科华恒盛(002335)/电源设备 战略转型云服务，利润有望大幅增长

评级：买入(维持)

市场价格：32.74

目标价格：45

分析师：李伟

执业证书编号：S0740516110001

Email：liwei@r.qlzq.com.cn

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

Email：chenny@r.qlzq.com.cn

联系人：樊生龙

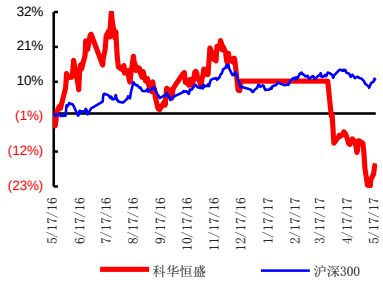
电话：021-20315180

Email：fansl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	271
流通股本(百万股)	230
市价(元)	32.74
市值(百万元)	8,876
流通市值(百万元)	7,539

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 收购天地祥云，提升云服务规模及运营能力

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,669.7	1,770.0	2,557.6	3,197.1	3,996.3
增长率 yoy%	12.39%	6.01%	44.50%	25.00%	25.00%
净利润	145.9	171.6	511.5	413.3	508.3
增长率 yoy%	14.94%	17.57%	198.22%	-19.15%	23.19%
每股收益（元）	0.54	0.63	1.89	1.53	1.88
净资产收益率	11.35%	5.62%	14.81%	10.96%	12.33%
P/E	60.8	51.7	17.3	21.5	17.5
PEG	1.6	1.2	0.3	0.5	0.4
P/B	6.9	2.9	2.6	2.4	2.2

备注：

投资要点

- **数据中心规模放量，投资收益及收购并表将大幅增厚全年业绩。**公司以 UPS 电源、电力自动化系统的能源基础业务为主体，拓展 IDC、数据安全、云服务为核心的云基础服务，以及光伏、储能、新能源汽车为主的新能源业务为两翼，推动建设“一体两翼”生态型能源互联网。2016 年因 IDC 建设及交付滞后，影响了全年业绩。2017Q1，实现收入 3.20 亿元，同比增长 10.4%，净利润 2704 万元，同比增长 17.4%。公司预计 2017H1，净利润 2.85~3.06 亿元，同比增长 600%-650%，增长主要原因：原持有 25%天地祥云股权在重组后确认的投资收益及转让中经云股权的收益影响（合计约 2.39 亿元）以及数据中心业务放量，目前广州已向腾讯提供一期 1000 台高密度机柜，二期还有 1000 台。我们预计 2017 年在建一线城市 1 万多机柜将有望逐步投产，目前在运营机柜约 4000 多台，与天地祥云的合作将促进整体 IDC 运营规模和增值服务的提升，未来两年规划数据中心规模达到 2 万机柜以上。天地祥云将从 5 月开始并表，预计全年实现 4000 万的利润增厚。

- **天地祥云是国内领先的 IDC 运营服务商。**北京天地祥云 2010 年成立，是国内知名第三方中立数据中心服务商，主营业务为 IDC 及增值服务，在北京、上海、广州、江苏构建了以数据中心为核心的网络体系，具备 BGP 网络服务能力。目前在全国运营数据中心 20 余个，运营机柜将近 3000 个，带宽出口 2Tbps 以上，一线城市核心机房已实现长传内网互联。客户已涵盖电商、视频、云计算提供商、泛金融行业、直播、CDN、游戏等领域。2015-2016 年实现营收 1.64 亿和 2.98 亿元，净利润 0.18 万元和 2613.32 万元。公司公告，根据在手订单和新增意向订单，预计 2017 年实现收入 4.83 亿元。2017-2019 年承诺归母净利润不低于 5000 万、7000 万、9000 万元。

- **资本整合提升 IDC 运营及云服务业务能力，股权锁定实现被并购团队激励。**公司不断加大云计算业务布局，此前与云杉网络合作切入混合云，SDN 方案及混合云平台，联合科大国盾打造绿色、安全的量子通信数据中心示范项目。科华在北京、上海、广州建立了数据中心机房，天地祥云在北上广布局了运营网络，其核心团队均为数据中心领域资深人士，双方协同效应明显。此次完成天地祥云收购后，将有望进一步并整合其现有品牌团队技术等资源，提升 IDC 运营规模和销售能力，完善 IDC+SDN+云计算的业务布局。另外，**此次交易要求交易对方在收到股权款后 6 个月内将 70%价款（合计 4.4625 亿元）直接买入公司股票，并按业绩承诺情况三年时间内逐年解锁。**通过股权锁定实现被并购团队激励，助力云业务整体稳定发展。

- **投资建议：**科华恒盛是国内 UPS 龙头，高端电源进入军工、核电高壁垒市场，轨道交通领域高增长。高端电源、新能源、数据中心三大业务融合协同，加大投资并购力度发展云服务。收购天地祥云后，将进一步增强在 IDC、云计算领域整体实力。中经云和天地祥云的投资收益也将大幅增厚全年利润。我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 5.12 亿/4.13 亿/5.08 亿，EPS 分别为 1.89 元(扣非 1.14 元)/1.53 元/1.88 元，对应 2017 年 PE 估值 17X，扣非后 PE 估值 29X，估值具有吸引力，给予“买入”投资评级，6 个月目标价 45.00 元。

- **风险提示：限售股解禁带来短期市场压力；数据中心建设及交付不达预期的风险；**

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**1,669.7**	**1,770.0**	**2,557.6**	**3,197.1**	**3,996.3**
减:营业成本	1,092.4	1,116.9	1,585.7	1,981.9	2,477.7
营业税费	13.1	15.2	19.1	25.5	32.1
销售费用	206.9	223.2	268.6	335.7	400.4
管理费用	170.4	222.1	282.9	352.6	442.4
财务费用	14.6	12.5	12.6	-4.7	12.8
资产减值损失	9.1	21.0	30.3	37.9	47.4
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-3.8	12.7	240.0	15.0	15.0
营业利润	**159.4**	**171.8**	**598.4**	**483.1**	**598.5**
加:营业外净收支	21.3	25.0	22.5	22.9	23.5
利润总额	**180.7**	**196.8**	**620.9**	**506.1**	**622.0**
减:所得税	23.1	16.6	99.3	81.0	99.5
净利润	**145.9**	**171.6**	**511.5**	**413.3**	**508.3**
资产负债表	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
货币资金	450.1	1,369.1	604.6	409.4	319.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	826.1	893.0	1,522.5	1,496.9	2,277.4
应收票据	52.6	50.1	63.6	78.5	99.1
预付帐款	17.1	22.4	26.0	34.5	41.2
存货	272.0	246.5	458.2	422.6	678.6
其他流动资产	79.0	222.8	78.0	78.0	78.0
可供出售金融资产	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	8.3	108.8	108.8	108.8	108.8
投资性房地产	22.9	12.2	12.2	12.2	12.2
固定资产	516.5	923.6	1,626.8	2,332.7	2,975.7
在建工程	405.3	586.0	60.6	65.8	66.2
无形资产	263.5	292.4	294.3	293.5	290.2
其他非流动资产	265.6	328.2	265.5	256.2	246.8
资产总额	**3,186.5**	**5,062.6**	**5,128.6**	**5,596.5**	**7,201.4**
短期债务	280.8	191.8	-	-	168.7
应付帐款	405.1	584.4	571.8	964.2	1,009.7
应付票据	456.9	193.4	687.6	413.4	963.1
其他流动负债	156.7	191.5	168.2	187.8	231.3
长期借款	323.8	613.9	-	-	430.9
其他非流动负债	33.1	30.4	33.0	33.0	33.0
负债总额	**1,656.3**	**1,805.3**	**1,460.5**	**1,598.5**	**2,836.7**
少数股东权益	**244.5**	**205.0**	**215.1**	**227.0**	**241.1**
股本	224.5	271.0	271.0	271.0	271.0
留存收益	1,077.8	2,781.3	3,181.9	3,500.2	3,852.6
股东权益	**1,530.1**	**3,257.3**	**3,668.1**	**3,998.1**	**4,364.7**
现金流量表	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
净利润	157.6	180.2	511.5	413.3	508.3
加:折旧和摊销	59.9	90.3	129.8	199.7	269.9
资产减值准备	9.1	21.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	19.3	21.1	12.6	-4.7	12.8
投资收益	3.8	-12.7	-240.0	-15.0	-15.0
少数股东损益	11.7	8.6	10.1	11.8	14.2
营运资金的变动	-118.8	-191.9	-147.6	185.0	-415.8
经营活动产生现金	**199.5**	**287.8**	**276.3**	**790.1**	**374.4**
投资活动产生现金	**-610.9**	**-1,033.6**	**-69.4**	**-895.0**	**-895.0**
融资活动产生现金	**414.2**	**1,744.9**	**-971.4**	**-90.4**	**430.9**

财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	12.4%	6.0%	44.5%	25.0%	25.0%
营业利润增长率	19.1%	7.8%	248.4%	-19.3%	23.9%
净利润增长率	14.9%	17.6%	198.1%	-19.2%	23.0%
EBITDA增长率	29.5%	15.2%	177.2%	-8.5%	30.0%
EBIT增长率	27.5%	5.9%	231.6%	-21.7%	27.8%
NOPLAT增长率	25.5%	11.2%	204.2%	-21.7%	27.8%
投资资本增长率	55.2%	64.8%	15.7%	18.5%	31.1%
净资产增长率	23.8%	112.9%	12.6%	9.0%	9.2%
利润率					
毛利率	34.6%	36.9%	38.0%	38.0%	38.0%
营业利润率	9.5%	9.7%	23.4%	15.1%	15.0%
净利润率	8.7%	9.7%	20.0%	12.9%	12.7%
EBITDA/营业收入	13.9%	15.1%	29.0%	21.2%	22.1%
EBIT/营业收入	10.4%	10.4%	23.9%	15.0%	15.3%
运营效率					
固定资产周转天数	87	146	179	223	239
流动营业资本周转天数	73	76	86	71	68
流动资产周转天数	338	458	391	297	271
应收帐款周转天数	170	175	170	170	170
存货周转天数	53	53	50	50	50
总资产周转天数	571	839	717	604	576
投资资本周转天数	269	408	379	356	356
投资回报率					
ROE	11.4%	5.6%	14.8%	11.0%	12.3%
ROA	4.9%	3.6%	10.2%	7.6%	7.3%
ROIC	15.5%	11.1%	20.5%	13.9%	15.0%
费用率					
销售费用率	12.4%	12.6%	10.5%	10.5%	10.0%
管理费用率	10.2%	12.5%	11.1%	11.0%	11.1%
财务费用率	0.9%	0.7%	0.5%	-0.1%	0.3%
三费/营业收入	23.5%	25.9%	22.1%	21.4%	21.4%
偿债能力					
资产负债率	52.0%	35.7%	28.5%	28.6%	39.4%
负债权益比	108.2%	55.4%	39.8%	40.0%	65.0%
流动比率	1.31	2.42	1.93	1.61	1.47
速动比率	1.10	2.20	1.61	1.34	1.19
利息保障倍数	11.95	14.74	48.44	-101.77	47.69
分红指标					
DPS(元)	-	0.30	0.41	0.35	0.58
分红比率	0.0%	47.3%	21.7%	23.0%	30.7%
股息收益率	0.0%	0.9%	1.2%	1.1%	1.8%
业绩和估值指标	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
EPS(元)	0.54	0.63	1.89	1.53	1.88
BVPS(元)	4.74	11.26	12.74	13.92	15.22
PE(X)	60.8	51.7	17.3	21.5	17.5
PB(X)	6.9	2.9	2.6	2.4	2.2
P/FCF	201.4	-15.4	-12.2	-73.1	207.5
P/S	5.3	5.0	3.5	2.8	2.2
EV/EBITDA	47.4	41.4	11.2	12.6	10.5
CAGR(%)	39.2%	42.6%	56.0%	39.2%	42.6%
PEG	1.6	1.2	0.3	0.5	0.4
ROIC/WACC	1.5	1.1	2.0	1.3	1.4
REP	4.9	4.2	1.5	1.9	1.4

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。