

快速成长的云计算整体解决方案提供商

公司研究简报

◆事件:

公司公布 2011 年上半年业绩,营业收入达到 10.2 亿元、同比增长 40%; 归属上市公司所有者的净利润达到 4861 万元,同比增长 0.77%。其中, 第二季度单季业绩实现了强劲增长,收入和净利润分别为 6.61 亿元和 6208 万元,同比增长分别达到 80%和 86%。

◆瘦客户机、企业网络设备等产品增长较快,整体毛利率有所下降

与 2010 年同期相比,报告期内公司的主要产品均实现了较快增长。瘦客户机产品收入增长 74%;企业网络产品增长 34.5%,其中主要是交换机等产品增长较快,路由器等产品收入增长幅度;系统集成、音视频产品等其他产品更是实现了 93%的收入增长。通讯类产品收入则同比下滑 12.6%,其中 ADSL Modem 的收入下滑 55%,无线通的收入增长 84%。这说明,随着宽带用户普及率的提升以及光纤到户的规模建设,对 ADSL Modem 的需求正在收缩。

2011 年上半年整体毛利率下降 2.3 个百分点。毛利率下降的主要原因是系统集成等其他类业务的毛利率出现了 17.4 个百分点的下滑,瘦客户机、通讯产品的毛利率亦有 1 个百分点左右的下降。但公司的企业网设备保持了 55%左右的高毛利率水平,成为公司利润的重要来源。

◆剔除资产减值损失增加、营业外收入减少的因素,净利润同比增长 30%

报告期内公司收入大幅增长、净利润仅微幅增长的原因,除了毛利率下滑外,还有三个方面的重要原因,分别是:国家征收城市维护建设税和教育费附加同比增加 500 余万、应收账款计提造成的资产减值损失增加 500 余万,以及主要由增值税返还下降造成的营业外收入减少 900 万,三方面因素合计造成税前利润减少 2000 万左右。我们测算后发现,如果剔除应收账款计提减值和增值税返减少这两方面因素,上半年净利润增速可达 30%。

◆2011-12 年 EPS 分别有望达 0.53、0.72 元:目标价 19 元、买入评级

我们经过测算,认为公司 2011-2012 年 EPS 分别有望达到 0.53、0.72 元。我们给予公司目标价 19 元,“买入”评级。

◆风险提示:

企业网产品受到华为、中兴等一线厂商的挤压造成毛利率显著下降

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,725	1,997	2,722	3,392	4,175
营业收入增长率	30.81%	15.80%	36.29%	24.61%	23.09%
净利润(百万元)	106	139	187	252	305
净利润增长率	53.63%	30.43%	34.95%	34.50%	21.17%
EPS(元)	0.30	0.39	0.53	0.72	0.87
ROE(归属母公司) (摊薄)	24.84%	8.88%	10.81%	13.49%	15.28%
P/E	51	39	29	21	18

买入(上调)

当前价/目标价: 15.30/19.00 元

目标期限: 6 个月

分析师

周励谦 (执业证书编号: S0930510120024)

021-22169175

zhouliqian@ebsecn.com

联系人

盛震山

021-22169168

shengzs@ebsecn.com

宋嘉吉

021-22169315

songjiagi@ebsecn.com

市场数据

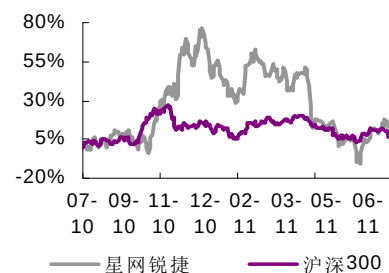
总股本(亿股): 3.51

总市值(亿元): 53.71

一年最低/最高(元): 13.60/49.60

近 3 月换手率: 18.79%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	11.94	-4.20	6.81
绝对	11.03	-11.35	13.54

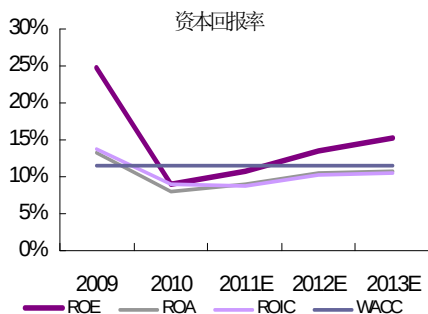
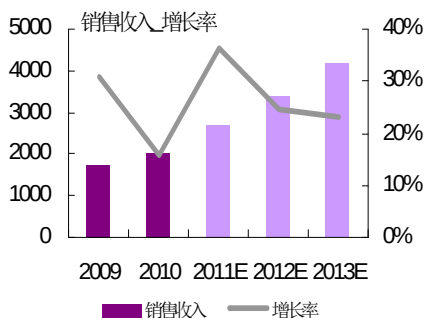
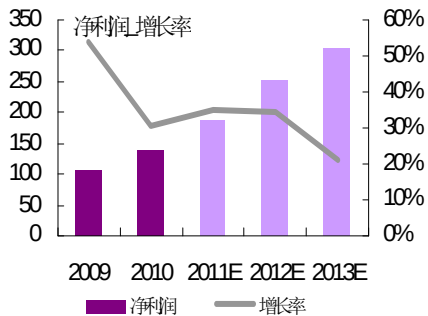
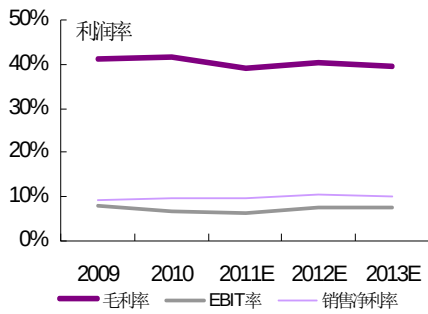
相关研报

布局云计算,未来市场空间广阔

..... 2011-04-07

长期受益信息化建设中的更新换代需求

..... 2010-10-20



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,725	1,997	2,722	3,392	4,175
营业成本	1,013	1,165	1,654	2,028	2,524
折旧和摊销	18	20	21	25	29
营业税费	3	7	5	7	8
销售费用	327	375	476	594	710
管理费用	240	310	411	509	618
财务费用	14	-2	-10	-7	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	3	2	2
营业利润	128	140	185	260	313
利润总额	179	229	306	411	498
少数股东损益	57	56	73	98	119
归属母公司净利润	106.26	138.60	187.03	251.55	304.81

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,240	2,466	2,880	3,331	3,950
流动资产	1,062	2,226	2,625	3,023	3,616
货币资金	364	1,251	1,344	1,444	1,670
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	360	466	680	848	1,044
应收票据	4	4	5	7	8
其他应收款	19	26	35	41	46
存货	278	446	493	602	747
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	43	43	44	45	46
固定资产	106	127	152	200	227
无形资产	19	5	5	5	5
总负债	674	754	926	1,144	1,514
无息负债	601	657	918	1,136	1,415
有息负债	73	97	7	7	100
股东权益	566	1,712	1,955	2,187	2,436
股本	132	176	351	351	351
公积金	16	978	821	847	877
未分配利润	280	407	558	667	767
少数股东权益	138	152	225	322	441

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	347	22	207	265	337
净利润	106	139	187	252	305
折旧摊销	18	20	21	25	29
净营运资金增加	21	322	355	368	426
其他	202	-459	-357	-380	-422
投资活动产生现金流	-44	-85	-38	-75	-53
净资本支出	21	85	40	76	54
长期投资变化	43	43	-1	-1	-1
其他资产变化	-108	-213	-77	-149	-106
融资活动现金流	-189	971	-76	-90	-59
股本变化	0	44	176	0	0
债务净变化	-149	24	-90	0	93
无息负债变化	222	55	262	218	278
净现金流	114	907	93	100	226

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	30.81%	15.80%	36.29%	24.61%	23.09%
净利润增长率	53.63%	30.43%	34.95%	34.50%	21.17%
EBITDA 增长率	51.91%	0.98%	21.77%	43.12%	22.81%
EBIT 增长率	60.81%	-0.65%	24.27%	46.42%	23.55%
估值指标					
PE	51	39	29	21	18
PB	13	3	3	3	3
EV/EBITDA	17	16	29	21	19
EV/EBIT	19	19	32	23	20
EV/NOPLAT	21	22	38	28	24
EV/Sales	2	1	2	2	2
EV/IC	3	2	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	41.26%	41.69%	39.22%	40.20%	39.53%
EBITDA 率	9.10%	7.94%	7.09%	8.15%	8.13%
EBIT 率	8.06%	6.92%	6.31%	7.41%	7.44%
税前净利润率	10.39%	11.47%	11.23%	12.12%	11.93%
税后净利润率 (归属母公	6.16%	6.94%	6.87%	7.42%	7.30%
ROA	13.14%	7.88%	9.02%	10.49%	10.72%
ROE (归属母公司) (摊	24.84%	8.88%	10.81%	13.49%	15.28%
经营性 ROIC	13.72%	8.91%	8.77%	10.36%	10.60%
偿债能力					
流动比率	1.64	3.01	2.95	2.78	2.52
速动比率	1.21	2.41	2.40	2.23	2.00
归属母公司权益/有息债务	5.86	16.02	232.98	251.11	19.96
有形资产/有息债务	16.62	25.17	386.58	447.26	39.43
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.30	0.39	0.53	0.72	0.87
每股红利	0.00	0.05	0.33	0.50	0.60
每股经营现金流	0.99	0.06	0.59	0.75	0.96
每股自由现金流(FCFF)	0.30	-0.76	-0.64	-0.58	-0.52
每股净资产	1.22	4.45	4.93	5.31	5.68
每股销售收入	4.91	5.69	7.75	9.66	11.89

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

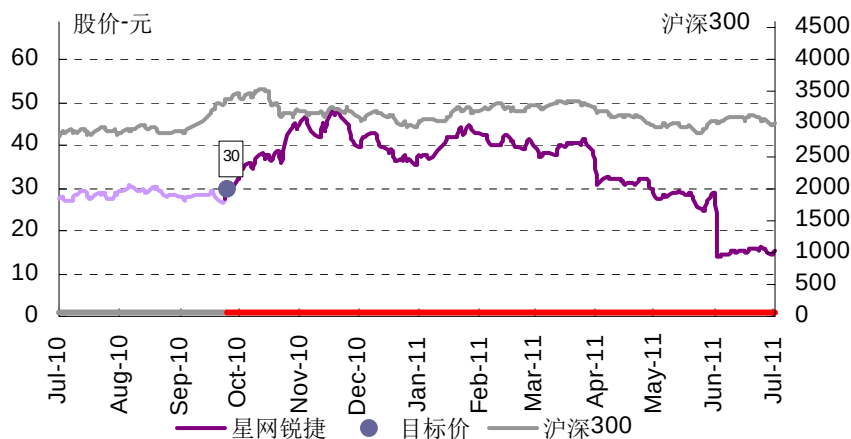
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。1999 起就职于中兴通讯股份有限公司，先后从事产品研发、技术支持、市场策划等工作，2001 年至 2007 年历任事业部驻京首席代表，策划部部长、3G 市场总监等职。2007 年加入光大证券研究所，现主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2008 年水晶球最佳分析师第一名，新财富最佳分析师第三名。

投资建议历史表现图

星网锐捷（002396）



日期	股价	目标	评级
2010-10-20	27.32	30.00	增持
2011-04-07	38.13	40.00	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

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

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com