

2015年08月16日

启明星辰 (002439.SZ)

内生增长强劲 并购整合顺利 全年业绩有望超预期

- **中报首次实现盈利。**2015年上半年公司实现营收4.77亿元，同比增长45.04%；净利1763.37万元，去年同期亏损3866.08万元，扭亏为盈。公司预测1-9月份实现净利4700万~5200万元。
- **并购整合顺利，内生高速增长，国产信息安全龙头地位稳固。**上半年毛利率73%，比去年同期增加7个百分点，经营效率进一步提升。合众和书生分别实现营收2096万元和1939万元，有效增厚业绩。公司内生营收同比增长33%，高于行业约20%的增速；公司在政府和军工市占率高达80%，受益于军工和政府信息安全建设加速启动，安全网关业务营收同比增长53%；这些都验证了我们的推荐逻辑：信息安全行业进入黄金发展期，行业集中化程度提升是大趋势。随着网络安全法在各行业逐步落地，信息安全投资不断提升是大势所趋，预计未来网络安全行业增速达到25%以上，龙头公司增速有望达到40%以上。
- **全年业绩有望超预期，卓越公司不断实现自我超越。**公司预计1-9月净利4700~5200万元。保守估计Q4单季利润同比增长15%，全年净利有望达到2.7亿元，高于年初制定的2.4亿目标，若考虑已收购标的全年利润并表，预计全年备考利润达到3亿元。公司研发费用高达1.5亿元，同比增长59%，今年在云计算、大数据、工控领域均率先发布相关安全产品，奠定未来持续高增长基础。
- **投资建议：**国产信息安全龙头，网络安全法最大受益者之一，深厚积淀终开花结果。公司携手腾讯、华为构建企业安全生态圈，“大安全”体系日趋完善。预计2015-2016年备考EPS分别为0.35元和0.50元，维持“买入-A”评级，6个月目标价37元。
- **风险提示：**行业需求爆发不及预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	948.4	1,195.7	1,709.8	2,427.9	3,423.3
净利润	122.4	170.4	299.9	431.3	622.7
每股收益(元)	0.15	0.21	0.35	0.50	0.72
每股净资产(元)	1.61	1.80	2.28	3.09	3.59

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	216.1	155.3	92.3	64.2	44.5
市净率(倍)	19.8	17.7	14.0	10.3	8.9
净利润率	12.9%	14.2%	17.5%	17.8%	18.2%
净资产收益率	9.2%	11.3%	14.5%	15.6%	19.4%
股息收益率	0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	0.7%
ROIC	18.6%	24.9%	23.8%	24.6%	31.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

基础软件及套装软件

投资评级 **买入-A**

维持评级

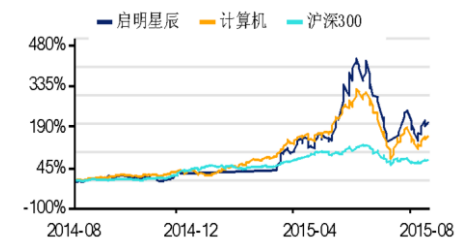
6个月目标价 **37.00元**

股价(2015-08-14) **31.86元**

交易数据

总市值(百万元)	26,451.66
流通市值(百万元)	18,542.40
总股本(百万股)	830.25
流通股本(百万股)	582.00
12个月价格区间	20.15/68.67元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	16.79	-39.80	-16.28
绝对收益	15.85	-53.14	58.11

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-68766271

报告联系人

李小伟

010-66581622

lixw2@essence.com.cn

相关报告

国产信息安全龙头，大股东增持彰显信心	2015-07-14
中报首次实现盈利，全年高速增长可期	2015-07-03
奠定全年高增长基调	2015-04-21

2015 年上半年营业收入增长 45.04%，净利润扭亏为盈，中报首次实现盈利。2015 年上半年公司实现营业收入 4.7653 亿元，同比增长 45.04%；归属于母公司股东净利润为 1763.37 万元，去年同期净利润-3866.08 万元，同比扭亏为盈，对应 EPS 为 0.02 元。

表 1：公司报告期利润表

报告期 单位：百万元	2013A	1Q14	1H14	1-3Q14	2014A	1Q15	1H15	1H15	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	948	123	329	581	1,196	189	477	45.04%	151.7%
二、营业总成本	910	179	416	659	1,092	249	568	36.5%	127.8%
营业成本	345	45	112	203	400	60	129	15.2%	114.2%
营业税金及附加	13	2	5	8	17	3	5	5.9%	95.7%
销售费用	319	79	174	257	370	93	215	23.6%	129.6%
管理费用	228	51	125	189	280	90	211	69.2%	133.0%
财务费用	(7)	(1)	(2)	(3)	(4)	(0)	0	-121.2%	-2341.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	(2)	(2)	0	0	10	1	15	4921.3%	1420.1%
投资收益	(2)	(2)	0	0	10	1	15	4921.3%	1420.1%
四、营业利润	37	(58)	(87)	(78)	113	(59)	(77)	-11.9%	29.9%
加：营业外收入	97	22	42	58	95	48	93	123.0%	93.6%
减：营业外支出	2	0	2	2	3	0	0	-86.2%	820.0%
五、利润总额	132	(36)	(47)	(22)	205	(11)	16	-134.9%	-250.5%
减：所得税	10	(7)	(8)	(3)	23	2	8	-197.8%	400.8%
六、净利润	122	(29)	(39)	(18)	182	(12)	8	-121.4%	-166.2%
减：少数股东损益	0	0	0	0	12	(3)	(9)	-	264.9%
归属于母公司净利润	122	(29)	(39)	(18)	170	(10)	18	-145.61%	-277.8%
每股收益（按最新股本）	0.15	(0.03)	(0.05)	(0.02)	0.21	(0.01)	0.02	-145.6%	-277.8%

报告期	2013A	1Q14	1H14	1-3Q14	2014A	1Q15	1H15	1H15	
								YoY	QoQ
毛利率	63.67%	63.79%	65.85%	65.14%	66.58%	68.14%	72.88%	7.04%	4.74%
期间费用率	56.90%	105.42%	90.15%	76.19%	54.05%	97.15%	89.34%	-0.81%	-7.81%
其中：销售费用率	33.67%	64.47%	52.82%	44.16%	30.93%	49.37%	45.02%	-7.79%	-4.35%
管理费用率	24.02%	41.83%	37.92%	32.55%	23.44%	47.79%	44.23%	6.31%	-3.56%
财务费用率	-0.79%	-0.88%	-0.58%	-0.51%	-0.32%	-0.01%	0.09%	0.67%	0.09%
营业利润率	3.86%	-46.98%	-26.50%	-13.38%	9.49%	-31.17%	-16.09%	10.41%	15.09%
所得税率	7.46%	18.73%	17.63%	15.64%	11.17%	-14.87%	49.49%	31.85%	64.35%
净利润率	12.91%	-23.47%	-11.77%	-3.17%	15.23%	-6.60%	1.73%	13.50%	8.33%
营业收入同比增速	169.76%	-64.99%	12.73%	17.67%	26.07%	53.78%	45.04%	32.31%	-8.74%
净利润同比增速	-463.55%	-14.18%	-5.83%	-42.53%	39.19%	-65.67%	-145.61%	-139.78%	-79.95%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

二季度单季营业收入增长 39.8%，单季度净利润扭亏为盈。2015 年第二季度公司实现营业收入 2.8723 亿元，同比增长 39.8%；归属于母公司股东净利润 2755.33 万元，去年同期净利润-976.92 万，同比扭亏为盈。

表 2：公司单季度利润表

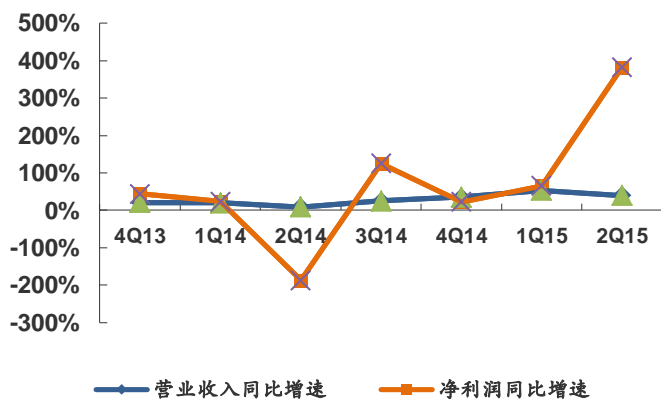
单季度 单位：百万元	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	2Q15	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	454	123	205	253	614	189	287	39.8%	51.7%
二、营业总成本	330	179	237	243	433	249	319	34.7%	27.8%
营业成本	180	45	68	90	197	60	69	1.9%	14.2%
营业税金及附加	5	2	2	3	9	3	2	-3.3%	-4.3%
销售费用	82	79	94	83	113	93	121	28.6%	29.6%
管理费用	60	51	73	65	91	90	120	64.6%	33.0%
财务费用	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(0)	0	-150.5%	-2441.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	7	(2)	2	(0)	10	1	14	630.0%	1320.1%
投资收益	7	(2)	2	(0)	10	1	14	630.0%	1320.1%
四、营业利润	131	(58)	(29)	9	191	(59)	(18)	-39.6%	-70.1%
加：营业外收入	49	22	19	16	37	48	45	132.3%	-6.4%
减：营业外支出	0	0	2	0	2	0	0	-86.7%	720.0%
五、利润总额	180	(36)	(11)	25	227	(11)	27	-339.1%	-350.5%
减：所得税	26	(7)	(2)	5	26	2	6	-500.3%	300.8%
六、净利润	154	(29)	(10)	20	201	(12)	21	-312.4%	-266.2%
减：少数股东损益	0	0	0	0	12	(3)	(7)	-	164.9%
归属于母公司净利润	154	(29)	(10)	20	189	(10)	28	-382.0%	-377.8%
每股收益（按最新股本）	0.19	(0.03)	(0.01)	0.02	0.23	(0.01)	0.03	-382.0%	-377.8%

单季度 单位：百万元	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	2Q15	
								YoY	QoQ
毛利率	60.42%	63.79%	67.08%	64.23%	67.94%	68.14%	76.01%	8.93%	7.87%
期间费用率	30.68%	105.42%	81.00%	58.06%	33.08%	97.15%	84.19%	3.19%	-12.96%
其中：销售费用率	18.05%	64.47%	45.83%	32.90%	18.41%	49.37%	42.16%	-3.68%	-7.21%
管理费用率	13.20%	41.83%	35.57%	25.57%	14.81%	47.79%	41.88%	6.31%	-5.90%
财务费用率	-0.56%	-0.88%	-0.41%	-0.42%	-0.14%	-0.01%	0.15%	0.56%	0.16%
营业利润率	28.91%	-46.98%	-14.23%	3.67%	31.14%	-31.17%	-6.14%	8.09%	25.03%
所得税率	14.23%	18.73%	14.21%	19.37%	11.60%	-14.87%	23.79%	9.58%	38.66%
净利润率	34.00%	-23.47%	-4.75%	8.00%	32.65%	-6.60%	7.22%	11.98%	13.82%
营业收入同比增速	20.75%	19.95%	8.80%	24.77%	35.20%	53.78%	39.80%	31.00%	-13.98%
净利润同比增速	43.95%	23.27%	-187.37%	125.38%	22.22%	65.67%	382.04%	569.41%	316.37%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

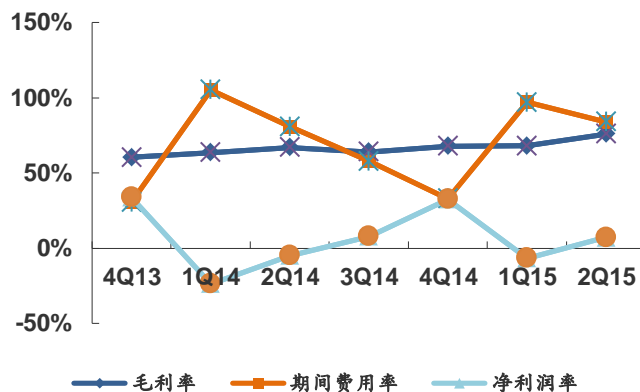
二季度毛利率比去年同期上升 8.93%，期间费用率较去年同期上升 3.19%。2015 年第二季度公司综合毛利率为 76.01%，较去年同期上升 8.93 个百分点；销售费用率为 42.16%，较去年同期下降 3.68 个百分点；管理费用率为 41.88%，较去年同期上升 6.31 个百分点，较上期下降 5.90 个百分点。

图 1：单季度营业收入及净利润增长趋势



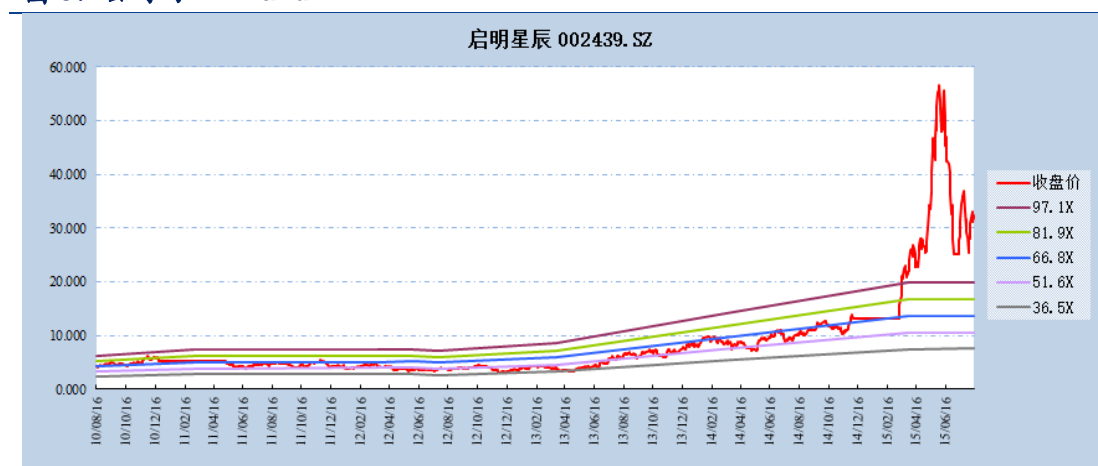
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 2：单季度利润率变化趋势



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 3：公司的 PE-Band



数据来源：WIND，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月16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	948.4	1,195.7	1,709.8	2,427.9	3,423.3	成长性					
减:营业成本	344.6	399.6	518.1	711.4	996.2	营业收入增长率	30.3%	26.1%	43.0%	42.0%	41.0%
营业税费	12.6	17.2	24.6	35.0	49.3	营业利润增长率	-22.8%	210.3%	101.4%	77.5%	51.5%
销售费用	319.3	369.8	524.7	732.7	1,009.2	净利润增长率	66.2%	39.2%	76.0%	43.8%	44.4%
管理费用	227.8	280.2	399.1	556.0	773.7	EBITDA 增长率	-1.5%	107.6%	35.8%	69.8%	49.1%
财务费用	-7.4	-3.9	-9.6	-19.9	-29.7	EBIT 增长率	-27.8%	276.4%	99.8%	76.2%	51.6%
资产减值损失	12.9	29.3	24.4	7.1	10.1	NOPLAT 增长率	72.6%	55.1%	66.4%	42.1%	44.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.9%	73.7%	37.5%	12.0%	22.7%
投资和汇兑收益	-2.2	10.2	-	-	-	净资产增长率	8.6%	21.2%	30.4%	33.7%	15.8%
营业利润	36.6	113.5	228.6	405.7	614.5	利润率					
加:营业外净收支	95.7	91.6	130.0	110.0	130.0	毛利率	63.7%	66.6%	69.7%	70.7%	70.9%
利润总额	132.3	205.0	358.6	515.7	744.5	营业利润率	3.9%	9.5%	13.4%	16.7%	18.0%
减:所得税	9.9	22.9	53.8	77.4	111.7	净利润率	12.9%	14.2%	17.5%	17.8%	18.2%
净利润	122.4	170.4	299.9	431.3	622.7	EBITDA/营业收入	8.9%	14.6%	13.9%	16.6%	17.6%
						EBIT/营业收入	3.1%	9.2%	12.8%	15.9%	17.1%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	93	62	34	23	15
货币资金	616.1	259.6	382.4	944.7	1,034.4	流动营业资本周转天数	58	115	176	179	163
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	445	425	373	358	327
应收帐款	425.5	651.0	950.0	1,219.3	1,618.6	应收帐款周转天数	144	152	162	158	147
应收票据	3.9	4.3	1.4	2.0	2.8	存货周转天数	36	32	27	22	20
预付帐款	14.2	26.2	26.2	26.2	26.2	总资产周转天数	648	637	546	474	408
存货	84.6	115.9	141.9	155.9	218.3	投资资本周转天数	253	295	311	269	224
其他流动资产	135.0	490.0	490.0	490.0	490.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	55.0	55.0	55.0	55.0	ROE	9.2%	11.3%	14.5%	15.6%	19.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.7%	7.6%	10.9%	12.2%	15.3%
长期股权投资	87.5	74.2	55.0	50.0	56.0	ROIC	18.6%	24.9%	23.8%	24.6%	31.7%
投资性房地产	-	94.7	94.7	94.7	94.7	费用率					
固定资产	246.3	164.8	157.0	149.0	141.3	销售费用率	33.7%	30.9%	30.7%	30.2%	29.5%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	24.0%	23.4%	23.3%	22.9%	22.6%
无形资产	100.1	166.7	155.6	145.2	135.5	财务费用率	-0.8%	-0.3%	-0.6%	-0.8%	-0.9%
其他非流动资产	110.7	289.5	259.2	258.2	259.7	三费/营业收入	56.9%	54.0%	53.5%	52.3%	51.2%
资产总额	1,831.9	2,402.1	2,784.4	3,605.2	4,147.1	偿债能力					
短期债务	-	41.4	-	-	-	资产负债率	27.2%	32.7%	24.3%	21.9%	21.3%
应付帐款	202.7	267.8	291.9	400.8	508.1	负债权益比	37.3%	48.6%	32.2%	28.0%	27.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.70	2.06	3.06	3.72	3.95
其他流动负债	270.9	442.0	359.6	362.3	350.9	速动比率	2.49	1.90	2.84	3.51	3.69
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-3.91	-28.30	-22.74	-19.38	-19.70
其他非流动负债	24.5	34.8	25.9	25.4	25.4	分红指标					
负债总额	498.1	786.1	677.5	788.6	884.5	DPS(元)	0.03	0.13	0.07	0.10	0.22
少数股东权益	-	120.5	125.4	132.4	142.5	分红比率	17.0%	60.9%	20.0%	20.0%	30.0%
股本	207.6	415.1	868.9	868.9	868.9	股息收益率	0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	0.7%
留存收益	1,126.2	1,080.4	1,112.7	1,815.4	2,251.3						
股东权益	1,333.8	1,616.0	2,106.9	2,816.6	3,262.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.15	0.21	0.35	0.50	0.72
净利润	122.4	182.1	299.9	431.3	622.7	BVPS(元)	1.61	1.80	2.28	3.09	3.59
加:折旧和摊销	55.4	66.5	18.9	18.2	17.5	PE(X)	216.1	155.3	92.3	64.2	44.5
资产减值准备	12.9	29.3	24.4	7.1	10.1	PB(X)	19.8	17.7	14.0	10.3	8.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	1,109.0	-83.6	-132.8	122.2	148.2
财务费用	-	0.3	-9.6	-19.9	-29.7	P/S	27.9	22.1	16.2	11.4	8.1
投资损失	2.2	-10.2	-	-	-	EV/EBITDA	71.2	60.8	115.2	66.6	44.7
少数股东损益	-	11.8	4.9	7.0	10.1	CAGR(%)	53.0%	51.5%			
营运资金的变动	-65.0	-253.3	-383.4	-178.6	-378.4	PEG	4.1	3.0			
经营活动产生现金流量	251.9	368.1	-44.9	265.1	252.4	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-223.9	-695.6	19.2	5.0	-6.0	REP					
融资活动产生现金流量	-23.6	-31.3	154.4	291.2	-157.1						

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

胡又文声明, 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
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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

