

天海投资（600751）

公司研究/简评报告

依海航获行业云先发优势，携英迈切公有云市场

简评报告/计算机

2017 年 11 月 20 日

一、事件概述

近期，公司在上海召开了以“未来，应云而生”为主题的发布会，发布了全新的云服务平台海航云集市。

二、分析与判断

➤ 一站式服务、性价比、全球化资源方面在国内公有云市场具备优势

公司是海航旗下布局科技领域的重要平台，2016 年以约 60 亿美元价格收购全球最大的 IT 分销商、世界 500 强企业英迈（IMI），并于当年 12 月 7 日完成交易。相比竞争对手，英迈具备高自动化程度的技术平台，于 2013 年成立了英迈云计算技术子公司，有超 1200 人的专家团队。云集市产品已落地 44 个国家和地区，年收入近 4 亿美金。

国内公有云市场有竞争力的厂商包括阿里、腾讯、华为等，海外云产品在国内份额占比较小，具备较大的提升空间。公司的云集市产品在一站式服务（硬件、软件、金融服务、物流等）、性价比和全球化资源等方面和国内领先厂商相比有望保持一定的优势。

我国的公有云市场处于快速增长的上升期。据 Gartner 报告显示，预计 2020 年全球公有云市场将达 1950 亿美元，年复合增长率达 19%。IDC 数据进一步显示，2016 年中国公有云市场的规模约为 150 亿元，预计 2020 年将达到 350 亿元，年复合增长率为 24%，高于全球增长率。借助海航渠道，英迈云技术以“云集市”的形式进入中国，是海外云产品在国内市场的突破，有望从竞争对手处切分日益增长的市场蛋糕。

➤ 海航云以海航集团大数据为依托，垂直行业云优势明显

围绕内生优势，公司已经推出数字航旅、金融科技、新零售和智慧物流 4 个云产品，并以技术支持的方式参与到旅游平台 HiApp 等 C 端产品中。

数据是云服务的重要前提，海航集团拥有广泛的航运、酒店、物流、金融服务等资产，为公司打造相关云产品提供了充分的数据资源。同时，在航旅等细分领域的深耕有助于公司了解和发掘客户需求，构筑互联网企业进入该领域的护城河。以 OTA 为例，包括携程、飞常准等第三方服务商均依赖海航的数据接口提供服务。在集团内部数据打通的大趋势下，公司的云服务有望获得数据规模、细分数据类型等方面的独家优势。

➤ 看好上游成本控制助力千亿级营收规模的利润转化

借助于英迈的分销业务，公司 2017 年前三季度实现营收 2239 亿元，扣非净利润 5.4 亿元，同比分别增长 14 倍和 7 倍。IT 分销市场毛利率水平较低，按 2015 年财报数据计算，英迈的净利润率约 0.5%，相对于竞争对手 TechData（1%）等仍存在提升空间。随着其借助海航资源在渠道、物流等方面的成本控制，以及行业中上游产品（如存储器等）的降价趋势持续，公司利润转化率有望提高。

三、盈利预测与投资建议

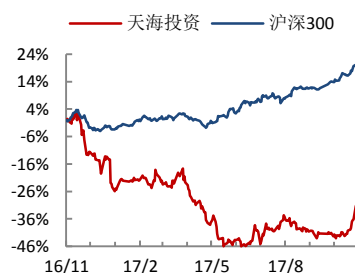
强烈推荐 维持评级

合理估值：8.75—10.0 元

交易数据 2017-11-17

收盘价（元）	7.50
近 12 个月最高/最低	10.58/5.69
总股本（百万股）	2899.34
流通股本（百万股）	1971.18
流通股比例（%）	68%
总市值（亿元）	217.45
流通市值（亿元）	147.84

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

1、《天海投资（600751）深度报告：并购浪潮中的天海投资》20170523

预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.25、0.31 和 0.36 元，当前股价对应的 PE 分别为 30X、24X 和 21X。基于行业云业务场景可靠性及英迈的行业地位，我们看好公司转型成功预期，给予公司 35~40 倍估值，未来 6 个月合理价位为 8.75~10.0 元，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示

云业务落地进度不及预期；议价能力下滑；汇率变动影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	37,561	209,868	233,154	261,708
增长率（%）	5115.5%	458.7%	11.1%	12.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	322	727	902	1,033
增长率（%）	30.3%	126.0%	24.1%	14.6%
每股收益（元）	0.11	0.25	0.31	0.36
PE（现价）	68.2	29.9	24.1	21.0
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

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	37,561	209,868	233,154	261,708
营业成本	35,008	187,958	208,437	233,744
营业税金及附加	9	341	216	334
销售费用	374	2,225	2,396	2,732
管理费用	1,698	18,363	20,634	23,030
EBIT	472	981	1,470	1,868
财务费用	38	0	0	0
资产减值损失	48	0	0	0
投资收益	168	100	50	20
营业利润	621	1,081	1,520	1,888
营业外收支	30	0	0	0
利润总额	651	1,097	1,543	1,907
所得税	242	291	491	629
净利润	409	807	1,052	1,278
归属于母公司净利润	322	727	902	1,033
EBITDA	634	1,969	2,407	3,385

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	9042	40794	(422)	10570
应收账款及票据	44347	86261	117136	119525
预付款项	2805	11073	14489	15009
存货	26929	36978	60594	56968
其他流动资产	577	577	577	577
流动资产合计	85835	182343	198465	210057
长期股权投资	2348	2348	2348	2348
固定资产	2584	3809	5647	7179
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	32131	30146	42976	47844
资产合计	117966	212488	241441	257901
短期借款	2210	2210	2210	2210
应付账款及票据	49725	95672	127492	130974
其他流动负债	323	323	323	323
流动负债合计	63770	157486	185386	200568
长期借款	27043	27043	27043	27043
其他长期负债	10088	10088	10088	10088
非流动负债合计	37131	37131	37131	37131
负债合计	100901	194616	222517	237699
股本	2899	2899	2899	2899
少数股东权益	4296	4376	4526	4771
股东权益合计	17066	17872	18924	20202
负债和股东权益合计	117966	212488	241441	257901

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	5115.5%	458.7%	11.1%	12.2%
EBIT 增长率	1282.4%	107.8%	49.8%	27.1%
净利润增长率	30.3%	126.0%	24.1%	14.6%
盈利能力				
毛利率	6.8%	10.4%	10.6%	10.7%
净利润率	0.9%	0.3%	0.4%	0.4%
总资产收益率 ROA	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
净资产收益率 ROE	2.5%	5.4%	6.3%	6.7%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.2	1.1	1.0
速动比率	0.9	0.9	0.7	0.8
现金比率	0.2	0.3	0.0	0.1
资产负债率	0.9	0.9	0.9	0.9
经营效率				
应收账款周转天数	216.7	149.8	183.2	166.5
存货周转天数	140.4	71.8	106.1	89.0
总资产周转率	0.6	1.3	1.0	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.3	0.3	0.4
每股净资产	4.4	4.7	5.0	5.3
每股经营现金流	0.6	10.6	(9.5)	6.0
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	68.2	29.9	24.1	21.0
PB	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	84.1	11.0	26.1	15.3
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	409	807	1,052	1,278
折旧和摊销	209	988	937	1,517
营运资金变动	1,263	28,959	(29,437)	14,582
经营活动现金流	1,669	30,638	(27,521)	17,337
资本开支	89	(1,014)	13,745	6,365
投资	(33,690)	0	0	0
投资活动现金流	(33,627)	1,114	(13,695)	(6,345)
股权募资	4,000	0	0	0
债务募资	28,807	0	0	0
筹资活动现金流	32,508	0	0	0
现金净流量	550	31,751	(41,216)	10,992

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。