

星网锐捷 (002396.SZ)

通信系统设备行业

评级: 买入 上调评级

业绩点评

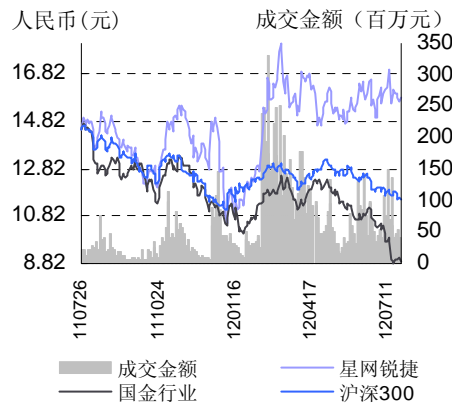
市价(人民币): 15.81元
目标(人民币): 20.40元

净利增速超预期, 毛利率全面提升;

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)	55.50
年内股价最高最低(元)	18.13/10.54
沪深300指数	2360.08
中小板指数	4985.39



相关报告

1. 《珍惜通信新白马的买入机会》, 2012.4.20
2. 《各项业务高增长, 经营性现金流超预期》, 2012.3.23
3. 《下一代网络确定性标的》, 2012.1.11

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.790	0.509	0.676	0.954	1.285
每股净资产(元)	8.89	4.90	5.45	6.28	7.43
每股经营性现金流(元)	0.12	0.51	0.85	1.11	1.51
市盈率(倍)	53.46	25.76	23.38	16.56	12.30
行业优化市盈率(倍)	30.51	22.00	20.25	20.25	20.25
净利润增长率(%)	30.43%	28.91%	32.85%	41.16%	34.64%
净资产收益率(%)	8.88%	10.38%	15.78%	15.21%	17.29%
总股本(百万股)	175.53	351.06	351.06	351.06	351.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 星网锐捷于7月25日晚间发布2012年中报, 2011年上半年实现营业收入10.64亿元, 同比增长4.07% (剔除公司主动放弃的亏损业务“无线通”, 营业收入可比增长约为16%, 仍低于市场预期)。实现净利润7111万元, 同比增长46.29%, 扣除非经常性损益后的净利润增长55.92%, 超出市场预期。净利润增速比可比收入增速超出30个百分点, 主要来自于产品毛利率的全面提升, 以及营业外收入增长。

经营分析

- **毛利率全面提升超出市场预期:** 公司收入的季节特征明显, 从而导致公司每年的综合毛利率水平逐季提升。但是自2012年以来, Q1和H1的毛利率始终维持在高位, 2012H1毛利率达到42.69%, 显著超出2011全年水平。与2011H1相比, 提升5.58个百分点, 大大超出市场预期。这主要系公司各产品已经树立品牌、定位逐渐走向高端以及增加研发投入所致。
- **费用增长明显, 但符合预期:** 销售费用和管理费用合计同比增长15%左右基本符合预期。费用增长主要是公司持续加大研发费用所致, IP设备、云终端、安防监控都需要大量的投入研发费用。公司在费用率大幅增长的情况下, 仍能实现净利润的高速增长, 一定程度上说明增长的可持续性高。
- **我们预计瘦终端增速低于预期的主要原因是订单确认问题:** 根据我们从行业竞争对手以及客户处的调研情况, 我们认为公司上半年瘦终端的出货应属于高速增长。预计公司上半年部分出货量没有得到确认收入, 导致该项业务收入比较明显低于预期。
- **公司品牌已确立和行业前景好是最大的投资逻辑:** 无论是IP设备、云终端还是EPOS、KTV、DMB等新孵化产品, 星网锐捷和升腾资讯的品牌已经确立, 这是其增长的内在保证; 而云计算落地、IP化趋势以及终端碎片化趋势是公司长期增长的外在条件。这两点是最大的投资逻辑。

盈利预测和投资建议

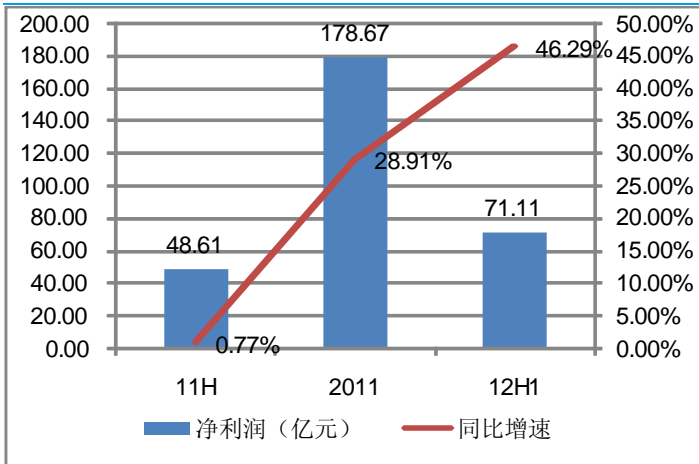
- 由于公司毛利率上升显著, 小幅上调2012-2014年的EPS预测至0.68元、0.95元和1.29元, 给予公司30×2012EPS估值, 20.40元。
- 上调投资评级至“买入”。

业绩简评

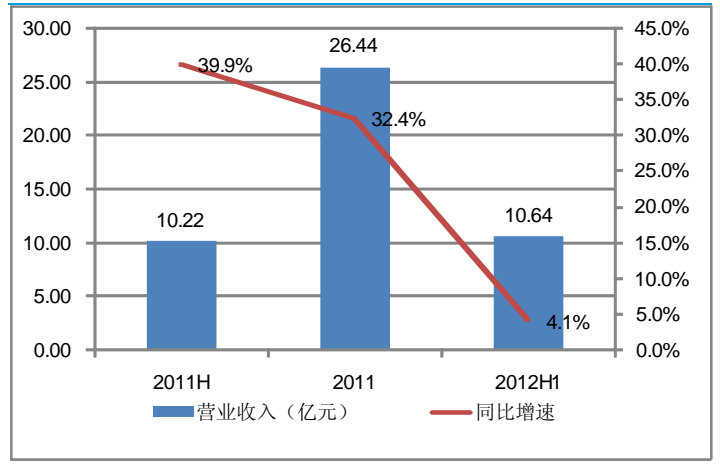
净利润增速高于预期，收入增速低于预期

- 星网锐捷于 7 月 25 日晚间发布 2012 年中报，2011 年上半年实现营业收入 10.64 亿元，同比增长 4.07%（剔除公司主动放弃的亏损业务“无线通”，营业收入可比增长约为 16%，仍低于市场预期）。实现净利润 7111 万元，同比增长 46.29%，扣除非经常性损益后的净利润增长 55.92%，超出市场预期。

图表1: 2012H1 公司净利润实现同比增长 46.29%，超出市场预期



图表2: 2012H1 公司营业收入实现同比增长 4.1%（可比口径 16%），低于市场预期



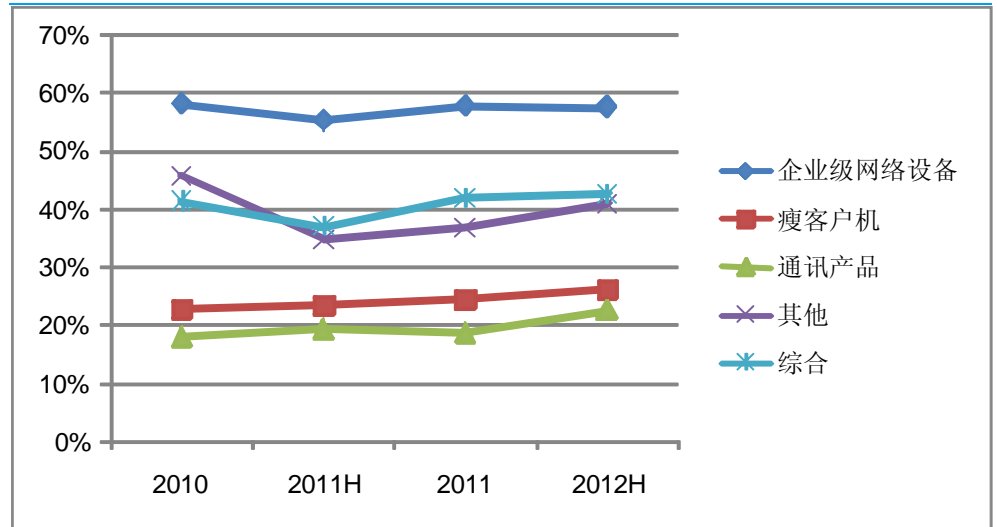
来源：公司公告，国金证券研究所

- 净利润增速比可比收入增速超出 30 个百分点，主要来自于产品毛利率的全面提升，以及营业外收入增长。而毛利率的全面提升是净利润增速超出市场预期的主要原因。
- 同时，收入增速低于预期的主要原因是瘦终端收入的增速不像我们预计中的高速增长。

毛利率分析

- 相比于 2011H1，公司各项业务毛利率全面提升，是本期报告亮点。
- 由于公司收入的季节特征明显，从而导致公司历史上每年的综合毛利率水平逐季提升。但是自 2012 年以来，Q1 和 H1 的毛利率始终维持在高位，2012H1 毛利率达到 42.69%，显著超出 2011 全年水平。与 2011H1 相比，提升 5.58 个百分点，大大超出市场预期。我们认为这主要系公司产品已经树立品牌、定位逐渐走向高端以及增加研发投入所致。
- 具体来说：IP 设备毛利率提升源自高端设备比例提高，瘦终端毛利率提升源自和 VMware 等虚拟化巨头合作的产品附加值日益显现，A 猫等通讯产品无足轻重不需关注，其他类产品毛利率提升源自孵化产品线实现规模销售。
- 毛利率提升为公司未来业绩高速增长带来了很大的弹性，一旦公司收入增速回升，净利润将出现更大幅度的增长。

图表3: 对比 2011H1 公司各项业务毛利率大幅提升, 对比 2011 年全年也程明显上升态势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

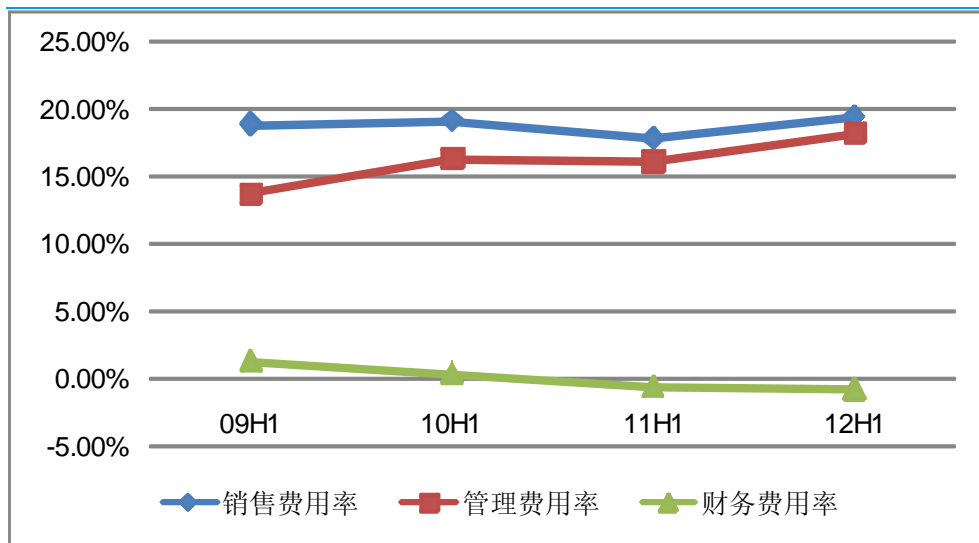
收入分析

- 我们要强调的是: 真实的收入增速并不像 4.07% 的读数那么低, 剔除公司主动退出的亏损的无线通业务, 公司的收入增速约为 16%。
- 但 16% 的收入增速仍然低于市场预期, 主要是瘦终端没有呈现出预期中的高速增长, 仅实现了 14.65% 的中速增长。根据我们从行业竞争对手及客户处调研的情况来看, 我们预计公司上半年的实际出货增速超过确认的收入增速, 预计有相当部分已发货的瘦终端不符合收入确认标准。最大的佐证便毛利率: 毛利率全面提升是产品议价能力提升的表现, 一般而言, 在某项业务增长乏力的情况下, 提升毛利率是非常困难的。
- 另一方面, 锐捷网络的收入增长也表现一般, 但我们并未过高预期。主要原因是, 锐捷网络收入增速呈现比较明显的大小年现象, 经过去年的高速增长后, 今年增速略为放缓也属正常情况。同时, 锐捷网络的上半年的收入仅占全年的 30%, 季节特征特别明显, 因此上半年锐捷网络 10% 的收入增长可以说是符合预期。

费用率分析

- 公司 2012H1 销售费用增长 13.32%, 管理费用增长 17.30%。我们对公司全年费用增长预期在 15-20% 之间, 公司中期的费用情况基本符合我们的预期。但是由于公司的名义收入增速低于预期, 因此费用率出现了显著的上升。
- 2012H1 销售费用率为 19.40%, 比 2011H1 提升了 1.58 个百分点; 2012H1 管理费用率为 18.20%, 比 2011H1 提升了 2.05 个百分点。
- 公司在费用正常增长的情况下, 仍然实现了净利润和扣非后净利润的大幅增长, 在一定程度上说明了利润增长的可持续性。

图表4: 由于收入增速低于预期, 2012H1 销售费用率和管理费用率大幅提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

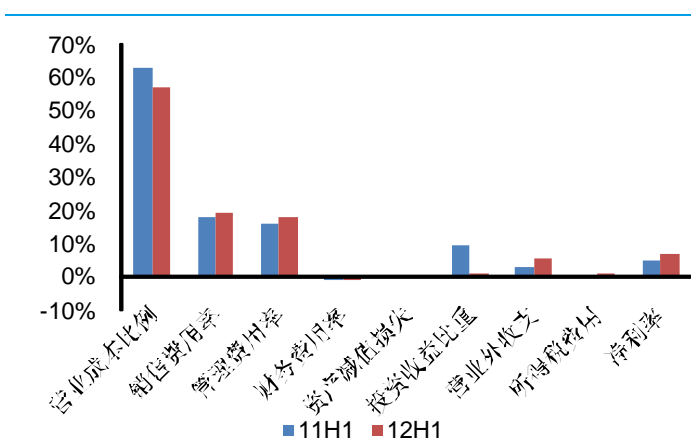
营业外收入分析

- 由于 2011H1, 公司没有收到软件增值税退税, 而 2012H1 软件增值税退税正常, 公司营业外收入在 2012H1 呈现较快的增长。
- 2012H1 营业外收入约 6000 万元, 比 2011H1 增加 3000 万元左右。若正常增长比例在 15%, 则营业外收入的额外波动在 2550 万左右。
- 营业外收入到净利润的影响需要乘以 (1-税率 t), 同时再扣除少数股东损益部分。因此 2550 万元额外营业外收入对净利润的影响约为 $2550 \times 0.6 \times 0.85 = 1300.5$ 万元。
- 若扣除该部分影响, 公司净利润增长约为 20% 左右。

业绩增长归因分析

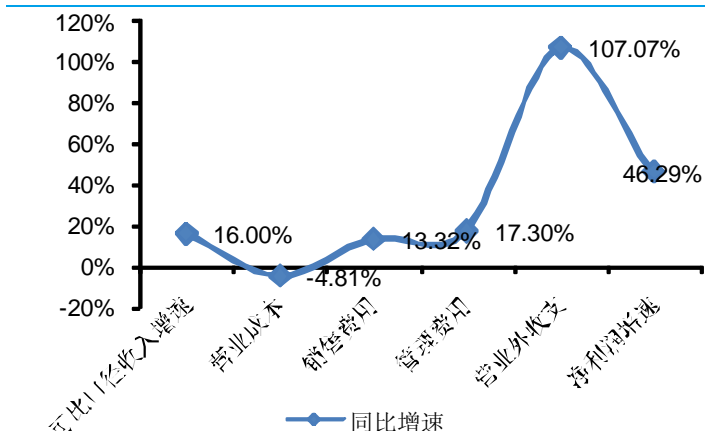
- 综上所述, 公司 2012H1 净利润大幅增长的三个主要因素有: 1、可比口径收入增长达 16%, 费用增长水平不慢于收入增长水平; 2、毛利率显著提高; 3、营业外收入大幅提高。

图表5: 2011H 和 2012H 各项财务指标比较



来源: 国金证券研究所

图表6: 收入增长、毛利率提升和营业外收入增长是公司净利润大幅增长的主要原因



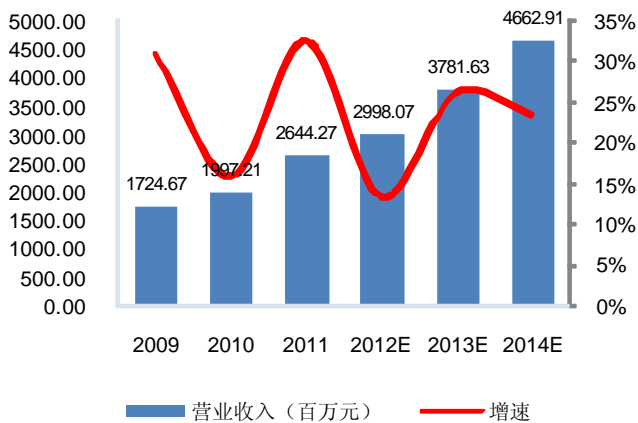
星网锐捷投资逻辑

- IP 设备领域：行业长期两位数增长，思科份额在减少，锐捷品牌已经形成，依靠细分市场战略以及比对手更强的直接控单能力，可以维持未来 20% 以上的复合增长。
- 云终端：瘦终端替代商用 PC 趋势明确（目前渗透率 3%）；从行业调研情况已确认高速增长。升腾资讯市场份额第一，虚拟化技术和国外大厂同步，行业化能力超越国外大厂。
- EPOS、KTV 终端、VOIP、UC 等产品线也都孵化完成，迎来增长高峰。公司产品梯队布局合理，捕捉机会能力强，长短期平衡好。未来 3-5 年复合增长 30% 左右。**值得注意的是，公司“其他”统计口径增长持续超过 30%，毛利率大幅提升，便是各类孵化的新产品逐步实现规模销售的结果。**
- 公司表现出众的根本原因是：1、员工和高管持股；2、在网络和终端行业的积累已经超过 10 年（如果算上实达的经历，已经接近 20 年）。

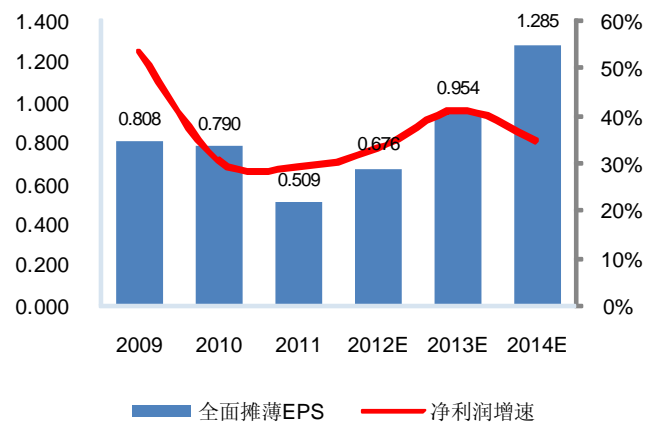
盈利预测与投资建议

- 小幅调高星网锐捷的毛利率预测，并小幅调低收入预测。
- 预计 2012-2014 年，公司分别实现收入 29.98 亿元、37.82 亿元和 46.63 亿元；预计分别实现净利润 2.37 亿元、3.35 亿元和 4.51 亿元，对应 EPS0.68 元、0.95 元和 1.29 元。对比前次模型分别上调了 0.01 元、0.03 元和 0.06 元。
- 由于公司的毛利率仍在持续走高，公司下半年和明年收入增速的提高将带来很大的业绩弹性。2012-2014 年净利润高速增长确定，我们给予公司 30 × 2012EPS 估值，20.40 元。
- 并上调公司评级至“买入”。

图表7：预计 2012-2014 年公司营业收入分别为 29.98 亿元、37.82 亿元和 46.63 亿元



图表8：预计 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.68 元、0.95 元和 1.29 元



来源：国金证券研究所

图表9: 销售预测明细

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

项 目	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
企业级网络设备								
销售收入 (百万元)	1,176.37	1,352.83	1,691.04	2,029.24	2,435.09	2,922.11	3,360.43	3,864.49
增长率 (YOY)	36.88%	15.00%	25.00%	20.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	57.77%	57.00%	56.00%	55.00%	54.45%	53.91%	53.37%	52.83%
销售成本 (百万元)	496.78	581.72	744.06	913.16	1,109.18	1,346.93	1,567.09	1,822.77
增长率 (YOY)	37.96%	17.10%	27.91%	22.73%	21.47%	21.43%	16.34%	16.32%
毛利 (百万元)	679.59	771.11	946.98	1,116.08	1,325.91	1,575.18	1,793.34	2,041.72
增长率 (YOY)	36.10%	13.47%	22.81%	17.86%	18.80%	18.80%	13.85%	13.85%
占总销售额比重	44.92%	45.12%	44.72%	43.08%	42.40%	41.93%	40.62%	40.52%
占主营业务利润比重	61.57%	58.55%	58.10%	56.13%	55.72%	55.48%	54.41%	54.40%
瘦客户机								
销售收入 (百万元)	541.93	704.51	951.08	1,283.96	1,604.95	2,006.19	2,507.74	2,883.90
增长率 (YOY)	47.00%	30.00%	35.00%	35.00%	25.00%	25.00%	25.00%	15.00%
毛利率	24.52%	26.00%	25.50%	25.50%	24.99%	24.74%	24.49%	24.25%
销售成本 (百万元)	409.05	521.33	708.56	956.55	1,203.87	1,509.86	1,893.52	2,184.62
增长率 (YOY)	43.74%	27.45%	35.91%	35.00%	25.86%	25.42%	25.41%	15.37%
毛利 (百万元)	132.88	183.17	242.53	327.41	401.08	496.33	614.21	699.28
增长率 (YOY)	58.02%	37.85%	32.40%	35.00%	22.50%	23.75%	23.75%	13.85%
占总销售额比重	20.69%	23.50%	25.15%	27.26%	27.95%	28.79%	30.31%	30.24%
占主营业务利润比重	12.04%	13.91%	14.88%	16.47%	16.85%	17.48%	18.63%	18.63%
通讯产品								
销售收入 (百万元)	220.68	91.15	77.53	69.78	76.76	84.43	92.88	97.52
增长率 (YOY)	-42.27%	-58.70%	-14.94%	-10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	5.00%
毛利率	18.75%	20.55%	20.00%	20.00%	19.80%	19.60%	19.60%	19.60%
销售成本 (百万元)	179.29	72.42	62.03	55.82	61.56	67.88	74.67	78.40
增长率 (YOY)	-42.75%	-59.61%	-14.35%	-10.00%	10.28%	10.27%	10.00%	5.00%
毛利 (百万元)	41.39	18.73	15.51	13.96	15.20	16.55	18.21	19.12
增长率 (YOY)	-40.07%	-54.74%	-17.21%	-10.00%	8.90%	8.90%	10.00%	5.00%
占总销售额比重	8.43%	3.04%	2.05%	1.48%	1.34%	1.21%	1.12%	1.02%
占主营业务利润比重	3.75%	1.42%	0.95%	0.70%	0.64%	0.58%	0.55%	0.51%
其他								
销售收入 (百万元)	679.67	849.59	1,061.99	1,327.48	1,626.17	1,955.46	2,311.85	2,691.05
增长率 (YOY)	86.13%	25.00%	25.00%	25.00%	22.50%	20.25%	18.23%	16.40%
毛利率	36.76%	40.50%	40.00%	40.00%	39.20%	38.42%	37.65%	36.89%
销售成本 (百万元)	429.82	505.51	637.19	796.49	988.71	1,204.25	1,441.49	1,698.19
增长率 (YOY)	116.93%	17.61%	26.05%	25.00%	24.13%	21.80%	19.70%	17.81%
毛利 (百万元)	249.85	344.08	424.79	530.99	637.46	751.21	870.36	992.85
增长率 (YOY)	49.59%	37.72%	23.46%	25.00%	20.05%	17.85%	15.86%	14.07%
占总销售额比重	25.96%	28.34%	28.08%	28.18%	28.32%	28.06%	27.94%	28.22%
占主营业务利润比重	22.64%	26.12%	26.06%	26.70%	26.79%	26.46%	26.41%	26.46%
销售总收入 (百万元)	2618.65	2998.07	3781.63	4710.46	5742.96	6968.19	8272.88	9536.95
销售总成本 (百万元)	1514.94	1680.97	2151.83	2722.02	3363.32	4128.92	4976.77	5783.98
毛利 (百万元)	1103.70	1317.10	1629.81	1988.44	2379.64	2839.27	3296.11	3752.97
平均毛利率	42.15%	43.93%	43.10%	42.21%	41.44%	40.75%	39.84%	39.35%

来源: 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
买入	1	1	2	2	6
增持	0	0	1	3	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.20	1.40	1.54

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	增持	20.55	55.60 ~ 55.60
2 2011-04-08	增持	19.71	50.00 ~ 50.00
3 2011-12-07	增持	13.60	19.50 ~ 19.50
4 2012-01-11	增持	12.02	19.50 ~ 19.50
5 2012-03-23	增持	15.64	19.50 ~ 19.50
6 2012-04-20	增持	15.98	20.10 ~ 20.10

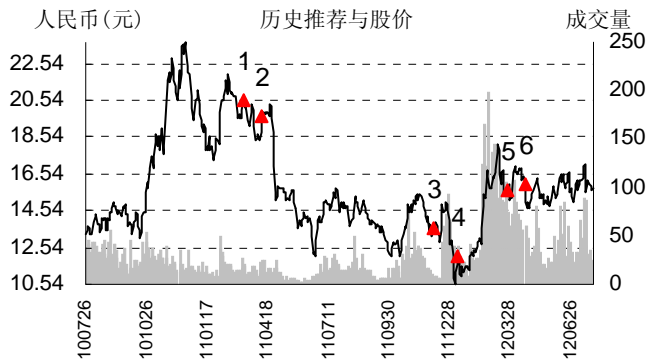
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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