

星网锐捷 (002396.SZ)

通信系统设备行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 16.35元

目标(人民币): 27.70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)	57.40
年内股价最高最低(元)	18.77/12.20
沪深300指数	2567.59
中小板指数	5228.65

成交金额(百万元)

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	0.630	0.838	1.108
每股净资产(元)	8.89	4.90	5.24	5.74	6.49
每股经营性现金流(元)	0.12	0.51	0.62	0.79	1.10
市盈率(倍)	20.71	32.13	25.94	19.50	14.76
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%	23.85%	32.99%	32.14%
净资产收益率(%)	8.88%	10.38%	12.04%	14.59%	17.07%
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

- 星网锐捷披露 2012 年业绩快报, 预计收入 27.86 亿, 增长 5.27%。预计实现归属净利润 2.24 亿, 增长 25.24%。

经营分析

- **业绩基本符合预期:** 我们之前估计公司 2012 年实现收入 28.9 亿, 净利润 2.43 亿, 期末摊薄每股收益 0.693 元。从业绩快报来看, 收入略低于预期、费用略高于预期, 同时营业外收入略高于预期, 综合起来业绩基本符合我们之前的预测。
- **视讯产品增长低于预期是收入增长低于预期的主要原因:** 公司主要产品线如企业网络设备、瘦终端等基本实现了预期的增长(我们之前分别预测 5% 和 20%), 而视讯等其他产品增长低于预期是收入增长未达预期的主要原因, 其中最主要的是 DMB 产品未有效放量。
- **2013 年有望实现锐捷网络、升腾资讯两翼齐飞:** 锐捷网络是公司的传统支柱, 毛利率 58% 左右。锐捷网络近年来人力扩张基本结束, 管理费用刚性上升趋势趋于稳定, 该业务的高毛利意味着收入增长转化为利润的高弹性。升腾资讯 2012 年上半年收入仅增长 14.65%, 但由于深耕用户, 通过定制化提高了每个客户的销售额, 因此毛利率提升撬动净利润以更高的利润增长。预计公司 2013 年将把瘦客户机的进一步推广、做大客户基础作为工作重点, 其业绩增速有望实现上一个台阶;

盈利调整

- 我们调整了公司的盈利预测, 预计 2013-2015 年, 营业收入分别为 38.3 亿元(增速 37.94%)、50.57 亿元(32.21%)和 62.79 亿元(24.15%); 实现 EPS 分别为 0.838 元、1.108 元和 1.395 元, 净利润增速分别为 32.99%、32.14%和 25.93%。

投资建议

- 目前股价对应摊薄后 14.76x2013PE, 估值严重低于行业平均水平。我们给予公司 2013 年 25 倍 PE, 对应目标价 27.7。截至 2013 年 2 月 26 日收盘, 尚有 70% 的空间, 给予买入评级。

相关报告

1. 《正面看待激励问题, 网络和云终端将双翼齐飞》, 2013.1.10
2. 《2013 年云终端和 IP 设备将会并驾齐驱》, 2012.12.23
3. 《成长性强于周期性, 阿米巴模式典范》, 2012.11.23

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

邢开允 联系人
(8621)61038223
xingky@gjzq.com.cn

业绩简评

业绩增长基本符合预期

- 星网锐捷披露 2012 年业绩快报，预计收入 27.86 亿，增长 5.27%。预计实现归属净利润 2.24 亿，增长 25.24%。

2012 尘埃落地 2013 加速成长

- **业绩基本符合预期：**我们之前估计公司 2012 年实现收入 28.9 亿，净利润 2.43 亿，期末摊薄每股收益 0.693 元。从业绩快报来看，收入略低于预期、费用略高于预期，同时营业外收入略高于预期，综合起来业绩基本符合我们之前的预测。
- **视讯产品增长低于预期是收入增长低于预期的主要原因：**公司主要产品线如企业网络设备、瘦终端等基本实现了预期的增长，而视讯等其他产品增长低于预期是收入增长未达预期的主要原因，其中最主要的是 DMB 产品未有效放量。
- **2013 年有望实现锐捷网络、升腾资讯两翼齐飞：**锐捷网络是公司的传统支柱，毛利率 58%左右。锐捷网络近年来人力扩张基本结束，管理费用刚性上升趋势趋于稳定，该业务的高毛利意味着收入增长转化为利润的高弹性。升腾资讯 2012 年上半年收入仅增长 14.65%，但由于深耕用户，通过定制化提高了每个客户的销售额，因此毛利率提升撬动净利润以更高的利润增长。预计公司 2013 年将把瘦客户机的进一步推广、做大客户基础作为工作重点；

盈利预测和投资建议

盈利预测

- 我们调整了公司的盈利预测，预计 2013-2015 年，营业收入分别为 38.3 亿元（增速 37.94%）、50.57 亿元（32.21%）和 62.79 亿元（24.15%）；实现 EPS 分别为 0.838 元、1.108 元和 1.395 元，净利润增速分别为 32.99%、32.14%和 25.93%。

投资建议

- 目前股价对应摊薄后 14.76x2013PE，估值严重低于行业平均水平。我们给予公司 2013 年 25 倍 PE，对应目标价 27.7。截至 2013 年 2 月 26 日收盘，尚有 70%的空间，给予买入评级。

图表1: 星网锐捷销售预测

项 目	2009	2010	2011	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	1,235.19	1,729.27	2,161.58	2,593.90
增长率(YOY)		18.47%	36.88%	5.00%	40.00%	25.00%	20.00%
毛利率	57.50%	58.10%	57.77%	58.50%	57.50%	56.50%	55.94%
销售成本(百万元)	308.32	360.10	496.78	512.60	734.94	940.29	1,143.00
增长率(YOY)		16.79%	37.96%	3.18%	43.37%	27.94%	21.56%
毛利(百万元)	417.14	499.33	679.59	722.59	994.33	1,221.30	1,450.90
增长率(YOY)		19.70%	36.10%	6.33%	37.61%	22.83%	18.80%
占总销售额比重	42.43%	43.50%	44.92%	44.54%	45.21%	42.74%	41.31%
占主营业务利润比重	58.99%	60.93%	61.57%	57.98%	58.47%	55.56%	54.36%
瘦客户机							
销售收入(百万元)	340.08	368.67	541.93	650.31	975.47	1,463.20	1,902.16
增长率(YOY)		8.41%	47.00%	20.00%	50.00%	50.00%	30.00%
毛利率	25.20%	22.81%	24.52%	26.60%	25.50%	25.50%	25.25%
销售成本(百万元)	254.38	284.58	409.05	477.33	726.72	1,090.09	1,421.96
增长率(YOY)		11.87%	43.74%	16.69%	52.25%	50.00%	30.44%
毛利(百万元)	85.70	84.09	132.88	172.98	248.74	373.12	480.20
增长率(YOY)		-1.87%	58.02%	30.18%	43.80%	50.00%	28.70%
占总销售额比重	19.89%	18.66%	20.69%	23.45%	25.50%	28.93%	30.30%
占主营业务利润比重	12.12%	10.26%	12.04%	13.88%	14.63%	16.98%	17.99%
通讯产品							
销售收入(百万元)	374.41	382.23	220.68	72.00	60.30	54.27	59.70
增长率(YOY)		2.09%	-42.27%	-67.37%	-16.25%	-10.00%	10.00%
毛利率	20.88%	18.07%	18.75%	22.56%	20.00%	20.00%	19.80%
销售成本(百万元)	296.22	313.17	179.29	55.76	48.24	43.42	47.88
增长率(YOY)		5.72%	-42.75%	-68.90%	-13.49%	-10.00%	10.28%
毛利(百万元)	78.19	69.06	41.39	16.24	12.06	10.85	11.82
增长率(YOY)		-11.68%	-40.07%	-60.76%	-25.74%	-10.00%	8.90%
占总销售额比重	21.90%	19.35%	8.43%	2.60%	1.58%	1.07%	0.95%
占主营业务利润比重	11.06%	8.43%	3.75%	1.30%	0.71%	0.49%	0.44%
其他							
销售收入(百万元)	269.87	365.16	679.67	815.60	1,060.29	1,378.37	1,722.96
增长率(YOY)		35.31%	86.13%	20.00%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	46.74%	45.74%	36.76%	41.00%	42.00%	43.00%	42.14%
销售成本(百万元)	143.73	198.14	429.82	481.21	614.97	785.67	996.91
增长率(YOY)		37.85%	116.93%	11.95%	27.80%	27.76%	26.89%
毛利(百万元)	126.14	167.02	249.85	334.40	445.32	592.70	726.06
增长率(YOY)		32.42%	49.59%	33.84%	33.17%	33.10%	22.50%
占总销售额比重	15.78%	18.48%	25.96%	29.41%	27.72%	27.25%	27.44%
占主营业务利润比重	17.84%	20.38%	22.64%	26.83%	26.19%	26.97%	27.20%
销售总收入(百万元)	1709.82	1975.48	2618.65	2773.11	3825.33	5057.43	6278.73
销售总成本(百万元)	1002.65	1155.98	1514.94	1526.90	2124.87	2859.47	3609.75
毛利(百万元)	707.17	819.50	1103.70	1246.21	1700.45	2197.97	2668.98
平均毛利率	41.36%	41.48%	42.15%	44.94%	44.45%	43.46%	42.51%

来源: 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

图表2: 三张报表

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	2,773	3,825	5,057	6,279
增长率		15.8%	32.4%	4.9%	37.9%	32.2%	24.1%
主营业务成本	-1,013	-1,165	-1,529	-1,527	-2,125	-2,859	-3,610
%销售收入	58.7%	58.3%	57.8%	55.1%	55.5%	56.5%	57.5%
毛利	712	833	1,115	1,246	1,700	2,198	2,669
%销售收入	41.3%	41.7%	42.2%	44.9%	44.5%	43.5%	42.5%
营业税金及附加	-3	-7	-22	-19	-27	-35	-44
%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	-548	-714	-901	-1,068
%销售收入	19.0%	18.8%	18.5%	19.8%	18.7%	17.8%	17.0%
管理费用	-240	-310	-402	-455	-595	-758	-894
%销售收入	13.9%	15.5%	15.2%	16.4%	15.6%	15.0%	14.2%
息税前利润 (EBIT)	142	141	201	224	364	503	663
%销售收入	8.2%	7.1%	7.6%	8.1%	9.5%	9.9%	10.6%
财务费用	-14	2	14	17	23	28	35
%销售收入	0.8%	-0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-3	-3	-7	-7	-2	-2	-2
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%	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%
营业利润	128	140	216	237	389	533	701
营业利润率	7.4%	7.0%	8.2%	8.5%	10.2%	10.5%	11.2%
营业外收支	51	89	81	130	156	187	206
税前利润	179	229	297	367	545	720	907
利润率	10.4%	11.5%	11.2%	13.2%	14.2%	14.2%	14.4%
所得税	-16	-35	-30	-37	-54	-72	-91
所得税率	9.1%	15.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	163	194	267	330	490	648	816
少数股东损益	57	56	89	109	196	259	326
归属于母公司的净	106	139	179	221	294	389	490
净利率	6.2%	6.9%	6.8%	8.0%	7.7%	7.7%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
净利润	163	194	267	330	490	648	816
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	-122	-159	-191	-210
营运资金变动	153	-202	-113	-14	-77	-95	-91
经营活动现金净流	347	22	179	219	278	387	543
资本开支	-21	-85	-91	94	126	157	176
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	97	129	161	180
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	206	302	434	598

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	1,506	1,808	2,242	2,839
应收款项	383	496	654	682	909	1,175	1,407
存货	278	446	490	479	608	779	984
其他流动资产	37	33	53	46	64	86	108
流动资产	1,062	2,226	2,497	2,713	3,389	4,282	5,339
%总资产	85.6%	90.3%	89.0%	89.5%	91.2%	92.8%	94.0%
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%	7.7%	6.3%	5.0%	4.1%
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%	10.5%	8.8%	7.2%	6.0%
资产总计	1,241	2,466	2,806	3,030	3,716	4,615	5,677
短期借款	65	90	82	0	0	0	0
应付款项	417	495	571	561	779	1,046	1,317
其他流动负债	167	154	201	318	411	522	635
流动负债	649	739	854	880	1,190	1,568	1,952
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	880	1,190	1,569	1,955
普通股股东权益	428	1,561	1,722	1,838	2,016	2,278	2,627
少数股东权益	138	152	204	313	509	768	1,095
负债股东权益合计	1,240	2,466	2,806	3,030	3,716	4,615	5,677

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	0.630	0.838	1.108	1.395
每股净资产	3.253	8.891	4.905	5.236	5.744	6.489	7.484
每股经营现金净流	2.641	0.124	0.513	0.625	0.791	1.104	1.546
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%	12.04%	14.59%	17.07%	18.64%
总资产收益率	8.57%	5.62%	6.37%	7.30%	7.92%	8.43%	8.63%
投入资本收益率	20.21%	6.61%	9.01%	9.36%	12.98%	14.86%	16.03%
增长率							
主营业务收入增长率	30.81%	15.80%	32.40%	4.87%	37.94%	32.21%	24.15%
EBIT增长率	58.01%	-0.81%	42.73%	11.16%	62.94%	38.09%	31.85%
净利润增长率	53.63%	30.43%	28.91%	23.85%	32.99%	32.14%	25.93%
总资产增长率	21.81%	98.87%	13.79%	7.97%	22.62%	24.20%	23.01%
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	16.5	11.0	7.6	5.4
偿债能力							
净负债/股东权益	-51.40%	-67.35%	-63.23%	-70.03%	-71.59%	-73.56%	-76.21%
EBIT利息保障倍数	10.5	-60.3	-14.7	-13.2	-15.7	-17.8	-18.7
资产负债率	54.35%	30.57%	31.39%	29.03%	32.04%	34.00%	34.44%

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	0	1	2	4	20
增持	0	4	4	6	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.80	1.73	1.67	1.45

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 2012-03-23	增持	15.64	19.50 ~ 19.50
2 2012-04-20	增持	15.98	20.10 ~ 20.10
3 2012-07-26	买入	16.49	20.40 ~ 20.40
4 2012-08-30	买入	16.45	25.50 ~ 25.94
5 2012-10-25	买入	16.32	25.25 ~ 25.25
6 2012-11-23	买入	14.17	24.75 ~ 24.75
7 2012-12-23	买入	14.11	24.10
8 2013-01-10	买入	16.23	25.16 ~ 25.16

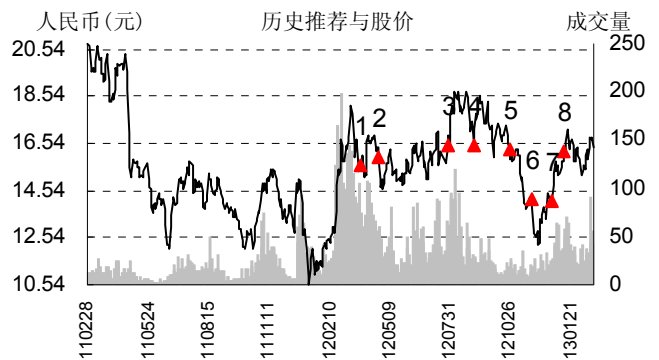
来源：国金证券研究所

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



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

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。

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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 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