

2017年08月04日

证券研究报告·新股分析报告

纵横通信 (603602) 通信

合理价格区间

22.8-30.4 元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 国内通信服务提供商，业绩稳定方露尖角

### 投资要点

- **国内高新技术综合通信服务区域性提供商。**公司深耕通信网络技术服务，为电信运营商通信机房及基站到终端设备之间的网络建设、代维服务。业务涵盖了通信网络建设、维护和升级三大环节，涉及基站安装工程服务、室内分布系统技术服务、综合接入技术服务和网络代维服务的全业务技术服务体系。公司2016年营业收入5.11亿元，同比增长22.39%；实现归母净利润5370.69万元，同比增长10.67%。
- **坚持自主创新，研发实力强劲。**公司所处行业为高新技术产业，技术研发能力对占据市场份额、获取持续收益有重要影响。公司研发投入持续增加，2016年研发投入1901万元，同比增长32.01%。研发人员587人，占员工总数的65.73%，占比位于同类可比公司之首。公司人均创收57.22万元，亦位于同类可比公司之首。截止2016年，公司已拥有36项计算机软件著作权，专利授权2项，核心技术7项。在室内分布技术服务领域所研发的数字式室内分布技术，在业界位于领先地位，为公司室内分布技术服务业务持续增长奠定基础。在日新月异的通信行业，公司在研发领域的大量投入为公司建立了重要的竞争优势。
- **室内分布系统技术服务增长势头强劲，公司业绩有望保持增长。**2017年中报显示，公司营收2.51亿，同比增长22.45%，实现归母净利润2508.7万元，同比增长26.07%，业绩保持稳定增长。2016年公司室内分布技术服务业务营收1.44亿，同比增长61.82%，涨势强劲。今年4月，公司中标中国移动浙江分公司室分、WLAN集采项目大单，份额1.6亿，保障了今年室分业绩。随着与武汉虹信逐步业务剥离，公司独立参与招投标后，室分业务有望持续、快速增长。
- **盈利预测。**估算2017年、2018年和2019年每股收益0.76元、0.84元和0.92元。参照通信网络技术服务同类上市公司，我们给予公司2017年30-40倍市盈率，对应合理价值区间为22.8元-30.4元。
- **风险提示：**我国第四代、第五代通信网络推进低于预期，募投项目进度或不及预期风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	510.99	637.64	775.77	936.30
增长率	22.39%	24.78%	21.66%	20.69%
归属母公司净利润(百万元)	53.71	60.50	67.29	73.63
增长率	10.67%	12.66%	11.22%	9.41%
每股收益EPS(元)	0.67	0.76	0.84	0.92
净资产收益率ROE	16.63%	8.96%	9.21%	9.31%
PE	27	24	22	20
PB	4.48	2.14	1.98	1.83

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: 021-58351773  
 邮箱: hhy@swsc.com.cn

### 所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

### 本次发行情况

发行前总股本(万股)	6000
本次发行(万股)	2000
发行后总股本(万股)	8000
2016年每股收益(摊薄后)(元)	0.67
2016年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.66

### 主要指标(2016)

每股净资产	5.29
毛利率	20.60
流动比率	1.77
速动比率	1.00
应收账款周转率	4.22
资产负债率	55.80
净资产收益率	18.32

## 目 录

<b>1 公司概况：国内高新技术综合通信服务提供商</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业分析：行业持续发展，国企份额较大</b> .....	<b>6</b>
2.1 行业规模大，各细分领域有望持续发展 .....	6
2.2 行业集中国企，民企竞争激烈 .....	8
2.3 政策助推行业发展 .....	10
<b>3 公司核心竞争优势</b> .....	<b>11</b>
3.1 坚持自主创新，技术经验丰富 .....	11
3.2 行业专家系统提升业务效率 .....	12
3.3 项目管理能力为业务复制打下良好基础 .....	12
3.4 良好的客户关系为公司提供持续、稳定业务来源 .....	12
<b>4 募投项目分析</b> .....	<b>13</b>
<b>5 盈利预测</b> .....	<b>13</b>

## 图 目 录

图 1: 通信网络技术服务应用场景 .....	1
图 2: 公司业务布局通信网络技术服务全周期 .....	2
图 3: 公司 2011-2016 年营业总收入及增速 .....	2
图 4: 公司 2016 年营业收入按地区划分 .....	2
图 5: 公司 2016 年营业收入构成 .....	3
图 6: 公司营业收入占比变动 .....	3
图 7: 公司 2014-2016 年营业收入按季度划分（万元） .....	3
图 8: 公司 2016 年营业收入各季度占比 .....	3
图 9: 公司 2012-2016 年净利润及增速 .....	4
图 10: 公司 2016 年毛利构成 .....	4
图 11: 2013-2016 年各细分业务毛利变动 .....	4
图 12: 2016 年公司业务空间分布 .....	5
图 13: 2016 年公司对主要客户销售金额（百万元） .....	5
图 14: 2016 年公司对主要客户销售占比 .....	5
图 15: 公司股权结构 .....	6
图 16: 通信网络技术服务行业构成 .....	7
图 17: 室内分布系统构成要件 .....	7
图 18: 室内分布系统空间布局 .....	7
图 19: 2010-2016 年我国移动电话基站数量变动 .....	8
图 20: 行业部分上市公司 16 年营收（亿元）对比 .....	8
图 21: 2016 年部分上市企业网络建设业务营收（亿元）对比 .....	9
图 22: 2016-2017 年中国移动通信设计项目中标份额 .....	9
图 23: 全国综合代维集采项目分地区占比 .....	9
图 24: 中移动综合代维项目分地区占比 .....	9
图 25: 中国移动 2016-2018 年网络综合代维服务采购项目份额统计 .....	10
图 26: 公司已完成的大型项目 .....	12

## 表 目 录

表 1: 行业相关政策 .....	10
表 2: 公司已掌握的核心技术 .....	11
表 3: 公司十大合同 .....	12
表 4: 募投项目 .....	13
表 5: 分业务收入及毛利率 .....	14
附表: 财务预测与估值 .....	15

## 1 公司概况：国内高新技术综合通信服务提供商

纵横通信是国家火炬计划高新技术企业，专注于为大型通信基站、公共设施、住宅和商业建筑、交通网络等多种物理建筑和通信设施提供移动通信技术和无线互联技术的系统解决方案和组网应用服务，**是国内通信网络技术服务的高新技术企业**。公司致力于打造面向三大电信运营商，以通信网络建设、维护、优化为核心的全业务通信技术服务平台，把公司打造成为国内一流的综合通信服务提供商。14年以来，公司完成了多项重点建设项目，在业内享有较高的知名度和声誉。

**图 1：通信网络技术服务应用场景**



数据来源：招股说明书，西南证券整理

纵横通信是高新技术企业，浙江省创新试点单位，浙江省技术创新与科技进步优秀企业，具备通信信息网络系统集成企业甲级资质、通信网络代维企业甲级资质（线路专业和基站专业）、通信工程施工总承包贰级资质和通信建设工程企业安全生产合格证等专业资质。

公司深耕网络建设全周期，业务涵盖了通信网络建设、维护和升级三大环节，涉及基站安装工程服务、室内分布系统技术服务、综合接入技术服务和网络代维服务的全业务技术服务体系，研发并具备多制式移动通信信号融合解决方案、复杂综合体建筑信号覆盖解决方案、数字多制式分布系统解决方案、隧道信号覆盖解决方案、移动通信室内系统质量监测系统、全业务维护动态调度系统和工程服务进度和质量管控系统等完善的技术支持系统。

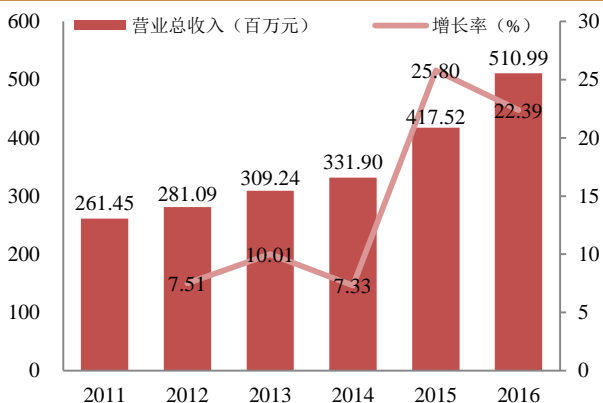
**图 2：公司业务布局通信网络技术服务全周期**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

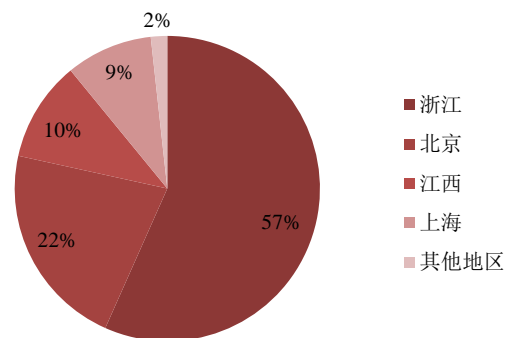
公司营业收入主要有四个特点：第一，营业收入逐年增长，15、16 年营收增速较高；第二，公司业务开展具有地域性，但由于积极拓展浙江省外业务，营收的地区来源趋向多元；第三，近三年代维服务营收占比逐渐下降，建设服务占比逐渐增加；第四，具有周期性，第二、第四季度营收较高。

**2011-2016 年营业收入逐年增长，近两年增长率均在 20% 以上。**其中 2015 年营收 4.18 亿，同比增长 25.80%；2016 年实现营收 5.11 亿元，同比增长 22.39%。主营业务收入持续扩张主要得益于：第一，公司业务覆盖区域逐步扩展到全国六省区；第二，在 14、15 年电信运营商对 4G 基础建设投入快速加大的背景下，公司业务量不断增加。

**按地区划分，营收来源趋向多元。**通信技术服务行业具有一定的地域性。受限于此，公司原先的业务主要集中在浙江，营收占比约七成。近年来，在维持浙江业务量稳定的前提下，公司积极拓展省外市场，至今已覆盖北京、上海、浙江、江西、河南、广东、天津七省市。2016 年公司从北京、上海获得的收入较 2015 年增长 7497 万元，拓展成效显著。

**图 3：公司 2011-2016 年营业总收入及增速**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

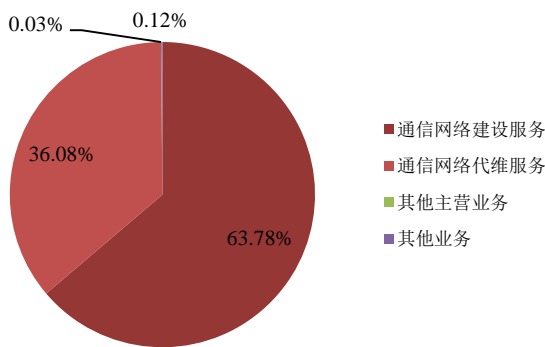
**图 4：公司 2016 年营业收入按地区划分**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

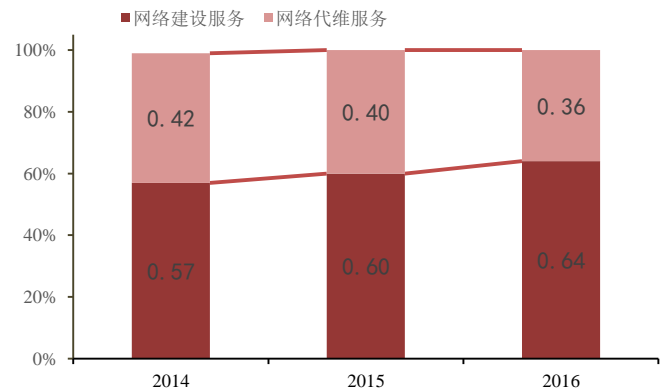


近三年通信网络代维服务营收占比逐渐下降，通信网络建设服务占比逐渐增加。在营收构成方面，公司营收主要来源于通信网络建设服务和通信网络代维服务，两项合计占比99.85%。其中通信网络建设服务占比63.78%，且近三年有逐步提高的趋势（14-16年营收占比分别为57.50%、60.27%和63.78%）；通信网络代维服务占比36.08%，且近三年有逐步下降的趋势（14-16年营收占比分别为42.47%、39.73%和36.08%）。

占比变动的原因：一是，公司通信网络建设服务在北京、上海成功拓展，收入增长较多；二是，网络代维业务对技术人员依赖性大，受到区域限制，其增速小于网络建设服务。未来公司将把握国内4G、5G更新换代和以中国铁塔为代表的电信体制改革的机会，同步发展通信网络建设服务和通信网络代维服务。

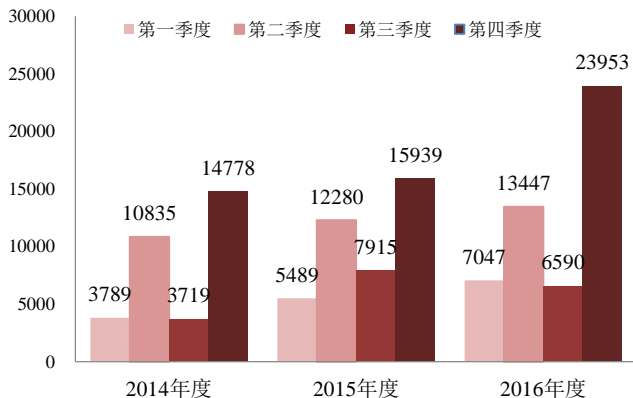
**图 5：公司 2016 年营业收入构成**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

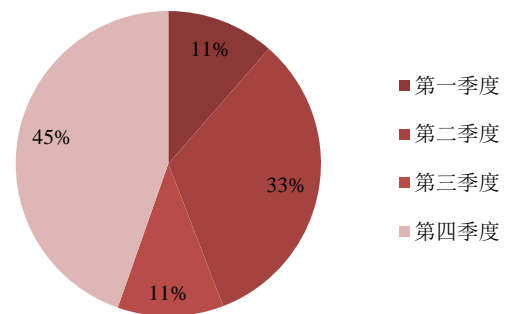
**图 6：公司营业收入占比变动**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司营业收入具有周期性。公司营收主要来源于中国移动、中国电信和中国联通三大运营商和中国铁塔公司。电信运营商及其子公司一般在每年上半年制定投资计划，并在二季度、四季度集中开展项目验收、审计工作。因此，公司一、三季度营收较低，二、四季度营收较高。

**图 7：公司 2014-2016 年营业收入按季度划分 (万元)**


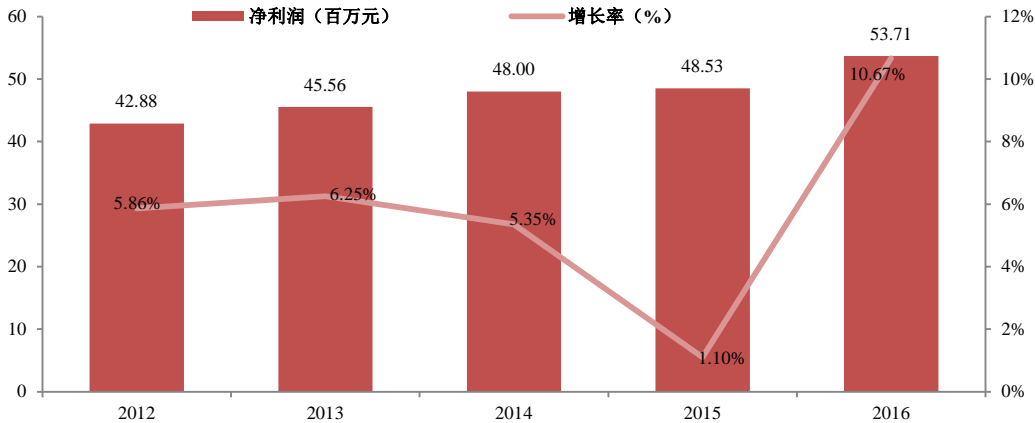
数据来源：招股说明书，西南证券整理

**图 8：公司 2016 年营业收入各季度占比**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

**2012-2016年净利润逐年增长。**公司2015年实现归母净利润0.49亿元,同比增长1.10%;2016年实现归母净利润0.54亿元,同比增长10.67%。2017年半年报显示,公司实现归母净利润2508.7万元,扣非后归母净利润同比增长6.91%。随着公司业务范围进一步扩大和募投项目的实施,公司净利润有望保持稳定增长。

**图9: 公司2012-2016年净利润及增速**

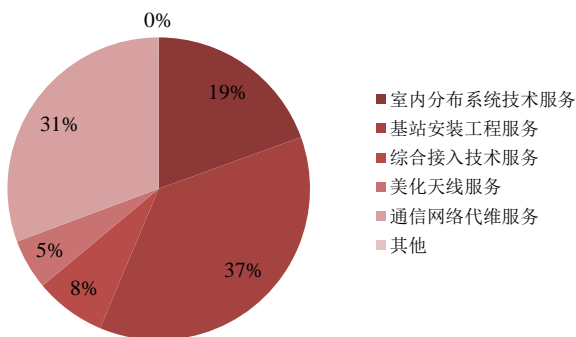


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**毛利贡献集中, 毛利率总体下滑。**公司2016年毛利为1.05亿元, 主要来源于基站安装工程服务、通信网络代维服务和室内分布系统技术服务, 毛利贡献率分别为36.66%、30.51%和19.37%。13-16年, 公司总体毛利率分别为33.54%、30.32%、25.88%和20.60%, 呈下降趋势, 主要归因于: 第一, 运营商为降低成本, 降低价格; 第二, 公司在北京、浙江等地业务量增加, 且此两地人力成本较高, 造成公司人力成本的增加; 第三, 公司承接的大项目逐渐增加, 外购劳务占比逐年增加。

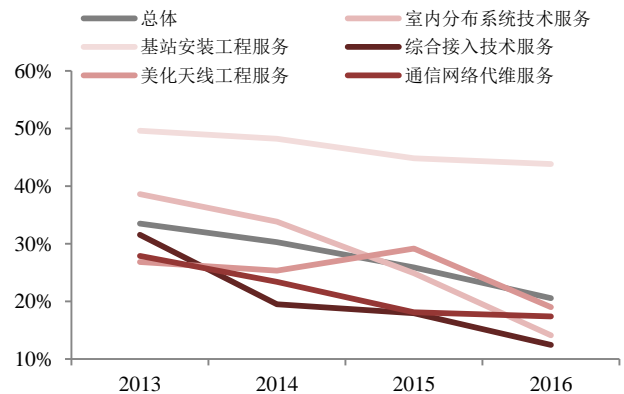
基站安装工程服务14-16年毛利率分别为: 48.26%、44.87%和43.84%, 为公司毛利率最高的业务, 远高于其他业务, 亦即此项业务毛利贡献率较高的原因。与15年相比, 16年该项业务毛利率的下降是因为直接人工的提升(成本占比提升1.86%)。随着业务收入规模的增加, 直接人工等制造费用将基本保持稳定, 此项业务的毛利率有望提升。

**图10: 公司2016年毛利构成**



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图11: 2013-2016年各细分业务毛利变动**



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**客户集中度高，前两大客户占比达 92.48%。**通信网络建设的服务对象主要为运营商。公司主要在中国大陆开展业务（营收占比 99.88%），客户主要包括浙江移动、浙江联通、浙江电信、浙江铁塔、北京移动、北京联通、北京铁通、江西移动和上海联通，业务覆盖北京、上海、浙江的主要地市及河南、河北、陕西、广东、江苏、福建的部分城市，未来公司将着力开拓天津等地的业务。随着业务覆盖区域的扩大，公司销售收入有望进一步增加。

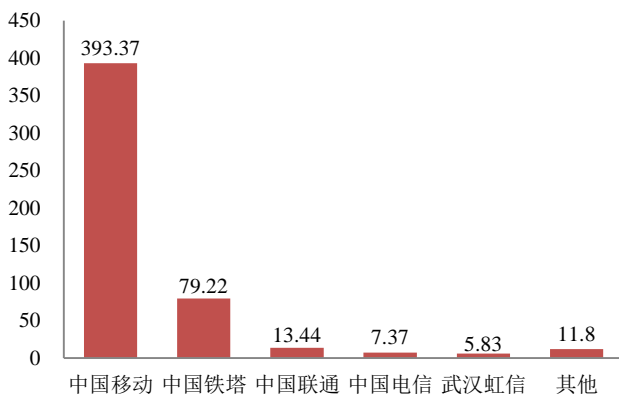
**图 12：2016 年公司业务空间分布**



数据来源：招股说明书，西南证券整理

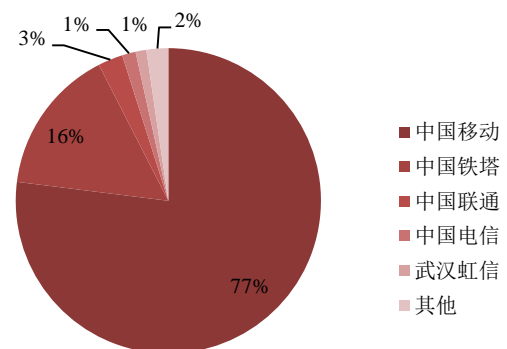
2014-2016 年公司对中国移动的销售规模持续增加，占比基本保持稳定（76%-77%之间）。主要原因是：中国移动不断加大与通信网络技术服务提供商的合作，且其在网络建设及维护的投入维持在较高的水平。同时，公司成功拓展业务区域，与新区域中国移动的分公司、子公司达成合作，进一步扩大了公司从中国移动的获得的销售收入。

**图 13：2016 年公司对主要客户销售金额（百万元）**



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**图 14：2016 年公司对主要客户销售占比**

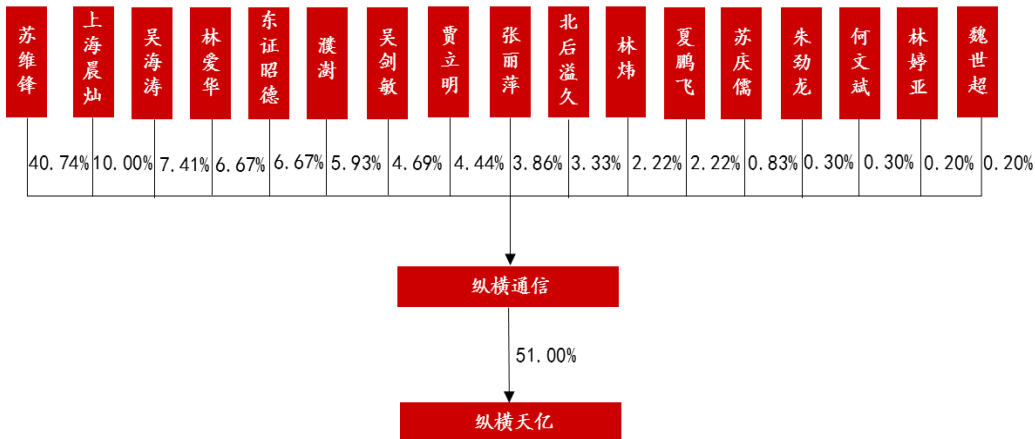


数据来源：招股说明书，西南证券整理

**第一大股东持股 40.74%，股权集中。**公司控股股东、实际控制人均为苏维锋。其拥有公司 40.74%的股份，为公司的第一大股东。苏维锋担任公司董事长，主持公司经营决策，对董事会、股东大会有重大影响，为公司实际控制人。苏维锋直接控股纵横集团、杭州设备，并通过纵横集团间接控股纵横文化、纵横品墨和欧光贸易。



公司的控股子公司为纵横天亿，持有其 51% 的股权。任志庆持有纵横天亿 29% 的股权，杨水媛持有纵横天亿 20% 的股权，其二人与公司主要股东及高管不存在关联关系。纵横天亿主要从事通信网络建设和代维服务，主要负责在江西地区开展业务。2016 年纵横天亿实现净利润 44.24 万元。

**图 15：公司股权结构**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

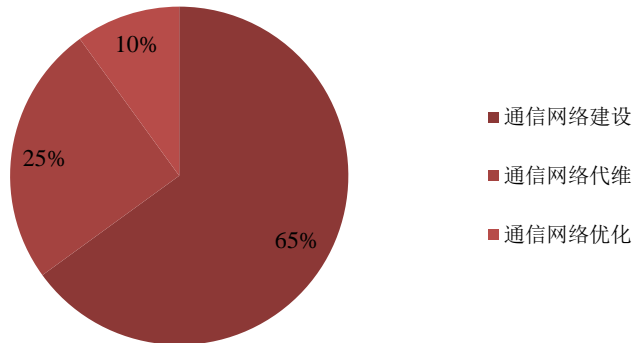
## 2 行业分析：行业持续发展，国企份额较大

通信技术服务行业是技术密集型新型产业，受国家政策、通信网络技术发展的驱动，行业有望持续发展。目前行业内中通服系和中移系占据较大的市场份额，爱立信、中兴等设备商发展势头强劲，其余中小企业竞争激烈。

### 2.1 行业规模大，各细分领域有望持续发展

通信网络技术服务包括通信网络建设、通信网络维护和通信网络优化。受益于 3G、4G 技术的成熟，运营商加大对 3G、4G 网络的扩容和维护力度。根据智研咨询预测，我国 2017 年通信网络技术服务市场容量将达到 2669 亿元，同比增长 16.12%。其中，通信网络建设、代维和优化项目占比约为 65%、25% 和 10%。未来几年，中国移动、中国联通、中国电信的资本开支总规模有望持续增加，进一步扩大通信网络技术服务市场规模。

图 16：通信网络技术服务行业构成



数据来源：U 学在线，西南证券整理

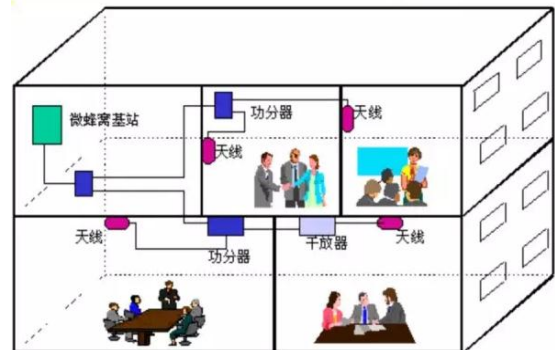
**室内分布系统技术服务需求迫切。**在 4G 以及未来的网络时代，用户要求更好的通话质量、更低的掉话率、更快捷的故障处理、更快的下载速率、更丰富的服务内容、更便捷的应用环境，较强的信号覆盖要求尤为迫切。未来网络由于频段更高，穿透能力减弱，遇到障碍物后衰减较大，在室内会出现更多的信号盲区和弱区。因此，室内分布系统建设受益于 4G 及以后的网络建设，将持续增长。

图 17：室内分布系统构成要件



数据来源：中国铁塔，西南证券整理

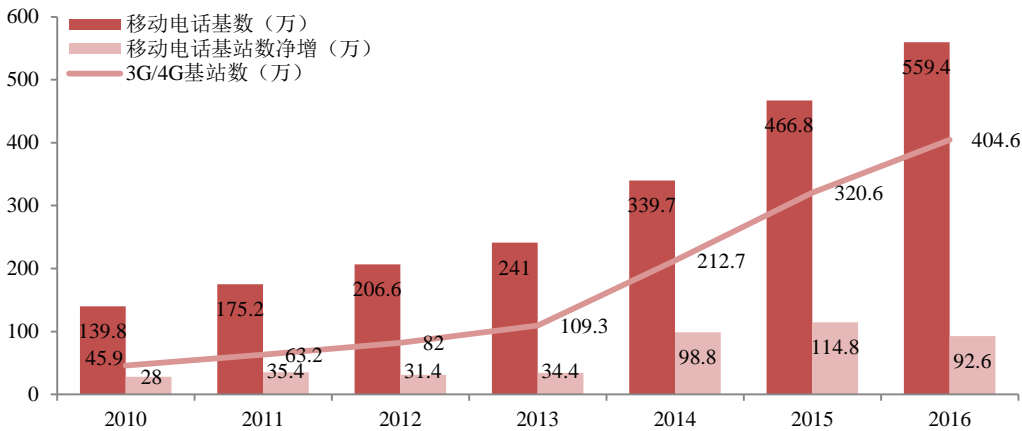
图 18：室内分布系统空间布局



数据来源：中国铁塔，西南证券整理

**综合接入技术行业稳步发展。**随着人们生活水平的提高，大众对于多媒体数据交流的需求增加。三大运营商为满足个性化的通信需求，一直积极投资建设、优先通信网络，迅速开展互联网接入等业务。通过一台设备提供尽可能多的业务接入，是业界公认的最佳选择。因此，综合接入服务相关业务需求将稳步发展。

**基站安装业务将保持较高规模。**受 3G、4G 网络建设的影响，我国基站建设持续稳定高速增长。2016 年，新增通信基站 92.6 万个，总数达 559 万个。其中 4G 基站新增 86.1 万个，总数达到 263 万个，移动网络覆盖范围和服务能力继续提升。我们预计未来几年，随着 4G、5G 网络的建设需要，基站建设在绝对数量上将保持较高的规模。

**图 19: 2010-2016 年我国移动电话基站数量变动**


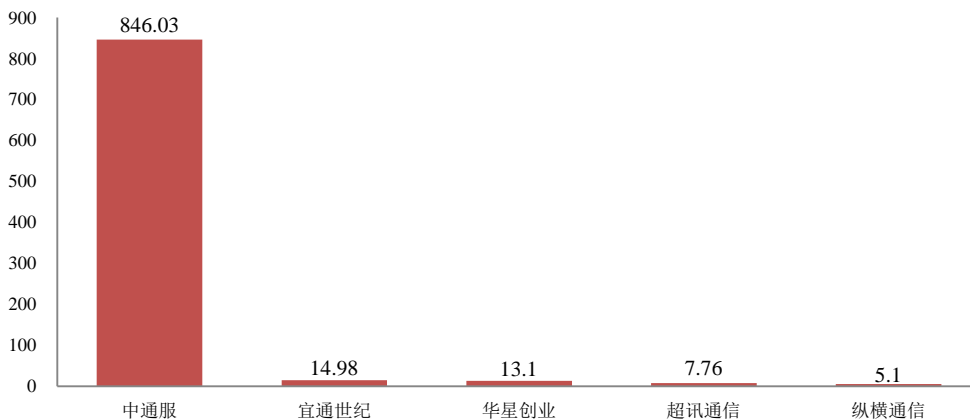
数据来源: 工业和信息化部, 西南证券整理

**通信网络代维市场规模稳定上升。**代维市场业务量与运营商通信设施的数量相关。一般而言, 通信网络在前期建设投入后, 后期都需要加以维护。由于运营商通信设施投入增加, 网络建设规模的逐步扩大, 网络设施的存量增加, 通信网络代维市场也随之增加。今后随着 5G 的铺开, 代维市场规模将持续稳定上升。

## 2.2 行业集中国企, 民企竞争激烈

目前国内通信网络技术服务市场格局中, 中国通信服务股份公司、中国移动通信集团设计院有限公司处于行业第一梯队。第二梯队主要为非运营商直属的设计院。大多数通信技术服务商实力较弱, 业务主要局限在本地。

由于历史原因, 中通服业务覆盖区域较广, 规模和市场份额处于领先地位。2016 年中通服国内通信技术服务业务营业收入 846.03 亿元, 约占全行业市场规模的 32%。其营收分别是同主营业务公司纵横通信、华星创业、超讯通信、宜通世纪的 166 倍、65 倍、109 倍和 56 倍。

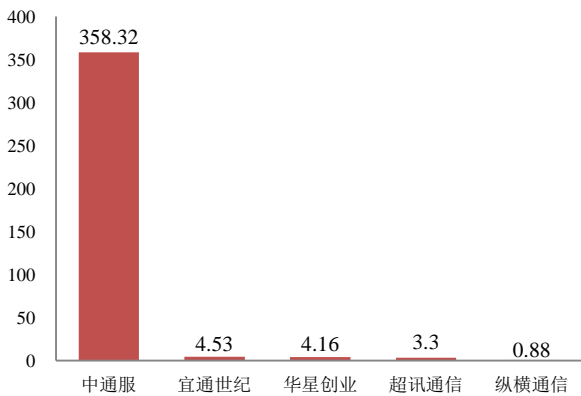
**图 20: 行业部分上市公司 16 年营收 (亿元) 对比**


数据来源: wind, 西南证券整理

通信网络建设服务“中通服系和中移系共分天下”。中通服和中移两家在通信网络建设服务业务份额上大大领先其他企业。中通服 2016 年通信网络基站建设业务营收 358.32 亿，是纵横通信同类业务的 407 倍。

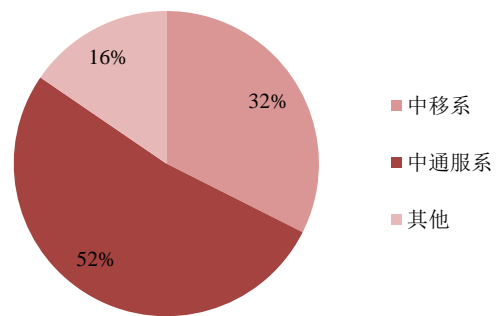
以《中国移动 2016—2017 年通信设备设计与可行性研究集中采购项目》为例。该项目预算金额高达 200 多亿，是 2016 年通信设计市场的重头戏。项目涉及全国 31 个省公司、2 个直属单位、5 个专业公司，共划分为 151 个标段，细分 300 多个小份额，最终由 31 家单位中标。其中，中通服系和中移系两者合计约占通信设计 85% 的市场份额。其中，中移系共 107 个份额；中通服及其 17 家下属企业共 172 个份额，占比高达 52%。

图 21：2016 年部分上市企业网络建设业务营收（亿元）对比



数据来源：wind，西南证券整理

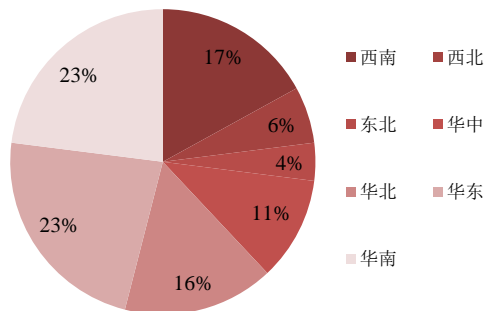
图 22：2016-2017 年中国移动通信设计项目中标份额



数据来源：工业和信息化部，西南证券整理

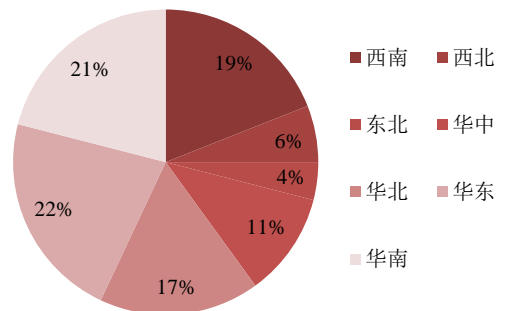
通信网络代维业务中小企业竞争十分激烈。据 U 学在线统计，通信网络代维业务 2017 年集采规模为 660.82 亿，约占整个通信技术服务行业市场规模的 1/4。其中华北、华南、华东、西南份额较大，总计 79%。中国移动代维项目按地区分布与全国情况类似。目前行业正在迎来新一轮的行业重组时间窗口，调整 and 机会并存。

图 23：全国综合代维集采项目分地区占比



数据来源：U 学在线，西南证券整理

图 24：中移动综合代维项目分地区占比



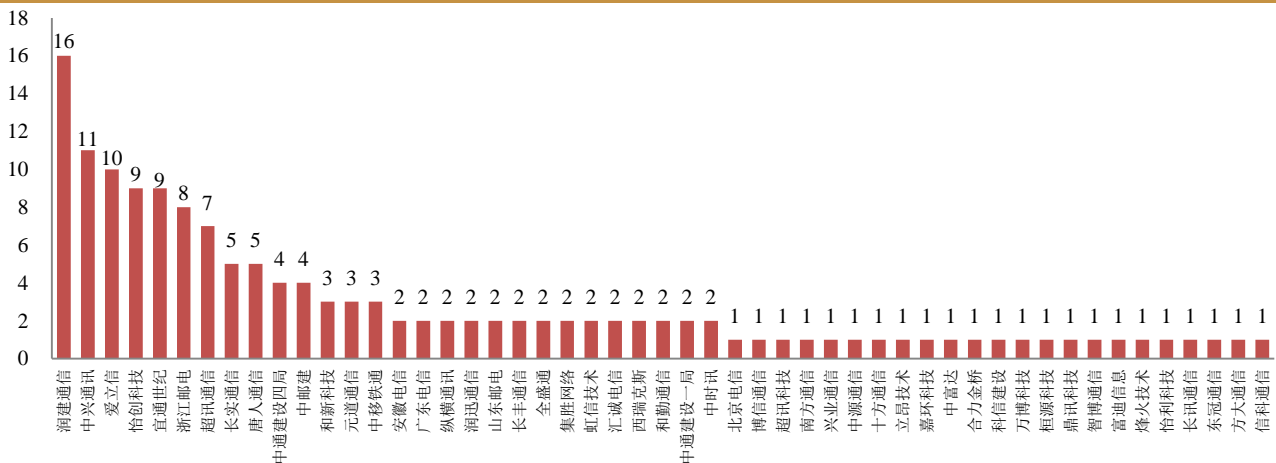
数据来源：U 学在线，西南证券整理

U 学在线《通信网络维护服务行业市场分析报告》汇集了近期移动、电信、联通、铁塔相关综合代维集采项目中标结果。数据显示，中标企业共计 84 家。排名前十的企业中大部分为上市公司及其子公司或拟上市公司。其中，润建通信、海格怡创、长实通信、宜通世纪

四家占据总份额约 1/3。主设备商势头强劲，中兴、爱立信中标数量分别名列第五名和第八名，充分显示了其在资金和规模上的优势。其余中小企业份额较小，竞争激烈。

以中国移动《2016-2018 年网络综合代维服务采购项目》为例。该项目涉及北京、天津等 21 省市，总额 12.04 亿，是 16 年代维行业的一个大单。项目共 51 家通信服务商中标，其中润建、中兴、爱立信、怡创、宜通、浙江邮电工程、超讯、长实、唐人、中通四局、中邮建中标省份达到 4 个以上，此结果将对上述企业未来三年的代维业绩带来深远影响，未中标的其余中小企业将在激烈的竞争中难以生存。

**图 25：中国移动 2016-2018 年网络综合代维服务采购项目份额统计**



数据来源：U 学在线，西南证券整理

## 2.3 政策助推行业发展

2012 年 7 月 20 日，国务院正式发布《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，促进新兴产业快速健康发展，新一代信息技术迎来发展机遇。2013 年 2 月，工信部、科技部和发改委联合成立了 IMT-2020 (5G) 推进组，联合产业优势企业联合开展 5G 研发和标准推进。15 年 6 月，推进组发布《白皮书》，对 5G 网络、技术等内容做了说明。国家产业政策的制定和落实为行业带来良好的发展机遇。

**表 1：行业相关政策**

时间	政策	内容
2009 年	电子信息产业调整和振兴规划	加大国家投入，国家新增投资向电子信息产业倾斜。鼓励地方对专项支持的关键领域和重点项目给予资金支持，引导社会资源投向电子信息产业领域，加大信息技术改造传统产业的投入。
2010 年	国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定	加快建设宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施，推动新一代移动通信、下一代互联网核心设备和智能终端的研发和产业化，加快推进三网融合。
2011 年	国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要	统筹布局新一代通信网、下一代互联网等设施建设，形成超高速、大容量、高智能国家干线传输网络。
2012 年	通信业“十二五”发展规划	到“十二五”期末，初步建成宽带、融合泛在、安全、绿色的宽带网络基础设施。统筹推进移动通信发展。结合“新一代宽带无线移动通信网”国家科技重大专项，加大 TD-LTE 研发及产业化发展力度，推进 TD-LTE 增强型技术成为国际标准。

时间	政策	内容
2013 年	关于促进信息消费扩大内需的若干意见	扩大第三代移动通信网络（3G）覆盖，优化网络结构，提升网络质量。根据企业申请情况和具备条件，推动 2013 年内发放第四代移动通信（4G）牌照。加快推进我国主导的新一代移动通信技术时分双工模式移动通信长期演进技术网络建设和产业化发展。
2013 年	国务院发布“宽带中国”战略及实施方案	到 2015 年，第三代移动通信及其长期演进技术（3G/LTE）用户普及率达到 32.5%，到 2020 年，3G/LTE 用户普及率达到 85%。
2015 年	国务院关于印发《中国制造 2025》的通知	加强互联网基础设施建设，加强工业互联网基础设施建设规划与布局，建设低时延、高可靠、广覆盖的工业互联网。加快生产性服务业发展，大力发展面向制造业的信息技术服务。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

## 3 公司核心竞争优势

### 3.1 坚持自主创新，技术经验丰富

为了更好地适应快速更新的通信技术更新换代和复杂的用户需求，公司十分重视自主创新，始终坚持将前沿技术应用于生产实践中，掌握了大量核心技术，推动技术和服务升级。公司技术人员掌握各类通信设备、无线、传输、动力、网管等业务知识，技术经验丰富，能满足客户个性化的需求。公司 2014-2016 年研发费用分别为：1251 万、1440 万和 1901 万，营收占比 3.77%、3.45%和 3.74%。研发人员 587 人，占员工总数的 65.73%，其中核心技术人员为吴海涛、濮澍、魏世超三人。截止 2016 年 12 月 31 日，公司已拥有 36 项计算机软件著作权，专利两项（天线隐蔽外罩（立柱型）（2010 年授权）、机房（2016 年授权），核心技术 7 项。

表 2：公司已掌握的核心技术

技术名称	特点	先进性
POI 多系统综合路平台和 PMI 多运营商和路平台	POI 采用上下行分路和非相干通信制式先合路的方式，产品对三大运营商的差异化较小。PMI 采用运营商优先的策略，适合差异较大的场景。	有利于减少电信行业内铁塔以及相关基础设施的重复建设，提高行业投资效率，进一步提高电信基础设施共建共享水平。
复杂场景及室内场景的通信覆盖技术	针对封闭室内环境的场景，通过室内延伸覆盖技术、无线链路预算及边缘场强计算、物理链路设计、功率控制和切换分析等技术，彻底解决此场景无线通信信号覆盖问题。	用网络优化理念和技术，多方面、多层次地对复杂室分场景进行技术处理，使得移动通信性能指标最优化。
3GPP 网络 UU 接口性能检测和优化技术	UU 接口为移动通信无线接口。通过对接口的信号检测、分析，得出相关数据，并提出相关调整方法，使得 UU 接口传输更通畅，质量有保障。	能及时、有效地验证和改进室分系统建设质量。
数字式室内分布技术	利用光纤等技术手段进行长距离或超长距离传输	可用于密集型住宅小区的室分建设，在业界属于先进地位。
隧道信号覆盖技术	针对不同隧道的特点，采用各不同的技术手段和设备，解决隧道移动通信信号覆盖问题。	技术方案特殊，设计独特，系统可靠性高。
符合自然景观和建筑设施标准的移动通信设备设计和建设技术	兼具和谐美观外形与通信功能，使得移动通信建设与社会环境建设融为一体。	兼具自然、美观，尤其适合风景优美旅游区的移动通信建设。
利用物联网原理检测移动通信系统的技术	通过故障定位，大大缩短了处理故障的时间，降低了费用，提高了网络利用率。	物联网与移动通信相结合，提高了网络维护的效率。

数据来源：招股说明书，西南证券整理



### 3.2 行业专家系统提升业务效率

公司近年来不断承接国内大型项目，长期从事通信网络建设、代维业务。大量的不同类型的案例和技术难题为公司积累了宝贵的经验。公司一方面将这些经验转化为培训教材，另一方面将其转化为软件。通过知识库和案例库的建立，明确了公司服务标准，为公司技术能力复制、业务执行，打下良好的基础，提升工作效率。

### 3.3 项目管理能力为业务复制打下良好基础

公司建设的通信网络技术服务智能平台是项目管理能力的集中体现。公司在人员组织、业务流程和服务规范三个维度上对各通信服务模块进行梳理和优化，加以固化和沉淀，实现了公司各通信服务业务系统化、模块化、产品化，为业务的高度复制打下坚实基础。公司的项目管理能力在杭州东站、北京首都机场、亚投行项目、国家会议中心、杭州萧山机场等项目上都得到了检验，公司知名度进一步提升。

**图 26：公司已完成的大型项目**



数据来源：招股说明书，西南证券整理

### 3.4 良好的客户关系为公司提供持续、稳定业务来源

作为通信技术服务企业，其服务核心就是客户满意度。公司客户关系管理系统能分析客户价值、风险偏好，记录与客户所有的沟通和回访记录，有效管理和分析客户满意度，及时规避客户满意度下降的风险，为公司提升服务能力、抓住机遇提供保障。公司专注于通信技术服务行业十多年，积累了大量优质客户，与中国移动等主要运营商保持长期合作，关系良好，业务持续、稳定。

**表 3：公司十大合同**

框架合同名称	客户名称	合同金额（万元）
2014-2015 年度网络代维和技术服务框架协议	中国移动浙江有限公司	15786.76
2015-2015 年无线网一体化室内及小区工程施工框架协议书	中国移动北京有限公司	11639.29
联合共同承包框架协议	武汉虹信通信	8119.22
2013 年度网络代维服务框架协议	中国移动浙江有限公司	4765.88
2015-2016 年度通信设施综合维护技术服务合同	中国移动江西赣州分公司	4677.55
工程施工合同	中国移动浙江有限公司	3662.15
2014-2015 年通信设施综合维护技术服务合同	中国移动江西赣州分公司	3410.41
2015 年通信项目施工框架合同	中国移动浙江有限公司	2901.05
建设工程施工框架合同（设备安装施工）	中国移动浙江有限公司	2833.77
4G 三期主设备建设项目	中国移动浙江有限公司	2713.27

数据来源：招股说明书，西南证券整理

## 4 募投项目分析

本次拟公开发行普通股（A股）不超过 2000 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%。扣除发行费用后的净额为 26536.51 万元。募集项目不涉及对外投资，不会产生同业竞争。募集项目资金如有不足，将使用自有资金、银行贷款或其他债务融资方式完成投资。如有剩余，将根据相关规定用于补充公司的主营业务或作为补充流动资金。

本项目将拓展公司在浙江、北京、上海、江苏、广东、天津的业务，购置生产和培训设备，招聘管理和研发人才，补充业务增长所带来的资金缺口。项目建设预计从 2017 年 1 月启动，2019 年 3 月建成，建设时间周期预计 27 个月。项目共计投资额 5.37 亿，募集资金 2.65 亿，其余资金将用自筹方式解决。项目建成后，将全面提高公司的技术服务实力，完善面向三大运营商、铁塔公司的全业务技术服务平台。

**表 4：募投项目**

项目名称	总投资额（万）	募集金额（万）	建设期（月）	备案情况
通信网络技术服务能力提升项目	53661.45	26536.51	27	已取得编号为“滨发改体改[2017]008”的备案通知书

数据来源：招股说明书，西南证券整理

**本项目的实施将全面提升公司竞争力。**3G、4G 的发展和 5G 的推进，给企业提供了良好的成长背景和环境，网络维护市场规模逐步增加。募投项目的实施，将提升企业的技术服务实力，公司业绩将有望快速增长。本项目将建立起员工培训中心，集中总部优势人才，通过网络等远程方式培训各驻地分公司、子公司员工，提升公司核心竞争力。

**项目收益可观。**项目的运营期为 2017 年至 2023 年，期间平均净利润预计 4663.55 万元（以企业所得税税率 15% 计算），税后投资回收期为 6.38 年。

## 5 盈利预测

假设 1：公司上下游行业格局稳定，所需原材料及销售的产品价格在合理范围内波动。

假设 2：公司室内分布系统技术服务毛利率维持在 13% 左右，整体业务毛利率维持在 18% 左右。

假设 3：全国第四代、第五代移动通信技术按照预定计划实施、主运营商通信技术服务外包需求持续，产品销量增长 20%-25% 区间。

假设 4：项目投入进展顺利，6 年可实现投入回报持平。募投项目中的员工培训项目进展顺利，技术服务人员专业能力不断增强。新市场拓展项目营销开发有效，业务持续扩张。

根据以上说明和假设，我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 6.38 亿元、7.76 亿元和 9.36 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 0.61 亿元、0.67 亿元和 0.74 亿元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益 0.76 元、0.84 元和 0.92 元。

**表 5：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
室内分布系统技术服务	收入	144.47	231.15	328.24	449.68
	增速	61.82%	60.00%	42.00%	37.00%
	毛利率	14.12%	14.00%	13.20%	12.50%
基站安装工程服务	收入	88.04	90.68	93.40	96.20
	增速	0.14%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	43.84%	43.00%	42.50%	42.00%
综合接入技术服务	收入	63.66	71.30	78.43	84.70
	增速	12.37%	12.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	12.48%	12.00%	11.00%	10.00%
美化天线工程服务	收入	29.72	44.58	63.75	87.34
	增速	74.59%	50.00%	43.00%	37.00%
	毛利率	19.02%	17.00%	15.00%	15.00%
通信网络代维服务	收入	184.34	199.09	211.03	217.36
	增速	11.48%	8.00%	6.00%	3.00%
	毛利率	17.42%	16.70%	16.00%	15.40%
其他业务	收入	0.76	0.84	0.92	1.01
	增速	-51.43%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	75.00%	65.00%	60.00%	60.00%
合计	收入	510.99	637.64	775.77	936.30
	增速	22.39%	24.78%	21.66%	20.69%
	毛利率	20.60%	19.02%	17.47%	16.26%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	510.99	637.64	775.77	936.30	净利润	53.92	60.75	67.56	73.92
营业成本	405.71	516.36	640.24	784.03	折旧与摊销	2.44	4.30	4.33	4.35
营业税金及附加	5.10	6.36	7.74	9.34	财务费用	3.62	-0.03	-1.82	-1.87
销售费用	6.56	8.29	10.08	12.17	资产减值损失	-4.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	31.85	36.35	41.12	46.82	经营营运资本变动	61.06	21.87	-28.69	-56.82
财务费用	3.62	-0.03	-1.82	-1.87	其他	0.77	-0.06	1.58	0.90
资产减值损失	-4.01	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>117.79</b>	<b>86.84</b>	<b>42.96</b>	<b>20.48</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1.24	-0.09	-0.10	-0.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2.78	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-4.02</b>	<b>-0.09</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>
<b>营业利润</b>	<b>62.17</b>	<b>70.31</b>	<b>78.41</b>	<b>85.80</b>	短期借款	-40.00	-70.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.99	1.07	0.97	1.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>63.16</b>	<b>71.38</b>	<b>79.38</b>	<b>86.81</b>	股权融资	0.00	303.60	0.00	0.00
所得税	9.23	10.63	11.81	12.89	支付股利	-7.50	-10.74	-12.10	-13.46
净利润	53.92	60.75	67.56	73.92	其他	-3.94	0.03	1.82	1.87
少数股东损益	0.22	0.24	0.27	0.30	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-51.44</b>	<b>222.89</b>	<b>-10.28</b>	<b>-11.59</b>
归属母公司股东净利润	53.71	60.50	67.29	73.63	<b>现金流量净额</b>	<b>62.33</b>	<b>309.63</b>	<b>32.59</b>	<b>8.79</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	238.27	547.90	580.49	589.27	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	170.07	174.42	202.28	225.76	销售收入增长率	22.39%	24.78%	21.66%	20.69%
存货	315.55	377.64	497.97	637.96	营业利润增长率	7.79%	13.10%	11.52%	9.43%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	9.32%	12.66%	11.22%	9.41%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1.99%	9.32%	8.49%	9.11%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	7.26	3.16	-0.96	-5.09	毛利率	20.60%	19.02%	17.47%	16.26%
无形资产和开发支出	0.29	0.24	0.18	0.12	三费率	8.23%	7.00%	6.37%	6.10%
其他非流动资产	1.89	1.83	1.78	1.73	净利率	10.55%	9.53%	8.71%	7.90%
<b>资产总计</b>	<b>733.33</b>	<b>1105.19</b>	<b>1281.74</b>	<b>1449.75</b>	ROE	16.63%	8.96%	9.21%	9.31%
短期借款	70.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.35%	5.50%	5.27%	5.10%
应付和预收款项	333.79	419.75	539.51	644.72	ROIC	24.54%	30.06%	30.94%	27.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.35%	11.70%	10.43%	9.43%
其他负债	5.38	7.67	9.00	11.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>409.17</b>	<b>427.42</b>	<b>548.51</b>	<b>656.05</b>	总资产周转率	0.72	0.69	0.65	0.69
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	77.52	123.50	704.36	-309.54
资本公积	0.00	283.60	283.60	283.60	应收账款周转率	3.88	6.01	7.37	8.47
留存收益	257.58	307.34	362.53	422.70	存货周转率	1.34	1.49	1.46	1.38
归属母公司股东权益	317.58	670.94	726.13	786.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.20%	—	—	—
少数股东权益	6.58	6.83	7.10	7.39	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>324.16</b>	<b>677.77</b>	<b>733.23</b>	<b>793.69</b>	资产负债率	55.80%	38.67%	42.79%	45.25%
负债和股东权益合计	733.33	1105.19	1281.74	1449.75	带息债务/总负债	17.11%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.77	2.57	2.33	2.21
					速动比率	1.00	1.69	1.43	1.24
					股利支付率	13.96%	17.75%	17.98%	18.28%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.67	0.76	0.84	0.92
					每股净资产	4.05	8.47	9.17	9.92
					每股经营现金	1.47	1.09	0.54	0.26
					每股股利	0.09	0.13	0.15	0.17
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	68.23	74.58	80.92	88.28					
PE	27.04	24.00	21.58	19.72					
PB	4.48	2.14	1.98	1.83					
PS	2.84	2.28	1.87	1.55					
EV/EBITDA	13.48	12.10	10.75	9.76					
股息率	0.52%	0.74%	0.83%	0.93%					

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 20 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	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn