

设立产业投资基金，打造娱乐 O2O 平台

■公告摘要: 5月29日，公司公告拟使用自有资金150万元与上海谦石投资管理有限公司合作设立谦石星网(上海)股权投资管理有限公司；管理公司设立后，公司拟使用自有资金2000万元与管理公司共同发起设立福建谦石星网文娱产业投资合伙企业(谦石星网基金，首期规模1亿元)，支持互联网创业子公司凯米科技的发展。

■产业投资基金助力K米成为领先的O2O娱乐平台。我们认为星网锐捷互联网成长之路的逻辑在逐步兑现，是“互联网+文化娱乐”战略的强有力执行者，线下与线上共同发展，2015年将是发展大的一年。从线下来看，公司已在国内KTV点歌软件市场拥有领导力，联网的KTV数量达4733家(K米官网数据)，成为公司做垂直细分领域的最核心资源。而线上方面布局，前期专门设立K米子公司，在互联网人才的引进以及激励制度上更加灵活，将加大K米的推广力度。此次成立产业投资基金，同样将服务于K米的产业生态投资，进一步增强公司对文化娱乐、TMT行业的投资能力，符合公司的战略发展方向，通过兼并收购及合作的方式，助力K米打造领先的O2O娱乐平台。产业投资基金的资本运作，将打开公司在O2O娱乐领域新的发展空间。

■安全+互联网双主线发展，不断推进战略转型升级。星网锐捷网络产品涵盖交换机、路由器、网关、防火墙、无线全产业链，是国内政企网络设备解决方案市场领先的民族品牌，在教育、金融、电信、政府等部门竞争优势明显，其中在教育行业处于领军地位。云计算终端产品也是国产份额第一，自主研发的云计算软件体系以及桌面云整体解决方案的贡献率持续提升。网络及安全产品长期受益于信息化与国产替代，业绩有支撑。另外公司收购四创软件和德明通讯分别进入行业信息化和4G终端产品领域，目前进展顺利。互联网业务方面，除了文化娱乐，公司在教育、企业等都有深厚积淀，发展潜力巨大。

■投资建议: 星网锐捷战略清晰，“安全+互联网”双主线发展。网络安全产品长期受益于信息安全和自主可控。互联网业务方面，公司是娱乐O2O领域的稀缺性标的，产业基金成立之后，进一步的资本运作值得期待，同时教育和智慧社区等也都在进行布局，多个垂直细分领域有成为互联网龙头的潜质。我们预计公司2015年和2016年摊薄后EPS分别为0.70元和0.98元，维持买入-A的投资评级，6个月目标价50元，建议投资者积极关注。

■风险提示: 互联网业务发展不达预期的风险；

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,276.2	3,641.7	4,665.8	5,650.4	6,720.8
净利润	239.2	241.8	376.0	524.0	684.2
每股收益(元)	0.45	0.46	0.70	0.98	1.28
每股净资产(元)	3.82	4.07	4.86	5.44	6.21
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	83.6	82.8	54.1	38.8	29.7
市净率(倍)	10.0	9.3	7.8	7.0	6.1
净利润率	7.3%	6.6%	8.1%	9.3%	10.2%
净资产收益率	16.3%	14.7%	26.7%	29.1%	29.7%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%
ROIC	32.4%	23.7%	34.5%	41.3%	45.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

50.00元

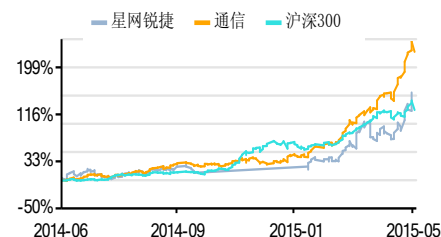
股价(2015-05-29)

37.99元

交易数据

总市值(百万元)	19,575.11
流通市值(百万元)	19,575.11
总股本(百万股)	526.59
流通股本(百万股)	526.59
12个月价格区间	24.22/61.95元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	24.74	32.66	-5.61
绝对收益	26.13	68.15	119.01

张龙

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-68766113

报告联系人

陈宁玉

021-68767632

chenning@essence.com.cn

相关报告

互联网战略加速，锐捷扬帆起航	2015-04-27
安全+互联网，被低估的优质企业	2015-04-01
开启资本运作之路	2015-02-09

财务报表预测和估值数据汇总(2015年06月01日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,276.2	3,641.7	4,665.8	5,650.4	6,720.8	成长性					
减:营业成本	1,735.1	2,003.4	2,574.4	3,111.5	3,686.9	营业收入增长率	17.5%	11.2%	28.1%	21.1%	18.9%
营业税费	29.1	33.6	43.6	51.7	62.1	营业利润增长率	10.7%	-24.9%	93.6%	55.5%	38.7%
销售费用	690.4	790.7	937.9	1,089.0	1,263.6	净利润增长率	6.9%	1.1%	55.5%	39.3%	30.6%
管理费用	561.5	630.8	738.2	827.9	927.3	EBITDA 增长率	23.9%	-14.2%	53.5%	54.5%	37.0%
财务费用	-16.7	-9.3	-13.7	-12.7	-19.4	EBIT 增长率	10.4%	-23.6%	96.0%	57.9%	38.4%
资产减值损失	19.4	21.0	28.5	19.0	9.0	NOPLAT 增长率	20.6%	-3.5%	56.2%	40.4%	30.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.5%	7.5%	17.3%	18.4%	17.2%
投资和汇兑收益	6.6	26.8	27.0	33.0	37.0	净资产增长率	11.2%	5.2%	-14.1%	27.5%	28.2%
营业利润	264.1	198.2	383.8	597.0	828.2	利润率					
加:营业外净收支	171.8	207.7	251.9	288.8	328.6	毛利率	47.0%	45.0%	44.8%	44.9%	45.1%
利润总额	435.8	405.9	635.7	885.8	1,156.8	营业利润率	8.1%	5.4%	8.2%	10.6%	12.3%
减:所得税	43.5	34.2	57.2	79.7	104.1	净利润率	7.3%	6.6%	8.1%	9.3%	10.2%
净利润	239.2	241.8	376.0	524.0	684.2	EBITDA/营业收入	9.2%	7.1%	8.5%	10.9%	12.5%
						EBIT/营业收入	7.6%	5.2%	7.9%	10.3%	12.0%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	33	43	33	27	24
货币资金	1,298.5	1,355.7	843.6	1,208.0	1,731.8	流动资产周转天数	90	97	91	94	97
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	306	306	233	203	216
应收账款	653.7	987.0	1,052.3	1,261.4	1,500.3	应收账款周转天数	73	81	77	72	73
应收票据	199.9	79.7	127.8	154.8	184.1	存货周转天数	55	61	54	50	50
预付帐款	16.1	20.7	-5.1	-5.1	-5.1	总资产周转天数	369	372	287	249	256
存货	529.1	690.3	698.3	843.9	1,000.0	投资资本周转天数	148	157	138	134	133
其他流动资产	274.9	93.7	93.2	93.2	93.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	45.9	45.0	45.0	45.0	ROE	16.3%	14.7%	26.7%	29.1%	29.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.8%	9.5%	16.5%	18.8%	20.0%
长期股权投资	31.2	19.5	30.0	30.0	30.0	ROIC	32.4%	23.7%	34.5%	41.3%	45.4%
投资性房地产	12.1	11.1	11.0	11.0	11.0	费用率					
固定资产	445.2	423.8	420.5	437.0	457.3	销售费用率	21.1%	21.7%	20.1%	19.3%	18.8%
在建工程	4.1	0.6	7.7	17.3	20.2	管理费用率	17.1%	17.3%	15.8%	14.7%	13.8%
无形资产	93.4	93.0	96.2	99.1	101.8	财务费用率	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.3%
其他非流动资产	33.9	44.2	42.8	42.8	42.8	三费/营业收入	37.7%	38.8%	35.6%	33.7%	32.3%
资产总额	3,620.8	3,914.1	3,513.3	4,288.4	5,262.5	偿债能力					
短期债务	11.9	12.2	52.9	47.6	45.6	资产负债率	33.6%	35.4%	38.2%	35.5%	32.6%
应付帐款	547.6	639.8	613.6	741.6	878.8	负债权益比	50.6%	54.9%	61.9%	55.0%	48.4%
应付票据	216.7	264.5	268.0	323.9	383.8	流动比率	2.49	2.37	2.13	2.38	2.66
其他流动负债	362.9	398.9	383.3	383.3	383.3	速动比率	2.04	1.86	1.60	1.81	2.07
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-14.83	-20.26	-27.09	-45.99	-41.65
其他非流动负债	23.1	24.0	25.2	25.2	25.2	分红指标					
负债总额	1,217.2	1,386.8	1,343.1	1,521.7	1,716.8	DPS(元)	0.17	0.20	0.28	0.39	0.51
少数股东权益	394.5	381.8	-428.1	-146.0	222.5	分红比率	36.7%	43.6%	40.0%	40.0%	40.0%
股本	351.1	351.1	535.0	535.0	535.0	股息收益率	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%
留存收益	1,658.3	1,794.7	2,063.3	2,377.6	2,788.2						
股东权益	2,403.6	2,527.4	2,170.2	2,766.7	3,545.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.45	0.46	0.70	0.98	1.28
净利润	392.4	371.7	376.0	524.0	684.2	BVPS(元)	3.82	4.07	4.86	5.44	6.21
加:折旧和摊销	58.0	73.5	28.1	30.9	34.1	PE(X)	83.6	82.8	54.1	38.8	29.7
资产减值准备	18.2	20.2	28.5	19.0	9.0	PB(X)	10.0	9.3	7.8	7.0	6.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-113.2	114.3	236.7	124.1	70.1
财务费用	2.7	0.7	-13.7	-12.7	-19.4	P/S	6.1	5.5	4.4	3.6	3.0
投资损失	-6.6	-26.8	-27.0	-33.0	-37.0	EV/EBITDA	23.3	35.0	49.3	32.0	23.3
少数股东损益	153.2	130.0	202.5	282.1	368.4	CAGR(%)	27.1%	41.5%	32.5%	29.3%	27.9%
营运资金的变动	-272.8	-107.6	-160.8	-216.8	-236.2	PEG	3.1	2.0	1.7	1.3	1.1
经营活动产生现金流量	458.1	198.6	433.7	593.5	803.1	ROIC/WACC	2.7	2.0	2.9	3.4	3.8
投资活动产生现金流量	-382.5	90.2	-17.0	-27.0	-23.0	REP	1.7	2.8	3.5	2.5	1.9
融资活动产生现金流量	-202.5	-250.9	259.1	-202.2	-256.3						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

