

2017年04月17日

星网锐捷 (002396.SZ)

云桌面和 WiFi 高速增长，新进入中国移动智能家庭网关市场打开新空间

■ICT 行业内领先的综合解决方案提供商，硬件、软件、服务“三位一体”布局众多细分行业。公司提供企业级网络、瘦客户机、视频信息应用等 ICT 相关产品，同时大力发展相关配套软件和服务，运用自身在设备端的高市占率结合自主研发配套软件与服务，扩大营收水平。

■锐捷网络：WiFi 业务爆发增长，新进入中国移动智能家庭网关市场。公司 WiFi 业务爆发增长，同时在 2016 年中标中国移动物联网公司的智能家庭网关项目，随着中国移动加速拓展家庭宽带市场，公司营收有望打开新空间。

■升腾资讯：大力发展云桌面解决方案打造“端”+“云”完整生态圈。公司作为亚太地区瘦客户机市场龙头，2015 年市占率达到 46%，推出“升腾云桌面”解决方案，借助公司在设备端自有的渠道优势，积极布局企业级云服务市场，毛利水平有望提升。

■星网视易：酒吧、影吧市场高景气度带动小型商用影音设备销售持续放量。酒吧与影吧市场高速发展，星网视易运用自身在 KTV 市场建立的市占率优势逐步向小型商用领域积极拓展，收获显著，2016 年公司小型商用市场营收同比增长 66.32%，成为公司新的盈利增长点。

■“十三五”防灾减灾领域信息化政策助力四创软件蓬勃发展。四创软件为国内少数实现多种灾害种类全覆盖的防灾减灾公司，“十三五”期间国家大力发展防灾减灾信息化改造，预计建设自然灾害综合评估业务平台、民用空间基础设计减灾应用系统等相应工程，借助政策东风，公司业绩有望实现高增长。

■投资建议：我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 70 亿元 (+23.62%)、87 亿元 (+23.03%)、106 亿元 (+22.90%)，净利润分别为 4.4 亿 (+37.89%)、5.3 亿元 (+21.03%)、6.3 亿元 (+18.82%)，对应 EPS 分别为 0.76 元、0.91 元、1.09 元，对应 PE 分别为 25X、21X、17X，6 个月目标价为 22.95 元，首次给予买入-A 的投资评级。

■风险提示：市场竞争加剧导致毛利下滑。

公司深度分析

证券研究报告

通信终端及配件

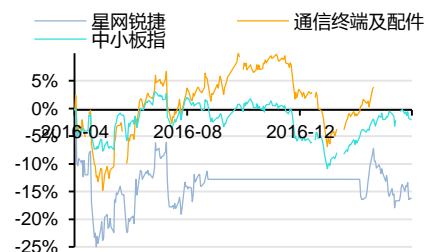
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**22.95 元**
股价 (2017-04-17) **18.92 元**

交易数据

总市值 (百万元)	10,199.98
流通市值 (百万元)	10,034.15
总股本 (百万股)	539.11
流通股本 (百万股)	530.35
12 个月价格区间	17.03/22.75 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.89	-13.87	-13.31
绝对收益	-5.12	-3.96	-16.95

夏庐生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020003
xials@essence.com.cn
021-35082732

相关报告

- 星网锐捷：业绩超预期，企业级市场与 K 米发展迅速 2016-08-25
- 星网锐捷：企业级市场取得突破，K 米平台前景广阔 2016-08-09
- 星网锐捷：K 米融合 VR，引领 KTV 行业进入泛娱乐时代 2016-04-12

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,516.5	5,687.7	7,031.2	8,650.7	10,631.8
净利润	262.3	319.5	440.5	533.1	633.7
每股收益(元)	0.49	0.59	0.76	0.91	1.09
每股净资产(元)	4.85	5.35	5.63	6.47	7.48
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	38.9	31.9	25.0	20.7	17.4
市净率(倍)	3.9	3.5	3.4	2.9	2.5
净利润率	5.8%	5.6%	6.3%	6.2%	6.0%
净资产收益率	10.0%	11.1%	13.4%	14.1%	14.5%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
ROIC	24.7%	22.8%	33.0%	35.2%	46.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 国内领先 ICT 综合解决方案提供商，“三位一体”的多行业布局巩固公司行业领先地位	5
1.1. 公司股权结构	6
1.2. 营收继续保持高增长，凸显良好发展势头.....	6
2. 锐捷网络：细分市场拓展+极简网络打造企业级 WLAN 增量市场+存量市场双增长。	7
2.1. 企业级 WLAN 市场保持领先	8
3. 切入中国移动智能家庭网关市场，助力业绩实现高增长	9
3.1. “极简网络”助力公司打开存量市场，未来业绩增长可期.....	10
3.1.1. 园区网极简出口方案	10
3.1.2. 园区网极简集群认证解决方案.....	10
3.1.3. 极简广域网解决方案	10
4. 升腾资讯：“端转云”瘦客户机龙头向云服务的进化	11
4.1. 推出“升腾桌面云解决方案”，由“端”向“云”拓展市场	12
4.2. 智能 POS 机+云支付平台成为升腾资讯新的业绩发力点	13
5. 星网视易：小型商用娱乐设备市场逐渐打开，巩固影音娱乐解决方案市场领先地位	15
5.1. 小型商用市场：KTV 设备市场后公司又一业绩爆发点.....	16
5.2. K 米：依托星网视易 KTV 设备市场构建 O2O 完整生态圈	17
6. 四创软件：“十三五”防灾减灾政策下的又一业绩催化剂	18
7. 德明通讯：加速拓展海外市场，业绩承诺实现无虞	19
8. 盈利预测与投资建议	20

图表目录

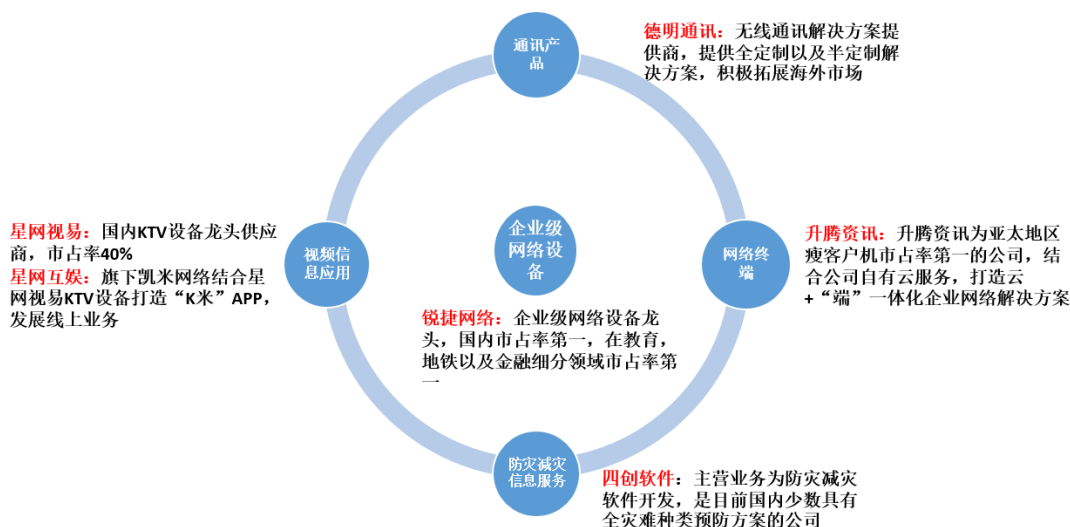
图 1：公司主营业务概览.....	5
图 2：星网锐捷研发团队.....	5
图 3：2011-2016 年星网锐捷研发投入在销售收入中的占比.....	5
图 4：星网锐捷股权结构图	6
图 5：星网锐捷 2016 年营收占比（单位：亿元，%）	7
图 6：2012-2016 年营收占比变化(单位：亿元，%).....	7
图 7：网络设备市场行业结构.....	7
图 8：网络设备市场以及企业级网络市场规模	7
图 9：智分解决方案结构图	8
图 10：智能家庭网关架构图	9
图 11：传统园区网网关部署方案	10
图 12：极简网关认证解决方案.....	10
图 13：园区网极简集群认证方案架构.....	10
图 14：极简广域网解决方案架构	11
图 16：2015 年中国瘦客户机市场各企业市场份额.....	12
图 17：2015-2019 年中国企业云服务整体市场规模.....	12
图 18：2012-2016 年中国企业云服务行业融资轮次分析.....	12
图 19：升腾桌面云解决方案整体架构.....	12
图 20：2009-2015 年中国非现金支付规模	14
图 21：2009-2015 年中国的移动支付交易规模.....	14

图 22: 2016 年 POS 机刷卡手续费新标准	14
图 23: 中国 POS 机发展三大阶段.....	14
图 24: 升腾资讯 2017-2020 年营收预测	15
图 25: 星网视易 2020E 产品营收占比分布	16
图 26: 星网视易 2014-2020E 小型商用产品营收变化	16
图 27: 星网视易 2017-2020 年营收预测	17
图 27: K 米 KTV 专属 CRM 系统.....	17
图 28: 1995-2015 年全球造成经济损失最大的自然灾害统计	18
图 29: 我国过去五年自然灾害造成的直接经济损失 (亿元)	18
图 30: 德明通讯主要产品营收占比	20
图 31: 德明通讯前五大客户销售情况.....	20
图 32: 全定制产品流程图	20
表 1: 锐捷网络企业级 WLAN 产品市场覆盖概况	8
表 2: 2015 年和 2016 年全球 PC 出货量统计	11
表 2: 星网视易主要产品	16
表 3: “十三五”期间重大防灾减灾项目概览	18
表 4: 四创软件产品覆盖领域.....	19
表 5: 无线接入设备以及通讯相关模块	19
表 7: 星网锐捷可比公司估值.....	21

1. 国内领先 ICT 综合解决方案提供商，“三位一体”的多行业布局巩固公司行业领先地位

星网锐捷成立于 1996 年，公司秉承“融合创新科技，构建智慧未来”的经营理念，成为国内领先的 ICT 应用方案提供商。公司凭借旗下锐捷网络、升腾资讯、星网视易、四创软件和德明通讯为客户提供企业级网络解决方案、瘦客户机解决方案、桌面云、支付 POS、视频信息应用产品（影音娱乐）、减灾防灾解决方案、通讯设备产品等 ICT 相关产品。其中企业级网络解决方案产品与信息视频应用产品在业内均处于领先地位，公司更是连续 5 年成为亚太地区瘦客户机产品销售第一的企业。

图 1：公司主营业务概览



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

公司在诸多细分行业市场内领先地位的背后是一支强大的研发力量，公司现在拥有一只 3000 多人组成的研发团队，且近年来研发费用占总营收的比例稳定在 14% 左右，公司拥有由六大网络通信研究中心组成的星网锐捷网络通讯研究院和福建省唯一的省级网络工程实验室。公司先后曾多次参与国家火炬计划、国家 863 计划项目等众多国家级项目，与中科院计算所、清华大学、华中科技大学等高校建立了长期稳定的合作关系，同时还与微软、英特尔、VMware 等众多国际知名厂商建立联合实验室，共同开发产品。

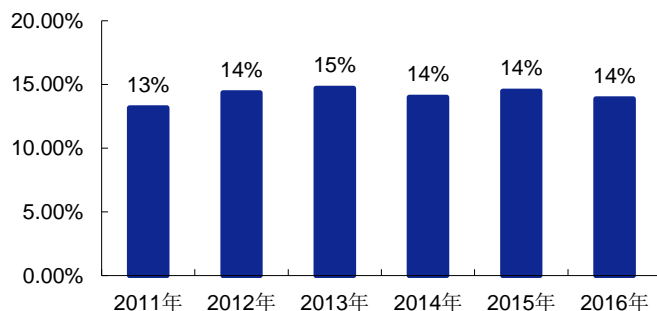
星网锐捷正在以“软件、硬件和服务”三位一体的核心竞争力，为客户和社会创造更高价值。

图 2：星网锐捷研发团队



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 3：2011-2016 年星网锐捷研发投入在销售收入中的占比

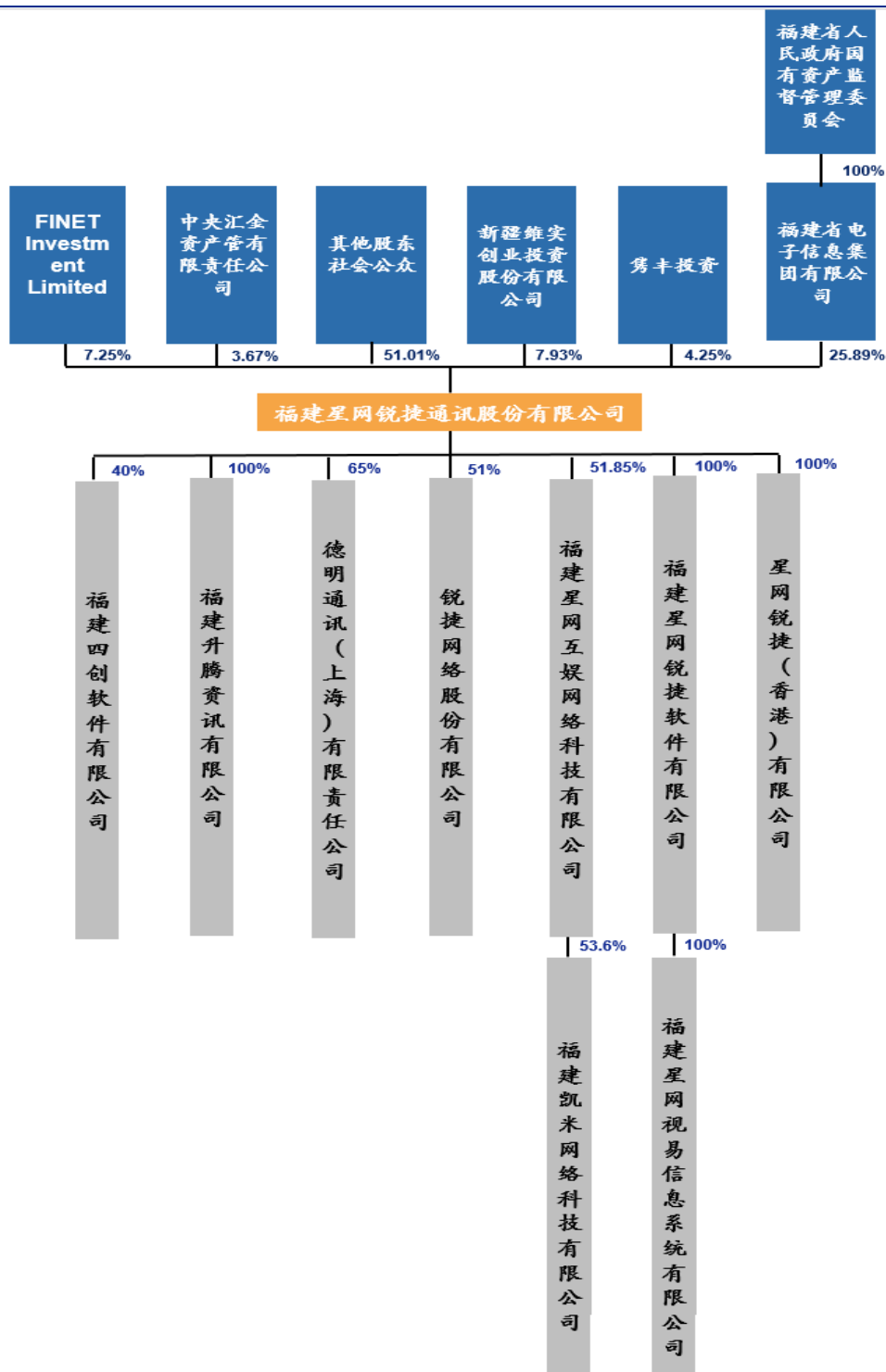


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

1.1. 公司股权结构

公司主要控股股东为隽丰投资、新疆维实创业投资有限公司、中央汇金资产管理有限责任公司、FINET 投资有限公司、福建省电子信息集团股份有限公司和其他社会公众股东，其中公司实际控制人为福建省国资委旗下福建省电子信息集团有限公司，持股 25.89%。

图 4：星网锐捷股权结构图



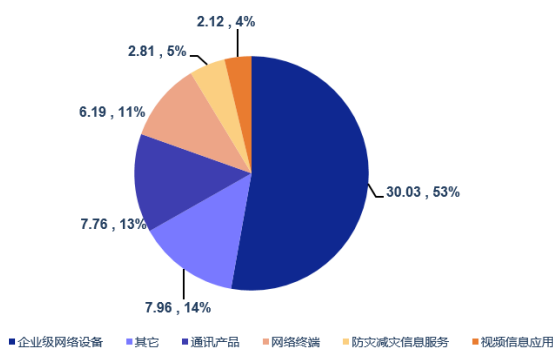
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 营收继续保持高增长，凸显良好发展势头

公司近年来营收情况良好，业绩增长平稳。根据公司 2016 年年报，公司 2016 年总营收达到 56.88 亿元，同比增长 26%，归属于上市公司股东的净利润为 3.19 亿元，同比增长 22%。

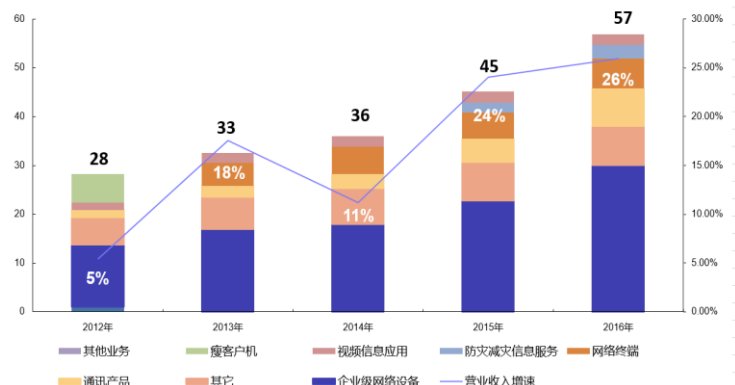
其中企业级网络设备常年为公司占比最大的营收来源，2016 年该子业务营收在总营收中的占比达到 53%，且毛利率为公司众多业务之最，达到 52%。从数据上来看公司保持较快发展速度。

图 5：星网锐捷 2016 年营收占比（单位：亿元，%）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 6：2012-2016 年营收占比变化(单位：亿元，%)



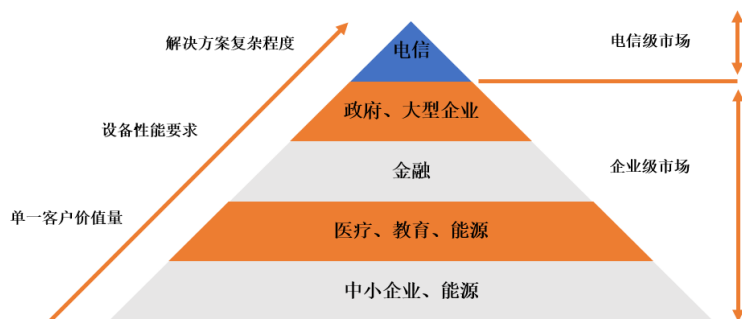
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

2. 锐捷网络：细分市场拓展+极简网络打造企业级 WLAN 增量市场+存量市场双增长。

网络设备通常指构建整个网络所需要的数据传输设备、路由器和交换器等设备，通常按照用户所需的解决方案的复杂程度可以分为电信级网络设备市场和企业级网络设备市场。其中企业级网络设备市场规模 2016 年占网络设备市场总规模的 84%，预计这一比例到 2018 年将会达到 89%。

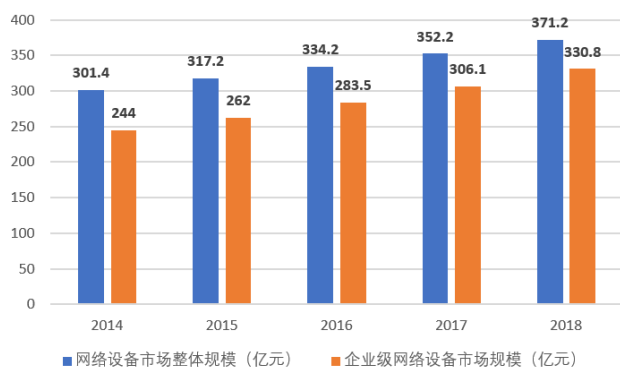
根据中国产业信息网发布的数据来看，随着物联网和三网融合不断增长，中国网络设备的市场规模持续增长，到 2018 年整体市场规模有望达到 371 亿元左右，年均复合增长率达 9%。网络设备市场中占比最大的企业级网络设备市场到 2018 年有望迎来 10% 的年均复合增长率，预计到 2018 年企业级网络设备市场将破 330 亿大关。

图 7：网络设备市场行业结构



资料来源：中国产业信息，安信证券研究中心

图 8：网络设备市场以及企业级网络市场规模



资料来源：中国产业信息，安信证券研究中心

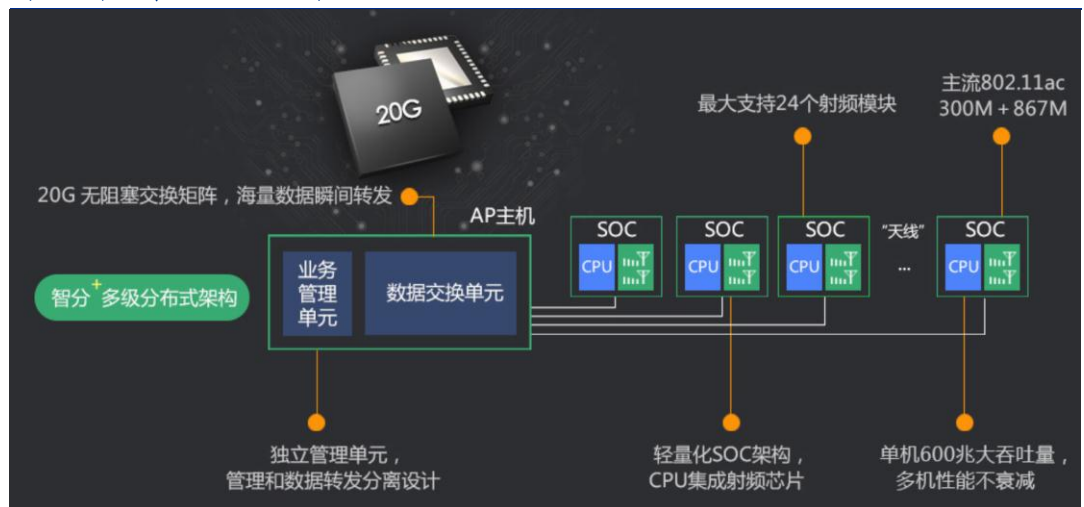
根据 IDC 发布的《中国 WLAN 市场季度跟踪报告（2015 年第二季度）》中的数据显示公司旗下锐捷网络在中国企业级 WLAN 市场占有率在 2015 年第二季度跃升第一，市占率达 23.34%，凸显了公司在企业级 WLAN 市场中不断提升的竞争力。

近年来公司以“场景化创新”为核心思想在政府、金融、互联网、交通、教育、医疗、运营商、建筑等多个子领域深入布局，并推出一系列适合其场景应用的 WLAN 解决方案，以此实现全行业的覆盖。同时依靠“极简网络”方案帮助企业级 WLAN 的客户简化网络架构和降低运维成本，帮助公司在企业级 WLAN 的存量市场中打开新的业绩增长点。

2.1. 企业级 WLAN 市场保持领先

公司依靠智分解决方案在小开间、高密度和多隔断的应用场景中充分满足了网络高性能和高并发的要求，并以此在高校无线宿舍网和金融网点营销场景的市场中占有率达国内第一。根据公司官网披露公司在高校教育网市场占有率达 60%。目前公司已经承建了 500 余项校校通网络、4 万多所中小学校园网，成为名副其实的国内校园网行业的“一哥”。

图 9：智分解决方案结构图



资料来源：公司官网

公司同时也是全国最大地铁上网方案供应商，公司依靠地铁移动互联网系统（MMIS）解决方案中的 802.11ac 技术实现了毫秒级的车地快速切换，并迅速抢占上海、深圳、武汉、长沙、昆明等地的地铁 WiFi 网建设项目，借此目前公司在国内地铁 WiFi 网络市占率第一。

诸多细分行业第一彰显了锐捷网络在教育、地铁等细分领域的巨大成功。除此之外锐捷网络还通过在教育、金融和交通领域的优势地位相继向政府、医疗、运营商等领域发展。预计伴随细分行业的进一步深耕，该板块营收有望实现稳增长。

表 1：锐捷网络企业级 WLAN 产品市场覆盖概况

细分行业	解决方案	成功应用
政府	极简政务网解决方案 政务信息化运维管理解决方案	国家信息中心、国家审计署、海关总署、辽宁省信息中心等
金融	金融广域网解决方案 金融网点来实无线营销解决方案	中信银行数据中心、中国建设银行北京数据中心、汉口银行数据中心等 800 多家金融机构
教育	锐捷极简校园网解决方案	昆明学院网络工程实验平台、北京理工大学网络实验室、四川省教育厅数据中心等
医疗卫生	数字化医院网络解决方案 移动医疗解决方案	苏州大学附属儿童医院，解放军 302 医院、厦门中医院、青海大学附属医院等
交通	机场无线解决方案、轨道交通乘客信息系统解决方案、地铁移动互联网系统解决方案等	首都机场、广州白云机场、深圳地铁、武汉地铁等
能源	能源行业极简网络解决方案 能源行业无线解决方案	神华国华、大庆油田、中石油、中石化
电力	风电场远程维护解决方案	南京电网总部、南网数据调度网等

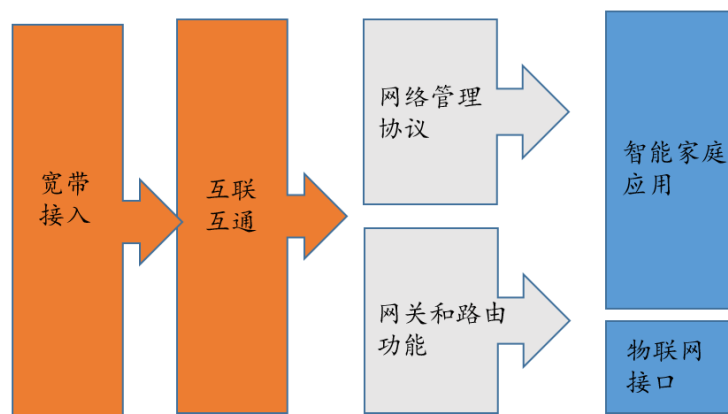
	多业务广域网解决方案 多业务广域网解决方案	
运营商	无线城市解决方案 智慧景区 Wi-Fi 解决方案	福州移动泰禾广场无线营销项目、深圳移动信息大厦无线办公网建设等
公共安全	检察院行业解决方案 公安行业解决方案 法院行业解决方案	北京 APEC 安防监控项目、宁夏公安厅、福建省公安厅等
企业	智能工厂无线解决方案 智能制造解决方案 企业 IT 运维管理解决方案	青岛啤酒、五粮液、四川西华集团等
互联网	互联网企业办公网解决方案 基于 SDN 的 CDN 动态内容加速网络方案	360 数据中心、金山云、阿里巴巴数据中心、腾讯数据中心等

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3. 切入中国移动智能家庭网关市场，助力业绩实现高增长

智能家庭网关是家庭的网络中心、管理中心和业务中心。作为网络中心，智能家庭网关可以使整个家庭接入运营商网络并提供不同的组网技术；作为管理中心，智能家庭网关可以根据不同家庭的不同需要来提供家庭网络安全服务，并合理的分配宽带资源；作为业务中心，智能家庭网关可以提供大规模数据集采、处理和运算，并调动终端为用户提供智能服务。

图 10：智能家庭网关架构图



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

目前智能家庭网关领域的市场空间巨大,根据国家人口普查数据,我国目前有 5 亿家庭住户,而三大运营商的宽带用户总数合计还不足 3 亿。中国电视用户 4.5 亿,而互联网电视规模还不足 1 亿,智能家居硬件和服务消费总规模预计超过 1800 亿元。

中国移动在取得固网牌照之后加速拓展家庭宽带市场,2016 年中国移动的家庭宽带用户新增 2259 万户,达到 7762 万户,行业内增速第一。2017 年中国移动继续加速布局该领域,根据中国移动采购与招标网披露,中国移动发布了《2017 年智能家庭网关设备集中采购比选公告》,显示中国移动 2017 年智能家庭网关设备集采总规模将达 1800 万台。

中移物联网有限公司在 2016 年发布的《公司智能家庭网关研发与生产项目的中标通知公告》的披露信息显示,星网锐捷成为该项目的第一中标候选人。这标志着星网锐捷成功切入运营商智能家庭网关供应链条。在中国移动在 2017 年集采规模扩大的前提下,凭借着公司深厚的技术积累以及领先的市场地位,公司有望迎来业绩高增长。

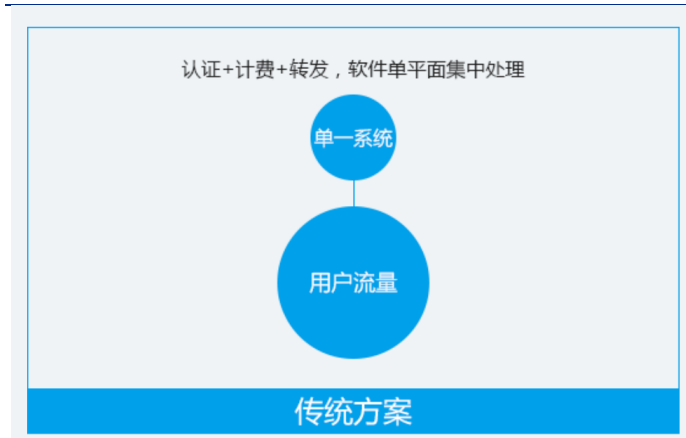
3.1. “极简网络”助力公司打开存量市场，未来业绩增长可期

在增量市场蓬勃发展的同时，锐捷网络提出了“极简网络”的网络部署与建设的理念。“极简网络”主要致力于简化网络部署与管理的流程使原本复杂的业务更加简化和流畅，以此来提升用户的体验。目前公司分别针对园区网以及广域网提供了不同的解决方案。

3.1.1. 园区网极简出口方案

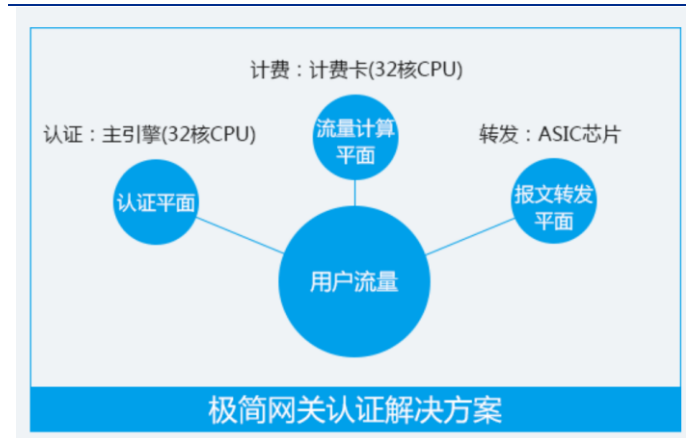
极简出口方案主要应用于校园网准入认证场景，该方案推出后一改传统校园网中由单一系统完成认证、计费 and 转发而造成的网络故障甚至中断。该方案采用公司自有 Newton 18000 嵌入式系统平台将认证、计费和转发三个环节分离，减小网络压力的同时减少网络故障的发生几率。即使 Newton 18000 嵌入式系统平台整机出现故障，设备会自动切换到 Bypass 状态使用户免认证直接通过，进一步的提高了设备的稳定性。

图 11：传统园区网网关部署方案



资料来源：公司官网

图 12：极简网关认证解决方案



资料来源：公司官网

3.1.2. 园区网极简集群认证解决方案

该解决方案主要被应用于地铁等人流量大且密集的 WiFi 场景，通过锐捷网络自有的牛顿核心交换机自有的认证噪声处理、分布式认证和多核心间 DHCP 技术来实现认证的快速反应和用户全网漫游零中断。

图 13：园区网极简集群认证方案架构



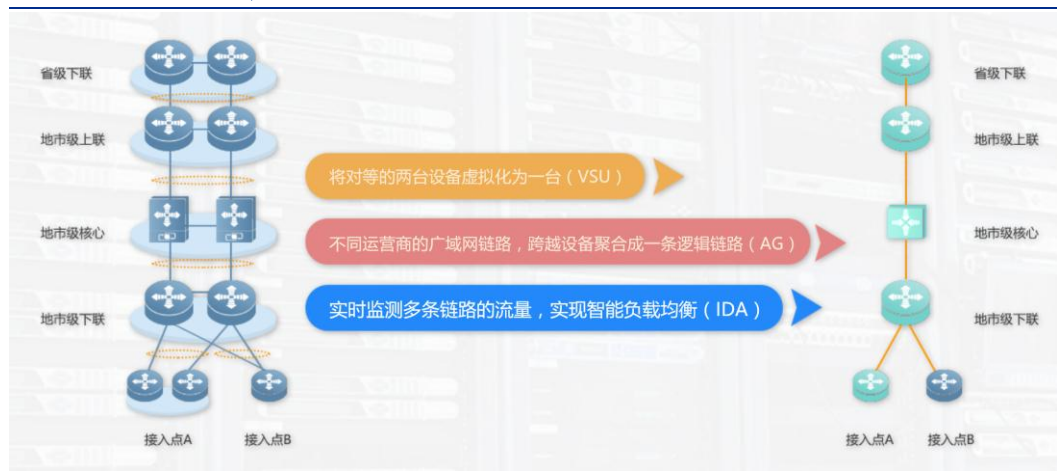
资料来源：公司官网

3.1.3. 极简广域网解决方案

极简广域网方案主要应用于金融、政府等行业的广域网。极简广域网方案在满足广域网行业所需的高可靠、高效率、低运维成本等特性的同时构建省一级网络至接入点的一体化极简网络。网络架构上通过将两台设备虚拟化成为一台 VSU(虚拟交换机)、不同运营商不同的广

域网链路聚合城一条 AG（逻辑链路）和实时监测多链路流量并实现多链路负载均衡来实现将广域网简化成极简网络，并以此达到提升链路利用率和降低运维成本的目的。

图 14：极简广域网解决方案架构



资料来源：公司官网

公司在应对企业级 WLAN 市场中对于简化网络架构和降低运维成本的需求而提出极简网络解决方案，在帮助公司不断拓展企业级 WLAN 细分市场的同时，也在企业级 WLAN 的存量市场中打开又一新增利润增长点，进一步加强公司整体营收能力，未来业绩增厚可期。

4. 升腾资讯：“端转云”瘦客户机龙头向云服务的进化

瘦客户机相比传统 PC 终端相比有着体积小以及节约成本的优势，瘦客户机其大小约为 PC 终端的 1/5,提升办公体验的同时更节约了空间。大部分瘦客户机都具有散热量低、噪声小和平均故障时间短等优点，因此可大幅降低运维成本。同时瘦客户机在安全保障方面有着得天独厚的优势。由于一般瘦客户机不配置软驱、光驱硬盘等设备，所以瘦客户机内运算皆通过公司或机构的总服务器 CPU 来实现从而杜绝了信息终端易泄露信息的问题，对于政府、银行、券商等对信息较为敏感的应用场景应用广泛。

目前全球 PC 市场逐渐萎缩，Gartner 的数据显示 PC 出货量已经出现连续五年的下滑，其中 2016 年较 2015 年 PC 出货数量下滑近 6.2%。

表 2：2015 年和 2016 年全球 PC 出货量统计

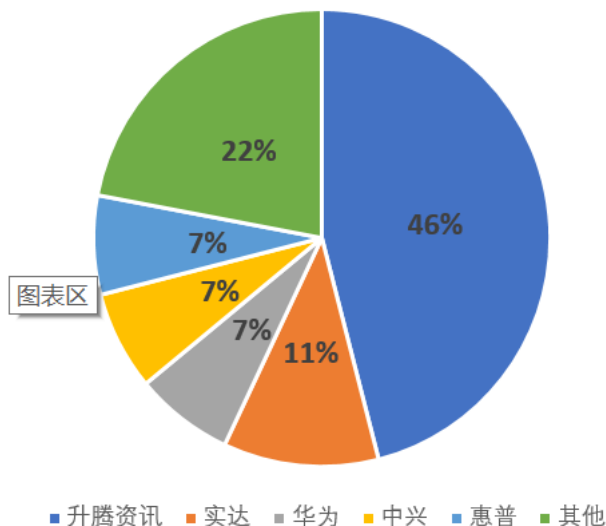
公司	2015 年出货量	2015 年市场占有率	2016 年出货量	2016 年市场占有率	2016 年同比增长
联想	5727	19.9%	5589	20.70%	-2.4%
惠普	5254	18.3%	5246	19.40%	-0.2%
戴尔	3837	13.3%	3938	14.60%	2.6%
华硕	2115	7.4%	2061	7.60%	-2.6%
苹果	2037	7.1%	1816	6.90%	-8.7%
宏碁	2029	7.1%	1828	6.80%	-9.9%
其他	7765	27.0%	6449	23.90%	-17.0%
总计	28767	100.0%	26972	100.00%	-6.2%

资料来源：Gartner，安信证券研究中心

相比 PC 终端销量的逐渐萎缩，瘦客户机销售量则是一片繁荣。2015 年亚太瘦客户机整体出货量达 168 万台，同比增长达 20%，同时根据 IDC 预测 2016 年-2020 年中国的瘦客户机市场的年复合增长率将达到 4%以上。

公司旗下升腾咨询在瘦客户机市场中处于领先的地位，其中在亚太地区（除日本）的瘦客户机市场中的市占率在 2015 达到了 46%，市场中排名第一，同时升腾资讯的瘦客户机销量业已连续蝉联 5 年亚太地区销量第一。2016 年升腾资讯成功成为中国银行、中国工商银行、中国建设银行等多大型银行机构的瘦客户机供应商。据公司公告披露，公司在 2017 年销售单元已经基本布局完成，预计瘦客户机产品营收有望实现稳步增长。

图 15：2015 年中国瘦客户机市场各企业市场份额

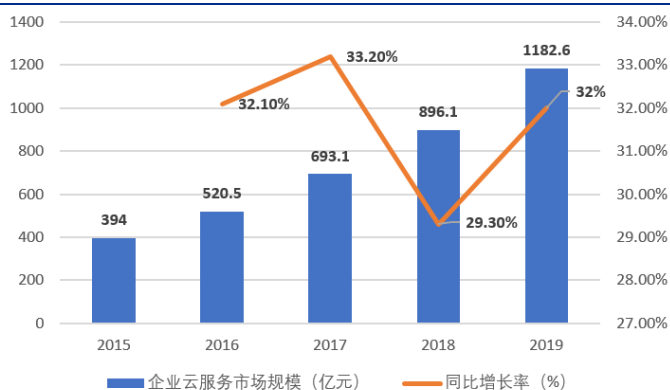


资料来源：IDC，安信证券研究中心

4.1. 推出“升腾桌面云解决方案”，由“端”向“云”拓展市场

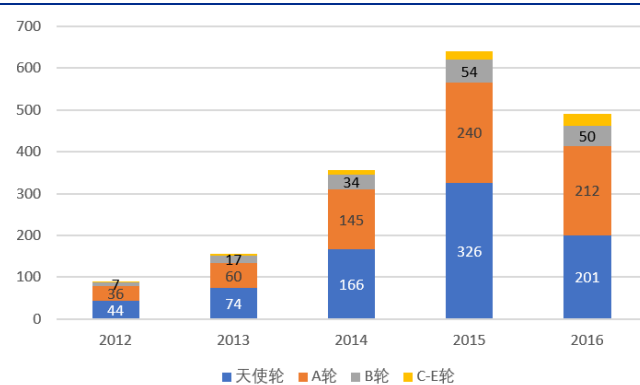
从 2015 年开始，国内企业级云服务市场的投资热度持续走高，据统计 2015 年全年企业级服务融资金额达到 40 亿元，全年融资轮次达 641 次，市场热度空前。根据中商产业网的数据，我国 2015 年每千人企业数达 16 家，这一数字在 2013 年仅为 12 家，但是参照美国每千人 50 家企业的标准来看，未来国内该领域仍然有很大的市场空间。在企业数量不断膨胀和企业级云服务投资大热的趋势下，我国企业级云服务市场规模连年大幅增长，根据艾瑞咨询预测，到 2019 年整个企业云服务市场规模将达 1182.6 亿元，2015-2019 年平均复合增长率达 31.6%。

图 16：2015-2019 年中国企业云服务整体市场规模



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 17：2012-2016 年中国企业云服务行业融资轮次分析



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 18：升腾桌面云解决方案整体架构



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

由于传统 IT 终端及系统具有价格昂贵、维护成本高和保密性差等问题，越来越多的公司倾向将整体办公文件以及系统集成到云端由中央处理器统一管理。升腾资讯于 2011 年与 VMware 达成 OEM 合作协议，共同研发桌面云解决方案，并于次年 1 月发布了 CT Vision 桌面云管理软件和与之配套的升腾桌面云解决方案。公司运用自身在瘦客户机市场的多年技术与经验的积累，结合多样的管理软件和定制化的方案与服务，打造了完整的企业级云服务+系统解决方案。

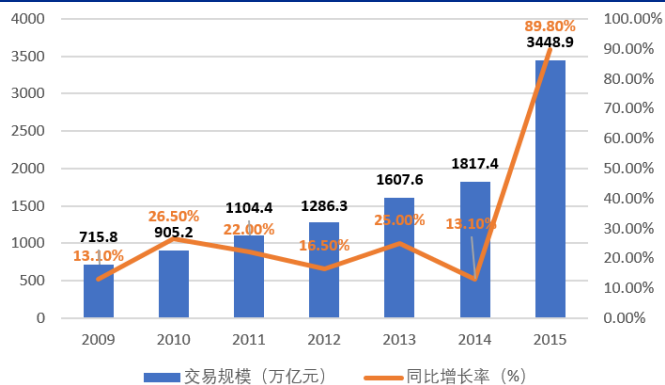
升腾资讯在全国设立了 32 个销售技术服务网点，分布在全国大中城市，为公司与客户之间建立了稳定的沟通渠道。公司曾为中石油云南分公司、贵州茅台酒业、昆明市第一人民医院等多家大型企业提供了升腾桌面云解决方案，成功帮助企业实现了桌面端的大规模管理。

升腾资讯借助其在瘦客户机市场 46% 的高市占率，建立了领先于其他同类厂商的销售渠道。由于公司的终端设备与云服务皆为自有业务，因此保证了解决方案配套的完整性，降低产品整体成本的同时也增厚了毛利。2016 年升腾桌面云业务营收达到 2.46 亿元，同比增加 44.46%，预计该业务将会成为升腾咨询未来营收主要发力点。

4.2. 智能 POS 机+云支付平台成为升腾资讯新的业绩发力点

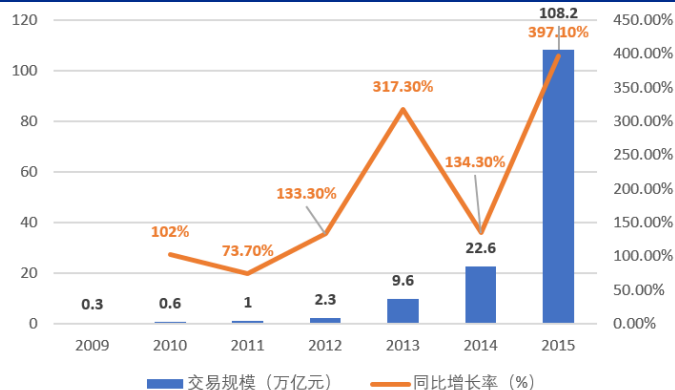
近年来联网巨头相继在移动支付市场展开激烈的角逐，改变了大部分用户支付的习惯，我国非现金支付交易的规模出现了非线性的增长。2015 年我国移动支付的交易规模达到了 108.2 万亿元，同比增长高达 379%。互联网巨头在移动支付领域的角逐推动我国 2015 年非现金支付的规模猛增至 3448 万亿元，同比增幅达 89.8%。

图 19：2009-2015 年中国非现金支付规模



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 20：2009-2015 年中国的移动支付交易规模



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

在非现金支付交易规模不断膨胀的同时，刷卡消费市场随着国家发改委发布的 POS 机刷卡手续费新标准的发布，亦将迎来新的发展机遇。从 2016 年 9 月 6 日起，我国信用卡消费金额上限取消，借记卡刷卡费率降低，我国刷卡消费市场有望迎来启稳增长。

图 21：2016 年 POS 机刷卡手续费新标准

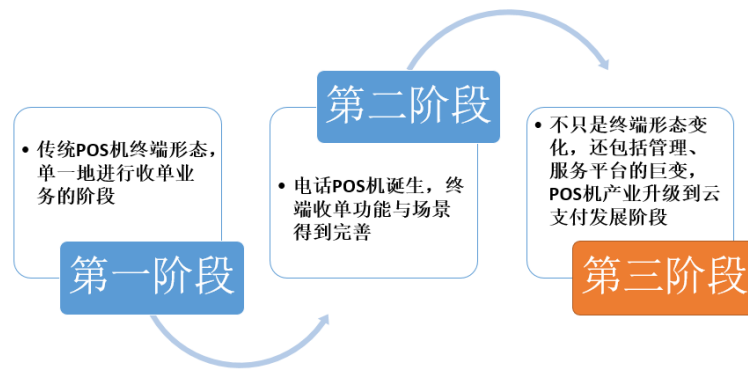
	费率类别	收费区间		不同行业
		借记卡	贷记卡	
调整前	发卡机构	0.70%		政府根据商户行业进行管控
	清算机构	0.10%		
	收单机构	0.20%		
调整后	发卡机构	不高于 0.35%，封顶不高于 13 元	不高于 0.45%，上不封顶	各行业收单费率将趋于一致由市场定价
	清算机构	0.33%		
	收单机构	与商户自主协商		

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

综上所述，未来线下 POS 机产品会集成“云闪付”、第三方扫码、刷卡等多种支付方案，以应对未来多种支付方式带来的市场机遇。未来 POS 机市场在大规模换代的趋势下，智能 POS 机出货有望迎来高增长。

升腾资讯近年来由传统的固网 POS 机生产厂商向智能 POS 机生产商转型，并相继推出了 C960 系列、V8 系列等多款智能 POS 机产品。其中 C960E 智能 POS 机为业界内首个通过银联智能销售点终端认证的智能 POS 机，其支付环境包括了银行卡、NFC、扫码支付、云闪付等多种主流支付方式，并帮助客户实现了互联网化、智能化、场景化、大数据化等新型经营模式。升腾资讯后续进一步的推出了 Cpay 智能云平台，该平台以自身智能 POS 机为载体，打造面向实体用户的移动支付、消费管理和营销服务的全方位平台以实现垂直整合，增厚升腾资讯在该领域的毛利水平。

图 22：中国 POS 机发展三大阶段

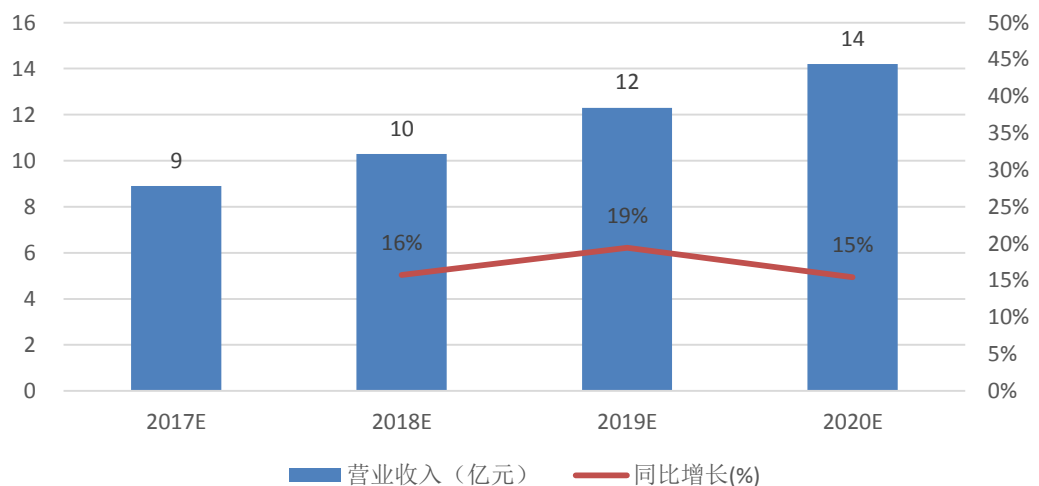


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

升腾资讯旗下瘦客户机产品在各大销售单元已经基本布局完成，预计 2017 年之后会有较为平稳的发展。“端”、“软件”、“服务”均为公司自有产品，我们预计三者“三位一体”发展的协同效应将使公司的桌面云解决方案营收广泛受益。公司智能 POS 机业务 2016 年营收达到 1.24 亿元，相比 2014 年及 2015 年分别增长了 114%和 676.89%，未来智能 POS 机业务有望成为公司 POS 机业务业绩主要发力点。

综上所述，预计升腾资讯 2017 年-2020 年营收分别为 8.9 亿元、10.3 亿元、12.3 亿元和 14.2 亿元，年平均复合增长率达 16.85%。升腾资讯被母公司收购 40%股权后承诺 2017 年、2018 年和 2019 年公司累计净利润不低于 3.67 亿元，智能 POS 机业以及桌面云解决方案作为升腾资讯未来业绩增长点，前景可期。

图 23：升腾资讯 2017-2020 年营收预测



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 星网视易：小型商用娱乐设备市场逐渐打开，巩固影音娱乐解决方案市场领先地位

伴随我国人民水平的提高，国家“十三五”规划中指出我国娱乐消费市场在未来 5 年内有望突破 5 万亿大关，其发展路径有可能复制餐饮以及电影产业的“O2O”模式，紧密结合互联网来满足不同用户的不同需求。星网视易作为娱乐影音设备产业中的佼佼者，运用自身在 KTV 设备市场建立的市场优势，逐步向小型商用影音设备及其他领域，积极拓展营收来源打开公司新的盈利增长点。

星网锐捷主营业务为向客户提供硬、软影音娱乐整体解决方案，其主要产品主要分为面向娱乐场所开发的网络版-数字影音娱乐解决方案和面向个人及小团体的单体版-数字影音娱乐解决方案。公司产品覆盖了娱乐场所、小型家用、小型商用等多个影音娱乐应用场景。

表 3：星网锐捷主要产品

网络版-数字影音娱乐解决方案		单体版-数字影音娱乐解决方案	
网络版-数字影音娱乐点歌机	数字影音娱乐点歌机 T70, N10, T66 等支持多屏或双屏的点播控制设备	家用点歌机	K70、K20 等针对家庭开发的 K 歌设备
信息化增值设备	锋云服务器 EVS7800/EVS7900 等针对内容和存储与分发的核心服务器	小型商用点歌机	S81、S69 针对小型包厢开发的点播设备
网络版-数字影音娱乐点歌系统	魔方，魔方用于点歌播控点酒水的控制系统	多唱家用音响一体化解决方案	EP10、EP12 等集成音效器，功放，麦克风等硬件设备的一体化解决方案
娱乐场所管理系统	精通。赢通娱乐场所整体控制解决方案	多唱数字影音娱乐点歌系统	基于多唱结构的 K 歌娱乐应用生态圈

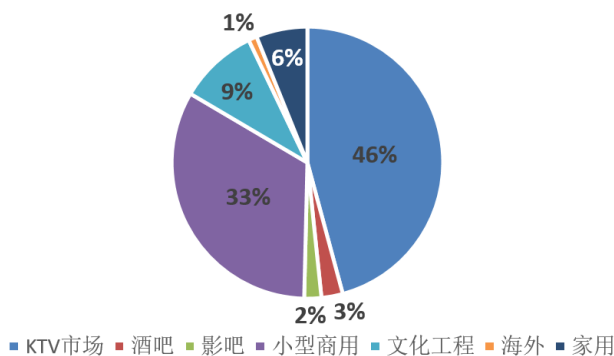
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

近四年公司针对娱乐场所开发的网络版-数字影音娱乐解决方案的市场占有率始终保持领先的地位，为公司主要营收来源。另一方面小型商用、文化工程、海外市场以及家用市场作为星网锐捷未来主要利润增长点，2014 和 2015 年利润同比分别增长 37.71%和 45.72%。

5.1. 小型商用市场：KTV 设备市场后公司又一业绩爆发点

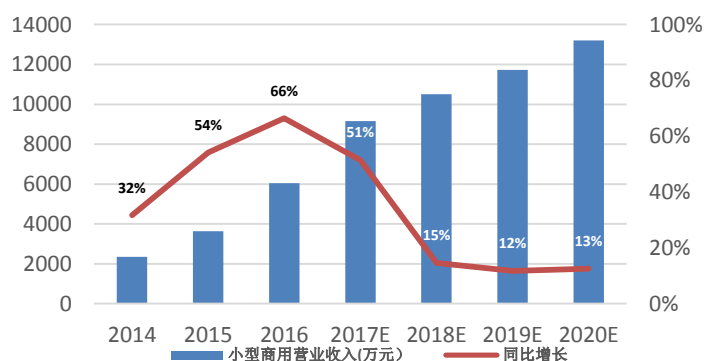
小型商用设备主要是针对酒楼、茶楼、小型 KTV、会所等小型应用场景开发的数字影音娱乐产品。结合小型商用设备应用场景广泛的特点和相关小型应用场景需要不断提升场所内的影音娱乐体验来提升竞争力的趋势，公司借助在 KTV 设备市场中的领先地位优势面向小型商用市场推出多款产品。公司目前旗下小型商用设备代表产品主要有商用点歌机 S69 和机房服务器 S80，二者结合可以实现包厢点单、房态控制、收款管理、曲库管理等一体化管理功能，打造从支付到包厢管理一体化解决方案。该解决方案购置成本较低、维护简单，便于大规模快速推广。星网锐捷小型商用市场的营收 2016 年同比增长 66.32%，同时根据公司公告披露预计到 2020 年小型商用设备的营收在星网锐捷所有产品营收中的占比有望从 2017 年的 16% 上涨至 33%，成为公司另一大主要收入来源。

图 24：星网锐捷 2020E 产品营收占比分布



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 25：星网锐捷 2014-2020E 小型商用产品营收变化

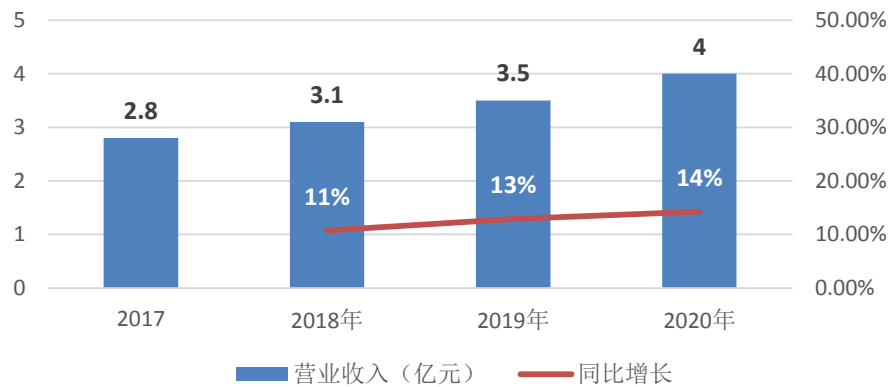


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

在 KTV 行业日渐向着连锁化、规模化、智能化、品牌化方向发展的大背景下，娱乐场所设

备正面临着信息化、联网化和平台化的升级换代，有望助力公司的传统 KTV 设备业务平稳增长。同时伴随着小型商用影音娱乐系统市场的逐步打开，我们预计星网视易到 2020 年营收将达到 4 亿元左右，年平均复合增长率达 12.6%。综上所述，未来星网视易业绩有望迎来高增长。

图 26：星网视易 2017-2020 年营收预测



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.2. K 米：依托星网视易 KTV 设备市场构建 O2O 完整生态圈

目前国内 KTV 市场存在着线上化低以及标准化水平低等诸多问题，阻碍了 KTV 市场向互联网化的发展。但同时 KTV 市场近年来每年的平均流水达 4000 亿元左右，该数字为院线市场的十倍，所以存在巨大的市场待挖掘空间。凯米网络正是瞄准了该市场广阔的前景推出了“K 米”APP。“K 米”主要为客户提供全城 K 歌等多项 O2O 增值服务，同时“K 米”通过自身平台搭建的会员营销系统来获取客户消费习惯等数据为商户提供基于精准营销的多种营销解决方案。

图 27：K 米 KTV 专属 CRM 系统



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

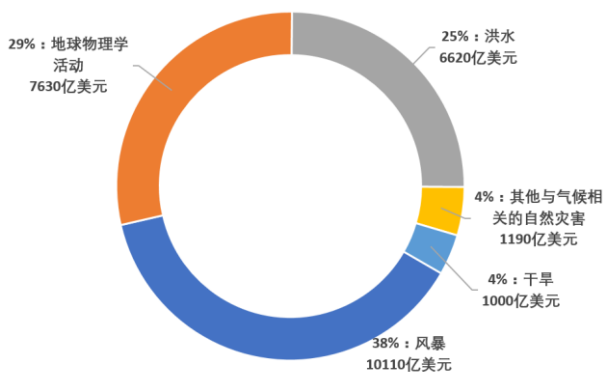
“K 米”APP 作为凯米网络主要产品，凭借星网视易在 KTV 设备领域的领先优势，在发布之初一年左右的时间里迅速打开市场。据统计在 K 米 APP 发布的一年多的时间里，凯米网络收获了近 3000 万线下客户、7000 多家 KTV 和 25 万间高质量的量贩式包厢的广阔市场。收获广阔市场的同时，通过对接星网视易自主开发点播系统（魔云、魔方等）拿到了垂直细

分领域的接口权，意味着其不仅可以快速占领市场，而且依靠独家接口权将同行竞争者拒之“门外”。预计未来“K米”结合星网锐捷在KTV设备市场中的领先地位所提供的渠道优势，有望打造出基于KTV产业上中下游全面的生态圈，增厚母公司利润。

6. 四创软件：“十三五”防灾减灾政策下的又一业绩催化剂

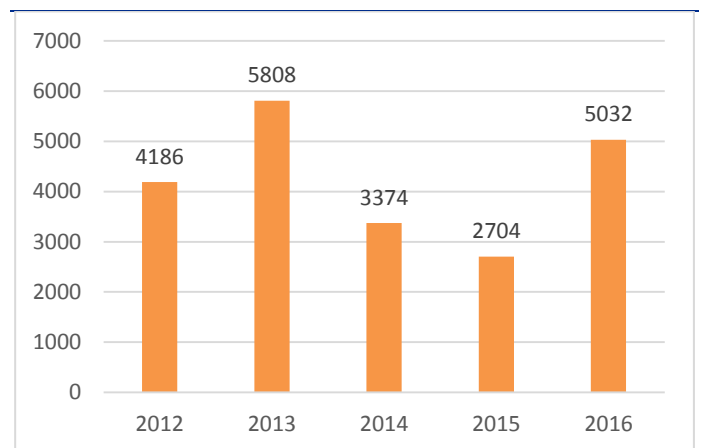
根据Forbes统计的数据来看2016年世界造成经济损失最大的自然灾害主要为洪涝、台风、风雹和地质灾害。我国作为灾害大户，全年因自然灾害造成的经济损失每年都达数千亿，这一数字在2016年达到了5032亿元。

图 28：1995-2015 年全球造成经济损失最大的自然灾害统计



资料来源：Forbes，安信证券研究中心

图 29：我国过去五年自然灾害造成的直接经济损失 (亿元)



资料来源：中国灾害防御协会，安信证券研究中心

在此大背景下，国家“十三五”期间明确提出建设我国信息化自然灾害防治平台，其中主要包括了自然灾害综合评估业务平台、民用空间基础设计减灾应用系统工程、全国自然灾害救助物资储备体系建设工程、防灾减灾科普工程等五大平台建设项目。

表 4：“十三五”期间重大防灾减灾项目概览

重大项目	应用
自然灾害综合评估业务平台建设	建立灾害风险与损失评估技术标准、工作规范和模型参数库，以实现灾害大数据融合、信息挖掘与智能化管理技术，在防灾减灾领域的应用
民用空间基础设计减灾应用系统工程	建设防灾减灾卫星星座减灾应用系统，实现军民卫星数据融合应用，具备自然灾害全要素、全过程的综合监测与研判能力
全国自然灾害救助物资储备体系建设工程	构建多元救灾物资储备体系，完善救灾物资紧急调拨的跨部门、跨区域、军地间应急协调联动机制。
应急避难场所建设工程	建设应急避难场所信息综合管理与服务平台，实现对应急避难场所功能区、应急物资、人员安置和运行状态等管理与评估
防灾减灾科普工程	打造开放式网络共享交流平台，为公众提供知识查询、浏览及推送等服务。开发动漫、游戏、影视剧等防灾减灾文化产品

资料来源：人民网，安信证券研究中心

四创软件有限公司成立于2001年，公司致力于为政府提供防灾减灾信息化全面解决方案，为产业用户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与预警服务。四创软件是国内同行业规模最大、研发实力最强和服务范围最广的高新技术企业。四创软件历经10多年的发展，在政府灾害预防、灾害应急指挥系统和相关软件的开发方面取得了长足的进步，并且在水利、防汛、海洋与渔业、气象、国土等多个细分领域建立了竞争优势，行业内市场地位领先。

表 5：四创软件产品覆盖领域

产品所在领域	应用场景与解决方案
防汛水利、山洪灾害预警领域	已广泛应用于水利部流域委及各省市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，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、水利工程管理单位。
海洋渔业领域	产品分别在国家海洋局、海洋分局及各沿海省市海洋部门得到广泛应用。在国家海洋局旗下、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	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系统等成为国家及多达 10 个省市气象国土专业部门的工具性平台，为产业和社会公众提供灾害预测预报与预警服务；
移动互联网领域	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，行业终端用户量达数万人。
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：公司网站，安信证券研究中心


2014 年 11 月，福建省信息集团以 1.2 亿元收购四创软件 20% 的股权，同时星网锐捷拟以自有资金 2.4 亿元收购四创软件 40% 的股权，以取得四创软件控制权。四创软件在 2013 年营收实现了 1.37 亿元，净利 2028 万元，2014 年前三季度营收实现了 1.59 亿元，净利达到 2891 万元，公司运营良好。由于国内目前可以全面覆盖防汛、海洋、气象、地质、环境等多种灾害防治并提供解决方案的厂商较少，公司尚不具有明显的竞争对手，同时“十三五”期间国家减灾防灾信息化投入有望进一步加大。综上所述，预计四创软件未来业绩有望实现进一步增长。

7. 德明通讯：加速拓展海外市场，业绩承诺实现无虞

德明通讯主营业务为无线通讯终端的研发、设计与生产。公司从最初的基于 2G 以及 3G 无线通讯应用技术打造的解决方案发展到现在基于 4G LTE 技术打造的无线通讯解决方案，历经了多年的经验方面的积累与沉淀，并最终定下了打造以“定制”和“非标准化”核心的未来产品发展路线。德明通讯主要市场自 2011 年开始，逐步从周期短和产品品质低的南美、东南亚等国家向周期长、产品品质高和有完善的竞争体系的欧美发达国家地区转移，该举动侧面体现了公司在全球竞争力的进一步增强。

德明通讯主要从事“非手机类”无线通讯产品的设计、研发、生产和销售，目前德明通讯旗下已经形成了“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”和“无线多功能网关”五大系列产品外加上百种无线通讯端的产品群。公司 4GLTE 系列产品已远销海外，在波兰、哥伦比亚、印度等国家，并实现批量销售。

表 6：无线接入设备以及通讯相关模块

产品名称	产品描述	图例
无线多功能网关	针对企业以及家庭用户开发的综合网关（无线路由器）	
电信级无线覆盖设备	相比无线多功能网关具有广域网络传输与覆盖能力	
远程信息处理终端	通过 CDMA 以及 GPS 技术相机和实时提供车辆运行情况，并提供短信以及移动互联网接入服务	

便携式无线接入设备

小型移动网关（无线上网卡）

通讯相关模块

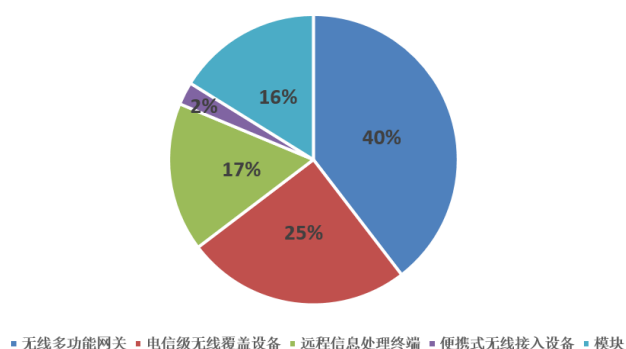
针对 M2M 应用而设计的无线工业模块



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

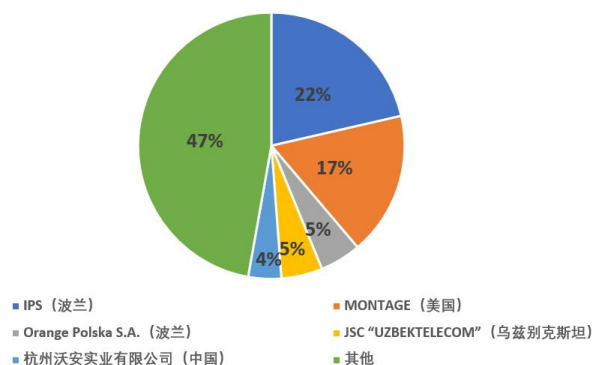
从公司被星网锐捷收购之前的年报（2014 年）来看，德明通讯营收来源最大的为无线多功能网关占比为 40%、其次为电信级无线覆盖设备（25%左右）、远程信息处理终端（17%左右）、通讯相关模块（16%左右）和便携式无线接入设备（2%左右）。公司营收主要来源为海外市场，其中营收来源国家占比最大的分别为波兰与美国。

图 30：德明通讯主要产品营收占比



资料来源：公司公告安信证券研究中心

图 31：德明通讯前五大客户销售情况



资料来源：安信证券研究中心

以公司“定制”和“非标准化”为核心的产品发展路作为参考，德明通讯的业务主要分为轻度定制模式与深度定制模式两种：轻度定制主要运用成熟的平台与产品根据客户的需求进行轻量级的组合与改装。深度定制则是面向长期合作的重要客户，根据其需求进行定制开发配套产品，其开发周期通常在 13 个月-21 个月左右。例如公司于美国 Montage 公司合作开发的产品，与北美汽车租赁市场高度匹配，为客户提供了完整的实时跟踪通讯监控解决方案。

图 32：全定制产品流程图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

德明通讯在公告中披露；公司承诺 2016 财年以及 2017 财年时间归母净利润不低于 5500 万和 6500 万。鉴于公司为高科技轻资产公司，日常经营无巨额固定输出，同时公司主要客户遍布国内外以及世界各地，抗单一地区风险能力较强，所以有望兑现业绩承诺。

8. 盈利预测与投资建议

公司凭借在企业级网络中的教育、金融、地铁等细分市场领先的占有率以及相关技术的积累，正积极向医疗、政府，运营商等其他细分领域积极拓展。公司在 2017 年年初成功以第

一中标人的身份中标中移物联网公司的智能家庭网关集采项目。在移动加速拓展该领域市场的大背景下，公司该板块的业绩有望实现加速增长。同时公司推出“极简网络”的理念分别提供园区极简网络解决方案和广域极简网络解决方案增强公司在企业级 WiFi 市场中的竞争力，在企业级 WiFi 的存量市场中打开新的业绩增长点。

在网络终端市场受益于公司在瘦客户机市场的领先市占率，预计未来公司在这该市场向上游云服务发展时，相对于其他同类厂商在渠道上会占得一定先机，该板块毛利有望进一步增厚。

与升腾资讯在瘦客户机市场的高占有率以及未来发展路径相似，星网视易凭借着在 KTV 设备市场的领先地位积极布局 O2O 产业链，搭配 K 米 APP 迅速抢占 KTV 线上市场，形成完整生态链，增厚该业务的整体毛利水平。同时在设备端星网视易积极向小型商用设备市场拓展，目前已初具成效，伴随小型商用市场的蓬勃发展，公司有望依靠小型商用影音设备的高出货量迎来业绩高增长。

防灾减灾信息服务业务中，公司旗下四创软件自身在防灾减灾行业内的细分行业覆盖十分广泛，外加有“十三五”期间防灾减灾信息化政策的支持，预计该项业务在未来几年有望实现高增长。

通讯设备方面由于旗下子公司的海外营收较大，且覆盖市场的国家数量较多，具有较强的抗风险能力，有望实现业绩承诺。

我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 70 亿元 (+23.62%)、87 亿元 (+23.03%)、106 亿元(+22.90%)，净利润分别为 4.4 亿(+37.89%)、5.3(+21.03%)、6.3 亿元(+18.82%)，对应 EPS 分别 0.76 元、0.91 元、1.09 元，对应 PE 分别为 25X、21X、17X，参考可比公司 2017 年平均动态 PE 30 倍的水平，考虑到公司进入中国移动智能家庭网关市场有望推动业绩进一步增长，我们给予星网锐捷 2016 年动态 PE 30 倍估值，6 个月目标价为 22.95 元，首次给予买入-A 的投资评级。

表 7：星网锐捷可比公司估值

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	PB (X)	EPS(元)			PE(X)		
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
000938.SZ	紫光股份	56.89	593	2.49	0.89	1.78	2.44	64	32	23
002583.SZ	海能达	14.04	244	5.11	0.25	0.40	0.59	87	35	24
600498.SH	烽火通信	24.71	259	3.55	0.73	1.06	1.33	35	23	19
300353.SZ	东土科技	16.5	85	4.12	0.25	0.37	0.51	73	45	32
000063.SZ	中兴通讯	16.85	670	2.67	-0.57	1.04	1.23	19	16	14
	平均			3.59				56	30	23
002396.SZ	星网锐捷	18.92	102	3.54	0.59	0.76	0.91	32	25	21

备注：收盘价日期为 2017 年 4 月 17 日，可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,516.5	5,687.7	7,031.2	8,650.7	10,631.8	成长性					
减:营业成本	2,453.1	3,223.1	4,006.4	4,928.5	6,040.9	营业收入增长率	24.0%	25.9%	23.6%	23.0%	22.9%
营业税费	36.3	53.9	62.7	76.2	96.4	营业利润增长率	58.7%	21.5%	55.4%	35.1%	21.5%
销售费用	906.6	1,090.6	1,195.3	1,384.1	1,701.1	净利润增长率	8.5%	21.8%	37.9%	21.0%	18.9%
管理费用	798.9	957.4	1,188.2	1,474.9	1,839.3	EBITDA 增长率	51.9%	20.2%	45.4%	29.7%	18.9%
财务费用	-7.9	-16.0	-10.0	-13.6	-17.5	EBIT 增长率	62.4%	19.5%	59.5%	35.0%	21.4%
资产减值损失	21.7	9.5	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	62.0%	18.0%	62.5%	34.3%	21.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.1%	12.1%	25.9%	-7.0%	26.7%
投资和汇兑收益	6.8	13.3	15.6	11.9	13.6	净资产增长率	33.5%	9.7%	18.7%	20.1%	19.8%
营业利润	314.6	382.3	594.2	802.5	975.2	利润率					
加:营业外净收支	213.8	235.0	218.8	222.5	225.4	毛利率	45.7%	43.3%	43.0%	43.0%	43.2%
利润总额	528.4	617.3	813.0	1,025.0	1,200.6	营业利润率	7.0%	6.7%	8.5%	9.3%	9.2%
减:所得税	45.4	59.9	65.0	87.1	102.1	净利润率	5.8%	5.6%	6.3%	6.2%	6.0%
净利润	262.3	319.5	440.5	533.1	633.7	EBITDA/营业收入	8.7%	8.3%	9.8%	10.3%	10.0%
						EBIT/营业收入	6.8%	6.4%	8.3%	9.1%	9.0%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	35	29	22	15	10
货币资金	1,888.9	2,001.0	2,273.5	3,305.2	3,840.7	流动营业资本周转天数	38	30	42	44	46
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	291	270	268	271	273
应收账款	1,019.7	1,063.6	1,892.0	1,657.4	2,584.5	应收账款周转天数	80	66	76	74	72
应收票据	82.0	160.7	203.2	172.3	316.1	存货周转天数	65	63	65	65	64
预付账款	88.4	70.5	79.2	136.2	126.3	总资产周转天数	369	351	331	317	307
存货	941.2	1,035.0	1,484.9	1,648.2	2,133.0	投资资本周转天数	103	97	94	82	73
其他流动资产	48.2	117.4	86.4	84.0	96.0	投资回报率					
可供出售金融资产	82.3	108.6	78.9	89.9	92.5	ROE	10.0%	11.1%	13.4%	14.1%	14.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.0%	9.7%	10.4%	11.6%	10.9%
长期股权投资	24.4	32.6	32.6	32.6	32.6	ROIC	24.7%	22.8%	33.0%	35.2%	46.0%
投资性房地产	10.2	9.2	9.2	9.2	9.2	费用率					
固定资产	454.8	453.7	394.6	335.5	276.4	销售费用率	20.1%	19.2%	17.0%	16.0%	16.0%
在建工程	3.2	10.8	10.8	10.8	10.8	管理费用率	17.7%	16.8%	16.9%	17.1%	17.3%
无形资产	245.6	217.3	172.2	127.1	82.0	财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
其他非流动资产	455.1	469.3	452.3	448.2	447.0	三费/营业收入	37.6%	35.7%	33.8%	32.9%	33.1%
资产总额	5,343.9	5,749.7	7,170.0	8,056.7	10,047.0	偿债能力					
短期债务	37.5	20.8	-	-	-	资产负债率	36.9%	35.6%	38.7%	34.5%	37.1%
应付账款	839.6	923.4	1,403.9	1,439.7	1,993.2	负债权益比	58.4%	55.4%	63.2%	52.7%	58.9%
应付票据	391.3	379.0	617.9	622.7	866.5	流动比率	2.13	2.21	2.20	2.56	2.47
其他流动负债	637.5	692.2	714.8	670.7	826.2	速动比率	1.64	1.69	1.66	1.96	1.89
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-38.66	-22.95	-58.15	-57.81	-54.80
其他非流动负债	63.6	33.7	40.4	45.9	40.0	分红指标					
负债总额	1,969.4	2,049.1	2,777.1	2,779.0	3,725.9	DPS(元)	0.10	-	0.09	0.10	0.08
少数股东权益	759.4	817.5	1,109.6	1,507.7	1,962.3	分红比率	20.6%	0.0%	11.7%	10.7%	7.5%
股本	539.1	539.1	583.0	583.0	583.0	股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
留存收益	2,075.3	2,340.9	2,700.2	3,187.1	3,775.9						
股东权益	3,374.5	3,700.6	4,392.9	5,277.8	6,321.2						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	482.9	557.4	440.5	533.1	633.7	EPS(元)	0.49	0.59	0.76	0.91	1.09
加:折旧和摊销	90.3	113.0	104.2	104.2	104.2	BVPS(元)	4.85	5.35	5.63	6.47	7.48
资产减值准备	20.7	6.3	-	-	-	PE(X)	38.9	31.9	25.0	20.7	17.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.9	3.5	3.4	2.9	2.5
财务费用	-0.5	-10.3	-10.0	-13.6	-17.5	P/FCF	5,202.2	70.0	-429.1	16.1	86.8
投资损失	-6.8	-13.3	-15.6	-11.9	-13.6	P/S	2.3	1.8	1.6	1.3	1.0
少数股东损益	220.6	237.9	307.5	404.8	464.9	EV/EBITDA	30.1	19.8	14.2	10.3	8.6
营运资金的变动	479.9	-117.0	-505.3	42.7	-611.6	CAGR(%)	24.8%	25.4%	26.2%	24.8%	25.4%
经营活动产生现金流量	923.7	543.5	321.3	1,059.3	560.1	PEG	1.6	1.3	1.0	0.8	0.7
投资活动产生现金流量	-363.8	-198.4	45.1	1.0	11.1	ROIC/WACC	2.4	2.2	3.2	3.4	4.4
融资活动产生现金流量	-79.2	-240.1	-93.8	-28.6	-35.8	REP	3.4	2.6	1.5	1.4	0.9

资料来源: 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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

夏庐生声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034