

评级: 审慎推荐 (首次评级)
通信
公司半年报点评
证券研究报告

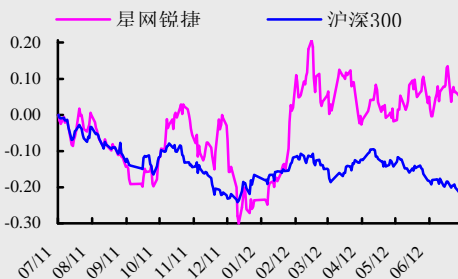
 分析师 郭强 S1080510120010
 联系人 张轶乾 S1080111080060
 电话: 0755-82485047
 邮件: zhangyiqian@fcsc.cn

星网锐捷(002396)
---中报基本符合预期, 毛利率水平全面提升
交易数据

上一日交易日股价(元)	15.81
总市值(百万元)	5,550
流通股本(百万股)	243
流通股比率(%)	69.28

资产负债表摘要(03/12)

股东权益(百万元)	1,729
每股净资产(元)	4.92
市净率(倍)	3.21
资产负债率(%)	22.83

公司与沪深300指数比较

相关报告

1、第一创业-行业研究-通信行业2012年下半年投资策略-业绩两级分化不可避免, 股价泥沙俱下孕育投资机会-20120703

事件: 星网锐捷今天公布2012年半年度报告, 显示公司主营收入1.06亿元, 同比增长4.07%, 实现归属于上市公司股东的净利润0.71亿元, 同比增长46.29%, 半年实现EPS 0.2元/股。

点评:

- 公司主营业务保持持续增长势头, 半年业绩基本符合我们的预期。主营收入仅同比增长4.07%, 主要是因为通信产品(无线通和ADSL)收入继续萎缩, 减少1.1亿; 而瘦客户机、企业级网络设备、包括EPOS、DMB和KTV多媒体在内的其他业务收入分别同比增长14.65%、10.27%和31.61%, 增长仍然较为稳健。营业利润率为4.73%, 同比增加1.2个百分点。尽管营销费用和管理费用上升3.6个百分点, 但各项业务毛利率全面上升, 整体上升5.34个百分点, 显示产品竞争力和成本控制能力大为增强。利润总额和净利润同比增长69.43%和46.29%, 则主要归因于增值税返还同比增长3420万元, 是去年政策影响下增值税返还减少的延后效应。
 - 公司对今年1-9月经营业绩的预测, 显示管理层对下半年经营展望较为乐观, 预计为净利润同比增长20%-50%, EPS约为0.35元-0.44元。
 - 我们看好公司从单卖硬件到硬件+软件+服务一体的经营思路转变。该思路已经在企业网数通和瘦客户机业务上得以成功验证, 不但提升了毛利率水平, 还将相关竞争对手挡在门外, 使公司业绩保持稳定增长。
 - 我们认为, 公司有望把该思路逐渐从原有的优势行业、优势产品成功实现在其他行业、其他产品领域。公司正在EPOS、DMB、GPS、视频监控等多个细分领域努力开拓, 这些将是公司未来收入重要的新增长点。
 - 给予公司“审慎推荐”评级, 我们预计12年、13年的EPS分别为0.68元、0.90元, 对应股价PE分别为23.3、17.6, 考虑今后几年业绩稳定增长和瘦客户机和其他新业务的高成长性, 首次给予“审慎推荐”评级。
- 风险提示:** 市场竞争加剧或导致收入增速和毛利率提升幅度不如预期。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2644	3314	4124	5169
收入同比(%)	32%	25%	24%	25%
归属母公司净利润	179	239	316	406
净利润同比(%)	29%	34%	32%	28%
毛利率(%)	42.2%	44.0%	44.1%	43.6%
ROE(%)	10.4%	12.9%	14.6%	15.7%
每股收益(元)	0.51	0.68	0.90	1.16
P/E	31.06	23.27	17.57	13.68



- **公司在企业网数通产品领域具备较高的竞争优势，特别是在教育网市场，并加快向金融、医疗等其他行业领域扩张，未来几年将维持 20%-30%左右的增速。**

企业网数通产品领域，包括路由器和交换机产品，竞争一向激烈，竞争对手包括思科、华三、华为、中兴等。但公司能在教育网市场做到排名第一，在金融、医疗、政府等市场也加快发展，靠的就是做细致的行业解决方案，采取差异化竞争策略，避开单卖产品而造成的竞争压力，比如曾帮助高校很好地解决网络计费问题。

因此，在客户相对分散的这些细分市场，星网锐捷的产品和解决方案仍然具备强大的生命力，思科和华为尽管强大，但很难有那么多人力针对众多的客户做这么细致的工作。

公司在网络业务方面，坚定的以“解决方案中心型企业”为发展目标，并在以教育、金融、政府、商业为主攻方向基础上，开始开拓运营商和海外等新市场，在云计算和下一代数据中心加快发展的行业背景下，我们坚定地看好公司高毛利率的企业网数通产品的发展，数通产品将继续为公司带来可观的盈利。

- **公司是瘦客户机产品领域的龙头，去年开始在该领域的收入已经加速增长，主要受益于快速增长的桌面云和移动互联网行业应用的发展。**

公司是瘦客户机领域的龙头，但产品的毛利率在桌面互联网时代较低，按硬件配置谈价格，竞争激烈，差异化程度低。

结合下一代数据中心和云计算发展的行业趋势，公司将瘦客户机过去的定位，从单卖硬件，类似简化版本的 PC 机，转变到希望建立云终端解决方案，加卖软件和行业应用系统。正是在从单卖硬件到硬件+软件+服务一体的经营思路转变指引下，公司在过去两年不断加大研发投入，包括云桌面虚拟化、USB 映射等技术研发，还和 VMware 合作开发 CT Vision 的桌面虚拟化解决方案，以及与华为公司在云计算领域进行深度的战略合作，为客户提供业内领先的解决方案，引领桌面虚拟化潮流。

云计算作为商业模式的巨大变革，已在全球范围内为各界所接受，而在办公应用领域，云终端取代传统的 PC 机已是大势所趋，不但可以降低企业 IT 成本，而且可以使内部运营效率更高。需求来自各行各业，运营商行业、金融行业、大的企业等加大内部私有云的建设力度，我们认为，未来几年，包括移动云终端产品在内的瘦客户机市场将迎来加速发展阶段，拥有品牌优势、做好充分准备的星网锐捷无疑是最大的受益者之一。

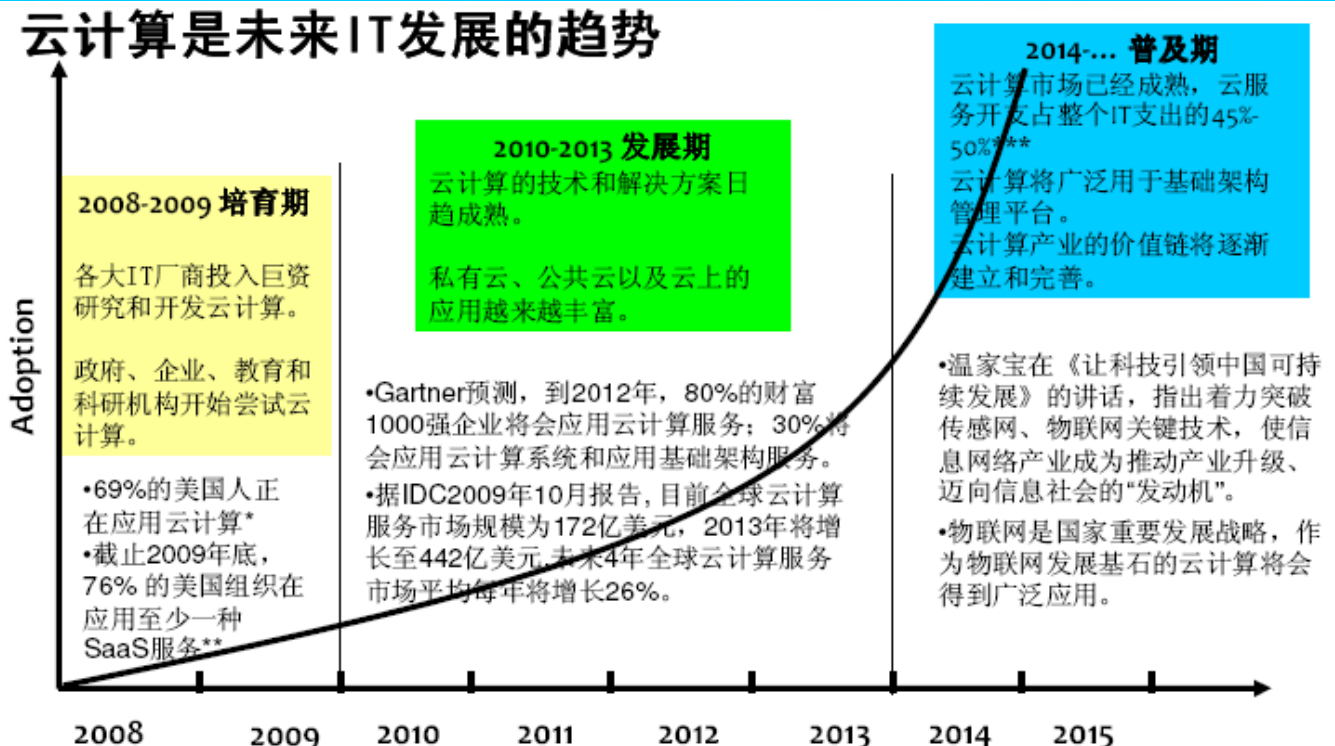
从数据上来看，根据公司年报收入倒推，我们估算公司瘦客户机的出货量，2010 年大概是 22 万台，2011 年大概是 30 万台，2012 年则有望增长到 50 万台左右，呈放量增长的趋势。

从利润来看，用户不再单看终端硬件的价格，还看与数据中心结合的软件部分、行业应用的软件部分的附加值，产品的盈利能力大增。根据公司年报，瘦客户机产品的毛利率，已经从 2010 年的 22.81% 提升至 2011 年年度 24.52%，2012 年上半年则为 26.27%，我们预计全年有望提升至 27%。随着费用和成本的摊薄，



产品的规模效应越来越明显，瘦客户机产品带来公司未来的净利润会更大。

图 1：云计算未来的发展



数据来源：IBM，第一创业证券研究所

- 我们看好公司其他产品的发展，公司有望把从优势的行业（教育、金融）和优势的产品（网络设备和云终端）的成功经验复制到在其他行业、其他产品领域。

公司涉及业务和产品众多，除两大核心业务的数通产品（路由与交换机）和瘦客户机产品外，还有存储、WLAN、EPOS 终端、KTV 多媒体、无线通（今年已停）、ADSL、IMS 接入、GPS、视频监控等等，其中 EPOS 终端、DMB、KTV 多媒体收入已经过亿，2012 年半年收入同比增长 31.61%，达到 3.2 亿元，未来有望进一步形成规模，而像视频监控等安防产品则还在培育阶段。

这些业务和产品，表面上比较分散，但整体上来讲，公司的战略是要在行业用户里成为行业用户解决方案的领导者，基本上是围绕着通讯和网络，模式是软件、硬件加服务形成三位一体的解决方案，单独卖硬件的产品线将需要转型或者关闭，比如今年就根据实际业务的发展情况，关闭了无线通产品线。

我们认为，公司有望把从优势的行业（教育、金融）和优势的产品（网络设备和云终端）的成功经验复制到在其他行业、其他产品领域，这将给公司未来收入带来重要的新增长点。比如公司最近两年进入的安防视频监控领域，安防行业有 IP 化网络化的趋势和要求，数据网和安防网要融合，公司就可以利用在行业的客户关系优势、网络设备技术优势来进入安防市场，开辟蓝海。



● 综上，我们看好公司未来的发展，特别是今后几年业绩的稳定增长和瘦客户机等新业务的高成长性，首次覆盖，给予审慎推荐的评级。

我们预计 12 年、13 年的 EPS 分别为 0.66 元、0.87 元，同比增长 34%和 32%，对应股价 PE 分别为 23.3、17.6，考虑今后几年业绩的稳定增长和瘦客户机和其他新业务的高成长性，首次给予“审慎推荐”评级。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2497	2706	3118	3887	营业收入	2644	3314	4124	5169
现金	1300	1284	1351	1666	营业成本	1529	1856	2306	2916
应收账款	568	762	949	1189	营业税金及附加	22	30	37	47
其他应收款	27	40	49	62	营业费用	490	630	763	930
预付账款	45	56	69	87	管理费用	402	530	619	724
存货	490	557	692	875	财务费用	-14	-13	-13	-13
其他流动资产	66	8	8	8	资产减值损失	7	10	12	15
非流动资产	310	320	310	301	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	20	47	47	47	投资净收益	8	8	8	8
固定资产	133	115	98	80	营业利润	216	280	409	558
无形资产	6	6	6	6	营业外收入	83	120	120	120
其他非流动资产	151	153	160	168	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	2806	3026	3428	4188	利润总额	297	398	527	676
流动负债	854	848	776	927	所得税	30	40	53	68
短期借款	82	185	0	0	净利润	267	358	474	609
应付账款	339	408	507	642	少数股东损益	89	119	158	203
其他流动负债	433	255	268	285	归属母公司净利润	179	239	316	406
非流动负债	26	0	0	0	EBITDA	226	284	413	563
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.51	0.68	0.90	1.16
其他非流动负债	26	0	0	0					
负债合计	881	848	776	927	主要财务比率				
少数股东权益	204	323	481	684	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	351	351	351	351	成长能力				
资本公积	775	775	775	775	营业收入	32.4%	25.3%	24.5%	25.3%
留存收益	595	729	1045	1450	营业利润	53.8%	29.7%	46.1%	36.7%
归属母公司股东权益	1722	1855	2171	2577	归属于母公司净利润	28.9%	33.5%	32.4%	28.5%
负债和股东权益	2806	3026	3428	4188	获利能力				
					毛利率(%)	42.2%	44.0%	44.1%	43.6%
					净利率(%)	6.8%	7.2%	7.7%	7.9%
					ROE(%)	10.4%	12.9%	14.6%	15.7%
					ROIC(%)	26.2%	23.5%	28.7%	32.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	31.4%	28.0%	22.6%	22.1%
					净负债比率(%)	9.35%	21.81%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.92	3.19	4.02	4.19
					速动比率	2.34	2.53	3.13	3.25
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	1.14	1.28	1.36
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	4.61	4.97	5.04	5.08
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	0.68	0.90	1.16
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	-0.03	0.68	0.86
					每股净资产(最新摊薄)	4.90	5.28	6.18	7.34
					估值比率				
					P/E	31.06	23.27	17.57	13.68
					P/B	3.22	2.99	2.56	2.15
					EV/EBITDA	20	16	11	8

数据来源: 第一创业证券研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135