

启明星辰（002439.SZ）

年报大幅下修，一季报情况不乐观

公司发布 2016 年报，实现营收 19.3 亿元，同比增长 26%，较业绩快报下降 0.06%；实现营业利润 1.33 亿元，同比下滑 12%，较业绩快报下降 32%；实现归属母公司净利润 2.65 亿元，同比增长 9%，较业绩快报下降 19%；实现扣非净利润 2.48 亿元，同比增长 22%；经营活动现金流净额 9474 万元，同比下滑 77%；期末总资产 32.55 亿元。公司形成资产减值损失 1.12 亿元，其中坏账损失 4843 万元，计提安方高科商誉减值损失 6198 万元。

公司同时发布 2017 年一季报，实现营业收入 2.87 亿元，同比增长 24%；营业利润-5031 万元，同比下滑 50%；净利润-8848 万元，同比下滑 51%；归属母公司净利润-671 万元，同比下滑 27%；扣非净利润-1381 元，同比下滑 75%；经营活动现金流量净额-1.43 亿元，同比增长 34%。

● 存货、预收账款等先行指标有一定变化出

公司的存货从 2016 年相比 15 年有所下降。信息安全行业订单周期较长，公司能够对预期的收入准备存货。公司的预收账款数量相比 2015 年也有较大下滑，17Q1 也持续下降，指标对后续经营状况能够提供一定的指引。

● 预测 17-19 年 EPS 为 0.415 元/股、0.539 元/股、0.664 元/股

虽然 17Q1 业绩有所下滑，但考虑信息安全行业的季节性可暂时认为是偶发因素不影响全年业绩。假设 17 年不再发生 16 年类似的大额商誉计提，在 16 年不及预期的基础上企稳恢复。预测 2017-2019 年营收增长 28.9%、22.6%、21.7%，营收分别为 24.8、30.5、37.1 亿元；归属母公司净利润为 3.60、4.69、5.77 亿元；PE 分别为 46、35、29 倍，给予“谨慎增持”评级。

● 风险提示

安方高科后续补偿事项存在一定的不确定性；并购后子公司与母公司的渠道协同效应以及后续整合存在不达预期的可能；公司现有体量较大，在大体量下能够继续保持高内生增速有待观察。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,533.96	1,927.37	2,484.81	3,046.25	3,706.94
增长率(%)	28.29%	25.65%	28.92%	22.60%	21.69%
EBITDA(百万元)	243.75	342.72	458.50	534.01	621.99
净利润(百万元)	244.13	265.17	360.32	468.78	577.35
增长率(%)	43.30%	8.62%	35.88%	30.10%	23.16%
EPS（元/股）	0.294	0.305	0.415	0.539	0.664
市盈率（P/E）	108.83	65.09	45.87	35.26	28.63
市净率（P/B）	15.71	8.12	6.39	5.41	4.55
EV/EBITDA	105.73	48.84	32.76	27.35	22.58

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

19.02 元

前次评级

买入

报告日期

2017-05-02

分析师：

刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

启明星辰（002439.SZ）：盈 2016-10-26
利增长平稳、预计四季度将有
不错表现

启明星辰（002439.SZ）：收 2016-08-29
入增长平稳、外延事项稳步推进

启明星辰（002439.SZ）：外 2016-06-21
延丰富产品线，员工持股长锁
定彰显信心

联系人：

张璋 021-60759787

zhangzhang@gf.com.cn

公司发布年报和一季报，面临较大压力

公司发布2016年度年报：

- 2016年实现营业总收入19.3亿元，较去年同比增长26%，较业绩快报下降0.06%；
- 实现营业利润1.33亿元，较去年同比下滑12%，较业绩快报下降32%；
- 实现归属母公司净利润为2.65亿元，较去年同比增长9%，较业绩快报下降19%；
- 实现扣非净利润为2.48亿元，较去年同比增长22%；
- 实现经营活动现金流净额9474万元，同比下滑77%。期末总资产32.55亿元。
- 公司形成资产减值损失1.12亿元，其中坏账损失4843万元，商誉减值（主要为计提安方高科商誉减值）损失6198万元。

2016年，公司全资子公司网御星云、书生电子、合众数据、安方高科分别实现扣非净利润为17071万元、1488万元、3310万元和-337万元，扣除四家子公司并表利润，计算得2016年内生扣非净利润为4985万元，对应2015年内生扣非净利润1.09亿元，同比下滑54%。考虑到网御星云并表时间较长，启明星辰原有业务与网御有较深的交集，合并考虑后启明+网御净利润共2.2亿，同比15年同口径基本持平。

表 1：公司 2013-2016 年传统业务与子公司业绩情况（单位：万元）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
传统业务净利润	5177	5123	10869	4985
同比增长率		-1%	112%	-54%
子公司并表利润				
网御星云	7062	10690	11657	17071
书生电子	0	300	1129	1488
合众数据	0	923	758	3310
安方高科	0	0	0	-337
归母净利润	12240	17037	24413	26517

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

值得注意的是：

- 公司16年毛利率保持了基本稳定，公司未来的盈利能力仍然良好；
- 公司的应收账款账龄较长的款项数额较高，3年及以上的应收账款中仍有超过4000万元尚未计提，2年至3年账龄的应收账款为8882万元，后续仍不乐观。

公司同时发布2017年一季报：

- 2017年Q1实现营业收入2.87亿元，同比增长24%；
- 实现营业利润-5031万元，同比下滑50%；
- 实现净利润-8848万元，同比下滑51%；
- 实现归属母公司净利润-671万元，同比下滑27%；
- 实现扣非净利润-1381元，同比下滑75%；

- 实现经营活动现金流量净额-1.43亿元，同比增长34%。

公司同时公布了2017年1-6月业绩预告：

- 预计实现归母公司净利润-1000万元~0万元，中值为-500万元，去年同期归母净利润为570万元。

并购子公司安方高科大幅度未完成业绩承诺

公司2015年以发行股份及支付现金相结合的方式购买安方高科100%股权，标的公司原股东承诺2016年归母公司净利润不低于2150万元。2016年度，安方高科经审计后实现的净利润为-110万元，扣除非经常性损益后的净利润为-337万元，未完成承诺业绩，完成率为-16%。

公司2015年起以自有资金分阶段收购书生电子100%股权，2016年9月书生电子成为公司全资子公司，标的公司原股东承诺2016年扣非净利润为1680万元。2016年度，书生电子经审计扣除非经常性损益的净利润为人民币1488万元，未完成承诺业绩，完成率为89%。

表 2：公司 2016 年子公司业绩承诺完成情况（单位：万元）

	当期预测业绩	当期实际业绩	完成率
书生电子	1680	1488	89%
合众数据	3125	3310	106%
安方高科	2150	-337	-16%
赛博兴安（剩余股权收购计划 2017 年完成）	3874	3931	101%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

由于安方高科业绩大幅度不及承诺，公司计提商誉减值6198万。鉴于安方高科未实现承诺业绩公司与原交易对方协商拟将所持有的安方高科的100%股权由交易对方回购。该方案及相关约定，公司与中介机构的沟通未能在年报、一季报预约披露时间前达成一致意见，走完相关程序。公司将继续寻求最佳解决方案，保障公司权益，为股东争取更大利益。

存货、预收账款等先行指标有一定变化。

公司的存货2016年相比2015年有较大幅度的下降，2016年连续下降3个季度，17Q1大幅增加3700万。一方面公司提升了存货管理水平，提高了存货周转率，提升了公司的盈利能力。另一方面信息安全行业订单周期较长，公司能够对预期的收入准备存货，公司后续存货变化依然需要紧密观察。

表 3: 公司 2014-2016 年度存货变化情况

	2014 年	2015 年	2016 年
存货 (百万元)	116	186	167
同比增长率 (%)	37%	60%	-10%
存货周转率	3.98	3.20	3.63
存货/总资产 (%)	4.83%	6.57%	5.13%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 4: 公司 2014 年-2016 年季度存货变化情况 (单位: 百万元)

	2014 Q2	2014 Q3	2014 Q4	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2017 Q1
存货	-6.32	3.74	24.24	23.13	34.69	-6.28	18.27	26.18	-18.73	-15.20	-10.88	+37.35

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

公司的预收账款数量相比2015年也有较大幅度下滑, 而2017年Q1相比期初又下降了5000余万。考虑到信息安全行业特点, 预收款项应扣除掉自然的周期因素, 预收款的变化情况依然并不乐观。

表 5: 公司 2014-2016 年预收账款变化情况

	2014 年	2015 年	2016 年
预收账款 (百万元)	216	427	256
同比增长率 (%)	73%	98%	-40%
预收/总资产 (%)	9%	15%	8%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

年报主要财务指标一览

表 6: 年度财报数据 (单位: 百万元)

	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入	1196	1534	1927
营业成本	400	483	640
销售费用	370	465	474
管理费用	280	407	550
财务费用	-4	-2	-7
投资净收益	10	21	-3
营业利润	113	152	133
归母净利润	170	244	265
扣非净利润	126	203	248
同比增长率			
营业收入		28%	26%
营业利润		34%	-12%
归母净利润		43%	9%
扣非净利润		61%	22%
主要财务比率			
毛利率	67%	68%	67%
销售费用率	31%	30%	25%
管理费用率	23%	27%	29%
财务费用率	0%	0%	0%
净利率	14%	16%	14%
扣非净利率	11%	13%	13%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 7: 季度财报数据 (单位: 百万元)

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入	230	342	451	905
营业成本	64	93	158	325
销售费用	107	118	125	125
管理费用	116	140	129	165
财务费用	-3	-3	0	-1
投资净收益	-2	-6	3	1
营业利润	-67	-20	36	184
归母净利润	-5	11	41	218
扣非净利润	-8	9	37	210
同比增长率 (%)				
营业收入	22	19	22	32
营业利润	-13	-15	58	-10
归母净利润	47	-60	25	13
扣非净利润	61	-55	28	20
主要财务比率				
毛利率	72%	73%	65%	64%
销售费用率	46%	34%	28%	14%
管理费用率	51%	41%	29%	18%
财务费用率	-2%	-1%	0%	0%
净利率	-2%	3%	9%	24%
扣非净利率	-3%	3%	8%	23%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 8: 分产品收入 (单位: 百万元)

分产品	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比	成本同比	毛利率变化
安全网关	624	138	78%	25%	29%	-1%
安全检测	427	98	77%	20%	51%	-5%
数据安全与平台	369	71	81%	25%	23%	0.29%
安全服务与工具	306	163	47%	81%	148%	-15%
硬件及其他	179	160	11%	-7%	-12%	5%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 9: 非经常性收入与利润总额对比 (单位: 百万元)

	2014 年	2015 年	2016 年
非经常性损益/利润总额	21%	14%	6%
营业外收入/利润总额	46%	50%	57%
非经常性损益	44	41	17
营业外收入	95	149	169
利润总额	205	297	298

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 10: 经营性现金流对比 (单位: 百万元)

	2014 年	2015 年	2016 年
经营性现金流净额	368	417	95
经营性现金流净额同比增速	46%	13%	-77%
经营性现金流/营业总收入	31%	27%	5%
营业收入	1196	1534	1927

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 11: 现金及现金等价物对比 (单位: 百万元)

	2014 年	2015 年	2016 年
现金及现金等价物净增加额	-359	534	-278
现金及现金等价物/营业收入	21%	51%	26%
营业收入	1196	1534	1927
期末现金及现金等价物余额	251	785	507

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

2017 年一季报主要财务指标一览

表 12: 2017 年一季度财报数据对比 (单位: 百万元)

	2015Q4	2016Q1	16Q1 环比	16Q1 同比	2016Q4	2017Q1	17Q1 环比	17Q1 同比
营业收入	688	230	-67%	22%	905	287	-68%	24%
营业毛利	465	167	-64%	29%	580	197	-66%	18%
销售费用	146	107	-27%	14%	125	116	-7%	9%
管理费用	99	116	18%	29%	165	125	-24%	8%
财务费用	-3	-3	-38%	-19107%	-1	-1	-76%	70%
投资收益	6	-2	-127%	-272%	1	1	-27%	161%
营业利润	205	-67	-133%	-13%	184	-50	-127%	25%
归母净利润	193	-5	-103%	47%	218	-7	-103%	-27%
扣非净利润	176	-8	-104%	61%	210	-14	-107%	-75%
同比增长率	2015Q4	2016Q1	+-%		2016Q4	2017Q1	+-%	
营业收入	12%	22%	10%		32%	24%	-7%	
归母净利润	2%	47%	44%		13%	-27%	-40%	
主要比率	2015Q4	2016Q1	+-%		2016Q4	2017Q1	+-%	
毛利率	68%	72%	5%		64%	69%	4%	
销售费用率	21%	46%	25%		14%	41%	27%	
管理费用率	14%	51%	36%		18%	44%	26%	
净利率	28%	-2%	-30%		24%	-2%	-26%	

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 13: 2017 年一季度非经常性收入与利润总额对比 (单位: 百万元)

	2013Q1	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1
非经常性损益/利润总额	-2%	-13%	-95%	115%	-65%
营业外收入/利润总额	-39%	-63%	-443%	3095%	-362%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 14：2017 年一季度经营性现金流对比（单位：百万元）

	2013Q1	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1
经营性现金流净额	-80	-93	-165	-216	-143
经营性现金流净额同比增速	-16%	-17%	-77%	-31%	34%
经营性现金流/营业总收入	-78%	-76%	-87%	-94%	-50%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 15：2017 年一季度现金及现金等价物对比（单位：百万元）

	2013Q1	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1
现金及现金等价物净增加额	-100	-344	-28	-140	100
现金及现金等价物/营业收入	493%	216%	118%	307%	211%
期末现金及现金等价物余额	506	266	223	707	606

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

盈利预测

虽然公司2016年增速仅为8.6%，但这一业绩是包含将近1.12亿资产损失的基础上形成的，仅假设不发生商誉减值，由此推算公司的内生增速为34%，尚属良好。

- 假设17年不再发生大额商誉减值；
- 虽然公司17年Q1亏损略微扩大，但考虑信息安全行业特点，绝大部分业绩在Q4释放，17Q1受偶然因素影响较大，暂时假定17年内生利润增长基本稳定。
- 由于并购赛博兴安股权事项在17年1月全部完成，未在16年贡献利润，假设赛博兴安能够完成业绩承诺并在17年贡献利润。
- 考虑到16年公司加会商誉减值后内生增速尚可，假设18-19年公司仍不发生大额商誉减值，内生增速能够继续保持的条件下分别为30.1%、23.2%；

预测2017-2019年营收增长28.9%、22.6%、21.7%，营收分别为24.8、30.5、37.1亿元；归属母公司净利润为3.60、4.69、5.77亿元；PE分别为46、35、29倍，给予“谨慎增持”评级。

风险提示

- 安方高科后续补偿事项存在一定的不确定性；
- 并购后子公司与母公司的渠道协同效应以及后续整合存在不达预期的可能；
- 公司现有体量较大，在大体量下能够继续保持高内生增速有待观察。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1955	2148	2894	3623	4559	经营活动现金流	417	95	948	450	559
货币资金	796	522	1507	1922	2482	净利润	255	261	365	468	581
应收及预付	737	1043	1159	1419	1729	折旧摊销	88	102	124	112	108
存货	186	167	228	281	348	营运资金变动	78	-380	495	-93	-35
其他流动资产	236	415	0	0	0	其它	-4	112	-37	-38	-95
非流动资产	873	1107	1012	992	986	投资活动现金流	194	-413	87	-35	0
长期股权投资	77	90	90	90	90	资本支出	-85	-159	87	-35	0
固定资产	173	229	223	225	214	投资变动	14	-70	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	265	-184	0	0	0
无形资产	415	519	451	429	408	筹资活动现金流	-77	40	-50	0	0
其他长期资产	208	270	248	248	274	银行借款	25	0	0	0	0
资产总计	2828	3255	3906	4614	5545	债券融资	-66	-4	-50	0	0
流动负债	972	931	1267	1507	1870	股权融资	0	93	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	其他	-36	-49	0	0	0
应付及预收	972	931	1267	1507	1870	现金净增加额	534	-278	985	415	559
其他流动负债	0	0	0	0	0	期初现金余额	260	796	522	1507	1922
非流动负债	56	65	14	14	0	期末现金余额	793	518	1507	1922	2482
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	56	65	14	14	0						
负债合计	1028	996	1281	1521	1870						
股本	830	869	869	869	869						
资本公积	187	438	438	438	438						
留存收益	675	918	1278	1747	2325						
归属母公司股东权	1692	2226	2586	3055	3632						
少数股东权益	108	34	39	39	43						
负债和股东权益	2828	3255	3906	4614	5545						

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997 年起先后在数家 IT 行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010 年 7 月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014 年 1 月加入广发证券发展研究中心。
- 王文龙: 研究助理, 东南大学信息工程学士, 香港城市大学金融与精算数学硕士, 2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 研究助理, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 张 璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013 年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑 楠: 研究助理, 北京邮电大学计算机专业学士, 法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士, 2010 年起就职于外资企业软件公司从事研发、咨询顾问等工作, 2015 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。