

2015年11月23日

调研报告

星网锐捷 (002396)

—— 夯实主业，深耕移动互联

投资要点：

◆企业级网络设备需求稳定，受益国产化进程加速

“棱镜门事件”后，各国对数据泄露、信息安全高度重视，重新审视自身网络和信息系统的自主可控。中国网络信息安全更是上升到国家安全战略高度，网络设备国产化进程加快。华为、锐捷网络等国内厂商网络设备销售额市场份额上升。企业级网络设备下游需求稳定，赛迪顾问预测，未来几年中国网络设备（狭义）市场的增幅将保持平稳，市场规模稳步增长，2015-2018年平均同比增速为7.9%。公司客户基数大，因网络上设备国产化进程加快，公司市场份额提升，预计公司企业级网络设备增速将快于行业增速。

◆瘦客户机业务，积极变革，稳健增长

公司深耕金融行业的基础上，积极突破新行业，开拓海外市场的变革，国内国外双擎驱动。IDC 统计数据显示，2015年上半年中国瘦客户机市场整体出货量同比增长5.1%，其中公司子公司升腾资讯仍处于榜首。由于基于云计算的解决方案的总体成本优势，瘦客户机较传统商业PC机有更大的竞争优势。IDC预测，2015年全年瘦客户机市场出货量约95万台，同比增长约6.3%，预计2019年将增至103万台，年复合增长率2.5%。

◆拥抱移动互联，推动通讯业务产业升级

2014年初，公司通讯本部提出了“拥抱移动互联，创新通讯应用，推动星网锐捷通讯产业升级”的战略思路，明确三个产业目标市场：政企市场、家庭市场和海外市场，分别聚焦三大市场推出了面向商务办公应用的企业级统一通信与协同（UCC）的星网智信、面向智慧家庭的NexHome、面向海外的IP智能通讯终端的三大解决方案。截止2014年底，星网智信企业级统一通信产品及解决方案已部署于国内近10万家政企用户；家庭宽带接入产品成功地从ADSL网关向EGPON网关转型，星网锐捷智慧家庭品牌--NexHome震撼发布；在海外业务方面，公司迅速出击加快欧美市场布局，明确了海外业务的方向--专注IP智能通讯终端。

投资评级	买入
评级变动	首次评级
总股本	5.39 亿股
流通股本	5.27 亿股
ROE（最新）	11.64%
每股净资产	4.58 元
当前股价	22.40 元
目标价	32.20 元

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@xmzq.com.cn

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5160876

地址：厦门市莲前西路2号
莲富大厦17楼

长城国瑞证券有限公司



◆互联网+KTV，K米最具潜力的盈利增长点

公司在线下 KTV 市场信息系统解决方案方面通过长期积累，形成了同行业领先的市场优势，公司把这种优势与移动互联网技术相结合，推出了 K 米移动应用产品。

K 米已经从单纯的 KTV 行业 O2O 垂直入口升级定位为基于联网 KTV 点播系统的泛娱乐平台，业务保持快速增长。K 米线下联网的 KTV 数量已经达到 6356 家（截止 10 月 28 日），线上手机 App 下载数量已达 1300 多万，推动了行业转型升级。K 米用户已经可以使用手机在线上直接预订包厢并支付，还可以在线上实现 K 歌评分和新媒体分享，KTV 行业唯一 O2O 闭环被正式打通。公司正在丰富 K 米平台内容的构建，并探索可行的商业模式，暂时还没有对公司业绩产生影响。K 米作为公司拥抱移动互联网的有益尝试，有望成为公司最具潜力的盈利增长点。

◆充分发挥资本市场的资源优势，积极探索外延增长的市场机会

四创软件的加入，可以使公司在水利行业、防灾减灾等方面拓宽业务渠道。收购德明通讯，可以为上市公司的通讯业务带来“无线通讯模块”、“4G LTE”应用终端产品线和海外运营商市场三大新的增长点，强化通讯业务核心竞争力，同时，通过整合德明通讯美国、波兰等 30 多个国家和地区的客户，增强公司客户覆盖能力。

盈利预测及与投资评级：

在不考虑未来 K 米对公司的业绩贡献条件下，我们预计公司 2015 年、2016 年的 EPS 分别为 0.48 元、0.49 元，对应 P/E 分别为 46.67 倍、45.71 倍。以目前 A 股市场通信设备行业整体 59.54 倍的 P/E（TTM，剔除负值）水平来看，公司股价被低估。考虑未来 K 米可能给公司带来超预期的业绩贡献，其估值水平应高于行业整体估值，我们首次给予其“买入”评级，以 65 倍 P/E 的水平给予其目标价 31.20 元。

风险提示：

核心业务竞争加剧，业务下滑，转型升级不及预期；K 米未形成有效的盈利模式。



目录

1	主营业务结构.....	4
2	企业级网络设备需求稳定，受益国产化进程加速.....	5
2.1	企业级网络设备简介.....	5
2.2	网络安全警示加速网络设备国产化进程.....	6
2.3	下游需求稳定，行业市场规模将稳步增长.....	7
3	瘦客户机业务，积极变革，稳健增长.....	8
3.1	瘦客户机简介.....	8
3.2	云计算竞争优势，利于行业稳健成长.....	8
3.3	积极变革，双擎驱动.....	8
4	拥抱移动互联，推动通讯业务产业升级.....	9
5	互联网+KTV，K米最具潜力的盈利增长点.....	10
6	充分发挥资本市场的资源优势，积极探索外延增长的市场机会.....	11
6.1	收购四创电子，拓展公司产品行业应用领域.....	11
6.2	收购德明通讯，丰富产品线结构，强化通讯业务核心竞争力.....	12
6.3	外延式发展仍在路上.....	13
7	盈利预测及与投资评级.....	13



1 主营业务结构

公司是国内领先的 ICT 应用方案提供商，基于强大的创新能力，公司在网络通讯、交换机、云计算终端、瘦客户机、支付 POS、“桌面云”、无线接入、宽带接入、统一通信、视频信息应用等各产品领域均形成了独特的领先优势（图 1），同时也致力于在移动互联网、云计算、物联网、下一代网络、智慧园区、大数据等新兴应用领域为客户带来前瞻的应用解决方案。

图 1：公司主要业务市场地位



数据来源：公司网站，长城国瑞证券研究所

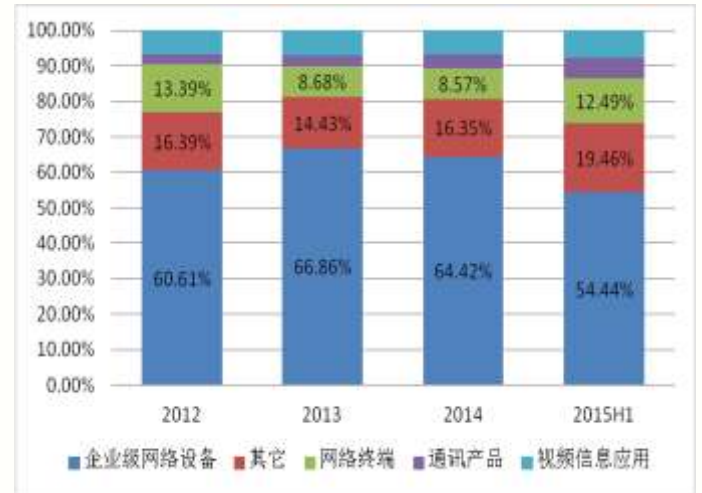
目前公司主要产品线包括：企业级网络设备（主要产品是交换机和路由器）；网络终端产品（主要产品是瘦客户机）；通讯产品；视频信息应用（主要是 KTV 娱乐信息系统、IPTV 机顶盒、视频信息发布系统、智能家居产品；其他新兴应用产品（ePOS、DMB、IP 机顶盒、GPS）等五大类。2015 年中期，企业级网络设备、其他新兴应用产品、网络终端产品、通讯产品、视频信息应用营业收入分别为 5.83 亿元、3.13 亿元、2.0 亿元、0.81 亿元，相应的毛利占比分别为 54.44%、19.16%、12.49%、5.93%、7.69%。公司主要的盈利来源企业级网络设备产品、其他产品及网络终端产品。

图 2：主营业务营业收入（单位：百万）



数据来源：Wind 资讯，长城国瑞证券研究所

图 3：主营业务毛利占比



数据来源：Wind 资讯，长城国瑞证券研究所

2 企业级网络设备需求稳定，受益国产化进程加速

2.1 企业级网络设备简介

网络设备是泛指构建整个网络所需的各种数据传输、交换设备。广义网络设备包含路由器、交换机、网络安全设备等，狭义网络设备仅指路由器和交换机。公司企业级网络设备产品主要包括路由器和交换机。

路由器是一种连接多个网络或网段的网络设备，它能将不同网络或网段之间的数据信息进行“翻译”，以使它们能够相互“读”懂对方的数据，从而构成一个更大的网络。路由器的功能是在一个较大范围内管理网络的传输，根据性能用途可以分为核心路由器（远距离高速路由器）、边缘路由器（给定区域内管理网络传输）和接入路由器（将本地传输接入互联网）。

交换机是一种基于网卡硬件地址识别的可以完成封装转发数据包功能的网络设备，交换机的功能是在给定区域内将数据发送到特定的地址，根据性能用途，交换机可以分为接入层交换机、汇聚层交换机和核心层交换机。此外按照功能扩展的方式，交换机可以细分为模组交换机（通过插入新模块实现更多的功能）和可堆叠式交换机（可以通过交换机堆叠升级性能）。

按照行业惯常的划分，网络设备又可以分为电信级和企业级。电信级网络设备市场，指应用于电信运营商领域的网络设备市场；企业级网络设备市场，指应用于非电信的各种类型企业的网络设备



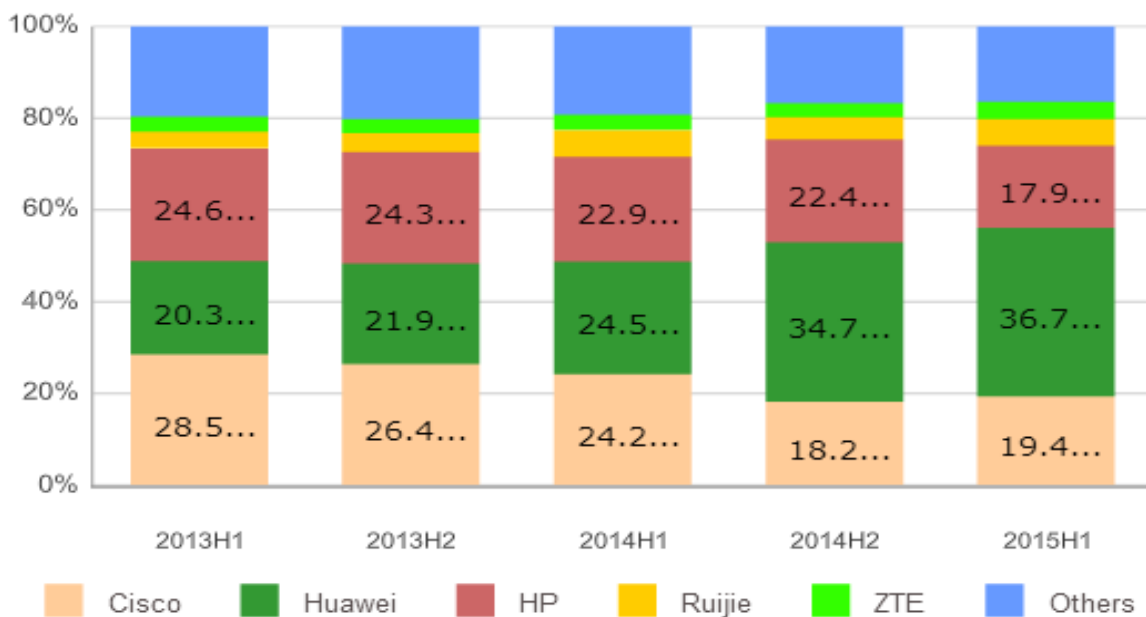
市场，主要包括政府、金融、电力、医疗、教育、制造业、中小企业等市场。

在企业级网络设备业务领域，公司自主研发的高端交换机性能指标已达到国际先进水平，并成为教育和金融行业位居前列的网络设备厂商和解决方案提供商，连续 8 年蝉联教育行业第一。依托突出的应用技术创新能力，公司自主研发的 SAM 网络用户计费解决方案和 GSN 全局安全网络解决方案已在国内率先实现大规模商用。

2.2 网络安全警示加速网络设备国产化进程

“棱镜门事件”后，各国对数据泄露、信息安全高度重视，重新审视自身网络和信息系统是否自主可控。中国网络信息安全更是上升到国家安全战略高度，网络设备国产化进程加快。2014 年初，习近平担任组长的中央网络安全和信息化领导小组成立，表明网络安全和信息化上升到国家安全战略高度，显示出保障网络安全、维护国家利益的决心。此后，国家主管部门出台一系列信息安全相关政策，鼓励国内厂商通过自主创新尽快打破国外厂商占据我国主干网络核心设备大部分市场的局面，建立起完全自主、安全可控的核心系统。中央国家机关政府采购中心发布中央机关采购计算机禁止安装 win8 系统，银监会提出到 2019 年，安全可控信息技术在银行业总体达到 75% 左右的使用率。

图 4：中国市场网络设备市场份额，2013H1-2015H1



数据来源：IDC，长城国瑞证券研究所

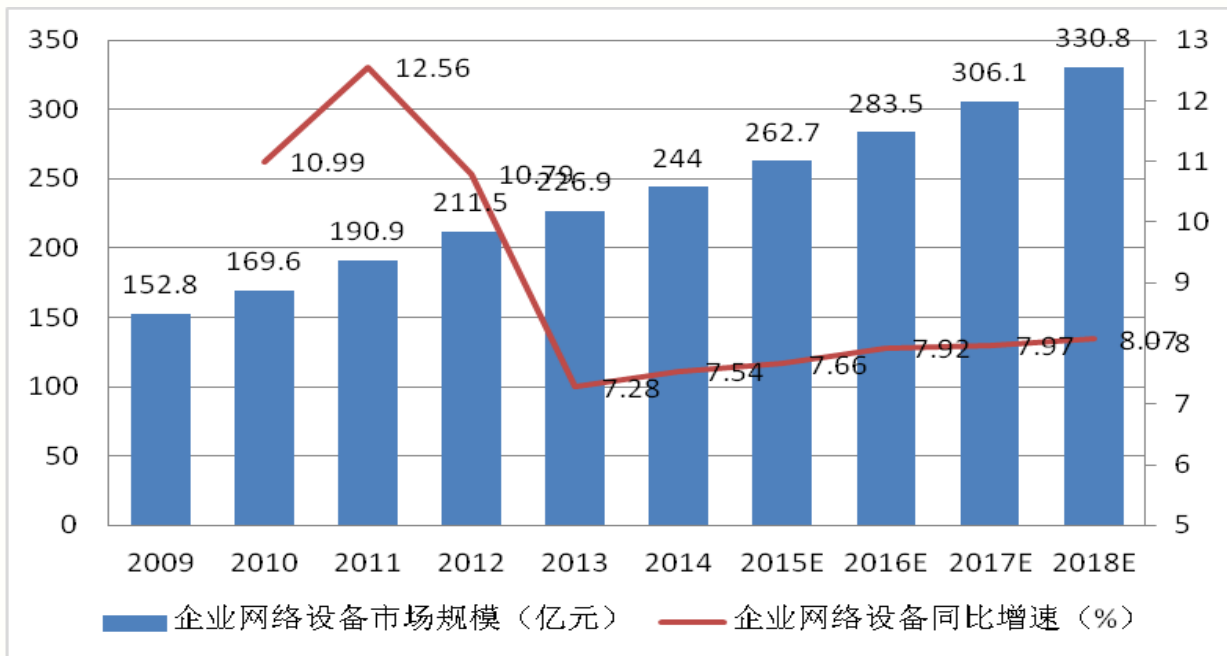


IDC 数据显示,2015 年上半年思科在中国网络设备销售额市场份额从 2013 年上半年的 28.5% 下降到了 19.4%; 与此同时,华为、锐捷网络、中兴等国内厂商的市场份额从 27.2% 提升到了 46.3%(图 4)。公司产品也受益于国产化进程加速,市场份额上升。ZDC 互联网消费调研中心统计数据显示,2014 年,公司企业级交换机市场品牌关注比例为 7.4%,较 2013 年上升 4.8 个百分点。

2.3 下游需求稳定,行业市场规模将稳步增长

企业级网络设备作为下一代国家信息基础设施的核心构件,其行业发展与国家通信产业政策和垂直行业信息化建设进程紧密相关。市场需求来自两个方面,一是国家信息基础设施建设投资逐年增长,企业信息化建设、设备更新,市场存在刚性需求,只是因宏观经济形势影响,需求转化为订单的时间拉长;二是移动互联网、大数据、云计算持续升温及下一代网络为代表的技术革命,将催生更为丰富的应用创新和商业模式创新,为网络通信产业的发展带来新的推动力,网络设备作为宽带信息网络的核心构件,将迎来新的市场机会。赛迪顾问预测,未来几年中国网络设备(狭义)市场的增幅将保持平稳,市场规模稳步增长,2015-2018 年平均同比增速为 7.9%(图 4)。

图 4: 企业级网络设备将平稳增长



数据来源: 赛迪顾问, 长城国瑞证券研究所

公司网络业务的整体解决方案不断向行业纵深推进,在教育等传统优势市场继续保持领先的同时,积极向互联网、电力、能源等新行业开拓,在新产品云课堂方面,通过深入分析课堂需求,提出



了有竞争力的产品和解决方案，在 4G 高速发展的行业背景下，提出了基于 4G 通讯的网络应用解决方案，也取得了较好的市场效果。公司客户基数大，因网络上设备国产化进程加快，公司市场份额提升，预计公司企业级网络设备增速将快于行业增速。

3 瘦客户机业务，积极变革，稳健增长

3.1 瘦客户机简介

瘦客户机是指采用专用嵌入式处理器、精简版操作系统和本地闪存接口的，基于 PC 工业标准设计的小型专用商用 PC。瘦客户机一般没有硬盘、CD-ROM 和扩展槽，通过网络服务器获取大部分资源，应用程序和数据都存储在服务器上，其处理能力和应用程序加载都依靠服务器完成，是一种无噪音、微型、高性价比的网络终端设备。

瘦客户机主要应用于商用环境，用户都是行业、企事业单位用户。针对银行、保险、通信等几大行业用户，设备提供商不仅仅是提供各行业各自需求的差异化的硬件产品，还需要提供瘦客户机应用系统的整体解决方案以及相关嵌入式软件。行业经营模式主要为“行业解决方案引导的行业直销”。公司基于对行业客户和应用的理解，从客户系统构建规划开始，就与客户的规划和技术部门密切合作，提供产品专业定制化的服务和支持，同时帮助客户解决在应用中遇到的系统和设备问题。

3.2 云计算竞争优势，利于行业稳健成长

由于基于云计算的解决方案的总体成本优势，瘦客户机较传统商业 PC 机有更大的竞争优势。IDC 统计数据显示，2015 年上半年中国瘦客户机市场整体出货 37.9 万台，同比增长 5.1%，其中公司子公司升腾资讯仍处于榜首，并与第二名有较大差距。上半年的市场稳定上升，一方面来源于金融、制造、教育等行业采购，另一方面中国移动的大单也推动了市场增长。IDC 预测，2015 年全年瘦客户机市场出货量约 95 万台，同比增长约 6.3%，预计 2019 年将增至 103 万台，年复合增长率 2.5%。

3.3 积极变革，双擎驱动

面对传统领域桌面市场趋窄、瘦客户机销量增长缓慢的背景下，公司深耕金融行业的基础上，积极突破新行业，开拓海外市场的变革，国内国外双擎驱动。



2014 年度，IDC 报告显示，公司子公司升腾资讯瘦客户机销量位居亚太地区(除日本)和中国第一，已连续 15 年国内销量第一。在国内，公司继续巩固金融领域的领先优势，积极挖掘农村信用社和城市商业银行的应用，中标所有的邮政和邮储总行级项目的集采。在新兴市场，特别在政府、能源、军工、医疗、教育等行业取得了显著成效。公司成功中标国家电网、中国移动、中国人寿等大型桌面云部署项目，刷新了数级与量级的双重记录。同时，公司和 VMware 合作的 CT Vision 国产化桌面虚拟化软件成功通过国家科技部国际合作项目的验收，为后续公司抢占桌面软件国产化市场赢得了先机。公司借助其在教育市场的强势地位，开发了云教室量身定制的解决方案，切入在线教育市场。IDC 预测，教育部门将在 2015 购买 150000 台瘦客户端设备，比去年增长了 50%，增长率高于任何其他细分市场。

在海外，升腾桌面虚拟化方案再攀高峰。先后击败 HP、Ncomputing 和 DellWyse 等国际知名 IT 企业，成功斩获巴西 CAIXA 银行采购项目、英国政府项目等终端大单，实现升腾产品在拉美及欧洲市场的重大突破，充分体现了升腾技术和在海外高端市场的价值。

4 拥抱移动互联，推动通讯业务产业升级

2014 年初，公司通讯本部提出了“拥抱移动互联，创新通讯应用，推动星网锐捷通讯产业升级”的战略思路。在（移动）互联网、大数据、云计算等科技不断发展的背景下，公司对市场、对用户、对产品、对企业价值链乃至对整个商业生态的进行重新审视。根据全球通讯应用和产业发展方向，进一步明确三个产业目标市场：政企市场、家庭市场和海外市场，分别聚焦三大市场推出了面向商务办公应用的企业级统一通信与协同（UCC）的星网智信、面向智慧家庭的 NexHome、面向海外的 IP 智能通讯终端的三大解决方案。有了这三大产品解决方案，星网锐捷通讯产业向智慧通讯的产业升级就有了抓手和落地点。

在企业通信领域，智信产品解决方案完成了从测试到落地，成功在政企市场取得实际销售，并通过结合市场需求的不断改进，向成熟商用演进。市场方面，截止 2014 年底，星网智信企业级统一通信产品及解决方案已部署于国内近 10 万家政企用户，其中不乏有党政军重量级用户，顺利向统一通信方案提供商方向转型。

家庭宽带接入产品成功地从 ADSL 网关向 EGPON 网关转型，全年 EGPON 网关实现 4-5 个省份超过百万线的大批量销售，保持了国



内宽带接入市场主流厂商地位。更重要的是，家庭宽带战略向智慧家庭升级，星网锐捷智慧家庭品牌--NexHome 震撼发布，NexHome 品牌倡导安全、智能、互联，致力于打造家庭智能组网为核心竞争力，实现有线稳定控制与无线轻智能完美融合应用。在智慧家庭的产品开发和商业模式探索方面，公司引入了“互联网思维”。2014年，智慧家庭 2.0 产品--安心伴侣面世，首次尝试移动互联网化的粉丝营销和电销通路，实现首批 2000 多个家庭用户在线体验，市场试水得到良好的反馈。

在海外业务方面，公司察觉到美国经济升温带来的新机遇，迅速出击加快欧美市场布局，明确了海外业务的方向--专注 IP 智能通讯终端，并战略投资睿云联（即睿云联（厦门）网络通讯技术有限公司），强强联合，有力提升企业通信的终端方案竞争优势。

5 互联网+KTV，K 米最具潜力的盈利增长点

公司在线下 KTV 市场信息系统解决方案方面通过长期积累，形成了同行业领先的市场优势，公司数字娱乐点播系统连续 5 年 KTV 娱乐点播市场第一、KTV 信息化整体解决方案全国第一。公司把这种优势与移动互联网技术相结合，推出了 K 米移动应用产品。

K 米是以公司子公司星网视易铺设在全国的千家联网 KTV 的视易点歌机、远程资源维护、锋云服务器等设备终端基础上提出的新型 KTV 娱乐解决方案。

该移动互联解决方案以“K 米”为品牌形象，其产品形态主要由 K 米手机客户端、k 米网（www.ktvme.com）、微信 k 米组成，功能上整合了星网视易的大数据、云存储、视易点歌机、锋云服务器、智能控制、CRM 管理系统等产品资源，为 KTV 场所与用户提供了新的价值，引领 KTV 娱乐跨入移动互联新纪元。

K 米改变了以往以包厢为单位的娱乐方式，借助于智能手机的特性，将个人手机屏幕与电视机屏幕合二为一，实现个人终端与公共终端的互动。包厢里用户可用智能手机上的 K 米软件扫描点歌台二维码绑定包厢，轻松实现移动点歌：点歌、播控、祝福、互动、节拍等操作！在 KTV 唱歌不再是唱歌，更多的是人与人之间以音乐为媒介的互动社交，体现娱乐以人为本的全新玩法。

为了给 K 米打造一个更适合在移动互联网领域发展的环境空间，K 米在今年 4 月底独立出来成立福建凯米网络科技有限公司（暂定名），其中公司子公司星网视易以现金方式出资 2,010 万元，占凯米网络注册资本的 67%。



K米已经从单纯的KTV行业O2O垂直入口升级定位为基于联网KTV点播系统的泛娱乐平台，业务保持快速增长。目前，线下联网的KTV数量已经达到6356家（截止10月28日），线上手机App下载数量已达1300多万，推动了行业转型升级。K米已同阿里、腾讯在支付宝和微支付等项目进行积极合作，用户已经可以使用手机在线上直接预订包厢并支付，还可以在线上实现K歌评分和新媒体分享，标志着KTV行业唯一O2O闭环被正式打通。推动KTV行业转型升级。

公司正在丰富K米平台内容的构建，并探索可行的商业模式，暂时还没有对公司业绩产生影响。K米作为公司拥抱移动互联网的有益尝试，有望成为公司最具潜力的盈利增长点。

6 充分发挥资本市场的资源优势，积极探索外延增长的市场机会

6.1 收购四创电子，拓展公司产品行业应用领域

交易概况。2015年2月6日公司、公司控股股东福建省电子信息集团、四创软件的全体股东与四创软件签订《股权转让协议》，公司拟以自有资金24,000万元收购四创软件股东所持有的四创软件共计40%的股权，以取得四创软件控制权。信息集团以12,000万元收购四创软件股东所持有的四创软件共计20%的股权。公司与福建省电子信息集团双方合计收购四创电子60%的股权。该交易标的已于3月31日完成工商变更登记。

业绩承诺。四创电子管理层股东承诺目标公司2014年度至2016年度（三个会计年度）累计净利润不低于15,500万元，否则视为未完成业绩承诺。

协同效应-拓宽公司产品行业应用领域。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，产品及服务遍及17个省份，有比较好的发展前景。通过收购四创软件的股份，整合资源，可以使公司在水利行业、防灾减灾等方面拓宽业务渠道，以水利行业为试点，以公司的网络、安防监控、系统通讯三项业务及四创软件的软件开发和系统集成能力作为结合点，为客户定制出具备较强行业特点的解决方案，未来还可以逐步向海洋、气象、国土等其他防灾减灾行业延伸，形成新的利润增长点，提高公司的整体竞争力，有利于公司的长远发展。



6.2 收购德明通讯，丰富产品线结构，强化通讯业务核心竞争力

交易概况。今年2月9日公司公告，拟通过发行股份及支付现金的方式向交易对方购买其所持有的德明通讯65%的股份，其中以定向发行股份方式购买向交易对方购买德明通讯45.38%的股份，以支付现金方式向上述交易对方购买德明通讯19.62%的股份。该交易标的已于8月11日完成股权过户，及工商变更登记手续。

业绩承诺。交易对方承诺德明通讯在2015年、2016年和2017年三个会计年度扣除非经常性损益后归属母公司所有者的净利润数额将分别不低于人民币4500万元、5500万元和6500万元。

收购协同效应之一：丰富产品线结构，强化通讯业务核心竞争力。德明通讯作为一家长期专注于无线数据接入终端产品和解决方案的自主创新型企业，每年开发的新产品多达30多款，已形成了无线通讯模块、电信级无线覆盖设备、无线信息处理终端、便携式无线接入设备、无线多功能网关等产品。其产品融合了TD-LTE、FDD-LTE、EVDO、WCDMA、CDMA、GSM无线通讯技术、WIFI、卫星电视、VoIP等技术，具备为国际一流运营商和领先终端企业提供高品质定制产品的能力。

在产品结构上，德明通讯与公司有很强的互补性，公司无线通讯产品主要为企业级路由器与交换机产品系列，而德明通讯拥有无线通讯模块、电信级无线覆盖设备、无线信息处理终端、便携式无线接入设备、无线多功能网关等无线通讯产品，具有成熟的4G LTE无线通讯终端产品的设计与研发能力。**收购德明通讯，可以为上市公司的通讯业务带来“无线通讯模块”、“4G LTE”应用终端产品线和海外运营商市场三大新的增长点。**通过有效的业务整合，进一步丰富和完善上市公司的通讯业务产品线，可以为客户提供从无线通讯模块到无线应用终端产品、从企业级统一通信到电信级4G LTE应用的完整解决方案，提升通讯业务板块的整体解决方案提供能力，强化上市公司“软件、硬件、服务”三位一体的核心竞争力。同时，借助于德明通讯在4G LTE市场的领先优势与客户资源，上市公司可以快速切入高速成长的4G应用产业链，抓住4G产业蓬勃发展的市场机遇，充分分享行业上行周期的市场红利。

收购协同效应之二：实现渠道优势互补，增强客户覆盖能力。公司的客户资源主要集中于国内或亚太国家，德明通讯凭借早期国际市场的开拓，客户已延伸至美国、波兰、乌兹别克、印度、秘鲁、巴西、乌克兰、俄罗斯等30多个国家和地区，拥有丰富的海外移动运营商和移动互联服务提供商客户。本次收购后，公司可以有效的整合和完善自身的渠道资源，进一步拓展海外市场，通过对双方



客户资源的共同开发与维护,扩大延伸双方的市场外延,提高产品的市场占有率,为公司未来品牌国际化的跨越式发展奠定基础。

6.3 外延式发展仍在路上

公司董事长黄奕豪表示:“未来我们还会继续利用资本市场的优势,选择那些具有较强自主创新能力和优秀的管理团队,和公司现有业务具有协同效应的成长型企业,进行并购,充分利用好资本平台,不断壮大星网锐捷的产业联合舰队。”

7 盈利预测及与投资评级

在不考虑未来 K 米对公司的业绩贡献条件下,我们预计公司 2015 年、2016 年的 EPS 分别为 0.48 元、0.49 元,对应 P/E 分别为 46.67 倍、45.71 倍。以目前 A 股市场通信设备行业整体 59.54 倍的 P/E (TTM, 剔除负值) 水平来看,公司股价被低估。考虑未来 K 米可能给公司带来超预期的业绩贡献,其估值水平应高于行业整体估值,我们首次给予其“买入”评级,以 65 倍 P/E 的水平给予其目标价 31.20 元。

表 1: 盈利预测

关键指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入 (百万)	2787.37	3276.16	3641.69	3991.53	4657.34
增长率	5.41%	17.54%	11.16%	9.61%	16.68%
归属母公司股东净利润 (百万)	223.72	239.18	241.75	259.36	264.42
增长率	25.22%	6.91%	1.08%	7.28%	1.95%
基准股本 (百万)	351.06	351.06	351.06	539.11	539.11
每股收益 (元)	0.64	0.68	0.69	0.48	0.49
净资产收益率	12.04%	11.90%	11.27%	11.30%	10.81%

数据来源:公司公告,长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。