

2015年10月08日

华星创业 (300025.SZ)

小市值网优龙头，IDC转型蓄势待发

■ **并购战略完善产业链，巩固主营业务龙头地位。**公司先后收购明讯网络、鑫众通信和远利网讯，从网络优化、普查和评估等业务拓展至移动网络的完整产业链，业务范围已覆盖全国30个省市自治区，第三方移动网络测评优化服务领域国内排名前三，公司收入利润规模及盈利能力均居行业前列，是网优行业的龙头供应商。4G建设推动网优行业景气度回升，同时运营商系统反腐，网络建设及优化招标更加标准规范，市场集中度提升同样利好龙头厂商。公司在运营商和设备市场均取得突破，运营商市场由江浙扩展到广东、湖南、四川等地，与中兴、华为签订大单，成为其重要供应商，并积极拓展海外的广阔市场。我们预计未来两年公司主业将保持稳定增长。

■ **拟定增7亿增强资金实力，管理层积极参与增发，彰显对未来发展信心。**公司拟定增7亿补充资金巩固主业，目前已经获得证监会受理。定增完成后将有利于公司优化资本结构、降低财务风险，抓住通信技术服务行业发展机遇，扩大业务规模，维持领先的市场地位。同时我们观察到公司董事长、高管及核心员工共认购此次非公开发行股份数量约60%，彰显了管理层对公司未来发展的信心，也有利于调动员工积极性，形成利益共同体。

■ **成立产业并购基金，IDC、大数据方向转型有望取得实质性进展。**近期公司与亚信华创等设立产业并购基金，预计总规模达15亿，帮助华星进行产业整合。并购基金投资的方向包括IDC、SDN网络、云计算服务、大数据等领域。结合公司自身优势、协同性及新业务的成长性，公司初步确定转型IDC运营。互联网发展带来数据量指数裂变需求与数据中心供给线性增长，推动IDC需求和价值提升，预计未来3年第三方IDC市场有望保持30%以上的复合增长。我们看好公司转型方向，与运营商长期合作资源将有助于数据中心业务的拓展，随着并购基金在2015下半年的运作，预计2016年再次展开并购是大概率事件。

■ **投资建议：**华星创业是网络优化领域龙头企业，主业增长稳健，向IDC运营、大数据等领域转型有望打开新的成长空间。我们预计公司2015-2016年EPS为0.54元和0.73元，对应2015/2016年估值分别为27.53X/20.51X。目前公司市值仅30亿，是通信板块中小市值公司PE估值较低的标的，有较强的安全边际，若转型成功弹性较大。给予买入-B投资评级，6个月目标价30元。

■ **风险提示：**网优行业竞争加剧的风险；外延式发展不达预期的风险

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	716.4	1,058.8	1,461.1	1,957.9	2,506.0
净利润	62.8	89.0	115.9	155.6	205.0
每股收益(元)	0.29	0.42	0.54	0.73	0.96
每股净资产(元)	3.07	3.45	3.85	4.43	5.20

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	69.9	49.4	37.9	28.2	21.4
市净率(倍)	6.7	5.9	5.3	4.6	3.9
净利润率	8.8%	8.4%	7.9%	7.9%	8.2%
净资产收益率	9.5%	11.8%	13.7%	15.9%	17.9%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%
ROIC	11.2%	11.1%	12.1%	11.4%	11.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

网络覆盖优化与运维

投资评级

买入-B

维持评级

6个月目标价

30.00元

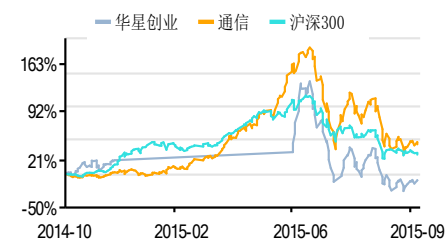
股价(2015-09-30)

14.89元

交易数据

总市值(百万元)	3,190.41
流通市值(百万元)	2,266.47
总股本(百万股)	214.27
流通股本(百万股)	152.21
12个月价格区间	12.34/39.50元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.80	-11.55	-43.71
绝对收益	-1.06	-39.94	-13.03

李伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080003
liwei3@essence.com.cn
010-66581747

报告联系人

陈宁玉

021-68767632

chenning@essence.com.cn

相关报告

业绩符合预期，积极推动转型战略	2015-08-20
业绩符合预期，全年高增长可期	2014-10-13
受益4G业绩突出，转型战略继续	2014-08-08

目录

1. 网络优化行业龙头供应商	3
1.1. 公司概况：打造一体化移动通信技术服务商.....	3
1.2. 财务分析：业务规模迅速增长.....	5
2. 双重动力驱动业绩稳健增长	8
2.1. 通信技术服务行业景气度提升.....	8
2.2. 网优龙头综合竞争优势突出.....	9
3. 设立产业基金向 IDC 运营转型	12
4. 盈利预测及估值	14
5. 风险提示	15

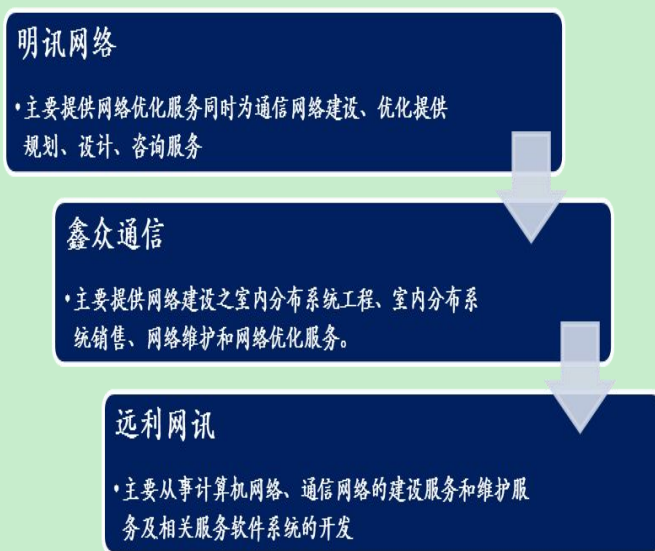
1. 网络优化行业龙头供应商

1.1. 公司概况：打造一体化移动通信技术服务商

华星创业是国内领先的“一体化移动通信技术服务商”。华星创业成立于2003年，2009年9月29日在创业板上市。公司主要提供移动通信技术服务和相关产品的研发、生产和销售，提供的服务主要包括移动通信网络建设、网络维护和网络优化，其中，网络建设主要为室内分布系统工程；产品主要包括网络优化系统产品和室内分布系统工程相关产品，如华星 FlyWireless 测试优化系统、华星 Fly Spire/Guide 测试优化系统、华星 WLAN 测试仪表和华星 2G/3G 网优平台等，主要客户为三大电信运营商及华为、中兴通讯等通信设备商。

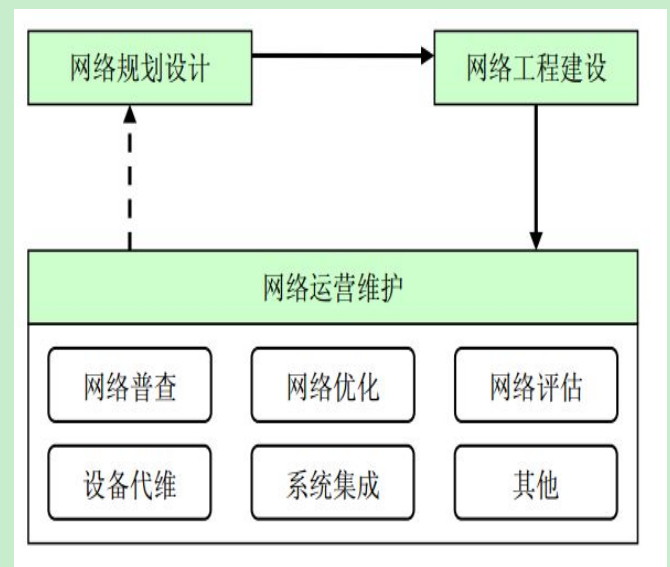
通过并购快速完善产业链，巩固主营业务行业地位。公司以收购及增资方式，分别于2010年和2011年获得了明讯网络和鑫众通信各60%股权，向移动通信网络上游拓展，进军网络覆盖产品及方案市场。2013年，公司进一步收购远利网讯99%股权、明讯网络39%股权与鑫众通信39%股权，将网络优化业务进一步升级，并拓展业务范围。明讯网络主要提供网络优化服务同时为通信网络建设、优化提供规划、设计、咨询服务，主要服务包括第三方优化服务、厂家优化外包服务、电信咨询设计服务。鑫众通信主要提供网络建设之室内分布系统工程、室内分布系统销售、网络维护和网络优化服务。远利网讯是以网络建设为主的轻资产企业，主要从事计算机网络、通信网络的建设服务和维护服务及相关服务软件系统的开发。通过并购公司进一步完善产业链布局，符合一体化的战略。母子公司客户群体均主要是三大电信运营商及通信主设备厂商，且在销售市场之深度和广度上具有一定的互补性（不同区域、不同客户、不同服务内容）。

图 1：华星创业通过并购完善产业链



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：移动网络建设运行流程



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司外延式发展快速扩充网络建设服务的种类和能力，使公司的服务能力覆盖大部分领域，成为全产业链服务提供商。公司的业务范围从集中在网络运营维护阶段的网络优化、网络普查和网络评估等业务拓展至移动网络的完整产业链，业务具体涵盖了移动网络建设前的规划设计，移动网络建设中的网络工程建设服务，移动网络建设完成后的网络普

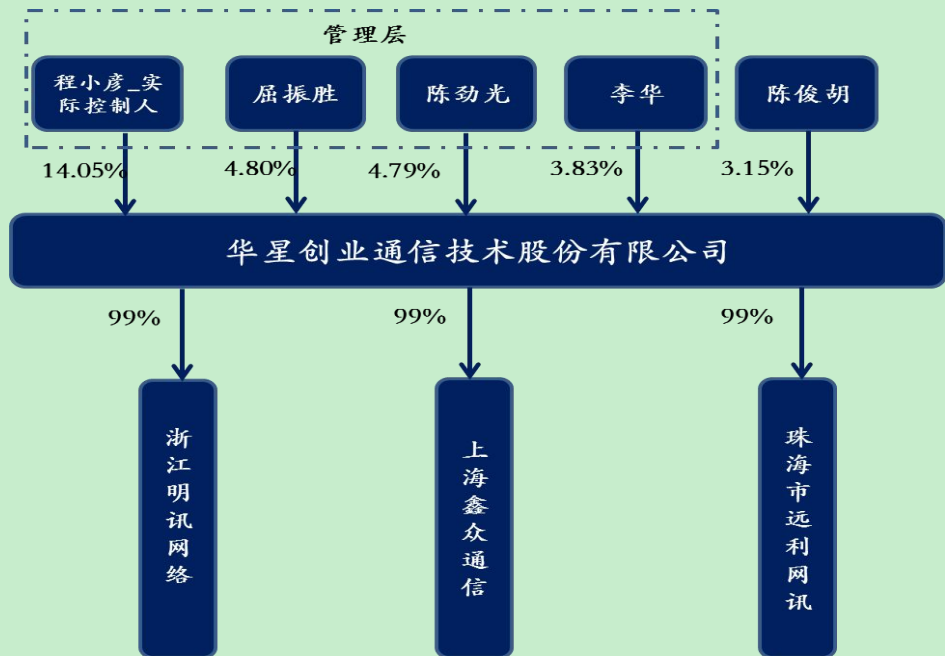
查、维护、评估等运营维护服务，公司成为国内少有且领先的一体化移动通信技术服务商。公司提供的服务、销售的产品已覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区，是行业内服务区域最广的企业之一，其中第三方移动网络测评优化服务领域国内排名前三。

表 1：华星创业主营业务分类

业务分类	具体服务及产品	业务概况
网络优化	第三方优化	为运营商提供包括从站址规划、基站督导、基站调测、基站扩容、基站排障、天馈优化、覆盖优化、路测及数据分析、频率、导频、扰码规划、邻区优化、OMC 话务统计分析优化、无线参数优化、接口信令跟踪、室分系统优化、割接保障、入网验证、节假日负荷健康检查与预警等通信网络所有环节的优化服务。
	厂家优化外包	为通信主设备厂家提供工程阶段的优化服务，包括系统新建、扩容、替换或割接后网络的评估、测试、排障和指标优化、专项优化。
网络建设	计算机网络建设	计算机、数据网络系统集成、智能化小区管理、综合布线、ADSL、城域网、设备代理维护
	通信网络建设	通信管线（光）工程、电源工程、设备工程、移动设备的安装工程
网络维护	室内分布系统工程	利用室内天线分布系统将基站信号均匀分布,保证室内区域理想信号覆盖。
	通信管线工程、电源工程、设备等代理维护	直放站及室内分布系统、WLAN、基站及天馈线系统、集客家客网络、动力电源和传输线路等维护
	沪杭甬高铁代维服务	维护系统的日常巡检、故障处理、网络调整、应急抢修、设备拆除和停站、移交验收、业主维系、进出站协调、配合场租、发电等。
系统产品	相关服务软件系统	通讯线路管理系统、代维派单管理系统和远利 ERP 管理系统
	室内分布系统产品 网络优化系统产品	主要包括：数字光纤直放站、无源器件、天线等 华星 FlyWireless 测试优化系统、华星 Fly Spire/Guide 测试优化系统、华星 WLAN 测试仪表

数据来源：华星创业，安信证券研究中心

图 3：公司股权结构及重要子公司



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

定增 7 亿补充流动资金，管理层积极参与彰显信心。公司在发展自身业务的同时，积极对自身资本结构进行优化，优化股权结构。2015 年 5 月，公司决定终止筹划发行股份购买资产，变更为实施非公开发行股票方案。公司拟定增募集 7 亿元补充流动资金，公司董事长程小彦认购 1547 万股，股权占比将从目前的 14.05% 增加至 17.86%，仍为公司实际控制人。兴全定增 107 号特定多客户资产管理计划的委托人包括公司董事、高级管理人员

员陈劲光、屈振胜、鲍航等人，认购 876 万股，将实现进一步的员工激励。目前公司股权比较分散，前四大股东均为公司创始人或者高管，程小彦、陈劲光、屈振胜、李华共持有公司 27.47% 的股权，此次定增，公司高管认购其中近 60% 的份额，显示了管理层对公司未来发展的强烈信心。募集资金有助于改善公司财务状况，补充流动资金，将降低资产负债率、改善资产结构，有利于公司稳健经营，实现可持续发展。同时为下一步外延式发展做好铺垫。

1.2. 财务分析：业务规模迅速增长

公司业务规模增长迅速。2006 年公司营业收入仅为 5389 万元，归属净利润 996.9 万元，在 2013 年公司完成三家公司的收购后，收入实现大幅度增长，2014 年公司实现营业收入 10.59 亿元，同比增长 47.78%，归属净利润达到 8900.41 万元，同比增长 41.62%。在公司发展几年来，营业收入增长近 20 倍，复合增长率达到 45.10%，归属净利润增长近 9 倍，复合增长率 31.48%。公司业务规模增长迅速，处于行业领先地位。

图 4：2006-2015H1 公司收入与净利润情况（万元）

数据来源：wind，安信证券研究中心

图 5：营业收入结构变化（亿元）

图 6：2015H1 分业务毛利率结构

数据来源: wind, 安信证券研究中心

数据来源: wind, 安信证券研究中心

网络优化与网络建设是营业收入和利润的主要来源。在完成收购后,公司对原有业务进行了重新整合,目前四大主营业务包括网络优化、网络建设、网络维护及系统产品,业务结构更加清晰。分业务来看,网络优化与网络建设收入占比将近90%,是收入和利润的主要来源,其中网络优化业务营收和毛利占比均在60%左右。2015H1网络优化业务实现收入2.77亿元,同比增长18.08%,占总营业收入比例提高到61.83%,达到0.81亿元毛利润,占总毛利60%,网络建设业务实现1.25亿元的业务收入,同比增长40.57%,占总营业收入28%,贡献27%的毛利润。

公司毛利率水平持续下滑,目前稳定在30%左右。公司综合毛利率在2006年至2015年上半年呈现持续下滑态势,主要原因包括:(1)运营商降低自身成本需要,并且行业竞争激烈,价格竞争导致了主要业务毛利率的下降。(2)人员薪酬和原材料成本上升导致营业成本增长幅度远高于营业收入增速。(3)公司主要支撑业务网络优化与网络建设业务毛利率持续下滑,对公司综合毛利率有很大影响。另外,公司网络维护业务毛利率较高且开始回升,综合毛利率水平趋于稳定。

图7: 2006-2015H1 公司分业务毛利率变化

数据来源: wind, 安信证券研究中心

图8: 公司费用率变化

图9: 研发费用投入变化

数据来源: wind, 安信证券研究中心

数据来源: wind, 安信证券研究中心

公司控制费用能力较强,整体期间费用率并没有因营业收入增长而大幅增加,近两年费用率整体趋势下降。为迎合市场需求、保持技术和产品的先进性,公司加大LTE网络优化覆盖相关技术和产品的研发,研发费用增加致使管理费用率水平上升。同时因近年公司业务规模扩大资金需求增加,短期借款增多,导致财务费用增高,财务费用率走高,有望在增发补充资金后控制在较低水平。销售费用率略微上升主要因为公司全国市场开拓,市场份额增加,人员增加,相应薪酬费用增长。目前整体费用率在15%~20%之间,全年有望维持在较低水平。

公司应收账款金额较大且增幅较快,运营资金承压。随着公司业务规模迅速增长,公司应收账款余额增长较快且金额较大,2012年末、2013年末、2014年末和2015年中分别为57,280.17万元、83,738.38万元、122,565.59万元和117,811.79万元,2015H1公司经营产生的现金流量净额为-10,574.29万元,较上年同期减少14.47%。客户主要为电信运营商和通信主设备厂商信用较好,公司应收账款形成坏账的风险较小,但应收账款金额较大占用了公司较多营运资金。

表 2: 收购子公司业绩承诺 (万元)

收购标的	业绩承诺	2010	2011	2012	2013	2014	2015
明讯网络估值 22,171 万元	净利润	1,430	1,859	2,417	2,638.76	2861.83	3069
	增速					8.45%	7.24%
鑫众通信估值 26,478 万元	净利润		1,950	2,535	3,321.23	3,952.02	4,548.13
	增速					18.99%	15.08%
远利网讯估值 9800 万元	净利润				1,147.86	1,449.93	1,882
	增速					26.31%	29.80%
合计	净利润				7,107.85	8,263.78	9,499.13

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

业绩有望继续稳定增长。2015年上半年公司实现营业收入4.48亿元,较上年同期分别增长33.95%;发生期间费用及所得税费用合计9,308.12万元,较上年同期增长11.78%;研发投入2,588.59万元,较上年同期增长21.58%;营业利润3,351.48万元、归属净利润2,767.91万元,较上年同期分别增长13.94%和5.73%。公司收购的浙江明讯网络、上海鑫众通信、珠海远利网讯都有业绩承诺,按照承诺,2015年将完成业绩9499万,归属到上市公司净利润为9404万元,我们对公司全年业绩表现保持乐观。

2. 双重动力驱动业绩稳健增长

2.1. 通信技术服务行业景气度提升

国家政策支持通信技术行业快速发展。2013 年末,工信部正式向三大运营商发放 TD-LTE 制式的 4G 牌照;2015 年初,工信部向中国电信和中国联通发布 FDD 制式的 4G 牌照,我国 4G 网络建设进入高速发展阶段。2015 年 5 月 16 日,国务院办公厅下发《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》要求加快基础设施建设,大幅提高网络速率。计划 2015 年网络建设投资超过 4300 亿元,2016-2017 年累计投资不低于 7000 亿元。三大运营商资本支出持续保持高位,2014 年资本支出达到 3753 亿元,同比增长 11%,2015 年上半年,三大运营商共支出 1362 亿元,全年的计划支出合计为 4075 亿元,上半年仅完成全年计划的三分之一。

图 10: 三大运营商资本开支

数据来源: 运营商财报, 安信证券研究中心

图 11: 通信网络技术服务市场规模预测

数据来源：中国信息产业网，安信证券研究中心

4G 通信网络规模持续扩大，网络优化与维护行业将保持较高景气度。2010 年，我国移动通信基站数为 139.8 万个，到 2014 年，已增至 339.7 万个，年复合增长率为 24.85%。截止 2015 年 8 月，中国移动 4G 客户已达到 2.29 亿户，4G 基站建设已超过 94 万个，同时中国联通上半年新建基站 27.2 万个，基站总数达 83.7 万个。中国电信规划到 2015 年底将建设超 46 万个 LTE 基站。运营商 4G 网络的大规模建设对通信技术服务行业行程有效拉动。随着运营商业规模的扩大，对网络质量要求不断提升，对通信网络技术服务包括工程、维护、优化以及软件等内容的需求不断增加，通信网络技术服务市场将迎来巨大的发展。2014 年运营商无线支出总额达 1802 亿元，同比大增 41%。预计 2015 年为 4G 建设高峰，无线支出总额预计将近 1900 亿元。2016 年 4G 两种制式全国大范围的覆盖将基本完成，基站建设规模将放缓，存量基站数量大幅度增加，预计运营商 CAPEX 下降同时 OPEX 增加，鉴于网络优化行业的后周期性，行业景气度有望持续。

铁塔公司主要负责通信铁塔设施的统筹建设，以及电信基础设施共建共享的推进，同时为专注核心业务、降低营业成本，铁塔公司将其铁塔及铁塔相关附属设施的设计、优化及维护业务向社会公开发包。共建共享减少了新建铁塔的数量，但是在移动互联网快速发展的态势下，复杂的网络结构（2G/3G/4G 共存），迅速增长的数据流量，都要求铁塔公司在网络优化和网络运维方面进行持续投入。截止 2015 年 8 月底铁塔公司交付铁塔 27 万座，实际建设 7 万座，在减少近 20 万座基站建设的同时，对存量铁塔的改造优化和网络优化、运维的重要性增加，通信技术服务的市场规模有望持续增长。

我国拥有世界上规模最大、复杂度最高的移动通信网络，主要表现为基站数量多，用户数多且密集度高，2G、3G、4G 三代网络并用且多制式，主干网设备品牌多等方面。根据中国信息产业网预测，我国通信网络技术服务市场保持较快发展。2007-2014 年市场规模从 403.2 亿元发展到 1516.6 亿元，年复合增长率达 21%。预计到 2015 年我国通信网络技术服务市场规模将达到 1914.3 亿元。

2.2. 网优龙头综合竞争优势突出

运营商反腐后招标更加规模行业集中化趋势更加明显，华星创业技术和规模优势突出。为专注于核心业务，提升核心竞争力，降低运营成本，电信运营商及通信主设备厂商将部分网络建设、网络优化及网络维护外包给第三方专业技术服务提供商，且外包量呈上升趋势。通信技术行业公司数量较多、竞争激烈，目前国内从事网优的公司有 60-70 家，行业整体毛利率水平下滑。随着运营商在系统反腐后，网优和建设的项目招标会更加规范化、运营商外包管理模式由分散化趋向集中化，运营商对技术服务商的综合实力要求提高，通信网络技术服务行业进入成熟、规范、高效的专业化分工阶段，行业集中度逐步上升，市场份额和利润逐渐向具有品牌优势、项目管理水平和服务质量优势、技术优势、资金优势等综合实力强的企业集中。

华星创业总体收入和利润规模位居行业前列。除了中通服系，实力较强的网优企业基本都已上市或者被收购，其中 A 股上市的有 7 家，分别为华星创业、三维通信、奥维通信、宜通世纪、ST 元达、世纪鼎利、邦讯技术，而京信通信、星辰通信在香港上市。华星创业是业内少数几家业务覆盖区域较大的企业之一，目前业务已覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区。整体收入和利润规模直接反映了公司在行业中的地位或竞争力，从行业对比来看，7 家上市公司中，华星创业总体收入和利润规模位居行业前列。2014 年前三名分别为排名第一的华星创业营收 10.6 亿，第二名的宜通世纪营收 9.1 亿；第三名的三维通信营收 9 亿。利润规模来看，相较于其他同行业公司 2013 年产生较大亏损，华星创业历

年来保持盈利，利润规模同样位居行业前列。另外行业内大部分上市公司在 2014 年扭亏也印证了整体景气度的提升，除三元达几家公司都走出了 2013 年业绩大幅下滑的困境，实现了业务的快速增长。

图 12: 7 家公司整体收入排名 (亿元)

图 13: 7 家公司净利润排名 (万元)

数据来源: wind, 安信证券研究中心

数据来源: wind, 安信证券研究中心

网优行业龙头地位巩固，盈利能力突出。对比了整体收后我们来看下网优业务的规模排名，我们选取了两年网优业务数据披露完整的 5 家上市公司，进行对比分析。排名不变的是第一名华星创业，是典型的网优公司，第二、第三名和第三名分别是奥维通信、世纪鼎利、三维通信，宜通在公司内网优业务占比不到 10%，业务集中在一体化维护和工程，从总体第二名降到第五。从收入增长来看，华星通过收购实现了最快增长，增长率达到 47.78%。市场有越来越集中化趋势，像华星创业、世纪鼎利、宜通世纪等已上市、实力强的企业将越来越受到下游运营商和设备商客户的欢迎。华星创业 2015H1 网优业务实现收入 2.77 亿元，同比增长 18.08%，同时在行业整体毛利率水平下滑情况下，华星创业网络优化业务毛利率水平持续在行业中保持较高水平，2015H1 网优业务毛利率 29.46%，我们判断随着行业景气度提升和集中度提升整体毛利率企稳，甚至有望回升。

图 14: 5 家公司网优业务收入规模对比 (亿元)

图 15: 5 家公司网优业务毛利率对比

数据来源: wind, 安信证券研究中心

数据来源: wind, 安信证券研究中心

华星创业合同数量增长, 业绩稳定增长, 积极拓展海外市场。公司为三大运营商总部提供网络质量测评咨询服务, 并是中国移动广东、浙江、江苏、福建、安徽、湖南、四川、贵州、山西、新疆等省区的网络技术服务战略合作伙伴。公司 2015 年上半年在广东区域市场取得重大突破, 业务量快速增长。而在浙江等 8 个省份中标华为 2014-2017 无线网优框架, 为华为提供网络技术服务。2015 年初揭晓的中兴网优框架招标结果中, 公司亦中标了四川、辽宁等 8 个省份的网优服务框架。由于运营商和设备厂商的技术服务合同普遍是 2-3 年的框架, 因此公司在细分行业中的市场地位比较稳固。针对海外移动通信市场的广阔空间, 公司年初开始筹划海外市场业务, 经申请已获得《对外承包工程资质证书》。2015 年 7 月公司成立外协部, 公司依托与华为、中兴等设备商的合作, 开始向海外提供技术服务。

表 3: 2014-2015 年重大合同统计

时间	合同对象	合同金额	执行期限	合同项目	备注
2015 年 6 月	中国移动广东	6326.13 万元		广东移动传输管道施工公开招标项目框架标的合同	子公司远利网讯
2015 年 4 月	中国移动广东	7095 万元		网络代维技术服务框架协议	子公司鑫众通信
2015 年 3 月	中国移动广东	5737.96 万元	2015-2016 年	日常网络调整支撑服务项目框架采购合同	
2015 年 1 月	中国移动广东	5485 万元		驻地网工程施工及家宽初装一阶段服务公开招标项目框架标的合同	子公司鑫众通信
2014 年	华为	2.7 亿元	2014-2017	无线网优框架协议	子公司明讯网络
2014 年 10 月	中国移动广东	4,200 万元		网络工程室内覆盖及 WLAN 系统施工框架标的合同	子公司鑫众通信
2014 年 12 月	中国移动浙江	3,400 万元	2014-2015 年	网优第三方协维协优技术服务采购框架协议	
2014 年 6 月	中国移动广东	4349 万元		驻地网施工及家庭宽带初装一阶段服务框架标的合同	子公司远利网讯
2014 年 5 月	中国移动浙江	3,300 万元		建设工程施工框架合同 (室分/WLAN 施工)	子公司鑫众通信

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

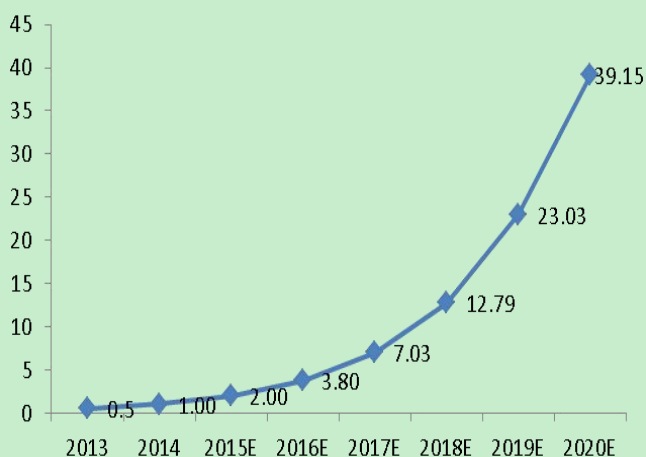
综合竞争力领先，有望受益于行业景气度复苏和市场集中度提升。从收入和净利润规模、产品市场竞争力、盈利能力等多方面来看，公司在业内综合竞争力领先。移动互联网的高速发展和未来 5G 技术的商用将延长行业高景气度持续期。运营商外包管理模式由分散化趋向集中化，运营商对技术服务商的综合实力要求提高。华星创业凭借强大的竞争力，有望受益于行业景气度复苏和市场集中度提升的双重利好。

3. 设立产业基金向 IDC 运营转型

公司坚持内生式增长与外延式扩张并进的发展战略，初步确定转型 IDC 运营。华星创业是以通讯服务业为主的企业，巩固主业的同时，公司在网络游戏、医疗信息、数字营销等领域都进行过探索发展新主业，尝试进行外延式收购。但公司对于跨界转型非常谨慎，不盲目追求热点，转型的方向也决定了未来发展的可持续性。结合公司自身业务和互联网行业的情况，最后选择做工具类的业务，决定向大数据和云计算方向发展。初步确定了大数据业务的发展三个层面：第一，IDC 数据中心运营。第二，企业应用和大数据。第三，基于以上的经营到生产工艺的物联网。从技术上来说，网络优化业务能够采集到运营商的大量数据，然后进行数据分析应用，一些网优类的公司已经在运营商大数据应用方面取得了突破。结合公司的技术储备、客户资源、人力资源，我们判断公司发展云计算和大数据业务，可以是网优业务的延伸，具有天然的优势和协同性。从传统网优切入大数据、云计算等业务，既能增强网优服务和产品的核心竞争力，又有机会向行业外输出大数据和云计算服务，带来新的利润增长点。

互联网和移动互联网的发展带来数据量指数裂变需求与数据中心供给线性增长，推动数据中心需求和价值提升。中国社会即将进入大数据、云计算时代，随着智能终端、可穿戴设备、智能家居、物联网设备以及基因测序的快速普及，每用户每天数据量需求量持续上升，这将带动数据存储和在线数据分析的需求呈现指数爆发，预计未来 8 年国内在线数据量的复合增长率将会达到 84%；而线性增长的数据中心供给年复合增长率只有 30%-40%，这使得数据中心需求和价值不断增加。目前来看，一线城市 IDC 供不应求，价值逐步提升；随着云计算启动，二、三线城市 IDC 建设弹性较大。一线城市是互联网公司、政企、高价值用户、国内互联网枢纽节点、国际出口所在，需求最大，性能最好，而 IDC 中关键要求土地、电力在一线城市最为稀缺，因此在一线城市拥有充足的 IDC 项目及储备就等于拥有了未来印钞机。随着云计算启动，二、三线城市 IDC 的增长弹性很大。

图 16：互联网上数据存储量未来 6 年增加到 20 倍



数据来源：IBM 商业研究院，安信证券研究中心

图 17：2013-2017 年中国数据中心行业收入规模（亿）

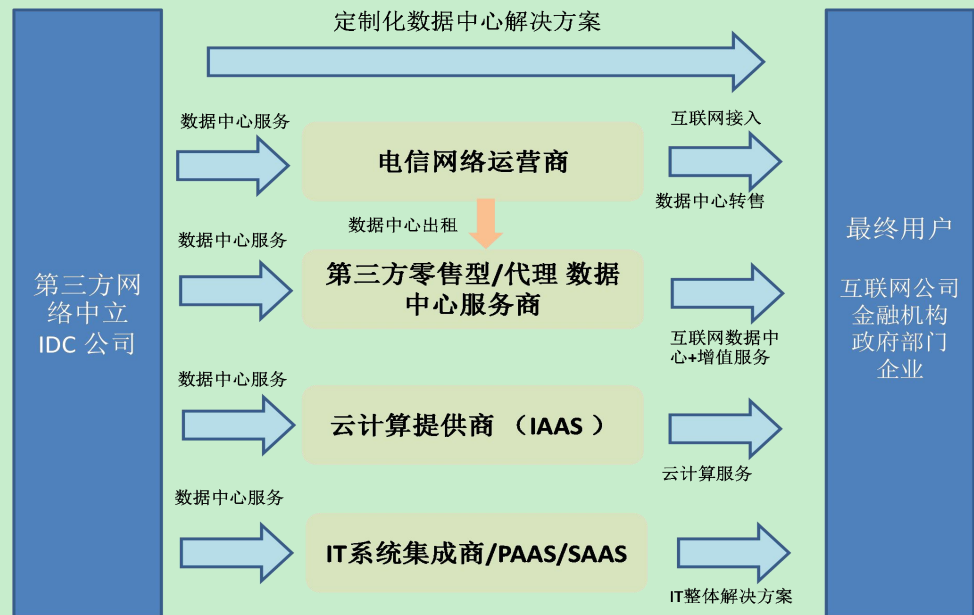


数据来源：IDC，安信证券研究中心

第三方数据中心增速远高于行业，华星与运营商长期合作资源将有助于其 IDC 业务的快速拓展。历史原因，IDC 主要市场份额由中电信、中联通掌握，4G 时代到来运营商投资向无线倾斜，并且控制数据中心投资，开始将各地分散 IDC 纳入集中建设，对市场供给

速度低于行业平均水平，第三方数据中心迎来大发展。国内的第三方网络中心的数据中心服务商的产业链结构包括产业链主要由基础网络电信运营商、网络中立的数据中心服务提供商（包括批发型数据中心服务商和零售型数据中心服务商）IaaS 服务商、IT 系统集成商/PaaS/SaaS 服务提供商和最终用户组成。华星创业凭借现有的运营商长期合作资源将有助于数据中心业务的发展，取得事半功倍的效果。

图 18：第三方网络中心数据中心行业产业链



数据来源：安信证券研究中心

产业基金设立完成，2016 年再次展开 IDC、大数据领域并购是大概率事件。前期由于标的并购时机及公司本身的现金流情况，公司决定终止筹划发行股份购买资产，变更为定增补充流动资金，同时也为下一步并购做准备。目前证监会已对公司定增申请予以受理。2015 年 9 月，公司与亚信华创等投资者设立专门为公司产业并购服务的投资基金完成工商登记，总规模 15 亿元，首期基金为 3-5 亿元，基金将围绕公司主业及发展方向，在通信服务及相关软硬件、IDC、SDN 网络、云计算服务、大数据等领域进行投资和并购。华星创业与亚信华创及其他投资者拟共同设立产业并购投资基金，利用各自的资源优势、运用其各种专业金融工具，提升华星创业对标的公司的筛选能力，放大华星创业的投资实力，以投资基金先期收购或参股标的公司，最终帮助华星创业通过并购重组等方式实现产业整合、外延式发展。我们认为公司通过并购基金在 2015 年下半年的运作，2016 年再次展开并购是大概率事件。

4. 盈利预测及估值

买入-B 投资评级，6 个月目标价 30 元。华星创业是网络优化领域的领先企业，行业中位居前三，主业增长稳健，同时积极向 IDC 及大数据等领域转型。我们预计公司 2015-2017 年净利润增速分别为 30.20%、34.24%和 31.76%，EPS 分别为 0.54 元、0.73 元和 0.96 元，对应 2015-2016 年估值分别为 27.53 倍和 20.51 倍。目前公司市值仅 30 亿，是通信行业中小市值公司中估值较低的标的，股价相比定增发行价格 17.13 元有较强的安全边际，若 IDC 转型成功，具有较大弹性。给予买入-B 投资评级，6 个月目标价 30 元，建议投资者积极关注。

表 4：华星创业盈利预测

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	512.17	626.91	716.42	1058.76	1461.08	1957.85	2506.05	3132.56
增速	112.20%	22.40%	14.28%	47.78%	38.00%	34.00%	28.00%	25.00%
净利润 (百万元)	37.93	28.02	62.85	89.00	115.88	155.56	204.97	265.85
增速	13.81%	-26.12%	124.29%	41.62%	30.20%	34.24%	31.76%	29.70%
毛利率	38.78%	37.43%	33.77%	31.07%	32.00%	31.00%	31.00%	31.00%
销售费用率	5.43%	5.33%	5.68%	3.92%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
管理费用率	15.07%	15.86%	12.24%	10.34%	11.00%	10.50%	10.50%	10.50%
财务费用率	0.52%	2.00%	1.83%	1.34%	2.84%	2.16%	1.90%	1.64%
净利率	7.41%	4.47%	8.77%	8.41%	7.93%	7.95%	8.18%	8.49%
ROE	12.00%	10.27%	9.45%	11.79%	13.67%	15.95%	17.94%	19.46%
EPS (元)	0.18	0.13	0.29	0.42	0.54	0.73	0.96	1.24

数据来源：wind，安信证券研究中心

表 5：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	市值 (亿)	EPS			PE			PB
			2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	最新财报
300050.SZ	世纪鼎利	47.65	0.20	0.53	0.71	95.50	36.26	26.95	2.39
002115.SZ	三维通信	37.58	0.03	0.25	0.35	269.91	36.85	26.05	4.08
300310.SZ	宜通世纪	79.26	0.21	0.38	0.53	164.95	92.20	65.72	11.38
300312.SZ	邦讯技术	44.23	0.06	0.41	0.65	460.67	67.53	42.73	5.62
002231.SZ	奥维通信	45.85	0.02	0.29	0.38	586.76	43.56	33.38	7.17
	均值					315.56	55.28	38.97	6.13
300025.SZ	华星创业	31.90	0.42	0.54	0.73	35.85	27.53	20.51	4.19

数据来源：wind，安信证券研究中心

5. 风险提示

- 1 运营商网络建设投入不达预期的风险
- 2 网络优化行业竞争加剧的风险
- 3 外延式发展不达预期的风险

财务报表预测和估值数据汇总(2015年10月07日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	716.4	1,058.8	1,461.1	1,957.9	2,506.0	成长性					
减:营业成本	474.5	729.8	993.5	1,350.9	1,729.2	营业收入增长率	14.3%	47.8%	38.0%	34.0%	28.0%
营业税费	9.5	18.4	58.4	78.3	100.2	营业利润增长率	35.1%	49.8%	2.7%	37.1%	32.2%
销售费用	40.7	41.5	73.1	97.9	125.3	净利润增长率	124.3%	41.6%	30.2%	34.2%	31.8%
管理费用	87.7	109.5	160.7	205.6	263.1	EBITDA 增长率	26.4%	40.9%	12.0%	28.2%	27.9%
财务费用	13.1	14.2	41.5	42.3	47.6	EBIT 增长率	29.3%	43.5%	24.5%	27.6%	28.0%
资产减值损失	17.3	36.2	21.9	29.4	37.6	NOPLAT 增长率	31.7%	34.3%	51.0%	25.5%	27.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	35.2%	38.0%	33.4%	30.9%	26.2%
投资和汇兑收益	-0.9	-0.2	-	-	-	净资产增长率	51.0%	11.8%	11.3%	14.7%	16.8%
营业利润	72.8	109.0	111.9	153.5	203.0	利润率					
加:营业外净收支	7.2	4.3	5.8	4.0	4.0	毛利率	33.8%	31.1%	32.0%	31.0%	31.0%
利润总额	80.0	113.3	117.7	157.5	207.0	营业利润率	10.2%	10.3%	7.7%	7.8%	8.1%
减:所得税	14.6	22.1	-	-	-	净利润率	8.8%	8.4%	7.9%	7.9%	8.2%
净利润	62.8	89.0	115.9	155.6	205.0	EBITDA/营业收入	14.1%	13.4%	10.9%	10.4%	10.4%
						EBIT/营业收入	12.0%	11.6%	10.5%	10.0%	10.0%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	14	11	13	17	18
货币资金	161.0	174.7	438.3	587.4	751.8	流动营业资本周转天数	311	286	298	307	319
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	444	411	434	452	461
应收帐款	786.8	1,173.9	1,561.2	2,092.0	2,677.7	应收帐款周转天数	328	323	326	327	334
应收票据	-	6.3	11.2	15.0	19.2	存货周转天数	30	18	17	18	18
预付帐款	3.6	3.9	4.9	6.3	8.0	总资产周转天数	549	510	513	516	515
存货	46.8	58.1	81.7	111.0	142.1	投资资本周转天数	415	385	377	371	372
其他流动资产	1.1	4.2	4.2	4.2	4.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.5%	11.8%	13.7%	15.9%	17.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.1%	5.3%	4.8%	5.0%	5.2%
长期股权投资	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0	ROIC	11.2%	11.1%	12.1%	11.4%	11.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	31.8	30.4	72.3	107.9	135.8	销售费用率	5.7%	3.9%	5.0%	5.0%	5.0%
在建工程	46.3	84.2	62.5	49.5	41.7	管理费用率	12.2%	10.3%	11.0%	10.5%	10.5%
无形资产	19.9	20.1	18.7	17.5	16.3	财务费用率	1.8%	1.3%	2.8%	2.2%	1.9%
其他非流动资产	163.3	168.9	177.0	180.8	185.4	三费/营业收入	19.7%	15.6%	18.8%	17.7%	17.4%
资产总额	1,272.6	1,729.6	2,437.1	3,176.6	3,987.3	偿债能力					
短期债务	164.5	314.9	823.1	1,237.5	1,671.9	资产负债率	45.6%	55.3%	64.7%	68.9%	71.1%
应付帐款	266.2	415.5	552.6	751.3	961.7	负债权益比	84.0%	123.6%	183.0%	221.7%	245.7%
应付票据	2.3	6.2	-	-	-	流动比率	1.85	1.60	1.39	1.33	1.30
其他流动负债	82.5	119.2	116.3	116.3	116.3	速动比率	1.77	1.53	1.34	1.27	1.25
长期借款	40.0	65.0	65.0	65.0	65.0	利息保障倍数	6.56	8.70	3.70	4.63	5.26
其他非流动负债	2.2	1.6	0.5	0.5	0.5	分红指标					
负债总额	580.9	955.9	1,576.0	2,189.1	2,833.9	DPS(元)	0.01	0.05	0.11	0.15	0.19
少数股东权益	34.4	33.8	35.6	37.6	39.6	分红比率	5.0%	12.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	214.3	214.3	214.3	214.3	214.3	股息收益率	0.1%	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%
留存收益	440.2	518.5	611.2	735.6	899.6						
股东权益	691.7	773.7	861.1	987.5	1,153.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.29	0.42	0.54	0.73	0.96
净利润	65.4	91.2	115.9	155.6	205.0	BVPS(元)	3.07	3.45	3.85	4.43	5.20
加:折旧和摊销	15.2	19.2	6.1	8.7	11.0	PE(X)	69.9	49.4	37.9	28.2	21.4
资产减值准备	17.3	36.2	21.9	29.4	37.6	PB(X)	6.7	5.9	5.3	4.6	3.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-23.9	-53.6	25.6	150.6	112.7
财务费用	12.4	13.4	14.4	41.5	42.3	P/S	6.1	4.1	3.0	2.2	1.8
投资损失	0.9	0.2	-	-	-	EV/EBITDA	30.6	34.1	33.3	28.0	23.6
少数股东损益	2.5	2.2	1.9	1.9	2.0	CAGR(%)	34.1%	31.4%	31.2%	29.9%	28.4%
营运资金的变动	-80.4	-236.7	-293.1	-370.4	-416.9	PEG	2.1	1.6	1.2	0.9	0.8
经营活动产生现金流量	10.0	-63.5	-105.9	-132.5	-113.8	ROIC/WACC	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2
投资活动产生现金流量	-68.6	-85.4	-30.0	-30.0	-30.0	REP	2.7	3.1	2.3	2.0	1.8
融资活动产生现金流量	62.1	136.5	428.6	340.9	345.8						

数据来源: 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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

李伟声明, 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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034