

卡位地铁 WiFi 超级入口，构建地铁场景移动互联网生态圈

三变科技 (002112.SZ)

推荐 首次评级

——三变科技 (002122.SZ) 深度研究报告

投资要点:

- **收购南方银谷，切入地铁 WiFi 超级入口**
公司花 28 亿大手笔收购南方银谷，互联网与电力设备业务独立运营。南方银谷运营地铁历程市占率超 7 成，上广深超一线城市独家运营，卡位地铁 WiFi 超级入口，获取原始流量和用户。公司正着力开发视频、游戏、社交等应用，开创超越 WiFi 的地铁场景移动互联网生态圈。
- **地铁互联网场景运营商——商业 WiFi 最佳入口**
地铁人流量大，智能手机使用者数量巨大；使用频繁且有规律，同时碎片时间更利于移动互联网的使用。论频次、论时长、论场景地铁 WiFi 均是最佳入口，南方银谷技术优势明显，媒体资源和内容提供能力强，携手力美传媒，完善内容布局。
- **商业变现模式清晰，国内领先的数字化媒体和互联网互动娱乐平台**
移动互联网广告是公司目前主要的收入来源。南方银谷通过数字化媒体平台开展移动互联网广告、游戏分发及联运等增值服务，逐步构建互联网互动娱乐平台并实现盈利。把握渠道优势，进军游戏分发业务，针对地铁场景，进行游戏联运。
- **传统业务保持稳健**
公司作为输变电行业中的领先者，产品范围广，技术优势明显，主营业务收入保持稳定，但随着国内外经济的疲软，行业竞争加剧。面对企业间竞争的加剧，公司通过加强新技术、新工艺的开发与研究进一步提升产品的附加值与竞争力。
- **假设并购和配套融资顺利完成，预计公司 16-18 年备考 EPS 分别为 0.28、0.52 和 0.83 元，考虑公司业务的稀缺性以及高成长性，我们认为公司合理估值为 16 年 PE 在 80-100X 左右，对应合理估值约 22.4-28 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。**
- **主要风险因素：**1. 并购审批风险；2. 业务进展不及预期；3. 竞争加剧

主要财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	928	1,258	1,561	1,940
增长率 (%)	0.50%	35.54%	24.08%	24.27%
归属母公司股东净利润 (百万元)	10	141	256	414
增长率 (%)	-42.18%	1354.27%	82.55%	61.29%
每股收益 (元)	0.05	0.28	0.52	0.83
PE	398.95	67.71	37.09	23.00

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

分析师

沈海兵

☎: (8621) 20252609

✉: shenhaibing@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514060002

特此鸣谢:

赵乃迪

☎: (8610) 66006951

✉: zhaonaidi@chinastock.com.cn

田杰华

☎: (8621) 20257805

✉: tianjiehua@chinastock.com.cn

市场数据时间 2016.6.14

A 股收盘价(元)	19.12
A 股一年内最高价(元)	26.89
A 股一年内最低价(元)	9.04
上证指数	2842.19
市净率	7.94
总股本 (亿股)	2.02
实际流通 A 股 (亿股)	1.81
流通 A 股市值(亿元)	34.60

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、全资收购南方银谷，切入地铁 WiFi 超级入口

1) 花 28 亿大手笔收购南方银谷，互联网与电力设备业务独立运行；2) 上广深超一线城市独线运营，市场占有率超 7 成；3) 利用地铁 WiFi，构建地铁场景移动互联网生态圈。

2、地铁互联网场景运营商——商业 WiFi 最佳入口

1) 地铁人流量大，智能手机使用者数量巨大；使用频繁且有规律，同时碎片时间更利于移动互联网的使用；2) 论频次、论时长、论场景地铁 WiFi 均是最佳入口；3) 南方银谷技术优势明显，媒体资源和内容提供能力强，携手力美传媒，完善内容布局。

3、商业变现模式清晰，构建领先的数字化媒体平台和互联网互动娱乐平台

1) 南方银谷通过数字化媒体平台开展移动互联网广告、游戏分发及联运等增值服务，逐步构建互联网互动娱乐平台并实现盈利；2) 移动互联网广告是公司目前主要的收入来源；3) 把握渠道优势，进军游戏分发业务，针对地铁场景，进行游戏联运。

4、传统业务保持稳健

1) 公司技术优势明显，在行业内处于领先地位，传统业务保持稳定盈利；2) 面对企业间竞争的加剧，公司通过加强新技术、新工艺的开发与研究进一步提升产品的附加值与竞争力。

我们与市场不同的观点：

市场认为公司的 Wi-Fi 网络技术有被替代的风险，对未来的盈利能力存有疑虑。我们认为，公司的 Wi-Fi 网络技术壁垒高，被替代风险小，已经完成上海地铁市场的卡位，未来也将是全国市场龙头企业。公司的盈利模式从移动互联网广告到游戏都已经开始体现，未来变现模式会不断丰富。

估值与投资建议：

公司收购南方银谷，切入地铁 WiFi 超级入口，构建地铁场景移动互联网生态圈，通过移动互联网和游戏分发联运打造国内领先的数字化媒体平台与互联网互动娱乐平台；同时传统业务保持稳定盈利，内生与外延相结合，业绩有望快速增长。假设并购和配套融资顺利完成，预计公司 16-18 年备考 EPS 分别为 0.28、0.52 和 0.83 元，考虑公司业务的稀缺性以及高成长性，我们认为公司合理估值为 16 年 PE 在 80-100X 左右，对应合理估值 22.4-28 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

地铁 WiFi 市场占有率增长；移动互联网广告和游戏分发联运业务增长等。

主要风险因素：

(1) 并购审批风险；(2) 业务进展不及预期；(3) 传统行业竞争加剧。

目录

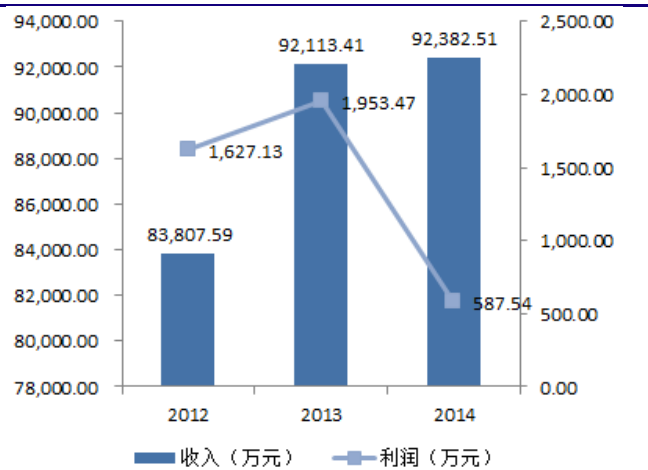
一、100%收购南方银谷，切入地铁WiFi 超级入口	3
(一) 28 亿大手笔收购南方银谷，上市公司实际控制人变为卢旭日	3
(二) 独家运营全国 70%地铁里程，卡位地铁 WiFi 超级入口	4
(三) 超越 WiFi，构建地铁场景移动互联网生态圈	6
二、地铁互联网场景运营商——商业 WiFi 最佳入口	8
(一) 为什么是地铁 WiFi？论频次、论时长、论场景均是最佳入口	8
(二) 为什么是南方银谷？论技术、论专注，先发优势已确立	10
三、商业模式：国内领先的数字化媒体平台与互联网互动娱乐平台	12
(一) 数字化媒体平台之一：移动互联网广告	12
(二) 数字化媒体平台之二：游戏分发与联运	14
(三) 互联网互动娱乐平台：在地、在线、在云端	15
四、传统行业保持稳健	16
(一) 公司技术优势明显，传统业务保持稳定盈利	16
(二) 行业价格竞争激烈，增长弹性较少	17
五、盈利预测与投资建议	18
插图目录	19
表格目录	19

一、100%收购南方银谷，切入地铁 WiFi 超级入口

(一) 28 亿大手笔收购南方银谷，上市公司实际控制人变为卢旭日

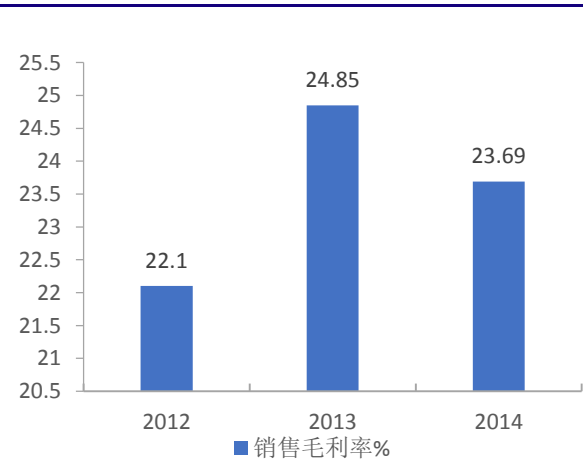
原有电力设备制造业务需求萎缩，经营业绩增长停滞，保持平稳。公司的主营业务为输变电设备制造，近三年业务相对稳定，2012 年、2013 年、2014 年实现营业收入分别为 83,807.59 万元、92,113.41 万元、92,382.51 万元；近几年由于国内经济增速放缓，电力建设投资增速下降，风力发电等领域由于产能过剩导致需求有所萎缩、行业产能过剩，对产品的价格形成了制约，近三年实现的归属于上市公司股东的净利润 587.54 万元、1,953.47 万元、1,670.97 万元。

图 1：三变科技近三年收入与利润



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部整理

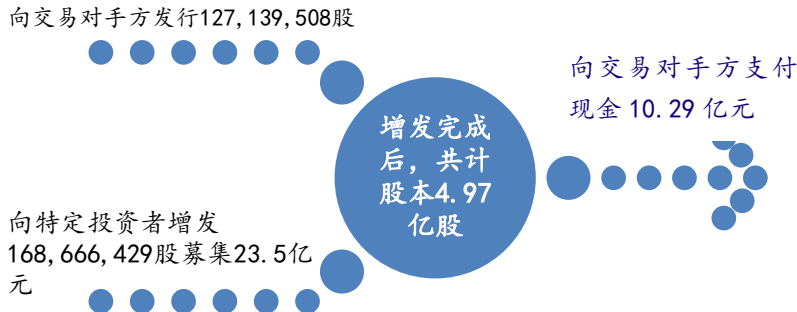
图 2：三变科技近三年销售毛利率



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部整理

公司 28 亿大手笔收购南方银谷。本次交易方案由发行股份及支付现金购买资产、发行股份募集配套资金两部分构成。三变科技拟发行股份及支付现金购买周发展、奇虎三六零、海富恒顺、光启松禾、周成栋、周汉宇、陈钦。为完成本次交易，三变科技需向交易对方发行股份共计 127,139,508 股，并支付现金共计 102,894.66 万元，合计支付对价总额为 280,000 万元。发行股份购买资产的股票发行价格为 13.93 元/股。同时，向华旗定增一期、正德管理、中欧景鑫 10 号、顾秀娟、廖针隆、戴海永、程中良、毅木定增 2 号、君彤旭璟等 9 位特定投资者非公开发行股份 168,666,429 股，配套募集资金总额不超过 234,952.34 万元，配套募集资金比例为 83.91%(配套募集资金额/标的资产交易价格)，不超过拟购买资产交易价格的 100%。配套募集资金中有 25,000 万元拟用于补充上市公司流动资金，不超过本次交易作价的 25%。

图 3：本次交易结构图



资料来源：中国银河证券研究部

并购后卢旭日为实际控制人，互联网与电力设备业务独立运行。本次交易前，上市公司的控股股东为三变集团，持有上市公司 15.26%的股权，实际控制人为三门县人民政府，属于国有控股。本次交易完成后，卢旭日及其控制的正德管理将持有上市公司 17.38%的股权，周发展及其一致行动人周成栋合计持有上市公司 12.67%的股权，三变集团持有上市公司 6.19%的股权。卢旭日直接及间接（通过其控制的正德管理）控制三变科技 17.38%的股份表决权，为控制三变科技表决权比例最高的股东。互联网业务和电力设备业务将保持独立运营。

表 1：南方银谷历史融资的估值水平

增资时间	增资方	公司估值(增资前)(万元)
2013年4月	光启松禾、昆山分享	6,000.00
2014年2月	奇虎三六零	72,000.00
2014年6月	周发展、光启松禾、奇虎三六零、许丽红、周成栋、 罗雷、陈钦奇、昆山分享、廖凯、汤爱民	80,000.00
2014年11月	海富恒顺、奇虎三六零	120,000.00

资料来源：公司公告，银河证券研究部整理

南方银谷拥有 4 家全资子公司：花生科技、深圳银谷、上海南方银谷、秀屏科技；3 家控股子公司：国信银谷、深圳视博威、成都西方银谷；1 家参股公司：上海东方银谷。其全资子公司花生科技拥有 2 家控股子公司：广州银谷和花生谷。控股子公司深圳视博威拥有 1 家控股子公司：广东电视地铁，广东电视地铁拥有 1 家参股公司：广州地铁电视。

（二）独家运营全国 70%地铁里程，卡位地铁 WiFi 超级入口

在地铁 Wi-Fi 网络建设方面，先发优势明显。南方银谷自 2012 年开始 MMIS 的研发，是国内较早攻克地铁内建设 Wi-Fi 系统与地铁 CBTC 系统的信号干扰问题的公司，也是国内首家在地铁内建设 Wi-Fi 系统并成功运营的公司。南方银谷自主研发了适应地铁密集人群接入的车地大宽带通讯系统，实现在全地铁场景内为用户提供高速、快捷、稳定的免费 Wi-Fi 上网服务。通过不断的技术积累和创新，南方银谷已在全国 20 个开通地铁的城市中取得 7 个城市地铁 Wi-Fi 网络建设和运营独家合作权，运营里程合计 1,082 公里，占 2014 年底全国 2,361 公里

的运营总线路的 45.83%。南方银谷地铁 Wi-Fi 网络建设不仅覆盖上海、广州、深圳全国一线城市，还延伸至武汉、昆明、青岛、贵阳等城市。截至 2016 年 1 月 11 日，上海地铁 1、4、6、7、8、13 号线一期全场景 8（包括站厅、站台、列车），以及上海地铁 2、3、9、10、12 号线一期的站厅和站台已开通地铁免费 Wi-Fi，并处于地铁 Wi-Fi 试运营阶段。南方银谷与地铁公司合作的移动互联网项目均为独家合作，具有排他性。在取得合作权的城市，南方银谷将成为唯一一家为地铁大流量乘客提供地铁场景内 Wi-Fi 接入并开展地铁移动互联网场景运营的公司。

运营地铁里程市占率超 7 成，上广深超一线城市独家运营。中国地铁已经运营中的 2200 公里，南方银谷已经完成合约覆盖 1500 公里，接近总里程的 70%。北上广深超一线城市中，除北京之外，已经是其他三地地铁的 Wi-Fi 独家运营商，占 75% 的市场份额，2016 年公司的资源标的为北京、天津、西安、南昌、杭州、成都六大城市，预计今年的市场份额达到 80%。公司的广告收入、游戏分发为主要业务，北上广深最具运营价值。

图 4：公司业务覆盖



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部整理

与地铁公司签约期限 10-15 年，被替换风险低，成本可控。南方银谷与各地的地铁公司签订战略合作协议，支付给地铁公司资源使用费和设备使用费等，独家投资建设及运营地铁移动互联网系统，建成后南方银谷拥有地铁移动互联网系统完整的产权和运营权，成为地铁移动互联网唯一运营商。

图 5：公司合同系列



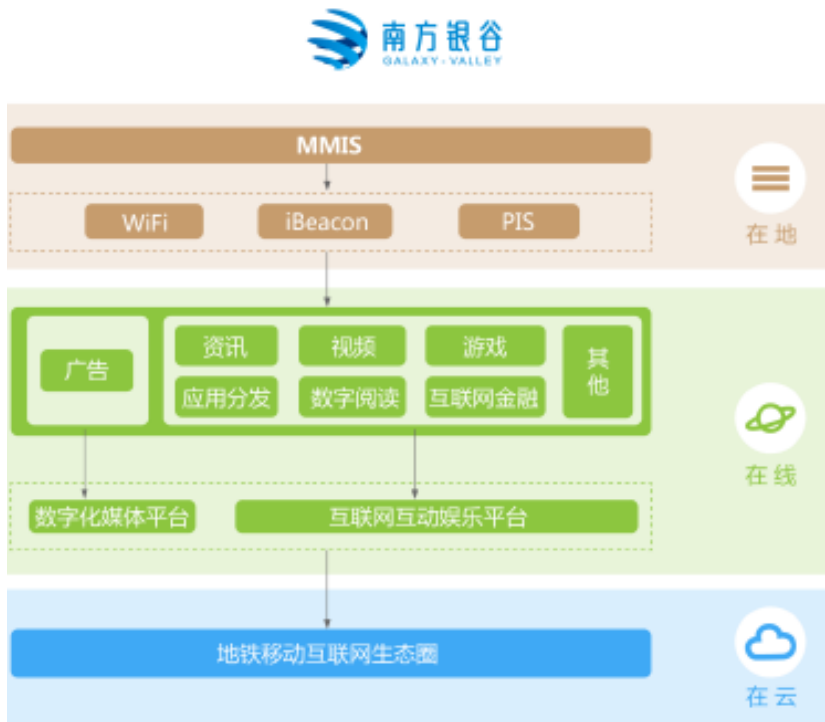
各城市10-15年
地铁移动互联业务独家运营权

资料来源：公司官网，中国银河证券研究部整理

（三）超越 WiFi，构建地铁场景移动互联网生态圈

南方银谷从 WiFi 作为入口，获取原始流量和用户。公司正着力开发视频、游戏、社交等应用，开创超越 WiFi 的，地铁场景移动互联网生态圈，同时，力图提高用户离开地铁后对 App 的粘性。南方银谷是国内领先的地铁互联网场景运营商，基于在地铁全场景（包括站厅、站台、车厢）构建的 Wi-Fi、iBeacon 系统（iBeacon 是苹果公司 2013 年 9 月发布的移动设备用 OS（iOS7）上配备的新功能。其工作方式是，配备有低功耗蓝牙（BLE）通信功能的设备使用 BLE 技术向周围发送自己特有的 ID，接收到该 ID 的应用软件会根据该 ID 采取一些行动。比如，在店铺里设置 iBeacon 通信模块的话，便可让 iPhone 和 iPad 上运行一资讯告知服务器，或者由服务器向顾客发送折扣券及进店积分。）及 PIS 系统（Passenger Information System，简称 PIS，是地铁里为乘客提供各类资讯的服务系统），力图创造国内领先的“在地（地铁）、在线（即时在线）、在云（云端）”的地铁场景移动互联网生态圈，致力打造国内领先的数字化媒体平台与互联网互动娱乐平台。

图 6：公司产品系列



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部整理

地铁场景移动互联网生态圈将从地铁用户的需求出发，打造数字化媒体平台。该平台以“花生地铁 Wi-Fi”等产品为载体，不仅实现地铁乘客免费 Wi-Fi 网络连接功能，还同时提供资讯、游戏、小说、优惠活动及商品等及时丰富的信息内容。在地铁免费 Wi-Fi 服务积累用户的同时，南方银谷通过数字化媒体平台开展移动互联网广告、游戏分发及联运等增值服务，逐步构建互联网互动娱乐平台并实现盈利。南方银谷与北京力美广告有限公司、广州宇都广告有限公司、润亚（上海）广告传播有限公司等 10 多家公司签订了互联网广告业务的合作协议，已与北京盖娅互娱网络科技股份有限公司（NEEQ 430181）签订了游戏分发及联运合作协议。此外，未来随着地铁 Wi-Fi 网络全面运营，南方银谷将地铁 Wi-Fi 网络系统服务功能与地铁数字化运营管理所需要的视频监控、车辆数据和运营信息上传下发功能相结合，为地铁乘客提供“到站提醒”等地铁综合信息服务。

图 7：公司产品系列



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部整理

图 8：移动互联网生态圈示意图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部整理

二、地铁互联网场景运营商——商业 WiFi 最佳入口

(一) 为什么是地铁 WiFi？论频次、论时长、论场景均是最佳入口

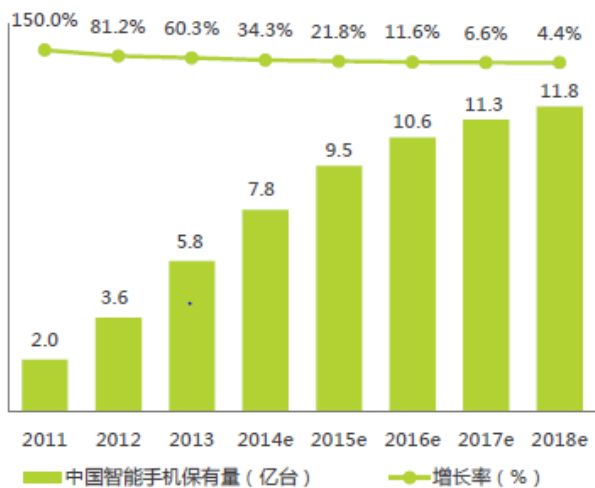
地铁 WiFi 所属“商业 WiFi”行业，商业 WiFi 还包括：机场 WiFi、商场 WiFi、公交 WiFi、高铁 WiFi 等，地铁 WiFi 相比其他场景优势都比较明显。地铁人流量大，智能手机使用者数量巨大；行驶稳定，便于使用手机；作为上下班的出行工具，使用频繁且有规律，同时碎片时间更利于移动互联网的使用。

表 2：地铁 WiFi 与其他商业 WiFi 对比

对比场景	场景分析	地铁 WiFi 对比
机场 WiFi	1、多家运营、竞争混乱、体验较差。 2、3g、4g 覆盖良好，替代性强	1、独家运营，信号强劲稳定。 2、3g、4g 覆盖不足，人口密度过大，WiFi 带宽大。
商场 WiFi	1、3g、4g 覆盖良好，替代性强。 2、吃饭、逛街，碎片时间较少。	1、碎片时间多
高铁 WiFi	1、WiFi 铺设成本高，技术难	1、地铁相对建设成本较低

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 9：我国智能手机发展情况及预测



资料来源：互联网，中国银河证券研究部整理

图 10：地铁内使用手机现状



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部整理

论频次：地铁作为城市公共交通的主干线，具有乘坐舒适、方便快捷、经济实惠的特点。特别是在城市拥堵、地铁网络密布的超一线城市，地铁总是人满为患。由于乘坐地铁时人们的碎片时间充足，大多数人会频繁的查看手机以消除无聊的等待时间。

论时长：数据显示，上海地铁峰值能达到日载旅客 1300 万人次，人们单次乘坐地铁时间约为 52 分钟，鉴于地铁较为平稳的行驶，大多数人会在行驶中使用智能手机，平均使用智能手机的时长已达 45 分钟。

论场景：假设一个人每天上下班坐地铁往返 40 分钟，而每天去便利店、书店、买咖啡时间比较分散，加起来也是 40 分钟，在有同样 WiFi 接入条件下，他在地铁上接入 WiFi 的习惯必然更容易培养，在地铁 WiFi 上花时间将更长。相比于其他的应用场景，地铁具有天然的大用户量、高粘性、重复使用度高的特点。这种特点，能够帮助培养用户的使用习惯，形成有效的流量。

(二) 为什么是南方银谷？论技术、论专注，先发优势已确立

地铁 WiFi 作为一个移动互联网“运营高级”的超级路口，对于互联网人来说并不难发现，我们分析认为，做成地铁 WiFi 运营商有以下几个难点：

1、技术难点。2、地铁合作难点。3、媒体、内容平台。

本节将重点探讨南方银谷在几个难点问题的积累和解决途径。关于变现模式，将在下一章重点讨论。

论技术：

南方银谷解决了信道干扰、车地大宽带连接、密集终端同步接入等技术难点，同时已建成并运营了上海地铁这样的超大规模 WiFi 网络，具备相当的技术能力和运营水平。在地铁内铺设 Wi-Fi 是世界性难题，需要解决三大问题，南方银谷在多年的积累逐步克服了这些难题：

- 解决 Wi-Fi 与 CBTC 信号干扰问题的技术：通过覆盖信号控制技术控制电磁波来控制 Wi-Fi 信号的传播方向和范围彻底解决地铁环境中 Wi-Fi 与 CBTC 信号的干扰问题。
- “车地大宽带连接”技术：全球首创“车地大宽带连接”技术解决了列车高速行进中“车地带宽连接”问题和地铁隧道内复杂信号等种种问题，保证了网络的高速顺畅。
- 密集终端同步接入技术：解决了百万级用户密集终端的同步接入问题，有效整合地铁人群的碎片时间，为地铁上密集手持智能终端用户提供最个性化的增值服务、最及时的在线服务。

图 11：主要城市地铁现阶段发展情况



- 深圳地铁：作为全国首家在地铁做 Wi-Fi 运营的企业，公司解决了地铁 CBTC 控制系统与 Wi-Fi 信号的干扰问题，成功在地铁内全环境覆盖了 Wi-Fi 网络。
- 上海地铁：依托在深圳丰富的运营经验，公司在目前全球线路最长的上海地铁，采用车地连接、大宽带接入的全新技术和运营方式，铺设了全球地铁中最快的千兆 Wi-Fi 网络，建成全球最大城域网，解决了高速接入的问题。
- 昆明地铁：公司在多年的技术积累下，不但解决了地铁隧道恶劣环境中的运维问题，还进一步拓宽了设备的接入量，解决了密集终端的同步介入问题。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

论与地铁的合作：

花生地铁 Wi-Fi 用户超千万，月复合增长率高达 115.16%。2015 年 3 月，南方银谷开通上海地铁 13 号线一期全线路（包括站厅、站台和列车）的免费 Wi-Fi 网络，自此开始了 MMSI 网络测试和试运营。2015 年 9 月，南方银谷逐步开通上海地铁 1、2、3、4、6、7、8、9 和 10 号线站厅和站台的免费 Wi-Fi 网络。截至 2016 年 1 月 11 日，上海地铁 1、4、6、7、8、13 号线一期全场景（包括站厅、站台、列车），以及上海地铁 2、3、9、10、12 号线一期的站厅和站台已开通地铁免费 Wi-Fi，处于地铁 Wi-Fi 试运营阶段。经过半年多的试运营，上海地铁 Wi-Fi 连网用户增长迅速，2015 年 4 月末“花生地铁 Wi-Fi”用户数量为 22,488 人，截至 2015 年末已达 10,330,487 人，月复合增长率达 115.16%。

表 3：南方银谷与地铁公司合作情况

公司名称	合作期限	合作地铁线路	计费方式
上海申通地铁资产管理运营有限公司	2013/11/1-2023/10/31	目前合作地铁路线有一、二、三、四、五、六、七、八、九、十、十一、十三号线和 2013 年 1 月 1 日以后至 2023 年 10 月 31 日开通的新线路和列车。	自系统开通之日起计，开通运营的标志为双方签字的确认单为准。2013-2018 年资源使用费：每站每年 50,000 元；2019-2023 资源使用费：在每站每年 50,000 元基础上递增，其中 2019 年增长率按照前五年（2014 年-2018 年）客流增长率的均值计取，2020 年-2023 年增长率按前一年的客流增长率计取，若不增长，则当年增长率为 0
广州市地下铁道总公司	2015/1/20-2030/1/19	目前合作地铁路线有。已开通的一、二、三、四、五、八号线、APM 线、六号线一期以及延长线和 2018 年前开通的六号线二期、七号线一期、九号线一期、十一号线、十三号线首期、十四号线一期、二十一号线、知识城线，以及合作期内广州新建成开通的其它所有地铁线路。	费用开始计算时间为自经营期开始时（2017 年 4 月 20 日）。计费方式以资源使用费（逐年递增）、设备使用费（逐年递增）、项目公司净利润 50%
深圳市地铁集团有限公司	2012/4/1-2022/3/40	目前合作地铁路线有罗宝线、蛇口线、环中线（即 1、2、5 号线）。费用开始计算时间为车站：2014/1/1 起，车辆：	2015/1/1 起。计费方式以 AP 数计算租金，每个 AP 每年 500 元（含税）；从 2016 年 1 月 1 日开始，单价年增长率 5%

资料来源：公司官网，中国银河证券研究部整理

论媒体资源和内容提供能力：

地铁覆盖 Wi-Fi 后，南方银谷通过 Wi-Fi 依托的产品、资源整合的 O2O 场景等方式创造价值，同时通过 Wi-Fi 定位功能以及大数据分析，提供精准的信息推送以及地铁出行服务。不难想象，未来随着地铁 Wi-Fi 网络全面运营，乘客可以通过终端实现在线购买，下车出站时就能直接提货，这种 O2O 的实现形式，能更好地整合地铁周边的资源，也能更好地服务于乘客，或许以后一个早餐都能通过在线购买。此外，南方银谷将地铁 Wi-Fi 网络系统服务功能与地铁数字化运营管理所需要的视频监控、车辆数据和运营信息上传下发功能相结合，为地铁乘客提供“到站提醒”等地铁综合信息服务。

携手力美传媒，完善内容布局。2015 年 12 月，南方银谷正式与力美传媒合作，将地铁

Wi-Fi 的流量资源与力美传媒的基于大数据的移动营销能力整合在一起，以移动广告网络、移动 DSP、自媒体社群和视频娱乐为核心进行全方位的业务布局，共同构建立体式移动程序化的内容平台。

图 12：南方银谷合作品牌



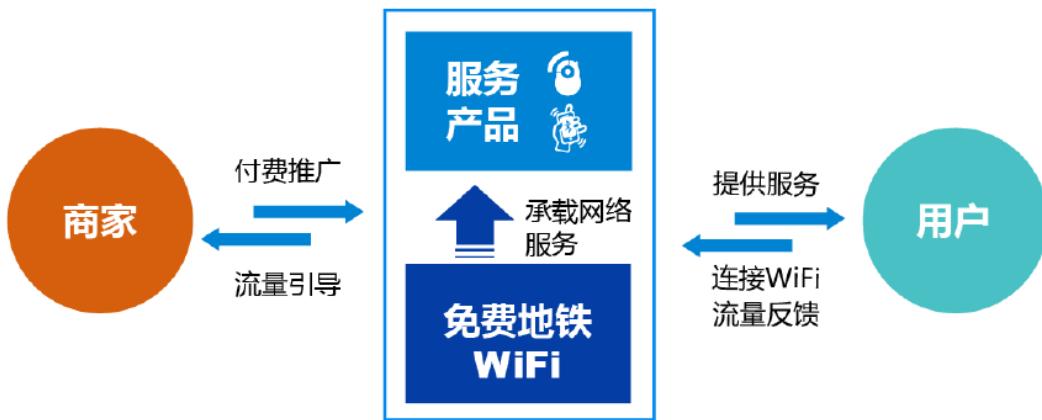
资料来源：公司官网，中国银河证券研究部整理

三、商业模式：国内领先的数字化媒体平台与互联网互动娱乐平台

(一) 数字化媒体平台之一：移动互联网广告

公司通过免费为用户提供 Wi-Fi 网络接入，满足其在地铁场景中高速、快捷、稳定上网需求，获得大量客户流量。南方银谷服务的对象可分为用户和客户两个范畴，其中用户是使用地铁免费 Wi-Fi 的地铁乘客，客户是利用移动互联网平台进行自身推广，并支付报酬的各类在地铁场景中进行互联网产品投放的公司。南方银谷在构建地铁移动互联网系统的基础上，为用户提供地铁免费 Wi-Fi 上网服务，以及网址导航、游戏、视频、资讯等全面的互联网服务，同时为客户提供互联网广告、游戏分发及联运等增值服务。

图 11：2011-2015 年智能硬件行业投资额及投资次数



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部整理

移动互联网广告是公司目前主要的收入来源。南方银谷通过数字化媒体平台开展移动互联网广告、游戏分发及联运等增值服务，逐步构建互联网互动娱乐平台并实现盈利。日前，南方银谷与北京力美广告有限公司、广州宇都广告有限公司、润亚（上海）广告传播有限公司等 10 多家公司签订了互联网广告业务的合作协议，已与北京盖娅互娱网络科技有限公司（NEEQ 430181）签订了游戏分发及联运合作协议。

图 12：银行智能服务机器人与普通员工对比



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部整理

南方银谷能够有效控制移动互联网广告服务成本，研究用户行为习惯，分析用户偏好、地区偏好、用户属性等信息，提供有针对性的广告投放策略，从而最大限度提升广告价值，有利于广告主精准匹配到最佳的推广人群。①直接推送。南方银谷以“花生地铁 Wi-Fi”等产品为载体，直接将广告主（包括行业广告主和品牌广告主）和广告商的广告内容，呈现在消费者面前。②场景化 LBS 投放。南方银谷的移动互联网广告服务因其基于地铁 Wi-Fi 覆盖的特性，

和传统互联网广告相比，具有按地理位置（LBS）场景化投放广告的优势。MMIS 系统中的数据中心子系统能对地铁 Wi-Fi 网络中的客流按地铁线路、站点、站内位置进行区分，将广告在准确的场景位置投放到目标消费群，从而实现精准、高效的广告投放。目前，南方银谷场景化 LBS 投放广告形式尚处于起步阶段。③千人千面。千人千面的广告原理是应用大数据的精细分析，针对不同用户推送不同广告的一种广告形式。基于广告发布后台和数据监测系统较强的数据抓取、监测和分析能力和服务器较大的数据承载量，南方银谷能对每台终端设备在广告位及相关页面中的行为数据进行归类、分析，对上网习惯及兴趣需求等特征贴上对应的标签，然后以 HTTP 推送等形式推送最合适的广告素材。从广告展现的角度而言，每个用户会基于自身所处场景和需求阶段的不同看到不同的广告，此外，同一个广告可以有多种素材形式，用于不同用户的推送。目前，南方银谷千人千面广告形式尚处于起步阶段。

（二）数字化媒体平台之二：游戏分发与联运

把握渠道优势，进军游戏分发业务。游戏分发是应用分发的一部分，应用分发是指为苹果或安卓系统的 APP 应用软件提供下载平台服务，即提供 APP 应用软件的销售渠道，其中提供的游戏 APP 下载服务即游戏分发。“花生地铁 Wi-Fi”产品设有专门的游戏频道，提供各种热门游戏 APP 的下载链接供游戏玩家主动下载。南方银谷进行游戏分发的业务模式是，与游戏开发商、游戏应用平台进行合作以获得游戏资源，根据游戏行业精品游戏占据市场较高份额的特征，南方银谷主要自游戏开发商引进精品游戏，进行点对点战略合作以实现共赢。

图 13：银行智能服务机器人与普通员工对比



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部整理

针对地铁场景，进行游戏联运。游戏联运指网络游戏研发厂商，以合作分成的方式将产品嫁接到其他合作平台之上运营，即研发厂商提供游戏客户端、游戏更新包、充值系统、客服系统等必要资源，合作平台提供平台租用权、广告位等资源进行合作运营，双方按约定比例进行游戏运营收入分成。南方银谷进行游戏联运的业务模式是，与游戏开发商、游戏应用平台进

行联运合作，根据南方银谷收取的游戏频道运营净收入按约定比例分成。目前，南方银谷已与北京盖娅互娱网络科技有限公司（NEEQ 430181）签订合作协议。

（三）互联网互动娱乐平台：在地、在线、在云端

在地铁免费 Wi-Fi 服务积累用户的同时，南方银谷通过数字化媒体平台开展移动互联网广告、游戏分发及联运等增值服务，逐步构建互联网互动娱乐平台并实现盈利。南方银谷作为国内领先的地铁互联网场景运营商，基于在地铁全场景（包括站厅、站台、车厢）构建的 Wi-Fi、iBeacon 系统及 PIS 系统，力图创造国内领先的“在地（地铁）、在线（即时在线）、在云（云端）”的地铁场景移动互联网生态圈，致力打造国内领先的互联网互动娱乐平台。

图 16：花生 WiFi “摇一摇”系统



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部整理

基于 iBeacon 技术，加速构建移动互联网闭环生态圈。iBeacon 通过低功耗蓝牙技术发射广播信号，在 iBeacon 基站附近可以创建一个信号区域，当接收设备（智能手机、平板电脑等移动终端）进入该区域时，通过能够安置在任何物体中的 iBeacon 低功耗蓝牙基站，用户便能使用具有 iBeacon 功能的移动设备与应用方、即线下商户进行互动。南方银谷基于此推出的地铁“摇一摇”业务，通过抽奖、发红包等游戏形式，使用户获得商户提供的个性化的内容服务。

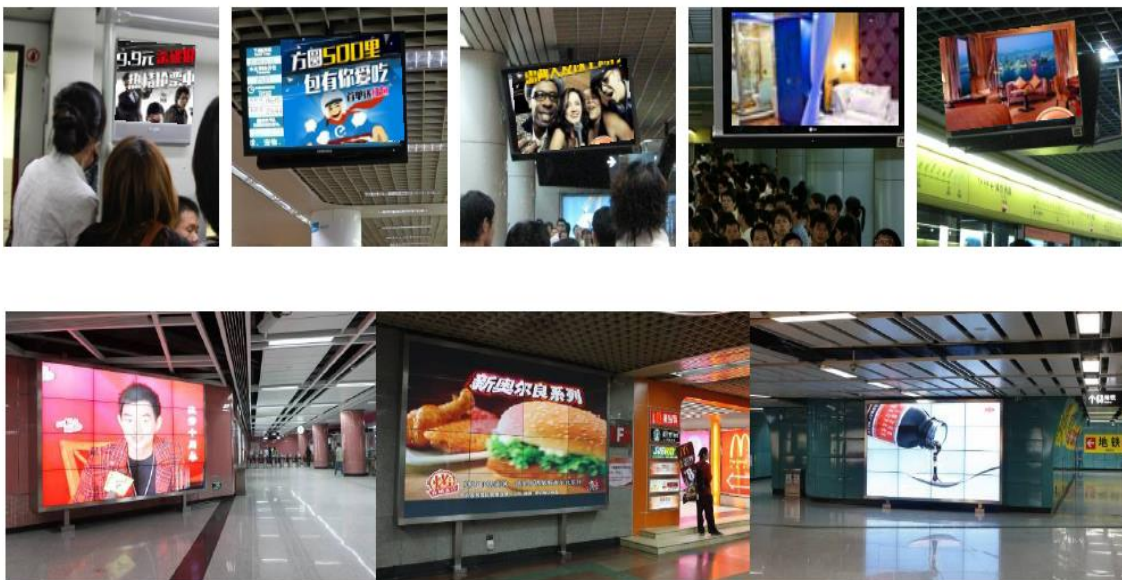
图 17: 互动抽红包应用



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究部整理

与地铁公司积极合作, 推进 PIS 项目运营。PIS 系统是指地铁运营商采用成熟可靠的网络技术和多媒体传输、显示技术, 在指定的时间, 将指定的信息显示给指定的人群。地铁中原有的 PIS 系统只是在显示屏中向乘客展示轨交状态、换乘须知等信息, 因为不好看, 看的人少, 造成了资源的大量浪费。南方银谷的业务模式是联手线下商家, 针对地理位置信息 (LBS), 向乘客推送附近的广告, 折扣和广告等。

图 14: 公司 PIS 项目部分应用



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究部整理

四、传统行业保持稳健

(一) 公司技术优势明显, 传统业务保持稳定盈利

输变电行业中的领先者，产品范围广，主营业务收入保持稳定。主要产品有 500kV 及以下油浸式电力变压器、树脂绝缘和 H 级浸渍干式变压器等 12 大类 1600 多个规格品种。2014 年公司营业收入为 9.24 亿元，同比增长 0.29%，该收入主要由油浸变压器（4.23 亿），组合式变压器（3.72 亿），干式变压器（1.06 亿）三个部分组成。2015 年公司营业收入为 9.31 亿元，同比增长 0.72%。2014 年归母公司净利润 1066 万元。2015 年归母公司净利润 1671 万元。

公司已获取 64 项国家专利，企业研究院被列为浙江省省级企业研究院，技术优势明显。公司参加了国家、行业 10 个标准的修订工作，形成企业标准 6 项，被公司企业研究院被列为浙江省省级企业研究院，具有 500kV 及以下电力变压器的研究开发能力，并围绕节能化、环保型、高性能方向开展项目研究。使其产品拥有“低损耗、低噪声、低局放、高抗短路能力”的技术特点。

“浙江省方圆变压器质量检测中心”在公司落户，使其能独立对外开展试验检测业务，承担第三方公正性检验。公司具有二级计量保证能力。前后投入 9000 多万元从德国、美国、日本等国引进大批生产和检测关键设备，如德国乔格公司引进的铁心剪切生产线和西安启源公司的 20t 立绕机，芬兰 SOLVING 公司引进的 280t 气垫车，美国 A/G 公司的卷铁心生产线，瑞士泰迪斯公司的局放测试系统，美国尼可罗公司的高压脉冲波型分析系统等。

图 19：公司主营的三类变压器



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部整理

（二）行业价格竞争激烈，增长弹性较少

受国内外经济疲软行业，产能过剩影响，输变电行业受基础建设投资增速下降，价格竞争激烈。从整个市场情况来看，我国输配电设备行业内企业数量众多，行业市场集中度较低。超特高压等级由于技术壁垒、行业准入和资金门槛的限制，行业竞争呈现几大寡头充分竞争的格局。中低压产品市场企业间竞争非常激烈。随着近年来国家电网和南方电网普遍采用集中招标采购，行业集中度不断提高，各厂家之间价格竞争更加激烈，并且大型跨国集团也加大了中

国市场拓展力度，导致行业竞争格局更趋于复杂化。

面对企业间竞争的加剧，公司通过加强新技术、新工艺的开发与研究进一步提升产品的附加值与竞争力。包含几个方面：1 完成变频干式变压器、铁道牵引变压器、地铁牵引干变的产品鉴定。2 针对当前城网主变的发展要求，开展主变降噪等性能优化的研究开发。3 推进产品标准化、通用化、节材等优化改进，完成风电、太阳能组合式箱变等优化设计。4 从降低劳动强度、提供产品质量和作业效率、缩短生产周期等方面做出工艺改进。

五、盈利预测与投资建议

公司收购南方银谷，切入地铁 WiFi 超级入口，构建地铁场景移动互联网生态圈，通过移动互联网和游戏分发联运打造国内领先的数字化媒体平台与互联网互动娱乐平台；同时传统业务保持稳定盈利，内生与外延相结合，业绩有望快速增长。假设并购和配套融资顺利完成，预计公司 16-18 年备考 EPS 分别为 0.28、0.52 和 0.83 元，考虑公司业务的稀缺性以及高成长性，我们认为公司合理估值为 16 年 PE 在 80-100X 左右，对应合理估值约 22.4-28 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表：利润表

项目（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	928	1,258	1,561	1,940
减：营业成本	726	748	778	816
营业税金及附加	5	6	8	10
销售费用	90	138	203	262
管理费用	65	138	219	281
财务费用	23	25	10	5
资产减值损失	16	20	25	30
加：投资收益	4	0	0	0
二、营业利润	6	182	319	536
加：营业外收支净额	4	8	10	12
三、利润总额	10	190	329	548
减：所得税费用	0	34	66	126
四、净利润	10	156	263	422
归属于母公司的利润	10	141	256	414
五、基本每股收益（元）	0.05	0.28	0.52	0.83

资料来源：wind，中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 三变科技近三年收入与利润.....	4
图 2: 三变科技近三年销售毛利率.....	4
图 3: 本次交易结构图.....	5
图 4: 公司业务覆盖.....	6
图 5: 公司合同系列.....	7
图 6: 公司产品系列.....	8
图 7: 公司产品系列.....	8
图 8: 移动互联网生态圈示意图.....	8
图 9: 我国智能手机发展情况及预测.....	9
图 10: 地铁内使用手机现状.....	9
图 11: 主要城市地铁现阶段发展情况.....	10
图 12: 南方银谷合作品牌.....	12
图 13: 2011-2015 年智能硬件行业投资额及投资次数.....	13
图 14: 银行智能服务机器人与普通员工对比.....	14
图 15: 银行智能服务机器人与普通员工对比.....	15
图 16: 花生 WiFi “摇一摇”系统.....	16
图 17: 互动抽红包应用.....	16
图 18: 公司 PIS 项目部分应用.....	16
图 19: 公司主营的三类变压器.....	18

表格目录

表 1: 南方银谷历次融资的估值水平.....	4
表 2: 地铁 WiFi 与其他商业 WiFi 对比.....	10
表 3: 南方银谷与地铁公司合作情况.....	12

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

沈海兵，计算机行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn