

中报业绩符合预期，看好后续混改潜力

公司简报

◆事件：

公司发布 2017 年半年报，上半年实现营业收入 23.86 亿元，同比增长 27.24%；归属于上市公司股东的净利润 5182 万元，同比增长 34.51%。业绩增速处于前期预告 30%~50% 区间，基本符合预期。同时公司预告前三季度预计实现归母净利润 1.94 亿元-2.29 亿元，同比增长 10%-30%。

◆收入规模继续扩大，费用管控效果显著

上半年公司收入实现快速增长，作为公司核心产品的企业级网络设备收入同比增长了 20.75%。受益于金融行业客户销售增长，网络终端产品收入同比增长 30.31%。此外，mPOS 及智能 POS 设备的收入增长迅速，其他产品项收入较上年同期增长 90.40%。通讯产品及网络终端产品出口快速增长，境外收入同比增长 46.88%。销售费用率、管理费用率分别同比下降了 2.03、2.26 个百分点，费用管控效果显著。财务费用较去年同期增加了 930 万元，主要系人民币兑美元升值汇兑损失增加所致。

◆企业级网络市场前景广阔，差异化定位凸显核心竞争力

受益于互联网普及率的提高，全球范围内企业级网络设备市场发展迅猛。自主可控大背景下，国产化成为必然趋势，国内市场进口替代空间广阔。锐捷网络采取“深入场景进行创新，为企业级客户量身定制多种解决方案”的差异化竞争策略，与华为、华三等竞争对手错位竞争，业绩有望持续保持高增长，将为母公司提供强力业绩支撑。

◆地方性国企混改标杆，看好后续混改潜力

公司作为福建地方性国企，混改持续推进，目前已完成对升腾资讯、星网视易的全部剩余股权收购，管理层由持有核心业务子公司股份变为直接持有上市公司股份，保持了母子公司股东利益一致性，大幅增厚上市公司业绩。随着混改的逐步推进，公司有望逐步解决剩余子公司少数股权问题，潜力值得期待。

◆维持“增持”评级，目标价 24 元

我们认为，公司业绩存在较强季节性，参照去年，公司上半年业绩仅占全年利润 12%，所以上半年业绩很难反映全年情况，我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.76 元、1.06 元和 1.35 元，对应 PE 分别为 26X/19X/15X，维持“增持”评级，目标价 24 元。

◆风险提示：收购标的盈利不达预期，公司混改进度低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,517	5,688	7,456	9,136	10,768
营业收入增长率	24.02%	25.93%	31.10%	22.52%	17.87%
净利润(百万元)	262	319	442	620	788
净利润增长率	8.52%	21.77%	38.22%	40.34%	27.19%
EPS(元)	0.45	0.55	0.76	1.06	1.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.03%	11.08%	13.11%	15.54%	16.50%
P/E	44	36	26	19	15

增持(维持)

当前价/目标价：19.71/24.00 元

目标期限：6 个月

分析师

田明华 (执业证书编号：S0930516050002)

0755-82541645

tianminghua@ebscn.com

联系人

石崎良

021-22169327

shiqil@ebscn.com

市场数据

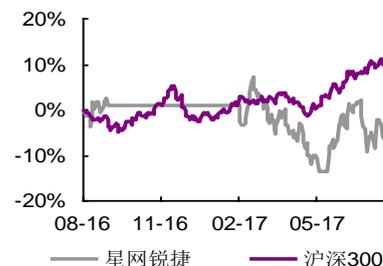
总股本(亿股)：5.83

总市值(亿元)：114.96

一年最低/最高(元)：16.50/21.28

近 3 月换手率：60.57%

股价表现(一年)



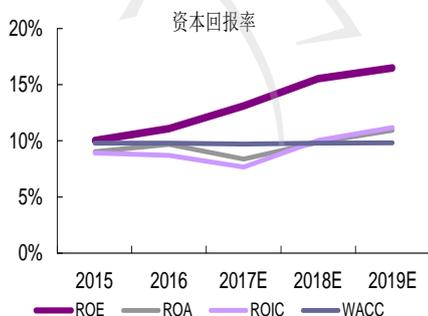
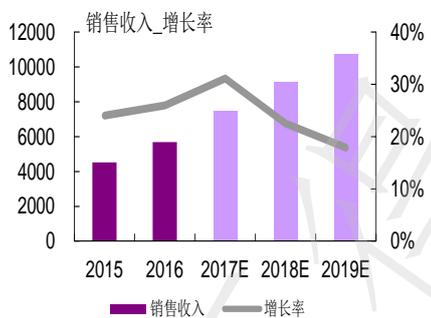
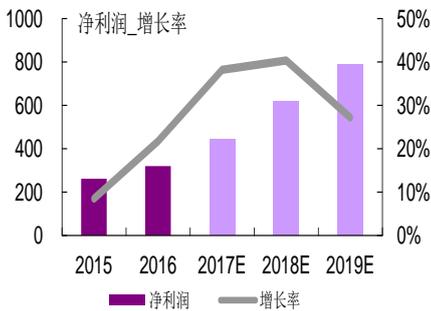
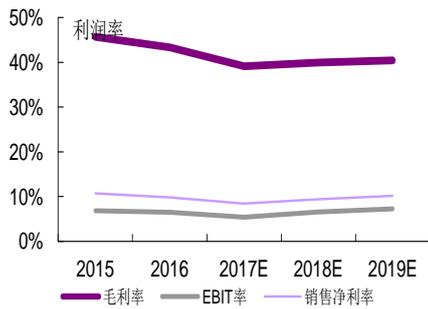
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.27	8.40	-6.23
绝对	6.43	17.47	5.52

相关研报

企业级 ICT 布局引领增长，混改推进值得期待

.....2017-06-28



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,517	5,688	7,456	9,136	10,768
营业成本	2,453	3,223	4,537	5,485	6,415
折旧和摊销	90	113	85	84	84
营业税费	36	54	67	82	97
销售费用	907	1,091	1,305	1,571	1,831
管理费用	799	957	1,126	1,380	1,615
财务费用	-8	-16	13	18	5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	7	13	15	13	13
营业利润	315	382	406	595	790
利润总额	528	617	701	956	1,216
少数股东损益	221	238	189	241	307
归属母公司净利润	262.34	319.46	441.57	619.70	788.18

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	5,344	5,750	7,540	8,706	9,999
流动资产	4,068	4,448	6,502	7,753	9,130
货币资金	1,889	2,001	2,610	2,741	3,244
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	960	1,002	2,092	2,576	3,037
应收票据	82	161	170	211	266
其他应收款	60	62	76	365	538
存货	941	1,035	1,622	1,970	2,233
可供出售投资	82	109	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	24	33	33	33	33
固定资产	455	454	382	309	236
无形资产	233	203	193	184	174
总负债	1,969	2,049	3,164	3,470	3,668
无息负债	1,852	1,930	2,776	3,305	3,668
有息负债	118	120	388	165	0
股东权益	3,374	3,701	4,376	5,236	6,331
股本	539	539	583	583	583
公积金	962	987	1,031	1,093	1,138
未分配利润	1,114	1,354	1,752	2,309	3,052
少数股东权益	759	818	1,007	1,248	1,554

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	924	544	208	400	699
净利润	262	319	442	620	788
折旧摊销	90	113	85	84	84
净营运资金增加	129	570	1,164	681	961
其他	442	-459	-1,483	-985	-1,134
投资活动产生现金流	-364	-198	144	13	13
净资本支出	-108	-97	14	0	0
长期投资变化	24	33	0	0	0
其他资产变化	-280	-134	130	13	13
融资活动现金流	-79	-240	257	-282	-209
股本变化	188	0	44	0	0
债务净变化	58	2	269	-223	-165
无息负债变化	524	78	846	529	363
净现金流	483	118	609	131	503

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.02%	25.93%	31.10%	22.52%	17.87%
净利润增长率	8.52%	21.77%	38.22%	40.34%	27.19%
EBITDA/EBITDA 增长率	62.52%	21.11%	4.66%	40.08%	26.66%
EBIT/EBIT 增长率	79.51%	19.91%	14.22%	48.57%	30.46%
估值指标					
PE	44	36	26	19	15
PB	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	30	26	28	21	17
EV/EBIT	39	35	34	24	19
EV/NOPLAT	43	38	38	26	21
EV/Sales	3	2	2	2	1
EV/IC	4	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	45.69%	43.33%	39.15%	39.97%	40.43%
EBITDA 率	8.81%	8.48%	6.54%	7.48%	8.04%
EBIT 率	6.81%	6.49%	5.41%	6.56%	7.26%
税前净利润率	11.70%	10.85%	9.40%	10.47%	11.30%
税后净利润率 (归属母公司)	5.81%	5.62%	5.92%	6.78%	7.32%
ROA	9.04%	9.69%	8.37%	9.89%	10.95%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.03%	11.08%	13.11%	15.54%	16.50%
经营性 ROIC	8.93%	8.71%	7.67%	10.05%	11.19%
偿债能力					
流动比率	2.13	2.21	2.04	2.20	2.42
速动比率	1.64	1.69	1.53	1.64	1.83
归属母公司权益/有息债务	22.21	24.12	8.68	24.23	-
有形资产/有息债务	39.44	42.42	17.87	49.28	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.45	0.55	0.76	1.06	1.35
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.58	0.93	0.36	0.69	1.20
每股自由现金流(FCFF)	0.25	-0.39	-1.17	-0.07	-0.25
每股净资产	4.48	4.94	5.78	6.84	8.19
每股销售收入	7.74	9.75	12.78	15.66	18.46

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

田明华，厦门大学工学硕士，曾在华为技术有限公司无线网络部工作1年，2011年开始在买方从事TMT研究工作，主要覆盖通信和移动互联网行业，2014年至今先后在光大证券和西南证券专注通信互联网行业研究，2015年带领研究团队获得第九届卖方分析师“水晶球”通信行业公募第2名，重点研究领域包括无线通信、光通信、北斗及卫星通信、云计算、大数据、流量经营以及物联网领域。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com	
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	

	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com