

2016年05月23日

华星创业 (300025.SZ)

收购公众信息，向互联网基础设施运营商转型

■收购光启旗下技术转化平台公司公众信息，切入驻地网运营与智慧社区服务领域。华星创业近期发布非公开发行方案，拟10亿收购深圳公众信息，同时配套融资10亿，扣除发行费用后，5亿用于公众信息广东省光纤接入建设项目，4.8亿元用于补充上市公司流动资金。公众信息系深圳光启高等理工研究院核心通讯技术转化平台公司，较早在广东地区从事智慧城市基础设施光纤接入网层面的投资、建设、运营服务及智慧社区增值服务。2013年深圳光启直接注资公众信息，并植入核心通信技术发明专利，为公司投建三网融合、光网城市、智慧社区提供技术保障。此次收购交易完成后，光启创新成为上市公司第三大股东。公众信息承诺，2016-2019年净利润数分别为不低于0.45亿、1.15亿、1.58亿和2.01亿元。

■光纤到户行业迎来新机遇，公众信息与运营商运营分成模式驱动业绩高速增长，智慧社区新商业模式取得良好效果。广东省经济和人口排名全国第一，而光纤宽带发展相对滞后，FTTH/O用户和端口占比排在第27和25位，宽带速率低于全国平均水平。广东政府对光纤宽带发展十分重视，制定了一系列具体规划。公众信息作为唯一非运营商的企业，被《广东省信息基础设施建设三年行动计划（2015-2017年）》列为八家广东省新增光纤接入用户计划参与单位之一。另一方面，运营商固网宽带业务竞争加剧，中国联通年报明确提出在驻地网互联网宽带接入领域引入民营资本，节省开支同时快速拓展宽带业务。公众信息依靠自身优势，与广东联通签订350万户光纤接入共建合作计划。目前各类合同覆盖用户超500万，预计2016年底累计竣工用户数有望达300万户，运营分成模式将带来较大业绩弹性。智能门禁系统、智能家居系统、融合光猫等软硬件结合提供智慧社区增值服务运营取得良好效果。

■资本运作注重协同效应，逐步由通信技术服务商延伸为通信、互联网基础设施运营商。华星创业在外延式发展过程中较为谨慎，更加注重协同和长远发展。2015年旗下并购基金收购专业的IDC服务商互联网港湾，IDC+SDN给客户弹性网络交付，并推出混合云的解决方案。公众信息和北京互联网港湾，与上市公司在业务市场之深度和广度上具有很强的互补性。公众信息可协助华星进一步拓展通信服务业务机会巨大的广东市场，上市公司利用自身技术优势和运营商的合作资源可协助标的公司在全国其他省市拓展光纤到户、IDC及其增值服务等业务。三大主体的合力之下，公司将从单一的基础移动通信业务服务，发展成为互联网基础设施运营服务商。公司公告显示，将在适当时候把互联网港湾注入上市公司，产业基金将继续围绕IDC、SDN网络、云计算和大数据等领域进行投资和并购。

■投资建议：华星创业通过资本运作积极进行转型升级，逐步由通信技术服务商延伸为通信、互联网基础设施运营商，在宽带接入和IDC运营服务领域有较大的成长空间。我们预计公司2016年-2018年的备考净利润分别为1.7亿、2.5亿和3.23亿，对应摊薄EPS分别为0.54元、0.79元、1.02元。给予买入-B的投资评级，6个月目标价为35.00元。

■风险提示：见报告内容

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

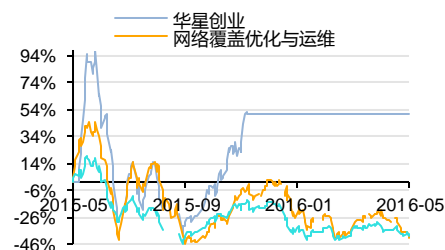
6个月目标价：35.00元

股价（2016-05-19）30.15元

交易数据

总市值(百万元)	6,460.10
流通市值(百万元)	5,231.26
总股本(百万股)	214.27
流通股本(百万股)	173.51
12个月价格区间	12.34/39.50元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.07	7.01	85.22
绝对收益	0.0	0.0	50.83

李伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080003
liwei3@essence.com.cn
010-83321038

陈宁玉

报告联系人

chenney@essence.com.cn
021-35082003

石泽葵

报告联系人

shizr@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

华星创业：业绩稳健增长，积极布局海外市场	2015-10-25
华星创业：业绩符合预期，网优龙头稳步增长	2015-10-16
华星创业：小市值网优龙头，IDC转型蓄势待发	2015-10-08
华星创业：业绩符合预期，积极推动转型战略	2015-08-20

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,058.8	1,281.5	1,850.6	2,512.9	3,051.5
净利润	89.0	108.5	170.0	250.8	323.5
每股收益(元)	0.42	0.51	0.54	0.79	1.02
每股净资产(元)	3.45	3.89	3.36	3.99	4.81
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	72.6	59.5	56.1	38.0	29.5
市净率(倍)	8.7	7.7	9.0	7.6	6.3
净利润率	8.4%	8.5%	9.2%	10.0%	10.6%
净资产收益率	11.8%	12.8%	16.0%	19.8%	21.2%
股息收益率	0.2%	0.1%	0.4%	0.5%	0.7%
ROIC	11.1%	9.9%	13.5%	14.9%	14.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 收购公众信息切入网络运营与智慧社区	4
2. 通信服务向互联网基础设施运营商战略转型	5
3. 驻地网运营与智慧社区	8
3.1. 公众信息简析	8
3.2. 光纤接入到智慧社区的市场机遇	9
3.3. 通信网络建设与运营协同效应明显	12
4. 产业基金收购互联港湾切入 IDC 运营	13
5. 盈利预测及投资建议	15
6. 风险因素	16

图表目录

图 1: 资本运作完善产业链	5
图 2: 2008-2015 年收入利润规模	5
图 3: 通信服务向互联网基础设施运营商延伸转型	6
图 4: 华星创业业务架构	6
图 5: 公众信息发展历程	8
图 6: 公众信息股权结构	8
图 7: 公众信息核心优势	9
图 8: 中国联通明确提出驻地网运营引入民营资本	9
图 9: 光纤到户行业市场机遇	10
图 10: 公众信息合作框架下三种模式包括	10
图 11: 云管端布局	11
图 12: 一体智能门禁	11
图 13: 2008-2017 年中国 IDC 市场规模	13
图 14: 第三方网络中心数据产业链	13
图 15: 互联港湾 IDC 领域新锐	14
图 16: 互联港湾 SDN 网络架构	14
表 1: 此次非公开发行具体方案	4
表 2: 此次交易完成前后华星创业重要股东变化	5
表 3: 华星创业盈利预测	15

1. 收购公众信息切入网络运营与智慧社区

再次启动资本运作，10亿收购公众信息。华星创业近期发布公告，终止2015年度非公开发行的事项改为非公开发行购买资产并募集配套资金。拟通过发行股份的方式购买深圳公众信息技术有限公司100%股权，交易价格为10.10亿元，股份发行价格为17.31元/股。同时，华星创业拟向不超过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10亿元，扣除2000万中介机构费用后，其中5亿元用于公众信息广东省光纤接入建设项目，不超过4.8亿元用于上市公司补充流动资金。

表 1：此次非公开发行具体方案

交易项目	详细介绍
交易标的	深圳公众信息技术有限公司100%股权
主营业务	智慧城市基础设施光纤接入网层面的投资、建设、运营服
交易对方	合众合投资、光启创新投资、星睿投资、享裕供应链、天元房地产、博通仁智、嘉兴达、永熙合众、佳信投资、东桐投资、利青、曹益、茅智华、张宏斌、舒瑞云、贺永法、杜倩、马辉申、濮健、陈霖合
交易金额	投前估值8亿，引入2亿增资，交易作价总计10.10亿，通过发行股份的方式支付对价，拟发行的股份总数为58,347,768股。
锁定期	博通仁智、佳信投资、东桐投资、茅智华等交易所获得的577,700股公司股份锁定期为三年，合众合投资、光启创新投资等交易获得的2,125,937股公司股份锁定期为12个月
配套融资	向不超过5名特定投资者发行股份募集配套资金，询价发行，配套资金总额不超过10亿元，在扣除2000万中介机构费用后，其中5亿元用于公众信息广东省光纤接入建设项目，不超过4.8亿元用于上市公司补充流动资金。
增发价格	换股发行价格确定为17.31元/股，配套融资询价发行
对赌业绩	2016-2019年净利润数分别为不低于4,518.90万、11,503.67万、15,752.89万及20,099.22万元，收购作价对应PE估值分别为22.35X/8.78X/6.41X。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

通过收购公众信息切入网络运营与智慧社区领域。公众信息成立于2011年，系深圳光启高等理工研究院核心通讯技术转化平台公司。众信息主营业务为社区信息化基础设施的投资、管理和维护，以社区光纤到户为主，并在此基础上为智慧社区增值服务提供解决方案。主要投资新建楼盘的光纤到户项目，并与2015年下半年开始参与广东省“城中村”光纤改造项目。目前，公众信息合同覆盖用户超过500万户，计划至2016年底累计竣工用户数300万户。

公众信息采用收益法评估结果8.08亿元。2016年4月，享裕供应链、博通仁智、佳信投资、东桐投资、茅智华、张宏斌、杜倩、马辉申、濮健、陈霖以2.1亿元货币资金向公众信息增资，最终收购交易作价为10.10亿元。

华星将业务领域从单一的基础移动通信业务服务拓展到互联网基础服务，产业布局更加全面。华星与公众信息的客户群均包括国内三大电信运营商，高度重合，在业务市场之深度和广度上具有很强的互补性。交易完成后，公众信息可协助华星创业进一步拓展业务机会巨大的广东市场，包括网络建设、网络优化和网络维护等；华星创业亦可协助公众信息在全国其他省市拓展光纤到户业务。公众信息业务现正处于快速发展阶段，交易对方承诺2016-2019年净利润数分别为不低于4,518.90万、11,503.67万、15,752.89万及20,099.22万元，收购并表将大幅增强上市公司盈利能力和可持续发展能力。

实际控制人未发生变更，光启系成为第三大股东。本次交易完成后，不考虑募集配套资金的

影响，程小彦持有公司 11.04%股份，仍为公司控股股东、实际控制人。作为一致行动人的交易对方合众合投资及星睿投资将合计持有公司 6.71%股份。公众信息二股东光启创新投资（刘若鹏持有光启创新投资 35.09%股份）将持有 5.35%华星创业股份，成为上市公司第三大股东，未来有望与光启在更多领域展开合作。

表 2：此次交易完成前后华星创业重要股东变化

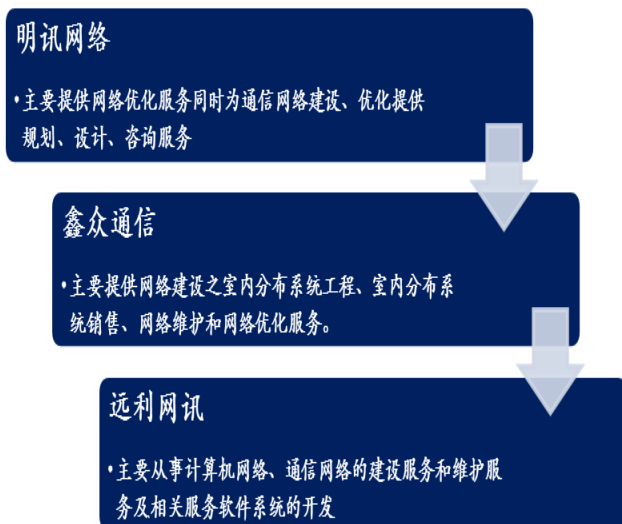
股东名称	交易前持股数	持股比例 (%)	交易后持股数	持股比例 (%)
程小彦	30,100,000	14.05	30,100,000	11.04
屈振胜	10,280,033	4.8	10,280,033	3.77
陈劲光	10,256,000	4.79	10,256,000	3.76
李华	8,255,200	3.85	8,255,200	3.03
合众合投资	-	-	14,597,615	5.35
光启创新投资	-	-	12,755,622	4.68
星睿投资	-	-	3,697,285	1.36
茅智华	-	-	3,466,204	1.27
享裕供应链	-	-	2,703,637	0.99
天元房地产	-	-	2,551,131	0.94

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 通信服务向互联网基础设施运营商战略转型

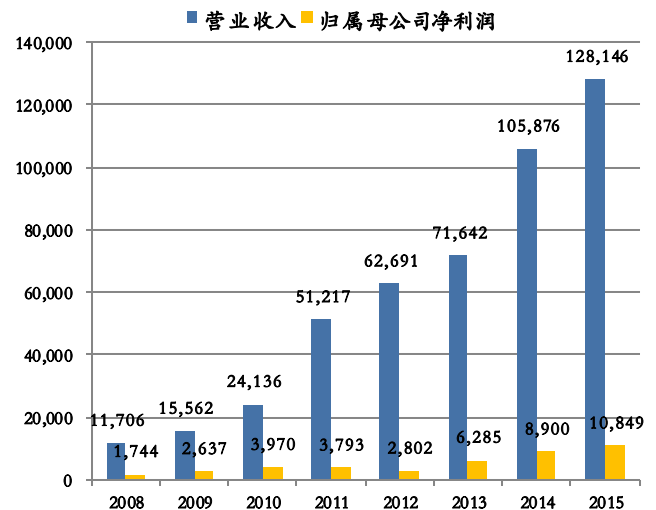
华星创业是网优行业龙头，业绩保持稳步增长。华星创业上市以来专注于通信技术服务领域，主要提供基础移动通信技术服务和相关产品的研发、生产和销售，业务主要包括移动通信网络建设、网络维护、网络优化和系统产品等。从已公布的收入数据显示，行业中位列前三的企业之一，提供的服务、销售的产品已覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区，是行业内服务区域最广的企业之一，地推能力强、基础好，是第三方网优行业龙头。

图 1：资本运作完善产业链



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：2008-2015 年收入利润规模



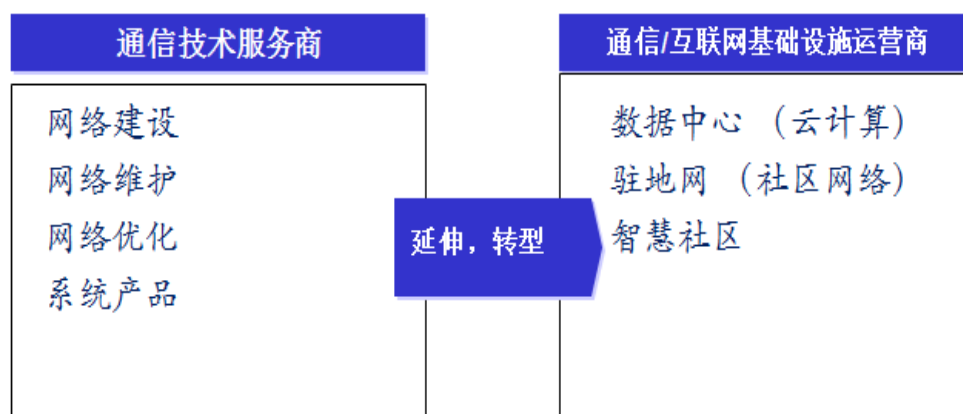
资料来源：WIND，安信证券研究中心

随着运营商 4G 网络大规模商用，网络容量继续扩大，网络也更为复杂，网络优化业务需求进一步增加。除了运营商客户，公司从华为、中兴设备商获得工程优化业务量有很大提升。进入铁塔公司设备商行列，提供围绕铁塔多制式多频段特点的产品（包括高品质无源器件、

POI、天线、有源设备等)，以满足铁塔公司建设及优化网络需求。2015 年公司通过与中兴合作，开拓了海外业务，目前业务范围覆盖 8 个国家，实现业务收入 874 万元。业务类型涉及网络工程安装、工程网优、网优及设计高端人员租赁等，成立了香港公司专门负责对接海外业务，其中是乌干达和菲律宾签署了整体项目承包合同，为后期海外业务拓展奠定了基础。

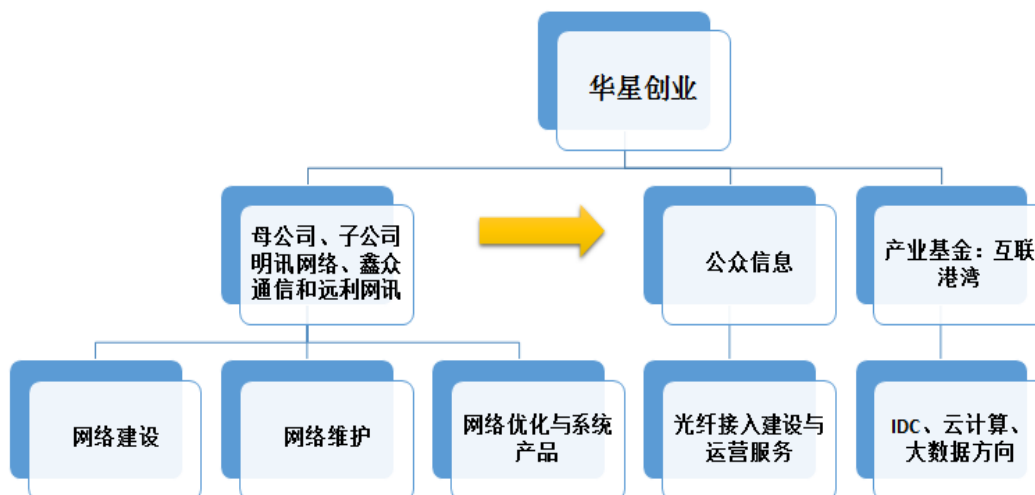
公司一直坚持内生式与外延式发展并进发展战略。华星创业 2009 年上市，围绕主业积极完善产业链和规模扩张，几次的并购成为了领先的一体化移动通信技术服务商，市场份额逐步提升。2008-2015 年，7 年时间实现 10 倍的营收增长，2015 年净利润首次突破了 1 亿元。

图 3：通信服务向互联网基础设施运营商延伸转型



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：华星创业业务架构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

逐步由基础通信技术服务商延伸为通信/互联网基础设施运营商。互联网快速发展推动网络基础设施逐步升级。华星创业专注于通信技术服务领域，对于通信行业和通信网络的理解深入，积累了深厚的技术和产业资源。考虑到传统产业的周期性和激烈市场竞争，依据自身优势，开始探索业务模式转变。2015 年 7 月，公司与专业投资机构共同设立专门为华星创业产业并购服务的投资基金，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。2015 年 12 月，深圳前海华星亚信投资合伙企业（有限合伙）收购互联港湾 51% 的股份完成交割。此次收购深圳公众信息技术有限公司，非公开

发行事项中止。标的主营业务为社区基础信息化建设的投资、管理和维护，并在此基础上为智慧社区增值服务提供解决方案。公司通过资本运作，开始向通信、互联网基础设施运营商延伸，从出售服务到网络运营。

3. 驻地网运营与智慧社区

3.1. 公众信息简析

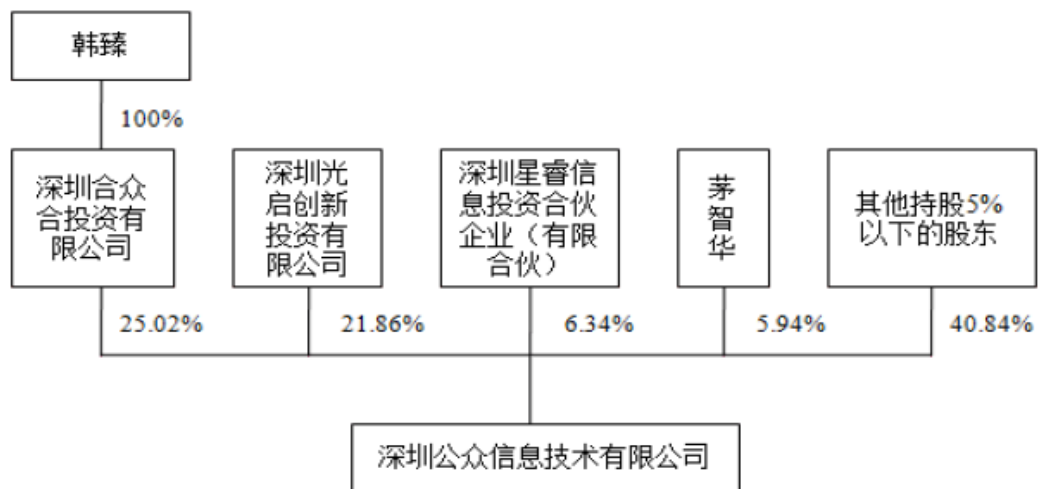
公众信息成立于 2011 年，系深圳光启高等理工研究院核心通讯技术转化平台公司。公司致力于宽带中国、光网城市、智慧社区、基础设施光纤接入网层面的投资与运营，以驻地网+、互联网+、物联网+、智能生活+为梯度，打造社区“T 网”平台高品质人居生活新生态圈。公司主营业务：为社区基础信息化建设的投资、管理、运营和维护，以社区光纤到户为基础，并在此基础上为智慧社区增值服务提供运营解决方案。公众信息主要投资新建楼盘的光纤到户项目，并与 2015 年下半年开始参与广东省“城中村”光纤改造项目。

图 5：公众信息发展历程



资料来源：公众信息官网，安信证券研究中心

图 6：公众信息股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

技术和资源优势：光启成立于 2010 年，是一家通过引领新兴技术革命为用户带来创新产品

解决方案及卓越体验的高科技公司，总部位于深圳。光启 300 位科学家在不同领域的数千项专利科研成果，为光网城市的实现提供了强大技术支持。作为行业先驱和行业领导者，公众信息开展的 UFA（Unified Fiber-Optic Access）融合光网接入公共平台项目，引进光启核心超级 Wi-Fi 无线互联系列专利技术，提供具有创新意义光纤到户一体化解决方案，是智慧社区得以实现的核心基础架构。在 2013 年深圳光启直接注资公众信息，并植入核心通信技术发明专利，为公司投建三网融合、光网城市、智慧社区提供技术保障。

图 7：公众信息核心优势



资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

图 8：中国联通明确提出驻地网运营引入民营资本



资料来源：中国联通年报，安信证券研究中心

先发优势和稳固的行业地位：公众信息较早在广东地区从事社区光纤到户的投资、管理和维护，在省内具有较高的知名度。经过几年发展，公众信息在广东市场赢得了较高的市场份额和良好的商业信誉，业务规模快速增长，市场占有率不断提高。获得了广东省政府的认可和大力支持。公众信息作为唯一非运营商的企业，被《广东省信息基础设施建设三年行动计划（2015-2017 年）》列为八家广东省新增光纤接入用户计划参与单位之一。

作为独立投资的第三方，承担城市光纤的投资、建设、维护、运营服务。公众信息作为非运营商参与光纤到户的业务模式符合通信行业向民间资本开放的政策导向，符合国家“不重复建设、保障平等接入、实现用户自由选择”的政策，是一种实现各方共赢的运营模式。项目实施全程及建后运营均施行专业标准化管理，充分保障运营商公平进入和业主自主选择，节约通讯基础设施资源，推动互联网+、智慧城市快速健康发展。

公众信息与电信运营商、社区、房地产开发商等合作方保持了良好的合作关系。中国联通为发展宽带业务明确提出引入民营资本：南方宽带主要是在驻地网的接入层，最后 1 公里进行合作，由第三方民营公司进行全额投入，联通与驻地网公司合作，根据收益率 5~7 年内双方收入分成，帮助联通在减少资本开支的情况加速拓展宽带业务。公众信息已与中国联通广东分公司签订了《广东联通宽固专业社会化合作战略框架协议》，就《广东省信息基础设施建设三年行动计划（2015-2017 年）》中要求由中国联通广东分公司承担的 350 万户光纤接入计划展开合作共建。公众信息与“城中村”较为集中的深圳龙岗、宝安等地区居委会签订光纤改造合作协议，协议覆盖户数已超过 80 万。公众信息与多家房地产开发商及北京市保障房住房建设投资中心就对方开发建设的多个楼盘签订了合作共建协议。目前，公众信息业务已覆盖北京、广州、深圳、东莞、佛山、中山、惠州、珠海等多地。

3.2. 光纤接入到智慧社区的市场机遇

近年来，国家大力推进“宽带中国”战略，而广东省作为经济大省光纤宽带发展相对滞后。广东省人口和 GDP 总量在全国各省中排名第一，通信网络业务需求巨大。根据《2015 年广东国民经济和社会发展统计公报》数据，2015 年广东省电信业务总量 3162 亿元，占全国总量的 13.66%。截至 2015 年 10 月，广东省宽带用户规模全国排名第一，每百人宽带用户数排名第二。但光纤宽带的发展相对滞后：《广东省未来宽带产业发展策略与政策实施研究》指出，截至 2015 年 10 月，广东省 FTTH/O 用户和端口占比则排在全国第 27 位和第 25 位。15Q4《中国宽带速率状况报告》显示，广东省忙闲时加权平均可用下载速度为 7.22Mbit/s，低于全国平均水平 8.34Mbit/s，全国排名 25 位。

广东省政府对全省的光纤宽带发展十分重视。《宽带广东发展规划（2014-2020 年）》提出，至 2020 年，全省光纤网络覆盖用户达到 8,000 万户。2015 年 10 月广东省政府出台的《广东省信息基础设施建设三年行动计划（2015-2017 年）》要求加快光纤网络建设：到 2017 年底，全省光纤接入用户三年累计新增 1,374 万户，其中 20Mbps 以上光纤接入用户占比 90%，50Mbps 以上光纤接入用户占比 50%，100Mbps 以上光纤接入用户占比 20%；光缆长度累计新增 26.8 万公里，光纤端口累计新增 2,550 万个，开通光纤入户业务的行政村累计新增 7,669 个。

图 9：光纤到户行业市场机遇

➤ 2015年光纤用户规模

2015年固定宽带接入用户

2.7 亿户

2015年光纤到户(FTTH)

0.7 亿户

2015年接入比例

25% 接入比

➤ 2020年光纤用户规模

2020年固定宽带接入用户

4 亿户

2020年光纤到户(FTTH)

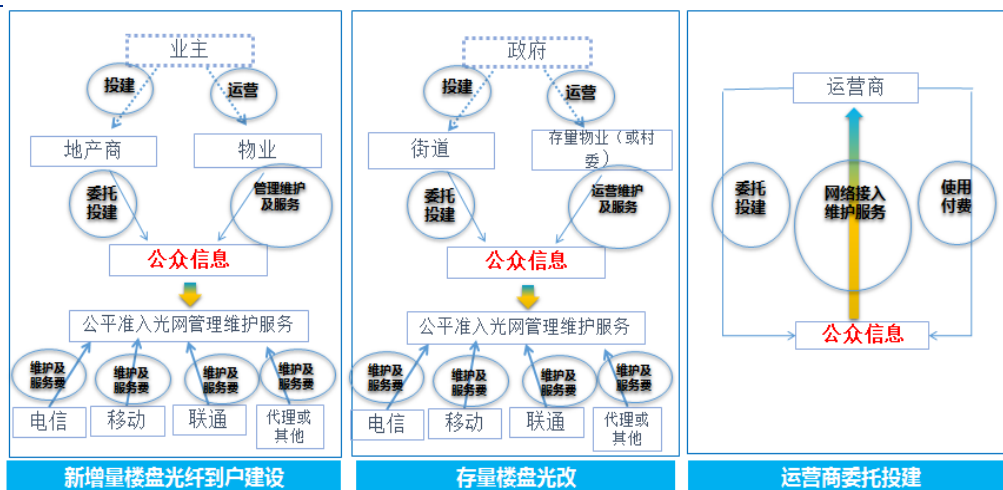
2.8亿户

2020年接入比例

70% 接入比

资料来源：CCID，安信证券研究中心

图 10：公众信息合作框架下三种模式包括



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公众信息目前主要参与广东地区社区光纤到户的投资、管理和维护，并在光纤到户基础上为智慧社区增值服务提供解决方案。投资建设光纤到户主要包括三种模式：存量居民社区光纤网络设施改造、城中村光纤改造及新建增量楼盘光纤到户建设和运营商共建模式。根据目前广东省三大电信运营商实际市场份额情况，中国联通、中国电信、中国移动市场份额相对比例（不考虑其他运营商）约分别为 30%、65%、5%，2016 年联通电信移动的 ARPU 值分别约为 60、100、80 元，代理模式下分成比例约为 60%、25%、40%，第三方合作模式下公众信息与第三方进行收入分成。

(1) **运营商共建模式**：公众信息与各地市电信运营商就其业务范围内多个小区签订合作共建协议，公众信息对该小区进行光纤改造，投资、管理和维护相关通信网络设施。公众信息委托有通信工程施工资质的企业进行施工。在割接完成后，公众信息根据其改造的、电信运营商在网用户所缴的通信费用与电信运营商按约定比例进行收入分成。公众信息拟与中国联通广东省分公司承担的 350 万光纤接入计划展开合作共建，投建、营装维等各项分成比例合计为 60%，2016 年单户 ARPU 值为 60 元，毛利率约 30%。

(2) **“城中村”改造模式**：分为代理模式及第三方合作模式，截至目前与深圳龙岗、宝安等地签订协议已覆盖居民超过 80 万户。公众信息与“城中村”居委会开展光纤改造合作，由公众信息负责在区域内光纤改造，负责对其投资的通信设施等相关资产进行管理和维护，并公平引入合法的电信运营商或其代理商。在此基础上，公众信息与电信运营商或其代理商进行收入分成。由第三方负责与居委会等相关单位的协调及公平引入电信运营商或其代理商，公众信息与该第三方进行收入分成。

(3) **新建楼盘共建模式**：与房地产开发商签订协议，针对开发商新建小区的光纤到户部分开展合作共建。公众信息负责小区内光纤到户的投资、管理和维护，并且负责向该小区公平引入电信运营商或其代理商，确保小区业主对各家电信运营商的通信产品拥有自由选择权。在此基础上，公众信息与电信运营商或其代理商进行收入分成。目前与华润置地、卓越置业、恒大、深圳中海等多家开发商及北京保障房住房建设投资中心就对方开发建设的多个楼盘签订了 300 多个合作共建协议，协议覆盖户数近 40 万。

(4) **智慧社区增值业务**：在社区光纤到户基础上，公众信息利用其对多个社区的覆盖优势及与社区物业的良好合作关系，和软硬件及内容提供商展开合作，为智慧社区提供物业公告发布、社区周边活动推广、家庭安全防范、交互式智能控制、WiFi 信号与光猫一体化等增值服务，解决方案包括智能门禁系统、智能家居系统、融合光猫产品等。

图 11：云管端布局



资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

图 12：一体智能门禁



资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

目前公众信息已与门禁硬件生产商、门禁增值内容运营商、物业公司分别签订合作协议，在部分居民社区内推广智能门禁系统，为社区居民提供物业公告、视频监控、活动推广、广告推送等服务。公众信息负责社区资源、网络建设及网络使用，合作方负责保障智能门禁的日常使用与增值内容运营。若智能门禁设备采购及投放由公众信息完成，则合作方向公众信息支付 135 元/台/月的服务费；若智能门禁设备采购及投放由合作方完成，则合作方向公众信息支付 50 元/台/月的服务费。

3.3. 通信网络建设与运营协同效应明显

公众信息 2014 年净利润亏损 636.11 万元，2015 年营收 38.49 万元，净利润亏损 6126.9 万元。主要因为 2015 年公众信息向核心团队做了股权激励，费用达 6000 多万元，直接影响了该公司的业绩。2014 年和 2015 年收入金额较小是因为公众信息在 2014 年和 2015 年主要投资新建楼盘的光纤到户项目。新建楼盘光纤网络设施竣工后，需经过房屋整体竣工、售楼、装修、入住等过程，业主才会开通宽带网络，周期较长，在报告期内尚未产生大量收入。

从行业背景和公司的竞争优势来看，未来处于快速成长期。2015 年 10 月，广东省为推动全省信息基础设施跨越式发展，出台了《广东省信息基础设施建设三年行动计划（2015-2017 年）》。公众信息作为唯一非运营商的企业，被该文件列为 8 家广东省新增光纤接入用户计划参与单位之一，承担了广东省部分光纤接入计划指标。2016 年 2 月，拥有光纤用户开发牌照的公众信息，与中国联通广东分公司签订了《广东联通宽固专业社会化合作战略框架协议》，就中国联通广东分公司承担的 350 万户光纤接入计划展开合作共建，与运营商按比例分成。目前公众信息合同覆盖用户超 500 万户，预计至 2016 年底累计竣工用户数有望达 300 万户。公众信息承诺，2016-2019 年净利润数分别为不低于 4,518.90 万、11,503.67 万、15,752.89 万及 20,099.22 万元。

华星与公众信息的客户群均包括国内三大电信运营商，高度重合。经过多年的发展，公司与三大运营商建立了良好的合作关系，也建立了全国性的销售、服务网络。公众信息目前业务范围主要在广东地区，在省内光纤到户领域具有较高的知名度，与当地电信运营商合作密切，而广东省又是各大运营商收入最高的省份之一。

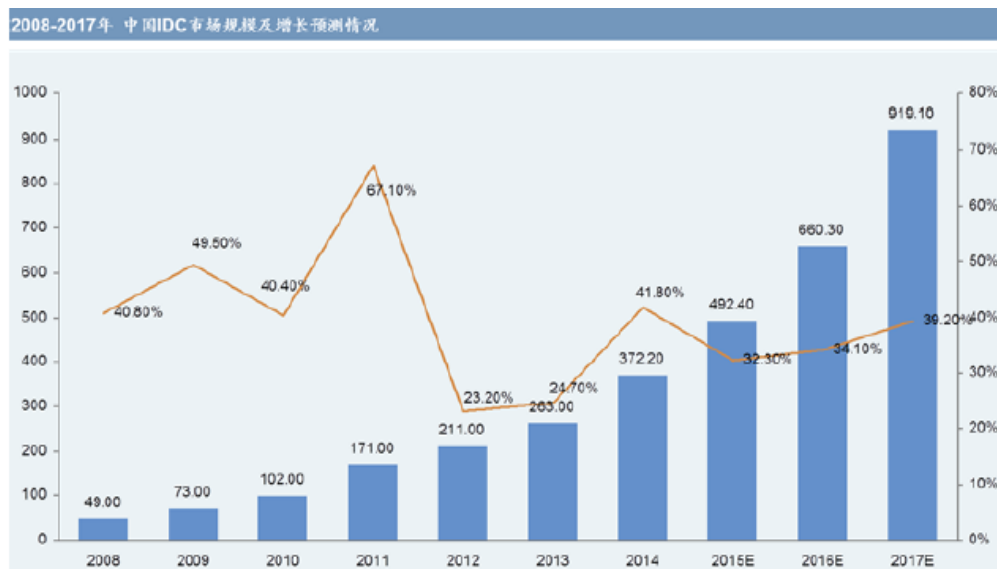
公司子公司鑫众通信主要提供网络建设之室内分布系统工程、室内分布系统销售、网络维护和网络优化服务。在业务开展过程中，鑫众通信与各个社区物业及当地电信运营商保持了良好的合作关系。鑫众通信可在其业务覆盖的省市协助公众信息拓展光纤到户业务及智慧社区业务。远利网讯在光纤到户项目的工程施工等方面能够开展广泛深入合作，这有利于推动公众信息业务向全国发展。

华星创业和公众信息在业务市场之深度和广度上具有很强的互补性。交易完成后，公众信息可协助华星创业进一步拓展业务机会巨大的广东市场，包括网络建设、网络优化和网络维护等；华星创业亦可协助公众信息在全国其他省市拓展光纤到户业务。同时公众信息也摆脱了依赖于自有资金滚动积累的发展模式，充分利用上市公司便捷融资等财务优势来迅速拓展业务，进一步提升公司盈利能力和整体竞争力。

4. 产业基金收购互联港湾切入 IDC 运营

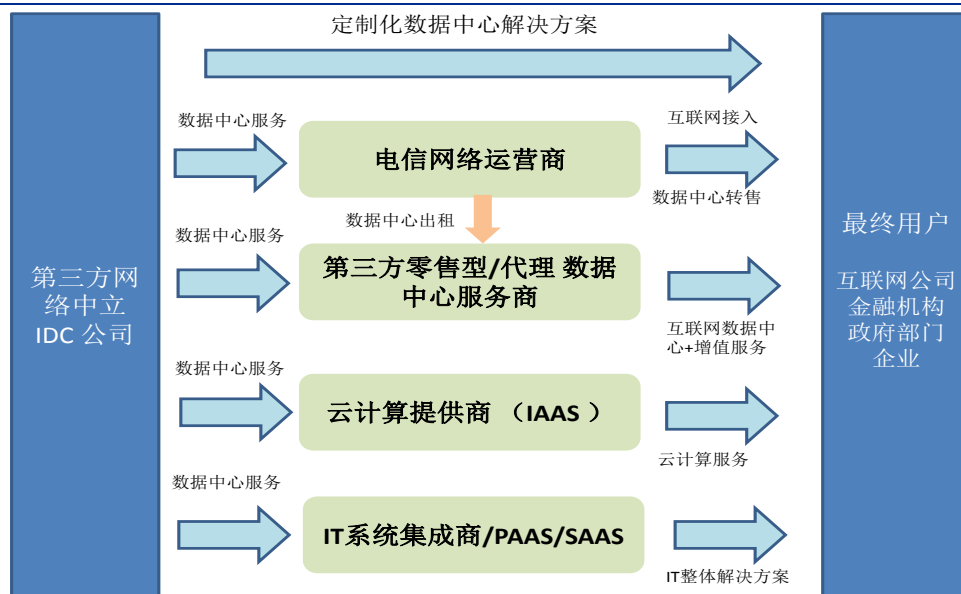
2015 年 9 月，公司与亚信华创等投资者设立专门为公司产业并购服务的投资基金完成工商登记，总规模 15 亿元，首期基金为 3-5 亿元，基金将围绕公司主业及发展方向，在通信服务及相关软硬件、IDC、SDN 网络、云计算服务、大数据等领域进行投资和并购。

图 13：2008-2017 年中国 IDC 市场规模



资料来源：中国 IDC 圈，安信证券研究中心

图 14：第三方网络中心数据产业链



资料来源：公开资料整理，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。从 IDC 市场来看，2008-2014 年，中国 IDC 市场规模增长了将近 8 倍，年均增长率超过 30%。根据中国 IDC 圈的预测，2015 年至 2017 年，中国 IDC 行业市场规模增速将保持在 30% 以上。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。

2015 年 12 月，产业并购基金收购互联港湾 51% 的股份完成交割。并购基金以 1.53 亿元收购互联港湾 51% 股权，收购标的业绩承诺：净利润 2015 年 2000 万，2016 年 3300 万，2017 年 4600 万。公司表示，未来会围绕互联港湾往云计算、大数据方向投资。

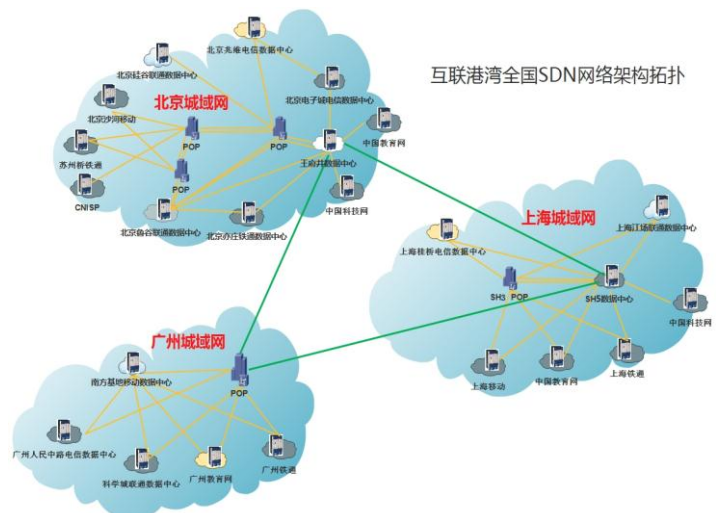
北京互联港湾科技有限公司成立于 2009 年，是一家专业从事互联网基础服务提供商的高新技术企业，主营业务为互联网数据中心服务（IDC 及其增值服务）以及云计算技术服务。现有员工 100 多名，研发以及技术人员占总人数 60% 左右。主要客户包括互联网、电商、游戏、APP 等，大概客户数 200 多家。比如网宿、YY、美团、陌陌等。

图 15: 互联港湾 IDC 领域新锐



资料来源：互联港湾官网，安信证券研究中心

图 16: 互联港湾 SDN 网络架构



资料来源：互联港湾官网，安信证券研究中心

互联港湾拥有全网 IDC、ISP 牌照，同时互联港湾还是 CNNIC 和 APNIC 会员单位，拥有独立的 IP 地址段及 AS 号。通过与中国联通、中国电信、中国移动、中国铁通、科技网、教育网等各大电信运营商的长期紧密合作，公司整合了各大运营商的优势资源，为客户提供优质网络服务。作为专业 IDC 服务商，公司运营了超过 10 个 A 类数据中心，目前在北上广共有超过 2000 个机柜，带宽总量超过 200G。同时还向客户提供多元化增值服务，如负载均衡、全国分布式组网、智能 DNS 服务、网络安全服务、私有云及混合云解决方案服务。互联港湾的 IDC+SDN 服务可提供给客户弹性网络交付，解决了用户的互联互通及南北互通问题，解决客户异地灾备网络能力。目前已经在北京、上海、广州拥有自主的独立的 BGP 网络，在全国拥有 MPLS 骨干网。

华星创业通过产业基金并购互联港湾布局 IDC 领域，未来会围绕互联港湾往云计算、大数据方向投资。凭借华星创业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。公司表示在恰当的时候，将会把互联网港湾注入上市公司。

5. 盈利预测及投资建议

华星创业在外延式发展过程中较为谨慎，更加注重协同和长远发展。2015 年旗下并购基金收购专业的 IDC 服务商互联网港湾，IDC+SDN 给客户弹性网络交付，并推出混合云的解决方案。公众信息和北京互联港湾，与上市公司在业务市场之深度和广度上具有很强的互补性。公众信息可协助华星进一步拓展通信服务业务机会巨大的广东市场，上市公司利用自身技术优势和运营的合作资源可协助标的公司在全国其他省市拓展光纤到户、IDC 及其增值服务等业务。三大主体的合力之下，公司将从单一的基础移动通信业务服务，发展成为互联网基础设施运营服务商。公司表示将在适当时候，将互联网港湾注入上市公司，产业基金将继续围绕 IDC、SDN 网络、云计算和大数据等领域进行投资和并购。

买入-B 投资评级，6 个月目标价 35.00 元。华星创业通过资本运作积极进行转型升级，逐步由通信技术服务商延伸为通信、互联网基础设施运营商，在宽带接入和 IDC 运营服务领域有较大的成长空间。我们预计公司 2016 年-2018 年的备考净利润分别为 1.7 亿、2.5 亿和 3.23 亿，对应摊薄 EPS 分别为 0.54 元、0.79 元、1.02 元。给予买入-B 的投资评级，6 个月目标价为 35.00 元。

表 3：华星创业盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2018E
营业收入（百万元）	626.91	716.42	1058.76	1281.46	1850.60	2512.90	3051.53	3605.40
增速	22.40%	14.28%	47.78%	21.03%	44.41%	35.79%	21.43%	18.15%
净利润（百万元）	28.02	62.85	89.00	108.49	169.97	250.79	323.52	395.98
增速	-7.23%	124.29%	41.62%	21.90%	56.67%	47.55%	29.00%	22.40%
毛利率	37.43%	33.77%	31.07%	28.64%	31.49%	31.86%	32.39%	32.63%
销售费用率	5.33%	5.68%	3.92%	3.42%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
管理费用率	15.86%	12.24%	10.34%	9.56%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
财务费用率	2.00%	1.83%	1.34%	1.66%	2.02%	1.46%	1.35%	1.26%
净利率	4.47%	8.77%	8.41%	8.47%	9.18%	9.98%	10.60%	10.98%
ROE	10.27%	9.45%	11.79%	12.82%	15.99%	19.79%	21.17%	21.35%
EPS（元）	0.13	0.29	0.42	0.51	0.54	0.79	1.02	1.25

资料来源：wind 资讯，安信证券研究中心

6. 风险因素

- 1.收购尚未完成的风险；
- 2.并购标的业绩不达预期的风险；
- 3.配套融资未能实施或低于预期的风险；
- 4.业务整合风险；
- 5.传统业务竞争加剧的风险

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,058.8	1,281.5	1,850.6	2,512.9	3,051.5	成长性					
减:营业成本	729.8	914.4	1,267.9	1,712.4	2,063.2	营业收入增长率	47.8%	21.0%	44.4%	35.8%	21.4%
营业税费	18.4	11.5	74.0	100.5	122.1	营业利润增长率	49.8%	18.0%	29.0%	49.8%	29.3%
销售费用	41.5	43.8	92.5	125.6	152.6	净利润增长率	41.6%	21.9%	56.7%	47.5%	29.0%
管理费用	109.5	122.5	185.1	251.3	305.2	EBITDA 增长率	40.9%	17.5%	28.0%	39.0%	26.6%
财务费用	14.2	21.3	37.3	36.6	41.3	EBIT 增长率	43.5%	21.7%	35.6%	40.3%	27.1%
资产减值损失	36.2	39.7	27.8	37.7	45.8	NOPLAT 增长率	34.3%	22.8%	61.5%	38.4%	26.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	38.0%	18.6%	24.9%	31.8%	27.2%
投资和汇兑收益	-0.2	0.4	-	-	-	净资产增长率	11.8%	9.1%	27.3%	18.9%	20.4%
营业利润	109.0	128.7	166.0	248.7	321.5	利润率					
加:营业外净收支	4.3	1.3	5.8	4.0	4.0	毛利率	31.1%	28.6%	31.5%	31.9%	32.4%
利润总额	113.3	130.0	171.8	252.7	325.5	营业利润率	10.3%	10.0%	9.0%	9.9%	10.5%
减:所得税	22.1	21.8	-	-	-	净利润率	8.4%	8.5%	9.2%	10.0%	10.6%
净利润	89.0	108.5	170.0	250.8	323.5	EBITDA/营业收入	13.4%	13.0%	11.6%	11.8%	12.3%
						EBIT/营业收入	11.6%	11.7%	11.0%	11.4%	11.9%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	11	30	36	28	24
货币资金	174.7	242.4	555.2	753.9	915.5	流动营业资本周转天数	286	302	291	315	335
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	411	451	438	456	477
应收帐款	1,173.9	1,406.2	1,977.4	2,685.0	3,260.5	应收帐款周转天数	323	350	321	325	342
应收票据	6.3	1.5	14.2	19.3	23.4	存货周转天数	18	20	18	18	18
预付帐款	3.9	5.8	7.1	8.8	10.9	总资产周转天数	510	552	517	515	529
存货	58.1	81.6	104.2	140.7	169.6	投资资本周转天数	385	403	340	323	343
其他流动资产	4.2	51.5	51.5	51.5	51.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	3.0	-	-	-	ROE	11.8%	12.8%	16.0%	19.8%	21.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.3%	4.9%	5.5%	6.2%	6.7%
长期股权投资	5.0	34.7	5.0	5.0	5.0	ROIC	11.1%	9.9%	13.5%	14.9%	14.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	30.4	184.1	187.2	198.7	211.4	销售费用率	3.9%	3.4%	5.0%	5.0%	5.0%
在建工程	84.2	0.1	12.1	19.2	23.5	管理费用率	10.3%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
无形资产	20.1	13.7	12.8	11.9	11.1	财务费用率	1.3%	1.7%	2.0%	1.5%	1.4%
其他非流动资产	168.9	175.6	185.1	190.5	197.0	三费/营业收入	15.6%	14.6%	17.0%	16.5%	16.4%
资产总额	1,729.6	2,200.2	3,111.6	4,084.5	4,879.4	偿债能力					
短期债务	314.9	507.0	823.1	1,237.5	1,671.9	资产负债率	55.3%	61.6%	61.7%	65.2%	66.3%
应付帐款	415.5	608.0	705.2	952.4	1,147.5	负债权益比	123.6%	160.7%	160.9%	187.1%	196.3%
应付票据	6.2	4.0	-	-	-	流动比率	1.60	1.36	1.61	1.56	1.49
其他流动负债	119.2	139.0	122.5	122.5	122.5	速动比率	1.53	1.30	1.55	1.50	1.43
长期借款	65.0	45.0	45.0	45.0	45.0	利息保障倍数	8.70	7.05	5.45	7.79	8.79
其他非流动负债	1.6	0.7	-0.0	-0.0	-0.0	分红指标					
负债总额	955.9	1,356.4	1,728.6	2,390.1	3,019.6	DPS(元)	0.05	0.02	0.11	0.16	0.20
少数股东权益	33.8	9.7	11.5	13.4	15.5	分红比率	12.0%	3.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	214.3	214.3	316.5	316.5	316.5	股息收益率	0.2%	0.1%	0.4%	0.5%	0.7%
留存收益	518.5	613.6	746.6	947.2	1,206.1						
股东权益	773.7	843.8	1,074.6	1,277.2	1,538.0						

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
净利润	91.2	108.2	170.0	250.8	323.5	EPS(元)	0.42	0.51	0.54	0.79	1.02
加:折旧和摊销	19.2	17.3	10.8	12.2	13.8	BVPS(元)	3.45	3.89	3.36	3.99	4.81
资产减值准备	36.2	39.7	27.8	37.7	45.8	PE(X)	72.6	59.5	56.1	38.0	29.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.7	7.7	9.0	7.6	6.3
财务费用	13.4	14.4	22.2	37.3	36.6	P/FCF	-78.8	152.8	-41.5	-157.5	60.3
投资损失	0.2	-0.4	-	-	-	P/S	6.1	5.0	5.2	3.8	3.1
少数股东损益	2.2	-0.3	1.9	1.9	2.0	EV/EBITDA	34.1	42.9	48.7	36.4	29.9
营运资金的变动	-236.7	-184.7	-536.0	-509.2	-421.9	CAGR(%)	40.4%	44.4%	32.1%	25.2%	21.6%
经营活动产生现金流量	-63.5	34.9	-288.3	-169.9	4.4	PEG	1.8	1.3	1.7	1.5	1.4
投资活动产生现金流量	-85.4	-104.7	2.7	-30.0	-30.0	ROIC/WACC	1.2	1.0	1.4	1.6	1.5
融资活动产生现金流量	136.5	153.2	324.0	327.5	328.4	REP	3.2	4.5	3.8	2.7	2.3

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 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	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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	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
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034