

计算机

2017 年 06 月 12 日

启明星辰 (002439)

——对腾讯云有话语权,是解除互联网安全冲击担忧力证!

报告原因: 强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据: 2017 年 06 月 09 日

收盘价(元)	19.11
一年内最高/最低(元)	26.9/16.7
市净率	6.2
息率(分红/股价)	0.52
流通 A 股市值(百万元)	10681
上证指数/深证成指	3158.40 / 10177.45

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2017 年 03 月 31 日

每股净资产(元)	3.09
资产负债率%	23.53
总股本/流通 A 股(百万)	897/559
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《启明星辰(002439)深度: 产业竞争数据分析得出最佳标的!(算法系列之四暨“洞见”系列至四)》 2017/05/16

《启明星辰(002439)深度: “数据+产业+金融”深度研究之十五》 2016/10/20

证券分析师

刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com
刘畅 A0230516090003
liuchang@swsresearch.com

研究支持

刘高畅 A0230116100002
liugc@swsresearch.com

联系人

刘高畅
(8621)23297818x7260
liugc@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- 2017 年 6 月 9 日, 信息安全行业的领军企业启明星辰集团与专业云计算服务巨头腾讯云, 在北京签署了战略合作协议。
- 基于云时代的安全产品逐步落地。预计启明星辰 2016 年云安全收入已显著, 预计 2017 年翻倍。这是对腾讯云有吸引力的基础。1) 传统网络安全业务包括防火墙、VPN、UTM、IDP、内容安全管理等, 是基于网路时代的安全产品, 近 20 年来满足国内安全需求。自 2015 年以来, 基于云时代的安全产品形态逐步发展。发布会中展示了云服务的安全解决方案, 云时代的安全产品初步落地。2) 根据 2016 年报, 开发支出披露了“云安全网关”项目, 2016 年 7 月获得“2016 卓越云安全提供商”奖项。据此推测 2016 年来自云安全收入已显著。根据行业增速, 推测 2017 年还翻倍。
- 双方合作是技术能力与渠道的整合。1) 在技术上, 启明星辰在云南北流量防护以及东西流量防护方面都处于国内领先地位, 2016 年其政务云安全方案具有亿元级规模。腾讯云在基础安全上提供了一整套成熟的网络安全架构; 在业务安全方面, 腾讯云将大数据、人工智能的能力都用在了安全上, 其终端病毒库对启明星辰在业务拓展上推进重大。2) 在渠道上, 腾讯云一大战略目标是政务云推进, 启明星辰超过 50% 业务来自党政军, 其安全保障是腾讯云进入的优质渠道。腾讯云覆盖公有云、混合云、专有云、金融专区, 是启明星辰进入其他市场的良好渠道。
- 安全生态圈是解除投资者互联网安全冲击担忧的力证! 投资者担心百度、阿里、腾讯、奇虎 360 的安全部门影响启明星辰的壁垒。1) 2015 年开始, 启明星辰致力于打造安全生态圈(见图 1)。它的意义首先在于引入华为(安全+敏捷网络)、腾讯(推企业终端安全解决方案)、东方电气(联合推出工业控制安全产品)等战略合作伙伴。本次合作是与互联网公司安全合作的深化。2) 在 2017 年 5 月深度报告中, 我们认为: “互联网与公有云厂商与启明星辰暂不竞争, 私有云/混合云厂商与启明星辰合作”, 并以知道创宇、云堤、阿里云、腾讯云做案例。3) 腾讯云与启明星辰合作, 是证明我们预判的力证, 说明互联网安全与优质企业级安全厂商的合作多于竞争。仅在企业安全厂商自身人员流动增大时, 才会受到互联网安全冲击。
- 维持“买入”评级。计入赛博兴安并表后, 预计 2017-2019 年公司营业收入为 24.0、29.1、34.5 亿元, 归属上市公司股东的净利润为 4.47、6.22、7.92 亿元。采用两种方法估值, 取平均值值得目标市值为 223 亿元。采用 PE 法得公司合理市值为 259 亿元, 采用 DCF 法得目前内在价值为 195 亿元, 取平均值值得公司目前市值为 223 亿元。维持“买入”评级

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,927	287	2,395	2,913	3,450
同比增长率(%)	25.65	24.42	24.26	21.63	18.43
净利润(百万元)	265	-7	447	622	792
同比增长率(%)	8.62	-	68.57	39.15	27.33
每股收益(元/股)	0.31	-0.01	0.50	0.69	0.88
毛利率(%)	66.8	68.6	65.8	65.3	65.1
ROE(%)	11.9	-0.2	13.8	16.2	17.1
市盈率	63		38	28	22

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,196	1,534	1,927	2,395	2,913	3,450
营业收入同比增长率 (yoy)	26.07%	28.29%	25.65%	-	-	-
减: 营业成本	400	483	640	818	1,011	1,204
毛利率 (%)	66.58%	68.50%	66.81%	65.80%	65.30%	65.10%
减: 营业税金及附加	17	22	22	27	33	39
主营业务利润	779	1,028	1,266	-	-	-
主营业务利润率 (%)	65.14%	67.04%	65.67%	-	-	-
减: 销售费用	370	465	474	584	654	726
减: 管理费用	280	407	550	699	811	932
减: 财务费用	-4	-2	-7	11	11	16
经营性利润	133	158	248	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	156.75%	19.09%	57.12%	-	-	-
经营性利润率 (%)	11.09%	10.30%	12.87%	-	-	-
减: 资产减值损失	29	27	112	-25	0	0
加: 投资收益及其他	10	21	-3	60	74	79
营业利润	113	152	133	341	467	610
加: 营业外净收入	92	145	165	176	246	293
利润总额	205	297	298	517	713	903
减: 所得税	23	42	37	56	79	101
净利润	182	255	261	461	634	802
少数股东损益	12	11	-4	14	12	9
归属于母公司所有者的净利润	170	244	265	447	622	792
净利润同比增长率 (yoy)	39.19%	43.30%	8.62%	-	-	-
全面摊薄总股本	415	830	869	897	897	897
每股收益 (元)	0.41	0.29	0.31	0.50	0.69	0.88
归属母公司所有者净利润率 (%)	14.25%	15.91%	13.76%	-	-	-
ROE	11.39%	14.43%	11.92%	13.80%	16.20%	17.10%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。