

**研究所**

证券分析师：马金良 S0350510120001

联系人：梁铮

 0755-83707451 [liangz02@ghzq.com.cn](mailto:liangz02@ghzq.com.cn)

联系人：杨鑫林

 0755-23618492 [yangxl@ghzq.com.cn](mailto:yangxl@ghzq.com.cn)

# IPv6 升级迫在眉睫，最纯种的 NGN 受益股

## ——星网锐捷（002396）调研报告



### 事件：

近期我们前往福州调研了星网锐捷（002396），与高管就公司近期经营情况、业务发展以及行业发展等相关问题进行了深入的探讨。

图 1、公司业绩预测

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	2644	3304	4412	5715
增长率(%)	32%	25%	34%	30%
净利润（百万元）	179	232	312	405
增长率(%)	29%	30%	34%	30%
摊薄每股收益（元）	0.51	0.66	0.89	1.15
ROE(%)	9.28%	10.63%	12.32%	13.58%

资料来源：星网锐捷，国海证券研究所

### 评论：

公司作为国内多年专注于企业级网络设备及其解决方案领域，技术研发实力高居国内行业第一梯队，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。我们认为，公司多年专注企业网市场，在企业级交换机、路由器、瘦客户机等产品上拥有研发、客户渠道优势，同时新业务如 EPOS、DMB、多媒体视频点播系统以及视频监控业务提升公司综合竞争力，未来在 IPv6、云计算等大规模建设的驱动下，公司作为最纯种的 IPv6 受益股，将明显受益。

**1、IPv6 Day 阔步走来。**随着 IPv4 地址的即将枯竭，下一代互联网向 IPv6 迁移的行动已经势在必行，国际互联网协会 (ISOC) 6 月 6 日举办世界 IPv6 启动日活动，以鼓励 IPv4 向 IPv6 的转换和升级，电信运营提供商 AT&T、康卡斯特 (Comcast)、时代华纳有线 (Time Warner Cable)，网络设备制造商思科和 D-Link，Web 服务提供商 Google、Facebook、Yahoo 和 Bing 等主流网站将切换至 Ipv6 支持并永久性启用。

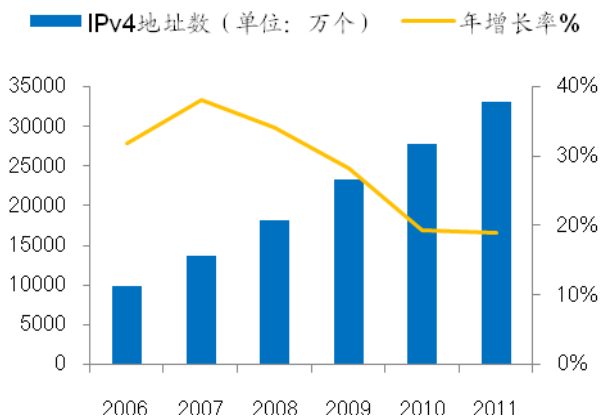
国内方面，在“十二五”规划的引导下，移动互联网、物联网、三网融合和云计算等新一代信息技术产业加速发展所产生的海量 IP 地址需求，使得我国互联网向 IPv6 过渡变得更为紧迫。在此背景下，国家发改委、工信部等部委的相关人士均表态将继续支持基于 IPv6 的下一代互联网发展，在电信运营商方面，中国移动、中国联通、

中国电信三大运营商均明确了 IPv6 演进规划，随着多个下一代互联网专项的启动以及运营商的大规模试点，基于 IPv6 的下一代互联网规模商业已经启动。

**2、地址资源缺口巨大，IPv6 需求已迫在眉睫。**2011 年底，我国网民规模达到 5.13 亿，而我国的 IPv4 地址数量仅为 3.3 亿个，平均每个网民不够分配一个地址，中国电信部分省份已经出现 IPv4 地址短缺的局面。根据工信部电信研究院的调研报告，未来 5 年，中国移动互联网 IP 地址需求量为 10 亿，物联网需求量为 100 亿，固定互联网为 5 亿，IP 地址需求总量高达 345 亿。

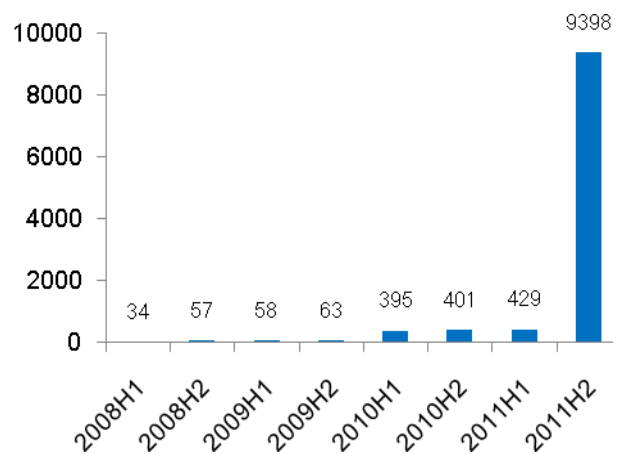
根据 Juniper 的预测，到 2015 年，仅全球的移动终端设备就将达到 52 亿个，现有 IPV4 地址已远远不能满足网络的发展，发展 IPV6 迫在眉睫。IPV6 可以提供的地址资源近乎无限。IPV6 的地址长度为 128 比特，地址空间增大了 2 的 96 次方，能够在现在 40 亿个 IPV4 网络地址的基础上增加约 340 万亿的 IPV6 网络地址。

图 2、中国 IPv4 地址资源变化情况



资料来源：CNNIC，国海证券研究所

图 3、中国 IPv6 地址资源变化情况 (单位: 块/32)



资料来源：CNNIC，国海证券研究所

**3、专注企业网市场，提供最贴近用户需求的网络设备和解决方案。**星网锐捷常年专注于教育、医疗、政府、金融等企业网络市场，其提供的路由器、网关产品和企业网络整体解决方案都具有很强的竞争力水平，其中在教育领域特别是高校校园里，公司市场占有率达到 30% 以上，处于行业第一，同时目前在医疗领域发展较快。

根据 Infonetics 的预测，在升级到 IPV6 地址和协议以后，有 47% 的路由器和交换机位置将更接近于用户，这将有更多的网络设备从核心层向用户层迁移，特别是企业级的需求将呈现爆发式增长，对于星网锐捷来说，将是一个长期的需求支撑。

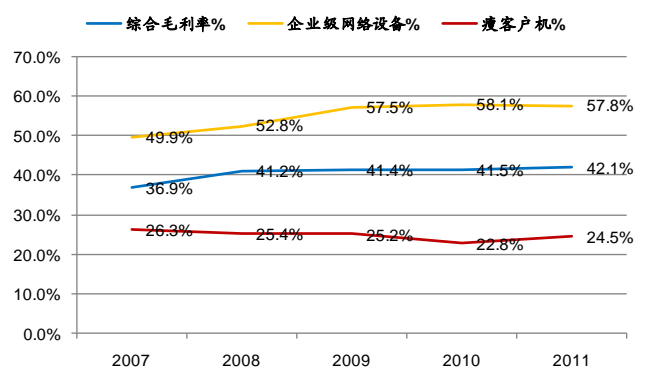
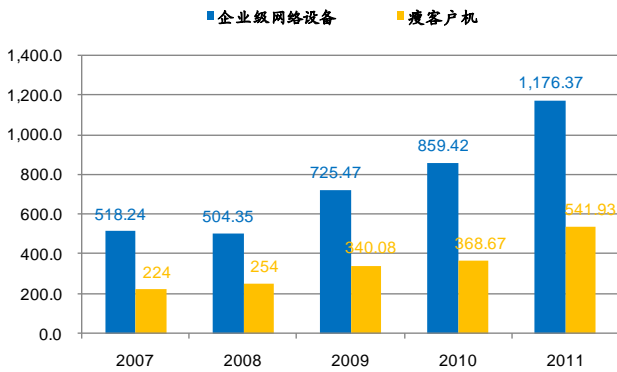
**4、企业级网络设备和瘦客户机两主大业务驱动公司高增长。**企业级网络设备（交换机和路由器）、瘦客户机是公司主要收入来源，2011 年这两块业务收入占比达到 82%，其中企业级网络设备和瘦客户机主要集中在子公司锐捷网络和升腾资讯中。我们认为尽管新业务将逐渐成长并贡献收入，但两大主业务将在 IPV6、云计算等大规模建设的浪潮下，依然是公司高增长的主要驱动力。

在企业级网络设备方面，2011 年贡献了 40% 的收入和 60% 的利润，未来在 IPV6 升级和企业市场信息化程度不断提升的双重驱动力作用下，公司的这一块高毛利业务将成为公司未来利润增长的最强劲动力。

在你瘦客户机方面，公司是国内瘦客户终端龙天企业，市场份额超过 40%。同时公司牵手 VMware 和 Citrix 公司，推出了桌面云等系列产品，并在 2011 年取得了 5.4 亿的销售收入，并使公司在云计算时代保持瘦客户机领先优

势。VMware 和 Citrix 公司作为全球虚拟产品最大的两大阵营，与其合作意味着公司凭借过硬的技术研发优势跻身全球第一梯队行业，未来随着瘦终端成本的下降和云计算应用的推动，公司的瘦终端产品将逐步完善成熟，并在行业应用中迅速普及。

图 4、2007-2011 年两大主营业务收入比较 (单位: 百万) 图 5、2007-2011 年公司毛利率比较



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

**5、受益于银行渠道推动，E-POS 机等新业务即将放量增长。**公司目前发展的新业务还包括 E-POS 机、DMB、KTV 多媒体系统以及视频监控，其中公司的 E-POS 机方案比传统的 POS 刷卡设备成本低廉，受益于银行渠道的推广，E-POS 产品 1 季度取得了快速增长，带动其他业务平稳增长，随着各项新业务顺利拓展，我们预计新业务将呈现放量增长，同时也将逐渐弥补公司在通讯产品下滑，2011 年公司停产无限通，同时 ADSL 猫产品下降趋势也非常明显。

**6、IPV6 升级迫在眉睫，带动公司进入高增长周期，给予买入评级。**我们认为 IPV6 建设即将启动，公司在企业级网络设备将保持快速增长，同时公司云桌面客户端也受益于云计算的快速普及，公司作为最纯种的 IPV6 和云计算受益股，是真正的确定性成长股，预计 2012/13/14 年 EPS 分别为 0.66/0.89/1.15 元，对于当前股价的 PE 分别为 25.1/18.7/14.4 倍，给予买入评级。

表 1、盈利预测

证券代码:	002396.sz	股票价格:	16.57	投资评级:	增持	日期:	2012/6/8		
<b>财务指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	9.3%	10.6%	12.3%	13.6%	摊薄EPS	0.51	0.66	0.89	1.15
毛利率	42.2%	42.4%	42.0%	40.6%	BVPS (最新股本)	4.90	5.31	5.86	6.57
期间费率	34.0%	33.0%	31.8%	30.1%	<b>估值</b>				
销售净利率	6.8%	7.0%	7.1%	7.1%	P/E	32.6	25.1	18.7	14.4
<b>成长能力</b>					P/B	3.4	3.1	2.8	2.5
收入增长率	32.4%	25.0%	33.5%	29.5%	P/S	2.2	1.8	1.3	1.0
利润增长率	28.9%	29.9%	34.3%	29.8%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
总资产周转率	0.94	1.05	1.21	1.34	营业收入	2644	3304	4412	5715
应收账款周转率	4.04	4.23	4.49	4.61	营业成本	1529	1904	2558	3396
存货周转率	3.12	3.08	2.98	2.96	营业税金及附加	22	28	38	51
<b>偿债能力</b>					销售费用	490	597	767	953
资产负债率	31.4%	30.4%	30.7%	30.1%	管理费用	402	468	599	717
流动比	2.92	2.97	2.92	3.00	财务费用	(14)	(3)	(1)	0
速动比	2.35	2.29	2.13	2.07	其他费用/(-收入)	1	(5)	(6)	(7)
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	营业利润	216	306	445	592
现金及现金等价物	1300	1265	1237	1215	营业外净收支	81	80	73	81
应收款项	654	781	982	1241	利润总额	297	386	518	673
存货净额	490	627	871	1166	所得税费用	30	39	52	67
其他流动资产	53	72	110	148	净利润	267	347	466	606
<b>流动资产合计</b>	<b>2497</b>	<b>2746</b>	<b>3200</b>	<b>3770</b>	少数股东损益	89	115	155	201
固定资产	133	176	202	205	归属于母公司净利润	179	232	312	405
在建工程	97	137	177	217	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
无形资产及其他	6	6	5	5	经营活动现金流	180	287	358	447
长期股权投资	20	17	13	10	净利润	267	347	466	606
<b>资产总计</b>	<b>2806</b>	<b>3136</b>	<b>3652</b>	<b>4261</b>	少数股东权益	89	115	155	201
短期借款	82	72	67	62	折旧摊销	21	27	45	68
应付款项	501	580	744	893	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	43	45	57	72	营运资金变动	(197)	(365)	(658)	(757)
其他流动负债	228	228	228	228	<b>投资活动现金流</b>	<b>(60)</b>	<b>(80)</b>	<b>(62)</b>	<b>(40)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>854</b>	<b>925</b>	<b>1096</b>	<b>1255</b>	资本支出	(47)	(83)	(66)	(43)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	23	3	4	3
其他长期负债	26	26	26	26	其他	(36)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(155)</b>	<b>(99)</b>	<b>(125)</b>	<b>(161)</b>
<b>负债合计</b>	<b>881</b>	<b>952</b>	<b>1122</b>	<b>1282</b>	债务融资	(15)	(10)	(5)	(5)
股本	351	351	351	351	权益融资	10	0	0	0
股东权益	1926	2184	2530	2980	其它	(150)	(89)	(120)	(156)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2806</b>	<b>3135</b>	<b>3652</b>	<b>4261</b>	现金净增加额	(35)	107	171	246

资料来源: 国海证券研究所

## 【分析师承诺】

马金良，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。