

第一创业证券研究所

郭强 S1080209110064

联系人：叶彦斌

电话：0755-8248 5035

 邮件：yeyanbin@fcsc.cn

星网锐捷（002396.SZ）

——10年业绩快报点评：电信级产品驱动业绩高速增长可预期

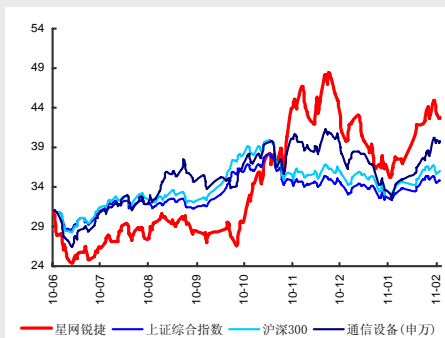
交易数据

| | |
|--------------|---------|
| 52周内股价区间(元): | - |
| 总市值(百万元): | 7495.13 |
| 流通股本(百万股): | 44 |
| 流通股比率(%): | 25.1 |

资产负债表摘要(10/03)

| | |
|------------|---------|
| 股东权益(百万元): | 1501.64 |
| 每股净资产: | 8.55 |
| 市净率: | 4.99 |
| 资产负债率: | 23% |

公司股价与沪深300指数表现对比



近期相关报告

《移动互联网改变人们生活方式的革命-移动互联网策略1即2011通信业投资策略》2011.1

《星网锐捷：踏上电信级产品的星光大道》2011.2

报告要点:

- **公司业绩符合预期，净利润同比增长 30.42%** 2010 年公司业绩增长符合预期，实现营业收入 19.97 亿元，比上年同期增长 15.80%；归属于上市公司股东的净利润 11.38 亿元，比上年同期增长 30.42%，每股 EPS 为 0.79 元，同比 2009 年的 0.61 元，上升 29.5%。
- **电信级产品是公司 2011 年业绩高速增长的驱动力** 2011 年公司主营业务持续突破电信运营商，成功由企业级领域全面进入电信级。2011 年公司主营产品数据网络设备成功中标中国移动二三层交换机集采，市场份额第一。2011 年公司全面进入中国移动 WLAN 集采招标，是唯一同时中标 802.11n 和 802.11g 设备的厂商，成为中国 WLAN 市场的领跑者。同时凭借 IPv6 多年的技术耕耘，我们认为公司有望在中国 IPv6 元年获得不俗的市场表现，全面进入电信级领域，将是公司未来三年业绩高速增长的驱动力。
- **IPv6 驱动网络数据通信设备市场需求，预计总投资 2500-3000 亿** IP 地址码址资源是制约移动互联网和物联网发展的瓶颈。2011 年 2 月 10 号，国际互联网名称和编号分配公司（英文简写：ICANN）官方网站发布：全球最后一批 IPv4 地址分配完毕。从 2 月 11 号开始，互联网向 IPv6 过渡已经进入了实施阶段，下一代互联网 IPv6 大幕已经揭开。工信部电信规划院预测：2011-2015 年需求 IP 地址 345 亿个，目前仅存 2.3 亿个，IP 地址需求缺口巨大，在 IPv6 直接刺激下，中国未来五年 IPv6 总投资规模保守预计在 2500-3000 亿元。
- **2011 年中国 WLAN 市场的领跑者** 公司直接受益于移动互联网“管”“端”“云”战略，WLAN 是 3G 的有效直接补充，2011 年中国 WLAN 市场迎来规模投资的高峰期，预计市场规模突破 100 亿元。中国移动 WLAN 集采招标，公司凭借双主控双电源设计方案，成为唯一同时中标 802.11n 和 802.11g 设备的厂商，成为中国 WLAN 市场的领跑者。
- **风险提示** 公司主要客户为运营商，运营商集采招标直接影响公司业绩。
- **强烈推荐评级** 测算公司 2010~2012 年 EPS 分别为：0.79 (54.0X)、1.22 (35.1X)、1.72 (24.8X) 元，我们坚定看好公司中长期的发展前景，强烈推荐。

| 单位：万元 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 131,845 | 172,467 | 199,479 | 266,559 | 351,423 |
| 同比 (%) | 5.5% | 30.8% | 15.7% | 33.6% | 31.8% |
| 营业毛利 | 54,281 | 71,166 | 84,977 | 114,387 | 151,672 |
| 同比 (%) | 16.3% | 31.1% | 19.4% | 34.6% | 32.6% |
| 归属母公司净利润 | 6,917 | 10,626 | 13,871 | 21,349 | 30,196 |
| 同比 (%) | 14.1% | 53.6% | 30.5% | 53.9% | 41.4% |
| 总股本 (万股) | 17,553.0 | 17,553.0 | 17,557.4 | 17,557.4 | 17,557.4 |
| 每股收益 (元) | 0.39 | 0.61 | 0.79 | 1.22 | 1.72 |
| ROE | 21.5% | 24.8% | 8.9% | 12.1% | 14.6% |
| P/E (倍) | 108.4 | 70.5 | 54.0 | 35.1 | 24.8 |



图表 1: 财务报表预测

| 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 | 1,061.6 | 2,339.0 | 2,975.3 | 3,752.0 | 一、营业收入 | 1,724.7 | 1,994.8 | 2,665.6 | 3,514.2 |
| 货币资金 | 364.0 | 1,351.1 | 1,560.1 | 1,819.7 | 减: 营业成本 | 1,013.0 | 1,145.0 | 1,521.7 | 1,997.5 |
| 交易性金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 营业税金及附加 | 2.9 | 3.5 | 4.7 | 6.3 |
| 应收款项 | 363.8 | 540.6 | 815.6 | 1,144.3 | 销售费用 | 326.9 | 388.5 | 501.3 | 665.3 |
| 预付款项 | 36.9 | 95.9 | 144.9 | 202.5 | 管理费用 | 239.9 | 321.1 | 383.4 | 488.9 |
| 存货 | 278.2 | 315.0 | 418.4 | 549.2 | 财务费用 | 13.5 | -0.6 | -4.3 | -5.5 |
| 其他流动资产 | 18.7 | 36.3 | 36.3 | 36.3 | 资产减值损失 | 3.0 | 4.6 | 6.1 | 7.3 |
| 非流动资产 | 178.6 | 188.9 | 151.3 | 113.8 | 加: 公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股权投资 | 43.0 | 46.4 | 46.4 | 46.4 | 投资收益 | 2.4 | 4.8 | 13.0 | 13.0 |
| 债权与公允价值资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 其中: 联营企业收益 | 2.2 | 4.8 | 13.0 | 13.0 |
| 固定资产 | 106.3 | 112.7 | 77.0 | 41.3 | 二、营业利润 | 127.9 | 137.5 | 265.7 | 367.5 |
| 在建工程 | 2.3 | 4.8 | 4.9 | 4.9 | 加: 营业外收入 | 53.3 | 77.9 | 80.2 | 82.6 |
| 油气和生物性资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 减: 营业外支出 | 2.0 | 0.9 | 1.1 | 1.3 |
| 无形及递延性资产 | 22.1 | 20.0 | 18.1 | 16.2 | 三、利润总额 | 179.2 | 214.5 | 344.8 | 448.9 |
| 其它非流动资产 | 4.8 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 减: 所得税费用 | 16.2 | 22.1 | 51.7 | 67.3 |
| 资产总计 | 1,240.2 | 2,527.9 | 3,126.6 | 3,865.8 | 四、净利润 | 163.0 | 192.3 | 293.1 | 381.5 |
| 流动负债 | 648.9 | 802.7 | 1,108.4 | 1,466.1 | 归属母公司净利润 | 106.3 | 138.7 | 213.5 | 302.0 |
| 短期借款 | 64.7 | 46.0 | 46.0 | 46.0 | 少数股东损益 | 56.8 | 53.6 | 79.6 | 79.6 |
| 应付账款 | 360.3 | 552.3 | 828.8 | 1,163.0 | 五、总股本(百万股) | 175.5 | 175.6 | 175.6 | 175.6 |
| 预收帐款 | 22.6 | 55.2 | 89.7 | 127.6 | EPS(元) | 0.61 | 0.79 | 1.22 | 1.72 |
| 其它流动负债 | 201.3 | 149.2 | 143.9 | 129.4 | | | | | |
| 非流动负债 | 25.1 | 22.9 | 22.9 | 22.9 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 8.3 | 7.7 | 7.7 | 7.7 | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 专项及预计负债 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 成长能力 | | | | |
| 其它非流动负债 | 16.8 | 15.3 | 15.3 | 15.3 | 营业收入 | 30.8% | 15.7% | 33.6% | 31.8% |
| 负债合计 | 674.0 | 825.6 | 1,131.3 | 1,489.0 | 营业毛利 | 31.1% | 19.4% | 34.6% | 32.6% |
| 少数股东权益 | 138.4 | 149.5 | 229.1 | 308.7 | 主业盈利 | 58.0% | -3.8% | 86.3% | 40.0% |
| 股本 | 131.5 | 175.6 | 175.6 | 175.6 | 母公司净利 | 53.6% | 30.5% | 53.9% | 41.4% |
| 资本公积与其它 | 16.0 | 958.1 | 958.1 | 958.1 | 获利能力 | | | | |
| 留存收益 | 280.3 | 419.1 | 632.5 | 934.5 | 毛利率 | 41.3% | 42.6% | 42.9% | 43.2% |
| 股东权益合计 | 427.8 | 1,552.7 | 1,766.2 | 2,068.2 | 主业盈利/收入 | 8.2% | 6.8% | 9.5% | 10.1% |
| 负债和股东权益 | 1,240.2 | 2,527.9 | 3,126.6 | 3,865.8 | ROS | 9.5% | 9.6% | 11.0% | 10.9% |
| | | | | | ROE | 24.8% | 8.9% | 12.1% | 14.6% |
| | | | | | ROIC | 32.5% | 12.0% | 16.1% | 18.0% |
| 现金流量表 | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 资产负债率 | 54.3% | 32.7% | 36.2% | 38.5% |
| 经营活动现金流 | 347.4 | 111.3 | 191.7 | 241.1 | 利息保障倍数 | 12.1 | -297.1 | -68.3 | -68.8 |
| 净利润 | 163.0 | 192.3 | 293.1 | 381.5 | 速动比率 | 1.18 | 2.48 | 2.27 | 2.16 |
| 折旧摊销 | 20.9 | 16.9 | 43.7 | 44.9 | 经营现金净额/当期债务 | 5.37 | 2.42 | 4.17 | 5.24 |
| 财务费用 | 12.4 | -0.6 | -4.3 | -5.5 | 营运能力 | | | | |
| 投资损失 | -2.4 | -4.8 | -13.0 | -13.0 | 总资产周转率 | 1.39 | 0.79 | 0.85 | 0.91 |
| 营运资金变动 | 152.8 | 125.9 | -127.7 | -166.8 | 应收款天数 | 75.93 | 97.57 | 110.15 | 117.22 |
| 其它变动 | 0.6 | -218.3 | 0.0 | 0.0 | 存货天数 | 98.85 | 99.04 | 98.98 | 98.98 |
| 投资活动现金流 | -44.1 | -30.2 | 12.9 | 12.9 | 每股指标(元) | | | | |
| 资本支出 | -21.0 | -33.7 | -0.1 | -0.1 | 主业盈利/股本 | 0.81 | 0.78 | 1.45 | 2.03 |
| 长期投资 | -23.2 | -1.8 | 0.0 | 0.0 | 每股经营现金流 | 1.98 | 0.63 | 1.09 | 1.37 |
| 其它变动 | 0.0 | 5.4 | 13.0 | 13.0 | 每股净资产 | 1.65 | 7.99 | 8.75 | 10.02 |
| 筹资活动现金流 | -188.9 | 923.1 | 4.3 | 5.5 | 估值比率 | | | | |
| 债务融资 | -149.1 | -19.4 | 0.0 | 0.0 | P/E | 70.54 | 54.05 | 35.12 | 24.83 |
| 权益融资 | 0.0 | 1,011.3 | 0.0 | 0.0 | P/B | 25.89 | 5.34 | 4.88 | 4.26 |
| 其它变动 | -39.8 | -68.8 | 4.3 | 5.5 | P/S | 4.35 | 3.76 | 2.81 | 2.13 |
| 汇率变动影响 | -0.1 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | EV/EBITDA | 32.73 | 41.22 | 20.60 | 14.79 |
| 现金净增加额 | 114.3 | 1,004.1 | 209.0 | 259.6 | | | | | |

数据来源: 公司年报、第一创业研究所预测

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|--------|------|------------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数 |

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238



P.R.China:100140

P.R.China:200120
