络通信有限公司辽宁省分公司	10,938.07	25.19%
	3	中国铁塔股份有限公司辽宁省分公司	2,021.84	4.66%
	4	中国移动通信集团公司江苏有限公司	1,481.98	3.41%
	5	中国联合网络通信有限公司海南省分公司	1,277.65	2.94%

	合计		27,215.16	62.68%
2015年	1	中国联合网络通信有限公司辽宁省分公司	12,115.76	32.85%
	2	中国移动通信集团辽宁有限公司	6,846.83	18.56%
	3	中国联合网络通信有限公司山东省分公司	2,103.04	5.70%
	4	中国联合网络通信有限公司新疆维吾尔自治区分公司	1,442.69	3.91%
	5	中国联合网络通信有限公司贵州省分公司	1,391.89	3.77%
	合计		23,900.21	64.79%

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

辽宁邮电成本构成中主要为人员工资、差旅费，对外采购占比较小。一般前五大采购供应商规模占比成本不超过 10%。采购内容主要为与系统集成业务相关的软硬件设备、设计劳务采购及日常办公所需要的电脑、服务器等。

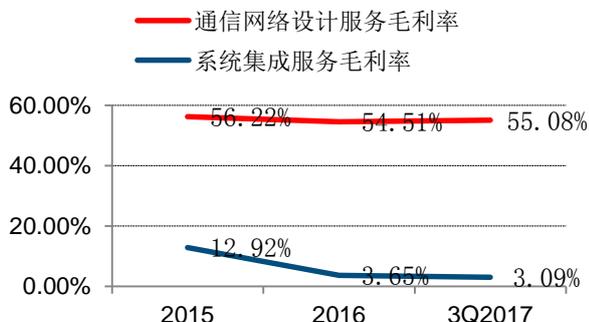
图 14：通信网络设计服务业务成本构成情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

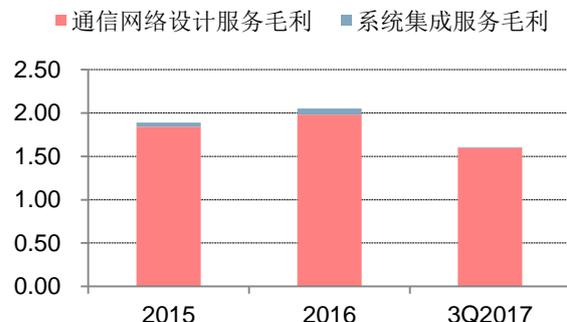
因此公司通信网络设计服务的毛利率较高，而集成服务毛利率较低。而通信网络设计服务由于营收占比领先，因此毛利占比在全公司毛利的 95%以上。

图 15：辽宁邮电两大业务毛利率情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 16：辽宁邮电两大业务毛利情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司三费近两年保持稳定，其中管理费用占比最高。2016~3Q2017 年全年三费整体占比营收 15%左右。

表 13：辽宁邮电三费占比营收情况

	2015	2016	3Q2017
销售费用	2.18%	1.78%	3.37%
管理费用	23.77%	11.99%	11.77%
财务费用	0.61%	0.30%	0.50%
合计	26.56%	14.07%	15.64%

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

2.3 收购辽宁邮电：募集资金提升业务实力，业务协同面向更广阔市场

此次恒泰实达收购辽宁邮电，募资用途包括研发中心建设等。辽宁邮电的技术实力与服务水平将得到提升，竞争力将进一步增强。另外，通过收购，公司的整体负债率出现了下降，综合实力得到了提升。

表 14：研发项目情况

序号	项目名称	拟投资金额（万元）	拟使用募集资金投资金额（万元）
1	服务网点升级改造项目	21,556.65	8,766.65
2	研发中心建设项目	14,500.00	13,106.80
3	企业信息化平台建设项目	2,147.00	1,939.00
4	支付现金对价	20,520.99	20,520.99
5	支付中介机构费用	4,000.00	4,000.00

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

表 15：辽宁邮电收购前后上市公司资产负债变化（单位：万元）

	交易前	交易后
货币资金	16,917.54	22,579.78
应收账款	30,644.30	71,125.67
其他应收款	1,182.72	2,946.39
存货	19,359.17	30,278.87
固定资产	1,722.53	10,637.25
无形资产	766.85	4,183.81
商誉	-	135,901.22
短期借款	4,386.20	10,386.20
应付账款	5,849.73	9,784.65
预收款项	4,515.77	6,335.66
应付职工薪酬	108.86	3,273.92
应交税费	134.84	2,081.94
资产总计	79,881.12	287,801.47
负债总计	20,730.29	38,163.28

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

此次收购后，上市公司资产端和负债端均有较为显著的变化。变化体现了辽宁邮电下游运营商结算的特点，应收账款出现大幅提升。存货也有规模提升，预计为集成业务商品。固定资产、无形资产提升。商誉 13.59 亿元。

两公司通过整合，协同效应体现在以下三点：

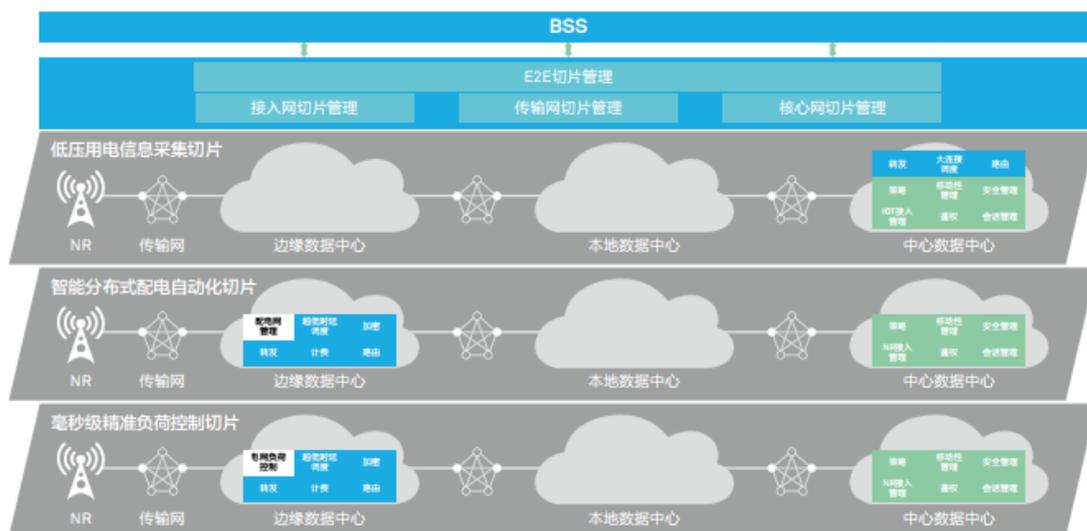
①**业务整合**：恒泰实达主要面向电网企业提供信息化技术服务，辽宁邮电主要面向国内通信运营商、铁塔公司、电网公司或政、企事业单位提供通信设计、技术咨询、技术开发服务、通信信息系统集成等通信网络技术服务。两公司在电网客户上存在协同效应。上市公司通过收购提升了通信网络设计能力、建筑智能化设计能力和工程承包能力，二者合作在对电网客户的服务中可以提升盈利水平。

②**区域整合**：恒泰实达的销售渠道主要集中于华北、西北、西南和华东地区，辽宁邮电的销售渠道主要集中于东北、华中、华东和华南地区。上市公司与辽宁邮电除了在辽宁、新疆、北京均设有服务网点重叠的情况下，两家公司的业务区域基本互补，收购完成后，可共同覆盖到全国的大部分省份，高效地拓展客户覆盖能力。

③**供应链整合**：辽宁邮电的集成业务随着规模的提升采购需求提升。两公司通过合作可实现在采购渠道的共享和协同，可以降低采购成本。

图 17：面向 5G 的电力切片建设方案

业务场景	通信时延要求	可靠性要求	带宽要求	终端量级要求	业务隔离要求	业务优先级	切片类型
智能分布式配电自动化	高	高	低	中	高	高	URLLC
毫秒级精准负荷控制	高	高	中低	中	高	中高	URLLC
低压用电信息采集	低	中	中	高	低	中	mMTC
分布式电源	中高	高	低	高	中	中低	mMTC (上行) +URLLC (下行)



资料来源：华为、中国电信、国家电网，中信建投证券研究发展部

另外，5G 除了运营商侧的市场规模提升，在电力行业的应用也受到了关注。2017 年 9 月 14 日，中国电信北京研究院、中国电力科学研究院、华为共同启动了“5G 电力切片基础前瞻联合创新项目”。这是 2017 年国家重大科技专项、国家电网基础前瞻重大研究课题。2019 年预计 5G 电力切片将实现初步商用。

电力行业在 5G 时代寻求建设一张全覆盖的光网和无线覆盖，解决电力行业从发电端到用电端的控制、监测、通信等需求。下一代电网需要实时的数据传输和业务隔离、智慧运营需求，对网络提出了新挑战，需要 5G 物联网切片和高速通信切片的支持。此次收购将会帮助上市公司提升面向电网通信服务能力，提高公司盈利能力。

2.4 前景无忧：宽带芯片通过国网互通检测，宽带载波通信大市场分一杯羹

公司控股子公司前景无忧通过载波通信芯片技术，为客户提供一体化的数据采集通讯服务，是公司在大数据传输环节的布局。目前主要业务集中于电力行业的用电信息采集领域，其将面临窄带载波向宽带载波升级的重大市场机遇。此外，该技术将通过多表合一解决方案向市政领域拓展。

表 16：我国坚强智能电网发展情况

时间	内容
2009~2010	规划试点阶段：重点开展坚强智能电网发展规划工作，制定技术和管理标准，开展关键技术研发和设备研制，开展各环节的试点工作。
2011~2015	全面建设阶段：加快特高压电网和城乡配电网建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广泛应用。
2016~2020	引领提升阶段：基本建成坚强智能电网，使电网的资源配置能力、安全水平、运行效率，以及电网与电源、用户之间的互动性显著提高。

资料来源：国家电网，中信建投证券研究发展部

国家电网 2009 年开始智能电网建设规划，规划预计我国将于 2020 年全面进入坚强智能电网时代。电能表终端绝大部分为国网、南网、农网的集中采购招标，少部分为省公司的自主招标。经过了多年建设，2016 年基本实现了第一轮电网改造工作，全国 4.6 亿户家庭中，已安装智能电表的户数约 3.12 亿户。

2017 年起，在运智能电表逐步进入更换周期。2017 和 2018 年电能表的招标规模相对较低，2017 年国网的两次招标规模约为 3700 万台，相比 2016 年出现了大幅下滑。然而在电表的招标中，宽带载波电表的比例将出现提升。2016 年各地市宽带电表招标数量达 283.6 万只，同比增幅 113.9%；2017 年增长至 491.6 万只，同比增幅 73.4%，江苏、重庆是典型的试点地区。未来几年，随着智能电表的换装，宽带电表将成为主要的换装形式。宽带电表相比窄带电表拥有抄表时间短、通信速率高等优点，而且宽带载波技术应用领域可以进一步拓展至智能家居、安防监控、工业控制等方面。

表 17：窄带载波通信方案异同

对比项	宽带载波	窄带载波	备注
调制方式	OFDM	扩频, BPSK	
通信协议	TSP/IP	Lonworks 和各种私有协议	
通信速率	>2Mbps	<10kbps	
载波频率	>2MHz	<5kbps	

工作频点	2MHz~12MHz	3kHz~500kHz 单频点	
点抄抄表时间	0.4~0.8 秒	10~30 秒	
轮抄时间	3 分钟	2~5 小时	300 只表, 三个量
中继深度	15 级	8 级	
自组网时间	<15 分钟	3 小时	300 只表规模
通信距离	>700 米	500~1000 米	点对点通信

资料来源: 环球表计, 中信建投证券研究发展部

但是在试用中也发现, 各个厂商的芯片互联互通情况不好, 甚至造成抄表效率降低等问题。因此 2017 年, 国家电网虽然第一次规模采购宽带芯片和模组, 但需要各芯片厂商满足互联互通测试才能正式流片。公司的宽带芯片已经在国网辽宁、山西、陕西、蒙东、河南、江苏等省份进行试点运行。2018 年 7 月 16 日, 公司公告, 其产品通信单元芯片 (单相/HPLC)、通信单元芯片 (三相/HPLC)、本地通信单元芯片 (集中器 I 型/HPLC), 于近日通过国网计量中心有限公司通信单元芯片 (HPLC) 级互联互通检测并获得检验报告。此前, 东软载波对互联互通结果进行了公告, 公司成为 A 股通过互联互通检测的两家公司之一, 其他通过检测的公司包括华为海思等。

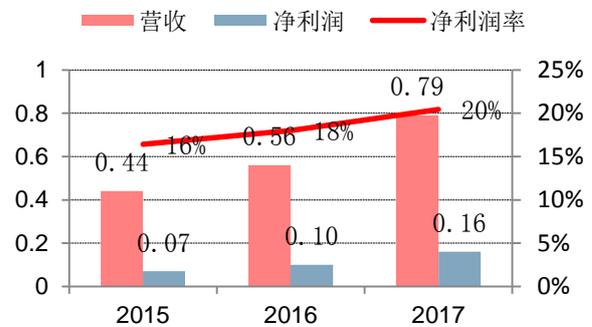
目前上市公司持有前景无忧 51.16% 股权。前景无忧现有产品主要为窄带载波芯片和模块, 产品已经应用于辽宁、宁夏、蒙东、山西、安徽、河南等省份以及海外市场, 总计已铺设规模数百万, 持续稳定运行 5 年以上。公司近三年实现了营收和净利润率的增长。未来随着宽带载波电表的落地, 公司业绩将迎来快速增长。

图 18: 前景无忧的芯片&模块产品



资料来源: 公司网站, 中信建投证券研究发展部

图 19: 前景无忧营收净利润 (单位: 亿元) 和净利润率情况

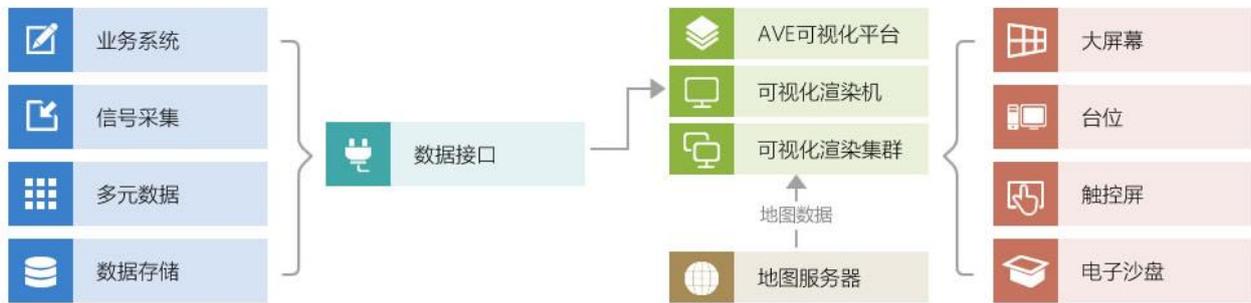


资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

三、智能大数据板块业务介绍

公司的大数据业务主要围绕大数据可视化的设计实现集成展开。大数据可视化是大数据产业链的最后一公里, 可以帮助决策者基于数据进行商业智能、政府决策、公众服务、市场营销等。电网行业的数据规模可达 PB 级别或以上。面对如此规模化的数据, 电网的大屏幕可视化业务近几年领先于其他行业落地。而教育、交通、公安等各个行业也在跟进中。

图 20：典型的大数据可视化系统构成



资料来源：数字冰雹，中信建投证券研究发展部

大数据的产业链包含硬件、软件和服务三部分。其中：

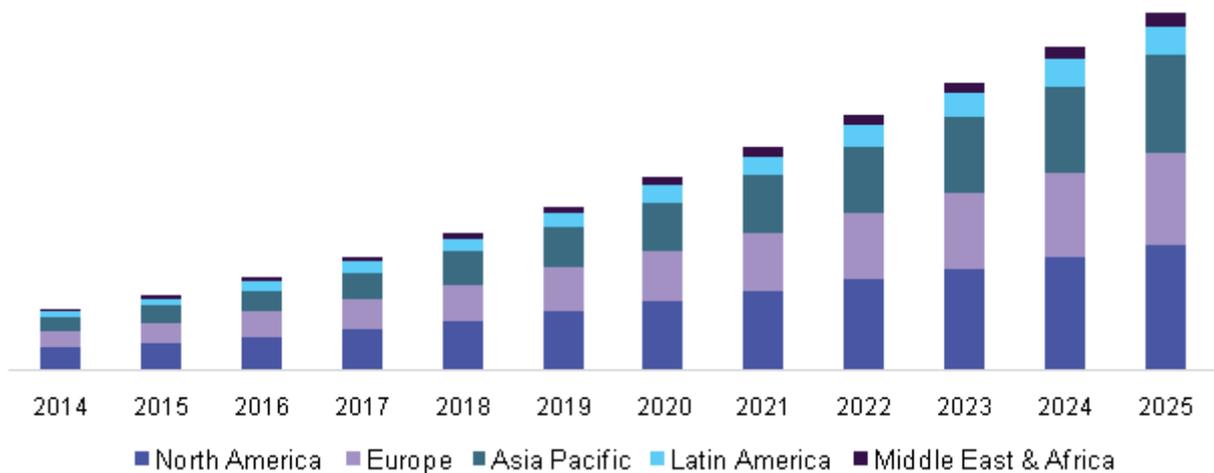
硬件包括大数据相关的存储、服务器和网络设备等；

软件包括大数据分析软件、大数据数据库软件、大数据可视化软件、大数据分发工具等；

服务包括大数据咨询、大数据的实施维护和大数据培训等。

根据第三方测评，2015 年全球大数据市场规模在 256.7 亿美元规模，预计 2022 年市场规模将达到 720.38 亿美元，2025 年市场规模将达到 1000 亿美元以上。行业复合增速在 15%左右。

图 21：全球大数据行业市场规模预测



资料来源：Grand View Research，中信建投证券研究发展部

大数据可视化市场玩家众多，包括恒泰实达、阿里巴巴、数字冰雹、真视通、北京奥威、洛可可、永洪科技、光启元科技等。目前处于行业的快速增长期。大数据可视化对公司的软件能力和硬件加速能力提出考验，需要软件人才的支撑。另外，不同行业对数据的需求不同，行业解决方案成为各个公司在不同领域的壁垒所在。

恒泰实达作为上市公司，在人才储备和解决方案储备方面存在较高优势。依托公司多年在电力行业的经验，

公司产品目前已实现跨行业平移。公司最新中标北京新机场航站区、信息中心和控制中心系统集成项目，提供新机场大数据指挥控制能力支撑，中标金额超过 4000 万元人民币。随着大数据可视化在各行各业的应用需求进一步提升，恒泰实达的业务范围由专业电力信息化向跨行业运营的市场转化。近年来拓展了包括气象、民航、地铁、公安等一系列不同行业客户。随着客户数量和规模的扩大，公司的大数据可视化板块有进一步成长机会。

四、投资建议与评级

恒泰实达公司瞄准智能大数据业务，近年拓展至不同行业，伴随大数据行业的发展业务有进一步成长空间。另外，公司子公司前景无忧布局了宽带载波芯片&模组产品，目前获得国网互联互通认证，随着电力宽带电能表的采集开始，公司产品有放量可能。公司近期收购辽宁邮电，作为 5G 时代网络设计规划的第一梯队民营设计院，公司将受益于 5G 时代的业务爆发。另外，此次收购后，上市公司和辽宁邮电在区域业务拓展、电力板块业务拓展等领域拥有互补性，未来将形成协同效应，互相促进业务发展。

我们预计公司 2018~2020 年业绩分别为 1.87 亿（备考）、2.39 亿和 3.05 亿，对应 PE 25X、20X 和 15X。

风险提示：

- 1、5G 发展不及预期或辽宁邮电地区拓展受阻，辽宁邮电营收不达预期或毛利率下滑风险；
- 2、大数据业务竞争激烈导致毛利率下滑的风险；
- 3、公司业务整合不达预期的风险；
- 4、运营商经营性支出下降，通服行业竞争进一步加剧的风险。

表 18：公司盈利预测情况（单位：亿元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	5.46	11.49	14.16	17.56
大数据业务	4.67	5.37	6.18	7.10
业务增速	24%	15%	15%	15%
毛利率	31.78%	31.00%	31.00%	31.00%
前景无忧芯片&模组	0.79	0.85	1.10	1.40
业务增速	41%	8%	29%	27%
毛利率	15.96%	16.00%	21.00%	21.00%
辽邮-设计	4.10	4.92	6.40	8.31
业务增速	13%	20%	30%	30%
毛利率	55.08%	55.00%	55.00%	55.00%
辽邮-集成	0.93	1.20	1.59	2.14
业务增速	29%	29%	32%	35%
毛利率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
营业总成本	5.20	9.47	11.52	14.15
营业成本	3.85	7.71	9.44	11.67

税金及附加	0.03	0.05	0.07	0.07
销售费用	0.42	0.50	0.60	0.70
管理费用	0.76	1.00	1.20	1.50
财务费用	0.01	0.01	0.01	0.01
资产减值损失	0.12	0.20	0.20	0.20
其他经营收益	0.07	0.15	0.15	0.15
投资净收益	0.07	0.05	0.05	0.05
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.06	0.10	0.10	0.10
营业利润	0.39	2.17	2.79	3.55
加：营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.39	2.17	2.79	3.55
减：所得税	0.04	0.20	0.25	0.30
净利润	0.36	1.97	2.54	3.25
减：少数股东损益	-0.01	0.10	0.15	0.20
归属于母公司所有者的净利润	0.37	1.87	2.39	3.05

资料来源：中信建投证券研究发展部

分析师介绍

武超则： 研究发展部副所长，通信行业首席分析师，TMT行业组长。专注于移动互联网、在线教育、云计算等通信服务领域研究。2013-2017年《新财富》连续五年最佳分析师通信行业第一名。2014年-2017年《水晶球》最佳分析师通信行业第一名、wind、保险业最佳分析第一名。

报告贡献人

闫慧辰 18511548561 yanhuichen@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859