

星网锐捷 (002396.SZ)

通信系统设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

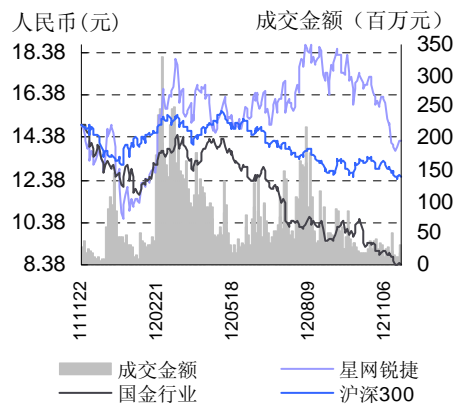
市价(人民币): 14.26元

目标(人民币): 24.75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)	50.06
年内股价最高最低(元)	18.77/10.54
沪深300指数	2177.55
中小板指数	4470.89



相关报告

1. 《品牌树立过程带来 ROE 持续提升机会》，2012.10.25
2. 《锐捷品牌已铸成,升腾终端高增长》，2012.8.30
3. 《净利增速超预期,毛利率全面提升》, 2012.7.26

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

成长性强于周期性, 阿米巴模式典范

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	0.713	0.987	1.337
每股净资产(元)	8.89	4.90	5.32	5.98	6.95
每股经营性现金流(元)	0.12	0.51	0.67	0.95	1.29
市盈率(倍)	53.46	25.76	19.99	14.45	10.67
行业优化市盈率(倍)	30.51	22.00	18.38	18.38	18.38
净利润增长率(%)	30.43%	28.91%	40.16%	38.33%	35.49%
净资产收益率(%)	8.88%	10.38%	13.41%	16.51%	19.24%
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

投资逻辑

- 近期星网锐捷股价下跌幅度较大,上周五(11月16日)我们对公司进行了调研,就投资者关心的锐捷网络成长性、员工持股公司减持等问题与公司管理层进行了详细的交流。
- 公司基本面仍然沿着我们预期的方向以较快的速度成长,没有任何变化,我们也坚持认为星网锐捷是国内IT硬件行业中最有希望成功的企业。
- 市场比较关心锐捷网络今年增速较低的情况(实际上,我们认为公司更大的价值在于各类终端业务),这是细分行业的周期性波动与公司自身的增长的大小年叠加造成的。企业IP设备市场竞争的确很激烈,所以锐捷网络的成长节奏阶梯式向上,过去的7-8年中一直存在大小年交替的现象,今年由于运营商wifi采购等细分的波动,便导致锐捷网络的增速较低。但是,公司在园区、连锁、建筑等新细分领域的进展以及合作渠道的开拓仍然符合预期。即使全年子公司锐捷网络仅能实现10%的收入增速,仍然是不错的成绩,明年在大概率上能够回到较高的收入增速上。
- 子公司升腾资讯、星网视易全面发力,两家子公司的净利润增速在50%-100%之间,成为今年星网锐捷增长的最强劲动力。云终端、EPOS、娱乐终端等行业增速居高不下,升腾和视易又是行业龙头,明年30%以上收入增长悬念不大。如果投资者因为锐捷网络的波动需要对估值打折,那么不妨看看图4-图6,考虑一下该如何给高举高打每年翻番的升腾资讯估值。
- 另外,投资者还可以留意,公司今年费用增长幅度很高,并没有为小非减持而恶意的冲击业绩增长。现金流量表和资产负债表也非常健康,增长的质量很高。2013年收入增速提高、费用率下降将给公司带来新的高增长。

投资建议

- 星网锐捷采用充分发挥子公司和事业部经营能力的阿米巴模式(难点在于激励),各子公司经过若干年亏损后均获得了细分行业龙头地位,盈利能力持续提高。由于公司的研发积累已经到达了规模效应的临界点,并且具备很强的差异化能力,我们认为公司未来实现持续高增长的概率很大。
- 目前可以说是一年一度的买入机会,建议投资者果断买入。

估值

- 我们预计2012-2014年,公司的EPS分别为0.71元、0.99元和1.34元。对公司估值24.75元/股,重申“买入”评级。

风险

- 周期性和成长性叠加,影响市场对公司成长的信心,进而影响短期股价。

内容目录

成长性强于周期性	3
近期股价下跌主要源于市场对公司成长性的担忧	3
各业务存在不同程度的周期性，但是成长性远强于周期性	3
锐捷网络正常的大小年波动	3
锐捷网络增速持续出现大小年交替	3
锐捷网络 2012 年低增速的原因	4
2010 年以来公司进入研发的高投入期，拖累人均净利润，阶段投入已近尾声	4
升腾资讯、星网视易一马平川	5
不同于锐捷网络，升腾和星网持续高速增长	5
公司新业务孵化速度较快，锐捷和升腾以外的力量快速崛起	5
费用增长已打满，利润仍然高增长	6
阿米巴经营模式的典范	6
阿米巴模式中，星网锐捷最大的价值不在 IP 网络而在各类终端	7
员工持股公司减持虽压制估值，但这是激励结构这枚硬币的另一面	7
盈利预测和投资建议	7
风险	8
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

图表 1: 自有数据可查以来，公司企业网络设备收入增速呈现明显的大小年交替	4
图表 2: 如果考察净利润增速，锐捷网络的大小年现象更加剧烈	4
图表 3: 2010 年以来锐捷网络研发高速扩张，拖累了人均净利润，但阶段投入已近尾声	5
图表 4: 升腾资讯高举高打，几乎年年利润翻番	5
图表 5: KTV、会所经济的 IT 设备正规军，星网视易有复制升腾资讯的潜力	5
图表 6: 锐捷、升腾以外的净利润贡献也呈现 35% 的复合增长	6
图表 7: 预计 2012-2014 年公司营业收入分别为 30.60 亿元、40.95 亿元和 54.46 亿元	8
图表 8: 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.71 元、0.99 元和 1.34 元	8
图表 9: 销售预测明细	9

成长性强于周期性

近期股价下跌主要源于市场对公司成长性的担忧

- 三季报之后，星网锐捷股价出现较大幅度的下跌。这是由于临近年末，部分机构对于相对收益较大的股票获利了结情绪比较浓厚。从基本面的角度来看，机构减仓的理由最终归结为当期业绩确定性以及各项业务在 2013 年成长性的担忧，同时员工持股公司的减持也被视为理由之一。
- 具体的来说，市场最为担心的部分是子公司锐捷网络是否出现了增长见顶迹象。
- 对于星网锐捷各子公司的行业前景、竞争情况，我们已经在 8 月 31 日的深度报告《锐捷品牌已铸成，升腾终端高增长》中，做了详细的阐述。我们认为星网锐捷是典型的成长股，这点没有疑问，不少投资者持非常认同的态度。
- 但是每到年末，市场对成长股的担忧情绪总是能占据上风；但是真正成长股一年一度的买入机会也就出现在这种背景下。

各业务存在不同程度的周期性，但是成长性远强于周期性

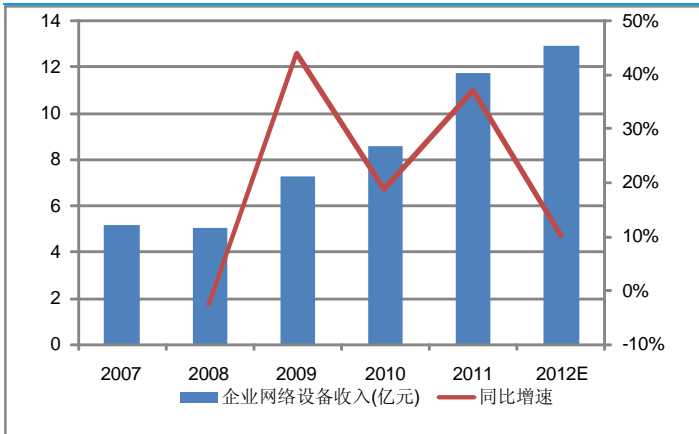
- 星网锐捷各子公司或处于品牌提升，或处于渗透率快速提高的细分行业龙头地位，成长性明确。
- 但是不可否认，各业务仍然存在波动性。2012 年，企业、政府、电信运营商 IT 开支延后，导致锐捷网络 Q1-Q3 营业收入没有增长，预计全年的增长在 10%左右，表现出比较明显的波动性。瘦终端业务收入增长超过了 40%，但离最乐观的情况仍有一定的距离。这些都充分说明，公司受到了宏观经济的周期性影响。
- 如果比较周期性和成长性，无疑成长性占据了绝对上风。虽然三季度收入增长仅 7%，但剔除无线通产品线（去年亏损，今年已战略退出），收入增速在 17%，综合毛利率水平持续提升，1-9 月净利润增速高达 47%。在星网锐捷中，锐捷网络以较大的波动成长，品牌逐渐提升；升腾资讯快速成长为新的支柱；星网视易也走入了高速增长的轨道；其他事业部以及新的产品线也将陆续迎来高增长。无论哪家子公司都没有到达天花板，并且不断地有信的子公司孵化完成。所以，我们认为在现阶段成长性仍然是公司更为核心的特质。

锐捷网络正常的大小年波动

锐捷网络增速持续出现大小年交替

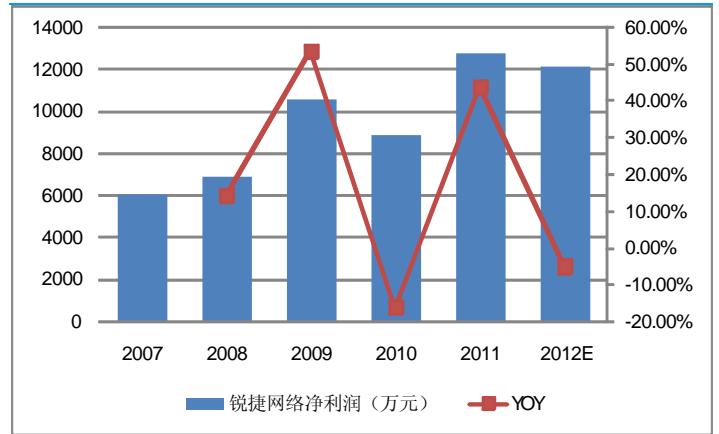
- 值得注意的是，子公司锐捷网络在收入增速上持续呈现大小年交替现象。如果从利润增速上看，锐捷网络更是呈现出较大的波动性，高增长和负增长交替。这种周期性一方面是由宏观经济的波动带来的。另一方面，也是由公司自身的潜在增长率和公司的考核要求决定的。
- 在星网锐捷所有子公司中，锐捷网络的净利润波动性最大。在波谷向前回溯 3-4 年，净利润复合增长率 15%以内，在波峰向前回溯 3-4 年，净利润符合增长率 20%-25%。如果独立考察锐捷网络，那该子公司可以说是一家周期性很强的成长股。

图表1: 自有数据可查以来, 公司企业网络设备收入增速呈现明显的大小年交替



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 如果考察净利润增速, 锐捷网络的大小年现象更加剧烈



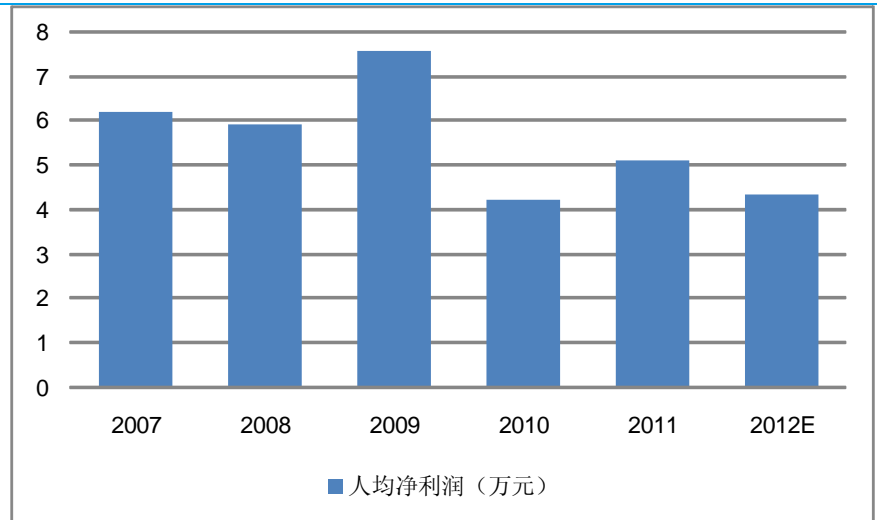
锐捷网络 2012 年低增速的原因

- 具体到 2012 年, 我们了解到锐捷网络前三季度收入与去年持平的主要原因是: 1、教育和政府行业由于客户订单延迟等原因, 收入增速较慢; 2、锐捷在金融行业出现一定的负增长; 3、2011 年来自于锐捷网络 Wifi 的采购收入约为 1-2 亿元, 2012 年运营商的 Wifi 收入大幅减少。
- 总的来说, 锐捷网络各细分行业都遇到了一些周期性的波动问题。但是如果不考虑运营商 Wifi 采购的影响, 锐捷网络的增速仍然有 15% 以上, 增长主要来自于建筑、园区、连锁等细分行业。在这些新的细分领域, 锐捷网络更加广泛地与渠道合作。所以从新细分的增长, 以及合作伙伴战略的执行来看, 锐捷网络 2012 年的表现并不算差。
- 站在全行业竞争格局的角度来看, 企业 IP 设备确实竞争非常激烈, 思科和华三在品牌、渠道和技术上的优势仍然难以正面逾越。作为二线厂商, 必须同时兼顾研发和销售的正向循环。以锐捷网络目前的能力, 新细分市场开拓、新产品突破、新的渠道战略见效, 都不是在一年周期内可以取得明显效果的, 所以锐捷网络总是以进两步停一步的节奏成长。
- 虽然锐捷网络的能力仍然不足以支撑在企业网络设备这个市场每年高速增长, 但是复合增速仍然能超越行业的增速, 从而达到市场份额逐步提升的成绩。
- 由于锐捷网络在新的细分市场开拓情况符合预期, 加上周期性的因素已经将今年的基数降低。我们预计 2013 年锐捷网络收入的增速将重新回到 30% 左右。同时, 2013 年的费用扩张比例也将小于 2012 年, 因此可以预计 2013 年锐捷网络的净利润增速将超过收入增速。

2010 年以来公司进入研发的高投入期, 拖累人均净利润, 阶段投入已近尾声

- 在星网锐捷众多子公司中, 锐捷网络是费用扩张最快的一家。主要是因为相比于终端设备, 网络设备门槛更高, 竞争对手更强大。锐捷网络近几年在研发费用上迅猛扩张, 目前公司 2800 名员工, 技术人员约 1500 人。虽然与华三、思科相比数量仍然不算多, 但已初步可比。
- 锐捷网络从 2010 年开始大规模扩张人员, 这也导致了自 2010 年以来人均净利润指标下了一个较大的台阶。结合我们同公司管理层沟通的情况和目前锐捷的技术团队规模与大公司已初步可比的实际情况, 我们判断锐捷网络在研发上的阶段高投入增速已近尾声。2013 年少量的招聘计划也主要集中在销售和渠道方面, 我们预计人均净利润指标触底回升概率较大。
- 综合考虑, 我们认为锐捷网络将在 2013 年为母公司贡献较大的增长。

图表3: 2010年以来锐捷网络研发高速扩张, 拖累了人均净利润, 但阶段投入已近尾声



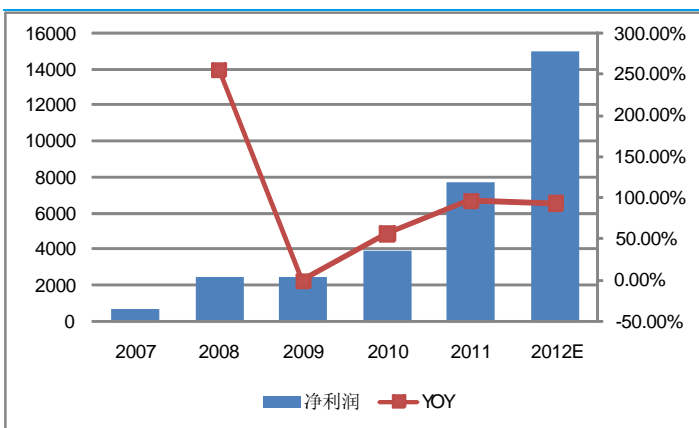
来源: 公司公告、调研情况, 国金证券研究所

升腾资讯、星网视易一马平川

不同于锐捷网络, 升腾和星网持续高速增长

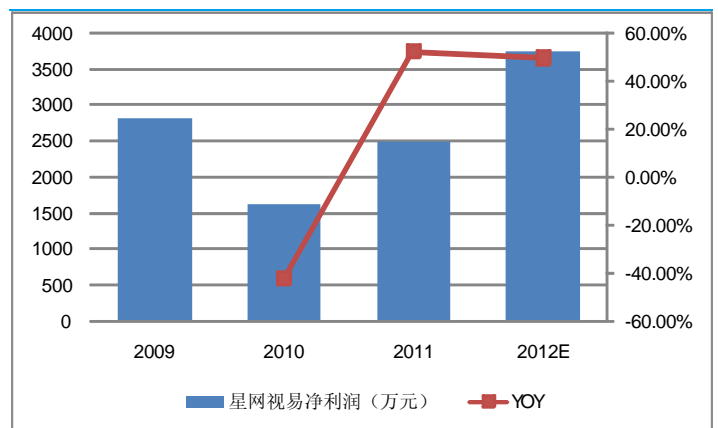
- 如果说子公司锐捷网络是一只周期性较强的成长股的话, 那么升腾资讯便是高举高打, 持续高成长几乎能穿越周期的成长股。这两年, 星网视易也有升腾资讯的潜质, 需要提醒投资者注意, 星网视易是国内 KTV、会所经济中的 IT 设备正规军, 前景十分广阔。
- 我们提一个问题。如果投资者因为锐捷网络的周期性, 给估值打折扣的话, 那是否应该给升腾资讯和星网视易 30 倍以上的市盈率呢?

图表4: 升腾资讯高举高打, 几乎年年利润翻番



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: KTV、会所经济的 IT 设备正规军, 星网视易有复制升腾资讯的潜力

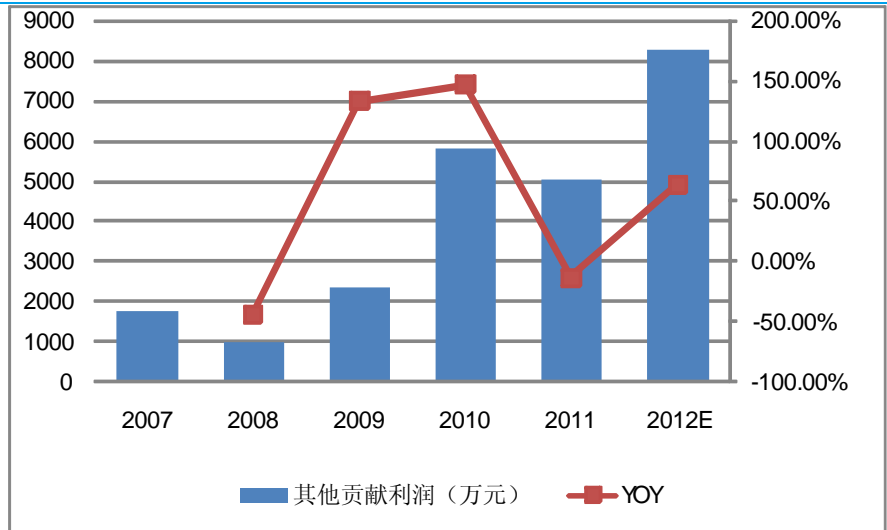


公司新业务孵化速度较快, 锐捷和升腾以外的力量快速崛起

- 投资者还需要关注, 除锐捷和升腾两个主要公司以外, 来自于其他子公司或事业部的利润贡献也呈现 35% 的长期复合增速。
- 这说明了公司在新产品的孵化上始终和有效率, 各子公司和终端事业部适应市场快速调整产品方向的能力也很强。

- 值得说明的是，2011 来自于非锐捷和升腾的净利润呈现负增长，主要是受母公司“无线通”产品线拖累，以及公司投资安防监控、智能家居等新的子公司产生 2000-3000 万的亏损所致。
- 细心的投资者可以发现，2011 年是锐捷网络净利润高速增长的一年，但是母公司在新产品（安防、智能家居）上又加大了投入，最终 2011 年公司净利润增速在 29% 左右。这说明了母公司的管理层一直在长短期平衡上下功夫，在当期业绩好的时候努力打造潜在增长点。**从母公司净利润的增速上我们可以看到，30% 左右的长期净利润增速就是公司持续追求的目标。**
- 2012-2013 年，升腾资讯顽强崛起，所以母公司的净利润增速有能力复合在 40% 左右。

图表6：锐捷、升腾以外的净利润贡献也呈现 35% 的复合增长



来源：公司公告，国金证券研究所

费用增长已打满，利润仍然高增长

- 有投资者认为，为了维实今年减持，管理层有冲击业绩高增长的动力，EPS 的质量值得怀疑。
- 我们认为这种怀疑是多虑了，对于星网锐捷这种轻资产公司，成本端中最重要的因素不是营业成本，而是管理费用和销售费用。费用的高低对当期净利润的有着决定性的影响。按照常理，如果管理层冲击业绩高增长会采用压缩费用的方式，但我们可以看到 Q1-Q3，公司销售费增长 14.73%，管理费用增长 16.47%，而同期的收入增速仅为 7%。我们预计公司全年销售费用增长 14.08%，管理费用增长 18.16%。可以说费用增长已打满，没有恶意冲业绩的嫌疑。
- 另外，从 Q3 资产负债表和现金流量表来看：1、公司销售商品、提供劳务收到的现金 19.90 亿元，高于同期营业收入 18.46 亿元；收款同比增速 16%，好于收入增速 7%；我们认为公司的三季报净利润质量较高。2、在退出一条产品线的情况下，公司存货较年初增长增加 6900 万元，较 2012H1 增加 6500 万元。我们预计这与公司的发货未确认订单增加有关。若与现金流情况结合起来看，公司下一期业绩高增长的概率也将增大。

阿米巴经营模式的典范

- 阿米巴经营模式是指将组织分成小的集团，通过与市场直接联系的独立核算制进行运营，培养具有管理意识的领导，让全体员工参与经营管理，从而实现“全员参与”的经营理念特点是能够提高员工参与经营的积极性。
- 阿米巴经营模式是日本经营之圣稻盛和夫独创，稻盛和夫创建了两家世界 500 强企业——京瓷和第二电信（KDDI），正是阿米巴经营模式让这两家

企业茁壮成长，长盛不衰，京瓷更是创造了神话一般的业绩——50 余年从不亏损，越是经济危机越是大发展；2010 年 2 月 1 日出任破产重建的日航董事长，他把阿米巴经营模式导入日航，带来日航重生。

- 阿米巴经营强调公司内每个小集体努力实现集体利益最大化，带来公司的利益最大化。但是难点也在于小集体和公司的目标不常常一致。所以阿米巴经营模式需要领导者从战略、运营、考核和股权激励等问题上综合考虑，这正是阿米巴模式难以效仿之处。
- 星网锐捷充分采用子公司、事业部的组织形式进行日常经营，在激励方面综合利用少数股东权益、上市公司股权、现金激励等方式。从公司的业务和管理的实际情况来看，我们认为星网锐捷是典型的阿米巴模式。
- Adsl 猫、IP 设备、瘦终端、EPOS、KTV 娱乐终端、统一通讯设备纷纷取得了规模销售，公司历史上几乎所有重大产品线都取得了成功。各子公司经过若干年亏损后均获得了细分行业龙头地位，盈利能力持续提高。可以说，截止目前公司对阿米巴经营模式得心应手，是阿米巴模式在国内的典范。

阿米巴模式中，星网锐捷最大的价值不在 IP 网络而在各类终端

- 与市场上的一般观点不同，我们认为星网锐捷最大的价值在于各类终端，而非 IP 网络设备。
- 虽然 IP 网络设备的门槛较各类终端高，但是其竞争对手也很的强大。锐捷网络需要不停的在费用增长和净利润增长之间寻找平衡，净利润增长的波动较大。长期来说，锐捷网络的净利润增速将复合在 20% 左右。
- 而各类终端虽然看似技术门槛不够高，但是由于其专业细分性将带来各种各样的经验技术门槛和落地技术门槛。同时由于刘易斯拐点的来临，企业恰恰到了消费更多 IT 终端的时点，各类 IT 终端都面临放量销售的机会，容易实现规模效应。
- 从根本上来说，公司的阿米巴经营模式，在企业终端的适用性要强于 IP 网络设备的适用性。锐捷网络在经营中，可以寻找细分市场、创造差异化，来实现与巨头的迂回竞争，但是其市场的先天细分程度与差异化程度仍然比企业终端要小很多。
- 所以我们认为星网锐捷更大的价值在于各类企业终端，公司的娴熟的阿米巴经营能力能够在各类终端的细分市场如鱼得水。

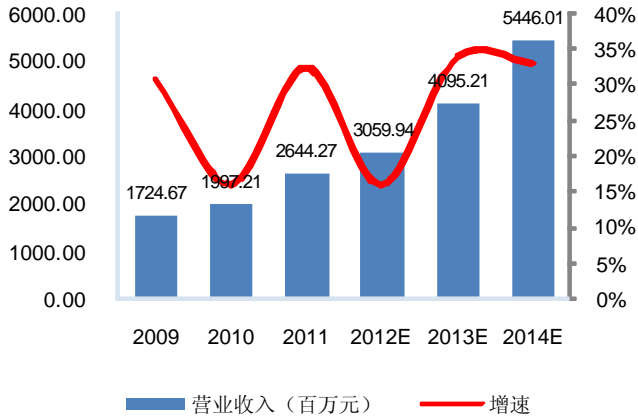
员工持股公司减持虽压制估值，但这是激励结构这枚硬币的另一面

- 小非减持是压制公司估值的另一个问题，但这实际上是员工持股——公司核心激励结构这枚硬币的另一面。
- 维实的减持节奏和估值水平基本已经通过几次大宗交易向市场传达的很明确。在充分预期的情况下，维实的减持虽然压制估值，但是也不能算是额外的利空。
- 从未来 4-5 年的周期来看，在合理估值水平上一定数量的减持的机制设计，也是母公司约束子公司的重要一环。

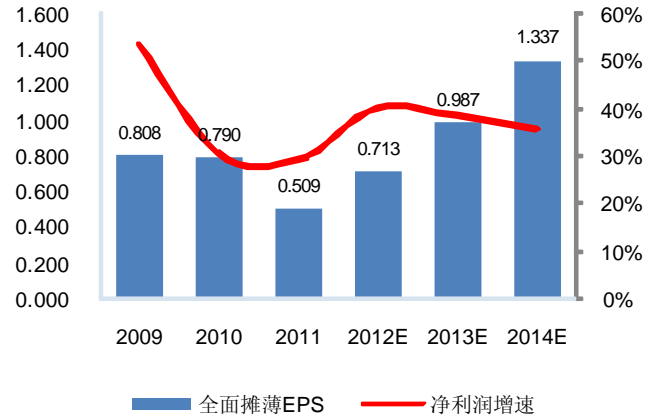
盈利预测和投资建议

- 我们预计公司 2012-2014 年，营业收入分别为 30.60 亿元、40.95 亿元和 54.46 亿元。预计净利润分别为，2.50 亿元、3.46 亿元和 4.69 亿元，对应 EPS 分别为 0.71 元、0.99 元和 1.34 元。
- 给予公司 12 个月内目标价 24.75 元，对应 25×2013EPS 估值。
- 重申对公司的“买入”评级。

图表7: 预计2012-2014年公司营业收入分别为30.60亿元、40.95亿元和54.46亿元



图表8: 预计公司2012-2014年EPS分别为0.71元、0.99元和1.34元



来源: 公司公告, 国金证券研究所

风险

- 周期性和成长性叠加, 影响市场对公司成长的信心, 进而影响短期股价。

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	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
企业级网络设备										
销售收入（百万元）	725.47	859.42	1,176.37	1,294.01	1,682.21	2,102.77	2,523.32	2,901.82	3,192.00	3,351.60
增长率（YOY）		18.47%	36.88%	10.00%	30.00%	25.00%	20.00%	15.00%	10.00%	5.00%
毛利率	57.50%	58.10%	57.77%	58.00%	57.50%	56.50%	55.94%	55.38%	54.82%	54.27%
销售成本（百万元）	308.32	360.10	496.78	543.48	714.94	914.70	1,111.90	1,294.92	1,442.08	1,532.56
增长率（YOY）		16.79%	37.96%	9.40%	31.55%	27.94%	21.56%	16.46%	11.37%	6.27%
毛利（百万元）	417.14	499.33	679.59	750.53	967.27	1,188.06	1,411.42	1,606.90	1,749.91	1,819.04
增长率（YOY）		19.70%	36.10%	10.44%	28.88%	22.83%	18.80%	13.85%	8.90%	3.95%
占总销售额比重	42.43%	43.50%	44.92%	42.29%	41.08%	38.61%	37.21%	36.26%	34.68%	32.68%
占主营业务利润比重	58.99%	60.93%	61.57%	55.85%	54.71%	51.70%	50.45%	49.56%	47.96%	45.86%
瘦客户机										
销售收入（百万元）	340.08	368.67	541.93	791.21	1,186.82	1,780.23	2,314.30	2,777.16	3,277.05	3,768.60
增长率（YOY）		8.41%	47.00%	46.00%	50.00%	50.00%	30.00%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	25.20%	22.81%	24.52%	26.60%	25.50%	25.50%	25.25%	24.99%	24.74%	24.50%
销售成本（百万元）	254.38	284.58	409.05	580.75	884.18	1,326.27	1,730.05	2,083.08	2,466.22	2,845.48
增长率（YOY）		11.87%	43.74%	41.98%	52.25%	50.00%	30.44%	20.41%	18.39%	15.38%
毛利（百万元）	85.70	84.09	132.88	210.46	302.64	453.96	584.24	694.08	810.83	923.13
增长率（YOY）		-1.87%	58.02%	58.38%	43.80%	50.00%	28.70%	18.80%	16.82%	13.85%
占总销售额比重	19.89%	18.66%	20.69%	25.86%	28.98%	32.69%	34.13%	34.70%	35.60%	36.74%
占主营业务利润比重	12.12%	10.26%	12.04%	15.66%	17.12%	19.75%	20.89%	21.41%	22.22%	23.27%
通讯产品										
销售收入（百万元）	374.41	382.23	220.68	91.15	77.53	69.78	76.76	84.43	92.88	97.52
增长率（YOY）		2.09%	-42.27%	-58.70%	-14.94%	-10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	5.00%
毛利率	20.88%	18.07%	18.75%	22.44%	20.00%	20.00%	19.80%	19.60%	19.41%	19.21%
销售成本（百万元）	296.22	313.17	179.29	70.69	62.03	55.82	61.56	67.88	74.85	78.78
增长率（YOY）		5.72%	-42.75%	-60.57%	-12.26%	-10.00%	10.28%	10.27%	10.27%	5.25%
毛利（百万元）	78.19	69.06	41.39	20.45	15.51	13.96	15.20	16.55	18.02	18.74
增长率（YOY）		-11.68%	-40.07%	-50.58%	-24.18%	-10.00%	8.90%	8.90%	8.90%	3.95%
占总销售额比重	21.90%	19.35%	8.43%	2.98%	1.89%	1.28%	1.13%	1.05%	1.01%	0.95%
占主营业务利润比重	11.06%	8.43%	3.75%	1.52%	0.88%	0.61%	0.54%	0.51%	0.49%	0.47%
其他										
销售收入（百万元）	269.87	365.16	679.67	883.57	1,148.64	1,493.24	1,866.55	2,239.85	2,643.03	3,039.48
增长率（YOY）		35.31%	86.13%	30.00%	30.00%	30.00%	25.00%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	46.74%	45.74%	36.76%	41.00%	42.00%	43.00%	42.14%	41.30%	40.47%	39.66%
销售成本（百万元）	143.73	198.14	429.82	521.31	666.21	851.14	1,079.98	1,314.86	1,573.36	1,833.97
增长率（YOY）		37.85%	116.93%	21.28%	27.80%	27.76%	26.89%	21.75%	19.66%	16.56%
毛利（百万元）	126.14	167.02	249.85	362.26	482.43	642.09	786.56	925.00	1,069.67	1,205.51
增长率（YOY）		32.42%	49.59%	44.99%	33.17%	33.10%	22.50%	17.60%	15.64%	12.70%
占总销售额比重	15.78%	18.48%	25.96%	28.88%	28.05%	27.42%	27.53%	27.99%	28.71%	29.63%
占主营业务利润比重	17.84%	20.38%	22.64%	26.96%	27.29%	27.94%	28.12%	28.53%	29.32%	30.39%
销售总收入（百万元）	1709.82	1975.48	2618.65	3059.94	4095.21	5446.01	6780.92	8003.26	9204.95	10257.21
销售总成本（百万元）	1002.65	1155.98	1514.94	1716.24	2327.36	3147.94	3983.50	4760.73	5556.52	6290.79
毛利（百万元）	707.17	819.50	1103.70	1343.71	1767.85	2298.07	2797.42	3242.53	3648.43	3966.41
平均毛利率	41.36%	41.48%	42.15%	43.91%	43.17%	42.20%	41.25%	40.52%	39.64%	38.67%

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)								资产负债表 (人民币百万元)					
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E		2009	2010	2011	2012E	2013E
主营业务收入	1,725	1,997	2,644	3,060	4,095	5,446	6,781	货币资金	364	1,251	1,300	1,506	1,846
增长率	15.8%	32.4%	15.7%	33.8%	33.0%	24.5%		应收款项	383	496	654	752	974
主营业务成本	-1,013	-1,165	-1,529	-1,716	-2,327	-3,148	-3,983	存货	278	446	490	538	666
%销售收入	58.7%	57.8%	56.1%	55.8%	57.8%	58.7%		其他流动资产	37	33	53	51	70
毛利	712	833	1,115	1,344	1,768	2,298	2,797	流动资产	1,062	2,226	2,497	2,848	3,556
%销售收入	41.3%	41.7%	42.2%	43.9%	43.2%	42.2%	41.3%	%总资产	85.6%	90.3%	89.0%	90.0%	91.6%
营业税金及附加	-3	-7	-22	-21	-29	-38	-47	长期投资	43	43	29	29	29
%销售收入	0.2%	0.3%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	109	183	230	232	233
营业费用	-327	-375	-490	-559	-716	-899	-1,057	%总资产	8.8%	7.4%	8.2%	7.3%	6.0%
%销售收入	19.0%	18.8%	18.5%	18.3%	17.5%	16.5%	15.6%	无形资产	22	10	41	57	65
管理费用	-240	-310	-402	-476	-612	-779	-929	非流动资产	179	240	310	318	326
%销售收入	13.9%	15.5%	15.2%	15.5%	14.9%	14.3%	13.7%	%总资产	14.4%	9.7%	11.0%	10.0%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	142	141	201	288	412	582	764	资产总计	1,241	2,466	2,806	3,166	3,882
%销售收入	8.2%	7.1%	7.6%	9.4%	10.0%	10.7%	11.3%	短期借款	65	90	82	0	0
财务费用	-14	2	14	17	23	29	37	应付款项	417	495	571	629	850
%销售收入	0.8%	-0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	其他流动负债	167	154	201	343	437
资产减值损失	-3	-3	-7	-7	-2	-3	-3	流动负债	649	739	854	972	1,287
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	长期贷款	8	7	0	0	0
投资收益	2	0	8	3	3	4	5	其他长期负债	17	8	26	0	0
%税前利润	1.3%	n.a	2.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	负债	674	754	881	972	1,287
营业利润	128	140	216	300	436	613	803	普通股股东权益	428	1,561	1,722	1,867	2,098
营业利润率	7.4%	7.0%	8.2%	9.8%	10.7%	11.3%	11.8%	少数股东权益	138	152	204	327	498
营业外收支	51	89	81	115	138	166	182	负债股东权益合计	1,240	2,466	2,806	3,166	3,882
税前利润	179	229	297	415	574	778	985	比率分析					
利润率	10.4%	11.5%	11.2%	13.6%	14.0%	14.3%	14.5%		2009	2010	2011	2012E	2013E
所得税	-16	-35	-30	-42	-57	-78	-98	每股指标					
所得税率	9.1%	15.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.808	0.790	0.509	0.713	0.987
净利润	163	194	267	374	517	701	886	每股净资产	3.253	8.891	4.905	5.319	5.975
少数股东损益	57	56	89	123	171	231	293	每股经营现金净流	2.641	0.124	0.513	0.667	0.952
归属于母公司的净利润	106	139	179	250	346	469	594	每股股利	0.000	0.100	0.300	0.300	0.330
净利率	6.2%	6.9%	6.8%	8.2%	8.5%	8.6%	8.8%	回报率					
								净资产收益率	24.84%	8.88%	10.38%	13.41%	16.51%
现金流量表 (人民币百万元)								总资产收益率	8.57%	5.62%	6.37%	7.91%	8.92%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	投入资本收益率	20.21%	6.61%	9.01%	11.80%	14.27%
净利润	163	194	267	374	517	701	886	增长率					
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	30.81%	15.80%	32.40%	15.72%	33.83%
非现金支出	21	23	31	26	23	26	28	EBIT增长率	58.01%	-0.81%	42.73%	43.00%	43.07%
非经营收益	11	6	-7	-107	-141	-170	-187	净利润增长率	53.63%	30.43%	28.91%	40.16%	38.33%
营运资金变动	153	-202	-113	-58	-65	-104	-98	总资产增长率	21.81%	98.87%	13.79%	12.80%	22.64%
经营活动现金净流	347	22	179	234	334	453	629	资产管理能力					
资本开支	-21	-85	-91	79	108	136	152	应收账款周转天数	75.3	75.4	71.4	78.0	75.0
投资	-25	-2	29	0	0	0	0	存货周转天数	95.6	113.5	111.7	115.0	105.0
其他	2	2	2	3	3	4	5	应付账款周转天数	63.0	85.2	79.2	75.0	75.0
投资活动现金净流	-44	-85	-60	82	111	140	157	固定资产周转天数	22.5	23.3	18.4	14.9	10.3
股权募资	0	1,010	10	0	0	0	0	偿债能力					
债权募资	-149	24	-15	-108	0	1	2	净负债/股东权益	-51.40%	-67.35%	-63.23%	-68.64%	-71.14%
其他	-40	-64	-69	-3	-105	-116	-128	EBIT利息保障倍数	10.5	-60.3	-14.7	-17.0	-17.5
筹资活动现金净流	-189	971	-74	-110	-105	-115	-126	资产负债率	54.35%	30.57%	31.39%	30.69%	33.15%
现金净流量	114	907	45	206	340	478	661						

来源：公司年报、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	2	12	12	15	29
增持	0	3	3	3	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.18	1.19	1.18	1.20

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 2011-04-08	增持	19.71	50.00 ~ 50.00
2 2011-12-07	增持	13.60	19.50 ~ 19.50
3 2012-01-11	增持	12.02	19.50 ~ 19.50
4 2012-03-23	增持	15.64	19.50 ~ 19.50
5 2012-04-20	增持	15.98	20.10 ~ 20.10
6 2012-07-26	买入	16.49	20.40 ~ 20.40
7 2012-08-30	买入	16.45	25.50 ~ 25.94
8 2012-10-25	买入	16.32	25.25 ~ 25.25

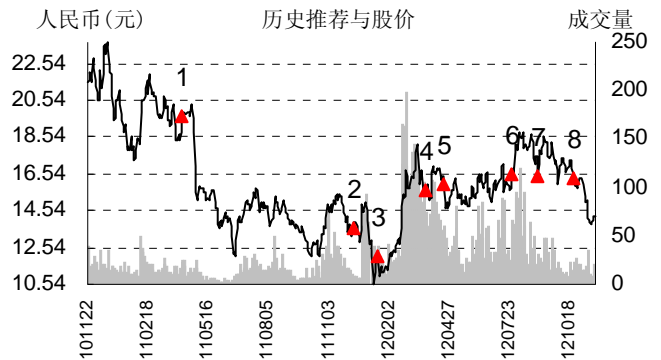
来源：国金证券研究所

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B