

受累 12 年下半年行业景气度短暂疲弱， 研发投入比持续提升保障成长后劲

星网锐捷 (002396.SZ)

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

星网锐捷 3 月 26 日晚发布 2012 年度报告，符合此前预告。公司实现营业收入 27.87 亿元，同比增长 5.41%，实现利润总额 3.68 亿元，同比增长 23.82%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.24 亿元，同比增长 25.22%，公司整体业绩继续保持较快速增长。基本每股收益 0.64 元，同比增长 25.23%。

2012 年利润分配预案为每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税）。

2. 我们的分析与判断:

（一）企业级网络设备、瘦客户机二大主业受累 12 年下半年经济形势，13 年下半年有望恢复景气

受宏观经济 12 年下半年疲弱的影响，政府、金融等企业网空间最大的细分市场和运营商市场均存在客户 ICT 设备投入缩减或执行进度滞后情况，企业网市场需求受到短期冲击。去年下半年，瘦客户机和企业网产品同比增速相对于上半年明显下滑。

表 1: 公司 12 年下半年收入环比增长下滑（单位：百万元）

	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2
瘦客户机	231.26	310.67	265.14	315.29
同比增速%			14.65%	1.49%
企业级网络设备	368.40	807.97	406.25	867.46
同比增速%			10.27%	7.36%
通讯产品	167.11	53.57	57.31	97.35
同比增速%			-65.70%	81.74%
视频信息应用及其他	242.89	436.78	319.67	394.67
同比增速%			31.61%	-9.64%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

国内宏观经济的弱复苏和高层换届的上半年完成，我们预期 2013 年企业网下半年在运营商、政府、金融等几个最大的细分市场领域将面临较去年向好的景气状况。

长期而言，企业级网络设备受益政务信息化、金融信息化、中小企业信息化的不断推进带来的发展机遇；云终端（瘦客户机）则在云计算

分析师

王家炜

☎: (8610) 6656 8272

✉: wangjiawei@chinastock.com

执业证书编号: S0130511020001

特此鸣谢

朱劲松: (8610) 8357 4072

(zhujingsong@chinastock.com.cn)

王娜: (8610) 6656 8846

(wangna_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2013.3.26

A 股收盘价 (元)	16.82
A 股一年内最高价 (元) *	19.40
A 股一年内最低价 (元) *	11.81
上证指数	2297.67
市净率	3.18
总股本 (万股)	35106
实际流通 A 股 (万股)	24320.54
限售的流通 A 股 (万股)	10785.46
流通 A 股市值 (亿元)	59.05

注: *价格未复权

相关研究

- 1、《星网锐捷(002396.SZ)2012 年业绩快报点评: 业绩略低于预期，宏观经济弱复苏及政府两会后换届完成预期推动企业网市场下半年景气度回升》2013.2.26
- 2、《星网锐捷(002396.SZ)中标移动集团交换路由集采项目,运营商 IP 设备市场将成重要增长点》2012.12.21
- 3、《星网锐捷(002396.SZ)收入增速略有改善毛利率持续提升驱动净利润超预期》2012.10.24

从“云端”走向实际加快部署的背景下有望继续快速增长。

(二) 研发投入占比持续提升，毛利率持续改善，成长后劲足

近年来，公司通过差异化的市场定位，在巩固即有的传统优势市场的同时，加快拓展快速增长的新兴行业市场。公司研发技术人员和研发投入持续加大，2012 年研发费用投入金额和营收占比继续提高，产品竞争力进一步提升。

伴随公司研发占比的不断提升，公司各业务产品毛利率也得以持续提升，特别是公司二大主业企业网产品和瘦客户机，毛利率持续提升。另外公司在 IPv6、云终端、EPOS、KTV、DMB 等多个领域也拥有多项核心技术专利，公司未来在下一代网络、云计算、三网融合、物联网、数字娱乐及智能家居领域等方面，都将保持持续性增长的十足后劲。

表 2: 研发费用金额和营收占比逐年提高

	2010	2011	2012
研发投入金额 (百万元)	221.03	348.63	400.21
增长率%		57.73%	14.80%
研发投入占营业收入的比例	11.07%	13.18%	14.36%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

表 3: 各业务产品毛利率持续提升

	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2
瘦客户机	23.39%	25.36%	26.27%	31.39%
企业级网络设备	55.31%	58.89%	57.55%	61.02%
通讯产品	19.37%	16.82%	22.76%	23.20%
视频信息应用及其他	34.81%	37.84%	41.03%	39.32%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

3. 投资建议

我们基于企业网市场 ICT 设备投资的恢复进程和下半年预期景气复苏的判断，维持“谨慎推荐”评级。

维持 2013~2014 年的盈利预测，预计公司 2013~2014 年收入分别为 34.83 亿 (+25.0%)、44.73 亿 (+28.4%)；归属上市公司股东净利润分别为 2.79 亿 (+24.7%)、3.67 亿 (+31.6%)；每股 EPS 分别为 0.80 元、1.05 元，当前股价对应 2013~2014 年 PE 分别为 21、17 倍。

4. 风险提示

1) 2013 年宏观经济复苏进程对企业网市场需求的影响。

2) 2013 年小非减持影响。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王家炜，计算机行业证券分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中兴通讯（000063.SZ）、中国联通（600050.SH）、星网锐捷（002396.SZ）、海格通信（002465.SZ）、海能达（002583.SZ）、中创信测（600485.SH）、世纪鼎利（300050.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、硕贝德（300322.SZ）、烽火通信（600498.SH）、日海通讯（002313.SZ）、三维通信（002115.SZ）、大富科技（300134.SZ）、邦讯技术（300312.SZ）、东土科技（300353.SZ）、烽火电子（000561.SZ）、亨通光电（600487.SH）、中天科技（600522.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn