

双轮驱动 多点开花

公司是国内三大企业级网络设备解决方案提供商之一，在教育网的市场份额达到 30%以上，排名第一，公司凭借精准的市场定位，以 IP 技术为核心，逐渐扩张到 WLAN 接入、IMS 接入、安防视频监控、DMB 联网发布、KTV 点播等领域；公司在终端设备领域也颇有建树，是国内瘦客户机领域的行业龙头，国内最大的 ePOS 厂商之一；在网络设备和终端设备的双轮驱动下，公司业绩呈现出多点开花之势。

网络设备市场一差异化市场定位让公司脱颖而出。公司凭借差异化的市场定位抢占市场先机，占据了教育网络设备市场 30%的市场份额。而《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》将下一代网络定义为未来 ICT 产业的发展方向，IPv6 作为下一代网络的基础，其升级趋势势不可挡，各运营商为了在下一代网络中占据技术和市场的制高点，大力推进宽带建设，网络设备的更新需求不断涌现，网络设备板块将整体受益，公司将凭借其精准的市场定位将在这一波大潮中脱颖而出。

瘦客户机龙头。Gartner 统计，2009 年全球瘦客户机的出货量为 320 万台，预计到 2013 年出货量将暴增到 2400 万台，年复合增速为 65.5%。公司自 2002 年以来连续 8 年国内销量第一，2007 年的市占率为 31.2%，到 2010 年市占率已经提高到 35.6%。与国外大厂相比，公司具备本土化服务和成本优势，跟国内厂商比，公司在市场占有率、技术、产品结构和市场结构上占优，公司是唯一一家入围国家“核高基重大专项”的瘦客户机厂商。在产品结构上，Windows 终端的占比已经达到 8 成以上。公司主要客户遍布瘦客户机下游需求的各主要行业，下游市场一旦放量，公司将成为显著的受益者。

WLAN 领域的主要受益者之一。中国移动推出“无线城市”计划，目标 2013 年之前建成 100 万个 WLAN 热点，中国电信推出“光网城市”计划，目标 2012 年之前建成 100 万个 WLAN 热点，中国联通计划今年之内覆盖 4 万个单体楼宇。在中国移动 2010 年 WLAN 设备集采中，公司是少数几家同时中标 802.11n 和 802.11g 设备的专业数据通信设备厂商之一，也是此次 802.11n 入围厂商中，少数几家能够提供电信级 AC 设备的厂商之一，未来几年内 802.11n 将是运营商 WLAN 网络建设的首选，而公司将是该领域的主要受益者之一。

星网锐捷

002396

首次

增持

分析师：周峰

投资咨询执业证书编号：

S0630511010001

021-50586660-8619

zhouf@longone.com.cn

联系人：肖斌

021-50586660-8630

xbn@longone.com.cn

日期

发布时间：2011 年 11 月 17 日

调研时间：2011 年 10 月 27 日

分析时间：2011 年 11 月 08 日

价格

当前市价：15.34 元

半年目标：18.30 元

股价表现



公司估值

	A-1	A	A+1	A+2
EPS	0.39	0.43	0.66	0.80
PE	53	36	23	19
PB	4.75	3.15	2.77	2.42

注：EPS为最新股本摊薄后数据

IMS 接入设备静待爆发。通信行业发展到今天，融合趋势已经十分明显，通信网络 IP 化、融合组网已逐步成为今后通信网络的发展方向，而 IMS（IP 多媒体子系统）是未来 FMC（固定移动融合）组网的关键，被视为下一代网络的理想架构。在中国移动进行的 IMS 接入设备首次集采中，公司在所投的四个标中均排名第一。公司定位于企业侧接入设备综合解决方案提供商，避开了跟华为等大厂在运营商和大企业级别市场上的竞争，通过运营商跟下游几千家企业建立了持续的业务关系，中国庞大的中小企业存量为公司提供了广阔的市场空间。若只考虑固定电话接入领域，根据工信部数据，截止到 2011 年 9 月，中国拥有固定电话客户共计 2.88 亿线，按照 110 元/线的价格测算，整个市场规模超过 300 亿，一旦放量，公司将显著受益。

视频监控业务前景可期。根据《中国安防行业“十二五”发展规划》，2015 年国内安防行业总产值将达到 5000 亿元，复合增速将达到 20% 左右，安防视频监控产品市场作为安防产品行业最大的子市场将成为推动安防行业快速增长的主力军。IP 化是安防视频监控行业今后的发展趋势，从本地监控向远程监控发展，而 IP 交换传输技术正是公司的核心竞争力之所在，也是安防产业链上毛利率较高的环节，我们看好公司在安防视频监控领域的扩张。

盈利预测及市场重要数据	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,997	2,724	3,642	4,882
增长率	15.8%	36.4%	33.7%	34.1%
营业利润（百万元）	140	193	249	320
增长率	9.6%	37.7%	29.0%	28.7%
净利润（百万元）	139	150	232	279
增长率	30.4%	8.5%	54.6%	20.2%
每股净资产（元）	8.89	4.87	5.54	6.33
每股收益（元）	0.79	0.43	0.66	0.80
市盈率（P/E）	53	36	23	19
市净率（P/B）	4.75	3.15	2.77	2.42
EV/EBITDA	47	38	32	29
息率（%）	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

盈利预测与投资建议：我们预计，公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.43 元，0.66 元，0.80 元，对应的 PE 为 36 倍、23 倍、19 倍，给予公司“增持”评级，半年目标价 18.30 元。

风险提示：网络设备和瘦客户机毛利率下滑风险。

正文目录

一、基于 IP 技术的多业务模式.....	5
二、云计算与瘦客户机.....	6
1、云计算引领未来 IT 产业的发展方向	6
2、瘦客户机市场空间广阔	6
3、公司瘦客户机的竞争优势	7
三、宽带建设与 IPv6 升级推升网络设备需求.....	8
四、WLAN 接入设备放量增长	10
五、IMS 融合通信产品静待爆发	11
六、布局安防视屏监控领域.....	14
七、DMB、ePOS 等新兴业务蓄势待发	15
八、估值	16

图目录

图 1	2010 年公司收入构成	5
图 2	2010 年公司毛利构成	5
图 3	全球瘦客户机出货量	7
图 4	公司瘦客户机历年销售额	7
图 5	2007 年厂商市场份额	7
图 6	2007 年下游市场结构	7
图 7	运营商宽带投资	9
图 8	IMS 架构	12
图 9	公司典型解决方案	12
图 10	小容量 IAD 设备 ≤ 16 线	13
图 11	大容量 IAD 设备 > 16 线	13
图 12	100 线 < 小容量 AG 设备 ≤ 400 线	13
图 13	100 线 < 小容量 IP PBX ≤ 400 线	13
图 14	安防产品历年行业总产值	14
图 15	安防视频监控产品历年行业总产值	14
图 16	2010 年安防电子产品结构	15
图 17	安防视频监控行业代表性公司毛利率水平	15

表目录

表 1	公司主要产品及行业地位	5
表 2	笔记本电脑、桌面 PC 和瘦客户机比较	6
表 3	主要竞争对手对比	8
表 4	国内主要竞争对手	8
表 5	差异化路线	10
表 6	市场格局	10
表 7	运营商 WLAN 建设进度	10
表 8	运营商 WLAN 建设规划	11
表 9	运营商 IMS 招标	13
表 10	收入毛利预测表	16
表 11	财务预测表	17

一、基于 IP 技术的多业务模式

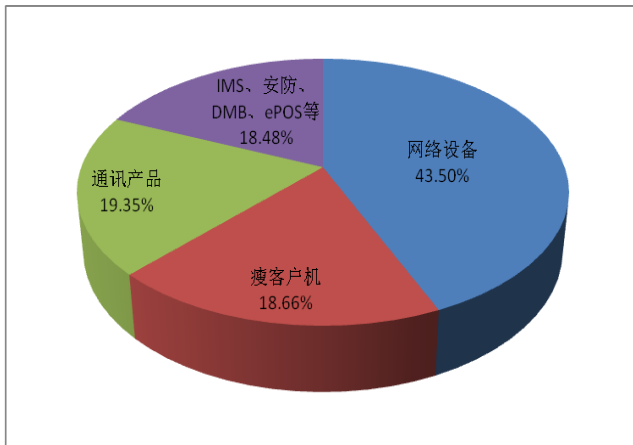
公司是国内三大企业级网络设备解决方案提供商之一,以 IP 技术为核心,业务逐渐扩张到 IMS 接入、WLAN 接入、DMB 联网发布、KTV 点播等 IP 网络接入领域,公司在终端设备领域也颇有建树,是瘦客户机领域的行业龙头,国内最大的 ePOS 厂商之一,最近,公司利用自己在 IP 传输方面的技术优势进入视频监控领域,相信公司能够以敏锐的市场嗅觉推陈出新,开拓出一片新天地。受益于云计算、三网融合、物联网潮流日新月异的突破与发展,公司业绩的爆发性增长可期。

表 1 公司主要产品及行业地位

市场热点	产品	行业地位
云计算	瘦客户机	瘦客户机市场龙头
IPv6 升级	IPv6 交换机、路由器	教育网中最大的网络设备提供商
下一代网络 (NGN)	IMS 接入设备	中国移动一期集采中独占鳌头
WiFi 热点	WLAN 设备	802.11n 领域的主要受益者
物联网	视频监控设备、GPS	分享行业的高速增长机会
	DMB、KTV 点播系统、ePOS	新的业务增长点
	无线通、ADSL Modem 等通信产品	逐渐淡出

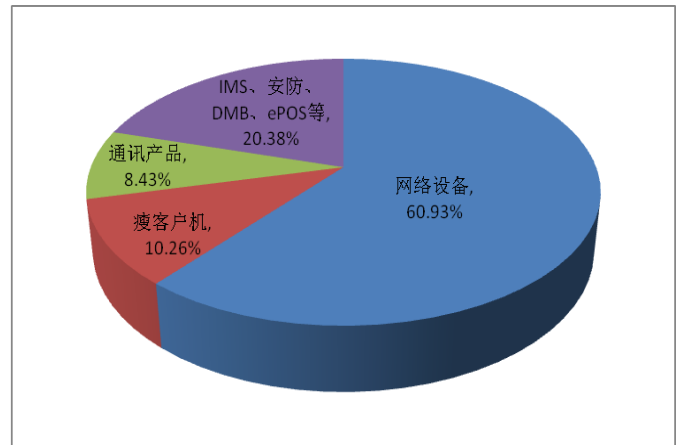
资料来源: 东海证券整理

图 1 2010 年公司收入构成



资料来源: CCID, 东海证券研究所

图 2 2010 年公司毛利构成



资料来源: Gartner, 东海证券研究所

二、云计算与瘦客户机

1、云计算引领未来 IT 产业的发展方向

近年来，互联网视频流量数据迅速增长，成为互联网数据流量的第一大来源；3G 网络迅速扩张，智能手机出货量连创新高，移动互联网的数据流量也呈爆发式增长之势；物联网时代逐渐临近，联网节点将呈几何式增长之势，这都给网络的承载能力、服务器的处理能力以及系统的存储能力提出了极大的挑战。

云计算作为一种高效的解决方案应运而生，它通过分布式计算存储技术，整合了全社会的计算存储能力，形成一朵功能强大的“云”，并通过虚拟化技术动态地对计算存储资源进行调整分配到“端”，以最大程度上实现资源的共享，在全社会范围内实现计算存储资源的优化配置，云计算使得人类能够以最优的配置、最大化的计算存储能力来应对难以想象的数据洪流，是该问题的终极解决方案。

在云计算模式下，计算存储都放在“云”中，终端只是作为计算存储能力的接收设备而变的很“轻”，智能手机、平板电脑正是“轻终端”的代表，而在云计算的大潮推动下，瘦客户机也焕发出了新的生机，凭借节能、高效、安全的性能优势与智能手机、平板电脑组成的轻终端序列指引着云计算中“端”的发展方向。

据统计，使用瘦客户机可以减少 40% 的软硬件购买成本；减少 29% 的 IT 运维成本；减少 88% 的宕机时间；提升 78% 的 IT 工作效率。

表 2 笔记本电脑、桌面 PC 和瘦客户机比较

因素	标准	笔记本	桌面 PC	瘦客户机
总拥有成本 (TCO)	购置成本	高	中	低
	软件许可证	高	高	低
	耗电量	中	高	低
	管理维护成本	高	高	低
	资源利用效率	低	低	高
风险	设备被盗风险	高	高	低
	信息被盗风险	高	高	低
	合规风险	高	高	低
	宕机风险	高	高	低
灵活性	网络架构	难	难	易
	软件更新	难	难	易

资料来源：东海证券研究所整理

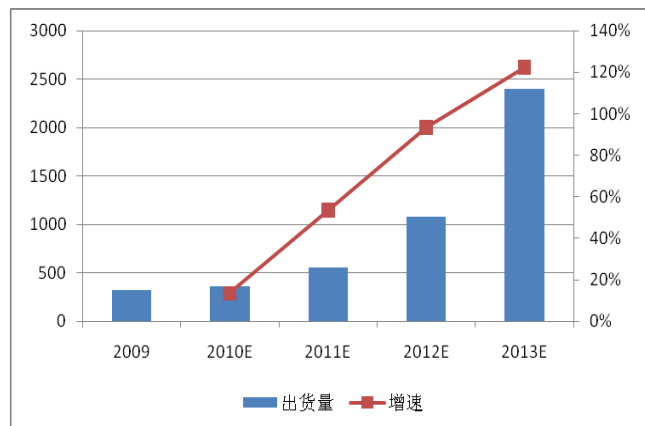
2、瘦客户机市场空间广阔

Gartner 统计，2009 年全球瘦客户机的出货量为 320 万台，预计到 2013 年出货量将暴增到 2400 万台，年复合增速为 65.5%；赛迪顾问统计，2007 年全国瘦客户机的销量为 39.7 万台，我们预计 2012 年销量将提

升到 100 万台以上。瘦客户机目前主要应在对安全管理要求很高的金融、政府机构，以及实行标准化集中管理的教育培训、机场、酒店、呼叫中心、仓库管理等行业，未来随着云计算架构的日趋成熟，其应用领域将进一步拓展，市场空间广阔。

图 3 全球瘦客户机出货量

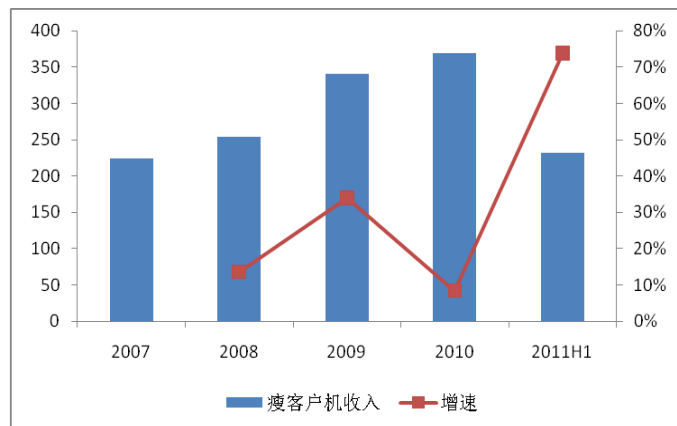
单位：万台



资料来源：CCID，东海证券研究所

图 4 公司瘦客户机历年销售额

单位：百万元

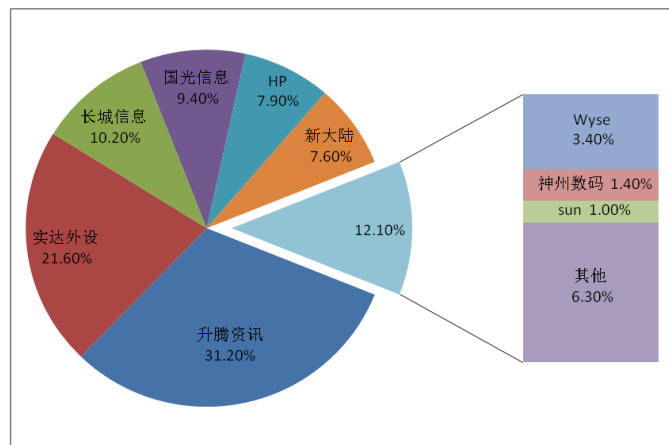


资料来源：公司财报，东海证券研究所

3、公司瘦客户机的竞争优势

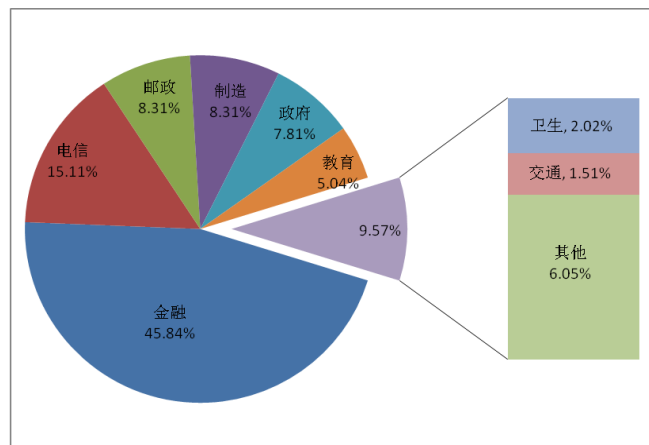
公司设立专门的子公司——升腾资讯来负责瘦客户机业务的运营，其产品广泛应用于金融、保险、通讯、政府、教育、企业等信息化建设领域，自 2002 年以来连续 8 年国内销量第一，2007 年的市占率为 31.2%，2008-2010 年瘦客户机销售额的复合增速为 18.1%，到 2010 年市占率已经提高到 35.6%，今年上半年开始放量增长，同比增速达到 73.9%。

图 5 2007 年厂商市场份额



资料来源：CCID，东海证券研究所

图 6 2007 年下游市场结构



与国外大厂相比，公司具备本土化服务优势和成本优势。

公司虽然不具备 HP、Dell 的全球知名度和遍布全球的销售网络，但是，公司具备成本优势，在制造业向第三世界国家转移的今天，公司在与 HP、Dell 等国际大品牌在竞争中并不弱势，特别是在本土市场，大厂的渠道优势被削弱，而公司则具备本土化服务的优势。

表 3 主要竞争对手对比

厂商对比	国内市占率	生产成本	产品系列	产品定位	营销策略	渠道
升腾资讯	35.6%	较低	全系列	核心产品	媒体公关、口碑相传	主要集中在国内
惠普	10%左右	较高	全系列	众多产品服务中的一项	广告	遍及全球

资料来源：东海证券整理

与本土厂商相比，公司在市场占有率、技术、产品结构和市场结构上占优。

企业用户对设备的稳定性和兼容性要求较高，而且，往往个性化需求较多，产品销售通常是以解决方案的形式进行的，包括网络架构和管理软件、桌面软件的提供，因此，客户对设备的使用具有较高的连续性和依赖性，较高的市占率意味着较强的先发优势，后面厂商想进入该市场需支付更高进入成本；

公司成功入围国家“核高基重大专项”，成为该专项中唯一一家瘦客户机厂商，充分体现了公司在瘦客户机领域的强大技术优势；

Windows 终端 2005 年首次超过 Unix 终端，成为市场的主导产品，公司顺应产品需求的变化，2007 年 Windows 终端的占比已经达到 8 成以上，是同类公司中最高的。公司凭借敏锐的市场嗅觉和强大的解决方案提供能力迅速占领了 Windows 终端市场，自 2005 年以来公司在该市场一直保持着近 50% 的市场份额；

公司主要客户遍布瘦客户机下游需求的各主要行业，且针对不同的行业都能提供有效的解决方案，下游某个子市场一旦放量，公司将成为最大受益者。

表 4 国内主要竞争对手

厂商对比	市占率（2007）	Windows/Linux/Unix 产品结构	主要客户
升腾资讯	31.2%	86/7/6	金融、通信、政府、教育
实达外设	21.6%	37/11/52	金融市场
长城信息	10.2%	30/10/60	财税、公安、外交
国光信息	9.4%	62/10/28	金融市场

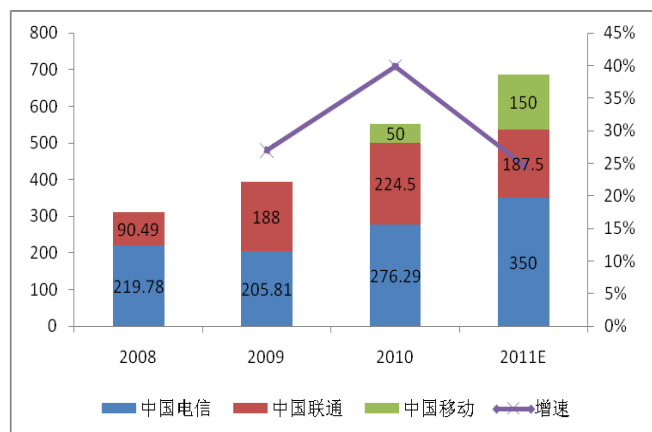
资料来源：星网锐捷招股说明书，东海证券整理

三、宽带建设与 IPv6 升级提升网络设备需求

宽带建设如火如荼。2010 年 4 月工信部联合 7 部门发布了《关于推进光纤宽带网络建设的意见》，将光纤宽带网络建设纳入国家长期发展规划，计划 3 年内宽带网络投资超过 1500 亿元，在《意见》的指导下，中国电信上调了 2010、2011 年用于宽带建设的资本开支，分别为 50 亿元、100 亿元，中国移动将给予中国铁

通 150 亿元用于 2011 年的宽带建设，相当于 2010 年投入的 3 倍，而中国联通也表示将通过资本开支结构的调整加大对宽带的投资力度，根据运营商的资本开支计划，预计 2011 年电信运营商用于宽带建设的投资额将比 2010 年增长 24.82%，达到 687.5 亿元。

图 7 运营商宽带投资 单位：亿元



资料来源：运营商财报，东海证券研究所

IPv6 升级是大势所趋。2011 年 2 月，最后一批 IPv4 地址发放完毕，标志着基于 IPv4 协议下的 IP 地址正式告罄，IP 地址向 IPv6 扩展是大势所趋。IPv4 的地址长度为 32 位，最多只能提供约 43 亿个地址，而 IPv6 的地址长度为 128 位，可提供 3.4×10^{38} 个地址，以地球人口 70 亿计算，相当于每人可获得 4.86×10^{28} 个地址，彻底解决 IP 地址不足的问题。

由于地址数量的几何级增长，家电、汽车等物品的联接可正式纳入 IP 化进程，可用更小的路由表来提高路由器的转发效率，可对网络层的数据进行加密，对 IP 报文进行校验来提高网络的安全性，而且在 IPv6 下，扩展更加容易，可支持更多的服务类型。

根据《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，下一代网络（NGN）与三网融合、物联网、云计算一起被列为新一代信息技术的发展方向，而 IPv6 作为下一代网络的基础将在“十二五”期间被大力推广，而且，吸取了中国在 IPv4 网址申请方面落后的教训，IPv6 地址的申请和推广必将更加积极，以扩大中国在网络资源的分配控制权。在公司占优势地位的教育网市场，教育科研基础设施 IPv6 技术升级和应用示范项目的投资额就超过了 8 亿元。

公司差异化路线效果显著。公司作为企业级网络市场的后起之秀面对大厂的强势地位采取了避实就虚的差异化路线，首先避开了大厂的优势领域——电信级网络设备市场，其次在企业级网络设备市场上，利用大厂把注意力集中在电信级和大型企业市场的时机，投入优势研发力量，为教育行业开发出一系列定制化的解决方案，很快成为该市场的第一品牌，市场占有率达到 30%，而在政府和金融市场，公司避其锋芒，主攻二三线城市和金融网点，提供具有针对性的定制化服务，也在该市场占据了一席之地。

表 5 差异化路线

市场类型	主要竞争对手	策略
政府市场	思科、华三	主攻二三线城市市场
金融市场	思科、华三	针对金融网点提供定制化服务
教育市场	华三、思科	首先提供有效的定制化解决方案
网吧市场	TP-Link、D-Link、华三	针对中高端市场提供整网解决方案

资料来源：星网锐捷招股说明书，东海证券整理

表 6 市场格局

三大企业级市场	思科	华三	星网锐捷
政府市场	占据国家部委级市场	占据省地级政府市场	占据二三线城市市场
金融市场	市场占有率第一	市场占有率第二	市场占有率第四
教育市场	市场占有率第三	市场占有率第二	市场占有率第一

资料来源：星网锐捷招股说明书，东海证券整理

公司凭借敏锐的市场嗅觉和精准的市场定位在强手如云的网络设备市场上闯出了一片天地，现位居中国企业级网络设备三大供应商之列。目前政策推动下的宽带建设如火如荼，IPv6 升级势不可挡，网络设备的更新需求不断涌现，网络设备板块将整体受益，公司依靠精准的市场定位，将在这一波大潮中脱颖而出。

四、WLAN 接入设备放量增长

由于移动互联网数据暴涨，三大运营商网络都承受了不小的运营压力，采用 WLAN 作为 3G 网络的补充，为尚需完善的 3G 网络分流，已经成为运营商之间的共识。

中国移动由于没有抓住有利的 3G 牌照，其 TD 网络的承载能力与其他两大运营商相比处于劣势，所以对 WLAN 建设的热情最高，已经与 20 多个省签订无线城市合作协议，实施 2G/3G/WLAN/LTE 四网协同发展的策略。中国电信推出光网城市计划，力图打造运营级 WiFi 网络，中国联通也加快了 WLAN 的建设步伐。

目前以 WiFi 为代表的宽带无线技术能够提供 54M 以上的带宽，远大于 WCDMA、CDMA2000、TD-SCDMA 等 3G 技术所能提供的带宽，已经成为其强有力的补充。

表 7 运营商 WLAN 建设进度

WLAN 建设	2010	2011	发展规划
中国移动	投入运营的 WLAN 无线接入点达到 54.5 万个	已建成超过 100 万个接入点，分流无线上网流量的近 5 成	力推无线城市计划，2013 年之前建成 100 万个 WiFi 热点，实现 2G/3G/WLAN/LTE 四网的协同发展
中国联通	集采 20 万个 WLAN 设备	覆盖 4 万个单体楼宇	加快室内深度覆盖和 WLAN 建设
中国电信	WiFi 热点数量达到 10 万个，有效地为 EV-DO 分流	已完成 30 万个热点建设，计划年底完成 70 万个热点建设	按照光网城市计划，2012 年前建成 100 万个 WiFi 热点

资料来源：运营商财报，相关媒体报道，东海证券整理

大点的小区或者学校等热点可能要几百个 AP，最小的热点只需 1 个 AP，我们假设 1 个热点平均需要 10 个 AP，中国移动截止 2011 年已经建成了 15 万个热点左右，规划 2013 之前建完 100 万个热点，以后两年平均每年还需建设 85 万个；中国电信到 2011 年底将建成 70 万个热点，但进展缓慢，我们假设今年完成 40 万个热点，按照光网计划，2012 年还需建成 60 万个热点。所以不考虑中国联通的情况下，2012 年运营商将建设 100 万个热点，需要 1000 万个 AP，一个 AP 按照 500 元计算，市场空间折合人民币 50 亿元；2013 年运营商将建设 45 万个热点，市场空间折合人民币 22.5 亿元。

未来两年运营商对 WLAN 设备的需求为 72.5 亿元，这包括中国联通对 WLAN 的需求，也不包括企业和家庭对 WLAN 接入设备的需求。

表 8 运营商 WLAN 建设规划
单位：万个

所需 AP 数量	2012	2013
中国移动	40	45
中国电信	60	-
共计	100	45

资料来源：运营商财报，相关媒体报道，东海证券整理

公司 2000 年就进入了 WLAN 市场，现已具备十分完整的产品线，可满足不同层次客户的需求，对于运营商级别的客户需求，公司也能够凭借多年的网络建设经验和客户服务经验给出高效的解决方案，在中国移动 2010 年 WLAN 设备集采中，公司是少数几家同时中标 802.11g 和 802.11n 设备的专业数据通信设备厂商，也是此次 802.11n 入围厂商中，少数能够提供电信级 AC 设备的厂商，据 ABI Research 预测，2011 年 802.11n 占 WLAN 设备出货量的 90% 以上，802.11n 将是运营商未来几年内 WLAN 网络建设的首选，而公司将是该领域主要受益者之一。

五、IMS 融合通信产品静待爆发

传统的移动网络和 PSTN 都是“大一统”的架构，我们称之为“硬交换”系统，在这种架构下，业务的承载和网络的控制合为一体，运营商即是基础网络的提供者，又是网络服务的提供者，这种架构极大地限制了网络增值服务的发展，因为任何一项网络增值业务的开展都需要运营商配合对交换控制、交换逻辑、呼叫流程加以修改，而随着业务的增多，这种修改调整变得原来越复杂，于是“软交换”应运而生了。

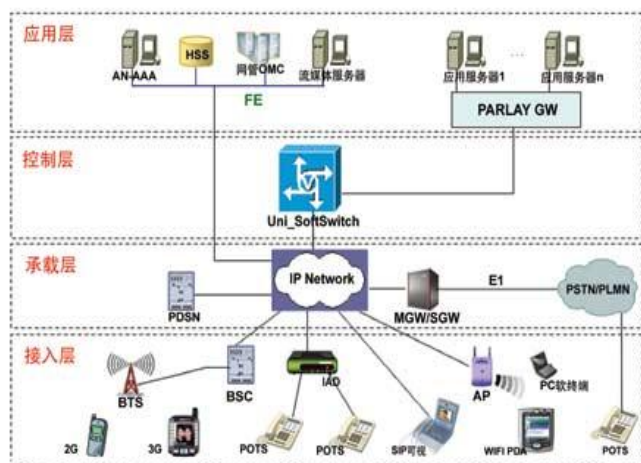
“软交换”系统提供开放的呼叫逻辑接口，供任何第三方调用，第三方增值业务的提供因不再需要对底层网络控制加以修改而变得相对容易，从而实现了业务与控制的分离，形形色色的第三方增值业务不断涌现，网络服务变的更加丰富多彩。

IMS 起初是作为移动网络的“软交换”系统而存在的，后来随着技术的发展，也可以为固定终端的接入提供端口，于是就成了固定通信网络与移动通信网络融合的关键架构。整个 IMS 是由 IP 网络来承载的，所以，包括语音、视频、数据在内的多媒体业务得以有效开展，多样化的网络生态在其上得以蓬勃发展起来，这就是下一代网络。

通信行业发展到今天，融合趋势已经十分明显，通信网络 IP 化、融合组网已逐步成为今后通信网络构建的发展方向，而 IMS（IP 多媒体子系统）是未来 FMC（固定移动融合）组网的关键，被视为下一代网络的理

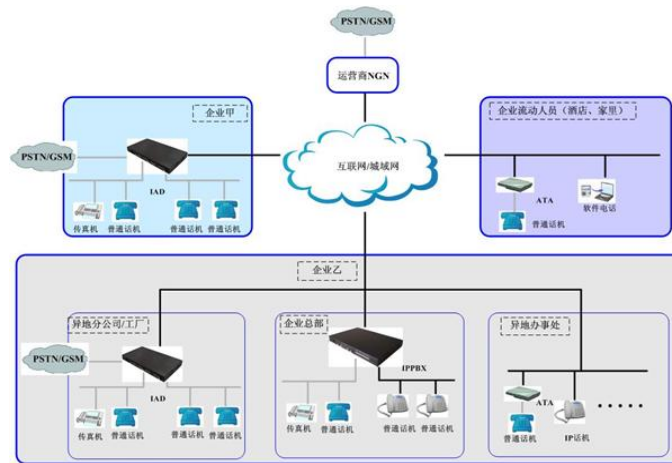
想架构。所谓子系统是相对于整个通信网络来说的，以后整个通信网络都要按照 IMS 来组网。

图 8 IMS 架构



资料来源：东海证券研究所整理

图 9 公司典型解决方案



资料来源：星网锐捷官网

IMS 的网络架构分为四层：接入层、承载层、核心控制层、业务层。

接入层：包括固定接入（LAN/WLAN/xDSL/xPON 等）和移动 PS 域接入。

承载层：IMS 网络统一承载在 IP 网上，用户通过城域网接入，与 IP 网互通。

控制层：主要是一系列逻辑功能实体来实现的，如 CSCF（呼叫会话控制功能）、MGCF（媒体网关控制功能）、MRFC（多媒体资源功能控制器）、HSS（归属用户服务器）等。

应用层：提供业务逻辑控制功能，其逻辑实体为 AS (Application Server，应用服务器)

公司主要提供接入层设备及其解决方案，产品包括 IP PBX、IAD、AG、企业级软交换服务器、网络电话和相关软件。

IP PBX：语音交换机设备，位于用户内部交换网络与 IMS 网络的接口处，具有呼叫控制功能及部分增值业务功能，能够与 IMS 进行互通，可接入更多设备，在上面可搭载相关软件，提供多样化的应用服务。

IAD：综合接入设备，将用户语音、数据业务需求接入到 IMS 网络中，由 IMS 网络向用户提供业务。

AG：综合接入网关，支持电路型业务、分组型业务(可选)接入 IMS 网络，由 IMS 网络向用户提供业务。

表 9 运营商 IMS 招标

IMS 招标	2010	2011
中国移动	4 月完成 IMS 核心网设备招标, 7 月完成 1100 万线 IMS 接入网设备招标	浙江、广东等地区 IMS 正式启动商用
中国电信	2010 年 7 月完成 IMS 网络试点工程	6 月完成 2000 万线 IMS 设备一期招标, 将建成国内最大的 IMS 网络
中国联通	中国联通 IMS 正走向试点阶段, 小范围部署 IMS 商用, 重点突破 RCS、Centrex 等成熟业务	-

资料来源: 东海证券整理

2010 年 7 月, 中国移动进行了 IMS 接入设备首次集采, 集采接入设备 1100 万线, 其中 IAD 设备 300 万线, IP PBX 设备 300 万线, SIP GW 设备 300 万线以及 AG 设备 200 万线, 公司凭借较高的性价比和解决方案提供能力独占鳌头, 在所投的四个标中均排名第一。其中, 各接入产品占比如下:

图 10 小容量 IAD 设备≤16 线

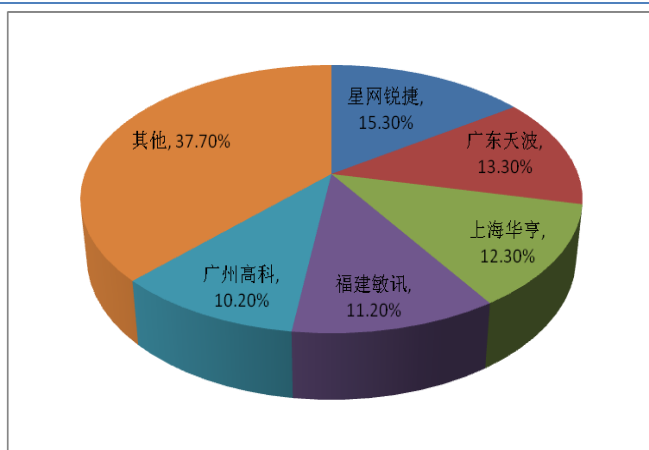
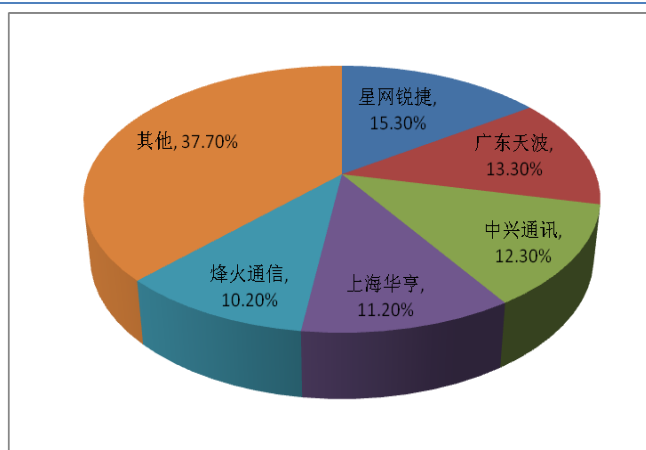


图 11 大容量 IAD 设备>16 线



资料来源: 东海证券研究所整理

图 12 100 线<小容量 AG 设备≤400 线

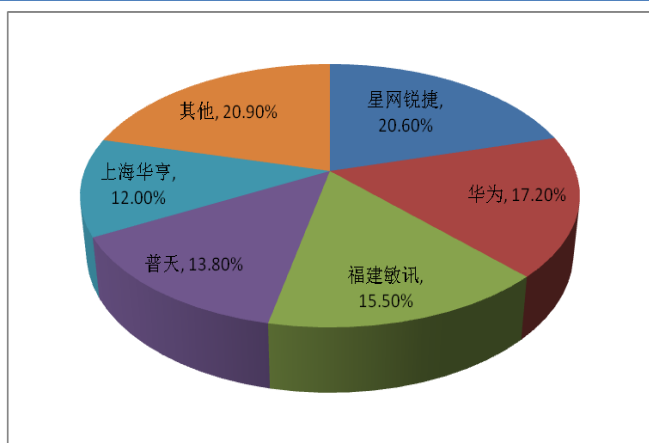
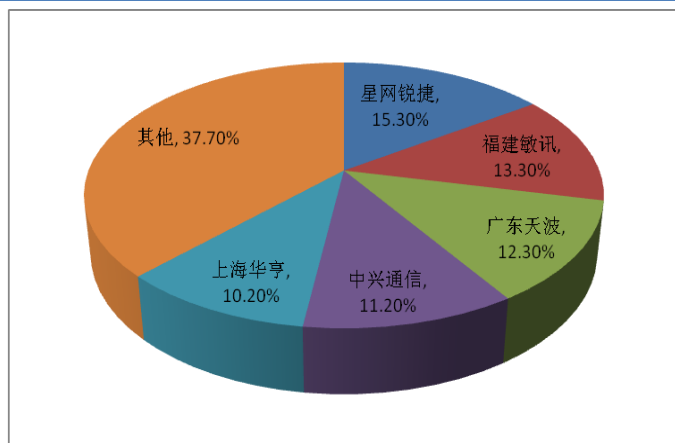


图 13 100 线<小容量 IP PBX≤400 线



资料来源: 东海证券研究所整理

公司在 IAD 设备、小容量 IP PBX 设备和 AG 设备的招标中都名列榜首，体现出公司在 IMS 接入设备解决方案提供上的强大竞争力。公司定位于企业侧接入设备综合解决方案提供商，避免了跟华为等大厂在运营商和大企业级别市场上的竞争，通过运营商跟下游几千家企业建立了持续的业务关系，中国庞大的中小企业存量为公司提供了广阔的市场空间。

只考虑固定电话接入领域，根据工信部数据，截止到 2011 年 9 月，中国拥有固定电话客户共计 2.88 亿线，按照这次中国移动集采的均价 110 元/线的价格测算，整个市场规模超过 300 亿。市场一旦全面启动，公司将大为受益。

六、布局安防视频监控领域

2010 年，安防行业总产值达到 2300 多亿元，其中安防产品产值约为 1000 亿元，根据《中国安防行业“十二五”发展规划》，2015 年安防行业总产值将达到 5000 亿元，复合增速将达到 20% 左右，安防视频监控产品市场作为安防产品行业最大的子市场将是推动安防行业快速增长的主力军。

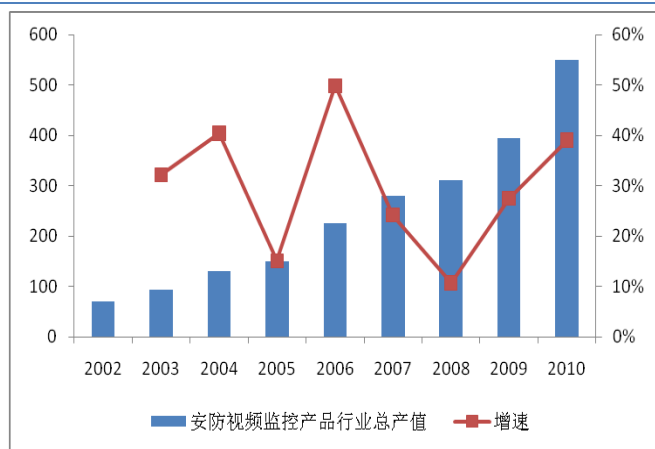
图 14 安防产品历年行业总产值

单位：亿元



图 15 安防视频监控产品历年行业总产值

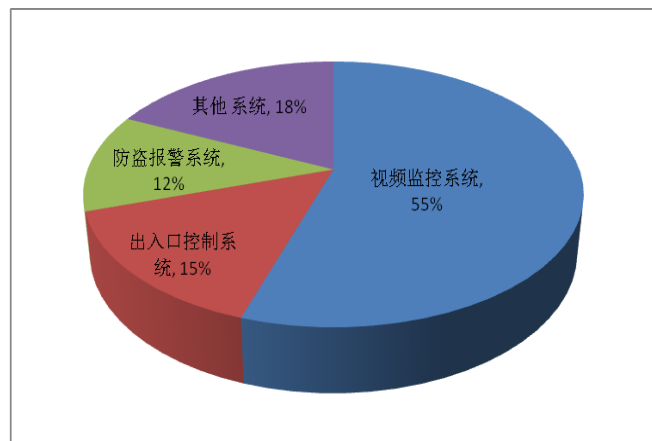
单位：亿元



资料来源：安全&自动化，中威电子招股说明书，中国安防行业“十二五规划”，东海证券整理

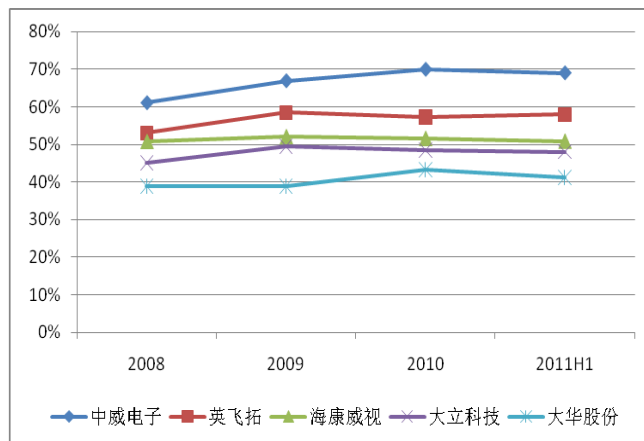
安防行业是一块很大的蛋糕，今后几年将继续保持高速增长，行业代表性公司毛利率普遍在 40% 以上，专注于视频传输领域的中威电子毛利率更是接近 70%。安防视频监控行业今后的一个发展趋势是 IP 化，从本地监控向远程监控发展，不管身处何地都可以随时监控网络到达的任何地方，而 IP 交换传输技术正是公司的核心竞争力之所在，也是安防产业链上毛利率较高的环节。

图 16 2010 年安防电子产品结构



资料来源：中国安防行业“十二五规划”

图 17 安防视频监控行业代表性公司毛利率水平



资料来源：wind，公司招股说明书

公司依靠在 IP 交换传输领域的核心竞争力将业务成功地扩张到 IMS 融合通信、WLAN 接入、DMB 联网发布等相关领域，向安防视频监控领域扩张是公司又一次深思熟虑的尝试。公司已于今年 10 月设立控股子公司——福建星网锐捷安防科技有限公司，其安防产品线覆盖前中后端，包括数字硬盘录像机 DVR、网络硬盘录像机 NVR、视频矩阵、光端机、交换机、网络摄像机、模拟摄像机等。顺着安防视屏监控的 IP 化潮流，公司将能够自然切入安防这块大蛋糕，我们看好公司未来在安防视屏监控领域的发展。

七、DMB、ePOS 等新兴业务蓄势待发

DMB 联网信息发布系统（Digital Multimedia Broadcasting）是一种以网络为平台的新型数字信息传输和视频播放系统，通过该系统，紧急信息得以实时发布、待播节目实现远程传输，比如电视新闻插播、天气预报、体育赛事、政策法规、银行外汇、航班车次等即时信息可实现同步发布。传统的分众传媒采用的是单体广告机模式，其内容更新需要人工逐个手动操作，费时费力且广告效果不佳，公司产品具有联网发布、实时更新的特点，维护成本更低，广告效果更好，目前主要的客户集中在金融、运营商、医院、动车、机场、酒店等企业客户。

ePOS 固定终端支付系统是将读卡器嵌入到终端中，并通过固网进行电子支付的系统。除刷卡支付功能外，固网支付终端还可具备电话、短消息等功能，并预留打印机、扫描枪等接口，拓展了传统 POS 机的使用范围，除了提供固网支付终端硬件之外，公司“易支付”系统还为固网支付运营商提供支付系统平台解决方案，以帮助运营商搭建固网支付平台。目前主要的客户是银联、电信和商业银行，未来将投放到超市、零售商、饭馆、报亭、甚至普通家庭，市场前景广阔。

八、估值

如前所述，我们预计：

1、在 IPv6 升级换代需求的拉动下，在运营商不遗余力的推动下，公司 WLAN 无线接入设备将保持高速增长，带动企业级网络设备未来两年将保持较高的增速，2011-2013 年增速分别为 40%、30%和 30%，毛利率平稳下调到 56%。

2、在云计算潮流的带动下，公司瘦客户机将继续放量，保持高速增长态势，2011-2013 年增速分别为 60%、50%、50%，毛利率向下微调到 22.60%。

3、公司新兴产品包括 IMS 接入设备、视频监控设备、DMB、ePOS 多点开花，未来两年将保持高速增长，2011-2013 年增速分别为：70%、50%、40%，毛利率上调到 36%。

2011-2013 年，公司收入将保持较高的增长速度，增速分别为 36.38%、37.71%和 34.06%，到 2013 年，公司的营业收入总规模将近 50 亿元大关，公司规划到 2015 年销售规模突破 100 亿元。

预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.43 元，0.66 元，0.80 元，对应的 PE 为 36 倍、23 倍、19 倍，给予公司“增持”评级，半年目标价 18.30 元。

表 10 收入毛利预测表

收入规模及增速	2010	2011H1	2011E	2012E	2013E
企业级网络设备	859,423,675	368,400,870	1,203,193,145	1,564,151,088	2,033,396,414
增速	18.47%	35.52%	40.00%	30.00%	30.00%
毛利率	58.10%	55.31%	57.00%	56.00%	56.00%
瘦客户机	368,668,727	231,259,668	589,869,963	884,804,944	1,327,207,416
增速	8.41%	73.88%	60.00%	50.00%	50.00%
毛利率	22.81%	23.39%	23.00%	22.81%	22.60%
其他（IMS、视频监控、ePOS、DMB等）	365,159,642	242,886,457	620,771,392	931,157,088	1,303,619,923
增速	35.31%	93.16%	70.00%	50.00%	40.00%
毛利率	45.74%	34.81%	34.81%	36.00%	36.00%
ADSL Modem	160,781,201	53,802,380	80,390,601	72,351,541	65,116,387
增速	-28.45%	-54.68%	-50.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	20.02%	22.08%	20.00%	20.00%	20.00%
无线通	221,448,448	113,306,584	200,000,000	150,000,000	100,000,000
增速	47.91%	56.31%	-9.69%	-25.00%	-33.33%
毛利率	16.65%	18.08%	16.50%	16.50%	16.50%
总收入	1,975,481,693	1,009,655,959	2,694,225,100	3,602,464,660	4,829,340,140
增速	15.54%	-	36.38%	33.71%	34.06%
综合毛利率	41.48%	37.12%	40.33%	40.31%	40.12%

表 11 财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E	
现金及现金等价物	1251	1706	2281	3058	营业收入	1997	2724	3642	4882
应收款项	496	746	998	1338	营业成本	1165	1625	2174	2924
存货净额	446	618	822	1107	营业税金及附加	7	22	29	39
其他流动资产	33	52	65	90	销售费用	375	490	652	869
流动资产合计	2226	3122	4165	5592	管理费用	310	409	543	723
固定资产	183	230	317	397	财务费用	(2)	(12)	(2)	10
无形资产及其他	5	5	5	5	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	3	3	3	3
长期股权投资	43	43	43	143	其他收入	(6)	(0)	(0)	(0)
资产总计	2466	3409	4538	6145	营业利润	140	193	249	320
短期借款及交易性金融负债	90	560	1069	1762	营业外净收支	89	55	135	141
应付款项	446	595	806	1076	利润总额	229	248	384	461
其他流动负债	203	315	392	545	所得税费用	35	37	58	69
流动负债合计	739	1470	2267	3383	少数股东损益	56	60	94	112
长期借款及应付债券	7	7	7	7	归属于母公司净利润	139	150	232	279
其他长期负债	8	8	8	108	现金流量表(百万元)				
长期负债合计	15	15	15	115	2010	2011E	2012E	2013E	
负债合计	754	1485	2282	3498	净利润	139	150	232	279
少数股东权益	152	212	306	418	资产减值准备	(0)	(3)	0	0
股东权益	1561	1711	1943	2223	折旧摊销	19	15	24	37
负债和股东权益总计	2466	3409	4532	6139	公允价值变动损失	(3)	(3)	(3)	(3)
关键财务与估值指标					财务费用	(2)	(12)	(2)	10
2010	2011E	2012E	2013E		营运资本变动	(224)	(182)	(180)	(128)
每股收益	0.79	0.43	0.66	0.80	其它	56	63	94	112
每股红利	0.10	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(13)	41	167	298
每股净资产	8.89	4.87	5.54	6.33	资本开支	(93)	(57)	(108)	(114)
ROS	7%	6%	6%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	9%	12%	13%	投资活动现金流	(92)	(57)	(108)	(214)
毛利率	42%	40%	40%	40%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	7%	7%	负债净变化	(1)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	7%	7%	8%	支付股利、利息	(18)	0	0	0
收入增长	16%	36%	34%	34%	其它融资现金流	1029	470	509	693
净利润增长	30%	8%	55%	20%	融资活动现金流	992	470	509	693
资产负债率	37%	50%	57%	64%	现金净变动	887	455	568	777
息率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	364	1251	1706	2281
P/E	53.46	35.82	23.16	19.28	货币资金的期末余额	1251	1706	2274	3058
P/B	4.75	3.15	2.77	2.42	企业自由现金流	(154)	(70)	(47)	76
EV/EBITDA	47.02	38.03	32.23	29.24	权益自由现金流	874	411	463	760

资料来源：公司资料，东海证券预测

作者简介

周峰：电子行业分析师，同济大学应用物理学士、上海交通大学软件工程硕士，10 年 IT 行业经验。

重点跟踪公司：新大陆、天瑞仪器、水晶光电、福晶科技、晶源电子、高德红外等。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897