

主营和外延扩展并重，以退为进布局小基站

投资要点

- **事件:** 近期，我们对邦讯技术股份有限公司进行了调研，就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **补强现金流，聚焦主营业务深耕。** 依托不断的技术研发和直营营销服务网络体系，公司可以提供网络设备供应、网络建设和优化一体化服务，成为国内领先的无线网络优化系统提供商和设备供应商之一。战略出售小基站业务后，补充了强现金流，有利于公司聚焦主营业务的深耕。同时，小基站业务的分离每年可降低公司 4000 多万的研发等费用，将全面提升公司总体盈利水平。
- **引入地方投资基金，体外培育小基站产业。** 1) 公司 2014 年收购小基站领先企业博威通讯和博威科技，小基站知识产权和产品布局均具有较大优势，2015 年中国移动一体化皮基站集采中标份额排名第二。由于运营商建网策略等因素，国内小基站市场尚未出现规模性爆发，而持续的高研发投入导致小基站业务的业绩尚未凸显。2) 公司以退为进，引入地方性投资产业基金，并利用厦门火炬高新园区的政策优势和产业资源，体外培育小基站业务，等小基站行业爆发之时将再次注入上市公司体内，此次战略重组将减少研发费用投入从而提升公司盈利能力。
- **积极推进外延式扩展。** 公司紧抓行业发展趋势，积极向移动互联网和移动互联网领域转型。1) 以智能家居为切入点，布局物联网蓝海市场。目前销售产品包括智能插排、儿童手表等，拥有多个线上平台、商业卖场和省份代理及政府采购积分渠道的 2B 渠道。2) 手游方面，已经发布《钢铁雄狮》等军事题材游戏，2017 年有望扭亏为盈，为公司开始贡献利润。
- **盈利预测与投资建议。** 基于审慎性原则，我们暂时没有考虑小基站未来两年的爆发以及公司将小基站重新注入上市公司的预期。预计 2017 和 2018 年 EPS 分别为 0.20 元和 0.27 元，当前股价对应的动态 PE 分别为 87 倍和 65 倍。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 5G 推进及小基站市场发展或不及预期、公司新业务拓展或不及预期。

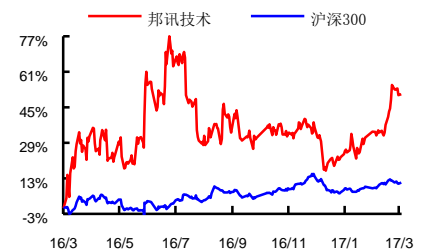
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	533	358	420	506
增长率	3.9%	-32.8%	17.3%	20.3%
归属母公司净利润 (百万元)	9.1	20.7	31.9	42.6
增长率	-0.1%	127.2%	54.1%	33.3%
每股收益 EPS (元)	0.06	0.13	0.20	0.27
净资产收益率 ROE	0.87%	1.86%	2.85%	3.69%
PE	304	134	87	65
PB	3.45	3.40	3.33	3.25

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 黄弘扬
电话: 18996272777
邮箱: hhy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.20
流通 A 股(亿股)	1.76
52 周内股价区间(元)	13.57-31.64
总市值(亿元)	55.46
总资产(亿元)	16.45
每股净资产(元)	2.32

相关研究

目 录

1 聚焦主营业务深耕，实现开源节流	1
2 以退为进战略布局小基站	2
2.1 小基站趋势明确，将开始逐步放量	2
2.2 以退为进，体外培育小基站	2
3 积极外延拓展，加快向移动互联网领域转型	3
3.1 以智能家居为切入点布局物联网	3
3.2 手机游戏业务将成公司新的盈利增长点	3
4 盈利预测与估值	4
5 风险提示	4

图 目 录

图 1：公司 2016 年上半年主营业务结构情况	1
图 2：公司 2016 年上半年主营业务毛利情况	1
图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速	1
图 4：公司 2012 年以来归母净利润及增速	1
图 5：全球移动数据流量预测（EB/月）	2
图 6：国内人均数据流量预测（GB/月）	2
图 7：邦讯物联产品	3
图 8：邦讯手游产品	3

表 目 录

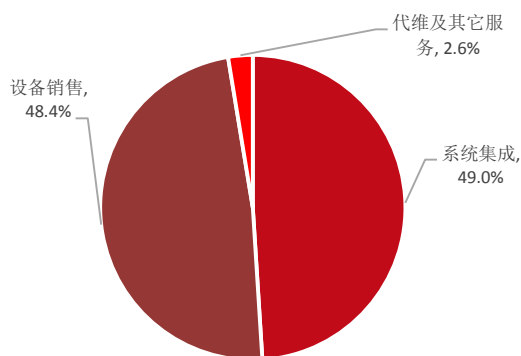
表 1：公司各项业务盈利预测	4
附表：财务预测与估值	5

1 聚焦主营业务深耕，实现开源节流

公司主要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。主营业务包括系统集成、设备销售和代维及其它服务。公司顺应网络设备供应、网络建设和优化一体化服务的行业趋势，依托不断投入的技术研发和直营营销服务网络体系，已经成为国内领先的无线网络优化系统提供商和设备供应商之一。

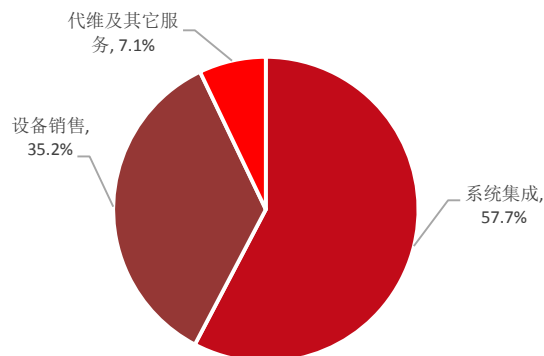
公司主营业务结构：公司收入主要来自系统集成和设备销售，由于集成业务营收下降较多，2016年上半年集成和设备销售业务营收规模基本相当。系统集成毛利率稳定在50%以上，贡献57.7%毛利。设备销售包括直放站、干线放大器、数字光纤射频拉远系统、WLAN系列产品等，毛利率相对集成业务较低，导致其贡献毛利相对营收比例较小。

图 1：公司 2016 年上半年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

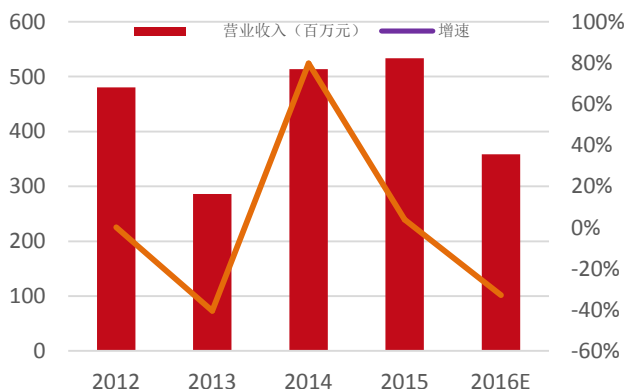
图 2：公司 2016 年上半年主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

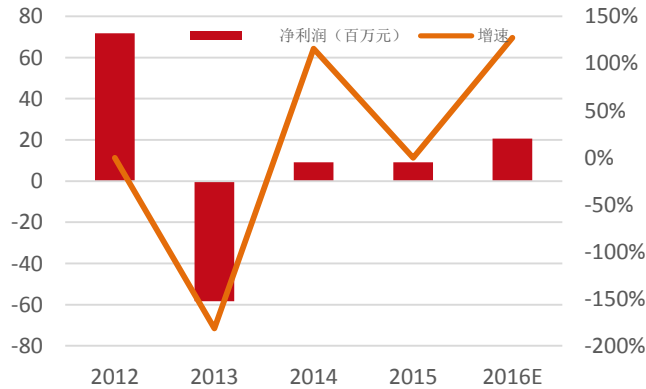
公司业绩状况：作为传统网优企业，公司营业收入和净利润受运营商资本开支影响明显，2013 年营业收入同比下降幅度较大。最近三年，公司积极开展外延扩展，相关研发费用、拓展费用和人工成本的持续增加，导致公司净利润增速下滑。2016 年，由于公司主营集成业务出现了较大幅度下滑，预计导致营收同比下降 32.8%，但是分离小基站业务获得较大投资收益，预计归母净利同比增长 127.2%。

图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2012 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

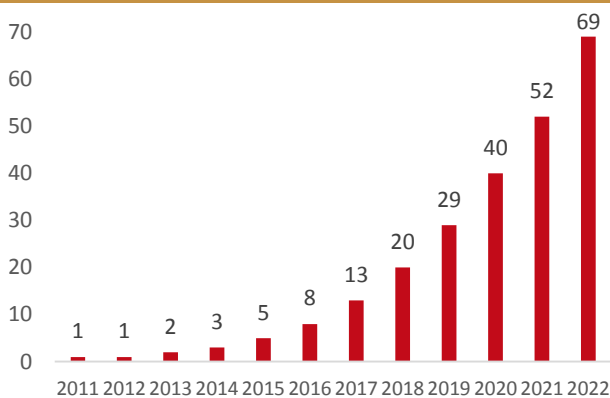
开源节流，公司总体盈利水平有望提升。我们认为，2016 年公司将小基站业务进行分离后，补充了现金流，有利于公司聚焦主营业务的深耕，2017 年主营业务收入将回归正常水平。同时，小基站业务的分离将每年降低公司 4000 多万的研发等费用，全面提升公司总体盈利水平。

2 以退为进战略布局小基站

2.1 小基站趋势明确，将开始逐步放量

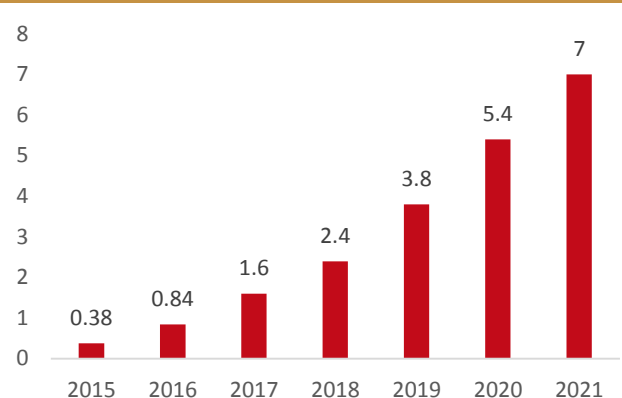
移动数据流量持续暴增以及 5G 演进趋势酝酿小基站产业庞大市场。随着全球 4G 商用网络的快速和规模化推进，移动数据流量暴增，移动数据业务逐渐成运营商主要收入。据爱立信和中国信息通信研究院的预测，到 2022 年全球移动数据流量相比 2016 年增长 8 倍，2021 年国内 DOU 会达到 7GB，其中七成以上的移动流量将来自于室内。小基站在容量扩充、深度覆盖、移动场景切换和灵活部署上具有天然优势，成为室内覆盖的重要技术选择。超高清视频、3D 游戏等业务需求爆发后，这些低时延、大容量场景均需要通过小基站来支撑。同时，移动通信演进到 5G，小基站超密集组网成为移动网络架构的主流。同时，连续大宽带的必然要求 5G 采用高频段频谱，而高频段频谱的覆盖范围较小，将不再适合采用宏基站部署，小基站成为密集组网的必然选择。

图 5：全球移动数据流量预测 (EB/月)



数据来源：Ericsson, 西南证券整理

图 6：国内人均数据流量预测 (GB/月)



数据来源：CAICT, 西南证券整理

北美地区小基站快速部署，或将加速国内小基站风口更早到来。小基站市场方面，Verizon、AT&T 和 Sprint 等北美运营商对于小基站战略地位明确，需求也较为强烈，早在 2011 年小基站的规模就已经超过宏基站。预计 2017 年，北美小基站市场将呈翻倍增长趋势，并带动北美周边区域的小基站市场发展。国内方面，中国移动 2015 年集采了第一批小基站，共约 10 万个，中国联通和中国电信也在部分省市部署了小基站，未来运营商新型室分系统方案由小基站来完成，将促进小基站产业全面启动。

2.2 以退为进，体外培育小基站

2014 年，公司通过收购小基站龙头博威通讯和博威科技开始布局小基站产业。公司持续加大小基站研发力度，拥有完整小基站知识产权，开发有适用三大运营商各类制式的单模

及双模皮基站。2015年，中国移动一体化皮基站集采中，公司中标份额排名第二。2016年，国内运营商未规模化集采小基站设备。由于运营商建网策略等因素，国内小基站市场尚未出现规模性爆发，而持续的高研发费用投入导致小基站业务的业绩不及预期。

战略出售小基站业务，引入地方投资，精心培育小基站。公司将现阶段业绩承压较大的小基站业务出售给博威通，博威通的大股东为中富汇，而中富汇的实际控制人为邦讯控股股东张庆文。我们判断，公司控股股东作为小基站业务重组的主要收购方，并对小基站业务员工实行股权激励，彰显公司在小基站业务发展方面的决心。同时，博威通将引入地方性投资产业基金，并利用厦门火炬高新园区的政策优势和产业资源，深度培育小基站业务，等小基站行业爆发之时将再次注入上市公司体内，提升公司盈利能力。除此之外，此次小基站业务重组，可为上市公司带来上亿现金，强现金流将有利于公司加大主营业务研发和市场拓展，并支撑新业务的快速发展。

3 积极外延拓展，加快向移动互联网领域转型

3.1 以智能家居为切入点布局物联网

物联网布局方面，公司主攻智能家居领域，目前销售的产品有智能排插、儿童手表等，且相关系列产品正在迭代和完善中。同时，公司正在研发通用定位器和智能摄像头等新产品。公司之前通过自建的线上平台进行销售，业务收入遇到一定瓶颈，经过积极拓展，已经拥有多路渠道，包括天猫、苏宁、京东等线上平台，智能360商城、国美、苏宁等卖场，同时还有省份代理和政府采购积分渠道的2B渠道，2017年有望实现扭亏为盈。公司还将在物联网方面进一步深度布局，积极外延式扩张，带动公司整体转型。

3.2 手机游戏业务将成公司新的盈利增长点

手机游戏方面，公司已经有几个游戏在开发，主要是围绕军事题材的游戏。2016年9月上线高品质真3D全景策略战争手机游戏《钢铁雄狮》，上线后首月流水约100万。公司还在自主研发、测试一系列游戏，包括通话战争、幻封神、恶魔英雄等。我们认为公司多款游戏上线并商业推广后将迎来收获期，公司手游业务在2017年有望扭亏，并开始贡献利润。

图7：邦讯物联产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

图8：邦讯手游产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

假设 1: 公司补强现金流后聚焦集成业务拓展, 集成业务收入回归行业正常水平, 且毛利率稳定保持在 53% 的水平。

假设 2: 公司加大销售力度并引入通讯设备租赁的方式后, 销售业务营收持续增加, 且毛利率稳定保持在 35% 水平。

假设 3: 公司积极拓展物联网和手游业务, 我们假设公司在 2017 年能扭亏为盈, 开始贡献利润, 计入代维及其它业务。

假设 4: 不考虑 2017-2018 年国内小基站行业爆发及公司将小基站业务重新注入上市公司体内的情况。

表 1: 公司各项业务盈利预测

单位: 百万元		2016E	2017E	2018E
集成业务	收入	148.0	185.0	240.5
	增速	-57.0%	25.0%	30.0%
	毛利率	53.0%	53.0%	53.0%
销售业务	收入	201.0	221.1	243.2
	增速	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	35.0%	35.0%	35.0%
代维及其它服务	收入	8.8	13.7	21.2
	增速	55.3%	55.0%	55.0%
	毛利率	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	358.4	420.5	505.7
	增速	-32.8%	17.3%	20.3%
	毛利率	42.6%	43.1%	43.8%

数据来源: 西南证券

公司目前正处于拓展转型关键期, 在战略重组业绩不佳的小基站业务后, 公司将聚焦主营业务, 营收有望保持每年 20% 以上增长率。公司布局的物联网和手游业务在 2017 年也有望扭亏为盈, 贡献部分利润。我们预测公司 2017-2018 年营业收入分别为 4.20 亿元和 5.06 亿元, 归属于母公司净利润分别为 3194 万元和 4259 万元, EPS 分别为 0.20 元和 0.27 元, 当前股价对应的动态 PE 分别为 87 倍和 65 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

5 风险提示

5G 推进及小基站市场发展或不及预期、公司新业务拓展或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	533.45	358.41	420.46	505.72	净利润	6.97	15.18	23.72	31.48
营业成本	274.52	205.84	239.26	284.30	折旧与摊销	16.58	12.85	12.85	12.85
营业税金及附加	9.62	6.49	7.61	9.16	财务费用	18.56	7.00	3.14	3.34
销售费用	77.87	71.68	71.48	85.97	资产减值损失	50.44	50.00	0.00	0.00
管理费用	96.26	90.06	71.48	85.97	经营营运资本变动	-20.86	221.71	-65.38	-106.39
财务费用	18.56	7.00	3.14	3.34	其他	-188.46	-141.00	0.00	0.00
资产减值损失	50.44	50.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-116.77	165.74	-25.67	-58.72
投资收益	-1.07	91.00	0.00	0.00	资本支出	-41.48	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	89.76	91.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	48.28	91.00	0.00	0.00
营业利润	5.12	18.33	27.49	36.98	短期借款	50.45	-239.05	0.00	0.00
其他非经营损益	2.36	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	7.48	18.33	27.49	36.98	股权融资	0.61	0.00	0.00	0.00
所得税	0.51	3.15	3.77	5.50	支付股利	-4.80	-2.74	-6.74	-11.18
净利润	6.97	15.18	23.72	31.48	其他	-36.22	-7.00	-3.14	-3.34
少数股东损益	-2.16	-5.55	-8.22	-11.11	筹资活动现金流净额	10.04	-248.79	-9.88	-14.52
归属母公司股东净利润	9.12	20.73	31.94	42.59	现金流量净额	-58.45	7.96	-35.55	-73.24
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	209.18	217.13	181.58	108.34	成长能力				
应收和预付款项	788.06	524.92	607.12	736.87	销售收入增长率	3.87%	-32.81%	17.31%	20.28%
存货	415.21	311.34	361.88	430.01	营业利润增长率	-43.76%	258.35%	49.97%	34.51%
其他流动资产	12.22	8.21	9.63	11.59	净利润增长率	13.38%	117.88%	56.22%	32.72%
长期股权投资	9.42	9.42	9.42	9.42	EBITDA 增长率	7.44%	-5.13%	13.88%	22.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	24.97	19.47	13.98	8.48	毛利率	48.54%	42.57%	43.10%	43.78%
无形资产和开发支出	144.63	137.79	130.96	124.12	三费率	36.12%	47.08%	34.75%	34.66%
其他非流动资产	48.01	47.49	46.97	46.45	净利率	1.31%	4.24%	5.64%	6.22%
资产总计	1651.69	1275.78	1361.54	1475.28	ROE	0.87%	1.86%	2.85%	3.69%
短期借款	239.05	0.00	0.00	0.00	ROA	0.42%	1.19%	1.74%	2.13%
应付和预收款项	347.29	253.84	295.45	352.25	ROIC	2.64%	2.84%	4.11%	4.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.55%	10.65%	10.34%	10.51%
其他负债	262.51	206.65	233.83	270.47	营运能力				
负债合计	848.86	460.49	529.28	622.72	总资产周转率	0.34	0.24	0.32	0.36
股本	160.02	320.04	320.04	320.04	固定资产周转率	21.02	16.56	26.05	47.50
资本公积	517.43	517.43	517.43	517.43	应收账款周转率	0.80	0.59	0.81	0.82
留存收益	116.64	134.63	159.83	191.24	存货周转率	0.69	0.57	0.71	0.72
归属母公司股东权益	794.09	812.08	837.28	868.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	76.76%	—	—	—
少数股东权益	8.75	3.20	-5.02	-16.13	资本结构				
股东权益合计	802.84	815.28	832.26	852.56	资产负债率	51.39%	36.10%	38.87%	42.21%
负债和股东权益合计	1651.69	1275.78	1361.54	1475.28	带息债务/总负债	32.78%	8.51%	7.41%	6.29%
					流动比率	1.76	2.52	2.37	2.21
					速动比率	1.25	1.78	1.63	1.47
					股利支付率	52.61%	13.20%	21.10%	26.26%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	40.25	38.19	43.49	53.17	每股收益	0.06	0.13	0.20	0.27
PE	303.93	133.78	86.82	65.12	每股净资产	5.02	5.09	5.20	5.33
PB	3.45	3.40	3.33	3.25	每股经营现金	-0.73	1.04	-0.16	-0.37
PS	5.20	7.74	6.60	5.48	每股股利	0.03	0.02	0.04	0.07
EV/EBITDA	69.55	66.84	59.51	50.05					
股息率	0.17%	0.10%	0.24%	0.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn