



二季度高速增长 未来聚焦云计算

——星网锐捷（002396）2011年半年报点评

2011年7月28日

推荐/维持

星网锐捷

财报点评

王玉泉	TMT 小组负责人	wangyq@dxzq.net.cn	010-66507334	执业证书编号: S1480510120008
郭琪	通信行业分析师	guoqi@dxzq.net.cn	010-66507332	执业证书编号: S1480510120010

事件:

星网锐捷公布2011年半年报,公司2011年上半年实现营业收入10.22亿元,同比增长39.94%;归属上市公司股东净利润4861万元,同比增长0.77%;基本每股收益0.14元。二季度公司实现营业收入6.61亿元,同比增长79.76%;归属上市公司股东净利润6208万元,同比增长86.31%。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入(百万元)	362.73	367.60	472.14	794.74	361.27	660.79
增长率(%)	49.67%	1.20%	13.14%	13.25%	-0.40%	79.76%
毛利率(%)	33.88%	45.37%	43.57%	42.42%	34.35%	38.98%
期间费用率(%)	32.84%	38.76%	33.47%	33.10%	45.06%	26.89%
营业利润率(%)	1.53%	6.27%	9.61%	8.33%	-11.23%	11.65%
净利润(百万元)	14.92	33.32	40.42	49.93	-13.47	62.08
增长率(%)	-587.24%	-8.03%	16.47%	30.10%	-190.31%	86.31%
每股盈利(季度,元)	0.113	0.190	0.230	0.284	-0.077	0.177
资产负债率(%)	55.07%	24.37%	23.03%	30.57%	24.58%	26.66%
净资产收益率(%)	3.28%	2.85%	3.70%	4.21%	-1.12%	4.87%
总资产收益率(%)	1.47%	2.16%	2.85%	2.92%	-0.85%	3.57%

评论:

积极因素:

- 二季度公司的业绩实现大幅的增长,瘦客户机实现营业收入2.31亿元,同比增长73.88%;企业级网络设备实现营业收入3.68亿元,同比增长34.52%。通讯产品因季节因素的影响,同比下降12.61%,实现营业收入1.67亿元。从地区上来看,国内业务实现营业收入8.98亿元,同比增长36.60%,占营业收入的比重为88.95%;海外业务实现营业收入1.12亿元,同比增长68.12%。公司未来将通过接入产品积极拓展东南亚及欧美市场,均衡市场结构,为公司业务的快速发展提供保障。
- 报告期内,公司大量招聘研发人员,人力成本随之增加。公司加强成本费用的控制,人力成本的增加并未给公司带来太大的影响。2011年上半年,公司的期间费用率为33.31%,较去年同期下降2.51个百分点。其中,销售费用率为17.82%,同比下降1.29个百分点;管理费用率为16.14%,同比下降0.22个百分点,其中的研发费用率为12.85%,同比上升1.32个百分点;财务费用率为-0.65%,主要是因为去年公司发行

- 股票收到的募集资金存款利息收入增加。

表 1：分产品公司各项指标变化情况（单位：百万元）

按产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入增减	营业成本增减	毛利率增减
瘦客户机	231.26	177.18	23.39%	73.88%	76.20%	-1.01%
企业级网络设备	368.40	164.63	55.31%	34.52%	35.31%	-0.26%
通讯产品	167.11	134.73	19.37%	-12.61%	-11.64%	-0.88%
其它	242.89	158.33	34.81%	93.16%	163.54%	-17.41%
合计	1009.66	634.87	37.12%	39.49%	46.02%	-2.81%

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

消极因素：

- 2011年上半年，公司的毛利率为37.12%，较去年同期下降2.81个百分点。公司的企业级网络设备、瘦客户机、通信产品的毛利率相对比较稳定，分别为55.31%、23.39%、19.37%，较去年同期分别下降0.26、1.01、0.88个百分点，主要是公司毛利较低产品销售的大幅增长造成了综合毛利下降。我们预计下半年通讯网络设备的毛利水平将有所提高，公司综合毛利水平将回到40%左右。

业务展望：

- 云计算是公司未来重点发展的领域之一，公司的产品将涵盖云计算产业链的绝大部分，包括云交换机、路由器，云终端，云平台、云传输的后台管理软件，以及涉及到云计算的整体解决方案。公司正在从硬软件基础设施与服务平台的提供商向商业应用与服务平台的整体解决方案提供商转型。公司将进一步加强与虚拟化和云基础架构领导厂商VMware公司的战略合作。
- 在物联网领域，公司将以行业聚焦为核心，在基础网络支撑及相关行业，包括智能交通、移动支付和视频监控与报警等，提出具有自身特色的解决方案。
- 在三网融合领域，公司将围绕网络建设与改造的内容进行深度挖掘，为三网融合的网络建设与改造提供从投入到终端的解决方案，以及宽带接入融合通信解决方案和数字多媒体应用解决方案等。

盈利预测与投资建议：

- 我们预计公司2011年-2013年的EPS分别为0.52元、0.65元和0.78元，对应的动态市盈率分别为29倍，24倍和20倍。公司执行的均衡利基战略将确保公司在教育、金融、国际、商业四大领域取得持续发展。我们给予公司2011年EPS35倍PE估值，未来6个月目标价18.2元，维持对公司“推荐”的投资评级。

风险提示：

- 市场竞争加剧导致公司产品毛利率水平低于预期。

表 1：公司盈利预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	1724.67	1997.21	2609.56	3348.28	4172.78
(+/-)%	30.81%	15.80%	30.66%	28.31%	24.62%
EBITDA（百万元）	158.45	157.20	224.32	291.35	369.06

(+/-)%	50.75%	-0.79%	42.70%	29.88%	26.67%
净利润（百万元）	106.26	138.60	182.55	226.61	275.19
(+/-)%	53.63%	30.43%	31.71%	24.14%	21.43%
ROE	24.84%	8.88%	9.89%	11.44%	12.82%
EPS（元）	0.81	0.90	0.52	0.65	0.78
P/E	18.94	16.95	29.42	23.70	19.52
P/B	4.70	1.72	2.91	2.71	2.50
EV/EBITDA	10.86	9.75	16.91	12.59	9.50

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王玉泉

清华大学学士、硕士、博士，2008年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

郭琪

电子信息工程专业毕业，2008年加盟东兴证券研究所，从事通信行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。