

业绩完全符合预期， 长期受益云计算和宽带化浪潮

投资要点：

1. 事件

福建星网锐捷(002396.SZ)公司2月20日晚发布2011年业绩快报——营业总收入同比增长32.46%，达到26.45亿元；营业利润同比增长53.97%，达到2.16亿；净利润同比增长29.75%，达到2.97亿元。

2011年每股EPS 0.51元，和我们此前预测完全一致；全年净利润增幅和公司2011年10月21日在三季报中披露的2011年全年业绩预计增幅0%-30%也相吻合。

2. 我们的分析与判断

公司业务发展立足当前核心的云计算解决方案相关软硬件产品(主要包括数据通信设备——路由器、交换机；云终端及相关软件)，该业务占公司主营收入的2/3，毛利的3/4，主要由旗下控股子公司锐捷网络(数据通信设备)和升腾资讯(瘦客户机→云终端)承担。同时继续布局和培育物联网应用(如安防)、数字家庭、三网融合通讯作为未来新的增长点，长期发展前景看好。

1) 突出定制化应用和差异化市场定位，星网锐捷数据通信设备无惧竞争

锐捷网络数据通信设备立足企业网市场，在政府、教育、金融、医疗、企业数据中心等领域都有成熟的解决方案和广泛应用，对客户应用需求的定制化满足、十二年的企业网市场渠道资源积累和市场定位的差异化，是其可以直面华为3COM、思科以及积极涉足企业网市场的华为、中兴竞争的根基所在。

2) 瘦客户机向云终端演变，再度迎来高速增长

受益云计算变革和公司桌面虚拟化的技术积累，星网锐捷桌面云与VMWARE云操作系统的结合，使其瘦客户机演变为云操作系统落地的平台“云终端”，并具备良好的用户体验、统一的桌面及安全管理和便捷的外设管理，再度成为云终端的业内龙头。随着业内云计算(应用虚拟化、服务器虚拟化、桌面虚拟化)的日益成熟和国内大中型企业数据中心(私有云)的推进，云终端也将较瘦客户机拥有更大的应用领域和市场空间。

我们认为星网锐捷数据通信设备将继续受益于国内政府和企业信息化的深入，并受益于宽带化浪潮和云计算变革带来的对数据通信设备和云终端的发展机遇。

星网锐捷(002396.SZ)

推荐 维持评级

分析师

王家炜

☎：(8610) 6656 8272

✉：wangjiawei@chinastock.com

执业证书编号：S0130511020001

特此鸣谢

朱劲松：(8610) 8357 4072

(zhujiangsong@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2012.2.20

A股收盘价(元)	13.88
A股一年内最高价(元)*	22.60
A股一年内最低价(元)*	10.21
上证指数	2363.60
市净率	2.96
总股本(万股)	35106
实际流通A股(万股)	24320
限售的流通A股(万股)	10785
流通A股市值(亿元)	33.76

注：*价格未复权

相关研究

- 1、《银河证券_通信行业周报(2012.1.9-1.15)：震荡调整中逐步超配光通信和数据通信设备板块》2012.01.15

表 1: 星网锐捷主营业务预测

单位: 百万人民币 (特殊说明除外)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、数通设备 (交换机、路由器及相关软件)					
数通设备销量 (百万台)	0.18	0.24	0.30	0.36	0.43
销量增幅%	16.85%	33.68%	23.30%	19.48%	20.00%
“交换机+路由器”设备均价 (元)	3,173.2	3,517.0	3,740.9	4,062.7	4,366.8
价格变动幅度%	1.90%	10.83%	6.37%	8.60%	7.48%
数通设备业务收入	725.47	859.42	1127.16	1462.57	1886.45
收入同比增幅%	43.84%	18.47%	31.15%	29.76%	28.98%
毛利	417.14	499.31	629.89	836.01	1076.17
毛利率	57.50%	58.10%	55.88%	57.16%	57.05%
毛利占比	58.62%	59.97%	58.21%	56.55%	56.69%
二、网络终端 (瘦客户机->云终端)					
销量 (百万台)	0.16	0.20	0.31	0.50	0.75
销量增幅%	36.56%	26.38%	56.50%	60.00%	50.00%
设备均价 (元)	1,855.7	1,849.7	1,942.1	2,039.2	2,039.2
价格变动幅度%	-7.19%	-0.33%	5.00%	5.00%	0.00%
网络终端业务收入	340.08	368.67	605.95	1017.99	1526.99
收入增幅%	33.89%	8.41%	64.36%	68.00%	50.00%
毛利	85.70	84.09	181.78	305.40	381.75
毛利率	25.20%	22.81%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利占比	12.04%	10.10%	16.80%	20.66%	20.11%
三、通讯产品					
通讯产品业务收入	374.41	382.23	334.03	366.64	365.71
收入增幅%	39.81%	2.09%	-12.61%	9.76%	-0.25%
毛利	78.19	69.07	64.70	71.28	69.34
毛利率	20.88%	18.07%	19.37%	19.44%	18.96%
毛利占比	10.99%	8.30%	5.98%	4.82%	3.65%
四、其他主营 (DMB、EPOS、GPS 以及视频监控等)					
业务收入	269.87	365.16	560.48	724.68	1009.95
收入增幅%	-0.92%	35.31%	53.49%	29.30%	39.37%
毛利	126.96	167.01	195.10	252.26	351.56
毛利率	47.05%	45.74%	34.81%	34.81%	34.81%
毛利占比	17.84%	17.84%	18.03%	17.06%	18.52%
五、其他非主营收入					
其他收入	14.85	21.73	27.90	32.47	42.33
同比增幅%	-25.53%	46.34%	28.38%	16.39%	30.37%
其他业务毛利	3.66	13.06	10.66	13.31	19.66
其他业务毛利占比	0.51%	1.57%	0.99%	0.90%	1.04%

合计:	营业收入	1724.67	1997.21	2655.52	3604.36	4831.44
	收入增幅%	30.81%	15.80%	32.96%	35.73%	34.04%
	综合毛利率	41.26%	41.69%	40.75%	41.01%	39.29%
	毛利	711.66	832.54	1082.15	1478.26	1898.48
	毛利增幅%	31.11%	16.99%	29.98%	36.60%	28.43%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

3. 投资建议

维持我们此前的盈利预测, 预计 2011~2013 年的营业收入分别为 26.45 亿 (原预测为 26.56 亿, 修订为业绩快报预测)、36.04 亿、48.31 亿元, 同比分别增长 32.96%、35.73%、34.04%; 2011~2013 年 EPS 分别为 0.51/0.70/0.90 元, 当前股价相当于 2011~2013 年 EPS 的 PE 分别为 27、20、15 倍, 维持“推荐”评级。

4. 风险

1) 行业竞争如果加剧可能抵消公司数据通信设备在中高端产品方面进步和云终端在降低芯片成本、开拓新细分高毛利率市场的举措, 对毛利率或相关期间费用带来负面影响。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王家炜，TMT 行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中兴通讯（000063.SZ）、海能达（002583.SZ）、海格通信（002465.SZ）、中创信测（600485.SH）、世纪鼎利（300050.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、星网锐捷（002396.SZ）、国脉科技（002093.SZ）、烽火通信（600498.SH）、亨通光电（600487.SH）、中天科技（600522.SH）、光讯科技（002281.SZ）、日海通讯（002313.SZ）、三维通信（002115.SZ）、大富科技（300134.SZ）、武汉凡谷（002194.SZ）、中国联通（600050.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn