

2016年10月28日

宜通世纪 (300310.SZ)

动态分析

传统主营业务有望高速发展，外延助力公司业绩弹性增长

【事件】2016年10月26日，公司2016年Q3业绩报告。2016年前三季度，公司实现营业收入12.91亿元，同比增长61.05%；归母净利润1.36亿元，同比增长175%。收购天河鸿城后，一方面传统主营业务客户范围得以拓展，另一方面使得公司进入物联网运营市场，收入得到了增厚。建议积极关注。

◆ **在手订单稳步增长，传统主营业务有望高速发展：**2016年，公司成功中标浙江、江苏、山东、四川、云南、湖南、湖北、河南、广西九个省、自治区移动公司的一体化维护项目，这些标段的服务期限为三年，为公司未来三年的业务稳定增长奠定基础。

◆ **获得 Jasper 稀缺资源，进入物联网运营市场：**并购天河鸿城后，通过嫁接天河鸿城物联网平台和技术，公司能够有效延伸物联网业务触角，弥补物联网业务短板，结合现有通信业务基础和大数据平台，提高智慧运营综合服务能力，打造智慧运营一体化服务体系，构建智慧运营产业生态圈，最终实现向移动通信网络智慧运营服务商的战略升级。

◆ **物联网外延再下一城，收购倍泰健康进入智慧医疗：**通过嫁接倍泰健康的智慧医疗运营平台，结合上市公司现有物联网、大数据和智慧医疗业务布局，双方可在战略、渠道、业务上实现多项协同，有助于公司进一步拓宽智慧医疗垂直应用领域业务的成长空间。

◆ **投资建议：**我们预测2016-2018年公司主营业务收入分别为：183184.59、261789.10和359227.00万元；EPS分别为0.48、0.70和1.06元，维持买入-B建议，6个月目标价为40元。

◆ **风险提示：**通信行业需求发展不及预期；物联网行业发展不及预期；公司业务拓展不及预期。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 910.6 | 1,184.4 | 1,831.8 | 2,617.9 | 3,592.3 |
| 同比增长(%) | 29.1% | 30.1% | 54.7% | 42.9% | 37.2% |
| 营业利润(百万元) | 53.7 | 64.7 | 236.6 | 344.4 | 516.5 |
| 同比增长(%) | 27.5% | 20.5% | 265.8% | 45.6% | 50.0% |
| 净利润(百万元) | 47.5 | 62.6 | 212.2 | 310.0 | 469.3 |
| 同比增长(%) | 23.3% | 31.7% | 239.0% | 46.1% | 51.4% |
| 每股收益(元) | 0.11 | 0.14 | 0.48 | 0.70 | 1.06 |
| PE | 277.4 | 210.6 | 62.1 | 42.5 | 28.1 |
| PB | 19.5 | 18.1 | 5.6 | 5.0 | 4.3 |

数据来源：Wind，华金证券研究所

通信 | 网络覆盖优化与运维 III

投资评级

买入-B(维持)

6个月目标价

40元

股价(2016-10-27)

29.69元

交易数据

总市值(百万元)

13,180.29

流通市值(百万元)

6,290.58

总股本(百万股)

443.93

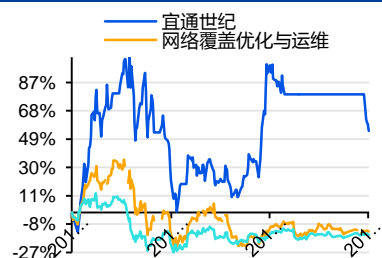
流通股本(百万股)

211.88

12个月价格区间

23.00/63.68元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%

1M

3M

12M

相对收益

-16.37

-9.31

78.9

绝对收益

-13.57

-13.57

65.25

分析师

谭志勇

SAC 执业证书编号：S0910515050002

tanzhiyong@huajinsc.cn

021-20655640

报告联系人

朱琨

zhukun@huajinsc.cn

021-20655647

相关报告

宜通世纪：业绩保持高增长，深度布局物联网 2016-08-15

内容目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 一、在手订单稳步增长，传统主营业务有望高速发展 | 3 |
| 二、天河鸿城成功并表，业务协同效应初现 | 3 |
| （一）外延切入物联网运营市场，助力中国联通物联网发展 | 3 |
| 1、获得 Jasper 稀缺资源，进入物联网运营市场 | 3 |
| 2、中国联通 NB-IoT 商用网络预计年底商用 | 4 |
| （二）传统业务应用范围得以拓展，客户结构得以改善 | 4 |
| 三、物联网外延再下一城，收购倍泰健康进入智慧医疗 | 5 |
| 四、未来三年净利润高速增长，维持买入-B 评级 | 5 |
| 五、风险提示 | 5 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1：2011 年-2016 年 H1 公司传统主营业务收入情况 | 3 |
| 图 2：中国联通物联网服务平台 | 4 |
| 图 3：天河鸿城物联网服务流程 | 4 |

一、在手订单稳步增长，传统主营业务有望高速发展

2016 年，公司经营层根据董事会要求，确保公司主营业务的稳健、可持续发展。在业务拓展方向，坚持以一体化维护和高端网优为主营业务的拓展重点，积极向全国市场发展。经过努力，取得一定成效，中标浙江、江苏、山东、四川、云南、湖南、湖北、河南、广西九个省、自治区移动公司的一体化维护项目，这些标段的服务期限为三年，为公司未来三年的业务稳定增长奠定基础。

图 1：2011 年-2016 年 H1 公司传统主营业务收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

在高端网优方面，公司利用信令技术的优势，结合各个平台的数据，通过信令分析和算法的应用，在高铁沿线、室内规划等场景应用取得成效，实现软件模拟无线网优路测、室内测试、高铁沿线测试等新方式，实现网优解决方案的可视化、可回溯性。2016 年 Q3，成功中标多个省市的高端网优项目。

二、天河鸿城成功并表，业务协同效应初现

（一）外延切入物联网运营市场，助力中国联通物联网发展

1、获得 Jasper 稀缺资源，进入物联网运营市场

天河鸿城是国内技术领先的通信网络设备和通信网络服务商，并与全球领先的物联网平台企业 Jasper 签订中国地区的独家代理协定，延伸通讯业务触角，为中国联通提供物联网平台运营服务。

并购天河鸿城后，通过嫁接天河鸿城物联网平台和技术，公司能够有效延伸物联网相连通讯业务触角，弥补物联网业务短板，结合现有通信业务基础和大数据平台，提高智慧运营综合服务能力，打造智慧运营一体化服务体系，构建智慧运营产业生态圈，最终实现向移动通信网络智慧运营服务商的战略升级。

图 2：中国联通物联网服务平台



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：天河鸿城物联网服务流程



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、中国联通 NB-IoT 商用网络预计年底商用

在中国联通物联网平台，各行业企业用户可实现对终端设备的智能化识别、定位、跟踪、监控和管理，以实现高效、节能和智慧运营。天河鸿城为联通物联网运营中心提供基于 Jasper 物联网平台的运营服务，具体包括行业运营解决方案、平台运维、技术支持、人员培训等，并根据网上用户数量、ARPU 和约定分成比例，实现服务分成盈利。

根据人民邮电报新闻报道，2016 年 10 月，中国联通网研院、广东联通与华为率先在广州外场实现了标准化 NB-IoT 网络的端到端打通，成功完成终端接入、上下行指标等典型业务验证，这标志着国内首个基于现网的标准化 NB-IoT 落地，正式开启了中国联通低功耗、广覆盖的物联网商用大幕。

针对物联网未来的广阔市场，中国联通坚定地将物联网列为六大创新战略之一，率先启动多城市 NB-IoT 规模试点，将在今年内分批次启动八到九个城市试点验证和商用部署，总规模将超千站，并在智能停车、智能抄表、智慧路灯、物流跟踪等多个典型行业领域开展业务应用验证和培育探索。

随着本次标准化 NB-IoT 网络的打通，联通还将率先在智能电表等重点行业应用领域开展基于 NB-IoT 的端到端测试验证，探索新型业务运营和商业模式，计划今年年底具备试商用条件。

（二）传统业务应用范围得以拓展，客户结构得以改善

公司在多年的发展过程中，得到了通信市场和客户的充分认可，与国内主要运营商，尤其是行业领导者中国移动建立起了长期良好的深入合作关系。通过并购天河鸿城，可以凭借其在基站天线通信设备领域的技术优势和物联网平台服务优势，获得中国联通的认可与肯定。

天河鸿城致力于为客户提供技术先进的通信网络设备和通信网络服务，产品业务板块优势明显，业绩突出。天河鸿城并购完成后，极大提高了公司通信网络产品竞争力，增厚了公司产品业务利润基础，更好完善“服务+产品”业务发展模式，提高公司经营抗风险能力。

三、物联网外延再下一城，收购倍泰健康进入智慧医疗

近年来，公司提出了从“移动通信网络服务商”向“移动通信网络智慧运营服务商”的战略升级，积极拓展智慧运营业务。并购天河鸿城后，公司已成功抢占物联网 CMP 平台业务入口，并以其为支撑拓展下游的 AEP 平台和行业系统集成方案业务。

随着 NB-IoT 标准的制定和规模化商用，可穿戴设备、监测设备等智慧物联设备之间可实现更低成本、更低功耗的连接，物联网技术在智慧医疗等垂直领域的应用也将更加全面、深入，智慧医疗业务存在广阔的发展空间。

倍泰健康与各地方广电网络运营商、电信运营商等采用合作模式，为家庭用户提供“天天健康”家庭健康管理服务；与政府相关部门或其下属事业单位、社区健康服务中心等单位进行合作，为当地社区居民提供社区健康管理服务。在行业内已建立起一定的品牌优势和行业地位。

通过嫁接倍泰健康的智慧医疗运营平台，结合上市公司现有物联网、大数据和智慧医疗业务布局，双方可在战略、渠道、业务上实现多项协同，有助于公司进一步拓宽智慧医疗垂直应用领域业务的成长空间。

四、未来三年净利润高速增长，维持买入-B 评级

公司传统通信服务业务进展顺利，预计能够实现稳健增长；子公司天河鸿程为公司带来新的看点，其股东承诺 2015-2017 年净利润 5500 万元、8000 万元、11500 万元，且其物联网平台资源具有稀缺性，在物联网行业高速发展的前提下，业务增长有较大想象空间。

我们预测 2016-2018 年公司主营业务收入分别为：183184.59、261789.10 和 359227.00 万元；EPS 分别为 0.48、0.70 和 1.06 元，维持买入-B 建议，6 个月目标价为 40 元。

五、风险提示

通信行业需求发展不及预期；物联网行业发展不及预期；公司业务拓展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|------------|-------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 910.6 | 1,184.4 | 1,831.8 | 2,617.9 | 3,592.3 | 年增长率 | | | | | |
| 减:营业成本 | 694.2 | 927.9 | 1,364.8 | 1,999.0 | 2,744.6 | 营业收入增长率 | 29.1% | 30.1% | 54.7% | 42.9% | 37.2% |
| 营业税费 | 14.8 | 15.0 | 27.4 | 38.2 | 50.6 | 营业利润增长率 | 27.5% | 20.5% | 265.8% | 45.6% | 50.0% |
| 销售费用 | 24.6 | 25.2 | 31.7 | 41.5 | 50.8 | 净利润增长率 | 23.3% | 31.7% | 239.0% | 46.1% | 51.4% |
| 管理费用 | 122.3 | 140.0 | 173.8 | 206.3 | 241.7 | EBITDA 增长率 | 45.9% | 26.2% | 214.6% | 41.4% | 50.6% |
| 财务费用 | -3.7 | -2.5 | -11.7 | -21.0 | -22.8 | EBIT 增长率 | 46.9% | 24.4% | 261.6% | 43.8% | 52.6% |
| 资产减值损失 | 8.1 | 10.3 | 9.1 | 9.2 | 9.5 | NOPLAT 增长率 | 44.5% | 28.4% | 255.9% | 43.8% | 53.4% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 13.4% | -3.3% | 28.1% | 19.5% | 33.7% |
| 投资和汇兑收益 | 3.3 | -3.8 | -0.2 | -0.2 | -1.4 | 净资产增长率 | 6.0% | 7.7% | 225.4% | 10.7% | 14.9% |
| 营业利润 | 53.7 | 64.7 | 236.6 | 344.4 | 516.5 | | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 1.2 | 2.6 | 2.0 | 1.9 | 2.2 | 盈利能力 | | | | | |
| 利润总额 | 54.9 | 67.3 | 238.5 | 346.4 | 518.7 | 毛利率 | 23.8% | 21.7% | 25.5% | 23.6% | 23.6% |
| 减:所得税 | 7.7 | 7.6 | 30.3 | 44.0 | 63.6 | 营业利润率 | 5.9% | 5.5% | 12.9% | 13.2% | 14.4% |
| 净利润 | 47.5 | 62.6 | 212.2 | 310.0 | 469.3 | 净利润率 | 5.2% | 5.3% | 11.6% | 11.8% | 13.1% |
| | | | | | | EBITDA/营业收入 | 6.6% | 6.4% | 13.0% | 12.9% | 14.1% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 5.5% | 5.3% | 12.3% | 12.4% | 13.7% |
| 资产负债表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 资产负债率 | 30.0% | 33.1% | 16.5% | 17.7% | 17.2% |
| 货币资金 | 235.1 | 292.8 | 1,833.5 | 1,984.2 | 2,171.0 | 负债权益比 | 42.9% | 49.6% | 19.7% | 21.5% | 20.8% |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 2.76 | 2.55 | 5.78 | 5.43 | 5.63 |
| 应收帐款 | 392.8 | 448.6 | 566.6 | 689.5 | 860.5 | 速动比率 | 2.23 | 2.10 | 5.21 | 4.80 | 4.92 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | -13.56 | -25.18 | -19.25 | -15.42 | -21.63 |
| 预付帐款 | 7.5 | 4.1 | 17.0 | 13.6 | 26.0 | 营运能力 | | | | | |
| 存货 | 150.2 | 162.1 | 262.1 | 351.4 | 445.5 | 固定资产周转天数 | 19 | 26 | 16 | 10 | 6 |
| 其他流动资产 | 1.7 | 2.1 | 1.4 | 1.7 | 1.7 | 流动营业资本周转天数 | 105 | 80 | 63 | 60 | 61 |
| 可供出售金融资产 | - | 2.0 | 0.7 | 0.9 | 1.2 | 流动资产周转天数 | 296 | 258 | 353 | 393 | 328 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 139 | 128 | 100 | 86 | 78 |
| 长期股权投资 | 39.8 | 29.4 | 29.4 | 29.4 | 29.4 | 存货周转天数 | 56 | 47 | 42 | 42 | 40 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 总资产周转天数 | 353 | 312 | 386 | 414 | 342 |
| 固定资产 | 81.6 | 87.5 | 77.9 | 68.4 | 58.8 | 投资资本周转天数 | 151 | 122 | 88 | 76 | 71 |
| 在建工程 | 3.5 | - | - | - | - | | | | | | |
| 无形资产 | 11.0 | 11.6 | 7.9 | 4.2 | 0.5 | 费用率 | | | | | |
| 其他非流动资产 | 42.0 | 48.1 | 38.4 | 42.8 | 43.1 | 销售费用率 | 2.7% | 2.1% | 1.7% | 1.6% | 1.4% |
| 资产总额 | 965.2 | 1,088.4 | 2,835.1 | 3,186.1 | 3,637.8 | 管理费用率 | 13.4% | 11.8% | 9.5% | 7.9% | 6.7% |
| 短期债务 | - | - | - | - | - | 财务费用率 | -0.4% | -0.2% | -0.6% | -0.8% | -0.6% |
| 应付帐款 | 233.0 | 284.6 | 356.9 | 468.6 | 514.0 | 三费/营业收入 | 15.7% | 13.7% | 10.6% | 8.7% | 7.5% |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 其他流动负债 | 52.1 | 71.9 | 107.1 | 91.7 | 108.1 | ROE | 7.0% | 8.6% | 8.9% | 11.8% | 15.5% |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | ROA | 4.9% | 5.5% | 7.3% | 9.5% | 12.5% |
| 其他非流动负债 | 4.7 | 4.2 | 3.1 | 4.0 | 3.8 | ROIC | 12.0% | 13.6% | 49.9% | 56.0% | 71.9% |
| 负债总额 | 289.8 | 360.7 | 467.0 | 564.2 | 625.9 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | -0.4 | 0.8 | -2.9 | -10.5 | -24.3 | DPS(元) | 0.03 | 0.03 | 0.09 | 0.11 | 0.15 |
| 股本 | 228.8 | 228.8 | 443.9 | 443.9 | 443.9 | 分红比率 | 24.1% | 22.2% | 19.0% | 15.8% | 14.0% |
| 留存收益 | 447.0 | 498.1 | 1,927.0 | 2,188.4 | 2,592.3 | 股息收益率 | 0.1% | 0.1% | 0.3% | 0.4% | 0.5% |
| 股东权益 | 675.4 | 727.7 | 2,368.0 | 2,621.9 | 3,012.0 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 47.1 | 59.7 | 212.2 | 310.0 | 469.3 | EPS(元) | 0.11 | 0.14 | 0.48 | 0.70 | 1.06 |
| 加:折旧和摊销 | 10.0 | 13.5 | 13.3 | 13.3 | 13.3 | BVPS(元) | 1.52 | 1.64 | 5.34 | 5.93 | 6.84 |
| 资产减值准备 | 8.1 | 10.3 | - | - | - | PE(X) | 277.4 | 210.6 | 62.1 | 42.5 | 28.1 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 19.5 | 18.1 | 5.6 | 5.0 | 4.3 |
| 财务费用 | - | - | -11.7 | -21.0 | -22.8 | P/FCF | -19,594 | 173.4 | 129.7 | 62.3 | 49.5 |
| 投资损失 | -3.3 | 3.8 | 0.2 | 0.2 | 1.4 | P/S | 14.5 | 11.1 | 7.2 | 5.0 | 3.7 |
| 少数股东损益 | -0.4 | -2.9 | -4.0 | -7.7 | -14.2 | EV/EBITDA | 52.2 | 184.0 | 47.5 | 33.1 | 21.6 |
| 营运资金的变动 | -21.1 | 33.4 | -114.1 | -116.2 | -216.3 | CAGR(%) | 85.8% | 96.9% | 75.5% | 85.8% | 96.9% |
| 经营活动产生现金流量 | 38.1 | 104.5 | 95.8 | 178.7 | 230.7 | PEG | 3.2 | 2.2 | 0.8 | 0.5 | 0.3 |
| 投资活动产生现金流量 | -56.1 | -39.4 | 1.2 | -0.5 | -1.7 | ROIC/WACC | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -12.1 | -14.8 | 1,443.7 | -27.5 | -42.2 | | | | | | |

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn