

星网锐捷 (002396.SZ) 通信系统设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

陈运红

分析师 SAC 执业编号: S1130511030023

(8621)61038242

chenyh@gjzq.com.cn

2013年云终端和IP设备将会并驾齐驱

事件

C114 讯 2012年12月21日消息: 2012年中国移动IP设备集采结果已发布, 网络解决方案提供商锐捷网络(星网锐捷控股子公司), 在二、三层交换机项目中以最大份额结果中标, 同时低端路由器也首次顺利入围, 并在16个省份占据了可观的份额。

评论

星网锐捷 IP 设备在运营商市场获得实质性突破: 1、根据我们与公司的电话交流得知, 在本轮中移动 IP 设备集采中, 锐捷网络的二、三层交换机均获得 23% 以上的市场份额, 较历年有大幅提升, 值得一提的是路由器实现运营商市场的零突破, 集采份额在 5% 左右, 以上订单将在 2013 年确认收入; 2、**合同订单规模预计在 2.5 亿至 3 亿元之间 (相当于 2011 年公司网络业务的 20% 规模):** 根据业内的调查估计, 本轮中国移动路由器、交换机集采总规模约为 20-25 亿之间, 其中 25% 为交换机, 75% 为路由器, 按此推算锐捷网络拿单规模应该在 2.5 亿元至 3 亿元之间; 3、**公司 IP 设备占运营商市场份额将从 2010 年 0.12% 提升至 2013 年的 3% 以上:** 根据 IDC 统计 2010 年锐捷网络路由器交换机来占运营商市场份额仅 0.12%, 收入规模约 1000 万元左右 (主要为交换机), 若不考虑公司将有可能在中国电信、中国联通的突破, 保守预计 2013 年锐捷网络占运营商市场份额将提升到 3% 以上。

本土 IP 设备商市场拐点已现, 锐捷弹性最大: 1、受益于成本优势、快速交付力以及网络安全的政策导向, 特别是华为中兴销往美国的电信设备遭受美国政府的市场禁入以后, 本土路由器、交换机厂商市场份额将会持续呈现提升趋势: 目前本土厂商占中国 IP 设备整体市场占比约为 30%, 而占运营商 IP 设备市场份额已经超过 50%, 随着云计算、物联网、移动互联网的兴起, 以及 IT 数据中心的集中建设, 未来 5 年以内我们预计本土厂商占中国 IP 设备整体市场份额将提升至 50% 以上, 而占运营商市场份额进一步将提升至 80% 左右 (出于网络安全的政策导向); 2、**中长期而言, 锐捷网络占运营商市场份额预计提升至 7%-10% 之间:** 目前国内运营商 IP 设备市场规模预计在 100 亿元左右, 其中中国电信占比 50%, 而中移动和联通各 25%, 受成本驱动和政策导向, 我们认为以思科为首的外资厂商份额将加速下滑, 本土前三的厂商分别为华为、中兴、星网都有望受益, 中期而言, 锐捷网络突破电信、联通的市场只是迟早的事情, 从趋势看锐捷占运营商份额有望提升至 7%-10% 左右, 这将带来 7 亿至 10 亿元的增量收入。

云终端进入快速导入期, 升腾资讯是行业龙头: 云终端替代商用 PC 趋势明确 (目前渗透率 3%-5%), 行业整体增速有望达到 40%, 并持续提升。子公司升腾资讯市场份额第一

竞争对手在虚拟化上准备较晚。HP、Wyse 等国外厂商的价格明显高于升腾资讯, 本土化能力明显弱于升腾资讯。因此我们预计 2012-2014 年升腾的增速将高于行业增速, 其市场份额有望进一步提升, 2012 年升腾资讯净利增速将超过 70%。

产品梯队布局合理, 长短期平衡能力强: EPOS、KTV 终端、VOIP、UC 等产品线也都孵化完成, 已经迎来增长高峰。公司产品梯队布局合理, 捕捉机会能力强, 长短期平衡好。

投资建议: 买点来临

维持“买入”评级, 目标价位 24.10 元, 对应 2013 年 25 倍 PE。我们预计公司 2012-2014 年, 营业收入分别为 29.60 亿元 (增速 12%)、39.7 亿元 (34%) 和 52.7 亿元 (33%); 实现 EPS 分别为 0.70 元、0.96 元和 1.30 元, 净利润增速分别为 36.6%、38.7% 和 35.4%。

主要图表

公司业务收入结构分析与预测

图表1: 公司业务收入及毛利率分析与预测

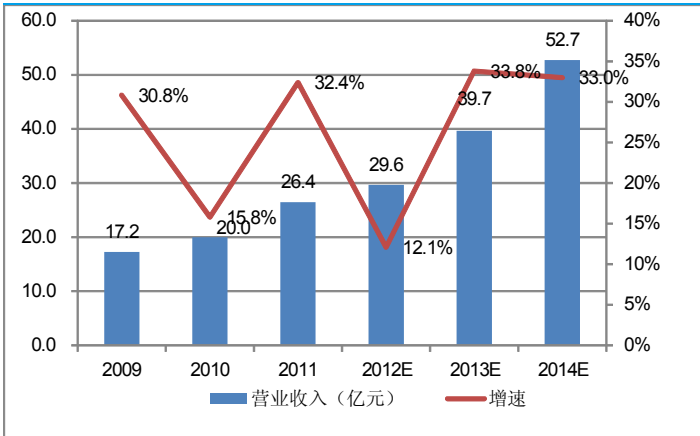
项 目	2009	2010	2011	1H12	2012E	2013E	2014E	2015E
企业级网络设备								
销售收入(百万元)	725.47	859.42	1,176.37	273.86	1,235.19	1,605.75	2,007.19	2,408.62
增长率(YOY)		18.47%	36.88%	0.00%	5.00%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	57.50%	58.10%	57.77%	55.57%	57.50%	57.50%	56.50%	55.94%
销售成本(百万元)	308.32	360.10	496.78	121.68	524.96	682.44	873.13	1,061.36
增长率(YOY)		16.79%	37.96%	0.00%	5.67%	30.00%	27.94%	21.56%
毛利(百万元)	417.14	499.33	679.59	152.18	710.24	923.31	1,134.06	1,347.26
增长率(YOY)		19.70%	36.10%	0.00%	4.51%	30.00%	22.83%	18.80%
占总销售额比重	42.43%	43.50%	44.92%	37.84%	41.68%	40.49%	38.06%	36.68%
占主营业务利润比重	58.99%	60.93%	61.57%	52.65%	54.90%	53.98%	50.98%	49.74%
瘦客户机								
销售收入(百万元)	340.08	368.67	541.93	133.00	758.70	1,138.05	1,707.07	2,219.19
增长率(YOY)		8.41%	47.00%	0.00%	40.00%	50.00%	50.00%	30.00%
毛利率	25.20%	22.81%	24.52%	24.40%	26.60%	25.50%	25.50%	25.25%
销售成本(百万元)	254.38	284.58	409.05	100.55	556.88	847.84	1,271.77	1,658.96
增长率(YOY)		11.87%	43.74%	0.00%	36.14%	52.25%	50.00%	30.44%
毛利(百万元)	85.70	84.09	132.88	32.45	201.81	290.20	435.30	560.23
增长率(YOY)		-1.87%	58.02%	0.00%	51.88%	43.80%	50.00%	28.70%
占总销售额比重	19.89%	18.66%	20.69%	18.37%	25.60%	28.70%	32.37%	33.79%
占主营业务利润比重	12.12%	10.26%	12.04%	11.23%	15.60%	16.97%	19.57%	20.68%
通讯产品								
销售收入(百万元)	374.41	382.23	220.68	191.21	86.36	73.22	65.90	72.49
增长率(YOY)		2.09%	-42.27%	0.00%	-60.87%	-15.21%	-10.00%	10.00%
毛利率	20.88%	18.07%	18.75%	20.26%	22.46%	20.00%	20.00%	19.80%
销售成本(百万元)	296.22	313.17	179.29	152.48	66.96	58.58	52.72	58.14
增长率(YOY)		5.72%	-42.75%	0.00%	-62.65%	-12.52%	-10.00%	10.28%
毛利(百万元)	78.19	69.06	41.39	38.73	19.40	14.64	13.18	14.35
增长率(YOY)		-11.68%	-40.07%	0.00%	-53.13%	-24.51%	-10.00%	8.90%
占总销售额比重	21.90%	19.35%	8.43%	26.42%	2.91%	1.85%	1.25%	1.10%
占主营业务利润比重	11.06%	8.43%	3.75%	13.40%	1.50%	0.86%	0.59%	0.53%
其他								
销售收入(百万元)	269.87	365.16	679.67	125.74	883.57	1,148.64	1,493.24	1,866.55
增长率(YOY)		35.31%	86.13%	0.00%	30.00%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	46.74%	45.74%	36.76%	52.22%	41.00%	42.00%	43.00%	42.14%
销售成本(百万元)	143.73	198.14	429.82	60.08	521.31	666.21	851.14	1,079.98
增长率(YOY)		37.85%	116.93%	0.00%	21.28%	27.80%	27.76%	26.89%
毛利(百万元)	126.14	167.02	249.85	65.66	362.26	482.43	642.09	786.56
增长率(YOY)		32.42%	49.59%	0.00%	44.99%	33.17%	33.10%	22.50%
占总销售额比重	15.78%	18.48%	25.96%	17.37%	29.81%	28.96%	28.32%	28.42%
占主营业务利润比重	17.84%	20.38%	22.64%	22.72%	28.00%	28.20%	28.86%	29.04%
销售总收入(百万元)	1709.82	1975.48	2618.65	723.82	2963.82	3965.66	5273.39	6566.85
销售总成本(百万元)	1002.65	1155.98	1514.94	434.79	1670.11	2255.08	3048.76	3858.44
毛利(百万元)	707.17	819.50	1103.70	289.03	1293.71	1710.58	2224.63	2708.41
平均毛利率	41.36%	41.48%	42.15%	39.93%	43.65%	43.13%	42.19%	41.24%

来源: 公司财报, 国金证券研究所

盈利预测和投资建议

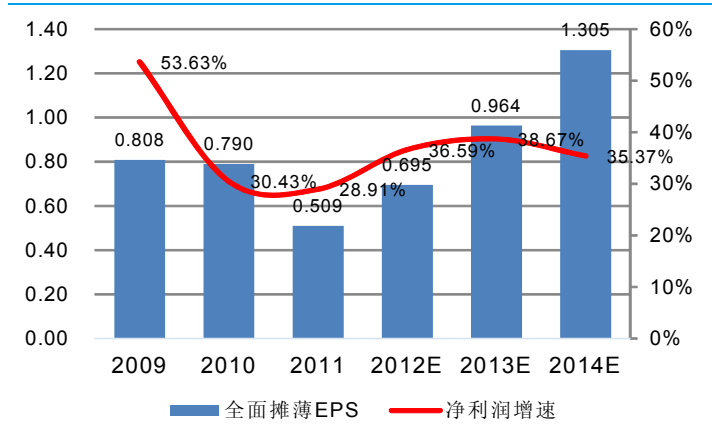
- 我们预计公司 2012-2014 年, 营业收入分别为 29.60 亿元、39.7 亿元和 52.7 亿元; 实现 EPS 分别为 0.70 元、0.96 元和 1.30 元。给予公司 12 个月内目标价 24.10 元, 对应 25×2013EPS 估值。
- 重申对公司的“买入”评级。

图表2: 预计2012-2014年公司营业收入分别为29.60亿元、39.7亿元和52.7亿元



来源: 公司公告, 国金证券研究所

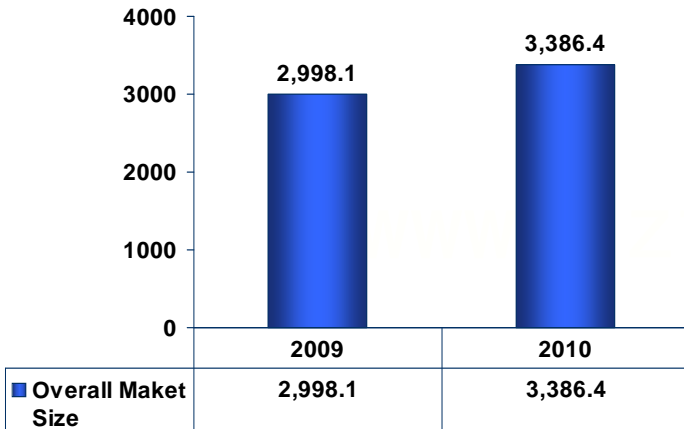
图表3: 预计公司2012-2014年EPS分别为0.70元、0.96元和1.30元



中国路由器与交换机的市场统计 (数据来源: IDC)

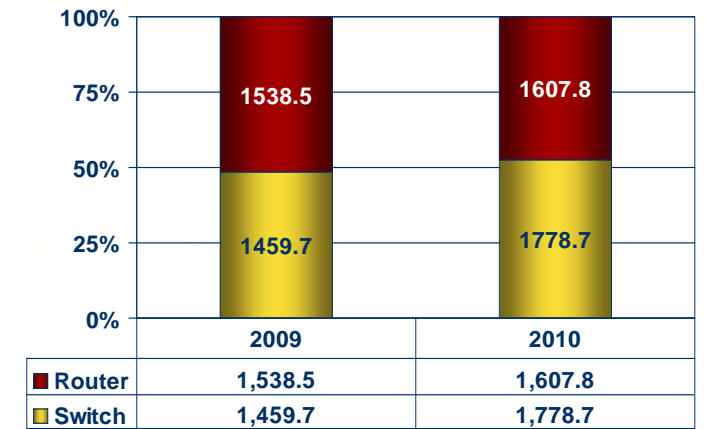
中国路由器交换机市场规模与行业分布

图表4: 2010年, 中国有线路由器和交换机市场规模为3386.4 US\$M (折合人民币225亿元)



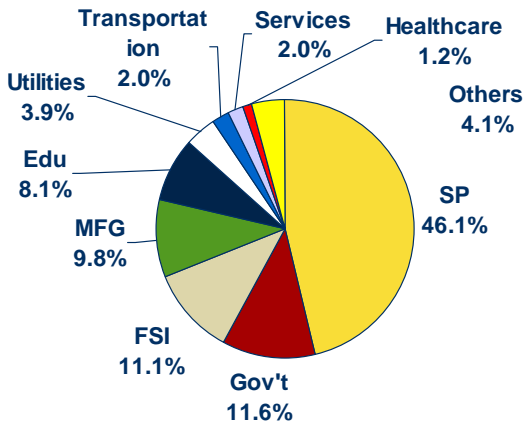
来源: IDC, 国金证券研究所

图表5: 2009-2010年中国路由器与交换机市场规模分布, 历年平均比例为各一半

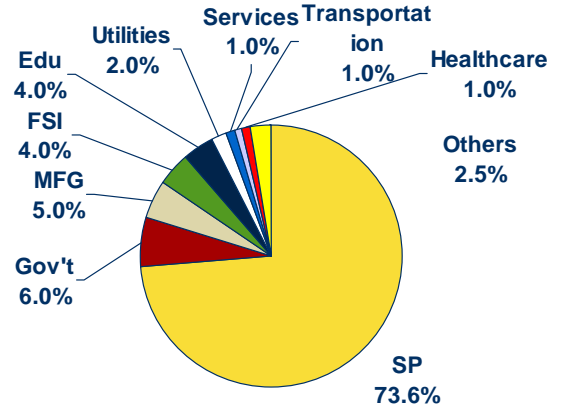


中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表6: 2010年, 运营商, 政府, 金融, 制造和教育是中国相关网络设备投资的前五大行业

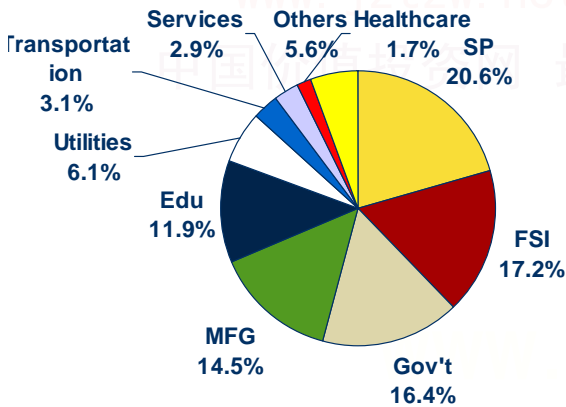


图表7: 2010年有线路由器市场规模107亿元, 运营商市场占比73.6%

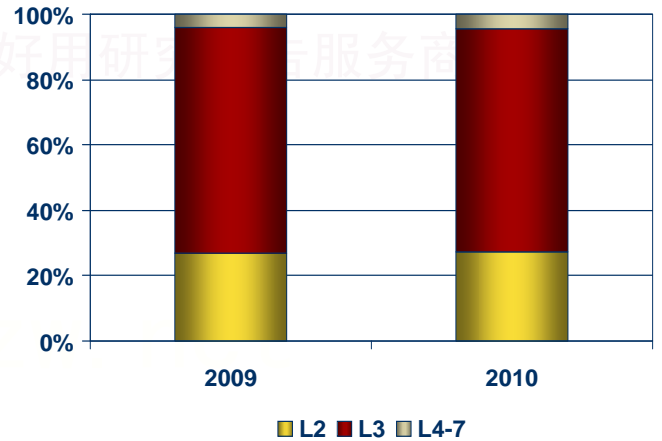


来源: IDC, 国金证券研究所

图表8: 2010年中国交换机市场规模为117亿元, 运营商市场占比21%



图表9: 2009-2010年中国交换机市场分布, L3占比接近70%, L2占比约25%, 其他约5%

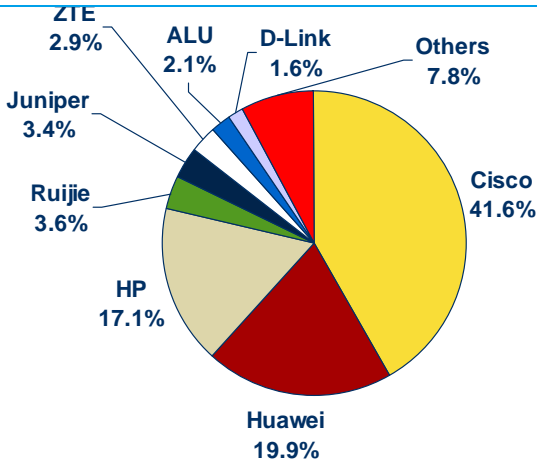


来源: IDC, 国金证券研究所

■ 中国路由器、交换机市场份额分布

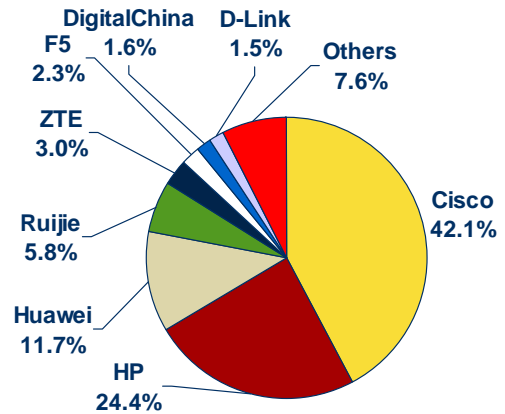
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表10: 2010年中国路由器与交换机市场分布: 锐捷占比3.6%, 华为19.9%、中兴为2.9%, 外资占比70%

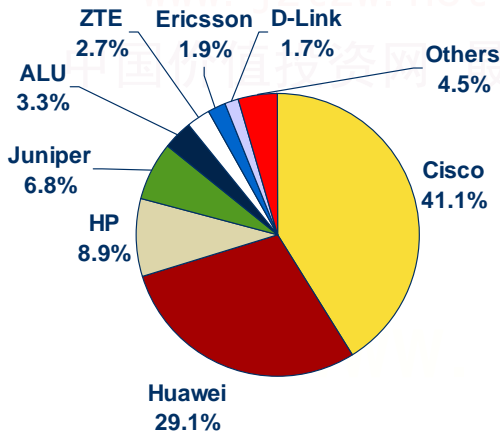


来源: IDC, 国金证券研究所

图表11: 2010年中国交换机市场分布, 锐捷占比5.8%, 华为11.7%、中兴3%, 外资占比超过75%

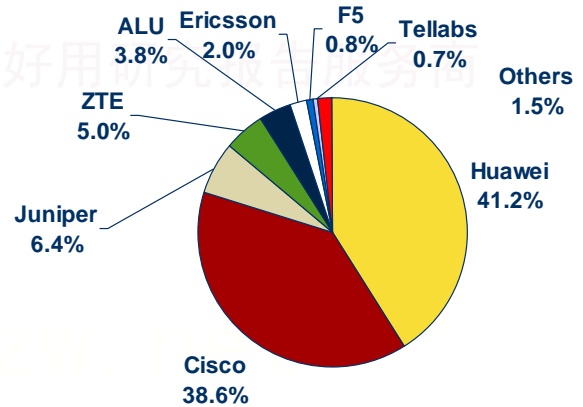


图表12: 2010年中国路由器市场分布: 华为29.1%、中兴为2.7%, 锐捷约1.4%, 外资占比65%



来源: IDC, 国金证券研究所

图表13: 2010年中国运营商路由器与交换机市场份额分布: 华为41.2%、中兴5%, 外资占比超过50%



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,725	1,997	2,644	2,964	3,966	5,273	6,567
增长率		15.8%	32.4%	12.1%	33.8%	33.0%	24.5%
主营业务成本	-1,013	-1,165	-1,529	-1,670	-2,255	-3,049	-3,858
% 销售收入	58.7%	58.3%	57.8%	56.3%	56.9%	57.8%	58.8%
毛利	712	833	1,115	1,294	1,711	2,225	2,708
% 销售收入	41.3%	41.7%	42.2%	43.7%	43.1%	42.2%	41.2%
营业税金及附加	-3	-7	-22	-21	-28	-37	-46
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-327	-375	-490	-538	-693	-870	-1,024
% 销售收入	19.0%	18.8%	18.5%	18.2%	17.5%	16.5%	15.6%
管理费用	-240	-310	-402	-458	-592	-754	-899
% 销售收入	13.9%	15.5%	15.2%	15.5%	14.9%	14.3%	13.7%
息税前利润 (EBIT)	142	141	201	277	398	564	739
% 销售收入	8.2%	7.1%	7.6%	9.3%	10.0%	10.7%	11.3%
财务费用	-14	2	14	17	23	29	37
% 销售收入	0.8%	-0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-3	-3	-7	-7	-2	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	8	3	3	4	5
% 税前利润	1.3%	n.a	2.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
营业利润	128	140	216	290	423	594	778
营业利润率	7.4%	7.0%	8.2%	9.8%	10.7%	11.3%	11.8%
营业外收支	51	89	81	115	138	166	182
税前利润	179	229	297	405	561	760	960
利润率	10.4%	11.5%	11.2%	13.7%	14.2%	14.4%	14.6%
所得税	-16	-35	-30	-40	-56	-76	-96
所得税率	9.1%	15.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	163	194	267	364	505	684	864
少数股东损益	57	56	89	120	167	226	285
归属于母公司的净利润	106	139	179	244	338	458	579
净利率	6.2%	6.9%	6.8%	8.2%	8.5%	8.7%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
净利润	163	194	267	364	505	684	864
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	23	31	26	23	26	28
非经营收益	11	6	-7	-107	-141	-170	-187
营运资金变动	153	-202	-113	-43	-63	-101	-95
经营活动现金净流	347	22	179	240	324	440	610
资本开支	-21	-85	-91	79	108	136	152
投资	-25	-2	29	0	0	0	0
其他	2	2	2	3	3	4	5
投资活动现金净流	-44	-85	-60	82	111	140	157
股权募资	0	1,010	10	0	0	0	0
债权募资	-149	24	-15	-108	0	1	2
其他	-40	-64	-69	-3	-105	-116	-128
筹资活动现金净流	-189	971	-74	-110	-105	-115	-126
现金净流量	114	907	45	212	330	464	641

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
货币资金	364	1,251	1,300	1,512	1,842	2,306	2,948
应收款项	383	496	654	729	943	1,225	1,472
存货	278	446	490	524	645	831	1,052
其他流动资产	37	33	53	50	68	91	116
流动资产	1,062	2,226	2,497	2,814	3,498	4,454	5,587
% 总资产	85.6%	90.3%	89.0%	89.9%	91.5%	93.0%	94.3%
长期投资	43	43	29	29	29	29	29
固定资产	109	183	230	232	233	232	231
% 总资产	8.8%	7.4%	8.2%	7.4%	6.1%	4.9%	3.9%
无形资产	22	10	41	57	65	72	78
非流动资产	179	240	310	318	326	333	338
% 总资产	14.4%	9.7%	11.0%	10.1%	8.5%	7.0%	5.7%
资产总计	1,241	2,466	2,806	3,132	3,824	4,787	5,925
短期借款	65	90	82	0	0	0	0
应付款项	417	495	571	611	824	1,111	1,402
其他流动负债	167	154	201	336	427	545	665
流动负债	649	739	854	948	1,251	1,656	2,068
长期贷款	8	7	0	0	0	1	3
其他长期负债	17	8	26	0	0	0	0
负债	674	754	881	948	1,251	1,657	2,071
普通股股东权益	428	1,561	1,722	1,861	2,083	2,414	2,853
少数股东权益	138	152	204	324	491	716	1,001
负债股东权益合计	1,240	2,466	2,806	3,132	3,824	4,787	5,925

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
每股指标							
每股收益	0.808	0.790	0.509	0.695	0.964	1.305	0.000
每股净资产	3.253	8.891	4.905	5.300	5.934	6.876	8.126
每股经营现金净流	2.641	0.124	0.513	0.684	0.923	1.252	1.738
每股股利	0.000	0.100	0.300	0.300	0.330	0.363	0.399
回报率							
净资产收益率	24.84%	8.88%	10.38%	13.12%	16.24%	18.98%	20.30%
总资产收益率	8.57%	5.62%	6.37%	7.79%	8.85%	9.57%	9.77%
投入资本收益率	20.21%	6.61%	9.01%	11.40%	13.92%	16.20%	17.25%
增长率							
主营业务收入增长率	30.81%	15.80%	32.40%	12.08%	33.80%	32.98%	24.53%
EBIT增长率	58.01%	-0.81%	42.73%	37.62%	43.85%	41.58%	31.17%
净利润增长率	53.63%	30.43%	28.91%	36.59%	38.67%	35.37%	26.40%
总资产增长率	21.81%	98.87%	13.79%	11.61%	22.10%	25.17%	23.77%
资产管理能力							
应收账款周转天数	75.3	75.4	71.4	78.0	75.0	73.0	70.0
存货周转天数	95.6	113.5	111.7	115.0	105.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	63.0	85.2	79.2	75.0	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	22.5	23.3	18.4	15.4	10.7	7.3	5.2
偿债能力							
净负债/股东权益	-51.40%	-67.35%	-63.23%	-69.21%	-71.56%	-73.65%	-76.40%
EBIT利息保障倍数	10.5	-60.3	-14.7	-16.3	-17.0	-19.4	-20.2
资产负债率	54.35%	30.57%	31.39%	30.25%	32.70%	34.61%	34.95%

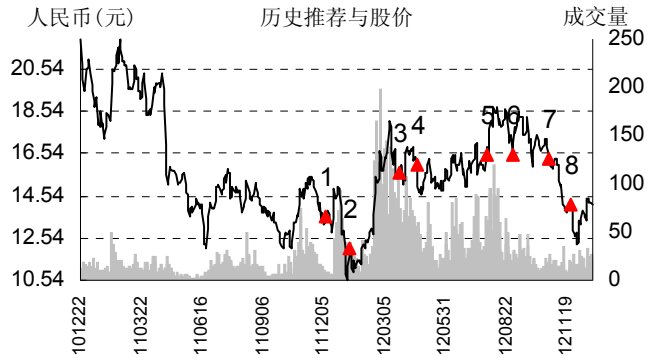
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jtzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-12-07	增持	13.60	19.50 ~ 19.50
2	2012-01-11	增持	12.02	19.50 ~ 19.50
3	2012-03-23	增持	15.64	19.50 ~ 19.50
4	2012-04-20	增持	15.98	20.10 ~ 20.10
5	2012-07-26	买入	16.49	20.40 ~ 20.40
6	2012-08-30	买入	16.45	25.50 ~ 25.94
7	2012-10-25	买入	16.32	25.25 ~ 25.25
8	2012-11-23	买入	14.17	24.75 ~ 24.75

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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作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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net