

2010-10-19

通信设备

星网锐捷 002396.SZ

首次

增持

当前价格	27.32 元
目标价格	30 元
目标期限	6 个月

分析师：周励谦

(执业证书编号：S0930209050199)

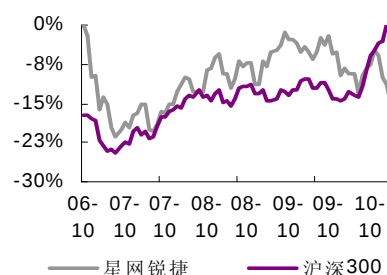
021-22169175

zhouliqian@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	176
总市值(百万元)	4,795
流通比例(%)	25.07%
12 个月最高/最低(元)	32.32/23.91
近 3 月日均成交量(百万股)	2.79
主要股东	福建省电子信息(集团)有限责任公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-25.05	-17.34	0.00
绝对收益	-7.07	8.50	0.00

长期受益信息化建设中的更新换代需求

◇ 事件：公司公布 2010 三季度报

◆ 三季度增速小幅放缓，全年增速有望保持

公司公布 2010 三季度报，1-9 月份实现营业收入 12 亿元，同比增长 17.5%。同期归属于母公司所有者的净利润为 0.89 亿元，同比增长 30.6%，折合每股收益 0.5 元。

公司 2010 年第三季度实现收入 4.72 亿元，较 09 年同比增长 13%。归属于母公司所有者的净利润为 0.4 亿元，同比增长 16.5%，折合每股收益 0.23 元。虽然公司 2010 年第三季度收入和净利润增速有所放缓，但我们预计 2010 年全年净利润增长仍有望达到 30%以上。

◆ 毛利率小幅提升，期间费用率提升缘自研发投入增加

2010 年第三季度公司毛利率为 43.6%，较 09 年同期上升 2 个百分点。同期的期间费用率达到了 33.5%，与去年同期相比上升 3.6 个百分点。其中销售费用率 19%，同比上升 1.5 个百分点；管理费用率 15%，同比上升 3.5 个百分点；财务费用率-0.5%，同比下降 1.3 个百分点。

管理费用增幅较大主要是由于公司加大了高端交换机、路由器、物联网及云计算等方向的研发投入，研发支出同比增加。

◆ 信息化建设推进企业网设备升级换代

从行业角度来看，在全国上下加快信息化建设的大背景下，企业网络设备的升级换代行情持续，整体市场需求将保持增长。公司专注于企业网领域，其产品在教育网市场占有率最高，当前正在由教育网向政府和医疗、金融其他行业进行拓展。因此公司将在行业需求扩大的过程中充分受益，未来 2~3 年将有望保持较高的增长。

◆ 当前估值较为合理，给予“增持”评级

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.83 元、1.06 元和 1.28 元。公司当前股价对应 2010 年和 2011 年 PE 为 33 倍和 26 倍，当前股价估值较为合理，给予“增持”评级。

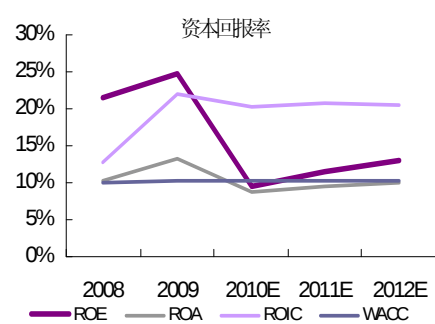
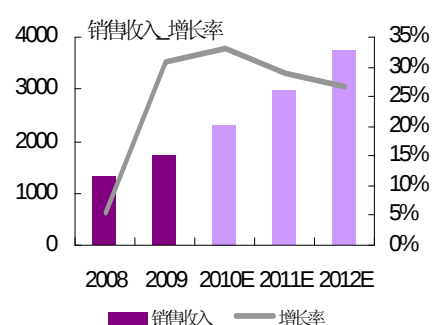
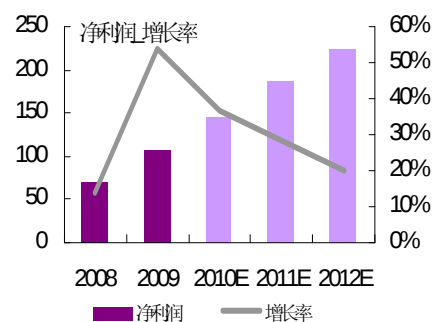
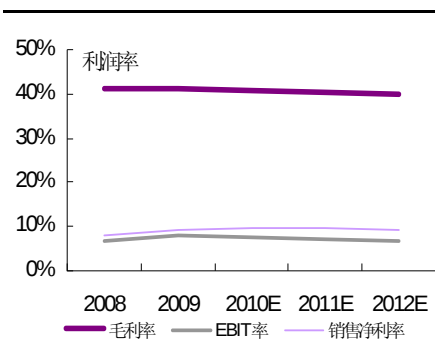
业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,318	1,725	2,294	2,960	3,749
营业收入增长率	5.51%	30.81%	33.02%	29.02%	26.66%
净利润(百万元)	69	106	145	187	224
净利润增长率	14.14%	53.63%	36.85%	28.53%	19.84%
EPS(元)	0.39	0.61	0.83	1.06	1.28
ROE(摊薄)	21.51%	24.84%	9.42%	11.46%	13.07%
P/E	69	45	33	26	21
P/B	15	11	3	3	3

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,318	1,725	2,294	2,960	3,749
营业成本	776	1,013	1,356	1,760	2,259
折旧和摊销	17	18	18	21	24
营业税费	3	3	5	6	4
销售费用	258	327	436	562	712
管理费用	192	240	321	414	517
财务费用	27	14	-3	-10	-10
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2	2
营业利润	62	128	176	225	264
利润总额	109	179	242	311	373
少数股东损益	36	57	75	96	115
归属母公司净利润	69.17	106.26	145.41	186.90	223.98

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,018	1,240	2,537	2,952	3,433
流动资产	866	1,062	2,341	2,699	3,149
货币资金	232	364	1,414	1,558	1,732
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	351	360	436	506	605
应收票据	5	4	5	6	7
其他应收款	17	19	30	36	41
存货	252	278	402	523	673
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	17	43	44	45	46
固定资产	105	106	122	164	189
无形资产	20	19	18	17	16
总负债	601	674	781	1,011	1,295
无息负债	379	601	773	1,003	1,287
有息负债	222	73	8	8	8
股东权益	417	566	1,756	1,940	2,138
股本	132	132	176	176	176
公积金	10	16	956	975	997
未分配利润	180	280	411	480	540
少数股东权益	95	138	213	310	425

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	113	347	164	288	335
净利润	69	106	145	187	224
折旧摊销	17	18	18	21	24
净营运资金增加	33	-60	188	137	174
其他	-7	283	-187	-57	-87
投资活动产生现金流	-21	-44	-39	-75	-53
净资本支出	22	21	40	76	54
长期投资变化	17	43	-1	-1	-1
其他资产变化	-60	-108	-78	-149	-106
融资活动现金流	-83	-189	925	-69	-107
股本变化	0	0	44	0	0
债务净变化	-47	-149	-65	0	0
无息负债变化	-67	222	172	230	284
净现金流	9	114	1,050	144	174

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	5.51%	30.81%	33.02%	29.02%	26.66%
净利润增长率	14.14%	53.63%	36.85%	28.53%	19.84%
EBITDA 增长率	0.53%	51.91%	20.46%	23.91%	17.74%
EBIT 增长率	-2.97%	60.81%	22.99%	24.79%	17.95%
估值指标					
PE	69	45	33	26	21
PB	15	11	3	3	3
EV/EBITDA	39	25	22	19	17
EV/EBIT	46	28	25	21	18
EV/NOPLAT	48	31	27	23	20
EV/Sales	3	2	2	1	1
EV/IC	6	7	6	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	41.17%	41.26%	40.88%	40.54%	39.75%
EBITDA 率	7.84%	9.10%	8.24%	7.92%	7.36%
EBIT 率	6.56%	8.06%	7.45%	7.21%	6.71%
税前净利润率	8.24%	10.39%	10.55%	10.51%	9.95%
税后净利润率 (归属母公司)	5.25%	6.16%	6.34%	6.31%	5.97%
ROA	10.35%	13.14%	8.68%	9.59%	9.89%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.51%	24.84%	9.42%	11.46%	13.07%
经营性 ROIC	12.85%	21.91%	20.33%	20.71%	20.49%
偿债能力					
流动比率	1.46	1.64	3.17	2.84	2.60
速动比率	103.61%	120.74%	262.36%	229.24%	204.84%
归属母公司权益/有息债务	1.45	5.86	185.43	195.97	205.87
有形资产/有息债务	4.46	16.62	302.39	352.28	410.22
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.39	0.61	0.83	1.06	1.28
每股红利	0.00	0.00	0.56	0.81	0.97
每股经营现金流	0.64	1.98	0.94	1.64	1.91
每股自由现金流(FCFF)	0.28	1.06	-0.28	0.03	0.17
每股净资产	1.83	2.44	8.79	9.29	9.76
每股销售收入	7.51	9.83	13.07	16.86	21.36

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。