

星网锐捷二季报点评

收入开始逆转，发展符合预期

报告关键点:

■ 二季度当期实现利润转正，得益于公司在瘦客户机、企业网络产品、其他产品均有较快的发展。

报告摘要:

➤ 二季度增长喜人，扭转此前“颓势”

- 公司在报告期营业收入增长39.94%，达到10亿元，归属上市公司净利润增长率为0.77%。由于公司一季度净利润为-1852万，二季度当期实现利润转正，达到6496万，这种变化是相当积极的；
- 得益于公司在瘦客户机、企业网络产品、其他产品（包括支付、DMB、VOIP、GPS、安防）均有较快的发展，公司在二季度实现同比收入较快；
- 下半年，对于公司业绩弹性较大的领域依旧是企业网络产品。因为企业网络产品的利润率最高，且不受运营商投资大周期波动影响，公司将继续在商业、教育、政府、金融、运营商、其他领域有所突破与份额提升；
- 作为企业网络产品（交换机、路由器、瘦客户机）产品的国内龙头企业，公司在教育行业（市场份额约35%）的优势已经相当明显，而政府、运营商、金融、商业等领域相对份额不高，市场潜力较大，横向扩张的基础是公司全国的营销网络，以及“做一个，深入一个”的行业发展策略，企业网络产品的空间较大，约为200亿元人民币，为公司产品销售收入的约20倍，我们认为在几年内，市场还不存在天花板。

➤ 费用率控制较好，产品结构带来的毛利率下降

- 公司的销毛利率下降了2.3个百分点，造成这种变化的原因主要是由于其他产品的利润率下滑（-17.41%）过快；销售费用率、管理费用率都得到了较好的控制，但由于增值税退税原因，营业外收入同比也有-2.4%的下降；

➤ 投资建议

- 我们估计，11年、12年公司的收入增速为43.9%、33.7%，净利润增速为33.9%、32.9%。对应EPS分别为0.53元、0.70元。维持增持-A的投资评级。

➤ 风险提示

- 华为、中兴等公司进入该领域，中长期带来的行业格局变化的风险；
- 由于产品结构变化带来的利润率下滑的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,724.7	1,997.2	2,873.6	3,842.4	4,895.1
Growth(%)	30.8%	15.8%	43.9%	33.7%	27.4%
净利润	106.3	138.6	185.6	246.7	307.8
Growth(%)	53.6%	30.4%	33.9%	32.9%	24.8%
毛利率(%)	41.3%	41.7%	40.0%	40.6%	40.8%
净利润率(%)	6.2%	6.9%	6.5%	6.4%	6.3%
每股收益(元)	0.61	0.79	0.53	0.70	0.88
每股净资产(元)	2.44	8.89	5.47	6.18	7.05
市盈率	66.5	51.0	76.2	57.3	45.9
市净率	16.5	4.5	7.4	6.5	5.7
净资产收益率(%)	28.8%	11.4%	13.1%	14.8%	15.6%
ROIC(%)	22.0%	24.3%	23.1%	23.4%	22.3%
EV/EBITDA	-	44.6	62.9	44.2	34.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

19.00 元

期限: 3个月 上次预测: 22.43 元

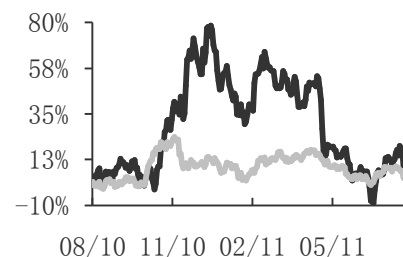
现价(2011年07月29日): 14.92 元

报告日期:

2011-08-01

总市值(百万元)	5,237.82
流通市值(百万元)	3,628.62
总股本(百万股)	351.06
流通股本(百万股)	243.21
12个月最低/最高	13.60/49.60 元
十大流通股东(%)	72.09%
股东户数	13,922

12个月股价表现



— 星网锐捷 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.42	2.84	6.88
绝对收益	5.05	(4.07)	10.48

侯利

021-68763972
执业证书编号

高级行业分析师

houli@essence.com.cn
S1450511020031

报告联系人

王学恒

010-66581621
wangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

星网锐捷: 网络产品和云计算是 2011 年的看点

2011-04-08

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-4-8		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	30.8%	15.8%	43.9%	33.7%	27.4%
减: 营业成本	1,724.7	1,997.2	2,873.6	3,842.4	4,895.1	营业利润增长率	107.1%	9.6%	62.7%	43.7%	30.1%
营业税费	2.9	6.6	9.5	12.7	16.1	净利润增长率	53.6%	30.4%	33.9%	32.9%	24.8%
销售费用	326.9	375.0	502.9	672.4	856.6	EBITDA 增长率	50.8%	-0.8%	39.2%	44.7%	30.7%
管理费用	239.9	310.0	416.7	557.1	709.8	EBIT 增长率	59.3%	-2.5%	50.8%	46.3%	31.3%
财务费用	13.5	-2.3	-20.2	-23.6	-26.9	NOPLAT 增长率	33.3%	8.8%	39.2%	34.0%	25.4%
资产减值损失	3.0	2.8	11.7	12.5	13.6	投资资本增长率	-1.1%	46.0%	32.6%	31.5%	26.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	35.9%	202.5%	26.9%	17.4%	18.5%
投资和汇兑收益	2.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4						
营业利润	127.9	140.2	228.1	327.7	426.2	利润率					
加: 营业外净收支	51.3	88.9	106.8	117.5	129.3	毛利率	41.3%	41.7%	40.0%	40.6%	40.8%
利润总额	179.2	229.1	334.9	445.2	555.5	营业利润率	7.4%	7.0%	7.9%	8.5%	8.7%
减: 所得税	16.2	34.6	50.2	66.8	83.3	净利润率	6.2%	6.9%	6.5%	6.4%	6.3%
净利润	106.3	138.6	185.6	246.7	307.8	EBITDA/营业收入	9.2%	7.9%	7.6%	8.2%	8.5%
						EBIT/营业收入	8.2%	6.9%	7.2%	7.9%	8.2%
资产负债表						运营效率					
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	固定资产周转天数	22	21	20	19	17
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	134	140	138	142	147
应收账款	378.7	492.1	789.5	1,055.6	1,344.8	流动资产周转天数	201	296	316	292	278
应收票据	3.8	4.3	7.9	10.5	13.4	应收账款周转天数	78	78	80	86	88
预付账款	36.9	28.3	30.0	32.3	35.2	存货周转天数	56	66	58	51	52
存货	278.2	445.9	472.5	625.5	794.3	总资产周转天数	236	334	347	317	300
其他流动资产	-0.0	4.8	4.8	4.8	4.8	投资资本周转天数	166	176	168	166	167
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	28.8%	11.4%	13.1%	14.8%	15.6%
长期股权投资	43.0	42.6	43.0	43.0	43.0	ROA	13.1%	7.9%	9.3%	10.2%	10.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	22.0%	24.3%	23.1%	23.4%	22.3%
固定资产	106.3	127.3	194.7	215.6	241.4	费用率					
在建工程	2.3	55.9	-	-	-	销售费用率	19.0%	18.8%	17.5%	17.5%	17.5%
无形资产	19.1	5.4	5.0	4.7	4.4	管理费用率	13.9%	15.5%	14.5%	14.5%	14.5%
其他非流动资产	7.8	9.0	15.2	16.8	18.9	财务费用率	0.8%	-0.1%	-0.7%	-0.6%	-0.6%
资产总额	1,240.2	2,466.4	3,070.0	3,702.6	4,458.8	三费/营业收入	33.6%	34.2%	31.3%	31.4%	31.4%
短期债务	64.7	90.0	-	-	-	偿债能力					
应付账款	253.4	347.1	434.7	575.5	730.8	资产负债率	54.3%	30.6%	29.2%	31.1%	32.2%
应付票据	141.1	121.3	236.3	312.8	397.2	负债权益比	119.0%	44.0%	41.3%	45.1%	47.5%
其他流动负债	189.5	180.2	211.0	248.0	292.4	流动比率	1.64	3.01	3.19	3.01	2.92
长期借款	8.3	7.4	7.4	7.4	7.4	速动比率	1.20	2.40	2.65	2.46	2.36
其他非流动负债	16.8	7.8	7.8	7.8	7.8	利息保障倍数	10.47	-58.97	-10.27	-12.91	-14.82
负债总额	674.0	753.9	897.3	1,151.6	1,435.6	分红指标					
少数股东权益	138.4	151.8	250.9	382.7	547.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	131.5	175.5	351.0	351.0	351.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	296.3	1,385.1	1,570.7	1,817.3	2,125.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	566.2	1,712.4	2,172.6	2,551.1	3,023.2						
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.61	0.79	0.53	0.70	0.88
加: 折旧和摊销	17.9	20.4	10.9	12.5	14.5	BVPS(元)	2.44	8.89	5.47	6.18	7.05
资产减值准备	3.0	2.8	11.7	12.5	13.6	PE(X)	66.5	51.0	76.2	57.3	45.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	16.5	4.5	7.4	6.5	5.7
财务费用	25.8	12.4	5.5	-20.2	-23.6	P/FCF	-209.5	-35.2	-50.3	-59.9	-65.6
投资收益	-2.4	0.3	0.3	0.4	0.4	P/S	4.1	3.5	4.9	3.7	2.9
少数股东损益	56.8	55.9	99.1	131.8	164.4	EV/EBITDA	-	44.6	62.9	44.2	34.3
营运资金的变动	152.8	-215.8	-108.9	-184.0	-195.5	CAGR(%)	32.4%	34.4%	135.9%	214.2%	691.5%
经营活动产生现金流量	347.4	21.8	178.5	196.2	278.3	PEG	2.1	1.5	0.6	0.3	0.1
投资活动产生现金流量	-44.1	-85.4	-27.7	-33.4	-40.4	ROIC/WACC	2.4	2.6	2.5	2.5	2.4
融资活动产生现金流量	-188.9	971.0	105.7	23.6	26.9	REP	-	2.3	3.6	2.7	2.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034