

证券研究报告—动态报告/公司快评
信息技术
通信
星网锐捷 (002396)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2017年07月27日

资产收购获批文，内部整合进入收官阶段

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
证券分析师：王齐昊 0755-22940673 wangqh@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070002
联系人：马成龙 machenglong@guosen.com.cn

事项：

星网锐捷公告：2017年7月26日，公司收到证监会《关于核准福建星网锐捷通讯股份有限公司向福建隽丰投资有限公司等发行股份购买资产的批复》，鉴于公司2016年年度权益分派方案已实施完毕，现就公司发行股份购买资产发行价格和发行数量进行相应调整，调整后发行价格为17.51元/股，发行数量为44,169,045股。

评论：

■ 企业网络设备、KTV行业解决方案细分行业龙头，各主业呈百花齐放之势

星网锐捷在企业级WLAN、网络终端、KTV解决方案等多个领域保持领先地位。近年来受益于企业信息化、移动支付、迷你KTV等新兴市场的蓬勃发展，公司各项业务呈现百花齐放之势。

控股子公司锐捷网络在中国WLAN市场和以太网交换机市场占有率位居第二和第四，连续十五年复合增速超过35%，是公司利润贡献主体。此外，锐捷网络已经在互联网教育和高校校园网市场处于领先地位，其云课堂产品市占率连续多年排名第一，校园网产品覆盖高校达2300余所，成为新的业务亮点。

全资子公司升腾资讯是亚太区瘦客户机市场龙头企业，2015年市占率达到46%。在移动支付市场迅猛发展的推动下，智能POS终端迎来高速发展期，将成为升腾资讯最重要的增长引擎。截至2016年底，升腾资讯累计销售的POS终端超过750万台，其中智能POS和电话POS销量业内遥遥领先。

全资子公司星网视易连续9年在中国KTV联网娱乐平台市场占有率第一，覆盖40多个国家和地区，产品应用在6万多家娱乐场所，1.4万家联网KTV，K米app用户超过6000万。近年来，随着唱吧、多唱K吧等迷你KTV产品的风靡发展，或将打开星网视易新的成长空间。

表 1：星网锐捷行业地位及各业务潜在增长点

主营业务	实施主体	行业地位	潜在增长点
企业级网络设备、互联网教育解决方案	锐捷网络	国内企业级WLAN市占率第二 以太网交换机市占率第四 云课堂解决方案市占率第一	亚太区企业级WLAN市场增速超过16%、互联网教育行业市场增速达到30%
网络终端	升腾资讯	亚太区瘦客户机市占率第一 智能POS出货量位居前列	云终端和智能POS市场保持快速增长
视频信息应用	星网视易	连续8年KTV娱乐点播市场第一	迷你KTV市场增速达到90%以上
通讯产品	德明通讯	定制化通讯产品受到欧美等公司青睐	向M2M模块、车联网拓展
软件业务	四创软件	防灾减灾产品覆盖位居行业前列	向其国内他区域拓展

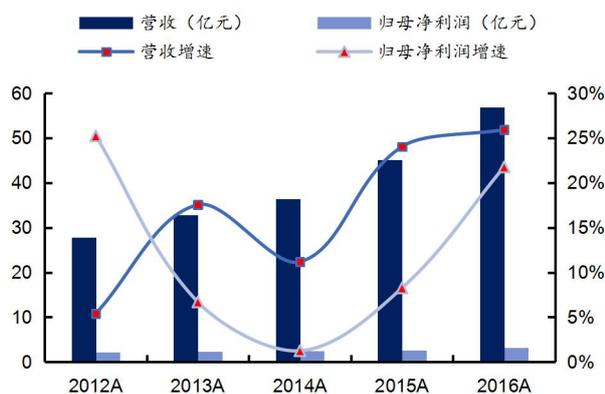
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师整理

■ 内生+外延发展战略逐渐发挥成效，利润增速不断创新高

公司内生与外延相结合的发展战略逐渐发挥成效，近两年营业收入和净利润增速显著提升，盈利能力显著增强。2016年，公司实现营收 56.88 亿元，同比增 25.93%，实现归母净利润 3.19 亿元，同比增长 21.77%。营收和净利润增速均不断创新高。

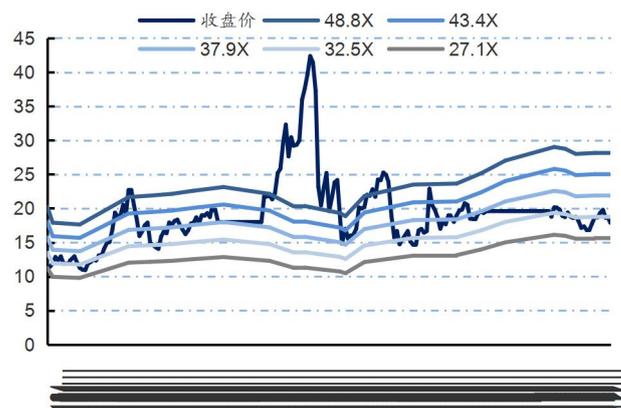
从公司近三年的 PE Band 数据来看，公司 TTM 估值处于近四年最低区间（27x-33x）。

图 1：公司近年业绩增速再创新高



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所分析师整理

图 2：TTM 估值处于历史最低区间



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所分析师整理

■ 当前股价与收购股票对价接近，安全边际充足

实施 2016 年度现金分红方案后，公司收购资产发行股份价格为 17.51 元/股，接近当前股价 17.89 元/股，具有充足的安全边际。

■ 看好公司在各个细分领域的发展，维持“增持”评级

预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 71.80/91.52/117.69 亿元，净利润分别为 3.79/4.46/5.30 亿元；考虑本次收购升腾资讯和星网视易少数股东权益后，17-19 年备考净利润分别为 4.51/5.38/6.47 亿元，摊薄后当前股价对应的 PE 为 23/19/16 倍，维持“增持”评级。

■ 风险提示：

- 1、企业级 WLAN 市场竞争加剧的风险；
- 2、视频信息应用行业增长不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2001	2201	2421	2663
应收款项	1224	1546	1970	2533
存货净额	1035	1313	1673	2154
其他流动资产	188	237	302	389
流动资产合计	4448	5297	6366	7739
固定资产	464	504	536	563
无形资产及其他	203	295	387	479
投资性房地产	601	601	601	601
长期股权投资	33	41	49	57
资产总计	5750	6739	7940	9439
短期借款及交易性金融负债	120	442	806	1212
应付款项	1204	1528	1947	2506
其他流动负债	691	884	1126	1449
流动负债合计	2015	2854	3878	5167
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	34	34	34	34
长期负债合计	34	34	34	34
负债合计	2049	2888	3912	5201
少数股东权益	818	882	957	1047
股东权益	2883	2969	3071	3191
负债和股东权益总计	5750	6739	7940	9439

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.59	0.70	0.83	0.98
每股红利	0.46	0.54	0.64	0.76
每股净资产	5.35	5.51	5.70	5.92
ROIC	10%	10%	12%	14%
ROE	11%	13%	15%	17%
毛利率	43%	43%	44%	44%
EBIT Margin	6%	6%	6%	7%
EBITDA Margin	8%	7%	7%	7%
收入增长	26%	26%	27%	29%
净利润增长率	22%	19%	18%	19%
资产负债率	50%	56%	61%	66%
息率	2.3%	2.7%	3.2%	3.8%
P/E	33.4	28.1	23.9	20.2
P/B	3.7	3.6	3.5	3.3
EV/EBITDA	27.1	26.5	22.2	19.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师预测（暂未考虑本次收购并表）

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5688	7180	9152	11769
营业成本	3223	4065	5169	6646
营业税金及附加	54	68	87	111
销售费用	1091	1436	1830	2354
管理费用	957	1157	1472	1891
财务费用	(16)	(40)	(30)	(18)
投资收益	13	13	13	13
资产减值及公允价值变动	(10)	(10)	(10)	(10)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	382	498	627	789
营业外净收支	235	235	235	235
利润总额	617	733	862	1024
所得税费用	60	71	84	99
少数股东损益	238	283	332	395
归属于母公司净利润	319	379	446	530

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	319	379	446	530
资产减值准备	(14)	(1)	0	0
折旧摊销	107	57	63	69
公允价值变动损失	10	10	10	10
财务费用	(16)	(40)	(30)	(18)
营运资本变动	(245)	(134)	(188)	(248)
其它	68	66	75	89
经营活动现金流	245	376	406	450
资本开支	(142)	(197)	(197)	(197)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(150)	(205)	(205)	(205)
权益性融资	25	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(247)	(293)	(345)	(409)
其它融资现金流	485	322	364	406
融资活动现金流	17	29	19	(3)
现金净变动	112	200	220	242
货币资金的期初余额	1889	2001	2201	2421
货币资金的期末余额	2001	2201	2421	2663
企业自由现金流	48	137	214	317
权益自由现金流	533	495	605	739

相关研究报告

《星网锐捷-002396-静水流深的 ICT 方案供应商》——2017-07-10

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20% 以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20% 之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10% 以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10% 以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行