启明星辰(002439)/计算机应用

商誉计提影响当期业绩，不改长期高增长趋势

评级：买入(维持)

市场价格：19.02

目标价格：25

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email：kangyw@r.qlzq.com.cn

联系人：陈倩卉

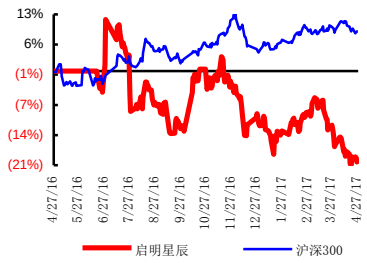
电话：

Email：chenqh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	897
流通股本(百万股)	559
市价(元)	19.02
市值(百万元)	17,055
流通市值(百万元)	10,630

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 内生外延共同发力，高增长趋势延续

2 受益行业景气提升，内生增长强劲

3 启明星辰：收购赛博兴安，打造大数据安全管理平台迈出坚实一步

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,533.96	1,927.37	2,389.94	3,011.32	3,703.93
增长率 yoy%	28.29%	25.65%	24.00%	26.00%	23.00%
净利润	244.13	265.17	440.46	578.24	731.77
增长率 yoy%	43.40%	8.62%	66.10%	31.28%	26.55%
每股收益（元）	0.29	0.31	0.51	0.67	0.84
每股现金流量	0.50	0.11	0.72	0.56	0.72
净资产收益率	14.43%	11.92%	17.08%	18.31%	18.82%
P/E	108.83	68.13	37.52	28.58	22.59
PEG	2.51	7.90	0.57	0.91	0.85
P/B	15.71	8.12	6.41	5.23	4.25

备注：

投资要点

- **事件：**公司于 4 月 28 日晚间正式发布 2016 年年报：报告期内，公司实现营业收入 19.27 亿元，同比增长 25.65%；实现归母净利润 2.65 亿元，同比增长 8.62%；实现扣非后的归母净利润 2.48 亿元，同比增长 21.94%。同时，公司也披露了 2017 年一季度业绩报告，一季度公司实现营业收入 2.87 亿元，同比增长 24.42%；实现归母净利润-671.02 万元，出现亏损主要系受经营的季节性因素影响。公司预计 2017 年上半年净利润为-1000 万元至 0 元。

- **安方高科净利润未达承诺，商誉减值影响整体业绩表现。**2016 年公司净利润与业绩快报产生出入的主要原因在于：2016 年度公司对所收购安方高科形成的商誉计提减值准备 6197.68 万元所致。安方高科主要以电磁信息安全工程等为主营业务，公司于 2015 年 12 月完成对其 100%股权收购，安方承诺 2015-2017 年经审计的扣非归母净利润分别不低于 1850 万、2150 万和 2360 万元，承诺期合计承诺净利润 6360 万元。2016 年安方高科实现净利润-109.90 万元，扣非归母净利润-337.13 万元，未完成业绩承诺，主要原因系安方高科部分军队业务项目进度延后、部分电磁屏蔽工程项目成本上升、受营改增政策的影响导致的实际承担采购成本提高、收购完成后对安方高科供应商规范化管理导致的成本增加等。目前公司拟与原交易对方协商将所持有安方高科 100%股权由对方回购，本年度基于谨慎原则计提商誉减值 6000 余万。若剔除商誉计提因素影响，2016 年公司业绩亦实现了 33%以上的高速增长。

- **坚持内生与外延并举，公司高增长趋势仍将延续。**公司始终坚持内生+外延的发展战略，其中内生式发展态势良好。一方面，随着 2017 年 6 月 1 日《网络安全法》等政策将正式落地，行业将逐步进入黄金发展期。公司作为行业龙头，布局完善，在党政军等关键领域具有较高品牌效应，将直接受益行业景气度的提升；另一方面，公司在外延方面稳步推进，逐步完善产业链布局。过程中积累了丰富的整合协同经验，如网御星云、合众数据、赛博兴安等并购，均从战略及业务上与公司已有业务形成有效互补。目前除安方高科外，其余并购标的业绩完成情况均较好且增长趋势明显，如以信息安全软件为主的网御星云两年完成 3 年的利润承诺，以大数据安全业务为主的合众数据和以数据加密业务为主的赛博兴安 2016 年均超额完成业绩承诺，减值风险较小；此次商誉减值后，截至 2016 年末公司商誉不到 3 亿元，总体数额并不大。因此，未来我们仍坚定看好公司长远发展，公司未来业绩高增长趋势有望延续。

- **商誉减值无碍公司高增长信心，2017 年业务有望多点开花。**公司 2016 年报披露了公司 2017 年经营目标：营业总收入 24 亿元，归属于上市公司股东的净利润 4.5 亿。虽该经营目标并不代表公司对 2017 年度的盈利预测，但仍一定程度反映出管理层对公司业绩高增长的信心。此外第二期员工持股计划也于今年 1 月实施完毕，认购总数为 495.03 万股，认购价格为 20.03 元/股，彰显公司对于未来发展十足的信心。

  加大投入新方向，切入云安全领域打造业绩增长新看点。公司针对新兴技术持续加大研发投入，保持公司在相关新兴领域的领先优势。目前随着云技术的快速发展，产品云端化逐步成为行业发展的新方向。公司通过联手腾讯、华为等互联网巨头前瞻性布局，共同拓展混合云、公有云等新服务。截至目前，公司已推出云 SOC 产品、云检测和云扫描等一系列云安全业务，并与 2017 年 4 月 27 日正式发布中小企业安全产品——云子可信安全云平台，抢占云安全蓝海市场。云子可信产品技术业内领先，其搭建快，成本低，无需专业 IT 维护的特点将为企业解决信息安全难题提供捷径，2017 年有望成为公司业绩增长的新亮点。

- **盈利预测：我们维持对公司的盈利预测，预计公司 17、18、19 年实现归属母公司净利润分别为 4.40、5.78、7.32 亿元，分别同比增长 66%、31%、27%，2017-2019 年 EPS 分别为 0.51、0.67、0.84 元/股。一方面，信息安全行业正在逐步进入高速成长期；另一方面，公司凭借在技术、产品线、渠道等方面的领先优势，将最先且最大化享受行业景气度快速提升，同时公司前瞻布局云安全和数据安全等行业新领域，力争在行业演进中继续抢占行业战略制高点。故我们认为公司未来持续快速增长的可预见性、持续性及稀缺性均较强，公司未来蕴含较大发展潜力及投资价值，维持“买入”评级，目标价 25 元，对应 49*17PE。**

- **风险提示：信息安全行业竞争加剧；相关支持政策力度不达预期；并购整合风险**

图表 1：盈利预测表

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**1,196**	**1,534**	**1,927**	**2,390**	**3,011**	**3,704**
增长率	*26.07%*	*28.3%*	*25.6%*	*24.0%*	*26.0%*	*23.0%*
营业成本	-400	-483	-640	-789	-979	-1,185
% 销售收入	*33.4%*	*31.5%*	*33.2%*	*33.0%*	*32.5%*	*32.0%*
毛利	796	1,051	1,288	1,601	2,033	2,519
% 销售收入	*66.6%*	*68.5%*	*66.8%*	*67.0%*	*67.5%*	*68.0%*
营业税金及附加	-17	-22	-22	-29	-35	-43
% 销售收入	*1.4%*	*1.5%*	*1.1%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*
营业费用	-370	-465	-474	-605	-753	-907
% 销售收入	*30.9%*	*30.3%*	*24.6%*	*25.3%*	*25.0%*	*24.5%*
管理费用	-280	-407	-550	-643	-783	-945
% 销售收入	*23.4%*	*26.6%*	*28.6%*	*26.9%*	*26.0%*	*25.5%*
息税前利润（EBIT）	129	156	241	325	462	624
% 销售收入	*10.8%*	*10.2%*	*12.5%*	*13.6%*	*15.4%*	*16.9%*
财务费用	4	2	7	31	53	74
% 销售收入	*-0.3%*	*-0.1%*	*-0.4%*	*-1.3%*	*-1.7%*	*-2.0%*
资产减值损失	-29	-27	-112	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	21	-3	7	9	8
% 税前利润	*5.0%*	*7.1%*	*—*	*1.2%*	*1.3%*	*1.0%*
营业利润	113	152	133	363	524	706
营业利润率	*9.5%*	*9.9%*	*6.9%*	*15.2%*	*17.4%*	*19.1%*
营业外收支	92	145	165	159	161	160
税前利润	**205**	**297**	**298**	**521**	**684**	**866**
利润率	*17.1%*	*19.3%*	*15.5%*	*21.8%*	*22.7%*	*23.4%*
所得税	-23	-42	-37	-65	-86	-108
所得税率	*11.2%*	*14.0%*	*12.4%*	*12.5%*	*12.5%*	*12.5%*
净利润	182	255	261	456	599	758
少数股东损益	12	11	-4	16	21	26
归属于母公司的净利润	**170**	**244**	**265**	**440**	**578**	**732**
净利率	*14.2%*	*15.9%*	*13.8%*	*18.4%*	*19.2%*	*19.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	182	255	261	456	599	758
少数股东损益	0	0	0	16	21	26
非现金支出	96	115	214	118	106	99
非经营收益	-26	-31	0	-165	-169	-168
营运资金变动	117	78	-380	216	-49	-61
经营活动现金净流	**368**	**417**	**95**	**642**	**507**	**653**
资本开支	68	85	159	-104	-82	-73
投资	-287	2	-80	0	0	0
其他	-340	277	-174	7	9	8
投资活动现金净流	**-696**	**194**	**-413**	**111**	**90**	**81**
股权募资	0	0	93	0	0	0
债权募资	-10	-41	-4	0	0	0
其他	-21	-36	-49	0	-87	0
筹资活动现金净流	**-31**	**-77**	**40**	**0**	**-87**	**0**
现金净流量	**-359**	**534**	**-278**	**753**	**510**	**734**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	260	796	522	1,259	1,749	2,457
应收款项	655	711	1,002	1,073	1,349	1,658
存货	116	186	167	224	280	336
其他流动资产	516	262	456	463	475	488
流动资产	1,547	1,955	2,148	3,019	3,852	4,939
% 总资产	*64.4%*	*69.1%*	*66.0%*	*74.3%*	*79.1%*	*83.1%*
长期投资	224	227	280	280	280	280
固定资产	165	173	229	212	202	189
% 总资产	*6.9%*	*6.1%*	*7.0%*	*5.2%*	*4.1%*	*3.2%*
无形资产	421	415	519	471	454	455
非流动资产	855	873	1,107	1,043	1,015	1,003
% 总资产	*35.6%*	*30.9%*	*34.0%*	*25.7%*	*20.9%*	*16.9%*
资产总计	**2,402**	**2,828**	**3,255**	**4,061**	**4,868**	**5,942**
短期借款	41	0	0	0	0	0
应付款项	484	723	652	902	1,112	1,328
其他流动负债	226	249	278	466	464	564
流动负债	751	972	931	1,368	1,575	1,892
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	13	15	15	15	15
负债	**764**	**985**	**946**	**1,383**	**1,590**	**1,907**
普通股股东权益	1,518	1,735	2,275	2,628	3,207	3,939
少数股东权益	120	108	34	49	70	96
负债股东权益合计	**2,402**	**2,828**	**3,255**	**4,061**	**4,868**	**5,942**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.410	0.294	0.305	0.507	0.665	0.842
每股净资产(元)	3.603	2.037	2.561	2.968	3.634	4.476
每股经营现金净流(元)	0.887	0.502	0.109	0.720	0.560	0.722
每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.39%	14.43%	11.92%	17.08%	18.31%	18.82%
总资产收益率	7.16%	8.77%	8.27%	10.98%	12.00%	12.42%
投入资本收益率	9.64%	16.98%	14.32%	25.74%	33.31%	43.21%
增长率						
营业总收入增长率	26.07%	28.29%	25.65%	24.00%	26.00%	23.00%
EBIT增长率	191.25%	21.16%	54.41%	34.95%	42.21%	35.02%
净利润增长率	39.19%	43.30%	8.62%	66.10%	31.28%	26.55%
总资产增长率	31.40%	17.01%	15.11%	24.77%	19.85%	22.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	153.9	147.9	148.2	149.1	148.6	148.7
存货周转天数	91.6	113.9	100.7	103.6	104.3	103.5
应付账款周转天数	190.9	188.9	173.9	181.7	180.3	179.7
固定资产周转天数	62.7	40.2	38.0	33.6	25.1	19.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.51%	-44.23%	-23.11%	-47.90%	-54.19%	-61.66%
EBIT利息保障倍数	-33.2	-80.0	-33.0	-10.4	-8.8	-8.5
资产负债率	32.09%	35.37%	29.51%	34.48%	33.01%	32.37%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。