

互联网养老急先锋，成长路径渐明晰

增持 首次

目标价格：11元

投资要点：

- 4G投资推动下无线网络优化行业即将进入上行周期
- 公司利用互联网技术建设虚拟养老中心切入养老产业，开拓蓝海市场
- 平台定位战略和商业模式创新能力决定未来市场地位和竞争优势

报告摘要：

- 国内网络优化行业主流企业，行业景气底部反转推动业绩增长。**2011-2013年行业3G网络优化投资在达到高峰后需求持续下行，2013年4G投资启动，网络优化行业即将反转进入上行周期，公司作为行业内主流企业，相关业务将受益于行业景气上行而重回增长。
- 养老产业市场空间广阔，蓄势待发。**从发达国家的经验来看，养老产业规模巨大。我国已经步入老龄化社会，养老产业尚处于起步阶段，增长空间广阔，未来在老龄化的进一步深化和政府政策助推之下，养老产业将快速发展。
- 联手老龄委，打造全国性养老信息化平台。**公司已在南京、天津、甘肃和丽江开展养老服务，与老龄委合作后公司可以借助老龄委的政策、资源优势推动异地拓展，未来发展又添助力。
- 平台定位战略和商业模式创新能力带来长期竞争优势。**打造养老综合服务平台的战略辅以良好的执行和不断的业务创新，将使公司成为养老产业链中的掌控者，形成长期竞争优势。
- 风险分析：**网络优化行业竞争激烈，行业盈利能力上升不及预期；养老业务商业模式创新失败；养老业务向全国推进速度不及预期。
- 盈利预测及投资价值：**我们预计公司2014~2016年EPS分别为0.18元、0.26元和0.36元，对应市盈率为44.0、29.6和21.4。我们看好养老产业的发展，首次给予“增持”评级，6个月目标价11元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	397.79	340.96	582.00	768.12	1,030.92
增长率(%)	-24.40	-14.29	70.70	31.98	34.21
归母净利润(百万)	50.91	-48.09	62.55	93.01	128.89
增长率(%)	-12.90	-194.47	-230.06	48.70	38.57
每股收益(元)	0.14	-0.13	0.18	0.26	0.36
市盈率	37.11	200.80	44.03	29.61	21.37

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

分析师

何俊锋(S1180514070003)

电话：010-88085096

Email: hejunfeng@hysec.com

市场表现



相关研究

《中小市值周报：投资养老产业正当时》

2014/6/22

目录

一、网络优化行业周期波动致业绩低迷，进军养老产业.....	4
(一) 国内网络优化行业主流企业，发力养老信息化业务	4
(二) 财务摘要：网络优化行业下行周期致短期业绩低迷	5
二、无线网络优化行业即将回暖，公司具备竞争优势.....	6
(一) 无线网络优化是移动网络建设的重要组成部分	6
(二) 4G 投资周期下半场，网络优化市场即将迎来投资高峰.....	7
(三) 近年来市场集中度提高，公司竞争力强，收入回升确定性强	8
三、养老产业：方兴未艾的蓝海市场.....	8
(一) 养老模式和养老产业链构成	8
(二) 我国已经步入老龄化社会，养老产业需求旺盛	9
(三) 行业处于起步阶段，竞争格局尚未确立，创新是关键	10
(四) 养老信息化大有可为	11
四、新拓养老信息化业务，进军养老产业.....	13
(一) 以信息化为基础创新养老商业模式	13
(二) 平台定位决定未来市场地位	14
(三) 牵手老龄委，业务扩张又添助力	15
(四) 公司养老业务面临的难点和挑战及应对策略	15
五、盈利预测及投资价值分析	16
六、风险因素分析	17

插图

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 2011 年收入达到峰值后逐年下滑.....	5
图 3: 2013 年毛利率大幅下滑.....	5
图 4: 近两年费用率趋势性上升.....	5
图 5: 近两年净利润、经营性现金流双双恶化.....	5
图 6: 无线网络优化设备能提高网络覆盖质量.....	6
图 7: 网络优化行业即将迎来投资高峰.....	7
图 8: 鞠川阳子“银发产业三维产业链”.....	8
图 9: 1952-2012 年我国出生人口数量.....	9
图 10: 1953-2013 年我国 65 岁以上人口数量及占比.....	9
图 11: 养老产业分为初级阶段和高级阶段.....	10
图 12: 养老信息化架构物理框图.....	12
图 13: 养老信息化架构逻辑框图.....	13
图 14: 平台（配电盘）模式有效地聚拢了供应商和客户.....	14

表格

表 1: 公司主要参控股子公司 2013 年经营情况.....	6
表 2: 2013 年起运营商启动 4G 网络建设.....	7
表 3: 三类养老模式定义.....	8
表 4: 《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》助推养老产业发展.....	9
表 5: 上市公司试水养老产业不完全列举.....	11
表 6: 三类养老模式特点比较.....	12
表 7: 合作框架协议实现资源、优势互补.....	15
表 8: 产品销售收入假设（浅红色背景区域为关键假设）.....	16
表 9: 财务报表预测.....	18

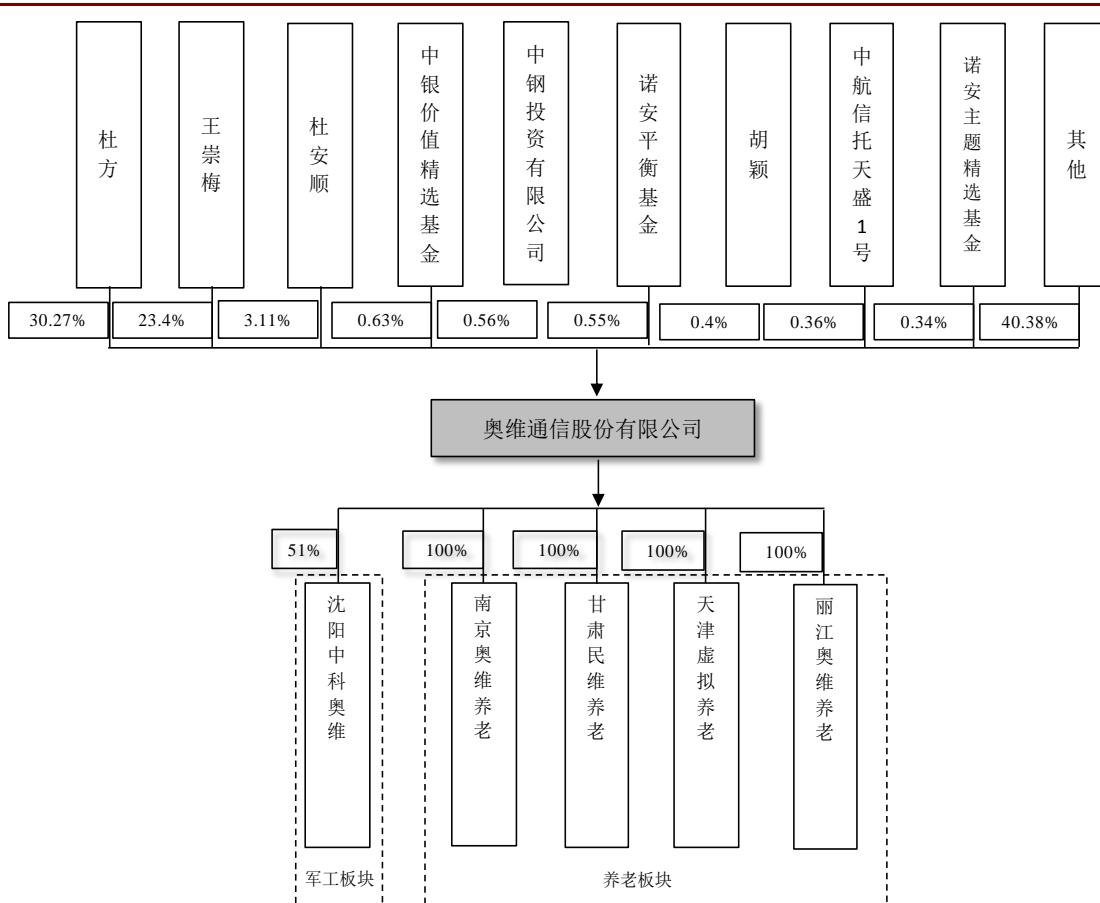
一、网络优化行业周期波动致业绩低迷，进军养老产业

(一) 国内网络优化行业主流企业，发力养老信息化业务

公司主要从事微波射频产品及无线通信网络优化覆盖系统的开发、生产、销售并提供相应服务，是移动通信运营商无线网络覆盖设备的专业供应商和系统集成服务商。公司主要生产无线同频/移频直放站、光纤传输直放站、基站放大器、干线放大器、无源微波器件、天线、专业软件及网管监控等产品，专业提供室内信号分布系统、室外直放站系统、小区深度覆盖系统、基站延伸放大系统、智能载波调度系统和智能网管监控系统等全面解决方案。

前三大股东杜方、王崇梅和杜安顺具有亲属关系，王崇梅与杜方是母子关系，杜安顺与杜方是父子关系，三者是一致行动人，为公司实际控制人。

图1：公司股权结构



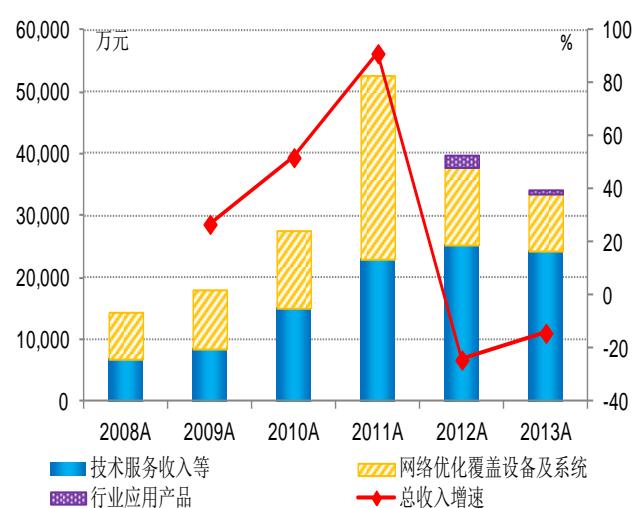
资料来源：公司公告，宏源证券

2013年，公司共通过4家全资民办非企业单位参与养老信息化服务。公司认为随着我国步入老龄社会，养老将是一个庞大的市场，未来发展前景广阔。2013国家先后出台了《社会养老服务体系建设规划》、《关于加快发展养老服务业的若干意见》，推动养老产业的健康快速发展。公司已在南京、天津、甘肃、云南设立了民办非企业单位，与老人、政府、运营商及服务商之间搭建了“虚拟养老”运营服务平台，通过信息化管理，根据老人实际需求为其提供家政、健康管理、精神慰藉等服务。通过不断的探索与积累，已形成了一套较完整、成熟、可复制推广的运营模式。

(二) 财务摘要：网络优化行业下行周期致短期业绩低迷

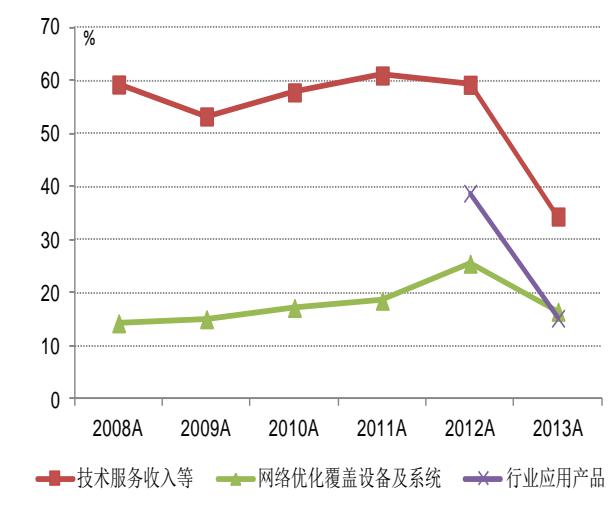
公司收入主要来源于移动通信无线网络优化业务，又可细分为设备销售收入和系统集成服务收入。无线网络优化的需求来自于移动运营商的设备投资，故与运营商的设备投资表现出同周期波动，又因为无线网络优化滞后于骨干网投资一到两年，故表现为后周期性。2009年通信行业启动3G投资，当年投资额达到峰值，无线网络优化行业从2009年起行业进入上升期，2011年达到峰值，随后下滑，公司收入与行业波动一致，毛利率也表现为相同的趋势。

图2：2011年收入达到峰值后逐年下滑



资料来源：公司公告，宏源证券

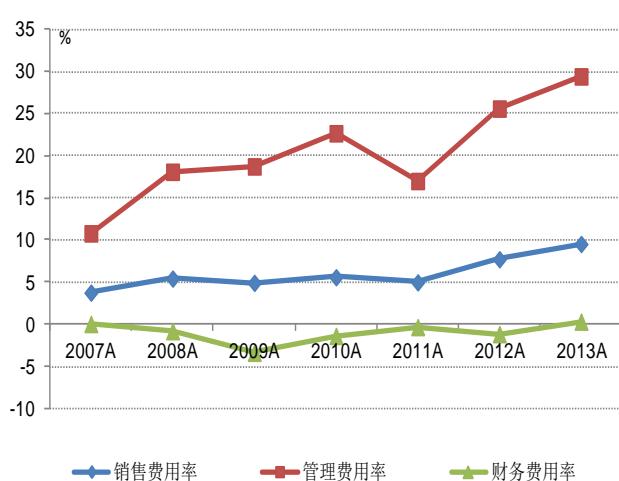
图3：2013年毛利率大幅下滑



资料来源：公司公告，宏源证券

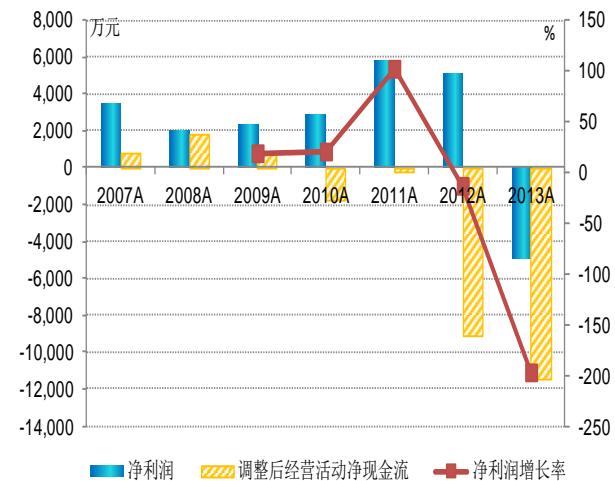
2013年公司拓展养老信息化新业务产生销售费用和管理费用而未产生收益，在总收入下降的背景下，销售费用增加，管理费用微降，最终销售费用率和管理费用率双双升高。2013年资本支出增加导致现金减少和负债增加，推升了利息费用和财务费用率。收入下降、毛利率下降、三项费用率上升导致净利润大幅度下滑，2013年出现亏损。近几年公司应收、预付账款增速大大高于收入增速，经营性现金流连续四年为负数，并呈现出恶化的趋势。

图4：近两年费率趋势性上升



资料来源：公司公告，宏源证券

图5：近两年净利润、经营性现金流双双恶化



资料来源：公司公告，宏源证券

2013年主要参控股子公司经营情况如下表。

表 1：公司主要参控股子公司 2013 年经营情况

货币单位：万元人民币

板块	被参控公司	直接持股比例 (%)	投资额	总资产	净资产	营业收入	净利润
军工板块	沈阳中科奥维科技股份有限公司	51	1,569	265	266	—	-309
	南京奥维居家养老云服务中心	100	200	210	175	—	-25
养老板块	甘肃民维虚拟养老服务中心	100	100	100	96	—	-4
	天津市虚拟养老服务中心	100	100	146	130	35	30
	丽江奥维居家养老服务中心	100	10	9	7	—	-3

资料来源：公司公告，宏源证券

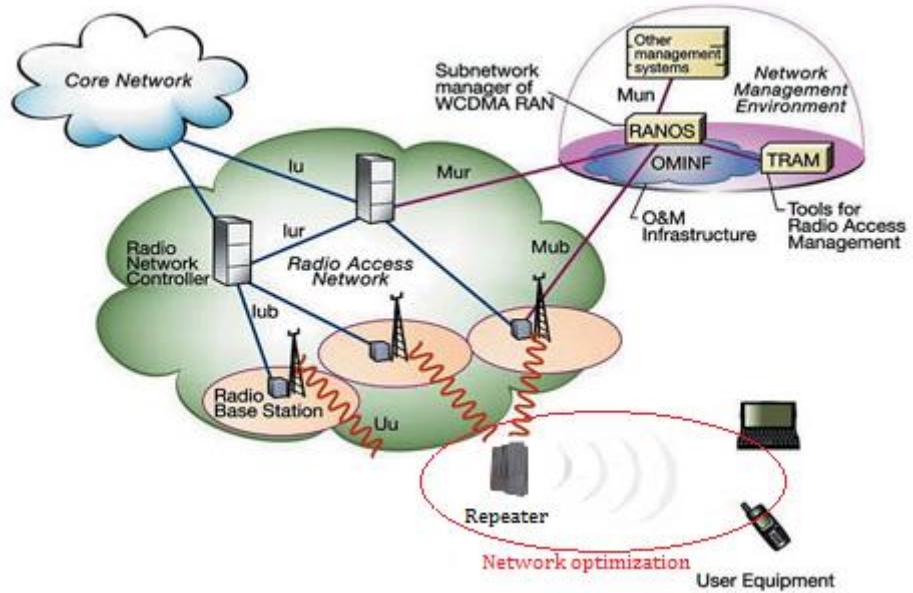
二、无线网络优化行业即将回暖，公司具备竞争优势

（一）无线网络优化是移动网络建设的重要组成部分

受无线电信号传播规律（如衰减）、特殊地理环境和特殊应用的限制，基站等核心网设备通常只能保证一定区域内的基本信号“面”覆盖与数据接入，难以全面顾及到区域内各“点”的信号覆盖质量。因而在利用基站完成基本覆盖后，为提高网络质量、提高运营商的收益，需要根据特定的地理环境、用户数量等，选择合适的优化覆盖设备，对移动通信网络进行优化覆盖。

无线网络优化覆盖设备包括直放站、基站放大器、无源微波器件及天线等，主要用于信号盲区的加强覆盖。优化覆盖设备在移动通信网络中不能被替代。

图 6：无线网络优化设备能提高网络覆盖质量



资料来源：工信部，宏源证券

(二) 4G 投资周期下半场，网络优化市场即将迎来投资高峰

网络优化后周期性意味着投资上升周期即将到来

网络优化行业市场需求受运营商投资周期影响而具有周期性，由于在网络建设过程中网络优化在骨干网络建设之后，因而网络优化具有后周期性。

我国从 2009 年开始全面规划建设 3G 网络，经过 2009、2010 年骨干网密集建设期，2011 年骨干网建设进入中后期，网络优化成为建设重点，体现在投资规模上，电信投资的高峰在 2009 年，而网络优化的投资高峰在 2011 年，滞后两年。

2013 年起三大运营商启动 4G 招标，2013 年 12 月 4 日工信部向三大运营商发放 4G 牌照，4G 骨干网已经进入密集建设期，预计 2014 年网络优化行业将进入上升周期。

表 2：2013 年起运营商启动 4G 网络建设

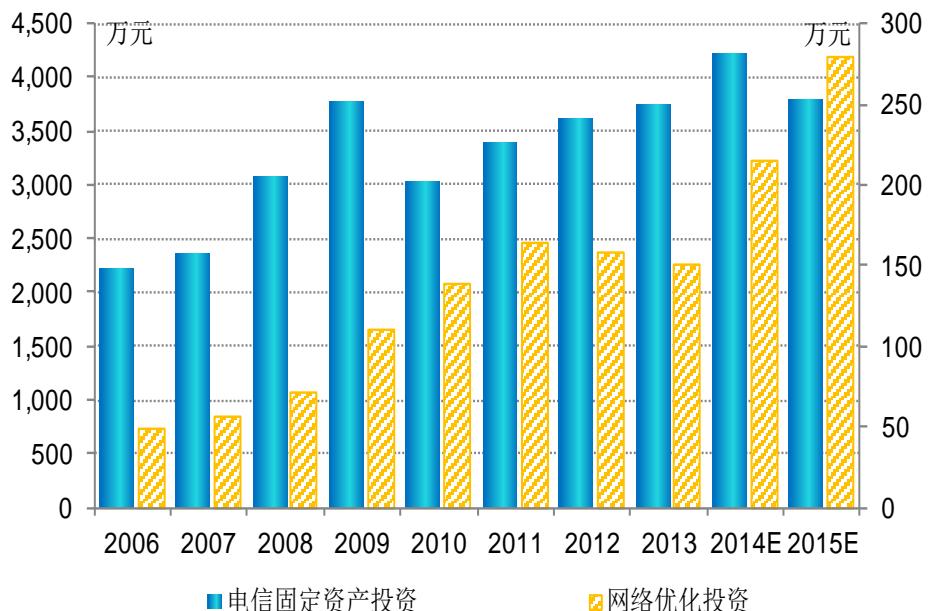
运营商	4G 首期招标时间
中国移动	2013 年 6 月
中国电信	2013 年 10 月
中国联通	2014 年 3 月

资料来源：公司公告，宏源证券

4G 网络优化需求高于 3G 网络

- 4G 网络频段高，为满足连续覆盖，站点数量较 3G 网络大幅增加，网络规模更大，对网络优化的需求也大大增加。
- 4G 网络信号穿透能力较弱，对室内网络优化的需求更大。

图 7：网络优化行业即将迎来投资高峰



资料来源：工信部，易观国际，宏源证券

(三) 近年来市场集中度提高, 公司竞争力强, 收入回升确定性强

随着市场竞争的加剧，无线网络优化系统行业市场集中度在提高。目前行业内上规模企业约30家，重点企业有京信通信、深圳国人、三维通信、星辰通信、东方信联、三元达、北京汉铭、邦讯技术和奥维通信等上市公司，还有武汉虹信、深圳云海等非上市公司。

从技术性能上讲，运营商集采招标对设备有统一的技术指标要求，因而重点企业中的各家公司的技术差别不大。但各家公司的技术和产品侧重点不同，主要销售区域也各不相同。总的来讲，行业趋势表现为国家重点企业群份额提升，国家重点企业群内部市场格局相对稳定。公司作为行业主要企业，预计收入将随行业周期向上而回升。

三、养老产业：方兴未艾的蓝海市场

（一）养老模式和养老产业链构成

表 3: 三类养老模式定义

模式	定义
居家养老	居住在家中，由家庭成员提供生活照料和精神慰藉
社区养老	居住在家中，由社区上门提供服务，主要内容为生活照料、医疗康复和精神慰藉
机构养老	缴纳费用后集中居住在专门的养老机构中享受专业、全面的养老服务

资料来源：《我国城市社区养老模式研究》辽宁大学王拓，宏源证券

美国、日本等发达国家先于中国进入老龄化社会，从这些国家的经验来看，人口老龄化催生了一门产业：养老产业。养老产业不是一个独立的产业部门，而是跨行业、跨部门的综合产业集群。养老产业主要分为三个层次：

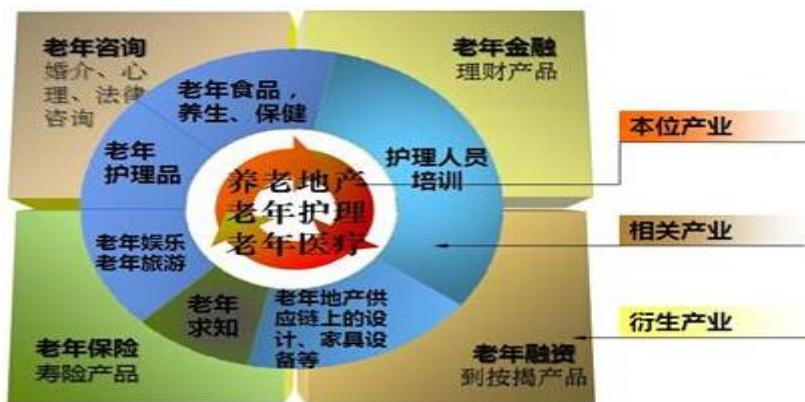
第一个层次是满足老人的基本生活需求的，如居住、护理、医疗保健等产业；

第二个层次是升级需求，如医疗信息化、监测跟踪以及老年人的文化娱乐等产业；

第三次是衍生产业，如老年金融、老年心理咨询等。

参考国际经验，最先发展的是护理产业，护理产业发展相对成熟后再延伸到居住等其它产业。

图 8: 鞠川阳子“银发产业三维产业链”

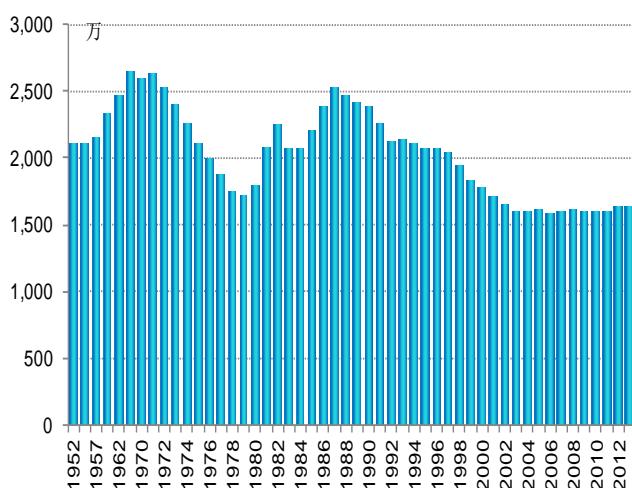


资料来源：第一财经日报，宏源证券

(二) 我国已经步入老龄化社会，养老产业需求旺盛

我国20世纪50年代发生了第一次生育高峰，当年婴儿潮的一代人近年来正逐步进入老年，另外当前居民生活条件和医疗条件大大改善，平均预期寿命延长，多种因素驱动我国老年人口数量快速增长。从数据上看，2012年底我国60周岁以上老年人口达到1.94亿，占总人口比例为14.33%；2013年我国65岁老人达到1.32亿，占总人口比重9.7%。中国老龄科学研究中心发布的《中国老龄事业发展报告（2013）》预计我国60岁以上老年人口2020年将达到2.43亿，2025年将突破3亿。

图 9：1952-2012年我国出生人口数量



资料来源：wind 资讯，宏源证券

联合国对老龄化国家的标准为：一个国家60岁以上老年人口达到总人口数的10%或者65岁以上老年人口占人口总数的7%以上，那么这个国家就属于人口老龄化国家。按照国际标准，我国已经进入老龄化社会。

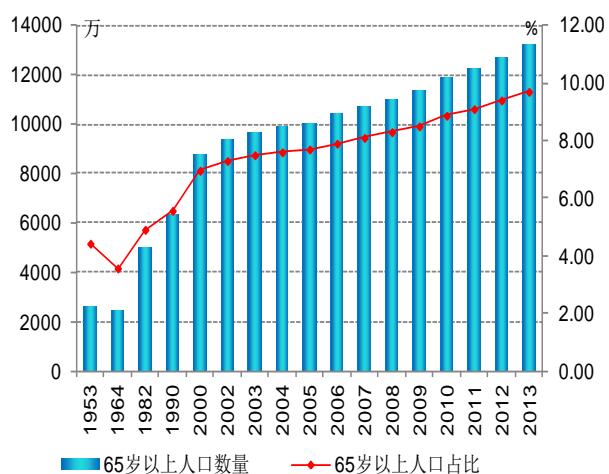
依据欧美日等先期进入老龄化社会国家的经验，养老产业发展成熟后规模巨大，我国人口总量大大高于以上国家，我国养老产业未来发展空间巨大。

中国政府网9月13日发布了《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，《意见》指出我国老年消费市场初步形成、养老服务和产品供给不足、市场发育不健全，提出了到2020年“养老服务产品更加丰富，市场机制不断完善，养老服务业持续健康发展”的目标，并提出了具体任务和一系列扶持政策。国家产业政策是我国养老产业发展的助推剂。

表 4：《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》助推养老产业发展

要点	具体内容
基本原则	深化体制改革 坚持保障基本 注重统筹发展 完善市场机制
主要任务	统筹规划发展城市养老服务设施 大力发展居家养老服务网络 大力加强养老机构建设 切实加强农村养老服务

图 10：1953-2013年我国65岁以上人口数量及占比



资料来源：wind 资讯，宏源证券



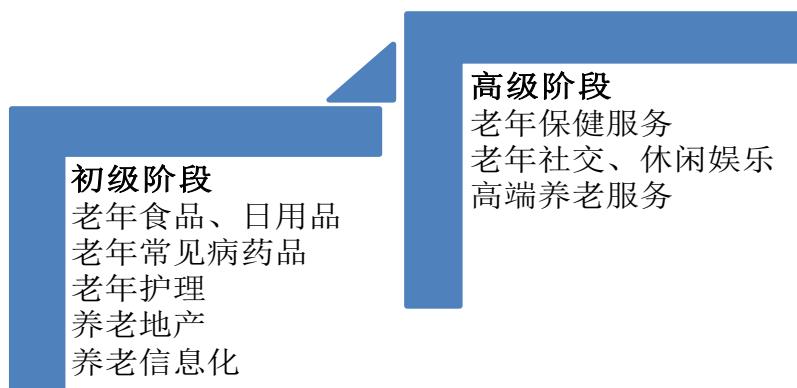
资料来源：国务院，宏源证券

（三）行业处于起步阶段，竞争格局尚未确立，创新是关键

由政府主导的养老模式由于投资巨大，政府财力难以承受而无法大规模推广，未来在养老领域引入社会资本是必然趋势，政府的职能将逐步转向提供基本养老服务和规范市场运营。

参考发达国家养老产业发展历程，结合马斯洛的需求层次理论，我们预计我国养老产业未来的发展大致可分为初级阶段和高级阶段两个阶段，其中第一阶段主要满足的是老年人的基本需求，第二阶段主要满足老年人的升级需求。

图 11：养老产业分为初级阶段和高级阶段



资料来源：宏源证券

目前我国养老产业的主要特点有：

- 养老机构多为非盈利性
- 老年护理水平低
- 老年用品市场发展落后
- 老年休闲娱乐市场不发达

以护理为例，根据民政部的数据，截至 2013 年底全国取得养老护理职业资格的仅有 9491 人，2012 年我国 80 岁以上高龄老人达到 2247 万，按照国际上 5:1 的护工需求量，缺口将近 400 多万个，老年人护理服务与生活照料潜在市场需求巨大。

总体而言，我国养老产业还处于起步阶段。

表 5：上市公司试水养老产业不完全列举

类别	公司	具体动向
	世联行	与台湾养老产业第一品牌恒安照护签署战略合作协议，探索并实践符合中国市场特点的创新型养老运作模式。
	凤凰股份	与江苏省人民医院、江苏仁医医院投资管理股份有限公司于近日签订了战略合作协议，共同发展健康养老产业。
	上实发展	公司全资子公司上海上实城市投资发展有限公司拟与上海实业东滩投资开发集团共同出资成立上实养老产业平台公司，并由该平台公司与其他合作伙伴共同成立合资项目公司开发建设养老社区项目。
养老地产	中国水电	旗下中水电地产联手重庆任之投资有限公司，在重庆璧山投资 80 亿元打造全国最大养老地产项目，项目有 2/3 建筑面积建设养老公寓，其余 1/3 的建筑面积将用于建设老年人配套设施。
	金陵饭店	公司旗下天泉湖旅游生态园区中的养生养老公寓即将开始预售，今年可贡献营收；另外，其中的酒店一期项目大致在年底试营业。
	复星国际	与美国保险巨头保德信签署全面战略合作框架协议，将在中国的商贸地产基金和退休养老服务方面展开更深度的合作。公司在上海投资的首个综合养老社区已于去年正式开业。
养老服务	双箭股份	去年完成桐乡和济养老服务投资有限公司的增资扩股，持股比例增至 70%。中心具备养老、体检、康复等多项功能，目前装修已基本完成，预计上半年可拿到牌照，将在下半年试运营。
养老信息化	奥维通信	在南京、天津、甘肃、丽江建立虚拟养老中心；与全国老龄工作委员会办公室信息中心签订《战略合作框架协议》，构建老龄现代服务产业链。

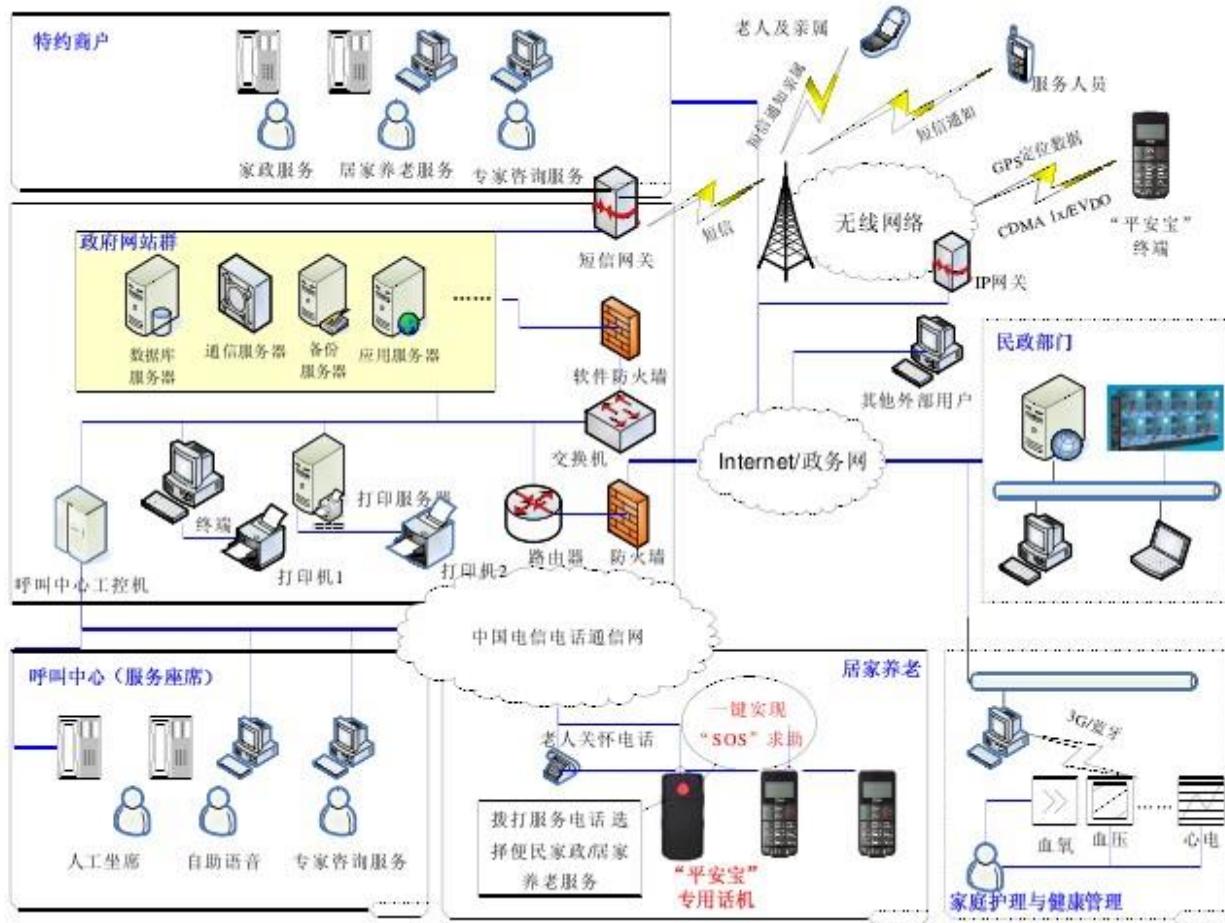
资料来源：宏源证券

（四）养老信息化大有可为

信息化技术提升养老服务质量和、效率

养老信息化是指通过信息化技术将老年人和政府、社区、服务提供者等紧密联系起来，围绕老人服务热线、远程监控系统、紧急救援系统、健康管理系统等形成的个性化、专业化、便捷有效的养老服务模式。养老信息化对于提升居家养老的生活质量意义尤为重大。

图 12：养老信息化架构物理框图



资料来源：《信息化养老服务系统平台的规划与设计》南京邮电大学王欣刚，宏源证券

居家养老模式为主的国情下信息化需求巨大

表 6：三类养老模式特点比较

模式	特点
居家养老	“四二一”家庭，子女难以给予足够的照料；子女工作压力大，空巢家庭老人多
社区养老	成本较高，服务的专业化程度低于机构养老模式
机构养老	成本高，难以大规模发展，与传统四世同堂天伦之乐的观念相悖

资料来源：《我国城市社区养老模式研究》辽宁大学王拓，宏源证券

国外流行的社区养老模式在我国遭遇了特殊的困难：

- 基层社区服务体系建设缺乏活力。我国的社区服务体系建设主要是政府主导、自上而下推动的，这种路径选择导致我国社区建设存在某些先天不足，如行政色彩浓、对政府的依附性强、自治能力弱、服务质量不高、灵活性差。
- 社区卫生医疗机构难以满足老年人的康复护理保健需求。我国社区医疗机构在利益驱动下把收费的医疗服务放在首要地位，忽视了预防、保健、康复和健康教育等服务；

人才配置上，社区卫生服务人员多是临床医生，全科医生和从事社区医学、预防医学和康复医学的人员不足。

- 服务队伍专业化程度低。当前社区养老服务人员多是下岗失业职工和农村进城务工人员，缺乏专业化和职业化的训练。

以信息技术升级居家养老是我国养老模式的经济现实的发展路径，这也意味着养老信息化业务有着巨大的市场空间。

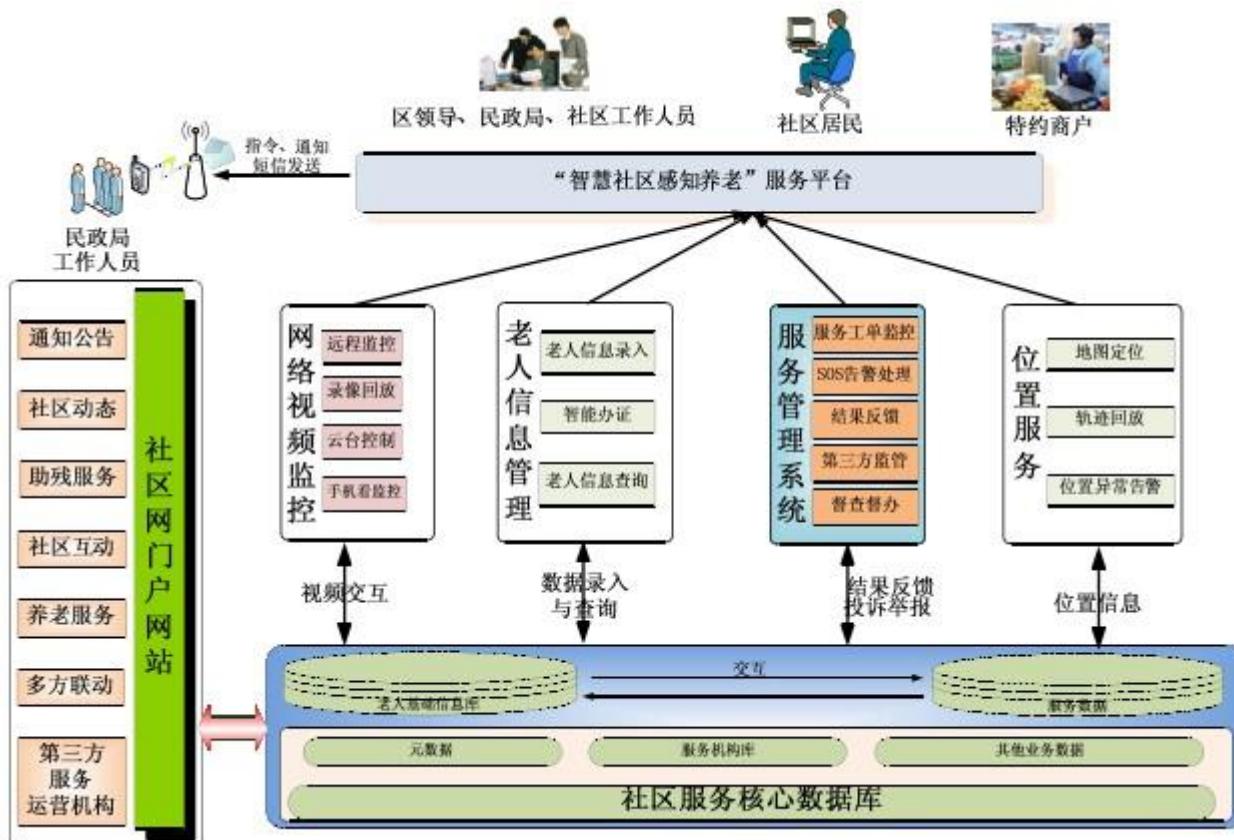
国务院《关于加快发展养老服务业的若干意见》提出的发展目标把居家养老作为我国最主要的养老模式，同时指出要大力发展居家网络信息服务，要求地方政府支持企业和机构运用互联网、物联网等技术手段创新居家养老服务模式，发展老年电子商务，建设居家服务网络平台。

四、新拓养老信息化业务，进军养老产业

(一) 以信息化为基础创新养老商业模式

公司开创的基于信息化平台的虚拟养老院模式力图在居家养老的情况下以较低的成本向老年人提供机构养老的专业化服务，商业模式的创新为各参与方创造了更大的价值。

图 13：养老信息化架构逻辑框图



资料来源：《信息化养老服务系统平台的规划与设计》南京邮电大学王欣刚，宏源证券

公司布局居家养老信息化平台业务，通过信息服务平台为居家老人提供及时、充足和多样化的专业服务，与政府、移动运营商、其它产品服务提供商搭建一个合作共赢的平台。

养老平台向老人提供两类服务：一类是生活和护理基本服务，二类是针对高端人群的家庭病床、人居物联等增值服务。服务资源主要来自于社会，即由合作商家提供服务。所有的服务商接入平台都需经过老龄委和奥维通信的审核，并对每次的服务进行回访以保证老年人的用户体验。

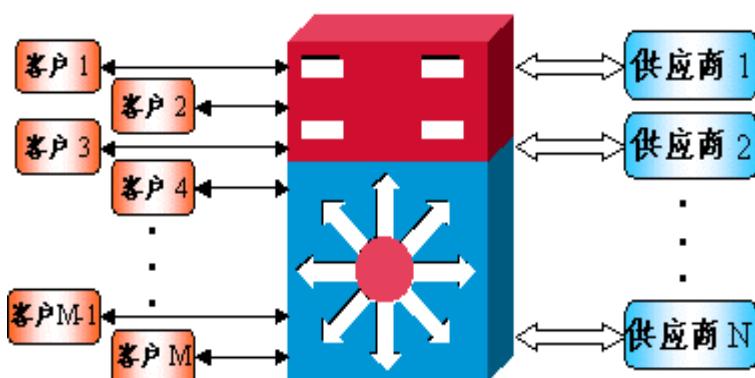
目前养老业务的收入主要有两块：手机销售和话费分成。由于平台运营人力成本较高而用户数有限，公司的养老业务还不能盈利，未来随着用户增加而边际成本下降，将逐步达到盈亏平衡进而获利。

（二）平台定位决定未来市场地位

平台模式是商业模式的一种，又称配电盘模式，是指通过吸引供应商和消费者的两方面的关注，把两者聚拢起来为两者提供交易渠道，从中获取价值。这种模式的特点在于：

- 在供应商和客户之间搭建了交易平台，降低了双方的交易成本。
- 需要有发现需求的独到的眼光。
- 虚拟（网络）交易平台的产生，是对该模式的一种突破性的升级。

图 14：平台（配电盘）模式有效地聚拢了供应商和客户



资料来源：宏源证券

平台模式成功的关键在于控制信息流、扩大交易用户数量和促使客户增加交易量：

- 控制信息流是指为交易双方的决策提供丰富、及时而准确的信息，降低交易成本。
- 交易用户越多，单个用户分摊的成本便会大幅降低，所有的参与者都能从中获得好处。
- 这种模式靠交易量获取价值，因而要尽力扩大现有客户的交易量，同时要创新业务，使客户产生更多的交易量。

平台战略一旦实施成功，企业将成为价值链的掌控者，形成长期竞争优势，持续性地获取高额利润。

在互联网行业，网络平台往往比其他类型网站或软件具有更高的用户粘度和盈利持续性。比如作为网上支付平台的支付宝、作为营销和销售平台的阿里巴巴、作为购物平台的淘宝、作为游戏平台的腾讯游戏，以及集游戏、营销、社交、购物、支付平台于一身的移动网络平台微信。

我们认为奥维通信打造养老综合服务平台的战略定位非常明智，公司的养老信息化平台处于领先地位，具有先发优势，辅以良好的执行和不断的业务创新，这一战略将使公司成为养老产业链中的掌控者，并在未来较长一段时间内展现出可持续的高盈利能力。

(三) 牵手老龄委，业务扩张又添助力

公司养老平台用户拓展主要有三种方式：1、沿用政府渠道，下沉到街道；2、通过社区养老服务建设进行阶段性突破；3、公开推广。

公司出资成立南京奥维居家养老云服务中心、天津市虚拟养老服务中心、甘肃民维虚拟养老服务中心和丽江奥维居家养老服务中心四个子公司，通过以上主体来实施养老信息化业务。公司未来将在重庆、福建、海南、辽宁、四川、陕西、湖北等地进行业务布局，逐步建立全国性的养老信息化网络平台。

2014年5月21日，公司与全国老龄工作委员会办公室信息中心签订《战略合作框架协议》，双方将以全国老龄信息化系统项目建设为内容，整合双方优势资源，实现合作项目社会效益和经济效益最大化。全国老龄工作委员会有政策、资源优势，公司与之合作可以借助对方的平台进行异地拓展，未来的发展又添助力。

表 7：合作框架协议实现资源、优势互补

要点	具体内容
方案概要	整合双方优势资源，合作建设全国老龄信息化系统项目
老龄委责任	出台政策，指导各地老龄机构支持并配合项目的建设
	确定奥维通信为全国老龄信息化系统项目建设中主体运营商地位
奥维通信责任	负责全国老龄信息化系统项目的投资、技术支持、运营和维护
	以信息化建设为支撑，构建老龄现代服务产业链
主要任务	创新服务模式，实现社会效益和经济效益双赢
	建立全国统一、互联互通、信息资源共享的数据库
后续规划	合作达到预期时商讨共同成立股份制公司负责项目的投资、运营
有效期限	有效期两年，期满后双方如无异议，则双方另行续签协议。

资料来源：公司公告，宏源证券

(四) 公司养老业务面临的难点和挑战及应对策略

公司拓展养老信息化业务面临的困难主要有两点：

- 各地政府对此业务的理解不同。
- 消费意识不够强，尤其70岁以上的老年人消费意识较差。

应对方法主要是加强和地方政府的沟通，使对方理解业务并取得他们的协助与配合；引导老年人的消费观念，增强消费意识。

微观运营层面，目前最大的挑战是：

- 增加已有运营平台用户的活跃度

- 增加运营平台用户的年限
- 快速积累运营平台用户的数量。

公司在养老信息化业务的已经有一定的经验积累，根据各地老人不同需求，推送个性化、专业化的居家养老服务，从而增加用户黏性和平台活跃用户数量。

五、盈利预测及投资价值分析

基于行业研究和公司分析的结论，我们形成以下定量假设：

表 8：产品销售收入假设（浅红色背景区域为关键假设）

货币单位：万元人民币

项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
移动通信网络优化系统集成					
销售收入	25,457	24,437	41,544	54,007	64,808
增长率 (YOY)	11%	-4%	70%	30%	20%
毛利率	59%	34%	50%	52%	50%
销售成本	10,381	16,029	20,772	25,923	32,404
移动通信网络优化覆盖设备及系统					
销售收入	12,267	9,201	15,642	20,335	24,402
增长率 (YOY)	-59%	-25%	70%	30%	20%
毛利率	26%	16%	16%	18%	16%
销售成本	9,134	7,684	13,139	16,675	20,497
行业应用产品					
销售收入	2,056	457	914	1,371	1,782
增长率 (YOY)		-78%	100%	50%	30%
毛利率	39%	15%	30%	30%	30%
销售成本	1,256	387	640	960	1,247
养老服务					
销售收入		100	1,100	12,100	
增长率 (YOY)			1000%	1000%	
毛利率		70%	70%	70%	70%
销售成本		30	330	3,630	
销售总收入	39,779	34,096	58,200	76,812	103,092
增长率 (YOY)	-24%	-14%	71%	32%	34%
销售总成本	20,771	24,100	34,581	43,887	57,779
毛利	19,008	9,996	23,619	32,925	45,313
平均毛利率	48%	29%	41%	43%	44%

资料来源：宏源证券

基于以上假设，我们预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.18 元、0.26 元和 0.36 元，对应市盈率分别为 44.03、29.61 和 21.37。我们看好养老产业的发展，首次给予“增持”评级，6 个月目标价 11 元。

六、风险因素分析

我们认为，主要风险有三个：

1. 网络优化行业竞争激烈，行业盈利能力上升不及预期的风险；
2. 养老业务商业模式创新失败的风险；
3. 养老业务向全国推进速度不及预期的风险。

附录
表 9：财务报表预测

(货币单位：百万元人民币)

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	182	119	116	154	206	营业收入	398	341	582	768	1,031
应收和预付款项	357	391	489	646	763	减：营业成本	208	241	346	439	578
存货	142	181	175	230	309	营业税金及附加	9	7	12	16	22
其他流动资产	25	31	33	43	57	销售费用	31	33	41	54	72
流动资产合计	706	722	813	1,072	1,336	管理费用	102	100	116	154	206
长期股权投资	-	-	-	-	-	财务费用	-5	1	1	5	12
投资性房地产	-	-	-	-	-	资产减值损失	12	28	5	5	5
固定资产和在建工程	79	75	92	112	127	加：投资收益	-	-	-	-	-
无形资产和开发支出	6	12	16	24	31	公允价值变动损益	-	-	-	-	-
其他非流动资产	7	17	17	18	18	汇兑净收益	-	-	-	-	-
非流动资产合计	92	104	125	154	176	营业利润	41	-69	61	95	136
资产总计	798	825	937	1,226	1,512	加：其他非经营损益	13	9	9	9	9
短期借款	-	50	50	106	152	利润总额	55	-60	70	104	145
应付和预收款项	98	112	161	213	286	减：所得税	4	-11	7	11	16
其他流动负债	4	2	11	14	18	净利润	51	-49	63	93	129
短期负债合计	102	164	222	332	456	减：少数股东损益	-	-1	-	-	-
长期借款	-	-	-	95	143	归母股东净利润	51	-48	63	93	129
其他长期负债	4	5	5	5	5						
长期负债合计	4	5	5	100	148						
负债合计	106	169	228	433	603						
归属母公司股东权益	692	644	697	781	896						
少数股东权益	-	13	13	13	13						
股东权益合计	692	656	710	793	908						
负债和股东权益总计	798	825	937	1,226	1,512						
现金流量表						主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	-95	-113	44	-54	29	盈利能力					
投资性现金净流量	-32	-9	-37	-44	-45	加权 ROE	51.36%	21.44%	9.10%	12.30%	15.02%
筹资性现金净流量	-28	56	-10	136	68	销售毛利率	47.78%	29.32%	40.58%	42.86%	43.95%
现金流量净额	-155	-66	-3	37	10	销售净利率	13.37%	-12.14%	11.27%	13.05%	13.67%
						成长能力					
						营业收入增长率	-24.40%	-14.29%	70.70%	31.98%	34.21%
						净利润增长率	-12.90%	-194.47%	-230.06%	48.70%	38.57%
						每股和估值指标					
						EPS (元)	0.14	-0.13	0.18	0.26	0.36
						每股经营性现金流(元)	-0.27	-0.32	0.12	-0.15	0.08
						PE	37	200	44	30	21

资料来源：宏源证券

作者简介：

王凤华：宏源证券研究所首席分析师，分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组，《新财富》2013年最佳中小市值研究机构第三名，得分7197分。中国人民大学硕士研究生，本科毕业于江西财经大学。17年从业经历，曾在多家券商任职，任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司：天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、天音控股、奥维通信、利德曼、硕贝德、世纪鼎利、首航节能、隆基机械、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、勤上光电、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、长方照明等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。