

强强联合，领跑云端

—星网锐捷深度分析报告

报告关键点:

- 公司在企业级网络设备行业处于第二梯队的领军位置
- 与VMware合作推出桌面虚拟化解决方案，属国内首创，国际领先
- 公司是云计算与IPv6的纯正标的，不断的政策利好会始终伴随公司成长

报告摘要:

- 国内企业级网络设备和瘦客户机行业领先企业。公司专注于企业级网络通讯系统设备及终端设备，具有突出的软件、硬件、增值服务三位一体的综合服务提供能力。数据显示，公司在企业网络市场中以8.1%的市场占有率位列国内厂商第一位（在教育行业市场占有率达到30%），在瘦客户机市场中以31.2%的市场占有率位列所有厂商中的第一位，领先优势明显。
- 企业级网络设备市场景气度不断提升。虽然目前中国企业级网络设备市场规模已经相当巨大，但国内的企业信息化仍较为落后，市场空间依然巨大，属于蓝海市场。以锐捷网络为代表的第二梯队企业级网络设备已具备提供一体化解决方案的能力，凭借本地化服务、高性价比以及“小订单，多批次”的定制能力已经在市场中立稳脚跟，有望作为主角来分享这500亿的大蛋糕。
- 云终端发展超预期，成“云落地”首选。随着云计算的推进，“数据大集中”的趋势愈加明显，瘦客户机作为云终端的最佳实现形式有着广阔的应用领域。公司不满足于瘦客户机硬件的制造，与VMware合作推出桌面虚拟化解决方案。该解决方案属国内首创，奠定了公司在桌面虚拟化领域先发优势。
- 盈利预测与估值：预计公司2011-2013年EPS分别为0.48、0.64和0.89元。作为云计算与IPv6的纯正标的，未来将明确受益国内IPv6的规模替代和云计算数据中心的大规模建设，这两条主线将贯穿十二五期间，不断的产业政策利好将会始终伴随公司成长。为此我们给予公司的目标价16元，对应2012年25倍的PE，评级上调至买入-A。
- 风险提示：企业网络市场竞争趋于白热化的风险；国外厂商大举进入瘦客户机领域的风险；经济形势不明朗导致企业IT支出延后的风险。

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	2,747.6	3,717.9	4,909.3
Growth(%)	30.8%	15.8%	37.6%	35.3%	32.0%
净利润	106.3	138.6	168.1	225.8	312.6
Growth(%)	53.6%	30.4%	21.3%	34.3%	38.5%
毛利率(%)	41.3%	41.7%	39.9%	38.8%	38.9%
净利润率(%)	6.2%	6.9%	6.1%	6.1%	6.4%
每股收益(元)	0.30	0.39	0.48	0.64	0.89
每股净资产(元)	1.22	4.45	5.36	5.91	6.67
市盈率	36.8	28.2	23.3	17.3	12.5
市净率	9.1	2.5	2.1	1.9	1.7
净资产收益率(%)	28.8%	11.4%	12.2%	14.4%	17.0%
ROIC(%)	43.6%	70.1%	44.1%	49.2%	61.2%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

买入-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

16.00元

期限: 6个月 上次预测: 17.00元

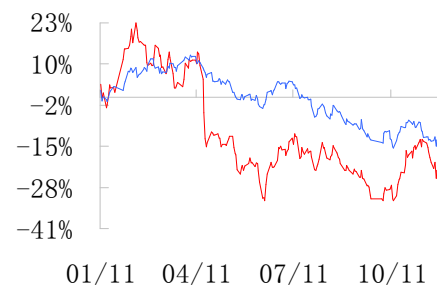
现价(2012年02月14日): 13.00元

报告日期:

2012-02-15

总市值(百万元)	4,363.68
流通市值(百万元)	3,023.04
总股本(百万股)	351.06
流通股本(百万股)	243.21
12个月最低/最高	10.21/45.48元
十大流通股东(%)	72.57%
股东户数	14,780

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.54	(7.24)	(14.02)
绝对收益	15.95	(16.56)	(32.58)

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

目录

1. 公司概况：云计算与 IPv6 的纯正标的	4
1.1. 公司产品线丰富，企业级网络产品与瘦客户机是明星产品	4
1.2. 企业级网络设备与瘦客户机直接受益云计算	4
1.3. IPv6 提升公司成长空间，持续受益行业政策	6
2. 明星产品之一：企业级网络产品优势依旧	6
2.1. 行业信息化深入，企业级网络设备市场景气度不断提升	6
2.2. 电信级网络市场格局稳定，企业级网络市场机会很大	8
2.3. 错位竞争保证公司市场份额，奠定国内企业网络第一品牌根基	9
2.4. 云计算为公司带来新的机会	10
2.4.1. IT 架构集中化趋势对企业级网络设备要求提高	10
2.4.2. 公司具备云计算网络整体解决方案提供商的能力	11
3. 明星产品之二：云终端发展超预期，成“云落地”首选	12
3.1. 桌面云成云计算热点，催生云终端需求	12
3.2. 瘦客户机市场需求增长稳定，规模不大但集中度高	14
3.3. CT Vision 有望成为国内桌面云杀手级解决方案	15
4. 发挥公司网络技术优势，顺利切入多个行业应用领域	16
5. 再审视公司发展战略：“弹性投入”使得公司与时俱进	17
6. 他山之石：行业标杆企业的成长轨迹	18
6.1. 从思科与 Juniper 看网络设备市场	18
6.2. 虚拟化软件行业享受高估值	18
7. 公司财务分析	19
7.1. 营业收入增长稳定，各项业务有张有弛	19
7.2. 瘦客户机毛利率有望抬头，企业网络高毛利率依旧	19
8. 盈利预测与投资建议	20
8.1. 盈利预测	20
8.2. 估值以及投资建议	22
9. 主要风险点	22
9.1. 企业网络市场竞争趋于白热化的风险	22
9.2. 国外厂商大举进入瘦客户机领域的风险	23
9.3. 经济形势不明朗导致企业 IT 支出延后的风险	23

图目录

图 1	公司主要产品 BCG 矩阵	4
图 2	全国各地纷纷投资建设云计算项目	5
图 3	典型的云计算解决方案	5
图 4	中国网络设备市场规模预测	7
图 5	中国电信级与企业级市场比例	7
图 6	中国网络设备市场厂商份额	8
图 7	中国企业级网络设备市场厂商份额	8
图 8	网络设备市场的行业结构	9
图 9	国内主要网络设备供应商	9
图 10	中国教育行业网络设备市场规模与占比	10
图 11	中国教育行业网络设备市场厂商份额	10
图 12	IT 架构集中化趋势不可逆转	11
图 13	云计算模式	11
图 14	数据流量挑战网络设备极限	11
图 15	信息化运营开销远大于硬件一次性支出	12
图 16	桌面云让用户以更方便的方式享有更多的计算与存储资源	12
图 17	典型的 VMware 虚拟化产品架构	13
图 18	瘦客户机-服务器计算架构和传统 PC 计算架构的比较	13
图 19	瘦客户机市场规模预测	14
图 20	瘦客户机市场竞争格局	14
图 21	公司瘦客户机业务覆盖的客户	15
图 22	公司与业界领先公司合作，打造云计算解决方案	15
图 23	CT Vision 使公司从硬件供应商上升为解决方案供应商	16
图 24	中国固网支付终端投放规模预测	17
图 25	公司发展路线	17
图 26	近期公司营业收入与净利润（万元）	19
图 27	近期公司各业务占比	19
图 28	近期公司各业务毛利率	20
图 29	近期公司盈利能力指标	20

表目录

表一	中国电信 IPv6 商用部署计划	6
表二	国务院积极部署下一代互联网产业	6
表三	企业级网络设备行业驱动因素	7
表四	国内网络设备市场竞争格局	8
表五	公司业务覆盖行业的情况	9
表六	升腾瘦客户机系统优势	14
表七	“弹性投入”的基本策略	17
表八	相关美国上市公司标的（截止 2012 年 1 月 31 日）	18
表九	公司未来三年业务收入预测	21
表十	主要财务指标预测值	22
表十一	可比公司估值情况	22

1. 公司概况：云计算与 IPv6 的纯正标的

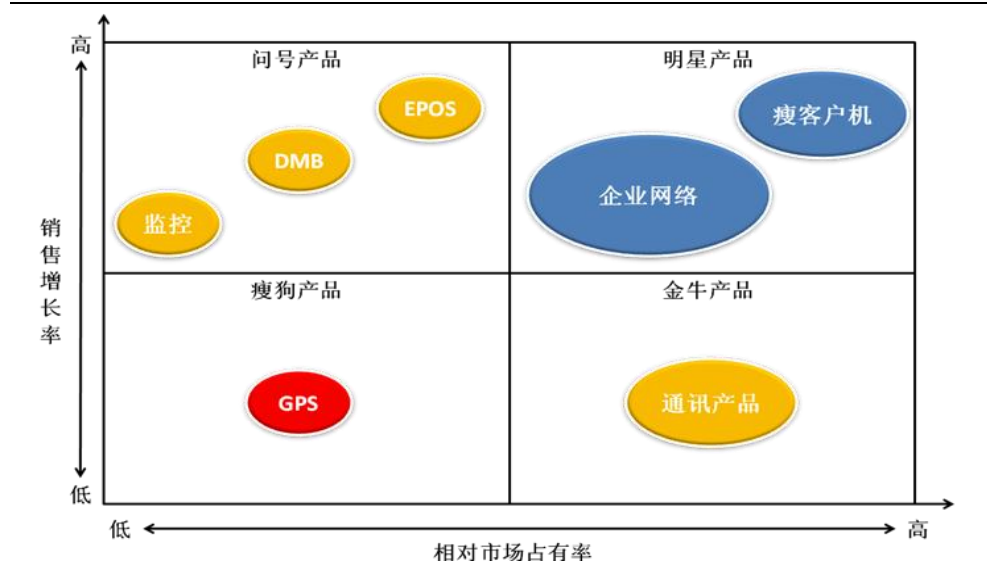
1.1. 公司产品线丰富，企业级网络产品与瘦客户机是明星产品

公司是国内企业级网络通讯系统设备及终端设备的主流厂商，具有突出的软件、硬件、增值服务三位一体的综合服务提供能力。主要产品线包括企业级网络设备、网络终端和通讯产品，其中企业级网络设备的主要产品是交换机和路由器，网络终端的主要产品是瘦客户机，通讯产品的主要包括无线通和宽带接入终端设备（ADSL Modem）。

公司建立了母子公司之间既根据细分的专业领域进行业务分工，又在公司经营战略层面统一规划，逐步建立一体化经营的业务架构。企业级网络设备主要由控股子公司锐捷网络组织生产，锐捷网络专注于企业级网络设备以及网络解决方案业务，是以教育、金融为核心市场，定位为企业级网络设备市场排名前三位的设备厂商和解决方案提供商。控股子公司升腾资讯专注于瘦客户机业务，历年来在中国市场占有率位列第一。

除了以上的三个产品系列以外，公司近年着力开发固网支付终端（EPOS）和联网信息发布系统（DMB）等业务。其中 EPOS 是基于电信固网的电子支付终端，是中国电信和中国银联大力推广的新兴支付手段；DMB 系统基于有线/无线网络，解决了传统户外媒体广告机无法实时更新、发布信息的难题，在电信及金融营业厅、户外媒体、车站、机场等交通枢纽、医院、连锁卖场、商场超市等领域有庞大的潜在需求。经过近几年的技术储备和试点推广，EPOS 和 DMB 都已呈现快速增长的势头。基于视频监控网络化发展趋势的判断，公司于 2011 年 10 月成立了福建星网锐捷安防科技有限公司，涉足视频监控行业，预计 2012 年将开始见效益。鉴于公司深厚的网络技术积累，公司的网络化视频监控产品值得期待。

图 1 公司主要产品 BCG 矩阵



数据来源：安信证券研究中心

1.2. 企业级网络设备与瘦客户机直接受益云计算

随着“云计算”成为中国政府“十二五”发展规划中的重点项目，中国的云计算产业呈现蓬勃发展态势。全国各地政府已投资建设的云计算中心超过 10 个。2010 年，北京启动实施“祥云工程”行动，计划到 2015 年形成 500 亿元产值。上海则致力打造“亚太云计算中心”，培育 10 家年营业收入超亿元的云计算企业，带动信息服务业新增经营收入千亿元。

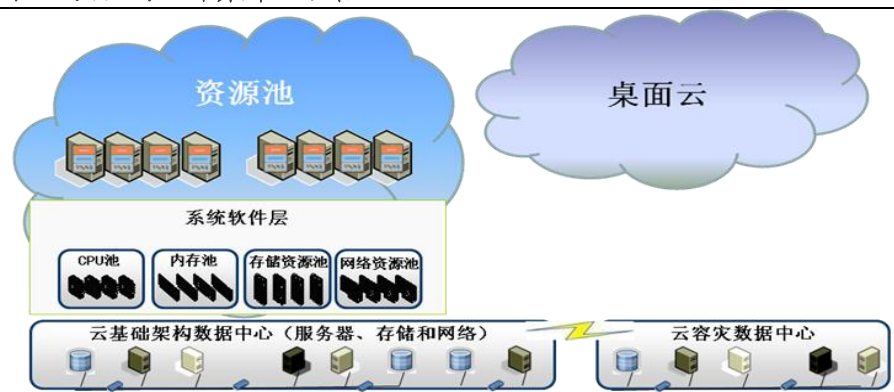
图 2 全国各地纷纷投资建设云计算项目



数据来源：CCID，安信证券研究中心

云计算服务需要通过互联网进行数据传输，而互联网大规模的数据传输离不开网络基础设施的大规模投资以及升级改造。因此想要发展大力云计算，发展网络基础设施成为了先决条件。成熟的网络基础设施能够承载将支撑云服务的服务器、存储、安全和软件等设备和连接在一起的任务。

图 3 典型的云计算解决方案



数据来源：安信证券研究中心

公司作为国内企业级网络设备的龙头企业，拥有齐全的网络设备产品线，完全有能力结合公司的交换机、路由器、安全以及存储等产品，为下一代数据中心提供整套的解决方案。目前已经推出面向下一代数据中心与云计算的交换机产品，能够有效解决传统数据中心网络设备数量多，成本高、流量突增等问题，为构建云计算网络奠定基础。

随着企业信息化应用呈现出“大集中”的趋势，包扩台式机、笔记本等客户端渐渐的被“架空”，桌面云的应用迅猛的发展了起来。在新的企业级集中化 IT 架构下，笔记本与台式机的本地计算及存储能力沦为鸡肋，瘦客户机以其低成本、安全、可靠、好管理的优良特性被逐步接受，目前正以高于 IT 市场整体增长率的速度快速发展，销量逐年增长。公司经过近十年的发展，市场沉淀较深，依托个性化的行业解决方案、突出的性价比和及时的本地化服务，瘦客户机业务仍然稳居国内第一的市场份额。随着国内云计算基础设施建设的推进以及公司向解决方案提供商转变的加速，公司的瘦

客户机业务有望领跑云端，实现跨越式的增长。

1.3. IPv6 提升公司成长空间，持续受益行业政策

国内移动互联网蓬勃发展，物联网方兴未艾，三网融合加速推进，下一代互联网日益临近，这些行业应用对 IP 地址的需求变得十分迫切。根据工信部电信研究院的研究报告，仅中国市场在未来 5 年内对 IP 地址需求量达到 345 亿。然而现实却是 IPv4 地址消耗殆尽，IPv4 地址资源枯竭的问题成为制约信息化的瓶颈。向 IPv6 过渡是目前国际应对 IPv4 地址资源短缺相对成熟的有效措施。

但是从过去十年的经验来看，IPv6 的推进并不理想。究其原因，一是投资回报问题导致 IPv6 改造的惰性。因为 IPv6 是不会带来明显收益的投资，而且 IPv4 设备和应用比 IPv6 更可靠、低廉；二是市场仍然存在着应用等待厂商、厂商等待应用的懈怠局面，没有用户就没有人投资建设资源，没人投资建设资源，就没有用户，形成了市场死结。

国内 IPv6 建设的排头兵——中国电信建议政府明确发展目标、演进路线及具体措施，尽快推进从根本上解决 IPv4 向 IPv6 过渡的关键技术标准化工作，根据国内 IPv4 地址枯竭紧迫情况适当提前下一代互联网试点和规模商用时点。通过设立重大项目、财税杠杆和专项基金等手段，支持产品研发、现网试验和部署。通过行动指引和政策激励，引导产业链各方力量共同推进 IPv6 的发展。

表一 中国电信 IPv6 商用部署计划

时间期限	目标
2010 至 2011 年	• 试商用，启动网络和平台支持 IPv6 的改造
2012 至 2015 年	• 规模商用，IPv4/IPv6 网络和业务共存，业务逐步迁移
2015 年之后	• 全面商用，IPv4 网络和业务平台逐步退出

数据来源：安信证券研究中心

国务院于 2011 年 12 月 23 日召开常务会议，研究部署加快发展我国下一代互联网产业。明确了我国将全面启动 IPv6 部署，并且将于 2015 年开展大规模商用。会议同时提出，在发展下一代互联网的过程中，形成一批具有较强国际影响力的下一代互联网研究机构和骨干企业。

表二 国务院积极部署下一代互联网产业

时间期限	目标
2013 年底之前	• IPv6 小规模商用试点，形成成熟的商业模式和技术演进路线
2014 年至 2015 年	• 大规模部署和商用，实现 IPv4 与 IPv6 主流业务互通

数据来源：安信证券研究中心

公司作为 IPv6 概念的纯正标的，已经在 IPv6 的建设大潮中获得先发优势。考虑到 IPv6 已经上升为国家层面的战略，公司有望成为国家重点扶持的骨干企业，从而在小规模商用试点中拔得头筹，在之后的大规模部署和商用中获得较大的市场份额。

2. 明星产品之一：企业级网络产品优势依旧

2.1. 行业信息化深入，企业级网络设备市场景气度不断提升

按照行业通常的划分，网络设备市场可以分为电信级市场和企业级市场。电信级网络设备市场，指应用于电信运营商领域的网络设备市场；企业级网络设备市场，指应用于非电信的各种类型企业的网络设备市场，主要包括政府、金融、电力、医疗、教育、制造业、中小企业等市场。近年来，在运营商业务转型和社会信息化发展的双重驱动

下，网络设备市场存在巨大的市场需求。从电信级市场来看，电信运营商大规模的网络建设仍会持续，光进铜退将进一步加速，使得电信以太网的建设有望大规模展开。同时值得关注的是三网融合的驱动下的广电省网融合以及广电涉足电信业务，均有带动网络设备市场的驱动力。从企业级市场来看，随着中国信息化应用的不断延伸，各行业纷纷在信息化建设方面进行大量的投资建设，企业的信息化也从简单的接入互联网向信息化系统集成方向发展，企业级网络建设以及企业级数据中心建设成为行业信息化建设的重要趋势。在这些驱动因素的共同作用下，国内网络设备市场蓬勃发展，市场规模有望在 2012 年将达到 468.1 亿元。

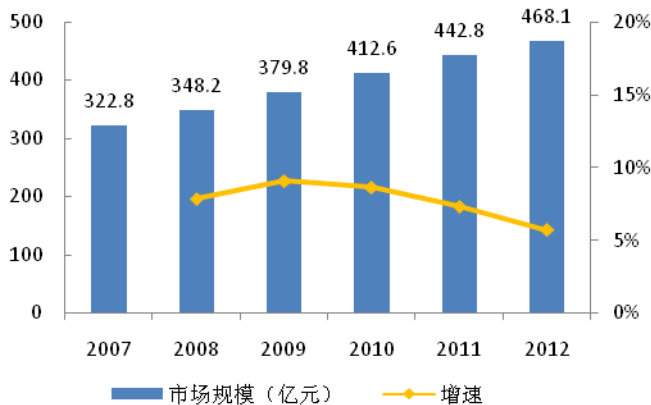
表三 企业级网络设备行业驱动因素

行业	驱动因素
金融	<ul style="list-style-type: none"> • 中小银行（城商行和农村信用社）数据大集中 • 金融行业信息网络安全受到关注
能源	<ul style="list-style-type: none"> • 电力行业构建高速数据通信网络平台 • 网络安全系统建设成为电力信息化建设的重点
交通	<ul style="list-style-type: none"> • 智能交通系统、交通地理信息系统、高速公路联网收费系统等不断在全国各地陆续建设，使得交通行业对网络设备的需求快速扩大
教育	<ul style="list-style-type: none"> • 现有网络设备的更新以及网络扩容 • 班班通工程等基础教育信息化工程的逐步推进 • WLAN（无线局域网）成为教育行业网络建设的新重点
政府	<ul style="list-style-type: none"> • 电子政务向“智慧政府”的转变催生联网需求 • 批量采购有望提升本土网络设备厂商份额
医疗	<ul style="list-style-type: none"> • 我国将逐步建立覆盖各级卫生行政部门、疾病预防控制中心、卫生监督中心、医疗机构的高效、快速、通畅的信息网络系统，触角将延伸到城市社区和农村卫生室，并建立统一的区域医疗信息化平台

数据来源：计世资讯，安信证券研究中心

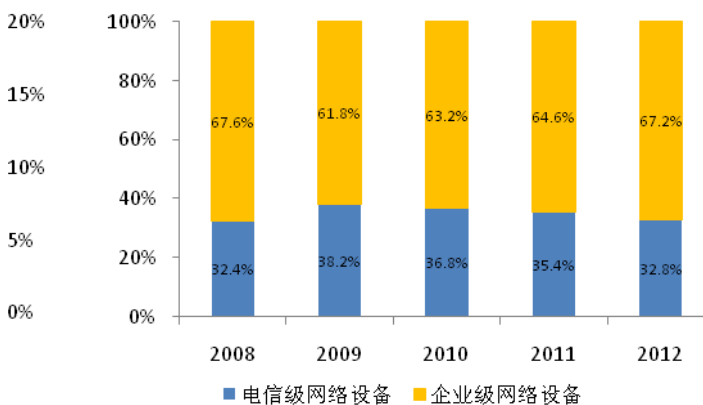
在过去两年中，受电信行业 3G 建设的推动，电信级市场发展迅速，体现在占比提升。但从长远来看，企业级市场更具发展前途。在企业级市场方面，虽然目前中国企业级网络设备市场规模已经相当巨大，但国内的企业信息化仍较为落后，市场空间依然巨大，属于蓝海市场。目前，各网络设备商继续加大企业网市场的开拓力度。随着大型行业企业信息化建设的不断完善，大型企业的网络设备需求将从建设投入驱动向设备更新与改造投入驱动，而中小企业市场的信息化建设所带动的市场需求将显得更为活跃。随着未来企业级市场的逐步活跃，企业级网络设备的市场比例将逐步提升。

图 4 中国网络设备市场规模预测



数据来源：计世资讯，安信证券研究中心

图 5 中国电信级与企业级市场比例



数据来源：计世资讯，安信证券研究中心

2.2. 电信级网络市场格局稳定，企业级网络市场机会很大

在中国整个网络设备市场（包括电信级与企业级）格局中，思科、华三、华为和中兴占据第一梯队的位置，无论是在市场份额上还是在技术及品牌上均领先于第二梯队。

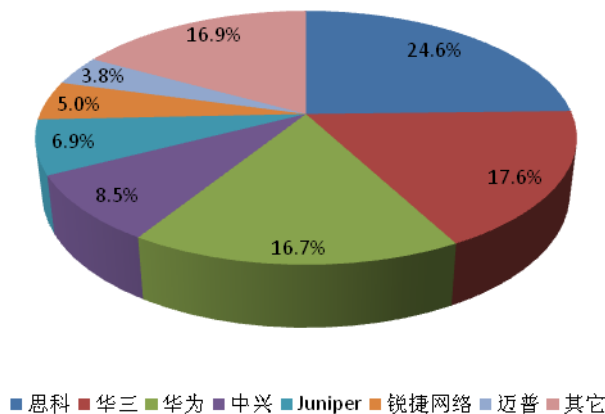
从电信级市场来看，思科、华为、中兴、华三与 Juniper 牢牢占据第一阵营，综合实力远远超出第二梯队，领军地位不可动摇。第二梯队厂商的产品线相对不够完善，渠道广度、深度相对欠缺，提供一体化解决方案的能力与第一梯队相比较有一定的欠缺。

表四 国内网络设备市场竞争格局

梯队	公司	优势	劣势
第一梯队	思科	<ul style="list-style-type: none"> 引领技术潮流，产品技术过硬 产品线齐全，提供一体化解决方案 全球 60% 以上的网络设备份额 	<ul style="list-style-type: none"> 定价过高，中低端市场吸引力不足 在国内不提供原厂服务，完全依赖渠道
	华三	<ul style="list-style-type: none"> 产品紧紧围绕企业网络，对行业理解深刻 覆盖全国的服务网络和完善的备件体系 在政府行业市场占有率 70% 以上 	<ul style="list-style-type: none"> 相比其他国内厂商，性价比不高 被 HP 收购以后，发展战略存在变数
	华为	<ul style="list-style-type: none"> 产品线齐全，具备一体化解决方案能力 路由器、交换机等核心设备的市场优势 	<ul style="list-style-type: none"> 产品主要面对运营商，企业网业务积淀不足 重点一直在外，对国内市场投入不足
	中兴	<ul style="list-style-type: none"> 在渠道、服务等方面具有相当的优势 差异化细分市场研发能力突出 	<ul style="list-style-type: none"> 网络设备产品的国内影响力还有待提高 国内第二梯队厂商对其压力较大
	Juniper	<ul style="list-style-type: none"> 电信高端市场品牌度较高 与其他国际 IT 巨头合作默契 	<ul style="list-style-type: none"> 渠道对于国内二三级城市的覆盖能力有限 在国内没有原厂服务，国内渠道资源不足
第二梯队	锐捷网络	<ul style="list-style-type: none"> 产品体系完备，性价比高，客户资源丰富 二线厂商领军企业，品牌美誉度高 在教育行业市场占有率 30% 以上 	<ul style="list-style-type: none"> 高端以太网交换机研发还有待于进一步提高 优势仅集中在国内企业网络市场
	神码网络	<ul style="list-style-type: none"> 强大的系统集成能力与丰富的客户资源 具备一体化解决方案能力 	<ul style="list-style-type: none"> 自有品牌与代理产品形成内部竞争 缺乏全国性的品牌知名度
	迈普	<ul style="list-style-type: none"> 在金融网点等中低端市场具备较大优势 价格优势明显，能提供基本的本地服务 	<ul style="list-style-type: none"> 局限于区域市场，缺乏全国性的品牌知名度 在第二梯队中优势不再明显，发展相对缓慢

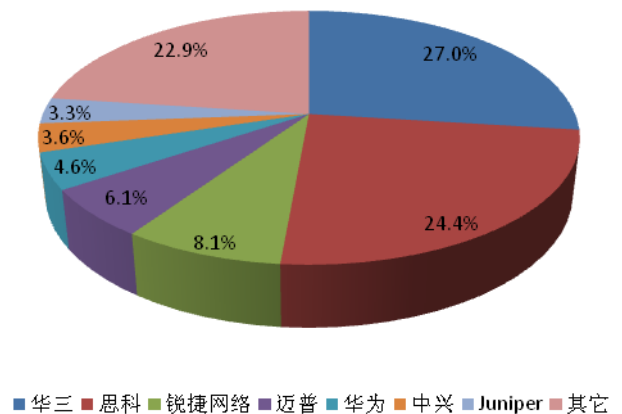
数据来源：安信证券研究中心

图 6 中国网络设备市场厂商份额



数据来源：计世资讯，安信证券研究中心

图 7 中国企业级网络设备市场厂商份额



数据来源：计世资讯，安信证券研究中心

与电信级市场相对稳定的竞争结构不同，企业网络市场的格局存在较大的变数。表现有三：（1）行业霸主换位，华三超过思科成为企业级网络市场龙头；（2）华为、中兴

大举进入企业网络市场，在国内企业级市场投入巨大精力；（3）锐捷网络、迈普以及神码网络等国内厂商的崛起。

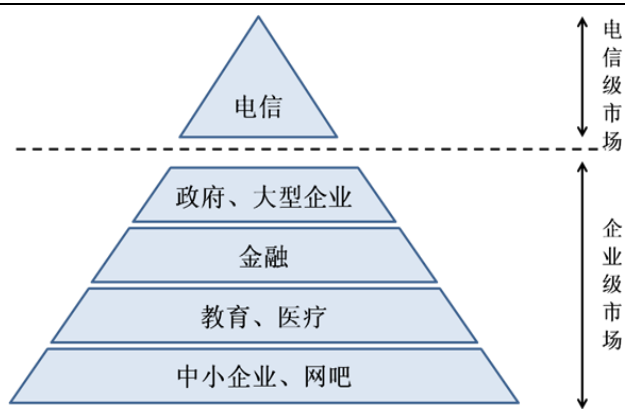
在格局变化中，国内第二梯队厂商的崛起最令人兴奋。这些厂商在与国外顶尖网络设备厂商以及华为、中兴等具有国际竞争力的国内网络设备厂商的竞争中已经大幅提升了自身的技术实力，其企业网络产品在质量提升后价格优势依然明显，而且具备了一体化解决方案的能力，已经成为了国内中低端企业网络设备市场的首选。我们不难发现国内第二梯队厂商的核心优势在于响应能力、定制能力以及极高的性价比，而这些优秀的品质是第一梯队厂商短时间无法具备的，因此在这个企业网络市场的“大森林”中，第二梯队的设备供应商拥有足够的生存空间。

随着大型企业骨干网建设基本完成，信息化建设向系统整合和应用整合方向发展，网络设备投资将逐步放缓。中小企业网络设备市场逐渐占有越来越重要的地位，成为厂商力逐的重点领域，而这些正是国内第二梯队厂商的优势领域，国内网络厂商目前已经成为中低端企业网络市场的主角。

2.3. 错位竞争保证公司市场份额，奠定国内企业网络第一品牌根基

从行业竞争来看，思科、华为等巨头更青睐电信网络市场，这主要是因为电信网络市场中的客户较为集中，都是电信运营商，公司可以将精力集中在产品研发上。而在企业网络市场中，客户十分分散，对于善于提供标准化产品的思科、华为而言，吸引力明显不如电信网络设备市场。

图 8 网络设备市场的行业结构



数据来源：安信证券研究中心

图 9 国内主要网络设备供应商



数据来源：安信证券研究中心

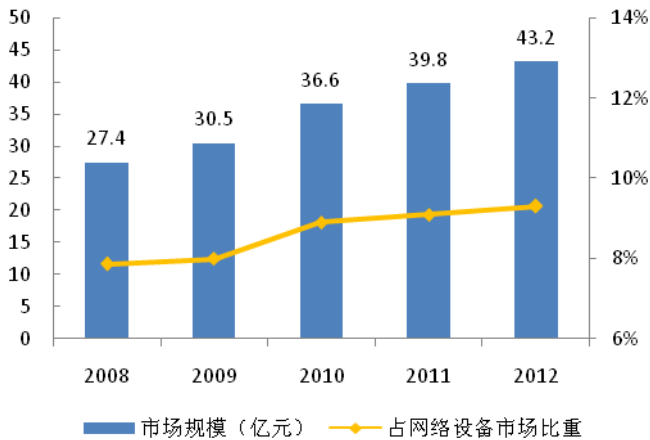
受到技术全面性和技术先进性的约束，电信级设备一直为实力强大的少数行业巨头所垄断。因此，锐捷网络现阶段将自身定位为专业的企业网络设备提供商，有效避免了与国际巨头的直面竞争，从而将资源集中在金融、教育等行业。凭借出色的市场聚焦能力与定制化优势，公司抓住了教育行业信息化的历史机遇，顺利成为该行业的霸主，在教育行业网络设备的市场份额超过 30%。在教育市场的成功使公司有能力和技术建立覆盖全国的销售渠道和技术支持队伍，同时也在全国范围内树立了较强的品牌优势。

表五 公司业务覆盖行业的情况

行业	市场容量	主要竞争对手	公司份额
教育行业	8 亿	华三、思科、神码网络、中兴	30%
金融行业	10 亿元	思科、华三、迈普、博达	7%
医疗行业	3 亿元	思科、华三	5%
政府及大型企业	15 亿元	思科、华三、华为、中兴、神码网络	较小

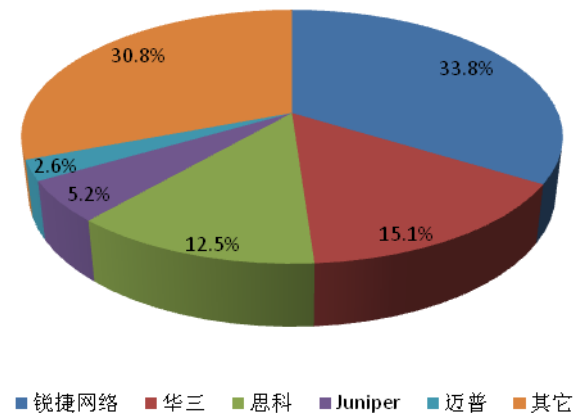
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 10 中国教育行业网络设备市场规模与占比



数据来源：计世资讯，安信证券研究中心

图 11 中国教育行业网络设备市场厂商份额



数据来源：计世资讯，安信证券研究中心

中国拥有数量庞大的企业数目，随着国家在行业信息化和企业信息化领域的大力推进，ICT 融合的进一步加速，企业网络市场的速度必将超越 IT 整体增速，保持在较高的增长水平（20%-35%）。公司凭借其良好的客户基础与定制化能力，近三年内将获得高于整体行业的增速，保持在 30% 以上的增长速度是大概率事件。

针对华为近两年大举进入国内企业网络市场，我们认为中短期不会给公司造成很大的冲击。批量定制化重视不足与渠道不完善是华为企业网络业务未能成为华为主业的两大短板。目前华为的企业网络主要为自销，渠道商处在发展的初级阶段，没有两三年的时间很难建立起稳固的合作伙伴关系。而锐捷网络凭借过去 10 余年在企业级网络设备市场中摸爬滚打，已经建立起较为完善的渠道体系，积累了深厚的客户基础，在国内企业网络设备市场中如鱼得水。如果有第二梯队的公司成长为第一梯队，那么锐捷网络是最有希望的一个。

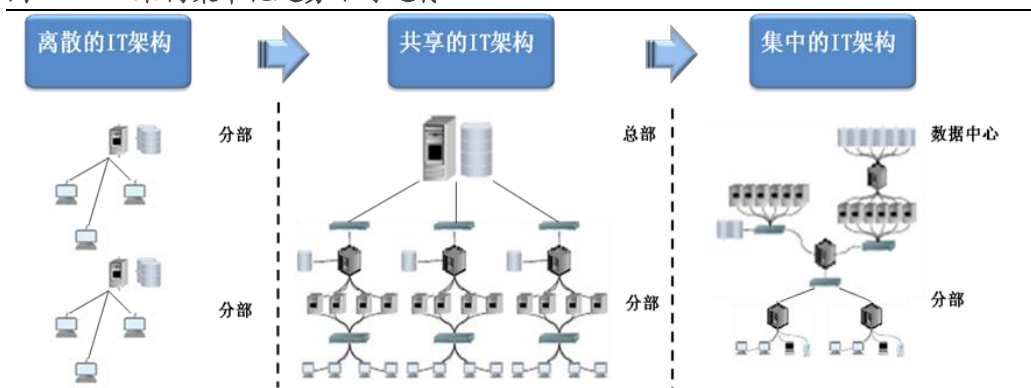
2.4. 云计算为公司带来新的机会

2.4.1. IT 架构集中化趋势对企业级网络设备要求提高

近几十年来，各式各样的 IT 管理方式都曾独领过风骚。我们将其主要分为三种：离散的 IT 架构、共享的 IT 架构以及集中的 IT 架构。顾名思义，离散的 IT 架构就是同一单位的分部的 IT 系统都是分散的，每个分部都有自己独立的 IT 系统，在网络通信技术还不发达的时代，离散的 IT 架构很好的满足了本地化的计算与存储需求，每个商业运营单位都可以依据自己的需要选择所需的 IT 资源，但是此时的成本与信息化的效果都不理想。随着通信网络技术的发展，各个分部被网络连接到了在一起，形成了以总部为中心的共享式 IT 架构。在这种架构下，虽然总部加强了对各个分部的控制，但是各个分部之间的数据仍然相互独立，存在着较明显的计算资源冗余的情况。正是在这样的背景下，以大规模数据中心为核心的集中式 IT 架构出现了。

强大的数据中心可以提供近似无限的计算、存储、数据通信能力，集中式的 IT 架构成为集结了大规模基础资源的数据中心“超级航母”，构建了云计算的基础设施。在大规模云计算环境下，IT 系统的性能无疑成为最为关注的核心要素。当前以千兆/万兆为主流的常规基础网络或许能够满足云计算服务初期或者小规模云服务的要求，但随着云计算资源和规模的不断扩大，云计算数据中心成为信息计算服务的核反应中枢，以 100G 为基础接口的网络分发将很快成为大规模云计算的必然选择。

图 12 IT 架构集中化趋势不可逆转



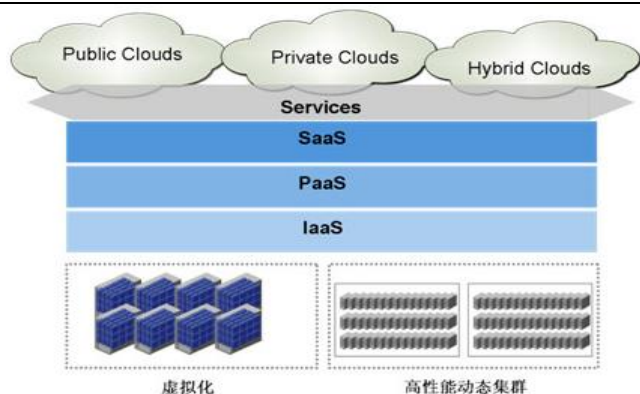
数据来源：安信证券研究中心

2.4.2. 公司具备云计算网络整体解决方案提供商的能力

从 IT 架构上来看，云计算的服务模式从低至高一般分为 IaaS（Infrastructure as a Service）、PaaS（Platform as a Service）和 SaaS（Software as a Service）三种。云计算的着眼点在于“计算”，以不同的计算形式来支撑云的服务，通常情况下将云计算的计算技术分成两种：虚拟化技术和集群技术。我们从不同的计算形式出发来分析数据中心数据流量特征。

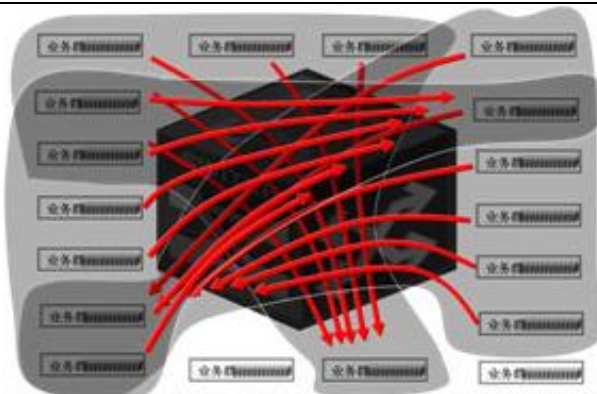
虚拟化本质在于对物理服务器的计算能力进行逻辑的颗粒化分割，每个分割单元都可以作为独立的计算单元运行，这样使得一台物理服务器上虚拟出多个逻辑服务器，也就是虚拟机，这种方式也称为 1: N 的虚拟化。但这样带来的效果是，多个应用的叠加使得服务器的吞吐量密集提升，单位网络内数据流量十几甚至数十倍的增长。集群技术的目的，是将大量的服务器通过集群方式整合起来，形成一个具有大规模计算处理能力的“巨型计算机”，从而完成巨大的计算处理任务，这也是一种 N:1 的虚拟化技术。在这样的计算应用中，几乎每一台服务器都处在重负荷的计算与吞吐环境，并且由于大型集群内子群之间的密集数据交换，导致了网络上各个方向大规模的数据传输，性能要求已经超越 100G 规模。

图 13 云计算模式



数据来源：安信证券研究中心

图 14 数据流量挑战网络设备极限



数据来源：安信证券研究中心

随着整个世界对云计算的使用频率正在增加，其规模变得越来越大，网络也随之成为数据中心和云计算的基础。但是传统网络架构限制了当前数据中心发展，因为传统架构试图应对激增的应用、服务器、存储和网络流量。大量设备、应用占据了电源、散热及空间，提高了成本和复杂性，也为云计算网络成型增加阻碍。针对当前的问题及趋势，公司率先推出面向下一代数据中心与云计算的交换机产品，将“融合网络、虚拟化、无阻塞交换、智能化”做为下一代数据中心的发展方向，解决传统数据中心网

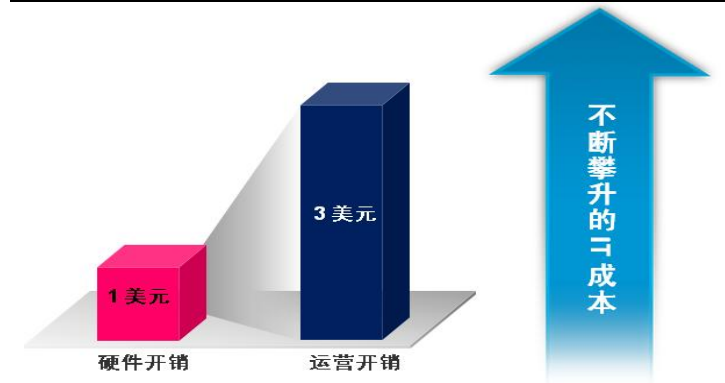
络设备数量多，成本高、流量突增等问题，为构建云计算网络奠定基础。公司推出的 RG-S12000 Cloud Computing 系列交换机在业内率先支持 40G 和 100G 标准模块，将 100G 真正落地。鉴于公司齐全的产品线，完全有能力结合路由器、安全、存储等产品为数据中心网络提供全系列的解决方案。

3. 明星产品之二：云终端发展超预期，成“云落地”首选

3.1. 桌面云成云计算热点，催生云终端需求

随着桌面应用的复杂化和多样化，各级政府部门、事业单位与各行业的企业正陷入各种各样的 IT 桌面困境。一方面，以 PC 为中心的现有计算模式的管理成本高昂，限制了 IT 敏捷性，难以应对不断变化的业务形势。另一方面，终端用户越来越需要从更多设备和位置自由、灵活地访问其应用程序和数据。这一困境——终端用户自由和 IT 控制之间的两难困境抬高了成本，影响了系统的安全性能。IDC 的调查数据显示，在企业信息化的进程中，在信息化硬件方面每支出 1 美元，那么在后期，公司仍将继续投入 3 美元用于运营管理开销。因此，企业在信息化建设的时候应当充分考虑未来后续支出，在满足企业信息化应用的同时，尽可能的降低总成本。

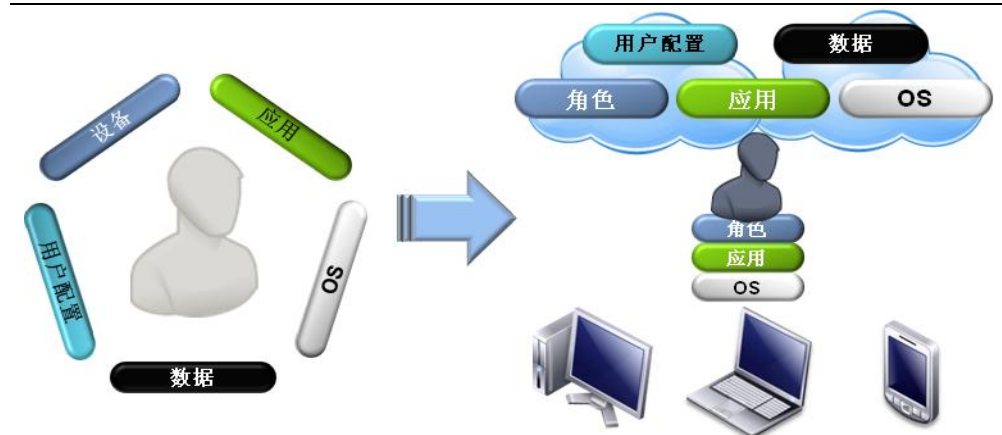
图 15 信息化运营开销远大于硬件一次性支出



数据来源：IDC，安信证券研究中心

面对桌面管理难度的加大，以及传统的 IT 架构模式成本不断攀升的现状，VMware 和 Citrix 等软件公司推出了一系列的桌面和数据中心虚拟化技术，帮助企业增强安全性、降低运营成本，同时通过建立一种现代的终端用户计算架构，全面简化桌面管理。

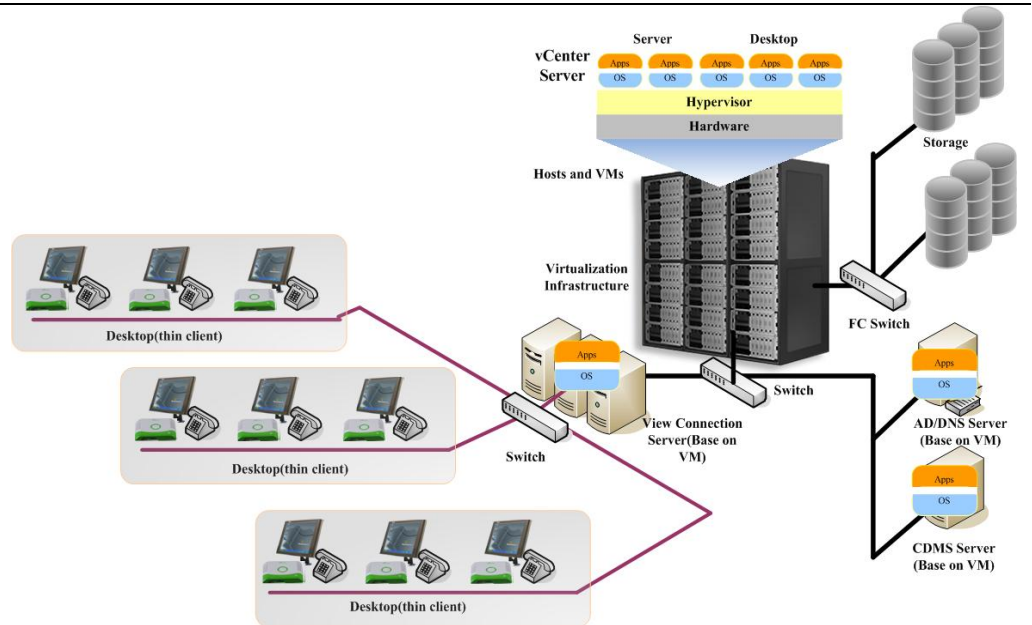
图 16 桌面云让用户以更方便的方式享有更多的计算与存储资源



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

以 VMware 的虚拟产品为例，该产品主要分为终端部分和数据中心服务器两大部分。VMware 利用虚拟化技术在服务器上虚拟出多个单独的服务器，这些虚拟服务器可以有不同的操作系统与不同的应用软件，方便终端用户进行不同系统之间的切换，使得服务器的计算能力与效率有了很大的提高。

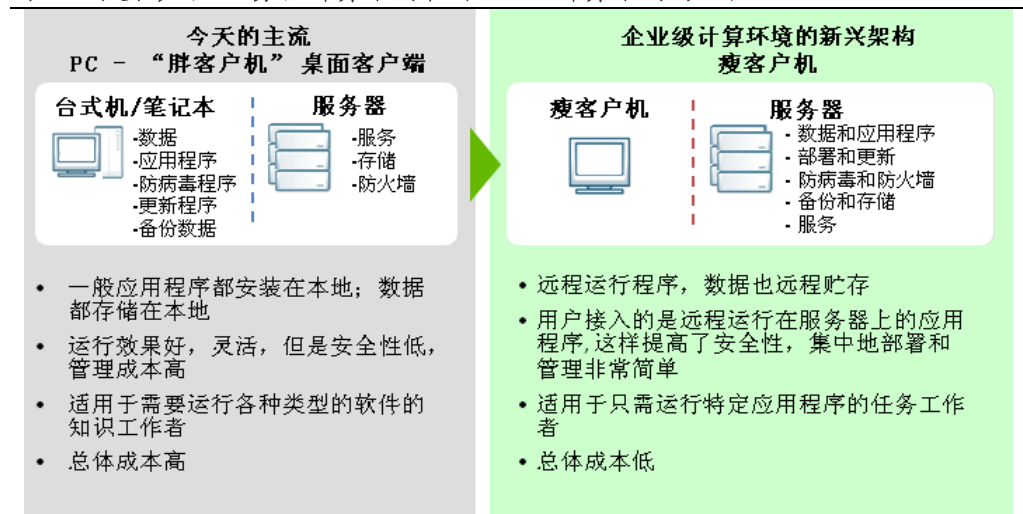
图 17 典型的 VMware 虚拟化产品架构



数据来源：VMware，安信证券研究中心

在虚拟化 IT 架构中，终端的运算与存储已经不再是那么重要，因为核心的计算资源都已经转移到了数据中心之中。因此在传统体系架构中的台式机与笔记本电脑有被更精简使用的终端替代的风险，瘦客户机（Thin Client）被认为是取代传统终端的最佳替代品。其实瘦客户机也是 PC，它是使用专业嵌入式处理器、小型本地闪存、精简版操作系统的基于 PC 工业标准设计的小型行业专用商用 PC。瘦客户机一般没有硬盘、CD-ROM 和扩展槽，通过网络获取大部分资源，其处理能力和应用程序加载都依靠服务器完成，应用程序和数据都存储在数据中心的服务器中，是一种无噪音、微型、高性价比的网络接入设备。

图 18 瘦客户机-服务器计算架构和传统 PC 计算架构的比较



数据来源：HP，安信证券研究中心

表六 升腾瘦客户机系统优势

指标	优势
空间	升腾瘦客户机整机体积小巧，只有 PC 的 1/5，使用人员的腿部空间和桌面操作空间被释放出来，可以更舒适的进行业务操作。
稳定性	升腾瘦客户机的平均无故障时间为 267,000 小时，约合全天候工作 33 年，故障率低，硬件维护工作为零。而 PC 的平均无故障时间国际上最高为 60,000 小时。
安全	升腾瘦客户机本地不存数据，在遇到安全风险事件（病毒入侵、系统数据被修改等）时，可以在短时间内重新恢复安全的业务应用环境，极大的减少 IT 运维人员软件维护的工作量。同时由于升腾瘦客户机本地无硬盘类存储设备且 USB 接口可以通过系统或管理工具来控制输入输出，因此数据没有出口，涉密信息安全性得到保证。
运维	升腾瘦客户机基于瘦客户机/服务器集中计算体系设计，大部分管理维护的工作都在服务器端完成，运维人员不必再四处奔波。
电能消耗	升腾瘦客户机整机功耗<40W，而一般 PC 的整机功耗至少是 200W。假设设备 24 小时运行，瘦客户机耗电最高 40W，普通 PC 机一般耗电 200W，每台瘦客户机每天可以节省 1.2 度电左右，100 台瘦客户机每个月可以节省 4,000 度电，每年可以节省 5 万度电。

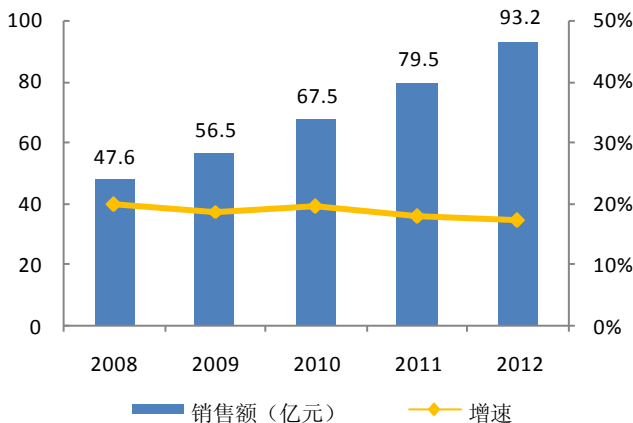
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

3.2. 瘦客户机市场需求增长稳定，规模不大但集中度高

瘦客户机作为网络终端的代表产品，目标市场在于对终端设备的安全性、可靠性要求较高，应用相对固定，对终端设备的运算存储能力及多媒体属性要求不高的行业用户，如银行、保险、证券、邮政、电信等，其中金融、电信、政府等行业占了主流。特别是金融行业，会占据整体市场份额的一半左右，成为瘦客户机市场的最大输出行业。

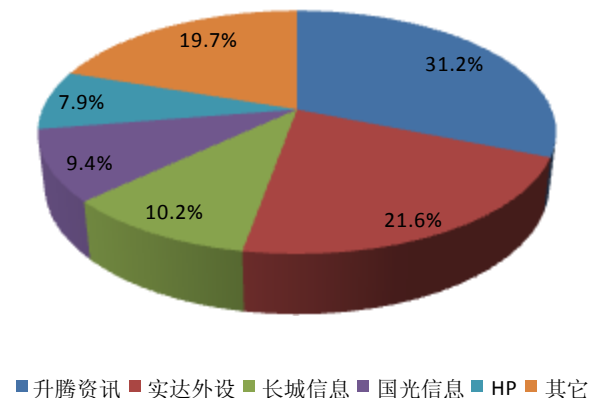
随着现代社会信息的爆炸性增长，信息的共享和有效利用问题越发凸现，越来越多的行业如邮政储蓄、医疗卫生等对终端产品的需求将会加速我国瘦客户机行业的扩张。根据 CCID 的预测，到 2012 年瘦客户机的需求量将会达到 93.2 万台，过去 8 年间的 CAGR 为 18.54%。假设每台瘦客户的价格为 2,000 元，即使不包括外围设备以及软件，瘦客户机的市场规模在 2012 年也会达到近 20 亿元。虽然行业不是很大，但是集中度较高。公司作为国内瘦客户机行业的龙头企业，近年来在国内的市场占有率稳居第一，市场占有率维持在 30%以上。同时考虑到目前公司瘦客户机销售主要是在国内，随着与 VMware 合作的深入，不排除瘦客户机产品大规模外销的可能。

图 19 瘦客户机市场规模预测



数据来源：CCID，安信证券研究中心

图 20 瘦客户机市场竞争格局



数据来源：CCID，安信证券研究中心

从公司的客户群体来看，公司基本上做到了全行业覆盖，已经打入了所有的对瘦客户机需求较大的行业。特别是金融行业，四大国有银行全部都成为公司的客户。考虑到股份制银行以及城市商业银行的蓬勃发展，数据集中化的诉求更加强烈，会催生出对云终端的更大的需求。2011年以来，公司的客户群体不断的多元化，逐渐渗透到以往应用之外的政府和大企业客户，贵州茅台、华为、宇通客车和中国石油等成为了公司的客户。随着云计算商用程度的提高，公司的瘦客户机业务将会全面铺开。

图 21 公司瘦客户机业务覆盖的客户

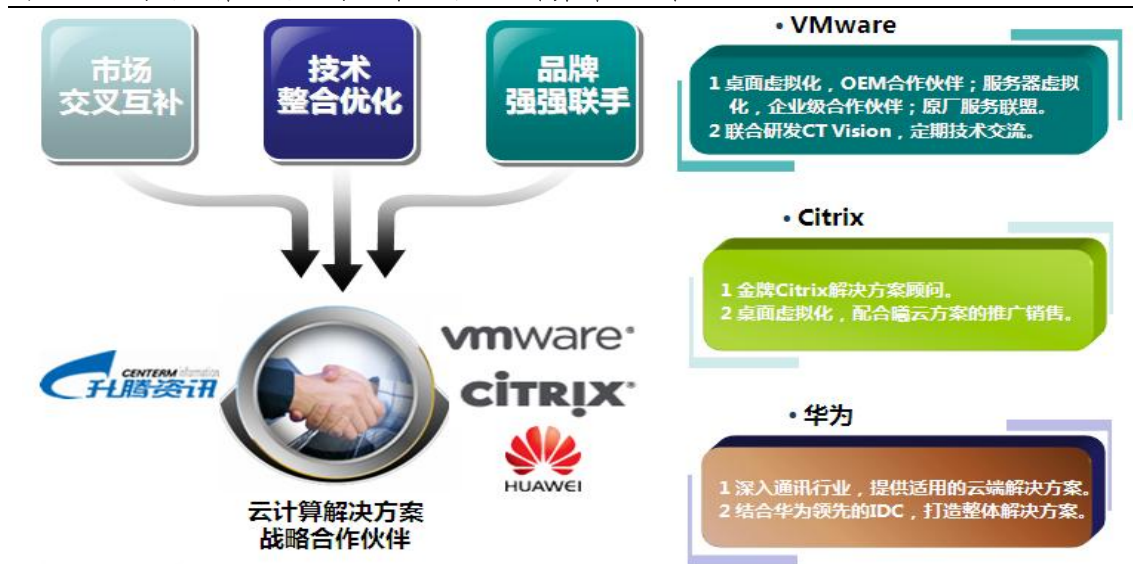
银行	保险证券	企业	教育	通信	政府
中国联通 中国建设银行 中国农业银行 中国工商银行 各省农村信用联社 中国人民银行 中国银行	中国人保财险 中国平安 中国人寿 太平人寿 中国民族证券 招商证券 西南证券	中国石油 中国石化 ZTE中兴 中国烟草 CCTV 国家电网 北京同仁医院	清华大学 北京航空航天大学 浙江大学 南方科技大学 武汉理工大学 西南交通大学	中国邮政 中国电信 中国移动通信 中国联通	国家安全局 广州市政府 河北省高级人民法院 福州市武警边防支队 北京海关缉私局 天津海事局 上海出入境管理局 广东省公路局 上海铁路局 广东交警 山东交警 东莞市国家税务局 山东地税 山东省农金融体改办 辽宁省银监局 三亚财政局

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

3.3. CT Vision 有望成为国内桌面云杀手级解决方案

长久以来，面对中国用户丰富的桌面外设使用需求，特别是众多非同一标准的桌面外部设备，与多种格式的高清视频播放要求，VMware、微软以及 Citrix 等大型软件厂商的桌面云产品始终难以做到及时响应与完美解决。因此，面对国内旺盛的桌面云的需求，公司与全球虚拟化和云基础架构领导厂商 VMware 深度合作，开发出桌面虚拟化解决方案——CT Vision。CT Vision 是第一款专为中国用户设计的桌面虚拟化产品，也是目前业内外设支持最好的桌面虚拟化产品。

图 22 公司与业界领先公司合作，打造云计算解决方案



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

从技术上来讲，CT Vision 完全基于 VMware View，具备 VMware View 所有国际领先的虚拟化技术。同时融入了更适合中国用户使用需求的桌面解决方案领先技术，特别增强了外设、多媒体播放、网络视频等方面的功能，使得 CT Vision 比 VMware 的桌面虚拟化产品更具有吸引力。在国内市场中，CT Vision 不仅仅可以完胜国内其他的潜在对手，而且在与其他国际巨头的较量中也占据优势。

在推出 CT Vision 之前，公司主攻瘦客户机硬件制造，毛利率相对较低。在推出了 CT Vision 之后，公司将不再只是瘦客户机的硬件制造商，而将成为拥有虚拟化技术解决方案的供应商，盈利能力会有大幅的提升，面对的市场规模将会扩大数倍。

我们认为 CT Vision 对于公司瘦客户机业务意义非凡：首先，公司将会毫无疑问的成为国内桌面云领域的领军企业，踏入国内桌面虚拟化的蓝海；其次，公司可以凭借虚拟化技术在下一代数据中心的建设中获得更高的话语权，从而通过系统解决方案将公司的硬件产品进行打包销售，从而大幅提高瘦客户机、企业网络等产品的销售额。

图 23 CT Vision 使公司从硬件供应商上升为解决方案供应商



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

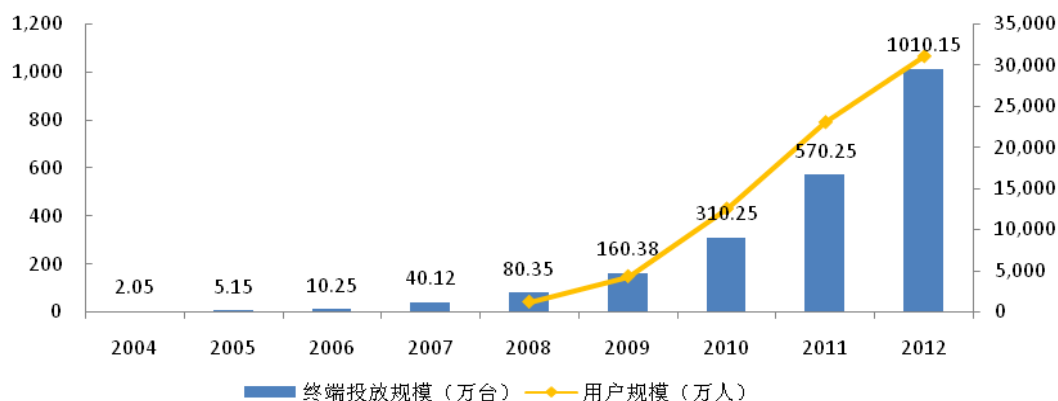
4. 发挥公司网络技术优势，顺利切入多个行业应用领域

依托在通信与网络领域的技术实力，公司相继开发出了 EPOS（固网支付终端系统）、DMB（联网信息发布系统）、KTV 娱乐系统、视频监控以及 GPS 等产品，这些产品被归类为公司主营业务中的“其它业务”。其中 EPOS 占比在一半以上，预计 2011 年的收入规模在 2.5-3.0 亿的水平，DMB 与 KTV 娱乐系统合计收入在 1 亿元以上。

其它的产品体量均较小，但是行业的市场空间都不小，公司有望从这些产品中培育出新的明星级产品。我们从公司的核心竞争优势出发，比较看好公司的 EPOS 业务、DMB 业务以及视频监控业务。下面我们仅针对业绩贡献较大的 EPOS 产品进行分析。

公司自从进入 EPOS 市场开始就着力打造“固网支付专家”的市场形象，伴随着 EPOS 市场的成熟，公司的 EPOS 产品在市场上站稳了脚跟，成为国内市场占有率领先的固网支付企业。目前国内固网支付已经积累了较大规模的用户群，同时用户对固网支付业务已经达到一定熟悉程度，使用习惯和消费依赖性已经形成，国内的固网支付行业已经进入了快速发展期，固网支付终端投放数量将继续保持翻番式的高速增长。根据 CCID 的预测，到 2012 年，终端投放数量有望超过 1,000 万台，覆盖人群超过 3 亿。面对爆发的市场需求，公司的积极的扩充产能。我们预计随着公司产能的释放，EPOS 业务作为公司非核心的产品线，将为公司带来更大的惊喜。

图 24 中国固网支付终端投放规模预测

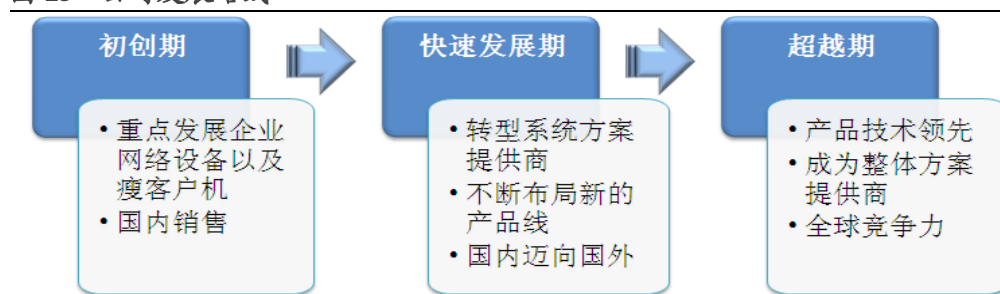


数据来源：CCID，安信证券研究中心

5. 再审视公司发展战略：“弹性投入”使得公司与时俱进

在看过各个产品线的分析之后，投资者可能会有这样的疑惑：一家体量不大的公司（2010 年收入未达 20 亿，市值未达 50 亿）为何能涉及到如此之多的产品？这种小公司多产品的模式能不能帮助公司成长为百亿级的大公司？

图 25 公司发展路线



数据来源：安信证券研究中心

如果将产品与公司的发展历程与核心优势联系在一起，我们会发现公司目前的产品线完全契合公司的核心竞争力（技术积累、定制能力以及规模优势）。公司在初创期通过研发资源的集中投入，使得公司在企业网络市场和瘦客户机市场站稳了脚跟。随后进入了快速发展期，产品和市场的多元化成为一种必然的选择。公司在着力稳固在企业网络、瘦客户机市场地位的同时，开始转型系统解决方案提供商，还根据市场需求陆续推出了 EPOS、DMB、视频监控等新产品。快速成长期是企业极为重要的阶段，公司经历这个阶段之后，企业就能进入一个资源、能力和市场相对匹配的均衡状态，也就是超越期。我们认为公司在未来很长一段时间都会处于快速成长期。面对不断涌现的行业应用机会，公司会充分利用“弹性投入”优势，使得处于生命周期不同阶段的产品得到了相匹配的研发投入资源，从而达到投入产出比最大化的目标。

表七 “弹性投入”的基本策略

时间点	公司的产品策略
技术和产品刚刚出现，出现商业应用模式	<ul style="list-style-type: none"> 投入少量的研发资源进行跟踪研究，在关键技术保持业界同步
市场前景逐渐明晰，但市场尚未全面启动	<ul style="list-style-type: none"> 适当加大研发投入力度，开始试制商用产品，并在市场上进行前期投入
市场大规模启动或启动征兆凸显	<ul style="list-style-type: none"> 立即大规模投入，快速推出商用产品，并进行重点市场的尝试和突破

数据来源：清华经管评论，安信证券研究中心

6. 他山之石：行业标杆企业的成长轨迹

从公司的业务形态来看，企业级网络设备业务与瘦客户机业务是公司的两大主线。从这两条主线出发，我们遴选了成熟市场的 7 只股票，思科与 Juniper 是公司企业网络的参考标的，VMware 与 Citrix 是公司瘦客户机业务的参考标的，微软、IBM 以及 HP 作为整个 TMT 行业的参考标的。

表八 相关美国上市公司标的（截止 2012 年 1 月 31 日）

	主营业务	市值	PE	最近财年营收	近三年 CAGR	毛利率
企业网络						
Cisco	互联网解决方案供应商	1,051.52 亿美元	16.99	432.18 亿美元	9.39%	61.40%
Juniper	网络性能解决方案与网络安全	110.94 亿美元	26.90	40.93 亿美元	7.04%	66.98%
虚拟化						
VMware	虚拟化软件	386.21 亿美元	54.26	28.57 亿美元	23.25%	82.72%
Citrix	虚拟化、网络和云	121.30 亿美元	34.70	18.75 亿美元	8.81%	88.08%
参考指标						
Microsoft	软件、云计算、安全	2,484.51 亿美元	10.72	699.43 亿美元	9.40%	77.73%
IBM	信息技术和业务解决方案	2,268.84 亿美元	14.71	998.70 亿美元	-1.83%	46.07%
HP	计算机软硬件与资讯服务	553.15 亿美元	8.53	1,272.45 亿美元	5.39%	23.35%

数据来源：公司财报，安信证券研究中心

6.1. 从思科与 Juniper 看网络设备市场

思科是最成功的美国 TMT 公司之一。创立于 1984 年，1986 年生产出第一台路由器，让不同类型的网络可以可靠地互相联接，掀起了一场通信革命。1990 年上市以来，思科公司的年收入已从 6,900 万美元上升到 2011 财年的 432.18 亿美元，CAGR 约为 38%。思科辉煌的历史说明了两点：（1）网络设备市场是 TMT 的主流市场之一，随着信息与通信技术的进步以及网络互联需求的高涨，网络设备市场规模会持续不断的提升，这一点勿容置疑；（2）网络设备市场是个全球市场，有核心竞争优势的公司能够脱颖而出，成为全球范围内的伟大企业。

随着网络设备市场成熟度的提高，以及细分市场需求的不断涌现，市场竞争越来越激烈。Juniper、华为以及中兴的崛起，给思科带来了巨大的压力，思科近三年的 CAGR 下降到了 10% 以内。思科的萎靡说明了以下两点：（1）网络设备市场内部格局变化的可能性比较大，虽然龙头地位无法撼动，但是新兴厂商蚕食市场是必然；（2）与 Juniper 类似的比较专注于某一领域的公司有望成长为全面的大公司。

Juniper 主攻高端网络设备与网络安全设备，最早打破了思科在高端市场的垄断地位，目前全球 30 大顶尖运营商都有 Juniper 的产品覆盖，实力不容小视。但是 Juniper 近两年的销售情况并不理想。我们的分析如下：（1）Juniper 的市场主要在运营商市场，电信级设备市场增长趋缓拖累了公司的发展，同时华为、中兴也给 Juniper 带来了巨大的压力；（2）Juniper 企业网络业务不是其强项，而企业级网络设备市场的景气度要高于电信级网络设备市场。

虽然思科与 Juniper 业务增长有放缓的趋势，但是从估值来看仍然高于微软、IBM 和 HP 等 TMT 行业标杆企业，从一定程度上说明了市场对网络设备企业的看好。

6.2. 虚拟化软件行业享受高估值

公司另外一个明星产品是瘦客户机，公司近期与 VMware 合作推出 CT Vision 是我们最为关注的业务，从 VMware 的发展情况我们能大概看出市场对这个产品的需求。即使在 TMT 行业的增长全线放缓的背景下，VMware 的近三年 CAGR 仍然达到了 23.25%，是我们所取标的中增速最快的公司，同时市盈率也是最高的，达到了 54.26，远高于行业平均市盈率，说明了市场对于虚拟化软件应用的看好。VMware 的市值在 400 亿美元左右，是全球第四大软件公司，另一家虚拟化软件供应商 Citrix 的市值也在百亿美元以上。目前国内尚无纯正的虚拟化软件上市公司，星网锐捷有望通过一体化解决方案分享虚拟化的大市场。

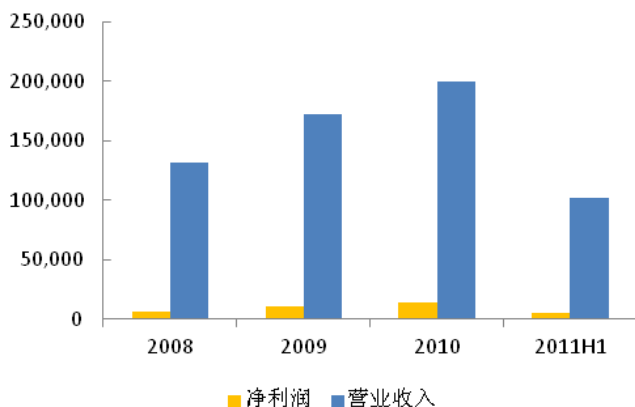
7. 公司财务分析

7.1. 营业收入增长稳定，各项业务有张有弛

受益于公司企业网络设备产品以及瘦客户机业务需求的稳定增长，公司近几年盈利能力不断增强。2008 年-2010 年营业收入分别为 13.18、17.25、19.98 亿元，CAGR 为 23.08%，2008 年-2010 年净利润分别为 0.69、1.06、1.39 亿元，CAGR 为 41.56%。2011 年上半年实现营业收入 10.33 亿元，同比增长 39.94%，实现净利润 0.49 亿元，仅同比增长 0.77%。净利润增速远低于营业收入增速的原因主要在于公司在第一季度有较大规模的人员扩张以及市场推广活动，费用控制情况并不理想，因此第一季度的净利润同比下降了 190.31%。但是随即在第二季度和第三季度，公司收入增长与期间费用控制情况恢复到了正常的水平。

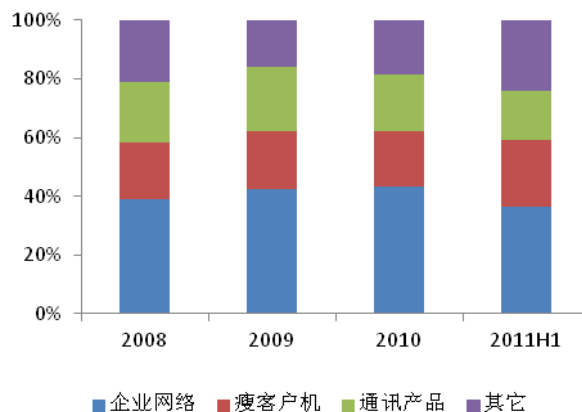
在近几年公司的企业网络产品的占比不断提高，从 2008 年的 38.84% 稳步提高到了 2010 年的 43.03%。虽然 2011 年上半年的占比仅为 36.04%，但是考虑到网络设备产品具有比其他产品线更明显的季节性特征，因此企业网络产品占比仍会维持在 2011 年的水平。公司的瘦客户机业务的占比较为稳定，2008 年-2010 年的占比分别为 19.56%、19.89% 和 18.35%，随着国内云终端需求的爆发，瘦客户机业务占比有望进一步提升。公司的通讯产品业务增长较为缓慢，2008 年-2010 年的占比分别为 20.63%、21.90% 和 19.13%，在 2011 年上半年更是下降到了 16.34%，我们预计该产品未来的占比仍将继续下降，不会是公司大力发展的重点产品。2008 年 EPOS 业务发展迅猛，在银行、电信、邮政等行业销售良好，因此其它业务在 2008 年的占比较高，达到了 20.97%，之后其它业务增速放缓，占比有所下降。

图 26 近期公司营业收入与净利润（万元）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 27 近期公司各业务占比



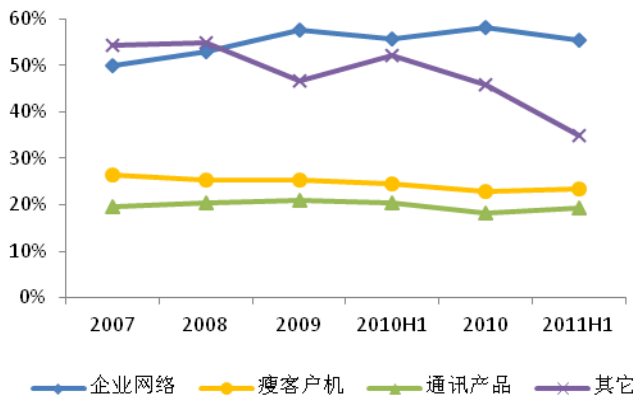
数据来源：Wind，安信证券研究中心

7.2. 瘦客户机毛利率有望抬头，企业网络高毛利率依旧

企业级网络设备市场是受到“行业解决方案”引领的市场，需求旺盛但呈现多样化、个性化的特征，对产品定制化要求很高。公司是教育、金融行业的主流供应商，拥有全系列自主知识产权的产品，以及从接入产品到高端核心设备的一站式软硬件提供能力。因此公司的企业网络设备业务毛利率很高，一直保持在 50% 以上的水平。目前中国瘦客户机领域的竞争格局相对稳定，近年来公司瘦客户机平均毛利率基本维持在 25% 左右。随着行业信息化大集中的推进，各细分市场对瘦客户机的个性化需求也日趋旺盛，公司瘦客户机业务的毛利率会稳中有升。通讯产品（无线通和 ADSL Modem）属于技术较为成熟，标准化程度较高的产品，同时这两类产品的主要销售对象是电信运营商，厂商议价能力有限，因而行业平均毛利率水平不高，近年来保持在 20% 左右的水平。其它产品的毛利率水平变动较大主要是因为公司其它产品中产品较多，但是体量都不是很大，随着低毛利的新产品不断推出，其他产品的毛利率呈现出下降趋势。

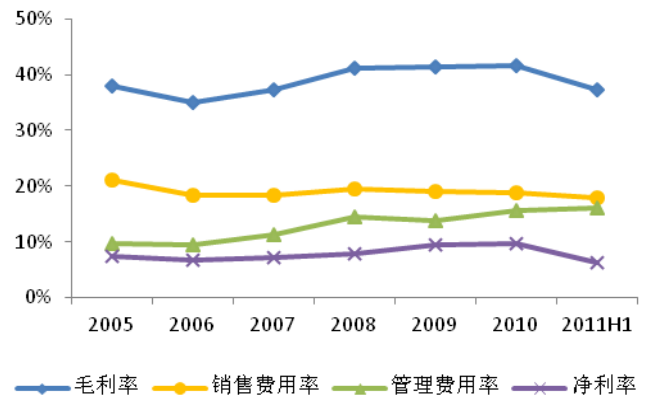
公司的综合毛利率水平不断提升，主要与产品结构变化有关。2008 年综合毛利率同比增长 4.25 个百分点，主要归因于毛利率较高的其它产品占比由 2007 年的 9.74% 上升到 2008 年的 20.97%。从 2008 年之后，公司的综合毛利率趋于稳定。由于毛利率较高的企业网络的收入大部分集中在下半年，因此 2011 年上半年综合毛利率有所下滑，但是不会影响全年的毛利率水平。业务规模迅速增长为公司带来了规模经济，销售费用率呈下降趋势，从 2005 年的 21.13% 稳步降低到了 2011 年上半年的 17.82%。公司的管理费用主要为研究开发费用，呈逐年上升趋势，且年增长幅度较大，从 2005 年的 9.68% 稳步提升到了 2011 年上半年的 16.14%。主要是因为公司十分注重对基础技术的研究创新，注重对已有技术的行业应用，逐步加大研究开发投入所致。

图 28 近期公司各业务毛利率



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 29 近期公司盈利能力指标



数据来源：Wind，安信证券研究中心

8. 盈利预测与投资建议

8.1. 盈利预测

公司近年来应对云计算的大趋势，推出了一系列企业网络设备，满足了下一代数据中心建设的需求。在瘦客户机业务方面，与 VMware 合作推出面向中国市场的桌面云解决方案。同时不断在 DMB、EPOS、GPS 以及视频监控等多个细分领域努力开拓，期望在其中培养出未来新业务和利润的增长点。我们预计，随着云计算与 IPv6 的推进，公司的营收会继续保持稳定增长的态势。

我们基于对市场的理解以及对公司自身的经营实力的了解，对公司的各条产品线进行营业收入预测：

(1) 瘦客户机。我们预计公司的瘦客户机业务是公司未来三年内增长最为迅猛的业

务, 受益于云计算的推进, 公司的瘦客户机将会被越来越多的行业客户所接受, 需求愈加旺盛。预计 2011-2013 年, 瘦客户机产品的销售收入分别为 6.64 亿元、9.95 亿元和 13.94 亿元, 增速分别为 80.00%、50.00%和 40.00%。我们预计瘦客户机业务的毛利率会有所提升, 2011-2013 年的毛利率分别为 23.00%、23.50%和 24.00%。毛利率的提升主要基于以下两点考虑: 首先, CT Vision 一改过去只销售低毛利硬件的局面; 其次, 公司募投项目的投产, 将会使公司的产能大幅提升, 规模效应显著。

(2) 企业级网络设备。受益于云计算数据中心建设对网络设备的需求以及 IPv6 推进带来的更新换代需求, 公司的交换机与路由器销售情况将会保持稳定增长的态势。预计 2011-2013 年, 企业网络的销售收入分别为 11.49 亿元、14.93 亿元和 19.17 亿元, 增速分别为 33.64%、30.03%和 28.38%。随着企业网络市场需求高涨, 该领域的竞争趋于白热化, 各大巨头纷纷将注意力从电信网络市场转向了企业网络市场, 例如华为、中兴等公司大举进入企业网络设备市场, 势必会对公司有些影响, 但是考虑到公司深耕企业网络设备市场 10 余年, 在定制化与渠道方面优势明显, 我们预计公司的网络设备毛利率下降程度有限, 2011-2013 年的毛利率分别为 57.09%、55.23%和 54.88%。

(3) 通讯产品。通讯产品包括宽带接入终端设备 (ADSL Modem) 与无线固话终端 (无线通) 两类产品。考虑到固网宽带增速放缓以及 FTTH 的快速推进, ADSL Modem 的市场需求将趋于下滑。无线通业务还有些看点, 在广大的农村地区和特定行业中仍有市场。经过综合分析以上两种产品线, 我们预计 2011-2013 年通讯产品的销售收入分别为 3.94 亿元、4.21 亿元和 4.33 亿元, 增速分别为 3.17%、6.95%和 2.68%。毛利率略有下降, 分别为 18.33%、18.24%和 18.10%。

(4) 其它。公司融合通讯技术、网络技术以及行业新的应用需求开发出了大量新产品, 涵盖了 EPOS、DMB、视频监控、KTV 娱乐系统以及 GPS 等产品, 其中 EPOS 收入占比超过一半, 增长态势良好。我们预计 2011-2013 年其它产品的销售收入分别为 5.11 亿元、7.67 亿元和 11.12 亿元, 增速分别为 40.00%、50.00%和 45.00%。毛利率略有下降, 分别为 40.00%、38.00%和 38.00%。

表九 公司未来三年业务收入预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
瘦客户机					
收入 (万元)	34,007.72	36,866.87	66,360.37	99,540.55	139,356.77
增速	33.89%	8.41%	80.00%	50.00%	40.00%
毛利率	25.20%	22.81%	23.00%	23.50%	24.00%
企业级网络设备					
收入 (万元)	72,546.52	85,942.37	114,851.00	149,346.28	191,735.79
增速	43.84%	18.47%	33.64%	30.03%	28.38%
毛利率	57.50%	58.10%	57.09%	55.23%	54.88%
通讯产品					
收入 (万元)	37,441.47	38,222.96	39,436.30	42,178.57	43,309.42
增速	39.81%	2.09%	3.17%	6.95%	2.68%
毛利率	20.88%	18.07%	18.33%	18.24%	18.10%
其它					
收入 (万元)	26,986.56	36,515.96	51,122.34	76,683.52	111,191.10
增速	-0.92%	35.31%	40.00%	50.00%	45.00%
毛利率	46.74%	45.74%	40.00%	38.00%	38.00%

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

综合以上四种业务, 我们预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 27.48 亿元、37.18 亿元和 49.09 亿元, 增速分别为 37.57%、35.32%和 32.04%。2011-2013 年净利润分别为

1.68 亿元、2.26 亿元和 3.12 亿元，增速分别为 21.31%、34.28%和 38.45%，全面摊薄后 EPS 分别为 0.48、0.64 和 0.89 元。

表十 主要财务指标预测值

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1,724.67	1,997.21	2,747.59	3,717.94	4,909.35
增速	30.81%	15.80%	37.57%	35.32%	32.04%
净利润 (百万元)	106.26	138.60	168.12	225.76	312.57
增速	53.63%	30.43%	21.31%	34.28%	38.45%
毛利率	41.26%	41.69%	39.93%	38.81%	38.87%
销售费用率	18.95%	18.78%	17.49%	16.45%	15.91%
管理费用率	13.91%	15.52%	15.04%	14.71%	14.63%
财务费用率	0.78%	-0.12%	-0.57%	-0.51%	-0.47%
净利率	6.16%	6.94%	6.12%	6.07%	6.37%
ROE	28.79%	11.36%	12.23%	14.37%	16.97%
EPS (元)	0.30	0.39	0.48	0.64	0.89

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

8.2. 估值以及投资建议

目前 A 股市场还没有与公司比较类似的上市公司。因此我们从公司的产品线布局出发，选择了以下六家可比的公司：中兴通讯（网络设备）、长城信息（瘦客户机）、浪潮信息（云计算）、证通电子（EPOS）、华平股份（网络视频会议）以及中威电子（视频监控），这些可比公司 2012 年平均市盈率为 18.15 倍。

表十一 可比公司估值情况

公司名称	股价	毛利率 (%)	净利率 (%)	P/E			PS	PB
				2010	2011E	2012E		
中兴通讯	15.35	32.63	4.95	16.25	14.61	11.85	0.75	2.29
长城信息	5.22	20.22	3.78	56.27	26.54	20.63	1.90	1.70
浪潮信息	15.43	20.18	3.22	96.70	53.21	30.86	3.07	3.20
证通电子	9.60	37.21	9.85	36.70	21.43	14.89	3.84	4.44
华平股份	16.91	70.69	46.81	34.93	23.29	15.34	16.35	2.07
中威电子	29.70	69.89	36.13	34.44	21.83	15.36	12.44	15.41
平均值				45.88	26.82	18.15	6.39	4.85

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

公司作为云计算与 IPv6 的纯正标的，未来将明确受益国内 IPv6 的规模替代和云计算数据中心的大规模建设，这两条主线将贯穿十二五期间，不断的产业政策利好将会始终伴随公司成长。为此我们给予公司的目标价 16 元，对应 2012 年 25 倍的 PE，评级上调至买入-A。

9. 主要风险点

9.1. 企业网络市场竞争趋于白热化的风险

近年来，国外网络设备巨头（比如思科）继续保持在中高端市场的竞争优势，同时还开始向中低端市场进行渗透，国内厂商华为、中兴也开始大力开发企业网络设备市场，市场竞争趋于激烈，但我们不认为这种担忧会在 2 年之内体现，核心原因是市场之巨

大，增速之稳定，对于华为、中兴来说也只是稍微聚焦则产生巨大的收入拉动，远未到饱和状态。此外，华为、中兴等公司的渠道建设需要时间，且面临中低端客户的产品线不够丰富。

但这需要审视公司未来的发展战略，如果公司锁定中端市场，扩张产品线则会发展稳健；若公司力图逐渐抬高自身在高端产品的竞争能力，则需要持续产生巨大的研发投入，则短期面临着费用提高但收入增长不匹配的风险。

9.2. 国外厂商大举进入瘦客户机领域的风险

目前国内瘦客户机业务的市场规模并不大，随着瘦客户机模式渐渐地被更多的行业客户接受，我国瘦客户机行业有望快速扩张。市场规模的扩大有可能引来众多老牌终端厂家及国外大牌供应商，例如 HP、Wyse 等外资品牌凭借其庞大的销售网络和品牌知名度冲击着国内市场，行业市场可能由集中走向分散，瘦客户机市场的竞争将会变得更为激烈。

9.3. 经济形势不明朗导致企业 IT 支出延后的风险

考虑到步履蹒跚的全球经济以及前途未知的欧元区危机，企业信息化支出存在着被延后的风险。正是在这样的背景下，各大 IT 咨询公司纷纷下调 IT 支出预测，其中 Gartner 将 2012 年 IT 支出增长率再次下调，从之前预计的年增长率 4.6% 降低到 3.7%。企业网络设备作为企业信息化 IT 支出中重要的组成部分，有可能会受到宏观经济的影响，从而出现销量下降的不利局面。

对于公司来说，其业务主要集中在国内，我们更需要关注国内政府、行业信息化投资增速的变化趋势。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-1-16			
财务报表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E			
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性								
营业收入	1,724.7	1,997.2	2,747.6	3,717.9	4,909.3	营业收入增长率	30.8%	15.8%	37.6%	35.3%	32.0%			
减: 营业成本	1,013.0	1,164.7	1,650.6	2,275.2	3,001.0	营业利润增长率	107.1%	9.6%	48.5%	38.3%	45.2%			
营业税费	2.9	6.6	8.2	11.2	14.7	净利润增长率	53.6%	30.4%	21.3%	34.3%	38.5%			
销售费用	326.9	375.0	480.5	611.6	781.2	EBITDA 增长率	50.8%	-0.8%	42.9%	37.2%	43.0%			
管理费用	239.9	310.0	413.2	546.8	718.4	EBIT 增长率	59.3%	-2.5%	39.6%	39.7%	46.7%			
财务费用	13.5	-2.3	-15.6	-18.8	-23.2	NOPLAT 增长率	33.3%	8.8%	27.7%	35.0%	39.2%			
资产减值损失	3.0	2.8	9.5	11.3	9.4	投资资本增长率	-32.3%	103.0%	20.9%	12.0%	7.4%			
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	35.9%	202.5%	23.5%	14.2%	17.3%			
投资和汇兑收益	2.4	-0.3	7.0	7.0	10.0									
营业利润	127.9	140.2	208.2	287.8	417.8	利润率								
加: 营业外净收支	51.3	88.9	96.1	120.8	147.9	毛利率	41.3%	41.7%	39.9%	38.8%	38.9%			
利润总额	179.2	229.1	304.3	408.6	565.7	营业利润率	7.4%	7.0%	7.6%	7.7%	8.5%			
减: 所得税	16.2	34.6	45.6	61.3	84.9	净利润率	6.2%	6.9%	6.1%	6.1%	6.4%			
净利润	106.3	138.6	168.1	225.8	312.6	EBITDA/营业收入	9.2%	7.9%	8.2%	8.3%	9.0%			
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	8.2%	6.9%	7.0%	7.2%	8.0%			
货币资金	364.0	1,250.8	1,530.8	1,762.0	2,124.9	运营效率								
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	22	21	18	15	12			
应收账款	378.7	492.1	686.5	929.0	1,097.5	流动营业资本周转天数	38	40	52	48	41			
应收票据	3.8	4.3	7.5	10.2	13.5	流动资产周转天数	201	296	335	308	283			
预付账款	36.9	28.3	28.3	28.3	28.3	应收帐款周转天数	78	78	76	77	73			
存货	278.2	445.9	626.8	740.5	976.8	存货周转天数	56	66	71	67	64			
其他流动资产	-0.0	4.8	4.8	4.8	4.8	总资产周转天数	236	334	365	330	300			
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	71	75	81	69	57			
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率								
长期股权投资	43.0	42.6	25.0	30.0	30.0	ROE	28.8%	11.4%	12.2%	14.4%	17.0%			
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.1%	7.9%	8.3%	9.4%	10.7%			
固定资产	106.3	127.3	152.1	165.2	169.9	ROIC	43.6%	70.1%	44.1%	49.2%	61.2%			
在建工程	2.3	55.9	24.3	22.3	21.7	费用率								
无形资产	19.1	5.4	6.2	6.9	7.7	销售费用率	19.0%	18.8%	17.5%	16.5%	15.9%			
其他非流动资产	7.8	9.0	9.0	9.5	11.0	管理费用率	13.9%	15.5%	15.0%	14.7%	14.6%			
资产总额	1,240.2	2,466.4	3,101.3	3,708.7	4,486.0	财务费用率	0.8%	-0.1%	-0.6%	-0.5%	-0.5%			
短期债务	64.7	90.0	81.2	90.1	88.0	三费/营业收入	33.6%	34.2%	32.0%	30.7%	30.1%			
应付帐款	253.4	347.1	497.4	685.7	904.4	偿债能力								
应付票据	141.1	121.3	203.5	280.5	370.0	资产负债率	54.3%	30.6%	31.8%	34.8%	36.8%			
其他流动负债	189.5	180.2	186.2	216.2	266.2	负债权益比	119.0%	44.0%	46.6%	53.4%	58.3%			
长期借款	8.3	7.4	9.4	11.4	15.4	流动比率	1.64	3.01	2.98	2.73	2.61			
其他非流动负债	16.8	7.8	7.8	7.8	7.8	速动比率	1.20	2.40	2.33	2.14	2.00			
负债总额	674.0	753.9	985.6	1,291.7	1,651.9	利息保障倍数	10.47	-58.97	-12.30	-14.27	-17.03			
少数股东权益	138.4	151.8	233.3	342.7	494.2	分红指标								
股本	131.5	175.5	351.0	351.0	351.0	DPS(元)	-	-	0.06	0.10	0.13			
留存收益	296.3	1,385.1	1,531.4	1,723.3	1,988.9	分红比率	0.0%	0.0%	13.0%	15.0%	15.0%			
股东权益	566.2	1,712.4	2,115.7	2,417.0	2,834.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%	1.2%			
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E			
净利润	163.0	194.5	168.1	225.8	312.6	EPS(元)	0.30	0.39	0.48	0.64	0.89			
加: 折旧和摊销	17.9	20.4	32.1	39.2	46.1	BVPS(元)	1.22	4.45	5.36	5.91	6.67			
资产减值准备	3.0	2.8	9.5	11.3	9.4	PE(X)	36.8	28.2	23.3	17.3	12.5			
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.1	2.5	2.1	1.9	1.7			
财务费用	12.4	5.5	-15.6	-18.8	-23.2	P/FCF	44.4	-32.8	86.7	25.1	15.1			
投资收益	-2.4	0.3	-7.0	-7.0	-10.0	P/S	2.3	2.0	1.4	1.1	0.8			
少数股东损益	56.8	55.9	90.5	121.6	168.3	EV/EBITDA	-	40.7	12.0	8.4	5.4			
营运资金的变动	152.8	-215.8	-149.6	-75.4	-60.7	CAGR(%)	28.7%	35.2%	25.6%	21.4%	6.5%			
经营活动产生现金流量	347.4	21.8	128.0	296.5	442.4	PEG	1.3	0.8	0.9	0.8	1.9			
投资活动产生现金流量	-44.1	-85.4	-1.4	-49.0	-41.0	ROIC/WACC	4.4	7.1	4.5	5.0	6.2			
融资活动产生现金流量	-188.9	971.0	162.5	-4.2	-21.8	REP	-	1.6	0.9	0.7	0.5			

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

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
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
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	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