

星网锐捷 (002396) 重大事项点评

控股股东增持，彰显国资平台价值

2018年2月22日

事项：

❖ 控股股东福建省电子信息集团增持股份合计 5,850,000 股，占总股本比例为 1.0029%，本次增持后持股比例增至 26.88%。对此，我们评论如下：

评论：

❖ **场景创新持续拓展，巩固优势有望带来高业绩弹性。**锐捷网络打造数通解决方案领导品牌，受益国内数据中心建设，为大型互联网公司提供交换机等核心设备；无线 WiFi 在校园、地铁、大型场馆树立口碑效应，提供场景化网络解决方案；锐捷企业云提供服务器硬件和基于 OpenStack 的云管理平台，帮助企业实现灵活的云业务部署。升腾资讯主营云终端及瘦客户机，稳居亚太区销售领先地位；累计销售 POS 终端超过 750 万台，出货量快速增长。星网视易占据 KTV 联网娱乐点播系统龙头位置，覆盖 1.4 万家联网 KTV，与阳光视翰达成股权合作，有望增强 K 米系统线下 KTV 场所资源。

❖ **收购少数股东权益，统筹业务和激励有望激发新活力。**公司在 2017 年完成收购升腾资讯和星网视易的少数股东权益，交易对方承诺升腾资讯、星网视易 2017~19 年累计归母净利润分别不低于 36750、24700 万元，有望增厚上市公司业绩，四季度并表贡献有望完整体现，2017 年业绩指引为 4.15~5.11 亿元，YoY 30~60%。目前公司持有锐捷网络 51% 股权，未来存在进一步收购少数股权可能。

❖ **出售四创软件 22% 股权，聚焦通信主业经营。**四创软件主营业务是防灾减灾信息与应用服务，主要客户集中在海洋与渔业、水利、气象等政府部门，业绩存在一定波动性，与公司业务的协同效应不明显。已公告拟出售 22% 股权（交易对价 1.65 亿元）给控股股东，在合并层面产生投资收益约 4,000 万元，出售后四创软件将不再纳入上市公司合并报表。另外为降低管理成本，上市公司注销控股子公司星网隼丰，有助于简化业务板块布局。

❖ **控股股东增持公司股份，彰显国资平台价值。**公司控股股东福建省电子信息（集团）有限责任公司利用自筹资金，以集中竞价交易方式增持 585 万股上市公司股份，占公司股份总额的 1.0029%，此次增持后控股股东持股比例由 25.88% 上升至 26.88%，充分彰显了对上市公司平台价值的认可和对未来发展的信心。随着地方国资混改推进，公司有望分享政策红利。

❖ **风险因素：**竞争加剧导致毛利率下降，创新业务发展不及预期。

❖ **维持“买入”评级：**公司企业级设备具备差异化优势持续增长，创新业务亮点纷呈业绩弹性较高，地方国改有望激发新活力，控股股东增持彰显未来发展信心。维持公司 2017~2019 年 EPS 预测为 0.77/0.96/1.18 元，现价对应 24/20/16 倍 PE，估值具备吸引力，维持目标价 27.60 元和“买入”评级。

项目/年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,517	5,688	7,007	8,728	10,750
增长率 YoY %	24.0	25.9	23.2	24.6	23.2
净利润(百万元)	262	319	451	562	687
增长率 YoY%	8.5	21.8	41.3	24.4	22.4
每股收益(元)	0.49	0.59	0.77	0.96	1.18
毛利率%	45.7	43.3	43.9	44.7	45.1
净资产收益率%	16.4	15.8	16.2	16.3	17.1
P/E	42	35	24	20	16
P/B	3.3	3.0	2.1	1.8	1.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2018 年 2 月 14 日收盘价


买入 (维持)

当前价：18.95 元

目标价：27.60 元

中信证券研究部

郑泽科

电话：0755-23835433

邮件：zhengzeke@citics.com

执业证书编号：S1010517100002

相对指数表现


资料来源：中信证券量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3966.96 点
总股本/流通股本	583.3 / 534.1 百万股
近 12 月最高/最低价	25.61 元 / 16.87 元
近 1 月绝对涨幅	-3.37%
近 6 月绝对涨幅	-7.61%
今年以来绝对涨幅	-12.24%
12 个月日均成交额	206.65 百万元

相关研究

1. 星网锐捷 (002396) 2017 年三季度报点评—业绩达预告上限，Q4 并表贡献可期(2017-10-25)
2. 星网锐捷 (002396) 2017 年中报点评—营收稳定增长，深入场景创新(2017-08-25)
3. 星网锐捷 (002396) 2016 年中报点评—内生拉动力业绩高增长，新业务现亮点(2016-08-26)
4. 星网锐捷 (002396) 2016 年一季报点评—业绩逐步扭转，挖掘 KTV 场景新需求(2016-04-28)

利润表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4517	5688	7007	8728	10750
营业成本	2453	3223	3929	4828	5899
毛利率	45.7%	43.3%	43.9%	44.7%	45.1%
营业税金及附加	36	54	62	77	97
销售费用	907	1091	1337	1657	2031
销售费用率	20.1%	19.2%	19.1%	19.0%	18.9%
管理费用	799	957	1174	1455	1783
管理费用率	17.7%	16.8%	16.7%	16.7%	16.6%
财务费用	-8	-16	-30	-36	-44
财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
投资收益	7	13	16	14	13
营业利润	315	382	549	761	994
营业利润率	7.0%	6.7%	7.8%	8.7%	9.2%
营业外收入	218	237	240	242	244
营业外支出	4	2	0	0	0
利润总额	528	617	789	1003	1238
所得税	45	60	70	89	110
所得税率	8.6%	9.7%	8.9%	8.9%	8.9%
少数股东损益	221	238	267	352	440
归属于母公司股东的净利润	262	319	451	562	687
净利率	5.8%	5.6%	6.4%	6.4%	6.4%

现金流量表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	528	617	789	1003	1238
所得税支出	-45	-60	-70	-89	-110
折旧和摊销	90	113	138	145	120
营运资金变动	289	-98	-221	-259	-217
其他	61	-29	-71	-78	-86
经营现金流	924	544	564	721	945
资本支出	-109	-97	-86	-95	-104
投资收益	7	13	16	14	13
资产变卖	0	0	1	0	0
其他	-262	-115	0	0	0
投资现金流	-364	-198	-69	-81	-91
发行股票	149	25	773	0	0
负债变化	-19	-18	-4	18	20
股息支出	-36	-51	-40	-23	-28
其他	-172	-196	30	36	44
融资现金流	-79	-240	759	32	36
现金及现金等价物净增加额	481	105	1254	672	889

资料来源：中信证券量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1889	2001	3255	3926	4816
存货	941	1035	1374	1697	2010
应收账款	960	1002	1234	1554	1932
其他流动资产	278	410	477	619	695
流动资产	4068	4448	6340	7797	9453
固定资产	455	454	428	397	396
长期股权投资	24	33	33	33	33
无形资产	233	203	182	167	157
其他长期资产	564	612	606	601	596
非流动资产	1276	1301	1249	1198	1182
资产总计	5344	5750	7589	8995	10635
短期借款	38	21	0	0	0
应付账款	763	825	1016	1261	1526
其他流动负债	1105	1169	1413	1713	2022
流动负债	1906	2015	2429	2974	3548
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	64	34	7	(23)	(55)
非流动性负债	64	34	7	(23)	(55)
负债合计	1969	2049	2436	2951	3492
股本	539	539	583	583	583
资本公积	846	846	1576	1576	1576
股东权益合计	3374	3701	5153	6043	7143
少数股东权益	759	818	1085	1436	1877
负债股东权益总计	5344	5750	7589	8995	10635

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率 (%)					
营业收入	24.0%	25.9%	23.2%	24.6%	23.2%
营业利润	58.7%	21.5%	43.7%	38.4%	30.6%
净利润	8.5%	21.8%	41.3%	24.4%	22.4%
利润率 (%)					
毛利率	45.7%	43.3%	43.9%	44.7%	45.1%
EBIT Margin	6.6%	6.4%	7.0%	7.0%	7.0%
EBITDA Margin	8.6%	8.4%	9.0%	8.7%	8.1%
净利率	5.8%	5.6%	6.4%	6.4%	6.4%
回报率 (%)					
净资产收益率	16.4%	15.8%	16.2%	16.3%	17.1%
总资产收益率	10.4%	10.0%	10.8%	11.0%	11.5%
其他 (%)					
资产负债率	36.9%	35.6%	32.1%	32.8%	32.8%
所得税率	8.6%	9.7%	8.9%	8.9%	8.9%
股利支付率	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。