

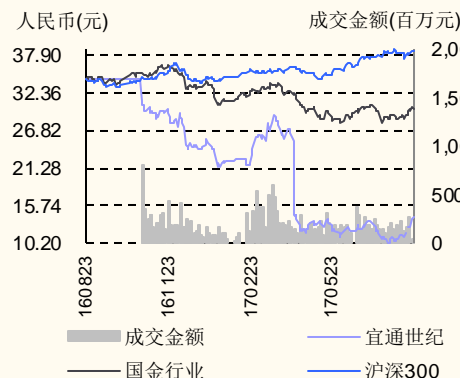
宜通世纪 (300310.SZ) **通信系统设备行业**
评级：增持 维持评级
公司点评

市场价格 (人民币): 14.05 元

参与联通混改，物联网平台驱动成长

长期竞争力评级：高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	581.77
总市值(百万元)	12,398.37
年内股价最高最低(元)	34.35/10.20
沪深 300 指数	3752.30


公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.274	0.385	0.318	0.429	0.600
每股净资产(元)	3.18	5.31	5.86	6.71	7.91
每股经营性现金流(元)	0.46	0.23	0.50	0.72	1.14
市盈率(倍)	227.86	63.29	44.20	32.72	23.42
行业优化市盈率(倍)	22.77	22.77	22.77	22.77	22.77
净利润增长率(%)	31.71%	172.81%	64.30%	35.06%	39.71%
净资产收益率(%)	8.61%	7.24%	10.78%	12.71%	15.08%
总股本(百万股)	228.80	443.93	882.40	882.40	882.40

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 宜通世纪公布 2017 年半年报，2017 年上半年，公司实现营业收入 10.44 亿元，同比增长 33.75%；实现净利润 1.04 亿元，同比增长 21.98%。
- 上半年公司收入结构中，通信网络技术服务实现收入 8.3 亿元，同比增长 38%，毛利率下降 4.58%。系统解决方案实现收入 0.59 亿元，同比增长 83%，毛利率上升 30.11%。2017 年上半年，公司研发投入共计 4298.51 万元，增长 79.28%，占主营业务收入比例为 4.12%。

经营分析

- **传统业务增长迅速，物联网平台驱动增长：**在通信网络技术服务方面，2017 年上半年营业收入增长 37.86%。公司一体化维护在报告期内中标运营中国移动 11 个省的项目，运营中国铁塔、中国联通和中国电信等运营商多个省市的项目；通信工程服务业务保持稳定增长；网络优化市场利用信令大数据技术推出高端网络优化服务平台，业务收入增长较快。但上半年由于运营商资本开支削减导致竞争激烈，中标价格降低，部分维护项目出现亏损，从而导致毛利率下降 4.58%。我们认为，随着公司在天线设备的持续研发投入以及未来 5G 到来，传统业务有望企稳回升。
- **物联网加速落地，CMP/AEP 平台带来成长：**截止今年上半年，联通物联网平台注册用户数已经达 4360 万户，环比增速超过 40%。计费用户达到 1470 万，利润达到 1758 万元。我们认为，工信部发文要求今年年底建成 NB-IoT 基站 40 万个，电信、移动实行物联网模组补贴均会加速物联网落地，物联网连接数有望快速增长，宜通世纪的物联网平台全年有望达到 3500 万的利润增厚。同时子公司基本立子与德国 Cumulocity 公司合作公、开发 AEP 平台，已经与与中国联通部分分公司开展合作运营物联网使能平台服务，今年上半年共签署合作协议 43 份，全年连接数有望超过 100 万。
- **并表倍泰健康，纵向布局行业应用：**宜通世纪今年上半年完成对倍泰健康的收购，并在五月实现并表，两个月贡献 1292 万利润。目前倍泰健康产品已经和基本立子平台的对接，与运营商合作一起推进分级诊疗方案的落地，目前已有多个项目在启动，有望在下半年进入实施阶段，全年有望超过业绩对赌。我们认为，公司在顺利收购倍泰健康后，在“连接”和“平台”布局的同时，纵向布局行业应用，后续医疗健康领域会成为公司看点。

相关报告

- 1.《细估物联网 CMP 与 AEP 运营业绩弹性-宜通世纪公司深度研究》，2017.4.28

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

林仕霄 联系人
linsx@gjzq.com.cn

- **参与联通混改，获得竞争优势：**宜通世纪此次参与中国联通混改，投资 2 亿元，持有中国联通 0.094%的股权。我们认为，联通在和宜通世纪双方之前已经在物联网平台进行合作，此次混改入股有望进一步绑定两者合作关系，在物联网平台的竞争中获取优势。

盈利预测与投资建议

- 我们维持公司 2017-2019 年净利润 2.8 亿，3.8 亿，5.3 亿元，对应 EPS 0.32，0.43，0.60 元，对应 44，32，23 倍 PE。维持公司“增持”评级。

风险提示

- 物联网业务发展不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	911	1,184	1,821	2,563	3,333	4,488
增长率		30.1%	53.7%	40.8%	30.0%	34.7%
主营业务成本	-694	-928	-1,410	-1,964	-2,530	-3,321
%销售收入	76.2%	78.3%	77.4%	76.6%	75.9%	74.0%
毛利	216	257	411	599	803	1,167
%销售收入	23.8%	21.7%	22.6%	23.4%	24.1%	26.0%
营业税金及附加	-15	-15	-15	-26	-33	-45
%销售收入	1.6%	1.3%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-25	-25	-31	-46	-60	-81
%销售收入	2.7%	2.1%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	-122	-140	-170	-238	-317	-471
%销售收入	13.4%	11.8%	9.4%	9.3%	9.5%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	55	76	195	289	393	570
%销售收入	6.0%	6.4%	10.7%	11.3%	11.8%	12.7%
财务费用	4	2	7	34	48	56
%销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.4%	-1.3%	-1.4%	-1.2%
资产减值损失	-8	-10	-13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	-4	3	3	3	3
%税前利润	6.0%	n.a	1.6%	0.9%	0.7%	0.5%
营业利润	54	65	192	326	444	629
营业利润率	5.9%	5.5%	10.6%	12.7%	13.3%	14.0%
营业外收支	1	3	8	9	9	9
税前利润	55	67	200	335	453	638
利润率	6.0%	5.7%	11.0%	13.1%	13.6%	14.2%
所得税	-8	-8	-34	-55	-74	-108
所得税率	14.1%	11.3%	16.8%	16.3%	16.3%	17.0%
净利润	47	60	167	281	379	529
少数股东损益	0	-3	-4	0	0	0
归属于母公司的净利润	48	63	171	281	379	529
净利率	5.2%	5.3%	9.4%	10.9%	11.4%	11.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	47	60	167	281	379	529
少数股东损益	0	-3	-4	0	0	0
非现金支出	18	24	33	20	19	19
非经营收益	-9	1	-3	14	-12	-12
营运资金变动	-18	20	-94	-91	-68	-30
经营活动现金净流	38	104	102	223	318	505
资本开支	-20	-17	-69	860	-40	-41
投资	-36	-22	-164	-1	0	0
其他	0	0	6	3	3	3
投资活动现金净流	-56	-39	-227	862	-37	-38
股权募资	0	4	976	-36	0	0
债权募资	0	0	0	-2	0	1
其他	-12	-19	-20	0	0	0
筹资活动现金净流	-12	-15	957	-38	0	1
现金净流量	-30	50	832	1,047	281	468

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	235	293	1,131	2,178	2,459	2,928
应收款项	393	449	598	808	1,050	1,414
存货	150	162	340	420	541	710
其他流动资产	9	6	71	11	14	18
流动资产	787	910	2,139	3,416	4,064	5,069
%总资产	81.6%	83.6%	65.8%	94.1%	94.4%	94.9%
长期投资	50	40	29	30	29	29
固定资产	85	88	126	161	196	231
%总资产	8.8%	8.0%	3.9%	4.4%	4.5%	4.3%
无形资产	19	20	929	22	18	14
非流动资产	178	179	1,112	213	242	274
%总资产	18.4%	16.4%	34.2%	5.9%	5.6%	5.1%
资产总计	965	1,088	3,251	3,629	4,306	5,343
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	235	287	792	861	1,112	1,472
其他流动负债	50	70	93	149	193	334
流动负债	285	356	885	1,010	1,305	1,806
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	5	4	5	13	17	22
负债	290	361	890	1,023	1,322	1,829
普通股股东权益	676	727	2,357	2,602	2,980	3,510
少数股东权益	0	1	4	4	4	4
负债股东权益合计	965	1,088	3,251	3,629	4,306	5,343

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.208	0.274	0.385	0.318	0.429	0.600
每股净资产	2.954	3.177	5.310	5.860	6.714	7.906
每股经营现金净流	0.167	0.457	0.231	0.503	0.717	1.139
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.03%	8.61%	7.24%	10.78%	12.71%	15.08%
总资产收益率	4.92%	5.75%	5.25%	7.73%	8.80%	9.91%
投入资本收益率	6.97%	9.30%	6.86%	9.28%	11.01%	13.46%
增长率						
主营业务收入增长率	29.12%	30.07%	53.74%	40.75%	30.04%	34.65%
EBIT增长率	27.58%	39.36%	155.25%	48.26%	35.91%	45.17%
净利润增长率	23.32%	31.71%	172.81%	64.30%	35.06%	39.71%
总资产增长率	17.53%	12.77%	198.73%	11.60%	18.67%	24.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	132.1	114.8	90.7	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	74.2	61.4	64.9	78.0	78.0	78.0
应付账款周转天数	88.0	86.5	80.2	86.0	86.0	86.0
固定资产周转天数	32.7	27.0	25.3	15.8	10.5	6.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.81%	-40.23%	-47.88%	-83.58%	-82.40%	-83.29%
EBIT利息保障倍数	-14.9	-30.9	-28.7	-8.4	-8.2	-10.2
资产负债率	30.02%	33.14%	27.37%	28.19%	30.69%	34.23%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	8	13	13	18
增持	1	4	5	5	7
中性	0	1	4	4	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.46	1.59	1.59	1.52

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-28	增持	12.80	15.00~20.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD