

## 星网锐捷 002396.SZ

## 软硬件与服务一体化的行业解决方案提供商

**本报告导读：**

- 领先的企业级网络设备及行业解决方案提供商
- 公司在企业级网络设备和瘦客户机市场地位突出
- 各行业的信息化推进将驱动公司未来成长

**投资要点：**

● **国内领先的行业解决方案提供商：**公司是国内企业级网络设备及通信终端产品提供商，企业级网络通讯设备、瘦客户机产品、ADSL等通信终端为主要产品，涉及教育、金融、电信和医疗等多个行业，为用户提供定制的一体化解决方案。2009年公司营业收入17.3亿元，同比增长30.8%，净利润1.1亿元，净利率6.2%。

09年公司主营收入中企业级网络设备占比42.4%左右，毛利率57.5%；瘦客户机占比19.9%，毛利率25.2%；而ADSL产品和无线通产品占比20%左右，毛利率水平20%。

● **公司市场地位较突出。**公司在企业级网络设备市场为国内领先品牌，其中教育行业市场占有率30%列第一；在瘦客户机综合市场份额处于行业第一，份额50%以上；在通信终端中无线固话终端产品市场份额第二，ADSL Modem市场份额第五。

● **成长驱动力。**未来行业整体增长推动因素来自于我国各行业信息化建设的深入，及网络产品技术升级后产品更新需求。公司“定制化”行业解决方案相比行业对手具有竞争优势，未来业绩增长动力来源于在优势市场更深入发展，及对政府、医疗等新市场的拓展。

● **募投项目。**公司拟募集资金3.2亿元主要用于扩大网络及通讯终端设备等的产能，以及对固网支付终端ePOS的产业化和DMB产品的研发生产等项目，将有助于缓解公司产能瓶颈，并带来新增长点。

● **盈利预测。**我们预计公司未来几年保持较快成长，预计10-12年公司营收约为22.7亿、29亿和35.6亿元，净利润复合增长29.4%左右，每股收益分别为0.8元、1.03元和1.31元左右。

● **估值与申购建议。**目前，可比同行业公司09-11年的平均PE水平为43.4X，29.3X和22.2X，10年PEG均值为0.85X左右。近期上市中小板科技类公司09-11年的平均PE水平为73X，52X和38X，10年PEG均值为1.5X左右。因公司未来复合成长率低于可比对象，综合考虑，我们给予公司10年PE30-35倍估值，对应合理价格在24~28元左右。给予11年PE25-30倍估值，预计上市首日交易价格区间为26~31元左右，建议投资者谨慎关注公司的投资机会。

请务必阅读正文之后的重要声明

通信设备及服务行业 2010.06.22

**发行上市**

合理估值区间	24~28元
发行方式	网下询价+网上申购
发行价格	23.2元
保荐机构	广发证券
预计上市日期	2010.06

**发行数据**

发行股本（百万股）	44
发行后总股本（百万股）	175.53
流通股比例（%）	25
主要股东	福建电子信息集团
主要股东发行前持股（%）	41

**基础数据（2009年度）**

每股收益（元）	0.808
每股净资产（元）	3.25
毛利率（%）	41.3
ROE-摊薄（%）	24.8
资产负债率（%）	54.4

**发行后股本结构**

股东	百万股	%
电子信息集团	49.53	28.22
维实投资	32.88	18.73
FINET	31.57	17.98
MASTER SKILL	6.58	3.75
社会公众	44	25.07

万阳松 行业研究员

执业证书编号 S0820210010026

电话 021-32229888\*3501

邮箱 wanyangsong@ajzq.com

**相关报告**

图 表 1：可比同行业公司估值水平比较

公司	收盘价	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	10PEG	Growth: 3Y
中兴通讯	32.88	0.858	1.790	2.258	2.885	38.34	18.37	14.56	11.40	0.34	54.2%
武汉凡谷	15.47	0.613	0.784	0.940	1.131	25.22	19.74	16.46	13.68	0.87	22.7%
光迅科技	35.56	0.651	0.811	1.075	1.414	54.61	43.84	33.07	25.15	1.48	29.5%
烽火通信	28.19	0.593	0.836	1.110	1.410	47.51	33.73	25.39	20.00	1.01	33.6%
日海通讯	37.38	0.725	1.131	1.569	2.097	51.53	33.05	23.83	17.82	0.77	42.8%
新海宜	17.19	0.384	0.627	0.860	1.106	44.80	27.41	19.99	15.54	0.64	43.1%
三维通信	14.99	0.361	0.518	0.684	0.863	41.58	28.93	21.92	17.38	0.85	34.0%
<b>中值</b>	<b>28.19</b>	<b>0.613</b>	<b>0.811</b>	<b>1.075</b>	<b>1.410</b>	<b>44.80</b>	<b>28.93</b>	<b>21.92</b>	<b>17.38</b>	<b>0.85</b>	<b>34.0%</b>
<b>均值</b>	<b>25.95</b>	<b>0.598</b>	<b>0.928</b>	<b>1.214</b>	<b>1.558</b>	<b>43.37</b>	<b>29.29</b>	<b>22.18</b>	<b>17.28</b>	<b>0.85</b>	<b>37.1%</b>

来源：Wind，爱建证券研究部（收盘价日期：2010-06-22）

图 表 2：近期上市中小板科技类公司估值水平比较

公司	收盘价	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	10PEG	Growth: 3Y
中利科技	30.98	0.760	1.303	1.749	2.173	40.76	23.78	17.71	14.26	0.55	43.3%
三泰电子	24.68	0.401	0.523	0.673	0.794	61.50	47.18	36.69	31.07	1.84	25.7%
光迅科技	35.56	0.651	0.811	1.075	1.414	54.61	43.84	33.07	25.15	1.48	29.5%
威创股份	20.63	0.326	0.380	0.506	0.660	63.30	54.30	40.77	31.26	2.03	26.7%
辉煌科技	46.61	0.520	0.857	1.289	1.769	89.62	54.41	36.16	26.35	1.07	50.8%
日海通讯	37.38	0.725	1.131	1.569	2.097	51.53	33.05	23.83	17.82	0.77	42.8%
积成电子	37.96	0.513	0.716	1.019	1.931	74.07	53.00	37.27	19.66	0.93	57.2%
键桥通讯	20.71	0.272	0.387	0.499	0.827	76.06	53.57	41.53	25.04	1.17	45.6%
汉王科技	132.9	0.800	1.330	1.889	2.454	166.21	99.92	70.37	54.15	2.17	46.1%
联信永益	30.58	0.669	0.852	1.095	1.375	45.68	35.90	27.92	22.24	1.32	27.1%
漫步者	35.91	0.742	1.078	1.434	1.884	48.42	33.31	25.04	19.07	0.91	36.6%
太极股份	38	0.623	0.875	1.213	1.673	61.04	43.41	31.33	22.71	1.11	39.0%
合众思壮	56.16	0.700	0.878	1.120	1.471	80.29	63.97	50.17	38.18	2.27	28.1%
四维图新	36.5	0.340	0.462	0.654	0.882	107.26	78.95	55.81	41.37	2.11	37.4%
交技发展	37.88	0.511	0.622	0.777	0.964	74.16	60.90	48.77	39.30	2.58	23.6%
<b>中值</b>	<b>36.50</b>	<b>0.623</b>	<b>0.852</b>	<b>1.095</b>	<b>1.471</b>	<b>63.30</b>	<b>53.00</b>	<b>36.69</b>	<b>25.15</b>	<b>1.32</b>	<b>37.41%</b>
<b>均值</b>	<b>41.50</b>	<b>0.570</b>	<b>0.814</b>	<b>1.104</b>	<b>1.491</b>	<b>72.97</b>	<b>51.97</b>	<b>38.43</b>	<b>28.51</b>	<b>1.49</b>	<b>37.31%</b>

来源：Wind，爱建证券研究部（收盘价日期：2010-06-22）

图表3：公司利润表预测

单位：百万元	07A	08A	09A	10E	11E	12E	09Vs08	10Vs09	11Vs10	12Vs11
<b>主营业务收入</b>	<b>1,249.56</b>	<b>1,318.45</b>	<b>1,724.67</b>	<b>2265</b>	<b>2900</b>	<b>3560</b>	<b>30.8%</b>	<b>31.3%</b>	<b>28.0%</b>	<b>22.8%</b>
增长率(%)	36.81%	5.51%	30.81%	31.33%	28.04%	22.76%	25.3%	0.5%	-3.3%	-5.3%
毛利	466.76	542.81	711.66	940	1210	1490	31.1%	32.1%	28.7%	23.1%
综合毛利率(%)	37.35%	41.17%	41.26%	41.50%	41.72%	41.85%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
<b>主营业务成本</b>	<b>782.80</b>	<b>775.64</b>	<b>1,013.02</b>	<b>1325</b>	<b>1690</b>	<b>2070</b>	<b>30.6%</b>	<b>30.8%</b>	<b>27.5%</b>	<b>22.5%</b>
营业税金及附加	1.31	2.96	2.86	3.75	4.80	5.90	-3.6%	31.3%	28.0%	22.8%
占收入比率(%)	0.10%	0.22%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>主营业务利润</b>	<b>465.46</b>	<b>539.85</b>	<b>708.80</b>	<b>936.25</b>	<b>1,205.20</b>	<b>1,484.10</b>	<b>31.3%</b>	<b>32.1%</b>	<b>28.7%</b>	<b>23.1%</b>
期间费用	392.16	476.93	580.23	745.19	945.40	1,149.88	21.7%	28.4%	26.9%	21.6%
期间费用率(%)	31.38%	36.17%	33.64%	32.90%	32.60%	32.30%	-2.5%	-0.7%	-0.3%	-0.3%
销售费用	229.28	258.03	326.87	430.35	548.10	669.28	26.7%	31.7%	27.4%	22.1%
销售费用率(%)	18.35%	19.57%	18.95%	19.00%	18.90%	18.80%	-0.6%	0.0%	-0.1%	-0.1%
管理费用	141.91	191.91	239.86	317.10	400.20	484.16	25.0%	32.2%	26.2%	21.0%
管理费用率(%)	11.36%	14.56%	13.91%	14.00%	13.80%	13.60%	-0.6%	0.1%	-0.2%	-0.2%
财务费用	20.96	26.99	13.50	-2.265	-2.9	-3.56	-50.0%	-116.8%	-28.0%	-22.8%
财务费用率(%)	1.68%	2.05%	0.78%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-1.3%	-0.9%	0.0%	0.0%
资产减值损失	5.14	3.44	3.01	4.53	5.51	6.41	-12.3%	50.3%	21.6%	16.3%
减值损失率(%)	0.41%	0.26%	0.17%	0.20%	0.19%	0.18%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-
投资净收益	1.51	2.27	2.36	2.00	2.00	2.00	3.8%	-15.1%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>69.66</b>	<b>61.76</b>	<b>127.91</b>	<b>188.53</b>	<b>256.29</b>	<b>329.82</b>	<b>107.1%</b>	<b>47.4%</b>	<b>35.9%</b>	<b>28.7%</b>
增长率(%)	36.01%	-11.35%	107.13%	47.39%	35.94%	28.69%	118.5%	-59.7%	-11.5%	-7.2%
营业利润率(%)	5.57%	4.68%	7.42%	8.32%	8.84%	9.26%	2.7%	0.9%	0.5%	0.4%
营业外收支净额	34.46	46.83	51.32	56.63	58.00	71.20	9.6%	10.3%	2.4%	22.8%
占收入比率(%)	2.76%	3.55%	2.98%	2.50%	2.00%	2.00%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	0.0%
<b>利润总额</b>	<b>104.12</b>	<b>108.58</b>	<b>179.24</b>	<b>245.16</b>	<b>314.29</b>	<b>401.02</b>	<b>65.1%</b>	<b>36.8%</b>	<b>28.2%</b>	<b>27.6%</b>
减：所得税	15.26	3.18	16.22	29.42	37.71	48.12	410.5%	81.3%	28.2%	27.6%
实际所得税率(%)	14.65%	2.93%	9.05%	12.00%	12.00%	12.00%	6.1%	2.9%	0.0%	0.0%
<b>净利润</b>	<b>88.87</b>	<b>105.41</b>	<b>163.01</b>	<b>215.74</b>	<b>276.57</b>	<b>352.89</b>	<b>54.7%</b>	<b>32.3%</b>	<b>28.2%</b>	<b>27.6%</b>
减：少数股东损益	28.27	36.24	56.75	75.11	96.29	122.86	56.6%	32.3%	28.2%	27.6%
占净利润比率(%)	31.81%	34.38%	34.82%	34.82%	34.82%	34.82%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>60.59</b>	<b>69.17</b>	<b>106.26</b>	<b>140.63</b>	<b>180.28</b>	<b>230.03</b>	<b>53.6%</b>	<b>32.3%</b>	<b>28.2%</b>	<b>27.6%</b>
增长率(%)	49.64%	14.14%	53.63%	32.35%	28.20%	27.60%	39.5%	-21.3%	-4.1%	-0.6%
净利润率(%)	4.85%	5.25%	6.16%	6.21%	6.22%	6.46%	0.9%	0.0%	0.0%	0.2%
<b>期末每股收益(元)</b>	<b>0.461</b>	<b>0.526</b>	<b>0.808</b>	<b>0.801</b>	<b>1.027</b>	<b>1.310</b>	<b>53.6%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>28.2%</b>	<b>27.6%</b>
<b>最新总股本摊薄 EPS(元)</b>	<b>0.345</b>	<b>0.394</b>	<b>0.605</b>	<b>0.801</b>	<b>1.027</b>	<b>1.310</b>	<b>53.6%</b>	<b>32.3%</b>	<b>28.2%</b>	<b>27.6%</b>

来源：爱建证券研究部预测（模型更新日期：2010-06-22）

## 投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### ● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅20%以上

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅5%~20%

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

### ● 行业评级:

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上;

## 重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。