

网优反转，并购整合中，拐点已现

增持 维持

目标价格：暂无

业绩报告：

发布2014年半年报，实现营业收入1.69亿元，较上年同期下降9.12%；营业利润-1496.01万元，较上年同期下降204.32%；利润总额-1497.5万元，较上年同期下降197.78%；归属于上市公司股东的净利润-1373.8万元，较上年同期下降191.67%。

报告摘要：

- **4G投资增长，网优业务反转。**2014年运营商大力进行4G基础设施建设，随着网络规模和用户数量增长，网优类需求将显著增加。公告显示，网优类产品收入大幅增长，拐点已现。
- **微基站前景广阔，布局Smallcell抢占先机。**微基站将是未来网络部署的重点，公司收购的博威科技和博威通讯在微基站领域行业领先，有助于快速推出产品，抢占市场。
- **可穿戴设备即将爆发，收购凌拓科技如果成功将能显著增厚业绩。**可穿戴设备市场增长迅速，出货量年复合增长率可达78.4%。公司并购的凌拓科技是可穿戴设备领域领先企业，拥有成熟的技术和产品。根据对赌协议，凌拓科技2014年收入将达1.27亿元，增厚公司利润约2500万元。
- **涉足智能家居，涉足手游、互联网保险业务，各项新业务进展顺利，预计明年能贡献业绩。**首款手游《点球达人2014》顺利推行，后续产品将相继推出。业务进展顺利，当前还处于投入期，预计2015年能贡献业绩。
- **盈利预测：**预测2014/15/16年营收分别为4.65/5.56/6.53亿元，归母净利润分别为3248/5763/7342万元，EPS分别0.20/0.36/0.46元。维持“增持”评级。
- **风险因素：**运营商投资增长不达预期；新业务发展不达预期。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	480.27	285.87	464.99	556.23	653.54
增长率(%)	10.31	-40.48	62.66	19.62	17.50
归母净利润(百万)	71.74	-58.39	32.48	57.63	73.42
增长率(%)	89.59	-181.40	155.62	77.46	27.40
每股收益	0.67	-0.36	0.20	0.36	0.46
市盈率	29.00	-53.44	96.08	54.14	42.50

通信研究组

分析师：

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

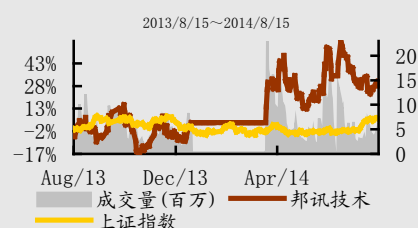
研究助理：

顾海波

电话：010-88085223

Email: guhaibo@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	19.50
总股本(百万股)	160.02
总市值(百万)	3,120.39
流通市值(百万)	3,120.39
12个月最高价	23.27
12个月最低价	12.25

相关研究

《邦讯技术：传统业务待反转，新涉行业期增长》

2014/4/25

《邦讯技术：借移动家居切入物联网大市场》

2013/12/11

《邦讯技术：无线网优龙头，蓄势待发迎4G》

2013/8/17

目录

一、投资概述	5
(一) 邦讯技术: 网优业务向好并积极外延拓展增值业务	5
(二) 投资观点	5
(三) 盈利预测	6
(四) 风险提示	7
二、公司简介	8
三、4G 促进运营商投资提升, 网优业务反转有望	10
(一) 行业基本状况	11
(二) 运营商投资与行业关系密切、4G 投资将拉动网优业绩	12
四、收购博威科技与博威通讯, 布局 SMALL CELL	13
(一) Smallcell 概述	13
(二) Smallcell 市场规模	14
(三) 竞争情况	14
(四) 业务盈利预测	15
五、收购凌拓科技, 布局可穿戴设备	15
(一) 可穿戴设备市场	15
(二) 行业状况与公司竞争优势	16
1、竞争状况	16
2、公司竞争优势	16
(三) 盈利预测	17
六、成立北京点翼科技, 进军手游市场	17
(一) 手游市场规模不断扩大	17
(二) 行业竞争状况	18
(三) 主要产品:	18
(四) 业务盈利预测	19
七、设立上海子公司, 布局智能家居	19
(一) 智能家居概述	19
1、WiFi 技术在智能家居领域优势明显	20
2、智能手机普及对智能家居有促进作用	20
(二) 智能家居市场潜力巨大	20
1、“十二五”规划重点项目	20
2、城镇化促进将扩大智能家居市场规模	20
3、智能家居是房地产行业的出路	20
(三) 竞争状况与公司优势	21
(四) 业务盈利预测	21
八、成立汇金讯通网络科技, 切入互联网保险	21
(一) 业务介绍	21

（二）行业情况.....	22
1、保险行业的发展是基础.....	22
2、互联网金融爆发是推力.....	23
3、互联网保险优势明显.....	23
（三）竞争格局与公司优势	24

插图

图 1: 财务三张表预测.....	7
图 2: 邦讯技术主营业务增长情况.....	8
图 3: 邦讯技术主营业务毛利率情况.....	9
图 4: 邦讯技术净利润情况.....	9
图 5: 邦讯技术主营业务收入、成本走势.....	9
图 6: 2011 年邦讯技术成本构成.....	10
图 7: 2012 年邦讯技术成本构成.....	10
图 8: 2013 年邦讯技术成本构成.....	10
图 9: 邦讯技术网优业务产品.....	10
图 10: 网优企业产业链.....	11
图 11: 主要网优企业销售毛利率情况.....	12
图 12: 主要网优企业主营收入增长率变化.....	12
图 13: 全国电信固定资产投资完成额.....	13
图 14: 2012-2016 中国可穿戴市场出货量预测.....	16
图 15: 凌拓科技主要产品.....	17
图 16: 《点球达人 2014》截图.....	19
图 17: 智能家居市场规模.....	21
图 18: “宝 720” 示意.....	22
图 19: 中国保险业保费收入趋势图.....	22
图 20: 中国保险密度与深度.....	22
图 21: 电子商务市场规模.....	23
图 22: 2013 年中国网民购买保险渠道.....	24

表格

表 1: 主营业务情况 (分产品)	8
表 2: 网优行业主要竞争对手.....	11
表 3: 对运营商的优势.....	13
表 4: 对用户的优势.....	14
表 5: Smallcell 产业主要竞争对手.....	15
表 6: 可穿戴设备市场规模预测.....	15
表 7: 手游行业产业链.....	18
表 8: 互联网保险优势.....	23
表 9: 互联网保险主要参与者.....	24

一、投资概述

（一）邦讯技术：网优业务向好并积极外延拓展增值业务

邦讯技术股份有限公司是国内领先的无线网络优化系统提供商和设备供应商，在全国二十多个省市建设了直销网点，业务在行业内居前8名以内。目前公司主要产品分为三类：无线网络优化设备销售、系统集成与通信网络代维。其中系统集成占67.01%；网优设备销售30.22%。

网优业务市场规模与运营商固定资产投资有密切关系，2013年运营商固定资产投资规模的下降使得网优企业业绩呈现低迷态势，邦讯技术2013年出现业绩亏损。而随着运营商拿到4G牌照，大规模的4G设施建设将拉开序幕。借助4G机遇实现网优业绩反转是邦讯技术2014年的关键。

公司在业务拓展方面同样有重大举措。近期，公司收购了三家公司：

1) 凌拓科技：可穿戴领域先行企业，具有成熟技术与产品。

2) “博威通讯”和“博威科技”：微基站领域业内龙头。

成立了两家子公司：

1) 成立点翼科技：开发并代理发行手游产品。

2) 上海子公司：开展智能家居业务。

通过上述举措，公司增加了3块新业务：1) 可穿戴；2) 手游；3) 智能家居。新业务的开展将减轻公司对单一网优业务的依赖，降低运营商投资变动对企业业绩的影响。同时，邦讯技术在网优领域的技术积累和营销渠道，能够与新业务产生协同作用。

（二）投资观点

投资要点：

1) 4G到来，运营商加大固定资产投资，将带动以网优业务反转

网优业务是邦讯技术主营业务的重要部分，该业务受运营商投资影响效果显著。2013年，运营商固定资产投资减少，导致了公司主营收入的明显下滑。然而，2014年是4G基础设施建设的重要年份，运营商投资规模加大。这一趋势对公司业绩的提升有促进作用，我们预计今年内邦讯技术的网优业务将有大幅反转。

2) 微基站前景广阔，公司抢先布局 Smallcell。

公司原有产品毛利率有下降趋势，布局新产品是出路之一。由于人们的应用网络的主要区域为室内，传统的宏基站再覆盖上存在盲区，且建设和维护成本高昂。相对而言微基站具有灵活性和低成本性，对用户和运营商而言都存在较大优势。因此，未来市场对 Smallcell 的需求将迅速扩大。邦讯技术收购了博威科技与博威通讯两个在小基站领域的领先企业，抓紧布局 Smallcell，这对于其快速推出产品，占领市场份额有很大帮助。

3) 开拓新业务，进军可穿戴、手游、智能家居和互联网保险领域。

可穿戴设备:上半年,公司收购了凌拓科技,开展可穿戴设备业务。根据艾媒咨询数据显示,2012年中国可穿戴设备市场各种设备出货量达到230万部,市场规模达到6.1亿元;预计到2015年出货量将超过4,000万部,市场规模将达到114.9亿元。公司所收购的凌拓科技在可穿戴设备领域已经拥有了成熟的商品体系,且与国内外多家大型企业有合作关系。在执行收购时,凌拓科技承诺2014年、2015年、2016年整体净利润分别不低于人民币2,500万元、4,000万元和5,500万元。

手机游戏:手机游戏市场近年来正呈爆发式的增长,收入过千万的游戏频出。邦讯技术投资成立了北京点翼科技,正式进军手游市场。2014年6月12日,借着世界杯的契机,点翼科技首款代理游戏产品《点球达人2014》在多家渠道同期进行发布。该游戏市场反应良好,为企业之后的发展打下了基础。点翼科技代理的第二款游戏产品《名将风云》已在推广阶段,同时在9月份左右将陆续推出2款自主研发的产品。根据公司本身的预计,未来三年游戏业务将为公司分别贡献不低于200万、1500万、3000万净利润。我们认为,从目前产品情况来看公司的手游项目进展顺利,未来收益或将超出预期。

智能家居:智能家居是“十二五”重点项目之一。而且随着我国城镇化的推行,人民生活水平不断提高,智能家居的需求也将不断扩大。同时地产商差异化营销、走精品路线的战略需求也将助力于智能家居的发展。据预测,未来几年中国智能家居市场复合增长率将达到50%,到2018年市场总规模将超过100亿。智能家居项目与公司的网优业务具有很好好的协同性,公司在网优领域的积累有助于智能家居业务的发展。我们预计该项目2015、16年贡献利润约在800万、1500万左右。

互联网保险:邦讯技术与2014年5月成立的汇金讯通网络科技有限公司属于保险经纪平台公司。其独特之处:公司是独立第三方互联网保险交易平台,可以为市场上所有的保险中介机构和个人代理人提供服务,同时产品能包括市场上各家保险公司的各种保险产品。这种O2O的经营模式能最大程度满足客户需求。目前,项目仍处于建设阶段,尚不能带来收益。我们认为互联网保险的市场前景广阔,邦讯技术在模式上的创新和后台对接保险公司的资源优势,有助于其扩展市场并实现收益。

(三) 盈利预测

基于网优市场同比大幅回暖,未来公司将围绕新业务转型,我们预测2014/15/16年公司的营业收入分别为4.65/5.56/6.53亿元,同比增长62.66%/19.62%/17.50%,归属净利润分别为3248/5763/7342万元,同比增长155.62%/77.46%/27.40%,EPS分别为0.20/0.36/0.46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	435	480	286	464.99	556.23	653.54
增长率		10.3%	-40.5%	62.7%	19.6%	17.5%
主营业务成本	-222	-238	-157	-253	-309	-368
% 销售收入	51.1%	49.2%	55.0%	54.3%	55.5%	56.4%
毛利	213	244	129	212	248	285
% 销售收入	48.9%	50.8%	45.0%	45.7%	44.5%	43.6%
营业税金及附加	-9	-11	-8	-8	-10	-11
% 销售收入	2.1%	2.3%	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%
营业费用	-42	-54	-89	-84	-78	-85
% 销售收入	9.6%	11.3%	24.3%	18.0%	14.0%	13.0%
管理费用	-49	-71	-89	-84	-78	-85
% 销售收入	11.2%	14.9%	31.2%	18.0%	14.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	114	107	-38	37	82	104
% 销售收入	26.1%	22.3%	n.a	7.9%	14.7%	15.9%
财务费用	-7	-9	-8	6	-12	-10
% 销售收入	1.5%	1.8%	2.1%	-1.2%	2.1%	1.5%
资产减值损失	-9	-13	-26	-2	0	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	98	86	-88	41	71	91
营业利润率	22.5%	17.9%	n.a	8.7%	12.7%	13.9%
营业外收支	1	1	2	0	0	0
税前利润	99	87	-85	41	71	91
利润率	22.8%	18.2%	n.a	8.7%	12.7%	13.9%
所得税	-18	-16	7	-6	-11	-14
所得税率	17.7%	18.0%	n.a	15.7%	15.0%	15.5%
净利润	82	72	-58	34	60	77
少数股东损益	0	0	0	2	3	4
归属于母公司的净利润	82	72	-58	32	58	73
净利率	18.7%	14.9%	n.a	7.0%	10.4%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	82	72	-58	34	60	77
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	15	20	34	8	8	12
非经营收益	5	12	9	14	20	19
营运资金变动	-79	-251	-98	-354	4	-7
经营活动现金流净额	23	-147	-111	-298	92	101
资本开支	-19	-10	-18	-7	-16	-16
投资	-5	0	-1	0	0	0
其他	-7	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-32	-10	-18	-7	-16	-16
股权募资	0	512	0	-18	0	0
债权募资	82	43	120	260	-7	-17
其他	-28	-12	-35	-3	-20	-19
筹资活动现金流净额	55	543	85	239	-27	-36
现金净流量	46	386	-43	-66	50	50

资料来源：宏源证券

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	140	510	488	400	450	500
应收账款	316	488	480	690	701	724
存货	128	187	261	457	465	505
其他流动资产	23	24	12	25	31	37
流动资产	607	1,208	1,219	1,572	1,647	1,765
% 总资产	94.7%	97.1%	95.4%	97.0%	96.7%	96.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	13	18	21	26	29	33
% 总资产	2.1%	1.3%	1.7%	1.6%	1.7%	1.8%
无形资产	17	16	19	24	27	30
非流动资产	34	38	59	49	57	63
% 总资产	5.3%	2.9%	4.6%	3.0%	3.3%	3.4%
资产总计	641	1,244	1,278	1,621	1,703	1,828
短期借款	116	99	218	280	252	234
应付账款	230	221	221	334	360	421
其他流动负债	13	11	-1	13	16	39
流动负债	359	331	438	607	628	694
长期借款	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	0	59	59	60	60	60
负债	359	390	498	666	688	757
普通股股东权益	281	855	780	790	847	900
少数股东权益	0	0	0	0	3	6
负债股东权益合计	641	1,244	1,278	1,456	1,538	1,663

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益		0.672	-0.365	0.203	0.360	0.459
每股净资产	3.517	8.011	4.875	4.935	5.296	5.624
每股经营现金流	0.288	-1.375	-0.691	-1.880	0.575	0.634
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	29.00%	8.39%	-7.48%	4.11%	6.80%	8.16%
总资产收益率	12.74%	5.76%	-4.57%	2.23%	3.75%	4.42%
投入资本收益率	23.55%	8.89%	-3.04%	2.80%	6.00%	7.30%
增长率						
主营业务收入增长率	57.05%	10.31%	-40.48%	29.87%	19.62%	17.50%
EBIT增长率	47.39%	-5.61%	-133.64%	15.20%	122.77%	26.61%
净利润增长率	46.43%	-12.07%	-181.40%	-155.62%	77.46%	27.40%
总资产增长率		94.26%	2.69%	28.88%	5.06%	7.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	257.6	361.3	585.2	540.0	450.0	400.0
存货周转天数	210.5	288.1	607.0	680.0	550.0	500.0
应付账款周转天数	269.2	242.0	326.0	260.0	240.0	240.0
固定资产周转天数	11.2	12.0	26.9	19.5	18.5	17.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.50%	-41.20%	-24.12%	-10.19%	-16.14%	-22.49%
EBIT利息保障倍数	17.3	12.5	-6.1	-6.6	7.1	10.3
资产负债率	56.08%	31.33%	38.95%	45.76%	44.74%	45.51%

(四) 风险提示

- 1) 运营商投资增长不达预期;
- 2) 智能家居、手游、可穿戴等新业务发展不达预期。

二、公司简介

邦讯技术股份有限公司是一家国内领先的无线网络优化系统提供商和设备供应商。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。公司已在包括北京、广东、江西、山东、四川等 20 余个省/市/自治区建立了 80 多个营销服务网点，服务覆盖全国各地，业务广泛应用于楼宇、商场、校园网、高速铁路、高速公路、跨海大桥、大型场馆等场所。

邦讯技术的主要产品为三类，分别为无线网络优化设备销售、系统集成与通信网络代维。其中系统集成占总收入的大部分，且占比从 2011 年的 55.99% 上升到了 67.01%；网优设备销售是第二大类产品，其所占比例从 2011 年的 41.20 下降为 2013 年的 30.22%。代维收入所占比例相对较小，三年内未超过 3%。

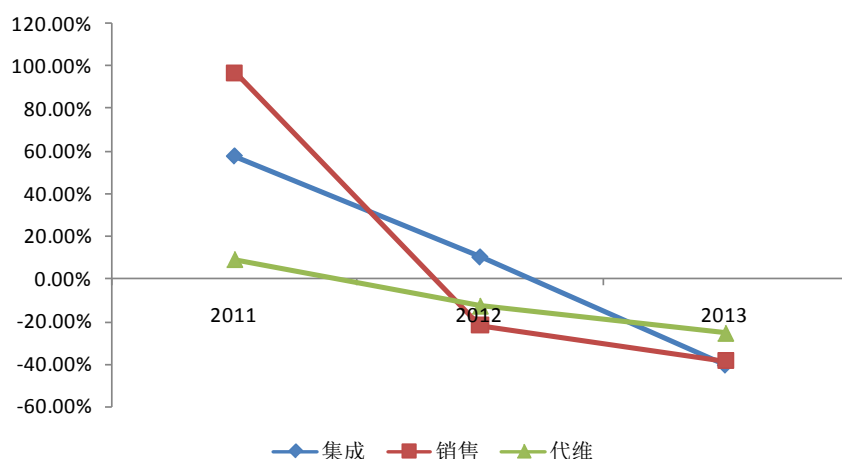
表 1: 主营业务情况（分产品）

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
集成	32,921.07	55.99%	24,378.33	68.55%	19,155.54	67.01%
销售	14,040.91	41.20%	17,938.36	29.24%	8,639.61	30.22%
代维	1,064.79	2.81%	1,223.06	2.22%	791.49	2.77%
合计	43,539.76	100.00%	48,026.78	100.00%	28,586.64	100.00%

资料来源 邦讯技术公司公告、宏源证券

从增长趋势来看，2013 年，三种产品的增长趋势均不乐观，增长速度均为负值，导致主营收入较 2012 年下降大了 40% 左右。据公司公告透露，主要原因是通信行业传统业务下滑、3G 利用率偏低导致了运营商 2013 年资本支出下降。

图 2: 邦讯技术主营业务增长情况



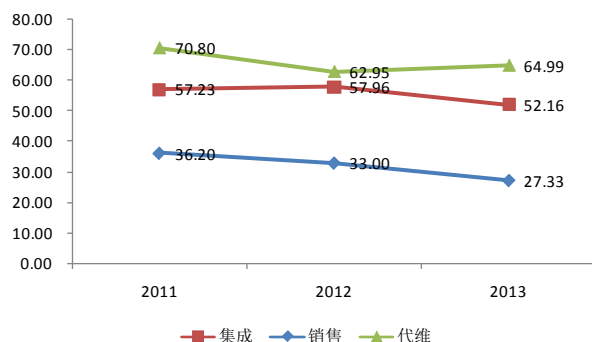
资料来源：邦讯技术公司公告、宏源证券

从收益情况来看，三类产品中，通信网络代维具有较高的毛利率，其次为网优设备销售，最后系统集成。近三年，三种产品的毛利率在不同程度上均体现了下降的趋势，下降幅度在 5%-10% 之间。

就净利润而言，2013 年企业实现净利润 -5,839.46 万元，比上期增长 -186.17%。公司 2014 年半年报显示，随着 4G 网络建设逐步加大力度，网优行业整体回暖，整体上公司第二季

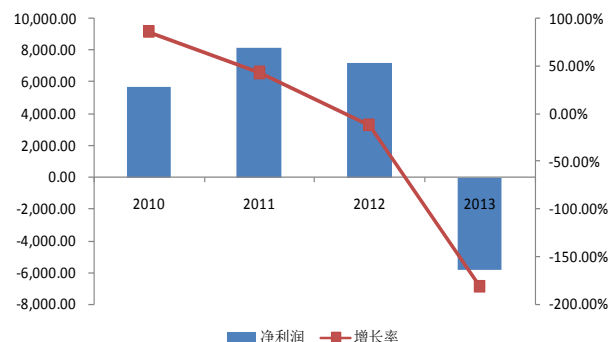
度单季度已经实现盈利，但因公司新业务的投入导致费用同比增加，公司依旧亏损。公司实现营业收入 16905.48 万元，较上年同期下降 9.12%；营业利润-1496.01 万元，较上年同期下降 204.32%；利润总额-1497.5 万元，较上年同期下降 197.78%；归属于上市公司股东的净利润-1373.8 万元，较上年同期下降 191.67%。

图 3：邦讯技术主营业务毛利率情况



资料来源：邦讯技术公司公告、宏源证券

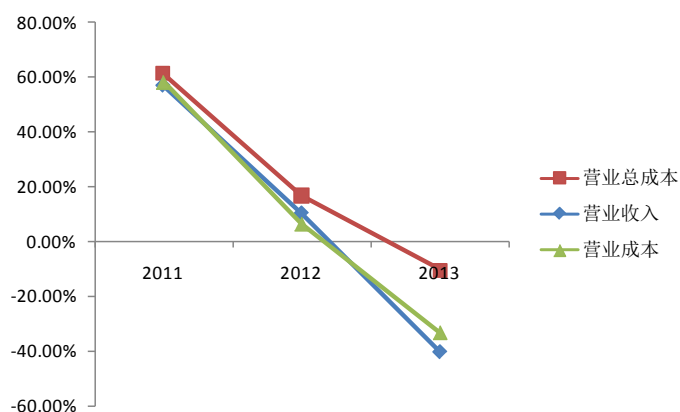
图 4：邦讯技术净利润情况



资料来源：邦讯技术公司公告、宏源证券

从成本来，随着营业收入的下降，企业营业成本也同步下降，但就总成本而言，下降幅度明显低于收入的下降幅度，因此需要对总成本的构成进行分析。

图 5：邦讯技术主营业务收入、成本走势



资料来源：邦讯技术公司公告、宏源证券

营业成本是总成本的主要组成部分，其次是销售管理费用。值得注意的是，在 2013 年企业营业收入下降的背景下，企业的销售费用、管理费用却仍处于上升态势，资产减值损失也有所提升。2013 年，企业的销售费用上涨了 28.27%，根据企业公告解释，主要原因为职工薪酬、业务招待费、办公费及房租费同比大幅增加；管理费用提升了 25.07%，主要原因为公司加大了研究开发费的投入，以及总部办公大楼租赁费用增加所致；资产减值则主要是应收账款的坏账准备。

图 6：2011 年邦讯技术成本构成

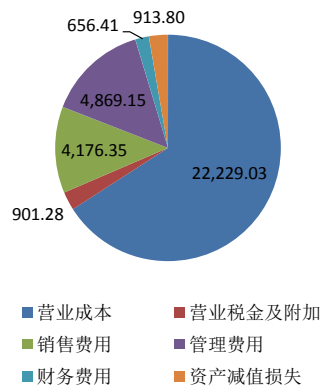


图 7：2012 年邦讯技术成本构成

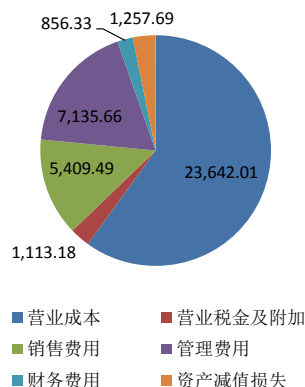
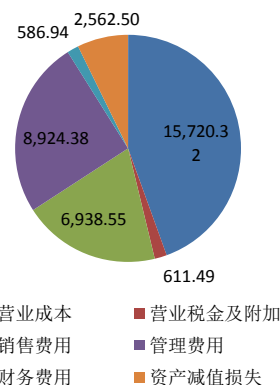


图 8：2013 年邦讯技术成本构成



资料来源：邦讯技术公司公告、宏源证券

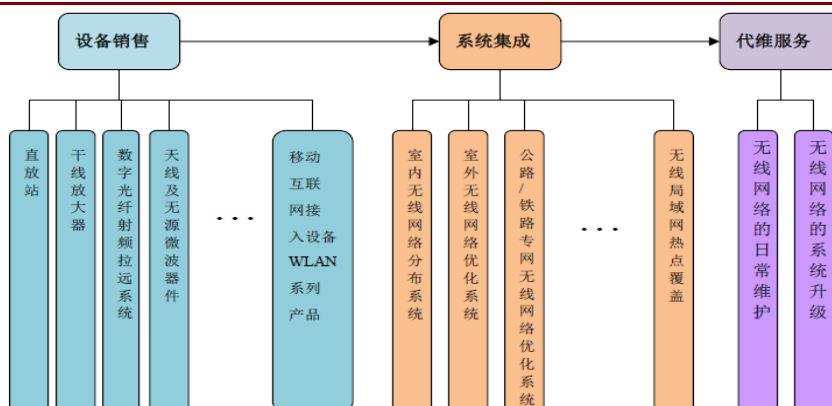
通过分析，我们总结影响邦讯技术业绩表现的因素主要由以下几点：

- 1) 主营业务收入的下降。主要与行业背景和运营商投资有关。目前 4G 技术加速普及，运营商投资正加大投资部署相关业务，或将为邦讯技术提供机遇。
- 2) 产品毛利率的下降。开发新产品、布局新业务将是有效出路。而目前邦讯技术在此方面有频繁举措，主营业务方面开始布局 Smallcell 业务，其他业务则开始设计可穿戴设备、手游、智能家居等领域。
- 3) 期间费用的增长。目前企业正加大市场扩张和新产品开发力度，期间费用的增长在短期内是必要的。2014 年第一季度季报显示的销管费用仍比上年同期增长了 30-40%，这显示了邦讯技术业务扩张的决心。另外，应收账款的回收则使资产减值损失比同期下降了 39.4%。因此我们认为期间费用并不会影响企业的业绩的长期表现。

三、4G 促进运营商投资提升，网优业务反转有望

邦讯技术的主营业务为无线网络优化系统业务，是行业内为数不多的系统集成、设备销售和代维服务等综合实力较强的企业之一，能够提供符合 GSM、WCDMA、CDMA2000、TDSCDMA、WLAN 等各标准的全套系列设备与解决方案。经过长期经营积累，公司聚集了一大批无线网络优化专业人才、客户及技术资源，是中国移动、中国联通、中国电信等国内三大运营商的设备及服务提供商。

图 9：邦讯技术网优业务产品

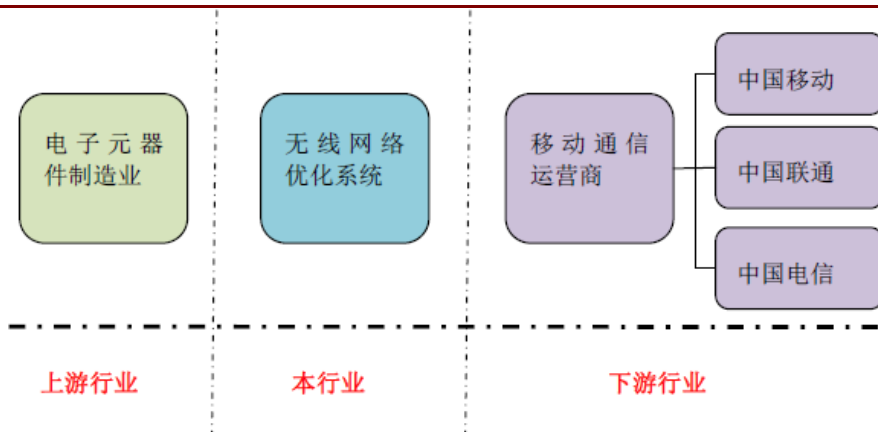


资料来源：邦讯技术公司公告、宏源证券

（一）行业基本状况

我国无线网络优化系统行业是伴随着我国移动通信行业的发展而发展的。随着我国移动通信行业的飞速发展，无线网络优化系统行业市场逐渐增大，特别是我国城市中楼宇建筑物多而密集，使用基站覆盖难以达到令人满意的效果，这为本行业提供了巨大的市场需求。本行业上游产业主要为电子元器件制造业，涉及产品主要包括有源射频器件、无源射频器件、天馈器件、通用电子元器件等。下游主要面对的是各大移动通信运营商。

图 10：网优企业产业链



资料来源：邦讯技术公司公告、宏源证券

无线网络优化系统行业具有一定规模的企业约为 30 家。本行业重点企业包括发行人以及京信通信、星辰通信、东方信联、三维通信、奥维通信、三元达、北京汉铭等国内外股票市场上市公司，以及深圳国人、武汉虹信、深圳云海等非上市公司。

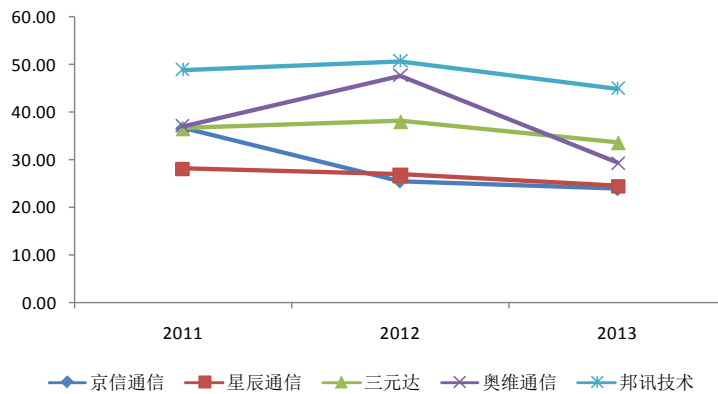
表 2：网优行业主要竞争对手

竞争者	基本情况
京信通信	集研发、生产、销售及服务于一体的移动通信外围设备专业厂商，致力于为客户提供无线覆盖和传输的整体解决方案，于 2003 年在香港联交所主板上市（2342.HK），是国内同行业第一家上市公司
深圳国人	成立于 1999 年，主要从事以射频技术为基础的无线通信产品的开发、生产与销售，为电信运营商提供移动通信网络覆盖全面解决方案，为通信设备制造商提供系列化的基站射频解决方案。
星辰通信	成立于 1993 年，是一家集研发、生产、销售与技术服务为一体高新技术企业，致力于向海内外客户提供专业的无线网络优化覆盖产品、软件及全面解决方案。2007 年在深圳证券交易所上市，股票代码为 002115
奥维通信	成立于 2000 年，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。奥维通信于 2007 年在深圳上市，股票代码 002231
三元达	成立于 2004 年，是一家国内无线网络优化覆盖设备供应商和服务提供商。三元达主要研发、生产和销售无线网络优化覆盖设备，并向客户提供系统集成及运维服务。三元达于 2010 年在深圳中小板挂牌上市，股票代码：002417。

资料来源：邦讯技术项目可行性报告、宏源证券

邦讯技术在业内排名基本在 6-8 名之间，市场占有率在 2% 左右。公司在技术研发方面具有优势。而且公司拥有遍布全国的直销体系，有助于发掘客户需求、提升利润空间。公司的毛利率在业内处于领先水平。

图 11: 主要网优企业销售毛利率情况



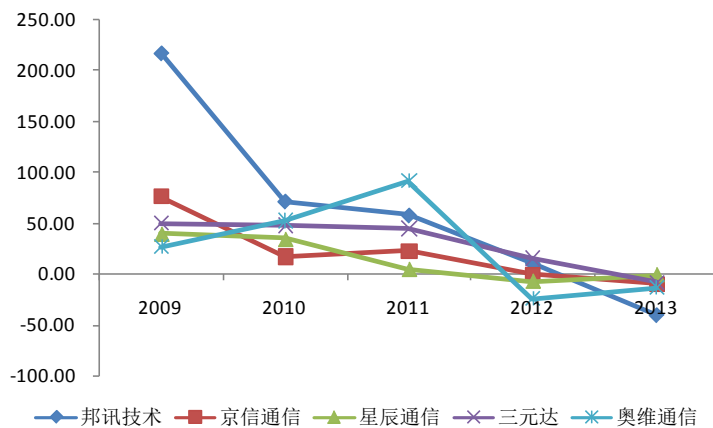
资料来源: 邦讯技术、京信通信、星辰通信、三元达、奥维通信各公司公告、宏源证券

(二) 运营商投资与行业关系密切、4G 投资将拉动网优业绩

无线网络优化系统行业市场主要依托于运营商通信网络投资, 通信网络投资是电信固定资产投资的重要部分, 电信固定资产投资额的增长为运营商网络优化投资的持续增长提供了契机。

2008-2010 年, 受益于全国移动通信 3G 网络建设全面启动的影响, 全国电信固定资产投资迎来了一轮高速增长, 2008 年与 2009 年的增长率分别达到 29.4% 与 21.4%。我国无线网络优化系统市场规模在 2008 年约为 72.54 亿元, 至 2010 年已扩展到 131.49 亿元。网优行业也经历一段业务增长的黄金期, 尤其是 2009-2011 年。

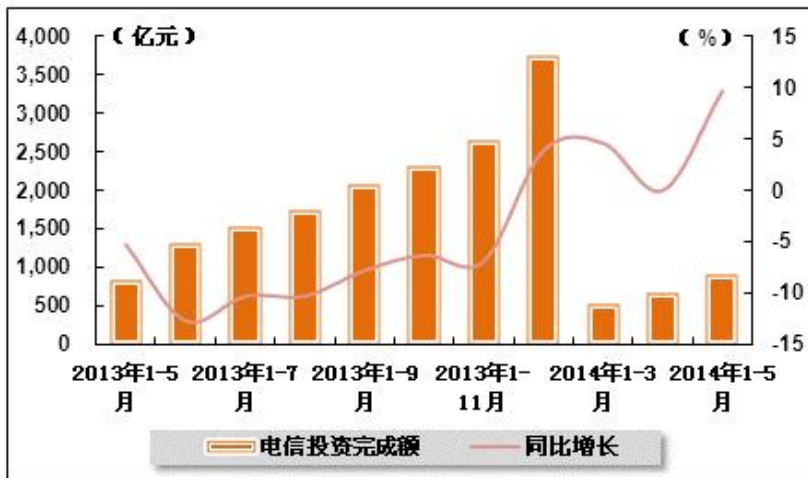
图 12: 主要网优企业主营收入增长率变化



资料来源: 邦讯技术、京信通信、星辰通信、三元达、奥维通信各公司公告、宏源证券

然而, 随着我国 3G 核心网络的基本建设完成, 全国电信投资额增速减缓。2013 年, 电信固定资产投资较 2012 年相比有下降趋势。受此影响网优市场开始低迷, 多数网优企业 2013 年的业绩出现下滑, 主营业务普遍出现负增长。

图 13: 全国电信固定资产投资完成额



资料来源：中国产业竞争情报网、宏源证券

4G 的普及为电信行业带来新的活力。随着运营商获得 4G 牌照，新一轮的电信投资拉开序幕。三大运营商目前正加大力度进行基础设施建设，仅基站一项建设数量就达数十万个。我们预计，受益于电信固定资产投资的增长，网优行业将再次迎来一个业务增长期，后两年市场规模可能达到 220 亿和 280 亿。

四、收购博威科技与博威通讯，布局 small cell

2014 年，邦讯技术股份有限公司使用超募资金 3,009 万元收购博威科技（深圳）有限公司（以下简称“博威科技”）100%股权和博威通讯系统（深圳）有限公司（以下简称“博威通讯”）100%股权（“博威通讯”和“博威科技”合称为“博威”），并使用超募资金人民币 7,000 万元对博威科技和博威通讯增资，用于 SMALL CELL 项目研发投入及约定债务的偿还。交易完成后，博威科技和博威通讯将成为邦讯技术的全资子公司。

（一）Smallcell 概述

Small Cell 是低功率的无线接入节点，包括 Microcell、Metrocell、Picocell、Femtocell 四种产品形态，他们均工作在授权的频谱。Small cell 的体积很小，部署灵活，且“能屈能伸”，它可以覆盖小至 10 米的室内空间或大至野外 2 公里也可覆盖。相比之下，宏蜂窝的覆盖范围可以达到数公里。Small Cell 可以很好的帮助运营商解决热点吸收、盲点、弱覆盖场景的覆盖和容量两大难题，且具有灵活、低成本、快速部署的优点，是宏基站的有效补充。

对运营商和用户来说，Small Cell 有着明显的优势：

表 3: 对运营商的优势

优势	解释
提高服务质量	由于改善了室内信号覆盖质量，可以明显提高用户的宽带和语音服务质量；
增加网络容量	每个 Small Cell 相当于增加基站，当然也增加全网的容量；
快速扩充网络	由于用户参与，一旦用户认可，将显出“人民战争”的威力；
减少 CAPEX	CAPEX: Small Cell 采用宽带套餐捆绑的营销模式，设备相当于由用户购买，并且使用户的宽带接入电路，减少了网络设备的扩容和相应基站链路的投资；

减少 OPEX	由于 Small Cell 放置在用户家中,节省了机房、电源、空调和电路维护等运行成本;
增加用户黏性	由于 Small Cell 具有很好的室内覆盖特性,运营商提供相应的家庭域服务套餐,可以给用户很好的业务体验,从而增加用户黏性和吸引他网用户转网;
增加 ARPU	由于室内覆盖性,用户将增加对多媒体服务的使用,从而增加 ARPU。

资料来源 邦讯技术项目可行性报告、宏源证券

表 4: 对用户的优势

优势	解释
室内处处满格信号	Small Cell 可以提供遍及全家各处的优质信号覆盖;
更优质丰富的服务	由 Small Cell 的特性,用户可以获得较普通基站功能更强、内容更丰富的语音和移动互联网服务;
更经济的服务	Small Cell 放置在用户家中或者热点公共区域,运营商可能给予用户补贴、优惠和更经济实惠的家庭域套餐;
改善宽带体验	由于覆盖的用户少,Small Cell 可以为每个用户提供更高速率的宽带服务和给用户更好的宽带体验;
优质的语音质量	由于每个 Small Cell 只连接几个或几十个用户,Small Cell 采用新一代的语音编码技术,使语音质量更好;
终端通用	Small Cell 与现有网上的移动终端通用,用户无论在外面还是在家中,都可以把手机作为主要通信工具,实现一部手机、一个号码、一个通信录、一个账单的便利;
减少辐射、节省电池	Small Cell 覆盖半径小,接入的手机距离信源很近,手机会降低其发射功率,从而节省电池,减少对人体的辐射。

资料来源 邦讯技术项目可行性报告、宏源证券

同时,由于环境保护意识增强,进场费高昂,选址困难及部署成本高昂等原因,宏基站和室内分布系统的建设和维护都面临诸多限制,城市基站建设也已经十分紧密。微基站的形式将是未来网络部署的重点。

(二) Smallcell 市场规模

Smallcell 有很大的市场潜力。据 ABI Research 估算,在中小型企业无线覆盖领域 Small Cell 的采用率可能会在 2016 年赶上 DAS (目前规模最大的室内分布系统),到时 DAS 及企业级 Small Cell 设备的出货规模均会达到 220 亿美元。

ABI Research 数据显示,2012 年 Femtocell 市场规模达到 4.25 亿美元,同比增长 21%。从 2013 年开始,受益于 3G Small Cell、4G Small Cell 的强劲增长,该市场将迎来运营商的大力支持。而从 2012 年到 2017 年,4G Small Cell 将以 165% 的 5 年复合增长率增长。

产业链对于 Small Cell 的认可直接表现在全球商用部署上。目前,全球已经有 23 个国家的 41 家运营商部署了 Small Cell 网络,全球前 10 大运营商中,9 家已经部署了 Small Cell,包括中国移动、中国联通、沃达丰、法国电信、NTT Docomo、AT&T、Verizon、Sprint。

(三) 竞争情况

随着技术进步,Small Cell 的产业链也得到了健康发展,目前有多家厂商进入了 Smallcell 领域,进行产品的研发生产。

表 5: Smallcell 产业主要竞争对手

优势	解释
端到端解决方案供应商	博威、华为、中兴、京信
接入点 Small Cell 专营供应商	飞峰、熊猫
芯片和组件供应商有	TI (德州仪器)、Mindspeed (敏讯)、Broadcom (博通)、Freescale (飞思卡尔) 和 Qualcomm (高通) 等

资料来源：邦讯技术项目可行性报告、宏源证券

博威科技和博威通讯能提供 SMALL CELL 端到端完整解决方案，终端 AP 出货量超过 12 万台以上，是国内用户量第一的供应商，其家庭网关更是国内唯一一家实网承载运营超过 10 万的设备制造商，是小基站产品细分行业第一名。

(四) 业务盈利预测

Smallcell 市场前景广阔，结合博威科技与博威通讯在消占行业的领先地位，同时受益于邦讯技术的销售渠道和运营商的 4G 建设规模增长，我们预计将为企业带来较大的利润贡献。

根据邦讯技术的收购可行性报告，在保守估计情况下，未来三年子公司将为企业带来的净利润将为 2000.00、2666.67、3333.33 万元。公司从 6 月准备收购事宜至今，Smallcell 市场状况并未发生重大变化，因此我们沿用这一预测。

五、收购凌拓科技，布局可穿戴设备

(一) 可穿戴设备市场

可穿戴设备是延续性地穿戴在人体上，具备先进的电路系统、无线联网及独立处理能力的终端设备，其具备最重要的两个特点是可长期穿戴和智能化。随着智能手机渗透率快速提升，便携性要求出现，可穿戴设备将会变成主流，预计可穿戴设备将成为继智能手机之后下一个爆发性增长点。

据 CreditSuisse 发布报告内容显示，可穿戴技术目前已经拥有 30 亿到 50 亿美元左右的市场，而在接下来的二到三年，它可能暴涨至 300 亿至 500 亿美元。其中健康和健身领域将增至 20 亿至 30 亿美元。根据市场研究公司 HIS 的报告，在目前可穿戴设备针对的行业应用，包括工业、健身、娱乐、医疗，随着开发者加入及市场生态环境改善，可穿戴设备将放量增长。

表 6: 可穿戴设备市场规模预测

机构名称	预测状况
CreditSuisse	可穿戴技术目前已经拥有 30 亿到 50 亿美元左右的市场，而在接下来的二到三年，它可能暴涨至 300 亿-500 亿美元，其中健康和健身领域将增至 20 亿-30 亿美元。
ABI Research	估计 2016 年的可穿戴设备出货量有 3.5 亿台，到 2018 年可穿戴设备的年出货量将达到 4.85 亿台
Juniper	估计 2016 年的出货量 5800 万
HIS	预计到 2016 年可穿戴设备出货量将达 3900 万-1.7 亿件出货量。在目前可穿戴设备针对的行业应用，包括工业、健身、娱乐、医疗，随着开发者加入及市场生态环境

境改善，可穿戴设备将放量增长。

Gartner 预计到 2016 年，可穿戴智能电子产品的市场规模将达 100 亿美元。

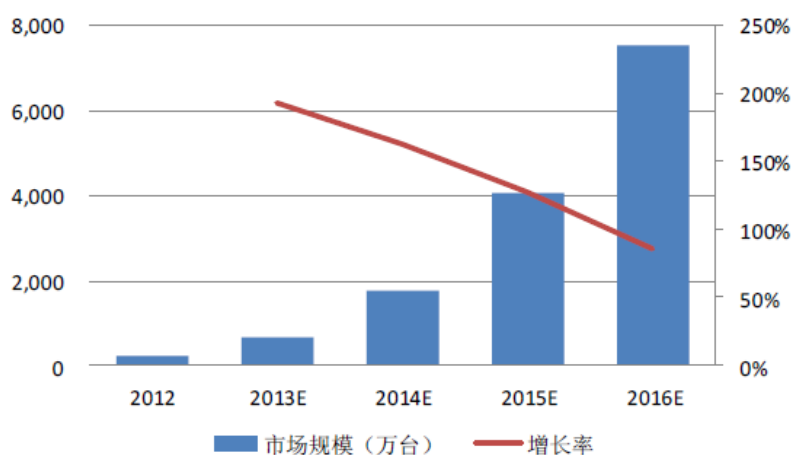
IMS Research 2016 年全球可穿戴设备市场规模将从 2012 年的 3000 万台增长到 1.71 亿台，2018 年将达到 4.85 亿台，2012-2018 年间复合增长率达 59%。

资料来源：邦讯技术项目可行性报告、宏源证券

就中国市场而言，Frost & Sullivan 指出，中国是智能穿戴设备的新兴市场，2012 年市场规模为 8.9 亿元。随着智能手机和物联网技术的成熟，预计到 2015 年，中国智能穿戴设备市场规模可达 26.1 亿元，2012 年至 2015 年复合增长率为 30.9%。从细分市场看，生活健康类可穿戴设备最为热门，预计 2012 年至 2015 年复合增长率为 33.5%；信息资讯类的穿戴设备虽然在 2012 年只有 2.8 亿的市场规模，但伴随着谷歌眼镜的发布将迎来市场爆发点，预计 2012 年至 2015 年复合增长率为 47%。

艾媒咨询 (iiMedia Research) 数据显示，2012 年中国可穿戴设备市场各种设备出货量达到 230 万部，市场规模达到 6.1 亿元，其中便携移动医疗设备市场销售规模达到 4.2 亿元；预计到 2015 年中国市场可穿戴设备市场出货量将超过 4,000 万部，市场规模将超过 100 亿元，达到 114.9 亿元，其中便携移动医疗设备市场规模将超过 10 亿元。

图 14：2012-2016 中国可穿戴市场出货量预测



资料来源：邦讯技术项目可行性报告、宏源证券

（二）行业状况与公司竞争优势

1、竞争状况

目前，很多国内外企业者陆续进入可穿戴设备领域，国际厂商包括三星、苹果、谷歌等；国内厂商包括奇虎、百度、北京君正、上海新阳、科大讯飞等等。由于市场规模巨大，目前的行业竞争格局还比较分散，并没有出现具有垄断地位的龙头企业。而且，可穿戴设备还处于迅速推广阶段，需要对消费者进行引导。我们认为，对于想凌拓科技这样在规模与投入上相比国际一线厂商没有优势的企业来说，仍然有着很大机遇。

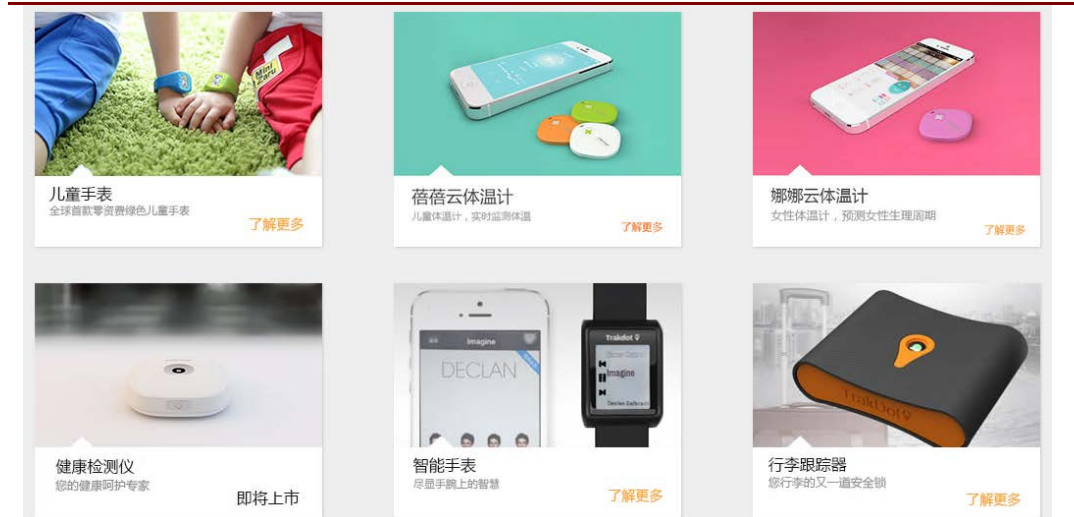
2、公司竞争优势

而且，公司收购的凌拓科技在某些方面具有自己的优势，是专业从事通信产品终端研发、生产和销售的高新技术企业。本交易完成后，邦讯技术将获得一支在通信领域拥有多年积

累的、具有通信底层的开发能力的、在可穿戴产品上具有先发优势的、具备从终端到云端的全方位研发能力的、有丰富的履行海外项目的经验和能力的研发队伍，且这支队伍拥有多项核心技术，重视技术体系的建设，核心技术团队成员稳定，行业经验丰富。

目前，凌拓科技已经率先推出系列成熟的可穿戴产品，包括宠物跟踪器、智能手表、智能鞋无线传感器、行李跟踪器、摩托车跟踪器等，这些产品的研发，使凌拓科技在可穿戴产品上获得先发优势。

图 15：凌拓科技主要产品



资料来源：公开资料、宏源证券

同时，凌拓科技与可穿戴设备销售客户建立良好的合作关系，如日本最大电信运营商 DOCOMO、美国最大航空公司美联航空、俄罗斯 QUMQ、奇虎 360、特步等。

(三) 盈利预测

在执行收购时，许升达及精汇投资作为本次交易的交易对方，已经针对凌拓科技未来的盈利情况作出了承诺，即凌拓科技 2014 年、2015 年、2016 年整体净利润分别不低于人民币 2,500 万元、4,000 万元和 5,500 万元。

而近期公司消息透漏，可穿戴设备的半年报业绩可能低于预期。但是，由于企业实行收购时有大量在手订单。下半年业务如果能顺利进行，对赌业绩仍有实现可能。为稳妥起见，我们暂调整盈利预测为 2200 万元，3700 万元，5200 万元。

六、成立北京点翼科技，进军手游市场

邦讯技术与中基汇投资管理有限公司、深圳市盛世必达投资有限公司、天津弼达投资管理有限公司、自然人张龙泉共同出资设立控股子公司北京点翼科技有限公司（以下简称“点翼科技”）。这是公司开拓新业务，进军手游市场的重要举措。

(一) 手游市场规模不断扩大

1) 移动互联网用户膨胀是基础。随着中低价位的大屏智能手机逐渐普及、移动互联网用户群快速膨胀。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 1,000 亿元。

2) 用户时间碎片化，手机游戏受青睐。移动时代用户时间呈现碎片化趋势，手机游戏为填补碎片时间的重要应用，手游覆盖用户数将比端游、页游有数量级上的提升；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，依然是最热门的应用下载类型，深受用户和开发者的青睐。

3) 游戏平台建立促进行业发展。大型互联网企业如腾讯等已开始推动手机游戏行业平台，如微信游戏平台，促进行业有序快速发展。

受上述多种因素影响，手游行业发展趋势向好。整个行业规模由 2012 年的 60 亿迅速向百亿膨胀，我国手游行业在未来的几年将迎来爆发式增长。2011 年月收入过百万的手游产品只有几款，到了 2012 年已有十几款手游产品达到千万级别，而进入 2013 年，单款游戏月收入过 2000 万的产品也是层出不穷，这预示着手机游戏真正展露出即将爆发的态势。

(二) 行业竞争状况

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（二战风云）、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、中国联通、中国电信） 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

点翼科技主营业务涉及开发和发行两个部分。一方面开发精品游戏，游戏形式多样化，覆盖单机，网游，构建为国内领先的手游研发团队；另一方面，针对自研产品和代理产品设计详细的市场宣传规划和运营计划，从而达到最好的游戏运营效果。

公司成立不久，尚没有形成品牌效应和市场优势。但公司治理与引进先进的研发团队，结合邦讯技术在互联网的渠道优势和蓬勃发展的手游市场，我们对其发展前景持乐观态度。

(三) 主要产品：

点翼科技首款代理游戏产品《点球达人 2014》由玩够网络科技有限公司开发，此次发行以巴西世界杯为契机，以足球赛事中最为核心的“射门”和“防守”为主要卖点玩法。为与世界杯同步，本款产品于 2014 年 6 月 12 日在多家渠道同期进行发布。

图 16:《点球达人 2014》截图



资料来源：公开资料、宏源证券

从市场反应来看,《点球达人 2014》受到了玩家的认可,在不同的发布渠道中下载量从几百到上万不等。我们认为这一产品很好抓住了世界杯的机遇,从开发到销售均取得了成功,为后续的业务发展打下了基础。

点翼科技代理的第二款游戏产品《名将风云》由上海慕和网络科技有限公司开发,此款游戏采用三国卡牌题材,该游戏于 6 月下旬开启首次对外测试,并在产品优化后于 7、8 月份进行大规模市场推广。此外,点翼科技自主研发的产品同样进展顺利,预计在 9 月份左右陆续推出 2 款上线。

(四) 业务盈利预测

根据公司本身的预计,2014 年下半年陆续有产品上线运营,随着团队的不断磨合和品牌的提升,产品上线量将倍增,预计未来三年游戏业务将为公司分别贡献不低于 200 万、1500 万、3000 万净利润。

翼科技 CEO 李欢在采访中透漏,公司已经建成 5 个研发团队,2014 年下半年将推出 5-6 款新游戏。这些游戏中即使部分获得成功,便能为公司带来业绩的提升。因此,我们认为,从目前产品情况来看公司的手游项目进展顺利,未来收益或将超出预期,我们预测未来三年业绩可能达到 350 万、1800 万、3500 万。

七、设立上海子公司,布局智能家居

2013 年末,邦讯技术有限公司在上海建立子公司,启动了智能家居建设项目,意图开发智能家居产品和平台。主要研发产品为 4 个方向:(1)智能家居互联网应用平台;(2)通信模块、智能家居系列产品的研发和生产;(3)智能家居云端服务器的研发和服务;(4)智能手机家居控制应用程序。

(一) 智能家居概述

智能家居是以住宅为平台,利用网络通信技术、互联网技术、计算机技术和智能终端,将家居生活有关的设施集成,并在后台设置云服务平台,构建高效的住宅设施与家庭日程事

务的智能控制和管理平台，实现人与物、家庭与家庭的互联互通，提升家居安全性、便利性、舒适性、艺术性，实现“以人为本”的全新家居生活体验，是集物联网、智能家居、互联网为一体的新型应用。

1、WiFi 技术在智能家居领域优势明显

在智能家居系统中，人们通过家居无线网络，可以随意地控制家居环境中的设备并进行日常生活。而其中无线连接技术就起着重要作用。在 WiFi、Zigbee、Bluetooth、红外线等无线连接技术中，WiFi 凭借其技术成熟、带宽高、使用普及、成本低等优势，将迅速应用到智能家居领域，并推动智能家居产业发展。

邦讯技术多年来一直都在开发 WLAN AP/AC 等产品，并取得了丰硕的成果，早已熟练掌握了 WiFi 产品的软件开发设计、硬件开发设计、生产测试等多个关键技术环节。这一优势对于其发展智能家居有巨大帮助。

2、智能手机普及对智能家居有促进作用

由于智能手机功能越来越丰富，指纹识别、人脸识别、手势控制、语音控制等功能，应用在智能家居的控制上，将大大改善对智能家居的用户体验。目前，智能手机不断普及，用户数量增长迅速，将进一步推动智能家居的发展。

（二）智能家居市场潜力巨大

1、“十二五”规划重点项目

《物联网“十二五”发展规划》提出，工信部将支持重点领域应用示范工程，具体包括智能工业、智能农业、智能物流、智能交通、智能电网、智能环保、智能安防、智能医疗与智能家居九大领域。

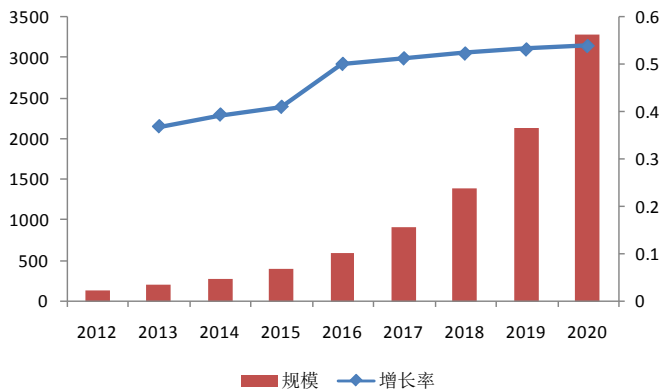
2、城镇化促进将扩大智能家居市场规模

“十二五”时期，我国积极推进城镇化进程，引导人口合理有序流动，进一步加强城市基础设施建设，提升城市综合承载能力，城镇化水平进一步提高。2012 年，我国城镇人口为 71182 万人，城镇人口比重达到 52.6%。城镇人口的增加和人民生活水平的提高，智能家居需求将进一步扩大。

3、智能家居是房地产行业的出路

近些年，国家频繁对房地产行业进行调控，房地产行业面临的阻碍逐渐增加。进行差异化营销、走精品路线将是地产商的主要出路，而智能家居在其中的作用将逐渐体现。目前，投向智能建筑工程领域的投资额约占我国建筑总投资额的 5%-10%，我国每年约新建智能建筑 4000 亿平方米，有上市企业约 20 余家。房企成行业发展主要拉动者。

图 17：智能家居市场规模



资料来源：千家网、宏源证券

中国的智能家居市场正处于快速增长阶段。根据千家网组织编写的《2012-2020 年中国·智能家居市场发展趋势及投资机会分析报告》2011 年中国智能家居市场的销售额已经达到 110 亿元人民币，2012 年这一数据为 150 亿元，而 2018 年中国智能家居市场规模将达到 1396 亿元人民币。

（三）竞争状况与公司优势

我国智能家居行业起步相对较晚。国内比较知名的产品有海尔 U-Home、清华同方的 e-Home 数字家园、科龙的“现代家居信息服务集散控制系统”、Enjoysmart 易居家庭自动化系统，引进新加坡技术的 Treasureway 宝路家庭智能化系统等。

总体而言，国内自主研发的智能家居系统并不多。智能家居市场还处于新兴阶段，没有大规模的垄断者，这有利于公司获取更多的利润空间，同时也有利于公司规模做大做强。

邦讯技术进军智能家居领域有一定优势。首先，在技术方面公司有丰富的研发经验和技术积累。经过多年积累，公司在各类无线网络产品的设计制造与系统集成方面拥有深入的技术积累。尤其是熟练掌握了 WiFi 产品的软件开发设计、硬件开发设计、生产测试等多个关键技术环节。对于开发 WiFi 智能家居产品，具有先天的技术优势。其次，邦讯技术广阔的营销渠道也将助力于智能家居业务的开展。

（四）业务盈利预测

根据公司可行性报告，本项目 2014 年为建设期，总投资将达到 3000 万元，从 2015 年以后将产生收益，预计本项目的静态回收期 2.5 年，内部收益率为 32.5%。

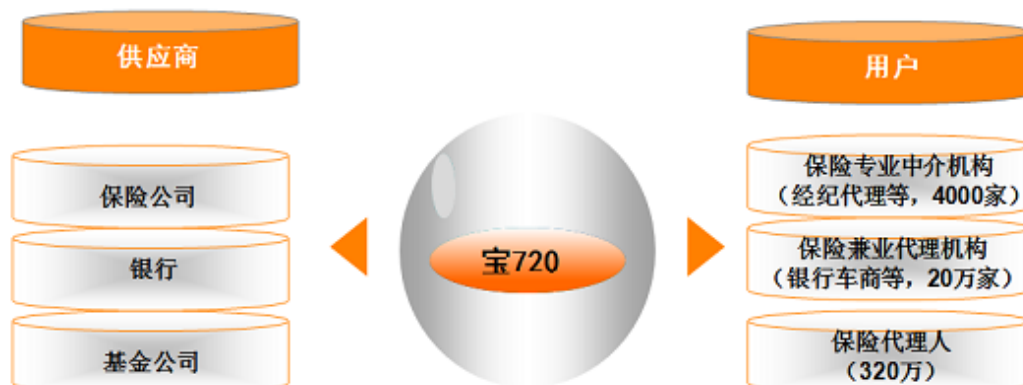
我们认为，智能家居项目与公司的网优业务，尤其是 smallcell 业务，具有很好好的协同性，公司在网优领域的积累有助于智能家居业务的发展。由于项目未进入盈利阶段，我们暂以公司披露数据为主要依据，预计该项目 2015、16 年贡献利润约在 800 万、1500 万左右。

八、成立汇金讯通网络科技，切入互联网保险

（一）业务介绍

2014 年 5 月，公司与北京成立汇金讯通网络科技有限公司，正式开展互联网保险业务。公司拟建设一个互联网金融保险独立第三方服务平台“宝 720”，旨在推动金融与互联网的融合，整合各方资源，更有效地服务市场。

图 18：“宝 720”示意



资料来源：千家网、宏源证券

“宝 720”是连接供应商与用户的渠道，其中产品供应商包括保险公司、银行、基金公司等金融机构，用户包括保险经纪公司、保险代理公司等机构客户和保险代理人、经纪人、银行客户经理等个人客户。

(二) 行业情况

1、保险行业的发展是基础

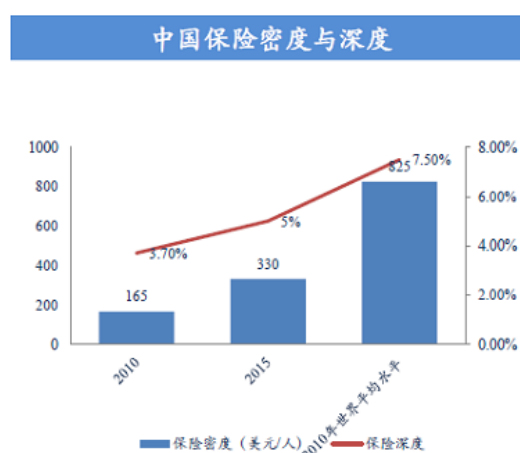
近年来，我国保险市场发展迅速，但距离发达国家相比仍有很大距离。从保险业在金融产业中的占比来看，国外包括台湾，银行、保险和证券均是各占三分之一，而大陆保险仅为 5%，证券 5%，银行高达 90%。从保险密度和保险深度来看，以 2010 年为例，我国 GDP 世界排名第 4 位，但保费收入排名仅第 6 位；世界平均保险深度为 7.5%，我国仅为 3.7%；世界平均保险密度为 825 美元，我国仅为 165 美元。

图 19：中国保险业保费收入趋势图



资料来源：宏源证券

图 20：中国保险密度与深度



资料来源：宏源证券

《中国保险业发展“十二五”规划纲要》提出，2015 年，全国保险保费收入争取达到 3 万亿元，保险深度达到 5%，保险密度达到 2100 元/人，保险业总资产争取达到 10 万

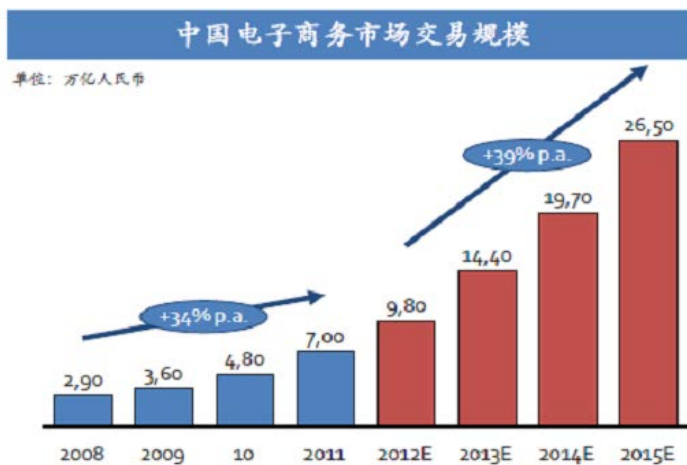
亿元。

此外，人口老龄化、家庭小型化日趋明显，遗产税、赠与税逐渐提上日程，人们对于寿险的需求也将提高。

2、互联网金融爆发是推手

互联网金融的增长是互联网保险的另一推手。随着中国网民数量的快速增长，网上消费成为主流之一，中国的电子商务规模也以每年 30% 以上的速度高速增长。

图 21：电子商务市场规模



资料来源：宏源证券

第三方支付平台在产品上的不断创新成为潮流：余额宝仅用了 8 个月的时间，规模已超过 2500 亿元，客户数超过 4900 万户，使得天弘基金靠此一举成为国内最大的基金管理公司。双十一保险销售则创造了另一奇迹：2013 年从 11 月 11 日凌晨 1 点开始，不断涌入的客户流量和保费刷新了互联网保险的纪录，1 分钟保费 700 万元，15 分钟保费 5000 万元，1 小时保费 6600 万元，7 小时 46 分 8 秒保费破亿元。

3、互联网保险优势明显

在这样的背景下，互联网保险应运而生，且体现出独特的优势。

表 8：互联网保险优势

优势	解释
客户自主性强	客户可以在线比较多家保险公司的产品，保费透明，保障权益也清晰明了，这种方式可让传统保险销售的退保率大大降低。
服务方便快捷	网上在线产品咨询、电子保单发送到邮箱等等都可以通过轻点鼠标来完成。
减少保险公司成本	通过网络可以推进传统保险业的加速发展，使险种的选择、保险计划的设计和营销等方面的费用减少。据有关数据统计，通过互联网向客户出售保单或提供服务要比传统营销方式节省 58% 至 71% 的费用。

资料来源：公开资料，宏源证券

2011 年至 2013 年，国内经营互联网保险业务的公司从 28 家上升到 60 家；保费规模从 32 亿元增长到 291 亿元，三年间增幅为 810%；投保客户数量从 816 万人增长到 5437 万人，增幅为 566%。目前互联网保险在整个保险市场当中的占比还不到 3%，与发达国家比相差甚远，互联网保险的市场前景是十分广阔的。

（三）竞争格局与公司优势

目前，互联网保险市场上有三类参与者，没有大型的垄断企业，行业内目前竞争情况并不激烈：

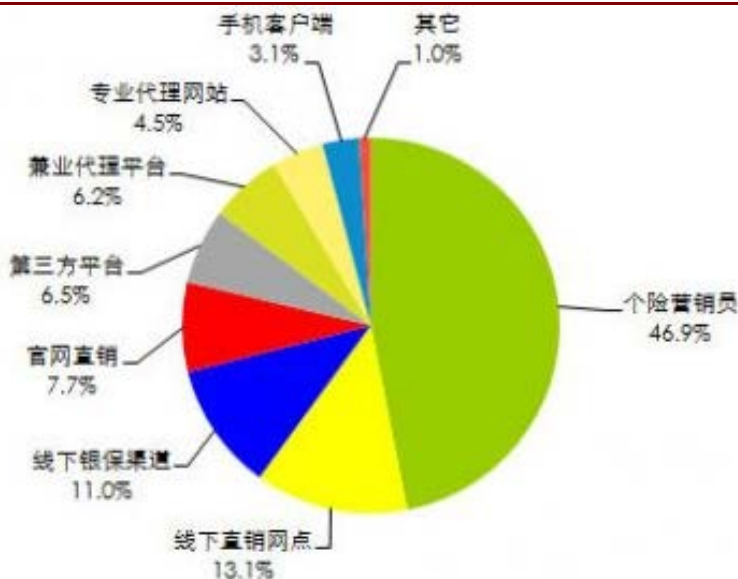
表 9：互联网保险主要参与者

种类	特点
保险公司官网直接销售	销售自家公司的产品，即“专卖店”形式，存在的问题是客户流量小，同时产品单一，客户成交量小
电子商务平台	以淘宝、京东为代表。虽然客户流量大，但只能销售简单的意外保险产品，无法为客户提供人寿保险、健康保险、信用保险的专业咨询服务，所以销售额占比较低
保险经纪或代理公司	以中民保险网、江泰保险股份有限公司、开心保网、苏宁保险销售有限公司为代表。公司保费规模有限，原因主要有：一是 B2C 模式，网上流量小，成交量低；二是非独立第三方平台，只为本公司保险代理人的业务提供服务，无法将其他保险中介机构和代理人纳入平台交易。

资料来源：项目可行性报告、宏源证券

从中国网民购买保险的渠道来看，传统的线下购买方式约占 71.4%，互联网渠道则占了 28.6%。而互联网渠道中，官网直销所占比例最高，为 7.7%。随着网民数量的进一步增长，以及互联网保险行业的进一步完善，预计传统的销售方式将进一步萎缩。

图 22：2013 年中国网民购买保险渠道



资料来源：艾瑞咨询 宏源证券

邦讯技术成立的汇金讯通网络科技有限公司属于上述中的第三类。但公司有自己的独特之处：公司是独立第三方互联网保险交易平台，可以为市场上所有的保险中介机构和个人代理人提供服务，同时产品能包括市场上各家保险公司的各种保险产品。这种 O2O 的经营模式能最大程度满足客户需求。

目前，项目仍处于建设阶段，尚不能为带来收益，预计或历史建伟 2016 年。我们认为，互联网保险的市场前景是广阔的，邦讯技术在模式上的创新有助于其顺利占领市场，实现收益。

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	zhaoan@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
		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经营范围包括证券投资咨询业务。