

交通助涨业绩，布局专网+手游

增持 首次

目标价格：暂无

事件：

- 发布半年报，公司实现营业收入 207,707,165.53 元，同比下降 23.47%；实现利润总额 18,047,725.19 元，同比增长 6.54%；归属于上市公司股东的净利润 18,448,852.66 元，同比增长 21.35%。

报告摘要：

- **站稳国内是基础：交通市场增长迅速，是企业业绩增长点。**国内市场依旧处于良好态势，尤其是交通领域，受国家政策影响，城市智能交通、轨道交通、高速公路共同发力，拉动市场需求高速增长。公司在交通领域的业绩正逐步赶超电力行业，成为公司业绩增长的主要来源。预计 2014 年交通领域的销售增长仍将在 40% 以上。
- **布局海外：管端先行，云终两端相继跟进。**柬埔寨通信产业尚不发达，具有很大的市场空间。公司以宽带为切入点，通过为进行专网建设打开柬埔寨市场。下一步公司将进一步开展“云、终两端”业务，从该市场获取更多利润。根据项目可行性报告，项目六年内将产生的税后收益约为 10465 万美元。近两年，项目贡献收益相对较少，但公司后续“云、终两端”业务的开展将进一步提升这一收益值。
- **并购进军手游。**2014 年 7 月，公司收购了北京精麦通无线信息服务有限公司 100% 股权，正式进军游戏领域。精麦通在游戏领域经验丰富，推出了近 100 款以上产品，市场反应良好。手游市场正处于爆发期，2013 年中国移动游戏收入 112.4 亿元，同比增长 246.9%。公司打开柬埔寨的市场之后，有可能向该市场推出精麦通的产品。
- **盈利预测：**我们预测 2014/15/16 年公司营业收入分别为 7.61 亿/10.35 亿/14.32 亿元。净利润分别为 0.84 亿/1.07 亿/1.28 亿元。对应 EPS 分别为 0.21 元/0.27 元/0.33 元。
- **风险提示：**市场竞争风险。

通信研究组

分析师：

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

Email：yihuanhuan@hysec.com

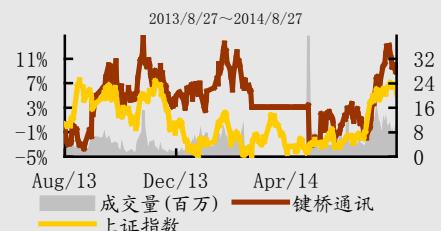
研究助理：

顾海波

电话：010-88085223

Email：guhaibo@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	9.72
总股本(百万股)	393.12
总市值(百万)	3,821.13
流通市值(百万)	3,821.13
12 个月最高价	9.72
12 个月最低价	8.05

相关研究

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	466.98	630.35	761.08	1,034.84	1,432.61
增长率 (%)	31.00	34.98	20.74	35.97	38.44
归母净利润(百万)	56.25	-53.80	83.67	106.70	128.02
增长率 (%)	89.59	-195.65	255.52	27.52	19.98
每股收益	0.17	-0.14	0.21	0.27	0.33
市盈率	56.61	-71.02	45.67	35.81	29.85

目录

一、投资概要	4
(一) 键桥通讯：专网通讯行业资深企业	4
(二) 投资要点：	4
(三) 盈利预测	5
(四) 风险提示	5
二、公司简介	6
三、站稳国内，交通助力业绩继续增长	8
(一) 专网通信	8
1、专网通信行业	8
2、竞争格局	8
(二) 行业前景	9
1、电力行业：竞争愈加激烈	9
2、交通行业：需求高速增长	10
(1) 城市智能交通	10
(2) 轨道交通	10
(3) 高速公路	10
(四) 效益预测	10
四、布局海外：以“管”为先导，向“云、终”两端延伸	11
(一) 海外战略进程	11
(二) 项目分析	11
1、市场分析：柬埔寨通信市场相对落后，市场潜力巨大	11
2、项目介绍	11
(三) 战略前景	12
(四) 盈利预测	12
五、收购精麦通，分享游戏红利	13
(一) 手游市场前景	13
1、市场状况：手游市场呈爆发式增长	13
2、竞争格局	14
(二) 公司产品优势	14
(三) 盈利预测	15

插图

图 1: 财务三张表预测.....	5
图 2: 主营业务增长 (分产品)	6
图 3: 主营业务增长 (分行业)	6
图 4: 毛利率情况 (分产品)	7
图 5: 毛利率情况 (分行业工业)	7
图 6: 净利润走势 (万元)	7
图 7: 智能电网战略框架.....	9
图 8: 六大城市目标.....	12
图 9: 中国移动游戏用户增长.....	13
图 10: 中国移动游戏收入增长.....	13
图 11: 精麦通核心产品.....	14
图 12: 主要游戏产品收入情况.....	15

表格

表 1: 主营业务情况 (分产品)	6
表 2: 主营业务情况 (分行业)	6
表 3: 主要竞争对手.....	8
表 4: 公司海外战略举措.....	11
表 5: 项目建设方案.....	11
表 6: 项目收入估计 (百万美元)	13
表 7: 手游行业产业链.....	14

一、投资概要

(一) 键桥通讯：专网通讯行业资深企业

公司是专业从事专网通讯技术解决方案的服务商，公司多年来致力于为电力、城市交通、轨道交通、煤炭、石油等系统的企业提供专网通讯技术解决方案，以及相关软硬件产品的设计、开发和制造。在国内 20 多个省市设立了专业营销服务中心。

公司具有多年的经营经验，在产品和技术上具有优势。公司自成立以来，先后自主研发了具有独立知识产权的多业务智能交叉复接系统、多业务传输平台、ITS、基于 RPR 的工业级数据传输系统和数据透传时隙复用系统等多项国内能源交通专用通信领域领先的核心技术产品。

电力和交通是公司业绩的主要来源。目前，公司在交通领域的业绩正逐步赶超电力行业，成为公司业绩增长的主要来源。2014 年上半年公司主营业务有所下降，但公司称交通领域的业绩增势未减，公司也正将更多资源投入至这一领域。

海外扩张是公司目前的主要战略，公司致力于开拓东南亚市场，制定了从管道到云、终两端的发展计划，在柬埔寨开展了宽带项目，目前项目进展十分顺利。为配合海外战略，公司收购了精麦通，进军游戏市场，希望在实现利润的同时发挥业务协同作用。

(二) 投资要点：

投资观点：

1) 站稳国内是基础：交通市场增长迅速，是企业业绩增长点。国内市场依旧处于良好态势，尤其是交通领域，受国家政策影响，城市智能交通、轨道交通、高速公路共同发力，拉动市场需求高速增长。公司在交通领域的业绩正逐步赶超电力行业，成为公司业绩增长的主要来源。预计 2014 年交通领域的销售增长仍将在 30%以上。

2) 布局海外：管端先行，云终两端相继跟进。公司从去年开始布局海外战略，柬埔寨市场是公司目前的战略目标。柬埔寨通信产业尚不发达，具有很大的市场空间。公司以宽带为切入点，开展相关业务，为柬埔寨进行专网建设，从而打开市场。下一步公司将进一步开展“云、终两端”业务，从该市场获取更多利润。根据项目可行性报告，公司本次对外投资六年内将产生的税后收益约为 10465 万美元。我们认为，公司后续“云、终两端”业务的开展将进一步提升这一收益值。

3) 进军手游：配合海外战略，实现业务协同。2014 年 7 月，公司收购了北京精麦通无线信息服务有限公司 100% 股权，正式进军游戏领域。精麦通在游戏领域经验丰富，推出了近 100 款移动游戏产品，其中部分产品有非常好的市场反应。中国手游领域市场规模的正处于爆发期，2013 年中国移动游戏市场实际销售收入 112.4 亿元人民币，同比增长 246.9%。我们认为公司扣除非经常性损益后净利润分别为人民币 2300.00 万元、2990.00 万元、3887.00 万元，共计 9177.00 万元，年复合增长率为 30% 的盈利承诺是可以实现的。同时，游戏业务可以借助海外战略所开发的市场，实现业务间的协同作用。

(三) 盈利预测

我们预测 2014/15/16 年公司营业收入分别为 7.61 亿/10.35 亿/14.32 亿元，同比增长 20.74%/35.79%/38.44%。净利润分别为 0.84 亿/1.07 亿/1.28 亿元，同比增长 255.52%/27.52%/19.98%。对应 EPS 分别为 0.21 元/0.27 元/0.33 元。

图 1：财务三张表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	356	467	630	761.08	1,034.84	1,432.61
增长率	31.0%	35.0%	20.7%	36.0%	38.4%	
主营业务成本	-207	-282	-483	-566	-781	-1,090
% 销售收入	58.0%	60.3%	76.6%	74.4%	75.4%	76.1%
毛利	150	185	148	195	254	342
% 销售收入	42.0%	39.7%	23.4%	25.6%	24.6%	23.9%
营业税金及附加	-5	-7	-10	-8	-11	-16
% 销售收入	1.3%	1.6%	1.6%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-25	-30	-38	-42	-57	-79
% 销售收入	7.0%	6.5%	6.1%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	-57	-65	-64	-61	-83	-115
% 销售收入	16.0%	13.8%	10.1%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	63	83	36	84	103	133
% 销售收入	17.6%	17.8%	5.7%	11.0%	10.0%	9.3%
财务费用	-18	-22	-33	-4	-1	-9
% 销售收入	5.1%	4.8%	5.2%	0.6%	0.1%	0.7%
资产减值损失	-2	-4	-74	-3	-4	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	3	7	8	9
% 息税前利润	n.a	0.0%	-4.9%	7.6%	6.8%	6.4%
营业利润	42	57	-68	83	106	125
营业利润率	11.8%	12.1%	n.a	11.0%	10.2%	8.7%
营业外收支	3	7	7	9	12	16
税前利润	45	63	-61	92	118	141
利润率	12.5%	13.6%	n.a	12.1%	11.4%	9.9%
所得税	-6	-8	5	-9	-11	-13
所得税率	12.9%	12.7%	n.a	9.4%	9.4%	9.4%
净利润	39	55	-56	84	107	128
少数股东损益	-1	-1	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	40	56	-54	84	107	128
净利率	11.1%	12.0%	n.a	11.0%	10.3%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	39	55	-56	84	107	128
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	12	17	94	16	17	21
非经营收益	21	23	22	-5	-13	-9
营运资金变动	-178	-27	-320	-43	-256	-369
经营活动现金净流	-107	68	-260	51	-145	-230
资本开支	-51	-76	-134	-94	-6	-2
投资	-5	-20	15	-17	0	0
其他	0	0	0	7	8	9
投资活动现金净流	-56	-96	-118	-103	2	7
股权募资	0	4	2	-26	0	0
债权募资	86	162	291	52	150	238
其他	-34	-34	-115	-10	-7	-16
筹资活动现金净流	52	132	179	15	143	223
现金净流量	-110	105	-199	-37	0	0

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	367	473	337	300	300	300
应收账款	479	521	755	890	1,141	1,579
存货	111	242	260	310	428	538
其他流动资产	124	118	154	113	156	218
流动资产	1,081	1,354	1,506	1,614	2,025	2,635
% 总资产	85.5%	83.7%	79.0%	73.6%	77.6%	81.8%
长期投资	0	13	17	17	17	17
固定资产	117	178	308	485	490	495
% 总资产	9.3%	11.0%	16.1%	22.2%	18.8%	15.4%
无形资产	65	69	65	65	66	66
非流动资产	184	264	400	578	583	588
% 总资产	14.5%	16.3%	21.0%	26.4%	22.4%	18.2%
资产总计	1,264	1,618	1,906	2,191	2,608	3,223
短期借款	296	424	560	111	237	450
应付款项	110	246	342	449	600	837
其他流动负债	18	25	13	23	32	95
流动负债	424	695	915	583	868	1,381
长期贷款	0	34	170	211	211	211
其他长期负债	0	0	0	100	125	150
负债	424	729	1,085	894	1,204	1,742
普通股股东权益	838	883	820	938	1,045	1,122
少数股东权益	2	5	2	0	0	0
负债股东权益合计	1,264	1,618	1,906	1,833	2,249	2,864
比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益		0.172	-0.137	0.213	0.271	0.326
每股净资产	3.837	2.697	2.085	2.387	2.658	2.854
每股经营现金净流	-0.488	0.208	-0.675	0.130	-0.369	-0.584
每股股利	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000	0.130
回报率						
净资产收益率	4.72%	6.37%	-6.56%	8.92%	10.21%	11.41%
总资产收益率	3.13%	3.48%	-2.82%	4.57%	4.74%	4.47%
投入资本收益率	4.82%	5.38%	2.10%	6.04%	6.27%	6.77%
增长率						
主营业务收入增长率	30.47%	31.00%	34.98%	72.77%	35.97%	38.44%
EBIT增长率	12.37%	32.01%	-57.01%	57.70%	22.95%	29.12%
净利润增长率	-11.83%	42.26%	-195.65%	-255.52%	27.52%	19.98%
总资产增长率	27.94%	17.84%	14.95%	19.00%	23.60%	
资产管理能力						
应收账款周转天数	405.4	346.1	383.4	370.0	350.0	350.0
存货周转天数	195.3	312.9	196.9	200.0	200.0	180.0
应付账款周转天数	88.5	126.4	151.1	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	93.2	94.4	78.3	62.7	44.3	30.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.45%	-1.74%	47.76%	2.36%	14.13%	32.15%
EBIT利息保障倍数	3.5	3.7	1.1	19.8	94.7	14.3
资产负债率	33.56%	45.08%	56.91%	48.80%	53.54%	60.83%

资料来源：宏源证券

(四) 风险提示

市场风险、业务增长不达预期的风险

二、公司简介

深圳键桥通讯技术股份有限公司成立于 1999 年，是专业从事专网通讯技术解决方案的服务商，2009 年在深圳证券交易所挂牌上市，股票代码：002316。公司多年来致力于为电力、城市交通、轨道交通、煤炭、石油等系统的企业提供专网通讯技术解决方案，以及相关软硬件产品的设计、开发和制造。在国内 20 多个省市设立了专业营销服务中心。公司自成立以来，先后自主研发了具有独立知识产权的多业务智能交叉复接系统、多业务传输平台、ITS、基于 RPR 的工业级数据传输系统和数据透传时隙复用系统等多项国内能源交通专用通信领域领先的核心技术产品。

公司的主要产品分为 3 类：专网通讯技术解决方案、交通工程系统集成和数字视频。从所占比例来看，专网通讯技术解决方案所占比例最高，但有下降趋势，从 2011 年的 80.49% 下降到了 2013 年的 50.56%。交通工程系统集成是第二大类产品，所占比例逐年上升，从 2011 年的 18.73 上升到了 2013 年的 49.35%。数字视频业务占比很小，且逐渐萎缩，到 2013 年以基本退出公司产品范围。

表 1：主营业务情况（分产品）

主营收入（百万）	2011		2012		2013	
	营业收入	比例	营业收入	比例	营业收入	比例
专网通讯技术解决方案	286.94	80.49%	327.90	70.22%	319.26	50.65%
交通工程系统集成	66.77	18.73%	136.38	29.21%	311.09	49.35%
数字视频	2.76	0.78%	2.70	0.58%	0.00	0.00%
合计	356.47	100.00%	466.98	100.00%	630.35	100.00%

资料来源：键桥通讯公司公告，宏源证券

从业务涉及行业来看，公司产品应用于多行业领域，包括电力、交通、煤炭、石油等。其中交通行业的销售额逐年上涨，如今已经为居第一位，占比达 69.13%。电力行业则下降至第二位置，占比 27.49%。煤炭石油行业业务占比下将迅速，目前仅占总业务的 3.38%。

表 2：主营业务情况（分行业）

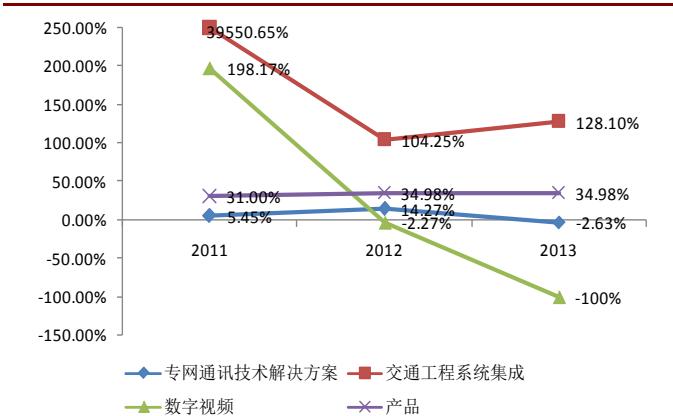
主营收入（百万）	2011		2012		2013	
	营业收入	比例	营业收入	比例	营业收入	比例
电力行业	168.53	47.28%	279.10	59.77%	173.28	27.49%
煤炭、石油行业	68.21	19.14%	8.23	1.76%	21.28	3.38%
交通、其他行业	119.73	33.59%	179.65	38.47%	435.79	69.13%
合计	356.47	100.00%	466.98	100.00%	630.35	100.00%

资料来源：键桥通讯公司公告，宏源证券

从主营业务增长情况来看，交通工程系统集成近年增长速度十分迅速，而专网通讯技术解决方案则进展缓慢。预计交通工程系统集成将成为企业的主要产品，成为公司的增长点所在。从行业来看，交通行业的增长十分显著，恰好与交通工程系统集产品的走势相一致。煤炭行业 2013 年有很大起色，但由于所占比例较小，对公司业绩影响有限。

图 2：主营业务增长（分产品）

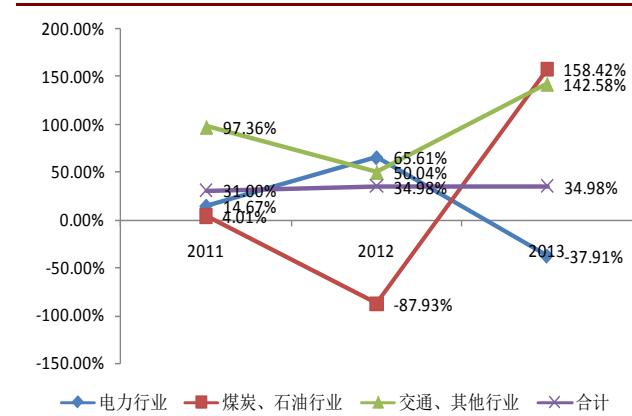
图 3：主营业务增长（分行业）



资料来源：键桥通讯公司公告，宏源证券

从毛利率来看，交通行业及所涉及产品的毛利率相对偏低，但比较稳定。随着其所占比例的增长，势必造成公司整体毛利率的下降，但这是公司产品业务结构变化所导致的，与公司的成本控制关系不大。另一方面，公司透露电力行业的采购成本增加，是总体毛利率下井的另一原因。

图4: 毛利率情况(分产品)

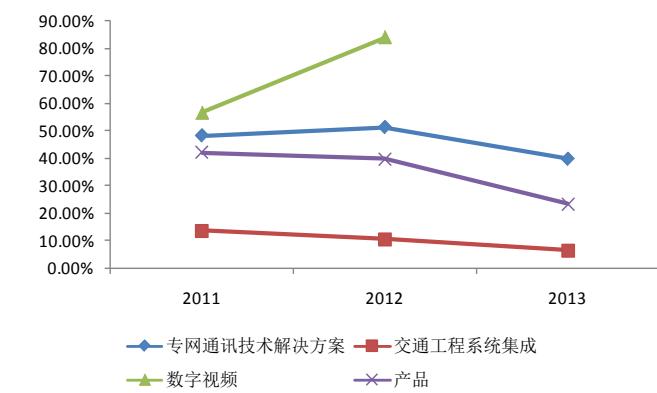


资料来源：键桥通讯公司公告，宏源证券

从毛利率来看，交通行业及所涉及产品的毛利率相对偏低，但比较稳定。随着其所占比例的增长，势必造成公司整体毛利率的下降，但这是公司产品业务结构变化所导致的，与公司的成本控制关系不大。另一方面，公司透露电力行业的采购成本增加，是总体毛利率下井的另一原因。

图4: 毛利率情况(分产品)

图5: 毛利率情况(分行业工业)



资料来源：键桥通讯公司公告，宏源证券

从净利润来看，2012年之前，公司业绩基本处于增长态势，但2013年公司的净利润为负值，同比下降明显。但前文中显示公司的主营业务在2013年有大幅度增长，涨幅达34.98%，两者似乎存在矛盾。公司解释是受宏观经济和市场竞争环境影响，导致项目整体毛利率下降；项目回款周期延长，公司融资额增大，造成资产减值损失和财务费用增加，进而导致公司的净利润大幅下降。因此，2013年的亏损并不代表公司的业绩下滑。

图6: 净利润走势(万元)



资料来源：键桥通讯公司公告，宏源证券

从净利润来看，2012年之前，公司业绩基本处于增长态势，但2013年公司的净利润为负值，同比下降明显。但前文中显示公司的主营业务在2013年有大幅度增长，涨幅达34.98%，两者似乎存在矛盾。公司解释是受宏观经济和市场竞争环境影响，导致项目整体毛利率下降；项目回款周期延长，公司融资额增大，造成资产减值损失和财务费用增加，进而导致公司的净利润大幅下降。因此，2013年的亏损并不代表公司的业绩下滑。

图6: 净利润走势(万元)



资料来源：键桥通讯公司公告，宏源证券

经过上述分析，我们可以看出以下几点：

- 1) 尽管公司 2013 年亏损，但销售业绩是看好的。
- 2) 交通工程系统集成是拉动公司销售增长的主要力量，交通行业的市场环境应是我们当前关注的重点。
- 3) 2013 年电力行业采购成本的增加使公司毛利率有所下降，主营业务结构的变化是公司总体毛利率下降的另一重要原因。公司收购的游戏业务具有较高毛利率，而且根据 2014 年半年报公司的销售管理费用有所下降，这些因素或将改变综合毛利率下降的趋势，

目前公司主要战略分为两个方向：国内方面，抓住市场机遇，维持业绩稳定增长；国外方面，进军柬埔寨市场，以通信信息网络打开市场，继而“以管为主，沿产业链上下游向云端和终端延伸”。

三、站稳国内，交通助力业绩继续增长

(一) 专网通信

1、专网通信行业

专网通信指在一些行业、部门或单位内部，为满足其进行组织管理、安全生产、调度指挥等需要所建设的通信网络。它被广泛应用于电力、煤炭、石油、城市交通、轨道交通等行业，专网通信行业横跨通信信息技术和工业控制技术两个方面，主要用于对安全可靠性要求极高的能源交通等行业，行业门槛很高，长期由国外少数大型跨国公司垄断市场。目前，在基础通讯技术领域，国内设备制造企业已经实现了整体的技术突破，国外企业垄断通信技术市场格局已被打破，客观上为专网通信行业国内厂家的群体突破打下了良好的技术基础。

专网通信行业的上游主要为电子元器件、通信设备制造业，其对本行业的影响主要体现在采购成本的变化。行业的下游主要为能源行业（包括电力、石油、化工、煤炭等）、交通行业（包括轨道交通、城市智能交通等），与本行业的发展密切相关，其需求变化和发展状况直接决定了行业的发展前景。

2、竞争格局

专网通信行业主要有三类竞争主体，包括通信设备制造商、通信设备制造商的战略合作伙伴和综合服务供应商：

表 3：主要竞争对手

表格表头	表格表头	表格表头	表格表头
通讯设备制造商	西门子（中国）有限公司	其核心业务是提供基础设施建设和工业解决方案，尤其是移动通信系统和传输骨干网络的建设，其在轨道交通等大型综合机电项目中具有相当的优势	
	中兴通讯	专业从事生产程控交换系统、多媒体通讯系统、通讯传输系统，主要产品涉及交换机、路由器和移动通信系统等	
	华为技术有限公司	电信网络解决方案的供应商，产品和解决方案涵盖移动、核心网、电信增值业务和终端等领域	
	烽火科技集团	主要从事通信系统、光纤光缆、光电器件的研发、生产和销售	
	美国思科公司	主要提供电信、金融、制造、物流、零售等行业以及政府部门和教育科研机构信息通信基础设施的解决方案	
	美国派尔高（Pelco）	专业从事闭路电视系统及相关设备的设计、开发和制作，主要产品有摄像机、防护罩、球形防护罩、支架以及其它 CCTV 的各种电子产品	
通信设备制造商的战略合作伙伴	深圳市金宏威实业发展有限公司	专业从事通信产品及其配套产品的安装、技术服务、系统集成、软件的技术开发及零配件的购销，主要产品包括光网络、交换网络、接入网络、数据网络、多媒体通信、监控系统、通信终端、机电设备以及自动化产品	

青海瑞丰电力科技有限责任公司	主要从事通信，自动化及相关产品工程设备提供，设备维护，通信管线施工，因特网接入等工程服务业务
博康集团	主要为政府、公安、城市交通、高速公路、机场、轨道、国防等领域的大型客户提供安全监控、宽带通信、交通管理等专业技术解决方案以及相关高科技产品和工程技术服务
上海高德威智能交通系统有限公司	专业从事通信产品及其配套产品的安装、技术服务、系统集成、软件的技术开发及零配件的购销，主要产品包括光网络、交换网络、接入网络、数据网络、多媒体通信、监控系统、通信终端、机电设备以及自动化产品
上海高德威智能交通系统有限公司	专业从事通信产品及其配套产品的安装、技术服务、系统集成、软件的技术开发及零配件的购销，主要产品包括光网络、交换网络、接入网络、数据网络、多媒体通信、监控系统、通信终端、机电设备以及自动化产品
综合服务供应商	专业从事通信产品及其配套产品的安装、技术服务、系统集成、软件的技术开发及零配件的购销，主要产品包括光网络、交换网络、接入网络、数据网络、多媒体通信、监控系统、通信终端、机电设备以及自动化产品
上海高德威智能交通系统有限公司	专业从事通信产品及其配套产品的安装、技术服务、系统集成、软件的技术开发及零配件的购销，主要产品包括光网络、交换网络、接入网络、数据网络、多媒体通信、监控系统、通信终端、机电设备以及自动化产品

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

键桥通讯在专网通信领域有多年的运营经验：公司自成立以来，先后自主研发了具有独立知识产权的多业务智能交叉复接系统、多业务传输平台、ITS、基于RPR的工业级数据传输系统和数据透传时隙复用系统等多项国内能源交通专用通信领域领先的核心技术产品。

在电力领域，公司的调度通信解决方案在国家电网公司和南方电网公司所属的近20个省级以上电网公司的变电站中广泛使用，公司与各省市电网公司形成了良好的合作关系，赢得了客户的广泛认可，竞争优势明显。

轨道交通领域，公司打破国外跨国公司在轨道交通调度通信系统建设中的垄断地位，承担了2008年北京奥运会重点配套建设项目——北京地铁1、2号线改造项目中的调度通讯系统建设，成为国内企业中第一家有能力在轨道交通调度通讯系统解决方案中提供全套系统设备和服务的公司。

（二）行业前景

1、电力行业：竞争愈加激烈

2011~2015年为我国智能电网的全面建设阶段，国家力图加快特高压电网和城乡电网建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和设备上实现重大突破和广泛应用。

图7：智能电网战略框架

阶段	时间	重点	投资额
规划试点阶段	2009年-2010年	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及各环节试点工作	约1600亿元
全面建设阶段	2011年-2015年	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	约2万亿元
引领提升阶段	2016年-2020年	高度调度系统，全数字变电站全面普及，柔性输电技术全面应用，智能电表进一步推广，智能配电网基本建成，分布式能源、储能装置在主要城市得到广泛应用	约1.7万亿元
合计			约3.86万亿元

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

2013年，国家电网完成电网投资3379亿元，增长超10%；110kV及以上交流线路开工5.9万公里，投产4.8万公里。2014年计划完成电网投资3815亿元，增长12.9%；110kV及以上交流线路开工6.1万公里，投产5.1万公里。对比过去三年仅为2-5%的电网平均投资增速，2013年的实际投资增速有所恢复，根据国网建设规划，2014年将是近五年来，投资规模最大的一年。

随着电力体制改革，行业将愈来愈趋向于市场化，配网自动化标准的启动、集中招标的范围将不断扩大，公司在电力行业的盈利空间面临着巨大的挑战。由于采购招标权的过渡，公司在行业内的竞争对手已从各地区的设备代理商变为国电系的系统集成商，竞争更加激烈。

2、交通行业：需求高速增长

交通领域，专网通信在城市智能交通、轨道交通、高速公路建设工程项目中都有着广泛的应用，三者的发展趋势决定了专网通信市场规模的高速增长。

（1）城市智能交通

智能交通作为新兴产业，已成为我国经济发展的新增长引擎。随着城市化建设和信息技术的发展，各地区的智能交通建设项目数量逐年增加，行业迈入持续增长的快车道。相比国外智能化和动态化的交通系统，中国智能交通的整体发展水平还很落后，中国智能交通市场的发展潜力十分庞大。

近两年，城市智能交通行业的市场规模保持了高速增长态势，包含智能公交、电子警察、交通信号控制、卡口、交通视频监控、出租车信息服务管理、城市客运枢纽信息化、GPS与警用系统、交通信息采集与发布和交通指挥类平台等十余个细分行业的市场规模每年超过160亿元。伴随着城镇化进程的加快，城市交通的城乡一体化趋势也日益明显，交通信息化的范围正逐步向城镇郊区扩展，预计2015年总体市场规模将达到250亿元。

（2）轨道交通

随着城镇化建设的提速，中国已经进入城市轨道交通快速发展期。2013年内建设总里程达到2530公里，完成估算投资2860亿元，同比增长9%，创历年新高。目前，中国获得国家批准建设轨道交通的城市达37个，许多原有地铁建设的城市，建设速度明显提速，项目数量越来越多。在原批准近期建设规划线路的释放下、以及2013年新增被批准建设城市的作用下，预计2014年-2015年将有40个城市新开工轨道交通线路，规模达60余条段、1300公里，年均新开工需求650公里。

（3）高速公路

目前，中国公路密度是每平方公里有42公里，低于美国的67公里，更不如日本的305公里，德国的130公里。根据《国家公路网规划(2013年-2030年)》，2030年国家高速公路网总规模约11.8万公里，由7条首都放射线、11条北南纵线、18条东西横线，以及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划了1.8万公里的远期展望线，主要位于西部地广人稀的地区。新建高速公路智能交通系统投资约占总投资的1%-1.5%。未来，高速公路智能交通系统的新建项目将保持稳定增长，而由于外场设备的高损耗、电子产品及系统的更新速度，厂商对原有系统的维护、升级改造需求将逐渐增加，有望迎来高峰期。

（四）效益预测

结合公司结合结构的变化，不难看出，尽管电力行业发展依旧迅速，国家投资不断加大，但是随着竞争愈发激烈，利润的攫取变得更加困难，公司在这一领域的销售收入的下降也体现了这一点。而交通领域的市场正处于爆发期，如智能交通等还属于新兴行业，业内竞争相对宽松。这一部分业务正逐渐成为公司业务的主体，公司在交通领域所积累的丰富经验将帮助企业快速占领市场份额，享受先发优势。我们预计，公司交通领域的销售收入增长将继续保持在50%以上。

四、布局海外：以“管”为先导，向“云、终”两端延伸

(一) 海外战略进程

公司从 2013 年就已经开始筹划海外战略部署，首要目标是柬埔寨市场。目前，公司的各项举措进展顺利。

表 4：公司海外战略举措

时间	举措	战略目的
2013 年 10 月	设立香港子公司“键桥国际”	主要致力于开拓海外市场
2014 年 1 月	1. “键桥国际”投资柬埔寨 Emaxx 公司 65% 股权 2. “键桥国际”收购柬埔寨 Star Digital 公司 49% 股权	有利于键桥国际利用目标公司在柬埔寨王国境内的电信运营牌照、基础设施等资源，在柬埔寨境内开拓通信业务和广播电视业务
2014 年 4 月	“键桥国际”投资柬埔寨全国通信信息网络项目	正式开展海外项目

资料来源：公司公告，宏源证券

(二) 项目分析

1、市场分析：柬埔寨通信市场相对落后，市场潜力巨大

柬埔寨位于东南亚中南半岛，国土面积 18.1 万平方公里，人口约 1500 万人。据该国政府预测，2014 年，柬埔寨宏观经济将继续保持稳定增长，GDP 将达 615250 亿瑞尔，约合 151.91 亿美元，增幅为 7.6%。近年来，柬埔寨政局保持稳定，政府不断推进经济社会改革，鼓励外商直接投资。

近几年，全球信息通讯业继续强劲增长，移动互联网更是在 2010 到 2013 年年均增长率达到了 40%。家庭互联网用户数也加速增长，预计到 2013 年年底，普及率将超过 40%。全球已有 20% 的家庭拥有宽带连接，有 20 多个国家的家庭宽带普及率超过 50%，韩国甚至达到 93%。

在柬埔寨，宽带接入近些年发展较慢，是东南亚互联网普及率最低的国家之一，通信基础设施建设不足。柬埔寨宽带接入领域刚刚起步，截至到 2013 年上半年，宽带用户数仅为 10.9 万。近年来，无线 4G 宽带技术的出现，为互联网接入提供了一种有效的 DSL 替代方案，移动化联网正在实现爆发式增长。由于柬埔寨市场基数较低，无线宽带市场发展潜力巨大。

近年来，柬埔寨已经在很大程度上重整了有线网络并借助最新技术实，现了通信基础设施的数字化，移动业务市场更是如火如荼。柬埔寨当地运营商较多，传统业务竞争较为激烈，但在宽带接入和移动互联网方面都不具有明显的技术优势，当地数据和互联网业务具有很大的市场空间。

2、项目介绍

公司的项目建设分为多个方面，力图完善柬埔寨 LTE 整体网络体系。

表 5：项目建设方案

子项目	方案
无线 LTE 移动宽带网络建设	本项目将建设 LTE 基站 600 个，工程首期目标建设 200 个基站，覆盖柬埔寨六个经济较发达城市的重点区域，二期工程将再建设 400 个基站，进一步加强六大城市覆盖深度
无线 LTE 宽带组网	首期将采用 2.5-2.7G 频段 60MHz 组网（后续频率资源将增加至

120M, 采用信道带宽 20M 组网), 采用 FDD-LTE 异频组网

核心网建设	分为业务/信令层面和网管信令层面, 设置网管计费交换机一对, 对网管和计费汇聚将业务和网管/计费组网隔离开方面维护
传输网建设	在六大城市之间将建立 100G 带宽的 OTN 骨干传输网
IDC 及支撑平台建设方案	在各个无线覆盖的城市中采用 PTN 设备建立城域网络 前期部署 4 个 20 英寸集装箱式数据中心, 后期将建立专业机房, 且随业务增长再按需扩大规模

资料来源: 项目可行性报告, 宏源证券

图 8: 六大城市目标



资料来源: 项目可行性报告, 宏源证券

(三) 战略前景

通过建设该项目, 公司可以有多种途径获得收益。首先, 可以与当地运营商合作, 将无线宽带接入业务、骨干传输网带宽、IDC 业务等批发给本地运营商, 及利用现有网络资源向政府、银行、交能、能源等行业客户提供专网的建造与业务等服务。其次在 IDC 落成后, 还可根据客户需求提供设备代维服务、网络安全、数据备份等增值业务。

按照公司的战略部署, 公司下一步将充分利用既有的建网优势, 同时借鉴移动互联网在中国地区的发展趋势和优秀模式, 为海外居民提供更快速、丰富的互联网服务。未来, 公司将在“以管为主, 沿产业链上下游向云端和终端延伸”的总体思路下, 以骨干传输网、IDC (数据中心)、无线接入网等为依托, 建设开放性的互联网平台, 为柬埔寨当地运营商提供高速、稳定的网络资源, 同时为政府、银行、电力、石油和交通领域提供专业服务。

(四) 盈利预测

根据项目可行性报告, 该项目各年度投资金额分别为 5600 万美元、5050 万美元和 3350 万美元, 其中包括各股东以现金或现金等价物注入的方式, 以及用 Emaxx 公司为主体进行融资的方式。

公司对项目的盈利情况做了估计:

表 6: 项目收入估计 (百万美元)

时间	LTE 宽带接入	OTN 宽带出租	IDC 业务	专网项目与业务	年总收入	备注 (开通站点数)
建设期	1.8	4.7	1.0	0.5	7.9	60 个站点
第一年	14.0	11.3	4.8	1.9	32.0	200 个站点
第二年	32.0	12.8	9.1	2.9	56.9	400 个站点
第三年	54.7	14.6	17.3	4.6	91.2	600 个站点
第四年	59.1	16.7	21.4	7.1	104.3	600 个站点
第五年	67.4	19.0	26.4	11.1	123.9	600 个站点
合计					416.2	

资料来源: 项目可行性报告, 宏源证券

项目运营前六年, 累计税后利润将达到 1.61 亿美元。键桥国际持有 Emaxx 公司 65% 股份, 按前述相关估算, 公司本次对外投资将产生的税后收益约为 10,465 万美元。然而这一部分没有考虑公司业务向云端和终端延伸所带来的增量, 因此我们认为项目的价值要高于此值, 但限于项目目前尚处于早期, 近两年利润贡献有限。

五、收购精麦通, 分享游戏红利

(一) 手游市场前景

1、市场状况: 手游市场呈爆发式增长

移动游戏是指以互联网为传输媒介, 以游戏运营商服务器和用户手持设备为处理终端, 以游戏移动客户端软件为信息交互窗口的旨在实现娱乐、休闲、交流和取得虚拟成就的具有可持续性的个体性多人在线网络游戏以及手机单机游戏。2014 年 1-3 月, 中国移动单机游戏市场实际销售收入 10.3 亿元, 其中, 移动网络游戏市场收入占比 81.1%, 移动单机游戏市场收入占比 18.9%。

据中国游戏产业报告统计, 2013 年中国移动游戏用户已经达到了 3.1 亿, 同比增长 248.5%。2013 年中国移动游戏市场实际销售收入 112.4 亿元人民币, 同比增长 246.9%; 2014 年 1-3 月, 中国移动网络游戏市场实际销售收入约 44.1 亿元, 环比增长 39.9%。

图 9: 中国移动游戏用户增长



资料来源: 《2013 年中国游戏产业报告》, 宏源证券

图 10: 中国移动游戏收入增长



资料来源: 《2013 年中国游戏产业报告》, 宏源证券

2012 年中国 Android 手机应用下载类型分布方面, 游戏类应用以 34.7% 的占比排名第一, 是最热门的应用下载类型。根据艾媒咨询发布的《2012 中国手机应用市场年度报告》显示, 截止 2012 年 12 月底, 中国手机网民规模已达到 4.5 亿人; 中国智能手机用户数达到 3.8 亿人, 2013 年将达到 5 亿; 中国移动互联网市场产值达到了 712.5 亿元, 较上一年增长 82.8%, 预计 2013 年增长率为 47.4%, 市场产值将超过 1000 亿元。中国智能手机用户的增长为游戏的繁荣奠定了基础, 我国游戏行业在未来的几年将迎来爆发式增长。

2、竞争格局

手游行业产业链从上游至下游依次包括开发商、发行商、渠道商及终端玩家。

表 7：手游行业产业链

机构名称	业务	参与者
开发商	主要负责游戏的研发	乐动卓越(我叫MT)、顽石互动(二战分云)、银汉游戏(时空猎人)、玩蟹科技(大掌门)
发行商	主要负责游戏的代理发行及推广, 充当产业链中纽带的作用	触控科技、蜂巢游戏(北纬通信旗下游戏事业部)、乐逗等
平台商	主要负责游戏与用户间的对接, 提供游戏下载入口	国内手游平台商目前主要包括三类: 1) 电信运营商(中移动、中联通、中电信) 2) 终端系统厂商(AndroidMarket、Appstore等) 3) 传统互联网巨头(如腾讯、百度、盛大、网易等)以及新兴移动互联网企业(如360手机助手、91助手、豌豆荚、UC浏览器、极游网、手游塔等)

资料来源：公开资料，宏源证券

精麦通业务精麦通公司在产品、通道、渠道、运营环节布局完备, 建立起了相互支撑的小生态系统。其整体可分为两大类, 即移动游戏开发与运营及相关增值业务。移动游戏开发与运营主要包括移动网络游戏及移动单机游戏的开发与运营, 相关增值业务主要包括广告类业务、动漫类业务及产品销售业务。

(二) 公司产品优势

截至本财务报告签署之日, 标的公司先后公开发行近100款移动游戏产品, 包括移动网络游戏和移动单机游戏两大类:

图 11：精麦通核心产品



资料来源：项目可行性报告，宏源证券

公司有很多游戏产品获得了较大成功:

网络游戏中《大兵小将OL》是成龙同名电影版权游戏, 由标的公司自主研发引擎JMTA2.0开发的移动游戏, 2013年度在中国移动“TOP20”手机网游排行榜中名列15位; 标的公司联合优酷推出《优酷斗地主》棋牌游戏, 月信息费收入已达到百万元。

移动单机游戏中暴力空袭 (Violence Air Raid) 曾登上 GooglePlay 推荐榜前十；绝地狂飙 (3D) 累计总下载量突破 500 万，海洋之星 (Ocean Star) 通过泰国运营商 DTAC 月下载量突破 100 万。

(三) 盈利预测

游戏产业具有丰富的利润，一款成功的产品能为公司带来巨额的收入。以精麦通为例，它的一款网游作品在一年之内可以贡献超过 500 万的收入，单机游戏的收入也能达到一年几十万。

图 12：主要游戏产品收入情况

游戏产品分类	2014 年 1-4 月	2013 年度
移动网络游戏		
大兵小将	857,606.00	5,394,684.00
金宝 OL	587,987.00	5,194,364.00
奇幻世界 OL	646,904.00	1,300,338.00
三国格斗 OL	584,892.00	757,263.00
斗地主系列	3,702,801.00	2,108,699.00
移动网络游戏合计	6,380,190.00	14,755,348.00
移动单机游戏		
飞行射击类	365,305.20	609,990.52
3D 赛车类	182,652.48	304,995.02
动作冒险类	426,189.60	711,656.00
休闲益智类	243,536.88	406,660.50
移动单机游戏合计	1,217,684.16	2,033,302.05
总计	7,597,874.16	16,788,650.05

注：上述数据为标的公司内部运营统计数据。

资料来源：项目可行性报告，宏源证券

经审核，精麦通 2014 年 1-4 月份营业收入约为 1120 万元，实现净利润约为 512 万元。2014 年度预计营业收入为 5,491.92 万元，净利润为 2,323.31 万元。交易对方承诺 2014-2016 年扣除非经常性损益后净利润分别为人民币 2,300.00 万元、2,990.00 万元、3,887.00 万元，共计 9,177.00 万元，年复合增长率为 30%。

另一方面，结合公司的海外战略，公司打开柬埔寨的市场之后，能够向该市场推出精麦通的产品，借船出海，实现业务间的协同作用。届时，精麦通的业务将更加顺利。结合市场因素和公司积累的成功经验，我们认为精麦通的发展前景是十分光明的，承诺的业绩完全可以实现。

作者简介:

易欢欢: 宏源证券研究所副所长, 战略新兴产业首席分析师。毕业于北京大学通信与信息系统硕士, 应用数学学士, 2011年水晶球、新财富最佳分析师第一名, 2012年水晶球最佳分析师非公募第一名, 新财富最佳分析师第二名, 2013年新财富最佳分析师第二名。代表作: 大数据时代系列报告、云计算系列报告、北斗地理信息、智能交通系列报告。个股: 挖掘易华录、广联达、捷成股份、北信源、中海达、太极股份等。

顾海波: 宏源证券研究所通信行业分析师, 毕业于华中科技大学, 计算机软件与理论博士学位; 在国内IT领军企业神州数码工作多年, 任职技术总监兼售前总监, 为国内金融、电信行业客户提供IT系统规划、设计、项目管理咨询、系统开发等工作。中科院计算机工程类高级工程师, 中科院研究生院计算与通信学院外聘导师。

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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@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	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

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。