

星网锐捷 (002396.SZ)

 评级: **买入** 前次: **买入**

目标价(元): -

分析师 联系人

陈运红 陈衍鹏

S0740513080002

021-2035198 021-20315203

chenyh@r.qlzq.com.cn chenyp@r.qlzq.com.cn

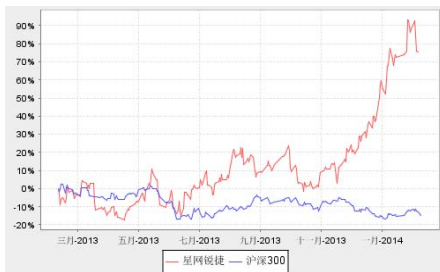
2014年2月24日

多业务推动 14 年业绩加速增长
基本状况

| | |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股) | 351.06 |
| 流通股本(百万股) | 351.06 |
| 市价(元) | 29.35 |
| 市值(百万元) | 10303.61 |
| 流通市值(百万元) | 10303.61 |

业绩预测

| 指标 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2,644.2 | 2,787.3 | 3,277.4 | 3,958.1 | 4,551.6 |
| 营业收入增速 | 32.40% | 5.41% | 17.58% | 20.77% | 15.00% |
| 净利润增长率 | 28.91% | 25.22% | 6.81% | 26.10% | 45.10% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.51 | 0.64 | 0.68 | 0.86 | 1.25 |
| 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) | | | | | |
| 市盈率(倍) | 25.76 | 23.88 | 21.99 | 17.44 | 12.02 |
| PEG | 0.89 | 0.95 | 3.23 | 0.67 | 0.27 |
| 每股净资产(元) | 4.90 | 5.29 | 5.97 | 6.83 | 8.08 |
| 每股现金流量(元) | 0.51 | 1.19 | 0.07 | 0.62 | 1.24 |
| 净资产收益率 | 10.38% | 12.04% | 11.40% | 12.57% | 15.42% |
| 市净率 | 2.67 | 2.88 | 2.51 | 2.19 | 1.85 |
| 总股本(百万元) | 351.06 | 351.06 | 351.06 | 351.06 | 351.06 |

股价与行业-市场走势对比

投资要点

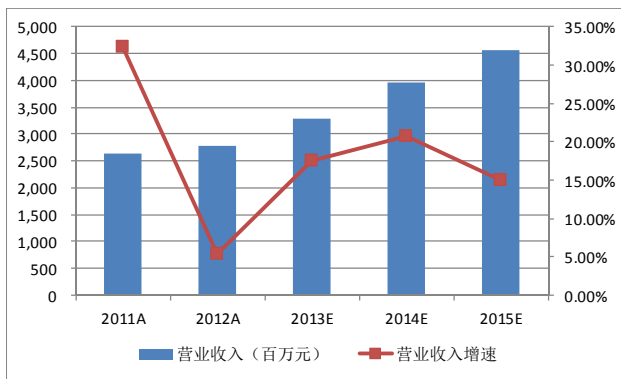
- 公司发布 2013 年业绩快报。**公司 2013 年实现营业收入 32.77 亿元，同比增长 17.58%，实现归属于母公司所有者净利润为 2.39 亿元，同比增长 6.96%，处于三季度盈利预测区间 0%-20% 下限。基本每股收益为 0.68 元，业绩略低于预期。
- 受益于各行业国产化替代及公司营销变革，今年企业级网络设备有望加速增长。**目前我国企业级网络设备市场被国外企业垄断，预计思科、H3C 等市场份额超过 50%。棱镜门事件爆发后信息安全开始引起关注，电信、政务网、金融等安全敏感行业都有望启动国产替代，公司市场份额排名国内第一，将充分受益于这一趋势。公司 2012 年底对企业网主设备子公司锐捷网络的骨干层实行增资扩股，有利于增强企业活力，在去思科/H3C 的背景下树立自由品牌，顺利实现直销向渠道销售的转变。
- 瘦客户机重回增长轨道。**去年由于云计算商业模式尚不成熟及用户接受度尚待培养等，云计算市场推广效果不理想，加上公司瘦客户机大客户到期等，导致收入增长不及预期。此前中移动启动了 4 万瘦客户机采购，表明今年云计算市场已经有反转之势。公司瘦客户机全球范围内仅次于惠普、戴尔，在国内企业排名第一，国内市场份额在 30% 左右。14 年公司的瘦客户机业务除了受益于国产化替代外，还将着力于完善行业定制化水平，在重点领域的重点客户实现收入恢复性增长。
- KTV 视频信息应用延续高增长态势。**公司拥有十余年的 KTV 系统行业经验，目前新版 KTV 系统已经覆盖 1400 余家商户。公司新推出的免费 K 米手机点歌应用可充分挖掘消费者、KTV 商家内在价值，受到

消费者和商家的欢迎。公司拥有 KTV 销售渠道等线下资源，且 K 米和系统已经深度融合，护城河宽广。2013 年公司 KTV 视频信息应用同比增速接近 70%，随着 K 米用户价值开拓和对系统的销售促进作用强化，预计销售收入有望提速。

■ 业绩预测：

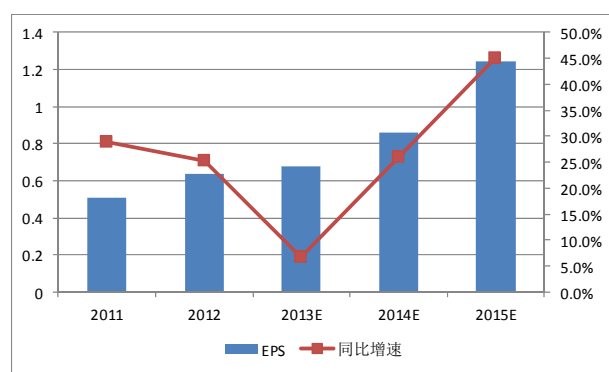
- 企业网设备：受益于国产化替代及营销改革，公司今年企业网设备有望加速增长，预计 2013 年-2015 年营业收入分别为 15.32 亿、18.77 亿和 21.59 亿元，分别同比增长 20.3%、22.5%和 15%，毛利率维持在 59% 左右的较高水平；
- 瘦客户机：公司瘦客户机将实现恢复性增长，预计 2013 年-2015 年营业收入分别为 5.69 亿元、6.83 亿元和 7.90 亿元，分别同比增长-2%、20%和 15.8%，毛利率稳定在 25%左右；
- 视频信息应用：公司视频信息应用将保持在较高增长水平，预计 2013 年-2015 年营业收入分别为 2.79 亿元、3.91 亿元和 4.88 亿元，分别同比增长 75%、40%和 25%，毛利率在 50%-55%之间；

图表 1：公司营业收入及增速



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：公司 EPS 及增速



来源：齐鲁证券研究所

- **投资建议：**预计公司 2013 年-2015 年实现营业收入为 32.77 亿、39.58 亿和 45.52 亿，分别同比增长 17.6%、20.8%和 15%，实现归属于母公司所有者净利润为 2.39 亿、3.01 亿和 4.37 亿，分别同比增长 6.81%、26.1%和 45.1%，EPS 分别为 0.68 元、0.86 元和 1.25 元，对应 2014 年动态 PE 为 37.5 倍，维持“买入”投资评级。

图表 3: 键入图表的标题

| 项 目 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 瘦客户机 | | | | | | | | |
| 销售收入 | 254.00 | 340.08 | 368.67 | 541.93 | 580.42 | 568.82 | 682.58 | 790.43 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 33.89% | 8.41% | 47.00% | 7.10% | -2.00% | 20.00% | 15.80% |
| 销售成本 | 187.12 | 253.73 | 275.76 | 418.31 | 438.10 | 403.58 | 511.93 | 592.82 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 35.59% | 8.68% | 51.69% | 4.73% | -7.88% | 26.85% | 15.80% |
| 毛利 | 66.88 | 86.35 | 92.90 | 123.61 | 142.32 | 165.24 | 170.64 | 197.61 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 29.11% | 7.60% | 33.05% | 15.13% | 16.11% | 3.27% | 15.80% |
| 占总销售额比重 | 19.27% | 19.72% | 18.46% | 20.49% | 20.82% | 17.36% | 17.25% | 17.37% |
| 占主营业务利润比重 | 12.32% | 12.13% | 11.16% | 11.08% | 11.04% | 10.97% | 9.42% | 9.47% |
| 企业级设备网 | | | | | | | | |
| 销售收入 | 504.35 | 725.47 | 859.42 | 1,176.37 | 1,273.72 | 1,532.28 | 1,877.04 | 2,158.60 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 43.84% | 18.47% | 36.88% | 8.27% | 20.30% | 22.50% | 15.00% |
| 销售成本 | 252.48 | 342.42 | 365.26 | 492.90 | 537.89 | 614.29 | 769.59 | 971.37 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 35.62% | 6.67% | 34.95% | 9.13% | 14.20% | 25.28% | 26.22% |
| 毛利 | 251.87 | 383.05 | 494.17 | 683.47 | 735.83 | 917.99 | 1,107.46 | 1,187.23 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 52.08% | 29.01% | 38.31% | 7.66% | 24.76% | 20.64% | 7.20% |
| 占总销售额比重 | 38.25% | 42.06% | 43.03% | 44.49% | 45.70% | 46.75% | 47.42% | 47.42% |
| 占主营业务利润比重 | 46.40% | 53.83% | 59.34% | 61.29% | 57.07% | 60.94% | 61.11% | 56.92% |
| 通讯产品 | | | | | | | | |
| 销售收入 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 220.68 | 154.66 | 216.53 | 281.48 | 337.78 |
| 增长率 (YOY) | N/A | — | — | — | -29.91% | 40.00% | 30.00% | 20.00% |
| 销售成本 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 220.68 | 125.66 | 166.64 | 225.19 | 270.22 |
| 增长率 (YOY) | N/A | — | — | — | -43.06% | 32.61% | 35.14% | 20.00% |
| 毛利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 29.00 | 49.89 | 56.30 | 67.56 |
| 增长率 (YOY) | N/A | — | — | — | — | 72.03% | 12.85% | 20.00% |
| 占总销售额比重 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 8.35% | 5.55% | 6.61% | 7.11% | 7.42% |
| 占主营业务利润比重 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 2.25% | 3.31% | 3.11% | 3.24% |
| 其他 | | | | | | | | |
| 销售收入 | 120.47 | 272.36 | 269.87 | 365.16 | 679.67 | 554.92 | 603.75 | 633.94 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 126.07% | -0.92% | 35.31% | 86.13% | -18.35% | 8.80% | 5.00% |
| 销售成本 | 55.23 | 123.30 | 143.76 | 198.17 | 429.89 | 348.60 | 374.33 | 393.04 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 123.26% | 16.59% | 37.85% | 116.93% | -18.91% | 7.38% | 5.00% |
| 毛利 | 65.25 | 149.06 | 126.11 | 166.99 | 249.78 | 206.32 | 229.43 | 240.90 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 128.45% | -15.40% | 32.42% | 49.58% | -17.40% | 11.20% | 5.00% |
| 占总销售额比重 | — | — | — | — | — | — | — | — |
| 占主营业务利润比重 | — | — | — | — | — | — | — | — |
| 销售收入小计 | 1318.45 | 1724.67 | 1997.21 | 2644.27 | 2787.37 | 3277.44 | 3958.12 | 4551.66 |
| 销售成本小计 | 775.64 | 1013.06 | 1164.40 | 1529.13 | 1497.98 | 1771.10 | 2145.91 | 2465.92 |
| 毛利 | 542.81 | 711.61 | 832.81 | 1115.15 | 1289.39 | 1506.34 | 1812.21 | 2085.74 |
| 平均毛利率 | 41.17% | 41.26% | 41.70% | 42.17% | 46.26% | 45.96% | 45.78% | 45.82% |

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 键入图表的标题

| 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 | 3,277 | 3,958 | 4,552 |
| 增长率 | 15.80% | 32.4% | 5.4% | 17.6% | 20.8% | 15.0% |
| 营业成本 | -1,165 | -1,529 | -1,498 | -1,771 | -2,146 | -2,466 |
| %销售收入 | 58.3% | 57.8% | 53.7% | 54.0% | 54.2% | 54.2% |
| 毛利 | 833 | 1,115 | 1,289 | 1,506 | 1,812 | 2,086 |
| %销售收入 | 41.7% | 42.2% | 46.3% | 46.0% | 45.8% | 45.8% |
| 营业税金及附加 | -7 | -22 | -28 | -29 | -36 | -41 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.8% | 1.0% | 0.9% | 0.9% | 0.9% |
| 营业费用 | -375 | -490 | -552 | -688 | -811 | -828 |
| %销售收入 | 18.8% | 18.5% | 19.8% | 21.0% | 20.5% | 18.2% |
| 管理费用 | -310 | -402 | -470 | -578 | -653 | -683 |
| %销售收入 | 15.5% | 15.2% | 16.9% | 17.6% | 16.5% | 15.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 141 | 201 | 239 | 211 | 312 | 534 |
| %销售收入 | 7.1% | 7.6% | 8.6% | 6.4% | 7.9% | 11.7% |
| 财务费用 | 2 | 14 | 15 | 49 | 54 | 62 |
| %销售收入 | -0.1% | -0.5% | -0.5% | -1.5% | -1.4% | -1.4% |
| 资产减值损失 | -3 | -7 | -17 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 8 | 2 | 5 | 5 | 5 |
| %税前利润 | — | 2.6% | 0.4% | 1.3% | 1.0% | 0.7% |
| 营业利润 | 140 | 216 | 239 | 265 | 371 | 601 |
| 营业利润率 | 7.0% | 8.2% | 8.6% | 8.1% | 9.4% | 13.2% |
| 营业外收支 | 89 | 81 | 129 | 130 | 140 | 140 |
| 税前利润 | 229 | 297 | 368 | 395 | 511 | 741 |
| 利润率 | 11.5% | 11.2% | 13.2% | 12.1% | 12.9% | 16.3% |
| 所得税 | -35 | -30 | -42 | -26 | -51 | -74 |
| 所得税率 | 15.1% | 10.0% | 11.3% | 6.5% | 10.0% | 10.0% |
| 净利润 | 194 | 267 | 326 | 369 | 460 | 667 |
| 少数股东损益 | 56 | 89 | 102 | 130 | 158 | 230 |
| 归属于母公司的净利润 | 139 | 179 | 224 | 239 | 301 | 437 |
| 净利率 | 6.9% | 6.8% | 8.0% | 7.3% | 7.6% | 9.6% |

| 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 | 1,490 | 1,791 | 2,313 |
| 应收账款 | 496 | 654 | 707 | 892 | 1,077 | 1,238 |
| 存货 | 446 | 490 | 453 | 558 | 676 | 777 |
| 其他流动资产 | 33 | 53 | 25 | 62 | 73 | 83 |
| 流动资产 | 2,226 | 2,497 | 2,596 | 3,002 | 3,617 | 4,411 |
| %总资产 | 90.3% | 89.0% | 84.1% | 86.4% | 87.7% | 89.1% |
| 长期投资 | 43 | 29 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 固定资产 | 183 | 230 | 318 | 363 | 406 | 448 |
| %总资产 | 7.4% | 8.2% | 10.3% | 10.4% | 9.8% | 9.1% |
| 无形资产 | 10 | 41 | 115 | 51 | 41 | 33 |
| 非流动资产 | 240 | 310 | 492 | 473 | 506 | 540 |
| %总资产 | 9.7% | 11.0% | 15.9% | 13.6% | 12.3% | 10.9% |
| 资产总计 | 2,466 | 2,806 | 3,089 | 3,475 | 4,123 | 4,950 |
| 短期借款 | 90 | 82 | 62 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 495 | 571 | 586 | 658 | 797 | 914 |
| 其他流动负债 | 154 | 201 | 232 | 239 | 289 | 332 |
| 流动负债 | 739 | 854 | 880 | 897 | 1,086 | 1,246 |
| 长期借款 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 8 | 26 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| 负债 | 754 | 881 | 927 | 944 | 1,132 | 1,293 |
| 普通股股东权益 | 1,561 | 1,722 | 1,858 | 2,097 | 2,398 | 2,835 |
| 少数股东权益 | 152 | 204 | 304 | 434 | 593 | 822 |
| 负债股东权益合计 | 2,466 | 2,806 | 3,089 | 3,475 | 4,123 | 4,950 |

| 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 | 0.681 | 0.858 | 1.245 |
| 每股净资产 (元) | 8.891 | 4.905 | 5.292 | 5.972 | 6.831 | 8.076 |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.124 | 0.513 | 1.193 | 0.073 | 0.615 | 1.243 |
| 每股股利 (元) | 0.000 | 0.250 | 0.250 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 8.88% | 10.38% | 12.04% | 11.40% | 12.57% | 15.42% |
| 总资产收益率 | 5.62% | 6.37% | 7.24% | 6.88% | 7.31% | 8.83% |
| 投入资本收益率 | 23.16% | 26.62% | 27.44% | 19.67% | 24.21% | 36.77% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 15.80% | 32.40% | 5.41% | 17.58% | 20.77% | 15.00% |
| EBIT增长率 | -0.81% | 42.73% | 19.06% | -11.99% | 48.07% | 70.99% |
| 净利润增长率 | 30.43% | 28.91% | 25.22% | 6.81% | 26.10% | 45.10% |
| 总资产增长率 | 98.87% | 13.79% | 10.05% | 12.51% | 18.65% | 20.06% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 75.4 | 71.4 | 76.9 | 88.0 | 88.0 | 88.0 |
| 存货周转天数 | 113.5 | 111.7 | 114.9 | 115.0 | 115.0 | 115.0 |
| 应付账款周转天数 | 85.2 | 79.2 | 82.3 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| 固定资产周转天数 | 21.4 | 18.0 | 18.7 | 16.6 | 13.2 | 10.9 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -67.35% | -63.23% | -62.40% | -58.89% | -59.90% | -63.23% |
| EBIT利息保障倍数 | -60.3 | -14.7 | -16.5 | -4.3 | -5.8 | -8.5 |
| 资产负债率 | 30.57% | 31.39% | 30.01% | 27.16% | 27.47% | 26.11% |

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。