

业绩保持稳定增长，向安防监控领域进军

公司研究简报

◆事件:

公司发布 2011 年三季报, 前三季度实现收入 17.2 亿元, 同比增长 43% (其中网络终端收入增长 53.49%、企业级网络设备收入增长 36.97%), 实现净利润 1.03 亿元, 同比增长 16.7%。其中, 第三季度单季业绩实现收入 7 亿元, 同比增长 48%, 净利润 0.55 亿元, 同比增长 36%。报告期业绩符合我们的预期。

◆净利润增速低于收入增速, 软件退税退税影响较大、将于四季度确认

报告期内公司净利润增长幅度低于收入增长, 原因包括毛利率下降、营业税及附加费增加、软件退税未确认, 以及坏账计提增长等。我们认为后两个因素造成的损失有望在四季度的报表中得到弥补。

首先, 报告期内毛利率同比下滑 2 个百分点, 下滑幅度比上半年略有收窄。毛利率下滑主要是由于瘦客户机、ePOS 等相对低毛利率的业务收入增长较网络产品更快, 因此造成整体毛利率结构性下滑。

其次, 营业税及教育、城建附加费同比增长 528, 较 2010 年同期多出 1000 余万。

第三, 报告期的营业外收入比上年同期减少 33%, 系国家相关的软件退税实施细则出台较晚所致, 数额约为 2500-3000 万元左右。

最后, 由于期末应收账款余额增加, 公司报告期内计提的资产减值损失报告期比上年同期增加 260%, 对营业利润造成的影响约为 300-400 万元。

◆投资 1500 万元设立安防科技公司, 布局安监领域

公司与三位自然人共同出资 2500 万元设立福建星网锐捷安防科技有限公司, 其中公司出资 1500 万元、占 60% 股份。公司将利用自身的资金、品牌、在电子信息设备产品的生产和信息技术服务领域的优势, 以及在安防视频监控方面的研发技术的积累, 力争在安监领域开辟出新的利润增长点。

◆业绩增长确定性强、估值较低, 维持“买入”评级

我们略微下调公司的盈利预测, 预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.49 元、0.64 元。但由于公司在云计算等战略性新兴产业领域的广泛布局并具备累积优势, 未来业绩增长确定性仍较强, 当前估值水平具备相当吸引力, 因此维持“买入”评级, 目标价 15 元。

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	174	224	286
净利润增长率	53.63%	30.43%	25.31%	28.83%	27.66%
EPS (元)	0.30	0.39	0.49	0.64	0.81
ROE (摊薄)	24.84%	8.88%	10.12%	12.21%	14.56%
P/E	41	31	25	19	15

买入 (维持)

当前价/目标价: 12.40/15.00 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

songjiayi@ebsecn.com

市场数据

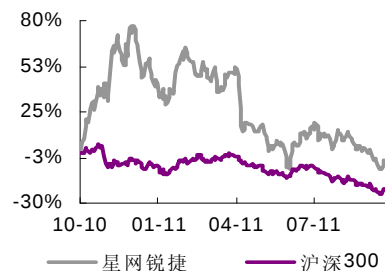
总股本(亿股): 3.51

总市值(亿元): 43.53

一年最低/最高(元): 12.00/49.60

近 3 月换手率: 23.09%

股价表现(一年)

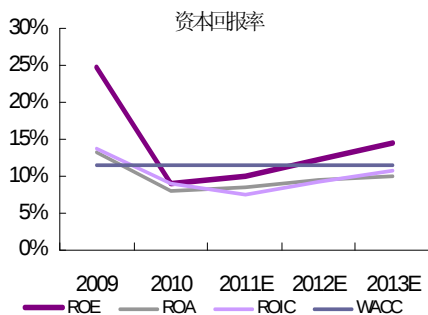
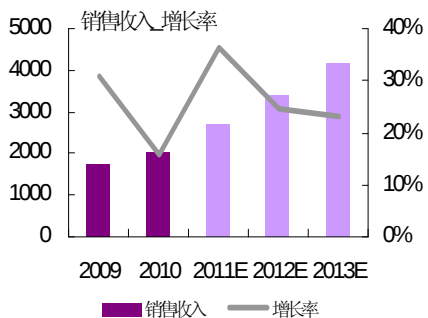
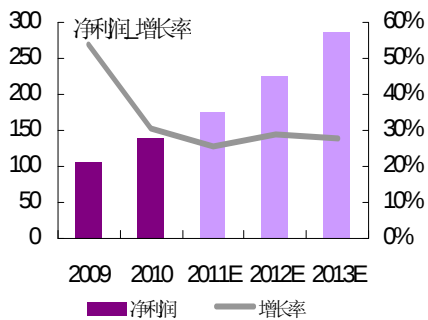
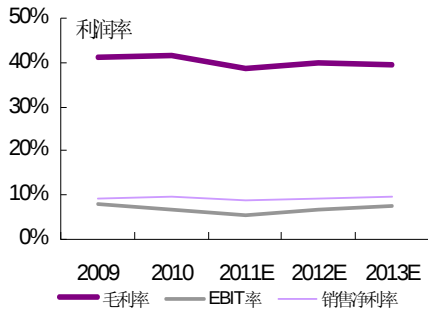


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.97	-1.38	16.40
绝对	-8.90	-19.95	-8.93

相关研报

快速成长的云计算整体解决方案提供商
..... 2011-07-28
布局云计算, 未来市场空间广阔
..... 2011-04-07



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	1,666	2,040	2,529
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	479	594	710
管理费用	240	310	420	519	618
财务费用	14	-2	-10	-6	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	7	2	2
营业利润	128	140	163	232	315
利润总额	179	229	284	366	467
少数股东损益	57	56	68	87	111
归属母公司净利润	106.26	138.60	173.67	223.74	285.62

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,240	2,466	2,867	3,287	3,952
流动资产	1,062	2,226	2,611	2,980	3,618
货币资金	364	1,251	1,330	1,406	1,670
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	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	494	597	749
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	931	1,149	1,572
无息负债	601	657	923	1,141	1,417
有息负债	73	97	7	7	156
股东权益	566	1,712	1,936	2,138	2,380
股本	132	176	351	351	351
公积金	16	978	820	842	871
未分配利润	280	407	546	638	740
少数股东权益	138	152	219	306	417

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	347	22	189	233	303
净利润	106	139	174	224	286
折旧摊销	18	20	21	25	29
净营运资金增加	21	322	351	362	436
其他	202	-459	-357	-378	-446
投资活动产生现金流	-44	-85	-34	-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	-73	-149	-106
融资活动现金流	-189	971	-76	-82	14
股本变化	0	44	176	0	0
债务净变化	-149	24	-90	0	148
无息负债变化	222	55	267	218	275
净现金流	114	907	79	76	264

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%	25.31%	28.83%	27.66%
EBITDA 增长率	51.91%	0.98%	5.62%	48.48%	38.25%
EBIT 增长率	60.81%	-0.65%	5.74%	53.14%	40.80%
估值指标					
PE	41	31	25	19	15
PB	10	3	3	2	2
EV/EBITDA	14	13	27	20	15
EV/EBIT	16	15	31	22	17
EV/NOPLAT	18	18	36	26	20
EV/Sales	1	1	2	1	1
EV/IC	2	2	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	41.26%	41.69%	38.81%	39.86%	39.42%
EBITDA 率	9.10%	7.94%	6.15%	7.33%	8.23%
EBIT 率	8.06%	6.92%	5.37%	6.60%	7.54%
税前净利润率	10.39%	11.47%	10.43%	10.78%	11.18%
税后净利润率 (归属母公	6.16%	6.94%	6.38%	6.60%	6.84%
ROA	13.14%	7.88%	8.41%	9.45%	10.04%
ROE (归属母公司) (摊	24.84%	8.88%	10.12%	12.21%	14.56%
经营性 ROIC	13.72%	8.91%	7.48%	9.27%	10.75%
偿债能力					
流动比率	1.64	3.01	2.92	2.73	2.43
速动比率	1.21	2.41	2.37	2.18	1.92
归属母公司权益/有息债务	5.86	16.02	231.18	246.70	12.61
有形资产/有息债务	16.62	25.17	384.76	441.38	25.34
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.30	0.39	0.49	0.64	0.81
每股红利	0.00	0.05	0.31	0.44	0.57
每股经营现金流	0.99	0.06	0.54	0.66	0.86
每股自由现金流(FCFF)	0.30	-0.76	-0.68	-0.61	-0.56
每股净资产	1.22	4.45	4.89	5.22	5.59
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

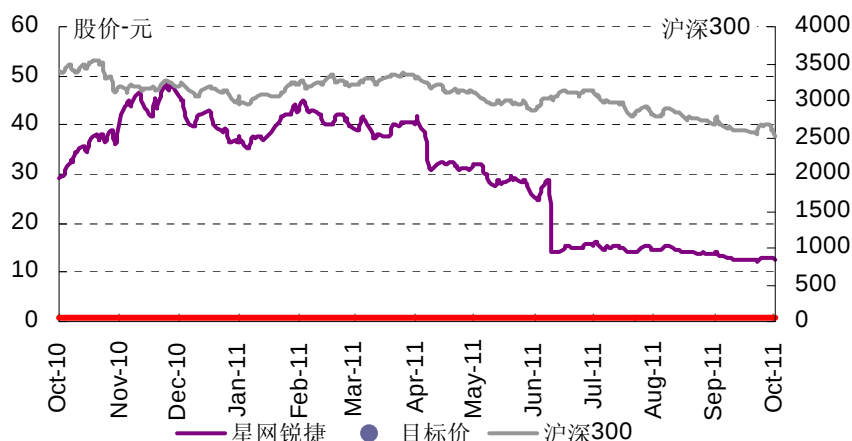
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。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。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。优势：每年基本上能与所有的上市公司董事长及高管当面交流。熟悉的板块：通信设备主设备商、光通信设备商、网络优化设备商。熟悉的上市公司包括：中兴通讯、中国联通、烽火通信、日海通讯、光迅科技、武汉凡谷、三维通信、奥维通信等。

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
2011-07-28	15.30	19.00	买入

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