click here: http://www.hibor.com.cn
齐鲁TMT团队
跨界融合专题研究

齐鲁证券 QILU SECURITIES

通信设备 | 公司点评

星网锐捷(002396.SZ)

业绩基本符合预期，中期价值值得关注

评级：买入　前次：买入
目标价（元）：25.23-25.23

分析师
陈运红
S0740513080002
021-2035198
chenyh@r.qlzq.com.cn

2013 年 10 月 24 日

基本状况

总股本(百万股)	351.06
流通股本(百万股)	351.06
市价(元)	17.60
市值(百万元)	6178.66
流通市值(百万元)	6178.66

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	2,644.27	2,787.37	3,036.83	3,840.77	4,728.86
营业收入增速	32.40%	5.41%	8.95%	26.47%	23.12%
净利润增长率	28.91%	25.22%	13.78%	39.21%	30.83%
摊薄每股收益（元）	0.51	0.64	0.73	1.01	1.32
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）	25.76	23.88	24.40	17.53	13.40
PEG	0.89	0.95	1.77	0.45	0.43
每股净资产（元）	4.90	5.29	5.89	6.77	7.96
每股现金流量	0.51	1.19	1.48	1.15	1.57
净资产收益率	10.38%	12.04%	12.32%	14.92%	16.60%
市净率	2.67	2.88	3.01	2.61	2.22
总股本（百万股）	351.06	351.06	351.06	351.06	351.06

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

业绩简评

- 1-9 月公司实现收入 19.84 亿元，同比上升 7.51%，累计净利润为 1.23 亿元（业绩预告 2.24 亿至 2.68 亿），同比去年同期下滑 19.04%（业绩预告 0%至 20%）；从单季度业绩看，Q3 单季度收入上升 13.78%，净利润下降 3.72%。

经营分析

- 业绩基本符合预期，公司收入增速有所提升：公司今年三季度毛利率为 45.61%，同比环比均有所提升。单季度收入增速为 13.78%，相比去年同比提升了约 2 个百分点，相比 Q2 季度提升了约 4.8 个百分点。
- 期间费用持续上升，公司净利率下滑：1-9 月公司业务综合毛利率为 44.10%较去年同期上升 0.20%，而中期毛利率较去年同期上升 0.18%。从三项费用占收入比看，销售费用率较去年同期上升 1.14%，管理费用率上升 1.64%，整体来看，公司期间费用率相比去年同期有所上升，短期内仍面临一定压力。

业绩调整及投资建议

- 我们预计在 2013 年-2015 年，星网锐捷实现营业收入分别为 30.36 亿元（增速 9.0%）、38.41 亿元（26.47%），47.28 亿元（23.1%）；同时分别实现净利润 2.55 亿元、3.54 亿元和 4.64 亿元，同比增长 13.78%、39.21%和 30.83%；实现 EPS 分别为 0.73 元、1.01 元和 1.32 元。目前股价对应 2013 年 24 倍 PE，我们给予公司 2014 年 25 倍 PE，对应目标价 25.23，维持买入评级。

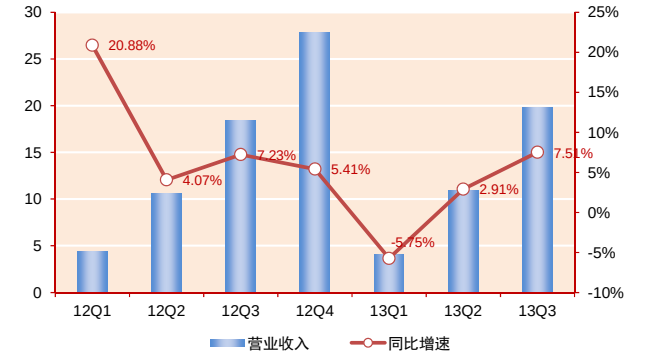
click here: http://www.hibor.com.cn

公司 2013 年 Q3 点评

1-9 月公司业绩概况：收入增速有所提升，净利润同比仍为负

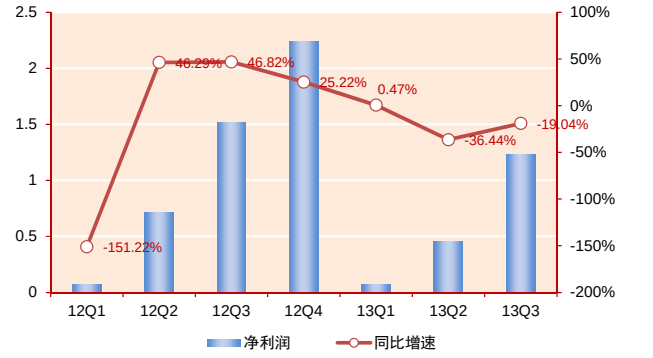
■ 1-9 月公司实现收入 19.84 亿元，同比上升 7.51%，累计净利润为 1.23 亿元（业绩预告 2.24 亿至 2.68 亿），同比去年同期下滑 19.04%（业绩预告 0%至 20%）；从单季度业绩看，Q3 单季度收入上升 13.78%，净利润下降 3.72%。

图表 1：1-9 月公司收入以及同比增速（亿元）



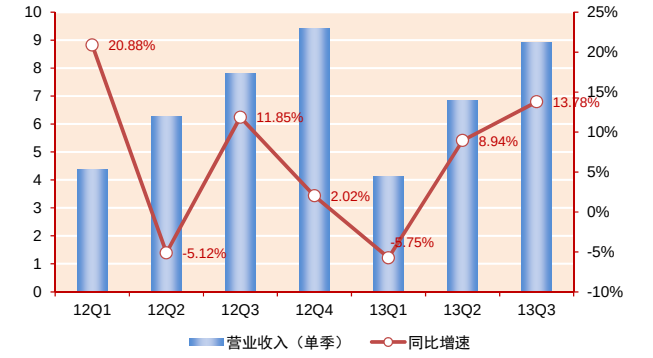
来源：公司报告，齐鲁证券研究所

图表 2：1-9 月公司净利润以及同比增速（亿元）



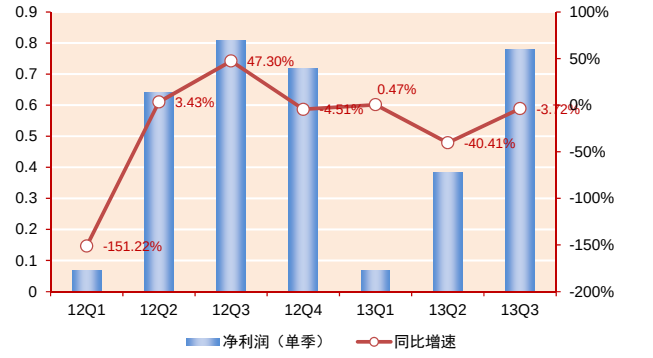
来源：公司报告，齐鲁证券研究所

图表 3：单季度收入以及同比增速（亿元）



来源：公司报告，齐鲁证券研究所

图表 4：单季度净利润以及同比增速（亿元）

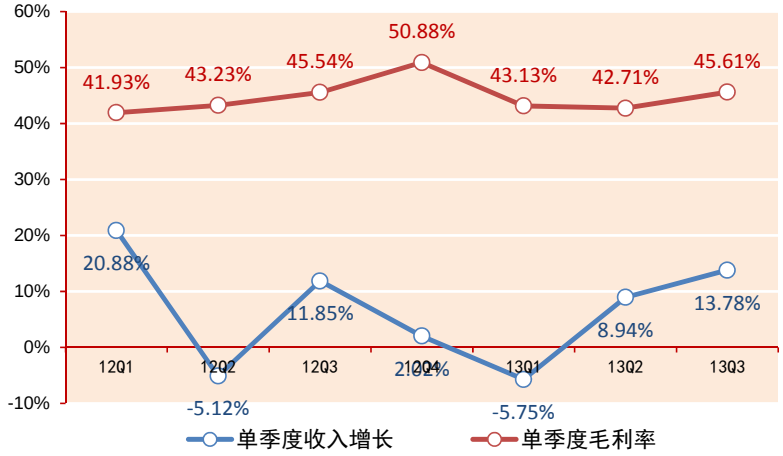


来源：公司报告，齐鲁证券研究所

■ 公司今年三季度毛利率为 45.61%，同比环比均有所提升。单季度收入增速为 13.78%，相比去年同比提升了约 2 个百分点，相比 Q2 季度提升了约 4.8 个百分点。

click here: http://www.hibor.com.cn

图表 5：公司毛利率及收入同比增速



来源：公司报告，齐鲁证券研究所

期间费用有所上升，公司净利率下滑

- 1-9 月公司业务综合毛利率为 44.10%较去年同期上升 0.20%，而中期毛利率较去年同期上升 0.18%。从三项费用占收入比看，由于锐捷网络进行渠道转型、升腾网络推进定制化，销售费用率较去年同期上升 1.14%；同时，公司管理费用率上升 1.64%，主要在于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。整体来看，公司期间费用率相比去年同期有所上升，短期内仍面临一定压力。

图表 6：1-9 月各项费用率趋势：销售费用率上升 1.14%，管理费用率上升 1.64%，净利率下降 2.03%

占收入比例	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	Q3同比
营业成本	65.65%	62.65%	60.93%	57.83%	58.07%	57.31%	56.10%	53.74%	56.87%	57.13%	55.90%	-0.20%
销售费用	23.50%	17.82%	16.96%	18.54%	23.26%	19.40%	18.13%	19.81%	24.66%	20.15%	19.27%	1.14%
管理费用	22.54%	16.14%	14.83%	15.21%	22.39%	18.20%	16.07%	16.86%	26.48%	20.86%	17.71%	1.64%
财务费用	-0.98%	-0.65%	-0.56%	-0.52%	-0.98%	-0.82%	-0.58%	-0.52%	-1.22%	-0.89%	-0.64%	-0.06%
资产减值损失	0.00%	0.48%	0.29%	0.26%	0.46%	0.48%	0.50%	0.61%	-0.53%	0.40%	0.62%	0.12%
投资收益	0.02%	0.63%	0.41%	0.29%	0.12%	0.08%	0.00%	0.06%	-0.28%	-0.18%	-0.10%	-0.10%
营业外收支	5.35%	2.95%	2.27%	3.08%	8.00%	5.87%	4.53%	4.64%	9.00%	5.72%	5.00%	0.47%
净利润	-3.73%	4.76%	6.01%	6.76%	1.58%	6.69%	8.23%	8.03%	1.68%	4.13%	6.20%	-2.03%

来源：公司报告，齐鲁证券研究所

盈利预测和投资建议

中期看好星网锐捷的投资逻辑

- 交换机路由器的差异化竞争策略：云计算、下一代网络、以及全网 IP 化进程将给国内数据通信设备行业带来五年以上的黄金发展机遇。目前国内厂商中仅华为、中兴和星网锐捷迈入了数据通信设备的门槛。通过 10 年的积累，星网锐捷已经牢牢立足于数据通信设备行业。通过对细分行业设备和解决方案的定制开发以及“软件+产品+服务”的差异化竞争，公司在网络设备上保持持续较快增长的确定性很高。
- 云终端的先发优势明显，高速增长行业契机来临：公司在云终端的市场

click here: http://www.hibor.com.cn

份额约为 40%，具备非常明显的规模优势和先发优势。“桌面云”是目前云计算最成熟的应用模式，随着未来国内云计算建设力度以及各企业对 TCO 和安全性的重视程度的加大，云终端行业高速成长几成定局。同时，行业的技术壁垒高于市场认知，虚拟化、桌面云网管、外设管理等软件成为提高整体解决方案附加值的亮点。

- 依靠 IP 技术快速切入各类行业应用和终端市场：公司同时布局了 EPOS、DMB、安防监控、统一通信、智能家居市场，其中 EPOS 已经放量。公司布局各类终端的核心逻辑是：1、通过快速定制设计能力、柔性生产方式、规模成本优势满足千变万化的 ICT 终端市场。2、通过 IP 技术的优势快速切入各类正在 IP 化的行业应用市场。

业绩预测及投资建议

- 我们预计在 2013 年-2015 年，星网锐捷实现营业收入分别为 30.36 亿元（增速 9.0%）、38.41 亿元（26.47%），47.28 亿元（23.1%）；同时分别实现净利润 2.55 亿元、3.54 亿元和 4.64 亿元，同比增长 13.78%、39.21%和 30.83%；实现 EPS 分别为 0.73 元、1.01 元和 1.32 元。
- 目前股价对应 24 倍 PE，我们给予公司 2014 年 25 倍 PE，对应目标价 25.23，给予买入评级。

click here: http://www.hibor.com.cn

图表7：星网锐捷销售预测

项　目	2012	1H13	2013E	2014E	2015E	2016E
企业级网络设备						
销售收入	1,273.72	434.65	1,464.77	1,904.21	2,380.26	2,737.30
增长率（YOY）	*8.27%*	*-35.26%*	*15.00%*	*30.00%*	*25.00%*	*15.00%*
毛利率	59.91%	59.09%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本	510.66	177.81	585.91	761.68	952.10	1,094.92
增长率（YOY）	*2.79%*	*63.71%*	*14.74%*	*30.00%*	*25.00%*	*15.00%*
毛利	763.06	256.83	878.86	1,142.52	1,428.15	1,642.38
增长率（YOY）	*12.28%*	*-54.36%*	*15.18%*	*30.00%*	*25.00%*	*15.00%*
占总销售额比重	45.70%	40.02%	48.23%	49.58%	50.33%	49.62%
占主营业务利润比重	59.48%	55.21%	61.80%	62.89%	63.69%	63.11%
瘦客户机						
销售收入	580.42	193.05	551.40	744.39	1,004.93	1,306.41
增长率（YOY）	*7.10%*	*—*	*-5.00%*	*35.00%*	*35.00%*	*30.00%*
毛利率	29.05%	27.25%	29.00%	29.00%	29.00%	29.00%
销售成本	411.81	140.44	391.50	528.52	713.50	927.55
增长率（YOY）	*0.67%*	*—*	*-4.93%*	*35.00%*	*35.00%*	*30.00%*
毛利	168.61	52.61	159.91	215.87	291.43	378.86
增长率（YOY）	*26.90%*	*—*	*-5.16%*	*35.00%*	*35.00%*	*30.00%*
占总销售额比重	20.82%	17.77%	18.16%	19.38%	21.25%	23.68%
占主营业务利润比重	13.14%	11.31%	11.25%	11.88%	13.00%	14.56%
通讯产品						
销售收入	154.66	111.36	193.33	222.33	244.56	244.56
增长率（YOY）	*-29.91%*	*94.31%*	*25.00%*	*15.00%*	*10.00%*	*0.00%*
毛利率	23.04%	18.45%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本	119.02	90.81	154.66	177.86	195.65	195.65
增长率（YOY）	*-33.61%*	*105.15%*	*29.94%*	*15.00%*	*10.00%*	*0.00%*
毛利	35.64	20.55	38.67	44.47	48.91	48.91
增长率（YOY）	*-13.89%*	*57.51%*	*8.49%*	*15.00%*	*10.00%*	*0.00%*
占总销售额比重	5.55%	10.25%	6.37%	5.79%	5.17%	4.43%
占主营业务利润比重	2.78%	4.42%	2.72%	2.45%	2.18%	1.88%
视频应用						
销售收入	159.43	96.43	239.14	322.84	387.41	445.52
增长率（YOY）	*—*	*—*	*50.00%*	*35.00%*	*20.00%*	*15.00%*
毛利率	53.51%	58.27%	58.00%	58.00%	58.00%	58.00%
销售成本	74.12	40.24	100.44	135.59	162.71	187.12
增长率（YOY）	*—*	*—*	*35.51%*	*35.00%*	*20.00%*	*15.00%*
毛利	85.31	56.19	138.70	187.25	224.70	258.40
增长率（YOY）	*—*	*—*	*62.59%*	*35.00%*	*20.00%*	*15.00%*
占总销售额比重	5.72%	8.88%	7.87%	8.41%	8.19%	8.08%
占主营业务利润比重	6.65%	12.08%	9.75%	10.31%	10.02%	9.93%
其他						
销售收入	619.14	250.62	588.18	647.00	711.70	782.87
增长率（YOY）	*-12.22%*	*-25.18%*	*-5.00%*	*10.00%*	*10.00%*	*10.00%*
毛利率	37.18%	31.53%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本	388.96	171.60	382.32	420.55	462.60	508.87
增长率（YOY）	*-12.80%*	*-13.13%*	*-1.71%*	*10.00%*	*10.00%*	*10.00%*
毛利	230.18	79.02	205.86	226.45	249.09	274.00
增长率（YOY）	*-11.21%*	*-42.50%*	*-10.57%*	*10.00%*	*10.00%*	*10.00%*
占总销售额比重	22.21%	23.07%	19.37%	16.85%	15.05%	14.19%
占主营业务利润比重	17.94%	16.99%	14.48%	12.47%	11.11%	10.53%
销售收入小计	**2787.37**	**1086.11**	**3036.83**	**3840.77**	**4728.86**	**5516.66**
销售成本小计	**1504.57**	**620.91**	**1614.82**	**2024.21**	**2486.57**	**2914.10**
毛利	**1282.80**	**465.20**	**1422.00**	**1816.56**	**2242.29**	**2602.56**
平均毛利率	**46.02%**	**42.83%**	**46.83%**	**47.30%**	**47.42%**	**47.18%**

来源：公司财报，齐鲁证券研究所

click here: http://www.hibor.com.cn

图表 8：星网锐捷三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	**1,997**	**2,644**	**2,787**	**3,037**	**3,841**	**4,729**
增长率	15.80%	32.4%	5.4%	8.9%	26.5%	23.1%
营业成本	-1,165	-1,529	-1,498	-1,615	-2,024	-2,487
%销售收入	58.3%	57.8%	53.7%	53.2%	52.7%	52.6%
毛利	833	1,115	1,289	1,422	1,817	2,242
%销售收入	41.7%	42.2%	46.3%	46.8%	47.3%	47.4%
营业税金及附加	-7	-22	-28	-27	-35	-43
%销售收入	0.3%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-375	-490	-552	-577	-708	-845
%销售收入	18.8%	18.5%	19.8%	19.0%	18.4%	17.9%
管理费用	-310	-402	-470	-510	-626	-747
%销售收入	15.5%	15.2%	16.9%	16.8%	16.3%	15.8%
息税前利润（EBIT）	141	201	239	307	448	607
%销售收入	7.1%	7.6%	8.6%	10.1%	11.7%	12.8%
财务费用	2	14	15	14	21	26
%销售收入	-0.1%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-3	-7	-17	-6	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	8	2	3	3	3
%税前利润	—	2.6%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	140	216	239	318	470	634
营业利润率	7.0%	8.2%	8.6%	10.5%	12.2%	13.4%
营业外收支	89	81	129	145	174	209
税前利润	**229**	**297**	**368**	**463**	**644**	**843**
利润率	11.5%	11.2%	13.2%	15.2%	16.8%	17.8%
所得税	-35	-30	-42	-46	-64	-84
所得税率	15.1%	10.0%	11.3%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	194	267	326	417	580	759
少数股东损益	56	89	102	162	225	295
归属于母公司的净利润	**139**	**179**	**224**	**255**	**354**	**464**
净利率	6.9%	6.8%	8.0%	8.4%	9.2%	9.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	194	267	326	417	580	759
少数股东损益	0	0	0	162	225	295
非现金支出	23	31	40	38	40	47
非经营收益	6	-6	-2	-144	-173	-207
营运资金变动	-202	-113	54	210	-44	-47
经营活动现金净流	**22**	**180**	**419**	**682**	**628**	**846**
资本开支	85	91	184	-123	-114	-149
投资	-2	29	-12	0	0	0
其他	2	2	2	3	3	3
投资活动现金净流	**-85**	**-60**	**-194**	**126**	**117**	**152**
股权募资	1,010	10	95	0	0	0
债权募资	24	-15	-20	2	3	4
其他	-64	-69	-189	-4	-50	-50
筹资活动现金净流	**971**	**-74**	**-115**	**-2**	**-47**	**-46**
现金净流量	**907**	**46**	**110**	**806**	**698**	**952**

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,251	1,300	1,411	2,055	2,527	3,184
应收款项	496	654	707	675	853	1,051
存货	446	490	453	398	499	613
其他流动资产	33	53	25	65	80	96
流动资产	2,226	2,497	2,596	3,193	3,959	4,944
%总资产	90.3%	89.0%	84.1%	86.8%	88.7%	90.5%
长期投资	43	29	40	40	40	40
固定资产	183	230	318	345	366	380
%总资产	7.4%	8.2%	10.3%	9.4%	8.2%	6.9%
无形资产	10	41	115	80	81	82
非流动资产	240	310	492	484	506	521
%总资产	9.7%	11.0%	15.9%	13.2%	11.3%	9.5%
资产总计	**2,466**	**2,806**	**3,089**	**3,676**	**4,465**	**5,464**
短期借款	90	82	62	62	62	62
应付款项	495	571	586	726	910	1,117
其他流动负债	154	201	232	307	375	450
流动负债	739	854	880	1,095	1,347	1,629
长期贷款	7	0	0	2	5	9
其他长期负债	8	26	47	47	47	47
负债	**754**	**881**	**927**	**1,144**	**1,398**	**1,685**
普通股股东权益	1,561	1,722	1,858	2,067	2,375	2,793
少数股东权益	152	204	304	466	691	986
负债股东权益合计	**2,466**	**2,806**	**3,089**	**3,676**	**4,465**	**5,464**

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益(元)	0.790	0.509	0.637	0.725	1.009	1.321
每股净资产(元)	8.891	4.905	5.292	5.887	6.766	7.957
每股经营现金净流(元)	0.124	0.513	1.193	1.482	1.147	1.569
每股股利(元)	0.000	0.000	0.250	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	8.88%	10.38%	12.04%	12.32%	14.92%	16.60%
总资产收益率	5.62%	6.37%	7.24%	6.92%	7.94%	8.48%
投入资本收益率	23.16%	26.62%	27.44%	55.02%	71.08%	86.98%
增长率						
营业总收入增长率	15.80%	32.40%	5.41%	8.95%	26.47%	23.12%
EBIT增长率	-0.81%	42.73%	19.06%	28.40%	45.78%	35.38%
净利润增长率	30.43%	28.91%	25.22%	13.78%	39.21%	30.83%
总资产增长率	98.87%	13.79%	10.05%	19.04%	21.45%	22.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.4	71.4	76.9	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	113.5	111.7	114.9	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	85.2	79.2	82.3	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	21.4	18.0	18.7	19.9	18.0	16.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-67.35%	-63.23%	-62.40%	-78.61%	-80.23%	-82.36%
EBIT利息保障倍数	-60.3	-14.7	-16.5	-22.7	-21.7	-23.3
资产负债率	30.57%	31.39%	30.01%	31.12%	31.32%	30.83%

来源：公司财报，齐鲁证券研究所

click here: http://www.hibor.com.cn

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

click here: http://www.hibor.com.cn

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。