

评级：审慎推荐（维持）
通信
公司季报点评
证券研究报告

分析师 郭强 S1080510120010
 研究助理 张轶乾 S1080111080060
 电话：0755-82485047
 邮件：zhangyiqian@fcsc.cn

星网锐捷(002396)

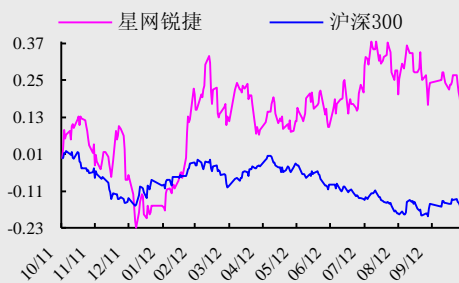
----毛利率继续提升，助力业绩快速增长

交易数据

上一日交易日股价(元) 15.9
 总市值(百万元) 5,582
 流通股本(百万股) 243
 流通股比率(%) 69.28

资产负债表摘要(09/12)

股东权益(百万元) 1,769
 每股净资产(元) 5.04
 市净率(倍) 3.16
 资产负债率(%) 31.62

公司与沪深300指数比较

相关报告

- 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
- 第一创业-公司点评-星网锐捷(002396)，中报基本符合预期，毛利率水平全面提升-20120726.doc

事件：星网锐捷公布 2012 年三季报，显示公司前三季主营收入 18.45 亿元，同比增长 7.23%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.52 亿元，同比增长 46.82%，实现 EPS 0.43 元/股。

点评：

- **Q3 单季收入同比增速略有提升，预计全年增速将维持在 15%左右。**
Q3 单季收入同比增长 11.85%，环比增长 24.74%。已经显示收入增长在加速，Q4 预计增速仍然会提升，但全年增速仍然将受裁撤通信产品线（无线通和 ADSL）导致这一块收入大幅萎缩的影响。
- **公司自去年底以来业绩快速增长，最主要的驱动来自毛利率的持续提升。**
Q4 单季毛利率提升 45.54%，比去年同期提升近 4 个百分点，不但创了历史新高，也保持了连续 4 个季度毛利率同比上升的趋势。综合毛利率的提升，一方面源自今年对毛利率最低的通信产品的裁撤导致的收入结构变化；另一方面，从公司半年报披露的信息反映的是各个产品毛利率都是稳重有升，这也是公司从单卖硬件到硬件+软件+服务一体的经营思路转变在企业业绩上的体现，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，还将相关竞争对手挡在门外，使公司业绩保持稳定增长；公司有望将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，带来未来业绩的持续增长。
- **公司对今年全年经营业绩的预测，显示管理层对全年经营展望仍然保持乐观，预计为净利润同比增长 20%-50%，EPS 约为 0.61 元-0.76 元。**
- **维持“审慎推荐”评级，我们预计 12 年、13 年的 EPS 分别为 0.68 元、0.91 元，对应股价 PE 分别为 23.4、17.4，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，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	3004	3571	4390
收入同比(%)	32%	14%	19%	23%
归属母公司净利润	179	239	320	413
净利润同比(%)	29%	34%	34%	29%
毛利率(%)	42.2%	44.9%	45.1%	44.5%
ROE(%)	10.4%	12.9%	14.7%	15.9%
每股收益(元)	0.51	0.68	0.91	1.18
P/E	31.24	23.37	17.43	13.53



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	2565	3040	3786	营业收入	2644	3004	3571	4390
现金	1300	1284	1520	1911	营业成本	1529	1656	1961	2438
应收账款	568	691	821	1010	营业税金及附加	22	27	32	40
其他应收款	27	36	43	53	营业费用	490	571	643	746
预付账款	45	50	59	73	管理费用	402	481	536	615
存货	490	497	588	731	财务费用	-14	-13	-10	-5
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	406	550
无形资产	6	6	6	6	营业外收入	83	120	130	140
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	2886	3350	4087	利润总额	297	398	534	688
流动负债	854	707	691	809	所得税	30	40	53	69
短期借款	82	93	0	0	净利润	267	358	480	619
应付账款	339	364	431	536	少数股东损益	89	119	160	206
其他流动负债	433	250	259	273	归属母公司净利润	179	239	320	413
非流动负债	26	0	0	0	EBITDA	226	285	413	562
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.51	0.68	0.91	1.18
其他非流动负债	26	0	0	0					
负债合计	881	707	691	809	主要财务比率				
少数股东权益	204	323	483	690	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%	13.6%	18.9%	22.9%
留存收益	595	729	1049	1462	营业利润	53.8%	29.9%	44.8%	35.5%
归属母公司股东权益	1722	1856	2176	2588	归属于母公司净利润	28.9%	33.7%	34.1%	28.8%
负债和股东权益	2806	2886	3350	4087	获利能力				
					毛利率(%)	42.2%	44.9%	45.1%	44.5%
					净利率(%)	6.8%	8.0%	9.0%	9.4%
					ROE(%)	10.4%	12.9%	14.7%	15.9%
					ROIC(%)	26.2%	25.9%	33.0%	37.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	31.4%	24.5%	20.6%	19.8%
					净负债比率(%)	9.35%	13.10%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.92	3.63	4.40	4.68
					速动比率	2.34	2.93	3.55	3.78
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	1.06	1.15	1.18
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	4.61	4.71	4.93	5.04
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	0.68	0.91	1.18
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.24	0.91	1.10
					每股净资产(最新摊薄)	4.90	5.29	6.20	7.37
					估值比率				
					P/E	31.24	23.37	17.43	13.53
					P/B	3.24	3.01	2.57	2.16
					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