

东方通信 (600776)
推荐
行业：通信传输设备

围绕通信+金融两极，打造全方位安全解决方案领军企业。

公司目前除了正在现有金融电子以及专网集群业务实现突破的同时，正在致力于移动网络业务安全解决方案开发，我们认为公司未来有望成为跨越金融和通信两大行业的全面安全解决方案提供商，未来数年都面临快速发展机遇。

投资要点：

- ◆ **金融电子业务：内外兼修打造领军企业。**金融机具行业近年来有两大发展趋势：国产品牌份额提升+机具智能化。顺应行业趋势，公司主要以三大战略打造未来行业领军企业：1、以成熟产品不断实现下游客户突破，逐步实现进口替代；2、提前布局 VTM 市场，占据先发优势；3、借并购实现优势互补，布局对公金融机具业务。**目前公司已经占据 ATM 市场国内品牌第二位，未来有望成为中国市场前三大金融机具品牌之一。**
- ◆ **专网集群业务：订单验证渠道+技术实力。**专网集群行业需求主要来自于三方面：公安、地铁以及无线政务网，我们根据未来地铁投资规模测算对应专网集群需求规模未来 5 年可达 40 亿/年，可能被资本市场忽视。公司竞争优势在于兼容性较强的技术架构、雄厚资金实力、深厚的股东背景深厚、成熟商用案例、丰富公网经验。近期大连订单证明公司渠道能力及技术实力优秀，未来有望成为专网集群行业领导者之一。专网集群将成为公司最具爆发潜力的业务。
- ◆ **开拓信息安全市场，构建“消息”防火墙。**随着 O2O 应用、定位信息以及微信等与传统短信等业务的融合，业务层面的安全问题日益凸显。公司运用 IP、交换等技术上的技术积累，致力于恶意信息识别与防控解决方案的研发，为运营商、互联网公司、公安等客户提供恶意信息捕捉、防控与分析能力。2014 年有望实现商用，未来有望成为推动公司业务增长的第三极。
- ◆ **盈利预测与评级。**预测公司 2014-2016 年 EPS 为 0.26 元，0.34 元，0.43 元，对应估值为 47X、36X、29X，给予“推荐”评级。
- ◆ **风险提示：**专网集群网络建设进度不达预期。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3437	3561	3912	4357
收入同比(%)	4%	4%	10%	11%
归属母公司净利润	194	326	432	534
净利润同比(%)	1%	68%	33%	24%
毛利率(%)	12.5%	16.7%	19.0%	20.9%
ROE(%)	7.1%	10.6%	12.3%	13.2%
每股收益(元)	0.15	0.26	0.34	0.43
P/E	79.43	47.22	35.60	28.79
P/B	5.61	5.01	4.40	3.81
EV/EBITDA	84	36	21	15

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：齐宁

S0960512090002

010-63222585

qining@china-invs.cn

6-12 个月目标价： 15

当前股价： 12.73

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,256
流通股本(百万股)	956
总市值(亿元)	160
流通市值(亿元)	122
成交量(百万股)	11.52
成交额(百万元)	145.09

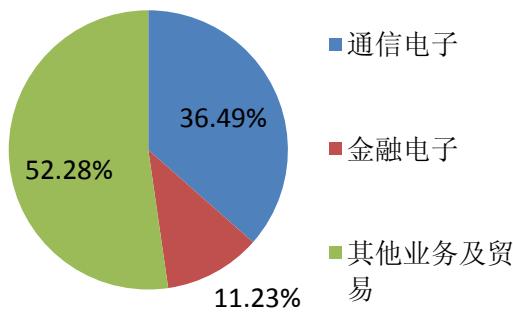
股价表现

相关报告

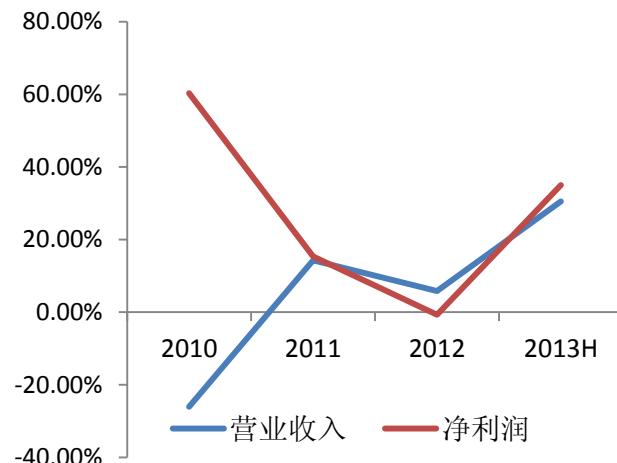
一、公司概况

公司是中国普天集团控股（48.13%）的一家集通信和金融电子网络于一体的行业应用整体解决方案提供商。公司传统主营ATM机、增值业务IPS交换机、电子制造（各类监控）、运营商网络优化设计等。公司2009年以来积极实施转型战略，在无线数字集群和新一代ATM机产品研发和市场开拓方面均取得了重大突破。

公司业务收入结构图



公司近年业绩状况开始复苏



资料来源：公司2013半年报

年份	大事
2004	公司加入数字集群产业联盟
2005	公司成功研制出第一台自主研发ATM样机
2006	实现国产POTEVIO 8100自动取款机量产，ATM国内销售突破一万台。
2008	中标杭州地铁1号线专网通信项目；成立国际业务部拓展ATM国际市场
2009	正式启动TETRA数字集群系统自主研发；实现国产POTEVIO 8500循环机量产
2010	350M TETRA系统获得工信部型号核准，东信成为PDT联盟核心成员，开通杭州公安TETRA试验网，研发新一代ATM，入围古巴、伊朗、孟加拉等多个国家；
2011	800M TETRA系统获得型号核准；2011完成PDT系统和终端研发，开通试验网；加入TETRA MOU和DMR MOU；成功研制出新一代ATM样机

二、金融电子业务：乘国产化+智能化东风，内外兼修打造领军企业。

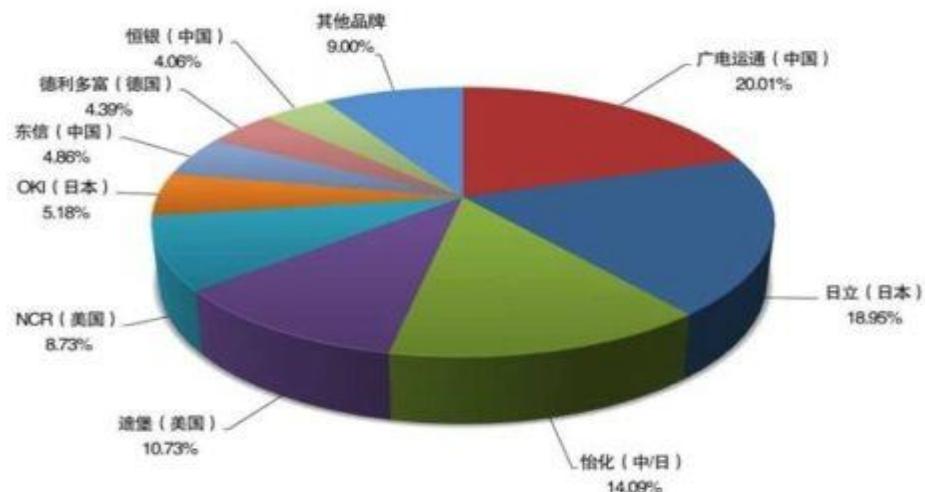
金融电子机具市场传统上一直被国外企业所占据。近年来随着国家对金融安全问题的重视，以及国内企业技术实力的快速提升，目前国产品牌份额已成快速提升趋势。此外，社区银行、对公业务智能化的发展也将为国内金融企业打开新的蓝海。公司秉承内外兼修的发展思路，通过内部创新和外部并购两种方式快速提升研发实力，逐步成为行业新的领军企业。公司的远期目标是成为中国金融机具市场前三大品牌之一。

1、深耕 ATM 机市场，份额呈逐年稳步提升态势

ATM 机市场近年来主要面临两大发展机遇：循环机取代取款机；国产替代进口。近年来国内知名品牌广电运通、御银股份等借助国产化东风实现了快速增长。东方通信 2005 年左右开始介入 ATM 机领域研发，在与国际品牌长期合作的同时积累了充分的产品经验，并依靠不断的研发投入实现了产品能力的快速提升。公司 2010 首次进入工商银行产品目录，目前在中行、工行两大客户逐步实现了对于迪宝、NCR 等进口品牌的替代。目前，公司正着力开拓建行、农行等新的潜在优质客户，2014 年有望获得突破。公司在国内品牌中正在成为市场份额提高最快的国内企业，目前已经占据 ATM 市场国内品牌市场份额第二位（5%左右），未来仍将随着进口替代步伐的加速进一步提升市场份额。目前，公司仍然在加大对 ATM 产品的研发投入，力图在机芯等关键产品方面实现突破，巩固现有产品优势地位。

2012 年 ATM 机市场份额一览（东信已位居国内品牌第二位）

2012 年度各主要 ATM 供应商在中国市场的销售占有率为



资料来源：《金融时报》

2、强化产品创新，开拓 VTM 蓝海市场

社区银行的概念来自于西方金融发达国家，凡是资产规模较小、主要为经营区域内中小企业和居民家庭服务的地方性小型商业银行都可称为社区银行。社区银行拥有自己特色化、个性化的金融服务，除了主要为社区居民和社区小企业提供金融服务外，在网点布局上更加注意拾遗补缺，填补大银行退出后的市场空白，多在农村和城乡结合部发展。此外，社区银行在面对个人客户零售业务方面提供了相当全面的业务选择，其中包括中小企业贷款和农业贷款等。

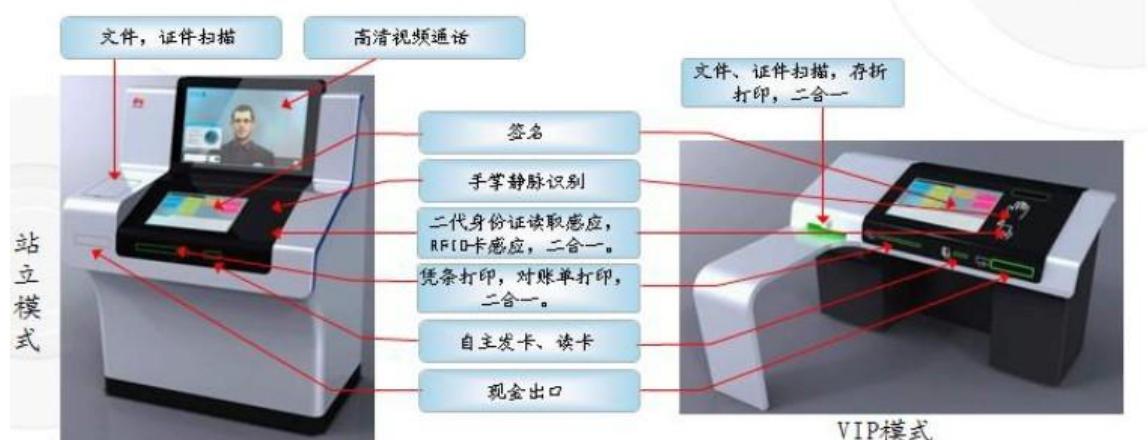
社区银行未来在我国将面临快速发展态势，其主要原因是：**1、降低人工成本。**我国银行业普遍人工平均薪酬水平较高，而随着利率市场化推进，银行运营成本压力日益增大，未来具有降低人工成本的迫切需求。**2、城镇化带来的市场机遇。**目

前，我国按城镇户籍人口统计的城镇化率大约 35%左右，未来仍将处在城镇化加速阶段。这将为城镇社区发展提供较大空间，社区银行网点将以其独到的便利性成为各家银行争夺的重点。目前以北京为例，目前均价 6 万以上的小区接近 7000 个，为各家银行建立社区银行网点提供了较大的发展空间。

根据银监会《关于中小商业银行设立社区支行、小微支行有关事项的通知》，国内目前的类社区银行可以分为社区支行和自助银行，自助银行界定为无人值守的银行网点。其中，自助银行将对新型的 VTM 机需求产生显著拉动力。VTM 作为 ATM 功能的延伸，不仅能够查询、存钱、取钱和转账，而且还能够进行发卡、销户、挂失、存款证明开具等传统的银行柜面业务。同时，通过 VTM 上的视频会议系统，用户能够和银行客服人员进行对话沟通。银行客服人员也能藉此对用户的身份进行判定，并为用户提供贴身一对一的可视化服务。未来银行将把 95%以上的业务转移到 VTM 上，从而完全解放柜员，让柜员能腾出时间去处理一些更复杂、利润率更高的业务，例如个人贷款、个人理财等，显著提高银行柜面的运营效率。

自从 2012 年 7 月广发银行投放首台 VTM 以来，国内有交行、中行、广行、民生和光大等多家银行开始小批量投放 VTM，招行、农行等银行开始初步试用；2013 年 3 月以来，VTM 投放进度明显加快。2014 年，VTM 市场将批量推广，2015-2016 年将放量增长。我国目前银行机构网点数为 20 万，平均每个有 4 个柜员，假设 1 台 VTM 被 2 个柜员替代，而 VTM 取平均价格为 20 万元/台，则我国的 VTM 的市场将超过 800 亿元。换个角度看，2012 年我国联网 ATM 保有量达到 41.56 万台，保有量增速达到 25%，按照 1:1 的比例，则保守估计 VTM 保有量可达 40 万台，则市场容量也将超 800 亿元。**VTM 机的技术难点主要在于终端、通信与接口软件三个层面，公司在 VTM 机领域已具有成形产品储备，同时与信雅达等业内知名公司积极建立合作关系，积极参与国内各大银行业务试点，未来有望获得快速市场突破。我们认为公司未来有望成长为 VTM 领域的龙头企业之一。**

VTM 机主要特点



资料来源：《VTM 设备技术优势及市场前景预测分析》

VTM 机主要优势

对比项	柜台服务	ATM 服务	网上银行	电话银行
面对面服务	✓	✗	✗	✗
现金交易	✓	✓	✗	✗
隐私保护	高	低	高	高
服务类型	语言交流	自助	自助	自助
硬件集成难易度	容易	难	N/A	N/A
户外安装能力	✓	✓	N/A	N/A
交易成本	高	低	很低	很低
开通成本	极高	很低	高	高
运营成本	极高	很低	低	低

资料来源：《VTM 设备技术优势及市场前景预测分析》

VTM 将减少银行成本 30%以上

	描述			基础投入		年运维成本						三年合计
	服务窗口	网点面积 (平米)	人员数量	场地装修	IT 投资	人工费用	场地租金	设备维护	通讯费用	宽带租金	水电	
柜面	10	300	15	1500	600	1500	1800	7.5	18	5	54	12253
VTM	10	100	10	500	3000	1000	600	15	1	50	31	8591

资料来源：《VTM 设备技术优势及市场前景预测分析》

3、收购杭州银星，补全对公业务产品线

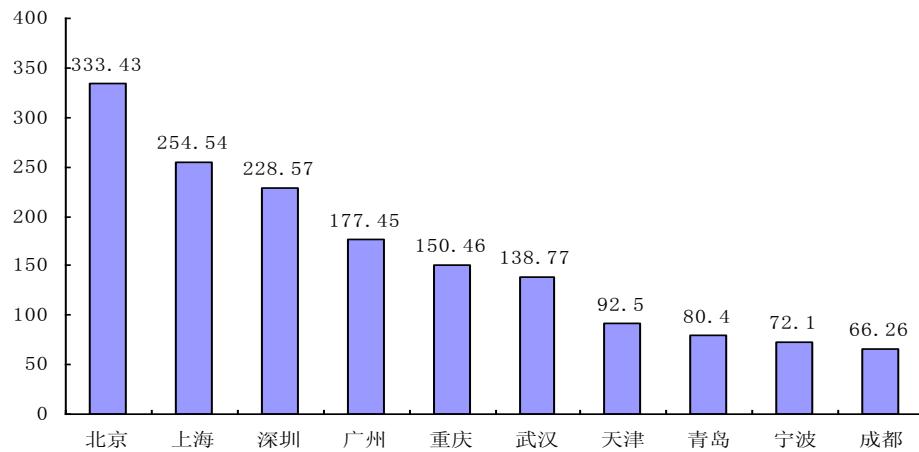
2013 年 12 月 2 日东方通信与杭州银星金融设备有限公司及其现有股东签署《增资协议》，通过设立 100%控股的持公司投资 4000 万元人民币增资入股银星金融，占 51% 股权。杭州银星是国内专业提供银行对公自助设备系统解决方案的企业，成立于 1996 年，创始团队为行业内资深技术专家，产品技术水平位于国内前列。杭州银星的产品系列包括自动封装机、盖章机、自助回单打印机、印章管理系统、自动化信函处理系统等，同时在远程自助对公银行产品方面进行了大量技术储备。杭州银星的弱点主要在于市场渠道。东方通信则背靠普天集团大股东背景，同时在银行机具市场深耕多年，具有雄厚的客户基础，入股杭州银星能够使得公司具有提供从对私到对公业务全系列的产品解决方案的能力，形成巨大的协同效应。

三、专网集群：订单验证渠道+技术能力，未来龙头渐已成型

1、专网集群行业：城市化建设+公共安全需求推动行业爆发

城市化建设拉动指挥调度通信系统需求爆发。地铁专网通信需求主要来自于列车安全调度（800M）和地铁公安（350M）两个方面。列车安全调度专网是一个以信息网络为基础，集语音、数据和图像为一体的无线调度指挥系统，主要满足对地铁运行状况的监控与应急通信，平均每条地铁线约需投资5000-6000万元；而地铁公安数字集群则联通地面与地上，形成完整的公安集群通信网络，平均每条地铁线约需投资2000万元左右。其中列车安全调度系统构成地铁专网需求的主要方面。近年来，随着我国城市化的推进，轨道交通建设明显提速。而作为地铁、城轨等大型交通基础设施的“神经系统”，专网通信行业需求则明显受益。从需求分析，随着“十二五”规划出台，城市化进程加速，我国城市轨道交通建设有望迎来黄金发展期，截至2010年底，已有36个城市（主要分布在华北、华南地区）制订了城市轨道交通规划，其中29个城市已获得国务院的审批。**2011年至2020年，城市轨道交通新增营业里程将达到6560公里，到2020年，我国城市轨道交通累计营业里程将达到7395公里。**预计我国2011-2015年，各城市新增轨道交通投资规模约10499.99亿元，2016-2020年间新增轨道交通投资规模约12979.46亿元，**若以北京4号线、5号线投资结构来看，通信系统投资占比约1.5%，则轨道交通所创造的数字集群平均年市场规模约40亿元。**

2011-2015年各城市地铁新增里程



数据来源：世经未来研发部

各主要城市未来新增地铁运营里程规划

序号	城市	线路条数	规划长度	新增里程数		
				2011-2015	2016-2020	2021-2050
1	北京	27	1053	333.43	139	353
2	上海	27	970	254.54	248	
3	深圳	16	585.3	228.57	105.17	163.9
4	广州	22	726	177.45	200	126
5	重庆	10	513	150.46	157	186.39
6	武汉	12	540	138.77	78	313
7	天津	9	276	92.5	78.4	
8	青岛	12	519.4	80.4	151.1	287.9
9	宁波	6	247.5	72.1	175.4	
10	成都	7	274.15	66.26		191.9

资料来源：城市轨道交通行业分析

地铁总投资构成（以北京4号线、5号线为例）

地铁总投资各项构成	北京4号线	北京5号线
租地拆迁等前期工程	17.50%	15.90%
土建工程	38.80%	41.20%
车站工程	16.80%	20%
区间主体工程	14.70%	12.60%
轨道工程	2%	2%
车辆基地	5.20%	6.40%
机电工程	16.70%	14.90%
通信系统	1.40%	1.50%
信号系统	2.50%	2.50%
电力及电气化	5.50%	5.50%
其他（包括设备控制、自动售检票系统等）	7.20%	5.50%
车辆购置	12.40%	14.30%
其他（包括勘察设计费、监理费等）	13.60%	13.60%

资料来源：城市轨道交通行业分析

从轨道交通的实际需求来看，终端数量未必很大（主要是调度员、驾驶员、值班员等），但系统使用频次高，对于稳定性的要求高。此外指挥调度系统往往是整个轨道交通控制系统的一部分（例如电力监控、防灾报警、机电设备控制等系统），因此与其他系统的关联性较强，要求方案提供方具有完整的系统集成能力。**此外，地铁系统招标往往以各地市为单位通过招标公司自行组织，后期系统扩容空间不大，代理渠道话语权较大，因此竞争激烈程度远小于公安市场，有助于上游企业保持较高的毛利水平。地铁集群市场长期被MOTO、欧宇航等外资企业占据，MOTO每年从中国地铁市场获取的收入高达20亿元，存在着巨大的进口替代空间。我们认为**

为地铁专网市场的巨大空间可能被资本市场所忽视。

公安专网集群：内外部环境决定 PDT 正处于大规模发展前夜。基于 PDT (民族知识产权标准) 技术标准的专网集群在过去一两年整体部署较慢，因此行业发展一直备受市场质疑。但从 2014 年开始，行业需求、政策环境、技术成熟度、建设资金支持力度等一系列因素发生重大变化，我们预计专网集群行业将出现历史性发展机遇：

1、政策环境：国家安全委员会以及中央网络安全领导小组的成立，预示着我国将全面推动信息产业民族技术标准的普及，而公安专网集群长期采用国外标准，加密方式有重大安全隐患，推动 PDT 部署已是必然。**2、资金环境。**公安部 2014 年用于 PDT 建设的专项转移支付有望达到 20 亿元，预计三季度全面落地。**3、技术成熟度。**2013 年，通过黑龙江、新疆、内蒙等地的 PDT 大范围部署，PDT 网络的成熟度初现成效，有了很大提升，而各厂商空口标准不一致导致不同厂商设备互联互通困难的问题已得到初步解决。**4、安全形势的不断趋紧。**步入 2014 年，国内以车站、地铁、公园等为目标的恐怖事件发生频率明显升高，而我国不少地区（例如南疆）的集群专网还长期使用模拟技术标准，尚不能满足安防反恐的需要，具有迫切的升级需求。

公安数字集群网要求的特点是：1、具备可靠地保密性要求；2、连接速度快、系统可靠稳定；3、与指挥中心的无缝连接；4、网络覆盖广，快速组网能力强，能够响应突发事件要求；5、终端能够适应复杂恶劣环境工作要求。由于公共安全的需要，终端需求数量相对较多，而数字化传输需求主要体现在数据查询、出警单、GPS 信号无线传输等方面。因此从公安专网的需求特点分析来看，技术性要求要高于轨道交通行业，而相对完整、广域的覆盖要求则要求较为密集的投资。**从我们对下游的调研情况来看，目前广东省 24 地市中有 18 个将采用 PDT 在 2015 年底完成模转数，保守估计投资约在 6-7 亿。我们认为全国 PDT 建设在 2014-2015 年的启动是大概率事件，启动阶段将至少创造 30 亿左右的市场规模。**

无线政务网有望成为下一个爆发领域。随着社会经济与城市规模的发展，对政府处理突发重大公共事件和应急救援能力提出了更高的要求。从国际上来看，以政府投资建设、水利气象消防卫生等多行业共同租赁使用为主要商业模式的无线政务网在全球较为普遍。2008 年，北京市政府为筹备奥运会以及 60 周年国庆专门建设了无线数字集群专网（TETRA，供货商欧宇航）并获得巨大成功。2009 年成都开始连续建设两期无线政务网（TETRA，MOTOROLA），为公安、消防、交警、卫生急救、城管、交通等部门提供日常调度指挥服务。一系列迹象表明，国内的城市化发展正在加速无线政务网的建设需求。**公司参与了成都无线政务网三期建设（据上市公司调研披露政府对该项目投资约 3000 万），是国内公司中最早参与无线政务网建设的公司之一，具有成熟的经验积累，未来有望随着无线政务网行业的发展实现快速成长。**

3、多点开花，近亿订单彰显公司技术与渠道能力

公司是我国较早从事专网数字集群产品研发的企业之一。公司完全依靠自主研发能力，在过去数年间每年投入数千万元从事 TETRA 以及 PDT 两项集群标准研发，

目前公司具有 300 人左右的研发团队 ,已经研制出具有自主知识产权的 ETRA 产品系列。与业内其他公司相比 ,公司的主要竞争优势有 :**1、技术架构兼容性较强。**

核心网元同时兼容 TETRA 以及 PDT ,采用全 IP 架构 ,与多个信息系统具有良好的兼容性 ,同时能够有效保护用户在 TETRA 上的已有投资 ,因此具有广泛的适用性。

2、背靠大股东 ,客户基础雄厚。公司大股东普天集团是我国电子信息领域的龙头企业 ,与多个省、市政府具有长期的业务合作关系 ,为开拓集群专网市场奠定了良好基础。**3、具有长期公网技术经验。**公司长期从事公网交换产品研发和维护的经验 ,为其专网产品设计与维护提供了重要经验。**4、商用案例成熟。**目前公司参与的成熟案例有沈阳全运会、大连公安 (地面 + 地铁) 、成都无线政务网等从大到小多个项目 ,在行业同类公司中位居前列。**5、资金实力雄厚。**集群项目建设周期长 ,投入大 ,而一些下游政府客户开支相对紧张 ,因此要求上游公司具有相应的资金实力。公司账面货币资金近 10 亿 ,具有业内最雄厚的资金实力 ,为集群业务的开拓打下了良好基础。**我们认为公司有望成为未来专网集群的龙头公司之一。**

公司 2014 年 3 月 18 日收到中国电信集团系统集成有限责任公司辽宁分公司的中标书 ,中国电信系统集成有限责任公司辽宁分公司中标大连市公安局数字无线通讯系统建设采购项目 ,其中 ,数字集群系统及配套产品由东方通信分包提供。此次项目金额约为 6000 余万元。公司将为大连市公安局建设数字无线通信系统 ,建成后的系统将构建起覆盖大连主城区、郊区县、大连地铁 1/2 号线的警用指挥调度体系。此项目连同公司前期中标的大连地铁警用通信一期工程 ,累计新增数字集群通信项目中标金额约 9000 万元。大连地铁 1 号线全长 25 公里 ,2 号线全长 42 公里 ,已经属于较长线路地铁项目 (此次公司中标应属 2015 年前完成的 1 期项目) 。**上述订单说明公司在地铁、公安两个市场都已经具备了较大项目的组网能力 ,并在市场启动期进行了良好布局。**

四、 开拓信息安全市场 ,构建 “消息” 防火墙

随着移动互联网的快速发展 ,运营商面临多层次的安全问题。从业务层面来看 ,各种 O2O 应用、定位信息以及微信等业务与移动通信传统业务(话音、彩信、短信等)充分融合 ,带有明显的个性化特征 ,并拥有如用户位置、通信录、交易密码等用户隐私信息 ,具有很强的信息安全敏感度。正是由于以上特征 ,再加上潜在的巨大用户群 ,移动业务应用将面临的安全威胁将会具有更新的攻击目的、更多样化的攻击方式和更大的攻击规模。近年来以钓鱼软件、恶意广告、交易欺诈等形式为主的安全问题正在不断涌现。公司在 IP 通信、电信交换等技术方面拥有多年的技术积累 ,目前正致力于恶意信息识别与防控解决方案的研发 ,为运营商、互联网公司、公安等部门提供恶意信息快速捕捉、防控与分析能力。目前已经形成产品突破 ,2014 年有望在一些地区实现商用。我们认为公司未来有望成为移动网络信息安全解决方案提供商之一。

五、 专网行业爆发将助力公司业绩保持较快增长势头

1. 主业分析：金融电子渐趋稳定，专网集群发展空间巨大

从公司主业分析，由于 2013 年专网集群行业没有大规模招标，实际仍处于亏损，利润贡献主要来自于金融电子业务。从金融电子板块来看，目前在工行、光大等现有银行客户中，公司市场份额保持较快提升势头，未来 2 年业务收入仍保持较快增速（20%左右）。未来新的机遇将主要来自下游大客户的开拓（主要是建行和农行）。从集群业务板块看，2014 年收入仅 3700 万，实际亏损约 7000 万，2014 年初公司已通过成都、大连等项目获得订单约 1.3 亿，而后续沈阳骨干网、武汉公安 PDT 等项目也将大概率获得订单，整体集群业务收入有望超过 2 亿，集群业务有望首次实现盈利。从未来看，由于集群行业的快速发展，以及公司在若干省份实现了先期布局，未来 2 年集群业务收入仍将保持较快增速（+50%），毛利水平将快速提升到 40-50% 的正常水平。公司业绩的弹性将主要来自专网集群业务板块。

2. 股权激励预示 2014 年业绩大幅提升

公司 2012 年末推出股权激励，2013 年 6 月 18 日正式授予。2015 年 6 月 18 日将迎来首个行权日。按照股权激励条件要求，2012-2014 年三年业绩 CAGR 达到 15.5%，公司 2012-2013 年业绩增速分别为 2.55%、0.58%，2014 年 ROE 达 7.3%，由此测算 2014 年业绩增速应达超过 52%。根据前述对于公司集群业务的分析，我们认为 2014 年实现业绩大幅提升是大概率事件。

3. 盈利预测与评级

我们预测公司预测公司 2014-2016 年 EPS 为 0.26 元，0.34 元，0.43 元，对应估值为 47X、36X、29X，给予“推荐”评级。

六、风险提示：专网集群网络建设进度不达预期。

专网集群行业与公网行业在全国统一集采招标、统一部署建设的方式不同，主要由各省、市根据自身需求状况自行部署建设。因此，全国各省实际推进进度不尽一致，网络建设进度存在低于市场预期风险。

	2014	2015	2016
行权比例	30%	30%	40%
行权条件	1、行权前一年度加权平均 ROE 不低于 6% , 且不低于对标企业 75 分位值 ; 2、行权前一年度前三年净利润复合增长率不低于 15.5% , 且不低于对标企业 75 分位值 ; 3、主营业务收入占收比不低于 95%。	1、行权前一年度加权平均 ROE 不低于 7.3% , 且不低于对标企业 75 分位值 ; 2、行权前一年度前三年净利润复合增长率不低于 15.5% , 且不低于对标企业 75 分位值 ; 3、主营业务收入占收比不低于 95%。	1、行权前一年度加权平均 ROE 不低于 8.5% , 且不低于对标企业 75 分位值 ; 2、行权前一年度前三年净利润复合增长率不低于 15.5% , 且不低于对标企业 75 分位值 ; 3、主营业务收入占收比不低于 95%。
行权时间	自授予日起24个月后的首个交易日起至本次授予日起36个月内的最后一个交易日当日止。	自授予日起36个月后的首个交易日起至本次授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	自授予日起48个月后的首个交易日起至本次授予日起60个月内的最后一个交易日当日止
授予时间	2013 年 6 月 18 日		
授予价格	3.95 元		

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2722	2660	2781	2897
现金	957	1046	1017	1026
应收账款	561	555	622	689
其它应收款	14	13	16	16
预付账款	17	17	18	19
存货	518	487	527	575
其他	654	541	582	571
非流动资产	718	1316	1755	2061
长期投资	294	294	294	294
固定资产	227	706	1103	1383
无形资产	33	32	30	28
其他	163	284	327	356
资产总计	3440	3976	4536	4958
流动负债	539	725	820	667
短期借款	18	107	223	36
应付账款	241	251	263	288
其他	280	367	333	344
非流动负债	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他	11	11	11	11
负债合计	550	735	831	678
少数股东权益	147	172	204	245
股本	1256	1256	1256	1256
资本公积	876	876	876	876
留存收益	611	937	1369	1903
归属母公司股东权益	2743	3069	3501	4035
负债和股东权益	3440	3976	4536	4958

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-190	594	453	795
净利润	208	351	465	575
折旧摊销	46	117	252	397
财务费用	-24	-37	-30	-33
投资损失	-72	-72	-72	-72
营运资金变动	-346	212	-180	-88
其它	-3	24	19	16
投资活动现金流	17	-630	-630	-630
资本支出	16	702	702	702
长期投资	-105	0	0	0
其他	-73	72	72	72
筹资活动现金流	-101	125	147	-155
短期借款	18	89	116	-188
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他	-124	37	30	33
现金净增加额	-273	89	-30	10

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3437	3561	3912	4357
营业成本	3006	2967	3170	3445
营业税金及附加	16	20	21	23
营业费用	99	93	102	113
管理费用	255	274	274	305
财务费用	-24	-37	-30	-33
资产减值损失	10	7	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	72	72	72	72
营业利润	147	309	441	567
营业外收入	99	99	99	99
营业外支出	7	6	6	6
利润总额	239	402	533	659
所得税	31	51	68	84
净利润	208	351	465	575
少数股东损益	15	25	33	40
归属母公司净利润	194	326	432	534
EBITDA	169	389	662	931
EPS (元)	0.15	0.26	0.34	0.43

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	4.2%	3.6%	9.9%	11.4%
营业利润	-7.0%	110.6	42.5%	28.6%
归属于母公司净利润	0.6%	68.2%	32.6%	23.7%
获利能力				
毛利率	12.5%	16.7%	19.0%	20.9%
净利率	5.6%	9.1%	11.0%	12.3%
ROE	7.1%	10.6%	12.3%	13.2%
ROIC	7.1%	12.9%	14.5%	16.4%
偿债能力				
资产负债率	16.0%	18.5%	18.3%	13.7%
净负债比率	3.30%	14.53	26.89	5.27%
流动比率	5.05	3.67	3.39	4.34
速动比率	3.98	2.89	2.65	3.35
营运能力				
总资产周转率	1.00	0.96	0.92	0.92
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	11.86	12.07	12.34	12.51
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.26	0.34	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.15	0.47	0.36	0.63
每股净资产(最新摊薄)	2.18	2.44	2.79	3.21
估值比率				
P/E	79.43	47.22	35.60	28.79
P/B	5.61	5.01	4.40	3.81
EV/EBITDA	84	36	21	15

相关报告

报告日期 报告标题

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

齐宁,中投证券研究所通信行业分析师,中国人民大学金融学硕士,产业经济学学士,2010 年加入中投证券研究所,9 年通信运营商工作经验。

王大鹏, CFA, 北京工业大学电子信息工程学士, 北京邮电大学通信工程硕士, 6 年通信业从业经验。

免责条款

本报告由中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434