

星网锐捷 (002396)

业绩增速暂时放缓，增资桌面通讯终端业务

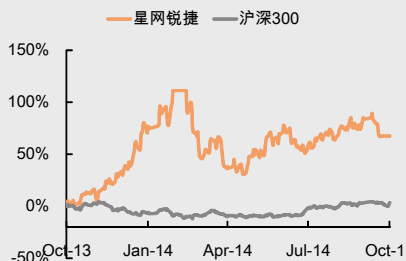
强烈推荐 (维持)

现价：27.31 元

主要数据

行业	平安计算机
公司网址	http://www.star-net.cn/
大股东/持股	福建省电子信息(集团)有限责任公司/28.22%
实际控制人/持股	福建省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	351
流通 A 股(百万股)	351
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	96
流通 A 股市值(亿元)	96
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	26.76

行情走势图



相关研究报告

《传统业务前景依旧光明，K米打开长期成长空间》

《业绩增长势头良好，K米发展加速在即》

证券分析师

符健 投资咨询资格编号
S1060513060002
010-59730720
FUJIAN296@pingan.com.cn

研究助理

陈宝健 一般证券从业资格编号
S1060114080005
010-59730723
chenbaojian779@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项 1): 公司发布 2014 年前三季度报告: 实现营业收入 22.7 亿元, 同比增长 14.3%; 净利润 1.4 亿元, 同比增长 11.0%。公司净利增速完全符合我们此前 10%-30% 的净利增长预期。公司发布 2014 年业绩预告, 预计实现净利润为 2.4~3.1 亿元, 同比增长 0~30%。

事项 2): 全资子公司锐捷软件拟出资 800 万收购睿云联 40% 股权, 完善桌面通讯终端业务。

平安观点:

■ 业绩增速放缓，但盈利能力逐季改善

公司前三季度营收增速创近三年三季报新高, 但 14 年营收和净利增速均呈逐季收缩趋势, 我们判断主要系企业网设备和网络终端业务收入增速放缓所影响。考虑到 IT 国产化替代是一个长期过程, 公司企业网业务未来增长有望再度加速。

毛利率方面, 前三季度较去年同期下降 1.1 个百分点, 主要系营业成本增速明显快于营业收入增速所致。但公司 14 年单季度毛利率逐季改善, 我们判断系收入结构变动所影响。随着公司不断提升企业网设备、视频信息应用等高毛利业务比重, 综合毛利率有望进入上升通道。

费用率方面, 管理费用率和销售费用率较去年同期相比分别上升 0.3 和 1 个百分点。但 14 年呈逐季下降态势, 我们预计未来有进一步下降的空间。

■ 增资睿云联，完善桌面通讯终端业务

公司全资子公司锐捷网络拟与 JACK JIEYAO ZHUANG、厦门元和通投资管理合伙企业共同增资睿云联(厦门)网络通讯技术有限公司。睿云联的主要产品是 IP 话机, 公司此举目的是为了在为政企用户提供统一通信与协同产品(UCC)产品方案中, 能够为客户提供更好的 IP 话机、视频电话等重要的桌面通讯终端。市场方面, IP 话机在海外市场尤其是欧美市场, 已经在很多应用领域替代了传统模拟桌面话机, 具备较好市场前景; 竞争力方面, 此次入股可发挥双方各自优势, 提升公司统一通信与协同产品市场竞争优势, 减少 IP 话机的 OEM 风险。

■ 维持“强烈推荐”评级，目标价 38 元

暂不考虑 K 米平台对于收入和利润的贡献, 我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.89、1.18 和 1.55 元。随着国产替代进程加速和云计算产业兴起, 公司未来收入将保持快速增长姿态。参照可比公司 15 年平均估值水平, 我们认为公司股价低估明显, 维持“强烈推荐”评级, 目标价 38 元, 对应 15 年 32 倍 PE。

■ 风险提示: 国产化替代进程慢于预期、K 米推广速度低于预期。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,787	3,276	4,010	4,947	6,171
YoY(%)	5.4	17.5	22.4	23.3	24.7
净利润(百万元)	224	239	312	415	543
YoY(%)	25.2	6.9	30.2	33.2	30.9
毛利率(%)	46.3	47.0	47.9	48.7	49.4
净利率(%)	8.0	7.3	7.8	8.4	8.8
ROE(%)	12.0	11.9	14.1	16.5	18.6
EPS(摊薄/元)	0.64	0.68	0.89	1.18	1.55
P/E(倍)	42.3	39.6	30.4	22.8	17.4
P/B(倍)	5.1	4.7	4.3	3.8	3.2

会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E
流动资产	2972	3702	4563	5660
现金	1299	2171	2687	3332
应收账款	631	783	966	1205
其他应收款	23	34	42	52
预付账款	16	21	25	31
存货	529	612	743	915
其他流动资产	475	82	101	125
非流动资产	649	535	494	454
长期投资	31	0	0	0
固定资产	445	400	353	306
无形资产	93	93	93	93
其他非流动资产	79	42	47	55
资产总计	3621	4237	5057	6114
流动负债	1194	1417	1700	2070
短期借款	12	12	12	12
应付账款	510	627	761	937
其他流动负债	672	778	927	1121
非流动负债	23	23	23	23
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	23	23	23	23
负债合计	1217	1440	1722	2093
少数股东权益	394	582	813	1102
股本	351	351	351	351
资本公积	793	793	793	793
留存收益	865	1071	1377	1775
归属母公司股东权益	2009	2215	2521	2919
负债和股东权益	3621	4237	5057	6114

会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	458	904	612	767
净利润	392	499	646	832
折旧摊销	58	71	71	71
财务费用	-17	-18	-30	-38
投资损失	-7	-6	-7	-8
营运资金变动	-28	351	-81	-106
其他经营现金流	59	7	12	16
投资活动现金流	-382	56	-16	-15
资本支出	120	0	0	0
长期投资	0	-43	0	0
其他投资现金流	-262	12	-16	-15
筹资活动现金流	-203	-87	-79	-108
短期借款	-50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-152	-87	-79	-108
现金净增加额	-128	872	516	645

会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3276	4010	4947	6171
营业成本	1735	2090	2537	3124
营业税金及附加	29	36	44	55
营业费用	690	835	1018	1254
管理费用	561	697	873	1104
财务费用	-17	-18	-30	-38
资产减值损失	19	24	29	36
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	6	7	8
营业利润	264	353	483	643
营业外收入	173	203	236	282
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	436	554	718	924
所得税	44	55	72	92
净利润	392	499	646	832
少数股东损益	153	188	231	289
归属母公司净利润	239	312	415	543
EBITDA	305	405	524	677
EPS (元)	0.68	0.89	1.18	1.55

会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	17.5	22.4	23.3	24.7
营业利润(%)	10.7	33.5	37.0	33.2
归属于母公司净利润(%)	6.9	30.2	33.2	30.9
获利能力				
毛利率(%)	47.0	47.9	48.7	49.4
净利率(%)	7.3	7.8	8.4	8.8
ROE(%)	11.9	14.1	16.5	18.6
ROIC(%)	20.8	47.9	63.5	80.7
偿债能力				
资产负债率(%)	33.6	34.0	34.1	34.2
净负债比率(%)	0.98	0.83	0.69	0.57
流动比率	2.49	2.61	2.68	2.73
速动比率	2.04	2.17	2.24	2.28
营运能力				
总资产周转率	0.98	1.02	1.06	1.10
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	4.10	3.68	3.66	3.68
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.89	1.18	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.30	2.58	1.74	2.19
每股净资产(最新摊薄)	5.72	6.31	7.18	8.32
估值比率				
P/E	39.6	30.4	22.8	17.4
P/B	4.7	4.3	3.8	3.2
EV/EBITDA	28	21	16	13

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	