

星网锐捷 (002396.SZ)
长期发展前景依旧看好
评级: 买入
前次: 买入
目标价(元):
21.0-21.0

分析师

联系人

刘江啸

杨红

S0740510120006

投资品研究小组

021-20315167

021-20315209

liujx@r.qlzq.com.cn

yanghong@r.qlzq.com.cn

2013年2月27日

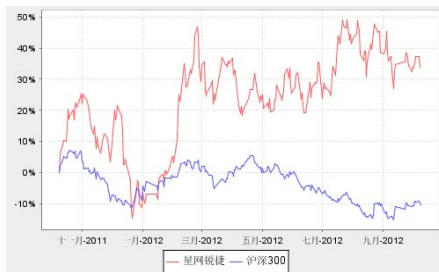
基本状况

总股本(百万股)	351.06
流通股本(百万股)	243.21
市价(元)	16.84
市值(百万元)	5911.85
流通市值(百万元)	4095.58

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,997.2	2,644.2	2,786.4	3,433.2	4,283.9
营业收入增速	15.80%	32.40%	5.38%	23.21%	24.78%
净利润增长率	30.43%	28.91%	25.59%	30.98%	21.08%
摊薄每股收益(元)	0.79	0.51	0.64	0.84	1.01
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	53.46	25.76	23.81	18.18	15.02
PEG	1.76	0.89	0.93	0.59	0.71
每股净资产(元)	8.89	4.90	5.24	6.08	7.09
每股现金流量	0.12	0.51	0.54	0.72	0.89
净资产收益率	8.88%	10.38%	12.19%	13.77%	14.29%
市净率	4.75	2.67	2.90	2.50	2.15
总股本(百万股)	175.53	351.06	351.06	351.06	351.06

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比

投资要点

- 事件:** 公司今日公布 2012 年业绩快报: 2012 年实现营业收入 27.86 亿元, 同比增长 5.37%, 归属于上市公司股东的净利润 2.23 亿元, 同比增长 25.24%, 折合 EPS0.64 元, 同比增长 25.25%。
- 盈利低于预期:** 公司全年盈利低于市场及我们预期, 主要因为四季度营收同比增长幅度为 1.8%, 而净利润同比下降 5.3%, 其主要原因是 2012 年公司在内部治理产品结构上有所调整, 通讯产品及家庭网关的销量随市场需求锐减, 同时主营业务企业网的市场进展较为缓慢, 致使公司 2012 年全年业绩接近之前预告下限。
- 遵循稳健发展战略, 未来有望形成新的竞争格局:** 从目前企业网市场竞争格局来看, 公司处于二线国内龙头, 同时与一线龙头思科, 华三在市场开拓与企业管理上有着差异化的竞争战略, 我们有理由相信, 在当前市场模式下, 公司凭借差异化的竞争优势未来在企业网业务的开拓上有望占领新的市场份额进而赢得新的竞争局面。
- 云终端继续放量, 新产品业务市场开拓迅速:** 尽管公司企业网业务发展进度处于低速状态, 但云终端市场需求依旧旺盛, 在国家相关政策指导下, 瘦客户机的销量将继续高速增长。同时公司新产品业务 Epos 机、DMB 以及 KTV 业务市场开拓迅速, 已成为新的收入增长点, 为公司贡献实质业绩。
- 业绩预测与估值定价:** 我们根据公司现有业务发展动态以及对公司产品未来可能的增长预期, 预测公司 2013-2014 年销售收入或将分别为 34.33 亿元、42.84 亿元, 对应每股收益分别为 0.84 元、1.01 元。给予公司目标价 21.0 元, 对应 2013 年 25 倍的 PE, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济不景气导致的企业 IT 开支不足, 行业竞争加剧。

附录：财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1,725	1,997	2,644	2,786	3,433	4,284
增长率	30.81%	15.8%	32.4%	5.4%	23.2%	24.8%
营业成本	-1,013	-1,165	-1,529	-1,579	-1,909	-2,383
% 销售收入	58.7%	58.3%	57.8%	56.7%	55.6%	55.6%
毛利	712	833	1,115	1,207	1,524	1,901
% 销售收入	41.3%	41.7%	42.2%	43.3%	44.4%	44.4%
营业税金及附加	-3	-7	-22	-22	-27	-34
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-327	-375	-490	-507	-625	-771
% 销售收入	19.0%	18.8%	18.5%	18.2%	18.2%	18.0%
管理费用	-240	-310	-402	-418	-515	-643
% 销售收入	13.9%	15.5%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	142	141	201	260	357	453
% 销售收入	8.2%	7.1%	7.6%	9.3%	10.4%	10.6%
财务费用	-14	2	14	44	51	60
% 销售收入	0.8%	-0.1%	-0.5%	-1.6%	-1.5%	-1.4%
资产减值损失	-3	-3	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	8	10	10	10
% 税前利润	1.3%	—	2.6%	2.5%	2.0%	1.7%
营业利润	128	140	216	314	418	523
营业利润率	7.4%	7.0%	8.2%	11.3%	12.2%	12.2%
营业外收支	51	89	81	80	80	80
税前利润	179	229	297	394	498	603
利润率	10.4%	11.5%	11.2%	14.1%	14.5%	14.1%
所得税	-16	-35	-30	-39	-50	-60
所得税率	9.1%	15.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	163	194	267	354	448	543
少数股东损益	57	56	89	130	154	187
归属于母公司的净利润	106	139	179	224	294	356
净利率	6.2%	6.9%	6.8%	8.1%	8.6%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	163	194	267	354	448	543
少数股东损益	0	0	0	130	154	187
非现金支出	21	23	31	17	16	16
非经营收益	11	6	-6	-88	-90	-90
营运资金变动	153	-202	-113	-95	-121	-157
经营活动现金流	347	22	180	318	407	499
资本开支	21	85	91	-96	-65	-65
投资	-25	-2	29	0	0	0
其他	2	2	2	10	10	10
投资活动现金流	-44	-85	-60	106	75	75
股权募资	0	1,010	10	0	0	0
债权募资	-149	24	-15	-82	0	0
其他	-40	-64	-69	-2	-105	0
筹资活动现金流	-189	971	-74	-84	-105	0
现金净流量	114	907	46	339	377	574

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	364	1,251	1,300	1,510	1,732	2,120
应收款项	383	496	654	758	934	1,165
存货	278	446	490	498	601	751
其他流动资产	37	33	53	55	65	80
流动资产	1,062	2,226	2,497	2,821	3,333	4,115
% 总资产	85.6%	90.3%	89.0%	91.0%	92.3%	93.7%
长期投资	43	43	29	29	29	29
固定资产	109	183	230	236	236	236
% 总资产	8.8%	7.4%	8.2%	7.6%	6.6%	5.4%
无形资产	22	10	41	3	2	2
非流动资产	179	240	310	277	277	276
% 总资产	14.4%	9.7%	11.0%	9.0%	7.7%	6.3%
资产总计	1,240	2,466	2,806	3,098	3,610	4,391
短期借款	65	90	82	0	0	0
应付款项	417	495	571	583	706	881
其他流动负债	167	154	201	315	255	318
流动负债	649	739	854	897	961	1,199
长期贷款	8	7	0	0	0	0
其他长期负债	17	8	26	26	26	26
负债	674	754	881	924	987	1,225
普通股股东权益	428	1,561	1,722	1,841	2,135	2,491
少数股东权益	138	152	204	334	488	675
负债股东权益合计	1,240	2,466	2,806	3,098	3,610	4,391

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益(元)	0.808	0.790	0.509	0.639	0.837	1.014
每股净资产(元)	3.253	8.891	4.905	5.244	6.081	7.095
每股经营现金净流(元)	2.641	0.124	0.513	0.535	0.721	0.890
每股股利(元)	0.200	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	24.84%	8.88%	10.38%	12.19%	13.77%	14.29%
总资产收益率	8.57%	5.62%	6.37%	7.24%	8.14%	8.10%
投入资本收益率	55.66%	23.16%	26.62%	36.68%	37.23%	40.05%
增长率						
营业总收入增长率	30.81%	15.80%	32.40%	5.38%	23.21%	24.78%
EBIT增长率	58.01%	-0.81%	42.73%	29.12%	37.42%	26.96%
净利润增长率	53.63%	30.43%	28.91%	25.59%	30.98%	21.08%
总资产增长率	21.81%	98.87%	13.79%	10.40%	16.51%	21.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.3	75.4	71.4	88.0	88.0	88.0
存货周转天数	95.6	113.5	111.7	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	63.0	85.2	79.2	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	22.4	21.4	18.0	17.2	13.5	10.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.40%	-67.35%	-63.23%	-69.42%	-66.04%	-66.95%
EBIT利息保障倍数	10.5	-60.3	-14.7	-5.9	-7.0	-7.5
资产负债率	54.35%	30.57%	31.39%	29.82%	27.34%	27.90%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。