

通信设备

**吴通通讯 (300292.SZ) / 25.30 元**

## 互联网广告助力公司再次腾飞

### 独到见解

公司通过三年的不断收购，扩展了业务版图，盈利能力得以不断增强。展望2015年来看，宽翼通信和传统射频连接器件等设备产品类业务预计利润0.53亿，给予20倍估值，对应市值10.6亿；国都互联业绩承诺2015年0.75亿，考虑到国都互联软件以及移动互联网的部分属性，同时未来业绩承诺持续高增长，给予30倍估值，对应22.5亿市值；

不考虑业绩并表时间的影响的话，互众广告2015年业绩对赌1个亿，给予60倍估值，对应市值60亿。给予高估值的理由：第一，RTB模式下的互联网广告市场急剧增长，现在的RTB市场的主要供给是剩余流量，未来将不断吸引优质媒体资源，CMP的价格不断上升，公司率先聚焦于RTB的SSP市场，作为SSP行业龙头，享受行业爆发增长的红利；第二，技术和数据是行业竞争的核心竞争力，公司在技术和数据的先发优势明显，并形成良性循环，不断扩大与竞争者的差距；第三，公司在市场中是稀缺标的，享有高估值溢价。总体对应目标市值：93.1亿。

### 投资要点

#### 1. 资本驱动产业，三年三笔打造吴通产业。

上市之后，受行业周期影响，公司传统业务没有实现快速增长，公司开始积极的纵向延伸转型，利用上市公司的平台，撬动资本杠杆，三年三笔大收购，逐步加码打造吴通版图。2013年1.68亿收购宽翼通信、2014年5.5亿收购国都互联、2015年13.5亿收购互众广告。同时公司的近两次收购，大股东都积极的参与了增发，彰显对公司未来业务发展充满了信心

#### 2. 看好RTB模式，看好互众广告所处行业位置。

RTB凭借其开放性成为最好的长尾资源售卖渠道，但随着RTB价值被逐步认可，更丰富的资源会不断加入。虽然现在“低价”还是RTB投放的标签，吸引了大批以效果为导向的广告主，但随着人们认知度的提高，中国RTB的CPM平均价格也在不断的提高，市场规模会极具扩大。

在互联网广告行业中，除互众广告外，国内目前没有专业定位于SSP角色的企业。由于公司率先聚焦于SSP市场，并且目前已经对接了近百家公司媒体，已经形成了巨大的优势。

基于看好公司产业和资本双轮驱动持续发力，享受互联网发展红利带来的业绩爆发，我们预测公司。我们预测公司2014、2015、2016年的eps分别为0.26、0.47、0.81，对应的PE为97、54、31倍，维持推荐评级

**风险提示：**1、收购尚未完成，存在不确定性；2、对赌业绩不达预期

证券分析师： 马军  
 执业编号： S0360512110002  
 Tel: 010-66500868  
 Email: majun@hcqz.com  
 研究助理： 束海峰  
 Tel: 010-66500831  
 Email: shuhai Feng@hcqz.com

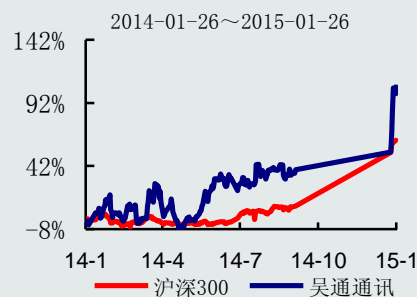
### 投资评级

投资评级： 推荐  
 评级变动： 维持

### 公司基本数据

总股本(万股)	23165
流通 A 股/B 股(万股)	6498/0
资产负债率(%)	23.5
每股净资产(元)	2.48
市盈率(倍)	95.56
市净率(倍)	10.21
12 个月内最高/最低价	26.0/10.98

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

《公司业绩低于预期》	2012-08-15
《“射频+光纤”连接器双轮驱动，助力公司稳步发展》	2012-06-04

## 目 录

一、资本驱动产业，三年三笔打造吴通版图.....	4
（一）宽翼通信：估值 1.68 亿购入，进军移动通讯终端产业 .....	4
（二）国都互联：估值 5.5 亿购入，涉足移动信息服务行业 .....	5
（三）互众广告：估值 13.5 亿购入，打开互联网广告市场 .....	5
（四）大股东屡次参与增发，彰显公司信心。 .....	6
二、互众广告：率先聚焦于 RTB 的 SSP 市场，作为 SSP 行业龙头，享受行业爆发红利。 .	6
（一）广告产业发展市场规模持续扩大，广告投放模式结构性转变 .....	6
（二）互联网实时竞价广告（RTB）的运作模式 .....	8
1、结论一：RTB 的市场急剧增长，现在的 RTB 是剩余流量，未来将不断吸引优质媒体资源，CMP 的价格不断上升 .....	9
2、结论二：技术和数据是关键的核心竞争力，互联网巨头之外的平台撮合者容易产生新的巨头.....	10
（三）互众广告：拥有技术和数据的核心竞争力，有望在行业爆发中脱颖而出 .....	10
三、宽翼通信和国都互联：业绩承诺稳健，平稳向前发展。 .....	12
（一）宽翼通信：移动通讯终端产品解决方案供应商 .....	12
（二）国都互联：国内领先的企业移动信息化服务提供商 .....	13
四、投资建议.....	14

## 图表目录

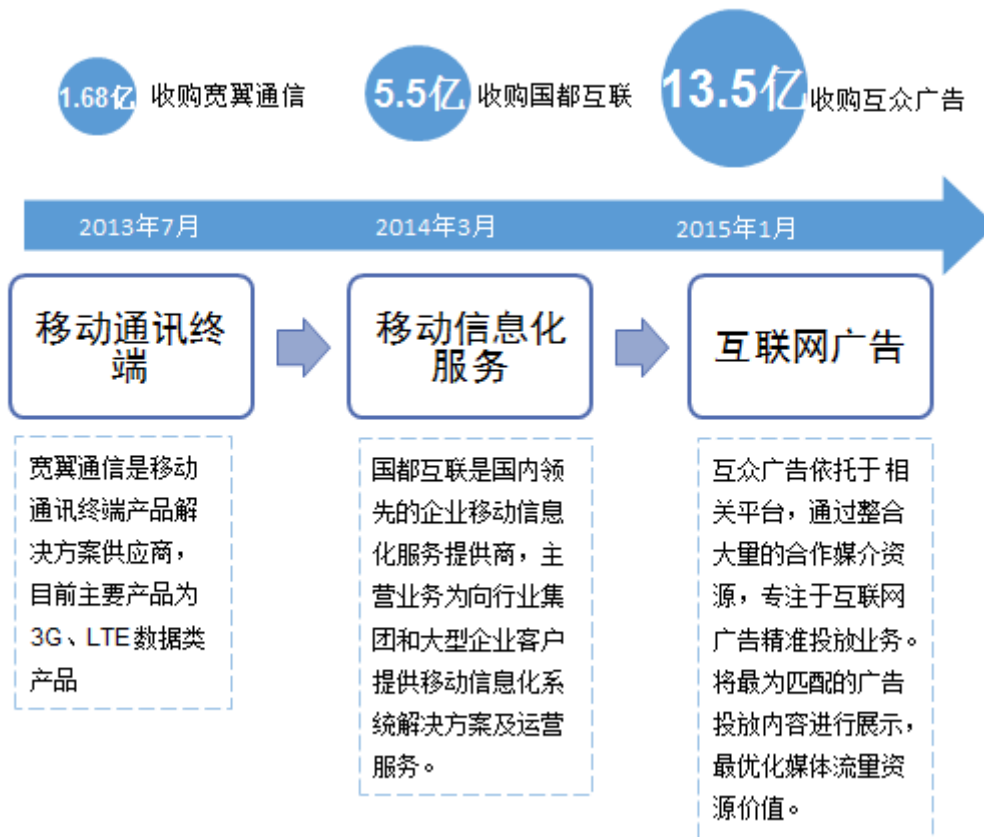
图表 1	公司三年三并购.....	4
图表 2	宽翼通信对赌业绩（亿元）.....	4
图表 3	国都互联对赌业绩（亿元）.....	5
图表 4	互众广告对赌业绩（亿元）.....	5
图表 5	吴通通讯股权（收购后预估）.....	6
图表 6	2008 年-2015 年我国广告市场媒体投放渠道份额.....	7
图表 7	三大媒体的接触率.....	7
图表 8	2009-2013 年中国传统广告和互联网广告增长率.....	8
图表 9	中国 RTB 产业链.....	9
图表 10	程序化购买展示类广告产业链流程图示.....	10
图表 11	SSP 和 DSP 之间关系.....	11
图表 12	互众广告的上下游客户.....	12
图表 13	宽翼通信目前主要产品结构图.....	13
图表 14	国都互联目前主要产品结构图.....	13
图表 15	各板块的利润分拆.....	14

## 一、资本驱动产业，三年三笔打造吴通版图

吴通通讯上市之初是一家专注于通信领域连接技术的高新技术企业，专业从事无线通信射频连接系统、光纤连接产品的研发、生产及销售，是国内领先的通信射频连接系统专业供应商。

上市之后，受行业周期影响，公司传统业务没有实现快速增长，公司开始积极的纵向延伸转型，利用上市公司的平台，撬动资本杠杆，三年三笔大收购，逐步加码打造吴通版图。2013年 1.68 亿收购宽翼通信、2014年 5.5 亿收购国都互联、2015年 13.5 亿收购互众广告。通过从收购移动通讯终端设备、到移动信息化服务提供商，再到现在的互联网广告商，公司实现了从通信设备商向互联网服务提供商的转型。

图表 1 公司三年三并购



资料来源：华创证券

### （一）宽翼通信：估值 1.68 亿购入，进军移动通讯终端产业

2013年7月公司发布公告，拟以发行股份及支付现金方式收购宽翼通信 100% 的股权，交易完成后宽翼通信将成为公司全资子公司（100% 控股）。本次 100% 股权估值 1.68 亿元，对应 2013 年的净利润 PE 为 6.72 倍、2014 年为 5.6 倍。

图表 2 宽翼通信对赌业绩（亿元）

业绩承诺	2013E	2014E	2015E
净利润	0.25	0.3	0.35
增速		20%	17%
PE	6.72	5.6	4.8

资料来源：华创证券

收购的方案：吴通通讯以发行股份及支付现金方式收购宽翼通信 100% 股权，所需的支付对价约 1.68 亿元。其中支付现金部分为 0.3 亿元，发行股份部分考虑到之前公司分红、配股等原因调整以发行价格为 8.16 元/股发行 1.38 亿元股份进行支付。

## （二）国都互联：估值 5.5 亿购入，涉足移动信息服务行业

2014 年 3 月公司发布公告，拟以发行股份及支付现金方式收购国都互联 100% 的股权。本次 100% 股权估值 5.5 亿元，对应 2014 年的净利润 PE 为 9.17 倍、2015 年为 7.33 倍。

图表 2 国都互联对赌业绩（亿元）

业绩承诺	2014E	2015E	2016E
净利润	0.6	0.75	0.9
增速		25%	20%
PE	9.17	7.33	6.11

资料来源：华创证券

收购的方案：吴通通讯以发行股份及支付现金方式收购宽翼通信 100% 股权，其中以发行价格 13.06 元/股发行股份方式共支付对价为 30,250 万元（占比 55%）。剩余 45% 的对价以现金方式支付，支付现金对价为 24,750 万元，其中通过以 13.06 元/股发行股份募集配套资金 18,315 万元，剩余 6,435 万元现金对价由上市公司以自有资金进行支付。

## （三）互众广告：估值 13.5 亿购入，打开互联网广告市场

2015 年 1 月，吴通通讯拟以发行股份及支付现金方式收购互众广告 100% 的股权，交易完成后互众广告将成为公司全资子公司（100% 控股）。本次 100% 股权估值 13.5 亿元，对应 2014 年的净利润 PE 为 27 倍、2015 年为 14 倍。

图表 3 互众广告对赌业绩（亿元）

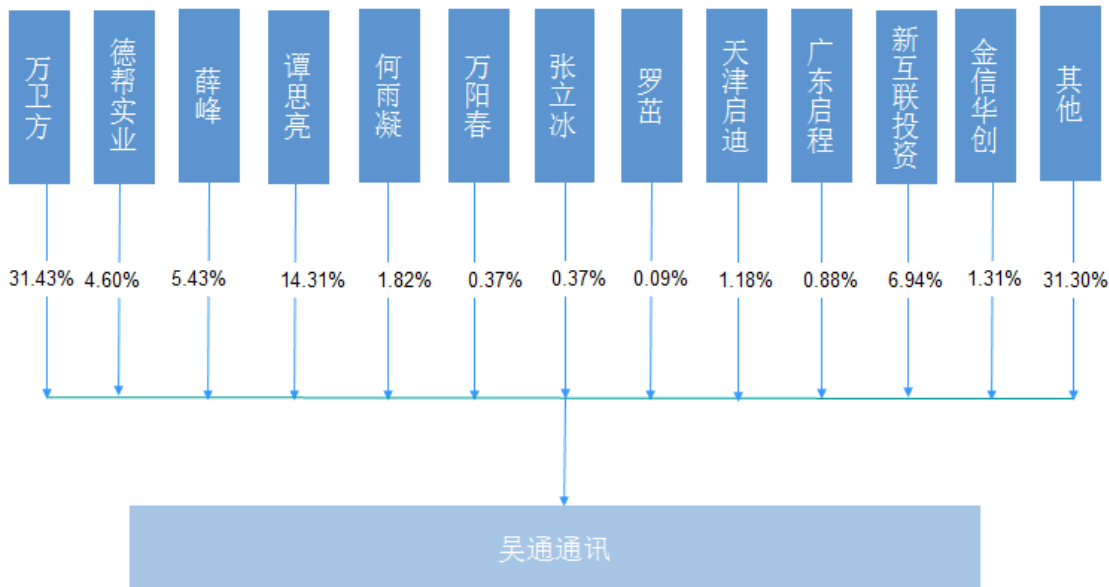
业绩承诺	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
净利润		0.5	1	1.3	1.69
增速			100%	30%	30%
PE		27	14	10	8

资料来源：华创证券

本次收购的方案：吴通通讯以发行股份及支付现金方式收购互众广告 100% 股权，所需的支付对价约 13.5 亿元。其中吴通通讯拟以 14.62 元/股向交易对方发行股份支付对价 9.45 亿元（占比 70%）。同时总现金对价为 4.05 亿元人民币（占比 30%），公司拟以 15.8 元/股向新互联网投资非公开发行股份募集配套资金约 33,750 万元，剩余约 6,750 万元现金对价由公司自有资金进行支付。

在本次收购完成之后，预计大股东（万卫方）的持股比例为 31.43%。第二大股东为互动广告的董事长持股比例为 14.31%。

图表 5 吴通通讯股权（收购后预估）



资料来源：华创证券

#### （四）大股东屡次参与增发，彰显公司信心。

公司的近两次收购，大股东都积极的参与了增发，对公司未来业务发展充满了信心。2014年收购国都互联，向实际控制人万卫方非公开发行股份募集配套资金 18,315 万元，发行股份的数量为 14,023,736 股。2015 年收购互众广告，公司拟以 15.28 元/股向新互联投资非公开发行股份募集配套资金约 33,750 万元，共计 22,087,696 股。新互联主要股份是万卫方持有，万卫方通过新互联投资间接控制 22,087,696 股。

## 二、互众广告：率先聚焦于 RTB 的 SSP 市场，作为 SSP 行业龙头，享受行业爆发红利。

互众广告依托于面对媒体资源的供应方平台 Adin SSP（Advertising in Supply-Side Platform）、AdIn Performance 平台和 AdIn AdExchange 平台，通过整合大量的合作媒介资源，专注于互联网广告精准投放业务。互众广告主要基于实时竞价技术（RTB），为媒体渠道资源提供自动化的流量最优适配服务，将最为匹配的广告投放内容进行展示，从而更有效的将广告需求方的营销信息展示给目标或潜在用户，在最优化媒体流量资源价值的同时，充分提高了广告主的营销效果。

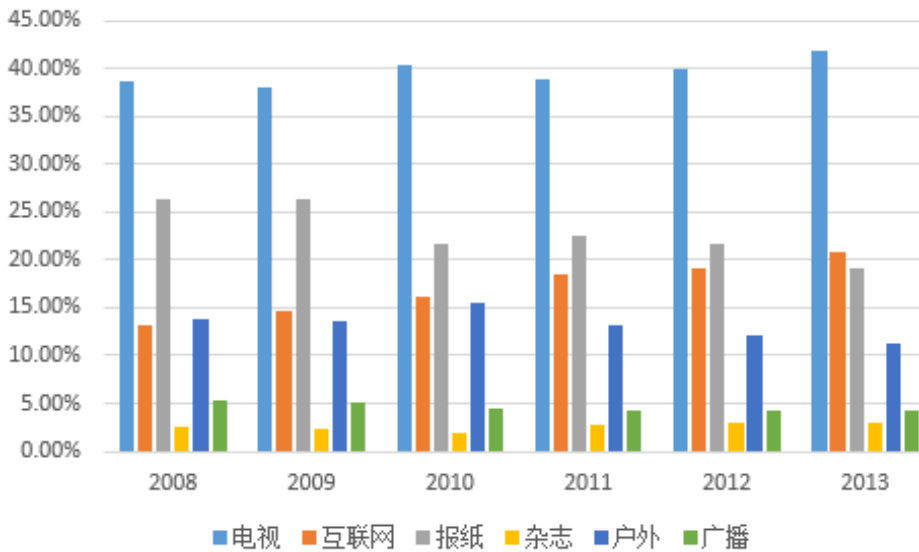
互众广告并不参与广告策划、创意设计等广告内容相关的设计和制作，而是通过整合互联网丰富的优质媒体资源，依托互众广告精细的数据挖掘技术提炼大量高品质的媒体用户行为数据，从而通过与互众广告实时交易平台或广告联盟的技术对接，为优质媒体和注重营销效果的广告需求方提供双向的高价值服务。

### （一）广告产业发展市场规模持续扩大，广告投放模式结构性转变

随着广告的不断发展，广告形式也越来越变的多样化，按照投放媒介的不同，广告可分为电视广告，电台广告，平面媒体广告、网络广告和户外广告。近年来随着我国经济总量的持续发展扩大，广告产业规模也在保持高速的发展。

目前为止电视媒体广告由于凭借信息高度集中浓缩。但同时广告的投放模式逐渐的由过去的传统媒体投放渠道如平面媒体、电台媒体等不断向互联网媒体发展。近几年我国互联网的爆发式增长又进一步加速了这一结构性转变。

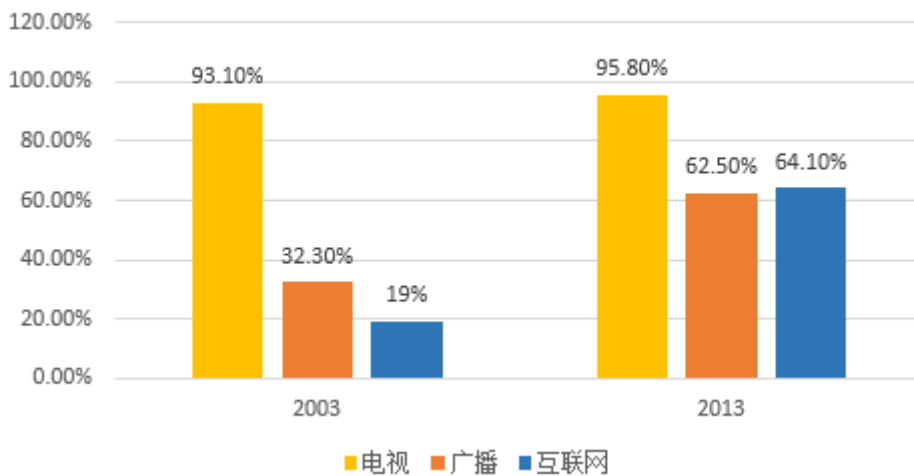
图表 6 2008 年-2015 年我国广告市场媒体投放渠道份额



资料来源：华创证券 ZenithOptimedia

据赛立信媒介研究公司 2013 年在国内 15 大城市的调查，中国接触率最高的三大媒体为电视、互联网和广播。

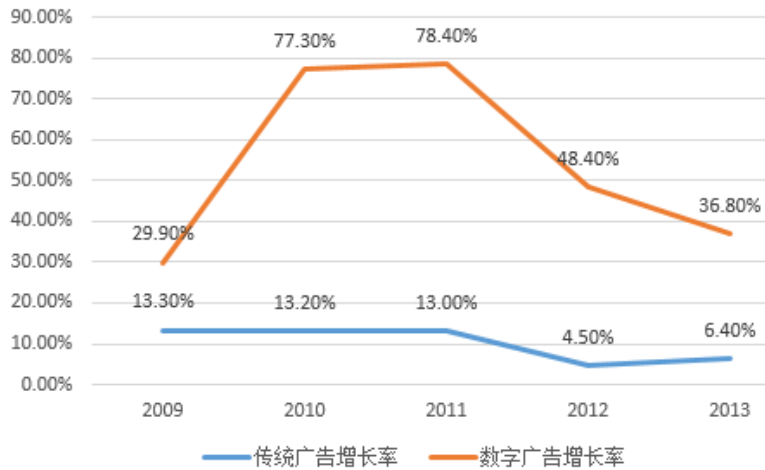
图表 7 三大媒体的接触率



资料来源：华创证券 赛立信媒介

从收入增速方面，互联网广告复合增长率高达 52.84%。远高于传统广告媒体。

图表 8 2009-2013 年中国传统广告和互联网广告增长率



数据来源：华创证券 CTR 易观

## （二）互联网实时竞价广告（RTB）的运作模式

RTB（Real Time Bidding，实时竞价）正式进入中国广告界是 2012 年初，这是互联网广告业从原始粗放到现代精细化运作的结果。如同买卖蔬菜，原始的商贩和客户之间直接购买，出现了专业批发市场，里面有蔬菜批发商，负责收集菜农的蔬菜，再统一地卖给超市采购员，继而由超市卖给个体消费者，甚至还有市场分析师和统计员，负责调消费者的喜好，并依据这些偏好，帮助超市对接合适的批发商。

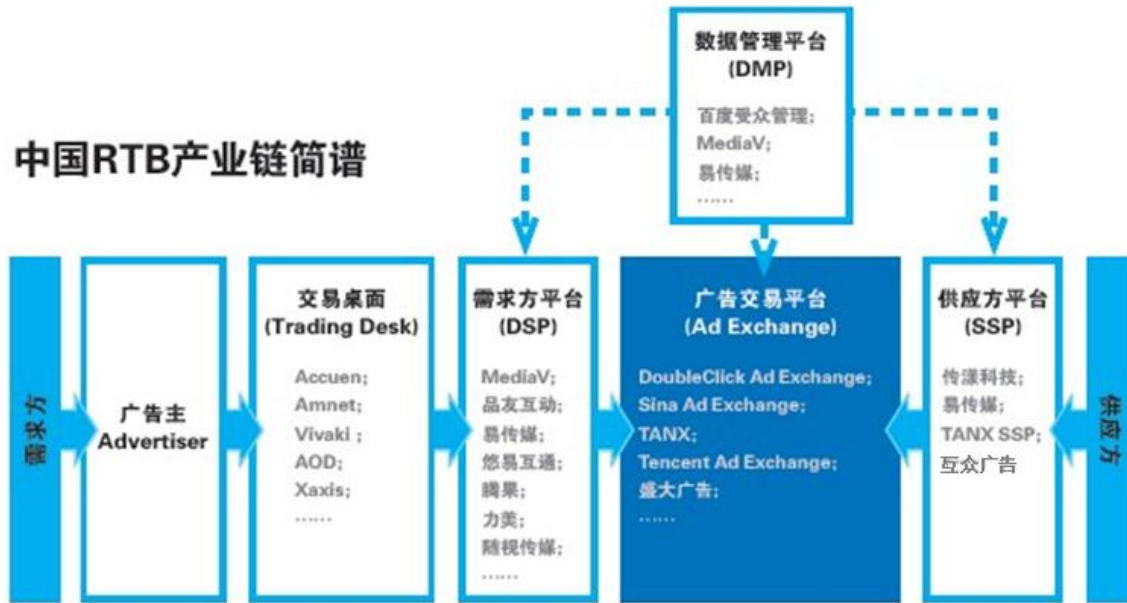
这其中，Ad Exchange 就相当于专业批发市场，其重点在于连接卖菜者和买菜者，其菜的资源越丰富、菜品越优，买菜者采购规模越大，这个市场就越繁荣。SSP 就是白菜批发商，统一整合所有零星的白菜资源，也就是媒体资源，来和 AdExchange 对接。DSP 类似采购超市，负责借助分析师和统计员的力量，为其末端消费者挑选合适菜品。而 DMP，就是这些分析师和统计员。

如果一家菜农规模非常大，它自己直接开了一个自有菜市场，只卖自己的菜，直接卖给超市，这就叫 Private Ad Exchange，比如现在中国的新浪的 Sina Ad Exchange 和腾讯的 Tencent Ad Exchange。

一个典型的流程就是：当一个用户访问广告位页面时，SSP 端向 Ad Exchange 发出访问讯号，告知有一个访问请求，SSP 把广告位的具体信息，例如所属站点、最低出价以及通过 DMP 分析匹配后的用户属性信息打包发送给各个 DSP，DSP 端开始对这个广告展现进行竞价，竞价获胜者就能够让自己的广告展现在这个广告位上，进而让用户看到。



图表 9 中国 RTB 产业链



数据来源：华创证券 <<成功营销>>

**1、结论一：RTB 的市场急剧增长，现在的 RTB 是剩余流量，未来将不断吸引优质媒体资源，CMP 的价格不断上升**

对于媒体尤其是大型媒体平台来说，其资源多分为三档，最顶端的是优质稀缺资源，比如门户首页广告位；其次，是频道首页的位置，比如时尚、金融等频道首屏；第三类，是某频道点进去的第二屏、第三屏上的资源。第一类资源是媒体直接售卖，约三十个的广告位占了媒体 80% 的广告收入；第二类资源现在大多数是包段给广告联盟，价格大约是 CMP

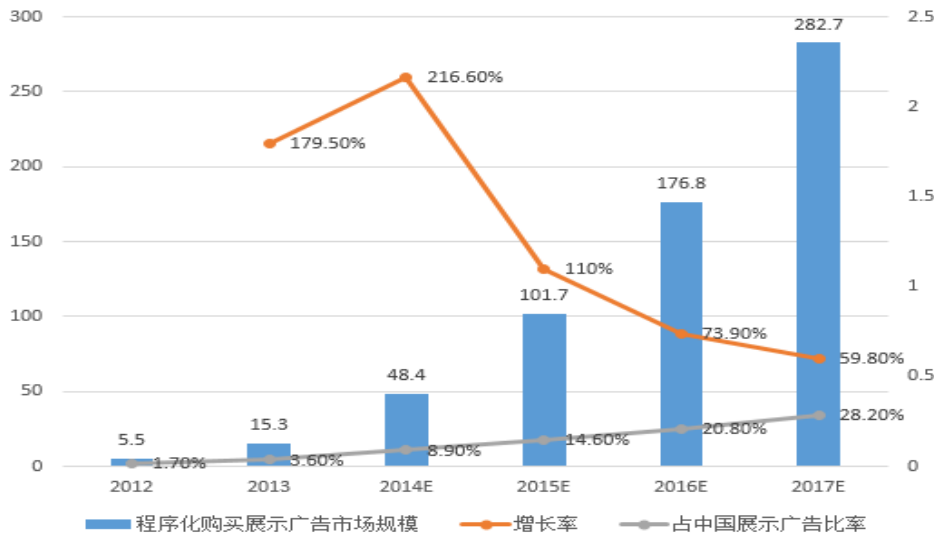
(cost-per-thousand impressions 每千人印象费用，是指每一千个人所需的成本) 5 到 10 元之间；第三类资源，则主要是在 RTB 上。

RTB 凭借其开放性成为最好的长尾资源售卖渠道，但随着 RTB 价值被逐步认可，更丰富的资源会不断加入。“低价”还是现在 RTB 投放的标签，吸引了大批以效果为导向的广告主，但随着人们认知度的提高，中国 RTB 的 CPM 平均价格也在不断的提升。

与传统的广告网络相比，程序化交易广告市场在满足流量的同时更加注重质量，而广告网络对于质量却稍有欠缺，主要是以批发捆绑的形式出售广告资源，因此传统的广告网络资源质量普遍不高。从未来发展来看程序化交易将进一步得到发展，从而逐步替代广告网络。

据艾瑞咨询报告显示，2014 年我国程序化展示广告规模达到 48.4 亿元，增长率为 216.5%，占到中国展示广告整体规模的 8.9%，预期到 2017 年，中国的程序化购买市场整体规模将达到 282.7 亿元，占中国展示类广告市场的比例将达到 28.2%。目前程序化购买展示广告市场正处于快速增长期。

图表 10 程序化购买展示类广告产业链流程图示



资料来源：华创证券 艾瑞咨询

## 2、结论二：技术和数据是关键的核心竞争力，互联网巨头之外的平台撮合者容易产生新的巨头

RTB 整条生态链有 5 个要素：媒体、流量、技术、广告主和数据。五大要素相辅相成：媒体资源越丰富、流量越优质，将会吸引越来越多的广告主投放；广告主投放越积极，竞争越繁荣，才会吸引媒体将自己更好的资源拿出来供竞价；技术和数据，则作为支持力量，将整个正向螺旋推进。

从媒体和流量上看，2012 年 4 月，谷歌 DoubleClick AdExchange 进入中国，带来了谷歌的大量资源；12 月，淘宝 TANX 上线，放置了淘宝平台上的广告资源；2013 年腾讯和新浪的私有 Ad Exchange 平台陆续上线，自我销售自家平台上的媒体资源，同时百度的 Ad Exchange 也加入进来。这些大的传统互联网的巨无霸企业已经占据了媒体、流量两大要素，新加入的企业是无法撼动他们的地位的，所以导致国内的广告网络主要有百度联盟，阿里妈妈等。但是这几家大巨无霸企业过度于依赖于自家的流量、自家的内容，一方面难以保障广告主的最优利益，一方面也难以实现其他非巨头生态系统媒体的利益。

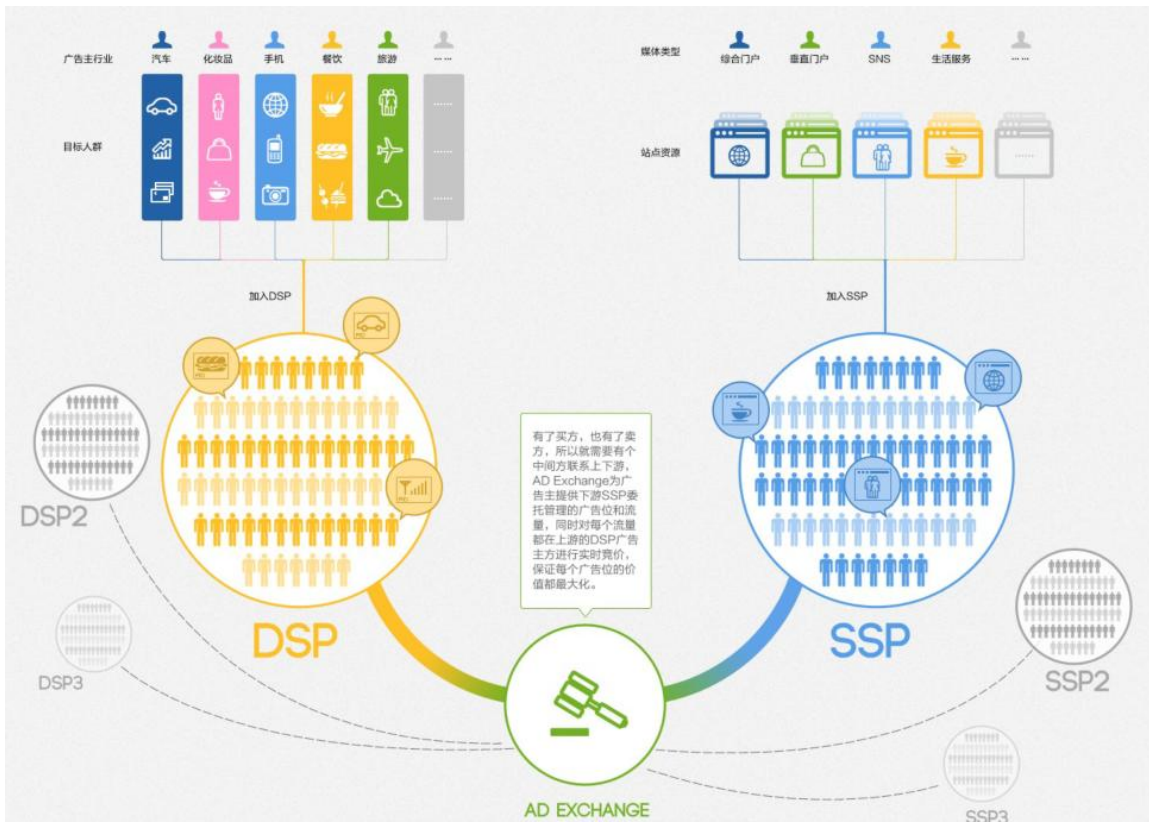
目前，互联网 90% 以上的网站流量相对较小，单独一家都无法承接商业广告，但这些长尾流量聚合后又占据了互联网整体流量的 15%-25%，商业价值巨大，由此诞生了广告网络来解决整合长尾流量资源，而且广告网络可以通过定向技术较大的满足广告的精准投放需求。这对于拥有技术和数据的第三方企业（DSP 或者 SSP）来说，都是存在巨大的市场空间。

### （三）互众广告：拥有技术和数据的核心竞争力，有望在行业爆发中脱颖而出

互众广告是 SSP 厂商，在网络广告实时竞价产业链上属于 DSP 上游。流量（来源于酷六 ku6 等）通过 SSP 进入到 Ad Exchange（广告交易平台）通过实时竞价后销售给 DSP，DSP 采购流量后提升一定的价格后销售给广告主。

DSP 是需求方平台，目标是最大化广告主的收益；SSP 是供应方平台，目标是最大化媒体的收益。

图表 11 SSP 和 DSP 之间关系



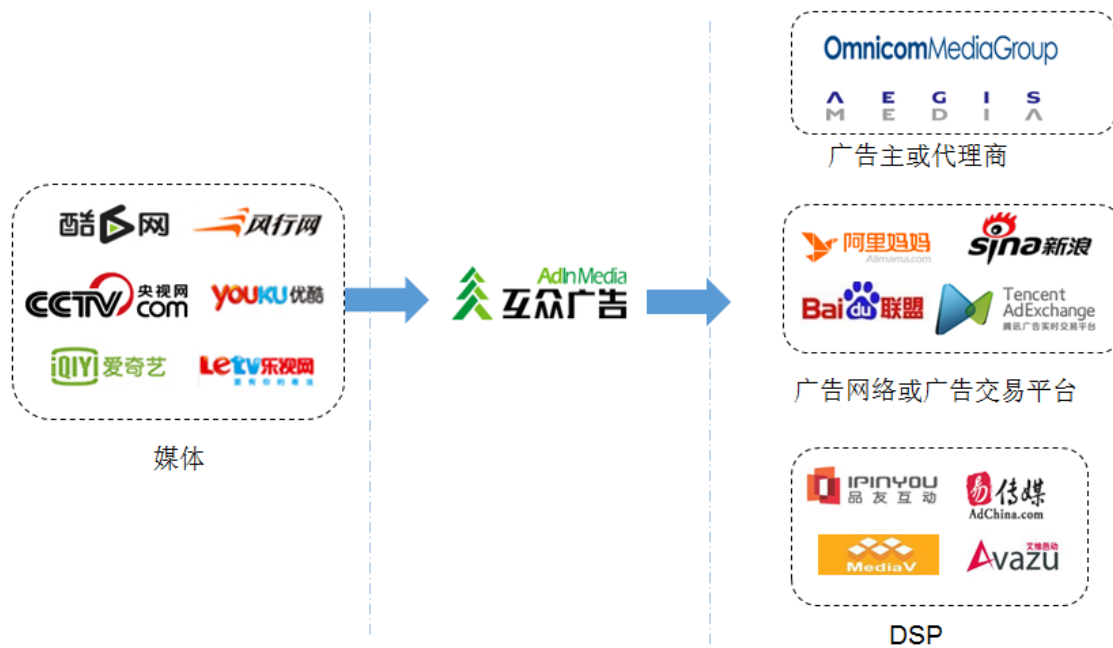
资料来源：华创证券 百度

作为互联网广告服务平台的提供商，互众广告定位偏向服务于媒体供应方（SSP），专注于广告位优化、展示有效性优化、受众针对性优化等方面的工作，通过与不同营销需求方的实时竞价来提升媒体流量的单位变现能力，实现媒体流量价值最大化。针对营销需求方，互众广告依托丰富的媒体资源和对媒体用户行为的细致挖掘提炼出各类流量的人群属性标签，从而满足广告主的精准营销需求。

在媒介资源端，互众广告聚焦于二三线媒体，通常采用流量包断的方式采购媒介流量资源。从媒介资源类型来看，互众广告将重点放在流量庞大、增长迅速的视频网站和客户端，并逐步扩充了图文类网站以及移动端的解决方案。

在广告客户端，互众通过三类途径来满足营销广告主的需求：对接广告代理商，透过广告代理商间接满足广告主需求；通过互众广告实时交易平台，对接程序化购买方提出的营销需求，间接满足广告主的需求；通过销售及团队接触广告主，直接满足广告主的需求。其中，来自于程序化购买方的广告收入是互众广告主要的收入来源。

图表 12 互众广告的上下游客户



资料来源：华创证券

在互联网广告行业中，除互众广告外，国内目前没有专业定位于 SSP 角色的企业。绝大多数的业内企业均从传统的广告代理商定位出发，转型为第一批的 DSP 公司，并随着数据资源和业务技术的提升，逐步在 DMP、SSP 等环节进行布局。

由于公司率先聚焦于 SSP 市场，并且目前已经对接了近百家公司媒体，已经形成了巨大的优势。而且互众广告主要服务于二三线媒体，而二三线媒体数量庞大（截止 2013 年 12 月，中国网页数量为 1,500 亿个，网站数量为 320 万个），在未来预计有很大的市场空间。目前已拥有 12.5 亿流量的优质合作媒体和近百亿的 DSP 外采流量，日到达约 1 亿用户，技术和数据的先发优势明显。

### 三、宽翼通信和国都互联：业绩承诺稳健，平稳向前发展。

#### （一）宽翼通信：移动通讯终端产品解决方案供应商

宽翼通信是一家业务快速发展的移动通讯终端产品解决方案供应商，目前主要产品为 3G、LTE 数据类产品，包括数据卡、无线通讯模块、无线路由器等。从成立之初仅有数据卡产品，现已扩充至数据卡、模块、路由器等，可提供从 3G 到 LTE 等多种制式、涵盖 HSDPA、HSUPA、HSPA+、EVDO RevB 以及 LTE 等不同规格的产品，并可以支持对 2G 网络的向下兼容。

图表 13 宽翼通信目前主要产品结构图



资料来源：华创证券

## （二）国都互联：国内领先的企业移动信息化服务提供商

国都互联是国内领先的企业移动信息化服务提供商，主营业务为向行业集团和大型企业客户提供移动信息化系统解决方案及运营服务。国都互联支持电信运营商全业务线产品，在移动 CRM、移动 OA、移动物联网、LBS、移动支付、移动客户端等多个领域均有解决方案和成功案例。基于国内移动信息化业务市场需求和发展现状，国都互联目前主营业务为短彩信类移动信息化产品的系统建设和业务运营服务。

图表 14 国都互联目前主要产品结构图



资料来源：华创证券

在短彩信等移动信息化产品方面，国都互联不仅为客户提供业务平台，还提供业务应用、业务运营、运维监控、客服支撑等全系列的运营支撑服务。

国都互联支持运营商的短彩信产品全部应用模式，并随时根据运营业务发展提供例如长短信、携号转网等业务支撑。同时深化与大型企业客户的合作，整合客户内部关于移动通信和移动互联网的应用，为客户提供更加高效、多样的产品增值服务。

#### 四、投资建议

公司通过三年的不断收购，扩展了业务版图，也锁定了对赌业绩利润。展望 2015 年来看，宽翼通和传统射频器件等设备类业务预计利润 0.53 亿，给予 20 倍估值，对应市值 10.6 亿；国都互联业绩承诺 2015 年 0.75 亿，考虑到国都互联软件以及移动互联网的部分属性，同时未来业绩承诺持续高增长，给予 30 倍估值，对应 22.5 亿市值；不考虑并表时间的影响的话，互众广告 2015 年业绩对赌 1 个亿，给予 60 倍估值，对应市值 60 亿。给予高估值的理由：第一，RTB 的市场急剧增长，现在的 RTB 是剩余流量，未来将不断吸引优质媒体资源，CMP 的价格不断上升，公司率先聚焦于 RTB 的 SSP 市场，作为 SSP 行业龙头，享受行业爆发增长的红利；第二，技术和数据是行业关键的核心竞争力，互联网巨头之外的平台撮合者容易产生新的巨头，目前已拥有 12.5 亿流量的优质合作媒体和近百亿的 DSP 外采流量，日到达约 1 亿用户，技术和数据的先发优势明显；第三，公司在市场中是稀缺标的，享有估值溢价。对应目标市值：93.1 亿。

基于看好公司产业和资本双轮驱动持续发力，享受互联网发展红利带来的业绩爆发，我们预测公司。我们预测公司 2014、2015、2016 年的 eps 分别为 0.26、0.47、0.81，对应的 PE 为 96、54、31 倍，维持推荐评级

图表 15 各板块的利润分拆（未考虑业绩并表时间差）

宽翼通	单位：亿	2014E	2015E	2016E	2017E
	净利润	0.3	0.35	0.40	0.45
	增速	20%	17%	15%	12%
国都互联		2014E	2015E	2016E	2017E
	净利润	0.6	0.75	0.9	1.08
	增速		25%	20%	20%
互众广告		2014E	2015E	2016E	2017E
	净利润	0.5	1	1.3	1.69
	增速		100%	30%	30%
传统业务		2014E	2015E	2016E	2017E
	净利润	0.16	0.18	0.19	0.21
	增速		10%	10%	10%
合并	业绩预期	2014E	2015E	2016E	2017E
	净利润	1.56	2.1	2.6025	3.2208
	增速		34.6%	23.9%	23.8%

资料来源：华创证券

备注：上表的预测没有考虑由于批复时间不确定导致互众广告业绩 2015 年并表的业绩比例

#### 风险提示：

- 1、收购互众广告尚未完成，存在不确定性
- 2、对赌业绩不达预期

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	391	515	606	716
现金	107	282	358	461
应收账款	133	117	119	123
其它应收款	13	6	7	9
预付账款	5	14	19	12
存货	115	84	89	96
其他	19	12	14	15
<b>非流动资产</b>	292	235	274	321
长期投资	0	0	0	0
固定资产	57	98	125	147
无形资产	29	38	42	47
其他	206	100	107	127
资产总计	683	750	879	1037
<b>流动负债</b>	177	162	150	163
短期借款	20	35	25	27
应付账款	110	87	82	93
其他	47	40	43	43
<b>非流动负债</b>	38	14	19	24
长期借款	0	0	0	0
其他	38	14	19	24
<b>负债合计</b>	215	176	169	187
少数股东权益	0	0	0	0
股本	117	232	319	319
资本公积金	272	214	137	60
留存收益	79	128	255	472
归属母公司股东权益	468	574	710	850
<b>负债和股东权益</b>	683	750	879	1037

**现金流量表**

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	7	68	151	285
净利润	19	61	150	260
折旧摊销	9	13	20	27
财务费用	0	-4	-7	-10
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-27	1	-13	8
其它	5	-3	1	0
<b>投资活动现金流</b>	-23	44	-58	-74
资本支出	-31	-31	-40	-49
长期投资	0	-1	0	0
其他	8	75	-19	-25
<b>筹资活动现金流</b>	-15	63	-16	-108
短期借款	0	15	-10	2
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	50	115	87	0
资本公积增加	81	-58	-77	-77
其他	-146	-8	-16	-33
<b>现金净增加额</b>	-31	175	77	103

资料来源：公司报表、华创证券

**利润表**

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	321	482	892	1366
营业成本	258	354	606	888
营业税金及附加	1	2	3	4
营业费用	13	19	36	55
管理费用	30	41	79	122
财务费用	0	-4	-7	-10
资产减值损失	4	3	6	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	16	66	168	295
营业外收入	7	5	5	6
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	22	71	173	300
所得税	3	10	23	40
<b>净利润</b>	19	61	150	260
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	19	61	150	260
EBITDA	29	80	186	317
EPS 摊薄（元）	0.08	0.26	0.47	0.81

**主要财务比率**

	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	24.5%	50.0%	85.0%	53.2%
营业利润	-25.7%	325.1%	153.5%	75.4%
归属母公司净利润	-8.6%	220.9%	143.8%	73.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.8%	26.5%	32.0%	35.0%
净利率	5.9%	12.7%	16.8%	19.0%
ROE	4.8%	11.8%	23.3%	33.3%
ROIC	3.3%	9.3%	19.0%	27.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	31.5%	23.5%	19.2%	18.0%
净负债比率	9.28%	19.88%	14.78%	14.27%
流动比率	2.21	3.19	4.04	4.40
速动比率	1.56	2.66	3.45	3.81
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.57	0.67	1.09	1.43
应收帐款周转率	2.69	3.86	7.57	11.31
应付帐款周转率	3.24	3.60	7.18	10.15
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.08	0.26	0.65	1.12
每股经营现金	0.06	0.29	0.47	0.89
每股净资产	4.00	2.48	2.23	2.67
<b>估值比率</b>				
P/E	154.82	95.56	53.92	31.05
P/B	6.32	10.21	11.35	9.48
EV/EBITDA	48.33	70.24	41.65	24.10

## 通信组分析师介绍

### 华创证券通讯行业首席分析师：马军

曾任工业和信息化部电信研究院规划所主任工程师，主要从事电信产业政策研究与运营商战略规划，支持和参与的项目包括通信业“十一五”、“十二五”规划，三网融合、信息产业、物联网等“十二五”规划，2014年新财富第三名，2013年水晶球第四名，新财富第五名；2012年水晶球、新财富第六名。西安交通大学工商管理硕士，西安交通大学工学学士

### 华创证券通讯行业分析师：束海峰

曾任职工业和信息化部电信研究院规划所多年，从事金融行业两年，北京邮电大学硕士，厦门大学经济学学士。2014年新财富第三名，2013年水晶球第四名，新财富第五名；2012年水晶球、新财富第六名

### 华创证券通讯行业分析师：樊鹏

具有多年IT行业工作经验，曾在中国联通、BEA公司、中国电信从事网络维护、产品研发、市场推广等工作，2012年加入中国民族证券从事TMT行业分析，2014年加入华创证券，北京邮电大学通信工程学士、软件工程硕士，北京大学金融学硕士，2014年新财富第三名。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	王韦华	机构销售副总监	010-66280827	wangweihua@hczq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hczq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	zhangchunhui@hczq.com
	张弋	机构销售助理	010-66500809	zhangyi@hczq.com
	王勇	机构销售经理	010-66500810	wangy@hczq.com
广深	张娟	机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hczq.com
	张昱洁	机构销售助理	0755-83711905	zhangyujie@hczq.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-83715429	wangliyan@hczq.com
	林芷璇	机构销售助理	0775-82027731	linzhiwan@hczq.com
上海	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50329316	xiongjun@hczq.com
	沈晓瑜	机构销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hczq.com
	张佳妮	机构销售助理	021-58450029	zhangjiani@hczq.com



# 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

## 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

## 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

### 北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编:100033  
传真:010-66500801

### 深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融大厦 6 楼 A 单元  
邮编:518038  
传真:0755-82027731

### 上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编:200122  
传真:021-50583558