

启明星辰（002439）点评报告

与云南政府签订战略合作协议，开启网安服务新模式

买入（维持）

2017年6月1日

首席证券分析师 郝彪

执业资格证书号码：S0600516030001

haob@dwzq.com.cn

021-60199781

研究助理 陈晨

chenchen@dwzq.com.cn

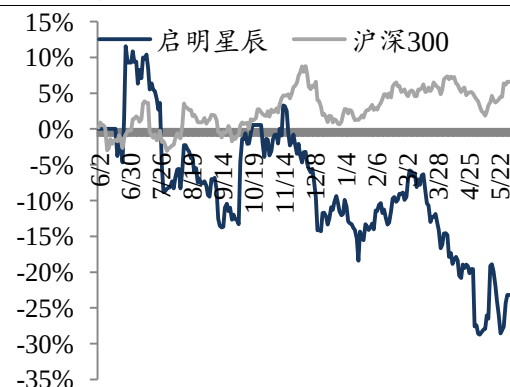
盈利及估值重要数据	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,927	2,482	3,577	5,113
同比(+/-%)	25.6%	28.8%	44.1%	43.0%
净利润(百万元)	265.17	456.38	626.10	913.94
同比(+/-%)	8.6%	72.1%	37.2%	46.0%
毛利率(%)	65.7%	67.6%	69.3%	70.7%
净资产收益率(%)	11.9%	16.2%	18.7%	22.2%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.51	0.70	1.02
P/E	60	36	26	18
P/B	7	6	5	4

事件：公司公众号发布新闻¹，2017年5月27日，启明星辰集团与云南省人民政府签署战略合作框架协议，当天还与昆明市签署了落地项目合作协议。

投资要点

- **加强关键信息基础设施防护的省级战略对接，跨省复制可期。**本次合作涵盖多领域，覆盖全方位，从业务层面到科研层面均达成重大合作，共同助力云南省信息化和信息产业发展。根据协议，双方将在金融、能源、电力、通信、交通等领域开展网络安全防护合作，建立长期稳定的战略合作。主动服务和融入国家“一带一路”发展战略，推动云南省“云上云”行动计划及各州市智慧城市和关键信息基础设施的积极防御和有效处置。启明星辰将在技术、资金、人才、团队等方面提供支持，同时，公司将在云南成立“启明星辰南亚东南亚区域总部”，整合网络安全相关资源，引领网安行业健康发展。此外，云南省将全力支持启明星辰集团建设“启明星辰网络空间安全学院”，为南亚东南亚的国家网络空间安全后续的研究和建设提供科学研究和人才培养。启明星辰与云南省政府的合作有望打造行业标杆，未来跨省复制可期。
- **网络安全行业商业模式的重大突破，行业集中度有望大幅提升。**由于网络安全行业的产品线众多，大到集团公司小到部门，都可能需要针对单个产品进行单独招标，并且为了防止一家独大，往往出现刻意分散招标的情况，导致网络安全行业出现小公司林立、市场集中度较为分散的格局。同时安全厂商需要不断跑马圈地，形成大量销售费用并占据大量人力。而由于分散招标，很难形成各种网安产品的立体联动防御和大数据分析，网安公司也很难提供有效的整体安全服务。我们认为省级战略合作协议的出现是网络安全行业商业模式的一次重大突破，在战略合作协议的框架下，行业市场集中度有望大幅提升，产品线齐全的龙头公司市场份额有望大幅提升。同时对部门众多的政府和事业单位，有望形成统一的安全服务厂商，为智慧城市和关键基础设施提供基于大数据分析的主动防御、态势感知等奠定基础。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.26
一年最低价/最高价	16.70/26.90
市净率	5.88
流通 A 股市值(百万)	10149.8

基础数据

每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	30.59
总股本(百万股)	896.69
流通 A 股(百万股)	558.91

相关研究

启明星辰：投资智为信息，持续完善安全布局

2017年1月20日

启明星辰：抢占云安全战略据点，工控布局日趋完善

2016年8月30日

启明星辰：拓展加密打造信息安全旗舰，引领构建开放式安全生态圈

2016年6月21日

¹ http://mp.weixin.qq.com/s/IGW9guYu_jCCQnMVKUcoPw

- **网络安全公司第三方运维价值得到确认，后续空间有望打开。**本次启明星辰和云南省的战略合作是首次在省级层面形成的战略合作，这是网络安全重要性提升的结果，也意味着第三方网安的独立地位得到认可。目前网络安全行业主要以产品销售为主，季节性明显，我们认为省级层面的合作有望推动未来安全运营服务模式的落地，PPP 或政府采购服务有望成为可能的付费方式，将大幅改善行业的季节性，同时统一的安全服务商可以获得立体的安全数据，从而为下游提供更好的安全分析和安全保障。本次协议提到双方将推动云南省“云上云”行动计划及各州市智慧城市和关键信息基础设施的积极防御和有效处置，我们认为电子政务云安全的落地有望带动行业新的投入需求，引领市场份额集中，并进一步强化龙头公司的优势地位。
- **估值及投资建议：**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.51 元/0.70 元/1.02 元，目前股价对应 PE 分别为 36/26/18 倍，公司作为网安领域布局最全的龙头，综合优势日益显著，维持“买入”评级。
- **风险提示：**网络安全推进低于预期；业绩承诺不达预期。

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2147.9	2432.2	3446.3	4867.2	营业收入	1927.4	2481.7	3576.5	5113.2
现金	522.2	719.8	998.4	1390.6	营业成本	639.7	767.4	1045.0	1423.9
应收款项	1002.2	1087.9	1567.8	2241.4	营业税金及附加	22.0	36.0	51.9	74.1
存货	167.1	252.3	343.6	468.1	营业费用	474.5	719.7	1090.8	1559.5
其他	456.4	372.3	536.5	767.0	管理费用	620.2	615.0	901.1	1285.2
非流动资产	1107.0	1610.8	1600.7	1585.0	财务费用	-7.3	-2.2	-3.0	-4.2
长期股权投资	89.5	287.5	287.5	287.5	投资净收益	-3.0	15.0	13.0	10.0
固定资产	228.5	343.3	340.1	331.3	其他	-42.3	-23.1	-28.1	-33.1
无形资产	208.1	399.2	392.3	385.3	营业利润	133.1	337.8	475.7	751.5
其他	580.8	580.8	580.8	580.8	营业外净收支	165.2	165.3	220.0	264.0
资产总计	3255.0	4043.1	5047.0	6452.2	利润总额	298.3	503.1	695.7	1015.5
流动负债	930.6	1132.8	1604.5	2232.9	所得税费用	37.1	46.7	69.6	101.5
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	-4.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	347.4	399.5	544.0	741.2	归属母公司净利润	265.2	456.4	626.1	913.9
其他	583.2	733.3	1060.5	1491.6	EBIT	240.8	350.6	494.7	777.3
非流动负债	65.0	65.0	65.0	65.0	EBITDA	340.7	391.9	536.2	819.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	65.0	65.0	65.0	65.0					
负债总计	995.6	1197.7	1669.5	2297.8	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	33.9	33.9	33.9	33.9	摊薄每股收益(元)	0.31	0.51	0.70	1.02
归属母公司股东权益	2225.5	2811.5	3343.6	4120.5	每股净资产(元)	2.56	3.13	3.73	4.59
负债和股东权益总计	3255.0	4043.1	5047.0	6452.2	发行在外股份(百万股)	868.9	897.0	897.0	897.0
					ROIC(%)	10.8%	14.0%	18.0%	25.1%
					ROE(%)	11.9%	16.2%	18.7%	22.2%
					毛利率(%)	65.7%	67.6%	69.3%	70.7%
					EBIT Margin(%)	12.5%	14.1%	13.8%	15.2%
					销售净利率(%)	13.8%	18.4%	17.5%	17.9%
					资产负债率(%)	30.6%	29.6%	33.1%	35.6%
					收入增长率(%)	25.6%	28.8%	44.1%	43.0%
					净利润增长率(%)	8.6%	72.1%	37.2%	46.0%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	94.7	531.0	439.0	595.3					
投资活动现金流	-413.0	-265.0	-66.4	-66.0					
筹资活动现金流	40.2	-68.5	-93.9	-137.1					
现金净增加额	-278.0	197.6	278.6	392.2					
企业自由现金流	-240.9	295.7	156.6	275.0					

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>