

营收增长有所放缓, 转型升级打开未来空间

- **业绩总结:** 2015年上半年公司实现营业收入13.3亿元, 同比增长3.4%, 实现净利润2162万元, 同比下降59%。上半年毛利率为41.9%, 同比稳中略有提升。
- **营收增长有所放缓, 三费率上升和企业网设备毛利率下降拖累上半年业绩。** 2015年上半年营收小幅增长, 但净利润大幅下滑, 我们认为主要是受公司拓展业务产生的销售费用和管理费用拖累, 尤其是公司持续加大研发投入, 研发费用占管理费用的70.4%, 同比增长12.7%。同时, 虽然公司上半年综合毛利率为41.9%, 同比稳中有升, 但占公司营业规模最大、毛利率最高的企业级网络设备业务本期毛利率同比大幅下降了5.4%、跌至51.6%的低点, 对整体业绩造成了拖累。
- **收购德明通讯和四创软件, 进入行业信息化和4G终端领域。** 公司今年以来启动对德明通讯65%股权和四创软件40%股权(控股)的收购, 其中德明通讯承诺2015-2017年净利润分别不低于4500万、5500万和6500万元, 四创软件承诺2014-2016年度累计净利润不低于1.55亿元。德明通讯已于8月11日完成工商登记过户, 后续业绩即可并表。同时, 德明的收购也标志着公司正式进军4G产业链。公司收购的四创软件是国内领先的防灾减灾应用信息服务解决方案提供商, 完成收购后公司将拓展行业信息化应用领域, 分享防灾减灾市场的快速发展。
- **成立产业投资基金布局O2O, “互联网+”战略打开未来空间。** 公司参与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。目前公司已是国内KTV点歌软件市场的领导者, 联网KTV数量已超过5500家, 还在不断增加中; 此次成立的产业基金将增强公司对文化娱乐的投资能力, 助力K米打造O2O娱乐平台生态圈, 落实公司“互联网+娱乐”战略, 打开公司未来新的成长空间。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.53元、0.66元和0.85元, 对应动态PE分别为46倍、37倍、29倍。我们看好公司在行业信息化领域布局和“互联网+娱乐”战略, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 收购未能按预期完成的风险、企业网络设备竞争加剧的风险

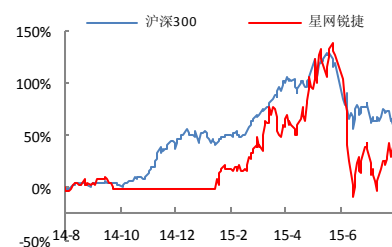
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3641.69	4481.07	5590.32	7080.04
增长率	11.16%	23.05%	24.75%	26.65%
归属母公司净利润(百万元)	241.75	287.18	355.40	455.86
增长率	1.08%	18.79%	23.75%	28.27%
每股收益EPS(元)	0.45	0.53	0.66	0.85
净资产收益率ROE	14.71%	12.28%	13.60%	15.34%
PE	54	46	37	29
PB	5.21	3.52	3.15	2.77

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 田明华
执业证号: S1250515060001
电话: 021-68415819
邮箱: tmhua@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	5.27
流通A股(亿股)	5.27
52周内股价区间(元)	16-45.8
总市值(亿元)	128.54
总资产(亿元)	34.61
每股净资产(元)	4.05

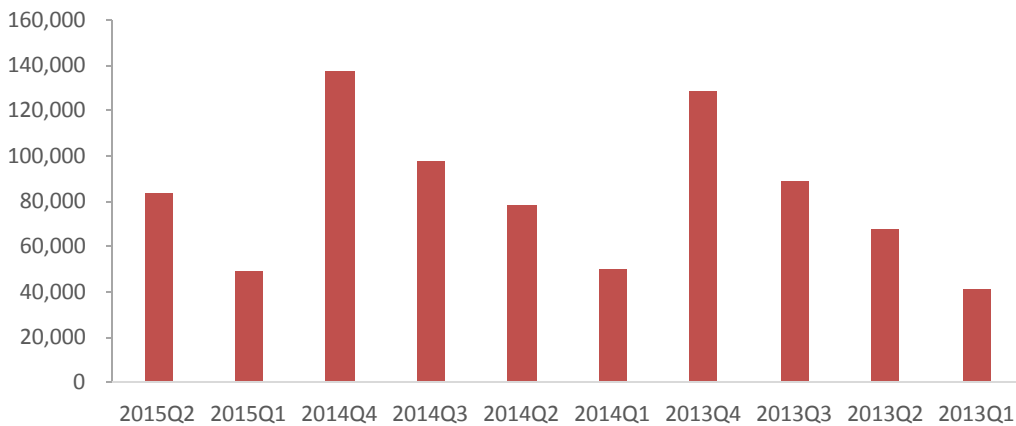
相关研究

1. 投资要点

1.1 营收增长有所放缓，三费费率上升和企业网设备毛利率下降拖累上半年业绩

2015 年上半年营收小幅增长，但净利润大幅下滑，我们认为主要是受公司拓展业务产生的销售费用和管理费用拖累，尤其是公司持续加大研发投入，研发费用占管理费用的 70.4%，同比增长 12.7%。同时，虽然公司上半年综合毛利率为 41.9%，同比稳中有升，但占公司营业规模最大、毛利率最高的企业级网络设备业务本期毛利率同比大幅下降了 5.4%，跌至 51.6% 的低点，对整体业绩造成了拖累。

图 1: 公司收入按季度分布 (单位: 万元)



数据来源: wind, 西南证券

1.2 收购德明通讯和四创软件，进入行业信息化和 4G 终端领域

公司今年以来启动对德明通讯 65% 股权和四创软件 40% 股权 (控股) 的收购，其中德明通讯承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 4500 万、5500 万和 6500 万元，四创软件承诺 2014-2016 年度累计净利润不低于 1.55 亿元。德明通讯的主营业务是无线数据接入终端，公司每年开发的新产品多达 30 多款，已形成电信级无线覆盖设备、无线通讯模块、远程信息处理终端、便携式无线接入终端、无线多功能网关五大系列产品，先后为全球近 40 个国家的移动运营商、宽带服务提供商和企业用户提供电信级和企业级的无线数据接入产品和解决方案。德明通讯已于 8 月 11 完成工商登记过户，业绩即可并表，公司正式进军 4G 产业链。四创软件是国内领先的防灾减灾应用信息服务解决方案提供商，服务客户涵盖政府、产业和社会公众，包括防汛水利、海洋渔业和气息国土等领域。四创软件已于今年 3 月底完成工商变更，公司正式进军拓展行业信息化应用领域，将受益于防灾减灾市场的快速发展。

1.3 成立产业投资基金助力 O2O 娱乐平台战略

成立产业投资基金，助力 K 米 O2O 娱乐平台战略。5 月 29 日，公司公告拟用自有自己 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，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。目前公司已是国内 KTV 点歌软件市场的领导者，联网 KTV 数量已超过 5500 家，目前还在不断增加中；此次成立的产业基金将助力新成立的孙公司 K 米打造的 O2O 娱乐生态圈，增强公司对文化娱乐的投资能力，落实公司“互联网+娱乐”战略，打开公司在娱乐领域的发展空间。

2. 盈利预测

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.53 元、0.66 元和 0.85 元，对应动态 PE 分别为 46 倍、37 倍、29 倍。我们看好公司在行业信息化领域布局和“互联网+娱乐”战略，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

(1) 受 4G 建设和行业信息化推动，公司主营业务增速稳定；

表 1: 分业务业绩预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
企业级网络设备				
收入(百万元)	1792	2060	2452	3040
成本(百万元)	752	968	1226	1550
毛利率(%)	58%	53%	50%	49%
网络终端				
收入(百万元)	558	658	777	940
成本(百万元)	419	421	481	611
毛利率(%)	24%	36%	38%	35%
通讯产品				
收入(百万元)	298	382	496	695
成本(百万元)	235	282	352	500
毛利率(%)	21%	26%	29%	28%
视频信息应用				
收入(百万元)	218	284	383	536
成本(百万元)	109	128	169	247
毛利率(%)	50%	55%	56%	54%
其他				
收入(百万元)	776	1097	1483	1869
成本(百万元)	487	594	750	849
毛利率(%)	63%	54%	50.6%	45.4%

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3642	4481	5590	7080
营业成本(百万元)	2003	2394	2979	3757
毛利率	45%	46.6%	46.7%	46.9%
归属净利润(百万元)	242	287	355	455.9
EPS (元)	0.45	0.53	0.66	0.85

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3641.69	4481.07	5590.32	7080.04	净利润	371.72	458.83	567.83	728.33
营业成本	2003.43	2393.94	2978.50	3757.27	折旧与摊销	73.47	67.18	67.18	67.18
营业税金及附加	33.64	41.37	51.28	65.16	财务费用	-9.33	-1.88	-2.02	-2.60
销售费用	790.68	949.20	1193.01	1466.23	资产减值损失	21.04	21.46	21.89	22.33
管理费用	630.76	814.96	986.19	1224.02	经营营运资本变动	-12.03	-518.62	-40.62	-434.64
财务费用	-9.33	-1.88	-2.02	-2.60	其他	-246.32	13.87	-51.66	-40.06
资产减值损失	21.04	21.46	21.89	22.33	经营活动现金流净额	198.56	40.85	562.60	340.53
投资收益	26.76	24.55	27.00	27.00	资本支出	-36.10	-1113.90	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	126.34	558.54	27.00	27.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	90.25	-555.36	27.00	27.00
营业利润	198.21	286.57	388.47	574.64	短期借款	0.29	-12.24	0.00	0.00
其他非经营损益	207.69	217.93	235.49	225.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	405.90	504.50	623.96	799.65	股权融资	0.00	321.80	0.00	0.00
所得税	34.18	45.67	56.13	71.32	支付股利	-105.32	-106.45	-126.45	-156.49
净利润	371.72	458.83	567.83	728.33	其他	-145.83	-45.19	2.02	2.60
少数股东损益	129.96	171.65	212.43	272.47	筹资活动现金流净额	-250.86	157.92	-124.43	-153.89
归属母公司股东净利润	241.75	287.18	355.40	455.86	现金流量净额	37.68	-356.59	465.17	213.65
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1355.68	999.09	1464.27	1677.91	成长能力				
应收和预付款项	1087.38	1609.78	1821.37	2437.30	销售收入增长率	11.16%	23.05%	24.75%	26.65%
存货	690.33	819.68	1021.59	1290.56	营业利润增长率	-24.94%	44.58%	35.56%	47.93%
其他流动资产	93.75	114.62	143.00	181.10	净利润增长率	-5.26%	23.44%	23.75%	28.27%
长期股权投资	19.52	19.52	19.52	19.52	EBITDA 增长率	-14.10%	34.12%	28.92%	40.91%
投资性房地产	11.12	11.12	11.12	11.12	获利能力				
固定资产和在建工程	424.44	380.28	328.92	277.56	毛利率	44.99%	46.58%	46.72%	46.93%
无形资产和开发支出	145.06	1236.50	1221.23	1205.97	三费率	38.78%	39.33%	38.95%	37.96%
其他非流动资产	86.87	86.31	85.76	85.20	净利率	10.21%	10.24%	10.16%	10.29%
资产总计	3914.14	5276.90	6116.76	7186.23	ROE	14.71%	12.28%	13.60%	15.34%
短期借款	12.24	0.00	0.00	0.00	ROA	9.50%	8.70%	9.28%	10.14%
应付和预收款项	1268.00	1475.61	1863.82	2347.75	ROIC	12.12%	11.37%	11.28%	15.26%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.20%	7.85%	8.11%	9.03%
其他负债	106.52	66.14	76.43	90.14	营运能力				
负债合计	1386.76	1541.76	1940.25	2437.89	总资产周转率	0.97	0.98	0.98	1.06
股本	351.06	539.09	539.09	539.09	固定资产周转率	8.38	11.26	16.12	23.97
资本公积	792.98	926.75	926.75	926.75	应收账款周转率	4.43	3.63	3.51	3.60
留存收益	1001.71	1182.44	1411.38	1710.75	存货周转率	3.25	3.16	3.22	3.24
归属母公司股东权益	2145.57	2648.28	2877.22	3176.58	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	105.09%	—	—	—
少数股东权益	381.81	1086.86	1299.29	1571.76	资本结构				
股东权益合计	2527.38	3735.14	4176.51	4748.35	资产负债率	35.43%	29.22%	31.72%	33.92%
负债和股东权益合计	3914.14	5276.90	6116.76	7186.23	带息债务/总负债	0.88%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.37	2.33	2.32	2.31
					速动比率	1.86	1.79	1.79	1.78
					股利支付率	43.56%	37.07%	35.58%	34.33%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	262.36	351.87	453.63	639.22	每股收益	0.45	0.53	0.66	0.85
PE	54.43	45.82	37.03	28.87	每股净资产	4.69	6.93	7.75	8.81
PB	5.21	3.52	3.15	2.77	每股经营现金	0.37	0.08	1.04	0.63
PS	3.61	2.94	2.35	1.86	每股股利	0.20	0.20	0.23	0.29
EV/EBITDA	27.29	34.23	25.53	17.78					
股息率	0.80%	0.81%	0.96%	1.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn