

星网锐捷 (002396)

证券研究报告

2017年04月12日

细分市场市占率引领内生增长，多元化外延增厚业绩

企业网设备行业龙头，WLAN 业务为主驱动力

星网锐捷是国内领先的 ICT 应用解决方案供应商，产品线包括网络通讯设备、网络终端、视讯产品、信息化软件等。企业级网络设备业务占公司营收 52.79%，毛利率 52.24%，国内市占率仅次于华三和 Huawei。公司一直坚持自主创新，其中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。WLAN 市场受到交通、教育、酒店的拉动发展迅速，2016 上半年中国无线市场同比增长 42.6%，市场规模达 2.6 亿美元。公司推出了“智分”、“零漫游”、“车地互联”等系统，解决宿舍、医院、地铁等场景下无线产品体验差的问题，2015 年跃居国内市场份额第二。

积极进行外延并购，增厚业绩效果显著

2015 年公司收购德明通讯 65% 股权，由此进入无线通讯终端领域。基于德明通讯所拥有的无线通信技术与公司现有网络、支付业务相结合，可以拓展公司在移动互联网市场的竞争力。同年，公司以 2.4 亿元收购四创软件 40% 股权，拓宽了公司在水利行业、防灾减灾等方面的业务渠道，同时以水利行业为试点，以公司的网络、安防监控、系统通讯三项业务与四创软件结合，研发定制化防灾减灾解决方案。公司德明通讯 2016 年完成营收 4.19 亿，净利润 0.578 亿元，同比增长分别为 105% 和 41%；四创软件 2016 年完成营收 2.81 亿元，净利润 0.74 亿元，同比增长 37% 和 49%。

重视研发业绩稳增，定增控股旗下优质资产瞄准云支付及视讯市场

公司 2016 年实现营收 56.88 亿元，同比增长 25.93%；归母净利润 3.19 亿元，同比增长 21.17%。在经济下行时期保持较高增速，彰显出公司在逆势中积极调整优化公司业务结构的结果。公司注重研发投入，多年来持续将营业收入的 10% 以上投入研发。公司近期拟发行股份及支付现金收购旗下子公司升腾资讯 40% 及星网视易 48.15% 股权，使其成为全资子公司。升腾资讯在瘦客户机领域为行业龙头，近年来重点布局云桌面、云支付和智能 POS 机等产品。Gartner 预计未来传统网络终端业务可保持 11.74% 的复合增长率，支付产品增长率 30% 以上。星网视易主营业务为 KTV 信息化系统，在其原始业务基础上推出的 K 米生态链发展迅速创造了新利润增长点。

投资建议及盈利预测

短期内，公司企业级网络将进一步受益于去 IOE 化及“自主可控”的大趋势，国内厂商份额有望提升，而公司瞄准细分市场领域，高定制化创造高客户粘性。中长期看好公司外延业务顺利发展增厚业绩。预计公司 17-19 年净利润分别为 4.69 亿元，6.15 亿元和 7.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.87 元，1.05 元，1.27 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：企业级网络设备市场走缓，公司新业务发展不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,516.51	5,687.66	7,578.96	9,638.50	11,703.12
增长率(%)	24.02	25.93	33.25	27.17	21.42
EBITDA(百万元)	393.91	473.45	679.50	951.82	1,170.98
净利润(百万元)	262.34	319.46	468.98	614.89	742.43
增长率(%)	8.52	21.77	46.81	31.11	20.74
EPS(元/股)	0.49	0.59	0.87	1.05	1.27
市盈率(P/E)	40.05	32.89	22.40	18.48	15.31
市净率(P/B)	4.02	3.64	3.22	2.98	2.56
市销率(P/S)	2.33	1.85	1.39	1.18	0.97
EV/EBITDA	30.10	19.78	13.38	9.82	7.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	19.40 元
目标价格	22 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	539.11
流通 A 股股本(百万股)	530.35
A 股总市值(百万元)	10,458.76
流通 A 股市值(百万元)	10,288.72
每股净资产(元)	5.35
资产负债率(%)	35.64
一年内最高/最低(元)	23.95/16.39

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司业务简介及财务分析	3
2. 企业网设备行业龙头，WLAN 业务成主驱动力	5
3. 瘦客户机高市占率，受益云计算迅速发展未来将稳步增长	6
4. K 米平台打造泛娱乐平台，瞄准娱乐市场刚性需求提升	7
5. 公司各项业务稳扎稳打，外延内生齐头并进	8
6. 投资建议及盈利预测	8

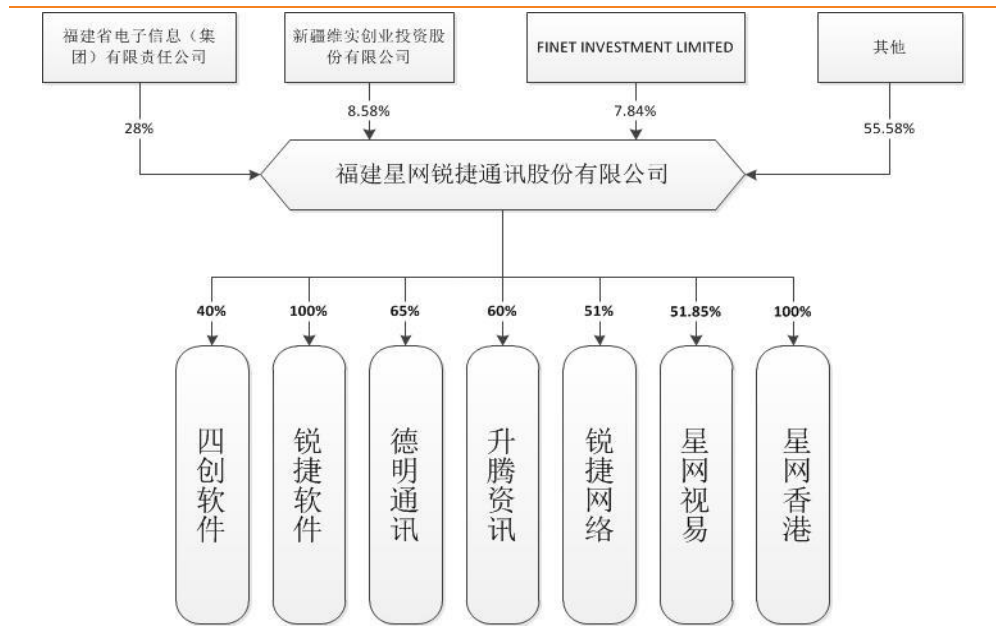
图表目录

图 1：公司股权结构	3
图 2：公司营业收入及增速（单位：百万元）	3
图 3：公司归母净利润及增速（单位：百万元）	3
图 4：公司业务占比（截至 2015 年）	4
图 5：公司业务占比（截至 2016 年）	4
图 6：公司销售毛利率及净利率	4
图 7：公司各产品业务毛利率	4
图 8：公司研发费用支出及占营收比（单位：百万元）	5
图 9：公司分地区营收构成（单位：百万元）	5
图 10：企业网络设备营收、增速及毛利率（营收单位：百万元）	6
图 11：公司瘦客户机产品线	7
图 12：公司智能 POS 机产品线	7
图 13：K 米点歌 APP	7

1. 公司业务简介及财务分析

星网锐捷成立于 1996 年，2010 年于深交所上市。公司是国内领先的 ICT 应用解决方案供应商，产品线包括网络通讯设备、网络终端、视讯产品、信息化软件等，主要面向国内大中小型企业、金融机构、教育及医疗机构等。其传统的 MODEM、ADSL 等产品在国内连续多年销量第一，国内无线公话的商务电话市场份额 70% 以上。随着公司不断技术创新，以及进口替代，去 IOE 化的大潮下，公司企业网络设备业务发展壮大，特别是路由器及 WLAN 设备产品线方面在教育及金融行业份额领先。2015 年 IDC 数据显示，公司路由器占整体市场份额 5.6%，位列于华三、华为和思科之后，排名第四。同时，公司积极外延具有协同效应业务，在云计算终端、瘦客户机、支付 POS、“桌面云”、无线接入、宽带接入、企业统一通信、视频信息应用、减灾防灾信息化等各产品领域均形成了独特的技术及市场优势，并成功进军俄罗斯、印度、东南亚、非洲、美国等市场。

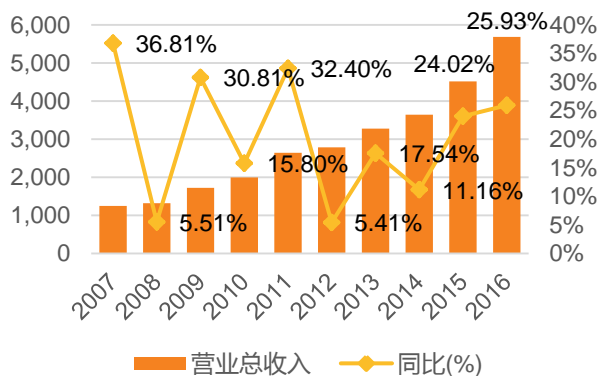
图 1：公司股权结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

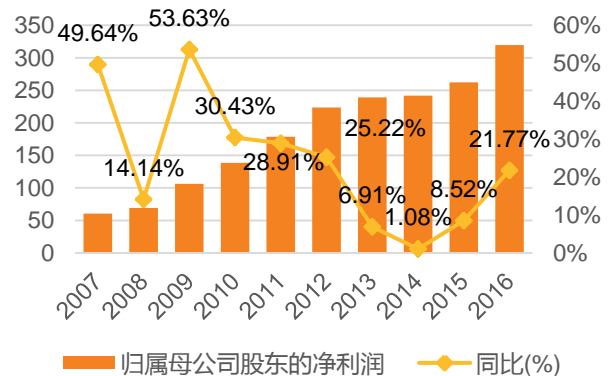
纵观公司近年来财务表现，营业收入稳步增长，各板块业务稳扎稳打，在此基础上公司进一步探索外延增长的机会——收购四创软件 40% 股权拓宽水利行业、防灾减灾等方面业务；收购德明通讯 65% 股份，为公司通讯业务带来“无线通讯模块”、“4G LTE”应用终端产品线和海外运营商市场三大新的增长点；智能家居已推出解决方案，未来公司业绩可期。

图 2：公司营业收入及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速（单位：百万元）



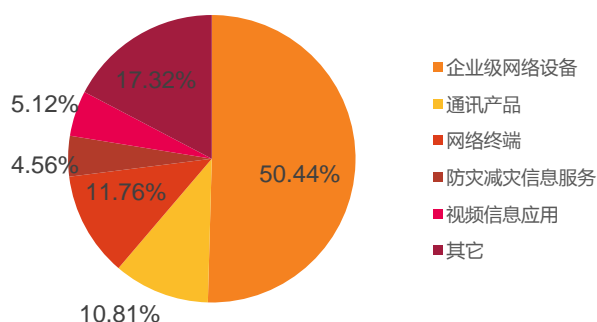
资料来源：Wind，天风证券研究所

近期公司发布 2016 年年报，全年实现营业收入 56.88 亿元，同比增长 25.93%；归母净利润 3.19 亿元，同比增长 21.17%。在整个经济环境进入 L 型走势以及中小企业及各地政府都

在控制资本开支的大环境下，公司仍然保持了接近 25% 的营收增速，逐年攀高，彰显出公司在逆势中积极调整优化业务结构的结果。同时，公司外延并购方面在 2015 年收购的德明通讯和四创软件两家公司在完成股权交割后，两块业务依托上市公司资金实力及销售渠道网发展迅速。德明通讯 2016 年完成营收 4.19 亿，同比增长 105%，净利润 0.578 亿元，同比增长 41%；四创软件 2016 年完成营收 2.81 亿元，同比增长 37%，净利润 0.74 亿元，同比增长 49%。

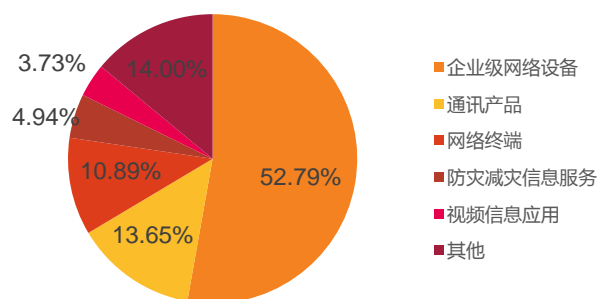
从公司业务板块来看，企业级网络设备业务对公司营收占比进一步提升，我们认为主要原因还是去 IOE 化及进口替代逻辑的一个延续及深化。整体网络设备的行业的资本开支及技术门槛相对较高，行业格局稳定，在进口替代驱动下，越来越多的份额走向国内厂商。而华为和華三在以服务高端用户（比如一线城市政府及大型企业）为主的营销策略，公司稳定受益于中小型企业及教育医疗等细分领域数字化升级的趋势。通讯产品和防灾减灾业务的增长主要源于德明通讯及四创软件业务的迅速发展。网络终端及视频信息应用对营收贡献有所下滑，主要源于市场竞争加剧，但是总体体量占比不到总营收 15%，对利润影响有限。

图 4：公司业务占比（截至 2015 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

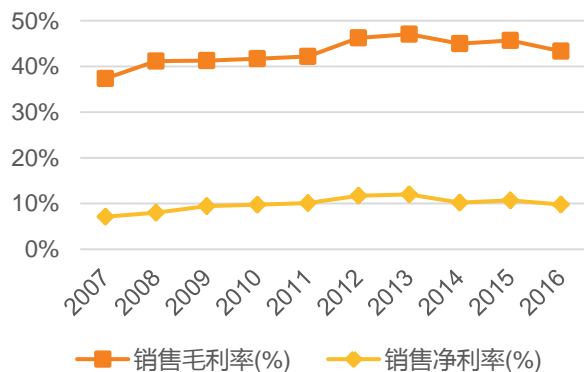
图 5：公司业务占比（截至 2016 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

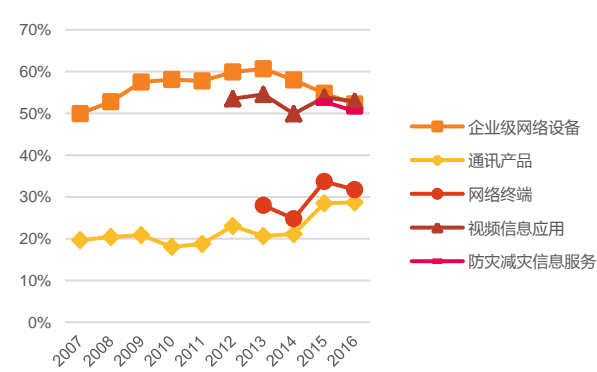
公司历年来毛利率和净利率分别稳定在 45%和 10%左右，体现出公司出色的内部运营的控制和管理。2016 年整体毛利率 43.33%，同比下滑 2 个百分点，主要归咎于高毛利业务的下滑（企业级网络设备、视频信息业务和防灾减灾信息服务）。我们认为公司企业级网络设备毛利率近年来承压的主要原因在于公司企业级网络设备更倾向于制定化产品研发以提升客户粘性，以及视频信息业务和防灾减灾信息业务的刚起步。预计随着市场去 IOE 化的进一步深化，公司市场份额有望提升，随着规模的提升，以及其他两项业务逐步开展，整体毛利率有望企稳。

图 6：公司销售毛利率及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司各产品业务毛利率



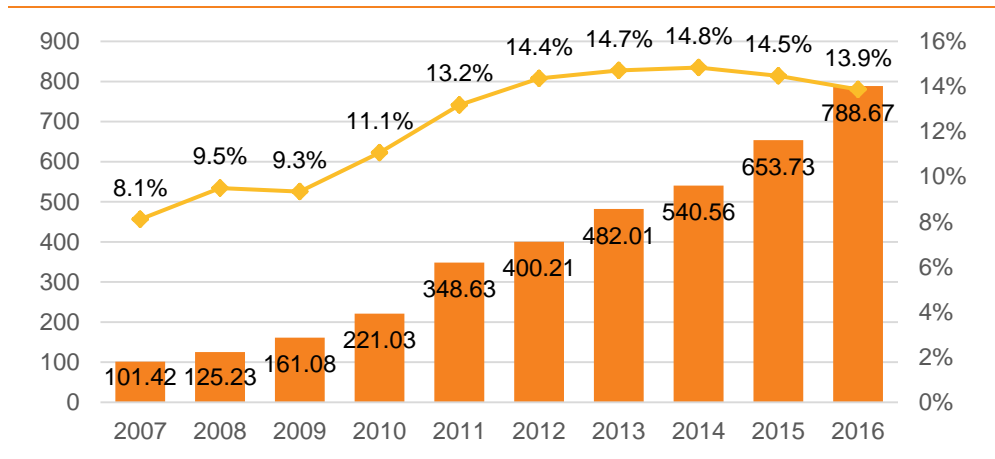
资料来源：Wind，天风证券研究所

星网锐捷作为国家首批创新型企业，设立了六大网络通讯研究中心，组成了星网锐捷网络通讯研究院，拥有国家级企业技术中心、院士工作站、博士后科研工作站、国际科技合作

基地和福建省唯一的省级网络工程实验室。公司多次承接和入选国家火炬计划、国家 863 计划项目、国家核高基重大专项，形成大批具有国内和国际领先水平的核心技术企业，成为一家以自主创新打造核心竞争力的公众公司。

在以技术驱动为主的网络设备商的行业中，多年来公司持续将营业收入的 10% 以上投入研发公司历来注重研发投入，并且巧妙应用研发费用资本化运作。2016 年全年研发费用高达 7.89 亿元，同比增长 202.6%，占营业收入 13.9%。主要研发投入在公司继续提高研发投入，全年共申请专利 222 项，其中发明专利 183 项，外观设计专利 14 项，实用新型专利 25 项。截止报告期末公司累计获得专利总数达 1420（有效 1142）项。

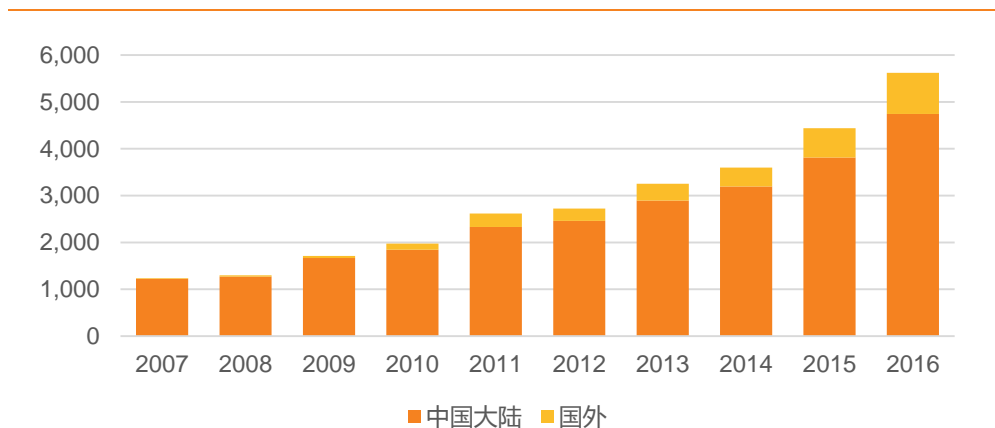
图 8：公司研发费用支出及占营收比（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司的国外业务相比国内占比较小，但近年来正加速拓展海外业务。2011 年实现海外营收 2.89 亿元，2016 年为 8.76 亿元，5 年间复合增长率达 24.8%；2015 年实现海外营收 6.24 亿元，2016 年同比上升 40.3%。在 4G 业务方面，德明通讯在去年根据客户需求开发的定制化产品在海外市场受到客户认可，业务规模和盈利能力稳步提升。未来公司将继续在美国、欧洲市场巩固和扩展现有优势产品线，做好车载、LTE 路由及热点产品和多功能终端，适度开发高附加值产品，同时探索国内 4G 定制化应用的市场机会。

图 9：公司分地区营收构成（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

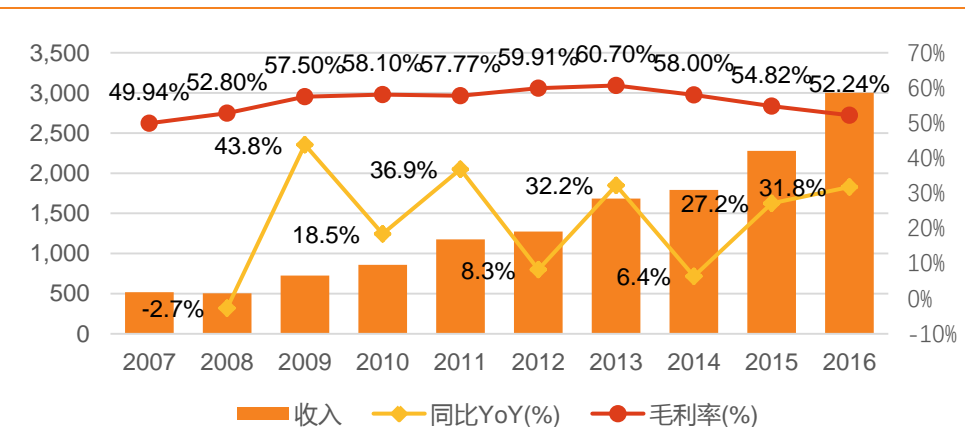
2. 企业网设备行业龙头，WLAN 业务成主驱动力

企业级网络设备板块在公司营业收入中占比 52.79%，毛利率 52.24%，位列各业务线第一，产品主要包括大中型路由器和交换机。国内市场呈现三足鼎立状态，前三名分别是华三、华为、华三和锐捷网络。公司一直坚持自主创新，其中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。在新业务方面，新推出的无线解决方案和云课堂产品深受用户欢迎，实现了快速增长。此外，公司在 2016 年还取得了阿里、爱奇艺、苏宁、里约奥运、无线城市等众多重大市场突破。

此外，WLAN 市场受到交通、教育、酒店的拉动，自 2015 年开始发展迅速，2016 上半年中国无线市场同比增长 42.6%，市场规模达 2.6 亿美元，而 2016 年第三季度我国企业级无线设备市场更是同比增长了 55.7%。可以说，无线侧是整个企业级网络设备市场发展最为有力的领域。据 IDC 数据预测，2018 年全球 WiFi 热点将超过 1000 万个，市场空间很大，但目前市场上的产品质量参差不齐，WLAN 产品能否提供较好的体验一直是关键问题之一。面对这一问题，公司深入研究每一种场景，关注每一个影响体验的细节，推出了“智分”、“零漫游”、“车地互联”等系统，一举解决了宿舍、医院、地铁等场景下无线产品体验差的问题，凭借其过硬的技术实力受到了广泛的认可，2015 年更是跃居国内市场份额第二。目前锐捷网络正在学校、政府、企业三个方面进行全面布局：校园网方面，锐捷的“极简无线”已非常成熟，在教育行业的市占率连续 8 年排名第一；政府服务 WiFi 解决方案方面，重点在平安城市和智慧城市的建设，公司在智慧城市建设的份额上处于领先地位；企业方面，公司的 WLAN 产品在金融细分场景中市占率排名第一，是金融行业通信设备的龙头企业。

图 10：企业网络设备营收、增速及毛利率（营收单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 瘦客户机高市占率，受益云计算迅速发展未来将稳步增长

公司子公司升腾资讯是中国瘦客户机市场的开创者和领导者，据 IDC 统计，升腾资讯在亚太地区（APeJ，除日本外）瘦客户机市场中占有率达到 28%，在中国地区市场占有率达到 45%，已连续 15 年国内销量第一。瘦客户机主要应用于 2B 端，经营模式主要为“解决方案引导直销”。为提升客户粘性，公司与客户的规划和技术部门密切合作，提供专业定制化的服务和支持，帮助解决在应用中遇到的系统和设备问题，获得认可与支持。

由于云计算解决方案的总体成本优势，瘦客户机较传统商业 PC 机更具有竞争力。在云计算解决方案方面，公司已与 VMware、IBM、阿里等展开合作，同时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。随着社会消费水平的提高，近年来支付行业发展迅速。支付机具产品是公司成立初期便围绕金融客户需求全力投入的细分领域，经过多年发展，升腾目前已有智能 POS、mPOS、商用电话 POS 等云支付 POS 终端。截至 2015 年底，各款终端产品累计销量超过 600 万台，其中智能 POS 销量业内领先，电话 POS 市场占有率国内第一。在提供支付机具的同时，升腾也在努力向一体化方案服务提供商迈进，目前已形成了包括银行智慧营业厅、批发市场商户、烟草专卖店、连锁店等多行业多功能的云支付解决方案。2016 年，升腾资讯 POS 机产品线营收达 1.24 亿元。2017 年 2 月公司推出 Cpay2.0 云支付整体解决方案，以“智能云终端+智能云应用

+智能云平台”的模式在业界又一次成功领跑。

图 11：公司瘦客户机产品线

升腾DI945-3系列	F610	AI945-5	V610
			
搭载Intel D2550高效处理器，采用最新的DDR3内存技术，辅以备用的接口设计1并4串，体积小，超低功耗	业界体积最小的瘦客户机，采用英特尔高效稳定、低功耗处理器，支持各种虚拟化协议，拥有强大的本地处理性能，支持1080P高清视频播放	采用Intel最新平台设计，终端稳定可靠，性能领先市场，全面满足高端图形化办公需求。	业界最轻薄专业一体瘦客户机；提供行业最丰富的外设接口，满足各种业务需求；专业处理器设计，超强云桌面支持能力，可支持多种主流虚拟化方案。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 12：公司智能 POS 机产品线

智能POS		mPOS	商用电话POS
K9	V8	C821E	V610
			
以智能终端为载体结合互联网和云平台，提供支付、征信、金融、便民、会员营销管理、行业应用场景等一系列一体化的增值服务。	采用安卓操作系统，高性能处理器，高清屏幕、多点触控、操作流畅，功能强大、应用丰富、业务拓展性强，真正实现互联网化、智能化、场景化、大数据化的新型经营模式。	一款基于智能手机等移动设备的创新型迷你便携mPOS终端，通过蓝牙无线通讯与智能手机等设备连接接入网，结合APP，为用户提供一站式收款解决方案，具有易携带、易操作、易维护、智能化等特点。	升腾自主研发的新一代II型电话支付终端，全面通过最新POC 3.0检测，外形更加时尚小巧，选配更灵活，性能更强大。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. K 米平台打造泛娱乐平台，瞄准娱乐市场刚性需求提升

公司 2015 年成立福建凯米网络科技有限公司，研发上线 K 米应用，将业务从传统的单纯 B 端拓展到 C 端，力求立足传统线下优势，连接用户、商家、第三方服务商，向线下 KTV 提供“管理、流量、内容、广告”四大核心价值，构建互联网+聚会娱乐新生态，从而推动自身传统业务的同时开拓全新移动互联网领域。通过 K 米应用，利用自身在 KTV 信息化领域的强势市场支配地位，公司构建起以 APP 为核心平台，连接 KTV 消费产业链中各方的全国级 KTV 联盟，开拓全新移动互联网领域。

K 米是在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，在此之前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，已具备一定客户基础。如今 K 米已经从 KTV 行业 O2O 入口升级定位为基于线下联网 KTV 点播系统的泛娱乐平台，业务保持快速增长，并且已同阿里、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，KTV 行业 O2O 闭环被正式打通。

K 米作为中国 KTV 聚会娱乐增值服务运营商，占据线下 70% KTV 聚会娱乐场景的娱乐系统及管理系统永久运营权。截至 2016 年末，已接入线下 14000 家 KTV 的联网运营，拥有 50 万间联网包厢，100 万块联网聚会娱乐场景大屏，占据联网 KTV 市场 90%的份额，接入如：好乐迪、银乐迪、钱柜、台北纯 K、V-show、Muse-K 等国内一线 KTV 商家。2016 年末线上 K 米 APP 已经凝聚了 5000 多万场景活跃用户，微信粉丝高达 1100 万，成为 KTV 聚会娱乐场景的独角兽。

图 13：K 米点歌 APP



资料来源：公司官网，天风证券研究所

5. 公司各项业务稳扎稳打，外延内生齐头并进

内生方面，公司 2017 年 2 月 21 日公告称拟通过支付现金及发行股票方式收购旗下子公司升腾资讯 40%及星网视易 48.15%股权，使两家公司成为全资子公司。升腾资讯在瘦客户机领域为行业龙头，近几年持续布局云桌面、云支付等产品，Gartner 预计未来传统网络终端业务可保持 11.74%的复合增长率，支付产品增长率 30%以上。星网视易主营业务为 KTV 信息化系统，在其原始业务基础上推出的 K 米系统发展迅速，为公司创造了新的利润增长点。收购升腾资讯和星网视易是公司重视内生增长的体现，将持续增厚公司利润。

外延方面，2015 年公司以 3.26 亿元收购德明通讯 65%股权，由此进入无线通讯终端领域。德明通讯长期专注于无线数据接入技术的研发和积累，先后为全球近 40 个国家的移动运营商和移动互联服务提供商提供定制化产品。基于德明通讯所拥有的无线通信技术与公司现有网络、支付业务相结合，拓展公司在移动互联网市场的竞争力。

2015 年公司以 2.4 亿元收购四创软件 40%股权，四创软件是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，此次并购拓宽了公司在水利行业、防灾减灾等方面的业务渠道，同时以水利行业为试点，以公司的网络、安防监控、系统通讯三项业务与四创软件结合，研发定制化防灾减灾解决方案。四创软件在防灾减灾信息化领域继续保持稳定增长，中标“福建省公共资源交易电子公共服务平台、电子行政监督平台 PPP 项目”，为今后的大数据服务和电子公共平台运营服务奠定了良好的基础。

6. 投资建议及盈利预测

短期内，公司企业级网络将进一步受益于去 IOE 化及“自主可控”的大趋势，国内厂商份额有望进一步提升，而公司瞄准细分市场领域，高定制化创造了高客户粘性，继续发力政企、教育、金融及医疗领域市场。同时，公司外延升腾资讯及四创软件在云桌面及防灾减灾信息化方面保持行业增速，并表后有望增厚公司业绩。

中长期，公司实行“内生+外延”战略，在智能支付业务，云计算业务及泛娱乐业务等几个板块预计有较大的发展机会。智能支付方面，公司重点围绕五大国有银行、12 家全国性股份制银行、第三方支付运营商等客户；终端方面，智能终端产品线重点聚焦大金融行业

(银行、保险、邮政), 智能 POS 将形成从桌面到手持的产品系列, 不断优化成本, 提高性能, 保持市场领先地位。云计算方面, 公司在现有教育, 运营商行业的基础上, 积极开拓政府行业, 全力推动“桌面云 2.0”落地。泛娱乐方面, 公司进一步提升中高端市场竞争力, 调整完善中低端解决方案; K 米平台则积极围绕智慧 KTV 服务, 探索广告投放和娱乐增值等业务的展开。

预计公司 17-19 年净利润分别为 4.69 亿元, 6.15 亿元和 7.42 亿元, 对应 EPS 分别为 0.87 元, 1.05 元和 1.27 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,888.86	2,001.01	2,536.86	3,508.59	4,121.70
应收账款	1,019.66	1,063.63	1,673.21	1,753.81	2,342.28
预付账款	88.40	70.50	119.45	124.43	174.01
存货	941.19	1,034.96	1,576.93	1,776.43	2,327.15
其他	130.13	278.13	235.39	312.84	347.55
流动资产合计	4,068.24	4,448.24	6,141.84	7,476.10	9,312.69
长期股权投资	24.41	32.64	32.64	32.64	32.64
固定资产	454.81	453.70	381.80	326.32	269.71
在建工程	3.18	10.76	7.95	6.27	5.26
无形资产	245.64	217.34	164.30	118.90	73.49
其他	547.60	587.06	578.64	577.12	580.97
非流动资产合计	1,275.64	1,301.50	1,165.34	1,061.26	962.08
资产总计	5,343.88	5,749.73	7,307.19	8,537.35	10,274.77
短期借款	37.51	20.81	10.00	10.00	10.00
应付账款	839.55	923.40	1,407.31	1,693.65	2,016.14
其他	1,028.77	1,071.23	1,385.92	1,409.05	1,742.07
流动负债合计	1,905.83	2,015.44	2,803.23	3,112.70	3,768.21
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	63.59	33.69	33.00	36.00	34.23
非流动负债合计	63.59	33.69	133.00	136.00	134.23
负债合计	1,969.43	2,049.12	2,936.23	3,248.70	3,902.44
少数股东权益	759.36	817.53	1,104.97	1,481.84	1,936.87
股本	539.11	539.11	539.11	583.03	583.03
资本公积	846.38	846.38	847.82	852.82	857.82
留存收益	2,075.33	2,340.88	2,726.88	3,223.79	3,852.43
其他	(845.72)	(843.29)	(847.82)	(852.82)	(857.82)
股东权益合计	3,374.46	3,700.61	4,370.96	5,288.66	6,372.33
负债和股东权益总	5,343.88	5,749.73	7,307.19	8,537.35	10,274.77

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	482.93	557.40	468.98	614.89	742.43
折旧摊销	90.27	113.02	100.24	104.77	105.22
财务费用	(0.53)	(10.34)	(8.53)	(10.47)	(14.34)
投资损失	(6.85)	(13.25)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
营运资金变动	479.88	(116.99)	(341.86)	(33.63)	(568.60)
其它	(121.98)	13.66	287.44	376.87	455.04
经营活动现金流	923.72	543.50	494.27	1,040.43	707.75
资本支出	582.36	122.51	(26.81)	(0.80)	3.97
长期投资	4.90	8.23	0.00	0.00	0.00
其他	(951.10)	(329.12)	65.67	5.70	0.83
投资活动现金流	(363.84)	(198.38)	38.86	4.90	4.80
债权融资	117.75	119.51	200.00	190.00	190.00
股权融资	254.66	26.63	14.87	67.39	27.34
其他	(451.62)	(386.24)	(212.16)	(330.98)	(316.79)
筹资活动现金流	(79.21)	(240.10)	2.72	(73.59)	(99.44)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	480.67	105.02	535.85	971.73	613.10

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,516.51	5,687.66	7,578.96	9,638.50	11,703.12
营业成本	2,453.11	3,223.14	4,274.00	5,487.31	6,714.94
营业税金及附加	36.30	53.88	67.48	85.91	103.36
营业费用	906.62	1,090.60	1,440.00	1,734.93	2,065.60
管理费用	798.89	957.41	1,220.21	1,485.29	1,755.47
财务费用	(7.93)	(15.97)	(8.53)	(10.47)	(14.34)
资产减值损失	21.74	9.52	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.85	13.25	12.00	12.00	12.00
其他	(13.69)	(26.51)	(24.00)	(24.00)	(24.00)
营业利润	314.63	382.32	587.80	857.52	1,080.10
营业外收入	217.76	237.27	247.05	234.03	239.45
营业外支出	4.01	2.30	2.00	2.00	2.00
利润总额	528.38	617.29	832.85	1,089.55	1,317.55
所得税	45.45	59.89	76.43	97.79	120.08
净利润	482.93	557.40	756.42	991.76	1,197.47
少数股东损益	220.59	237.94	287.44	376.87	455.04
归属于母公司净利润	262.34	319.46	468.98	614.89	742.43
每股收益(元)	0.49	0.59	0.87	1.05	1.27

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	24.02%	25.93%	33.25%	27.17%	21.42%
营业利润	58.73%	21.52%	53.74%	45.89%	25.96%
归属于母公司净利润	8.52%	21.77%	46.81%	31.11%	20.74%
获利能力					
毛利率	45.69%	43.33%	43.61%	43.07%	42.62%
净利率	5.81%	5.62%	6.19%	6.38%	6.34%
ROE	10.03%	11.08%	14.36%	16.15%	16.74%
ROIC	24.75%	22.79%	32.34%	41.68%	54.19%
偿债能力					
资产负债率	36.85%	35.64%	40.18%	38.05%	37.98%
净负债率	-0.84%	-1.01%	-1.63%	3.77%	-7.06%
流动比率	2.13	2.21	2.19	2.40	2.47
速动比率	1.64	1.69	1.63	1.83	1.85
营运能力					
应收账款周转率	4.50	5.46	5.54	5.63	5.71
存货周转率	5.54	5.76	5.80	5.75	5.70
总资产周转率	0.98	1.03	1.16	1.22	1.24
每股指标(元)					
每股收益	0.49	0.59	0.87	1.05	1.27
每股经营现金流	1.71	1.01	0.92	1.93	1.31
每股净资产	4.85	5.35	6.06	6.53	7.61
估值比率					
市盈率	40.05	32.89	22.40	18.48	15.31
市净率	4.02	3.64	3.22	2.98	2.56
EV/EBITDA	30.10	19.78	13.38	9.82	7.84
EV/EBIT	38.66	25.56	15.69	11.03	8.62

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com