

公司研究/事件点评

2017年06月18日

通信/通信设备制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 18.7
合理价格区间(元): 23.52~25.20

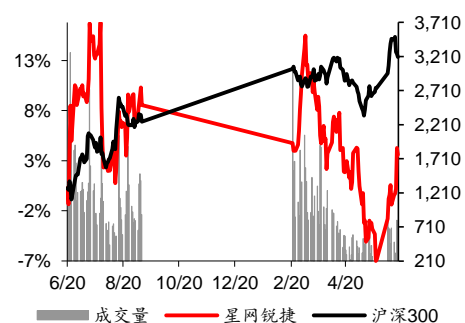
周明 执业证书编号: S0570517030002
研究员 0755-23950856
zhouming2017@htsc.com

赵蓬 010-56793961
联系人 zhao.peng@htsc.com

相关研究

- 1 《星网锐捷(002396,买入): 多主业齐头并进, 企业 WLAN 引领增长》2017.05
- 2 《星网锐捷(002396): 毛利率逐季改善》2014.10
- 3 《星网锐捷(002396): 信息设备国产化效应开始体现, 下半年各业务有望多点开花》2014.08

股价走势图



资料来源: Wind

创新驱动, 看好成长股反弹行情

星网锐捷(002396)

一季报弱勢压低股价, 超跌反弹行情已经开始

一季度是公司的传统淡季, 尤其今年子公司锐捷网络扩大了研发团队, 增加了人员开支, 导致一季度业绩相比去年同期营收微增, 亏损扩大, 致使公司股价短期承压。从公司历年情况看, 随着收入的逐步确认, 二季度及以后业绩会逐步回归, 近期公司股价开始上扬, 出现超跌反弹行情。我们认为公司后续业绩增长势头强劲, 反弹行情将持续并超越市场预期。

角力跨界整合, 锐捷式创新焕发生机

市场认为公司业务覆盖广, 缺乏主线, 尤其是 2015 年之前营业收入增速随着覆盖行业的景气变化呈现较大波动, 对于今年的业绩有同样的担忧。我们认为已有的多样化业务是公司的重要积淀, 跨界整合能力是公司正在发展的核心竞争力, 锐捷式创新孕育出的深入垂直行业解决方案迎来收获期, 将助力公司业绩快速增长。我们与众不同的逻辑有: 1、企业级 WLAN 解决方案卡位优势明显, 市场空间广阔; 2、“云课堂”以改善体验为导向, 努力培养用户粘性; 3、解决方案多点开花, 产品板凳厚度大。

与众不同的逻辑 1: 企业级 WLAN 解决方案卡位优势明显, 市场空间广阔

该方案可提供大容量并发场景下的无线专网覆盖, 2015 年营收 5 亿, 2016 年营收 10 亿。据 IDC 统计, 我国企业级无线设备市场近几年保持高速增长, 2016 年第三季度同比增速高达 55.7%, 全年市场总额约 40 亿人民币。我们初步估算, 未来我国仅面向商业广场的 WiFi 专网就有百亿市场空间, 预计未来三年我国企业级 WLAN 市场规模将继续保持年均 35% 以上的增速。公司市场份额有保证, 看好该业务 2018 年营业收入达到 20 亿元。

与众不同的逻辑 2: “云课堂”以改善体验为导向, 努力培养用户粘性

该方案基于公司对教育行业的深刻理解和不断改善用户体验, 培养了良好的用户粘性, 2015 年营收 2 亿, 2016 年营收 5 亿。公司在改善用户体验的过程中不断向解决方案中整合进新资源, 例如卖课件、做“云课堂”的桌椅等, 进而不断扩大市场空间。公司在教育行业良好的客户关系为该业务增长提供了保障, 看好该业务 2017 年营收 10 亿元。

与众不同的逻辑 3: 解决方案多点开花, 产品板凳厚度大

锐捷式创新还孕育出智能 POS 机、智能家居、智慧社区等一批解决方案, 正在蓄势待发, 并逐渐走向成熟。产品板凳厚度大有助于公司分散市场竞争压力、规避行业起落风险, 为公司持续快速发展注入活力。

重申“买入”评级

公司业务覆盖面比较广, 传统业务企业级交换机、路由器等保持稳定, 近期新推出的企业级 WLAN、“云课堂”等解决方案有望实现快速增长。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 4.50/5.46/6.46 亿元, 对应的 PE 分别为 24/20/17x, 17 年合理价格区间为 23.52-25.20 元, 重申“买入”评级。

风险提示: 企业级交换机、路由器市场波动; 收购标的公司业绩不达预期。

公司基本资料

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 539.11 |
| 流通 A 股(百万股) | 530.35 |
| 52 周内股价区间(元) | 16.87-21.20 |
| 总市值(百万元) | 10,081 |
| 总资产(百万元) | 5,035 |
| 每股净资产(元) | 5.31 |

资料来源: 公司公告

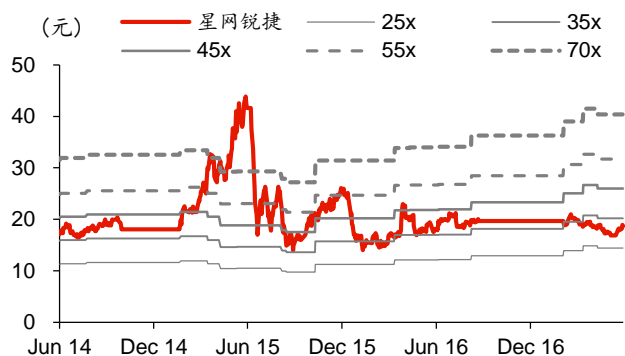
经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,517 | 5,688 | 7,157 | 9,008 | 11,377 |
| +/-% | 24.02 | 25.93 | 25.83 | 25.87 | 26.30 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 262.34 | 319.46 | 450.36 | 545.92 | 646.74 |
| +/-% | 8.52 | 21.77 | 40.98 | 21.22 | 18.47 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 0.45 | 0.55 | 0.77 | 0.94 | 1.11 |
| PE (倍) | 41.56 | 34.13 | 24.21 | 19.97 | 16.86 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

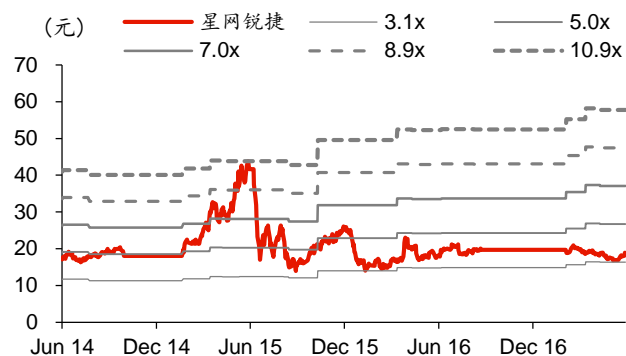
PE/PB - Bands

图表1: 星网锐捷历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 星网锐捷历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 4,068 | 4,448 | 5,626 | 7,061 | 8,790 |
| 现金 | 1,889 | 2,001 | 2,479 | 2,918 | 3,708 |
| 应收账款 | 960.04 | 1,002 | 1,138 | 1,559 | 1,843 |
| 其他应收账款 | 59.62 | 61.77 | 78.89 | 101.89 | 126.80 |
| 预付账款 | 88.40 | 70.50 | 87.00 | 108.52 | 137.19 |
| 存货 | 941.19 | 1,035 | 1,168 | 1,458 | 1,843 |
| 其他流动资产 | 130.13 | 278.13 | 674.87 | 916.48 | 1,133 |
| 非流动资产 | 1,276 | 1,301 | 1,312 | 1,318 | 1,307 |
| 长期投资 | 24.41 | 32.64 | 32.64 | 32.64 | 32.64 |
| 固定投资 | 454.81 | 453.70 | 469.03 | 484.56 | 496.08 |
| 无形资产 | 232.87 | 203.45 | 187.24 | 168.61 | 140.98 |
| 其他非流动资产 | 563.54 | 611.70 | 623.23 | 632.51 | 637.51 |
| 资产总计 | 5,344 | 5,750 | 6,938 | 8,379 | 10,097 |
| 流动负债 | 1,906 | 2,015 | 2,414 | 2,959 | 3,624 |
| 短期借款 | 37.51 | 20.81 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 应付账款 | 763.09 | 825.46 | 994.36 | 1,240 | 1,568 |
| 其他流动负债 | 1,105 | 1,169 | 1,320 | 1,618 | 1,956 |
| 非流动负债 | 63.59 | 33.69 | 42.21 | 46.03 | 40.58 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 63.59 | 33.69 | 42.21 | 46.03 | 40.58 |
| 负债合计 | 1,969 | 2,049 | 2,457 | 3,005 | 3,664 |
| 少数股东权益 | 759.36 | 817.53 | 1,104 | 1,452 | 1,863 |
| 股本 | 539.11 | 539.11 | 583.03 | 583.03 | 583.03 |
| 资本公积 | 846.38 | 846.38 | 846.38 | 846.38 | 846.38 |
| 留存公积 | 1,229 | 1,494 | 1,948 | 2,494 | 3,141 |
| 归属母公司股 | 2,615 | 2,883 | 3,377 | 3,923 | 4,570 |
| 负债和股东权益 | 5,344 | 5,750 | 6,938 | 8,379 | 10,097 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 923.72 | 543.50 | 557.82 | 526.74 | 863.87 |
| 净利润 | 482.93 | 557.40 | 736.95 | 893.32 | 1,058 |
| 折旧摊销 | 90.27 | 113.02 | 103.07 | 110.49 | 118.06 |
| 财务费用 | (7.93) | (15.97) | (10.77) | (12.58) | (18.73) |
| 投资损失 | (6.85) | (13.25) | (13.36) | (15.06) | (12.13) |
| 营运资金变动 | 289.16 | (97.73) | (279.14) | (513.67) | (317.58) |
| 其他经营现金 | 76.13 | 0.03 | 21.07 | 64.22 | 35.95 |
| 投资活动现金 | (363.84) | (198.38) | (112.66) | (100.95) | (92.54) |
| 资本支出 | 108.66 | 97.03 | 80.00 | 80.00 | 80.00 |
| 长期投资 | 45.34 | 29.87 | (8.11) | 2.76 | (1.00) |
| 其他投资现金 | (209.84) | (71.48) | (40.77) | (18.20) | (13.53) |
| 筹资活动现金 | (79.21) | (240.10) | 32.55 | 13.26 | 18.82 |
| 短期借款 | 25.28 | (16.70) | 79.19 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 188.05 | 0.00 | 43.92 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 53.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (345.94) | (223.39) | (90.56) | 13.26 | 18.82 |
| 现金净增加额 | 483.24 | 117.62 | 477.70 | 439.05 | 790.16 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 4,517 | 5,688 | 7,157 | 9,008 | 11,377 |
| 营业成本 | 2,453 | 3,223 | 3,977 | 4,961 | 6,272 |
| 营业税金及附加 | 36.30 | 53.88 | 67.79 | 85.33 | 107.77 |
| 营业费用 | 906.62 | 1,091 | 1,360 | 1,711 | 2,162 |
| 管理费用 | 798.89 | 957.41 | 1,202 | 1,513 | 1,911 |
| 财务费用 | (7.93) | (15.97) | (10.77) | (12.58) | (18.73) |
| 资产减值损失 | 21.74 | 9.52 | 15.51 | 14.55 | 14.04 |
| 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 | 13.36 | 15.06 | 12.13 |
| 营业利润 | 314.63 | 382.32 | 557.84 | 749.58 | 940.89 |
| 营业外收入 | 217.76 | 237.27 | 266.00 | 248.00 | 240.00 |
| 营业外支出 | 4.01 | 2.30 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 利润总额 | 528.38 | 617.29 | 818.84 | 992.58 | 1,176 |
| 所得税 | 45.45 | 59.89 | 81.88 | 99.26 | 117.59 |
| 净利润 | 482.93 | 557.40 | 736.95 | 893.32 | 1,058 |
| 少数股东损益 | 220.59 | 237.94 | 286.59 | 347.40 | 411.56 |
| 归属母公司净利润 | 262.34 | 319.46 | 450.36 | 545.92 | 646.74 |
| EBITDA | 396.96 | 479.38 | 650.14 | 847.50 | 1,040 |
| EPS (元) | 0.49 | 0.59 | 0.77 | 0.94 | 1.11 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 24.02 | 25.93 | 25.83 | 25.87 | 26.30 |
| 营业利润 | 58.73 | 21.52 | 45.91 | 34.37 | 25.52 |
| 归属母公司净利润 | 8.52 | 21.77 | 40.98 | 21.22 | 18.47 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 45.69 | 43.33 | 44.42 | 44.92 | 44.87 |
| 净利率 | 5.81 | 5.62 | 6.29 | 6.06 | 5.68 |
| ROE | 10.03 | 11.08 | 13.33 | 13.91 | 14.15 |
| ROIC | 18.57 | 19.80 | 25.13 | 27.47 | 30.95 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 36.85 | 35.64 | 35.41 | 35.86 | 36.29 |
| 净负债比率 (%) | 5.98 | 5.83 | 4.07 | 3.33 | 2.73 |
| 流动比率 | 2.13 | 2.21 | 2.33 | 2.39 | 2.43 |
| 速动比率 | 1.63 | 1.68 | 1.84 | 1.88 | 1.91 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.98 | 1.03 | 1.13 | 1.18 | 1.23 |
| 应收账款周转率 | 4.29 | 5.18 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| 应付账款周转率 | 3.59 | 4.06 | 4.37 | 4.44 | 4.47 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.45 | 0.55 | 0.77 | 0.94 | 1.11 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.58 | 0.93 | 0.96 | 0.90 | 1.48 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 4.49 | 4.95 | 5.79 | 6.73 | 7.84 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 41.56 | 34.13 | 24.21 | 19.97 | 16.86 |
| PB (倍) | 4.17 | 3.78 | 3.23 | 2.78 | 2.39 |
| EV_EBITDA (倍) | 22.32 | 18.48 | 13.63 | 10.46 | 8.52 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com