



证券研究报告·上市公司深度

新三板

物联网通信设备龙头，下游应用空间巨大

映翰通（430642）

公司主营物联网通信产品，15-1H16 业绩爆发

公司主要从事机器网络通信（M2M）设备和解决方案；主要产品包括工业 3G/4G 路由器、GPRS 数据终端、以太网工业交换机、安卓工控机等通信联网产品，以及设备远程维护监控系统、售货机系统、配电网线路状态监测系统解决方案等。

公司营业收入在 2015 年和 2016 上半年同比增长率分别达到 64.47% 和 106.09%，核心原因在于下游需求放量和海外拓展。公司收入占比最高的配网和充电桩领域受益政策推动，自动售货机领域下游快速增长，公司运营系统随之放量，同时海外市场 2015 年收入 1930.40 万元，同比增长达 238.31%。

工业物联网发展迅速，感知+网络层率先受益

据 IDC 预测全球物联网市场将从 2014 年的 6558 亿美元到 2020 年突破 1.7 万亿美元；而赛迪预测国内物联网市场有望在 2020 年突破 1.8 万亿元，CAGR 超过 19%。

工业物联网核心驱动力在于技术升级和应用场景开发。2015 年以来，包括 INTEL、高通、三星、Avago、Google 等巨头均发力内生芯片/平台产品开发+并购整合，促进了技术升级的加速。而应用场景在安防、交通等领域日趋成熟，但部分领域仍有空白。

物联网架构由感知层、网络层和应用层组成，底层设备率先受益下游行业龙头的应用层开发而快速发展。

垂直行业优化成为核心壁垒

物联网通信设备主要为采用 ARM 等架构的嵌入式芯片，通信设备企业的核心竞争力体现在整体设计和编程优化两方面。目前这一市场主要参与者包括了台湾 Moxa（发售电、交通、安防等）、美国 Digi（新能源、铁路、汽车）、映翰通等企业，各企业下游应用领域优势有所差异。公司通过多年研发投入，产品核心技术包括电路设计、抗干扰、信号稳定性、耐温耐湿等性能均达到了领先水平，产品通过 CE、FCC、PTCRB、UL 认证，从而受到下游行业龙头的认可。

下游需求放量，公司占据客户资源+垂直行业技术优化优势

公司物联网通信设备产品在配电网、工业控制、自助零售终端等下游领域收入占比较高。其核心客户包括了配电网设备制造领域龙头企业许继电气、国电南瑞、北京科锐等，国际工控巨头施耐德、罗克韦尔、西门子等，国内最大自动售货机运营商友宝在线等。

根据国家能源局规划，“十三五”期间国内配网建设累计投资不低于 1.7 万亿元；同时提出配网供电可靠率指标中心城市达到 99.99%，目前智能配电网渗透率仍处于 20% 以下水平，据预计 2020 年有望达

首次

买入

王慷

wangsu@csc.com.cn

010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

发布日期：2016 年 9 月 21 日

当前股价：14.37

上证指数、沪深 300 走势图



相关研究报告



到 90%以上，配网市场发展驱动力十足，公司作为上游龙头有望受益。

国内一二三线城市自动售货机人均保有量目前不足日本的 1/100 和欧美的 1/30。自动售货机市场在 2015 年以来爆发增长，由于移动支付普及解决了硬币支付瓶颈问题，售货机联网运行导致运营成本下降，伴随传统零售店面租金、人力成本的持续上升，自动售货机市场未来空间依然巨大。公司在售货机领域合作伙伴包括国内最大自动售货机运营商友宝在线、领先的售货机生产企业富士冰山、澳柯玛等。基于公司向行业龙头的稳定供应及公司自主开发云平台等产品的推广，公司中期有望在该领域获得 50%以上复合增长。

公司新产品未来放量空间巨大

公司推出的智能化配电网线路在线监测系统可实现小电流接地等故障准确定位、复杂故障过程回溯、线路异常状态预警等。目前该系统已经在国网和南网 17 个省市投入使用，实际运行设备总量超过 3000 套。2016 年 8 月，**国网公司已经针对此技术制定了新的产品技术规范和选型原则**（《暂态录波型故障指示器技术条件和检测规范（试行）》），并下发到各省在城镇和农村地区重点推广简易型配电自动化系统。按照国家能源局及国网、南网十三五规划要求，到 2020 年配网自动化的覆盖率要达到 90%，以每条架空线路平均 3-4 公里安装一套计算，这一市场规模可达数十亿量级。

业绩成长高确定性的低估值龙头，买入评级

在新三板物联网企业中，公司在规模、盈利能力上都处于平均水平以上，而在成长性方面优势明显，尤其在 2016 年中报成长性领先整个板块。与 A 股对标企业东土科技相比，公司在盈利方面增长更快速（对标企业增长部分来自收购并表）；TTM 市盈率公司仅为对标企业的 14%，远低于三板与 A 股的市盈率比例中枢 40%。

基于物联网技术和应用场景的逐渐成熟，巨头物联网平台的不断推出，看好物联网感知层和网络层设备率先受益。看好配网自动化领域中期快速增长；自动售货机领域短期爆发增长和中长期发展。而基于公司物联网通信设备技术优化能力、垂直领域解决方案优势，与下游行业龙头客户的稳定合作优势，看好公司在相关垂直领域的竞争中保持领先；传统优势领域将贡献稳定的业绩增长。同时公司新产品有望在中期放量，带来业绩向上弹性。保守预计公司 2016-2017 年净利润 2500、3500 万元，对应 EPS 0.72、1.01 元，对应当前股价市盈率 19.2X、13.6X，建议重点关注。

风险提示：1、下游行业投资波动风险；2、技术替代风险。

目录

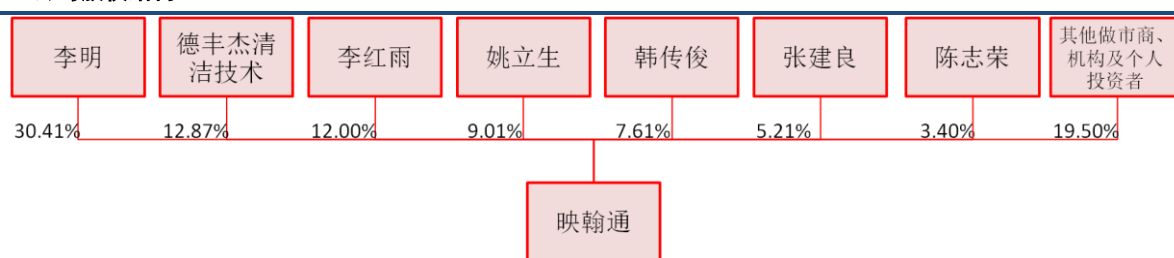
一、公司历史沿革和股权结构	4
二、公司主营物联网通信产品	4
1、公司主营物联网通信产品	4
2、营收加速增长，前期布局带来盈利能力提升	5
二、工业物联网发展迅速，行业优化决定细分龙头	5
1、受益技术升级+应用场景开发，物联网市场快速增长	5
（1）物联网市场快速发展	6
（2）工业物联网核心驱动力在于技术升级和应用场景开发	7
2、通信设备为行业应用基础，需求率先爆发	7
3、物联网通信设备细分领域众多，垂直行业优化成为核心壁垒	7
（1）针对垂直领域整体设计+软件优化成为竞争关键	7
（2）公司持续投入研发，产品稳定性+全面性优势凸显	8
三、下游需求放量，公司占据客户资源+垂直行业技术优化优势	9
1、公司下游主要为配电网、工业控制、自助零售终端等行业龙头企业	9
2、配网自动化投资加速，通信升级换代促进需求	10
（1）配网投资加大，设备供应商受益	10
（2）通信稳定性为智能配网核心，公司长期合作形成壁垒	10
3、公司占据工控物联网应用合作伙伴优势	11
4、自动售货机市场爆发，成为最快速增长点	11
（1）国内自动售货机增长空间巨大，受益支付+运营技术进入爆发期	11
（2）公司合作国内最大运营商+生产商，奠定行业上游领先地位	12
四、公司新产品未来放量空间巨大	12
1、公司智能化配电网线路状态监测系统方案技术领先	12
2、新产品放量空间巨大	13
五、业绩成长高确定性，低估值的潜在龙头	14
1、公司成长性优异，相对对标企业严重低估	14
2、公司业绩成长性高度确定，买入评级	15
风险提示	15

一、公司历史沿革和股权结构

映翰通前身北京映翰通网络技术有限公司成立于 2001 年，于 2013 年 9 月变更为股份有限公司，2014 年 2 月挂牌新三板。

公司目前总股本 3450 万股，实际控制人李明、李红雨夫妻合计持有 42.41% 股份。股东中包括早期投资者常州德丰杰清洁技术创业投资中心等，公司副总韩传俊、研发总监张建良、唐先武等，以及其他投资者和做市商。

图 1：公司股权结构



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

二、公司主营物联网通信产品

1、公司主营物联网通信产品

公司主要从事机器网络通信（M2M）设备和解决方案；主要产品包括工业 3G/4G 路由器、GPRS 数据终端、以太网工业交换机、安卓工控机等通信联网产品，以及设备远程维护监控系统、售货机系统、配电网线路状态监测系统解决方案等。

从公司主营业务拆分情况来看，物联网通信产品占到公司收入的 90% 以上，并保持了快速增长，而技术开发和其他收入占比和增速均较小。

表 1：公司主营业务拆分情况

主营业务	2015				2014		
	营业收入	主营业务占比	毛利率	YOY	营业收入	主营业务占比	毛利率
物联网通信产品	10,190.72	95.27	45.33	67.30	6,091.38	93.66	49.71
技术开发	256.23	2.40	53.79	-11.95	291.01	4.47	
其他收入	249.19	2.33	36.64	105.74	121.12	1.86	30.15
合计	10,696.15	100.00	45.33	64.47	6,503.51	100.00	51.60

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

公司自主开发了核心产品目前应用于电力、工控、商业、交通、金融、环保等多个行业，细分领域解决方案达到 40 个以上。主要产品覆盖智能配电网线路状态监测、智能售货机系统、车载 WiFi 服务、工业设备远程维护等领域。

图 2：公司目前主要产品示意图



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

2、营收加速增长，前期布局带来盈利能力提升

2013-2014 年公司营业收入稳步提升，而 2015 年和 2016 上半年呈现爆发式增长，同比增长率分别达到 64.47% 和 106.09%。其核心原因在于下游需求放量 and 海外拓展。公司收入占比最高的配网和充电桩领域受益政策推动，2015 年收入高速增长；自动售货机领域下游快速增长，公司运营系统随之放量；同时海外市场销售快速拓展，2015 年收入达到 1930.40 万元，同比增长 238.31%。

公司净利率在 2014 年略有下降，主要源于公司在收入稳步增长阶段保持了较高的研发投入并积极拓展海外销售，2014 年销售和管理费用率分别同比上升 4.55 和 3.85 个百分点。其带来的成果是 2015 年公司海外收入爆发性增长，新产品逐步问世，2015 年净利率大幅上升并在 2016 上半年保持稳定。

图 3：公司营收及同比增长率

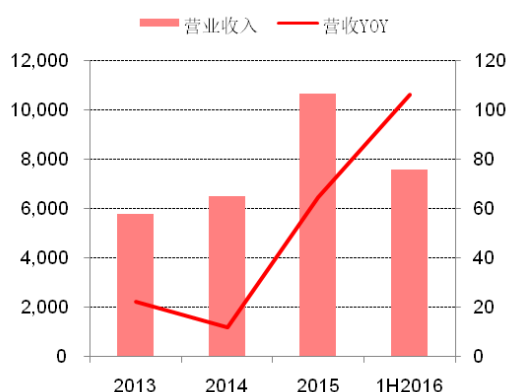
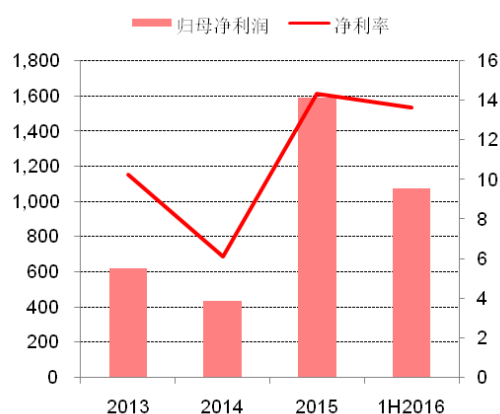


图 4：公司归母净利润及净利率



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

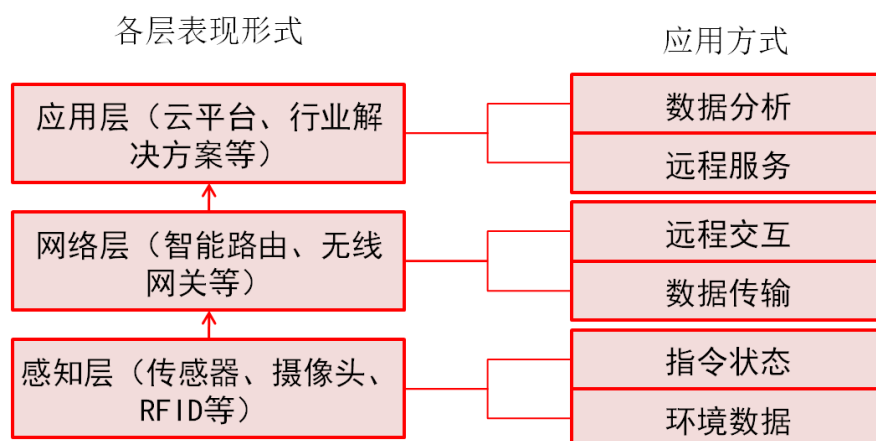
二、工业物联网发展迅速，行业优化决定细分龙头

1、受益技术升级+应用场景开发，物联网市场快速增长

(1) 物联网市场快速发展

物联网指利用传感装置对实物状态进行感知，通过网络传输后进行计算和处理并返回操作信号，从而实现人与物、物与物信息交互的技术手段。物联网架构由感知层、网络层和应用层组成，与传统通信网络 OSI 架构的差异在于，物联网的基础在于由传感器、摄像头、RFID 等设备组成的感知层，这决定了其对于基础设施的需求远大于传统网络。

图 5：物联网三层结构



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

根据 Gartner 数据则显示，全球 2014 年联网设备共 37.5 亿台，其预测 2020 年该数字将达到 250 亿台，CAGR 超过 37%。而据 IDC 预测，全球物联网市场规模将从 2014 年的 6558 亿美元到 2020 年突破 1.7 万亿美元，CAGR 超过 17%。

而在国内，根据赛迪智库整理，2014 年国内物联网产业规模超过 6000 亿元，并保持了 23% 以上的增长。根据预测，该市场有望在 2020 年突破 1.8 万亿，CAGR 超过 19%。

图 6：全球物联网终端数量及同比增长率

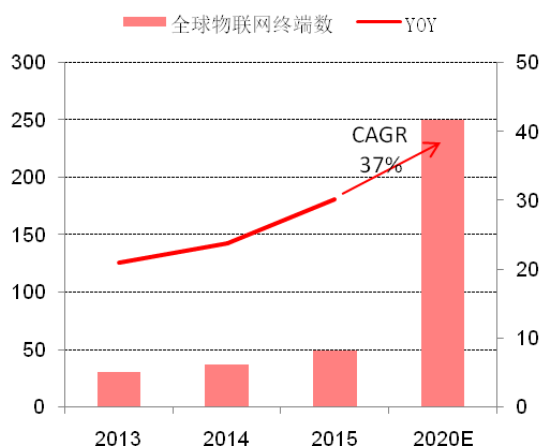
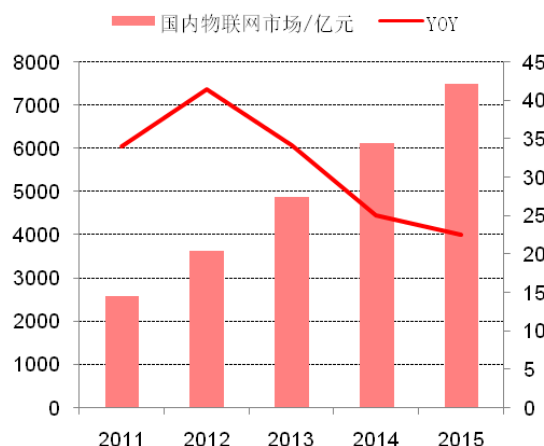


图 7：国内物联网市场规模



资料来源：Gartner，赛迪智库，中信建投证券研究发展部

（2）工业物联网核心驱动力在于技术升级和应用场景开发

物联网应用层可按照所连接终端类型分为 2C 和 2B 两类。2C 类包括智能穿戴、智能家居、车联网等设备快速出现，对应的 O2O 服务类型也不断增加，但实际渗透率依然较低。

而 2B 类物联网发展则呈现差异化，以公共安防、物流、交通等为代表的部分领域率先发掘物联网应用场景，但在农业等领域物联网应用开发仍然受到环境和通信条件限制，开发程度不足。未来产业发展的核心之一在于细分行业的应用场景开发，通过与不同产业的企业对接，根据用户需求提供对应的物联网解决方案。

在技术层面，物联网核心在于感知技术、通信技术和云计算的发展。其中感知技术包括传感器、RFID、智能摄像头等都近年都获得长足发展；而云计算能力的提升，云平台构架的不断完善也为物联网发展奠定了基础。2015 年以来，通信领域各大巨头均发力物联网，包括 INTEL 以 176 亿美元收购 FPGA 领导品牌 Altera，并基于自身 Quark/Atom 芯片推出 Curie/Edison 平台；高通推出物联网 Wifi 芯片 QCA401x，并收购了低功耗蓝牙企业 CSR；三星通过自身 Artik 芯片和外延收购 Smarthings 布局物联网领域；而 Avago 则以 370 亿美元收购无线通信设备巨头 Broadcom；Google 则针对物联网专门发布了行动计划及操作系统 Brillo；16 年则有软银斥资 243 亿英镑收购 ARM。行业巨头不断发力内生产品开发+外延整合进一步促进了技术升级的加速。

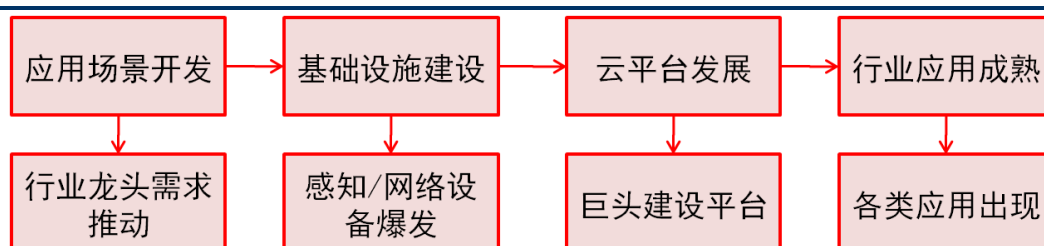
2、通信设备为行业应用基础，需求率先爆发

物联网三层结构的发展非同步进行，一定程度上遵循自下而上逻辑。行业发展早期依赖于相关行业龙头的需求推动，如电力行业物联网需求多数来自国网/南网标准推动。

感知层、网络层做为上层行业应用的基础，有望在相关行业应用发展前期爆发。较为典型的为视频监控行业，海康威视等企业的监控设备在云平台等尚不成熟时，率先呈现业绩爆发增长。

随着巨头推动+基础设施完善，包括行业龙头、运营商等巨头都将进入云平台发展阶段，最终随着平台引入各类应用而逐步走向成熟。

图 8：物联网发展路径



资料来源：中信建投证券研究发展部

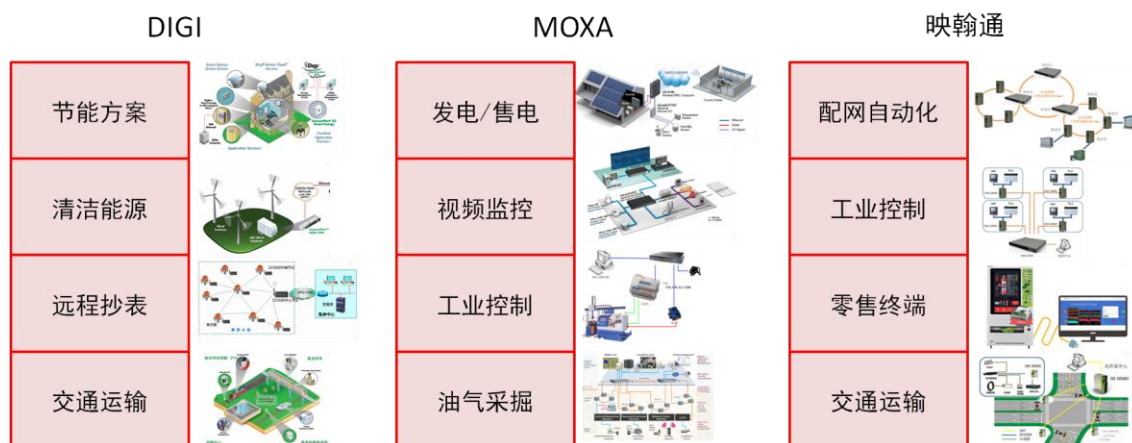
3、物联网通信设备细分领域众多，垂直行业优化成为核心壁垒

（1）针对垂直领域整体设计+软件优化成为竞争关键

物联网通信设备主要由处理器、I/O 端口、内存、软件等构成；目前通用的产品以嵌入式芯片作为处理器，主要为采用 ARM 架构的各类型各品牌产品，而 INTEL 和 MIPS 芯片则在部分产品中得到应用。由于芯片为外部采购，各类通信设备生产企业的核心竞争力多体现在整体设计优化和编程优化两方面。

从竞争格局来看，行业巨头包括华为、华三、思科等均在这一领域有所布局，而市场主要参与者包括了台湾 Moxa、美国 Digi 等企业。相关企业产品分类相似，而在下游行业应用领域有所差异，如 Moxa 同样在电力电网领域推广其工业无线路由等产品，但其下游主要专注于发电和售电侧企业，在配网领域的应用较少；而 Digi 则通过合作电气仪表企业推出太阳能/风能资产管理解决方案、节能解决方案等。此外，Digi 覆盖的下游行业还包括储罐、铁路、汽车等，而 Moxa 主要面向交通、工厂、安防监控领域提供解决方案。

图 9：行业内主要企业重点行业解决方案类别

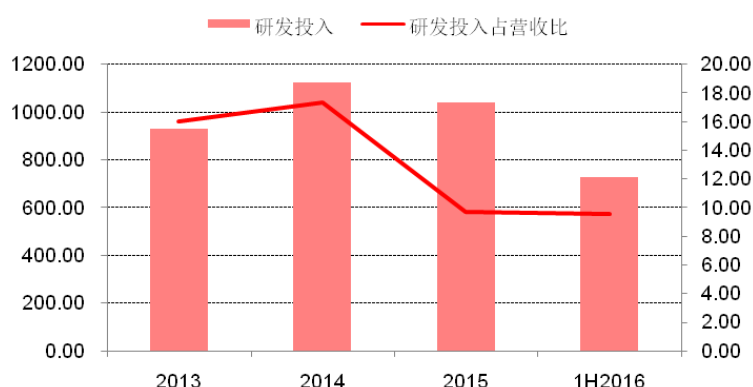


资料来源：Digi 官网，Moxa 官网，公司官网，中信建投证券研究发展部

（2）公司持续投入研发，产品稳定性+全面性优势凸显

基于下游细分领域的优化成为行业竞争壁垒所在。物联网通信的核心在于工作稳定性和对环境适应能力。公司通过多年研发投入，产品核心技术包括电路设计、抗干扰、信号稳定性、耐温耐湿等性能均达到了领先水平，产品通过 CE、FCC、PTCRB、UL 认证，从而受到下游行业龙头的认可。公司基于 ARM 芯片架构研发了工控和通信模块集成产品，并结合 Android 系统提供了更加适应无线通信场景、连接更稳定、价格更低廉的终端交互产品，目前在工业控制、零售终端等领域已得到应用。

图 10：公司持续投入研发建立竞争壁垒



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

此外，公司基于其通信产品所覆盖范围及针对性的行业解决方案，开发了自有云平台系统。针对特定设备



的实时状态监控、PLC 远程编程、设备健康状态分析等，公司开发了中央空调远程监控、热泵远程监控等不同行业应用系统。在零售终端领域，公司针对售货机的商品进销、支付、运行等提供云平台，已经与包括友宝等行业龙头达成稳定合作。

未来公司基于与各下游行业龙头的深度合作，不断迭代开发维持自身技术和平台壁垒，有望长期保持垂直行业竞争优势；而随着下游行业应用需求的放量，公司将获得相应的持续业绩增长。

三、下游需求放量，公司占据客户资源+垂直行业技术优化优势

基于对物联网行业的分析，我们认为这一产业中可以寻找行业应用场景开发早期、具备竞争壁垒的基础设备供应商，从而在物联网应用发展过程中率先受益。

1、公司下游主要为配电网、工业控制、自助零售终端等行业龙头企业

公司物联网通信设备产品在配电网、工业控制、自助零售终端等下游领域收入占比较高。其核心客户包括了配电网设备制造领域龙头企业许继电气、国电南瑞、北京科锐等，国际工控巨头施耐德、罗克韦尔、西门子等，国内最大自动售货机运营商友宝在线等。

在占据各细分行业龙头客户的基础上，公司与其形成了持续稳定的供需关系，在公司 2011-2013 年 1-8 月的前五大客户中，几大行业巨头均保持了稳定的占比。

表 2：公司历史主要客户及占比

2013 年 1-8 月		2012 年		2011 年	
主要客户	占营收比例	主要客户	占收入比例	主要客户	占收入比例
珠海许继电气有限公司	11.07%	北京友宝科斯科贸有限公司	9.47%	珠海经纬电气有限公司	15.27%
北京科锐配电自动化股份有限公司	5.19%	珠海许继电气有限公司	8.37%	北京科锐配电自动化股份有限公司	7.94%
北京友宝科斯科贸有限公司	5.10%	北京科锐配电自动化股份有限公司	5.00%	广东美的暖通设备有限公司	3.40%
飞利浦（中国）投资有限公司	4.31%	飞利浦（中国）投资有限公司	4.63%	北京友宝科斯科贸有限公司	3.05%
通用电气医疗系统贸易发展（上海）有限公司	3.79%	通用电气医疗系统贸易发展（上海）有限公司	3.70%	通用电气医疗系统贸易发展（上海）有限公司	2.58%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 3：公司主要客户

客户分类	部分客户
电力类	国家电网，南方电网，许继电气，东方电子，积成电子，国电南瑞，北京科锐
工控类	西门子，施耐德，罗克韦尔
自助终端类	富士冰山，澳柯玛，友宝，三全鲜食，白雪，乐美，百德
金融类	中国银行，建设银行，农业银行，工商银行，中国银联，交通银行，邮政储蓄银行，招商银行，光大银行，兴业银行，广发银行，华夏银行，北京银行

电信类 中国移动，中国联通，中国电信
 空调类 美的，格力，大金
 环保减灾类 中国地震局，国家环境保护总局，北京市气象局

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

2、配网自动化投资加速，通信升级换代促进需求

（1）配网投资加大，设备供应商受益

我国电网建设掀起于电力建设浪潮之后，在 2000 年至 2010 年间，建设集中于主干网特高压领域。而在 2011 年后，配电网建设逐渐兴起；2015 年电力体制改革提出打破电力供应中介环节，电网投资重点转向配网自动化、电网智能化、售电侧改革等领域。

根据国家能源局《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》，2015-2020 年国内配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。预计到 2020 年，中压公用配变容量达到 11.5 亿千伏安、线路长度达到 404 万公里，分别是 2014 年的 1.4 倍、1.3 倍。

图 11：国内电网基建及配网计划投资（亿元）

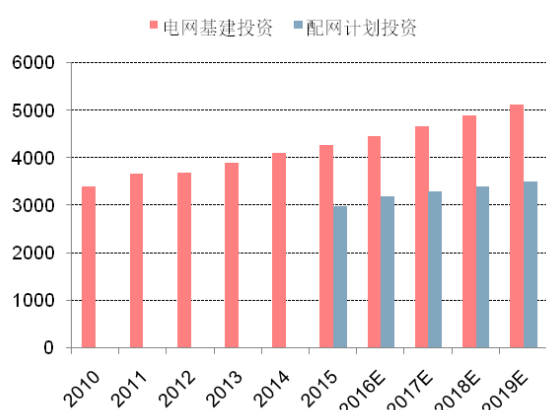
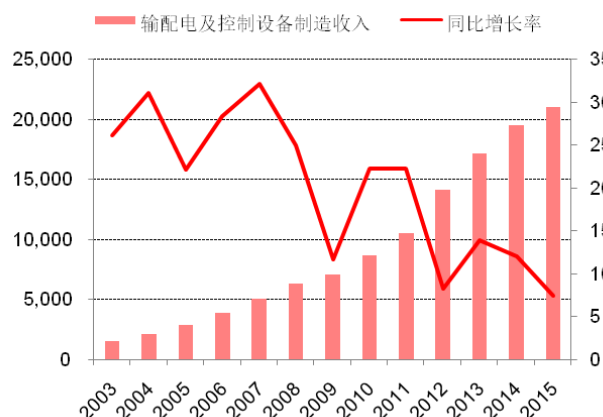


图 12：输配电设备行业营收（亿元）



资料来源：国家能源局，WIND，中信建投证券研究发展部

（2）通信稳定性为智能配网核心，公司长期合作形成壁垒

智能配网是智能电网的关键环节，其包括主站、通信系统、自动化监控终端设备（FTU/TTU/DTU）等环节；而通信是配网数据传输的核心，目前采用多种方式数据传输保证稳定性，主要包括光纤、电力载波、蜂窝无线通讯等。

在配网行动计划中明确提出了配网供电可靠率指标，中心城市达到 99.99%，城镇地区 99.88%。该标准未来有望成为能源局对电网公司考核的硬性指标，其对于配网设备的稳定性提出了更高要求。

公司在配电网领域客户资源包括了国网配网设备几大主要供应商；同时设备稳定性对通信模块长期稳定工作提出了要求，因此通信模块在下游产品中具有一定的不可替代性，公司与几大客户的长期稳定合作构成了在智能配网领域的竞争壁垒优势。

而从目前来看，智能配电网的渗透率依然较低，目前仍处于 20% 以下水平。而根据预计，2020 年这一数字有望达到 90% 以上，配网投资增长、售电侧改革、分布式能源建设等都成为这一市场发展的驱动力。

未来随着配网投资的加速+智能配网渗透率的提升+公司在该领域的稳定合作形成壁垒，公司配网通信产品有望持续受益并获得超过配网行业整体增速的增长。

3、公司占据工控物联网应用合作伙伴优势

物联网是工业 4.0 的基础之一，其利用局域网和广域网通信，联接传感器、控制器、物资和人员等要素，可实现生产设备的远程控制和管理、生产物料采购/出库管理、制造过程和生产环境监控、供应链管理等各环节的网络化和智能化。生产设备的自动化程度不断提升是推动物联网需求发展的核心因素；按照路透社预计，国内工业机器人普及率将由 2015 年的每万名制造工人对应 36 台提升至 2020 年每万名工人对应 150 台；以此估计，国内工业领域的物联网连接数量将在目前的基础上提升超过 4 倍。

基于目前各项技术应用成本的持续下降，物联网在工业领域的应用不断深化。工业产品领域龙头 GE 在 2013 年发布了工业物联网数据业务平台 Predix，迄今 GE 已经通过该平台开发了近 40 款工业互联网应用程序；而通过与华为合作，GE 利用华为的通信设备和云计算基础设施进入国内市场，共同开发国内工业物联网解决方案。

工控领域下游不同细分领域的应用开发将不断打开物联网应用市场。公司在该领域与几大龙头企业西门子、ABB 等保持持续良好合作，并获取了罗克韦尔、施耐德合作伙伴认证，占据了工控巨头应用入口优势。未来基于合作伙伴的业务拓展和产品更新需求，公司在工控领域有望获得较快速增长。

4、自动售货机市场爆发，成为最快速增长点

（1）国内自动售货机增长空间巨大，受益支付+运营技术进入爆发期

自动售货机相对传统零售的主要优势在于：（1）占地面积小、租金成本低；（2）无人值守、全天运营，节约人力成本；（3）统一配送、集约管理，物流成本、货源成本低。尤其在人流量大、人均收入高、年轻群体密集的区域，基于自动售货机在成本方面的优势，其对于零售商模式的替代效应明显。

在日本，自 60 年代起经过长期发展，已达到平均 25 人拥有一台自动售货机，自动售货机年销售额超过 7 万亿日元，使用自动售货机成为整个国家的消费习惯。甚至售货机渠道反向影响上游厂商，供应商为适应售货机的售卖方式推出桶装包装的百货商品等。而在美国和欧洲，自动售货机保有量也达到了 50-120 人/台，可见自动售货机随经济发展和居民消费能力提升得以推广，具有一定的普遍性。

国内自动售货机市场自 1999 年起步，2014 年保有量发展至十余万台，而以一二三线城市人口 3 亿人计算，对应超过 3000 人/台；根据 Kantar Retail 发布的报告预计，国内自动售货机数量有望在 2020 年达到 138 万台，未来增长空间巨大。

国内自动售货机保有量和销量在 2015 年以前未出现爆发式增长，主要原因在于国内人力资源充足，以及硬币使用习惯、消费习惯、售货机运营成本等问题。而 2015 年以来，由于手机移动支付的普及解决了硬币支付瓶颈问题，售货机联网运行导致运营成本下降，年轻群体消费能力崛起，伴随传统零售店面租金、人力成本的持续上升，自动售货机市场出现爆发式增长。

图 13: 国内自动售货机点位分布

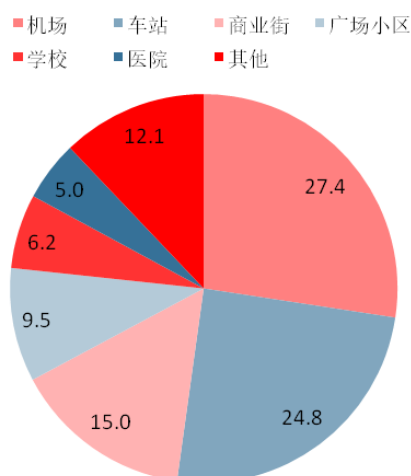
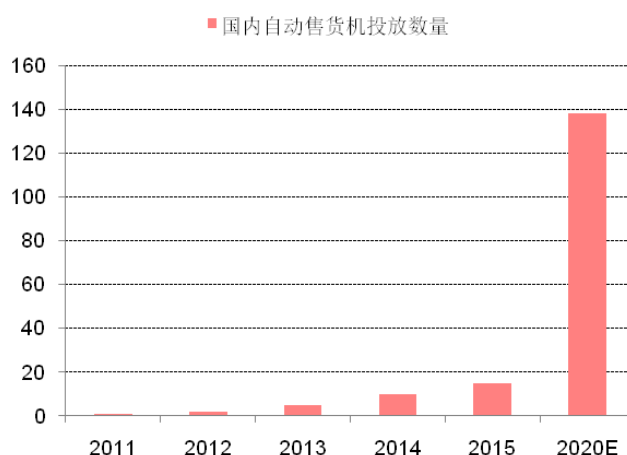


图 14: 国内自动售货机投放数量



资料来源: 智研数据中心, Kantar Retail, 中信建投证券研究发展部

(2) 公司合作国内最大运营商+生产商, 奠定行业上游领先地位

公司在售货机领域合作伙伴包括国内最大的自动售货机运营商友宝在线、领先的售货机生产企业富士冰山、澳柯玛等。

友宝在线主营自动售货机自营、加盟业务, 以及在售货机上的广告投放业务。截至 2016 年中报, 友宝在线已经运营超过 5 万台自动售货机, 连续多年保持了国内领先地位。而富士冰山是友宝在线的售货机供应商, 由大冷股份与富士电机联合成立, 截至目前已累计销售自动售货机超过十余万台, 成为中国自动售货机行业的领军企业。

基于公司与行业内几大巨头的长期合作关系, 公司在售货机通信模块上占据了大部分市场份额。公司同时推出了自身的自动售货机控制系统 InBox+大屏 InPad+云平台 Invending 综合解决方案, 基于 ARM+安卓体系, 可解决包括售货机屏幕互动、广告投放、移动支付、远程监控管理、数据报表等功能, 并向传统非智能售货机运营商提供售货机智能化改造。

未来随着售货机市场的持续爆发, 公司通信模块保持领先的市场占有率, 该部分将有望获得 50%以上的复合增长, 而随着公司云平台+传统设备改造业务的推进, 该业务存在向上的弹性空间。

四、公司新产品未来放量空间巨大

1、公司智能化配电网线路状态监测系统方案技术领先

公司在多年电力行业经验和研发能力基础上, 推出了智能化配电网线路在线监测系统 (IWOS)。该系统综合利用智能传感器技术、电力信号处理技术、大数据分析技术和无线通信技术等, 高精度实时在线监测中压配电网线路电流及对地电场, 并在线路状态发生异常改变时触发高采样录波, 根据录波数据可实现小电流接地等故障准确定位、复杂故障过程回溯、线路异常状态预警等。在此基础上有效地缩短了线路故障恢复时间, 从传

统的被动报修为主动监控，从而提升了配电网运维水平。

图 15：智能化配电网线路状态监测系统示意图



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

公司智能配电网线路在线监测系统在电网投资方面优势包括：

- （1）无需改造现有一次设备和电网线路结构，带电装卸，易实施，并可节约 30% 的相关建设投资。
- （2）精准识别线路故障，准确定位故障区段，提高运维效率，降低停电损失，提高电网供电可靠性。
- （3）掌握故障发生、演变过程，对线路故障进行分析、溯源，提高配电自动化故障监测水平。
- （4）基于大数据智能综合监测系统，实现线路状态检测、运行风险评估，优化电网架构，提高电网可靠性、经济性、安全性。

2、获得国网技术规范，新产品放量空间巨大

目前公司的智能化配电网线路状态监测系统已经在国网和南网的 17 个省市投入使用，实际运行设备总量超过 3000 套。该系统在线路故障特别是小电流接地故障区段的精准定位、故障预判及故障溯源等方面取得明显效果，获得了国网公司的认可。

2016 年 8 月，国网公司针对此技术制定了新的产品技术规范和选型原则（《暂态录波型故障指示器技术条件和检测规范（试行）》），并下发各省在城镇和农村地区重点推广简易型配电自动化系统。按照国家能源局行动计划以及国网、南网制定的十三五规划要求，到 2020 年配网自动化的覆盖率要达到 90%，以每条架空线路平均 3-4 公里安装一套计算，这一市场规模可达数十亿量级。



此外，公司研发的 InPortal800 车载 Wifi 产品在中移物联网公司车载 LTE-FI 终端采购项目中成为两家中标商之一，并拿到 60% 份额。InPortal800 内嵌 WebServer 服务，采用 Wifi 模式连接移动终端，其 Portal 认证功能将信息服务主动推送到移动终端上，实现本地化的 Wifi 服务。其可以满足各类存在移动联网需求的应用场景，未来有望成为重要的互联网入口之一。随着中移物联网在车载 Wifi 领域的布局展开，公司该部分业务将在成为新的业绩增长点。

五、业绩成长高确定性，低估值的潜在龙头

1、公司成长性优异，相对对标企业严重低估

在新三板物联网企业中，公司在规模、盈利能力上都处于平均水平以上，而在成长性方面优势明显，尤其在 2016 年中报成长性领先整个板块。

从估值来看，物联网通信产品板块整体估值较低，从 2016 动态市盈率水平来看，映翰通估值水平处于行业中等水平以下。

表 4：新三板物联网通信类企业财务和估值对比

证券简称	市值 亿元	市盈 率 TTM	毛利 率 2015	净利 率 2015	营业收入 2015 万元	营收 YOY 2015	营收 YOY 1H2016	归母净利 2015 万元	归母净利 YOY 2015	归母净利 YOY 1H2016
映翰通	4.60	18.81	45.33	14.33	10,696.15	64.47	106.09	1,593.5520	267.25	1,006.75
移远通信	0.00	0.00	25.15	8.99	30,462.73	70.89	50.14	2,739.8121	177.31	62.01
博鹏发	2.74	13.15	10.98	4.59	35,919.31	18.74	47.21	1,647.4030	105.13	90.81
思存科技	0.00	0.00	13.80	2.28	6,637.23	111.86	116.98	151.5740	64.08	96.84
骐俊股份	3.03	17.22	18.40	6.39	24,996.79	144.70	58.86	1,598.3176	153.53	23.17
桑锐电子	4.78	14.67	43.05	17.54	15,324.21	31.58	19.56	2,687.7932	16.83	225.61
虎符智能	2.36	19.11	49.28	19.06	5,602.14	123.30	34.94	1,067.5770	379.83	99.90
博大光通	7.30	41.47	70.63	57.46	3,520.46	325.46	54.49	2,028.1129	3,941.18	-43.89
顺舟智能	0.00	0.00	63.44	13.54	1,850.94	48.53	44.72	250.6610	643.93	-7.26
康海时代	0.00	0.00	57.82	-5.29	879.97	18.23	2.41	-37.6512	-121.16	-1,139.09
广州瀚润	0.00	0.00	96.53	28.21	342.13	313.63	-90.98	96.5336	370.80	-338.70
东芯通信	2.76	31.94	8.08	437.86	87.33	254.22	-100.00	382.3799	611.93	1,681.47
新三板板块 总体			44.19	13.94	136,319.38	60.36	51.58	12,517.56	126.79	75.40

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

而与 A 股对标企业东土科技相比，公司在规模上有一定劣势，二者盈利能力相近，公司在盈利方面增长更快速，且后者增长部分来自并表和兴宏图所致；TTM 市盈率公司仅为对标企业的 14%，远低于三板与 A 股的市盈率比例中枢 40%。

表 5：与 A 股对标公司财务和估值对比

证券简称	市值 亿元	市盈率 率 TTM	毛利率 2015	净利率 2015	营业收入 2015 万元	营收 YOY 2015	营收 YOY 1H2016	归母净利 2015 万元	归母净利 YOY 2015	归母净利 YOY 1H2016
映翰通	4.85	18.87	45.33	14.33	10,696.15	64.47	106.09	1,593.55	267.25	1,583.34
东土科技	114.19	135.20	47.82	17.38	40,255.32	66.90	113.02	6,024.09	196.38	313.95

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

2、公司业绩成长性高度确定，买入评级

基于物联网技术和应用场景的逐渐成熟，巨头物联网平台的不断推出，看好物联网感知层和网络层设备在产业发展中率先受益。其中重点的配网领域由于国家规划巨额投入和自动化渗透率提升，看好中期保持快速增长；自动售货机领域由于支付/消费方式变革和成本/盈利能力优势，看好短期爆发增长和中长期发展。

而基于公司在物联网 M2M 通信设备上的技术优化能力、垂直领域解决方案优势，与下游行业龙头客户的稳定合作优势，看好公司在相关垂直领域的竞争中保持领先；传统优势领域将贡献稳定的业绩增长。同时公司新产品有望在中期放量，带来业绩向上弹性。

保守预计公司 2016-2017 年净利润 2500、3500 万元，对应 EPS 0.72、1.01 元，对应当前股价市盈率 19.2X、13.6X，建议重点关注。

风险提示

1、下游行业投资波动风险

2、技术替代风险



分析师介绍

王慷: 中国科学院金属研究所工学博士，非金属建材行业分析师。2013、2014 年度作为团队核心成员获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

报告贡献人

张怀 15901025279 zhanghuai@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-85130905 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622