

恒为科技 (603496)

公司研究/调研简报

网络可视化具独特性，短期增长与长期空间俱佳

调研报告/计算机

2017 年 09 月 28 日

一、事件概述

近日我们对公司进行了调研，与公司高管就经营情况及发展方向进行了交流。

二、分析与判断

➤ 围绕运营商提供网络可视化产品，软硬件结合技术优势明显

公司主营业务分为网络可视化基础架构和嵌入式与融合计算平台两方面。前者是指对宽带互联网、移动互联网等运营商网络进行流量数据采集、分流与分析等处理，使得网络运营商可以展开大数据运营、信息安全等业务，源自流量监控等技术。后者是指为流量、视频等处理平台、网络应用平台、嵌入式设备等提供可集成的核心硬件模组及解决方案。两个板块大体对应公司的软硬件产品与服务。通过 10 余年的积累，公司掌握实时网络处理、先进电信计算架构 (ATCA)、嵌入式智能平台、异构计算等核心技术。公司主要服务运营商客户，同时也面向政府和企业等市场。我们认为，公司是客户网络可视化的核心供应商，技术优势明显；同时，公司主业领域具备独特性，准入的技术门槛较高，因此处于较优的竞争格局中，有利于业务良性发展。

➤ 下游需求提升趋势未改，中短期业绩增速有望持续

公司公告显示，2015 年、2016 年和 2017 年上半年分别实现营收 2.1 亿、2.5 亿和 1.4 亿元，同比增长 34%、18% 和 22%；分别实现净利润 5133 万、6202 万元和 3391 万元，同比增长 59%、21% 和 9%。根据公司行业客户（运营商、政府等）特点，公司下半年尤其是四季度业绩占比一般较高，因此 2017 保持快速增长有望。我们认为，公司中短期业绩受下游大数据运营和信息安全需求的提升因素带动，将持续保持稳定增长。

➤ 未来受益于 5G 建设与网络安全投入，长期市场空间巨大

根据工信部、中国 IMT-2020 (5G) 推进组的工作部署以及三大运营商的 5G 商用计划，我国将于 2017 年展开 5G 网络第二阶段测试，2018 年进行大规模试验组网，并于 2019 年启动 5G 网络建设，最早 2020 年正式商用 5G 网络。同时，2017 年 6 月我国发布《网络安全法》，强化了网络安全在国民生活中的重要性。5G 网络的建设 and 网络安全投入的扩大将为公司新增广阔的市场空间。我们认为，公司业务所处行业具有明确的额长期利好因素，市场空间有望随着 5G 网络的铺开获得爆发性增长，公司作为细分领域领军企业将直接受益。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2017~2019 年 EPS 为 0.82 元、0.99 元和 1.22 元，当前股价对应 PE 分别为 45X、37X 和 30X。我们看好公司在运营商和政府网络大数据与安全管理独特环节的市场地位及未来增长空间，因此给予公司 2017 年 50~55 倍 PE，未来 6 个月的合理估值为 41.0~45.1 元，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示

新增项目不及预期；5G 网络升级进度不及预期；网络监控政策变化。

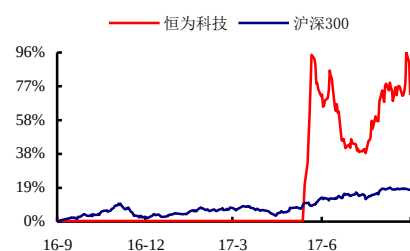
强烈推荐 首次评级

合理估值： 41.0—45.1 元

交易数据 2017-9-27

收盘价 (元)	36.42
近 12 个月最高/最低	39.19/20.36
总股本 (百万股)	100.00
流通股本 (百万股)	25.00
流通股比例 (%)	25%
总市值 (亿元)	36.42
流通市值 (亿元)	9.11

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郑平

执业证号： S0100516050001

电话： 010-85127506

邮箱： zhengping@mszq.com

研究助理：杨思睿

执业证号： S0100116110038

电话： 010-85127532

邮箱： yangsirui@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	248	335	425	601
增长率 (%)	18.0%	35.2%	26.9%	41.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	62	82	99	122
增长率 (%)	20.8%	32.0%	20.7%	23.6%
每股收益 (元)	0.62	0.82	0.99	1.22
PE (现价)	44.0	44.5	36.9	29.8
PB	10.0	9.6	7.6	6.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	248	335	425	601
营业成本	111	153	198	297
营业税金及附加	3	3	4	6
销售费用	9	11	14	21
管理费用	63	85	108	153
EBIT	61	83	100	124
财务费用	0	0	0	0
资产减值损失	3	0	0	0
投资收益	0	0	1	0
营业利润	59	83	101	125
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	65	90	108	131
所得税	3	8	9	9
净利润	62	82	99	122
归属于母公司净利润	62	82	99	122
EBITDA	65	85	104	128

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	108	155	192	226
应收账款及票据	93	126	168	232
预付款项	2	2	2	4
存货	101	117	157	235
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	307	405	525	705
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	59	77	83	90
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	67	83	85	90
资产合计	374	488	610	795
短期借款	22	22	22	22
应付账款及票据	66	79	106	158
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	100	132	156	218
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2
负债合计	102	134	158	220
股本	75	100	100	100
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	272	354	453	575
负债和股东权益合计	374	488	610	795

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	18.0%	35.2%	26.9%	41.4%
EBIT 增长率	17.8%	34.7%	21.4%	23.9%
净利润增长率	20.8%	32.0%	20.7%	23.6%
盈利能力				
毛利率	55.0%	54.3%	53.4%	50.6%
净利润率	25.0%	24.4%	23.2%	20.3%
总资产收益率 ROA	16.6%	16.8%	16.2%	15.4%
净资产收益率 ROE	22.8%	23.1%	21.8%	21.2%
偿债能力				
流动比率	3.1	3.1	3.4	3.2
速动比率	2.1	2.2	2.4	2.2
现金比率	1.1	1.2	1.2	1.0
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	93.6	96.4	96.6	95.5
存货周转天数	297.6	280.0	289.8	289.1
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.8	1.0	1.2
每股净资产	3.6	3.5	4.5	5.7
每股经营现金流	0.8	0.6	0.4	0.3
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	44.0	44.5	36.9	29.8
PB	10.0	10.3	8.0	6.3
EV/EBITDA	41.0	30.5	24.7	19.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	62	82	99	122
折旧和摊销	4	3	3	4
营运资金变动	(10)	(20)	(59)	(84)
经营活动现金流	57	58	36	35
资本开支	3	12	(1)	1
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(3)	(12)	2	(1)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	3	0	0	0
筹资活动现金流	(7)	0	0	0
现金净流量	48	46	37	34

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师，中央民族大学创业导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

杨思睿，计算机组组长。华中科技大学计算机博士，北京大学信息科学博士后，香港科技大学访问学者；2010年起任英特尔中国研究院高级研究科学家，2016年加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。