

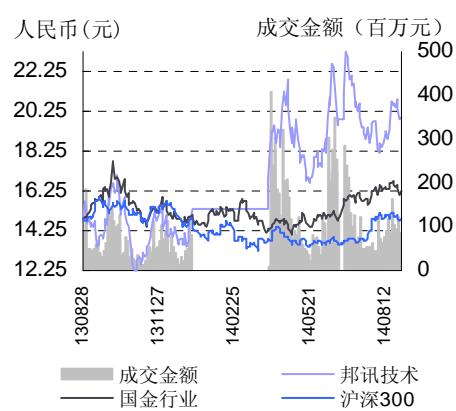
市价 (人民币): 19.93 元

目标 (人民币): 28.32 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	63.95
总市值(百万元)	3,189.20
年内股价最高最低(元)	23.27/12.25
沪深 300 指数	2311.28



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.672	-0.365	0.114	0.681	1.025
每股净资产(元)	8.01	4.88	4.86	5.41	6.30
每股经营性现金流(元)	-1.37	-0.69	0.35	0.40	0.34
市盈率(倍)	25.65	-40.58	175.52	29.28	19.45
行业优化市盈率(倍)	18.69	22.90	25.07	25.07	25.07
净利润增长率(%)	-12.07%	N/A	N/A	499.52%	50.52%
净资产收益率(%)	8.39%	-7.48%	2.34%	12.58%	16.25%
总股本(百万股)	106.68	160.02	160.02	160.02	160.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司主营网络优化设备及工程, 属 4G 后周期板块即将进入收获期, 15 年动态市盈率低、市值小、空间大: 除传统室内分布业务外, 公司在 MDAS、小微基站等方面也处于领先地位。从当前运营商 4G 招标来看, 8 月以来规模明显放大, 我们认为公司已迎来收获期;
- 小微基站高门槛, 2014 年有望开始集采规模放量乃业绩超预期关键: 我们预计小微基站有望从 2014 年起开始三大运营商集团采购, 成为一场产业盛宴。同时小微基站技术门槛堪比宏基站, 其门槛远高于传统室分业务, 将成为公司 2014 年最可期待的亮点;
- 互联网保险切入 B2B, 模式创新, 团队给力, 空间广阔: 权威机构研究到 2020 年假设中国互联网保险渗透率达到 8.5%, 可创造 3000 亿市场空间。公司创新 B2B 模式, 实现平台、保险公司、代理三方得利。公司经营团队多年在保险及互联网行业经营, 有望高举高打;
- 智能硬件自创品牌, 着眼长远: 可穿戴技术有望成为智能手机后最主要的硬件创新。公司通过收购厦门凌拓进入可穿戴领域, 外聘团队开发智能家居市场, 将依托 OEM 市场、自有品牌渠道和邦讯强势的运营商渠道, 并自创品牌, 长期来看有望在智能硬件市场有所作为;

投资建议

- 我们预计公司 2014~2016 年收入分别为 5.14 亿、8.69 亿和 10.73 亿, 同比分别增长 79.67%、69.16% 和 23.54%; 预计同期分别实现归属净利润 2942 万元、1.34 亿元和 2.02 亿元。
- 考虑收购博威 (现金方式, 100% 收购, 2014~2016 承诺业绩 1500 万、2000 万和 2500 万) 后的业绩增厚, 归属净利润分别为 4442 万元、1.54 亿元和 2.27 亿元; 对应 EPS 分别为 0.278 元、0.944 元和 1.419 元。
- 如再考虑收购凌拓 (增发方式, 100% 收购, 2014~2016 承诺业绩 2500 万、4000 万和 5500 万) 后的业绩增厚, 归属净利润分别为 6942 万元、1.94 亿元和 2.82 亿元; 对应 EPS 分别为 0.39 元、1.10 元和 1.60 元。

估值

- 我们给予公司 2015 年 30 倍 PE (考虑博威并表, 不考虑厦门凌拓并表), 对应未来 6-12 个月目标价 28.32 元。

风险

- 招投标丢标、集采过度竞争毛利率低于预期、公司新业务发展未达预期。

邢开允 联系人
(8621)60230250
xingky@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

投资逻辑	4
4G 后周期搭台 新业务转型好戏再演	4
邦讯技术有望重写 4G 后周期的戴维斯双击	4
公司简介： 4G 新型室分的后起之秀	6
公司业务简介和股权结构	6
上市两年渠道扩展大有成效 有望跻身 4G 室分一线厂家	6
小微基站掌握核心科技 高壁垒高毛利	7
新业务分析： 互联网保险 B2B 平台模式诱人 可穿戴/智能家居坚定走自主品牌长线培育	10
互联网保险 B2B 平台模式诱人 团队给力 3000 亿市场可期	10
智能硬件： 可穿戴与智能家居两条腿走路 着力打造品牌 构筑长远发展逻辑	11
业绩预测和投资建议	15
投资建议	15
估值	15
风险	15

图表目录

图表 1： 中恒电气自我们推荐以来涨幅已接近 75%	4
图表 2： 邦讯技术主要室分设备产品	6
图表 3： 传统室内分布技术示意图	7
图表 4： 普通分布式天线系统(Distributed Antenna System)	7
图表 5： 2012 到 2016 年全球小微基站市场规模预测	8
图表 6： NTT DoCoMo 的双模家庭基站	8
图表 7： 部分国际电信运营商小微基站的商用情况	9
图表 8： 美国保险产品购买渠道	10
图表 9： 中国财产险、寿险主要成本构成占已赚保费的比重（左为财产险，右为寿险）	11
图表 10： 宝 720 项目介绍	11
图表 11： 当前全球手表工业情况	12
图表 12： 小米手环	13
图表 13： 苹果 iWatch 想象图	13
图表 14： 微信开放企业公众账号接入智能硬件的能力	13
图表 15： 微软“小冰”（iMessenger 机器人）目前也已实现了通过对话方式实现对接入智能硬件设备的远程控制	13

图表 16: 邦讯技术传统主营业务收入及预测 (单位: 百万元)	15
图表 17: 公司财务摘要 (不包含博威收购并表及其他新业务)	16

投资逻辑

4G 后周期搭台 新业务转型好戏再演

- 我们认为邦讯技术（4G 后周期）有望重演中恒电气（4G 前中周期）我们在 2014 年 1 月 9 日推荐了中恒电气，其核心逻辑为“4G 锁定收益、云计算提升估值”。即我们认为 2014 年为 4G 投资增速高峰，预计国内无线资本开支增幅可达 160%，当时我们看好中恒电气包括：
 - 1、移动基站电源产品作为前中周期产品收益的弹性和兑现的速度，同时由于公司个体原因（如伊顿条款到期可放手竞逐毛利略低当规模庞大的中移动集团集采市场等），我们看好公司的成长性和业绩弹性跑赢同行；
 - 2、公司在 HVDC（云计算电源设备）、充电桩（充电式新能源汽车）等新兴领域布局良好，竞争优势明显，因此我们认为公司在上述业务上的良好表现有望帮助公司提升估值从而形成“戴维斯双击”；
- 中恒电气的基本面和股价表现后来基本印证我们的逻辑，截至 2014 年 8 月 25 日收盘，公司股价达元 21.71 元，已超过我们首发报告（2014 年 1 月 9 日，前收盘价 12.44 元）时的目标价 17 元，接近我们 2014 年 6 月 30 日上调后的目标价 22.95 元，涨幅累计已达 74.5%。

图表1：中恒电气自我们推荐以来涨幅已接近 75%



来源：国金证券研究所 腾讯财经

邦讯技术有望重写 4G 后周期的戴维斯双击

- 和年初的中恒电气一样，邦讯技术当前主营业务也已进入 4G 投资的兑现期，业绩井喷将拉低公司动态市盈率；
- 与中恒电气主营移动基站电源和主基站受益早、出货确认早不同，邦讯技术主营业务室内分布本身要等到主基站建站基本完成后进行，且工程部分的收入确认方式无论采取竣工确认还是百分比确认都较主基站等产品类更加延后；
- 2014 年 8 月，中移动已开始部分室内分布设备类型的集采技术测试工作，本次采购规模较 13 年来看增长明显，这意味着在 2014 年中移动 TD-LTE 1、2 期主基站设备大部分交货后，4G 的室内分布建设高潮即将到来；
- 公司新业务亮点颇多、现金充沛，有望重演中恒电气 2014 年 1-8 月的辉煌。
- 中恒电气：1、中恒博瑞收益国家电网采购方式变化，2014 年订单超预期；2、HVDC 产品收益云计算；3、充电桩产品受益新能源汽车和特斯拉市场预期高涨；
- 邦讯技术：公司当前新业务可分为两类，一类是有一定规模的成熟产品即智能硬件业务如可穿戴业务（厦门凌拓）和智能家居；另一类是

较为早期的业务如手游、互联网保险（宝 720）等，空间大、短期有一定不确定性但一旦实现前景极为看好；

- 从我们的理解来看：手游业务需求明确，能否做好须看团队实力和产品；可穿戴业务和智能家居等智能硬件属于未来方向，但全行业产品定义都处于早期，需求大但缺乏好产品加以实现，同时公司致力于长期培育的 B2C 和自主品牌策略，投入大见效相对较慢；而互联网保险本身需求存在，能否达成需看团队运作，由于保险存量市场空间巨大，一旦模式成立短期即可看到巨大的交易量，兑现速度和弹性都更具吸引力。
- 邦讯技术当前市值、估值与年初的中恒电气基本相似；
- 2014 年 8 月 25 日公司市值为 31.8 亿，与我们年初推荐中恒电气时的 31.6 亿规模相仿；
- 相对于公司主营 4G 室内覆盖业务自 2014 年 Q3 开始的高增长和收益确定性，我们认为如不考虑公司新业务（厦门凌拓可穿戴业务有业绩承诺，除外）的话，公司 2014~2016 年净利润可达 2942 万、1.34 亿、2.02 亿，动态市盈率分别为 110.97 倍、24.41 倍和 16.17 倍；
- 考虑到公司一直在积极拓展和培育新业务，同时公司账面现金充沛（3.2 亿），继续进行外延式扩张的意志和能力俱在，我们认为公司完全有望重演中恒电气的成长逻辑。

公司简介：4G 新型室分的后起之秀

公司业务简介和股权结构

- 公司简介：邦讯技术是国内领先的无线网络优化系统集成商和设备供应商，专业从事无线网络优化系统的设计、实施和代维服务以及无线网络优化系统设备的研发、生产和销售。
- 公司掌握了诸多无线网络优化系统核心技术，具备较强的研发生产实力，拥有包括 2G/3G 各类标准的直放站、干线放大器、数字光纤射频拉远系统、天线及无源微波器件等延伸放大设备和移动互联网接入设备 WLAN 系列产品的研发、生产和系统集成技术。
- 系统集成：对无线网络信号优化对象进行现场勘察、设计方案并组织实施。
- 设备销售：研发、生产和销售无线网络优化设备，公司产品制式涵盖了所有主流的移动通信制式标准（GSM、CDMA、WCDMA、CDMA2000、TD-SCDMA、WLAN），主要设备包括移动网络优化覆盖类的直放站、干线放大器、数字光纤射频拉远系统、天线及无源器件等延伸放大设备，以及移动互联网接入设备 WLAN 系列产品。
- 代维服务：无线网络优化系统日常维护及系统升级等。

图表2：邦讯技术主要室分设备产品

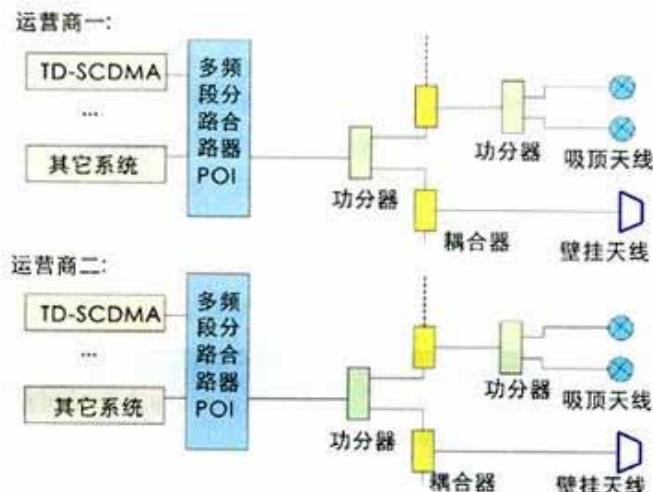


来源：国金证券研究所 邦讯技术

- 股权结构：公司实际控制人为张庆文夫妇，合计持股 52.99%。
- 董事长张庆文持股 35.64%，其妻戴芙蓉持股 17.35%。

上市两年渠道扩展大有成效 有望跻身 4G 室分一线厂家

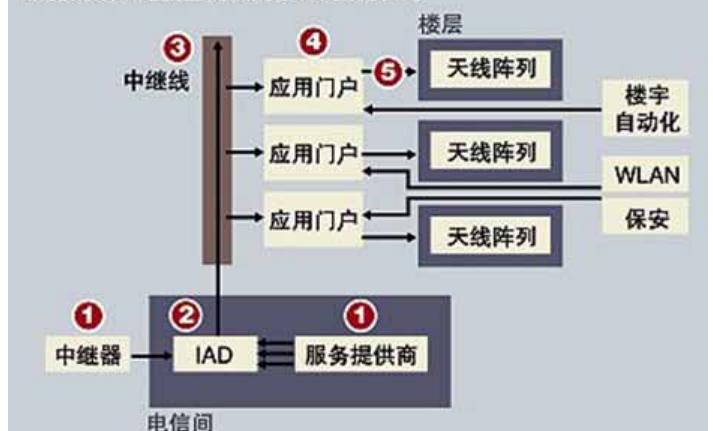
- 公司从室分工程起家，现已扩展到普通室分设备、以及 DAS/小微基站等技术含量更高、壁垒更高的领域。
- MDAS 产品：多业务分布式天线系统(Multi-task Distributed Antenna System)的缩写。MDAS 多业务数字分布式系统是集 GSM 和 TD-SCDMA 两种制式，并具备宽带接入功能的系统。MDAS 系统主要由多业务数字接入单元(MAU)、多业务数字扩展单元(MEU)和多业务数字远端单元(MRU)组成。该系统中接入单元从 RRU 端耦合 GSM 和 TD-SCDMA 信号，采用数字传输方式，通过光纤传输到扩展单元，在扩展单元与宽带信号合路，然后通过千兆网口传输给多个远端，远端

图表3: 传统室内分布技术示意图


来源: 国金证券研究所 互联网

图表4: 普通分布式天线系统(Distributed Antenna System)
分布式天线系统

一个宽带室内无源分布式天线系统 (DAS)，可以支持多家厂商在很宽的频率范围内提供的多种无线技术。

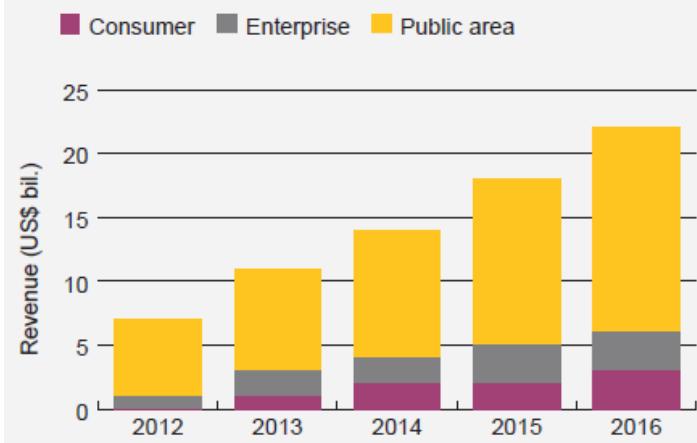


小微基站掌握核心科技 高壁垒高毛利

- 小微基站为什么会有需求: 室内分布需求巨大但目前的室分解决方案缺乏弹性、覆盖效果也比较差。
- 按照日本电信运营商 NTT DoCoMo 的统计, 约有 70%的用户通话行为发生在室内, 高价值商务用户甚至有 80%的工作时间都在室内。
- 但当前的室内覆盖方案却无法替宏基站分担业务: 以数据业务占比比较高的某南方地区运营商为例, 其在 3G 无线网络投资超过 50 亿, 室分系统超过 1 万套, 但实际利用率却相对偏低。其发达地 (市) 室分吸收语音话务量不足 10%, 欠发达地 (市) 室分吸收语音话务量不足 4%。此外, 吸收话务量极小甚至为零的室分系统也占据相当大比例。
- 室分吸收话务量低, 其原因首先来自于自身技术局限: 比如室分天线无法到达建筑物边缘, 小区室分覆盖天线无法入户, 酒店室分覆盖无法进房间, 以及室分天线口的功率限制。环境电磁波卫生标准规定, 室分天线口功率不得高于 14dBm, 通常室分天线口功率控制在 10dBm/0.01W 以下。而手机用户所处时间最长的位置恰恰是建筑物边缘, 如住宅的卧室、客厅及酒店房间等, 因上述技术限制, 相当部分室分系统无法有效吸纳室内话务。
- 除了室分自身技术局限, 来自现网的现实因素也制约着其发展。由于室外宏站功率强大, 用户经常在楼宇边缘活动, 室分虽然完成了楼宇覆盖, 但用户绝大部分话务仍然被宏站室内吸收, 从而导致室分的话务吸收率不高。大量流量、话务负载在宏基站上, 导致其负载过高, 限制了用户体验;

图表5: 2012 到 2016 年全球小微基站市场规模预测

Fig. 3: Global, small-cell revenue forecasts, by category, 2012-2016



来源：国金证券研究所 互联网

图表6: NTT DoCoMo 的双模家庭基站

Fig. 1: NTT DoCoMo's dual-mode HSPA/LTE femtocell



- 4G 时代，传统室分系统的低投产比矛盾将进一步凸显，小微基站需求箭在弦上：
 - 2013 年中移动发起的“三高整治”：其中“一高”即是指宏网“高站”，要求宏站天线高度必须降低到某高度以下。宏站天线高度降低后，其覆盖范围会收缩，覆盖强度降低，从而可避免过多吸纳室内话务。但宏站天线高度降低后，可能出现网络黑洞，需要采取措施“补位”覆盖。
 - 4G 目前主要频段集中在 2GHz 以上的高频段，单站覆盖范围相当有限，因此仅靠宏基站覆盖将留下大量的网络黑洞需要补盲。
 - 在部署上，小微基站的部署成本更低，只要有宽带接入即可，不需要传统室分设备成本高昂的布线。

图表7：部分国际电信运营商小微基站的商用情况

	Company	Country	Offering	Example Pricing	Capabilities	Launch date
1	 Sprint	US	Consumer and Enterprise: Airave	US\$4.99 per month (US\$10 for unlimited calling, US\$20 for family plans)	Up to six users	Sep-07
http://bit.ly/sprint_us						
2	 StarHub	Singapore	Consumer: Home Zone (UMTS)	S\$32.1 per month	Up to four users	Nov-08
http://bit.ly/starhub_singapore						
3	 verizon	US	Consumer and Enterprise: Network Extender	US\$249.99	Up to three users	Jan-09
http://bit.ly/verizon_us						
4	 vodafone	UK	Consumer: Sure Signal (UMTS/HSPA)	Various options: £50 upfront; Free for >£45 contracts	Up to four users	Jul-09 (Access Gateway; Rebranded Jan-10)
http://bit.ly/vodafone_us						
5	 at&t	US	Consumer: 3G MicroCell	US\$159	Up to four 3G users	Sep-09
http://bit.ly/ATT_us						
6	 SFR	France	Consumer: Home 3G (UMTS/HSPA)	199 upfront	Up to four 3G users	Nov-09
http://bit.ly/sfr_france						

来源：国金证券研究所 C114

- 小微基站的技术难点高，壁垒高、毛利高：小微基站从本质上说是宏基站技术的延伸，因此壁垒极高，目前通过中移动研究院测试的厂商仅有中兴、华为等少数宏站厂家，邦讯技术收购的博威通信目前 3G 产品已通过测试，4G 产品即将进行测试，一旦通过将成为少数几个能够参加中移动小微基站集采的厂家，将分享这一盛宴。

2014 年 8 月中移动启动本年度室分设备招标、规模大幅放大，4G 投资周期轮动室分板块业绩即将迎来井喷

- 2014 年 8 月中移动启动直放站集采招标，预计规模达到数亿元，相对于 2013 年 10 月至今集团无源器件 10 亿左右的采购量（无源器件和直放站一般来说采购金额比例为 5: 1 左右），表明中移动 4G 建设已经进入到室内覆盖阶段，预计从 2014 年 Q3 开始，公司将迎来主营业务收益期，传统室分设备/集成、MDAS 以及小微基站等新业务均将给公司业绩带来井喷。
- 中移动已将小微基站全面纳入 4G 技术规范体系，为集采打开了道路：中移动研究院在制定 4G 技术规范的时候已经确定了小微基站的标准体系和技术规范，从而为小微基站的集采以及后续的商用开辟了道路，**这是不同于 3G 时代的关健点**。
- 我们估计三大运营商室分设备+集成业务总市场规模可达 300 亿，假设小微基站如能占有 10% 的市场，则意味着 30 亿市场。按照 20% 市占率、40% 毛利率测算，可为邦讯技术贡献 2.4 亿左右的毛利；

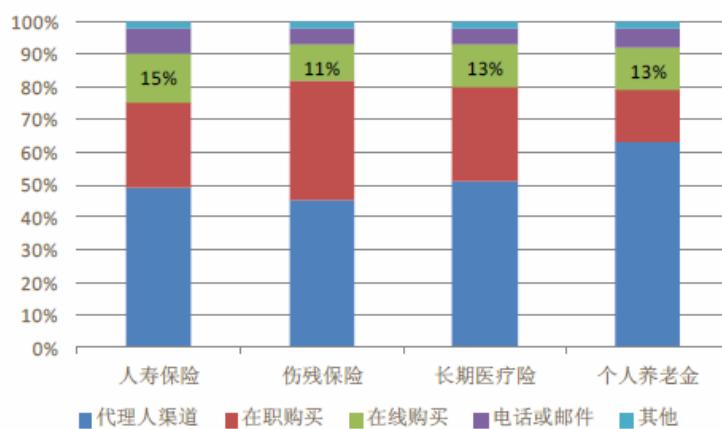
新业务分析：互联网保险 B2B 平台模式诱人 可穿戴/智能家居坚定走自主品牌长线培育

互联网保险 B2B 平台模式诱人 团队给力 3000 亿市场可期

- 互联网保险渗透率低，据相关机构研究，如互联网保险渗透率达到 8.5% 可创造 3000 亿市场：

- 目前国内互联网保险渗透率仍然很低，空间广阔、大有可为：当前美国不同险种网上购买比例在 11%~15% 之间，相比之下，中国保险产品互联网购买比例仍然很小，未来发展的空间很大；

图表8：美国保险产品购买渠道



来源：国金证券研究所 美国保险行销调研协会

- B2B 销售平台降低保险公司成本、提高代理人收益，最被看好：中国财产险和寿险中，赔偿在已赚保费中占比约 11%、8.5% 左右，对应金额 480 亿、800 亿；其他业务成本如展业及管理费用占比约为 24%、11% 左右，对应金额 1000 亿左右，降费空间巨大。
 - 降低终端销售费用：通过互联网方式实现保险购买，降低线下实体保险产品销售和购买过程中的高额费用，提升保险公司的盈利水平同时也为消费者提供实惠；
 - 降低渠道中间成本，实现平台-代理人共赢：我国目前有上百万保险代理人，这部分代理人和保险公司之间有各级代理，渠道成本较高。通过建立 B2B 保险销售平台去掉中间层级的成本后，分享给代理人、平台和保险公司，实现多方共赢；

图表9：中国财产险、寿险主要成本构成占已赚保费的比重（左为财产险，右为寿险）


来源：国金证券研究所 中国保险年鉴

- 公司的“宝720”平台设定为独立的第三方保险交易平台，为所有的保险中介机构和代理人提供线上交易、培训及管理服务。公司计划分三步发展：
 - 第一步：B2B模式为保险中介提供服务；
 - 第二步：另建B2C平台为最终用户提供服务；
 - 第三步：丰富产品线；

图表10：宝720项目介绍


来源：国金证券研究所 邦讯技术

- 公司目前的互联网保险业务是走的B2B的模式，我们认为有以下好处：
 - 学习成本较低：保险产品由于其复杂性和投保的低频特点，专业人士的学习基础远好于普通消费者，因此B2B平台接受起来更快；
 - 见效快：同样是由于保险产品的专业性和信息不对称，专业人士对新模式的优点和收益更加敏感，接受起来更快，有助于平台更快布局；
 - 同时，公司还可以结合互联网保险和可穿戴设备切入B2C业务，通过提供更加合适的保险销售情景，降低营销费用和销售成本。
 - 最后，该项目创业团队高管团队从业经验丰富，行业资源丰富，有助于快速打开局面。

智能硬件：可穿戴与智能家居两条腿走路 着力打造品牌 构筑长远发展逻辑

- 公司通过收购厦门凌拓和开发智能家居产品进入智能硬件领域领域。
 - 收购厦门凌拓进入可穿戴设备领域：厦门凌拓原以为360等品牌厂家和国外运营商ODM为主，邦讯技术收购后意图打造自有品牌的可穿戴设备，我们认为可穿戴设备市场广阔，公司意图在B2B模式之外另走B2C模式打造自有品牌和自有渠道，我们认为这是着眼长久的举措。

- 新设智能家居项目：公司通过外聘高通技术团队，并结合自身在 WIFI 领域的技术积累和运营商渠道、室内覆盖业务积累的物业进场资源，布局智能家居领域
- 智能硬件空间广阔，由于品类太多，我们仅以智能手表和智能手环分析可穿戴设备可能的市场空间：
- 智能手表：市场规模预计至少在 30 亿美元以上：根据瑞士手表工业协会的数据，全球手表市场规模高达 398 亿美元/年，瑞士产高档手表的市场规模约在 215 亿美元/年，相对低档的电子手表的市场规模约在 90 亿美元/年左右。如果我们假设其中 30% 的电子手表市场转化为智能手表，即使不考虑 iWatch 等高端品牌可能分享的一部分原先由高端机械手表满足的需求，市场规模也可达到近 30 亿美元。

图表11：当前全球手表工业情况

Watch Industry Statistics	Data
Number of watches sold annually worldwide	1,200,000,000
Number of Swiss Watches sold annually	29,200,000
Number of watches produced by China annually	663,000,000
Number of watches produced by Hong Kong annually	354,000,000
Average cost of a Swiss watch	\$739
Average cost of a China watch	\$3
Switzerland watch market share in terms of value	54%
Watch Market Leaders by Sales Revenue	Annual Revenue
Swatch / Omega annual sales	\$8,880,000,000
Rolex annual sales	\$4,500,000,000
Largest Global Watch Manufacturers	Market Share
Swatch Group	18.30%
Richemont	15.70%
Rolex	11.80%
Fossil (USA)	5.20%
LVMH / Bulgari (France)	4.70%
Citizen (Japan)	3.90%
Seiko (Japan)	3.40%
Patek Philippe	3%
Casio (Japan)	2.10%
Audemars Piguet	1.70%
Others	30.10%
Watch Sales by Type	Market Share
Mechanical Watch market share	77%
Electronic Watch market share	23%

来源：国金证券研究所 Federation of Swiss Watch Industry

- 智能手环：更多的是作为智能手机伴侣出现。目前中国手机上网人数达到 5 亿人。按照智能手环 30% 渗透率、单价 80 元测算，市场规模可达 120 亿元。
- 除此之外，还包含智能眼镜等一系列各式各样的可穿戴设备。
- 拐点渐进：我们认为随着小米、Moto、Google、Apple、三星等国内外大企业不断推出更加智能、性能更好、价格更优的产品，尤其是苹果预估年内推出的 iWatch，将有效点燃市场需求。

- 小米手环：推出 79 元智能手环，大大降低硬件门槛，同时通过小米的品牌和粉丝营销能力，扩大公众对可穿戴设备的认知和认可，同时有助于整合产业链，技术低层次竞争，有助于推动可穿戴设备市场的启动和产业的成熟。
- 苹果 iWatch：苹果作为智能硬件执牛耳者，有望进一步扩大市场认知、推广各种新技术方案、同时结合 iOS 8 的 Healthkit 并通过和支付机构、医疗结构的合作进一步提升硬件能力，将可穿戴设备的成熟应用从浦东的运动辅助推广到医疗健康监测等领域；

图表12：小米手环



来源：国金证券研究所 互联网

图表13：苹果 iWatch 想象图



图表14：微信开放企业公众账号接入智能硬件的能力

设备功能接入接口		
申请时间	申请数量	状态
2014.08.07	16666	审核不通过
2014.08.05	100	审核通过
2014.08.05	100	审核通过
2014.08.04	1231	审核不通过
2014.08.04	1000	审核不通过
2014.07.30	122112	审核通过

来源：国金证券研究所 雷穿戴

图表15：微软“小冰”(iMessenger 机器人)目前也已实现了通过对话方式实现对接入智能硬件设备的远程控制



- 当前可穿戴设备和智能家居市场的一些问题：
- 用户需求和痛点挖掘不足：成本约束和性能要求、生产能力和批量过小都限制了部分可穿戴设备功能的实现，这一点在医疗类可穿戴设备中表现得尤其突出。
- 可穿戴设备还面临着功耗问题的困扰因素：过于频繁的反复充电会增加用户使用成本，同时电池容量和功耗问题也会限制可穿戴设备的体积、功能等。

- 我们认为随着小米、苹果等大厂商推出新品，可穿戴设备以及智能家居等智能硬件产品将在需求（用户认知认可）和供给（产业链成熟度）两方面快速成熟，而邦讯技术则可依托现有成熟的技术方案、领先一步的品牌建立（2014年9月推出自有品牌）、前瞻性的渠道布局（包括利用邦讯母公司强大的运营商渠道），抢占先机，从即将进入爆发期的可穿戴设备市场中分得一杯羹。

业绩预测和投资建议

投资建议

- 我们预计公司 2014~2016 年收入分别为 5.14 亿、8.69 亿和 10.73 亿，同比分别增长 79.67%、69.16% 和 23.54%；预计同期分别实现归属净利润 2942 万元、1.34 亿元和 2.02 亿元。
- 考虑收购博威（现金方式，100% 收购，2014~2016 承诺业绩 1500 万、2000 万和 2500 万）后的业绩增厚，归属净利润分别为 4442 万元、1.54 亿元和 2.27 亿元；对应 EPS 分别为 0.278 元、0.944 元和 1.419 元。
- 如再考虑收购厦门凌拓（增发方式，100% 收购，2014~2016 承诺业绩 2500 万、4000 万和 5500 万）后的业绩增厚和股本稀释，归属净利润分别为 6942 万元、1.94 亿元和 2.82 亿元；对应 EPS 分别为 0.39 元、1.10 元和 1.60 元。

估值

- 我们给予公司 2015 年 30 倍 PE（考虑博威并表，不考虑厦门凌拓并表），对应未来 6-12 个月目标价 28.32 元。

风险

- 招投标丢标、集采过度竞争毛利率低于预期、公司新业务发展未达预期。

图表16：邦讯技术传统主营业务收入及预测（单位：百万元）

业务收入							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
销售业务	91.10	179.38	140.41	86.40	215.99	280.79	308.87
集成业务	173.68	243.78	329.21	191.56	287.33	574.67	747.07
代维业务	11.23	12.23	10.65	7.91	10.29	13.38	17.39
合计	276.01	435.40	480.27	285.87	513.61	868.83	1073.32
毛利率							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
销售业务	35.87%	36.20%	33.00%	25.60%	35.00%	35.00%	35.00%
集成业务	56.08%	58.69%	57.96%	49.75%	54.00%	54.00%	54.00%
代维业务	55.24%	70.30%	62.95%	64.76%	65.00%	65.00%	65.00%
合计	49.37%	48.94%	50.77%	42.87%	46.23%	48.03%	48.71%
同比增速							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
销售收入		96.92%	-21.73%	-38.47%	150.00%	30.00%	10.00%
集成收入		40.37%	35.04%	-41.81%	50.00%	100.00%	30.00%
代维收入		8.89%	-12.94%	-25.67%	30.00%	30.00%	30.00%
合计		57.75%	10.31%	-40.48%	79.67%	69.16%	23.54%

来源：国金证券研究所

图表17：公司财务摘要（不包含博威收购并表及其他新业务）

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
主营业务收入	435	480	286	514	869	1,073		货币资金	140	510	466	300	305	417
增长率			10.3%	-40.5%	79.7%	69.2%	23.5%	应收账款	316	488	480	599	778	962
主营业务成本	-222	-236	-157	-276	-452	-550		存货	128	187	261	227	309	377
%销售收入	51.1%	49.2%	55.0%	53.8%	52.0%	51.3%		其他流动资产	23	24	12	30	47	57
毛利	213	244	129	237	417	523		流动资产	607	1,208	1,219	1,156	1,440	1,813
%销售收入	48.9%	50.8%	45.0%	46.2%	48.0%	48.7%		%总资产	94.7%	98.3%	97.0%	88.6%	80.1%	76.2%
营业税金及附加	-9	-11	-6	-10	-17	-21		长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	2.1%	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%		固定资产	13	0	0	126	329	531
营业费用	-42	-54	-69	-87	-113	-129		%总资产	2.1%	0.0%	0.0%	9.6%	18.3%	22.3%
%销售收入	9.6%	11.3%	24.3%	17.0%	13.0%	12.0%		无形资产	17	16	19	21	27	32
管理费用	-49	-71	-89	-113	-148	-161		非流动资产	34	20	38	149	357	565
%销售收入	11.2%	14.9%	31.2%	22.0%	17.0%	15.0%		%总资产	5.3%	1.7%	3.0%	11.4%	19.9%	23.8%
息税前利润 (EBIT)	114	107	-36	27	139	212		资产总计	641	1,229	1,257	1,305	1,798	2,378
%销售收入	26.1%	22.3%	n.a	5.2%	16.0%	19.7%		短期借款	116	99	218	110	401	581
财务费用	-7	-9	-6	-3	-13	-20		应付款项	230	221	221	340	553	674
%销售收入	1.5%	1.8%	2.1%	0.6%	1.4%	1.9%		其他流动负债	13	11	-1	18	17	16
资产减值损失	-9	-13	-26	-6	-2	-2		流动负债	359	331	438	468	971	1,270
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0		长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0		其他长期负债	0	59	59	59	59	59
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		负债	359	390	498	528	1,030	1,330
息税前利润	98	86	-68	18	125	190		普通股股东权益	281	839	759	778	768	1,048
%销售收入	22.5%	17.9%	n.a	3.6%	14.4%	17.7%		少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	1	2	3	3	3		负债股东权益合计	641	1,229	1,257	1,305	1,798	2,378
税前利润	99	87	-65	21	128	193								
利润率	22.8%	18.2%	n.a	4.2%	14.8%	18.0%								
所得税	-18	-16	7	-3	-19	-29								
所得税率	17.7%	18.0%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%								
净利润	82	72	-58	18	109	164								
少数股东损益	0	0	0	0	0	0								
归属于母公司的净利润	82	72	-58	18	109	164								
净利率	18.7%	14.9%	n.a	3.5%	12.5%	15.3%								
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析							
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
净利润	82	72	-58	18	109	164								
少数股东损益	0	0	0	0	0	0								
非现金支出	15	20	34	10	7	9								
非经营收益	5	12	9	18	17	25								
营运资金变动	-79	-251	-96	10	-69	-143								
经营活动现金净流	23	-147	-111	57	65	54								
资本开支	-19	-10	-18	-102	-211	-212								
投资	0	0	0	-1	0	0								
其他	-7	0	0	0	0	0								
投资活动现金净流	-27	-10	-18	-103	-211	-212								
股权募资	0	512	0	0	0	0								
债权募资	82	43	120	-108	193	318								
其他	-28	-12	-35	-11	-41	-49								
筹资活动现金净流	55	543	85	-119	152	269								
现金净流量	51	386	-43	-166	5	112								
每股指标							回报率							
每股收益							净资产收益率	29.00%	8.39%	-7.48%	2.34%	12.58%	16.25%	
每股净资产							总资产收益率	12.74%	5.76%	-4.57%	1.39%	5.75%	7.01%	
每股经营现金净流							投入资本收益率	23.55%	8.69%	-3.04%	2.41%	8.93%	10.90%	
每股股利														
增长率							增长率							
主营业务收入增长率							主营业务收入增长率	57.05%	10.31%	-40.48%	79.67%	69.16%	23.54%	
EBIT增长率							EBIT增长率	47.39%	-5.61%	#####	#####	418.42%	51.91%	
净利润增长率							净利润增长率	46.43%	-12.07%	N/A	N/A	499.52%	50.52%	
总资产增长率							总资产增长率	59.57%	94.26%	2.69%	3.86%	37.71%	32.29%	
资产管理能力							资产管理能力							
应收账款周转天数							应收账款周转天数	210.9	297.4	596.1	400.0	300.0	300.0	
存货周转天数							存货周转天数	180.6	243.0	520.2	300.0	250.0	250.0	
应付账款周转天数							应付账款周转天数	244.5	247.6	345.0	250.0	250.0	250.0	
固定资产周转天数							固定资产周转天数	11.2	#DIV/0!	#DIV/0!	17.4	11.5	10.2	
偿债能力							偿债能力							
净负债/股东权益							净负债/股东权益	-8.50%	-41.20%	-24.12%	-16.81%	17.85%	22.18%	
EBIT利息保障倍数							EBIT利息保障倍数	17.3	12.5	-6.1	9.4	11.1	10.6	
资产负债率							资产负债率	56.08%	31.33%	38.95%	40.44%	54.33%	56.87%	

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	3	6
增持	0	2	4	5	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.55	1.58	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979
传真: 010-6621 6793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD