

# 日海通讯 (002313)

## “云+端”齐发力，物联网新龙头崛起

### 老牌通信配线配套企业，研发、销售实力犹存静待行业春天

日海通讯作为老牌通信配线配套企业，奠定了行业地位，遍布全国的销售网络及长期投入研发积累的实力，为下一阶段 5G 网络的建设奠定基础，也为公司转型升级发展新业务奠定基础。

### 变更大东，精兵简政+员工持股，上下革新开启新阶段

公司 2016 年经历股份变动，控股股东和实际控制人由王文生先生变为珠海润达泰投资合伙企业（有限合伙）薛健先生，之后陆续引入具备丰富的通信行业经验的管理团队，现公司董事长为前中国电信市场部总经理刘平先生，同时公司持续进行管理改善、处理不良资产、精简人员，并于 2017 年 5 月完成第一期员工持股计划购买，利益绑定管理层及核心员工，上下革新开启新阶段。2017 年中报实现同比扭亏为盈，基本面现向好拐点。

### 新阶段着力发展物联网业务，“云+端”战略布局，打造解决方案能力

当前社会正在进入以万物互联为主旋律的第四次信息革命浪潮，公司选择转型升级的主战场为物联网业务是值得期待的。物联网与其他行业领域深度融合，产业链庞大繁杂，公司选择“云+端”合力布局，短期通过出售终端通信模组硬件形成规模盈利，远期通过云平台的数据整合挖掘长远的增值利润，有望收获最大价值。

### 收购龙尚科技和芯讯通，入股艾拉，牵手慧与，与电信、联通战略合作，全力布局物联网已现雏型

2017 年 9 月至 11 月，公司收购国内领先无线通信模组厂商龙尚科技共计 73.84% 的股权；2017 年 10 月，通过认购 D 轮优先股，香港日海和香港润良泰分别持有美国艾拉 9.7% 的股权，同月拟与美国艾拉设立合资公司“日海艾拉物联网有限公司”，全力牵手全球领先的 AEP 厂商；与 HPE 慧与签订《合作框架协议》，进一步加强物联网 PaaS 层平台能力；12 月，收购全球无线通信模组出货量领先的芯讯通+与中国电信战略合作。截至目前，日海全面实行“云+端”战略方向，全力布局物联网已现雏型。

**盈利预测及投资建议：**公司传统业务已基本调整到位，公司盈利能力也进入拐点重回正增长；同时，公司在新股东入主后对战略方向进行调整，将充分利用产业资本+运营商客户资源孵化物联网等新兴产业，目前已初步完成物联网“云+端”战略布局，具有前瞻性，在即将到来的万物互联大潮下值得期待。我们看好公司的商业模式及长远发展，预计 17-19 年净利润为 1.1、1.6、2.5 亿元（考虑收购芯讯通后备考利润 18-19 年为 2.3、3.6 亿元），参考当前行业公司估值及日海本身潜在的高增速及龙头地位，我们预计公司合理估值约在 30-40 倍，调整公司为增值评级。

**风险提示：**运营商资本开支下滑，新业务拓展不及预期，资管新规对信托产品的影响，收购芯讯通失败，并购资产整合不顺利风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,869.25	2,706.79	3,047.20	3,713.94	4,757.09
增长率(%)	18.14	(5.66)	12.58	21.88	28.09
EBITDA(百万元)	64.93	133.95	151.97	210.73	300.51
净利润(百万元)	(28.95)	67.47	107.04	162.09	246.21
增长率(%)	(339.09)	(333.06)	58.66	51.43	51.90
EPS(元/股)	(0.09)	0.22	0.34	0.52	0.79
市盈率(P/E)	(275.60)	118.25	74.53	49.22	32.40
市净率(P/B)	4.16	3.97	3.80	3.58	3.28
市销率(P/S)	2.78	2.95	2.62	2.15	1.68
EV/EBITDA	70.64	51.84	53.64	39.73	31.17

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	25.57 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	312.00
流通 A 股股本(百万股)	312.00
A 股总市值(百万元)	7,977.84
流通 A 股市值(百万元)	7,977.84
每股净资产(元)	6.25
资产负债率(%)	52.04
一年内最高/最低(元)	33.88/17.89

### 作者

<b>容志能</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003	
rongzheneng@tfzq.com	
<b>唐海清</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002	
tanghaiqing@tfzq.com	
<b>王奕红</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004	
wangyihong@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《日海通讯-公司点评：“云+端”，战略合作运营商，物联网新龙头冉冉升起》 2017-12-29
- 2 《日海通讯-季报点评：传统主营持续向好+新业务拓展顺利，看好公司未来》 2017-10-30
- 3 《日海通讯-公司点评：Q3 业绩上调，多重保障牵手艾拉发力物联网业务》 2017-10-16

## 投资要点

### 核心观点

- 1、公司变更大股东，精兵简政+员工持股，上下革新开启新阶段；
- 2、新阶段着力发展物联网，选对快车道开启新阶段；
- 3、收购龙尚科技、拟收购芯讯通、牵手艾拉云，“云+端”一体化解决方案布局物联网，兼顾近期盈利，更有长期的数据布局，有望崛起成为物联网新龙头。

### 关键假设

- 1、收购芯讯通顺利
- 2、各并购公司整合顺利
- 3、运营商进一步加大物联网终端入网支持力度

### 估值分析

公司传统业务已基本调整到位，行业整合进入尾声，公司盈利能力也进入拐点重回正增长；同时，公司在新股东入主后对战略方向进行调整，将充分利用产业资本+运营商客户资源孵化物联网等新兴产业，目前已初步完成物联网“云+端”战略布局，具有前瞻性，在即将到来的万物互联大潮下值得期待。我们看好公司的商业模式及长远发展，预计 17-19 年净利润为 1.1、1.6、2.5 亿元（考虑收购芯讯通的备考利润 18-19 年为 2.3、3.6 亿元），参考目前主流的物联网公司，日海备考利润对应 18 年估值约 34 倍，处于平均水平之上。由于公司具有清晰的物联网发展规划，同时具备迅速的执行力，以及相应的员工激励政策，我们认为日海有望成为国内物联网新龙头，将具备超过行业平均发展速度及盈利能力，当前估值相对合理。

### 与市场预期差

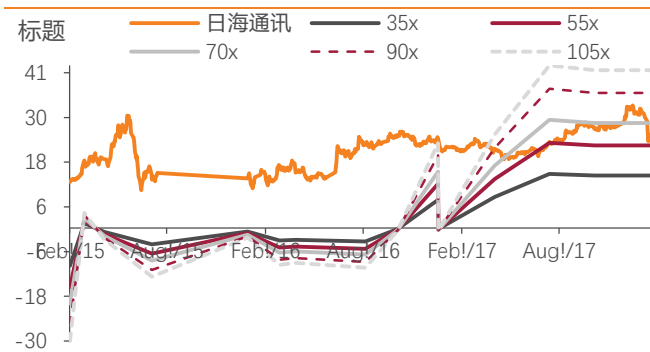
市场认为公司的新业务主要以收购标的获得，整合力有待观察，而我们认为公司在新管理层之下具有高效的执行力，战略推进迅速，将快速整合收购标的并形成协同。

### 股价催化剂

- 1、与中国电信、中国联通的战略合作，推动物联网业务的快速推进；
- 2、运营商加速 NB-IOT 网络商用，加强终端模组补贴

### PE-Band

#### 日海通讯历史 PE Band



### 公司简介

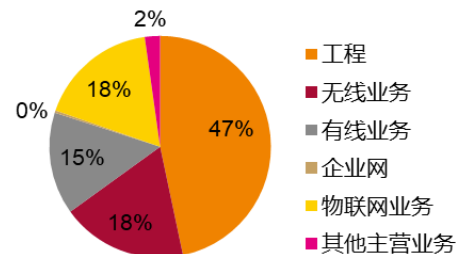
公司是具有 20 多年的老牌配线配套企业，2016 年润良泰基金入股成为公司控股股东，开始二次腾飞。

新阶段，公司对传统业务减员提效，重回正增长；同时重点发展物联网业务，收购龙尚科技、拟收购芯讯通、牵手艾拉云，“云+端”一体化解决方案布局物联网，在物联网的快车道下有望崛起成为物联网新龙头。

### 简要行业分析

- 1、传统配线工程等业务，有望在 2019 年 5G 网络开始建设时重回正增长；
- 2、物联网新业务，是三大运营商重点发展的方向，NB-IOT 网络快速覆盖，硬件补贴政策快速推出。

### 重要图表：公司 2018 年预测收入、利润结构



### 分产品毛利

单位：百万	2015	2016	2017E	2018E	2019E
传统配线	623.5	550.2	208.8	546.0	584.3
物联网业务	0.0	0.0	0.0	8.1	77.8

数据来源：公司公告，天风证券研究所

### PB-Band

#### 日海通讯历史 PB Band



## 内容目录

1. 公司概况：老牌配线配套企业，研发、销售实力犹存静待行业春天 .....	6
2. 变更大股东，精兵简政，员工持股，上下革新开启新阶段 .....	8
3. 新阶段：传统主业降本增效，基本面现拐点 .....	10
4. 物联网新业务发力：收购全球最大模组商，牵手知名云平台，物联网新龙头崛起 .....	13
4.1. 万物互联是第四次信息浪潮主旋律，大时代正在开启 .....	13
4.2. 云+端提供整体解决方案，大势所趋的战略方向 .....	16
4.2.1. 未来物联网价值链的最大份额将在软件和应用服务环节 .....	16
4.2.2. 全球物联网巨头案例 1 分析：龙头 Sierra，一体化物联网解决方案是大势所趋 .....	17
4.2.3. 全球物联网巨头案例 2 分析：Telit，延伸物联网平台助力发展 .....	18
4.2.4. 全球物联网巨头的发展思路启示 .....	20
我们认为物联网是一个下游细分领域众多的市场，要在该市场成长为巨头，足够的联网数据积累及数据价值挖掘是必要条件。为此，我们根据 Sierra 和 Telit 等全球物联网领先企业近年来的发展思路：从大规模的通信模组出货，到逐步完善云平台能力，形成整体解决方案，我们认为对国内物联网企业也将有重要的借鉴意义： .....	20
4.3. 日海通讯物联网战略布局诠释：“云+端”齐发力，兼顾近期盈利，更有远方的数据布局 .....	20
4.3.1. 收购龙尚科技，迈出终端发力第一步 .....	20
4.3.2. 拟收购芯讯通，牵手全球出货量最大的通信模组商，进一步加强端侧布局 .....	22
4.3.3. 牵手美国艾拉，“云+端”战略布局具备雏形 .....	26
4.3.4. 日海物联网模式总结：“云+端”布局，日海兼顾战略目标和战术打法 .....	28
4.4. 发挥渠道资源优势，与运营商战略合作，加速发展注入助力 .....	29
5. 其它新业务布局：瞄准小基站市场 .....	29
6. 新日海商业模式思考：背靠大资本，借力上市公司资本及渠道，聚集全球优质资源发力物联网大市场 .....	30
7. 盈利预测及估值 .....	31
8. 风险提示 .....	32

## 图表目录

图 1：2009-2016 公司研发费用情况 .....	7
图 2：2009-2016 营业收入及增长情况 .....	7
图 3：2009-2016 公司归母净利润及增长情况 .....	7
图 4：2008-2016 公司销售毛利率情况 .....	7
图 5：2016 年年初控股股东情况 .....	8
图 6：截至 2018 年 2 月 9 日，控股股东情况 .....	9
图 7：2013-2016 公司员工按专业分类结构变化情况 .....	10
图 8：2013-2016 公司员工按学历分类结构变化情况 .....	10

图 9: 日海通讯有线产品.....	11
图 10: 日海通讯无线产品.....	11
图 11: 2012-2016 公司分业务营业收入情况 (亿元).....	12
图 12: 2016 公司营业收入构成.....	12
图 13: 2012-2016 公司分业务毛利率.....	12
图 14: 每一轮信息产业浪潮的代表公司.....	13
图 15: 全球 M2M 连接走势, 保守估计年复合增速 27%.....	14
图 16: 物联网产生的数据占比.....	15
图 17: 全球人均接入终端数变化.....	15
图 18: NB-IOT 物联网运营商、芯片商、模组商推进情况.....	15
图 19: 物联网产业链.....	16
图 20: 物联网产业链.....	17
图 21: Sierra 新产品推出日程表.....	17
图 22: Sierra 的收购延伸, 完善一体化解决方案能力.....	17
图 23: Sierra 近年来毛利率变化.....	18
图 24: Sierra 近年来经营性净利润变化 (百万美元).....	18
图 25: Sierra 股价走势图.....	18
图 26: Telit 的收购延伸.....	19
图 27: Telit 的 deviceWISE 物联网平台.....	19
图 28: Telit 近年营业收入变化 (百万美元).....	20
图 29: Telit 近年净利润变化 (百万美元).....	20
图 30: Telit 股价走势图.....	20
图 31: 龙尚科技的发展历史.....	21
图 32: 龙尚 A9500 模组获得泰尔实验室 2017NB-IoT 测评综合表现第一名.....	21
图 33: 龙尚科技主要财务数据 (未审计).....	22
图 34: 收购前, 芯讯通股东结构.....	22
图 35: SIMcom 主要无线通信模组系列.....	23
图 36: 全国 2017H1 无线通信模组出货量市场份额统计.....	23
图 37: 芯讯通基于高通平台研发的 NB-IoT 模组.....	24
图 38: SIMcom 无线模组应用场景.....	24
图 39: 芯讯通 2015-2017H1 年营收和净利润情况 (亿元).....	24
图 40: 芯讯通 2015-2017 通信模组出货量 (万个).....	25
图 41: 芯讯通 2015-2017 通信模块收入占比.....	25
图 42: 晨讯科技无线模组业务的营业收入和毛利率情况 (亿元).....	25
图 43: 日海入股后, 美国艾拉的股东情况.....	26
图 44: Ayla 被 IDC 选为 2017 年全球 12 家最佳物联网软件平台.....	27
图 45: 美国艾拉物联网云平台示意图.....	28
图 46: “云+端” 战略助力运营商发展物联网.....	28
图 47: “云+端” 战略方便客户快速实现物联网方案.....	28
图 48: 日海通讯 “云+端” 布局.....	29
图 49: 日海物联与中国电信物联网公司签订《物联网白色家电使能平台合作协议》.....	29

图 50: 日海通讯小基站业务.....	30
图 51: 日海通讯新加入高管团队.....	30
表 1: 公司发展历程.....	6
表 2: 公司股份变化情况.....	8
表 3: 截至 2017 年三季度公司十大股东情况.....	9
表 4: 三大电信运营商资本开支统计.....	10
表 5: 每一次信息技术产业周期下的特征.....	14
表 6: Sierra 近三年收入构成及毛利率.....	18
表 7: 芯讯通产品研发平台.....	26
表 8: 巨头布局物联网平台.....	27
表 9: 日海通讯收入预测.....	31
表 10: 相关公司估值.....	32

## 1. 公司概况：老牌配线配套企业，研发、销售实力犹存静待行业春天

日海通讯作为通信网络基础设施解决方案提供商，主要提供 3 大类产品及服务：（1）为电信运营商提供有线宽带/光纤宽带网络建设解决方案及产品，如光器件、ODF、光缆接头盒、铜缆连接 MDF、铜缆连接 DDF 等；（2）为电信运营商提供移动宽带/无线站点建设解决方案及产品，如户外机房、铁塔、基站户外柜、基站附件、基站天线等产品；（3）通信工程服务，包括通信网络的勘察、设计、施工及代维服务。

日海通讯于 1994 年在深圳市宝安区成立，经过二十余年发展，目前依然是国内最大的通信网络物理连接设备供应商之一，是国内通信网络基础设施解决方案和配套产品龙头企业。公司持续进行自主创新的技术体系和研发投入，始终站在国际通信设备行业技术研发的前沿领域，截至 2016 年底，公司有 700 多人的专业研发、技术人员团队，累计获得专利授权 597 项，其中发明专利 66 项，主持或参与起草的通信行业标准超过 90 项，研发投入占营业收入 2.8-5.1% 之间，曾荣获“通信制造企业综合实力 50 强”、“中国通讯设备制造制造企业 50 强”等称号。

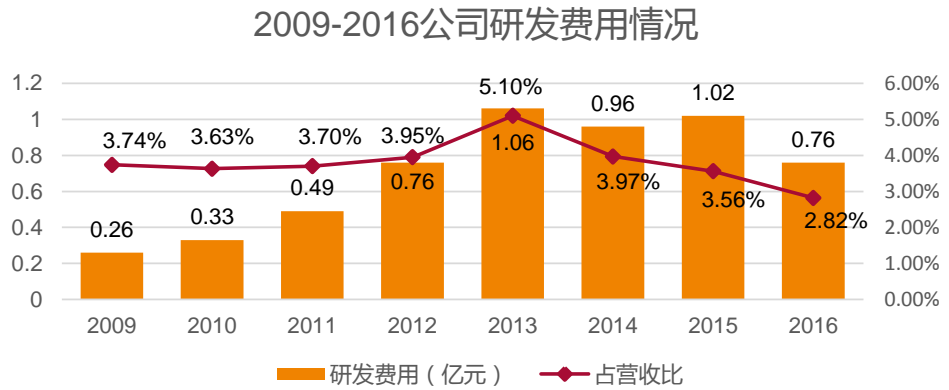
2007 年，公司改制更名为“深圳日海通讯技术股份有限公司”，于 2009 年 12 月登陆深圳证券交易所上市。2016 年润良泰基金入股，成为公司控股股东，开始二次腾飞。

表 1：公司发展历程

时间	时间
1994 年	深圳市日海通讯设备有限公司在深圳市宝安区成立
1996 年	公司搬迁至深圳市福田区 推出中国第一台光缆交接箱
1998 年	中标亚洲最大的光接入网工程（北京 120 个光缆环建设项目），并获嘉奖
1999 年	被列为深圳市政府重点扶持发展的民营高科技企业
2000 年	通过英国 BSI ISO9002 质量管理体系认证 被深圳市政府认定为“深圳市高新技术企业”
2001 年	与深圳市政府联合成立深圳市高速网络物理连接工程技术研究中心
2002 年	通过英国 BSI ISO9001:2000 质量体系认证 被中国工商联合会、中国民营科技实业家协会评为“中国优秀民营科技企业”
2003 年	通过泰尔认证中心 ISO9001:2000 质量管理体系认证 与美国 IDG 合资成立深圳日海通讯技术有限公司
2004 年	与日本北村制作所合资成立深圳北村日海机房技术有限公司 被深圳市政府认定为“深圳市 50 强民营企业”
2006 年	首次参加“中国国际专利技术与产品交易会”，并获得“专利金奖”
2007 年	公司改制，更名为“深圳日海通讯技术股份有限公司”
2008 年	被认定为“国家级高新技术企业” 获“2008 年度深圳市工业 500 强”称号
2009 年	登陆深交所中小企业板（证券代码：002313）
2011 年	广东日海通信工程有限公司成立，公司业务快速进入通信工程服务领域 广东尚能光电技术有限公司成立，业务延伸至光器件的核心部分---PLC 芯片领域
2012 年	深圳市纬海技术有限公司成立，专注于数据中心、企业级客户、电力、铁路及轨道交通、军队等垂直行业
2015 年	日海通讯研发大楼落成
2016 年	润良泰基金入股日海通讯

资料来源：日海通讯官网，天风证券研究所

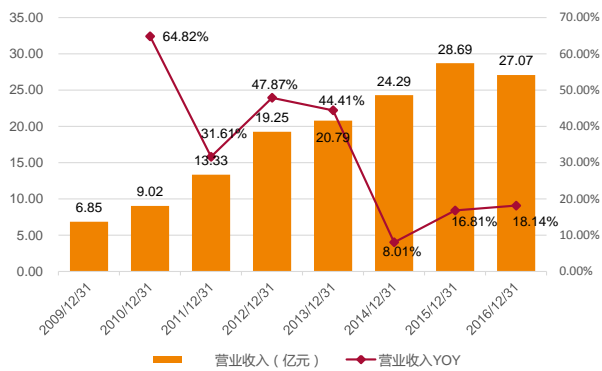
图 1：2009-2016 公司研发费用情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

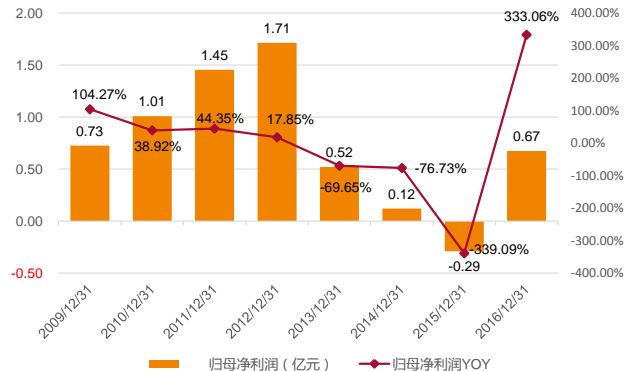
公司营业收入基本保持稳步增长，同比增速呈下降趋势，2016 年首次出现负增长，同比下滑 5.66%。公司作为通信网络基础设施提供商，经营业绩受电信运营商资本开支影响明显。自 2012 年起，运营商集采价格不断下降，市场竞争激烈，公司综合毛利率逐年下滑，从 2012 年的 32.96%下滑到 2016 年的 21.5%；同时净利润大幅度下滑——2013 年至 2014 年，净利润同比减少 70%以上；2015 年净利润发生亏损，亏损额为 0.29 亿元。

图 2：2009-2016 营业收入及增长情况



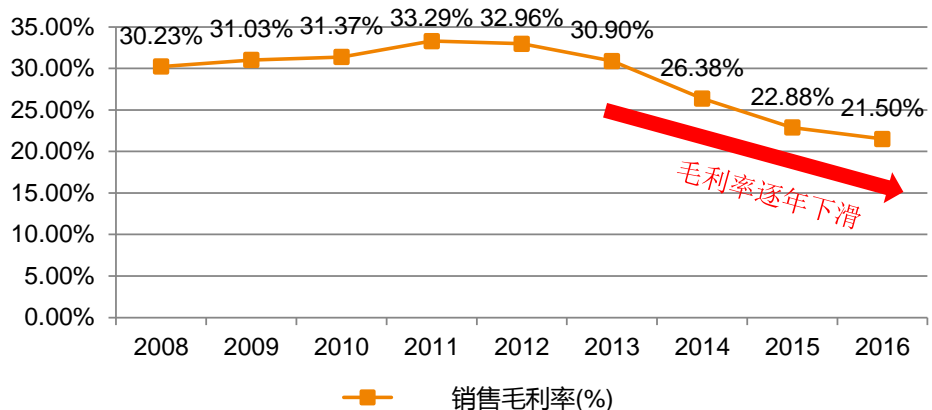
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2009-2016 公司归母净利润及增长情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2008-2016 公司销售毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 变更大股东，精兵简政，员工持股，上下革新开启新阶段

公司 2016 年经历股份变动，控股股东和实际控制人发生变更。

**股份变动前：**2016 年初，公司控股股东为新余海若投资管理有限公司，实际控制人为王文生先生。海若公司由王文生先生（占股 70%）和其配偶陈一丹女士（占股 30%）共同控股，二者为一致行动人。

**股份变动：**2016 年 4 月，海若公司通过协议转让方式转让给陈一丹女士无限售流通股 1560 万股，占公司总股本的 5%，转让价格为每股 13.67 元，该次交易后海若公司拥有日海通讯 19.6875% 的股权，陈一丹女士拥有日海通讯 5% 的股权。2016 年 5 月，上海润良泰物联网科技合伙企业（有限合伙）在二级市场买入日海通讯 14,878,075 股，占公司总股本 4.7686%，交易价格为每股 12.75~13.95 元。2016 年 7 月，海若公司与珠海润达泰投资合伙企业（有限合伙）签署《股份转让协议》，润达泰通过协议转让方式受让海若投资持有的上市公司流通股份 6,142.5 万股，占上市公司总股本的 19.6875%，转让价格为每股 27.19 元，价格较上市公司停牌前一交易日收盘价 13.59 元/股溢价 100%，总转让价款为人民币 167000 万元；2017 年 8 月，珠海润达泰投资合伙企业（有限合伙）通过协议转让方式受让陈一丹女士持有的上市公司股份 1560 万股，占上市公司总股本 5%，转让价格为每股 21.51 元，总转让价款为人民币 33555.6 万元。

**股份变动后：**股份变动后，公司新控制人进行多次增持，截至 2018 年 2 月 9 日，润达泰及其一致行动人润良泰合计持有公司无限售流通股 9323.89 万股，占公司总股本的 29.88%。公司实际控制人由王文生先生变更为薛健先生。2016 年 7 月 21 日转让过户完毕。

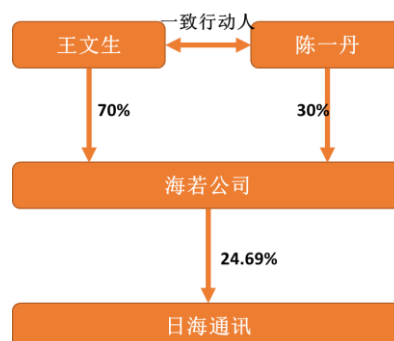
珠海润达泰于 2016 年 6 月 29 日在珠海横琴新区工商行政管理局登记成立。法定代表人为平安证券董事长兼 CEO 杨宇翔先生。公司主要经营业务为股权投资、投资管理基金管理、资产管理、创业投资业务、受托管理股权投资基金、受托资产管理、受托管理创业投资企业机构和个人的创业投资业务。

表 2: 公司股份变化情况

	2016.1 (变更前)		截至 2018.2.9 (变更后)	
	持股数量(万股)	持股比例	持股数量(万股)	持股比例
海若公司	6164.5000	19.6875%		
陈一丹	1560.0000	5.0000%		
海若公司及其一致行动人合计	7702.5000	24.6875%		
润良泰			1621.3877	5.1968%
润达泰			7702.5000	24.6875%
润达泰及其一致行动人合计			9323.8877	29.8843%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

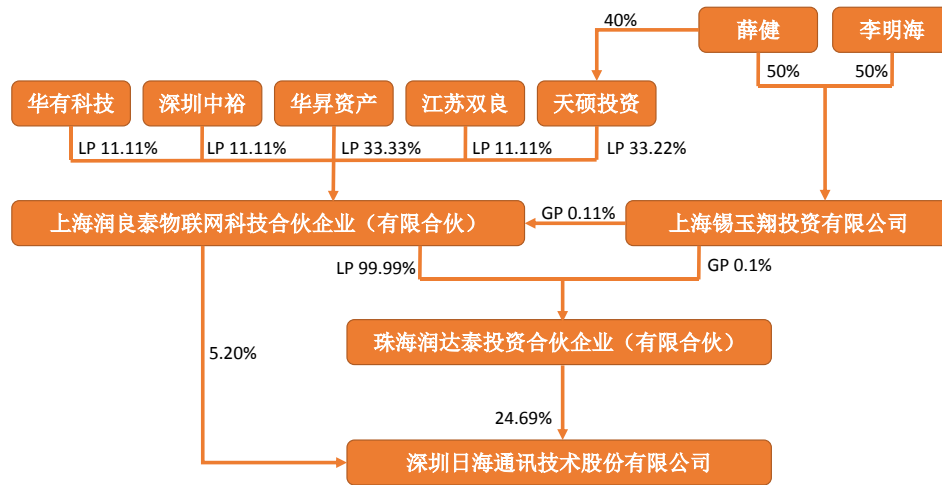
图 5: 2016 年年初控股股东情况



资料来源：Wind，天风证券研究所



图 6：截至 2018 年 2 月 9 日，控股股东情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：截至 2017 年三季度公司十大股东情况

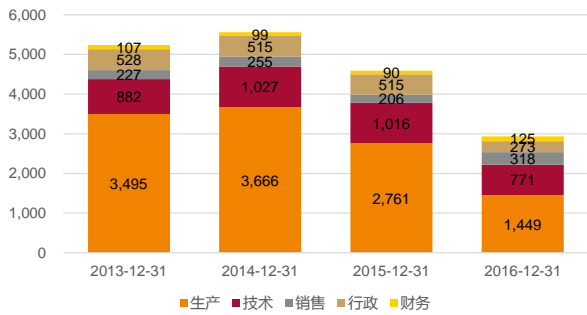
排名	股东名称	持股数量(万股)	持股比例
1	珠海润达泰投资合伙企业(有限合伙)	7702.5000	24.69 %
2	北信瑞丰基金-浦发银行-华润深国投信托-华润信托·日海通讯员工持股计划集合资金信托计划	1927.8019	6.18%
3	上海锡玉翔投资有限公司-上海润良泰物联网科技合伙企业(有限合伙)	1487.8075	4.77%
4	中海恒实业发展有限公司	1369.0000	4.39%
5	中央汇金资产管理有限责任公司	769.4900	2.47%
6	中国工商银行股份有限公司-金鹰稳健成长混合型证券投资基金	680.0000	2.18%
7	李畅	588.8000	1.89%
8	杭州逸帆禧益股权投资合伙企业(有限合伙)	330.0000	1.06 %
9	西藏福茂投资管理有限公司	326.3000	1.05%
10	浙江慧炬投资管理有限公司	305.4208	0.98%
	合计	15487.1202	49.66%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2016 年 8 月，公司更换实际控制人后，陆续引入具备丰富通信经验的管理团队。目前，公司董事长为刘平先生，现年 54 岁，有多年电信运营商工作经验，于 2005 年至 2016 年 7 月在中国电信集团工作，历任省公司总经理、市场部总经理等职务；2016 年 8 月至今，任上海润良泰物联网科技合伙企业（有限合伙）的高级合伙人，负责公司管理运营。

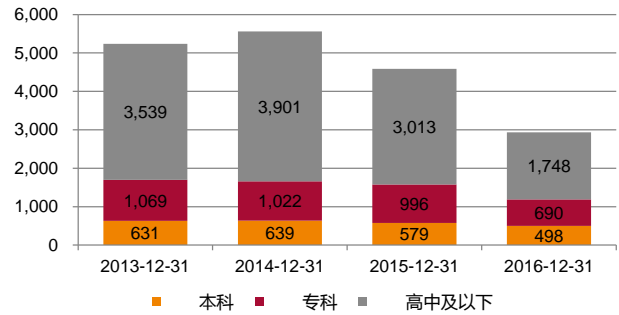
为适应行业发展及业务转型需要，公司对管理架构和人员进行了调整和精简。整体来说，公司员工总数逐渐减少。2012 年至 2014 年，公司员工总数增长变缓；2014 年后，员工总数下降趋势明显，由 2014 年的 5562 人下降到 2016 年的 2936 人，其中高中及以下学历员工减少 2200 多人，本科生比例由 12.62% 提升至 16.69%。

图 7：2013-2016 公司员工按专业分类结构变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2013-2016 公司员工按学历分类结构变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2016 年 12 月，公司公布第一期员工持股计划草案。信托计划资金管理规模不超过 4.4 亿元，按照不高于 1:1 的比例设立优先级份额 2.2 亿元（上限）和劣后级份额 2.2 亿元（上限），其中优先级份额由信托计划在市场上募集，劣后级 A 类份额不超过 5500 万元由员工认购，劣后级 B 类份额不超过 1.65 亿元由控股股东关联方润良泰认购，员工认购、润良泰认购和信托计划募集占比为 1: 3: 4。

2017 年 5 月，公司完成第一期员工持股计划购买，购买金额达到 4.14 亿元，购买数量为 19,278,019 股，占公司总股比例 6.18%，购买均价为 21.49 元/股。

根据员工持股计划，本次公司员工持股计划参与对象为公司董事、监事、高级管理人员或公司（含全资子公司、控股子公司）的高级管理人员以及中层管理人员、技术（业务）骨干等人员，总人数不超过 85 人，其中董事长刘平先生持股比例为 16.18%。完成本次员工持股，公司员工持股计划成为公司第二大股东。

2018 年 2 月 8 日，公司发布第二期员工持股计划，本次员工持股计划所持有的股票总数将不超过公司股本总额的 3.82%。

至此，公司完成新管理层更换，员工持股利益绑定，开启上下一心提升效率新阶段。

### 3. 新阶段：传统主业降本增效，基本面现拐点

日海通讯作为通信网络基础设施解决方案提供商，主要为电信运营商提供有线、无线和通信工程服务。其中有有线主要包括光器件、光缆、铜缆连接、布线及基础设施等；无线主要包括机房、铁塔、基站户外柜、一体化基站、天线等产品；通信工程服务，包括通信网络的勘察、设计、施工及代维服务。

公司作为通信网络基础设施提供商，经营业绩受电信运营商资本开支影响明显。

表 4：三大电信运营商资本开支统计

		2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E
无线网络投资(亿元)	中国移动	547	732	561	740	1054	919	873	760
	中国电信	270	230	188	294	296	512	411	344
	中国联通	232	260	409	247	370	610	275	188
	合计	1049	1222	1158	1280	1719	2042	1559	1292
	同比	-37.1%	16.6%	-5.3%	10.5%	34.3%	18.8%	-23.6%	-17.1%
有线网络投资(亿元)	中国移动	286	231	357	684	731	685	624	521
	中国电信	336	398	430	396	327	436	440	206
	中国联通	402	411	511	412	419	649	446	262
	合计	1024	1041	1297	1492	1478	1770	1509	989
	同比	0.9%	1.6%	24.7%	15.1%	-1.0%	19.8%	-14.7%	-34.5%

资料来源：三大运营商公告，天风证券研究所

2012 年，在电信运营商 FTTH 规模布放建设中，公司保持了 ODN 系列产品和光器件的持续增长，保持了较高有线业务营业收入，有线业务是公司第一主营业务。

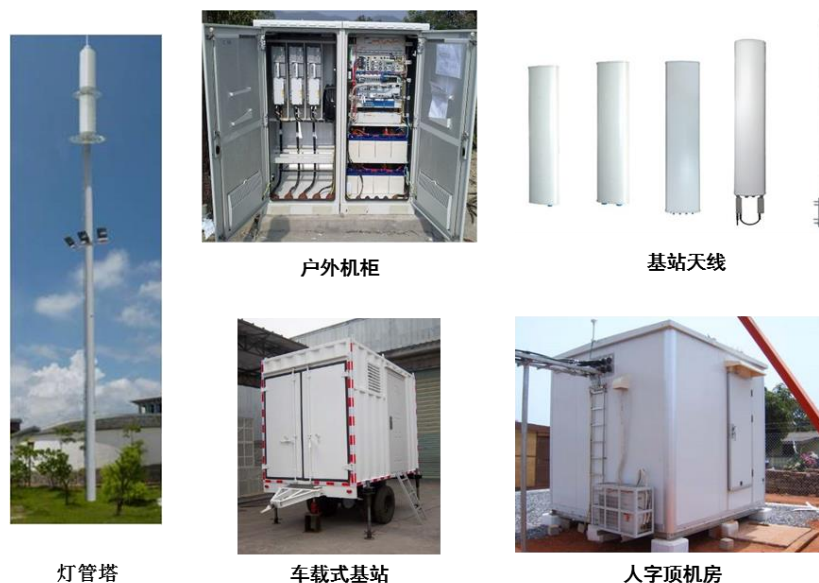
图 9：日海通讯有线产品



资料来源：日海通讯官网，天风证券研究所

2013 开始，三大电信运营商的投资重点向移动网络及配套传输网建设倾斜，公司也相应提升产能供应能力，加大无线产品的市场拓展力度，推动无线业务产品线新产品的规模化销售，无线业务收入有较大增幅，成为公司第二主营业务。

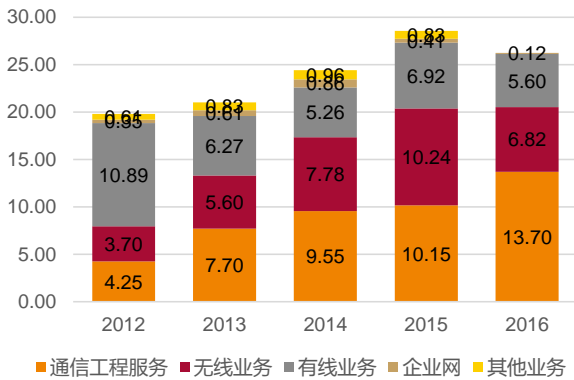
图 10：日海通讯无线产品



资料来源：日海通讯官网，天风证券研究所

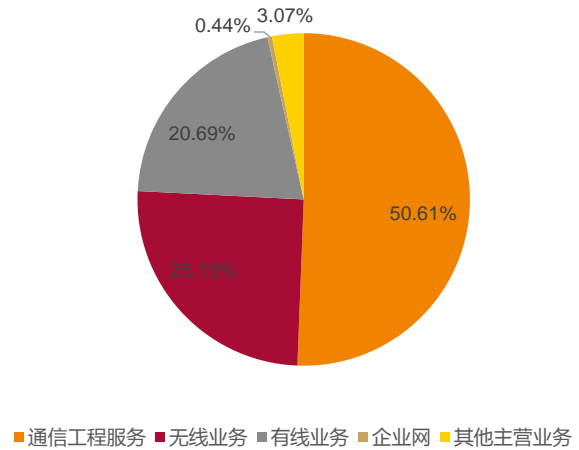
公司通信工程服务业务逐步成长, 营业收入平稳增加, 在营收中占比保持在 35%左右, 2016 年超过 50%, 成为公司最大主营业务。

图 11: 2012-2016 公司分业务营业收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

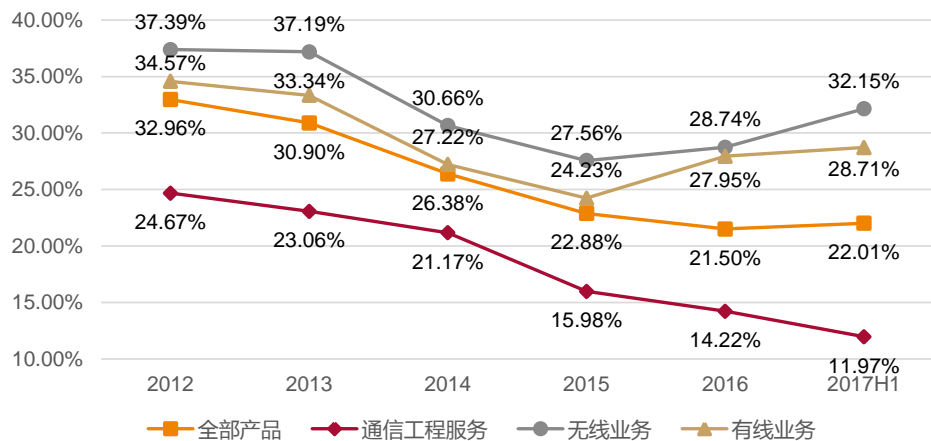
图 12: 2016 公司营业收入构成



资料来源: Wind, 天风证券研究所

目前, 国内 4G 网络及配套传输网建设步入后期, 各电信运营商减少 4G 建设的投入, 准备向 5G 过渡。在这种大背景下, 为应对激烈的市场竞争, 公司积极精选工程业务提升业务毛利, 同时精简管理架构和人员降低管理费用支出。2017 年上半年, 公司综合毛利改善, 略微有所提升, 有线业务和无线业务毛利率继续提升。虽然通信工程服务业务营业收入增长明显, 但受制于人工成本和工程劳务外协成本, 毛利率仍有所下滑。

图 13: 2012-2016 公司分业务毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司业务覆盖海内外, 从 2009 年到 2016 年年末营业收入都以中国大陆为主, 而国外营业收入占比相对较低, 在 2012 到 2014 年国外营业收入有所增加, 但在 2014 年之后又开始下降。

公司下游主要为中国电信、中国移动、中国联通三大通信运营商及中国铁塔。此外, 公司也是爱立信、阿尔卡特-朗讯、中兴、诺基亚西门子、腾讯等多家世界知名 ICT 方案提供商的主要合作伙伴。

公司建立了完善的销售渠道和服务网络, 搭建了国内运营商、电信主设备商、海外直接销售和综合布线系统分销四个销售平台, 200 多位专业营销服务人员对国内外客户提供

全面系统的营销服务。公司在全国设有 7 个销售大区和 32 个销售办事处；在美国、俄罗斯、法国、印度、越南、沙特等地设立了海外办事处，产品和服务已拓展至海外 60 多个国家和地区。截止 2016 年年末，公司旗下共有子公司 25 家，大部分子公司的主营业务为工程服务、投资和制造。

自 2016 年更换控股股东及管理层后，“综合毛利改善+管理降本增效”，业绩拐点已现。根据 2017 年半年报显示，2017 年上半年实现营收 10.16 亿元，同比下滑 5.16%，归属上市公司股东的净利润为 2870.9 万元，同比扭亏为盈。2017 年前三季度实现营收 18.05 亿元，同比增长 1.38%，归属上市公司股东的净利润 7045.32 万元，同比增长 456.01%；其中第三季度实现营收 7.88 亿元，同比增长 11.28%，归属上市公司股东的净利润为 3150.79 万元，同比增长 3364.47%。

## 4. 物联网新业务发力：收购全球最大模组商，牵手知名云平台，物联网新龙头崛起

### 4.1. 万物互联是第四次信息浪潮主旋律，大时代正在开启

人类社会近三十年所发生的信息产业大革命一共可划分为三个信息革命浪潮，目前正在进入第四次信息革命浪潮：

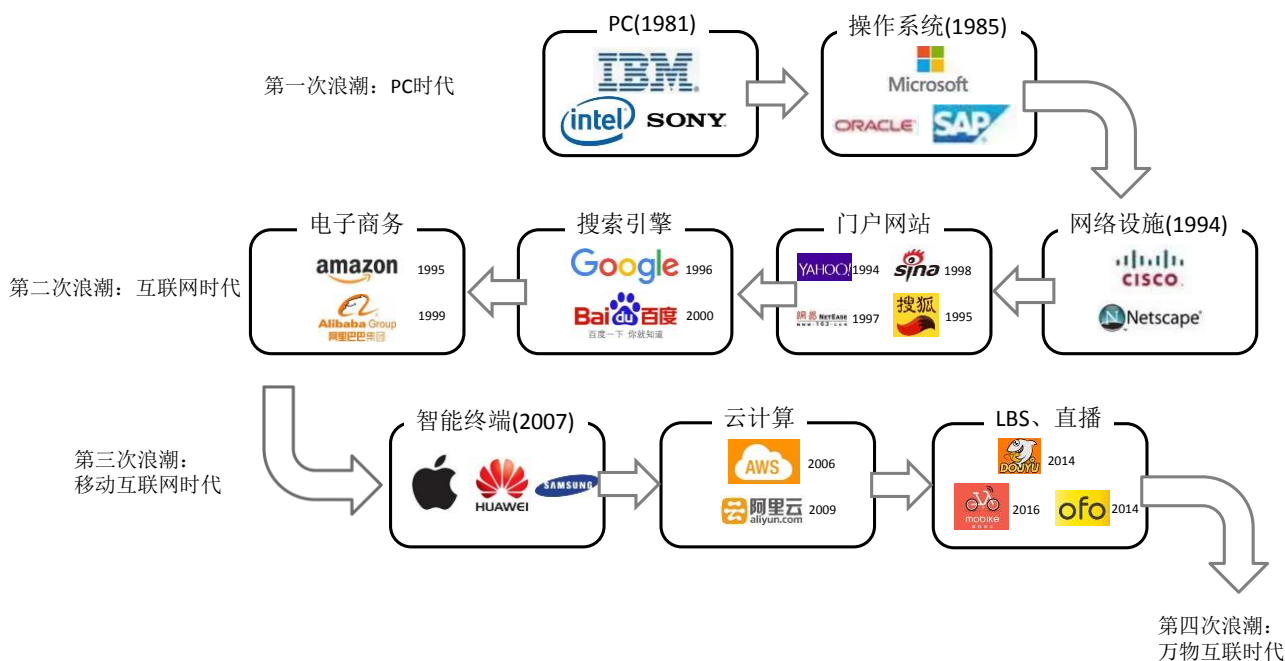
(1) 第一次信息革命浪潮，PC 时代，从上世纪 80 年代-90 年代开始，以 PC（个人计算机）的普及和广泛应用为标志。

(2) 第二次信息革命浪潮，互联网时代，从上世纪 95 年开始，以互联网的出现为标志。

(3) 第三次信息革命浪潮，移动互联网时代，从 2007 年开始，以智能手机的出现为标志。

(4) 第四次信息革命浪潮，万物互联时代，从 2016 年为元年，以物联网、AI、大数据和云计算等逐步成熟为标志。

图 14：每一轮信息产业浪潮的代表公司



资料来源：Google、Amazon、Cisco 等相关公司官网，天风证券研究所

随着云计算基础设施的逐步完善，移动互联网的持续渗透，广域物联网的逐步推进特别是以 5G 网络为代表的通信网络逐步升温开始覆盖完善，人类社会开始进入万物互联时代。过去的互联网实现人与人的交流，移动互联网进一步提升该交流的效率，而并没有包

括物体的交流；而现在的第四次信息革命浪潮将融入物体之间的交流。

未来几年内，物联网设备连接数量将会达数百亿，相比移动互联网，物联网市场规模是其数十倍的容量，能为全球带来数十万亿的经济价值，同时，这次信息革命也被认为与实体经济深度融合的浪潮，是全球经济增长的新引擎。

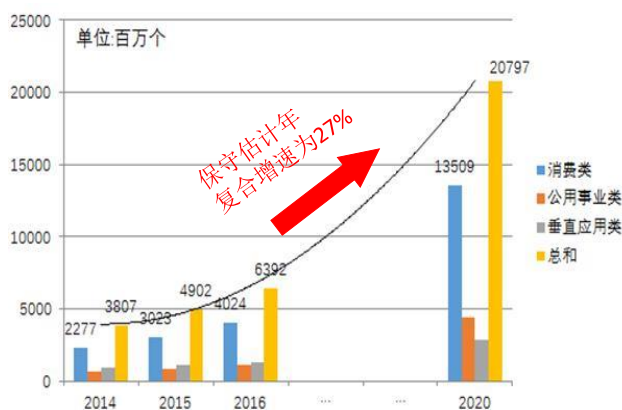
表 5：每一次信息技术产业周期下的特征

	第一次	第二次	第三次	第四次
名称	PC 时代	互联网时代	移动互联网时代	万物互联时代
时间	20 世纪 80-90 年代	20 世纪 90 年代中期到 21 世纪前 10 年	2007 年至今	2016 年开始
标志事件	1981 年 IBM 发布第一台 PC；1985 年，微软发布第一代 windows 操作系统	1994 年，思科推出面向客户端的交换机 Catalyst；1994 年，雅虎发展门户网站；1996 年，网景推出商用浏览器；1996 年，google 推出搜索引擎	2007 年，Apple 推出第一代 iphone	2016 年，NB-IOT 元年，AI 元年；2019 年，5G 网络开始商用
主要技术	PC+操作系统	PC+操作系统+网络+桌面应用	移动设备+手机操作系统+移动网络+APP	物联终端+云计算+物联网+大数据+AI
引领潮流的代表公司	IBM (PC)、微软(操作系统)、Intel (CPU)	思科(路由器)、雅虎(门户网站)、google(搜索引擎网站)	google(手机操作系统)、Apple(智能手机)、facebook(社交软件)、腾讯(社交)、阿里(电子商务软件)	下一个引领潮流的公司?
时期特点：点到线到面，范围不断扩大	PC 机普及，自动化能力在提升	PC 之间开始联网，提升了信息互通效率	从 PC 之间互联延伸到移动终端的互联，进一步提升信息互通效率	再次扩展覆盖面，从人与人的互联扩展到人与物、物与物互联，进一步提升信息交互层面，升级社会生产方式

资料来源：IBM、思科、Apple、Google 等相关公司官网，天风证券研究所

万物互联大发展趋势下，接入网络的终端数量正在迎来一轮高速增长的大潮。根据 Gartner 测算，2020 年全球 M2M 连接数将达到 210 亿，年均增速 26.8%，其中个人消费类占比 2/3，公共事业（智慧城市、交通、抄表等）和垂直应用（医疗、家居等）占比 1/3，公用事业类应用的数量将在 2020 年超过垂直应用类，成为仅次于个人消费类的第二大市场。来自运营商和设备商的预测则更加激进，AT&T 和思科预测 2020 年 500 亿的连接数。即使按照比较保守的 Gartner 的数据，**M2M 连接数也将在 4 年里增长 3.2 倍，年均增速达到 27%**。

图 15：全球 M2M 连接走势，保守估计年复合增速 27%

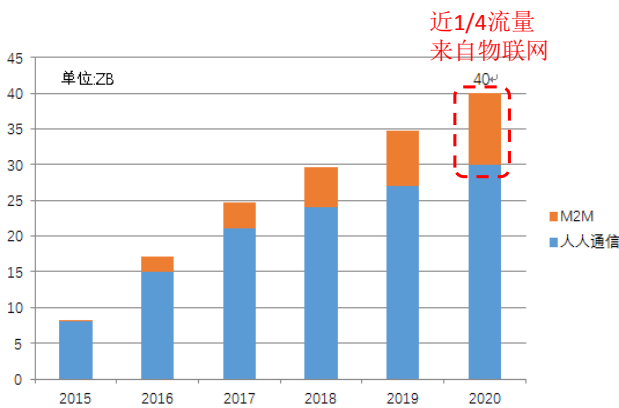


资料来源：Gartner，天风证券研究所

同样根据 Gartner 的预测，物联网市场规模将达到 1.9 万亿美元，成为电信业之外一

一个新的万亿级市场。按照 AT&T 的测算，2020 年全球人均接入终端数约为 6.58 个，5 年内增长了近 1 倍。大量的接入设备带来的是海量的数据，而数据就是资源和财富。根据 IDC 预测，到 2020 年全球数据传输总量将超过 40ZB，其中 1/4 来自于物联网。

图 16：物联网产生的数据占比



资料来源：IDC 天风证券研究所

图 17：全球人均接入终端数变化



资料来源：AT&T, 天风证券研究所

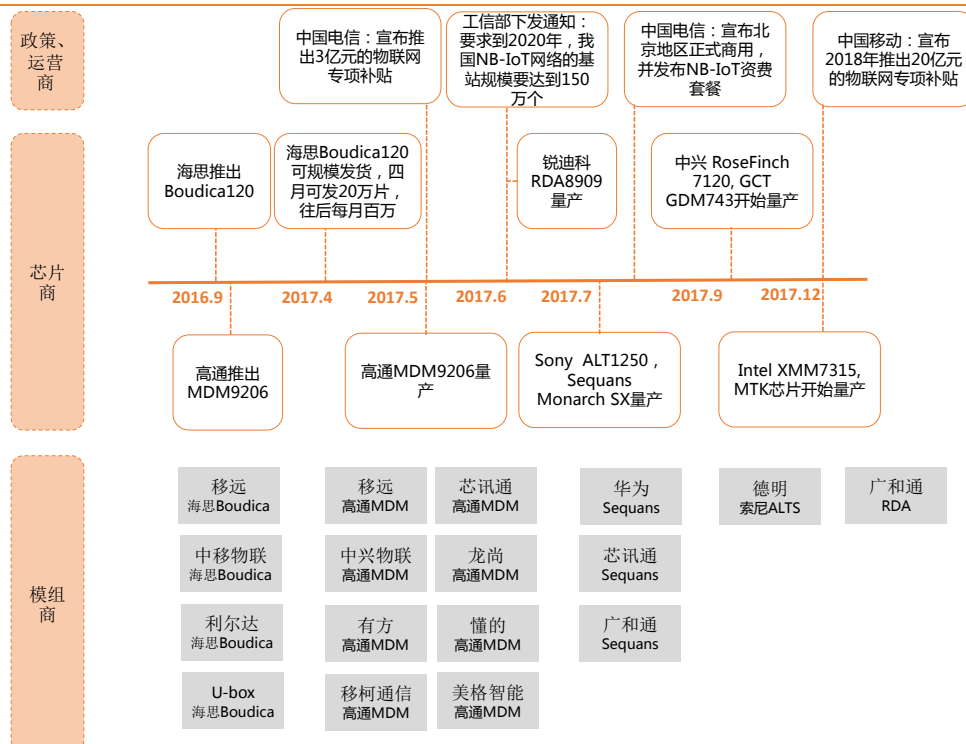
窄带物联网 (NB-IoT)，是运营商推出的全面迎接物联网时代的重要网络。目前，窄带物联网正处于加速发展的前夜。

**NB-IoT 网络覆盖方面**，三大运营商在 12 月 19 日召开的 2017 年物联网产业峰会上表示，2018 年，三大运营商的网络将全面支持窄带物联网技术(NB-IoT)。中国移动 2017 年底，将实现 346 个城市的 NB-IoT 连续覆盖和全面商用，并提供 10 亿元 NB-IoT 模组专项补贴；中国电信 2017 年建设成约 15 万个 NB-IoT 基站，完成一张覆盖全国的 NB-IoT 的网络，并已经于 9 月开通商用；中国联通已在全国数十城市完成 NB-IoT 试商用开通，全国 300 多城市具备快速接入 NB-IoT 网络的能力。

**芯片方面**，自 2016 年 9 月华为推出 Boudica120 芯片，高通推出 MDM9206 芯片，2017 年二季度开始华为之外的芯片商，如 Intel、中兴微等也在推出 NB-IoT 商用芯片。

运营商网络建设已经逐步完善，芯片模组也陆续推出商用，使得产业链成熟度大幅提升，并驱动成本下降、终端普及，窄带物联网正处于加速发展的前夜。

图 18：NB-IOT 物联网运营商、芯片商、模组商推进情况



资料来源：海思、中兴、高通、Intel 等相关公司官网，天风证券研究所

## 4.2. 云+端提供整体解决方案，大势所趋的战略方向

### 4.2.1. 未来物联网价值链的最大份额将在软件和应用服务环节

物联网与其他行业领域深度融合，产业链非常庞大繁杂。从整体上看，可分为感知、通信、平台、应用 4 个层级。感知层面由无线模块供应商、芯片供应商、射频识别和传感器供应商等组成；通信层面由 SIM 卡商、电信运营商组成；平台层面由平台服务商、软件开发商组成；应用层面由解决方案提供商/系统集成商组成。当然，物联网产业的发展成熟度已经非常高，产业链各个环节往上下游都有所渗透，部分 IT 业巨头已逐步形成产业链的闭环。

(1) 感知层——通信芯片/模块产能稀缺导致高毛利率。按照计划，三大运营商预计将在 2017 年 Q4 基本完成在 NB-IoT/eMTC 的广域覆盖，芯片厂商也都在观望运营商的建设进度情况，预计产能要到 2018 年 Q2 才能有较大程度的释放。由于上游芯片产能不足传导至通信模块，具备芯片量产能力的模块厂商毛利率很高，反之则要依靠渠道能力，如果能拿到芯片，毛利率表现也会非常不错。日海通讯收购的龙尚科技和拟收购的芯讯通是全球领先的通信模组厂。

(2) 通信层——eSIM 卡出货量有望大幅提升。eSIM 卡又称为嵌入式 SIM 卡，是将传统 SIM 卡直接嵌入到设备芯片上，而非作为独立的可移除零部件加入设备中，通过嵌入式软件可以实现软切换、远程管理、远程编写等多项功能。物联网对 SIM 卡的需求主要集中在两个领域：一个是 M2M 设备管理部分，另一个是在消费电子领域的应用。eSIM 卡不同于传统的 SIM 卡，其采购是由终端设备商进行或者和运营商联合招标。由于 eSIM 不直接发给用户而是由设备商嵌入模块，采购时间提前量较大。伴随运营商建网进程，我们预计 eSIM 将逐步迎来采购高峰期。

(3) 平台层——承上启下的新价值中枢。物联网平台作为物联网整体解决方案的核心，起到了承上启下的作用。物联网平台从底层到高层可分为四大平台类型：设备管理平台 DMP、接入管理平台 CMP、应用使能平台 AEP、业务分析平台 BAP，其中最核心的是 CMP 和 AEP 两个平台。平台是构建物联网生态圈的核心，IT 服务商、行业企业、互联网企业、电信运营商都看到了这个趋势，四大阵营均围绕物联网平台，依托各自优势，从不同切入点展开产业生态建设。日海通讯入资合作的美国艾拉，在美国市场是领先的 AEP 供应商。

图 19：物联网产业链

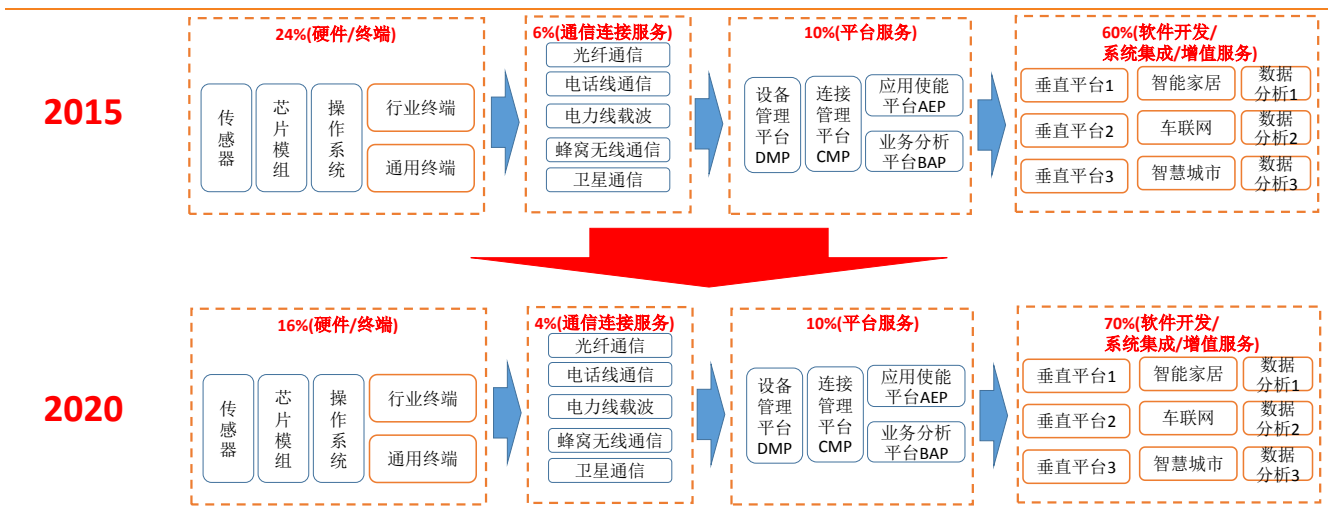


资料来源：物联网智库，天风证券研究所



物联网产业链的四个环节，在行业发展初期硬件/终端先行，但产业链长期价值将逐步向平台和应用服务转移，向最终的数据分析、处理、应用转移。当前，物联网处于发展初期，根据麦肯锡、Machina 等咨询公司的预计，2015 年硬件/终端环节的收入占行业总收入比例为 24%，连接、平台和应用及服务环节收入占比依次为 6%、10%以及 60%，而未来物联网价值链的最大份额将在软件和应用服务环节。预计到 2020 年，终端、硬件、连接虽然保持快速增长，但价值链占比会压缩，而下游应用及服务环节的收入占比将提升至 70%。

图 20：物联网产业链



资料来源：物联网智库，天风证券研究所

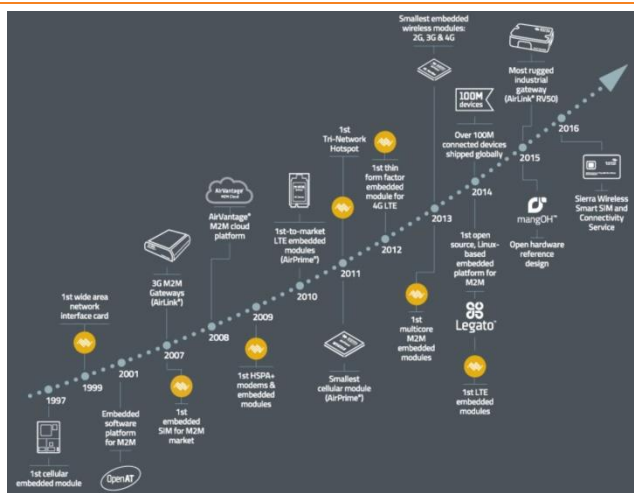
#### 4.2.2. 全球物联网巨头案例 1 分析：龙头 Sierra，一体化物联网解决方案是大势所趋

全球物联网模块龙头 Sierra，通过产业链纵向整合延伸，已实现从模块向平台向应用解决方案延伸的发展模式，成长逻辑获得市场认可，对国内物联网技术服务商具有借鉴意义。

Sierra Wireless 成立于 1993 年，是全球无线通信模块界鼻祖。公司位于加拿大，于 2000 年在美国纳斯达克上市(NASDAQ: SWIR)，当前市值 6.56 亿美元（截至 2017 年 12 月 25 日）。公司 2016 年收入达到 6.15 亿美元，根据 ABI Research 的数据，公司曾于 2010-2014 年连续 5 年模块市占率全球第一。

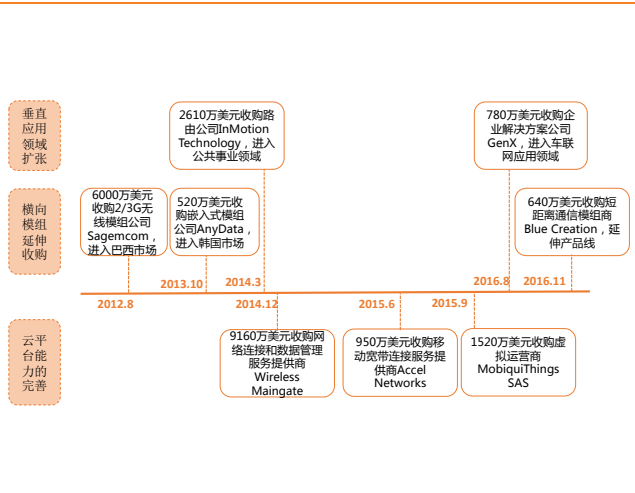
自 2012 年以来，Sierra 开启了在一系列的产业整合，在主营的无线通信模块领域，通过收购不断丰富自身产品线并拓展国际市场。在上游的网络连接及平台服务方面，公司也进行了布局，2015 年 1 月至 2015 年 9 月，公司先后并购了网络连接和数据管理服务提供商 Wireless Maingate AB，移动宽带连接服务提供商 Accel Networks LLC，虚拟运营商 MobiquiThings SAS，一体化解决方案能力得到了进一步提升。

图 21：Sierra 新产品推出日程表



资料来源：Sierra 官网，天风证券研究所

图 22：Sierra 的收购延伸，完善一体化解决方案能力



资料来源：Sierra 公告，天风证券研究所

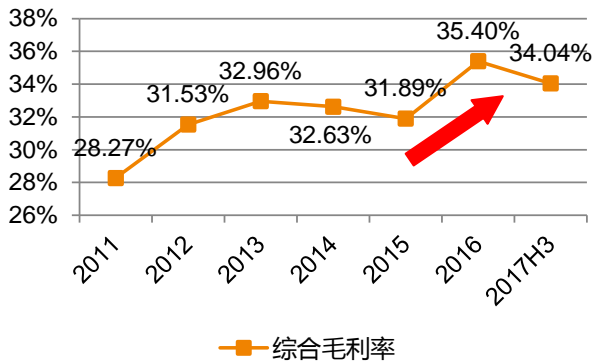
在 2015 年不断完善云平台能力并提供一体化解决方案能力之后，高毛利率的企业解决方案（毛利率 55.9%）及云服务（毛利率 40.6%）收入占比不断提升，拉升总体的毛利率水平，并在 2016 年实现经常性营业利润 1555 万美元，实现近年来的首次扭亏为盈。

表 6: Sierra 近三年收入构成及毛利率

		2014	2015	2016
OEM 解决方案	收入占比	86.9%	86.1%	83.9%
	毛利率	29.5%	29.0%	32.3%
企业级解决方案	收入占比	13.1%	10.4%	11.6%
	毛利率	53.5%	52.5%	55.9%
云和连接服务	收入占比		3.5%	5.4%
	毛利率		41.8%	40.6%

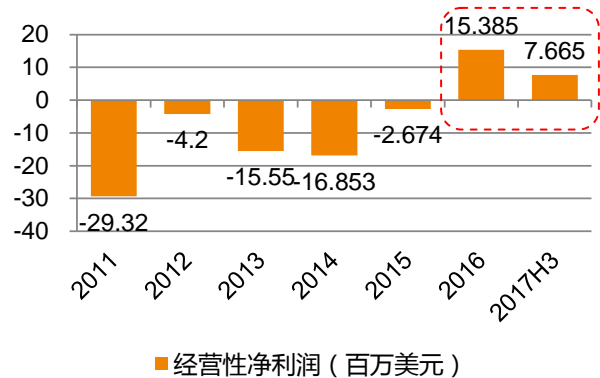
资料来源: Sierra 年报, 天风证券研究所

图 23: Sierra 近年来毛利率变化



资料来源: Sierra 公告, 天风证券研究所

图 24: Sierra 近年来经营性净利润变化 (百万美元)



资料来源: Sierra 公告, 天风证券研究所

在公司不断拓展和丰富垂直领域应用以及整体解决方案能力的同时，公司股价也获得了资本市场的认可。

图 25: Sierra 股价走势图



资料来源: Wind, 天风证券研究所

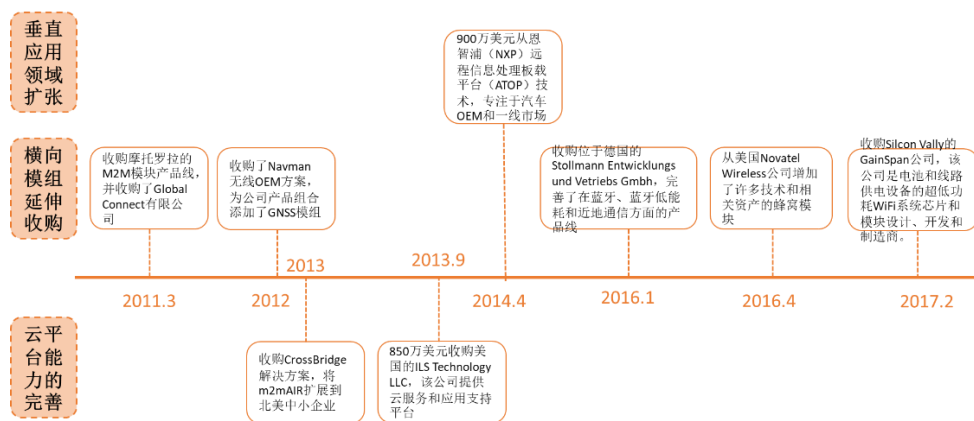
#### 4.2.3. 全球物联网巨头案例 2 分析: Telit, 延伸物联网平台助力发展

Telit, 成立于 1986 年, 总部位于意大利罗马, 是一家全球 M2M 技术和增值服务供应商, 主要产品包括各类无线通信模组, 并提供连接云和 PaaS 应用支持服务。Telit 一直走在全球无线通信行业的最前沿, 开发了许多具有革新意义的新产品和解决方案, 其中包括世界上最小的 CDMA 数据通信模块, 其车载模块竞争力较强。2005 年在伦敦 AIM 市场上

市(TCM.L)，当前市值 2.09 亿美元（截至 2017 年 12 月 26 日）。公司 2016 年收入为 3.70 亿美元。销售方面被市场调查公司 Berg Insight 评为全球第三大 M2M 模块供应商。

2011 年, Telit 收购摩托罗拉的 M2M 模块产品线, 并收购了 GlobalConnect 有限公司, 以此展开模块业务。2014 年, Telit 从恩智浦(NXP)收购了远程信息处理板载平台(ATOP), 收购完成后, Telit 把 ATOP 业务(包括销售、工程和支持员工)整合入 Telit 汽车解决方案事业部, 基于更加宽广的以软件为中心的汽车和远程信息处理 OEM 射频识别工程和销售专长, 推出相关解决方案, 扩大市场覆盖。

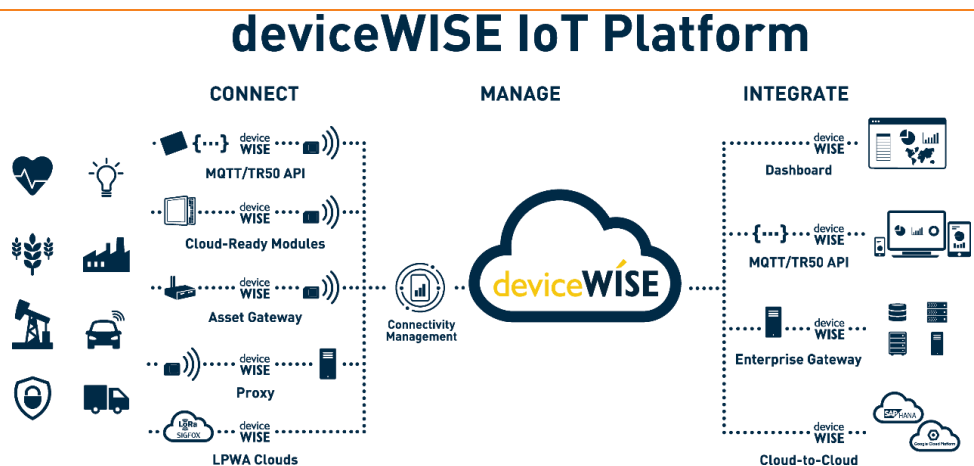
图 26: Telit 的收购延伸



资料来源: Telit 公告, 天风证券研究所

Telit 积极打造了基于模块的物联网云平台服务——DeviceWISE, 适用于大型企业, 提供从物联网模块到云平台服务的整体解决方案。Telit 的物联平台将远程设备管理、安全云储存、应用集成等功能集成于一个易于使用的系统中, 形成一个完整的、以数据为中心的物联网平台, 具有预先构建的设备驱动程序、连接管理工具和应用程序连接器。通过 deviceWISE 物联平台, 可以针对所有设备和数据传输进行全面管理和配置, 一站式远程监控、诊断和修复设备, 实现低成本生命周期维护, 并降低风险, 减少复杂性, 缩短产品上市时间。

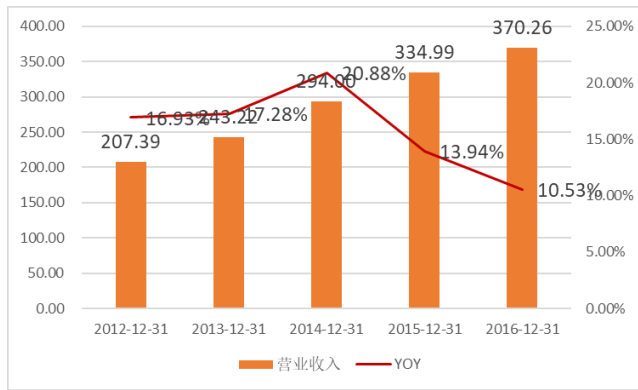
图 27: Telit 的 deviceWISE 物联网平台



资料来源: Telit 公告, 天风证券研究所

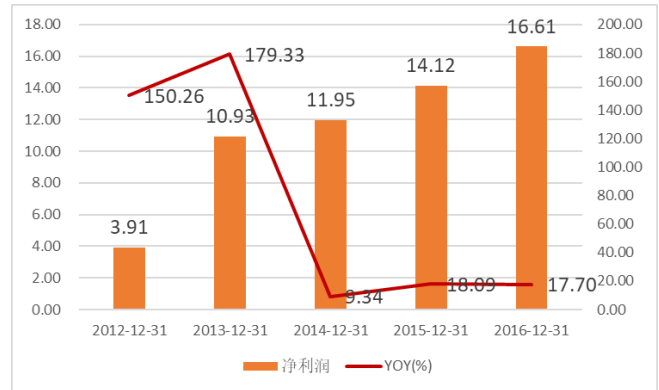
近 5 年来营业收入和一直保持增长。2016 年, 公司实现营业收入 3.70 亿美元, 净利润 0.17 亿美元, 同比增速分别达 10.53% 和 17.70%。2016 年各类模组出货量超过 2000 万片。

图 28: Telit 近年营业收入变化 (百万美元)



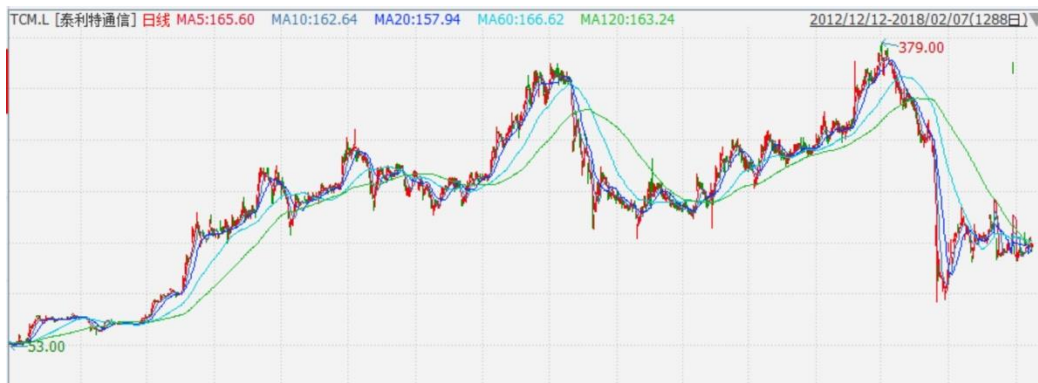
资料来源: Telit 公告, 天风证券研究所

图 29: Telit 近年净利润变化 (百万美元)



资料来源: Telit 公告, 天风证券研究所

图 30: Telit 股价走势图



资料来源: Wind, 天风证券研究所

#### 4.2.4. 全球物联网巨头的发展思路启示

我们认为物联网是一个下游细分领域众多的市场, 要在该市场成长为巨头, 足够多的物联网数据积累及数据价值挖掘是必要条件。为此, 我们根据 Sierra 和 Telit 等全球物联网领先企业近年来的发展思路: 从大规模的通信模组出货, 到逐步完善云平台能力, 形成整体解决方案, 我们认为对国内物联网企业也将有重要的借鉴意义:

- (1) 通信模组是不同终端联网所必须的通用产品, 以通信模组为切入点, 能在早期形成一定的入口效应, 并能快速放量;
- (2) 延伸云平台及整体解决方案能力: 提升技术能力, 提升单一产品及服务的议价能力, 有利于积累数据开展长远的数据变现布局;
- (3) 云+端的整体解决方案, 相比较单纯的模组商或者云平台服务商, 将形成差异化的服务能力, 同时适应物联网众多长尾客户研发能力不足的需求。

#### 4.3. 日海通讯物联网战略布局诠释: “云+端” 齐发力, 兼顾近期盈利, 更有远方的数据布局

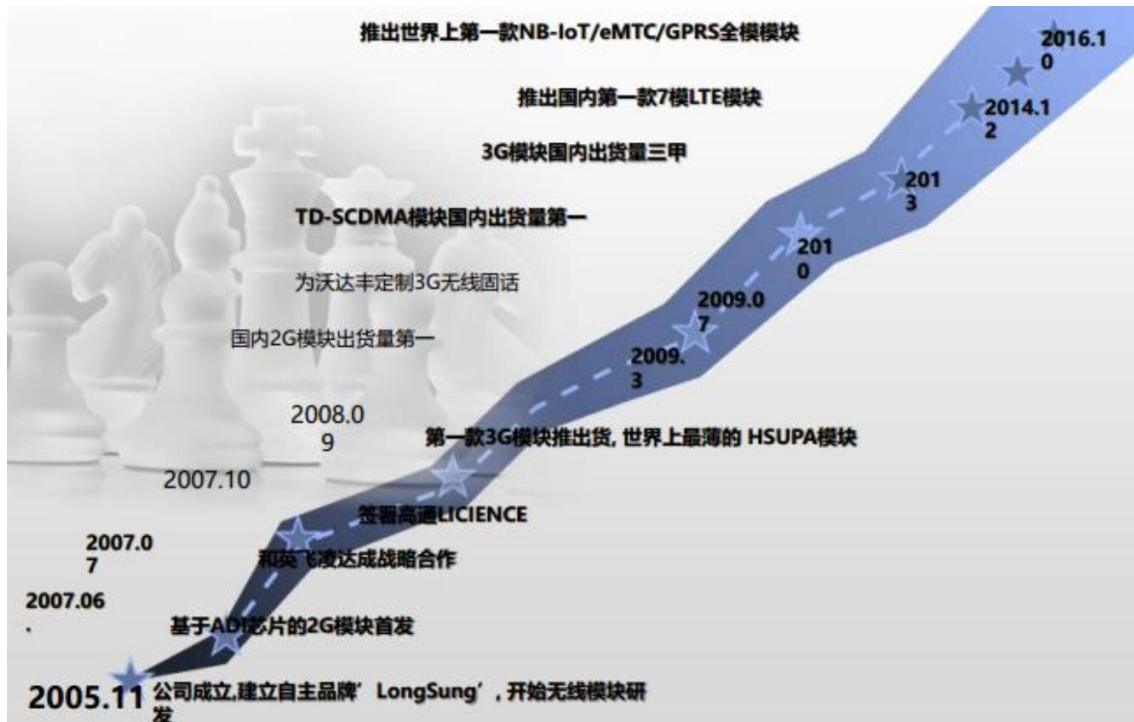
##### 4.3.1. 收购龙尚科技, 迈出终端发力第一步

2017 年 9 月, 公司的全资子公司深圳日海物联技术有限公司以人民币 1.23 亿元收购龙尚科技 68.09% 的股权; 2017 年 11 月, 日海物联向龙尚科技增资 4500 万元, 股权由 68.09% 增加到 73.84%。

龙尚科技是国内领先的无线通信模组厂商, 提供 2G/3G/4G(包括 NB-IoT)通信模组, 国内最早推出了 NB-IoT、eMTC 和 GPRS 三模模组, 在 4G(包括 NB-IoT)模组领域有一定优

势，其 4G 模组出货量在行业处于领先水平，同时 NB-IoT 模组采用高通芯片，已在客户侧进行商用测试。

图 31：龙尚科技的发展历史



资料来源：龙尚科技公司官网，天风证券研究所

公司具备较强的研发实力。公司现有研发人员 150 多人，硕士以上学历占 30%。具有 10 年以上资深技术与背景人士担任科研技术管理人员，来自于中兴、华为、500 强企业以及海归人士；主要研发人员拥有平均超过 5 年的丰富专业经验。公司曾获得过 3G 模块出货量全国前三、TD-SCDMA 模块出货量国内第一，推出国内第一款 7 模 LTE 模块、推出国内第一款 NB-IoT、eMTC 和 GPRS 三模模组等优异成绩。根据中国信通院泰尔终端实验室最新发布了 NB-IoT 模组/终端测评数据显示：龙尚的 A9500 模组获得“2017 NB-IoT 测评综合表现总排名第一”，同时在“兼容性及互联互通测试、用户识别卡测试、行业特征和应用场景测试”三项测试中均获得单项排名第一。

图 32：龙尚 A9500 模组获得泰尔实验室 2017NB-IoT 测评综合表现第一名



资料来源：泰尔实验室官网，天风证券研究所

目前由于行业仍处于大规模放量的前夕，同时由于被日海收购之前龙尚的管理层内部目标不明确导致发展节奏略显落后，公司 2016 年仍处于亏损状态(2016 年龙尚收入 1.995 亿元，利润-933 万元)。

图 33：龙尚科技主要财务数据（未审计）

单位：万元

项目	2017年9月30日	2016年12月31日
资产总额	6,198.41	7,463.81
负债总额	5,965.84	6,829.87
净资产	232.56	909.89
	2017年(1-9月)	2016年(1-12月)
营业总收入	17,430.64	19,951.06
营业利润	-2,834.15	-1,059.10
净利润	-2,834.15	-933.51

资料来源：日海通讯公告，天风证券研究所

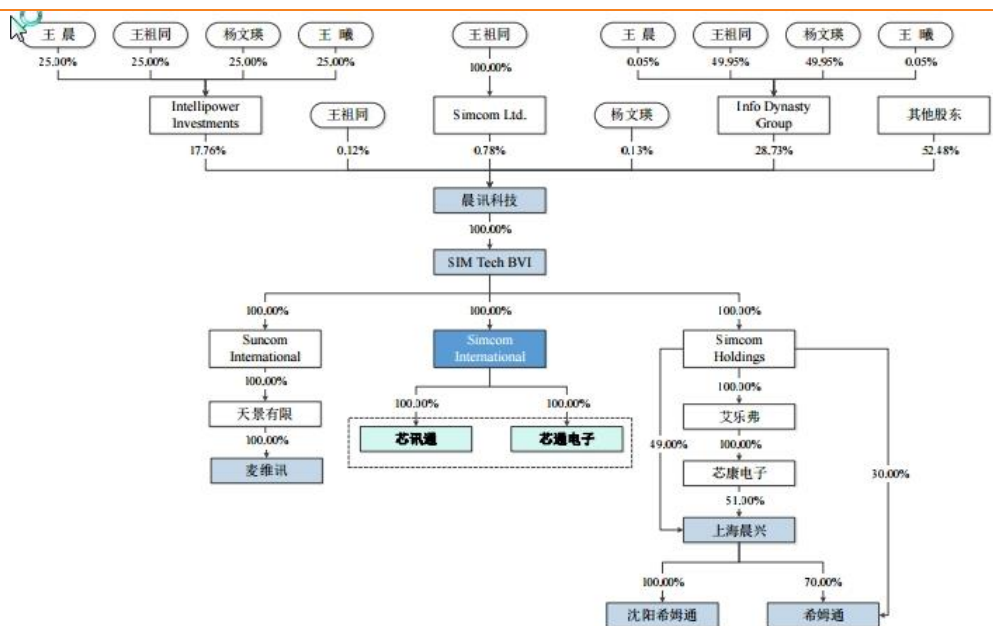
在日海通讯收购之后，龙尚有望实现快速扭亏为盈，进入良性发展轨道。日海收购龙尚后，将带来如下协同性：（1）日海明确发展物联网业务，并力争实现国内龙头地位，龙尚在母公司的战略大背景下，将具有更明确的战略思路并获得相应的激励支持；（2）日海明确了“云+端”战略布局，终端业务将在云平台等一体化方案的支持下获得更快的发展；（3）与上市公司的其他子公司形成采购链的协同，形成成本优势；（4）日海经过二十多年的发展，具备完善的运营商客户渠道资源，形成渠道协同优势。

#### 4.3.2. 拟收购芯讯通，牵手全球出货量最大的通信模组商，进一步加强端侧布局

2017年12月22日，公司发布公告，拟出资5.18亿元收购芯讯通及上海芯通电子100%股权，进一步加强通信模组能力，扩大用户入口覆盖。

芯讯通无线科技（上海）有限公司（SIMCom Wireless Solutions）由晨讯科技通过 Simcom International Holdings 间接持有 100% 股权，王祖同与杨文瑛为芯讯通的实际控制人。

图 34：收购前，芯讯通股东结构

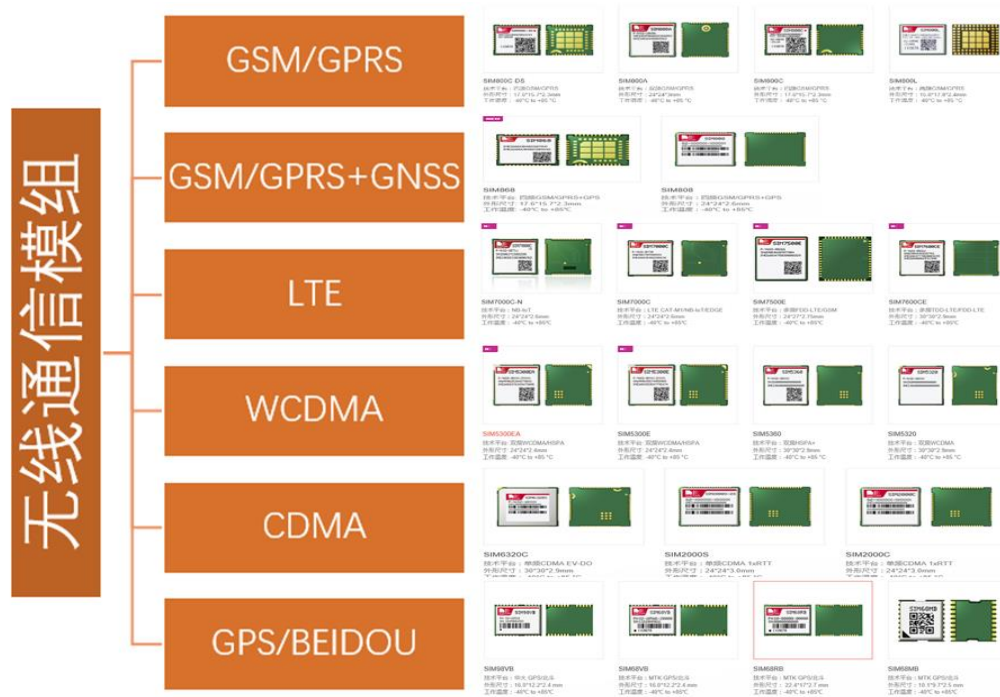


资料来源：日海通讯公告，天风证券研究所

芯讯通，提供几乎所有通信制式的无线通信模组，另外公司在 GPS、和北斗定位领域也有众多产品。无线通信模组涵盖了 GSM/GPRS/EDGE，WCDMA/HSPA/HSPA+，CDMA1xRTT/EV-DO，FDD/TDD-LTE 无线蜂窝通信以及 GPS/GLONASS/BEIDOU 卫星定位

等多种技术平台的模块或终端级别解决方案。

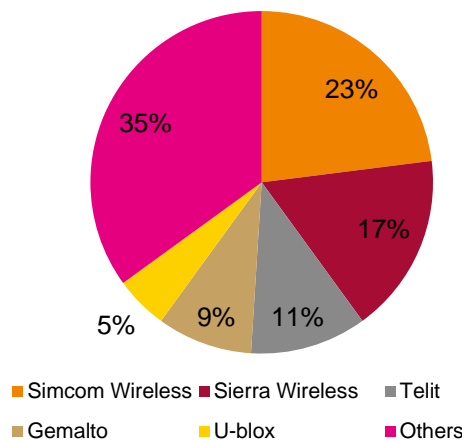
图 35：SIMcom 主要无线通信模组系列



资料来源：SIMcom 官网，天风证券研究所

**芯讯通的出货量处于全球第一。**根据美国知名市场研究公司 ABI Research 的 M2M 报告显示，芯讯通无线通信模块出货量在 2015 年攀升至全球第一位。据 CounterPoint 最新统计显示，2017 年上半年，芯讯通的移动物联网模组出货量依然占据第一位，占比达到 23%。

图 36：全国 2017H1 无线通信模组出货量市场份额统计



资料来源：CounterPoint，天风证券研究所

对于市场关注度比较高的 NB-IoT 领域，芯讯通也有产品布局。SIM7000C 模组是基于高通 MDM9206 平台开发 LTE CAT M1(eMTC) 和 NB-IoT 模块，能支持 LTETDD/LTE-FDD/GSM/GPRS/EDGE 多个频段，能满足客户的多种需求。

图 37: 芯讯通基于高通平台研发的 NB-IoT 模组



资料来源: SIMcom 官网, 天风证券研究所

芯讯通的模组主要应用在车队管理、能源管理(三表)、移动支付(POS机、扫码机等)、工业制造、智能家居、医疗健康等领域。2016、2017 年新增了共享单车市场,是摩拜、OFO 最大的供应商。1、车队管理:车载追踪通讯设备、通用跟踪器、数码行车记录仪、汽车导航盒子、道路安全警告器、实时 GPS 追踪器、公交车远程智能调度系统、车辆监控终端;2、能源管理:智能电表、电量管理设备、常规预付费表计、集中器(用于水量计量、天然气计量及电量计量)、燃气表等;3、移动支付:POS 调制调解器、无线 POS 机、条码扫描机等;4、智能家居:家用报警终端、温度报警器、视频防盗报警控制器、智能家居防护系统报警主机、商用洗衣机等。

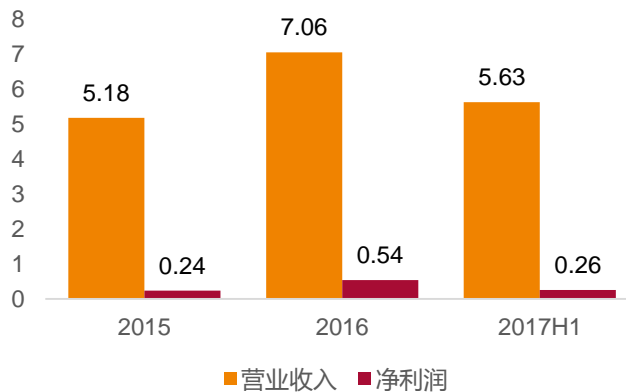
图 38: SIMcom 无线模组应用场景



资料来源: SIMcom 官网, 天风证券研究所

芯讯通 2015-2017H1 的营收分别是 5.18 亿、7.06 亿和 5.68 亿元,近三年的营收保持了快速增长。净利润分别是 2352 万元、5431 万元和 2631 万元。净利率分别约为 4.6%、7.6%和 4.5%。

图 39: 芯讯通 2015-2017H1 年营收和净利润情况(亿元)

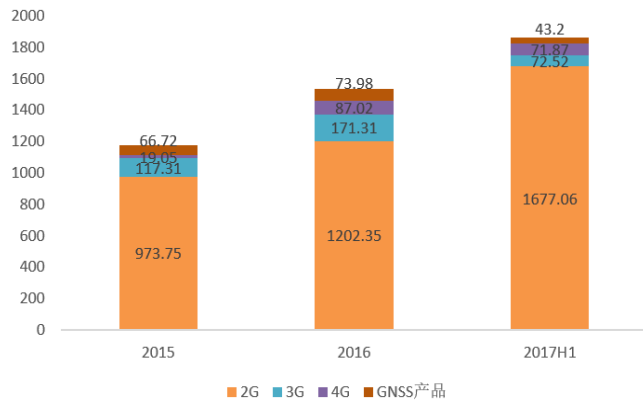


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



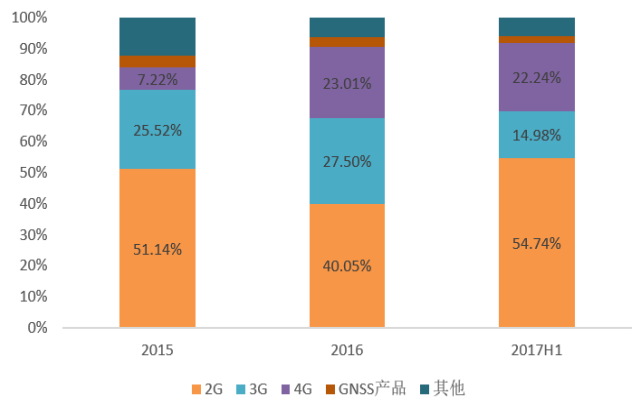
近几年营收和净利润快速增长的背后，一方面得益于 2G 模组在新应用领域的快速放量，例如近两年几百万个共享单车 2G 模组的增量，2G 模组出货量从 2015 年的 973 万个增长到 2017H1 的 1677 万个；另外，公司的 3G/4G 模块开始向高端市场突破，2016 年 3G 产品同比增速达到 60%，4G 产品同比增长 300%。

图 40: 芯讯通 2015-2017 通信模组出货量 (万个)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 41: 芯讯通 2015-2017 通信模块收入占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

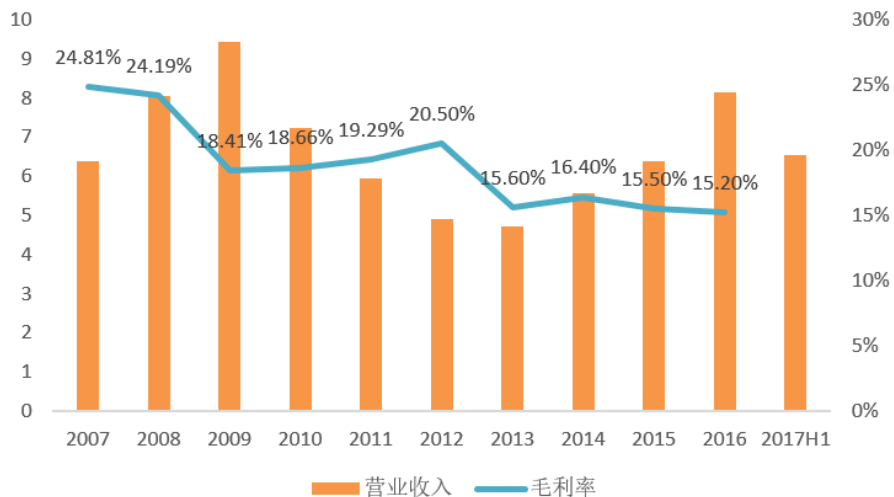
从收入占比来看，3G/4G 的收入占比明显提升，从 2015 年的 27%左右提升至 2016 年的超过 50%。整个通信模组行业正在进行 2G 向 3G/4G/LPWA 转变，芯讯通适应行业趋势非常及时的调整产品结构，未来的产品结构将更加优化。

由于晨讯科技财报中的绝大部分无线通讯模组业务是芯讯通（占据 90%以上），为了从更长的时间跨度去研究芯讯通，我们采用了晨讯科技无线通信模组业务的数据来观察芯讯通的发展路径。2007-2017 年间，芯讯通的发展经历了三个阶段：

2007-2009 年，受益于 2G 模组在国内发展初期在三表领域的市场快速渗透，公司营收实现快速增长；2010-2013 年，经历了快速增长期，未出现新的应用市场，公司营收逐年下滑；2014-2017 年，这段时间芯讯通重新回到快速增长通道，主要受益于新领域市场的高速增长，例如全球车联网市场以及国内共享单车市场的发展。**我们判断由于三大运营商对于物联终端入口的重视及逐步加强补贴的政策利好下，芯讯通正处于新一轮发展的历史机遇期，未来的 NB-IoT 发展值得期待。**

公司毛利率方面，过去由于市场竞争，呈现下降水平。我们认为这是正常的发展阶段。下一阶段，三大运营商重视宽带物联网的支持力度（2G→4G），以及 NB-IoT 新技术的逐步普及，行业面临毛利回升的窗口机遇期。

图 42: 晨讯科技无线模组业务的营业收入和毛利率情况 (亿元)



资料来源: 晨讯科技年报, 天风证券研究所

芯讯通具有强劲的研发实力。截至 2017 年上半年，芯讯通有研发人员 138 人，占员工总人数的 73.80%；本科及以上学历员工占员工总人数 91.38%；研发费用为 2213.86 万元，占营业收入的 3.87%。产品研发平台包括 MTK 平台、高通平台等。

表 7：芯讯通产品研发平台

产品类别	主要研发平台	研发期间
2G 无线通信模块	MTK: MT6260/6261、MT2503	2007 年至今
3G 无线通信模块	高通: QSC6270/6240/6085/1110、MDM6200	2007 年至今
4G 无线通信模块	高通: MDM9X15、MDM9X07	2014 年至今
GNSS 定位模块	MTK: MT3337、MT3333、MT3339	2007 年至今

资料来源：SIMcom 官网，天风证券研究所

芯讯通的无线通信模块是最早进入无线通信模块市场的产品之一。自 2006 年设立以来，研发团队一直致力于无线通信模块产品的研发设计，经过多年的产品研发设计及客户技术支持服务，已经形成一定的行业应用积累，在全球享有稳定的市场地位。

**本次收购芯讯通，将形成显著地协同效应：**（1）公司的供应链成本将进一步优化。芯讯通的原材料采购规模大，成本更低，将与龙尚科技产生有效的协同性；（2）芯讯通下游行业客户更多，可以助力公司实现更多行业客户的拓展，为艾拉平台长期发展积累客户。我们认为此次强强联手，公司的“云+端”再往前走了一大步。

#### 4.3.3. 牵手美国艾拉，“云+端”战略布局具备雏形

2017 年 10 月，日海通讯的全资子公司香港日海出资 2500 万美元认购美国艾拉 D 轮优先股 968 万股，同时公司的控股股东润达泰的一致行动人润良泰的全资子公司香港润良泰出资 2500 万美元认购美国艾拉 D 轮优先股 968 万股，交易完成后，香港日海和香港润良泰分别持有美国艾拉 9.7% 的股权。同月，公司公告其全资子公司日海物联拟与美国艾拉设立合资公司“日海艾拉物网络有限公司”，其中日海物联出资 7000 万，美国艾拉出资 3000 万。合资公司成立后将纳入公司的合并报表范围。

图 43：日海入股后，美国艾拉的股东情况

序号	股东	股份数（股）	持股比例
1	香港润良泰	9,684,292	9.70%
2	香港日海	9,684,292	9.70%
3	Crosslink	8,175,006	8.19%
4	Voyager Capital	7,527,768	7.54%
5	Friedman, David	7,070,851	7.08%
6	International Finance Corporation	6,477,281	6.49%
7	SAIF Partners IV, L.P.	5,285,412	5.29%
8	Chang, Phillip	4,978,537	4.99%
9	Ants Capital	3,149,358	3.15%
10	First Graham Investment Limited	2,755,688	2.76%

资料来源：日海通讯公告，天风证券研究所

**物联网平台是各大巨头战略布局物联网的重点。**以国外巨头以及新锐创业公司为主的一批物联网 PaaS 平台服务商逐步成长起来，据中国信通院统计，目前全球已有超过 150 个工业应用平台。

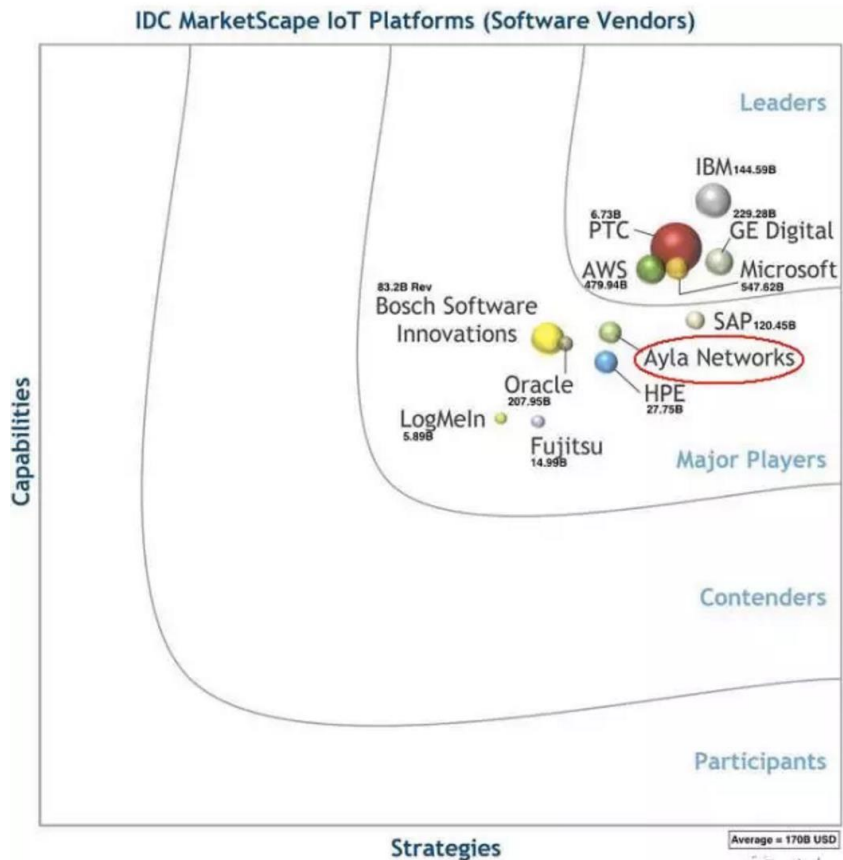
表 8：巨头布局物联网平台

	工业巨头构建“国际品牌+高端产品+先进平台”新优势				ICT 企业打造通用使能平台		
平台	GE Predix	西门子 MindSphere	施耐德 Ecostruxure	博世 IoT Suite	微软 Azure	IBM Bluemix	SAP HANA
特点	1000 万传感器，2 万开发者，160 种 APP	7000 万个智能仪表，50 多种 APP，100 多家企业	100 万台工业设备	500 万台工业设备	设备连接便捷，为 Predix、MindSphere 多平台提供支撑	为 MindSphere 提供 Watson 人工智能技术	MindSphere 基于 HANA 开发，提供内存计算技术
发布时间	2016 年	2016 年	2017 年	2015 年	2015 年	2015 年	2015 年

资料来源：GE、西门子、施耐德、IBM 等相关公司官网，天风证券研究所

**艾拉是全球领先的物联网云平台服务商。**美国艾拉是一家企业级物联网云平台服务商，多次被包括 IDC、Gartner、Forrester 等在内的各大权威机构评为“最受瞩目的物联网云平台公司之一”，在业界率先推出端到端敏捷物联网云平台解决方案，其端到端解决方案能够连通设备、云以及移动 App，使客户能够快速、经济地开发和部署应用于工业、商业、消费等各类市场的物联网解决方案，为客户和最终消费者提供安全连接、大数据分析、以及功能丰富的用户体验。**2017 年 7 月，Ayla 被 IDC 选为 2017 年全球 12 家最佳物联网软件平台第六名，是唯一未上市公司。**

图 44：Ayla 被 IDC 选为 2017 年全球 12 家最佳物联网软件平台

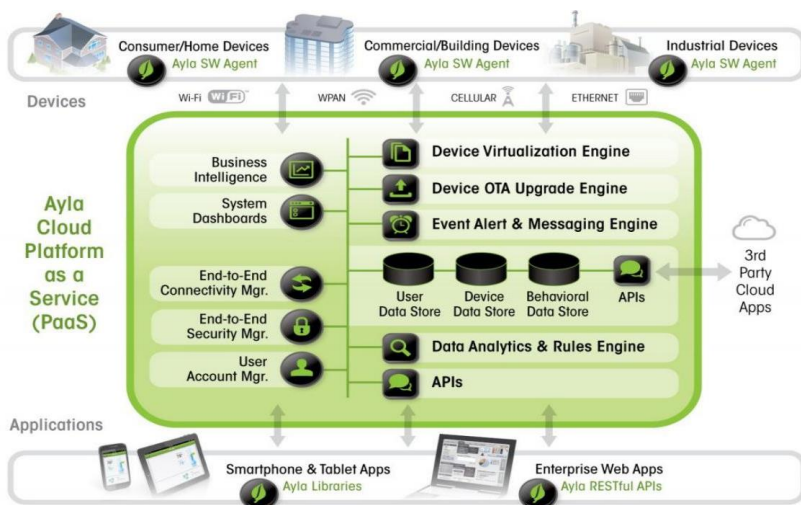


资料来源：IDC，天风证券研究所

优秀的云平台公司除了需要有技术优势，还需要有足够平台运营经验。美国艾拉是亚马逊（Amazon）AWS 全球 All-In 合作伙伴，美国艾拉的物联网云平台与谷歌（Google）的 Project Brillo、苹果 HomeKit、亚马逊（Amazon）的 Echo、Alexa 均完成了集成。美国艾拉的物联网云平台目前已经实现了全球商业运营，其业务服务覆盖北美、欧洲、亚洲的

中国、日本、台湾等全球多个区域，目前垂直细分行业主要集中在家用电器、环境电器、制冷供暖、健康管理、智能可穿戴智能家居、智慧酒店、智能照明等多个行业领域，特别是在智能家居和家用电器领域，美国艾拉的云平台市场份额目前位居前列，合作伙伴包括美的、海信、TCL、澳柯玛等大型家电制造商和 BESTBUY 等家电零售平台等。

图 45：美国艾拉物联网云平台示意图



资料来源：Ayla 官网，天风证券研究所

#### 4.3.4. 日海物联网模式总结：“云+端”布局，日海兼顾战略目标和战术打法

收购龙尚科技，牵手美国艾拉，“云+端”战略布局，公司正式打通传感层和系统层，对运营商和客户均有较高的合作价值：

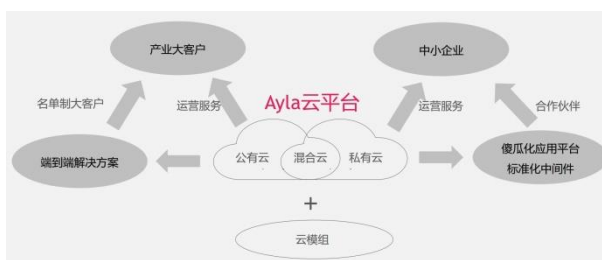
- (1) 对运营商：具备云平台能力的厂商能很好对接运营商的批量发号、计费、补贴等任务，帮助运营商批量对接长尾的中小客户等，形成规模效应。
- (2) 对客户：“云+端”的一体化解决方案，能为客户提供物联网硬件终端+软件平台开发对接服务，特别是能为中小客户提供便捷易用的服务，降低入门门槛，提升开发效率。

图 46：“云+端”战略助力运营商发展物联网



资料来源：日海通讯公司官网，天风证券研究所

图 47：“云+端”战略方便客户快速实现物联网方案



资料来源：日海通讯公司官网，天风证券研究所

日海选择从物联通信模块和应用平台入手，打造“云+端”的整体物联网解决方案。从战略上看，类似于过去互联网时代和移动互联网时代，物联网市场未来的制高点一定是联网数据的深挖掘及数据变现，而这些数据大部分集中在应用系统端，公司通过布局云平台，能很好地就近获得数据分析的资源 and 能力，具有长远的战略眼光；从战术上看，如果只着眼未来的数据和平台而忽略了近期的打法，也将成为空中楼阁无处使力，公司通过布局无线通信模组，由于所有的终端都需要通过通信模组实现联网，因此公司相当于掌握了物联网数据和流量的入口，从而有利于打通与后台应用系统对接，为后续数据应用积累足够的入口资源。总的来说，从战略和战术上来看，公司既明确了长远的战略目标，又确立了近期通过无线模组积累入口资源的战术打法，非常值得期待。

图 48：日海通讯“云+端”布局



资料来源：日海通讯公司官网，天风证券研究所

#### 4.4. 发挥渠道资源优势，与运营商战略合作，加速发展注入助力

公司依靠超过 20 年的通信行业积累，充分积累了运营商客户资源，同时新管理层具有丰富的运营商从业经验，因此将有利于加强与运营商合作，提升“云+端”战略落地的可行性和推进力度。

**(1) 与中国电信合作：**2017 年 12 月 22 日，日海通讯的全资子公司日海物联与中国电信物联网公司签订《物联网白色家电使能平台合作协议》，日海物联及中国电信将在针对白色家电制造型企业的“白色家电使能平台”行业使能平台建立战略合作伙伴关系，进行推广合作。日海物联为中国电信及其客户提供端到端物联网解决方案，能够连通设备、云以及移动 App，为客户和最终消费者提供安全连接、大数据分析、以及功能丰富的用户体验。中国电信负责市场宣传、营销组织及促销活动、客户产品培训、资费套餐推广以及终端软硬件安装调试、业务受理开通、计费与结算、客户关系维系、通信故障处理、云基础设施建设等，并按照每账户每月功能费\*40%向日海物联进行结算。

**(2) 与中国联通合作：**2018 年 2 月 14 日，日海物联与中国联通签订战略合作，日海物联的艾拉云平台能力将整合至联通的 AEP 物联网使能平台系统内，同时双方将开展面向车载电子、移动办公、工业制造、智慧城市等领域芯片/模组级解决方案的合作。

图 49：日海物联与中国电信物联网公司签订《物联网白色家电使能平台合作协议》



资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

#### 5. 其它新业务布局：瞄准小基站市场

2017 年 6 月，日海通讯宣布其全资子公司海韵泰以 3000 万增资入股佰才邦，持有佰

才邦 2%股权，并向佰才邦委派一名董事，参与指导佰才邦运营商、铁塔及电信研究院的4G小基站销售。

佰才邦是全球领先的 Small Cell (小基站) 完整解决方案提供商，专注于小基站相关的无线宽带解决方案、业务运营平台研发和未来无线宽带技术创新，为全球多个国家的移动运营商、宽带接入运营商、有线电视运营商、行业专网和企业网等类型的多个客户提供4G智能小基站等产品，同时致力于5G等下一代无线技术的研究和开发。

公司与佰才邦的战略合作，将充分发挥佰才邦在小基站产品市场领先的技术优势以及公司面向运营商客户的销售平台优势与制造实力，共同拓展国内小基站业务市场，占据4G后周期及5G时代的新风口。

图 50：日海通讯小基站业务



资料来源：日海通讯官网，天风证券研究所

## 6. 新日海商业模式思考：背靠大资本，借力上市公司资本及渠道，聚集全球优质资源发力物联网大市场

公司以润良泰物联网产业基金为底，明确“云+端”一体化解决方案的发展方向，并进一步借助上市公司资本平台，挖掘全球优质资源并注入，合力打造全球物联网新龙头。

100 亿的物联网产业基金+清晰的“云+端”一体化解决方案的战略思路+日海上市公司资本平台+日海传统业务的三大运营商渠道资源，日海的物联网新龙头事业不断吸引优秀人才加入，有望进一步加速战略落地和商业模式的推进。

图 51：日海通讯新加入高管团队



资料来源：日海通讯公司官网，天风证券研究所

## 7. 盈利预测及估值

### 收入增长假设：

(1)传统配线配套业务：预计2018年三大运营商总体资本开支仍然同比下滑个位数，但有线部分预计会率先回暖；2019年为5G的开局之年，无线业务和有线业务均迎来快速回升。因此预计无线业务2018-2019年收入增速分别为0%，30%；有线业务2018-2019年收入增速分别为10%，30%；

(2)传统通信工程服务：由于公司重视日海通服投入，因此预计2018年-2019年收入增速分别为20%，30%。

(3)新增物联网业务：该部分主要包含龙尚科技和艾拉的收入，其中龙尚科技在2017年10月并入上市公司报表。此外，芯讯通的收入作为备考考虑。根据芯讯通及龙尚科技过去两年的业务增速，以及2018年三大运营商为推动物联终端入网而推行的终端补贴政策，预计未来三年物联网终端接入速度将保持高速增长，2017-2019年收入增速分别为30%，150%，50%。该部分收入在芯讯通收购完成后并入报表，属于备考收入范围，其中龙尚科技已在2017年10月并入公司报表。

表9：日海通讯收入预测

年份		2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
工程	业务收入（百万元）	1370.44	502.42	1507.48	1808.98	2351.68
	同比增长率%	34.95%	6.96%	10.00%	20.00%	30.00%
	毛利率%	14.42%	11.97%	12.00%	11.80%	11.70%
无线业务	业务收入（百万元）	682.08	277.48	682.08	682.08	886.70
	同比增长率%	-33.41%	-0.88%	0.00%	0.00%	30.00%
	毛利率%	28.74%	32.15%	32.00%	32.00%	33.00%
有线业务	业务收入（百万元）	560	206.78	504.00	554.40	720.72
	同比增长率%	-19.11%	-23.02%	-10.00%	10.00%	30.00%
	毛利率%	27.95%	28.71%	28.50%	28.50%	29.00%
企业网	业务收入（百万元）	11.69		11.69	12.86	14.14
	同比增长率%	-71.46%		0.00%	10.00%	10.00%
	毛利率%			27.00%	27.00%	26.00%
物联网业务 (注：这里只考虑并表收入，龙尚科技2017年10月并表；芯讯通算到备考收入)	业务收入（百万元）			64.84	648.41	972.61
	同比增长率%			30.00%	150.00%	50.00%
	毛利率%			12.50%	12.00%	11.50%
其他主营业务	业务收入（百万元）	82.58	30.24	82.58	82.58	82.58
	同比增长率%	-14.09%	-33.97%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率%		49.69%	45.00%	45.00%	45.00%
主营业务收入合计	业务收入（百万元）	2706.79	1016.92	3047.20	3713.93	4757.09
	同比增长率%	11.83%	-5.16%	12.58%	21.88%	28.09%
	毛利率%	20.33%	20.53%	19.40%	18.83%	18.87%

资料来源：日海通讯公告，天风证券研究所

预计 17-19 年净利润为 1.1、1.6、2.5 亿元（考虑收购芯讯通的备考利润 18-19 年为 2.3、3.6 亿元）。

**板块估值：**

目前市场从事物联网业务的公司包括宜通世纪（300310.SZ）、高新兴（300098.SZ）、广和通（300638.SZ）、三川智慧（300066.SZ）、移为通信（300590.SZ）、新天科技（300259.SZ）等，2018 年 Wind 一致预期的利润中值对应的市盈率区间分布于 21.8-39.9 倍。公司考虑收购芯讯通之后的备考利润对应 18 年约 34.7 倍，估值处于行业的平均水平之上。由于公司具有清晰的物联网发展规划，推行“云+端”的物联网解决方案，具备行业领先性；同时具备迅速的执行力，以及相应的员工激励政策，我们认为日海有望成为国内物联网新龙头，将具备超过行业平均发展速度及盈利能力。而从 2018 及 2019 年的预估备考利润来看，公司的利润增速也远超行业的其他公司，因此我们认为公司当前市场环境下合理估值至少在 30-40 倍之间。

表 10：相关公司估值

		利润（亿元）（Wind 一致预期中值）			利润增速（Wind 一致预期中值对应）		市值(亿元) (2018.2.14)	利润中值对应 PE		
		2017	2018	2019	2018	2019		2017	2018	2019
300310	宜通世纪	2.6	3.5	4.8	36.3%	34.6%	80.5	31.0	22.8	16.9
300098	高新兴	4.3	5.7	7.3	32.8%	28.0%	131.6	30.7	23.1	18.1
300638	广和通	0.5	0.6	0.8	27.2%	28.7%	25.3	50.8	39.9	31.0
300066	三川智慧	0.9	1.4	0.0	53.2%		39.4	41.9	27.4	
300590	移为通信	1.1	1.3	1.6	20.9%	22.9%	33.0	31.2	25.9	21.0
300259	新天科技	1.6	2.2	2.8	38.1%	30.8%	47.5	30.1	21.8	16.7
002313	日海通讯	1.1	2.3	3.6	109.1%	56.5%	79.8	72.5	34.7	22.2

备注：其中日海通讯 2018-2019 为收购芯讯通之后的备考利润

资料来源：Wind，天风证券研究所

**投资建议：**

公司传统业务已基本调整到位，行业整合进入尾声，公司盈利能力也进入拐点重回正增长；同时，公司在新股东入主后对战略方向进行调整，将充分利用产业资本+运营商客户资源孵化物联网等新兴产业，目前已初步完成物联网“云+端”战略布局，具有前瞻性，在即将到来的万物互联大潮下值得期待。我们看好公司的商业模式及长远发展，预计 17-19 年净利润为 1.1、1.6、2.5 亿元（考虑收购芯讯通的备考利润 18-19 年为 2.3、3.6 亿元）。参考当前行业公司 2018 年估值及日海本身潜在的高增速及龙头地位，我们预计公司合理估值约在 30-40 倍，当前估值合理，因此调整公司为增值评级。

**8. 风险提示**

- (1) 运营商资本开支持续下滑  
2018 年，行业依然处于 4G 后周期阶段，运营商资本开支依然存在下滑风险。
- (2) 新业务拓展不及预期  
物联网特别是广域物联网市场依然处于初级阶段，用户习惯以及产业链仍在培育中，存在推进不达预期风险。
- (3) 资管新规对信托产品的影响  
公司前十大股东中的“日海通讯员工持股计划集合资金信托计划”持股 1927.8 万股，占比达到 6.18%，为信托计划产品，可能受到资管新规影响。
- (4) 收购芯讯通失败  
目前收购芯讯通资产仍有失败的可能。
- (5) 并购资产整合不顺利风险  
公司通过收购龙尚科技、芯讯通，入股艾拉云的方式实现“云+端”的物联网



战略方向，各资产间仍需进一步整合发挥协同效应，因此存在资产整合不顺利风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	612.72	473.09	243.78	297.12	380.57	营业收入	2,869.25	2,706.79	3,047.20	3,713.94	4,757.09
应收账款	1,223.37	1,143.69	1,477.35	1,717.18	2,397.36	营业成本	2,212.74	2,124.72	2,455.97	3,014.66	3,859.38
预付账款	39.78	56.95	47.03	80.61	86.90	营业税金及附加	26.58	26.67	18.28	22.28	28.54
存货	1,648.79	1,475.68	2,212.45	2,314.65	3,440.88	营业费用	311.23	221.08	213.30	237.69	294.94
其他	94.23	132.51	189.61	148.23	197.59	管理费用	247.16	213.68	213.30	237.69	294.94
<b>流动资产合计</b>	<b>3,618.89</b>	<b>3,281.92</b>	<b>4,170.22</b>	<b>4,557.78</b>	<b>6,503.29</b>	财务费用	31.99	6.30	24.67	20.99	17.32
长期股权投资	22.34	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	61.51	76.29	54.30	64.03	64.87
固定资产	485.64	338.45	365.54	399.78	425.30	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.05	75.20	81.12	96.67	88.00	投资净收益	(3.88)	32.93	30.00	40.00	50.00
无形资产	62.85	38.32	35.37	32.42	29.47	其他	7.77	(65.85)	(60.00)	(80.00)	(100.00)
其他	212.67	166.72	167.52	166.27	166.42	<b>营业利润</b>	<b>(25.86)</b>	<b>70.98</b>	<b>97.36</b>	<b>156.59</b>	<b>247.09</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>783.56</b>	<b>618.69</b>	<b>649.55</b>	<b>695.14</b>	<b>709.20</b>	营业外收入	42.40	32.62	29.18	31.04	33.81
<b>资产总计</b>	<b>4,402.46</b>	<b>3,900.61</b>	<b>4,819.78</b>	<b>5,252.92</b>	<b>7,212.48</b>	营业外支出	38.94	4.39	5.00	5.00	5.00
短期借款	398.00	5.00	227.75	451.93	1,320.76	<b>利润总额</b>	<b>(22.39)</b>	<b>99.20</b>	<b>121.54</b>	<b>182.63</b>	<b>275.90</b>
应付账款	1,210.14	1,296.65	1,477.88	1,927.80	2,496.64	所得税	26.97	9.29	11.18	15.52	22.07
其他	560.25	366.03	743.76	322.49	432.88	<b>净利润</b>	<b>(49.36)</b>	<b>89.91</b>	<b>110.35</b>	<b>167.10</b>	<b>253.83</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,168.39</b>	<b>1,667.68</b>	<b>2,449.39</b>	<b>2,702.22</b>	<b>4,250.28</b>	少数股东损益	(20.42)	22.44	3.31	5.01	7.61
长期借款	0.00	0.00	45.04	88.32	290.15	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(28.95)</b>	<b>67.47</b>	<b>107.04</b>	<b>162.09</b>	<b>246.21</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	(0.09)	0.22	0.34	0.52	0.79
其他	20.88	2.39	2.39	2.39	2.39						
<b>非流动负债合计</b>	<b>20.88</b>	<b>2.39</b>	<b>47.42</b>	<b>90.70</b>	<b>292.54</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,189.27</b>	<b>1,670.06</b>	<b>2,496.81</b>	<b>2,792.92</b>	<b>4,542.82</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	294.76	222.42	225.73	230.74	238.36	<b>成长能力</b>					
股本	312.00	312.00	312.00	312.00	312.00	营业收入	18.14%	-5.66%	12.58%	21.88%	28.09%
资本公积	1,166.66	1,188.89	1,190.22	1,189.33	1,189.48	营业利润	-160.82%	-374.52%	37.17%	60.83%	57.80%
留存收益	1,606.43	1,696.13	1,785.24	1,917.26	2,119.30	归属于母公司净利润	-339.09%	-333.06%	58.66%	51.43%	51.90%
其他	(1,166.66)	(1,188.89)	(1,190.22)	(1,189.33)	(1,189.48)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,213.19</b>	<b>2,230.55</b>	<b>2,322.97</b>	<b>2,460.00</b>	<b>2,669.66</b>	毛利率	22.88%	21.50%	19.40%	18.83%	18.87%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,402.46</b>	<b>3,900.61</b>	<b>4,819.78</b>	<b>5,252.92</b>	<b>7,212.48</b>	净利率	-1.01%	2.49%	3.51%	4.36%	5.18%
						ROE	-1.51%	3.36%	5.10%	7.27%	10.13%
						ROIC	0.68%	3.71%	6.58%	7.15%	9.27%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	49.73%	42.82%	51.80%	53.17%	62.99%
						净负债率	65.59%	52.84%	51.31%	80.50%	73.25%
						流动比率	1.67	1.97	1.70	1.69	1.53
						速动比率	0.91	1.08	0.80	0.83	0.72
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.36	2.29	2.33	2.33	2.31
						存货周转率	1.69	1.73	1.65	1.64	1.65
						总资产周转率	0.65	0.65	0.70	0.74	0.76
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	-0.09	0.22	0.34	0.52	0.79
						每股经营现金流	1.19	0.96	-1.36	-0.40	-2.97
						每股净资产	6.15	6.44	6.72	7.15	7.79
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	-275.60	118.25	74.53	49.22	32.40
						市净率	4.16	3.97	3.80	3.58	3.28
						EV/EBITDA	70.64	51.84	53.64	39.73	31.17
						EV/EBIT	747.44	89.86	66.80	47.15	35.43

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com