

收购德明通讯、四创软件， 强化海外渠道和行业市场开拓

星网锐捷 (002396.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

一、事件

公司自2014年10月17日停牌至今，2月8日晚公告收购预案，并于9日复牌。上市公司分别以3.26亿（股份+现金）、2.4亿现金收购德明通讯65%股权和四创软件40%股权。

基于对并购标的德明通讯、四创软件两项收购标的跟踪研究，同时基于锐捷网络自身强大的研发和市场能力支撑，我们看好本次收购的后续整合效果。

二、我们的分析与判断:

1、收购德明通讯、强化无线路由器产品系列及国内外市场覆盖

德明通讯长期专注于无线数据接入终端产品和解决方案的自主研制生产，于锐捷网络快速成长的无线路由器产品系列可以在产品、市场覆盖上形成很好互补，带来“无线通讯模块”、“4G LTE”应用终端和海外运营商市场三大新的增长点。

2、收购四创软件、打开水利/海洋渔业/气象/防灾减灾行业信息化市场

四创软件是在市场具有领先地位的防灾减灾信息与应用服务提供商，通过该收购，打开水利行业渠道，为公司网络、安防监控、系统通讯三项业务结合四创软件的软件开发和系统集成能力，开拓水利市场，未来逐步向海洋、气象、国土等其他防灾减灾行业延伸，形成新的利润增长点。

三、投资建议

收购前基于三季报预告修订的2014~2016年EPS预测分别为0.85/1.15/1.45元；结合此次收购，备考公司2015~2016年EPS分别为1.25/1.58元。

公司自2011年以来，动态PE在16~88倍区间，历史平均PE在33倍；参考历史估值水平及当前市场对事关信息安全的国产化替代标的、B2B2C类触网标的的估值溢价，给予公司合理估值43.92元（对应2015年35倍PE），维持“推荐”评级。

分析师

朱劲松

☎: (8610) 8357 4072

✉: zhujingsong@chinastock.com

执业证书编号: S0130513050004

特此鸣谢

夏庐生: (8610) 8357 4072

(xialusheng@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2015.2.9

A股收盘价(元)	31.75
A股一年内最高价(元)*	36.48
A股一年内最低价(元)*	16.31
上证指数	3075.91
市净率	5.17
总股本(万股)	35106
实际流通A股(万股)	35106
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	95.81

注: *价格未复权

相关研究

- 1、《星网锐捷(002396.SZ)半年报点评:业绩符合预期,高校无线网络运营与微哨平台前景看好》2014.8.9
- 2、《行业周报(总第121期):再谈ICT国产化暨银河通信沙龙第一期纪要》2014.6.15
- 3、《星网锐捷(002396)跟踪研究:与阳光城合资打造智慧社区平台,开辟新的成长蓝海》2014.3.13
- 4、《星网锐捷13年业绩快报点评:业绩符合预期,关注公司拥抱互联网的持续探索》2014.2.25
- 5、《“棱镜门”对信息设备国产化替代影响分析》2014.06

一、事件

公司自 2014 年 10 月 17 日停牌至今，2 月 8 日晚公告收购预案，并于 9 日复牌。上市公司分别以 3.26 亿（股份+现金）、2.4 亿现金收购德明通讯 65% 股权和四创软件 40% 股权（母公司福建电子信息集团收购其 20% 股权，星网锐捷实现实际控制）。

基于对并购标的德明通讯、四创软件两项收购标的跟踪研究，我们认为均有利于强化公司旗下业务占比最高的子公司锐捷网络在企业网业务市场的产品布局和国内外市场拓展，产品、市场互补性强，同时基于锐捷网络自身强大的研发和市场能力支撑，看好本次收购的后续整合效果。

二、我们的分析与判断

（一）收购德明通讯、强化无线路由器产品系列及国内外市场覆盖

公司以 27 元的发行价，发行 843.7 万股+9849 万元现金，收购德明通讯 65% 股权（整体估值 5.02 亿，交易价格共 3.26 亿），所发行股份根据业绩承诺条件分三年解锁，德明通讯承诺 2015~2017 年扣非后承诺净利润不低于 4500 万、5500 万、6500 万元。

德明通讯长期专注于无线数据接入终端产品和解决方案的自主研制生产，于锐捷网络快速成长的无线路由器产品系列可以在产品、市场覆盖上形成很好互补，带来“无线通讯模块”、“4G LTE”应用终端和海外运营商市场三大新的增长点。

图 1：德明通讯产品系列



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

德明通讯 2003 年由归国留学生创办于上海张江高科技园区，是国家级高新技术企业；

2008 年以来，陆续在南美、东南亚等区域设立了办事处等分支机构，推动国际化营销网络建设；与东欧、印度、印尼、巴西、尼日尼亚等主要发展中国家和美国、瑞典等发达国家市场均实现批量供货，并同当地主流运营商建立合作关系，有利于未来星网锐捷具有较强市场竞争力的网络通讯产品（交换机、路由器）、云终端（瘦 PC）等产品的国际化拓展。

表 1：A 股通讯行业主要设备企业的国际市场业务占比

	海外收入占比	海外毛利占比
中兴通讯	53%	46%
烽火通信	14%	16%
海能达	53%	64%
星网锐捷	88%	2%

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

（二）收购四创软件、打开水利/海洋渔业/气象/防灾减灾行业信息化市场

公司拟以 2.4 亿元自有现金收购四创软件 40% 股权，母公司电子信息集团以 20% 股权收购四创软件 20% 股权（上市公司与母公司合计持股四创软件 60%，实际控制），四创软件承诺 2014~2016 年累计净利润不低于 1.55 亿元（2013 年 2674 万元），超出部分奖励给标的公司管理层。

四创软件成立于 2011 年，专注于为政府提供防灾减灾应急指挥系统解决方案，为各级企业提供防灾减灾信息与应用租赁服务，为社会公众提供防灾减灾信息发布与预警服务，是在相关市场具有领先地位的防灾减灾信息与应用服务提供商。

表 2：四创软件各领域市场地位

	市场地位
防汛水利领域	防汛指挥系统、山洪灾害监测预警系统、洪水风险管理系统、水资源信息管理系统、水利工程建设与运行管理系统、水土保持信息管理系统等产品，广泛应用于水利部 3 个流域委、16 个省、1000 多个市县防汛指挥部、水利厅局、水利工程管理单位，产品覆盖率全国最高；
海洋渔业领域	海洋防灾减灾辅助决策系统（风暴潮、赤潮、海上突发事件等）、海洋渔业安全保障服务系统、海域动态监管系统、海洋资源环境信息管理系统、海洋经济运行监测与评估系统等产品分别在国家海洋局、3 个分局、4 个中心机构以及各沿海省市海洋部门得到广泛应用；
气象国土领域	台风信息管理平台、气象预报人机交互平台、气象灾害公众服务平台、国土地质灾害监测与风险评估等成为国家及 10 几个省市气象国土专业部门的工具性平台
移动互联网领域	防汛通、海洋通、环保通、气象通、国土通、渔业通、水政通、水库通、地震通等移动应用产品覆盖九大领域，行业终端用户量达万人
防灾减灾公益事业	台风 110、知灾害网是全国首创的防灾减灾公益平台，成为我国第一个专注于防灾信息与经验交流互动的网络社区

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

通过该收购，打开水利行业渠道，为星网锐捷旗下的网络、安防监控、系统通讯业务板块结合四创软件的软件开发和系统集成能力，开拓水利市场，未来逐步向海洋、气象、国土等其他防灾减灾行业延伸，形成新的利润增长点。

三、投资建议

对于星网锐捷，继续重点看好：

1) **星网锐捷主业（尤其企业级网络设备）**：受益信息安全背景下的国产化替代、制造业转型升级和移动互联网繁荣带来信息化新一轮发展的新成长周期；

2) **B2B2C 的互联网转型探索**：同时面向高校的“微哨”移动平台、面向 KTV 娱乐领域的 K 米、高校无线网络合作运营等，均体现星网锐捷从 B2B 向 B2B2C 方向拓展的初期成功尝试，提升公司中长期估值水平。

公司三季报预告 2014 年业绩增速 0%~30%，对于公司 2014~2016 年不含并购的业绩预测略修订为收入分别为 41.05 亿（+25.32%）、52.83 亿（+28.69%）、65.22 亿（+23.45%），对应归属上市公司股东净利润分别为 2.97 亿（+24.05%）、4.04 亿（+36.02%）、5.08 亿（+25.97%），对应 EPS 分别为 0.85、1.15、1.45 元。

结合此次收购，备考公司 2015~2016 年收入分别为 59.92 亿（+45.94%）、74.14 亿（+23.74%），对应归属上市公司股东净利润分别为 4.53 亿（+52.62%）、5.70 亿（+25.91%），对应 2015~2016 年 EPS（考虑股本摊薄）分别为 1.25、1.58 元。

公司自 2011 年以来，动态 PE 在 16~88 倍区间，历史平均 PE 在 33 倍；参考历史估值水平及当前市场对事关信息安全的国产化替代标的、B2B2C 类触网标的的估值溢价，给予公司合理估值 43.92 元（对应 2015 年 35 倍 PE），维持“推荐”评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

朱劲松，通信行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A 股：中国联通（600050.SH）、中兴通讯（000063.SZ）、鹏博士（600804.SH）、海格通信（002465.SZ）、烽火通信（600498.SH）、星网锐捷（002396.SZ）、东方通信（600776.SZ）、海兰信（300065.SZ）、海能达（002583.SZ）、高新兴（300098.SZ）、科华恒盛（002335.SZ）、信威集团（600485.SH）、宜通世纪（300310.SZ）、三维通信（002115.SZ）、新世纪（002280.SZ）、烽火电子（000561.SZ）、中天科技（600522.SH）、北纬通信（002148.SZ）、二六三（002467.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn