

## 华星创业(300025)/通信设备

## 董事长增持彰显公司信心, 转型云计算重启扩张脚步

**评级: 买入(上调)**

市场价格: 8.46

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: chenney@r.qlzq.com.cn

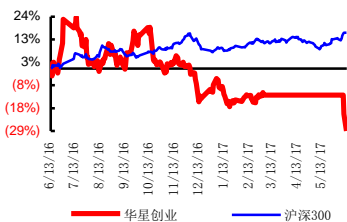
联系人: 樊生龙

电话: 021-20315826

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)	8.46
市值(百万元)	3,625
流通市值(百万元)	2,878

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

&lt;&lt;快马加鞭转型云计算服务商, 业绩增厚重启扩张脚步&gt;&gt;2017.06.01

&lt;&lt;全年业绩基本符合预期, 静待云计算业务扭转乾坤&gt;&gt;2017.01.20

&lt;&lt;坚定转型云计算, 构建互联云生态&gt;&gt;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:** 公司于 2017 年 6 月 12 日晚发布公告, 控股股东之一致行动人、现任董事长季晓蓉女士拟于 2017 年 6 月 29 日至 2017 年 12 月 31 日之间, 通过深圳证券交易所交易系统增持公司股份。拟增持的股份不超过公司已发行股份的 1%, 并承诺增持完成后六个月内不转让所持公司股份。本次增持的资金来源为自有资金。
- 董事长增持彰显公司信心, 转型云计算重启扩张脚步。** 公司停牌的 3 个月内市场行情持续低迷, 基金净值减少导致个股持仓比例承压, 公司股价在复牌后受此影响连续跌停。从目前的股价来看, 本次增持计划可以让实际控制人以较低的成本提升对公司的控制力。另一方面, 增持计划也显示出实际控制人对公司转型云计算的决心和信心。根据此前公布的重组方案, 公司将实现对互联港湾剩余 49% 股权的并购工作, 收购互联港湾不仅直接增厚公司业绩, 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, 公司通过并购互联港湾有望再次开启扩张的进程。
- 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“买入”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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,059	1,281	1,310	1,703	1,964	2,282
增长率	47.78%	21.0%	2.2%	30.0%	15.3%	16.2%
营业成本	-730	-914	-972	-1,232	-1,396	-1,581
% 销售收入	68.9%	71.4%	74.2%	72.4%	71.1%	69.3%
毛利	329	367	338	471	568	701
% 销售收入	31.1%	28.6%	25.8%	27.6%	28.9%	30.7%
营业税金及附加	-18	-12	-8	-14	-15	-17
% 销售收入	1.7%	0.9%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%
营业费用	-41	-44	-44	-43	-58	-57
% 销售收入	3.9%	3.4%	3.3%	2.5%	2.9%	2.5%
管理费用	-110	-123	-141	-153	-170	-189
% 销售收入	10.3%	9.6%	10.8%	9.0%	8.7%	8.3%
息税前利润 (EBIT)	160	189	145	261	326	438
% 销售收入	15.1%	14.8%	11.0%	15.3%	16.6%	19.2%
财务费用	-14	-21	-32	-45	-35	-35
% 销售收入	1.3%	1.7%	2.4%	2.6%	1.8%	1.5%
资产减值损失	-36	-40	-27	-35	-37	-36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	6	3	4	4
% 税前利润	—	0.3%	6.9%	1.8%	1.5%	1.1%
营业利润	109	129	92	185	258	371
营业利润率	10.3%	10.0%	7.0%	10.8%	13.1%	16.3%
营业外收支	4	1	2	2	2	2
税前利润	113	130	94	187	260	373
利润率	10.7%	10.1%	7.2%	11.0%	13.2%	16.3%
所得税	-22	-22	-17	-34	-47	-68
所得税率	19.5%	16.7%	18.6%	18.1%	18.1%	18.2%
净利润	91	108	76	153	213	305
少数股东损益	2	0	1	2	3	5
归属于母公司的净利润	89	108	75	150	210	300
净利率	8.4%	8.5%	5.7%	8.8%	10.7%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	91	108	76	153	213	305
少数股东损益	0	0	0	2	3	5
非现金支出	55	57	47	70	68	66
非经营收益	8	15	23	-5	-6	-6
营运资金变动	-219	-145	-144	-228	-177	-222
经营活动现金净流	-64	35	3	-8	101	148
资本开支	55	52	24	70	77	78
投资	0	-33	-135	0	0	0
其他	-30	-19	33	3	4	4
投资活动现金净流	-85	-105	-127	-66	-73	-74
股权募资	5	1	0	254	0	0
债权募资	190	177	226	150	-200	0
其他	-59	-25	-75	0	-14	0
筹资活动现金净流	136	153	151	404	-214	0
现金净流量	-12	83	26	329	-185	74

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	175	242	270	597	409	479
应收款项	1,180	1,408	1,605	1,822	2,138	2,496
存货	58	82	115	108	126	144
其他流动资产	8	57	122	118	122	126
流动资产	1,421	1,789	2,113	2,645	2,795	3,245
% 总资产	82.2%	81.3%	69.1%	73.0%	73.1%	75.1%
长期投资	5	38	227	227	227	227
固定资产	115	184	230	269	312	354
% 总资产	6.6%	8.4%	7.5%	7.4%	8.2%	8.2%
无形资产	173	167	462	459	464	472
非流动资产	308	411	944	981	1,028	1,078
% 总资产	17.8%	18.7%	30.9%	27.0%	26.9%	24.9%
资产总计	1,730	2,200	3,057	3,626	3,823	4,323
短期借款	330	527	873	1,023	823	823
应付款项	428	624	944	917	1,091	1,255
其他流动负债	131	159	142	197	207	237
流动负债	889	1,311	1,960	2,136	2,120	2,315
长期贷款	65	45	109	109	109	109
其他长期负债	2	1	10	10	10	10
负债	956	1,356	2,079	2,255	2,239	2,434
普通股股东权益	740	834	895	1,286	1,496	1,796
少数股东权益	34	10	83	85	88	93
负债股东权益合计	1,730	2,200	3,057	3,626	3,823	4,323

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.415	0.506	0.175	0.312	0.435	0.622
每股净资产 (元)	3.453	3.893	2.089	2.665	3.100	3.722
每股经营现金净流 (元)	-0.296	0.163	0.006	-0.021	0.204	0.297
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.028	0.028	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.03%	13.01%	8.38%	11.70%	14.04%	16.72%
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%
增长率						
营业总收入增长率	47.78%	21.03%	2.24%	29.99%	15.32%	16.19%
EBIT增长率	53.36%	18.52%	-23.61%	80.74%	24.82%	34.28%
净利润增长率	41.62%	21.90%	-30.89%	100.68%	39.53%	43.05%
总资产增长率	35.91%	27.21%	38.92%	18.62%	5.44%	13.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	327.4	355.3	404.0	375.0	381.4	383.0
存货周转天数	26.2	27.9	36.8	32.1	33.0	33.3
应付账款周转天数	159.6	188.9	221.7	200.4	205.6	206.6
固定资产周转天数	10.7	30.5	37.3	16.7	11.7	6.4
偿债能力						
净负债/股东权益	28.47%	39.06%	72.74%	38.97%	32.99%	23.98%
EBIT利息保障倍数	11.3	8.9	4.6	5.8	9.3	12.5
资产负债率	55.27%	61.65%	68.01%	62.19%	58.57%	56.30%

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。