

受益军工信息化明显, 工业互联网持续发酵

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年一季报, 2017Q1 实现营业收入 1.3 亿元, 同比增长 39.2%; 实现归母净利润 967.1 万元, 较上年同期增 66.2%, 业绩基本符合我们预期。
- **军工产品收入增长明显, 盈利水平提升。** 公司归母净利润大幅增长, 主要是因为军工业务收入增长明显, 军工产品毛利率较高。公司军用网络产品未来将继续保持快速发展势头, 一方面源于国内军队信息化建设加码, 另一方面源于公司产品的自主可控, 公司自主研发的军用网络交换芯片将于今年下半年生产出流片, 上线后将实现工业控制核心芯片 100% 国产化, 预计对军工业务继续高速增长注入新动力。
- **持续加大研发力度, 深耕工业互联网。** 公司工业以太网交换机产品广泛应用于电力、交通、核电、工厂自动化等细分行业, 是国内产品种类最齐全的工业以太网交换机厂商, 市场占有率靠前, 多项指标国际领先。公司在不断加大工业互联网产品的研发, 积极进行行业内技术创新, 铸就公司长期内生增长, 一季度管理费用同期增长 85.94%, 研发投入加大是主要因素。
- **大数据及网络服务业务实现高速增长可期。** 子公司拓明科技的大数据精准营销及行业应用业务已经取得了一些重要突破, 重点培育数据挖掘、数据安全分析等领域, 公司将从前端到后端深度布局工业互联网。
- **通过外延拓展, 逐步实现工业互联网细分领域落地。** 公司最近拟收购南京电研, 与子公司远景数字协同发展, 加深布局智能电力。公司与南京电研和工大科技共同研发的智能工业服务器已开发出原型机, 未来将给公司业绩带来新的增长。
- **盈利预测与投资建议。** 根据一季报情况, 我们维持公司盈利预测, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.38 元、0.55 元、0.74 元, 未来三年归母净利润将保持 47% 的年复合增长率, 考虑到公司工业互联网龙头地位和未来行业增长空间巨大, 给予 2017 年 50 倍 PE, 维持“买入”评级, 目标价 19 元。
- **风险提示:** 工业互联网发展不及预期, 公司整合不及预期。

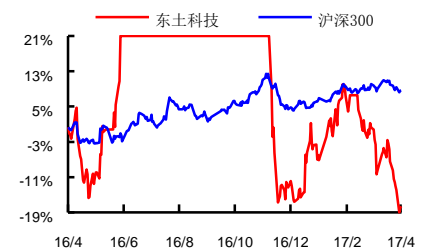
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	661.81	951.78	1332.97	1840.70
增长率	64.40%	43.81%	40.05%	38.09%
归属母公司净利润(百万元)	123.14	194.24	286.40	384.98
增长率	104.42%	57.73%	47.45%	34.42%
每股收益 EPS(元)	0.24	0.38	0.55	0.74
净资产收益率 ROE	5.75%	8.58%	8.96%	10.93%
PE	69	43	29	22
PB	4.02	3.73	2.64	2.40

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 黄弘扬
电话: 021-68415720
邮箱: hhy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.17
流通 A 股(亿股)	2.41
52 周内股价区间(元)	14.75-22.09
总市值(亿元)	77.54
总资产(亿元)	25.38
每股净资产(元)	4.00

相关研究

1. 东土科技(300353): 内生外延双轮驱动, 深耕工业互联网 (2017-03-31)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	661.81	951.78	1332.97	1840.70	净利润	120.73	194.24	286.40	384.98
营业成本	322.67	428.28	573.75	789.36	折旧与摊销	15.14	12.06	12.06	12.06
营业税金及附加	7.74	10.42	13.94	19.68	财务费用	-2.26	3.01	0.80	-1.50
销售费用	74.86	114.21	159.96	220.88	资产减值损失	7.61	5.00	5.00	5.00
管理费用	144.35	214.73	295.66	409.48	经营营运资本变动	-223.06	-254.51	-234.94	-343.13
财务费用	-2.26	3.01	0.80	-1.50	其他	124.13	-5.00	-5.00	-5.00
资产减值损失	7.61	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	42.30	-45.21	64.32	52.41
投资收益	0.69	0.00	0.00	0.00	资本支出	-592.77	-162.40	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	229.43	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-363.33	-162.40	0.00	0.00
营业利润	107.52	176.12	283.86	397.80	短期借款	-51.32	-50.33	0.00	0.00
其他非经营损益	32.91	48.70	48.31	48.61	长期借款	55.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	140.43	224.82	332.17	446.41	股权融资	848.73	0.00	690.00	0.00
所得税	19.69	30.58	45.77	61.43	支付股利	0.00	-30.73	-44.42	-56.57
净利润	120.73	194.24	286.40	384.98	其他	-363.77	8.05	9.20	11.50
少数股东损益	-2.41	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	488.72	-73.01	654.78	-45.07
归属母公司股东净利润	123.14	194.24	286.40	384.98	现金流量净额	171.37	-280.62	719.10	7.34
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	450.89	170.27	889.38	896.71	成长能力				
应收和预付款项	461.58	814.29	1119.20	1549.00	销售收入增长率	64.40%	43.81%	40.05%	38.09%
存货	129.27	80.52	103.28	142.09	营业利润增长率	87.11%	63.80%	61.17%	40.14%
其他流动资产	84.20	14.28	19.99	27.61	净利润增长率	72.57%	60.88%	47.45%	34.42%
长期股权投资	7.89	7.89	7.89	7.89	EBITDA 增长率	96.52%	58.78%	55.20%	37.62%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	145.02	139.18	133.34	127.49	毛利率	51.24%	55.00%	56.96%	57.12%
无形资产和开发支出	1199.36	1355.92	1350.08	1344.24	三费率	32.78%	34.88%	34.24%	34.16%
其他非流动资产	59.75	59.37	58.99	58.62	净利率	18.24%	20.41%	21.49%	20.91%
资产总计	2537.96	2641.72	3682.15	4153.65	ROE	5.75%	8.58%	8.96%	10.93%
短期借款	50.33	0.00	0.00	0.00	ROA	4.76%	7.35%	7.78%	9.27%
应付和预收款项	250.43	241.38	336.92	465.70	ROIC	6.58%	7.93%	10.75%	13.22%
长期借款	55.08	55.08	55.08	55.08	EBITDA/销售收入	18.19%	20.09%	22.26%	22.18%
其他负债	83.61	82.20	95.11	109.42	营运能力				
负债合计	439.45	378.65	487.10	630.20	总资产周转率	0.33	0.37	0.42	0.47
股本	516.94	516.94	636.94	636.94	固定资产周转率	5.84	7.93	11.67	16.98
资本公积	1309.22	1309.22	1879.22	1879.22	应收账款周转率	2.12	2.05	2.01	2.01
留存收益	242.69	406.19	648.17	976.58	存货周转率	3.46	4.08	6.24	6.43
归属母公司股东权益	2067.79	2232.35	3164.33	3492.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.66%	—	—	—
少数股东权益	30.71	30.71	30.71	30.71	资本结构				
股东权益合计	2098.50	2263.07	3195.04	3523.45	资产负债率	17.32%	14.33%	13.23%	15.17%
负债和股东权益合计	2537.96	2641.72	3682.15	4153.65	带息债务/总负债	23.99%	14.55%	11.31%	8.74%
					流动比率	3.51	4.32	6.12	5.43
					速动比率	3.11	4.00	5.82	5.14
					股利支付率	0.00%	15.82%	15.51%	14.69%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.38	0.55	0.74
					每股净资产	4.06	4.38	6.18	6.82
					每股经营现金	0.08	-0.09	0.12	0.10
					每股股利	0.00	0.06	0.09	0.11
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	120.41	191.19	296.72	408.36					
PE	68.55	43.46	29.48	21.93					
PB	4.02	3.73	2.64	2.40					
PS	12.76	8.87	6.33	4.59					
EV/EBITDA	66.77	43.26	32.05	23.27					
股息率	0.00%	0.36%	0.53%	0.67%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn