

未来宽带 : 锐意转型的领先 NGB 整体方案提供商

投资要点:

- 公司致力于为广电运营商提供面向“三网融合”的接入网整体解决方案,主要从事广电接入网设备的研发、生产和销售,以及与此相关的软件、系统集成等业务,公司广电接入网产品的技术以及市场优势都十分明显,如公司广电接入网设备包含了当前NGB三大接入技术标准全系列产品,可满足广电运营商复杂、个性化的需求;公司EPON+EoC设备已经覆盖上海、广东等地超过500万户用户,并呈持续增长态势,已经成为国内最大的EPON+EoC设备制造商,市场占有率达30%以上。
- 13年,14年随着上海大规模NGB网络基础设施建设接近尾声,经济下滑影响了部分运营商的网络改造进程,以及行业竞争激烈引发的价格战持续等因素,公司收入与业绩增速也持续下滑,进入到15年,公司业绩则出现明显改观,业绩增长的原因包括以下方面:尽管上海NGB网络覆盖已基本接近尾声,但公司抓住了上海智能化终端改造的机遇,促进了公司EoC终端收入的增长(15年增速达到24%);公司还积极开拓外地NGB和双向网改市场,以进一步弱化对于业务接近成熟的上海市场的依赖;面临广电互联网宽带接入业务快速发展趋势,公司15年还通过并购成功布局互联网宽带接入业务,这也使得公司业务从传统的网络设备扩展至增长空间较大的网络运营行业。
- 基于未来几年三网融合政策的全面落实和各地NGB建设深入推进激发的接入网设备需求以及“宽带中国”战略实施创造的宽带接入市场快速增长,公司凭借具有技术与市场优势的NGB全系列产品,准确的宽带业务布局卡位以及外延式并购带来的新业务增长机会,有望未来几年实现业绩的持续增长,我们预计公司2016年归属母公司所有者净利润分别为2664万元,对应的EPS分别为0.49元。公司股价对应2015-2016年的PE分别为32, 25倍,即使考虑到新三板流动性折价因素外,也小于创业板同类型公司估值,因此给予增持评级。

公司财务数据及预测

项目	2013A	2014	2015	2016E
营业收入(百万元)	289	151	193	232
增长率(%)	-10.72%	-47.84%	28.18%	20.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	56.54	12.32	20.81	26.64
增长率(%)	-30.74%	-78.21%	68.92%	28.02%
毛利率%	42.96%	28.21%	26.58%	26.10%
净资产收益率(%)	13.36%	3.23%	5.32%	7.14%
EPS(元)	1.05	0.23	0.39	0.49
P/E(倍)	0.00	0.00	32.20	25.15
P/B(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源:民族证券

未来宽带 (831583.OC)

分析师:陈伟

执业证书编号:S0050510120008

Tel: 010-59355914

Email: chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级:	增持
跟踪评级:	首次
目标价格:	16

市场数据

市价(元)	
上市的流通 A 股(亿股)	0.59
总股本(亿股)	0.59
52 周股价最高最低(元)	-
上证指数/深证成指	2984.96/ 10413.54
2015 年股息率	%

52 周相对市场变化

相关研究

正文目录

公司业务概览	3
行业分析：NGB 建设驱动行业景气周期	3
NGB 市场发展历程	3
广电接入网改造市场现状与竞争态势	5
公司产品服务竞争优势突出	6
公司 15 年业绩迎来增长	7
公司未来业绩持续增长空间可期	8
财务预测	12

图表目录

图 1:三网融合	4
图 2:上海 NGB 网络智能化终端改造	9
图 3:公司三大业务发展方向	10
图 4: 移动互联网-炫视通爱看系列	10
表 1: 公司产品	6
表 2: 同类型公司对比	11

公司业务概览

上海未来宽带技术股份有限公司系一家专注于国家三网融合战略和下一代广播电视网（NGB）的国家高新技术企业。公司致力于为广电运营商提供面向“三网融合”的接入网整体解决方案，主要从事广电接入网设备的研发、生产和销售，以及与此相关的软件、系统集成等业务。

公司成立于 2004 年，随后成长的过程伴随着持续不断的广电网领域技术创新与应用，公司业务的范围也不断拓宽。如公司成立初期，作为国家 863 计划重大专项“高性能宽带信息网（3TNet）”等相关科研课题的主要承担单位，负责并完成 3TNet 相关网络设备的开发、业务平台的部署、设备的集成测试、新业务的应用、以及示范网的建设等任务，并顺利通过国家的验收，在此过程中，公司掌握了多项具有自主知识产权的关键技术，主要包括 ATCA 路由交换通信平台技术、千兆 EoC 局端平台技术、接入网 IPv6 组播技术、流媒体业务质量检测技术、互动媒体业务平台技术等，为公司自主创新成果的产业转化打下了坚实的基础。

公司之后加快了自主创新技术产业转化的过程。

如 2007-2008 年，公司在上海嘉定地区为 23 个小区的有线电视用户建设了融合视频、数据与语音业务的高带宽双向广电网，获得了运营商的认可。在公司应用高性能宽带信息网（3TNet）技术成功建设嘉定有线高带宽双向网的基础上，国家科技部将该创新技术推向行业应用，2008 年 12 月国家科技部、广电总局明确指出以自主创新的 3TNet 核心技术为支撑，构建的适合我国国情的、“三网融合”的、有线无线相结合的、全程全网的下一代广播电视网络（NGB）。作为该科技创新重大课题的研究者以及多维度参与技术标准的制定者，公司也由此建立了在 NGB 接入网设备领域的显著的技术和研发优势，这也为公司扩大 NGB 接入网的市场优势创造了条件。如 2010 年上海率先开展 NGB 示范网络建设之际，公司凭借前期在 3TNet 科研项目中的技术积累以及 2007 年应用自主创新技术对上海嘉定地区有线电视网络的成功改造的示范案例，成为上海 NGB 示范网建设接入网设备的核心供应商，而伴随着三网融合的推进，全国各地广电网络改造加快，公司又凭借在接入网设备行业中的领先优势，2010 年后积极开拓全国 NGB 建设及双向化改造市场，公司产品目前已入围上海、广东、吉林、江苏、山西、大连、湖北恩施、内蒙古、黑龙江和福建等省市的接入网设备采购项目。

2014 年 12 月 31 日，公司成功登陆新三板，公司新三板上市使公司综合实力和品牌效应得到了进一步的提升，也强化了公司可持续发展的坚实基础。

行业分析：NGB 建设驱动行业景气周期

NGB 市场发展历程

公司所处的细分行业为广电接入网设备行业。

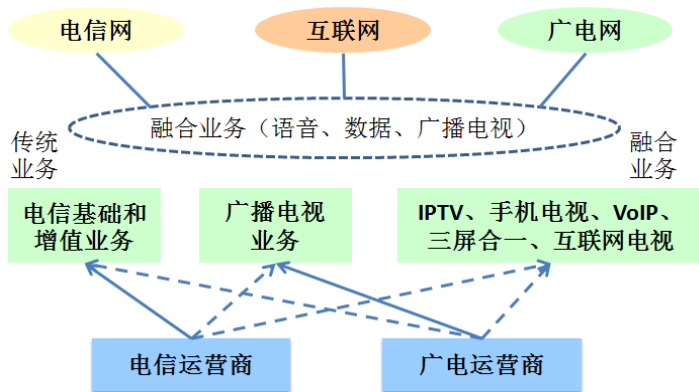
近年来，在三网融合的推动下，广电系统加快了网络运营商的整合、网络双向化的改造，并明确提出了建设 NGB 的目标。

NGB 是指以有线电视数字化和移动多媒体广播电视（CMMB）的成果为基础，以自主创新的“高性能宽带信息网（3TNet）”核心技术为支撑，构建适合我国国情的、“三网融合”的、有线无线相结合的、全程全网的下一代广播电视网络。NGB 建设将原来的单向网络提升成为宽带的、双向的、全业务的下一代广播电视网，从根本上改变广播电视网络运营结构，广电运营商将从单一的节目传输运营商转变为综合信息服务运营商，广播电视网的功能将得到极大扩展。

2008 年 12 月，科技部与广电总局共同签署《国家高性能宽带信息网暨中国下一代广播电视网（NGB）自主创新合作协议书》，提出将一期投入 1000 亿人民币支持 NGB 升级改造，将在 10 年内改造 2 亿有线电视网络用户，

加速形成与电信网公平“竞合”的态势，突破三网融合中的“代差”瓶颈，促进电子信息产业结构调整和家庭电器的升级换代，带动现代服务业高速发展的战略目标。

图 1:三网融合



资料来源：公告

围绕上述战略目标 NGB 建设分为三个阶段：第一阶段从 2010 年至 2012 年，目标是研究三网融合战略下的 NGB 技术路线、运营机制、产业政策，开展三网融合业务的试点示范。改造、建设有线电视双向接入网络，为实现 NGB 规模建设完成必要的技术准备、产业准备、业务模式和运营体制准备。第二阶段从 2013 年至 2015 年，目标是建设规模化的、具备 NGB 主要功能和技术特征的、覆盖全国的运营网络和监管网络，从功能和性能上达到与电信网平等竞争与合作的水平。第三阶段从 2016 年至 2019 年，目标是建成覆盖全国 3 亿家庭、有线无线结合、支持物联网功能和业务的下一代广播电视网络，实现全网业务的快速部署与管理，广泛创新网络文化传播服务。

2014 年 7 月，广电总局又下发了《国家新闻出版广电总局关于加快推动下一代广播电视网标准应用的通知》，要求从 14 年开始，按照中央和国务院部署，三网融合将在全国全面实施，全国各地有线电视网络公司必须加快网络升级改造和 NGB 建设，进一步加大业务创新力度，进一步提升服务水平和安全管控能力。

在该政策的驱动下，不少地方广电网络公司已开始积极推进 NGB。但总体来看，由于经济发达地区广电网络运营商市场化程度较高，资金充裕，也就走在 NGB 建设的试点前列，如 NGB 的建设分两期进行，第一期建设涵盖杭州、上海、江苏、北京、广州、深圳、大连、海口 8 个城市的 NGB 运营商，目标是要实现音视频类、信息类、娱乐类、应用业务 4 大类 22 个子类的业务，完成这 8 个广电网络运营商 TB 级的骨干传输网络的建设和业务开通，实现本地互动双向业务运营。第二期建设要覆盖 36 个 NGB 运营商的 1920 万个用户，实现全程全网、可控可管的全国骨干传输网、城域网、接入网；完成音视频类、信息类、娱乐类、应用类、消息类业务 5 大类共 32 子类的系统建设，实现示范运营商之间业务的跨域互通。

目前，第一期的大部分地区推进较快，其中由于 NGB 在上海启动，上海也成为 NGB 发展最快、覆盖率最高的地区，而第二期的大部分地区位于我国中西部，由于这些地区的广电产业链条块分割、市场主体未到位、建设资金缺乏等原因，目前推进程度普遍不高，存在覆盖率仍然偏低，发展不均衡等问题。

十三五规划为此提出了继续加快推进 NGB 建设的目标：即基本完成全国有线电视网络宽带双向升级改造，基本实现下一代广电网；有线宽带全面普及，城市和农村家庭宽带接入能力分别实现 100Mbps 和 50Mbps；NGB-W

建设取得实质性进展，在有条件的地区实现 NGB-W 全覆盖，无线双向业务新模式初步形成。

2016 年作为十三五规划的第一年也必然成为各地发力 NGB 建设的关键一年，根据格兰研究的预计，至 2016 年，我国 NGB 及双向网覆盖用户将由 2012 年底的 8358 万户增加至 17854 万户，双向化渗透用户将由 2012 年底的 2232 万户增加至 5787 万户。

而上海作为全国 NGB 建设的领航者也引领了 NGB 新技术应用普及的浪潮。NGB-W 全称为下一代广播网无线系统 (Next Generation Broadcasting Wireless)，是将广播电视无线传输技术结合无线宽带通信技术的优势，充分考虑广播电视业务特性，将占用稀缺的 700MHz 频谱资源，构建覆盖个域、局域和广域范围的下一代广播电视无线网络，是新一代的移动互联网络。它作为新一代的智能融合媒体网络，具有双向互动架构、超高速带宽、可控可信的能力，采用开放的业务平台，可承载多种多样的三网融合业务，如它可以能够为各类智能终端用户提供直播电视信号、网页浏览等服务，为物联网应用、城市实时监测等提供技术支撑，是实现“互联网+”智慧城市的网络基础。

上海作为全国唯一的试验区，2016 年率先进行了 NGB-W 网络建设，目前 NGB-W 项目目前已完成了上海浦东约 65 平方公里信号覆盖，用户可在上述覆盖区域通过自己的手机 WiFi 连接 NGB-W 网络，即可收看直播电视节目、下载点播剧集以及连接外网，未来，NGB-W 网络将大规模扩大网络覆盖，信号将涵盖轨道交通全线、户外公共区域、热门公共场所等，为各类智能终端用户提供直播电视信号、点播服务、资讯服务、网页浏览等，并结合公共场所特点，提供个性化的业务应用。

广电接入网改造市场现状与竞争态势

广电网络改造的加快，为设备供应商提供了良好的发展机遇。

如有线电视网络构成分为前端、骨干网、接入网和终端四个部分。其中前端承担将电视及增值业务信号加载到有线电视网络上进行传输，骨干网承担将电视及增值业务信号在前端和分前端之间进行传输，接入网再将电视信号从分前端传输到终端，最后终端接收、处理信号，使其可以为用户收看。在三网融合背景下，广电运营商对网络进行的双向化改造及 NGB 建设，对网络架构的四个部分均有涉及，其中，接入网改造由于需要面向每个有线电视用户进行网络覆盖和渗透，设备投入数量巨大，尽管单台设备金额较低，但总投资额较高。

而近年来广电领域采用的接入网改造技术方案主要有三种，分别为 CMTS 方案、EPON+EOC 方案以及 EPON+LAN 方案，但随着技术的进步以及广电标准的制定及统一，由于与传统 CMTS 方案相比，EPON+EOC 方案主要具有单位带宽成本较低、可支持更大的户均带宽、较高的可扩展性等优势，可以快速进行网络建设，满足广电网络未来的业务需求等原因，它逐渐成为新的网络改造的主流，未来广电网络新增接入网改造市场将以 EPON+EOC 方案为主，而在 EOC 各项技术方案中，我国自主研发的分别适用于低频与高频的 C-HPAV、HiNOC 两种方案将成为主流，传统 CMTS 方案将升级为 C-DOCSIS 标准。

EPON+EOC 的设备厂商无疑也能享受接入网改造市场最大的增长红利。

如 EPON 设备在广电网络及电信网络建设中都有应用，市场参与者大致分为两类，一类是传统的电信设备商，这类厂商研发实力雄厚、技术先进，但以电信运营商服务为主，涉及广电领域较少，该类厂商以中兴通讯等为代表；另一类厂商是伴随着我国有线电视网络接入网改造成长起来的设备商，这类厂商更加贴近广电运营商，了解广电运营商的具体需求，并以提供定制化产品和服务受到客户的青睐，这类厂商主要包括本公司、武汉长光科技有限公司等。

再如当前我国广电接入网改造市场上应用的 EOC 具体技术方案众多，其中 EOC 低频段技术方案主要有 C-HPAV 以及 HomePlug AV、HomePlug BPL、HomePNA 等，高频段技术方案主要有 MoCA、降频 WiFi 等。由于技术标准不统一，造成我国 EOC 厂商众多，企业实力良莠不齐。我国 EOC 市场上的厂商大致可以分为三类，第一类是专注 EPON+EOC 产品的新兴公司，包括公司与初灵信息等公司，该类企业自主研发相关产品，并具有一定的产品特色，

同时具备较强的市场开拓能力；第二类是传统的有线电视网络设备厂商，包括亿通科技等公司，该类厂商在有线电视网络领域具有深厚的市场积淀，随着网络双向化改造的开展，将自身产品线延伸至 EoC 等产品；第三类为传统的电信设备厂商，包括中兴通讯等，该类厂商为了分享广电网络建设的市场份额，将 EoC 产品作为其产品线的补充。

公司产品服务竞争优势突出

公司作为广电接入网设备行业的龙头厂商，主要产品与服务包括广电接入网设备，系统集成业务和与之相关的软件业务。

公司广电接入网设备包含了当前 NGB 三大接入技术标准全系列产品，可应用于广电接入网改造的以下多个应用领域。

第一，公司现有接入网设备主要采用 EPON+EoC 技术方案，可分为 EPON 设备与 EoC 设备两大类。具体情况

表 11: 公司产品

产品	功能及作用
EPON 局端设备 (OLT)	产品位于广电运营商机房内，将运营商的高带宽、多业务进行汇聚转发，提供高带宽、长距离接入以及强大的交换路由功能。
EoC 头端 (缆桥交换机)	产品位于居民小区或楼道的光节点处，将一到多个缆桥头端和以太网交换或 ONU 功能集成在一起，实现以太网数据传输从光纤转换为同轴电缆入户的双向传输，并支持有线电视信号的混频、共缆传输。
EoC 终端 (缆桥终端)	产品位于用户家中，通过同轴电缆与缆桥交换机连接，同时通过网线与电脑或机顶盒连接，组成具备双向传输能力的互动有线网络，实现数据、视频、语音的三网融合接入。

带格式的: 字体: Times New Roman, 加粗, 不检查拼写或语法

资料来源: 公司公告

如下: 其中, 公司的 EoC 头端设备可以提供 1.3Gbps 的同轴接入带宽, 并且内置了光收、ONU 等可即插即用的模块, 具有集成度高、可支持带宽高的特点, 能满足百兆入户的需求; 公司的 EPON 设备在硬件架构上支持 10G-EPON 的技术升级, 满足广电网络规划万兆光纤到楼的要求; EoC 终端则是指使用 EoC 技术对同轴电缆进行网络改造的终端设备, 可满足用户 PC, 电视等通过直接连接 EOC 终端实现宽带接入的功能。

公司三大类产品的技术以及市场优势都十分明显。公司自主研发的 iPON 缆桥产品已获得国家工信部 EPON 产品入网证、国家 CCC 认证, 并通过广电总局 EOC 测试、电信 EPON CTC2.0 互通测试、高低温环境测试、野外设备防护等级测试、防雷击测试和振动冲击测试等测试, 2009 年开始连续获得“上海市自主创新产品”, “上海市名牌产品”等称号, 并已规模化商用于东方有线网络有限公司 NGB 网络的建设和长三角等 18 个城市的有线电视网络改造项目; 公司抢抓全国智能终端网改市场, EOC 终端出货量连续 7 年增长, 目前公司 EPON+EoC 设备已经覆盖上海、广东、江苏、新疆、浙江、湖北、安徽、江苏、大连、吉林等地超过 500 万户用户, 并呈持续增长态势, 已经成为国内最大的 EPON+EoC 设备制造商, 市场占有率达 30% 以上。

第二, 公司的接入网设备还适应存量广电接入网改造以及更多新技术标准的需求, 这也强化公司在接入网设

备市场中的优势。例如广电接入网市场存量中，采用传统 CMTS 技术方案的占比相对较高，由于技术的承接性，采用传统 CMTS 方案进行网络改造的运营商，未来将主要采用 C-DOCSIS 标准进行网络改造及升级。目前 C-DOCSIS 技术和产品在整个广电网络市场处于起步阶段，部分运营商开始小规模商用。公司积极部署 C-DOCSIS 业务领域，已完成 DR6500 系列 C-DOCSIS 头端产品开发。目前公司已成功入围山西广电信息网络（集团）有限责任公司的 2013 年“边缘 CMTS 设备室内型”设备招标项目，C-DOCSIS 产品已通过广东省网技术选型测试，以及武汉有线、甘肃有线、龙江传媒等多个有线运营商的招标测试，并在广西广电网络改造中开始供货。

再如 HiNOC 技术标准的推出，填补了我国在有线双向接入技术自主知识产权标准领域的空白，目前国内芯片厂商已经成功推出 HiNOC1.x 芯片，处于商用初期，更高性能的 HiNOC2.0 技术标准正在研发中，相关芯片厂商和设备厂商也积极参与 HiNOC 技术的产业化进程。公司已完成基于 HiNOC1.1 技术规范芯片套片的设备样机研制，并已通过小批量的商用试验局部署。目前公司已成功入围山西广电信息网络（集团）有限责任公司的 2013 年“HiNOC 设备”的设备招标项目。

除了产品设备外，公司还利用在 NGB 接入网产品研发和应用中积累的丰富经验积极为广电运营商提供以系统集成业务为主的 NGB 软硬件整体解决方案，包括：NGB 网络规划与方案设计、NGB 接入网设备、NGB 综合网管系统、NGB 核心网络系统集成、互动电视综合业务运营平台、接入系统网管软件、统一网络管理系统案等。其中，互动电视业务运营支撑系统是面向 NGB 互动电视业务运营的基础管理系统，支持视频业务、通信业务、以及远程教育和远程医疗等互动增值业务的接入和管理，支持互动业务的可管可控和多终端接入；统一网络管理系统是针对广电运营商光传输网络、汇聚路由网络、接入网络的网络管理软件，实现对 NGB 网络相关设备的一体化管理和监控功能。

公司能够为广电运营商提供 NGB 软硬件整体解决方案的优势包括以下方面。

第一，公司在 NGB 领域具有深厚的技术积累，并且对接入网设备行业的技术和发展具有深刻的理解，这使得公司能够针对不同广电运营商的运营环境、改造目标以及不同的实际需求，迅速提出完整的、优化的、具有针对性的解决方案、产品和服务，最大程度地满足不同客户对不同系统的个性化需求。

第二，公司参与 NGB 多项重要行业标准的制定，引领了行业技术的发展，技术前沿性和全面性的掌握使得公司能够为运营商提供全系列标准设计先进、质量优越的接入网产品。如目前公司接入网产品已经形成了以 HomePlug AV 技术为核心，C-DOCSIS 技术、HiNOC 技术研究齐头并进的良好研发态势，能够全面把握《NGB 宽带接入系统 C-HPAV 系统技术规范》、《NGB 宽带接入系统 C-DOCSIS 技术规范》、《NGB 宽带接入系统 HiNOC 传输和媒质接入控制技术规范》等 NGB 接入网标准制定后行业发展的机遇。

公司 15 年业绩迎来增长

公司成立以来收入与业绩的最高点是 2012 年，当时受益于上海地区大规模 NGB 建设推动的接入网设备需求激增，公司收入与净利润分别超过 3 亿，8000 万的水平，但 13 年，14 年随着上海大规模 NGB 网络基础设施建设接近尾声，经济下滑及广电市场化改革滞后影响了部分运营商的网络改造进程，以及行业竞争激烈引发的价格战持续等因素，公司收入与业绩增速也持续下滑，如经过两年的下滑，2014 年收入只有 15055 万，而由于毛利率的持续下滑，从 12 年的 50% 下滑至 14 年的 28%，公司净利润增速下滑更快，14 年净利润只有 1232 万。

尽管公司 13-14 年期间业绩下滑，但是在经营层面还是有不少亮色。

如公司 13 年之前收入主要集中在上海地区，面临上海大规模 NGB 建设已接近尾声的局面，公司 14 年凭借上海地区 NGB 建设接入网设备核心供应商的示范效应，加快拓展上海以外地区市场，产品逐步得到市场的认可，全年实现外地市场收入 4959.31 万元，占全年总营业收入 32.94%，外地市场销售占比相比 13 年的 5.6% 明显提升，

再如 2014 年公司还积极开展智能家居网关、民用安防智能摄像头、移动视频在线看护等新产品和业务的研

发工作，寻求新的业务增长点，一些产品已经开始为公司贡献收入，例如公司高端智能机顶盒内置 EOC+WIFI 模块完成研发进入量产阶段，产品已经进入市场，产量逐月上升，为公司在智能终端产品领域奠定了坚实的市场基础。

而进入到 15 年，公司业绩则出现明显改观：2015 年公司营业收入为 19,297 万元，同比增长 28%，归属于公司普通股股东的净利润达到 2081.27 万元，更是较上年同期增长 68.92%。业绩增长的原因包括以下方面。

第一，尽管公司面临全国广电接入网设备市场价格仍呈下降趋势的挑战，但公司仍通过多种灵活经营方式保持了传统业务收入的好转，如虽然上海 NGB 网络覆盖已基本接近尾声，NGB 网络设备需求下降，但公司抓住了上海智能化终端改造的机遇：上海计划从 15 年开始未来三年完成 400 万户基于 TVOS 标准的智能化终端改造，到 2017 年将达到全市 600 万户家庭高清智能交互的全覆盖，促进了公司 EoC 终端收入的增长（15 年增速达到 24%）；公司还积极外拓 NGB 和双向网改市场，以进一步弱化对于业务接近成熟的上海市场的依赖，如外地市场拓展方面，公司全年中标入围广东省网、黑龙江省网、云南有线、内蒙古省网等，全年上海以外地区实现营业收入 7,005.16 万元，占比 36.30%，外地市场销售占比持续提升，尤其是江苏有线市场开拓取得有效突破。

第二，面临广电互联网宽带接入业务快速发展趋势，公司 15 年还通过并购成功布局互联网宽带接入业务，这也使得公司业务从传统的网络设备扩展至增长空间较大的网络运营行业。如 2015 年 10 月，公司完成了北京京信万通科技有限公司 100% 股权的收购，京信万通是国内重要的网络解决方案提供商和 CDN 服务提供商，向客户提供互联网宽带接入和网络优化服务，在全国二十多个省份拥有带宽资源和 CDN 节点，具有工信部跨地区 ISP 经营资格、ICP 等资质。收购完成后，公司不仅 15 年多增加了 1300 万元营业收入多万，更重要的是促进了公司由传统网络设备制造商向互联网基础设施及服务提供商的战略转型，进一步增强公司的综合竞争力，也会对公司未来经营业绩产生持续积极影响。

公司未来业绩持续增长空间可期

我们认为，15 年公司扎实的业务布局及战略转型也将为公司未来业绩的可持续发展奠定较好的基础，考虑到以下方面，公司 16 年后业绩增长具有持续性。

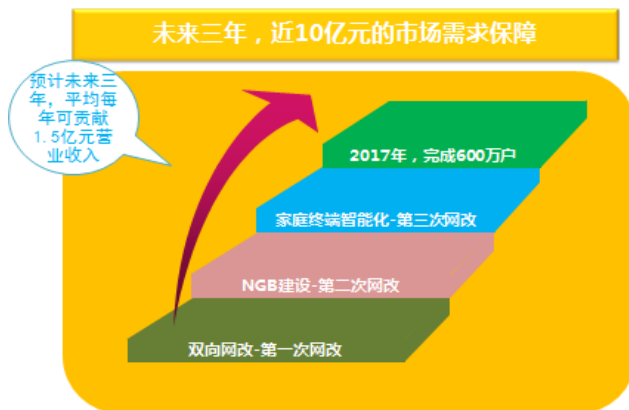
第一，十三五期间随着三网融合政策的全面落实和下一代广播电视网（NGB）建设的深入推进，全国有线电视网络整合和升级改造正在加快，广电接入网络设备市场需求仍保持良好增长，这有利于公司持续扩大传统主营业务，公司也准备通过多种经营方式促进传统主营业务的收入与盈利。

如公司将继续围绕以建设完整的营销体系、提升产品覆盖区域为中心，在上海以外建设完成 3-5 个营销大区，在广东区域建立办事处、加强和省级网络公司的互动等方式逐步建成以上海为中心的覆盖全国的营销网络体系，这将有利于公司接入网设备在成长性更高的外地市场的市场份额；公司还将通过推广各类新产品技术不断引领广电运营商客户的产品升级，例如凭借着公司 2016 年在上海率先进行 NGB-W 网络建设的成功实践，公司力争在全国更多地区进行 NGB-W 新产品的导入；公司还将围绕广电运营商网络接入的发展方向，积极布局广电 FTTH 接入网络产品，研制完成 ENH504/OR-12G 等两款面向广电家庭接入的 ONU 产品，以进一步增强公司接入网络产品的宽度，拓宽公司产品收入；公司面临接入网产品市场价格竞争导致的毛利率下滑，将再次实施产品降成本替代方案的研制，通过引入更具竞争力的系统解决方案，通过技术攻关提高系统集成度和外购组件的自主替代等途径，更好实现降本增效。

第二，各地 NGB 建设完成后，广电运营商为应对互联网的竞争，正在加快智能终端改造，以牢固占领家庭客厅入口。公司通过与全国智能终端改造先行者：东方有线的合作已经获取了业务发展的先机，如上海 NGB 网络终端智能化改造未来三年预计将创造近 10 亿元的市场需求，具有本地深度服务客户优势的公司有望获得较多的市场份额，预计未来三年，平均每年可为公司贡献 1.5 亿元营业收入。未来公司还有望实现该业务地域范围及

产品品类的扩张，如公司为满足广电运营商大力发展家庭智能终端的需求，将围绕下一代网络接入技术，继续开发面向不同应用场景的 DVB+OTT、智能家庭网关、智能视频摄像头等多款融合型智慧家庭终端产品，以拓展公司新的收入利润来源。

图 2:上海 NGB 网络智能化终端改造



资料来源：公司公告资料来源：公告

第三，目前我国宽带网络基础设施发展水平相比于发达国家还有较大的差距，《宽带中国战略及实施方案》提出：2020年，宽带网络全面覆盖城乡，固定宽带家庭普及率达到70%，3G/LTE用户普及率达到85%，为显著缩小这一差距，这意味着未来3年，中国宽带接入市场将呈持续快速增长趋势。公司去年通过收购京信万通也进入了这个增长迅速的市场，有望获得未来宽带业务增长的红利，如京信万通承诺16年净利润实现1500万元和1875万元。而更重要的还在于，除了利用京信万通发展互联网宽带业务外，公司还瞄准当前广电运营商大力发展宽带用户，广电宽带接入需求呈持续增长态势之机，拟利用广电积累的客户资源大力发展京信万通的广电宽带接入业务，这也将更好发挥并购协同效应，京信万通业绩承诺超预期未来将是大概率事件。

第四，为应对广电业务融合移动互联网的挑战，公司除了发展“网络设备”和“网络运营”业务外，还正在依靠公司在广电行业积累的视频处理及传输技术，充分利用当前移动互联网的创新环境，进行移动互联网视频应用整体解决方案产品方面的积极探索。如 2015 年，公司凭借在网络通信以及网络视频应用领域的技术积累，围绕互联网+，已经开发出“炫视通”视频云平台以及配套的“炫视通”系列摄像机，面向家装工地以及店铺远程视频管理需求推出“炫视通-爱看”移动互联网视频应用产品，根据民用安防市场应用实际需求，推出“炫视通”视频云监控整体解决方案及配套产品，目前产品已经发布上线，正在进行市场应用方面的前期试点，16 年后有望实现商用为公司贡献业绩。

图 3:公司三大业务发展方向

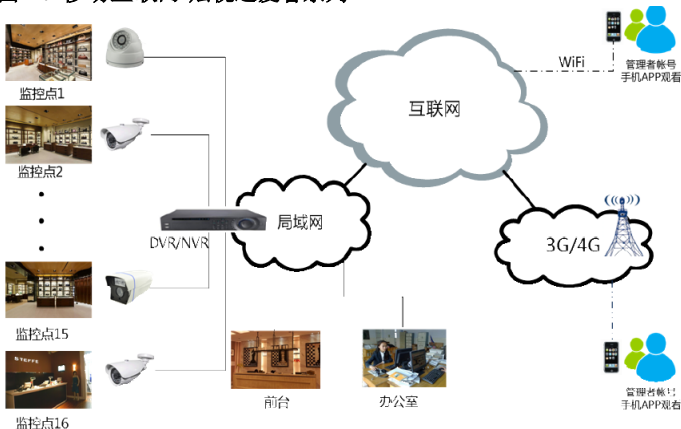


资料来源：公司公告民族证券

带格式的：左，缩进：左 0 字符

公司通过以上积极的战略布局，未来也就有望形成“网络设备”、“网络运营”、“网络应用”三足鼎立的业务格局。为实现这一多业态的发展目标，公司还将继续尝试对三网融合产业链、互联网业务相关中小企业进行适时投资或收购，以进一步拓展和丰富公司现有产品和业务，加速这一战略目标的实现。

图 4: 移动互联网-炫视通爱看系列



资料来源：公告

盈利预测及估值

基于未来几年三网融合政策的全面落实和各地 NGB 建设深入推进激发的接入网设备需求以及宽带中国战略实施创造的宽带接入市场快速增长, 公司凭借具有技术与市场优势的 NGB 全系列产品, 准确的宽带业务布局卡位以及外延式并购带来的新业务增长机会, 我们预计公司 2016 年归属母公司所有者净利润分别为 2664 万元, 对应的 EPS 分别为 0.49 元。公司股票截止 4 月 8 日最新收盘价为 12.4 元/股, 对应 2015-2016 年的 PE 分别为 32, 25 倍, 即使考虑到新三板流动性折价因素外, 也小于创业板同类型公司估值, 因此给予增持评级。

表 22: 同类型公司对比

股票代码	代表公司	15 年归属母公司净利 (万)	15 年 PE	市值 (亿, 截止 4 月 8 日)
300211	亿通科技	1176	328	38.7
300250	初灵信息	7051	94	66.7
831583	未来宽带	2081	32	6.7

资料来源:

带格式的: 字体: Times New Roman, 加粗, 不检查拼写或语法

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2013A	2014	2015	2016E	单位: 百万元	2013A	2014	2015	2016E
流动资产	45,535	42,263	41,967	46,162	营业收入	289	151	193	232
现金	24,653	12,888	6,288	12,936	营业成本	165	108	142	171
应收账款	16,913	12,057	17,143	18,483	营业税金及附	3	1	1	1
其它应收款	332	228	271	315	营业费用	27	12	12	14
预付账款	81	37	57	80	管理费用	43	44	29	34
存货	3,557	4,055	3,207	5,349	财务费用	-6	-3	0	-3
其他	0	13,000	15,000	9,000	资产减值损失	6	0	5	2
非流动资产	2,294	1,646	8,155	7,992	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	9	0	0	0	投资净收益	0	10	12	8
固定资产	1,721	1,332	890	775	营业利润	52	-1	16	20
无形资产	31	22	16	16	营业外收支	13	15	8	7
其他	532	291	7,250	7,201					
资产总计	47,829	43,909	50,122	54,154	利润总额	66	14	24	27
流动负债	4,931	5,229	5,652	7,020	所得税	9	1	3	0
短期借款	0	0	0	0	净利润	57	12	21	27
应付账款	3,460	3,935	3,426	5,131	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1,471	1,294	2,226	1,889	归属母公司净	57	12	21	27
非流动负债	580	526	5,314	5,314	EBITDA	66	19	31	25
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.05	0.23	0.39	0.49
其他	580	526	5,314	5,314	主要财务比				
负债合计	5,512	5,755	10,966	12,334	单位: 百万元	2013A	2014	2015	2016E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	5,395	5,395	5,395	6,296	营业收入	-10.72%	-47.84%	28.18%	20.00%
资本公积金	29,836	29,836	29,836	24,441	营业利润		-101.63%	2002.34%	21.31%
留存收益	1,972	7,086	2,923	3,925	归属母公司净	-30.74%	-78.21%	68.92%	28.02%
归属母公司股东权益	42,317	38,154	39,156	37,327	获利能力				
负债和股东权益	47,829	43,909	50,122	49,660	毛利率	43.0%	28.2%	26.6%	26.1%
现金流量表					净利率	19.6%	8.2%	10.8%	11.5%
单位: 百万元	2013A	2014	2015	2016E	ROE	13.4%	3.2%	5.3%	7.1%
经营活动现金流	86	62	-13	57	ROIC	19.3%	-1.4%	5.0%	5.0%
净利润	57	12	21	27	偿债能力				
折旧摊销	722	850	698	103	资产负债率	11.52%	13.11%	21.88%	22.77%
财务费用	28	2	62	-289	净负债比率		0	0	0
投资损失 (收益前加-号)	593	-38	481	160	流动比率	9.23	8.08	7.43	6.58
营运资金净变动 (增加为负)	-2,294	8,058	5,922	-3,781	速动比率	8.51	4.82	4.20	4.53
其它	981	-8,822	-7,198	3,838	营运能力				
投资活动现金流	-2	-122	-30	6	总资产周转率	0.60	0.34	0.39	0.43
资本支出	425	266	70	50	应收帐款周转	1.71	1.25	1.13	1.25

批注 [q1]: 单位好像是: 万元

批注 [q2]: 资产负债表的单位好像是: 万元

长期投资	0	77,600	61,694	0	存货周转率	4.63	2.67	4.42	3.20
其他	-427	-77,987	-61,794	-44	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-5	-54	-11	3	每股收益	1.05	0.23	0.39	0.49
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金	1.59	1.15	-0.25	1.06
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.84	7.07	7.26	6.92
普通股增加	0	0	0	901	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	-5,395	P/E			32.20	25.15
其他	-5	-54	-11	4,497	P/B			1.71	0.00
现金净增加额	79	-114	-54	66	EV/EBITDA	6.43	27.96	19.49	26.67

数据来源：贝格数据，民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了数百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、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接受任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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、价值及投资收入可能会波动，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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)