

医药/必需消费

首次覆盖

评级: **增持**  
 目标价格: **40.00**

当前价格: 24.69  
 2016.01.06

交易数据

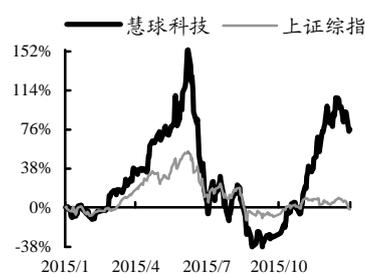
52 周内股价区间 (元)	8.33-36.98
总市值 (百万元)	9,747
总股本/流通 A 股 (百万股)	395/395
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	2240.31
日均成交值 (百万元)	445.72

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3
每股净资产	0.01
市净率	3202.8
净负债率	1440.98%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	-0.00	0.00
Q2	0.00	0.00
Q3	0.00	-0.00
Q4	0.00	0.01
全年	0.00	0.01

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	146%	76%
相对指数	4%	138%	78%

慧球科技 (600556)

## 云计算+SDN 为双翼，智慧城市新锐启航

### ——慧球科技首次覆盖报告

 宋嘉吉 (分析师)	 王胜 (分析师)	 周明 (分析师)
021-38674943	021-38674874	0755-23976212
songjiagi@gtjas.com	Wangsheng014132@gtjas.co	zhouming@gtjas.com
证书编号 S0880514020001	S0880514060012	S0880515060002

#### 本报告导读:

公司大股东实际控制的斐讯通信拥有云计算、SDN 等优质资产，有望注入上市公司，与智慧城市业务形成强协同，目标价 40 元。

#### 投资要点:

- **首次覆盖并给予“增持”评级，目标价 40 元。**公司大股东实际控制的斐讯通信旗下拥有云计算、SDN 等优质资产，有望注入上市公司，与智慧城市业务形成强协同，市场低估了这部分资产的质量和规模。预计公司 2015-17 年 EPS 为 0.01/0.63/1.02 元，参考可比公司平均估值，给予目标价 40 元 (+62%空间)，首次覆盖给予“增持”评级。
- **斐讯旗下稀缺的 SDN 和云计算资产有望注入。**市场认为斐讯业务较为庞杂，但我们发现斐讯旗下优质资产众多，有望注入：①斐讯已是 UT 斯达康第一大股东，有望寻求绝对控股，获得 UT 斯达康优质的光传输和 SDN 技术，与智慧城市和云计算业务形成强协同；②斐讯在京沪等地已建和在建 IDC 机柜数达 3 万个；③斐讯智慧城市和云计算业务高管均来自 IT 巨头管理层，过去数年带领业务迅猛发展，有望领导上市公司加速成长。
- **坚定转型，股份增持、业务注入同步进行。**公司此前定增未能过会，市场对公司转型和斐讯入主抱有顾虑，我们则认为道路曲折但方向明确，公司转型智慧城市和云计算的大方向不会改变：①大股东在二级市场持续增持公司股票，表明大股东入主决心，有望获得公司控股权，加速后续业务布局和资本运作；②业务层面已组建智慧城市核心业务团队，成员均来自斐讯，且已与各地政府签订多项合同和框架协议，项目总金额接近 250 亿元。
- **催化剂：**大股东顾国平增持至控股比例，智慧城市订单落实。
- **风险提示：**资产注入不成功，框架协议未落实，智慧城市竞争加剧。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	43	47	68	1,530	2,219
(+/-)%	558%	11%	43%	2159%	45%
经营利润 (EBIT)	2	3	6	288	450
(+/-)%	221%	47%	136%	4462%	57%
净利润	33	1	4	249	402
(+/-)%	205%	-98%	607%	5700%	62%
每股净收益 (元)	0.08	0.00	0.01	0.63	1.02
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	4.3%	5.6%	9.3%	18.8%	20.3%
净资产收益率 (%)	2373.8%	30.6%	-5.9%	256.0%	95.7%
投入资本回报率 (%)	-7.0%	-2.3%	-2.9%	-26.7%	-21.2%
EV/EBITDA	5,558.8	3,948.8	1,740.4	35.9	20.3
市盈率	347.1	18,673.5	2,640.6	45.5	28.2
股息率 (%)	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2016.01.06

股票研究

必需消费  
医药

慧球科技 (600556)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 40.00

当前价格: 24.69

2016.01.06

公司网址

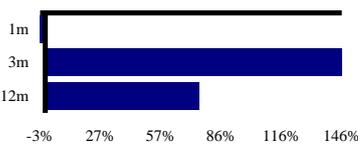
www.bsyy.com.cn

公司简介

公司原是一家高新技术生物制药企业, 总部设在中国广西壮族自治区, 之前主要从事制造及销售医药产品和保健品。

2015年, 公司名称进行了变更, 经营范围也进行了调整, 现经营范围已变更为通信技术、信息科技、计算机、电子科技的技术开发、技术服务、技术咨询, 计算机网络工程, 计算机软硬件开发, 通讯器材、自动化控制系统的销售、设计、安装及售后服务(以上项目不含互

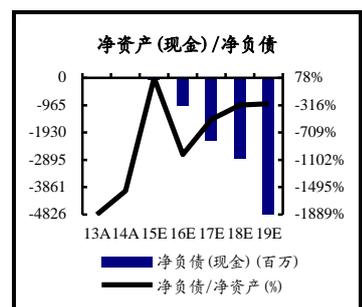
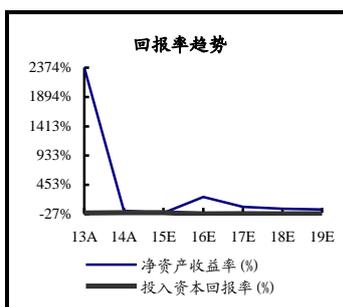
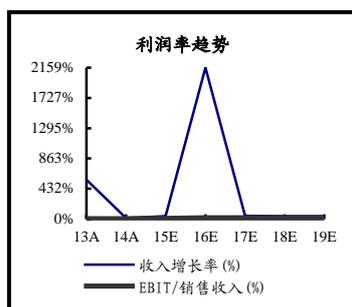
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 8.33-36.98  
市值 (百万) 9,747

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>损益表</b>							
营业总收入	43	47	68	1,530	2,219	3,106	4,348
营业成本	29	33	49	972	1,375	1,926	2,696
税金及附加	2	3	2	77	111	155	217
销售费用	0	0	0	77	111	155	217
管理费用	9	9	10	118	171	239	335
EBIT	2	3	6	288	450	630	883
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	-1	-10	-32	-50	-76
营业利润	2	3	7	298	482	681	959
所得税	2	2	3	49	80	112	158
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	33	1	4	249	402	568	801
<b>资产负债表</b>							
货币资金、交易性金融资产	26	31	57	999	2,198	2,859	4,839
其他流动资产	22	15	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	0	0	0	0	0	0	0
无形及其他资产	0	0	0	0	0	0	0
资产合计	55	54	78	1,605	2,516	3,834	5,673
流动负债	52	50	150	1,505	2,089	2,914	4,027
非流动负债	2	2	1	3	6	10	15
股东权益	1	2	-73	97	421	910	1,632
投入资本(IC)	-25	-29	-129	-899	-1,771	-1,939	-3,193
<b>现金流量表</b>							
NOPLAT	2	1	4	240	376	526	737
折旧与摊销	0	0	0	0	0	0	0
流动资金增量	-26	-3	8	769	873	167	1,254
资本支出	2	0	0	0	0	0	0
自由现金流	-22	-3	12	1,010	1,249	694	1,991
经营现金流	6	-3	28	1,019	1,276	736	2,055
投资现金流	2	0	0	0	0	0	0
融资现金流	-1	0	-1	-77	-76	-76	-75
现金流净增加额	6	-2	27	941	1,199	661	1,980
<b>财务指标</b>							
<b>成长性</b>							
收入增长率	558.0%	11.4%	43.0%	2158.6%	45.0%	40.0%	40.0%
EBIT 增长率	221.0%	46.9%	135.7%	4462.2%	56.6%	40.0%	40.0%
净利润增长率	204.7%	-98.1%	607.2%	5700.3%	61.7%	41.2%	40.9%
利润率							
毛利率	31.2%	30.6%	27.3%	36.5%	38.0%	38.0%	38.0%
EBIT 率	4.3%	5.6%	9.3%	18.8%	20.3%	20.3%	20.3%
净利润率	76.7%	1.3%	6.3%	16.3%	18.1%	18.3%	18.4%
<b>收益率</b>							
净资产收益率(ROE)	2373.8%	30.6%	-5.9%	256.0%	95.7%	62.4%	49.1%
总资产收益率(ROA)	59.4%	1.1%	5.5%	15.5%	16.0%	14.8%	14.1%
投入资本回报率(ROIC)	-7.0%	-2.3%	-2.9%	-26.7%	-21.2%	-27.2%	-23.1%
<b>运营能力</b>							
存货周转天数	3	2	8	8	8	8	8
应收账款周转天数	28	35	35	35	35	35	35
总资产周转天数	457	422	358	201	339	373	399
净利润现金含量	0.18	-4.16	6.54	4.09	3.17	1.30	2.57
资本支出/收入	-4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>偿债能力</b>							
资产负债率	97.5%	96.4%	192.9%	93.9%	83.3%	76.3%	71.2%
净负债率	-1888.6%	-1550.5%	77.6%	-1024.1%	-521.0%	-313.1%	-295.7%
<b>估值比率</b>							
PE	347.1	18,673.5	2,640.6	45.5	28.2	19.9	14.2
PB	8,239.3	5,716.8	-155.9	116.5	26.9	12.5	6.9
EV/EBITDA	5,558.8	3,948.8	1,740.4	35.9	20.3	13.4	7.4
P/S	266.4	239.2	167.3	7.4	5.1	3.6	2.6
股息率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%



## 目 录

1. 结论：智慧城市新锐，SDN 与云计算资产注入.....	4
2. 云计算+SDN 强协同，斐讯旗下优质资产注入.....	4
2.1. 收购 UT 斯达康，获得海外领先 SDN 技术资源.....	4
2.2. 斐讯旗下 IDC 资源丰富，智慧城市业务进展迅速.....	6
3. 坚定转型，股份增持、业务注入同步进行.....	6
3.1. 董事长密集增持，望获公司控制权.....	6
3.2. 业务持续注入，意向项目总金额近 250 亿元.....	7
3.2.1. 智慧城市业务核心团队已建立.....	7
3.2.2. 公司斩获订单及意向项目金额近 250 亿元.....	7
4. 盈利预测与估值.....	8
5. 风险提示.....	9

慧球科技坚定转型智慧城市，大股东实际控制的斐讯通信旗下拥有 UT 斯达康股权和云计算等优质资产，有望注入上市公司，与智慧城市业务形成强协同。

斐讯已收购 UT 斯达康 31.7% 股权，旗下云计算业务和智慧城市业务发展迅速，拥有 SDN 技术、IDC 机柜等大量优质资产。

## 1. 智慧城市新锐，UT 斯达康与云计算资产在手

慧球科技坚定转型智慧城市，大股东实际控制的斐讯通信旗下拥有 UT 斯达康股权和云计算等优质资产，有望与上市公司持续运作，与智慧城市业务形成强协同。

预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.01/0.63/1.02 元。参考智慧城市行业可比公司平均估值水平，考虑到有 UT 斯达康、云计算资产注入预期，给予目标价 40 元，距现价尚有 48% 上涨空间，首次覆盖给予“增持”评级。

与众不同的观点：

1) 市场认为斐讯通讯业务庞杂，而我们则发现斐讯旗下拥有大量优质资产，有望借上市公司平台实现优质资产的注入和整合：

① 斐讯已收购 UT 斯达康 31.7% 股份成为第一大股东，并将继续寻求绝对控股地位，拥有 UT 斯达康旗下的优质光传输和 SDN 技术资源，与公司智慧城市和云计算业务存在强协同。

② 斐讯目前已建和在建的 IDC 机柜达到 3 万个，分布在北京、上海等地，到 2018 年左右，斐讯拟自建机柜总数将达 15 万个。

③ 斐讯云计算和智慧城市业务的管理团队来自 IBM、上海贝尔、UT 斯达康等企业级 IT 巨头管理层，执行力强、业务进展迅速。

2) 市场认为慧球科技转型智慧城市、斐讯入主还存在很大不确定性，我们则认为公司及大股东转型决心坚定：

① 董事长、大股东顾国平在二级市场持续增持公司股票，表明大股东对公司转型的决心。

② 智慧城市业务核心团队已建立，且成员是从斐讯辞职加入；公司已签订总额近 250 亿元的订单和协议，业务已经在积极运作之中。

## 2. 云计算+UT 强协同，斐讯旗下优质资产望注入

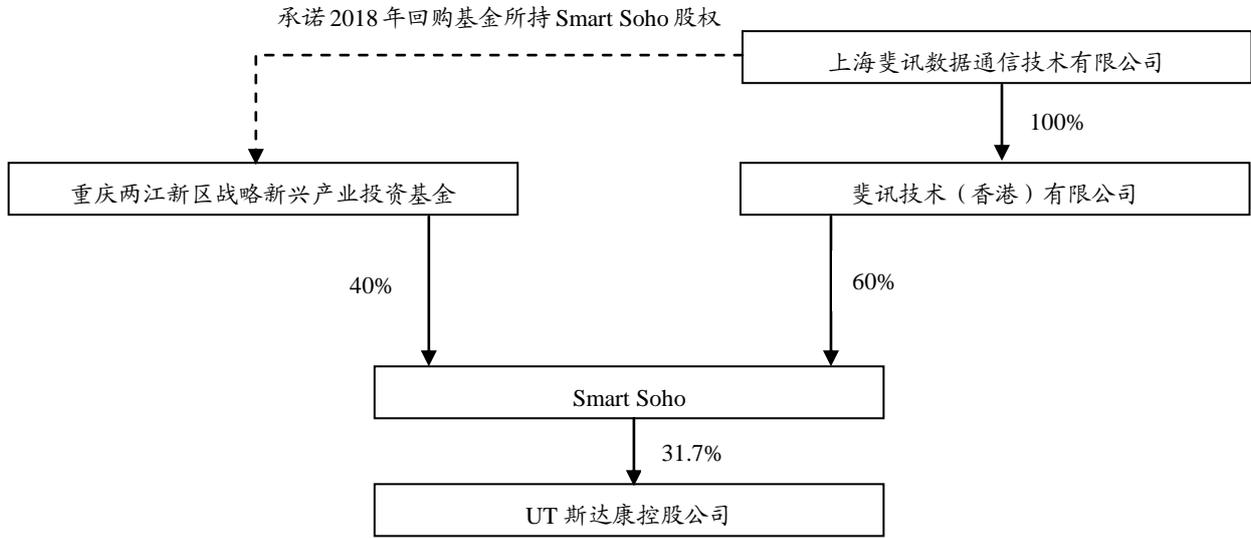
虽然此前重组、定增均未成功，但随着大股东持续增持最终入主，斐讯旗下的优质资产仍有望注入。市场认为斐讯主要是一家以传统光通信设备及终端为主的企业，我们发现斐讯已收购 UT 斯达康 31.7% 股权，旗下云计算业务和智慧城市业务发展迅速，拥有基于 SDN 的分组光传输技术、IDC 机柜等大量优质资产。

### 2.1. 收购 UT 斯达康，获得海外领先 SDN 技术资源

已成 UT 斯达康第一大股东，并将寻求绝对控股。据 UT 斯达康 2015 年 12 月 14 日公告，斐讯拟通过其间接控股的开曼群岛壳公司 Smart Soho，作价 7044 万美元购买 Shah Capital Management 等持有的 1174 万份 UT 斯达康普通股（占总股本 31.7%），成为 UT 斯达康第一大股东。股权交割将于 12 月 16 日完成。斐讯香港公司为本次收购提供 60% 资金，重庆两江新区战略新兴产业投资基金（以下简称“基金”）提供了剩余 40% 资金，并约定在锁定期过后由斐讯回购基金所持股份（如图 1）。据一财

网报道，斐讯实控人顾国平在接受《第一财经日报》记者独家专访时确认，斐讯接下来将寻求对 UT 斯达康的绝对控股，或寻求私有化。

图 1: 斐讯已收购 UT 斯达康高达 31.7% 比例股权，成为第一大股东



数据来源：UT 斯达康 Schedule 13D 报告书，国泰君安证券研究

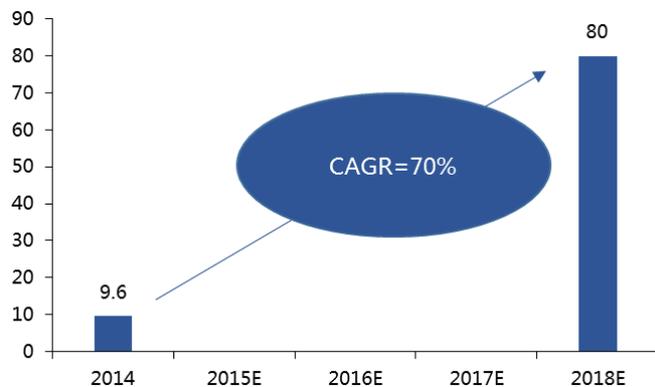
**UT 斯达康退出小灵通、剥离 IPTV 等业务，专注于发展光传输和 SDN 技术。**

**SDN 技术的重要应用方向即云计算数据中心。**

**UT 斯达康主业是光传输和 SDN 技术。**据 UT 斯达康 2014 年报，该公司于 2012 年剥离了 IPTV 等业务，从此专注于发展下一代宽带传输设备、解决方案和服务。该公司目前的主力产品是采用 SDN 技术的分组光传输网络 (PTN) 产品。公司自有的 SDN 平台 (称为 SOO™) 可帮助客户更快、更经济地建立网络和云计算解决方案。

**SDN 与云计算、智慧城市可产生强协同。**云计算和智慧城市业务需要强劲、高速的网络支撑，而现有的物理网络建设成本高、管控不便、缺乏弹性。SDN 可大幅削减网络建设成本，提高网络的可编程性和灵活性，帮助云计算和智慧城市项目快速落地、降低成本，提升业务盈利能力。

图 2: 2015-2018 年企业服务和云计算 SDN 投入年均复合增速高达 70%



数据来源：IDC，国泰君安证券研究

**预计未来数年 SDN 在云计算领域的应用将迅速发展。**研究机构 IDC 的报告显示，全球企业服务和云计算服务提供商在 SDN 领域的投入将从 2014 年的 9.6 亿美金增长到 2018 年的超 80 亿美金，四年增长超过 7 倍；研究机构 SNS Research 则预测，2015 至 2020 年，服务提供商在 SDN 和 NFV 方面的投资将持续提升，年复合增长率将高达 54%，预计到 2020

年可达 200 亿美元。Infonetics 一份针对 153 家大中型企业的调查报告也显示, 79% 的受访企业将在 2017 年底完成数据中心的 SDN 升级。

**运营商亦有望积极转向 SDN。**我们认为, 未来数年云端内容的极大丰富化将对网络存储和传输能力提出全新要求, 但全球电信运营商的资本开支压力又将限制传统的物理网络投入, 两个因素叠加将促使运营商积极转向 SDN 方案。在我国, 同时背负“提速降费”和央企运营考核双重压力的三大运营商更加动力充足, SDN 提供商将因此充分受益。

**我国电信运营商已在试验 SDN 部署。**继 2011 年谷歌率先将 SDN 引入数据中心后, 我国运营商也在进行相关努力。据新浪科技报道, 2014 年 4 月 18 日, 北京电信即宣布与华为携手完成 SDN 商用部署, 将 SDN 用于电信的 IDC。C114 报道, 从 2013 至 2014 年, 中国移动在 IDC 领域进行 SDN 的引入测试, 一年中 SDN 交换机的容量和速度大幅度提升。2015 年香港亚太环通 (Pacnet) 推出了基于 SDN 的商用光网络。越来越多的运营商开始接纳 SDN 或开始进行 POC 测试, SDN 已到商用前夜。

## 2.2. 斐讯旗下 IDC 资源丰富, 智慧城市业务进展迅速

**斐讯已建/在建 IDC 机柜规模巨大。**据《解放日报》报道, 斐讯拟建设一张全国覆盖、全球重点部署的数据中心网络; 在这张大网中, 已建和在建的数据中心机柜达 3 万个, 分布在北京、马鞍山、上海和南宁; 到 2018 年左右, 斐讯将在全国形成 6 个数据中心群, 自建机柜总数将达 15 万个。《解放日报》引述顾国平称, 斐讯将在德国慕尼黑和美国硅谷启动数据中心建设, 致力于成为全国最大, 继谷歌、亚马逊之后全球第三大数据中心服务提供商。

**“全明星”管理团队带领, 智慧城市业务进展迅速。**斐讯的管理团队成员均来自 IT 巨头的管理层, 如 CEO 郑敏曾是 UT 斯达康高级副总裁, 智慧城市业务负责人杨正洪曾任职 IBM, 曾长期负责美国国税局和多个州的智慧城市体系架构设计和实施; 云计算业务负责人贺甬镐, 曾是上海贝尔股份有限公司 IT 负责人。

斐讯智慧城市业务是从 2013 年 4 月开始建立, 具体业务包括智慧城市顶层方案和垂直应用、绿色数据中心、弹性企业网络等的方案设计和集成实施。据慧球科技公告, 2013 年斐讯智慧城市业务营业收入为 551 万元, 毛利 209 万元; 2014 年 1-6 月营业收入即增长至 3350 万元, 毛利 2610 万元。

## 3. 坚定转型, 股份增持、业务注入同步进行

公司前身北生药业被暂停上市, 曾尝试提供资产重组、定增等方式转型, 均未能完成。但公司业务转型决心未受撼动, 目前顾国平及一致行动人在二级市场持续增持公司股份, 智慧城市业务也已经快速注入。

### 3.1. 董事长密集增持, 望获公司控制权

**重组、定增转型均未成功。**公司前身北生医药因连续亏损被暂停上市, 2014 年 4 月 1 日公告拟以发行股份购买资产并募集配套资金的方式收购斐讯通信 100% 股权, 但因部分事项未能达成一致, 双方决定终止重大资产重组。2014 年 7 月 28 日公司披露非公开发行预案, 拟向斐讯通信

斐讯已建/在建 IDC  
机柜数量达 3 万个,  
分布在北京、马鞍山、  
上海和南宁。

重组、定增均未成功,  
斐讯入主决心不改,  
顾国平已从二级市场  
增持至第一大股东。

实际控制人顾国平等非公开发行股票募集资金，转型智慧城市。2015年10月13日证监会发审会认为该预案未明确披露募集资金对应的智慧城市项目，信息披露不规范，决定不予核准。

**二级市场密集增持，董事长成第一大股东。**2015年10月23日以来，公司董事长顾国平及其一致行动人通过二级市场不断增持公司股份，截至2015年12月5日，顾国平及一致行动人共持有公司8.8%股份，稳居公司第一大股东，但公司目前仍然不存在控股股东和实际控制人。

**表 1: 顾国平及其一致行动人密集增持公司股份**

日期	持股主体	增持股份 (万股)	增持比例	增持后比例	增持均价 (元)
2014年11月4日	和熙2号基金	1,500	3.80%	3.80%	-
2015年10月23日	和熙2号基金	-250	-0.63%	3.17%	13.08
2015年10月26日	华安汇增1号	610	1.54%	4.71%	13.92
2015年11月5日	顾国平	100	0.25%	4.96%	14.13
2015年11月6日	华安汇增2号	644	1.63%	6.59%	16.07
2015年11月17日	华安汇增3号	527	1.34%	7.93%	19.27
2015年12月4日	德邦慧金1号	342	0.86%	8.79%	25.45

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**大股东入主决心坚定，望获公司控制权。**虽然定增未能过会，大股东依然在二级市场频繁增持，表明大股东对入主公司、实施战略转型的决心较为坚定。公司后续业务运作有待于大股东获得公司控股权和实际控制地位，我们判断大股东将继续采取措施，加码公司控制权。

### 3.2. 业务持续注入，意向项目总金额近 250 亿元

虽然重组和定增均未成功，但公司的业务转型已经开始，智慧城市核心团队已经建立，且已斩获订单和意向项目的金额接近 250 亿元。

#### 3.2.1. 智慧城市业务核心团队已建立

**公司智慧城市核心团队已经建立。**据 2015 年 6 月 2 日公告，公司已搭建以顾国平为首的核心人员管理团队，此外，斐讯通信的智慧城市业务共 15 名业务人员通过变更劳动合同关系，已经加入公司。公告还称斐讯该业务部门其他 60 多名业务人员也将随着公司智慧城市业务的开展，本着自愿原则陆续从斐讯离职，并加入公司的全资子公司智诚合讯，逐步组建智慧城市业务核心团队。

#### 3.2.2. 公司斩获订单及意向项目金额近 250 亿元

**公司智慧城市意向项目总额高达近 250 亿元。**据公司公告，公司已与南宁、泰兴、宿州、韶山等 12 个市县政府签订智慧城市框架协议，拟建设 13 个智慧城市项目，项目总金额高达 248 亿元。

**表 2: 公司智慧城市意向项目总额高达 248 亿元**

时间	项目名称	投资额 (亿元)	合同期 (年)
2014年11月10日	江苏沛县智慧开发区项目	10	5
2014年11月26日	芜湖智慧城市项目	20	5
2014年12月5日	韶山智慧城市项目	10	5
2014年12月22日	新洲区智慧城市项目	20	5
2014年12月25日	鹤壁智慧城市项目	30	10

**公司智慧城市核心团队已建立，且已斩获订单和意向项目金额接近 250 亿元。**

2014年12月31日	重庆智慧两江项目	40	3
2015年1月10日	智慧南宁项目	35	5
2015年4月15日	宁波杭州湾新区智慧城市项目	30	5
2015年4月30日	湖南华容县智慧城市	10	5
2015年8月19日	靖江智慧城市项目	15	5
2015年8月19日	靖江市智慧新港城项目 PPP	7.69	1.5
2015年9月2日	智慧宿州战略合作框架	10	3
2015年10月21日	泰兴智慧城市项目	10	5
<b>意向项目总金额</b>		<b>248</b>	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司已落实的智慧城市合同总金额高达 33.16 亿元。据公司公告，公司在重庆、宁波、华容、西安、沈阳等地的智慧城市项目已经落实订单合同，项目内容涉及智慧金融、智慧政务、智慧交通、智慧住宅等，合同总金额高达 33.16 亿元。

**表 3: 公司已签订的智慧城市合同总金额高达 33.16 亿元**

时间	合同名称	合同金额 (亿元)	合同期 (年)
2015年4月10日	重庆两江《智慧金融&智慧政务共建合同》	1.54	3
2015年4月15日	《宁波杭州湾新区滨海六路智慧交通项目 PPP 建设合同》	4.61	5
2015年4月15日	《湖南华容工业集中区智慧创新产业园 PPP 建设合同》	3.72	1
2015年5月5日	《西安市机关干部住宅智慧社区项目共建合同》	8.29	2
2014年5月14日	《沈阳市智慧沈北项目共建合同》	15	2.5
<b>合同总金额</b>		<b>33.16</b>	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 4. 盈利预测与估值

我们基于以下几点假设进行盈利预测：

- (1) 公司已签订智慧城市订单 33.16 亿元顺利按期完成，且自 2016 年起平均到年确认收入；
- (2) 公司已签署的战略框架协议逐步落实成为订单；
- (3) 自 2016 年起公司费用率维持相对稳定。

### PS 法：

预计 2015 年收入 6774 万元，2016 年收入 15.3 亿元，2017 年收入 22.2 亿元。按智慧城市行业可比公司平均水平，并考虑到公司预期加码云计算和 SDN 带来一定估值溢价，给予公司 2016 年 10.5 倍 PS，对应合理市值 161 亿元、合理估值 40.69 元。

### PE 法：

预计 2015-2017 年 EPS 为 0.01/0.63/1.02 元，按智慧城市行业可比公司平均水平，并考虑到公司预期加码云计算和 SDN 带来一定估值溢价，给予公司 2016 年 65 倍 PE，对应合理估值 40.95 元。

综上，给予公司目标价 40 元，首次覆盖并予以“增持”评级。

**表 4: 可比公司盈利预测与估值**

证券代码	证券简称	收盘价 (2015.12.29)	EPS			PE			PS		
			2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
300182.SZ	捷成股份	23.60	0.33	0.59	0.76	72	40	31	16	11	8
002065.SZ	东华软件	24.54	0.76	0.89	1.14	32	28	22	7	6	5
300020.SZ	银江股份	24.84	0.35	0.45	0.58	71	55	43	6	5	4
300212.SZ	易华录	46.80	0.62	1.00	1.57	75	47	30	7	5	3
300287.SZ	飞利信	17.79	0.24	0.38	0.54	74	47	33	14	7	6
<b>智慧城市平均</b>						<b>65</b>	<b>43</b>	<b>32</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>5</b>
600845.SH	宝信软件	58.79	1.04	1.43	1.99	57	41	30	6	5	4
300383.SZ	光环新网	58.20	0.23	0.55	0.89	253	106	65	59	26	17
000971.SZ	高升控股	23.99	0.19	0.28	0.42	126	86	57	18	13	10
<b>云计算平均</b>						<b>148</b>	<b>79</b>	<b>52</b>	<b>28</b>	<b>15</b>	<b>10</b>
600566.SH	慧球科技	26.99	0.01	0.63	1.02	2699	43	26	161	7	5

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (可比公司 EPS 均来自 Wind 一致预期)

## 5. 风险提示

1) 尽管斐讯表现出很强意愿入主上市公司, 但仍有可能放弃对公司控制权的追求。由于公司 2015 年前三季度利润仅 107 万, 且部分来自斐讯支持下的智慧城市业务, 一旦失去斐讯的注入预期, 公司价值将大幅下降。

2) 公司虽然已签订大量框架协议和合同订单, 考虑到地方政府资金紧张, 这些协议和订单依然有无法按期落实和完成的风险, 为公司未来收入带来不确定性。

3) 智慧城市行业已经有华为技术、中兴通讯、易华录等较大竞争对手, 在直接竞争中可能处于不利地位, 有可能影响订单的取得, 以及压低订单金额、压缩利润。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		