

布局互联网，受益国产替代

增持 首次

目标价格：33.00元

事件：

公司发布2013年年报，报告期内，公司实现营业收入32.76亿元，同比增长17.54%，实现利润总额4.36亿元，同比增长18.50%；实现归属于上市公司股东的净利润2.39亿元，同比增长6.91%。

报告摘要：

- **五条产品线齐头并进，进军互联网行业。**公司现有5条主要产品线：企业级网络设备、云计算产品（瘦客户机等）、KTV数字娱乐系统、互联网通信产品、支付产品（ePOS等），公司各类主要产品在国内市场均位居前列。
- **“K米”领衔，布局综合性O2O娱乐平台。**“魔云K米”依托线下不断增长的KTV客户，与线上K歌平台竞争者9158及唱吧的竞争后劲十足；由线上流量引导客户回到线下KTV，实现线下实体变现，达到“线下一线上一线下”的客户循环增长，增长模式清晰可复制。
- **企业网业务迎来国产替代机遇。**公司企业网业务定制化服务能力较强，在教育、政企、金融等领域竞争力突出，企业网业务近三年CAGR超20%。“棱镜门”事件之后，国家信息安全建设推动了行业内去思科/H3C进程，为国内企业网设备厂商提供成长空间。2014年政府行业信息化投资规模有望超650亿，教育行业有望达580亿，金融业有望达610亿。
- **估值：**我们预测2014/15/16年公司营业收入分别为35.6亿/38.5亿/42.1亿元，净利润分别为2.49亿/2.86亿/3.21亿元，EPS分别为0.71元、0.81元和0.91元。给予目标价33元，相当于40*15PE。
- **风险因素：**企业网设备国产替代速度慢于预期；“K米”平台化推广进度慢于预期。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2787.37	3276.16	3556.50	3845.74	4207.32
增长率(%)	5.41	17.54	8.56	8.13	9.40
归母净利润(百万)	223.72	239.18	249.47	285.65	320.64
增长率(%)	89.59	6.91	4.30	14.50	12.25
每股收益	0.64	0.68	0.71	0.81	0.91
市盈率	51.78	48.44	46.44	40.56	36.13

通信研究组

分析师：

赵国栋(S1180513050002)

电话：010-88085901

Email: zhaoguodong@hysec.com

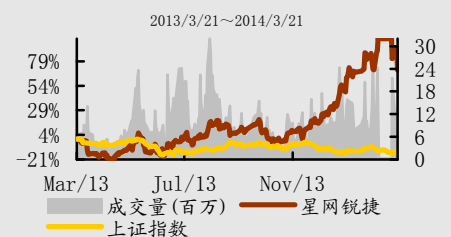
研究助理：

顾海波

电话：010-88013569

Email: guhaibo@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	29.32
总股本(千股)	351,060
总市值(百万)	10,293
流通市值(百万)	10,293
12个月最高价	36.48
12个月最低价	13.41

相关研究

图 1: 财务三张表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	2,644	2,787	3,276	3,556.50	3,845.74	4,207.32	货币资金	1,300	1,411	1,299	-217	1,270	1,689
增长率		5.4%	17.5%	8.6%	8.1%	9.4%	应收款项	654	707	854	2,224	2,401	2,626
主营业务成本	-1,529	-1,498	-1,735	-1,873	-2,013	-2,198	存货	490	453	529	571	662	723
% 销售收入	57.8%	53.7%	53.0%	52.7%	52.3%	52.2%	其他流动资产	53	25	291	19	22	24
毛利	1,115	1,289	1,541	1,683	1,833	2,010	流动资产	2,497	2,596	2,972	2,598	4,354	5,062
% 销售收入	42.2%	46.3%	47.0%	47.3%	47.7%	47.8%	% 总资产	89.0%	84.1%	82.1%	99.9%	89.0%	91.2%
营业税金及附加	-22	-28	-29	-32	-35	-38	长期投资	29	40	43	0	55	55
% 销售收入	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	230	318	449	1	359	310
营业费用	-490	-552	-690	-711	-769	-841	% 总资产	8.2%	10.3%	12.4%	0.0%	7.3%	5.6%
% 销售收入	18.5%	19.8%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%	无形资产	41	115	127	0	124	123
管理费用	-402	-470	-561	-614	-664	-726	非流动资产	310	492	648	3	540	490
% 销售收入	15.2%	16.9%	17.1%	17.3%	17.3%	17.3%	% 总资产	11.0%	15.9%	17.9%	0.1%	11.0%	8.8%
息税前利润 (EBIT)	201	239	260	326	365	404	资产总计	2,806	3,088	3,620	2,601	4,895	5,552
% 销售收入	7.6%	8.6%	7.9%	9.2%	9.5%	9.6%	短期借款	82	62	12	0	0	0
财务费用	14	15	17	0	-5	26	应付款项	571	586	830	0	942	1,028
% 销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.5%	0.0%	0.1%	-0.6%	其他流动负债	201	232	352	0	357	436
资产减值损失	-7	-17	-19	-20	-2	-2	流动负债	854	880	1,194	0	1,299	1,464
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	1	3
投资收益	8	2	7	3	3	3	其他长期负债	26	47	23	32	32	0
% 税前利润	2.6%	0.4%	1.5%	0.6%	0.5%	0.5%	负债	881	927	1,217	32	1,332	1,467
营业利润	216	239	264	309	362	431	普通股股东权益	1,722	1,858	2,009	2,398	2,684	2,959
营业利润率	8.2%	8.6%	8.1%	8.7%	9.4%	10.2%	少数股东权益	204	304	394	0	220	467
营业外收支	81	129	172	200	200	200	负债股东权益合计	2,806	3,089	3,621	2,430	4,235	4,893
税前利润	297	368	436	509	562	631							
利润率	11.2%	13.2%	13.3%	14.3%	14.6%	15.0%							
所得税	-30	-42	-43	-53	-56	-63							
所得税率	10.0%	11.3%	10.0%	10.4%	10.0%	10.0%							
净利润	267	326	392	456	506	568							
少数股东损益	89	102	153	206	220	247							
归属于母公司的净利润	179	224	239	249	286	321							
净利率	6.8%	8.0%	7.3%	7.0%	7.4%	7.6%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	267	326	392	456	506	568
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	31	40	76	85	67	68
非经营收益	-7	-2	-14	-202	-203	-203
营运资金变动	-113	54	4	-767	1,027	-171
经营活动现金净流	179	419	459	429	1,396	262
资本开支	-91	-184	-119	185	142	185
投资	29	-12	0	0	-55	0
其他	2	2	-270	3	3	3
投资活动现金净流	-60	-194	-389	188	90	188
股权募资	10	95	27	0	0	0
债权募资	-15	-20	-50	-12	1	-30
其他	-69	-189	-180	-1	0	0
筹资活动现金净流	-74	-115	-203	-13	1	-30
现金净流量	45	110	-133	-253	1,487	419

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.509	0.637	0.681	0.711	0.814	0.913
每股净资产	4.905	5.292	5.723	6.831	7.644	8.428
每股经营现金净流	0.510	1.193	1.305	-1.221	3.978	0.746
每股股利	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000	0.130
回报率						
净资产收益率	10.38%	12.04%	11.90%	10.40%	10.64%	10.84%
总资产收益率	6.37%	7.24%	6.61%	10.27%	6.74%	6.55%
投入资本收益率	9.01%	9.54%	9.70%	12.17%	11.31%	10.60%
增长率						
主营业务收入增长率	32.40%	5.41%	17.54%	52.45%	8.13%	9.40%
EBIT增长率	42.73%	19.06%	8.64%	80.48%	12.12%	10.62%
净利润增长率	28.91%	25.22%	6.91%	97.88%	14.50%	12.25%
总资产增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
资产管理能力						
应收账款周转天数	78.4	79.4	70.3	205.0	205.0	205.0
存货周转天数	117.0	110.4	111.3	111.3	120.0	120.0
应付账款周转天数	80.9	82.0	107.3	#DIV/0!	100.0	100.0
固定资产周转天数	18.4	19.9	49.6	#DIV/0!	33.1	26.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-63.23%	-62.40%	-53.53%	9.05%	-43.70%	-49.21%
EBIT利息保障倍数	-14.7	-16.5	-15.6	11,322.2	80.7	-15.5
资产负债率	31.39%	30.01%	33.62%	1.32%	31.44%	29.98%

资料来源: 宏源证券

作者简介:

赵国栋: 中国计算机学会会员、广东省应急产业协会专家会员、宏源证券研究所高级分析师、拥有 15 年的信息产业工作背景，曾获工信部颁发的计算机信息系统集成高级项目经理资质、国际信息系统审计协会 (ISACA) 会员。在移动互联网、云计算、大数据等新兴领域拥有深刻、独到的见解。代表作:《大数据时代的历史机遇》一书。

顾海波: 宏源证券研究所通信行业分析师，毕业于华中科技大学，计算机软件与理论博士学位；在国内 IT 领军企业神州数码工作多年，任职技术总监兼售前总监，为国内金融、电信行业客户提供 IT 系统规划、设计、项目管理咨询、系统开发等工作。中科院计算机工程类高级工程师，中科院研究生院计算与通信学院外聘导师。

机构销售团队

		姓名	手机号	手机号	邮箱
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。