营收高增长,商誉减值计提影响利润

启明星辰(002439)

投资评级：买入（维持评级）

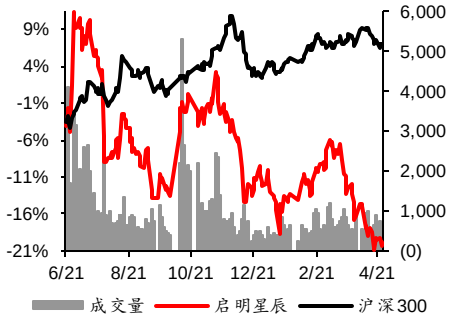
当前价格(元):	19.02
合理价格区间(元):	29~31

高宏博 执业证书编号：S0570515030005
研究员 010-56793966
gaohongbo@htsc.com

相关研究

1《启明星辰(002439,买入): 网络安全龙头保持高速增长势头》2017.03
2《启明星辰(002439):业绩符合预期，信息安全龙头前景向好》2016.10
3《启明星辰(002439):业绩符合预期,经营状况良好》2016.08

股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	896.69
流通A股(百万股)	566.45
52周内股价区间(元)	18.72-26.37
总市值(百万元)	17,055
总资产(百万元)	3,685
每股净资产(元)	3.09

资料来源：公司公告

网络安全龙头营业收入增速符合预期，净利润增速低于预期

启明星辰发布2016年度报告，公司2016年实现营业收入19.27亿元，同比增长25.65%；营业利润1.33亿元，同比减少12.19%；归母净利润2.65亿元，同比增长8.62%；扣非归母净利润2.48亿元，同比增长21.94%。同时公司公布2017年一季度报告，公司一季度实现营业收入2.87亿元，同比增长24.42%；净利润亏损671.02万元。公司预计2017年上半年净利润亏损1000万元至0万元。公司2017年的经营目标营业总收入24亿元，归母净利润4.5亿。

营业收入稳定增长，安方高科商誉减值计提影响当期利润

公司的经营情况良好，全年实现营业收入同比增长25.65%，实现了良好增长。报告期内，公司对安方高科完全并表，其营业收入1.07亿元全部并入安全服务与工具项目，该项同比增长80.52%，但由于军改、电磁屏蔽市场竞争加剧、营改增等影响，一方面拉低了安全服务项的毛利率，管理费用增加，另一方面安方高科2016年扣非净利润亏损337.13万元，没有完成业绩承诺，商誉计提减值准备6197.68万元，影响了当期利润。除去安方高科商誉减值计提影响，公司营业利润同比增长29.8%，公司净利润高速成长逻辑成立。

信息安全龙头企业，产品市场优势明显

公司是国内最具实力的、拥有完全自主知识产权的网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商，拥有完善的专业安全产品线，其中统一威胁管理、入侵检测与防御、安全管理平台市占率第一，同时在安全性审计、安全专业服务方面保持市场领先地位；公司积极推进云安全战略，已完成大部分产品的虚拟化、云化工作；政府、军队/军工、电信、金融、能源、交通、制造等行业市占率高，在政府军队覆盖率达80%。随着信息安全行业景气度逐年提升，公司未来发展前景向好。

《网络安全法》将年内实施，作为行业龙头即将迎来业绩向上拐点

《网络安全法》已通过并于2017年6月起实施。《网络安全法》对党政军和重要行业部门信息系统安全可控提出明确要求，将大大促进网络安全系统的建设速度。公司是国内最具实力的、拥有完全自主知识产权的网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商，在多个关键行业市占率第一，随着信息安全行业景气度逐年提升，公司业绩向上拐点即将到来。

信息安全龙头前景向好，维持买入评级

预计公司2017~2019年净利润分别4.5亿元、6.08亿元、8.2亿元，PE分别为38、28、21倍。随着信息安全行业景气度逐年提升，作为信息安全龙头企业，公司产品市场优势明显，同时不断地并购整合，有望打造中国版的赛门铁克，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不达预期，网络安全设施建设不达预期

经营预测指标与估值

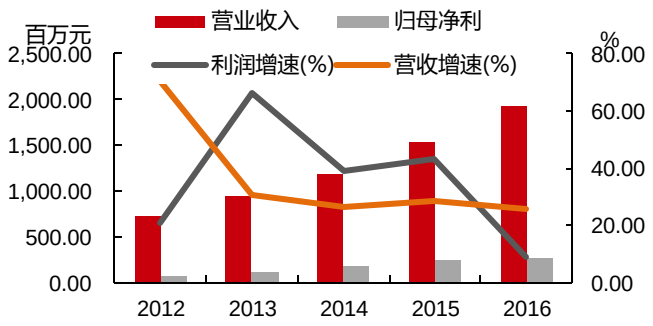
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,534	1,927	2,409	3,252	4,391
+/-%	28.29	25.65	25.00	35.00	35.00
归属母公司净利润(百万元)	244.13	265.17	449.81	607.84	820.11
+/-%	43.30	8.62	69.63	35.13	34.92
EPS(元，最新摊薄)	0.29	0.31	0.50	0.65	0.88
PE(倍)	64.68	62.33	38.38	29.27	21.69

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

网络安全龙头营业收入增速符合预期，净利润增速低于预期

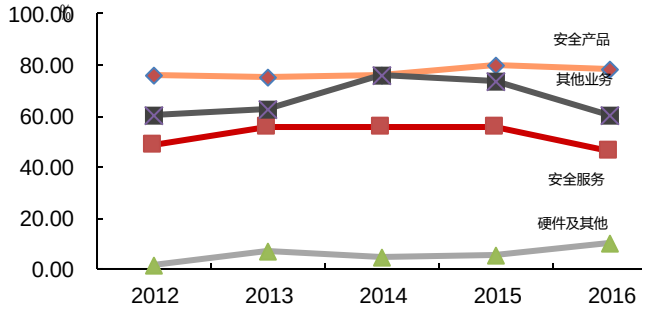
启明星辰发布 2016 年度报告，公司 2016 年实现营业收入 19.27 亿元，同比增长 25.65%；营业利润 1.33 亿元，同比减少 12.19%；归母净利润 2.65 亿元，同比增长 8.62%；扣非归母净利润 2.48 亿元，同比增长 21.94%。同时公司公布 2017 年一季度报告，公司一季度实现营业收入 2.87 亿元，同比增长 24.42%；净利润亏损 671.02 万元。公司预计 2017 年上半年净利润亏损 1000 万元至 0 万元。公司 2017 年的经营目标营业总收入 24 亿元，归母净利润 4.5 亿。

图表 1：启明星辰近五年业绩



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 2：启明星辰各项业务毛利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

营业收入稳定增长，安方高科商誉减值计提影响当期利润

公司的经营情况良好，全年实现营业收入同比增长 25.65%，实现了良好增长。

报告期内，公司对安方高科完全并表，安方高科承诺：2015 年～2017 年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 1,850 万元、2,150 万元、2,360 万元，承诺期合计承诺净利润数为 6,360 万元。2016 年度，安方高科经审计后实现的净利润为-109.90 万元，扣除非经常性损益后的净利润为-337.13 万元，未完成承诺业绩，完成率为-15.68%。主要由以下原因造成：1、由于军队组织机构调整，2016 年有军队业务的公司均受到不同程度的影响。安方高科的部分项目进度延后，部分项目的实施和验收也相应延后，导致收入下降；2、2016 年部分电磁屏蔽工程项目施工量大、第三方采购比重较大、施工复杂程度高，相应项目成本较高；同时，电磁屏蔽工程市场竞争激烈，该类复杂项目的销售价格很难提升，导致 2016 年标的公司电磁屏蔽工程项目毛利率有所下降；3、2016 年电磁屏蔽产品市场竞争加剧，导致销售价格下降，相应毛利率有所下降；4、受营改增政策的影响，安方高科主要从事电磁屏蔽工程建设业务，其供应商小而多，以小规模纳税人居多，无法提供可抵扣的进项税发票，导致公司实际承担的采购成本提高；5、收购完成后，加强了对安方高科供应商的规范化管理，增加了投入，从而相应增加了成本。

其营业收入 1.07 亿元全部并入安全服务与工具项目，该项同比增长 80.52%，但由于军改、电磁屏蔽市场竞争加剧、营改增等影响，一方面拉低了安全服务项的毛利率，管理费用增加；另一方面安方高科 2016 年扣非净利润亏损 337.13 万元，没有完成业绩承诺，商誉计提减值准备 6197.68 万元，影响了当期利润。除去安方高科商誉减值计提影响，公司营业利润同比增长 29.8%，公司净利润高速成长逻辑成立。

信息安全龙头企业，产品市场优势明显

公司是国内最具实力的、拥有完全自主知识产权的网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商，拥有完善的专业安全产品线，其中统一威胁管理、入侵检测与防御、安全管理平台市占率第一，同时在安全性审计、安全专业服务方面保持市场领先地位；公司积极推进云安全战略，已完成大部分产品的虚拟化、云化工作；政府、军队/军工、电信、金融、能源、交通、制造等行业市占率高，在政府军队覆盖率达 80%。随着信息安全行业景气度逐年提升，公司未来发展前景向好。

《网络安全法》将年内实施，作为行业龙头即将迎来业绩向上拐点

《网络安全法》已通过并于 2017 年 6 月起实施。《网络安全法》对党政军和重要行业部门信息系统安全可控提出明确要求，将大大促进网络安全系统的建设速度。公司是国内最具实力的、拥有完全自主知识产权的网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商，在多个关键行业市占率第一，随着信息安全行业景气度逐年提升，公司业绩向上拐点即将到来。

并购整合补齐信息安全产业链，打造中国版赛门铁克

公司年内实现了在信息安全领域实现高端+低端、硬件+软件的全行业布局，充分发挥客户整合和渠道整合优势，进一步巩固了公司的行业龙头地位。公司将复制海外网络信息安全龙头企业长路径，通过不断地并购整合打造中国版的赛门铁克。

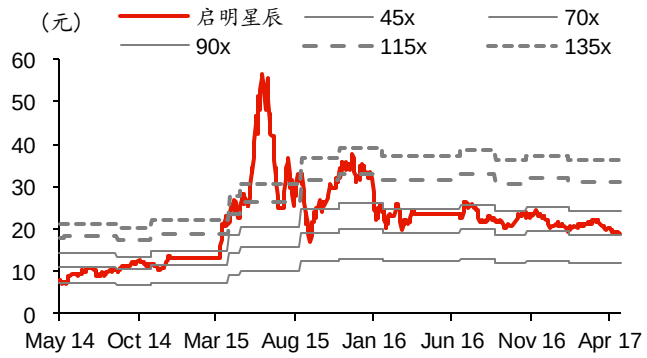
报告期内与合众数据、安方高科实现完全并表，川陀大匠半年并表，进一步完成了书生电子 25%剩余股权的收购，从而全资持有书生电子；公司还开始实施了对赛博兴安 90%股权的收购事项，最终收购事项于 2017 年 1 月实施完毕；与北信源合资成立了辰信领创，合作打造防病毒产品、共同开拓终端安全市场。

信息安全龙头前景向好，维持买入评级

预计公司 2017~2019 年净利润分别 4.5 亿元、6.08 亿元、8.2 亿元， PE 分别为 38、28、21 倍。随着信息安全行业景气度逐年提升，作为信息安全龙头企业，公司产品市场优势明显，同时不断地并购整合，有望打造中国版的赛门铁克，维持“买入”评级。

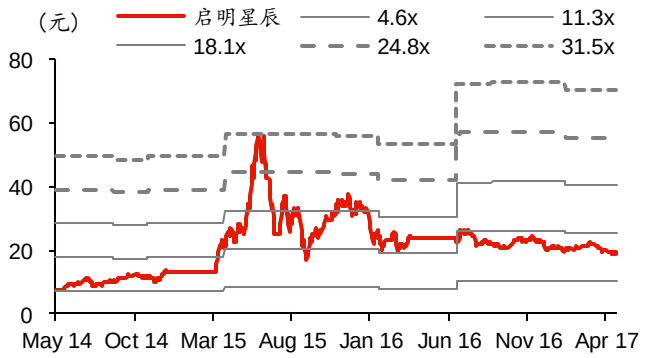
PE/PB - Bands

图表 3: 启明星辰历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 4: 启明星辰历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,955	2,148	2,856	3,960	5,165
现金	795.90	522.22	1,025	1,628	2,154
应收账款	639.83	925.58	1,060	1,436	1,948
其他应收账款	41.21	49.34	61.67	83.26	112.40
预付账款	25.50	40.97	51.22	69.14	93.34
存货	185.73	167.10	208.87	281.98	380.67
其他流动资产	266.60	442.73	449.55	461.47	477.58
非流动资产	872.85	1,107	1,057	1,006	959.46
长期投资	77.06	89.53	89.53	89.53	89.53
固定投资	172.84	228.54	206.98	185.42	163.85
无形资产	147.90	208.13	180.62	150.53	124.73
其他非流动资产	475.05	580.80	580.30	580.78	581.35
资产总计	2,828	3,255	3,914	4,966	6,125
流动负债	972.05	930.61	1,069	1,333	1,694
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	262.01	347.43	441.07	590.70	798.59
其他流动负债	710.04	583.17	627.68	742.62	895.41
非流动负债	56.06	64.96	52.42	57.99	58.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	56.06	64.96	52.42	57.99	58.29
负债合计	1,028	995.57	1,121	1,391	1,752
少数股东权益	107.95	33.85	48.19	60.24	69.93
股本	830.25	868.94	907.64	935.39	935.39
资本公积	186.68	438.50	468.80	603.58	603.58
留存公积	674.63	918.08	1,368	1,976	2,764
归属母公司股	1,692	2,226	2,744	3,515	4,303
负债和股东权益	2,828	3,255	3,914	4,966	6,125

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	417.09	94.74	444.51	448.59	575.97
净利润	255.13	261.19	464.15	619.89	829.80
折旧摊销	87.77	101.87	85.76	87.90	88.11
财务费用	(1.95)	(7.30)	(18.00)	(18.00)	(18.00)
投资损失	(21.05)	3.00	(9.40)	(9.15)	(5.19)
营运资金变动	77.79	(380.26)	(164.56)	(265.06)	(354.52)
其他经营现金	19.41	116.24	86.57	33.00	35.77
投资活动现金	193.96	(412.96)	(28.76)	(26.36)	(35.92)
资本支出	85.18	159.12	0.00	0.00	0.00
长期投资	1.66	(47.15)	1.47	(0.74)	0.37
其他投资现金	280.80	(300.99)	(27.29)	(27.10)	(35.55)
筹资活动现金	(77.41)	40.21	87.01	180.52	(14.15)
短期借款	(41.35)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	415.12	38.70	38.70	27.75	0.00
资本公积增加	(359.43)	251.82	30.30	134.78	0.00
其他筹资现金	(91.75)	(250.30)	18.01	17.99	(14.15)
现金净增加额	533.65	(278.01)	502.76	602.75	525.90

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,534	1,927	2,409	3,252	4,391
营业成本	483.26	639.67	799.58	1,079	1,457
营业税金及附加	22.30	21.99	27.49	37.11	51.95
营业费用	465.01	474.46	559.86	755.81	997.67
管理费用	407.41	550.41	632.98	822.87	1,086
财务费用	(1.95)	(7.30)	(18.00)	(18.00)	(18.00)
资产减值损失	27.45	112.09	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.05	(3.00)	9.40	9.15	5.19
营业利润	151.53	133.06	396.72	564.37	800.94
营业外收入	148.89	168.71	137.48	151.70	152.63
营业外支出	3.69	3.50	3.49	3.56	3.51
利润总额	296.74	298.27	530.71	712.51	950.05
所得税	41.61	37.08	66.56	92.62	120.25
净利润	255.13	261.19	464.15	619.89	829.80
少数股东损益	11.00	(3.98)	14.34	12.05	9.69
归属母公司净利润	244.13	265.17	449.81	607.84	820.11
EBITDA	237.35	227.63	464.48	634.28	871.04
EPS (元)	0.29	0.31	0.50	0.65	0.88

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	28.29	25.65	25.00	35.00	35.00
营业利润	33.54	(12.19)	198.16	42.26	41.92
归属母公司净利润	43.30	8.62	69.63	35.13	34.92
获利能力 (%)					
毛利率	68.50	66.81	66.81	66.81	66.81
净利率	15.91	13.76	18.67	18.69	18.68
ROE	14.43	11.91	16.39	17.29	19.06
ROIC	19.25	8.68	25.81	33.07	40.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.36	30.59	28.65	28.02	28.61
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	2.01	2.31	2.67	2.97	3.05
速动比率	1.80	2.13	2.48	2.76	2.82
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.63	0.67	0.73	0.79
应收账款周转率	2.14	2.31	2.31	2.39	2.39
应付账款周转率	1.93	2.10	2.03	2.09	2.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.29	0.50	0.67	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.10	0.49	0.49	0.63
每股净资产(最新摊薄)	1.86	2.45	3.02	3.87	4.74
估值比率					
PE (倍)	64.68	62.33	38.38	29.27	21.69
PB (倍)	9.34	7.43	6.29	5.06	4.13
EV_EBITDA (倍)	68.53	71.45	35.02	25.64	18.67

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com