

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

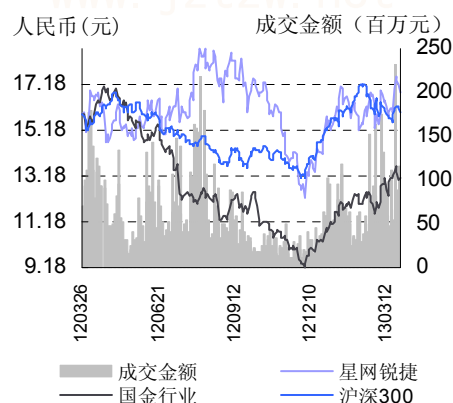
市价(人民币): 16.82元

目标(人民币): 20.63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) | 59.05 |
| 年内股价最高最低(元) | 18.77/12.20 |
| 沪深300指数 | 2575.05 |
| 中小板指数 | 5330.27 |



相关报告

- 《业绩基本符合预期 开始切换快速成长通道》，2013.2.27
- 《正面看待激励问题,网络和云终端将双翼齐飞》，2013.1.10

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

预期内业绩定论偏价值 看好持续快速成长

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.790 | 0.509 | 0.638 | 0.825 | 1.071 |
| 每股净资产(元) | 8.89 | 4.90 | 5.54 | 6.37 | 7.44 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.12 | 0.51 | 0.64 | 0.84 | 1.11 |
| 市盈率(倍) | 53.46 | 25.76 | 23.84 | 20.39 | 15.71 |
| 行业优化市盈率(倍) | 30.51 | 22.00 | 19.04 | 21.13 | 21.13 |
| 净利润增长率(%) | 30.43% | 28.91% | 25.42% | 29.22% | 29.81% |
| 净资产收益率(%) | 8.88% | 10.38% | 11.51% | 12.95% | 14.39% |
| 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 27.87 亿, 增长 5.41%。预计实现归属净利润 2.24 亿, 增长 25.2%。

经营分析

- **企业网设备收入增长超预期:** 2012 年锐捷网络实现收入 12.74 亿元, 增长 8.27%, 略超我们之前 5% 增长的预测。锐捷网络身处竞争激烈的 IP 设备市场, 在思科、瞻博、华为、华三等强势厂商的竞争中深耕教育网, 打造行业垂直营销体系。在激励问题解决之后, 今年有望取得更大的增长;
- **瘦客户机产品仍处于导入期:** 公司瘦客户机产品 2012 年取得收入 5.8 亿, 增长 7.10%, 低于我们的预期。瘦客户机产品需要高度的定制化, 相对于传统桌面 PC, 还要求公司进行资源投入。因此我们认为公司该项业务仍然一定程度上代表了云计算落地这一大趋势, 静待拐点到来;
- **2013 年有望实现锐捷网络、升腾资讯两翼齐飞:** 锐捷网络近年来人力扩张基本结束, 目前进行渠道转型, 我们看好锐捷网络高毛利率的高弹性。升腾资讯 2013 年将从做大客户基础转向提高了单个客户的销售额;
- **视频信息应用为主等新产品成亮点:** 2013 年公司 KTV 视频信息应用产品单独列出, 实现收入 1.59 亿, 同比增长 41.43%, 为公司开辟了新的增长点;

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 35.53 亿元 (增速 27.47%)、45.37 亿元 (27.69%) 和 55.94 亿元 (23.31%); 同期分别实现净利润 2.90 亿元、3.76 亿元和 4.72 亿元, 同比分别增长 29.22%、29.81% 和 25.56%; 实现 EPS 分别为 0.825 元、1.071 元和 1.344 元。

投资建议

- 目前股价对应摊薄后 20.38x2013PE。我们给予公司 2013 年 25 倍 PE, 对应目标价 20.63, 给予买入评级。

业绩简评

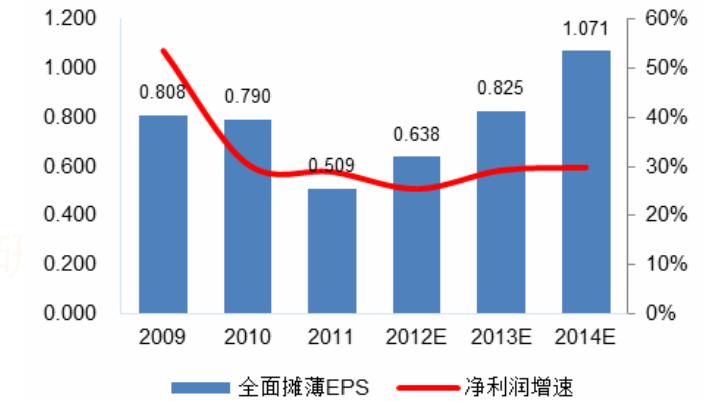
业绩增长基本符合预期

- 星网锐捷披露 2012 年业绩快报，预计收入 27.87 亿，增长 5.41%。预计实现归属净利润 2.24 亿，增长 25.2%。

图表1: 星网锐捷收入及增长 (单位: 百万元)



图表2: 星网锐捷 EPS 及增长 (单位: 元)



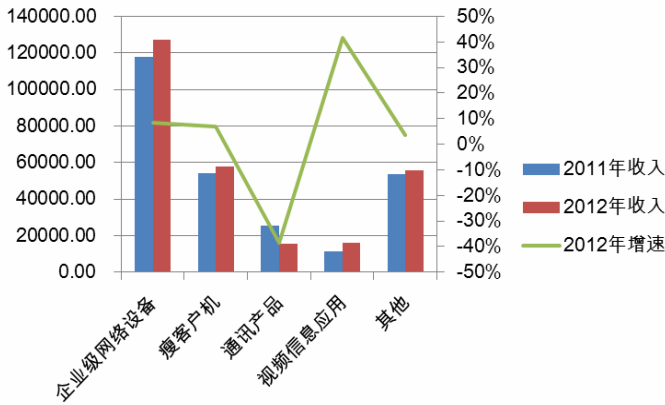
来源: 国金证券研究所 公司公告

2012 尘埃落地 2013 加速成长

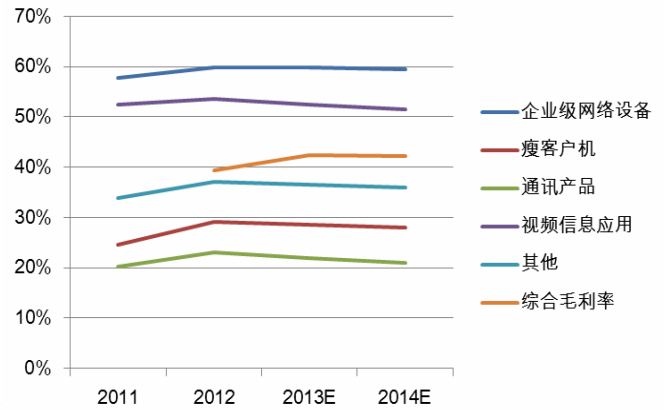
- **企业网设备收入增长超预期:** 2012 年锐捷网络实现收入 12.74 亿元，增长 8.27%，略超我们之前 5% 增长的预测。锐捷网络身处竞争激烈的 IP 设备市场，在思科、瞻博、华为、华三等强势厂商的竞争中深耕教育网，打造行业垂直营销体系。在激励问题解决之后，今年有望取得更大的增长；
- **瘦客户机产品仍处于导入期:** 公司瘦客户机产品 2012 年取得收入 5.8 亿，增长 7.10%，低于我们的预期。瘦客户机产品需要高度的定制化，相对于传统桌面 PC，还要求公司进行资源投入。因此我们认为公司该项业务仍然一定程度上代表了云计算落地这一大趋势，静待拐点到来；
- **2013 年有望实现锐捷网络、升腾资讯两翼齐飞:** 锐捷网络近年来人力扩张基本结束，目前进行渠道转型，我们看好锐捷网络高毛利率的高弹性。升腾资讯 2013 年将从做大客户基础转向提高了单个客户的销售额；
- **视频信息应用为主等新产品成亮点:** 2013 年公司将 KTV 视频信息应用产品单独列出，实现收入 1.59 亿，同比增长 41.43%，为公司开辟了新的增长点；

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表3: 星网锐捷各产品线收入及增长情况 (单位: 百万元)



图表4: 星网锐捷各产品线毛利率情况

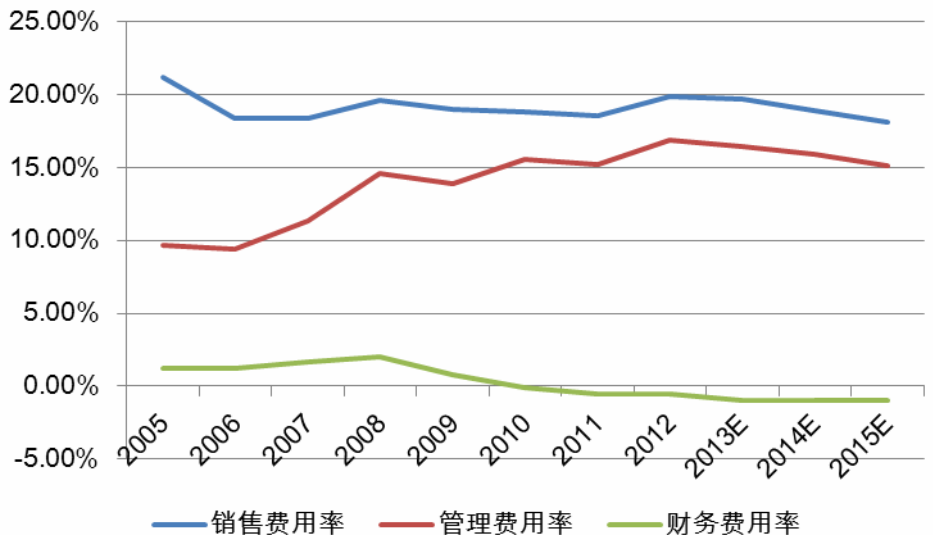


来源: 国金证券研究所 公司公告

毛利率全面提升 费用压力有所增加

- 由于产品结构变化, 低毛利率的通信产品收入占比大大降低, 同时发展前景更好的其他产品则增长较快, 总体毛利元, 同比增长%, 综合毛利率%, 提高个百分点;
- 销售费用增长较快: 2012 年公司销售费用率 20.28%, 同比提高个百分点。近年来锐捷网络进行渠道转型、升腾网络推进定制化, 因此销售费用增长较快, 我们预计公司销售费用率仍将处于一个增长压力较大的时期;
- 管理费用增长较快: 2012 年公司管理费用率%, 同比提高个百分点。公司产品结构处于升级换代过程中, 研发费用高企、且行业人力资源竞争激烈, 因此管理费用也将长期处于一个增长压力较大的时期;

图表5: 星网锐捷三项费用率



来源: 国金证券研究所 公司公告

增资北京星网和升腾资讯构筑信心 投资理财产品提高资金利用效率

- 锐捷网络增资北京星网、升腾资讯股东同比例增资显示公司及股东对两项主要业务增长前景看好, 也是长期发展的保证;

- 公司将闲置资金 2.7 亿投资理财产品，有望提高公司资金利用效率，也有利于增厚业绩；

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 35.53 亿元（增速 27.47%）、45.37 亿元（27.69%）和 55.94 亿元（23.31%）；同期分别实现净利润 2.90 亿元、3.76 亿元和 4.72 亿元，同比分别增长 29.22%、29.81%和 25.56%；实现 EPS 分别为 0.825 元、1.071 元和 1.344 元。

投资建议

- 目前股价对应摊薄后 20.38x2013PE。我们给予公司 2013 年 25 倍 PE，对应目标价 20.63，给予买入评级。

中国价值投资网
www.jztzw.net

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: 星网锐捷销售预测 (单位: 百万元)

| 项 目 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 企业级网络设备 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 725.47 | 859.42 | 1,176.37 | 1,273.72 | 1,783.20 | 2,229.00 |
| 增长率 (YOY) | | 18.47% | 36.88% | 8.27% | 40.00% | 25.00% |
| 毛利率 | 57.50% | 58.10% | 57.77% | 59.91% | 59.80% | 59.50% |
| 销售成本 (百万元) | 308.32 | 360.10 | 496.78 | 510.63 | 716.85 | 902.75 |
| 增长率 (YOY) | | 16.79% | 37.96% | 2.79% | 40.38% | 25.93% |
| 毛利 (百万元) | 417.14 | 499.33 | 679.59 | 763.08 | 1,066.36 | 1,326.26 |
| 增长率 (YOY) | | 19.70% | 36.10% | 12.29% | 39.74% | 24.37% |
| 占总销售额比重 | 42.43% | 43.50% | 44.92% | 46.77% | 50.19% | 49.13% |
| 占主营业务利润比重 | 58.99% | 60.93% | 61.57% | 60.61% | 64.04% | 63.39% |
| 瘦客户机 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 340.08 | 368.67 | 541.93 | 580.42 | 812.59 | 1,218.89 |
| 增长率 (YOY) | | 8.41% | 47.00% | 7.10% | 40.00% | 50.00% |
| 毛利率 | 25.20% | 22.81% | 24.52% | 29.05% | 28.50% | 28.00% |
| 销售成本 (百万元) | 254.38 | 284.58 | 409.05 | 411.81 | 581.01 | 877.60 |
| 增长率 (YOY) | | 11.87% | 43.74% | 0.68% | 41.09% | 51.05% |
| 毛利 (百万元) | 85.70 | 84.09 | 132.88 | 168.61 | 231.59 | 341.29 |
| 增长率 (YOY) | | -1.87% | 58.02% | 26.89% | 37.35% | 47.37% |
| 占总销售额比重 | 19.89% | 18.66% | 20.69% | 21.31% | 22.87% | 26.87% |
| 占主营业务利润比重 | 12.12% | 10.26% | 12.04% | 13.39% | 13.91% | 16.31% |
| 通讯产品 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 374.41 | 382.23 | 220.68 | 154.66 | 123.73 | 105.17 |
| 增长率 (YOY) | | 2.09% | -42.27% | -29.91% | -20.00% | -15.00% |
| 毛利率 | 20.88% | 18.07% | 18.75% | 23.04% | 22.00% | 21.00% |
| 销售成本 (百万元) | 296.22 | 313.17 | 179.29 | 119.03 | 96.51 | 83.08 |
| 增长率 (YOY) | | 5.72% | -42.75% | -33.61% | -18.92% | -13.91% |
| 毛利 (百万元) | 78.19 | 69.06 | 41.39 | 35.63 | 27.22 | 22.09 |
| 增长率 (YOY) | | -11.68% | -40.07% | -13.90% | -23.61% | -18.86% |
| 占总销售额比重 | 21.90% | 19.35% | 8.43% | 5.68% | 3.48% | 2.32% |
| 占主营业务利润比重 | 11.06% | 8.43% | 3.75% | 2.83% | 1.63% | 1.06% |
| 视频信息产品 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | | | | 159.43 | 223.20 | 312.48 |
| 增长率 (YOY) | | | | #DIV/0! | 40.00% | 40.00% |
| 毛利率 | | | | 53.51% | 52.50% | 51.50% |
| 销售成本 (百万元) | | | | 74.12 | 106.02 | 151.55 |
| 增长率 (YOY) | | | | #DIV/0! | 43.04% | 42.95% |
| 毛利 (百万元) | | | | 85.31 | 117.18 | 160.93 |
| 增长率 (YOY) | | | | #DIV/0! | 37.36% | 37.33% |
| 占总销售额比重 | | | | 5.85% | 6.28% | 6.89% |
| 占主营业务利润比重 | | | | 6.78% | 7.04% | 7.69% |
| 其他 | | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 269.87 | 365.16 | 679.67 | 554.92 | 610.41 | 671.45 |
| 增长率 (YOY) | | 35.31% | 86.13% | -18.35% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 46.74% | 45.74% | 36.76% | 37.18% | 36.50% | 36.00% |
| 销售成本 (百万元) | 143.73 | 198.14 | 429.82 | 348.60 | 387.61 | 429.73 |
| 增长率 (YOY) | | 37.85% | 116.93% | -18.90% | 11.19% | 10.87% |
| 毛利 (百万元) | 126.14 | 167.02 | 249.85 | 206.32 | 222.80 | 241.72 |
| 增长率 (YOY) | | 32.42% | 49.59% | -17.42% | 7.99% | 8.49% |
| 占总销售额比重 | 15.78% | 18.48% | 25.96% | 20.38% | 17.18% | 14.80% |
| 占主营业务利润比重 | 17.84% | 20.38% | 22.64% | 16.39% | 13.38% | 11.55% |
| 销售总收入 (百万元) | 1709.82 | 1975.48 | 2618.65 | 2723.15 | 3553.14 | 4537.00 |
| 销售总成本 (百万元) | 1002.65 | 1155.98 | 1514.94 | 1464.19 | 1887.99 | 2444.71 |
| 毛利 (百万元) | 707.17 | 819.50 | 1103.70 | 1258.96 | 1665.15 | 2092.28 |
| 平均毛利率 | 41.36% | 41.48% | 42.15% | 46.23% | 46.86% | 46.12% |

来源: 国金证券研究所

图表7: 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 | 2,723 | 3,553 | 4,537 | 5,594 |
| 增长率 | | 15.8% | 32.4% | 3.0% | 30.5% | 27.7% | 23.3% |
| 主营业务成本 | -1,013 | -1,165 | -1,529 | -1,464 | -1,888 | -2,445 | -3,065 |
| % 销售收入 | 58.7% | 58.3% | 57.8% | 53.8% | 53.1% | 53.9% | 54.8% |
| 毛利 | 712 | 833 | 1,115 | 1,259 | 1,665 | 2,092 | 2,530 |
| % 销售收入 | 41.3% | 41.7% | 42.2% | 46.2% | 46.9% | 46.1% | 45.2% |
| 营业税金及附加 | -3 | -7 | -22 | -27 | -28 | -36 | -45 |
| % 销售收入 | 0.2% | 0.3% | 0.8% | 1.0% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| 营业费用 | -327 | -375 | -490 | -554 | -699 | -858 | -1,012 |
| % 销售收入 | 19.0% | 18.8% | 18.5% | 20.3% | 19.7% | 18.9% | 18.1% |
| 管理费用 | -240 | -310 | -402 | -460 | -583 | -722 | -848 |
| % 销售收入 | 13.9% | 15.5% | 15.2% | 16.9% | 16.4% | 15.9% | 15.1% |
| 息税前利润 (EBIT) | 142 | 141 | 201 | 218 | 355 | 476 | 626 |
| % 销售收入 | 8.2% | 7.1% | 7.6% | 8.0% | 10.0% | 10.5% | 11.2% |
| 财务费用 | -14 | 2 | 14 | 25 | 34 | 44 | 56 |
| % 销售收入 | 0.8% | -0.1% | -0.5% | -0.9% | -1.0% | -1.0% | -1.0% |
| 资产减值损失 | -3 | -3 | -7 | -6 | -1 | -2 | -2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 2 | 0 | 8 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| % 税前利润 | 1.3% | n.a | 2.6% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 营业利润 | 128 | 140 | 216 | 239 | 389 | 521 | 683 |
| 营业利润率 | 7.4% | 7.0% | 8.2% | 8.8% | 11.0% | 11.5% | 12.2% |
| 营业外收支 | 51 | 89 | 81 | 129 | 155 | 186 | 205 |
| 税前利润 | 179 | 229 | 297 | 368 | 544 | 707 | 887 |
| 利润率 | 10.4% | 11.5% | 11.2% | 13.5% | 15.3% | 15.6% | 15.9% |
| 所得税 | -16 | -35 | -30 | -42 | -62 | -80 | -101 |
| 所得税率 | 9.1% | 15.1% | 10.0% | 11.3% | 11.3% | 11.3% | 11.3% |
| 净利润 | 163 | 194 | 267 | 326 | 483 | 626 | 787 |
| 少数股东损益 | 57 | 56 | 89 | 102 | 193 | 251 | 315 |
| 归属于母公司的净 | 106 | 139 | 179 | 224 | 290 | 376 | 472 |
| 净利率 | 6.2% | 6.9% | 6.8% | 8.2% | 8.1% | 8.3% | 8.4% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 163 | 194 | 267 | 326 | 483 | 626 | 787 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 21 | 23 | 31 | 25 | 23 | 25 | 27 |
| 非经营收益 | 11 | 6 | -7 | -120 | -157 | -188 | -207 |
| 营运资金变动 | 153 | -202 | -113 | -8 | -53 | -74 | -80 |
| 经营活动现金净流 | 347 | 22 | 179 | 223 | 295 | 390 | 527 |
| 资本开支 | -21 | -85 | -91 | 93 | 125 | 156 | 175 |
| 投资 | -25 | -2 | 29 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 投资活动现金净流 | -44 | -85 | -60 | 95 | 127 | 158 | 177 |
| 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 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | -189 | 971 | -74 | -110 | 0 | 1 | 2 |
| 现金净流量 | 114 | 907 | 45 | 208 | 422 | 549 | 706 |

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 | 1,508 | 1,930 | 2,479 | 3,185 |
| 应收款项 | 383 | 496 | 654 | 670 | 845 | 1,054 | 1,254 |
| 存货 | 278 | 446 | 490 | 459 | 540 | 666 | 835 |
| 其他流动资产 | 37 | 33 | 53 | 44 | 57 | 73 | 92 |
| 流动资产 | 1,062 | 2,226 | 2,497 | 2,681 | 3,372 | 4,273 | 5,366 |
| % 总资产 | 85.6% | 90.3% | 89.0% | 89.4% | 91.2% | 92.8% | 94.1% |
| 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% | 4.0% |
| 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% | 10.6% | 8.8% | 7.2% | 5.9% |
| 资产总计 | 1,241 | 2,466 | 2,806 | 2,998 | 3,698 | 4,606 | 5,704 |
| 短期借款 | 65 | 90 | 82 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 417 | 495 | 571 | 540 | 696 | 900 | 1,125 |
| 其他流动负债 | 167 | 154 | 201 | 206 | 267 | 344 | 428 |
| 流动负债 | 649 | 739 | 854 | 746 | 964 | 1,244 | 1,553 |
| 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 | 746 | 964 | 1,245 | 1,556 |
| 普通股股东权益 | 428 | 1,561 | 1,722 | 1,946 | 2,236 | 2,612 | 3,083 |
| 少数股东权益 | 138 | 152 | 204 | 306 | 499 | 750 | 1,064 |
| 负债股东权益合计 | 1,240 | 2,466 | 2,806 | 2,998 | 3,698 | 4,606 | 5,704 |

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 | 0.638 | 0.825 | 1.071 | 1.344 |
| 每股净资产 | 3.253 | 8.891 | 4.905 | 5.543 | 6.368 | 7.439 | 8.783 |
| 每股经营现金净流 | 2.641 | 0.124 | 0.513 | 0.636 | 0.841 | 1.110 | 1.500 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.100 | 0.300 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | | |
| 净资产收益率 | 24.84% | 8.88% | 10.38% | 11.51% | 12.95% | 14.39% | 15.31% |
| 总资产收益率 | 8.57% | 5.62% | 6.37% | 7.47% | 7.83% | 8.16% | 8.27% |
| 投入资本收益率 | 20.21% | 6.61% | 9.01% | 8.60% | 11.49% | 12.56% | 13.36% |
| 增长率 | | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 30.81% | 15.80% | 32.40% | 2.98% | 27.47% | 27.69% | 23.31% |
| EBIT增长率 | 58.01% | -0.81% | 42.73% | 8.59% | 48.06% | 34.34% | 31.36% |
| 净利润增长率 | 53.63% | 30.43% | 28.91% | 25.42% | 29.22% | 29.81% | 25.56% |
| 总资产增长率 | 21.81% | 98.87% | 13.79% | 6.83% | 23.35% | 24.54% | 23.84% |
| 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 | 16.8 | 11.9 | 8.5 | 6.1 |
| 偿债能力 | | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -51.40% | -67.35% | -63.23% | -66.96% | -70.57% | -73.72% | -76.70% |
| EBIT利息保障倍数 | 10.5 | -60.3 | -14.7 | -8.6 | -10.3 | -10.8 | -11.1 |
| 资产负债率 | 54.35% | 30.57% | 31.39% | 24.88% | 26.05% | 27.02% | 27.28% |

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

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 | 4 | 5 | 6 | 21 |
| 增持 | 0 | 1 | 5 | 5 | 9 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 1.20 | 1.40 | 1.42 | 1.36 |

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 2012-04-20 | 增持 | 15.98 | 20.10 ~ 20.10 |
| 2 2012-07-26 | 买入 | 16.49 | 20.40 ~ 20.40 |
| 3 2012-08-30 | 买入 | 16.45 | 25.50 ~ 25.94 |
| 4 2012-10-25 | 买入 | 16.32 | 25.25 ~ 25.25 |
| 5 2012-11-23 | 买入 | 14.17 | 24.75 ~ 24.75 |
| 6 2012-12-23 | 买入 | 14.11 | 24.10 |
| 7 2013-01-10 | 买入 | 16.23 | 25.16 ~ 25.16 |
| 8 2013-02-27 | 买入 | 15.28 | N/A |

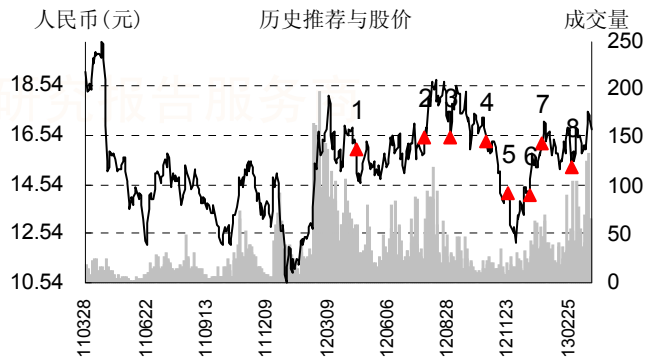
来源：国金证券研究所

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。

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。

| 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