

华星创业 (300025)

通信技术服务龙头，IDC、云计算腾飞在即

2016 年 06 月 15 日

增持 (维持)

市场数据

报告日期	2016-06-15
收盘价(元)	11.50
总股本(百万股)	428.53
流通股本(百万股)	306.17
总市值(百万元)	4928.10
流通市值(百万元)	3520.94
净资产(百万元)	838.1
总资产(百万元)	2064.02
每股净资产	1.96

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1281	1668	2482	2984
同比增长	21.0%	30.2%	48.7%	20.2%
净利润(百万元)	108	166	288	367
同比增长	21.9%	52.9%	73.4%	27.5%
毛利率	28.6%	28.8%	29.6%	29.8%
净利率	8.5%	9.9%	11.6%	12.3%
净资产收益率(%)	13.0%	15.0%	20.7%	20.8%
每股收益(元)	0.20	0.30	0.53	0.67
每股经营现金流(元)	0.06	-0.04	-0.50	0.08

相关报告

《【兴业通信】华星创业 (300025) 进军驻地网增厚业绩，布局 IDC、云计算前景可期》
2016-06-02

《【兴业通信】华星创业 (300025) 业绩符合预期，内生外延双轮驱动》2016-03-17

分析师:

唐海清

tanghq@xyzq.com.cn

S0190514060003

研究助理:

王奕红

wangyihongyjs@xyzq.com.cn

王俊贤

投资要点

- 公司传统主营网优、网建和网络维护，作为行业龙头，受益 4G 后周期和行业集中度提升，未来两年有望保持 20% 增长。公司收购公众信息和互联港湾进军驻地网和 IDC、布局云计算，一方面有望大幅增厚公司业绩；另一方面，IDC 业务呈爆发增长，携手腾讯布局私有云，未来空间巨大。
- 传统主营产业链布局优势明显，市场份额有望持续提升：公司通过收购鑫众通信、明讯网络和远利网讯，向产业链上下游拓展，打造“一体化移动通信技术服务商”。规模、技术和品牌得到增强，市场份额有望继续扩大。
- 收购进军驻地网大幅增厚业绩：拟收购的公众信息是广东省光纤接入计划的 8 家参与单位之一，未来增长空间较大。承诺 2016-2019 年净利润分别为 4500 万、1.15 亿、1.57 亿和 2 亿，将大幅增厚公司业绩。
- 转型 IDC 业务有望爆发，携手腾讯布局私有云：公司通过产业并购基金收购互联港湾 51% 股权，16 年规划做到 5000 个，互联港湾承诺 16、17 年净利润为 3300 万、4500 万，预计 IDC 业务未来呈爆发增长；此外，还跟腾讯签了协议做私有云，前景广阔。
- 盈利预测及估值：传统主营有望保持 20% 增长，收购有望大幅增厚业绩，预计今年 IDC、云计算布局再下一城。因此 我们积极看好公司未来发展，预计公司 16-18 年备考 EPS 为 0.3、0.53、0.67 元，对应 PE 为 38 倍、22 倍和 17 倍，重申“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、转型不达预期。



目 录

1、国内通信网络技术服务龙头，未来 IDC、云计算是亮点.....	- 3 -
1.1 国内领先的通信技术服务商.....	- 3 -
1.2 管理层积极参与定增，彰显公司未来发展动力和信心.....	- 3 -
1.3 通信技术服务产业链布局，毛利率有望趋于稳定.....	- 4 -
1.3 收购公众信息和互联港湾进军驻地网和 IDC，是公司未来看点.....	- 5 -
2、行业景气度回升，同时公司积极寻求转型.....	- 6 -
2.1 行业景气度回升，市场规模持续扩大.....	- 6 -
2.2 行业集中度低、规模小，未来“一体化服务”是趋势.....	- 7 -
2.3 行业发展成熟，公司积极转型寻求新方向.....	- 8 -
3、受益 4G 后周期和行业集中度提升，主营有望保持 20%增长.....	- 10 -
3.1 行业景气度回升，公司主营业务将持续受益.....	- 10 -
3.2 技术、规模、品牌优势显著，公司市场份额有望继续提升.....	- 12 -
3.3 丰富业务线，产业链布局打造一体化通信技术服务商.....	- 13 -
4、转型 IDC、云计算，有望打开未来成长空间.....	- 14 -
4.1 受益云计算、大数据，国内 IDC 产业持续快速增长.....	- 14 -
4.2 成立产业并购基金，转型 IDC、云计算是未来亮点.....	- 14 -
5、拟收购公众信息进军驻地网，承诺业绩靓丽.....	- 16 -
6、盈利预测与估值.....	- 17 -
图 1、公司股权结构.....	- 3 -
图 2、公司无线网络优化产品.....	- 4 -
图 3、网络测试优化流程.....	- 4 -
图 4、公司 2015 年营业收入结构.....	- 4 -
图 5、华星创业收入居行业上市公司之首.....	- 4 -
图 6、网优行业上市公司毛利率.....	- 5 -
图 7、公司分业务毛利率结构.....	- 5 -
图 8、国内电信运营商资本开支规模和增长率.....	- 6 -
图 9、国内三大运营商基站新增数量显著提升.....	- 6 -
图 10、通信网络技术服务市场规模和增速.....	- 7 -
图 11、公司业务在产业链的位置.....	- 7 -
图 12、通信技术服务在网络建设周期中的投资机会.....	- 10 -
图 13、中国移动互联网市场规模和增速.....	- 11 -
图 14、中国移动互联网月接入流量.....	- 11 -
图 15、公司收入规模和增长率.....	- 12 -
图 16、中国 IDC 市场规模仍将高速增长.....	- 14 -
图 17、互联港湾主要产品.....	- 15 -
图 18、典型技术&产品合作伙伴.....	- 15 -
图 19、互联港湾自建&运营数据中心.....	- 16 -
表 1、主要财务数据.....	- 3 -
表 2、网优行业公司积极寻求转型.....	- 9 -
表 3、公司 2014-2015 年重大合同统计.....	- 12 -
表 4、2013 年收购标的基本情况.....	- 13 -
表 5、收购前后的股权结构.....	- 16 -
表 6、公司盈利预测假设.....	- 18 -
附表.....	- 19 -

报告正文

1、国内通信网络技术服务龙头，未来 IDC、云计算是亮点

1.1 国内领先的通信技术服务商

公司是国内领先的移动通信技术服务提供商，是行业内服务区域最广的企业之一，主营网络建设、优化及维护。公司客户是国内三大运营商和中兴、华为等设备商，其中中国移动为最主要客户。

公司通过收购鑫众通信、明讯网络和远利网讯，进行全产业链布局，积极打造“一体化移动通信技术服务商”，在过去三年这三家公司都较好地完成了业绩承诺。公司 2013 年-2015 年的营收年复合增速为 33.74%，净利润年复合增速为 31.38%，业绩增长态势良好。

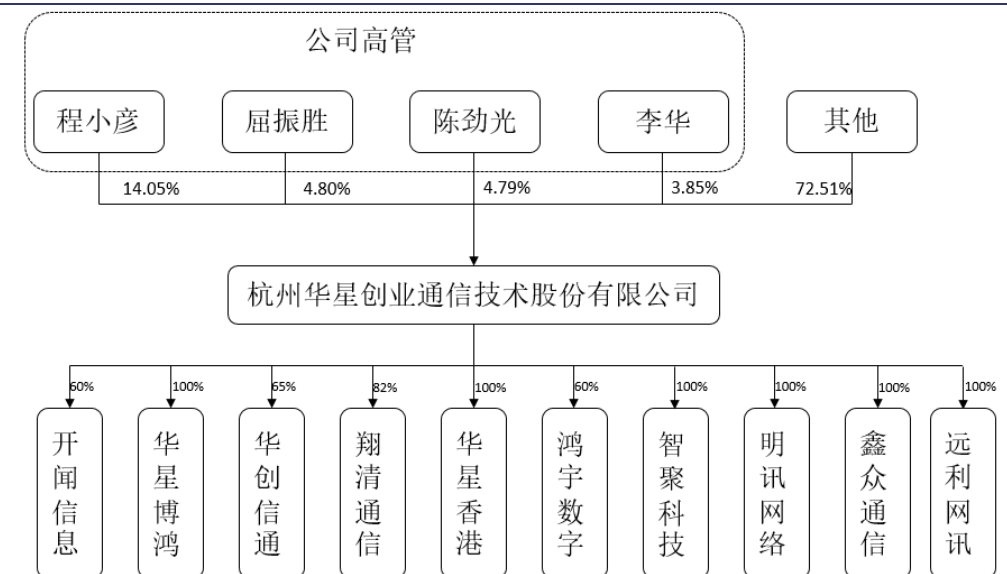
表 1、主要财务数据

项目	2013	2014	2015
主营收入（百万）	716.42	1,058.76	1,281.46
收入增长率	14.28%	47.78%	21.03%
净利润（百万）	62.85	89.00	108.49
净利润增长率	124.29%	41.62%	21.90%
毛利率	33.77%	31.07%	28.64%
ROE	9.56%	12.03%	13.01%
ROIC	9.71%	10.16%	

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

1.2 管理层积极参与定增，彰显公司未来发展动力和信心

图 1、公司股权结构



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

公司总股本 2.14 亿股，控股股东为董事长程小彦，占有公司 14.05% 的股份，公司高管合计持有股份约 28.5%。15 年 5 月公司拟定增 7 亿增强资金实力，其中

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%，彰显管理层对公司未来发展的信心，绑定公司与员工利益，调动员工积极性。本次发行完成后，程小彦将占公司发行后总股本 17.86%，仍为控股股东。

1.3 通信技术服务产业链布局，毛利率有望趋于稳定

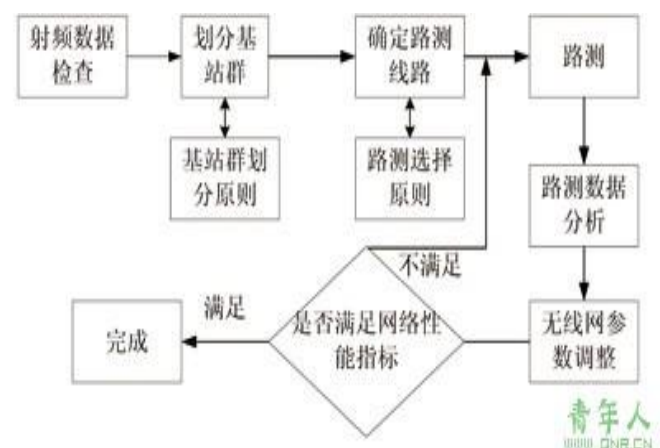
公司主营业务主要是移动通信技术服务及产品，包括网络建设、网络优化、网络维护三大业务。公司通过收购明讯网络、鑫众通信和远利网讯的股权，进行产业链上下游布局，打造一体化的移动通信技术服务商，未来主业毛利率有望趋于稳定。

网络建设集中于室内分布系统建设和通信管线、电源和设备安装等工程；网络优化包括服务和产品两方面：1) 无线网络测试优化技术服务指在运营商的移动通信网络建设完成后对网络进行网络普查、网络评估、网络优化从而有效保障和提升运营商网络的质量；2) 产品设备方面主要指为提供无线网络测试优化服务而需要的相应软件及硬件，包括华星 FlyWireless/Spire/Guide 测试优化系统和测试终端设备等。网络维护主要是维护通信管线、通信电源、通信系统设备等确保通信网络长期保持正常运行。

图 2、公司无线网络优化产品



图 3、网络测试优化流程



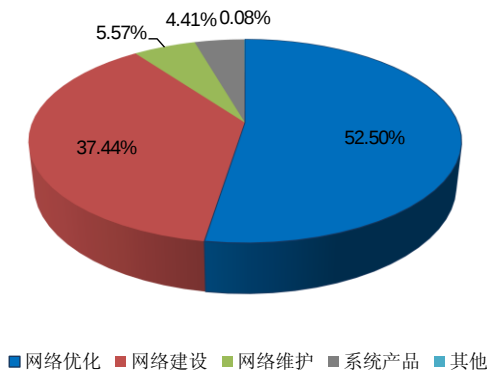
数据来源：公司公告、兴业证券研究所

数据来源：公开资料、兴业证券研究所

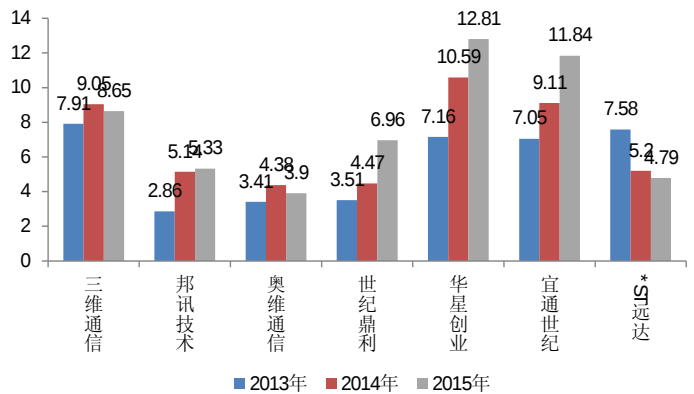
公司以网络优化业务为基础，逐步发展为一家“一体化移动通信技术服务商”。公司分别于 2010 年和 2011 年获得了明讯网络和鑫众通信各 60% 股权，向网络建设和系统产品延伸。2013 年，公司进一步收购远利网讯 99% 股权、明讯网络 39% 股权与鑫众通信 39% 股权，公司业务范围拓展到网络建设、网络优化、网络维护 and 系统产品，积极布局产业链，打造一体化移动通信技术服务商。

图 4、公司 2015 年营业收入结构

图 5、华星创业收入居行业上市公司之首



数据来源：公司公告、兴业证券研究所

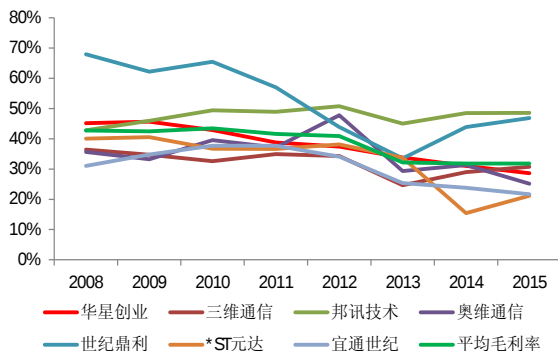


数据来源：Wind、兴业证券研究所

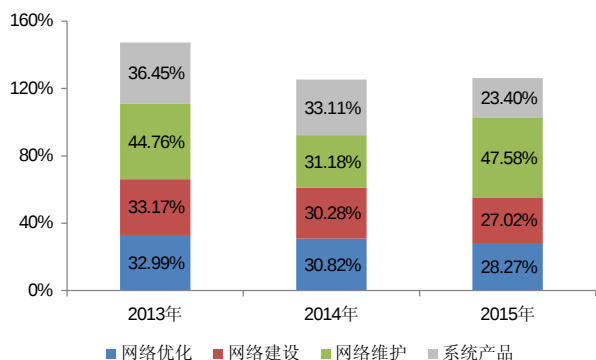
网络优化、建设贡献主要收入，规模第一彰显网优龙头地位：公司网络优化营收占比 52.50%，网络建设营收占比 37.44%，这两块业务是公司的主要收入来源。公司打造一体化移动技术服务商，公司产品和服务的竞争力得到大幅增强，在 2013 年网优行业整体低迷的背景下，公司营收逆势增长，体现很强的综合竞争力。而且，2014 和 2015 年公司收入已居网优同行业之首，并且超出排行第二的宜通世纪 16.2% 和 8.19%，彰显公司龙头地位。

图 6、网优行业上市公司毛利率

图 7、公司分业务毛利率结构



数据来源：Wind、兴业证券研究所



数据来源：Wind、兴业证券研究所

整体毛利率下行，近期趋于稳定：受运营商压缩成本、行业同质化竞争激烈的影响，行业的平均毛利率持续下行，但随着进入 4G 规模建设周期，其下滑速度有所放缓。公司网络优化和网络建设业务毛利率近三年呈略微下降趋势，拖累公司整体的毛利率，但基本稳定在 30% 上下。公司网络维护业务毛利较高，且回升明显，系统产品因大多是软件产品，毛利率较高，预计公司未来的整体毛利率将趋于稳定。

1.3 收购公众信息和互联港湾进军驻地网和 IDC，是公司未来看点

2016 年 5 月公司拟通过发行股份购买公众信息 100% 股权，对价 10 个亿，发行价格 17.31 元/股。另通过询价方式募集 10 亿配套资金，其中 5 亿用于广东省光

纤接入建设项目，4.8 亿补充流动资金。公众信息承诺 2016-2019 年净利润分别为 4500 万、1.15 亿、1.57 亿和 2 亿，将大幅增厚公司业绩。

2015 年 9 月公司通过产业基金收购互联港湾 51% 的股份进军 IDC、云计算，预计今年收购互联港湾全部股权，IDC 布局有望再下一城。互联港湾 IDC 业务集中在北上广深，15 年做到 2600 个机柜，16 年规划做到 5000 个，承诺 16、17 年净利润为 3300 万、4500 万，预计 IDC 业务未来呈爆发增长；此外，还跟腾讯签了协议做私有云，前景广阔。

2、行业景气度回升，同时公司积极寻求转型

我国现存的专业通信网络技术服务商已达数千家，行业集中度低，规模普遍偏小，地域性强。近年随着 4G 规模建设迎来高峰，行业景气度回升，市场规模持续增大，网络建设和网络优化充分受益。同时，行业内很多公司借此良机积极寻求转型，并结合自身通信网络业务的天然优势转型互联网+，有望打开公司未来的成长空间。

2.1 行业景气度回升，市场规模持续扩大

首先，国家政策支持为行业带来发展机遇。2013 年 8 月国务院特制定《“宽带中国”战略及实施方案》，将通信网络升级为国家战略产业；2013 年年底，工信部正式向中国移动、中国电信、中国联通颁发 TD-LTE 制式的 4G 牌照；2015 年年初，工信部向中国电信和中国联通颁发了 FDD 制式的 4G 牌照，我国 4G 网络将进入高速发展阶段；2015 年 5 月，国务院印发《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》。在国家政策的大力支持下，预计未来通信网络建设仍将持续增长，通信网络技术服务产业将持续受益。

图 8、国内电信运营商资本开支规模和增长率

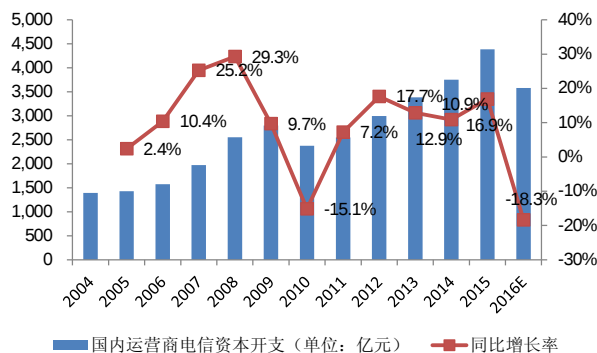
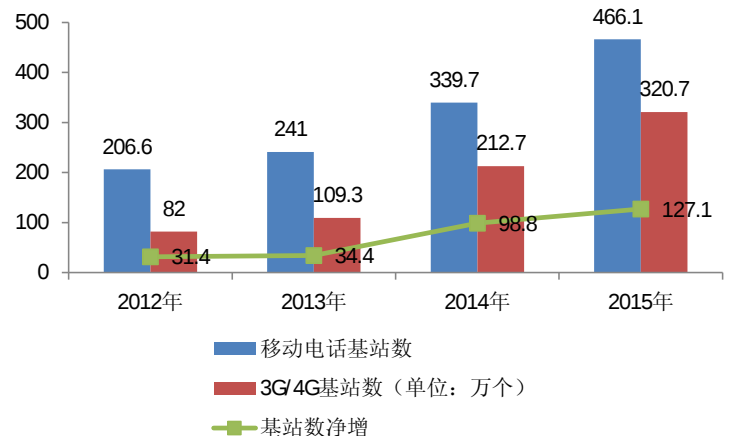


图 9、国内三大运营商基站新增数量显著提升



数据来源：Wind、兴业证券研究所

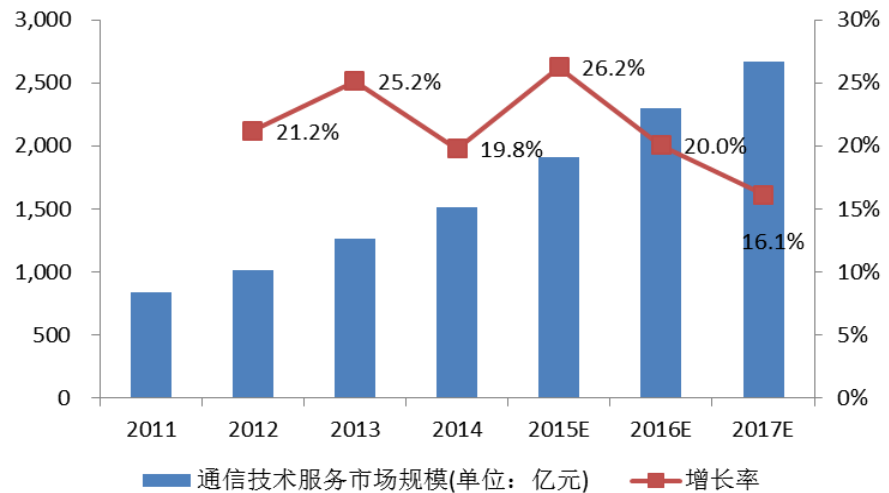
数据来源：工信部、兴业证券研究所

其次，电信运营商投资规模逐年增大，通信网络技术服务商充分受益。2009 年随着 3G 牌照发放，3G 网络建设进入集中爆发期，电信资本开支高达 2799 亿

元，而且从 2010 年的 2375 亿元持续增长到 2015 年的 4386 亿元，年复合增速达 13.1%。根据三大运营商的资本开支预算，预计 2016 年中国运营商电信资本开支达 3582 亿，虽然有所减少，但投资规模仍然可观。

2015 年，运营商加大移动通信网络建设，新增移动通信基站 127.1 万个，总数达 466.1 万个，其中 3G/4G 基站总数达到 320.7 万个，占比提升至 68.8%，3G/4G 网络服务质量和覆盖继续提升。此外，联通也开始大力建设 4G 基站，2015 年全年净增 30.6 万个，总数达到 39.9 万个，中国电信今年的 4G 基站规模累计达到 51 万个，中国移动 2015 年 4G 基站数达到 110 万个。今年 4G 规模建设迎来历史高峰，一方面将带动通信网络工程需求快速增长；另一方面，随着基站数量的增加，将迅速拉动通信网络维护及优化服务需求，通信技术服务行业将持续分享 4G 规模建设带来的巨大红利。

图 10、通信网络技术服务市场规模和增速



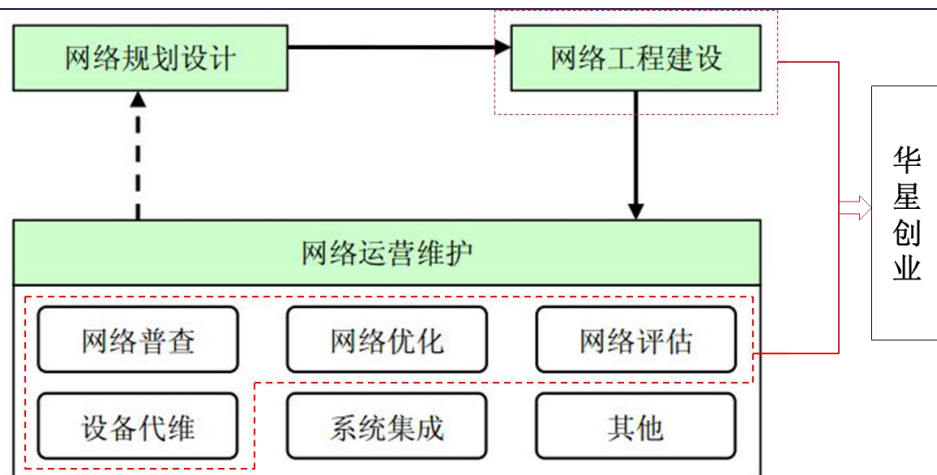
数据来源：中国信息产业网，兴业证券研究所

最后，网络复杂局面加剧，带动通信网络技术服务需求高增长。通信网络技术服务由网络工程、网络优化及网络维护三类服务构成，我国 2G、3G、4G 网络将会长期并存，通信网络复杂化局面将进一步加剧，势必带动运营商对通信技术服务的需求持续增长。随着移动通信行业景气度回升，市场对移动通信技术服务需求持续扩大，通信网络技术服务市场规模将从 2011 年的 834.9 亿元增长到 2014 年的 1516.6 亿元，年复合增速为 22%，预计 2017 年增长至 2668.5 亿元的规模。

2.2 行业集中度低、规模小，未来“一体化服务”是趋势

移动通信网络的建设和运行一般会经历：规划设计、工程建设、运营维护三个阶段。公司在产业链中的位置如图，主要在网络运营维护阶段提供网络普查、网络评估、网络优化服务，对即将投入运行或运行中的移动通信网络之局部或整体，作系列网络参数的测试、评估及优化，评价网络的质量、提高网络的效率和质量。在网络工程建设中主要做室内分布系统工程，线缆、电源和设备工程。

图 11、公司业务在产业链的位置



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

通信网络技术服务行业具有非常鲜明的特点：

1) 行业集中度低、规模小，地域性强：

目前国内存在数千家专业的通信技术服务商，中通服由于历史原因其规模和市场处于领先地位，另外运营商和设备商占据一定市场份额，而独立的通信技术服务商除了少数起步早、技术领先的企业外，大多数服务商的业务范围较窄、实力较弱、规模较小，主要集中在某个或某几个省、市、地区，以本地服务为主，地域特性显著。

2) 后周期效应、季节性明显：

受电信运营商投资周期影响，其中网络建设服务基本与运营商投资周期同步，影响较大；而网络维护和网络优化因其业务性质，主要在基本完成网络建设后才展开，后周期效应显著，而且网络始终会存在大量的服务存量，周期性影响相对偏小。另外，电信运营商项目验收及付款一般在下半年完成，因此，行业收入分布具有一定的季节性。

3) “一体化服务”趋势：

随着电信业务的丰富，通信网络呈现复杂化，运营商需要通信技术服务提供商不仅提供网络建设、网络维护、网络优化服务等技术服务，还需根据其需求深入业务层面，提供多样化的增值服务、网络节能改造、整体网络运营等全方位的资源管理综合解决方案，这就导致了通讯技术服务提供商只有具备提供一体化的服务能力才能满足运营商需求。“一体化通信技术服务商”将逐渐成为运营商选择服务商的新趋势。

2.3 行业发展成熟，公司积极转型寻求新方向

传统网优、网建服务行业周期性较强，行业发展也已较成熟，而公司希望继续做强做大，均在积极转型寻求突破。公司一般通过内部升级增强主业竞争力，外部并购转型互联网+等新兴产业新增盈利点。

在互联网+产业东风频吹的背景下公司积极寻求转型，通信类公司在转型互联网+上面具有一些天然优势：

- 1) **对 IT 技术熟悉，+互联网转型相对容易：**通信公司的主营业务也是以深厚的 IT、网络技术为基础，与互联网技术原理相通，所以通信行业转型+互联网在技术积累上面具有很大优势，转型门槛更低。
- 2) **对网络的理解更深刻，转型方向更准确：**通信网络技术服务商本身是建设网络、优化网络、维护网络的专家，对网络的理解十分深刻，天然具有优势。因此，通信类公司能更快速、更准确地看到转型机会和转型方向，降低转型风险，大大提升转型成功的概率。
- 3) **通信和互联网是同一个圈子，转型相对更容易：**承载互联网业务背后的网络是由通信公司所搭建的，随着科技的进步，通信和互联网联系愈加紧密，业务交叉重合度也越来越高，二者基本处于同一个圈子，所以通信转型+互联网会更加容易。

国内上市的网络优化公司有华星创业、三维通信、奥维通信、宜通世纪、世纪鼎利、三元达、邦讯技术等，他们都在积极转型寻求突破，转型方向包括 IDC、大数据、手游、互联网金融、互联网医疗、物联网等。所以转型也成为了本行业的一大特色，有助于公司打开未来成长空间。

表 2、网优行业公司积极寻求转型

项目	转型方向	具体项目
华星创业	IDC、大数据	2015 年 7 月，公司与亚信华创等投资者设立产业并购基金，主要在云计算、IDC、大数据等方向进行投资和并购
三维通信	高新信息技术	2015 年 4 月，公司拟用自有资金 3000 万元与赛伯乐浙江、及其他投资人共同设立基金（10 亿元规模），重点投资高新信息电子技术，适度兼顾生物医药、新材料新能源等领域。
	移动互联网	2015 年 8 月，公司拟以投资金额预计不低于 1 亿元，投资一家主要从事移动互联网业务企业的股权，以加快推进公司的转型升级。
*ST 三元达	商业保理	2015 年 7 月，本次公司将以募集资金 8 亿元投向商业保理项目，向“产业+金融”双主业的战略转型升级
奥维通信	虚拟养老	2012 年开始，公司先后出资在南京、天津、丽江、甘肃组建虚拟养老服务中心
	物联网	2013 年 5 月，公司拟与中国科学院沈阳自动化研究所及其他自然人股东共同出资设立沈阳中科奥维科技股份有限公司,进军物联网领域
	移动游戏	2015 年 5 月，公司拟 15.4 亿收购雪鲤鱼 100%股权，雪鲤鱼主营为移动游戏的研发和运营，以及移动游戏渠道接入平台的运营
邦讯技术	手游	2014 年 1 月，邦讯技术拟投资 1900 万元涉足手游业务
	可穿戴、智能家居	2014 年 4 月，公司拟收购凌拓科技 积极转型移动互联网，布局包括智能家居、可穿戴设备等领域
	互联网保险	2014 年 5 月 邦讯技术投资 4900 万进军互联网金融保险业务
	物联网	2015 年 2 月 公司与盛世景合作设立移动物联网产业并购基金，进一步贯彻实施“移动物联网”战略
世纪鼎利	互联网教育	2014 年，世纪鼎利拟 6.25 亿并购智翔信息涉足 IT 教育产业。15 年 3 月，世纪鼎利与四川长江职业学院合作共建“长江职业学院鼎利学院”，转型在线教育
宜通世纪	移动医疗	2014 年 8 月，与新华社合作的广西项目正式运营,抢占智慧医疗 O2O 入口,同时参股西部天使布局移动医疗
	互联网智慧运营	2015 年 9 月，公司拟 10 亿元收购天河鸿城 100%股权，向移动互联网智慧运营服务升级转型，积极布局大数据变现、智慧医疗、智慧旅游、物联网等智慧运营平台的开发建设。

资料来源：兴业证券研究所

3、受益 4G 后周期和行业集中度提升，主营有望保持 20% 增长

公司通过内部升级和外部并购，已从纯粹的网络优化企业升级为“一体化通信网络技术服务商”，主营未来两年有望保持 20% 的增长。一方面，国内 4G 建设的后周期效应和移动互联网的爆发拉动行业需求增长，驱动业绩稳步增长；另一方面，公司上下游产业链布局，技术、规模、品牌和人才优势明显，受益行业集中度提升，公司未来有望继续扩大市场份额。

3.1 行业景气度回升，公司主营业务将持续受益

● 受益 4G 规模建设，公司业绩有望迎来高增长

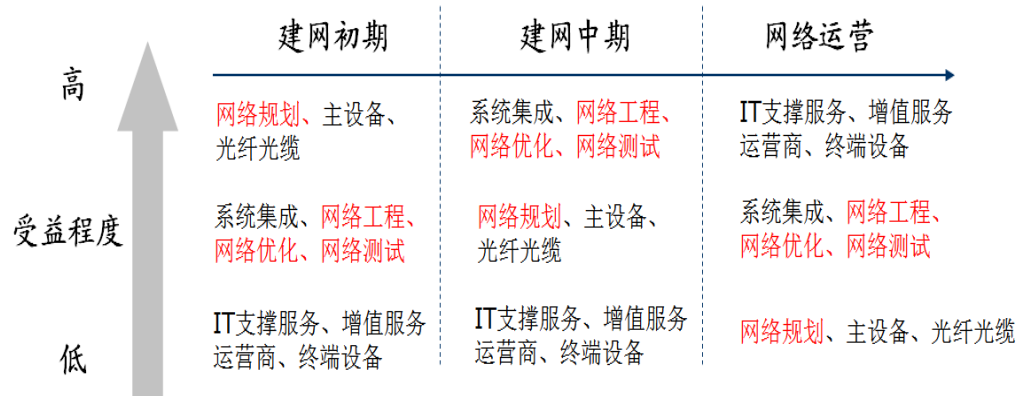
首先，中国移动通信市场已经全面进入 4G 时代。三大运营商大规模投建 LTE 网络，LTE 将与已有的 GSM、TD-SCDMA、WLAN 等多网并存，网络规模和网络结构将变得日益复杂，对网络质量要求也不断提升，将对通信技术服务行业形成有效拉动。2010 年，我国移动通信基站数为 139.8 万个，至 2015 年，已增至 446.1 万个，年复合增长率为 26.12%，预计 2016 年中国移动 4G 基站数有望达到 140 万个，中国联通将近 90 万个，中国电信大概 80 万个。2015 年，全国新建光缆线路 441.3 万公里，光缆线路总长度达到 2487.3 万公里，同比增长 21.6%，比上年同期提高 4.4 个百分点。

在整个通信投资过程中，通信设备制造业最先受益，而通信网络技术服务市场的受益则略晚于设备市场。随着网络建设不断推进，通信网络技术服务市场将迎来巨大的发展空间，保持较快的增长。华星创业作为全国领先的通信技术服务商，将充分受益，主要原因如下：

1) 公司作为行业龙头无论是在规模，还是技术服务实力上面优势突出，具有较强竞争实力的公司最为受益。随着通信网络的大规模增长，运营商对技术服务商的综合实力要求逐渐提高。在招标阶段，运营商将提高对服务商的资质和规模的甄选，提高行业准入门槛，加速行业洗牌和整合，行业集中度有望提升。

2) 公司不仅提供网络建设、维护、优化等技术服务，还可根据其需求深入业务层面，提供多样化的增值服务、网络节能改造、整体网络运营等全方位的资源管理综合解决方案，公司有意打造的“一体化通信技术服务商”有望成为运营商的最佳选择。电信运营商为了专注于核心业务、降低运营成本、提升核心业务的运营管理水平，未来趋向于将网络建设、网络优化、网络维护等外包出去，通信网络技术服务提供商面临更大的市场空间。

图 12、通信技术服务在网络建设周期中的投资机会



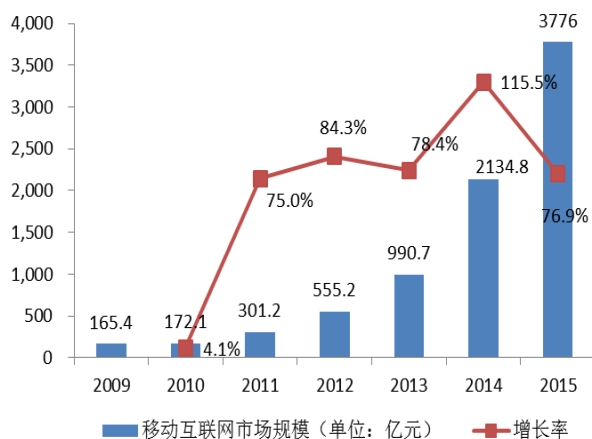
数据来源：兴业证券研究所

3) 进军海外市场, 拓展更大发展空间。公司拟以自有资金在香港设立全资子公司, 作为公司从事海外通信技术服务产业的平台。公司通过借助合作伙伴 (华为、中兴) 走出去, 工程服务走出去。海外的一些细分市场也可能会助资本跟国外公司的合作。公司海外市场的布局, 一旦成功突破, 将迎来巨大增长空间。

综上, 受益 4G 规模建设后周期效应, 运营商通信服务外包比例加大, 通信网络技术服务行业有望迎来高速发展, 公司以网优、网建为主业, 将持续充分受益, 未来两年主营有望持续 20% 复合增长。此外, 2020 年 5G 网络建设的展开, 有望打开公司未来成长空间。

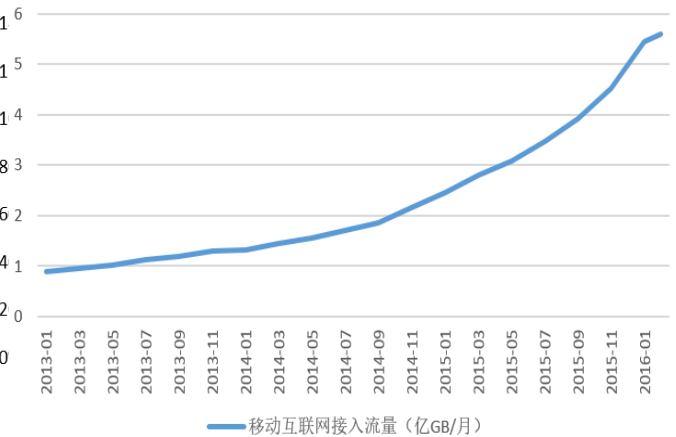
● 移动互联网的网络质量要求驱动网优再增长

图 13、中国移动互联网市场规模和增速



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 14、中国移动互联网月接入流量



数据来源：Wind、兴业证券研究所

中国移动互联网呈爆发式增长, 其市场规模从 2009 年的 165.4 亿增长到 2015 年的 3776 亿, 年复合增速为 68.4%。移动互联网流量也是呈指数增长趋势, 2016 年 2 月移动互联网单月接入流量达 5.59 亿 GB。随着移动互联网业务逐渐丰富, 通话质量、数据传输速度是用户最直观的感受, 用户的良好体验是运营商所追求的差异化服务。3G/4G 时代里网优行业的重点将从信号覆盖的查缺补漏、逐渐转

向优化用户体验，网优的重要性变得更加明显。因此，移动互联网、大数据时代对网络质量的要求和标准提高，进一步带动网优的增长。

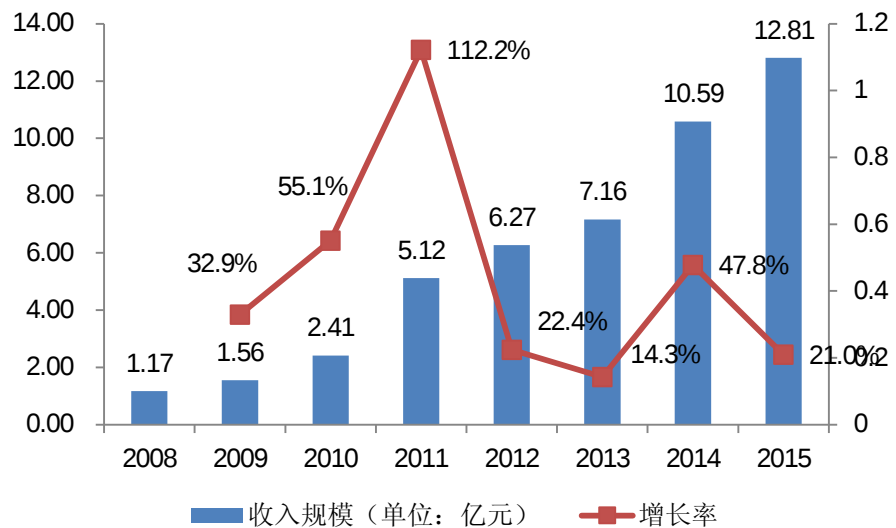
3.2 技术、规模、品牌优势显著，公司市场份额有望继续提升

通信网络技术服务行业公司众多，但规模都偏小，行业格局集中度低，壁垒在于品牌、技术和人才，华星创业作为网优龙头，在品牌、规模、技术等方面竞争优势明显，随着行业集中度逐步提升，公司未来市场份额有望继续扩大。

● 规模第一，业界品牌有优势

1) 公司业务规模迅速增长，从 2009 年总收入 1.56 亿元发展到 2015 年的 12.81 亿元，年复合增速为 42%，2015 年收入规模位居行业之首。未来随着行业集中度的提升，公司规模优势明显，市场份额有望继续提升。

图 15、公司收入规模和增长率



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

2) 电信运营商对其网络系统强调高可靠性、高稳定性以及不间断运行，任何故障都可能造成巨额的经济损失乃至客户流失。因此，电信运营商往往寻求品牌认同度高、市场信誉好、长期从事该行业的企业合作，而这些企业的成功经验对于其维持老客户、开拓新客户尤为重要，新进入者则处于明显的竞争劣势。而公司起步早，深耕通信技术服务领域，经验丰富，与中国三大运营商、中兴华为设备商等客户建立了长期的良好合作关系。因此，公司凭借品牌在业界的影响力，获取订单能力逐步增强，预计公司未来将继续保持稳定增长。

表 3、公司 2014-2015 年重大合同统计

时间	签约对象	合同金 (万元)	具体项目
2014 年 5 月	中国移动浙江	3300	约定向对方提供工程室分及 WLAN 施工服务
2014 年 6 月	中国移动广东	4349	约定向对方提供驻地网施工及家庭宽带初装一阶段服务
2014 年 10 月	中国移动广东	4200	约定向对方提供工程室内覆盖及 WLAN 系统施工服务
2014 年 12 月	中国移动浙江	3400	约定向对方提供无线网优第三方协优服务
2014 年	华为公司	27000	签定 8 个省份《2014-2017 无线网优框架协议》

2015 年 1 月	中国移动广东	5485	约定向对方提供驻地网及家宽初装施工服务
2015 年 3 月	中国移动广东	5737	约定向对方提供日常网络调整支撑
2015 年 4 月	中国移动贵州	7095	约定向对方提供代维施工服务
2015 年 6 月	中国移动广东	6326	签订《2015-2016 年广东移动传输管道施工公开招标项目框架标的合同》
2015 年 7 月	中国移动广东	2903	《2015 年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》

资料来源：公司公告、兴业证券

● 技术、人才积累构筑壁垒

移动通信技术服务技术壁垒性较强，需要掌握多个电信运营商的网络系统和多种技术，熟悉各类通信设备，精通无线、交换、传输、网管等专业知识，掌握各种技术方法、手段及仪器表达达到目的。而公司与电信运营商长期合作已积累一套行之有效的流程及大量的专有技术、技术诀窍等，同时在系统产品方面，公司对通信技术的多种制式、多层协议都非常精通，并仍然不断研发新技术，公司已积累数量众多的具备丰富经验、掌握各类技术、精通各种网络和设备的技术人才。

3.3 丰富业务线，产业链布局打造一体化通信技术服务商

一体化通信技术服务商”将逐渐成为运营商选择服务商的新趋势。未来运营商需要通信技术服务提供商不仅提供网络建设、网络维护、网络优化服务等技术服务，还需根据其需求深入业务层面，提供多样化的增值服务、网络节能改造、整体网络运营等全方位的资源管理综合解决方案，这就导致了通讯技术服务提供商只有具备提供一体化的服务能力才能满足运营商需求。

公司业务已覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区，是行业内服务区域最广的企业之一。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、完善产业链布局提高综合服务能力。此次收购的标的公司在不同区域、不同客户、不同服务内容上与华星创业存在互补。例如远利网讯在广东地区业务拓展较好，本次交易将有利于公司华南地区的业务拓展；同时，远利网讯主要提供的是华星创业未从事的传输线路工程建设服务。

表 4、2013 年收购标的基本情况

公司	主营业务	承诺 2013 年净利润(万元)	承诺 2014 年净利润(万元)	承诺 2015 年净利润(万元)
远利网讯	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	1148	1449	1882
明讯网络	从事 2G/3G/TD-LTE 网络优化服务，开发测试优化软件	2638	2861	3069
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	3321	3952	4548
合计		7107	8262	9499

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

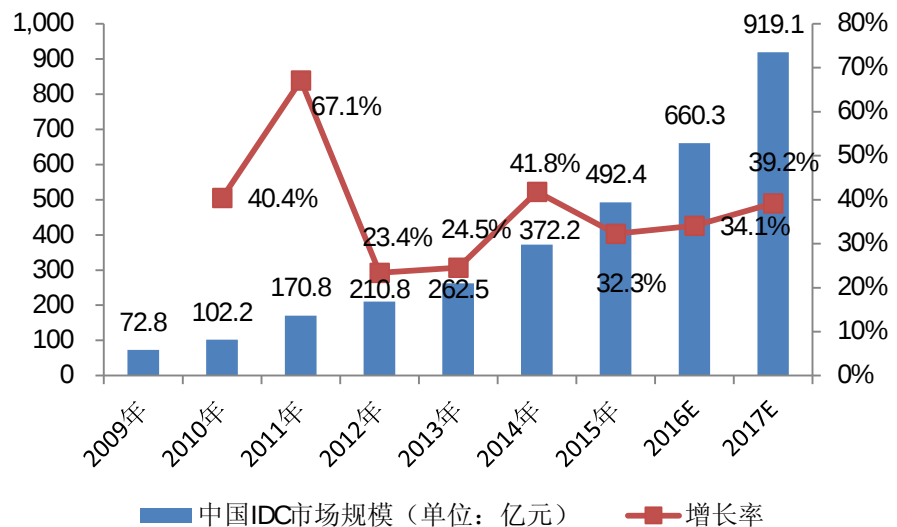
本次收购一方面丰富公司的服务业务类型、提升综合服务能力；另一方面扩大公司规模，大幅增厚公司业绩。我们认为，公司未来几年业绩将稳步增长。2014年和2015年，以上三家公司均已实现净利润承诺，受益4G后周期和行业集中度提升，预计三家公司2016年可实现1亿元以上净利润，未来两年主营业务有望实现20%复合增长。

4、转型 IDC、云计算，有望打开未来成长空间

4.1 受益云计算、大数据，国内 IDC 产业持续快速增长

2015年中国IDC市场增长迅速，市场规模达到492.4亿元人民币，同比增速达到32.3%。2009年-2015年中国IDC市场复合增长率达到37.5%。从发展阶段上看，2009-2011年间IDC市场处于高速增长期，增速维持在40%以上。从2012年至2013年，受宏观经济下滑影响，整体市场增速下降到25%以下。在这期间政府加强政策引导，逐步开放了IDC牌照申请，到2014年政策导向已初步见效。随着移动互联网、云计算、大数据等高速发展，我们预计未来三年中国IDC市场规模仍将保持30%以上增长。

图 16、中国 IDC 市场规模仍将高速增长



数据来源：Wind，兴业证券研究所

4.2 成立产业并购基金，转型 IDC、云计算是未来亮点

● 内生+外延双线并进，IDC、云计算转型方向较为确定

公司曾在网游、医疗信息化行业尝试并购标的，但结果均告失败，主要源于行业跨度较大，业务不熟悉和其他股权等因素，无法达成完全满意的合作。后来公司又接触一家从事IDC及增值业务、云计算服务的公司，并已通过产业基金投资参股，公司内生+外延并行发展思路不变，而且跨行并购已经具有较为明确的方向，预计公司2016年大概率实现IDC、云计算标的的收购。

● 成立产业并购基金，收购互联网港湾是公司最大看点

2015 年公司与亚信华创成立并购产业基金，总规模为 15 亿元，公司持股占比 51%。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。公司 IDC、云计算方向转型优势明显，外延并购预期强烈。

2015 年 9 月，深圳前海华星亚信与互联港湾股东达成一致，签署协议收购互联港湾 51% 的股份，2015 年 12 月，互联港湾股权交割完成。我们认为，华星创业是运营商的上游，互联港湾是运营商的下游，双方可以充分整合利用运营商资源，协同效应显著。

1、互联港湾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。公司拥有全网 IDC、ISP 牌照，同时还是 CNNIC 和 APNIC 会员单位，拥有独立的 IP 地址段及 AS 号。

图 17、互联港湾主要产品



数据来源：公司网页，兴业证券研究所

2、互联港湾通过与中国联通、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，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，管理服务器超过 10000 台，带宽总量超过 200G。公司跟华为、中兴都是战略合作伙伴，跟华为签了 9 个省的框架合同，中兴签了 8 个省的框架合同。

图 18、典型技术&产品合作伙伴

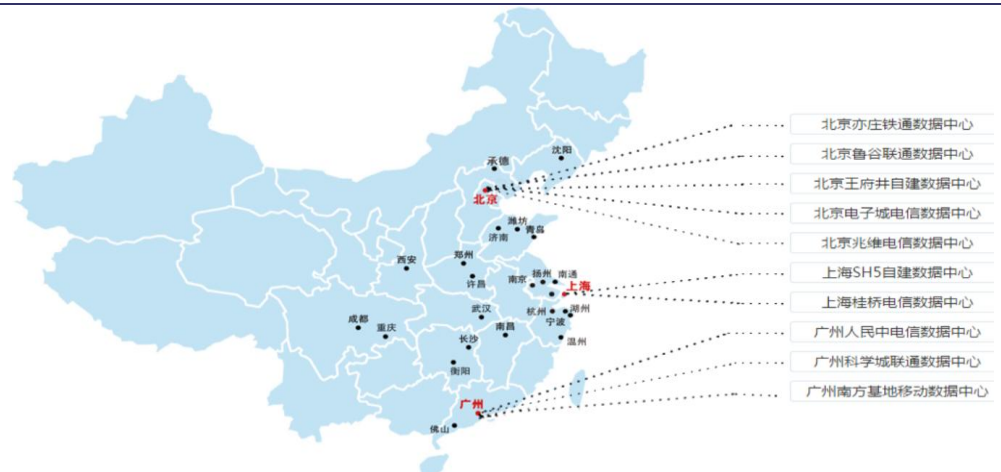


数据来源：公司网站，兴业证券研究所

3、**互联港湾 IDC 业务集中在北上广深，15 年 2600 个机柜，实现净利润 2317 万元，完成业绩承诺。16 年规划做到 5000 个机柜，互联港湾承诺 16、17 年净利润为 3300 万、4500 万，预计 IDC 业务未来呈爆发增长；此外，互联港湾还跟腾讯签了协议做私有云，前景广阔。**

目前互联港湾是国内独家做到有北上广三地本地 BGP 资源的 IDC 服务公司，所以网络直连优势非常明显，可提供多元化的 IDC 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。我们预计并购产业基金还将围绕云计算、大数据布局，今年有望继续收购互联港湾剩余股权，未来空间广阔，值得期待。

图 19、互联港湾自建&运营数据中心



数据来源：公司网站，兴业证券研究所

5、拟收购公众信息进军驻地网，承诺业绩靓丽

公司拟通过发行股份购买公众信息 100%股权，对价 10 个亿，发行价格 17.31 元/股。另通过询价方式募集 10 亿配套资金，其中 5 亿用于广东省光纤接入建设项目，4.8 亿补充流动资金。收购完成后，不考虑募集配套资金的影响，程小彦持有本公司 11.04%股份，仍为本公司控股股东、实际控制人。

表 5、收购前后的股权结构

股东	本次交易前		本次交易后	
	持股	持股比例	持股	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%
其他股东	155,374,048	72.51	179,205,090	65.74%
合计	214,265,281	100.00%	272,613,049	100%

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

公众信息主要做广东地区的光纤接入，广东省内光纤接入比例低（光纤宽带和网速在国内排名都在 25 后），广东省政府计划 2015-2017 年新增 1374 万户光纤用户，其中公司作为 8 家参与单位之一，未来增长空间较大。承诺 2016-2019 年净利润分别为 4500 万、1.15 亿、1.57 亿和 2 亿，将大幅增厚公司业绩。

此外，此次收购公众信息和传统主业存在较好的协同效应：一方面有利于公司传统的网优、网络建设和维护打开广东地区市场；另一方面，公众信息借助公司传统主营在全国区域的领先布局，可拓展广东地区以外的驻地网业务。

6、盈利预测与估值

盈利预测的基本假设：

（1）传统主营通信技术服务，受益 4G 后周期效应和行业集中度提升，预计未来几年整体保持 20% 左右的增长。

其中网络优化和网络维护属于通信网络建设的后周期领域，网络优化 16-18 年增速预测为 20%、18% 和 15%，主要因为行业竞争较为激烈（毛利率呈下滑趋势），同时基数也较大（近十亿元）；

网络维护受益存量和新增网络，能维持快速增长，所以网络维护 16-18 年增速预测为 40%、35% 和 30%。由于行业竞争激烈，预计 16-18 年毛利率分别为 40%、38% 和 36%。

而网络建设属于早周期领域，4G 建设高峰已过，所以 16-17 年增速按 15% 和 12% 预测，预计 18 年随着 5G 建设会有所回暖，所以预测 18 年增速为 20%。毛利率呈逐年下降趋势，16-18 年分别为 27%、26.8% 和 26.5%。

（2）驻地网光纤接入业务，假设收购的公众信息能够完成业绩对赌，订单和业务发展能按其规划落地，则考虑并表情况下（假设 16 年并表 5 个月），预计光纤接入业务贡献收入分别为 1.25 亿元（ 3.13×0.4 ）、6.68 亿和 8.38 亿元，毛利率呈逐步上升趋势，主要由于前期投入多，且规模效应逐渐显现。

表 6、公司盈利预测假设

年份		2015	2016E	2017E	2018E
网络优化	主营业务收入（百万元）	672.78	807.34	952.66	1095.56
	同比增长率	21.02%	20.00%	18.00%	15.00%
	毛利率	28.27%	27.00%	26.50%	26.00%
网络建设	主营业务收入（百万元）	479.73	551.69	617.89	741.47
	同比增长率	14.98%	15.00%	12.00%	20.00%
	毛利率	27.02%	27.00%	26.80%	26.50%
网络维护	主营业务收入（百万元）	71.36	99.91	134.87	175.34
	同比增长率	66.97%	40.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	47.58%	40.00%	38.00%	36.00%
系统设备	主营业务收入（百万元）	56.49	79.08	102.80	128.50
	同比增长率	52.05%	40.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	23.40%	32.00%	31.00%	30.00%
光纤接入	主营业务收入（百万元）		125.36	668.35	838.08
	同比增长率			433.14%	25.40%
	毛利率		33.88%	34.22%	36.06%

数据来源：兴业证券研究所

毛利率

短期看，公司主营受益 4G 后周期效应和行业集中度提升，未来两年有望保持 20% 年复合增长；中长期看，公司通过收购进军驻地网和 IDC、云计算，面临爆发增长，打开未来成长空间。因此，我们积极看好公司中长期发展，预计 2016-2018 年 EPS（考虑收购发行股份）分别为 0.3、0.53、0.67 元，对应 PE 分别为 38 倍、22 倍和 17 倍，重申“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、转型不达预期。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1789	2123	2996	3553
货币资金	242	267	240	240
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1368	1679	2498	3003
其他应收款	38	60	91	111
存货	82	95	139	167
非流动资产	411	383	337	302
可供出售金融资产	3	1	1	1
长期股权投资	35	35	35	35
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	184	154	123	93
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	14	8	2	-4
资产总计	2200	2506	3333	3855
流动负债	1311	1344	1879	2030
短期借款	507	450	686	631
应付票据	4	0	9	10
应付账款	559	654	961	1152
其他	241	240	224	237
非流动负债	46	46	46	46
长期借款	45	45	45	45
其他	1	1	1	1
负债合计	1356	1390	1926	2076
股本	214	545	545	545
资本公积	246	32	32	32
未分配利润	358	519	807	1173
少数股东权益	10	11	14	19
股东权益合计	844	1116	1408	1779
负债及权益合计	2200	2506	3333	3855

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	108	166	288	367
折旧和摊销	10	37	37	37
资产减值准备	40	21	77	47
无形资产摊销	7	7	7	7
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	22	27	32	37
投资损失	0	-25	-40	-50
少数股东损益	0	1	4	4
营运资金的变动	-144	238	678	399
经营活动产生现金流量	35	-20	-270	42
投资活动产生现金流量	-105	26	39	49
融资活动产生现金流量	153	19	204	-91
现金净变动	83	25	-27	0
现金的期初余额	136	242	267	240
现金的期末余额	219	267	240	240

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1281	1668	2482	2984
营业成本	914	1189	1747	2094
营业税金及附加	12	17	25	36
销售费用	44	67	99	119
管理费用	123	167	236	269
财务费用	21	27	32	37
资产减值损失	40	30	36	36
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	25	40	50
营业利润	129	198	347	444
营业外收入	3	5	5	5
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	130	201	351	447
所得税	22	34	60	76
净利润	108	167	291	371
少数股东损益	0	1	4	4
归属母公司净利润	108	166	288	367
EPS (元)	0.20	0.30	0.53	0.67

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	21.0%	30.2%	48.7%	20.2%
营业利润增长率	18.0%	53.6%	75.8%	27.8%
净利润增长率	21.9%	52.9%	73.4%	27.5%
盈利能力				
毛利率	28.6%	28.8%	29.6%	29.8%
净利率	8.5%	9.9%	11.6%	12.3%
ROE	13.0%	15.0%	20.7%	20.8%

偿债能力

资产负债率	61.6%	55.5%	57.8%	53.9%
流动比率	1.36	1.58	1.59	1.75
速动比率	1.30	1.51	1.52	1.67

营运能力

资产周转率	0.65	0.71	0.85	0.83
应收帐款周转率	0.94	1.00	1.09	0.99

每股资料(元)

每股收益	0.20	0.30	0.53	0.67
每股经营现金	0.06	-0.04	-0.50	0.08
每股净资产	1.53	2.03	2.56	3.23

估值比率(倍)

PE	57.78	37.78	21.78	17.09
PB	7.52	5.67	4.50	3.56

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaoqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳烜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周 围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。