

星网锐捷 (002396.SZ)

通信系统设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

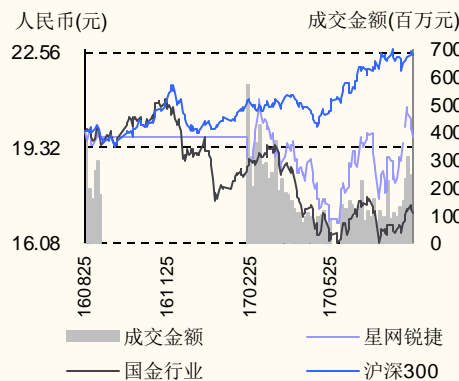
市场价格(人民币)：19.71元

股权收购开启低估值高成长之路

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 530.35 |
| 总市值(百万元) | 11,496.45 |
| 年内股价最高最低(元) | 20.96/16.81 |
| 沪深300指数 | 3734.65 |
| 深证成指 | 10552.96 |



相关报告

1. 《企业通信快速成长，股权收购低估值优势显现-星网锐捷公司深度研...》，2017.3.20

张斌 分析师 SAC 执业编号：S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

林仕霄 联系人
linsx@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.487 | 0.593 | 0.757 | 0.978 | 1.181 |
| 每股净资产(元) | 4.85 | 5.35 | 5.91 | 6.97 | 8.24 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.71 | 1.00 | 1.02 | 0.90 | 1.27 |
| 市盈率(倍) | 49.63 | 33.25 | 26.03 | 20.15 | 16.68 |
| 行业优化市盈率(倍) | 22.77 | 22.77 | 22.77 | 22.77 | 22.77 |
| 净利润增长率(%) | 8.52% | 21.77% | 38.23% | 29.19% | 20.79% |
| 净资产收益率(%) | 10.03% | 11.08% | 13.87% | 15.19% | 15.51% |
| 总股本(百万股) | 539.11 | 539.11 | 583.28 | 583.28 | 583.28 |

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 星网锐捷公布 2017 年半年报，2017 年上半年，公司实现营业收入 23.86 亿元，同比增长 27.24%；实现净利润 5282 万元，同比增长 34.51%。
- 上半年公司收入结构中，企业级网络设备实现收入 10.3 亿元，同比增长 20.75%，毛利率为 49.26%，同比下降 3.18%；通讯产品实现收入 3.6 亿元，同比下降 1.94%，毛利率为 30.26%，同比增长 3.88%；网络终端实现收入 2.68 亿元，同比增长 30.31%，毛利率为 26.46%，同比下降 6.9%。2017 年上半年，公司研发投入共计 3.61 亿元，占营业收入比例为 15.13%。

经营分析

- **ICT 业务发展迅速，持续开拓海外市场：**上半年，公司企业级网络设备收入占总营收的 43.17%，收入同比增长 20.75%。公司作为国内 ICT 应用方案提供商的龙头企业，自主研发的网络通讯设备、云计算终端、视频信息应用、减灾防灾信息化等技术日趋成熟，近年来不仅成为了公司的支柱产业，更是并购多家子公司，扩大业务在行业中的领先优势。2017 年上半年，公司旗下的升腾公司生产的 mPOS 及智能 POS 设备的销售收入同比增长迅速，是“其他产品”的营收较上年同期增长 90.4%的主要原因。公司在 2017 年加大了通信和网络中断产品的出口，因此来自境外的收入总额较上年同期增长 46.88%，表明了公司积极开展海外业务发展的决心。
- **迷你 KTV 市场空间广阔，星网视易占据先发优势：**根据艾媒咨询预测，2019 年迷你 KTV 市场规模有望突破超过 100 亿元，星网锐捷全资子公司星网视易作为国内领先的 KTV 联网娱乐点播系统供应商，于发布“多唱 K 吧”新品，进军迷你 KTV 市场。星网视易从事视频通讯相关产品与解决方案研发，是国内领先的视频通讯应用系统集成供应商，连续 9 年在 KTV 市场占有率第一，市场覆盖 40 多个国家和地区，服务娱乐场所已超过 6 万家，联网 KTV 场所超 14000 家，联网平台用户数突破 6600 万，有望在迷你 KTV 市场获得先发优势。
- **收购子公司获批，开启低估值高成长之路：**公司发行股份并收购子公司升腾资讯 40% 股权、星网视易 48.15% 股权事项在 6 月 3 日获得中国证监会审核通过，并于 7 月 26 日公告获得证监会核准批文。升腾资讯承诺三年归母净利润不低于 3.67 亿元；星网视易承诺三年归母净利润不低于 2.47 亿元。我们认为少数股东权益并表，将增厚公司利润。此次改革将树立国企改革

革典范，有望为公司后续其他子公司的少数股东权益整合起到示范作用。

盈利预测与投资建议

- 我们预期公司 2017-2019 年净利润 4.42 亿，5.71 亿，6.89 亿元，对应 EPS 0.76，0.98，1.18 元，对应 26，20，17 倍 PE。维持公司“买入”评级。

风险提示

- 企业级网络设备市场竞争激励。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 主营业务收入 | 3,642 | 4,517 | 5,688 | 7,208 | 8,980 | 10,870 |
| 增长率 | | 24.0% | 25.9% | 26.7% | 24.6% | 21.0% |
| 主营业务成本 | -2,003 | -2,453 | -3,223 | -3,979 | -4,948 | -5,984 |
| %销售收入 | 55.0% | 54.3% | 56.7% | 55.2% | 55.1% | 55.1% |
| 毛利 | 1,638 | 2,063 | 2,465 | 3,229 | 4,032 | 4,886 |
| %销售收入 | 45.0% | 45.7% | 43.3% | 44.8% | 44.9% | 45.0% |
| 营业税金及附加 | -34 | -36 | -54 | -79 | -99 | -120 |
| %销售收入 | 0.9% | 0.8% | 0.9% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 营业费用 | -791 | -907 | -1,091 | -1,442 | -1,796 | -2,174 |
| %销售收入 | 21.7% | 20.1% | 19.2% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 管理费用 | -631 | -799 | -957 | -1,225 | -1,527 | -1,848 |
| %销售收入 | 17.3% | 17.7% | 16.8% | 17.0% | 17.0% | 17.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 183 | 322 | 363 | 483 | 611 | 745 |
| %销售收入 | 5.0% | 7.1% | 6.4% | 6.7% | 6.8% | 6.9% |
| 财务费用 | 9 | 8 | 16 | 41 | 49 | 65 |
| %销售收入 | -0.3% | -0.2% | -0.3% | -0.6% | -0.5% | -0.6% |
| 资产减值损失 | -21 | -22 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 27 | 7 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 6.6% | 1.3% | 2.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 198 | 315 | 382 | 524 | 660 | 810 |
| 营业利润率 | 5.4% | 7.0% | 6.7% | 7.3% | 7.3% | 7.4% |
| 营业外收支 | 208 | 214 | 235 | 260 | 280 | 290 |
| 税前利润 | 406 | 528 | 617 | 784 | 940 | 1,100 |
| 利润率 | 11.1% | 11.7% | 10.9% | 10.9% | 10.5% | 10.1% |
| 所得税 | -34 | -45 | -60 | -74 | -89 | -104 |
| 所得税率 | 8.4% | 8.6% | 9.7% | 9.5% | 9.5% | 9.5% |
| 净利润 | 372 | 483 | 557 | 710 | 851 | 995 |
| 少数股东损益 | 130 | 221 | 238 | 268 | 280 | 306 |
| 归属于母公司的净利润 | 242 | 262 | 319 | 442 | 571 | 689 |
| 净利率 | 6.6% | 5.8% | 5.6% | 6.1% | 6.4% | 6.3% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|
| 净利润 | 372 | 483 | 557 | 710 | 851 | 995 |
| 非现金支出 | 92 | 109 | 117 | 79 | 76 | 73 |
| 非经营收益 | -32 | -19 | -28 | -219 | -280 | -290 |
| 营运资金变动 | -235 | 349 | -105 | -21 | -160 | -95 |
| 经营活动现金净流 | 196 | 922 | 541 | 548 | 486 | 683 |
| 资本开支 | -92 | -108 | -97 | -216 | 181 | 180 |
| 投资 | -31 | -348 | -30 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 213 | 92 | -72 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | 90 | -364 | -198 | -217 | 181 | 180 |
| 股权募资 | 8 | 149 | 25 | -140 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | -19 | -18 | -142 | 0 | 1 |
| 其他 | -259 | -206 | -234 | -9 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | -251 | -77 | -228 | -292 | 0 | 1 |
| 现金净流量 | 36 | 481 | 115 | 40 | 667 | 864 |

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 1,356 | 1,889 | 2,001 | 2,041 | 2,708 | 3,572 |
| 应收款项 | 1,067 | 1,102 | 1,224 | 1,525 | 1,903 | 2,303 |
| 存货 | 690 | 941 | 1,035 | 1,286 | 1,613 | 1,967 |
| 其他流动资产 | 114 | 137 | 188 | 89 | 110 | 133 |
| 流动资产 | 3,227 | 4,068 | 4,448 | 4,941 | 6,333 | 7,975 |
| %总资产 | 82.4% | 76.1% | 77.4% | 75.0% | 79.1% | 82.4% |
| 长期投资 | 77 | 117 | 150 | 151 | 150 | 150 |
| 固定资产 | 424 | 458 | 464 | 500 | 546 | 601 |
| %总资产 | 10.8% | 8.6% | 8.1% | 7.6% | 6.8% | 6.2% |
| 无形资产 | 151 | 649 | 630 | 996 | 975 | 956 |
| 非流动资产 | 687 | 1,276 | 1,301 | 1,647 | 1,671 | 1,707 |
| %总资产 | 17.6% | 23.9% | 22.6% | 25.0% | 20.9% | 17.6% |
| 资产总计 | 3,914 | 5,344 | 5,750 | 6,588 | 8,004 | 9,682 |
| 短期借款 | 59 | 118 | 120 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 988 | 1,346 | 1,365 | 1,682 | 2,092 | 2,530 |
| 其他流动负债 | 316 | 442 | 531 | 636 | 791 | 1,035 |
| 流动负债 | 1,363 | 1,906 | 2,015 | 2,318 | 2,883 | 3,566 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 24 | 64 | 34 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 1,387 | 1,969 | 2,049 | 2,318 | 2,883 | 3,567 |
| 普通股股东权益 | 2,146 | 2,615 | 2,883 | 3,184 | 3,755 | 4,444 |
| 少数股东权益 | 382 | 759 | 818 | 1,086 | 1,366 | 1,672 |
| 负债股东权益合计 | 3,914 | 5,344 | 5,750 | 6,588 | 8,004 | 9,682 |

比率分析

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.689 | 0.487 | 0.593 | 0.757 | 0.978 | 1.181 |
| 每股净资产 | 6.112 | 4.851 | 5.348 | 5.907 | 6.965 | 8.243 |
| 每股经营现金净流 | 0.560 | 1.710 | 1.003 | 1.016 | 0.902 | 1.267 |
| 每股股利 | 4.374 | 4.374 | 6.171 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 11.27% | 10.03% | 11.08% | 13.87% | 15.19% | 15.51% |
| 总资产收益率 | 6.18% | 4.91% | 5.56% | 6.70% | 7.13% | 7.12% |
| 投入资本收益率 | 6.48% | 8.39% | 8.55% | 10.24% | 10.79% | 11.02% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 11.16% | 24.02% | 25.93% | 26.73% | 24.58% | 21.05% |
| EBIT增长率 | -29.60% | 75.57% | 12.76% | 33.18% | 26.44% | 21.94% |
| 净利润增长率 | 1.08% | 8.52% | 21.77% | 38.23% | 29.19% | 20.79% |
| 总资产增长率 | 8.10% | 36.53% | 7.59% | 14.58% | 21.49% | 20.97% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 79.9 | 77.7 | 63.0 | 65.0 | 65.0 | 65.0 |
| 存货周转天数 | 111.1 | 121.4 | 111.9 | 118.0 | 119.0 | 120.0 |
| 应付账款周转天数 | 101.5 | 101.8 | 89.9 | 89.0 | 89.0 | 89.0 |
| 固定资产周转天数 | 42.5 | 36.8 | 29.1 | 20.2 | 14.0 | 9.8 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -51.29% | -52.49% | -50.84% | -47.79% | -52.88% | -58.39% |
| EBIT利息保障倍数 | -19.6 | -40.5 | -22.7 | -11.7 | -12.4 | -11.5 |
| 资产负债率 | 35.43% | 36.85% | 35.64% | 35.19% | 36.03% | 36.84% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 1 | 2 | 3 | 3 | 6 |
| 增持 | 2 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 中性 | 0 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.67 | 1.92 | 1.93 | 1.93 | 1.76 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2017-03-20 | 买入 | 19.94 | 24.00~26.00 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD