

研究所

 证券分析师：杨鑫林 S0350512070001
 0755-23618492 yangxl@ghzq.com.cn
 联系人：李亚军
 0755-88605169 liyj01@ghzq.com.cn

经营稳健，估值待提升

——星网锐捷（002396）调研点评

事件：

2013年6月，我们对星网锐捷进行了实地调研，与公司高管就企业经营与发展进行了交流。

图 1、2013-2015 公司业绩预测

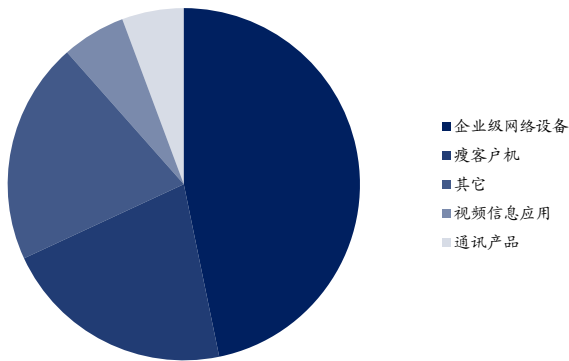
盈利预测	2012	2013E	2014E	2015E	市场数据	2013/6/29
主营收入（百万元）	2787	3369	4107	5041	当前价格（元）	14.24
增长率(%)	5%	21%	22%	23%	52周价格区间（元）	11.81-19.4
净利润（百万元）	224	286	369	472	总市值（亿）	50.0
增长率(%)	25%	28%	29%	28%	流通市值（亿）	50.0
摊薄每股收益（元）	0.64	0.81	1.05	1.34	总股本（百万股）	351.1
ROE(%)	10.35%	12.24%	14.39%	16.54%	流通股（百万股）	351.1

资料来源：星网锐捷、国海证券研究所

评论：

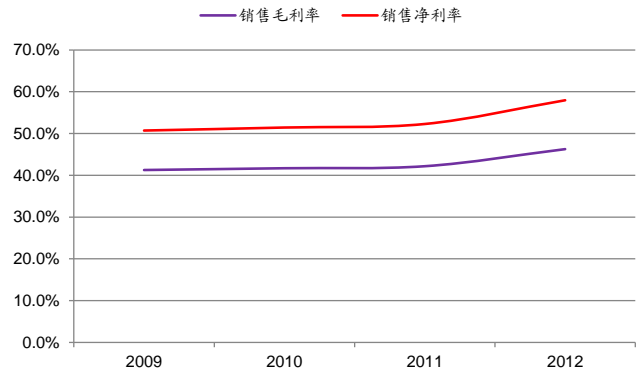
- 企业网设备业务，短期看渠道改革，长期看网络设备国产化进程。**锐捷网络原先的渠道体系是直营模式，垂直布局到教育网等一两个细分子市场，这样避免了公司与思科、juniper 等国外巨头的直接竞争，有利于客户关系的维护和公司发展，如今，原来的直营路线也限制了公司进一步扩大规模的空间，因此公司逐步实施渠道改革，加强分销网络的建设，开始积极培育渠道和经销商，未来三年内直销分销比目标值为 1:4；长期来看，“棱镜门”事件诱发的信息安全将成为政府选择设备的主要考虑因素，通信网络设备的国产化渐行渐近，这将极大的打开公司网络产品的成长空间。
- 瘦客户机逐步向云终端转变。**公司瘦客户机业务具有小众化、定制性等特点，适合于具有大型机管理经验的银行等企业，而云桌面是云计算落地的一个较为成熟的方案，计算/存储、虚拟化等技术方案已经成熟，静待云计算普及化启动。目前公司优势在于云桌面软件（包括桌面管理、桌面虚拟化等）和客户资源，目前公司正寻求与思捷、Vmware 等世界级的巨头合作，努力实现云系统和云桌面软件的完美融合。并且公司现在正在构筑中小型的，500 人以下的云计算解决方案，包括服务器、虚拟化、存储、软件、端目。我们认为，瘦终端业务随着成本的下降、技术的成熟以及客户的接受度的提高，将迎来新的增长期。

图 2、公司分产品营收占比情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3、公司毛利率逐步提升



资料来源：WIND、国海证券研究所

- 3、**视讯产品或成亮点。**公司视讯 KTV 产品提供包括包间的点歌系统，管理系统，门牌系统等。现在公司进一步拓展，通过 K 米点歌网成功实现和包房视讯产品的 OTO 互动。我们认为这将有利于提高视讯产品附加值及扩大消费群体，推动视讯设备整体解决方案的销售。
- 4、**盈利预测。**预计星网锐捷 2013/14 年 EPS 分别为 0.81/1.05 元，对于当前股价 PE(13 年)为 17 倍，给予“增持”评级。

表 1、盈利预测

证券代码:	002396.sz				股票价格: 14.24	投资评级:	买入		日期:	2013/6/29
财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E	
盈利能力					每股指标					
ROE	10.3%	12.2%	14.4%	16.5%	摊薄EPS	0.64	0.81	1.05	1.34	
毛利率	46.3%	47.0%	47.9%	47.2%	BVPS (最新股本)	5.29	5.42	5.58	5.79	
期间费率	37.1%	36.4%	35.6%	34.2%	估值					
销售净利率	8.0%	8.5%	9.0%	9.4%	P/E	22.3	17.5	13.6	10.6	
成长能力					P/B	2.7	2.6	2.6	2.5	
收入增长率	5.4%	20.9%	21.9%	22.7%	P/S	1.8	1.5	1.2	1.0	
利润增长率	25.2%	27.8%	28.9%	27.9%						
营运能力					利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	
总资产周转率	0.90	0.98	1.09	1.17	营业收入	2787	3369	4107	5041	
应收账款周转率	3.94	4.17	4.42	4.42	营业成本	1498	1785	2140	2659	
存货周转率	3.30	3.63	3.82	3.82	营业税金及附加	28	33	41	50	
偿债能力					销售费用	552	657	792	922	
资产负债率	30.0%	31.8%	32.0%	33.6%	管理费用	470	568	672	805	
流动比	2.95	2.82	2.86	2.76	财务费用	(15)	(33)	(42)	(52)	
速动比	2.43	2.34	2.36	2.25	其他费用/(-收入)	(15)	(17)	(17)	(17)	
资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	营业利润	239	341	488	640	
现金及现金等价物	1411	1594	1748	1915	营业外净收支	129	129	118	135	
应收款项	707	808	929	1140	利润总额	368	470	606	775	
存货净额	453	500	570	709	所得税费用	42	53	69	88	
其他流动资产	25	40	61	90	净利润	326	417	537	687	
流动资产合计	2596	2943	3309	3854	少数股东损益	102	131	169	216	
固定资产	152	142	126	114	归属于母公司净利润	224	286	369	472	
在建工程	166	166	166	166	现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	
无形资产及其他	73	73	66	59	经营活动现金流	419	583	654	810	
长期股权投资	31	31	31	31	净利润	326	417	537	687	
资产总计	3089	3425	3768	4294	少数股东权益	102	131	169	216	
短期借款	62	62	62	62	折旧摊销	20	38	43	49	
应付款项	492	548	627	816	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	66	172	209	257	营运资金变动	(30)	(325)	(329)	(615)	
其他流动负债	260	260	260	260	投资活动现金流	(194)	10	15	12	
流动负债合计	880	1042	1159	1395	资本支出	(88)	10	15	12	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(12)	0	0	0	
其他长期负债	47	47	47	47	其他	(94)	0	0	0	
长期负债合计	47	47	47	47	筹资活动现金流	(42)	(242)	(311)	(398)	
负债合计	927	1088	1205	1442	债务融资	(20)	0	0	0	
股本	351	351	351	351	权益融资	95	0	0	0	
股东权益	2162	2337	2563	2852	其它	(116)	(242)	(311)	(398)	
负债和股东权益总计	3089	3425	3768	4294	现金净增加额	183	352	358	424	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

杨鑫林，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

【研究团队】

杨鑫林：分析师，北京航空航天大学精密仪器硕士。2年航空航天工作经历（航天科技集团航天五院研发工程师），2年证券行业通信行业研究经历，目前在国海证券从事通信行业研究。

李亚军：助理分析师，中山大学财务与投资硕士。目前在国海证券从事通信行业研究。

【机构销售团队】

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
梁铮	010-88756833-817	18600165656	iangz02@ghzq.com.cn
白丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
李芬	0755-83700919	13570866113	lif@ghzq.com.cn
李慧	0755-83707040	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn