

星网锐捷 (002396.SZ)

通信系统设备行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

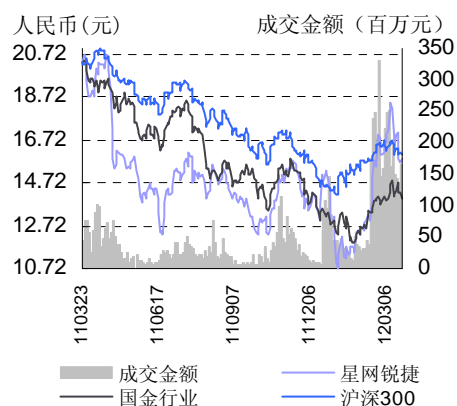
市价(人民币): 15.88元

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)	5,574.83
年内股价最高最低(元)	20.72/10.72
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《下一代网络确定性标的》，2012.1.11
2. 《同时受益于云端和终端的爆发机会》，2011.12.7
3. 《均衡基石战略及新业务开拓卓显成效》，2011.4.8

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

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.808	0.790	0.509	0.652	0.836
每股净资产(元)	3.25	8.89	4.90	5.35	6.05
每股经营性现金流(元)	2.64	0.12	0.51	0.78	0.98
市盈率(倍)	N/A	53.46	31.11	24.36	19.00
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%	28.91%	28.09%	28.19%
净资产收益率(%)	24.84%	8.88%	13.95%	12.19%	13.80%
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

业绩简评

- 星网锐捷 3月22日发布 2011 年年报, 实现营业收入 26.44 亿元(同比增长 32.40%), 净利润 1.79 亿元(同比增长 28.91%), EPS0.51 元, 完全符合我们自 2011 年底以来多篇推荐报告的业绩预期。公司的营业利润达到 2.15 亿元, 增速为 53.79%, 扣除补贴确认和税收的影响, 公司的业绩增长远超市场预期。同时公司预告 2012Q1 业绩为 0-700 万净利润, 比 2011Q1 大幅改善。

经营分析

- **经营性现金流:** 2011 年公司的经营性现金流出现了大幅的改善, 经营现金净流入达到 1.8 亿元, 超过了 2011 年的净利润。这在通信设备行业中是非常少见的积极的现象。
- **企业网络收入高速增长:** 企业级网络设备增速高达 36.88%, 毛利率基本持平, 这说明了公司在新的细分市场深度耕耘实现了规模效应。**我们认为, 未来受益于 IP 化的大趋势, 公司 IP 设备将保持较高的复合增速。**
- **瘦客户机爆发, 毛利率提升:** 瘦客户机业务增速高达 47%, 在收入爆发式增长的同时, 毛利率也出现了提升。这充分说明了公司在云终端方面的能力, 持续在虚拟化技术中的研发投入带来了产品的附加值。
- **储备产品线具备放量潜力:** “其他”口径业务增长 86%, 主要来自于 EPOS 和数字家庭的贡献; 另外, 公司储备的 DMB、安防监控和智能家居产品线也具备很强的放量潜力。

投资逻辑

- 我们认为星网锐捷是基本面非常扎实的公司, 又遇上了 IP 化和工业终端普及的大潮。贯穿公司交换机、路由器等企业产品和云终端、EPOS 等终端产品的主线始终是“定制化”和“IP 化”。全网 IP 化进程、下一代网络建设、云计算和物联网建设都会给公司各项业务带来实质性的推动, 即使不考虑行业爆发的因素, 公司未来 3-5 年内 30% 的复合增长率也非常可靠, 目前的股价具有估值优势, 建议买入。

投资建议

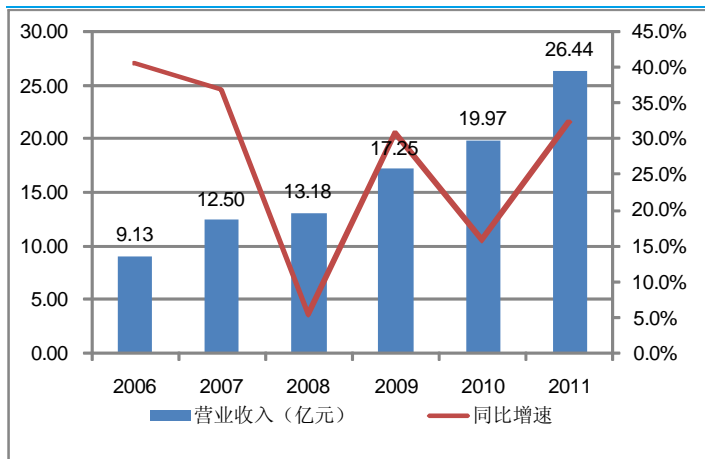
- 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.65 元、0.84 元和 1.12 元。给予公司 30×2012EPS 估值, 19.50 元, 维持“买入”评级。

营业利润增长超过 50%，体现公司真实的成长能力

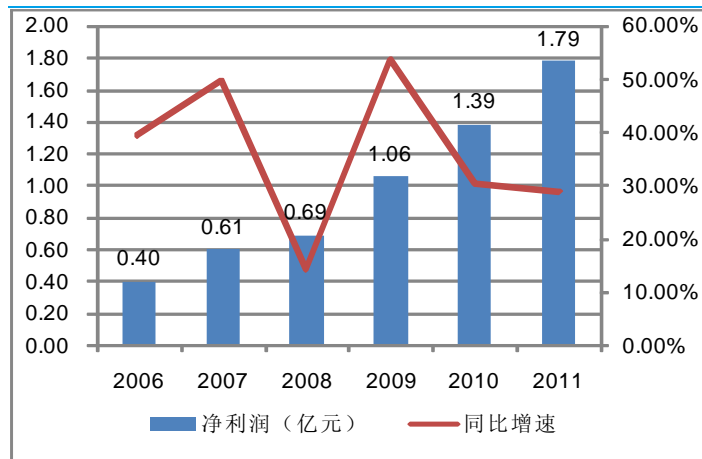
营业收入和净利润增速在 30%左右，符合预期

- 公司 2011 年实现营业收入 26.44 亿元，同比增长 32.40%；实现净利润 1.79 亿元，同比增长 28.91%，EPS0.51 元。完全符合我们自 2011 年底以来多篇推荐报告的业绩预期。

图表1: 2011 年公司营业收入 26.44 亿元，增长 32.40%



图表2: 2011 年公司实现净利润 1.79 亿元，增长 28.9%

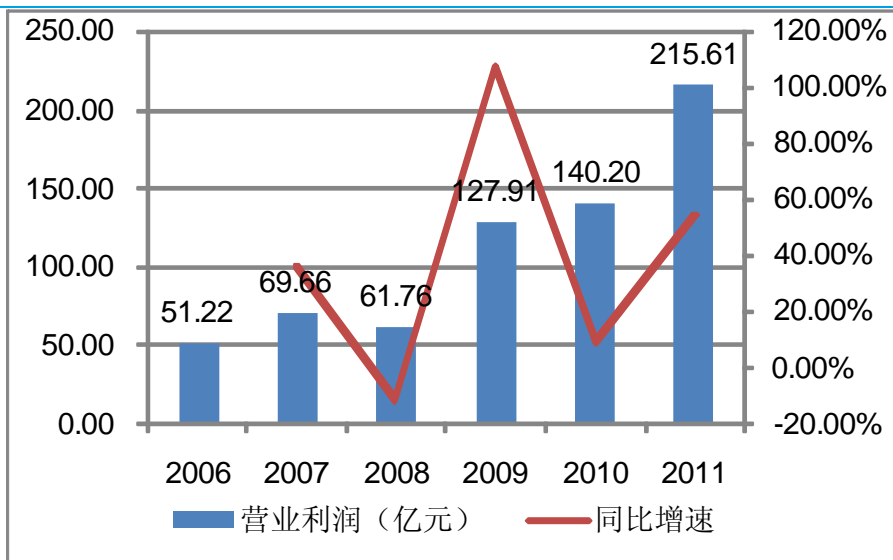


来源: 公司公告, 国金证券研究所

营业利润增速远超收入和净利润增速，体现公司真实的成长能力

- 2011 年公司实现营业利润 2.15 亿元，同比增长 53.79%。营业利润是不考虑补贴和税收影响的利润指标，能够更加真实的反应公司的增长情况。

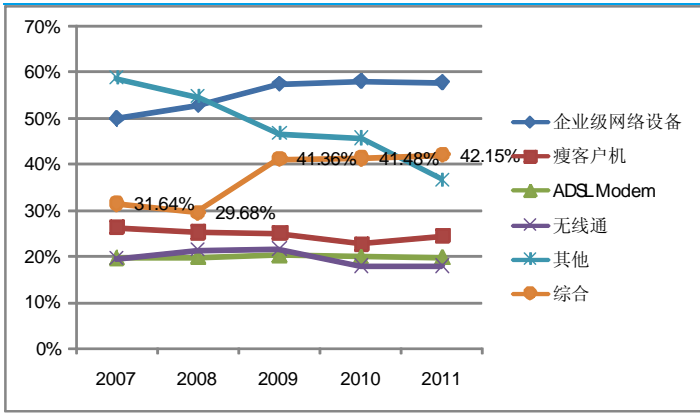
图表3: 2011 年公司营业利润同比增长 53.97%，体现公司真实的成长能力



来源: 公司公告, 国金证券研究所

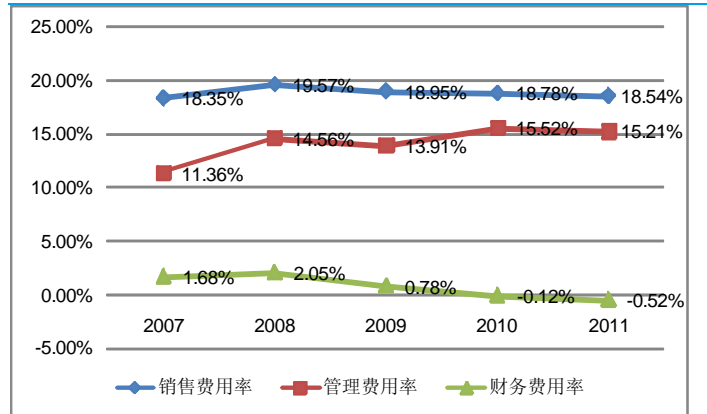
- 从公司 32.40%的收入增速和 53.97%的营业利润增长率对比来看，公司的毛利率和费用率情况比较乐观。综合数据，2011 年公司综合毛利率提升 0.67 个百分点；三项费用率下降 0.95PCT。

图表4: 由于瘦客户机的毛利率的明显提升, 公司综合毛利率提升 0.67PCT



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 在收入大幅提升的同时, 2011年三项费用率均下降, 综合下降 0.95PCT



网络和终端设备同时进入高成长区, 规模效应逐步体现

- 2011年公司两项最主要的业务: 企业级网络设备和瘦客户机均高速增长。企业级网络设备增速 36.88%, 毛利率持平, 增速和毛利率都超出我们的预期。
- 瘦客户机的增速 47%, 毛利率提升。
- 从数据上已经清晰的说明, 瘦客户机业务已经进入爆发阶段; 企业级网络设备的高速增长也是由于公司在医疗、金融等新兴行业深入定制方案后取得了规模效应。

经营亮点

经营性净现金流超过净利润

- 2011年公司的经营性现金流出现了大幅的改善。经营活动产生的现金流量净额为 1.80 亿元, 超过了公司的净利润。这在通信设备厂商中是非常少见的情况。
- 公司在收入大幅增长的同时, 取得了如次出色的经营现金流, 很大程度上可以说明公司后续增长潜力较大。

瘦客户机毛利率提升

- 瘦客户机业务在收入大幅增长的情况下, 出现了毛利率的提升, 这是非常积极的现象。主要原因是 2011 年销售的瘦客户机中, 结合虚拟化技术的云终端占比提升。我们认为未来瘦客户机的主要增长也来自于云终端, 随着云终端的大幅放量, 瘦客户机的综合毛利率仍有进一步提升的空间。
- 许多投资者认为瘦终端是像 PC 一样的行业, 技术门槛不高, 如果行业增长火爆, 竞争会更加激烈。但是恰恰相反, 云终端是非标准的工业品市场, 隐形的门槛很多。桌面云的终端厂商需要和 Vmware、Citrix、MS 等虚拟化厂商深度合作, 在终端的外设设备管理、音频视频处理、低功耗设计、0 终端登录设计、终端 linux 操作系统裁剪、用户在终端形态和架构上的个性化定制等方面, 都是瘦终端厂商可以较量高下的。如何裁剪出符合企业管理需求和业务需求的云终端体系, 如何适应终端复杂的外设环境, 是非常考验瘦终端厂商的积累的。这个世界上没有绝对的技术门槛, 但是追赶时间是必须的, 越是柔性的越不容易追赶。在云终端领域, 猛上生产线、盲目自信、借用 PC 生产的经验, 统统都是不行的, 积累是最重要的。

图表6: 云终端的隐形技术门槛很多, 需要积累, 难以快速追赶

云终端技术门槛	详细说明
外设设备管理	如何让各种复杂的串并口、USB口设备变成虚机识别的外设设备。Vmware、微软、Ctrix自己可以做, 但是一般不会自己做, 因为终端的环境太复杂, 设备太多, 每个国家的情况又不一样, 这类开发一般由终端厂商做比较合理。升腾资讯在终端外设这块的积累很深。
音频、视频处理	在非常简化的硬件上要处理好视频和音频的内容。
云终端的一键登录设计, 证书	终端如何识别登录哪台虚机, 必须有证书认证的服务。
低功耗设计	瘦终端的主机一般要求5-10W的功率
终端操作系统	终端本身的操作系统可采用免费的linux, 这需要瘦终端厂商对linux系统有开发裁剪能力。
云终端“胖瘦”程度定制	云终端的胖瘦实际上是公司对管理和灵活的一个平衡, 每家企业的要求也不尽相同, 这时终端的环境更加复杂, 也需要终端厂商很好的解决各种软件兼容性的问题。
各种定制化	形态上的定制化: PAD形式, 智能终端形式, 普通桌面终端形式; 架构上的定制化: Intel、ARM、甚至龙芯

来源: 国金证券研究所

新产品放量, 打开广阔的端的空间

- 公司的“其他”业务收入同比增长 86.13%，最大的贡献来自于 EPOS 产品和数字家庭产品。这是非常积极的现象, 在 ADSL MODEM、无线通等成熟产品逐渐退出的背景下, 除云终端外公司又迅速的找到了新的放量产品。
- 虽然公司在终端领域产品线繁多, 但是梯队状态明显。除已成熟的老产品 ADSL Modem 和无线通外, 有较大成长潜力的终端产品基本上分为三个梯队, 基本上沿着放量一批, 攻关一批, 布局一批的思路经营。
- 公司长期在终端市场积累, 贴近用户需求, 因此产品布局的准确率较高。后续梯队有望依次放量。目前, 除瘦终端外 EPOS 和数字家庭也已经开始放量出货, 后续 DMB (数字标牌) 和安防监控潜力也很大。待物联网条件成熟, 智能家居以及已经小幅放量的数字家庭的市场将更为广阔。

对长尾理论理解最深的企业设备厂商

终端和网络设备背后的相通之处, “定制化”和“IP 化”是公司产品的两个关键词

- 虽然企业级网络设备和终端在产品形态、毛利率都相差较大, 但是其它的本质非常接近。“定制化”和“IP 化”是它们的关键词。
 - 网络设备毛利率高, 但是竞争对手强大, 公司通过增强“定制化”的嵌入式软件开发满足行业客户需求, 以获取订单。而终端产品毛利率低、量大, 公司则需通过“定制化”来实现其在终端产品上的附加值, 筑起在产品上的柔性门槛。
 - 安防监控、智能家居等未来的重要物联网 M2M 领域正在经历由各类异构的组网方式向 IP 同构组网方式变化的过程。与电信行业一样, IP 化是这些物联网通信技术的重要演进方向。公司在路由器、交换机积累深厚, 是国内对 IP 化领悟最深的厂商之一, 公司的 IP 技术优势有助于公司快速切入这些新兴的行业应用市场。

终端碎片化, 大规模定制化

- 我们已多次强调, 公司在终端产品上布局广泛并不是缺乏经营思路, 而恰恰是其核心能力的体现。终端需求本身的特征是: 终端需求本身具备很强长尾特征: 品种特别多、变化特别快、可能某个品种迅速起量; 能够做大的企业必须具备快速设计、生产, 共用研发研发和生产能力的特点。

- 我们认为，ICT 计算设备经历了从“终端——计算平台——终端”轮回路径。从终端到计算平台，是本地计算能力逐渐提升的过程，高性能的集中式个人计算平台成为用户追求的目标；而现在从计算平台重新到终端的过程，则是伴随着云计算、互联网的成熟，以及大规模定制化能力的成熟。
- 未来的十年是端的黄金十年，星网锐捷的核心能力与之匹配，有望享受持续的快速成长。

图表7：终端-计算平台-终端的轮回之路



来源：国金证券研究所

投资逻辑和投资建议

- 公司同时在工业定制终端和 IP 设备上具有较强的实力，这是通过十年研发投入积累得到的。全网 IP 化进程、下一代网络建设、云计算和物联网建设都会给公司各项业务带来实质性的推动，即使不考虑行业爆发的因素，公司未来 3-5 年内 30%的复合增长率也非常可靠，目前的股价具有估值优势。
- 我们预测 2012-2014 年公司的 EPS 为 0.65 元、0.84 元和 1.12 元。未来根据公司的实际经营情况，我们很可能继续上调盈利预测。目前给予公司 30 × 2012EPS 估值，19.50 元，维持“买入”评级。

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	0	3	3	7
买入	0	0	0	1	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.14	1.32

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
3 2011-12-07	买入	13.84	19.50 ~ 19.50
4 2012-01-11	买入	12.23	19.50 ~ 19.50

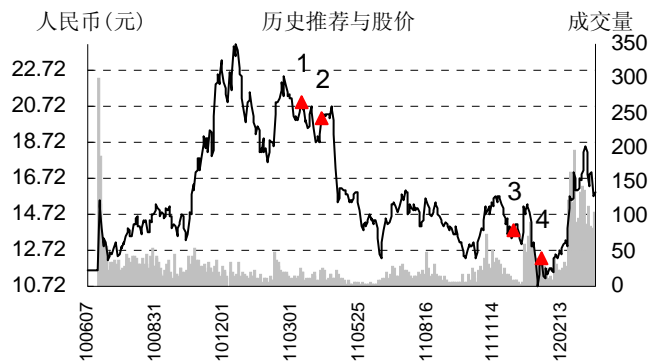
来源：国金证券研究所

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为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)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B