

云业务发展迅猛，期待芯片业务实现突破

- 业绩符合预期。公司公告，2016年实现营业收入43.60亿元，同比增长19.06%；净利润2.24亿元，同比增长26.77%，EPS为0.36元/股。公司拟每10股派发现金红利0.80元（含税）。
- 收入增速放缓，人员效率提升，经营性现金流净额同比下滑，财务成本加大。报告期，公司销售费用2.75亿元，管理费用3.18亿元，分别同比增长12.76%和13.46%，增速均小于收入增速，人员效率提升明显，也使得公司净利率达到5.51%，较去年同期的4.90%有所提升。公司经营活动现金净额2.41亿元，主要因公司个别大项目付款周期较长导致，财务费用5459万元，同比增长43.95%，募投资金去年到位，预计今年资金压力有所缓解。
- 云计算业务发展迅猛。公司软件开发、系统集成及技术服务类业务收入5.13亿元，同比增长74.23%，我们预计政务云类业务贡献主要增量。在2016年新设公司中，从事城市云计算业务的共9家；截至2016年底，公司已累计建设30个城市云计算中心，初步形成了规模性云数据网络。公司与国际云计算领先厂商VMware成立合资公司中科睿光，并推出相关产品提升云计算平台的稳定性和性能，目前进展良好。
- 芯片+存储+服务器，打造IT基础设施领导者。根据IDC报告，2016年前三季度公司NAS存储产品在中国市场按厂商销售额排名第一位，公司还通过与存储业界领先的厂商“Promise 乔鼎资讯”共同成立合资公司的方式，推动公司下一代统一架构存储产品的研发。公司收到发改委批复，原则同意由中国科学院大气物理研究所、清华大学、北京曙光信息等单位共同建设地球系统数值模拟装置国家重大科技基础设施项目。公司主要负责“地球系统数值模拟装置”高性能计算系统的定制开发，总金额预计为5.5-6.5亿元，有望大幅提升公司未来几年高性能计算业务收入。公司参股的天津海光，与业界知名的AMD公司进行技术合作，将在集成电路芯片领域开展相关的研发工作；公司全资子公司成都曙光已经得到批复，将联合有关单位共同筹建先进微处理器技术国家工程实验室，推动国产CPU技术，极具稀缺性。
- 投资建议：公司在国产芯片、中高端服务器、存储、云计算软件等方面联手国内外优质企业，实现核心技术本地化，是国内在IT基础布局最全面、技术积累最深厚的公司之一。公司还启动“百城百行”政务云战略，实现从“芯”到“云”的全产业链覆盖，空间广阔。预计2017-2018年EPS分别为0.52元和0.64元，考虑到芯片类业务贡献利润尚早，政务云行业当期竞争较激烈，给予“增持-A”评级，6个月目标价34元。
- 风险提示：行业竞争加剧，政务云业务不达预期。

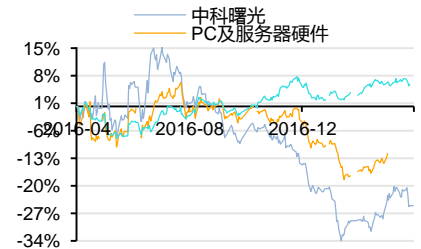
投资评级 **增持-A**
调低评级

6个月目标价：**34元**
股价(2017-04-04) **26.31元**

交易数据

总市值(百万元)	16,917.96
流通市值(百万元)	9,438.21
总股本(百万股)	643.02
流通股本(百万股)	358.73
12个月价格区间	23.14/71.44元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.44	-6.83	-30.81
绝对收益	2.57	-4.81	-23.74

胡又文

分析师
SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

李小伟

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517020005
lixw2@essence.com.cn
010-83321050

相关报告

- 中科曙光：业绩符合预期，期待“自主可控+云计算”战略加速落地 2016-10-25
- 中科曙光：营收大幅增长，毛利率探底回升 2016-08-22
- 中科曙光：业绩拐点确立，海光携手AMD前途无量 2016-04-23
- 中科曙光：业绩拐点渐进，云计算加速落地 2016-03-23

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,662.1	4,360.1	5,232.2	6,383.3	7,851.4
净利润	176.9	224.3	336.1	410.0	471.7
每股收益(元)	0.28	0.35	0.52	0.64	0.73
每股净资产(元)	2.08	4.52	4.91	5.42	6.00
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	95.6	75.4	50.3	41.3	35.9
市净率(倍)	12.6	5.8	5.4	4.9	4.4
净利润率	4.8%	5.1%	6.4%	6.4%	6.0%
净资产收益率	12.2%	7.8%	10.8%	11.9%	12.3%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%
ROIC	23.3%	24.9%	13.4%	16.2%	17.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,662.1	4,360.1	5,232.2	6,383.3	7,851.4	成长性					
减:营业成本	2,927.9	3,450.8	4,138.7	5,036.4	6,171.2	营业收入增长率	30.9%	19.1%	20.0%	22.0%	23.0%
营业税费	12.6	25.6	18.8	30.2	32.7	营业利润增长率	93.5%	62.1%	52.0%	26.2%	17.4%
销售费用	243.8	274.9	329.6	400.9	490.7	净利润增长率	52.7%	26.8%	49.9%	22.0%	15.1%
管理费用	280.4	318.1	379.3	446.8	612.4	EBITDA 增长率	42.2%	51.1%	5.3%	27.5%	15.2%
财务费用	37.9	54.6	-25.8	-12.8	-15.0	EBIT 增长率	57.5%	58.2%	13.0%	32.5%	17.4%
资产减值损失	20.5	50.9	51.0	52.0	55.0	NOPLAT 增长率	37.3%	35.5%	14.9%	26.9%	15.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.7%	113.4%	5.2%	9.3%	9.0%
投资和汇兑收益	-0.9	38.7	-	-	-	净资产增长率	23.5%	108.7%	8.9%	10.7%	11.1%
营业利润	138.2	224.0	340.5	429.8	504.3	利润率					
加:营业外净收支	63.8	56.9	65.6	65.6	65.6	毛利率	20.0%	20.9%	20.9%	21.1%	21.4%
利润总额	201.9	280.8	406.1	495.4	569.9	营业利润率	3.8%	5.1%	6.5%	6.7%	6.4%
减:所得税	22.4	40.7	44.7	54.5	62.7	净利润率	4.8%	5.1%	6.4%	6.4%	6.0%
净利润	176.9	224.3	336.1	410.0	471.7	EBITDA/营业收入	6.4%	8.1%	7.1%	7.4%	7.0%
						EBIT/营业收入	4.8%	6.4%	6.0%	6.5%	6.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	74	63	53	42	33
						流动资产周转天数	39	64	79	82	84
						流动营业资本周转天数	248	299	256	222	223
						应收账款周转天数	86	106	101	100	100
						存货周转天数	43	49	47	46	46
						总资产周转天数	371	444	407	345	323
						投资资本周转天数	104	153	178	157	139
						投资回报率					
						ROE	12.2%	7.8%	10.8%	11.9%	12.3%
						ROA	3.9%	3.9%	6.3%	6.7%	6.7%
						ROIC	23.3%	24.9%	13.4%	16.2%	17.0%
						费用率					
						销售费用率	6.7%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
						管理费用率	7.7%	7.3%	7.3%	7.0%	7.8%
						财务费用率	1.0%	1.3%	-0.5%	-0.2%	-0.2%
						三费/营业收入	15.3%	14.9%	13.1%	13.1%	13.9%
						偿债能力					
						资产负债率	68.1%	49.8%	41.1%	43.3%	45.4%
						负债权益比	213.4%	99.2%	69.9%	76.3%	83.3%
						流动比率	1.24	1.53	1.93	1.93	1.93
						速动比率	1.03	1.28	1.52	1.53	1.53
						利息保障倍数	4.64	5.10	-12.20	-32.58	-32.68
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	-	0.10	0.13	0.15
						分红比率	13.6%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.1%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	179.5	240.1	336.1	410.0	471.7	EPS(元)	0.28	0.35	0.52	0.64	0.73
加:折旧和摊销	59.4	76.0	57.1	57.1	56.9	BVPS(元)	2.08	4.52	4.91	5.42	6.00
资产减值准备	20.5	50.9	51.0	52.0	55.0	PE(X)	95.6	75.4	50.3	41.3	35.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.6	5.8	5.4	4.9	4.4
财务费用	42.8	63.1	-25.8	-12.8	-15.0	P/FCF	27.6	-13.7	-20.8	104.3	80.4
投资损失	0.9	-38.7	-	-	-	P/S	4.6	3.9	3.2	2.7	2.2
少数股东损益	2.6	15.9	25.3	30.9	35.5	EV/EBITDA	116.4	49.6	44.2	34.5	29.7
营运资金的变动	-243.1	-621.2	-243.9	-354.1	-386.1	CAGR(%)	34.9%	28.3%	22.3%	22.5%	30.4%
经营活动产生现金流量	29.9	-241.1	199.9	183.1	218.1	PEG	2.7	2.7	2.3	1.8	1.2
投资活动产生现金流量	-201.2	-1,167.4	-	-	-	ROIC/WACC	2.3	2.5	1.3	1.6	1.7
融资活动产生现金流量	831.7	1,485.8	-1,063.9	-69.2	-79.4	REP	9.9	2.8	4.6	3.5	3.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文、李小伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034