

星网锐捷 (002396)

强烈推荐

行业：通信配套服务

# 以网络为切入点，在私有云获得新空间

星网锐捷是国内领先的网络通讯设备、网络终端、信息化软件提供商。在网络交换机设备领域实力雄厚，公司拳头产品核心交换机能满足云计算数据中心级别的高密度接入需求，同时发展 SDN 等能将其网络实力向云计算能力转化的关键技术，积极从网络设备切入私有云发展。

## 投资要点：

◇ 市场认为星网锐捷的交换机设备等产品面临较大市场压力，经营业绩表现不佳，公司发展空间局限性增强。但我们认为公司在企业网领域技术实力突出，相较于一般性企业，其通过技术优势的转化切入，能够将云计算发展带来的市场压力转化为自身发展新机遇：原因：(1) **交换机优势技术是私有云的关键切入点，也是发展压力变动力的转换点。**计算、网络、存储是私有云发展的三大核心，在网络核心上星网锐捷拥有满足极低转发时延、大表项、全能虚拟化等要求的云架构网络核心交换机顶级产品的技术能力。私有云的发展给企业部门的 IT 设备采购市场带来了巨大压力，但云集中式发展的特点也将深刻影响市场上大小厂商的竞争格局。在新旧市场间相互倾轧、市场内份额重新集中的多重影响下，锐捷既可以凭借作为私有云三大核心之一的网络优势，切入私有云新市场，又可以享受市场内份额向实力大厂集中的趋势，获得增长新动力。(2) **SDN 实力布局，自主 JCOS 云平台，打通将网络优势引向私有云的宽通道。**公司战略性布局 SDN，推出智能开放网络 SDN 控制器，全面满足私有云网络中百万条流表的集中控制、数千台设备的集中管理调度、虚拟技术、向云软件应用开放扩展接口等要求，积极拥抱政务云等私有云发展。自主研发推出 JCOS 云管理平台及超融合一体机，将公司 SDN、高性能网络设备优势打包后集中打向云市场，建立将其原有实力向私有云市场输出的通道，SDN、云平台发展越好，通道越粗，输出越强。(3) **深度参与政府信息化建设，政务云爆发公司受益大。**政府云计算的发展是政府信息化建设中的重要形式，而政府的云计算中心具有的网络能力则成为信息化建设的一项重要标准。作为国内领先的网络设备软件综合解决方案提供商，星网锐捷通过交换机虚拟化、SDN 及云管理平台，做到与政务云中的虚拟化、智能网络路由管理、PaaS 层操作系统的完美对接，正全面拥抱政务云的到来，深度参与受益巨大。

◇ 公司拥有的企业网技术实力，是私有云的计算、网络、存储三大核心之一，通过其优先布局的虚拟技术、SDN、云平台等建立起的通道，向云计算快速转化，在云浪潮中接通发展新空间。首次覆盖，给予**强烈推荐**评级。预计 16-18

## 作者

署名：周明

S0960516030001

0755-82026835

zhouming@china-invs.cn

参与人：余伟民

S0960115090015

010-63222902

yuweimin@china-invs.cn

参与人：容志能

S0960116050010

0755-82026921

rongzhineng@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 28.77

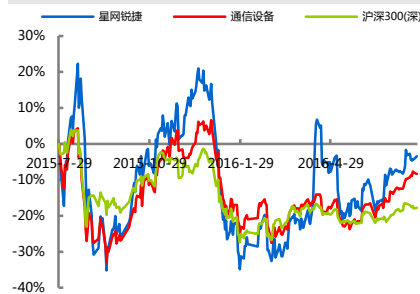
当前股价： 20.80

评级调整： 首次

## 基本资料

总股本(百万股)	539
流通股本(百万股)	527
总市值(亿元)	114
流通市值(亿元)	112
成交量(百万股)	11.30
成交额(百万元)	238.51

## 股价表现



## 相关报告

年 EPS 为 0.64、0.77 和 0.91 元，对应 16-18 年的 PE 分别为 33x、27x 和 23 倍。给予 16 年 45 倍 PE，目标价 28.77 元。

◇ **风险提示**：云业务发展不达预期、市场波动风险

#### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4517	5738	7172	8747
收入同比(%)	24%	27%	25%	22%
归属母公司净利润	262	345	417	490
净利润同比(%)	9%	31%	21%	18%
毛利率(%)	45.7%	46.9%	47.1%	47.1%
ROE(%)	10.0%	11.8%	12.7%	13.3%
每股收益(元)	0.49	0.64	0.77	0.91
P/E	42.74	32.53	26.90	22.87
P/B	4.29	3.84	3.41	3.04
EV/EBITDA	25	17	13	11

资料来源：中国中投证券研究总部

## 附：财务预测表

**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	4068	5212	6318	7518
现金	1889	2558	3092	3972
应收账款	960	1201	1501	1831
其它应收款	60	53	61	74
预付账款	88	91	38	46
存货	941	1131	1424	1360
其他	130	178	202	235
<b>非流动资产</b>	1276	943	990	1046
长期投资	24	20	20	20
固定资产	455	458	465	477
无形资产	233	255	274	301
其他	564	210	231	248
<b>资产总计</b>	5344	6155	7308	8564
<b>流动负债</b>	1906	2099	2474	2840
短期借款	38	38	38	38
应付账款	763	938	1172	1387
其他	1105	1123	1264	1415
<b>非流动负债</b>	64	41	46	49
长期借款	0	0	0	0
其他	64	41	46	49
<b>负债合计</b>	1969	2139	2519	2889
少数股东权益	759	1097	1504	1984
股本	539	539	539	539
资本公积	846	859	859	859
留存收益	1229	1520	1886	2293
归属母公司股东权益	2615	2919	3284	3691
<b>负债和股东权益</b>	5344	6155	7308	8564

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	924	448	686	1079
净利润	483	682	825	970
折旧摊销	90	151	177	210
财务费用	-8	-83	-108	-137
投资损失	-7	-14	-15	-15
营运资金变动	289	-278	-238	13
其它	76	-10	45	38
<b>投资活动现金流</b>	-364	189	-208	-252
资本支出	109	150	170	200
长期投资	-45	-7	0	0
其他	-301	333	-38	-52
<b>筹资活动现金流</b>	-79	31	56	54
短期借款	25	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	188	0	0	0
资本公积增加	53	13	0	0
其他	-346	19	56	54
<b>现金净增加额</b>	483	669	534	881

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	4517	5738	7172	8747
营业成本	2453	3045	3792	4625
营业税金及附加	36	48	60	73
营业费用	907	1148	1434	1749
管理费用	799	1033	1291	1574
财务费用	-8	-83	-108	-137
资产减值损失	22	22	22	22
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	14	15	15
<b>营业利润</b>	315	539	696	856
营业外收入	218	200	200	200
营业外支出	4	5	5	5
<b>利润总额</b>	528	749	906	1066
所得税	45	67	82	96
<b>净利润</b>	483	682	825	970
少数股东损益	221	337	408	480
<b>归属母公司净利润</b>	262	345	417	490
EBITDA	397	607	766	929
EPS (元)	0.49	0.64	0.77	0.91

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	24.0%	27.0%	25.0%	22.0%
营业利润	58.7%	71.4%	29.1%	22.9%
归属于母公司净利润	8.5%	31.4%	21.0%	17.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	45.7%	46.9%	47.1%	47.1%
净利率	5.8%	6.0%	5.8%	5.6%
ROE	10.0%	11.8%	12.7%	13.3%
ROIC	18.6%	28.4%	31.5%	38.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.9%	34.8%	34.5%	33.7%
净负债比率	5.98%	5.03%	4.27%	3.72%
流动比率	2.13	2.48	2.55	2.65
速动比率	1.63	1.93	1.97	2.16
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.98	1.00	1.07	1.10
应收账款周转率	4	5	5	5
应付账款周转率	3.59	3.58	3.60	3.61
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.64	0.77	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	0.83	1.27	2.00
每股净资产(最新摊薄)	4.85	5.41	6.09	6.85
<b>估值比率</b>				
P/E	42.74	32.53	26.90	22.87
P/B	4.29	3.84	3.41	3.04
EV/EBITDA	25	17	13	11

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

周明,中国中投证券研究总部通信行业首席分析师, 香港科技大学 MBA, 15 年以上行业经验, 3 年证券行业从业经验

余伟民,中国中投证券研究总部通信行业分析师, 北京大学电子学系本硕, 五年行业经验。

容志能,中国中投证券研究总部通信行业研究助理, 上海交通大学电子科学与技术学士, 浙江大学电子科学与技术硕士, 3 年行业经验。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编: 200082 传真: (021) 62171434