

通信行业

署名人: 王鹏

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

星网锐捷

002396

推荐

受益信息化深度扩张的企业网民族品牌

近期我们调研了星网锐捷, 重点就公司发展战略及云计算等热点问题进行了沟通。

投资要点:

■ **公司在企业网设备市场稳步推进, 有望借 IPV6 部署打开新局面。**公司在企业网设备(含路由器及交换机)市场的客户集中于教育、金融及政府三行业。教育行业市场份额保持第一; 在金融及政府领域, 为避免与思科、华三等强势厂商正面交锋, 公司采取“农村包围城市”策略, 借成本优势重点开拓二线城市及基层金融网点市场, 取得较快收入增速。2008年至今, 公司在电信市场取得重要突破, 在行业 ICT 等项目集采中连续中标。我们认为, 2011年国内将启动 IPV6 规模部署, 企业网行业面临市场扩容和产品结构升级的双重良机, 公司作为成长中的二线厂商翘楚有望迎来发展良机。

■ **公司瘦客户机产品有望随云计算部署迎来爆发机会。**公司瘦客户机产品连续5年保持国内市场份额第一。该产品作为 PC 终端的替代, 能够让用户在高度集中 IT 资源的基础上对于操作终端进行统一部署, 是云计算在客户端落地的必然之选, 具有可观的发展前景。公司与虚拟服务器巨头 Vmware 开展合作, 以“私有云”为路径, 重点研究云计算在客户端的部署和管理, 显示了公司在云计算领域的务实态度。我们认为, 尽管公司已是瘦客户机市场龙头, 业务增速有所回落, 但云计算带来的潜在市场空间仍然巨大, 有望使该业务具备第二次爆发的潜能。

■ **公司通讯终端产品独具特色, 发展前景可观。**公司终端产品线十分丰富, 涵盖固网及移动支付终端、视频监控终端、视讯娱乐终端等多个领域。整体来看, 公司在终端方面体现“融合型应用”思想, 充分拓展了传统通讯终端在互联网时代的多样化功能, 具有良好的发展前景。我们认为, 该项业务未来3年有望保持50%以上增长率。

■ **公司创业团队常年稳定, 国有大股东管理宽松, 有利公司进一步成长。**公司创业团队为福建实达电脑旗下实达终端、实达网络两分公司的核心管理人员及技术人员, 自98年开始二次创业, 在通讯设备和终端领域具有丰厚的经验积累和技术背景。公司大股东为福建省电子信息集团(隶属福建省国资委), 对公司采取开放式管理政策, 对实际经营干预较少。公司核心技术人员通过员工持股公司方式间接持有公司股权, 股权激励基本到位, 为公司未来发展奠定了良好基础。

■ **盈利预测与估值。**不考虑 IPV6 规模部署及云计算布局加速, 我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.84、1.01、1.24, 现价对应2011-2012年PE分别为39倍、32倍。我们认为公司未来三年增速将在30%以上, 考虑到行业空间和公司潜能, 我们给予一定溢价公司40倍PE, 公司目标价为40元, 给予“推荐”评级。

■ **风险提示:** 市场竞争加剧, 产品毛利下降; 行业 IT 投资受宏观调控影响下滑。

6-12个月目标价: 40.00元

当前股价: 39.80元

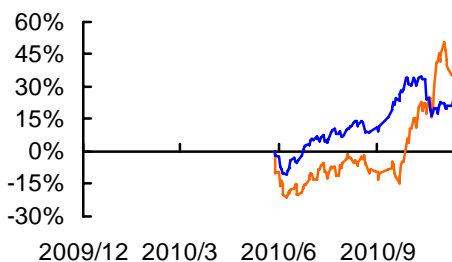
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12303.19
总股本(百万)	176
流通股本(百万)	44
流通市值(亿)	18
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	3.23
资产负债率	54.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
星网锐捷	-11.36	41.69	42.50
深证成份指数	-1.88	7.83	21.76



相关报告

《星网锐捷 002396-受益企业网市场的快速增长, 公司具有良好的成长前景》

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1725	2266	3011	3987
同比(%)	31%	31%	33%	32%
归属母公司净利润(百万元)	106	147	177	218
同比(%)	54%	38%	21%	23%
毛利率(%)	41.3%	42.0%	41.5%	40.7%
ROE(%)	24.8%	9.5%	10.3%	11.3%
每股收益(元)	0.61	0.84	1.01	1.24
P/E	65.75	47.63	39.41	31.98
P/B	16.33	4.52	4.06	3.60
EV/EBITDA	43	32	25	20

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1062	2269	2723	3300	营业收入	1725	2266	3011	3987
现金	364	1254	1400	1549	营业成本	1013	1313	1762	2363
应收账款	360	559	715	940	营业税金及附加	3	4	5	7
其它应收款	19	28	36	47	营业费用	327	436	568	729
预付账款	37	31	46	64	管理费用	240	315	423	566
存货	278	388	517	687	财务费用	14	-3	1	1
其他	4	9	10	13	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	179	146	128	109	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	43	30	32	33	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	106	93	79	65	营业利润	128	200	252	320
无形资产	19	15	10	6	营业外收入	53	49	50	50
其他	10	8	7	5	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1240	2415	2852	3410	利润总额	179	247	300	369
流动负债	649	646	810	1033	所得税	16	22	27	33
短期借款	65	0	0	0	净利润	163	224	273	335
应付账款	219	272	359	489	少数股东损益	57	78	96	117
其他	365	375	452	544	归属母公司净利润	106	147	177	218
非流动负债	25	8	8	8	EBITDA	159	215	271	339
长期借款	8	8	8	8	EPS (元)	0.81	0.84	1.01	1.24
其他	17	0	0	0					
负债合计	674	654	818	1041	主要财务比率				
少数股东权益	138	216	312	428	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	132	176	176	176	成长能力				
资本公积	1	926	926	926	营业收入	30.8%	31.4%	32.9%	32.4%
留存收益	296	442	620	838	营业利润	107.1	56.1%	26.0%	27.3%
归属母公司股东权益	428	1544	1722	1940	归属于母公司净利润	53.6%	38.0%	20.9%	23.2%
负债和股东权益	1240	2415	2852	3410	获利能力				
					毛利率	41.3%	42.0%	41.5%	40.7%
					净利率	6.2%	6.5%	5.9%	5.5%
					ROE	24.8%	9.5%	10.3%	11.3%
					ROIC	52.5%	36.9%	37.8%	36.9%
					偿债能力				
					资产负债率	54.3%	27.1%	28.7%	30.5%
					净负债比率	10.83	1.27%	1.02%	0.80%
					流动比率	1.64	3.51	3.36	3.20
					速动比率	1.21	2.91	2.72	2.53
					营运能力				
					总资产周转率	1.53	1.24	1.14	1.27
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	5.80	5.35	5.59	5.58
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.61	0.84	1.01	1.24
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.98	-0.22	0.84	0.84
					每股净资产(最新摊薄)	2.44	8.80	9.81	11.05
					估值比率				
					P/E	65.75	47.63	39.41	31.98
					P/B	16.33	4.52	4.06	3.60
					EV/EBITDA	43	32	25	20

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 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市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

齐宁, 中投证券研究所通信行业分析师, 中国人民大学金融学硕士, 产业经济学学士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年通信运营商工作经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434