

投资评级：“增持”

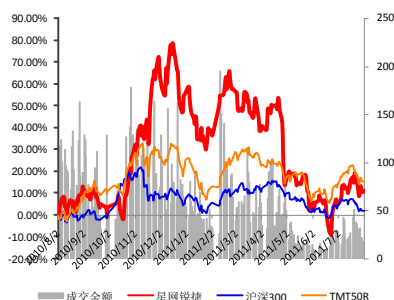
当前价格：13.82 元

市场数据

总股本(百万股)	351.06
A 股股本(百万股)	351.06
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股实际流通比例	69%
12 个月最高/最低(元)	24.75/12.00
第一大股东	福建电信集团
第一大股东持股比例	28.2%
上证指数/沪深 300	2,317/2,508

注：2011 年 10 月 23 日数据

近十二个月股价表现



云计算逐步落地，行业景气提升

——星网锐捷调研简报

事件：

近期我们对公司进行了拜访，就公司的未来发展和公司高管进行了交流。

点评：

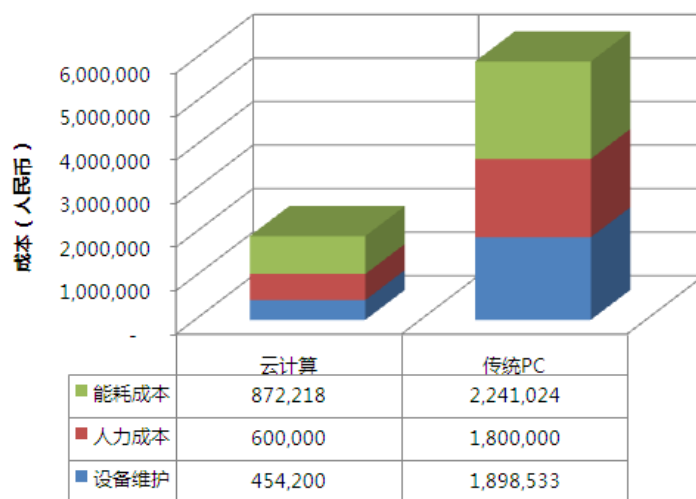
□ 第一，云计算开始落地

云计算一直以来是 TMT 行业热点，但此前一直难以落地，形成真正的盈利。在目前的时点上，可以发现 IaaS 作为云计算的一个形式，是最先实现收入快速增长的。

公司的瘦客户机产品在亚太市场多年以来名列第一，随着虚拟机技术的成熟，瘦客户机除了提高企业运作效率保证信息安全以外，因为可以大幅降低运营的成本，所以除了金融行业，近年得到了越来越多包括大型研发机构和生产单位的青睐。未来几年，全行业都将维持超过 50% 以上的增长。

图 1 星网锐捷云终端成本与传统 PC 比较

500个客户端规模——5年运维成本



资料来源：星网锐捷

□ 第二，企业级通信设备市场需求旺盛

分析师：刘飞烨

执业证书编号：S0500511010006

联系人(研究贡献)：周明巍

(8621) 68634510-8022

Zmw3061@xcsc.com

(文后附介绍)

虽然华为今年大举进入企业级通信设备市场，但我们认为由于企业级市场的成功对于分销网络更加注重，而这块是星网锐捷深耕多年的。再加上企业级设备市场本身规模增长较快，所以预计公司在原有教育等优势市场仍能维持强势地位，从而确保相关收入规模稳步增长。

□ 第三，公司积极开拓安防设备产品线

目前公司新开拓了安防设备产品线，从业内龙头海康，大华等引入了一批高端人才。目前安防监控领域盈利能力惊人，也能龙头毛利率在 50-60%，净利润率也非常高。我们认为，目前安防领域正处在从 DVR 升级到 NVR 和高清设备的转换期，新的供应商如能把握机遇，有机会打破海康大华占据绝大部分市场的局面，期望星网在 2012 年下半年能打开局面。

结论：

看好公司未来在企业网，融合通信，安防等领域的发展能够稳定占有一席之地。微调 2011-2013 年盈利预测，摊薄 EPS 0.51, 0.65, 0.75 元，对应 PE27, 21, 18 倍，上调至“买入”评级。关注软件退税细则实施带来的额外收益。

财务报表预测

利润表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1997	2702	3728	4930
营业成本	1165	1588	2269	3050
毛利	833	1114	1459	1880
% 营业收入	41.7%	41.2%	39.1%	38.1%
营业税金及附加	7	9	12	16
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	375	508	671	887
% 营业收入	18.8%	18.8%	18.0%	18.0%
管理费用	310	378	503	666
% 营业收入	15.5%	14.0%	13.5%	13.5%
财务费用	-2	-3	-6	-8
% 营业收入	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	3	6	11	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	140	216	268	307
% 营业收入	7.0%	8.0%	7.2%	6.2%
营业外收支	89	107	144	173
利润总额	229	322	412	479
% 营业收入	11.5%	11.9%	11.1%	9.7%
所得税费用	35	48	62	72
净利润	194	274	350	407
归属于母公司所有者的净利润	138.6	177.3	226.8	263.7
少数股东损益	56	97	124	144
EPS (元/股)	0.39	0.51	0.65	0.75

现金流量表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	22	628	454	490
取得投资收益收回现金	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-85	-37	-47	-59
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-85	-37	-47	-59
债券融资	0	0	0	0
股权融资	1010	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	24	-90	0	0
筹资成本	56	-24	-28	-32
其他	-119	0	0	0
筹资活动现金流净额	971	-114	-28	-32
现金净流量	907	477	379	400

资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1251	1728	2108	2507
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	492	594	819	1084
存货	446	433	618	831
预付账款	28	58	83	112
其他流动资产	5	0	0	0
流动资产合计	2226	2827	3647	4559
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	43	43	43	43
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	786	671	558	448
无形资产	5	5	5	5
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	4	1	2	2
其他非流动资产	-600	-600	-600	-600
资产总计	2466	2949	3657	4459
短期贷款	90	0	0	0
应付款项	446	563	804	1081
预收账款	26	27	37	49
应付职工薪酬	95	158	226	303
应交税费	59	172	222	264
其他流动负债	23	54	75	101
流动负债合计	739	974	1365	1799
长期借款	7	7	7	7
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8
负债合计	754	989	1380	1814
归属于母公司所有者权益	1561	1711	1904	2128
少数股东权益	152	249	372	516
股东权益	1712	1960	2276	2644
负债及股东权益	2466	2949	3657	4459

基本指标				
EPS	0.395	0.505	0.646	0.751
BVPS	8.89	9.75	10.85	12.12
PE	34.40	26.88	21.02	18.08
PEG	1.44	1.12	0.88	0.76
PB	1.53	1.39	1.25	1.12
EV/EBITDA	22.99	8.35	6.31	4.85
ROE	8.9%	10.4%	11.9%	12.4%

贡献作者介绍

周明巍，华东师范大学电子系硕士，多年主流通信设备商工作经历。2010 年加盟湘财证券研究所，从事 TMT 行业研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。