

星网锐捷 (002396.SZ)

通信系统设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 13.56元

目标(人民币): 19.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	243.21
总市值(百万元)	4,760.37
年内股价最高最低(元)	24.12/12.28
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 相关报告

- 《均衡利基战略及新业务开拓卓显成效》，2011.4.8
- 《细分市场多点开花,行业热点处处给力》，2011.3.14

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023  
(8621)61038242  
chenyh@gjzq.com.cn

赵旭翔 联系人  
(8621)61038323  
zhaoux@gjzq.com.cn

## 同时受益于云端和终端的爆发机会

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.808	0.790	0.510	0.652	0.837
每股净资产(元)	3.25	8.89	9.78	10.96	12.50
每股经营性现金流(元)	2.64	0.12	-0.01	1.56	1.96
市盈率(倍)	N/A	53.46	26.57	20.79	16.21
行业优化市盈率(倍)	53.96	40.24	31.87	31.87	31.87
净利润增长率(%)	53.63%	30.43%	29.29%	27.78%	28.29%
净资产收益率(%)	24.84%	8.88%	14.69%	11.91%	13.39%
总股本(百万股)	131.53	175.53	351.06	351.06	351.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **云计算助推企业级网络设备增长:** 随着全球和国内公有云、私有云建设力度的加大,交换机、路由器等网络设备的总体需求量将增加。由于大型数据中心网络连接数呈现非线性增长,传统IT部署中网络设备的浪费程度低,在云计算的模式下网络设备需求增速将大于服务器和存储设备的需求增速。公司在企业级网络设备具有性价比优势,市场份额约为7-8%,在教育、医疗等细分行业占有优势地位,并加大其他细分市场的开拓力度。我们认为,伴随着中小企业信息化速度的加快,公司的市场份额能够到达并稳定在10%左右。**因此,公司的企业网设备仍有2-3年的较快增长期。**
- **桌面云模式大幅增加瘦客户机的规模:** 桌面云作为云计算最为典型和成熟的应用模式之一,未来两年将出现爆发式的增长。公司在瘦客户机的市场占有40%的市场份额,具有规模优势和成本优势。预计2011-2013年,公司瘦终端的销售收入将以45%左右的复合增长率高速增长。
- **各种形式的ICT终端:** 公司其他形式的ICT终端非常丰富,这也正符合未来ICT终端的发展趋势,丰富多样而无处不在。公司对终端的重视程度以及公司募投项目马尾基地的集约化生产方式和柔性生产模式的建设,有助于公司抓住千变万化的ICT终端市场机遇。**目前epos是公司主要的其他终端,随着信用卡消费、电子商务和第三方支付的火爆,2011年增长迅猛,我们估算仅上半年其销售收入就超过1.3亿元。预计epos仍将维持2-3年的高速增长。**

## 估值与评级

- 预计2011-2013年公司的收入分别为26.78亿元、35.13亿元和44.10亿元,净利润分别为1.79亿元、2.29亿元、2.94亿元。对应的EPS为0.51元、0.65元和0.84元。
- 考虑到公司近几年的快速成长,我们给予公司30×2012EPS估值,19.50元。
- 维持对公司的“买入”评级。

## 内容目录

2011 年各季度业绩分析 .....	4
2011Q1-Q3 收入和净利润增速逐季抬升 .....	4
收入构成和毛利构成分析 .....	4
费用率情况 .....	4
业绩驱动因素分析 .....	5
云计算助推网络设备，但华为、中兴进入加剧竞争 .....	5
正面因素：网络设备厂商将在云计算中受益 .....	5
负面因素：华为、中兴大举进入企业网加剧市场竞争程度 .....	6
未来三年星网锐捷网络设备收入预测 .....	7
桌面云是最成熟的云计算应用模式，瘦终端面临 2-3 年高速增长 .....	7
桌面云带动瘦终端高速发展 .....	7
2011-2013 年星网锐捷瘦终端收入预测 .....	8
ADSL Modem 下滑和无线通讯终端增速放缓 .....	8
ICT 终端的演变无穷无尽，公司具备快速设计、生产能力 .....	9
从人的终端到物的终端，端的空间无穷无尽 .....	9
2011 年崛起的 epos 终端 .....	10
2011-2013 年星网锐捷“其他”统计口径收入预测 .....	11
综合毛利率和费用率预测 .....	11
业绩预测和投资建议 .....	12
附录：三张报表预测摘要 .....	14

## 图表目录

图表 1：2011Q1-Q3 收入增速逐季抬升 .....	4
图表 2：2011Q1-Q3 净利润增速快速提升 .....	4
图表 3：瘦客户机和其他终端的收入构成比例增大 .....	4
图表 4：从毛利贡献来看企业级网络设备贡献仍超过 50% .....	4
图表 5：2011Q1 费用率飙升，Q2-Q3 基本回到正常水平 .....	5
图表 6：由于瘦终端等产品比例增加，营业成本比例增加，是导致净利率下滑的主要原因 .....	5
图表 7：软件增值税退税的延后获得，使得公司营业外收入同比下滑明显 .....	5
图表 8：设备集群化带来网络连接需求暴增 .....	6
图表 9：国内企业级网络设备的市场份额预测 .....	6
图表 10：2009 年政府、电力、交通、金融、教育等行业的 .....	6
图表 11：华为企业网（含网络、计算、存储、软件、集成等）2010、2011E 在国内和全球的销售额 .....	7

图表 12: 中兴通讯企业网和云计算全球销售额目标为: 2011 年 130 亿元, 2015 年 600 亿元 .....	7
图表 13: 2011-2013 年星网锐捷企业级网络设备收入预测 .....	7
图表 14: 2400 用户、5 年维护周期 TCO 分析 .....	8
图表 15: 星网锐捷瘦客户机份额约为 40% .....	8
图表 16: 星网锐捷瘦客户机销售收入预测 .....	8
图表 17: ADSL Modem 销售收入预测 .....	9
图表 18: 无线通讯产品销售收入预测 .....	9
图表 19: ICT 终端的应用场景丰富 .....	10
图表 20: 赛迪预测 2011 年 固网支付 epos 终端销售数量达到 570 万台。预计市场规模在 10-15 亿元之间 .....	11
图表 21: 公司未披露 epos 终端的销售规模, 我们推测公司 2011H 该项收入规模与竞争对手证通电子不相上下 .....	11
图表 22: 星网锐捷 epos、DMB 等其他产品收入预测 .....	11
图表 23: 由于收入结构发生变化, 预计 2011-2013 综合毛利率将缓慢下滑 .....	12
图表 24: 预计 2011- 2013 年销售费用率和管理费用率将稳步下滑 .....	12
图表 25: 2011-2013 营业收入预测 .....	12
图表 26: 2011-2013EPS 预测 .....	12
图表 27: 销售预测表 .....	13

## 2011 年各季度业绩分析

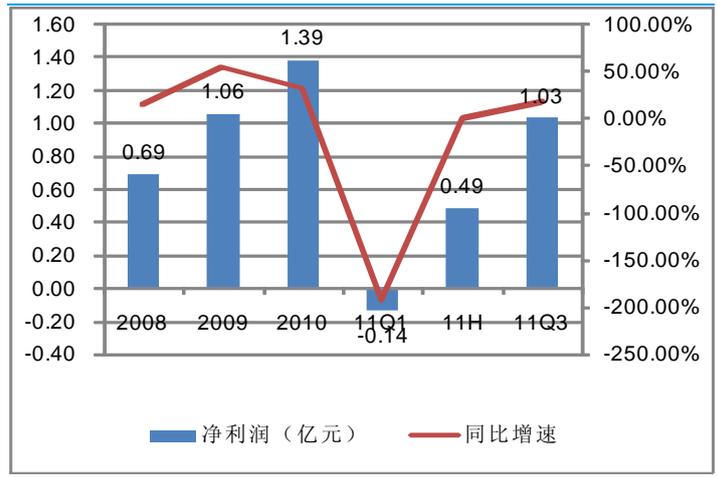
### 2011Q1-Q3 收入和净利润增速逐季抬升

- 星网锐捷 2011Q3 实现营业收入 17.21 亿元，同比增长 43.14%；实现净利润 1.03 亿元，同比增长 16.70%。
- 对比 2011Q1 和 2011H1 两期报告（Q1 收入下滑 0.4%，净利润下滑 192.5%；H1 收入增 39.94%，净利润增 0.8%），星网锐捷 2011Q1-Q3 累计业绩逐季抬升，目前已经回到正常水平。

图表1: 2011Q1-Q3 收入增速逐季抬升



图表2: 2011Q1-Q3 净利润增速快速提升

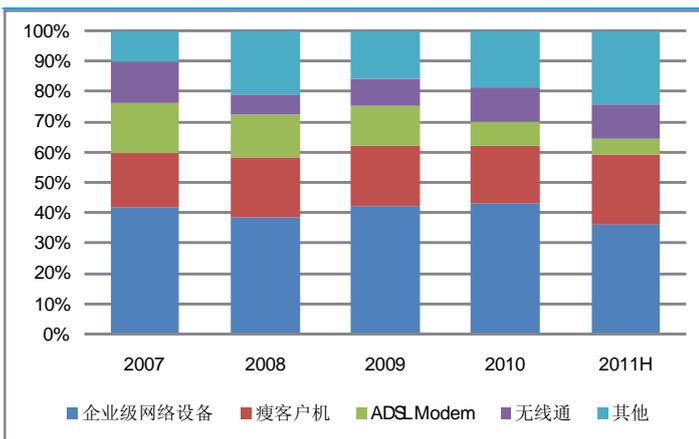


来源: 公司公告, 国金证券研究所

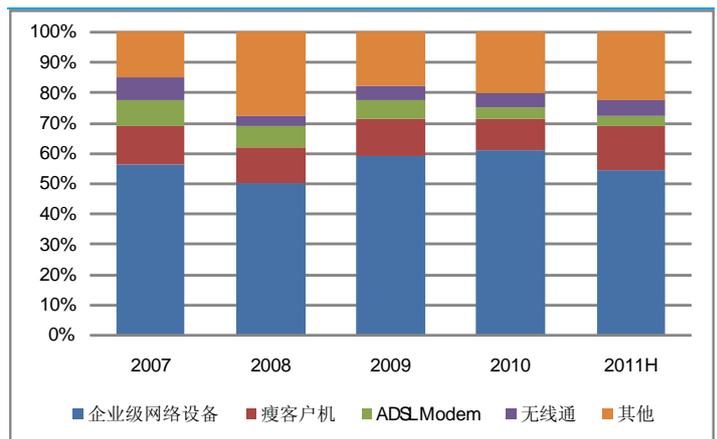
### 收入构成和毛利构成分析

- 从公司的收入构成上来看，2011H 企业级网络设备的收入占比已经降至 40% 以下，瘦客户机和其他类型的各种终端大幅增加。
- 但是由于企业级网络设备的毛利率水平显著高于瘦客户机和其他终端，所以企业级网络设备的毛利贡献仍然超过 50%。

图表3: 瘦客户机和其他终端的收入构成比例增大



图表4: 从毛利贡献来看企业级网络设备贡献仍超过 50%

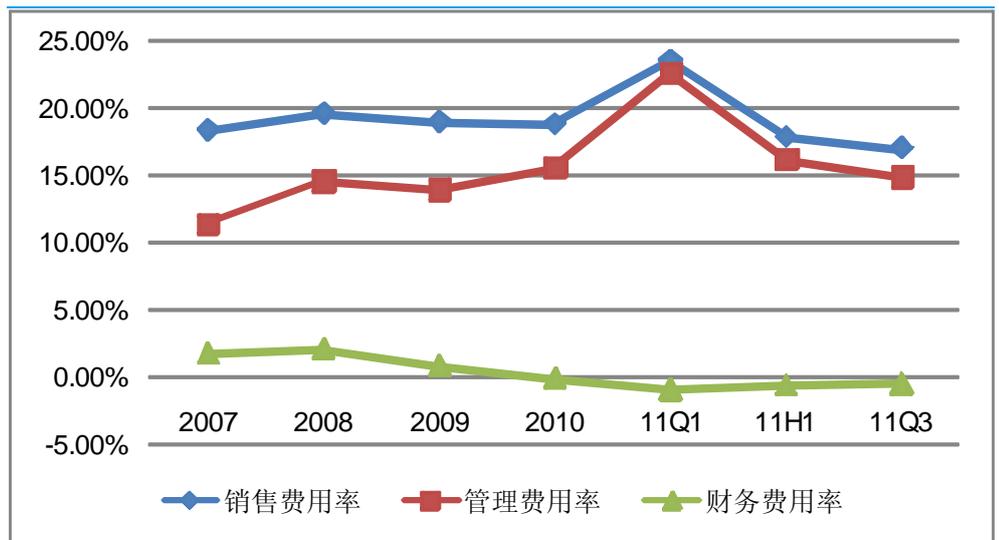


来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 费用率情况

- 2011Q1 由于人员扩张，市场开拓等原因，销售费用和管理费提升。而收入上恰好处在淡季，所以销售费用率和管理费用率大幅飙升。
- 2011Q2-Q3，销售收入迅速扩大，费用率基本回到正常水平。

图表5: 2011Q1 费用率飙升, Q2-Q3 基本回到正常水平

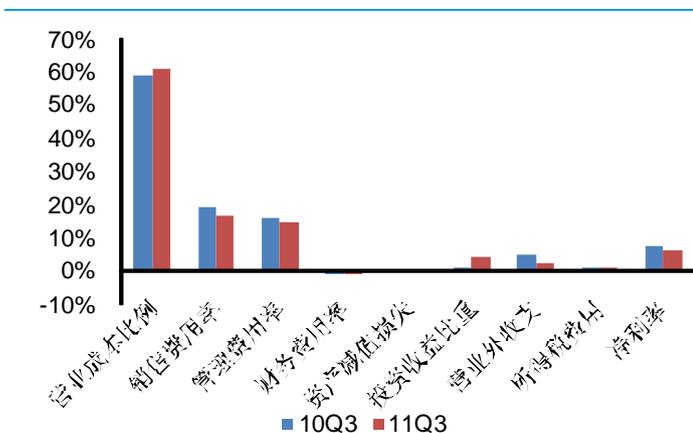


来源: 公司公告, 国金证券研究所

业绩驱动因素分析

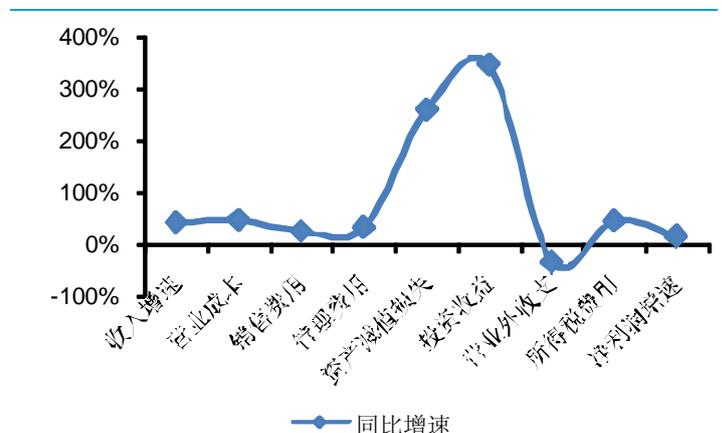
- 从业绩驱动因素上看, 我们认为, 影响公司今年利润水平的主要因素是收入增速和营业成本比例。收入大幅增长, 但是由于产品结构发生一定变化, 营业成本比例也上升较快, 导致净利润增速较低。
- 同时由于 2011 年软件增值税退税细则至 10 月 14 日才颁发, 公司尚未收到软件增值税退税。这也在一定程度上影响了公司的净利润增速。

图表6: 由于瘦终端等产品比例增加, 营业成本比例增加, 是导致净利率下滑的主要原因



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 软件增值税退税的延后获得, 使得公司营业外收入同比下滑明显



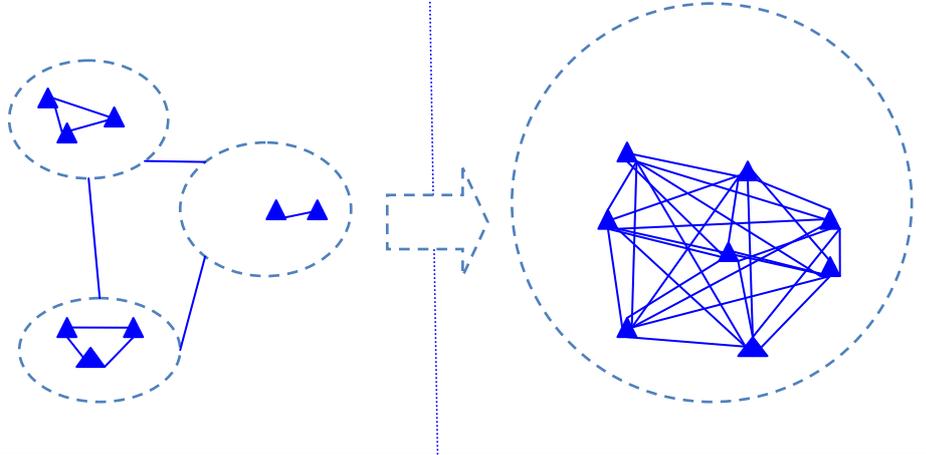
云计算助推网络设备, 但华为、中兴进入加剧竞争

正面因素: 网络设备厂商将在云计算中受益

- 随着全球和国内公有云、私有云建设力度的加大, 交换机、路由器等网络设备的总体需求量将加大, 理由如下:
  - 云计算 IaaS 公有云和私有云建设, 带来大量的新型数据中心需求。新数据中心的硬件设备组要由计算设备、存储设备和网络设备组成。
  - 在云计算的模式下, 数据中心的规模比常规模式大; 同时, 原先本地化部署的设备也将进一步集中。随着设备的聚集, 设备之间的互联需求呈几何级数增加, 因此也带来交换机等网络设备的非线性增长。

- 即使从云计算对本地部署形式的 IT 设备的替代效应上来说。路由器、交换机等网络设备是构成本地 IT 拓扑的基本设备，必需性高、冗余性低，受云计算模式的冲击较小。
- 所以在云计算的模式中，计算设备、存储设备和网络设备中受益最大的板块是网络设备。

图表8: 设备集群化带来网络连接需求暴增

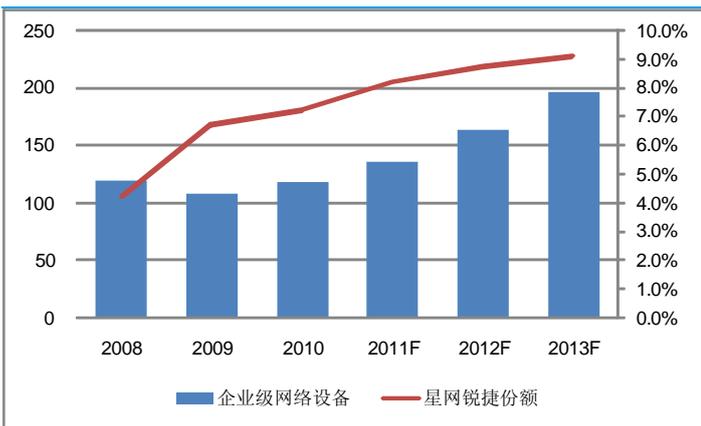


来源: 国金证券研究所

负面因素: 华为、中兴大举进入企业网加剧市场竞争程度

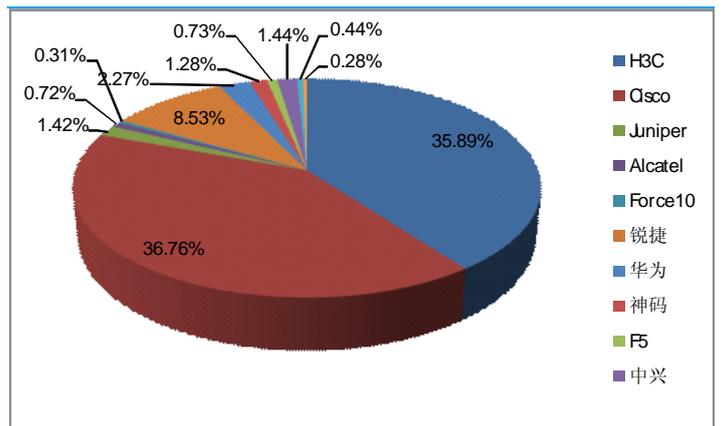
- 从目前企业网网络设备的市场规模和竞争格局来看，根据 IDC 相关数据，公司目前在企业网网络设备市场的份额约为 7%-8%。从公司的增速及行业增速的比较来看，我们认为这一份额有可能继续上升。但是当公司份额接近 10%以后，将出现份额扩大的瓶颈。
- 这时公司将面临思科、H3C 等市场领导者的压制；同时，也将受到华为、中兴等企业网新进入者的威胁。

图表9: 国内企业级网络设备的市场份额预测



来源: IDC,星网锐捷招股书,国金证券研究所测算

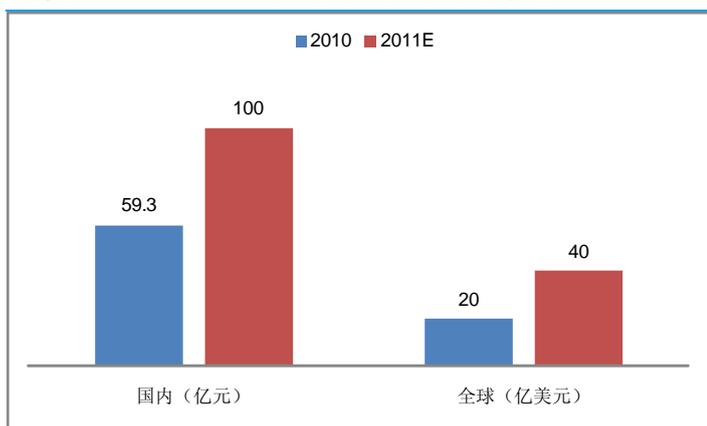
图表10: 2009年政府、电力、交通、金融、教育等行业的



- 华为 2006 年底出售 H3C，因为受不竞争条款约束，18 个月内不能涉足 H3C 业务，从而退出企业网市场。直到 2008 年，华为才重新回到企业网市场。2010 年高调宣布企业网战略，同年实现企业网全球收入 20 亿美元，国内收入 59.3 亿元；预计 2011 年企业网将实现全球 40 亿美元，国内 100 亿元的收入。

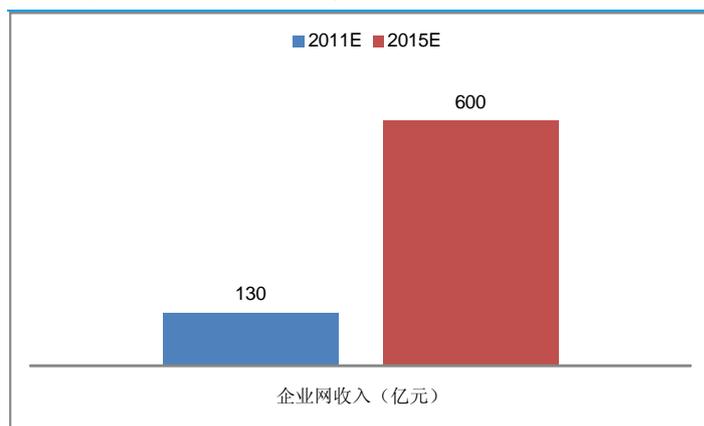
- 2011 年中兴通讯的全球云计算和企业网销售目标为 20 亿美元，到 2015 年期望达到 600-700 亿人民币（总营业收入的 1/3 左右），复合增长率超过 50%。
- 虽然华为和中兴的企业网收入中包含了：计算、存储、网络、安全、软件、系统集成等各种收入，但是从其宏伟的战略目标，我们已经可以看出华为和中兴在企业网领域的决心。这也将给思科、H3C、星网锐捷等厂商造成份额上的压力。

图表11: 华为企业网(含网络、计算、存储、软件、集成等) 2010、2011E 在国内和全球的销售额



来源: 国金证券研究所

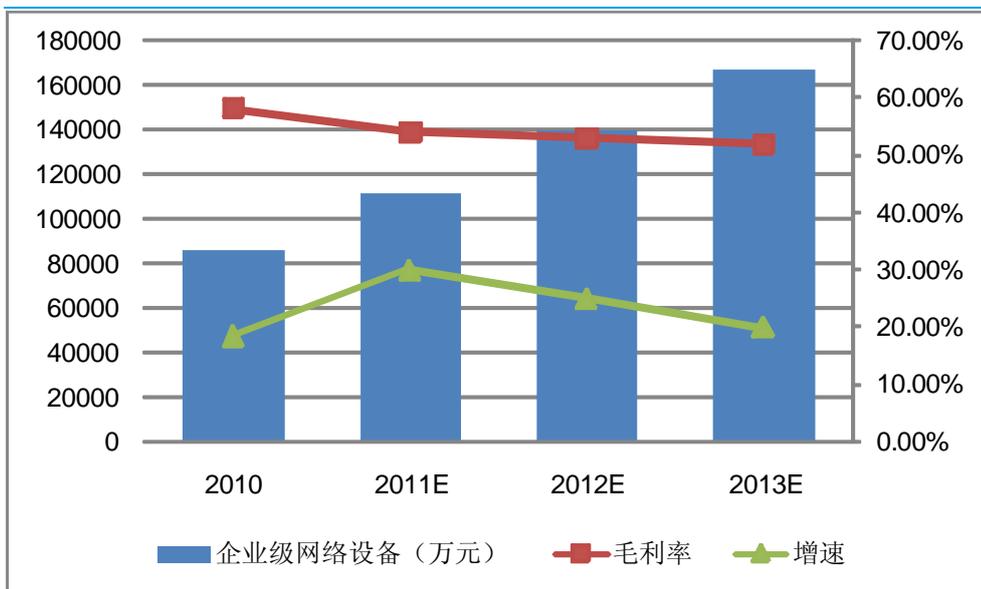
图表12: 中兴通讯企业网和云计算全球销售额目标为: 2011年130亿元, 2015年600亿元



#### 未来三年星网锐捷网络设备收入预测

- 我们预计 2011-2013 年星网锐捷企业级网络设备的销售收入分别为 11.17 亿元、13.97 亿元和 16.76 亿元，收入增速分别为 30%、25%和 20%。随着竞争的加剧，毛利率也将在一定程度上下滑，预计 2011-2013，公司网络产品毛利率分别为 54%、53%和 52%。

图表13: 2011-2013 年星网锐捷企业级网络设备收入预测



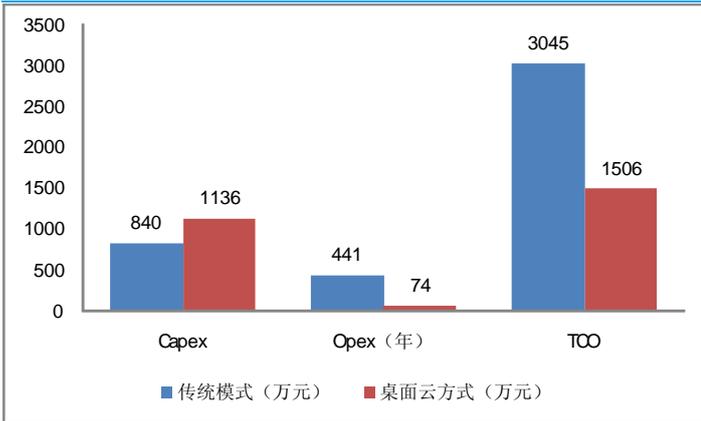
来源: 国金证券研究所

桌面云是最成熟的云计算应用模式，瘦终端面临 2-3 年高速增长

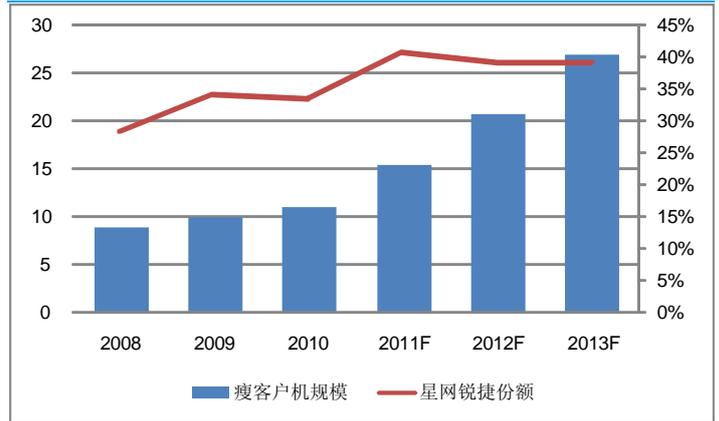
桌面云带动瘦终端高速发展

- 2011 年以来，全国各地纷纷上马云计算中心项目，云计算的商业模式也逐渐开始被一些大企业和政府采用。桌面云是目前云计算各种应用中最成熟的种类之一，其 TCO 对比分析显示，桌面云正在为企业和政府实实在在省钱。我们预计未来两到三年内，大部分的云计算示范项目都将包含桌面云的建设。
- 桌面云的瘦终端市场将迎来行业性的爆发增长。星网锐捷目前瘦终端的市场份额约为 40%，具有很强的规模优势和成本优势。预计 2011-2013 年公司瘦终端的销售收入复合增长率将达到 45%，市场份额将维持在 35%-40%之间。

图表14: 2400 用户、5 年维护周期 TCO 分析



图表15: 星网锐捷瘦客户机份额约为 40%

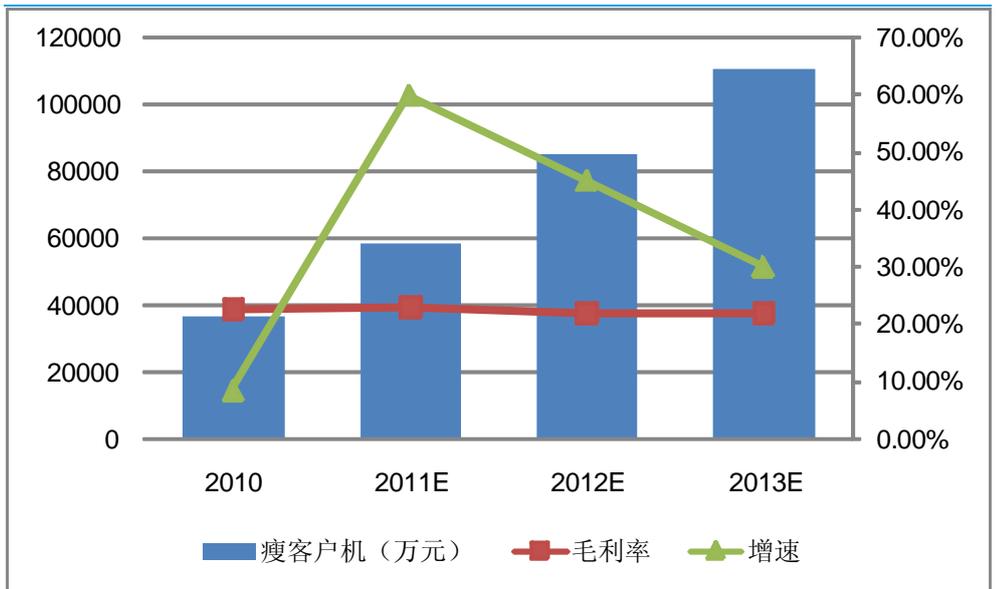


来源: 星网锐捷招股书, 中兴通讯, 国金证券研究所

2011-2013 年星网锐捷瘦终端收入预测

- 我们预测 2011-2013 年公司瘦客户机的销售收入分别为 5.90 亿元、8.55 亿元和 11.12 亿元，增速达到 60%、45%和 30%。但是桌面云的大规模应用，对价格的要求较高，所以星网锐捷瘦终端的毛利率无法提升。预计 2011-2013 年，公司瘦终端毛利率分别为 23%、22%、22%。

图表16: 星网锐捷瘦客户机销售收入预测



来源: 国金证券研究所

ADSL Modem 下滑和无线通讯终端增速放缓

- 随着固网宽带的用户数量趋于饱和以及光纤到户的快速推进，传统的 ADSL 上网新增需求将下降。因此公司通讯终端中的 ADSL Modem 出现了下滑的局面，我们预计这一下滑局面难以逆转，后续几年中将持续。预计 2011-2013 年，ADSL Modem 的销售收入分别为 8039 万元、7235 万元和 6873 万元，毛利率稳定在 21% 左右。
- 通讯终端的另一个品种无线通讯终端的趋势向好，主要原因是随着 3G 网络的进一步普及、资费进一步下降，各种使用 3G 网络的无线通讯终端在品种和数量上都将进一步增加。我们预计 2011-2013 年公司的无线通讯终端收入分别为 2.88 亿元、3.45 亿元和 4.15 亿元，增速分别为 30%、20% 和 20%，毛利率将略有上升分别为 18%、19% 和 20%。

图表17: ADSL Modem 销售收入预测



图表18: 无线通讯产品销售收入预测



来源: 国金证券研究所

## ICT 终端的演变无穷无尽，公司具备快速设计、生产能力

### 从人的终端到物的终端，端的空间无穷无尽

- 随着云计算杠杆的撬动，ICT 终端将呈现出巨大的发展空间。ICT 终端是通信主体与网络的交互界面，其存在形式必然比通信管道和云计算更加复杂。未来十年 ICT 终端的种类和数量都将迎来爆炸式的成长，从人使用的智能终端，到人与物通信、物与物通信的 M2M 终端，无不给能够深入理解终端行业的厂商带来重大的机会。
- 相对于人的终端来说，M2M 终端有着无限的想象空间。M2M 终端的应用几乎遍布生活的每一个场景，如：计算机和网络、公共安全、零售、交通、工业、医疗卫生、家庭电子消费、能源、建筑。目前，IT 化程度高的只有计算机和网络，其他很多领域 IT 化水平几乎是空白。**我们认为，未来二十年内可以在可以想象的这些应用场景中，ICT 终端都将经历从导入到爆发到强盛到成熟的阶段。**
- 星网锐捷一直以来都非常重视终端产品的研发，积极的参与各种新型的研发、生产和销售。公司募投项目马尾生产基地将建立集约化的生产方式和柔性生产模式，这利于公司快速的抓住迅速变化的终端市场，使自身在终端的形式上有极大的延展性。

图表19: ICT 终端的应用场景丰富

行业	应用类型	应用场景	M2M设备
IT和网络	公众	电子商务、数据中心、无线电话、固定电话	服务器、存储器、个人电脑、路由器、交换机、程控交换机
	企业	信息和数据中心、办公、私有网络	
公共安全	监控	雷达/卫星、环境监控、军事安全	坦克、战斗机、战地通讯、吉普车、救护车、环境监测、消防设备
	装备	武器、车辆、船只、飞机、零件	
	追踪记录	人、动物、邮政、食品/健康、包裹、行李	
	基础设施	水务、建筑环境/公共环境监控	
	紧急服务	装备和人员、公安、消防、城管	
零售	专用	加油站、赌场等	POS机、标签、验钞器、贩售机
	酒店	旅馆、餐厅、酒吧	
	商场	超市、购物中心、单店	
交通	非车辆	航空、铁路、轮船	车辆、灯光、轮船、飞机、车牌、收费装置
	车辆	乘用车、商用车、卡车、越野车	
	交通系统	收费、交通管理、导航	
工业	配送	管线、材质处理、传送	泵、阀、缸、传送装置、管线、马达、引擎、转换器、组装、封装、容器
	固体处理	金属、纸张、乳胶、塑料、金属制造、电力、组装、测试	
	液体加工	石油化工、水、食品	
	资源	采掘、灌溉、农业、林业	
医疗服务和生命科学	医疗服务	医院、急诊、门诊、实验室、医生办公室	核磁共振仪、掌上电脑、植入装置、手术器械、起搏器、马达、远程医疗器械
	远程检查	植入物、家庭监控系统	
	研究	药物发现、诊断、实验	
消费和居家	基础装修	布线、网络、电源管理	数码相机、中控能源系统、洗碗机、电子书、电脑、洗衣机、计量器、灯光、电视、mp3、游戏机、报警器
	提醒和警报	安全报警、火警、环境报警、老人看护、小孩看护、电源保护	
	休闲娱乐	空调系统、照明系统、应用系统、娱乐系统	
能源	供给需求	发电、送配电、电压转换、电力质量、能源管理	涡轮、风车、不间断电源、电池、发电机、电表、钻头、燃料电池
	替代能源	太阳能、风能、混合动力、电化学	
	油气能源	钻机、井架、钻井、泵、管线	
建筑	商业建筑	办公、教育、零售、酒店、医疗、机场、运动场	中央空调、交通工具、火警、照明、门禁
	工业建筑	车间、清洁室、园区	

来源: Beecham research, 国金证券研究所

### 2011 年崛起的 epos 终端

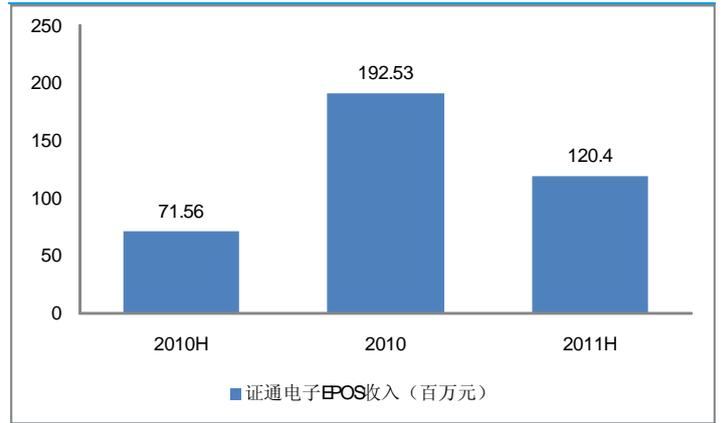
- 2011 年, 公司的募投项目固网支付终端已经进入量产。公司在公告中并未披露固网支付 epos 终端的销售规模。但是根据公司 2011H 中报披露的 954 万元的募投项目当期效益, 如果按照 7% 的净利率估算, 2011H 固网支付系统和 epos 终端的销售收入超过 1.3 亿元。
- 这个估算接近于: 我们对固网支付 epos 终端占“其他收入”50%以上的规模的推测; 同时也接近与竞争对手证通电子 2011H 的 epos 销售收入。
- 我们认为随着信用卡发卡数量的持续增加、电子商务、第三方支付等产业的火爆以及电信运营商对固网增值业务的挖掘, epos 终端将继续享有 2-3 年的高速增长。

图表20: 赛迪预测 2011 年固网支付 epos 终端销售数量达到 570 万台。预计市场规模在 10-15 亿元之间



来源: 公司招股说明书,CCID, 证通电子公告,国金证券研究所

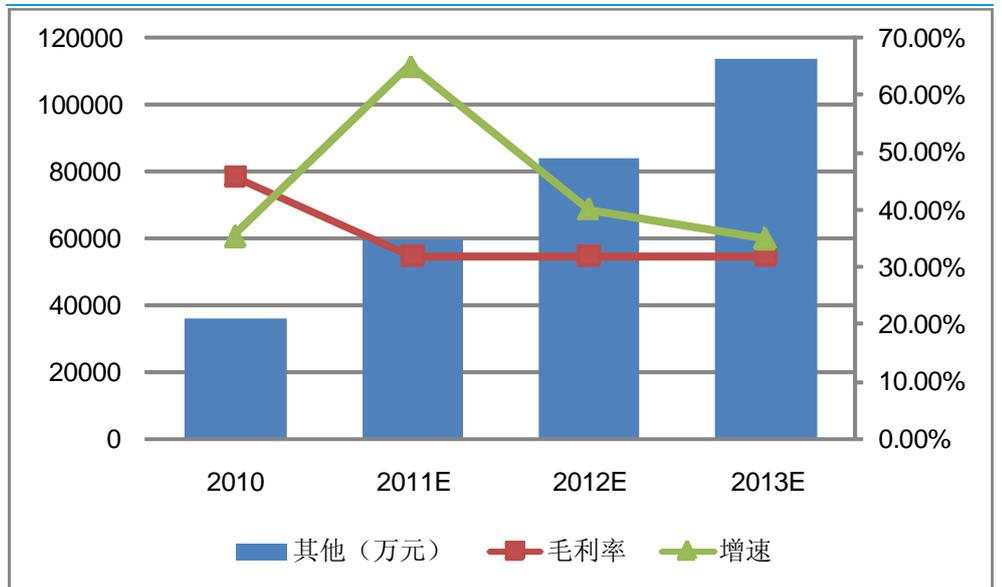
图表21: 公司未披露 epos 终端的销售规模, 我们推测公司 2011H 该项收入规模与竞争对手证通电子不相上下



### 2011-2013 年星网锐捷“其他”统计口径收入预测

- 我们预测 2011-2013 年, 公司归集在其他口径的销售收入将大幅增长。增长的主要动力来自于支付市场火爆带来的 epos 放量销售, DMB 等其他终端的增长, 以及终端品种的增加。
- 预计 2011-2013 年, 公司其他终端的收入分别为 6.03 亿元、8.44 亿元和 11.39 亿元, 增速分别为 65%、40%和 35%。由于 epos 终端毛利率不高, 所以 2011 年后该项业务的毛利率水平将低于 2010 年水平, 预计约为 32%。

图表22: 星网锐捷 epos、DMB 等其他产品收入预测



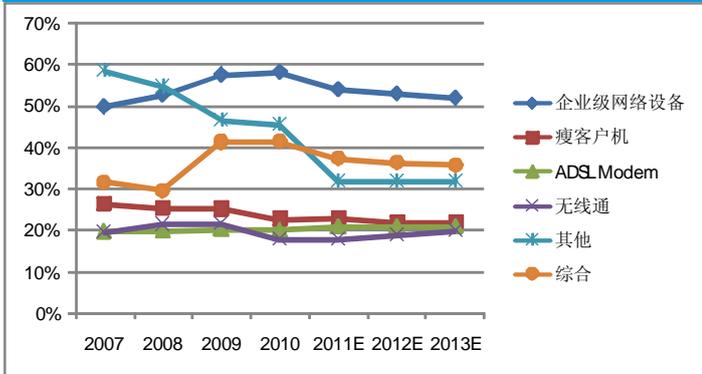
来源: 国金证券研究所

### 综合毛利率和费用率预测

- 我们预计未来几年, 毛利率较低的各种终端增速超过毛利率较高的企业级网络设备, 所以公司的综合毛利率将出现一定程度的下滑。预计 2011-2013 年公司综合毛利率分别为 37.36%、36.41%和 35.78%。
- 预计 2011-2013 年公司销售费用分别为 4.34 亿元、5.50 亿元和 6.63 亿元; 管理费用分别为 3.80 亿元、4.91 亿元和 5.95 亿元; 财务费用分别为 -1747 万元、-2300 万元和 -2955 万元。销售费用率分别为 16.21%、

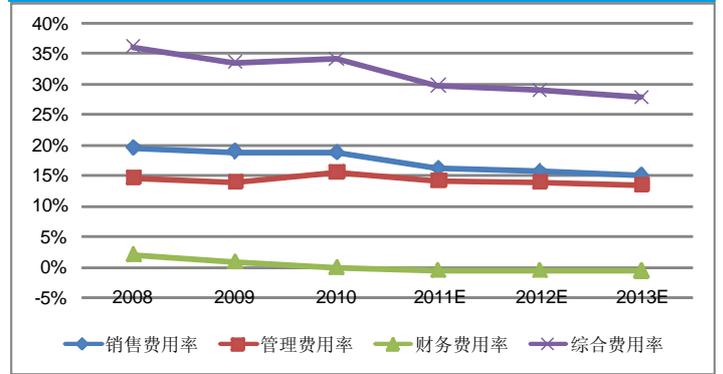
15.66%和 15.03%；管理费用率分别为 14.20%、14.00%和 13.50%；财务费用率分别为-0.65%、-0.65%和-0.67%。综合费用率分别为 29.76%、29%和 27.86%；综合费用率基本与毛利率同步下降。

图表23: 由于收入结构发生变化, 预计 2011-2013 综合毛利率将缓慢下滑



来源: 国金证券研究所

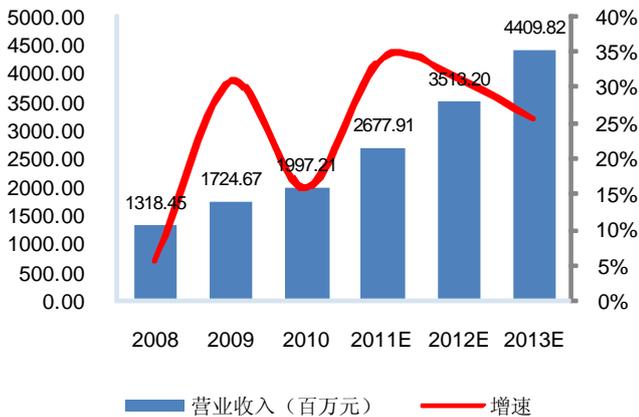
图表24: 预计 2011-2013 年销售费用率和管理费用率将稳步下滑



### 业绩预测和投资建议

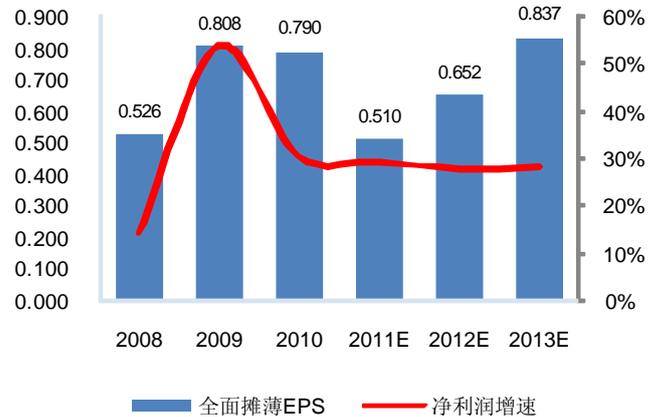
- 预计 2011-2013 年公司的收入分别为 26.78 亿元、35.13 亿元和 44.10 亿元, 净利润分别为 1.79 亿元、2.29 亿元、2.94 亿元。对应的 EPS 为 0.51 元、0.65 元和 0.84 元。
- 考虑到公司近几年的快速成长, 我们给予公司 30 × 2012EPS 估值, 19.50 元。
- 维持对公司的“买入”评级。

图表25: 2011-2013 营业收入预测



来源: 国金证券研究所

图表26: 2011-2013EPS 预测



**图表27: 销售预测表**

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>企业级网络设备</b>							
销售收入 (百万元)	504.35	725.47	859.42	1,117.25	1,396.56	1,675.88	2,178.64
增长率 (YOY)		43.84%	18.47%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	52.80%	57.50%	58.10%	54.00%	53.00%	52.00%	50.96%
销售成本 (百万元)	238.05	308.32	360.10	513.94	656.38	804.42	1,068.40
增长率 (YOY)		29.52%	16.79%	42.72%	27.72%	22.55%	32.82%
毛利 (百万元)	266.30	417.14	499.33	603.32	740.18	871.46	1,110.23
增长率 (YOY)		56.65%	19.70%	20.83%	22.69%	17.74%	27.40%
占总销售额比重	38.84%	42.43%	43.50%	41.72%	39.75%	38.00%	38.45%
占主营业务利润比重	49.81%	58.99%	60.93%	60.30%	57.87%	55.23%	55.47%
<b>瘦客户机</b>							
销售收入 (百万元)	254.00	340.08	368.67	589.87	855.31	1,111.90	1,389.88
增长率 (YOY)		33.89%	8.41%	25.00%	45.00%	25.00%	25.00%
毛利率	25.39%	25.20%	22.81%	23.00%	22.00%	22.00%	21.56%
销售成本 (百万元)	189.51	254.38	284.58	454.20	667.14	867.29	1,090.22
增长率 (YOY)		34.23%	11.87%	59.61%	46.88%	30.00%	25.71%
毛利 (百万元)	64.49	85.70	84.09	135.67	188.17	244.62	299.66
增长率 (YOY)		32.88%	-1.87%	61.33%	38.70%	30.00%	22.50%
占总销售额比重	19.56%	19.89%	18.66%	22.03%	24.35%	25.21%	24.53%
占主营业务利润比重	12.06%	12.12%	10.26%	13.56%	14.71%	15.50%	14.97%
<b>通讯产品</b>							
销售收入 (百万元)	267.80	374.41	382.23	368.27	417.81	483.29	579.94
增长率 (YOY)		39.81%	2.09%	-3.65%	13.45%	15.67%	20.00%
毛利率	20.41%	20.88%	18.07%	18.65%	19.35%	20.14%	19.94%
销售成本 (百万元)	213.13	296.22	313.17	299.57	336.98	385.94	464.30
增长率 (YOY)		38.99%	5.72%	-4.34%	12.49%	14.53%	20.30%
毛利 (百万元)	54.67	78.19	69.06	68.70	80.83	97.34	115.65
增长率 (YOY)		43.03%	-11.68%	-0.52%	17.66%	20.43%	18.80%
占总销售额比重	20.62%	21.90%	19.35%	13.75%	11.89%	10.96%	10.24%
占主营业务利润比重	10.23%	11.06%	8.43%	6.87%	6.32%	6.17%	5.78%
<b>其他</b>							
销售收入 (百万元)	272.36	269.87	365.16	602.51	843.52	1,138.75	1,517.38
增长率 (YOY)		-0.92%	35.31%	65.00%	40.00%	35.00%	33.25%
毛利率	54.76%	46.74%	45.74%	32.00%	32.00%	32.00%	31.36%
销售成本 (百万元)	123.22	143.73	198.14	409.71	573.59	774.35	1,041.53
增长率 (YOY)		16.65%	37.85%	106.78%	40.00%	35.00%	34.50%
毛利 (百万元)	149.14	126.14	167.02	192.80	269.93	364.40	475.85
增长率 (YOY)		-15.43%	32.42%	15.44%	40.00%	35.00%	30.59%
占总销售额比重	20.97%	15.78%	18.48%	22.50%	24.01%	25.82%	26.78%
占主营业务利润比重	27.90%	17.84%	20.38%	19.27%	21.10%	23.10%	23.78%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>1298.51</b>	<b>1709.82</b>	<b>1975.48</b>	<b>2677.91</b>	<b>3513.20</b>	<b>4409.82</b>	<b>5665.85</b>
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>763.91</b>	<b>1002.65</b>	<b>1155.98</b>	<b>1677.42</b>	<b>2234.10</b>	<b>2832.00</b>	<b>3664.46</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>534.60</b>	<b>707.17</b>	<b>819.50</b>	<b>1000.49</b>	<b>1279.10</b>	<b>1577.82</b>	<b>2001.39</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>41.17%</b>	<b>41.36%</b>	<b>41.48%</b>	<b>37.36%</b>	<b>36.41%</b>	<b>35.78%</b>	<b>35.32%</b>

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)								资产负债表 (人民币百万元)					
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E		2008	2009	2010	2011E	2012E
主营业务收入	1,318	1,725	1,997	2,678	3,513	4,410	5,666	货币资金	232	364	1,251	1,213	1,555
增长率		30.8%	15.8%	34.1%	31.2%	25.5%	28.5%	应收款项	373	383	496	734	820
主营业务成本	-776	-1,013	-1,165	-1,677	-2,234	-2,832	-3,664	存货	252	278	446	572	700
%销售收入	58.8%	58.7%	58.3%	62.6%	63.6%	64.2%	64.7%	其他流动资产	9	37	33	50	67
毛利	543	712	833	1,000	1,279	1,578	2,001	流动资产	866	1,062	2,226	2,569	3,142
%销售收入	41.2%	41.3%	41.7%	37.4%	36.4%	35.8%	35.3%	%总资产	85.1%	85.6%	90.3%	91.0%	92.3%
营业税金及附加	-3	-3	-7	-13	-18	-22	-28	长期投资	17	43	43	43	43
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	106	109	183	186	188
营业费用	-258	-327	-375	-434	-550	-663	-907	%总资产	10.4%	8.8%	7.4%	6.6%	5.5%
%销售收入	19.6%	19.0%	18.8%	16.2%	15.7%	15.0%	16.0%	无形资产	24	22	10	26	34
管理费用	-192	-240	-310	-380	-492	-595	-737	非流动资产	152	179	240	254	264
%销售收入	14.6%	13.9%	15.5%	14.2%	14.0%	13.5%	13.0%	%总资产	14.9%	14.4%	9.7%	9.0%	7.7%
息税前利润 (EBIT)	90	142	141	173	220	298	330	<b>资产总计</b>	<b>1,018</b>	<b>1,240</b>	<b>2,466</b>	<b>2,823</b>	<b>3,406</b>
%销售收入	6.8%	8.2%	7.1%	6.4%	6.3%	6.8%	5.8%	短期借款	213	65	90	0	0
财务费用	-27	-14	2	17	23	30	36	应付款项	265	417	495	624	830
%销售收入	2.0%	0.8%	-0.1%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	其他流动负债	114	167	154	246	318
资产减值损失	-3	-3	-3	-8	-1	-1	-3	流动负债	592	649	739	870	1,148
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	长期贷款	9	8	7	7	7
投资收益	2	2	0	10	12	13	15	其他长期负债	0	17	8	0	0
%税前利润	2.1%	1.3%	n.a	3.5%	3.2%	2.8%	2.9%	<b>负债</b>	<b>601</b>	<b>674</b>	<b>754</b>	<b>878</b>	<b>1,156</b>
营业利润	62	128	140	192	253	339	378	<b>普通股股东权益</b>	<b>322</b>	<b>428</b>	<b>1,561</b>	<b>1,717</b>	<b>1,923</b>
营业利润率	4.7%	7.4%	7.0%	7.2%	7.2%	7.7%	6.7%	少数股东权益	95	138	152	229	327
营业外收支	47	51	89	92	110	127	146	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,018</b>	<b>1,240</b>	<b>2,466</b>	<b>2,823</b>	<b>3,406</b>
税前利润	109	179	229	284	363	466	524	<b>比率分析</b>					
利润率	8.2%	10.4%	11.5%	10.6%	10.3%	10.6%	9.3%		2008	2009	2010	2011E	2012E
所得税	-3	-16	-35	-28	-36	-47	-52	<b>每股指标</b>					
所得税率	2.9%	9.1%	15.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.526	0.808	0.790	0.510	0.652
净利润	105	163	194	256	327	420	472	每股净资产	2.445	3.253	8.891	9.782	10.956
少数股东损益	36	57	56	77	98	126	142	每股经营现金净流	0.858	2.641	0.124	-0.013	1.557
归属于母公司的净利润	69	106	139	179	229	294	330	每股股利	0.000	0.000	0.100	0.130	0.130
净利率	5.2%	6.2%	6.9%	6.7%	6.5%	6.7%	5.8%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>								净资产收益率	21.51%	24.84%	8.88%	14.69%	11.91%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	6.79%	8.57%	5.62%	6.35%	6.72%
净利润	105	163	194	256	327	420	472	投入资本收益率	13.66%	20.21%	6.61%	7.96%	8.76%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>					
非现金支出	20	21	23	26	22	24	28	主营业务收入增长率	5.51%	30.81%	15.80%	34.08%	31.19%
非经营收益	24	11	6	-94	-121	-140	-161	EBIT增长率	-4.61%	58.01%	-0.81%	22.55%	27.20%
营运资金变动	-36	153	-202	-190	46	41	-119	净利润增长率	14.14%	53.63%	30.43%	29.29%	27.78%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>113</b>	<b>347</b>	<b>22</b>	<b>-2</b>	<b>273</b>	<b>345</b>	<b>219</b>	总资产增长率	-3.33%	21.81%	98.87%	14.47%	20.63%
资本开支	-22	-21	-85	56	80	97	116	<b>资产管理能力</b>					
投资	0	-25	-2	0	0	0	0	应收账款周转天数	104.1	75.3	75.4	95.0	80.0
其他	1	2	2	10	12	13	15	存货周转天数	114.1	95.6	113.5	125.0	115.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-21</b>	<b>-44</b>	<b>-85</b>	<b>66</b>	<b>92</b>	<b>110</b>	<b>131</b>	应付账款周转天数	77.8	63.0	85.2	80.0	80.0
股权募资	0	0	1,010	0	0	0	0	固定资产周转天数	29.1	22.5	23.3	16.4	11.6
债权募资	-47	-149	24	-98	0	1	2	<b>偿债能力</b>					
其他	-35	-40	-64	-3	-23	-23	-23	净负债/股东权益	-2.36%	-51.40%	-67.35%	-61.95%	-68.77%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-83</b>	<b>-189</b>	<b>971</b>	<b>-101</b>	<b>-23</b>	<b>-22</b>	<b>-21</b>	EBIT利息保障倍数	3.3	10.5	-60.3	-9.9	-9.5
<b>现金净流量</b>	<b>9</b>	<b>114</b>	<b>907</b>	<b>-38</b>	<b>342</b>	<b>433</b>	<b>329</b>	资产负债率	59.07%	54.35%	30.57%	31.08%	33.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	3	3	7
买入	0	1	3	3	11
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.50	1.50	1.61

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-03-14	买入	20.93	55.60 ~ 55.60
2 2011-04-08	买入	20.07	50.00 ~ 50.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B