

华星创业(300025)/通信设备 快马加鞭转型云计算服务商, 业绩增厚重启扩张脚步
评级: 增持(下调)

市场价格: 10.44

目标价格: 11.40

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: chenning@r.qlzq.com.cn

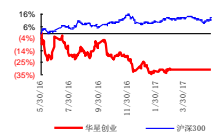
联系人: 樊生龙

电话: 021-20315180

Email: fansl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	429
流通股本(百万股)	340
市价(元)	10.44
市值(百万元)	4,474
流通市值(百万元)	3,552

股价与行业-市场走势对比

相关报告

<<全年业绩基本符合预期, 静待云计算业务扭转乾坤>>2017.01.20

<<坚定转型云计算, 构建互联云生态>>2016.11.29

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,281.46	1,310.12	1,703.08	1,963.97	2,281.94
增长率 yoy%	21.03%	2.24%	29.99%	15.32%	16.19%
净利润	108.49	74.98	150.48	209.97	300.35
增长率 yoy%	21.90%	-30.89%	100.68%	39.53%	43.05%
每股收益(元)	0.51	0.17	0.31	0.44	0.62
每股现金流量	0.16	0.01	-0.02	0.20	0.30
净资产收益率	13.01%	8.38%	11.70%	14.04%	16.72%
P/E	59.54	62.87	33.48	23.99	16.77
PEG	2.72	—	0.33	0.61	0.39
P/B	7.74	5.27	3.92	3.37	2.80

备注:

投资要点

- 事件:** 公司发布公告, 拟通过发行股份及支付现金的方式, 购买任志远、亚信众合持有的互联港湾剩余 49% 的股权。同时, 拟向不超过 5 名特定投资者发行股份募集配套资金, 配套资金总额不超过 25,380 万元。本次交易完成后, 不考虑募集配套金新增股份的情况下, 任志远持有上市公司 5.93% 的股份, 成为公司第二大股东, 程小彦仍持有公司 11.02% 的股份, 本次交易不构成借壳。
- 快马加鞭转型云计算服务商, 业绩增厚重启公司扩张脚步。** 2016 年底完成对互联港湾 51% 股权收购后, 公司再次开启对互联港湾剩余 49% 股权的收购事项, 加速进军云计算服务市场的步伐并向互联网综合服务商全面转型。根据本次收购方案, 互联港湾 100% 股权定价由 7.8 亿元提升至 11.0 亿。相应地, 互联港湾的业绩承诺由 2016~2018 年实现归母净利润分别不低于 4050 万元、6900 万元和 9300 万元提升至 2017~2019 年实现归母净利润分别不低于 7200 万元、9500 万元和 12000 万元。本次收购不仅将增厚公司业绩, 同时也奠定了公司向互联网综合服务商转型的基础。除了 IDC 及云计算服务业务以外, 互联港湾已经将业务拓展至 VPN 服务、互联网接入服务及其他增值服务, 在传统主业增长乏力的背景下, 通过并购互联港湾公司再次步入业务扩张的进程。
- 混合云市场未来有望占主导, “IDC+DCI+SDN” 发力混合云市场。** 混合云融合了公有云可扩展性强、私有云安全性高等优势, 根据 IDC 的预测, 未来混合云将占据云计算市场 67% 的份额。基于对行业发展趋势的精准判断, 互联港湾一边扩充 IDC 规模, 在北上广自建或租赁机柜数接近 3000 台; 一边和大河云联合合作打造了国内首张基于 SDN 技术的 DCI 网络, 可为 IDC/混合云用户提供稳定、灵活和弹性的 SDN-DCI 网络, 并为用户建立有差异化的混合云服务。目前, 互联港湾实现了与亚马逊 AWS 以及阿里云等国内外领先公有云的对接, 极大地拓展了潜在的客户群体。同时, 互联港湾已于 2016 年底开放香港云节点, 并获得香港 IAS (互联网接入服务) 牌照, 国际化布局稳步推进。未来, 互联港湾会通过自建或寻找合作伙伴的方式进一步增加机柜规模, 保障云计算业务的扩张需求, 全面发力混合云市场。
- 进军 VPN 服务及互联网接入服务领域, 质优综合云服务商扬帆起航。** 企业分布在各地的分支机构之间的数据传输量日益增加, 海量数据在多点同步和传输的过程中对带宽和安全性的要求越来越高, VPN 服务的需求也因此不断增长。VPN 市场的竞争者主要分为基础运营商和第三方服务商两大阵营, 虽然基础运营商具备资源优势, 但第三方服务商可提供更加灵活的方案、优质的服务以及快速的响应等, 更具发展潜力。互联港湾于 2016 年开始建设虚拟专用网连接系统工程, 目前已开始为包括万达旗下新飞凡、北京优帆科技等公司在内的客户提供 VPN 服务。此外, 互联港湾还为客户提供互联网接入以及后续运营维护等服务, 目前已为 3 个城市的 14 个万达广场提供互联网接入服务, 后续更多万达广场及其他客户数也有望加速导入。通过将业务拓展至 VPN 服务、互联网接入服务等领域, 互联港湾可以为用户提供更多的增值服务, 各服务之间较强的协同作用在提升用户粘性的同时也为公司的发展打开了更多空间。
- 盈利预测与投资建议:** 假设募集配套资金的股份发行价格也为 9.4 元/股, 公司总股本将增至 482.53 万股。我们预计 2017~2019 年公司的备考净利润分别为 1.50 亿元、2.10 亿元和 3.00 亿元, 对应摊薄 EPS 分别为 0.31 元、0.44 元和 0.62 元。我们给予公司 2017 年 37xPE, 目标市值 55.0 亿元, 对应目标价 11.40 元, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** 1) 传统业务竞争进一步加剧; 2) 互联港湾业绩不达预期; 3) 重

组方案存在未能通过监管部门审核的可能

图表 1: 财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,059	1,281	1,310	1,703	1,964	2,282	货币资金	175	242	270	597	409	479
增长率	47.78%	21.0%	2.2%	30.0%	15.3%	16.2%	应收款项	1,180	1,408	1,605	1,822	2,138	2,496
营业成本	-730	-914	-972	-1,232	-1,396	-1,581	存货	58	82	115	108	126	144
% 销售收入	68.9%	71.4%	74.2%	72.4%	71.1%	69.3%	其他流动资产	8	57	122	118	122	126
毛利	329	367	338	471	568	701	流动资产	1,421	1,789	2,113	2,645	2,795	3,245
% 销售收入	31.1%	28.6%	25.8%	27.6%	28.9%	30.7%	% 总资产	82.2%	81.3%	69.1%	73.0%	73.1%	75.1%
营业税金及附加	-18	-12	-8	-14	-15	-17	长期投资	5	38	227	227	227	227
% 销售收入	1.7%	0.9%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	固定资产	115	184	230	269	312	354
营业费用	-41	-44	-44	-43	-58	-57	% 总资产	6.6%	8.4%	7.5%	7.4%	8.2%	8.2%
% 销售收入	3.9%	3.4%	3.3%	2.5%	2.9%	2.5%	无形资产	173	167	462	459	464	472
管理费用	-110	-123	-141	-153	-170	-189	非流动资产	308	411	944	981	1,028	1,078
% 销售收入	10.3%	9.6%	10.8%	9.0%	8.7%	8.3%	% 总资产	17.8%	18.7%	30.9%	27.0%	26.9%	24.9%
息税前利润 (EBIT)	160	189	145	261	326	438	资产总计	1,730	2,200	3,057	3,626	3,823	4,323
% 销售收入	15.1%	14.8%	11.0%	15.3%	16.6%	19.2%	短期借款	330	527	873	1,023	823	823
财务费用	-14	-21	-32	-45	-35	-35	应付款项	428	624	944	917	1,091	1,255
% 销售收入	1.3%	1.7%	2.4%	2.6%	1.8%	1.5%	其他流动负债	131	159	142	197	207	237
资产减值损失	-36	-40	-27	-35	-37	-36	流动负债	889	1,311	1,960	2,136	2,120	2,315
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	65	45	109	109	109	109
投资收益	0	0	6	3	4	4	其他长期负债	2	1	10	10	10	10
% 税前利润	—	0.3%	6.9%	1.8%	1.5%	1.1%	负债	956	1,356	2,079	2,255	2,239	2,434
营业利润	109	129	92	185	258	371	普通股股东权益	740	834	895	1,286	1,496	1,796
营业利润率	10.3%	10.0%	7.0%	10.8%	13.1%	16.3%	少数股东权益	34	10	83	85	88	93
营业外收支	4	1	2	2	2	2	负债股东权益合计	1,730	2,200	3,057	3,626	3,823	4,323
税前列利润	113	130	94	187	260	373	比率分析						
利润率	10.7%	10.1%	7.2%	11.0%	13.2%	16.3%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-22	-22	-17	-34	-47	-68	每股指标						
所得税率	19.5%	16.7%	18.6%	18.1%	18.1%	18.2%	每股收益 (元)	0.415	0.506	0.175	0.312	0.435	0.622
净利润	91	108	76	153	213	305	每股净资产 (元)	3.453	3.893	2.089	2.665	3.100	3.722
少数股东损益	2	0	1	2	3	5	每股经营现金净流 (元)	-0.296	0.163	0.006	-0.021	0.204	0.297
归属于母公司的净利润	89	108	75	150	210	300	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.028	0.028	0.000	0.000
净利率	8.4%	8.5%	5.7%	8.8%	10.7%	13.2%	回报率						
							净资产收益率	12.03%	13.01%	8.38%	11.70%	14.04%	16.72%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.15%	4.93%	2.45%	4.15%	5.49%	6.95%
							投入资本收益率	12.98%	13.86%	8.04%	12.74%	14.21%	16.93%
净利润	91	108	76	153	213	305	增长率						
少数股东损益	0	0	0	2	3	5	营业总收入增长率	47.78%	21.03%	2.24%	29.99%	15.32%	16.19%
非现金支出	55	57	47	70	68	66	EBIT增长率	53.36%	18.52%	-23.61%	80.74%	24.82%	34.28%
非经营收益	8	15	23	-5	-6	-6	净利润增长率	41.62%	21.90%	-30.89%	100.68%	39.53%	43.05%
营运资金变动	-219	-145	-144	-228	-177	-222	总资产增长率	35.91%	27.21%	38.92%	18.62%	5.44%	13.07%
经营活动现金净流	-64	35	3	-8	101	148	资产管理能力						
资本开支	55	52	24	70	77	78	应收账款周转天数	327.4	355.3	404.0	375.0	381.4	383.0
投资	0	-33	-135	0	0	0	存货周转天数	26.2	27.9	36.8	32.1	33.0	33.3
其他	-30	-19	33	3	4	4	应付账款周转天数	159.6	188.9	221.7	200.4	205.6	206.6
投资活动现金净流	-85	-105	-127	-66	-73	-74	固定资产周转天数	10.7	30.5	37.3	16.7	11.7	6.4
股权募资	5	1	0	254	0	0	偿债能力						
债权募资	190	177	226	150	-200	0	净负债/股东权益	28.47%	39.06%	72.74%	38.97%	32.99%	23.98%
其他	-59	-25	-75	0	-14	0	EBIT利息保障倍数	11.3	8.9	4.6	5.8	9.3	12.5
筹资活动现金净流	136	153	151	404	-214	0	资产负债率	55.27%	61.65%	68.01%	62.19%	58.57%	56.30%
现金净流量	-12	83	26	329	-185	74							

来源: 中泰证券研究所

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。