

2012年8月15日

证券研究报告·调研纪要·计算机

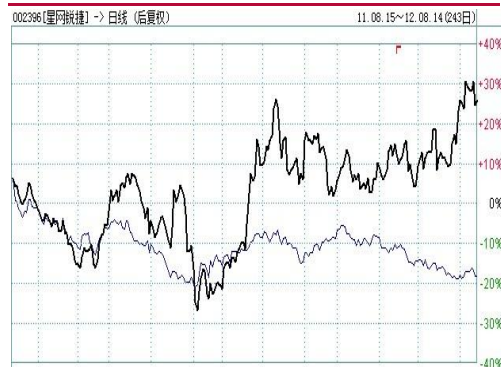


星网锐捷(002396)调研纪要

增持(首次评级)

星网锐捷：瘦客户机同 ePOS 机业务将是今年亮点

一年内公司与沪深 300 走势对比



1. 投资要点:

最近我们对福州星网锐捷公司进行了调研。我们认为，在上半年中报表现一般的情况下，星网锐捷业务增长仍然能够保持足够的延续性。公司在传统的企业网业务上将保持稳健增长，在瘦客户机市场上将受云计算的驱动出现快速增长的态势。新业务线上如 ePOS 机、KTV 点歌系统、DMB 系统也将继续快速成长，其中 ePOS 机的销售增长将是其中的亮点。

- **企业网业务保持平稳：**公司 2011 年企业级网络设备占收入比例约占公司收入的 45%。作为公司的核心业务，公司上半年的收入增速呈现同比减速的特征。我们认为，企业级网络设备业务不同于电信级网络设备业务，其客户分布领域较为广泛，业务的波动并不容易受到单一市场的影响，整个市场仍然值得看好。另外，由于下游企业客户的特征，一般的，公司上半年企业级网络设备收入的占比不超过企业级网络设备全年收入的三分之一。我们从公司现有情况了解，公司企业网业务全年仍然能够维持约 30% 的增长。
- **瘦客户机业务快速增长：**公司作为国内最大的瘦客户机厂商，其在瘦客户机终端长期处于领先地位。公司在云计算领域凭借对下游行业需求的深刻理解、本土化能力以及自身的技术特长也让公司具备一定的竞争优势。随着私有云在不同行业的逐渐普及，公司的瘦客户机业务将保持快速增长。
- **ePOS 机将出现较快的增长：**商家和银行能够在 ePOS 机上找到利益的共同点。一方面，ePOS 结算费用较低，大部分都不走银联通道，减少了中间费用，有利于交易双方。另一方面，银行能够通过商户的沉淀资金获取息差收益。而三方支付公司的积极推广也有利于将产品推向商家以及个人。
- **KTV 系统同 DMB 平稳增长：**在 KTV 系统上，公司现占有约 30% 的市场份额。DMB 系统逐渐从传统的市场开始向其他新兴市场如交通、零售等领域渗透。在 KTV 以及 DMB 两块相对细分的市场上，公司的增长将保持相对稳定。
- **公司毛利能够保持稳中略升：**公司通过对毛利率较低，需求减少的通信产品的产量的调整，毛利率实现快速提升。全年毛利我们预计将保持稳中略升的态势。
- **盈利预测：**公司未来三年 EPS 分别为 0.65 元、0.80 元、0.92 元。相对于现股价约 27 倍 PE。我们暂时给予**增持**评级。

主要数据

2012.08.15

一年内最高/最低复权价(元)	19.40/9.91
上证指数/深证成指	2142/10104
总股本/流通 A 股(百万)	351/243
每股净资产(元)	4.8
资产负债率%	27.16

分析师

郭敏

执业证书编号：S1110511060003

电话：(8621) 50155262

邮件：guomin@tfzg.com

联系人

杨怡

执业证书编号：S1110111100013

电话：(8621) 50155650

邮件：yangyi@tfzg.com

地址：武汉市江汉区唐家墩32号国资大厦B座

电话：027-87618889

天风证券股份有限公司

请阅读最后一页信息披露和重要声明

2. 调研纪要

- 撇开通信业务这块我们可以看到似乎各个产品线的营业收入增长速度似乎都在出现一定的下滑，原因是什么？
公司上半年的增长速度比较慢的主要原因是因为上半年我们大幅度减少了通信产品类的业务。从业务上看，我们今年对于业务员上半年的业务考核相对于去年并没有那么紧。
- 订单情况怎么样？
订单情况看，公司上半年情况还是不错的。我们认为公司完成三年业绩承诺还是比较乐观。
- 华为、中兴进入这个领域的增长还不错，公司如何看待？
华为、中兴所处的电信运营商的市场比，企业网市场客户多而小，客户的个性化需求较高，他们的增速较快的原因是基数低。
- 我们在这些领域相对于外资和国内的华为中兴的优势是什么？
我们的研发投入相对较多的，行业中的解决问题的能力是我们的优势。
- IPV4 向 IPV6 的转换对于公司的影响？
现在所有厂商的新产品基本都支持 IPV6，企业新购的产品基本上肯定是购买 IPV6 的产品，原有产品跟新也会购买 IPV6 产品，但是原有 IPV4 产品在整个更换周期到来前，企业并没有太大的动力去主动更换。这是个市场逐渐演进的过程，短期影响并不大，长期对行业是有支持的。
- 企业网这块今年全年的计划是怎么样的？现在订单是什么情况？一般订单能在多久时间内完成确认？
上半年一般是企业网比较淡的时候，订单情况还是符合我们的预期，一般订单签订到完成确认需要半年的时间。
- 瘦客户机同企业网是否存在协同效应？
应该有一些，不过两者的区别还是比较明显的。
- 瘦客户机这块业务的进入壁垒在哪儿？
早期瘦客户机就是简化的台式机，就是个无盘站。现在在云计算领域，整个终端同服务器之间的硬件的适配，外设的连接，功耗的要求的更高。
- 这一块几乎全是国内企业进入这块领域的原因是什么？
在国际上，惠普戴尔这些做得很好，在国内，我们在一些桌面虚拟化的体验和桌面操作系统做得比外企做得好，另外我们在外设的接入上我们也是有一定特色。比如 VMware 这样的厂商，他们在服务器上做得很好，他们同我们的合作要我们的终端就是看中了我们的本土化的能力。
- USB 映射技术的特点？
USB 映射技术能够更好的满足外设的识别和兼容需要。比如银行系统内的各种不同的打印设备的连接的兼容性问题，USB 映射技术就能够很好的解决。
- 与 VMware 合作形式？如何实现双赢结果？ VMware 半年报不佳说明了什么？
VMware 做服务器，我们做终端。这个市场现在还在开发之中。以前云终端主要集中在金融行业，随着对网络安全和网络管理的关注，我们感觉云计算的应用领域在不断扩大，比如政府

部门、大型企业等研究机构都在开始应用。现在整个应用面在大幅度拓展。我们对云终端的看法是部分的替代商用 PC。对于云计算的应用现阶段基本上都是私有云的应用，公有云的推动我们认为这块个人用户还是比较敏感，电信推动也很难。

- 瘦客户机业务发展主要是依靠自身还是合作的形式共同推动？与哪家合作伙伴的合作发展更快？
推动形式都存在，我们在本地化，在解决客户在不同应用环境下的个性化需求的能力能够保证我们在整个大的体系下，客户对终端的选择会选择我们的产品。
- 同国内其他厂商比，我们现在的竞争位置？
国内其他的厂商都比较小，现在都不太具备同我们竞争的能力。
- 云计算中心所带来的瘦客户机产品的需求今年上半年增长怎么样？
是整个瘦客户机中增长比较快的一块。今年瘦客户机这块的客户面比以前要更加广阔些，许多以前用台式机和笔记本的都在换成云终端。
- 瘦客户机这块今年公司的预期？
上半年的整体感觉是，企业网，整个这块的需求比较大。
- 公司对于通信产品业务的规划未来是怎么样的？通信产品这块公司的意向是全部砍掉还是还会保留部分产品线？大概是什么样的进度？
ADSL 会减少，家庭网关会增加，无线通不做了。今年总量会减少。盈利水平会比去年更好。
- 这一块砍掉后的的产能是否有闲置？
没有产能闲置问题，我们是共线生产。
- 其他业务这一块增长还不错，能不能大体拆解一下？
今年上半年 ePOS 和 KTV 的增长都很不错。
- ePOS 的优势在哪儿，ePOS 的客户主要是哪些？
商家和银行能够找到利益的共同点。传统方式费率不封顶，比较高。ePOS 结算费用较低，大部分都不走银联通道，所以减少了中间费用。比如，批发市场的应用就比较广泛。银行买来机器，发给商户，通过商户的日均沉淀资金获取息差收益。这是个双赢结果。除了商场以外，很多商户都在接受这样的形式。客户上，商家、个人都在用。银行买来推给商家使用，通过息差赚钱。拉卡拉帮银行在超市布点或者推向家庭。
- 行业内有没有其他公司在做这块业务？
政通电子也在做，今年应该没有我们大。我们的优势在于对接银行的后台能力比较强。
- 预计这两年业务发展的情况是什么样的？
DMB 这块增长正常，上半年利润大概 500 多万，为去年一半的水平。
- 这一块的市场空间有多大？
市场空间大，过去主要在些营业场所比如商场、银行营业厅、对广告发布都可以用到 DMB，现在出租车等行业也开始在用这些产品。
- KTV 今年的销售情况是怎么样的？公司对这块业务的计划是怎么样的？

KTV 我们占 30%的市场份额。主要通过代理商销售。星网视易上半年 5700 万销售收入净利润 1200 万。今年的情况应该还是会增长比较好。

- 安防这块业务有海康大华这样的公司，公司对于安防这块业务的考虑是怎么样？整个这块业务还是在探索中。
- 公司今年员工增长情况大概是怎么样？今年员工工资水平会不会上涨？
现在大概 5500 多人，与去年底差不多。今年 8 月份会有几百名毕业生的增加，总量上不会像前几年增长那么快。工资这块主要根据市场情况调节，去年工资增长了 15%。
- 公司有没有做股权激励的打算？
目前没有做股权激励的打算。

3. 盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2496.67	3234.78	3729.37	4563.11	营业收入	2644.27	3348.39	4289.47	5557.66
现金	1299.96	1785.35	1790.47	2121.86	营业成本	1529.08	1888.00	2406.56	3175.85
应收账款	568.23	789.11	939.77	1281.68	营业税金及附加	21.53	27.26	34.92	45.24
其它应收款	27.25	48.06	44.10	76.36	营业费用	490.22	628.02	801.72	1037.15
预付账款	44.61	36.62	36.51	39.24	管理费用	402.30	498.29	652.27	839.24
存货	490.22	609.26	846.53	1057.55	财务费用	-13.69	-3.23	-0.24	2.70
其他	66.40	-33.61	71.99	-13.58	资产减值损失	6.82	7.51	8.26	9.08
非流动资产	309.77	286.57	459.60	431.53	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	19.73	22.95	26.46	31.23	投资净收益	7.60	3.22	3.51	4.77
固定资产	132.94	164.07	259.02	285.88	营业利润	215.61	305.76	389.49	453.16
无形资产	32.85	35.43	35.11	34.85	营业外收入	83.20	90.00	100.00	110.00
其他	124.25	64.13	139.01	79.58	营业外支出	1.76	1.65	1.55	1.65
资产总计	2806.44	3521.35	4188.97	4994.64	利润总额	297.05	394.11	487.94	561.51
流动负债	854.43	1014.98	1240.17	1538.89	所得税	29.69	39.39	48.77	56.12
短期借款	82.35	79.01	83.79	81.72	净利润	267.36	354.72	439.18	505.39
应付账款	338.89	432.28	614.99	736.37	少数股东损益	88.69	117.67	145.68	167.65
其他	433.19	503.68	541.38	720.80	归属母公司净利润	178.67	237.05	293.49	337.74
非流动负债	26.40	16.40	19.71	21.32	EBITDA	287.22	377.27	476.86	549.72
长期借款	0.00	-0.58	2.66	1.17	EPS (摊薄)	0.51	0.65	0.80	0.92
其他	26.40	16.98	17.04	20.14	主要财务比率				
负债合计	880.83	1031.38	1259.87	1560.20	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	203.68	321.35	467.04	634.69	成长能力				
归属母公司股东权益	1721.92	2168.62	2462.07	2799.75	营业收入增长率	32.40%	26.63%	28.11%	29.57%
负债和股东权益	2806.44	3521.35	4188.97	4994.64	营业利润增长率	53.79%	41.81%	27.39%	16.35%
					归属于母公司净利润增长率	28.91%	32.68%	23.81%	15.08%
					获利能力				
					毛利率	42.17%	43.61%	43.90%	42.86%
					净利率	10.11%	10.59%	10.24%	9.09%
					ROE	13.88%	14.25%	14.99%	14.72%
					ROIC	12.94%	14.02%	15.41%	15.75%
					偿债能力				
					资产负债率	31.39%	29.29%	30.08%	31.24%
					净负债比率	4.28%	3.15%	2.98%	2.44%
					流动比率	2.92	3.19	3.01	2.97
					速动比率	2.35	2.59	2.32	2.28
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	1.06	1.11	1.21
					应收账款周转率	5.11	4.93	4.96	5.00
					应付账款周转率	4.61	4.90	4.60	4.70
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.51	0.65	0.80	0.92
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.48	0.82	0.58	0.98
					现金流量表				
					会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
					经营活动现金流	168.56	286.29	202.85	343.01
					净利润	267.36	354.72	439.18	505.39
					折旧摊销	24.23	24.61	37.63	41.86
					财务费用	-13.69	-3.23	-0.24	2.70
					投资损失	-7.60	-3.22	-3.51	-4.77
					营运资金变动	-98.01	-88.84	-269.86	-201.56
					其它	-3.73	2.24	-0.35	-0.61
					投资活动现金流	-81.33	-1.28	-206.72	-8.28
					资本支出	59.63	-7.72	168.00	-38.06
					长期投资	22.91	-3.22	-3.51	-4.77
					其他	1.21	-12.21	-42.23	-51.12
					筹资活动现金流	-1.31	200.38	8.99	-3.34
					短期借款	-7.65	-3.34	4.77	-2.07
					长期借款	-7.43	-0.58	3.24	-1.49
					其他	13.77	204.30	0.97	0.22
					现金净增加额	85.93	485.39	5.12	331.38

4. 信息披露

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；2）分析师所得报酬无论过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告的具体建议和观点相联系。

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。

5. 重要声明

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”）的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本报告版权归天风证券所有，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、复印件或复制品，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“天风证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于天风证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但天风证券及其研究人员不保证该信息的准确性和完整性。对由于该等问题产生的一切责任，天风证券不作出任何担保。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，在不发出事先通知的情况下，可能会进行调整。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。收件人亦不会因为收到本报告而成为天风证券的客户。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的邀请。天风证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。天风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，天风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，天风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。投资者应当考虑到天风证券及其关联机构或个人可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

6. 天风证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数15%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~15%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%~15%
	卖出	未来6个月内跑输沪深300指数15%以上
行业投资评级	强于大市	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	同步大市	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	弱于大市	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

武汉

上海

地址：中国湖北省武汉市东湖新技术开发区
关东园路2号高科大厦四楼（430074）

上海浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦22楼
（201204）

电话：027-87618889

021-50155650

网址：<http://www.tfzq.com>