

产品层次提升和渠道发力共驱成长， 受益国内数通设备市场黄金十年

推荐 维持评级

投资要点:

- 信息化提速和技术变革共推国内数通设备市场迎来黄金十年，投资目前的星网锐捷就是投资 2003 年的中兴通讯

国内企业级网络设备市场发展大幅滞后于欧美等发达国家，整体市场规模目前约在 400 亿元/年。在数据通信设备市场，虽然思科（数据通信设备为其核心业务）占据全球和中国数据通信设备市场的龙头地位，但中国区销售收入目前仅占思科全球收入不足 4.0%，仅其亚太市场的 1/4，国内企业级网络设备市场发展潜力大。

十二五期间，行业需求提升（“宽带中国”、十二五电子政务深化和向中西部/乡镇延伸、金融服务向乡镇延伸、以信息化带动工业转型升级）和行业技术及应用变革（云计算、物联网、移动互联网落地结果）驱动国内数通设备市场迎来黄金十年的发展期。

- 星网锐捷：产品层次提升和渠道发力有望推动快速成长，实现“三年再造一个锐捷”

市场定位由中端不断攀升，产品层次提升是驱动公司企业级网络设备高毛利率稳中有升的关键；市场品牌影响力不断提高。

2010 年以来，以三个差异化（差异化市场定位、差异化行业解决方案、差异化渠道策略）应对市场竞争格局的渐变；逐渐从直销为主转向渠道为主，以直销守住自留地，以渠道开辟新天地。

- 围绕“端-管”同心圆结构，建构起完善的产业布局——瘦客户机龙头再迎桌面虚拟化变革，云终端市场高速增长

已建构起从“管”（数通设备：交换机、路由器及相关配套安全类产品等）到端（瘦客户机、金融 ePOS、安防、家庭娱乐等）的同心圆产业布局，不同产业条线的协同在不断加强，并以行业解决方案的模式互相推动市场拓展。

公司作为国内瘦客户机龙头，齐全的产品线和强大的客户关系，竞争优势突出。当前瘦客户机市场再迎桌面虚拟化变革，云终端市场高速增长。同时，第三方支付牌照大量发放，金融 EPOS 业务借助特色解决方案也渐入发展良机。

- 估值和投资建议

上调 2012 年 EPS 10% 到 0.76 元，上调 2013 年 EPS 15% 到 1.01 元。预计 2012~2014 年 EPS 分别为 0.76/1.01/1.39 元，当前股价对应的 2012~2014 年动态 PE 分别为 23/18/13 倍，维持“推荐”评级。

- 主要风险因素:

1、小非（员工持股公司）早已解禁，年底前可能少量减持。

分析师

王家炜

☎: (8610) 6656 8271

✉: wangguoping@chinastock.com

执业证书编号: S S0130511020001

特此鸣谢

朱劲松: (8610) 8357 4072

(zhujingsong@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2012.7.31

A 股收盘价 (元)	17.70
A 股一年内最高价 (元) *	18.80
A 股一年内最低价 (元) *	10.21
上证指数	2103.63
市净率	3.68
总股本 (万股)	35106
实际流通 A 股 (万股)	24320
限售的流通 A 股 (万股)	10785
流通 A 股市值 (亿元)	43.05

注: *价格未复权

相关研究

- 1、《银河证券_通信行业周报 (2012.1.9-1.15): 震荡调整中逐步起配光通信和数据通信设备板块》2012.01.15
- 2、《星网锐捷 (002396) 2011 年业绩快报点评: 业绩完全符合预期, 长期受益云计算和宽带化浪潮》2012.2.21
- 3、《星网锐捷 (002396) 2012 年 1 季报点评: 收入、毛利率、费用改善略超预期, 全年业绩成长性确定》2012.4.20
- 4、《星网锐捷 (002396.SZ) 半年报点评: 净利润增速超市场预期, 收入增速偏低或受订单确认影响》2012.7.26

投资概要：产品层次提升和渠道发力驱动成长，受益数通设备市场黄金十年

驱动因素、关键假设及主要预测：

● 信息化提速和技术变革共推国内数通设备市场迎来黄金十年

十二五期间，行业需求提升（“宽带中国”、十二五电子政务深化和向中西部/乡镇延伸、金融服务向乡镇延伸、以信息化带动工业转型升级）和行业技术及应用变革（云计算、物联网、移动互联网落地结果）驱动国内数通设备市场迎来黄金十年的发展期。

● 星网锐捷：产品层次提升和渠道发力有望推动快速成长，实现“三年再造一个锐捷”

市场定位由中端不断攀升，产品层次提升是驱动公司企业级网络设备高毛利率稳中有升的关键；市场品牌影响力不断提高。

2010年以来，以三个差异化（差异化市场定位、差异化行业解决方案、差异化渠道策略）应对市场竞争格局渐变；逐渐从直销为主转向渠道为主，守住自留地、开辟新天地。

● 围绕“端-管”同心圆结构，建构起完善的产业布局

——瘦客户机龙头再迎桌面虚拟化变革，云终端市场高速增长

公司作为国内瘦客户机龙头，齐全的产品线和强大的客户关系，竞争优势突出。当前瘦客户机市场再迎桌面虚拟化变革，云终端市场高速增长。同时，第三方支付牌照大量发放，金融EPOS业务借助特色解决方案也渐入发展良机。

我们与市场不同的观点：

市场对国内企业级网络设备市场景气度和华为进入企业网市场的竞争冲击担忧过度。

数据通信设备市场，无论是前三大细分市场电信、政府、金融，还是教育、医疗、能源等，均处于高景气度；虽然中小企业遭遇宏观困境，但唯有信息化才能获得新的产业突破。

华为2008年恢复数据通信产品线，此前存在5年断代，虽有品牌和口碑影响力，但对企业网市场细分需求满足和政府行业覆盖均不足。同时华为企业业务定位目标市场和思科、H3C优势市场高度重叠，产品档次定位相同，对思科、H3C竞争压力大，对星网锐捷影响小；行业竞争格局的渐变对星网锐捷机遇实际大于挑战。

估值与投资建议：

我们预计2012~2014年归属上市公司股东净利润分别为2.66亿（+49.13%）、3.55亿（+33.12%）、4.87亿（+37.21%）；每股EPS分别为0.76元、1.01元、1.39元，当前股价对应PE分别为23倍、18倍、13倍，维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

1、业绩持续快速增长。

主要风险因素：

1、小非（员工持股公司）早已解禁，年底前可能少量减持。

目录

一、信息化发展滞后和技术变革共推国内数通市场迎来黄金十年.....	1
(一) 全球数据通信设备市场庞大，国内市场受制于信息化水平发展滞后.....	1
数通设备产品概念和行业趋势.....	1
国外数通设备市场发展快，国内受信息化水平拖累、发展大幅滞后.....	3
十二五：国内数通设备市场迎来信息化加速和技术变革双重驱动.....	5
(二) “政通云和”——十二五电子政务数通设备市场欣欣向荣.....	6
星网锐捷 2009~2011 年电子政务、金融、医疗行业发展势头强劲.....	9
(三) 云计算和政策扶持推动数据中心建设如火如荼.....	9
星网锐捷数据中心解决方案和市场拓展成效显著.....	11
二、星网锐捷：企业级网络设备二线领导品牌，产品层次提升和渠道发力推动快速成长.....	12
(一) 市场定位由中端市场不断攀升，品牌影响力不断提高.....	12
(二) 从产品到行业解决方案，以差异化巩固市场地位、客户黏性强.....	14
(三) 渠道新战略有望推动规模成长，实现“未来三年再造一个锐捷（网络）”目标.....	16
(四) 星网锐捷如何应对企业级网络设备市场竞争：三个“差异化”，守住自留地、开辟新天地！.....	18
三、围绕“端-管”同心圆结构，建构完善的产业布局.....	20
(一) 围绕“管->端”同心圆结构，建构完善的产业布局.....	20
(二)、瘦客户机再迎桌面虚拟化变革，云终端市场高速增长.....	22
国内瘦客户机龙头——齐全的产品线和强大的客户关系，竞争优势突出.....	22
云计算从“云端”落地，“云云众生”驱动云终端市场快速启动.....	23
(三)、第三方支付牌照大量发放，金融 EPOS 借助特色解决方案渐入发展良机.....	25
四、业绩与估值.....	26
(一) 分业务板块业绩预测.....	26
(二) 相对估值.....	27
五、投资建议.....	27
六、风险提示.....	27
插图目录.....	29
表格目录.....	30

一、信息化发展滞后和技术变革共推国内数通市场迎来黄金十年

(一) 全球数据通信设备市场庞大，国内市场受制于信息化水平发展滞后

数通设备产品概念和行业趋势

数据通信设备泛指实现 IP 网络接入终端、局域网、广域网间连接、数据交换及相关安全防护等功能的通信设备，主要大类包括交换机、路由器。

表 1: 交换机和路由器的区别:

	主要应用	应用层级	转发方式	防火墙功能
交换机	端口扩展和 LAN-WAN 的连接; 三层以上交换机具有 VLAN 功能, 可以分割广播域, 但各子广播域的交流仍需路由器	二层交换机 (数据链路层)、三层交换机 (网络层)、四层交换机 (应用层)	二层交换机 (根据 MAC 地址)、三层交换机 (根据 IP 地址)、四层交换机 (根据 TCP/UDP 端口号, 具有应用网络资源分配、负载均衡及安全控制功能)	无
路由器	用在 WAN 和 WAN 之间的连接, 主要解决异性网络之间的转发分组。	网络层	根据 IP 地址	有

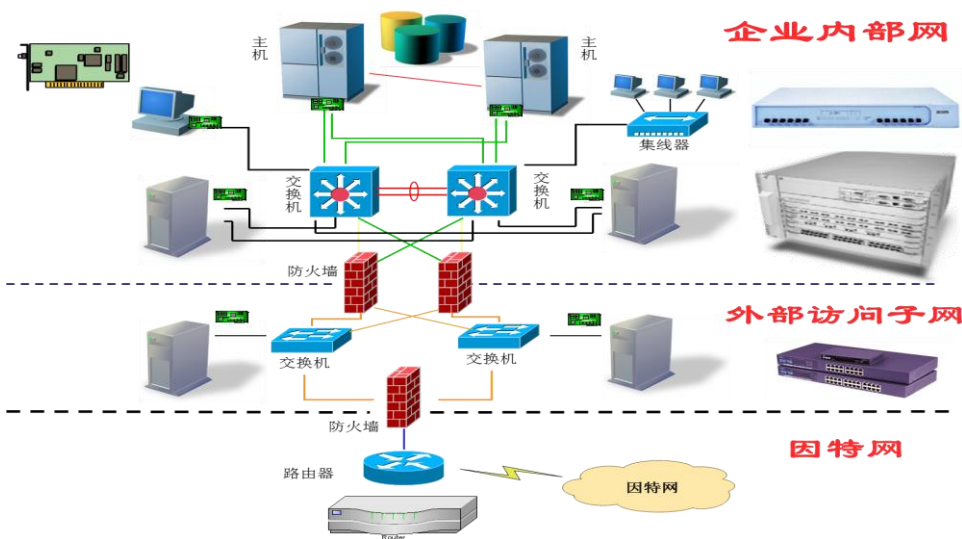
资料来源: 中国银河证券研究部

图 1: 数通设备市场分类



资料来源: 中国银河证券研究部

图 2: 典型企业网组网图 (数据通信设备涵盖连接 IP 网络末节点的所有中继类设备)



资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部

表 2: IPV4 地址分配相对较多的美、日二国在 IPV6 演进发展上反而居前

地域	IPV4 地址现状	IPV6 推进情况
美国	IPV4 地址占全球 56.9%，人口全球占比不足 5%。	<p>2003 年 6 月: 美国国防部宣布将不再购买不支持 IPV6 的网络硬件设备。</p> <p>2008 年初: 美国国家标准和技术研究院(NIST)全面发布 IPV6 产品需求。</p> <p>2010 年 9 月, NTIA 召集 Google、Verizon、Comcast、VeriSign、ISOC (国际互联网协会) 等企业和机构共同讨论 IPV6 推进问题。</p> <p>2011 年 6 月 6 日, 美国主要商业网站、受财政支持的 1 万多政府网站都已支持 IPV6。</p> <p>2012 年 9 月 30 日是美国联邦政府机构在公共网站和网络服务中支持 IPV6 的最后期限。</p>
欧洲	德国: 8000 多万人口, 9164 万 IPV4 地址; 英国: 6000 万人口, 8227 万 IPV4 地址; 法国: 6500 万人口, 8000 万 IPV4 地址	<p>2008 年 5 月: 欧洲议会、经济和社会委员会、区域委员会共同发表“欧洲部署 IPV6 行动计划”, 要求在欧洲范围内到 2010 年底, 实现 25% 的企业、政府机构和家庭用户迁移至 IPV6, 但是欧盟范围内 2010 年底的实际使用率约为 8%。</p> <p>欧委会要求业界为采用 IPV6 而共同努力, 这不仅会加强欧洲固定运营商和移动运营商的竞争能力, 而且还将强化生产相关设备的其它行业的竞争能力, 如汽车和家用电器行业。鼓励 IPV6 服务与应用在固定网和无线网上开展大规模试验以及开发 IPV6 的设备与服务。</p>
日本	1.6 亿个 IPV4 地址 (占全球 5.8%), 人口占全球约 2%	<p>1988 年: 开始第一个 IPV6 研究计划-WIDE,着手研发和标准化;</p> <p>1999 年 12 月: 开始试验;</p> <p>2001 年 4 月开始提供商用服务。</p> <p>截至目前, 日本主要运营商和 ISP, 几乎都提供 IPV6 商用服务, 整个日本地区的 IPV6 环境居全世界前列。截至 2009 年 5 月 15 日, 全球共分配 7 万多块/32 等效长度的 IPV6 地址, 其中日本申请的 IPV6 地址数占已分配的 11%。</p>
中国	3.3 亿个 IPV4 地址 (占全球 7.69%), 人口占全球 1/5	<p>2003 年: 中国下一代互联网示范工程 CNGI-CERNET2/6IX 项目启动,标志着中国 IPV6 进入实质性发展阶段。</p> <p>中国联通: 计划投入 8 亿元在上海、北京等 10 个试点城市开展规模商用部署, 力争在 2013</p>

年年底发展不少于 300 万的 IPv6 宽带用户。

中国移动：2014 年到 2015 年启动 IPv6 试商用部署。

中国电信：2013 年年底开展下一代互联网小规模商用试点，从 2014 年起开展下一代互联网规模部署和商用工作。截至 2012 年 6 月底，我国拥有 IPv6 地址数量为 12499 块/32 等效长度，全球排名第 3 位，仅次于巴西和美国。

资料来源：中国银河证券研究部

锐捷网络（星网锐捷）2004 年开始开发 IPV6 相关的技术产品，目前锐捷网络全线产品均支持 IPV6；国内市场主流厂家基本如此。

图 3：数通设备行业面临的发展趋势向好

有线到无线	从 3G 到 4G，从个人到企业，从互联网到行业专网。
三大概念持续落地	云计算、物联网、移动互联网，从开花到结果。
跨层融合创新	基础设施与上层应用融合，数通设备参与应用监控。
更高、更快、更强	随着芯片技术和光通信技术发展，性能持续快速提升。

资料来源：互联网，中国银河证券研究部

国外数通设备市场发展快，国内受信息化水平拖累、发展大幅滞后

就整个 ICT 市场而言，根据华为预测，未来几年内，全球企业业务市场规模将达到 14000 亿美元，而消费者业务 2700 亿美元，运营业务 1500 亿美元。主要以企业业务市场为主的数据通信设备行业，发展空间还看不到天花板，瓶颈只在自己。根据美国网件公司测算，全球企业级网络设备市场的平均年增速保持在 9%~12% 的水平。

受国内网络发展状况和信息化水平制约，国内数据通信设备市场发展大幅滞后于欧美等发达国家市场。

在数据通信设备市场，虽然思科（以路由器、交换机及相关服务为核心业务）占据中国数据通信设备市场的龙头地位，但中国区销售收入目前仅占思科全球收入不足 4.0%，仅其亚太市场的 1/4；Juniper 在中国区的销售收入占比也存在类似情况。

表 3: 思科分地区收入及 2010~2011 年复合增长率 (亚太区最快)

地区	2011 年收入(单位: 亿美元)	2010 ~ 2011 年复合增长率	收入占比
北美	231.2	2.74%	53.48%
欧洲	85.4	1.75%	19.75%
亚太	66	15.77%	15.27%
新兴市场	49.7	3.26%	11.50%
合计	432.3	9.40%	100.00%

资料来源: 思科, 中国银河证券研究部

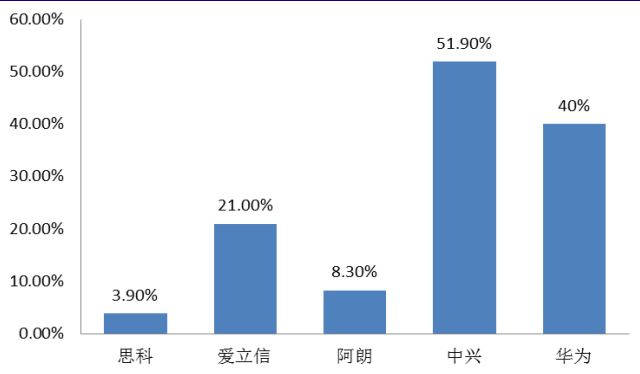
表 4: Juniper 分地区收入结构 (欧美市场占收入 8 成)

地区	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2011 年收入占比
美国	13.41	17.66	16.88	20.96	22.38	50.31%
欧洲、中东、非洲	9.18	10.78	9.53	11.89	13.40	30.12%
亚太	5.78	7.29	6.75	8.08	8.71	19.58%
合计	28.36	35.72	33.16	40.93	44.49	100.00%

资料来源: Juniper, 中国银河证券研究部

相对比的是, 在运营商通信设备市场, 即使面对华为、中兴的强力竞争, 来自国内三大运营商市场的通信设备销售收入占网络设备收入比例, 爱立信 2011 年为 21.0%、阿朗 2011 年为 8.3%、中兴为 51.9%、华为占 40% 以上。

图 4: 中国区市场通信设备销售收入占比——国内数通设备市场发展滞后

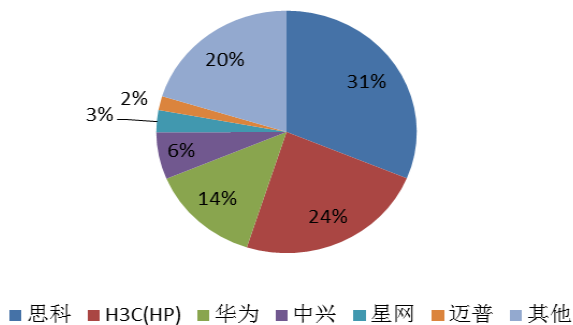


资料来源: 相关公司公告, 中国银河证券研究部

十二五：国内数通设备市场迎来信息化加速和技术变革双重驱动

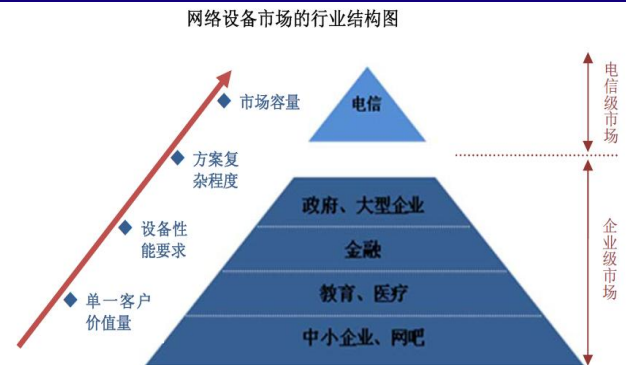
受国内网络发展状况和信息化水平制约，十一五末，国内仅包含交换机、路由器的数据通信设备市场规模约在 400 亿元；运营商、金融、政府每年数据通信设备需求基本位居前三。

图 5：国内数通设备市场占比结构



资料来源：中国银河证券研究部

图 6：国内网络设备市场行业结构



资料来源：中国银河证券研究部

十二五期间，国内数据通信设备市场将迎来两位数的快速复合增长。从各行业市场的需求来看，主要驱动力包括“宽带中国”、十二五电子政务深化和向中西部/乡镇延伸、金融服务向乡镇延伸、工业性和信息化快速结合等，同时面临云计算、IPV6、移动互联网、物联网等驱动数据通信设备需求骤增的行业技术或应用变革。

仅就电子政务而言，根据业内某厂商测算，单个中等地市，十二五期间如果电子政务延伸到乡镇一级，完成初步信息化带来的相关数通设备采购需求约在 3000 万，全国 3 百多个地市，即新增投入 100 亿；如果延伸到行政村一级，需要更多投入。

图 7：数据通信设备细分市场趋势——政府/金融/教育/医疗/能源行业高景气

运营商	等待集结号 4G、三网融合、IPV6、 光进铜退	教育 医疗 能源	没事偷着乐
金融	未来几年好日子	交通	等待投资回暖
政府	持续景气 “十二五电子政务”、信 息安全	中小企 业	“两化融合” 宏观困境，以信息 化寻找突破

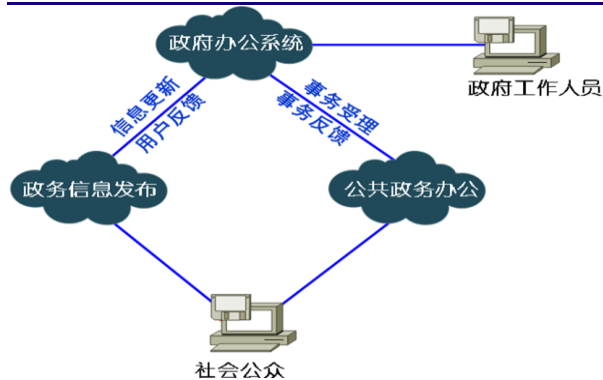
资料来源：中国银河证券研究部

(二) “政通云和”——十二五电子政务数通设备市场欣欣向荣

电子政务：以信息化手段进行的政务活动，电子政务和政务信息化内涵相同。通常电子政务主要包括政务部门内部的电子政务，政务部门之间的电子政务，政务部门服务于企业和广大民众、相互进行的双向交流与互动为特征的电子政务。

十一五期间，“一站、两网、四库、十二金”等电子政务项目，使得各政府部门的执政管理与公众服务水平有了大幅度提升。十二五期间，进一步加强行政管理创新和服务型政府建设的要求对电子政务发展提出了更新更高要求；同时，电子政务依托的信息技术手段发生重大变革，超高速宽带网络、新一代移动通信技术、云计算、物联网等新技术、新产业、新应用不断涌现，深刻改变了电子政务发展技术环境及条件。

图 8: 电子政务应用模式



资料来源：中国银河证券研究部

表 5: 电子政务应用案例

电子政务类型	应用案例
政府部门内部	<ol style="list-style-type: none"> 1. 法规政策和档案信息库 2. 电子公文流转系统 3. 财务管理系统 4. 电子培训系统 5. 电子监察系统
政府《一》企业	<ol style="list-style-type: none"> 1. 电子采购与招标 2. 电子税务 3. 工商证照办理电子政务系统 4. 电子口岸 5. 企业及个人信用系统
政府《一》公民	<ol style="list-style-type: none"> 1. 社会保障服务 2. 就业信息与下岗职工职业教育培训服务 3. 应急卫生信息服务 4. 公民网上纳税 5. 公民网上申领护照服务等电子证件服务

资料来源：中国银河证券研究部

表 6:《国家电子政务“十二五”规划》中“十二五”时期我国电子政务发展主要指标

领域	指标	“十二五”末目标
政务部门业务 信息化	中央部委和省级政务部门主要业务信息化覆盖率	超过 85% (十一五末实现 70%)
	地市级政务部门主要业务信息化覆盖率	平均达 70%以上
	县区级政务部门主要业务信息化覆盖率	平均达 50%以上
政府公共服务 和管理应用	县级以上政府社会管理和政务服务事项电子政务覆盖率	平均达 70%以上 (十一五实现普遍建立网站)
	街道(乡镇)政府政务服务事项覆盖率	平均达 50%以上
	社区(行政村)政府政务服务事项覆盖率	平均达到 30%以上
信息共享	主要业务信息共享率	平均达到 50%以上
技术应用服务	电子政务网络互联互通率	平均达到 85%以上
	专业技术服务机构技术服务达标率	平均达到 60%以上

资料来源: 工信部, 中国银河证券研究部

表 7: 电子政务相关国家政策及专项规划

时间	制定单位	政策	核心内容
2006 年	中共中央、国务院(中办发(2006)11号)	《2006~2020 年国家信息化发展战略》	1、推进国民经济信息化(加强面向三农的信息服务、利用信息技术改造和提升传统产业、加快服务业信息化); 2、推行电子政务; 3、推进社会信息化(教育科研信息化、医疗卫生信息化、社区信息化); 4、完善综合信息基础设施建设; 5、建立和完善信息资源开发利用体系、加强全社会信息资源管理; 6、建设国家信息安全保障体系。

2011.12.23	工信部 (2011.567号文)	《国家电子政务“十二五”规划》	<p>建设方向: 1、优先推进经济运行、财政管理、综合治税、强农惠农、城市管理、国土管理、住房管理、应急指挥、信用监管等一批重要协同业务应用;</p> <p>2、推进国家级全民健康保障、住房保障、社会保障、药品安全监管、食品安全监管、能源安全、安全生产监管、市场价格监管、金融监管、社会信用体系等重点工程建设;</p> <p>3、强化政府网站应用服务;</p> <p>4、加快推进劳动就业、社会保障、医疗卫生、教育、文化等应用服务</p> <p>5、依托县级政府电子政务公共基础设施,开展民政、计生、劳动、教育、卫生、公安、农业等政务服务应用,配备服务终端、自助终端和辅助设备,加快推进政务服务应用向乡镇(街道)和社区(行政村)的延伸。</p> <p>6、推进公共权力运行、公共资金使用和公共资源交易等领域的综合监控应用;</p> <p>7、加快推进依托电子政务平台促进城镇基层社会管理和服务应用向街道和社区延伸,构建城市综合管理格局。</p> <p>8、加强宏观经济、财政、土地、投资、工业经济、科技创新、贸易、商品市场、房地产市场、现代农业、服务业等宏观调控信息资源建设。加强食品药品监管、环境保护、公共安全、流动人口、安全生产监管、质量监管、城镇综合管理、网络舆情等社会管理信息资源建设。加强劳动就业、教育文化、社会保障、医疗卫生、社会救助等公共服务信息资源建设。</p> <p>9、完成以云计算为基础的电子政务公共平台顶层设计。</p> <p>10、加强信息安全防护体系建设,建立电子政务网络信任体系、应急处置体系和监管体系。</p>
2012.5.9	国务院常务会议	《关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》	<p>经费投入: 1、加强业务应用和信息资源开发利用建设投入,保障电子政务系统运维经费,落实政务部门系统运维费用;</p> <p>2、加大中西部地区电子政务建设转移支付力度,地方财政也要加大对贫困地区电子政务建设的转移支付力度。</p> <p>1、实施“宽带中国”工程;</p> <p>2、推进信息化和工业化深度融合;</p> <p>3、加快社会领域信息化;</p> <p>4、推进农业农村信息化;</p> <p>5、健全安全防护和管理、加强安全能力建设。</p>
2012.7.9	国务院(国发(2012)28号)	十二五国家战略性新兴产业发展规划	<p>1、建立多层次的国家优质教育资源库和共享服务平台,完善现代远程教育传输网络和服务体系;</p> <p>2、加强公共安全信息化支撑体系建设,提升公共安全实时监控、预警预报和应急处理能力,提高社会管理信息化水平。</p> <p>3、推进远程医疗,推广医疗信息管理和居民电子健康档案管理系统;</p> <p>4、推进标准统一、功能兼容的社会保障卡应用,逐步实现“人手一卡”和“一卡通”;</p> <p>5、支持一批城市开展电子商务示范城市创建工作,支持应用新信息技术和服务模式,在海铁公水联运、智能电网、安全生产监管、林业生态监测、环境污染监控、食品安全监管、药品器械监管、智能交通、货物快递追踪、危险品管理、城市公共管理等领域开展新型信息服务。</p> <p>6、扩大信息服务在城乡及各领域的覆盖和应用。</p>

资料来源: 政府网站, 中国银河证券研究部

星网锐捷 2009~2011 年电子政务、金融、医疗行业发展势头强劲

表 8: 星网锐捷 2009~2011 年在电子政务、金融、医疗行业发展势头强劲

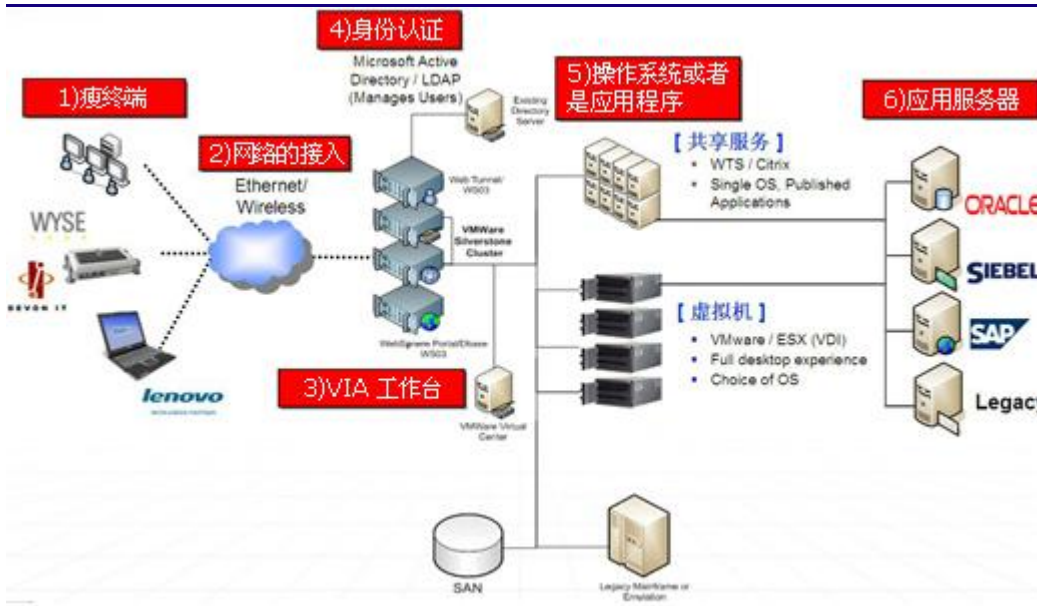
	政府&金融行业业绩	客户
2009 年	2009 年政府行业销售业绩同比增长 200%; 2009 年金融行业销售业绩同比增长近 50%; 2009 年医疗行业销售业绩同比 2008 年增长 200%，成为医疗行业主流供应商。	服务的部委用户超过 30 家，地方政府用户超过 1000 家; 金融行业用户超过 700 家。
2010 年	---	电子政务外网解决方案服务全国 16 个省。
2011 年	政府行业销售业绩 2011 年同比增长 70%	1、服务的部委用户超过 40 家，地方政府用户超过 1300 家。电子政务外网解决方案应用于 20 多省，份额过半。 2、国内唯一参与编写卫生部《基于电子病历的医院信息平台建设技术解决方案》。

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

（三）云计算和政策扶持推动数据中心建设如火如荼

云计算 IaaS 公有云和私有云的建设，带来大量的新型数据中心需求。在云计算模式下，数据中心的建设规模远大于常规模式，进一步加大了原先本地化部署设备的集中程度，存储和运算设备之间呈现几何级数增长的互联需求带动交换机、路由器等网络设备的非线性增长。

图 9: “云计算”应用示意图 (交换机、路由器: 完成网络的接入、设备互联等)



资料来源: 中国银河证券研究部

表 9: 云计算的国家政策

时间	政策	制定单位	核心内容
2010 年 10 月 10 日	《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	国务院	加快推进云计算的研发和示范应用。
2010 年 10 月 18 日	《关于做好云计算服务创新发展试点示范工作的通知》	国家发改委、工信部	提出云计算创新发展的总体思路是“加强统筹规划、突出安全保障、创造良好环境、推进产业发展、着力试点示范、实现重点突破”。指出试点示范可选择若干信息服务骨干企业作为试点企业，建设云计算中心(平台)，面向全国开展相关服务，加强虚拟化技术、分布式存储技术、海量数据管理技术等核心技术研发和产业化。组建全国性云计算产业联盟，形成创新发展的合力。
2011 年 10 月	批准国家专项资金支持云计算示范应用	发改委、财政部、工信部	面向 5 个云计算试点城市，精心遴选 12 个重点项目，支持资金规模 15 亿元。具体目标是经过 3 年努力，培育 10 家年收入超 50 亿元的龙头企业，使云计算产业规模达到 2000 亿元。
2012 年 6 月 28 日	《关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》	国务院	加强统筹规划，积极有序促进云计算的研发和应用，全面提升电子政务技术服务能力，鼓励业务应用向云计算模式迁移，加快制定云计算、物联网等领域安全标准
2012 年 7 月 9 日	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	国务院	加快新一代信息网络技术开发和自主标准的推广应用，支持适应云计算的信息产品的研制和应用，带动新型网络设备、智能终端产业和新兴信息服务及其商业模式的创新发展，积极实施云计算等新兴服务业态推进计划，以重大应用工程带动相关产业发展。

资料来源: 政府网站, 中国银河证券研究部

表 10: 云计算（数据）中心建设如火如荼：企业、政府齐头并进

政府/企业	项目时间	投资项目	投资额
百度	2011 年	山西阳泉市百度云计算中心	47.08 亿元
	2011 年	北京百度云计算中心	59 亿元
腾讯	2011 年	天津云计算中心	35 亿元
	2011 年	深圳云计算中心	20 亿元
中国移动	2011 年 11 月	中国移动呼和浩特云计算中心	315.7 亿元
	2011 年 11 月	中国移动(哈尔滨)数据中心	
	2011 年 12 月	中国移动福建云计算数据中心	
	2011 年 12 月	中国移动湖北襄阳企业云计算中心	
中国联通	2011 年 5 月	中国联通青岛云计算中心	165 亿元
	2011 年 10 月	中国联通西部数据中心项目	
	2011 年 11 月	中国联通西北（呼和浩特）基地	
	2011 年 12 月	山西云计算中心	
中国电信	2011 年 4 月	宁波电信启动“星云计划”	160.3 亿元
	2011 年 6 月	中国电信海峡通信枢纽中心	
	2011 年 12 月	中国电信云计算园区	
重庆两江新区	2011 年 4 月	两江国际云计算中心	400 亿元
广州市政府	2012 年 1 月	广州“天云计划”	18 亿元

资料来源：中国银河证券研究部

星网锐捷数据中心解决方案和市场拓展成效显著

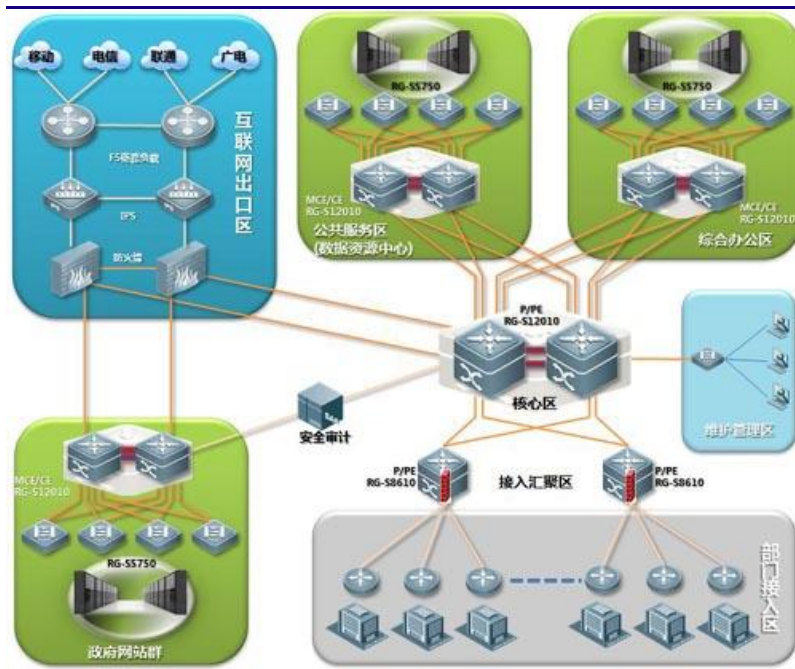
星网锐捷继 2010 年推出下一代数据中心与云计算交换机产品 RG-S6200-48XS 后，2011 年推出基于 100G 平台的下一代数据中心与云计算交换机 RG-S12000 系列产品。在由华为、H3C、思科等一线数据通信设备提供商把控的数据中心市场，逐步取得拓展成效。

表 11: 星网锐捷数据中心成功案例（2011 年）

时间	项目名称
2011 年 5 月	阿里巴巴数据中心项目（要求承担 1 亿用户的并发访问量）
2011 年 11 月	扬州电子政务外网数据中心项目的一期工程
	（扬州：第一个获得工信部批准的“智慧城市”建设试点示范城市）
2011 年	大连电子政务外网超大规模数据中心
2011 年	智慧南京数据中心
2011 年	香港 LCSD（康乐及文化事务署，员工 1 万名）虚拟化数据中心
2011 年	大连海事大学数据中心建设
2011 年	中国刑警学院数据中心

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

图 10: 星网锐捷扬州外网数据中心一期项目示意图



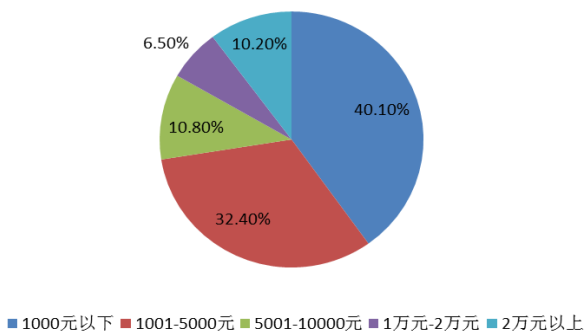
资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

二、星网锐捷: 企业级网络设备二线领导品牌, 产品层次提升和渠道发力推动快速成长

一) 市场定位由中端市场不断攀升, 品牌影响力不断提高

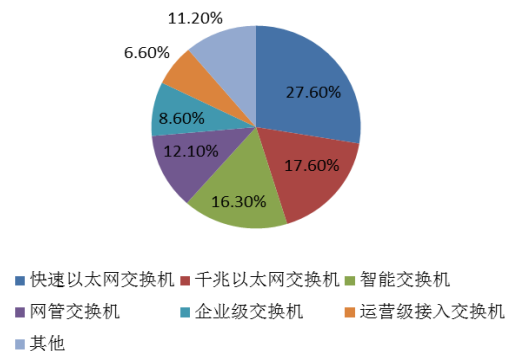
基于某第三方独立调研机构的统计, 2010 年国内市场不同价格段交换机产品关注比例分布来看, 存在较明显的二八现象, 5000 元以下交换机占有超过 70% 的市场关注度, 1 万元以上的交换机则占有近 17% 的市场关注度。

图 11: 国内不同价格段交换机产品关注比例分布 (2010 年)



资料来源: 中国银河证券研究部

图 12: 国内不同类型交换机关注度比例分布 (2010 年)



资料来源: 中国银河证券研究部

星网锐捷交换机产品出厂销售均价 2007~2009 年维持在 2000 元~5000 元区间，并稳步上升，反映公司交换机产品定位中档市场，但定价中枢不断抬升。

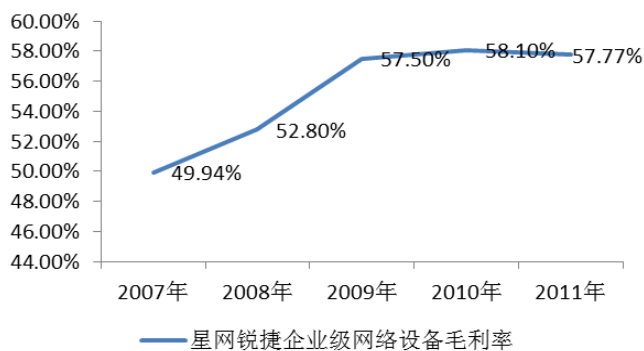
表 12: 星网锐捷交换机&路由器产品定位中端市场（出厂销售均价）

		2007A	2008A	2009A
交换机	销量(万台)	16.10	11.22	13.93
	均价(元)	2253.70	3145.43	3646.63
路由器	销量(百万台)	3.84	4.42	4.35
	均价(元)	4053.38	3423.33	4998.95
合计:	数通设备业务收入(百万元)	518.2	504.3	725.5

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

(按照交换机收入占数通设备收入 70% 假设计; 假设比例不影响对锐捷网络数通设备均价区间的判断)。

图 13: 产品层次的提升是星网锐捷企业级网络设备毛利率不断提升的核心



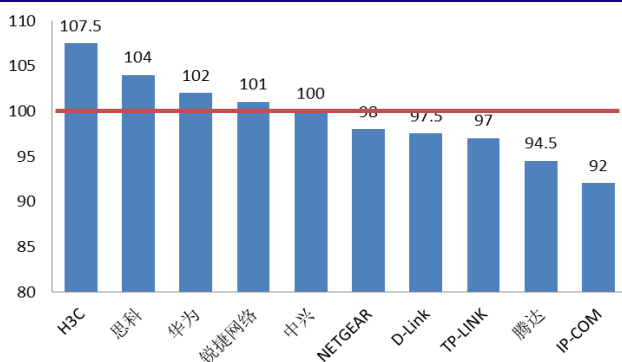
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

低端品牌: TP-Link、D-Link、腾达、水星、磊科、网件、金浪、斐讯、迅捷、IP-COM 等，主要是家用、SOHO 用，价格低廉。

行业品牌: Cisco、H3C、华为、锐捷、中兴、迈普、博达、神州数码、联想等，作为电信级或企业级网络设备。

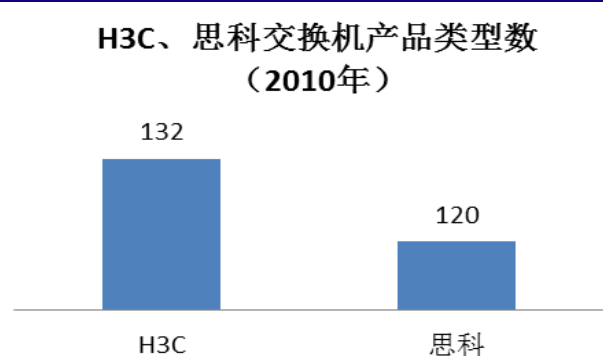
基于第三方市场调研机构针对 2010 年的国内交换机主要品牌成长指数统计，锐捷网络保持品牌价值的不断成长，仅次于 H3C、思科及华为，优于中兴等其他品牌。

图 14: 国内市场交换机厂家品牌成长指数（2010 年）



资料来源: 中国银河证券研究部 (以 100 为标准, 高于 100 表示进步, 低于 100 表示退步)

图 15: 2010 年国内市场 H3C、思科交换机产品类型数



应用于不同组网情况及性能需求的交换机类型多，2010年国内市场 H3C、思科交换机类型均超 100 款，较多的产品类型也间接反映交换机市场客户需求的定制化特点和规模成长唯有依赖于渠道的特点。

表 13: 锐捷网络交换机&路由器产品系列日益全面

类型	产品系列
交换机	数据中心交换机(RG-S12000 等三个系列)、核心路由交换机(RG-S9600 系列等四个系列)、 汇聚交换机 (RG-S5760 系列等六个系列)、接入交换机 (RG-S2900 系列等七个系列)、企 业级交换机 (RG-S5750-28GT-S 等七个系列)， 合计 27 大系列产品。
路由器	核心路由器 (RG-RSR7716 等三个系列)、汇聚路由器 (RG-RSR50E-80 等五个系列)、接 入路由器 (RG-RSR20-14F 等八个系列)、行业路由器 (RG-RSR32E 等四个系列)， 合计 20 大系列产品。

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

二) 从产品到行业解决方案，以差异化巩固市场地位、客户黏性强

星网锐捷企业网数通设备业务自锐捷网络 2000 年成立以来，从产品形态和推广模式的较多可以划分三个阶段：

- 2000 年~2009 年：数通设备能跟上市场主流水平，以卖产品和直销为主；渠道仅是搬箱子、垫资金的角色，未有充分发挥市场拓展的作用。
- 2010~2011 年：数通设备产品在创新和引领上快速进步，从单纯卖产品过渡到以行业解决方案为主导，渠道开始得到大力发展。
- 2012 年~：以行业解决方案巩固市场地位和盈利生态；渠道逐步成为销售模式的主导，直销为辅。

表 14: 锐捷网络数通设备 2000~2011 年：客户覆盖日益广泛，完成从单独产品到各行业解决方案的转变

	产品	解决方案	品牌	客户	示范项目
2000 年 (1 月 成立)	四季度推出国内第一台网管型交换机 和模块型交换机。	---	---	---	---
2002 年	推出国内第一台金融业定制路由器。	---	---	---	---
2003 年	推出业界第一台基于 SPOH 技术的第 二代高密度万兆以太网交换机。	---	发布锐捷 网络品牌。	教育用户率先突破 10000 家，覆盖全 国。	---
2005 年	---	---	---	高校用户突破 800 家。	---
2006 年	发布面向 10 万兆平台设计的 RG-S8600 系列和 RG-S9600 系列最新 一代高端核心交换机。	---	国内唯一 通过全球 公认的 “IPV6 Ready” 认 证。	---	---
2009 年	---	---	---	服务的部委用户超	全面入围 CNGI 校

			过 30 家，地方政府 用户超过 1000 家。 金融行业用户超过 700 家。	园网 IPv6 升级与应 用示范项目，项目 份额超过 50%。
2010 年	1、推出新一代基于可扩展 40G 平台的 RG-RSR77 系列多核分布式高端路由 器； 2、推出下一代数据中心与云计算交换 机产品 RG-S6200-48XS。	推出业界领先的五位一体校 园网安全运营管理解决方案； 推出国内第一个全面针对信 息系统等级保护要求开发的 “应用安全域解决方案”。 推出“融合安全医院网络解决 方案”； 推出金融行业“3G 无线安全 接入解决方案”（应用于工、 农、中、建、城市商业银行和 保险行业等近百家金融用 户）； 推出面向 SMB 行业的“睿易” 产品系列（为网吧、酒店、中 小企业用户提供全网解决方 案）； 推出云校园网解决方案、“数 字化校园 3+N+1 解决方案”。	——	电子政务外网解决 方案服务全国 16 个 省。 中国移动集采二层 交换机和三层低端 交换机份额均第一 （2011 年移动市场 交换机出货量万 台，WLAN AP 出货 8 万台）、阿里巴巴 云计算数据中心项 目（下一代数据中 心解决方案中标）
2011 年	1、推出基于 100G 平台的下一代数据 中心与云计算交换机 RG-S12000 系列 产品； 2、推出下一代接入路由器 RG-RSR20-14E 和 RG-RSR20-14F（业 内唯一的支持最大 72 个以太网端口的 接入路由器）； 3、RSR 全系列路由器通过国家密码管 理局评审。 4、推出多核多业务处理器和高端路由 交换机架构的 RG-S8600 无线控制器 （支持 8000 个 AP 管理能力）；	推出服务 品牌 Better Net。	服务的部委用户超 过 40 家，地方政府 用户超过 1300 家。 电子政务外网解决 方案应用于 20 多 省，份额过半。	

资料来源：中国银河证券研究部

图 16: 锐捷网络行业解决方案涵盖八大领域



资料来源：中国银河证券研究部

三) 渠道新战略有望推动规模成长，实现“未来三年再造一个锐捷(网络)”目标

在深耕传统的优势领域市场（高教、金融行业）外，锐捷网络新的市场拓展重点集中于政府、普教、商业等行业市场（包括医疗、酒店、网吧、智能建筑等）以及中小企业。

不同于传统高教、金融等优势领域总分型特点相对明显、直销具有相对更好的拓展效果，锐捷网络新的市场拓展重点多为采购决策权较独立的分散型市场，渠道是未来进一步规模成长的动力。同时，在中国企业级网络设备市场，85%以上的产品都要通过渠道销售，而目前锐捷网络的渠道销售收入占比尚不足一半。

从锐捷网络 2010 年以来渠道政策方面的规范和细化、渠道激励及保障支持体系的日益完善，有理由相信锐捷网络未来三年完全可以实现其“三年再造一个锐捷(网络)”的战略目标。

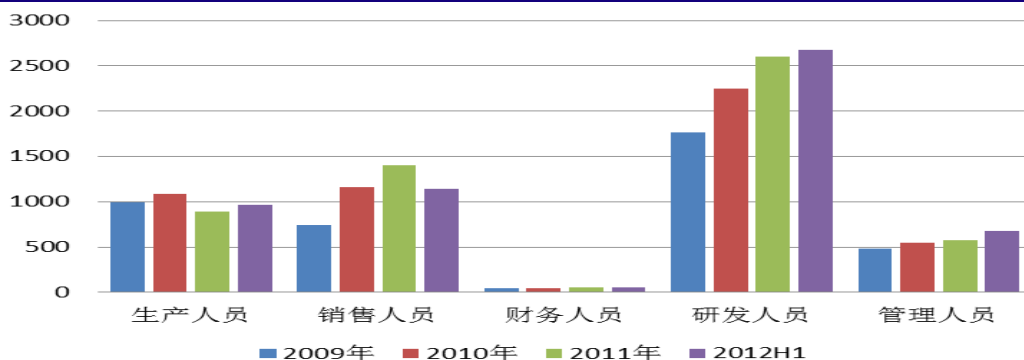
表 15: 锐捷网络渠道 2010 年以来得到大力发展

	渠道合作伙伴	渠道政策	扶持体系
2005 年	年度合作伙伴大会, 参会不足 200 家 渠道伙伴	——	——
2006 年	——	与 Juniper 结成战略合作伙伴; 启动激励渠道合作伙伴的“扬帆”计划。	开始为渠道提供市场开拓支持、项目支持、技术支持、培训支持、服务政策支持等在内的全方位支持
2007 年	——	出台具有全新渠道政策—RPP (RUIJIE PARTNER PLAN) 计划。核心目标是要让渠道伙伴增强自身适应市场, 抵御竞争风险的能力。	——
2009 年	年度合作伙伴大会, 参会 400 余家(五年翻番); 全国核心渠道合作伙伴 800 家。	——	渠道培训和人才支持体系虽从 2000 年起步, 但 2008 年开始得到系统性的发展:
2010 年	渠道核心合作伙伴总数超过 1300 家	针对细分行业市场(教育、网吧等)推出针对性的渠道发展政策。如锐捷网络网吧行业的渠道覆盖 2010 年遍布全国 30 多个省市、超过 200 个二级地市。在江苏、安徽、山东等省份, 二级渠道已经深入到县级市。	1、截至 2011 年, 锐捷网络已经与全国超过 500 家院校共建网络学院, 共向社会输送了 5 万余名获得锐捷认证的网络人才;
2011 年	年度合作伙伴大会, 参会 700 余家(两年接近翻番); 联强、神州数码和英迈三家总代加入(渠道资金和物流实力大大加强)。	2011 年开始逐步改变“直销”基因: 1、在中高端市场, 提出了和渠道“共建客户”策略; 2、在 SMB (Small/MediumBusiness) 市场, 建立商业金牌合作伙伴队伍, 渠道策略是“共建市场”, 由渠道商为主来实现广泛覆盖, 采取小区域/行业独家代理, 让合作伙伴有自主定价权(2011 年 SMB 行业渠道数量增幅超过 50%)。	2、目前与各高校大范围联合建立实验室。在全国的 2000 多所高校中, 已经有超过 1850 所高校正使用着锐捷提供的设备。其中, 211 和 985 高校的覆盖率也分别超过 89%和 92%;
2012 年	渠道合作伙伴较 2011 年有大幅增加(调研情况)	3、不同于竞争对手多聚焦于架构相对成熟的合作伙伴, 锐捷网络渠道发展重点转向“成长性渠道商”, 渠道向三、四线城市下沉。	3、2012 年, 锐捷网络大学平均每月五场各大城市巡回培训。

资料来源: 中国银河证券研究部

2008 年锐捷网络与北大建立战略合作伙伴关系, 至今已连续合作举办五届“北京大学政府 CIO 班”, 每届上百名政府 CIO 官员进行系统的信息化管理知识学习之外, 更为锐捷网络在电子政务市场打造品牌知名度、市场拓展开辟蹊径! 2012 年 6 月 16 日, 锐捷网络作为唯一业内厂商与工信部信息化推进司、北京大学等合作承办了“第六届中国电子政务高峰论坛”。

图 17: 销售人员 2009~2012H1 的波动趋势体现公司由直销为主向渠道为主转型成效渐显



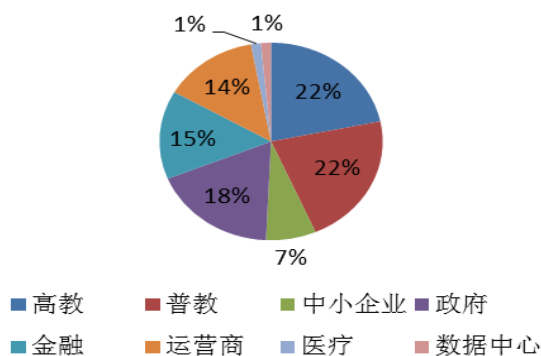
资料来源: 中国银河证券研究部

图 18: 政府、普教、SMB 市场等形成多个增长拉动点



资料来源: 中国银河证券研究部

图 19: 锐捷网络 2011 年数据通信设备市场细分



资料来源: 中国银河证券研究部

四) 星网锐捷如何应对企业级网络设备市场竞争: 三个“差异化”, 守住自留地、开辟新天地!

对于华为在企业级网络设备市场的高调进入和带来的市场竞争格局变化, 如何认识其挑战以及锐捷网络的应对措施?

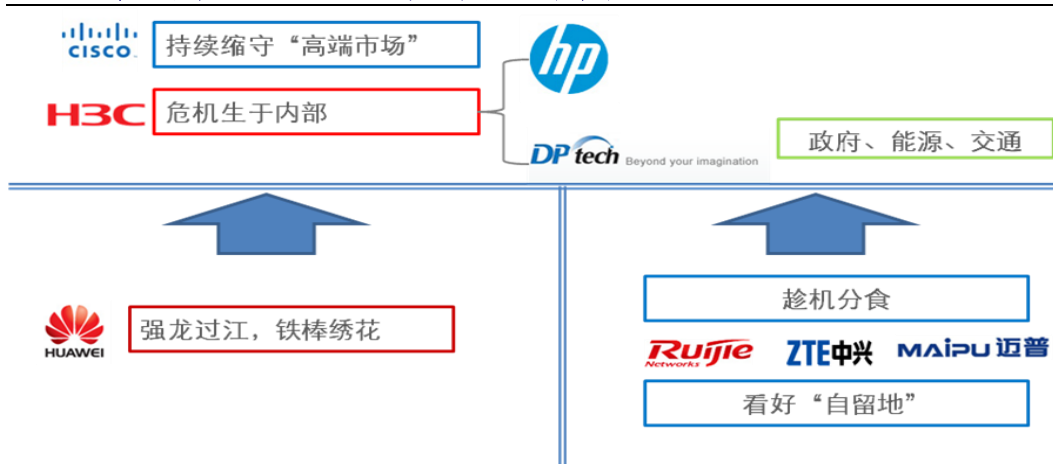
我们总结锐捷网络的竞争优势和竞争策略为三个“差异化”——差异化市场定位、差异化行业解决方案、差异化渠道策略。

差异化的市场定位: 锐捷网络巩固即有的传统优势市场的同时 (教育市场份额 40%, 第一地位稳固; 金融领域市场份额前五、仍有提升空间), 拓展重心在于快速成长的新兴行业市场, 而华为的竞争压力主要集中于发展成熟的、空间容量相对大的部分行业企业级高端网络设备市场, 直面的主要是思科、H3C 等一线厂商的竞争, 对锐捷网络未来几年的成长并不构成实质的冲击。

差异化的行业解决方案：行业解决方案和技术解决方案相结合，交叉满足客户的定制化需求。针对政府、教育、金融、医疗、大型企业（总分型）、运营商、智能建筑、SMB（网吧、酒店、中小企业等）提供针对性的行业解决方案，同时从网络架构、运营和管理、网络安全、存储、无线应用等角度提出专业的技术解决方案。

差异化的渠道策略：在中高端市场，提出和渠道“共建客户”策略；在 SMB（Small/Medium Business）市场，建立商业金牌合作伙伴队伍，渠道策略是“共建市场”，由渠道商为主来实现广泛覆盖，采取小区域/行业独家代理，让合作伙伴有自主定价权（2011 年 SMB 行业渠道数量增幅超过 50%）；不同于竞争对手多聚焦于架构相对成熟的合作伙伴，锐捷网络渠道发展重点转向“成长性渠道商”。

图 20：竞争格局渐变——锐捷网络“守住自留地，开辟新天地”



资料来源：中国银河证券研究部

同时，华为进入企业级网络设备领域，目前就市场份额和地位而言仍次于思科、H3C，其市场发展集中于政府、能源、电力、金融、交通、制造、酒店七大领域，产品层次和思科、H3C 相当，竞争压力主要集中于思科、H3C 二者的市场份额上。

表 16：国内企业级网络设备市场主要厂商竞争优劣势

厂商	主要产品体系	国内市场地位	竞争优势	劣势
思科	无边界网络（交换机、路由器、无线 AC/AP、安全产品等）、协作（网真、统一通信等）、数据中心和虚拟化（数据中心交换机。统一计算等）	电信级和企业级网络设备市场综合占有率均排名第一	全球网络互联设备市场的领导者，主导行业技术方向	主要依靠渠道完成交付，缺少原厂服务；价格国内最高
H3C(HP)	交换机、路由器、无线产品（AC/AP）、安全产品等	思科在国内主要竞争对手，在国内交换机和企业级路由器（高中低端）市场份额排名第一；在政府、金融、教育行业市场占有率	产品线齐全，解决方案丰富，产品对企业网需求满足度高，为客户提供原厂服务。前身为华为与 3COM 合资，此前为	相比国内厂商，价格偏高

		均排名第二	HP 并购；目前公司有员工 4800 人,发明专利授予量全国排名第五。	
华为(企业业务)	基础网络、数据中心网络、IT 解决方案、统一通信与协作、安全	国内综合市场份额仅次于思科、H3C,市场重点集中于政府、能源、电力、金融、交通、制造、酒店七大领域。	口碑和品牌影响力好;具有从交换机、路由器到存储、服务器等全系列产品线提供能力。	2008 年恢复数据通信产品线,此前存在长达 5 年断代,对企业网市场满足度不足。此前服务主要面向运营商,对政府行业覆盖不足。
迈普通信	交换机、路由器、无线产品 (AC/AP)、安全产品等	主要市场集中于金融、政府、运营商,尤其金融行业市场占有率排名第三。	员工 2000 余人,路由产品线较强,多年扎根金融市场,拥有丰富的客户资源和较强的品牌号召力	综合竞争实力位居第二~第三梯队
美国网件	存储、交换、无线和安全产品,解决方案(虚拟化、云计算、移动和备份方案)	在家庭市场和智能交换机等产品方面具有技术特色,但行业解决方案市场影响力弱	在北美整体交换机市场排名第一(份额 1/3)、全球无线产品份额第二、02 年进入中国,在中国建有研发中心,	行业解决方案市场影响力弱
博达通信	交换机、路由器、无线产品 (AC/AP)、安全产品等	中低端的交换、路由设备,企业级网络设备集中在金融低端市场	---	品牌影响力弱

资料来源:中国银河证券研究部

三、围绕“端-管”同心圆结构,建构完善的产业布局

一) 围绕“管->端”同心圆结构,建构完善的产业布局

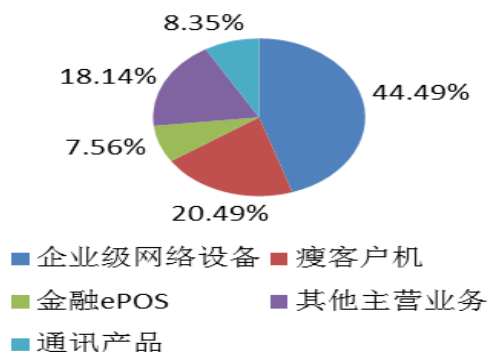
公司目前建构起从“管”(数通设备:交换机、路由器及相关配套安全类产品等)到端(瘦客户机、金融 ePOS、安防、家庭娱乐等)的同心圆产业布局,同时不同产业条线的协同在不断加强,并以行业解决方案的模式互相推动市场拓展。

图 21: “管-端”同心圆产业布局



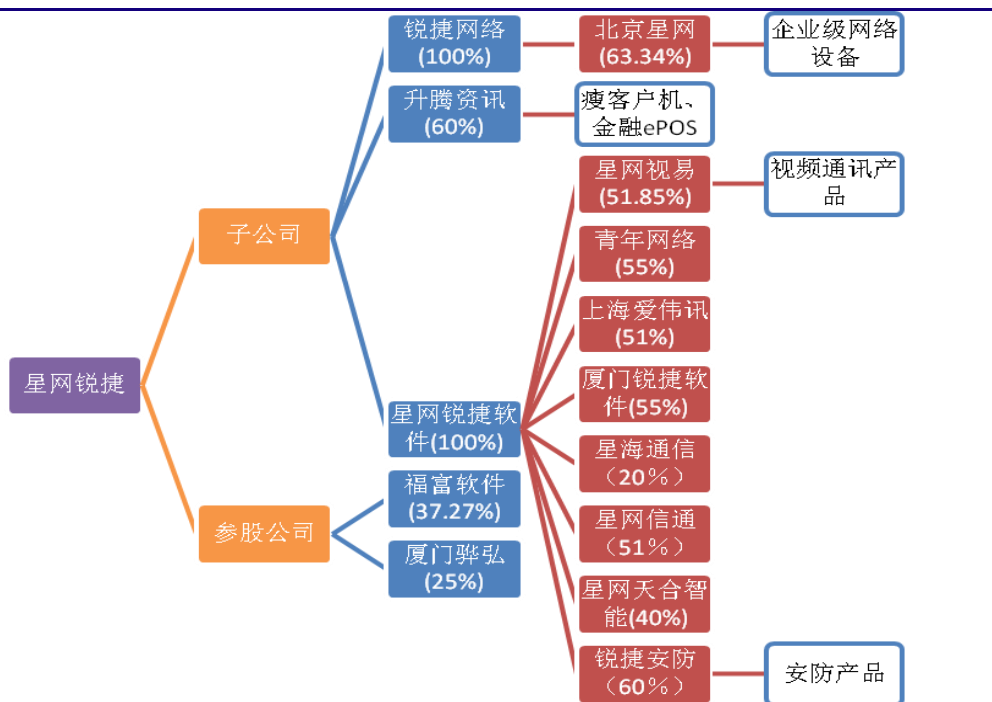
资料来源: 中国银河证券研究部

图 22: 星网锐捷收入结构 (2011 年)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 23: 星网锐捷各业务块子公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

二)、瘦客户机再迎桌面虚拟化变革，云终端市场高速增长

国内瘦客户机龙头——齐全的产品线和强大的客户关系，竞争优势突出

瘦客户机的国际市场竞争集中于 HP 和 DELL 之间，但 DELL 瘦客户机产品线较少；而国内市场竞争则集中于升腾资讯 和 HP 之间。依靠齐全的瘦客户机产品线和强大的本地客户关系及本地化服务支持，升腾资讯在国内瘦客户机领域的占据行业龙头地位，竞争优势突出。

- 市场份额：2011 年，公司瘦客户机产品线在亚太市场区（不含日本）市场占有率第一（IDC 统计数据）。
- 合作联盟：微软、Intel、AMD 等国际知名公司在中国嵌入式终端市场最重要的合作伙伴
- 技术优势：瘦客户机的远程管理技术、无缝存储技术、USB 映射技术、跨系统应用技术、设备应用技术、SSH 客户端技术等，各项技术产品广泛应用于银行、保险、证券、通信、物流、教育等行业。USB 映射技术、计算机外围设备共享服务器控制方法均获得发明专利。

表 17：升腾资讯瘦客户机系列产品大类

类别	产品
瘦客户机	政府、企业、通讯、证券、保险、银行、邮政、医疗、教育各细分行业专业瘦客户机
瘦客户机-外网设备	密码键盘、磁条读写器等
瘦客户机-智能机具	自助终端、E 动终端、信息交互终端
桌面管理类软件	曦帆桌面管理系统、曦帆终端服务系统、曦帆 USB 映射管理系统
虚拟化桌面云平台	CT Vision

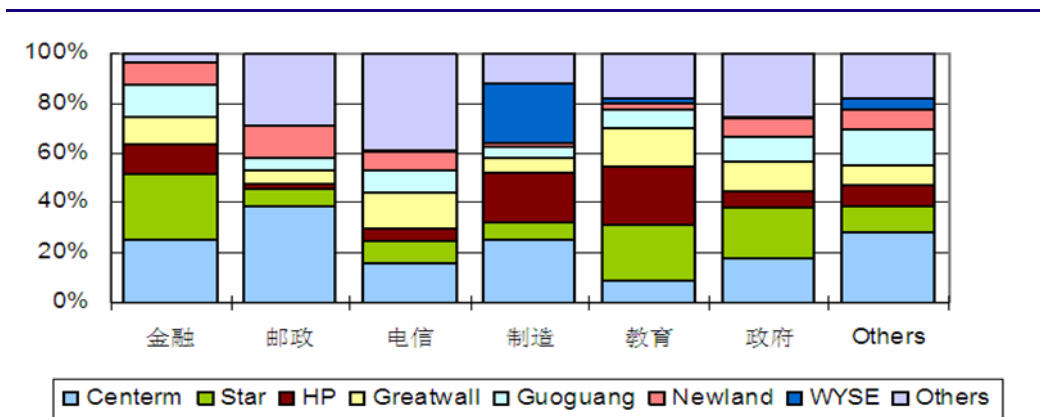
资料来源：中国银河证券研究部

图 24: 瘦客户机是远程客户端环境的核心接入设备



资料来源: 中国银河证券研究部

图 25: 瘦客户机市场各细分市场市场份额结构图 (2008 年) - 升腾国内市场份额综合第一



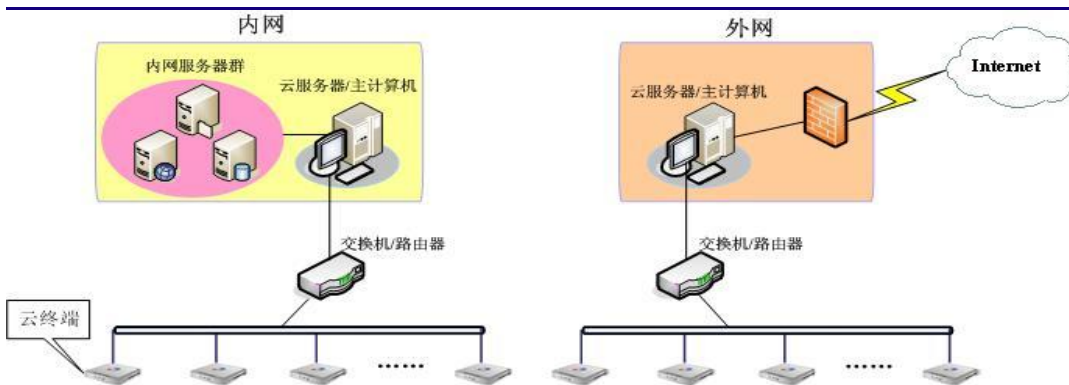
资料来源: 中国银河证券研究部

云计算从“云端”落地，“云云众生”驱动云终端市场快速启动

随着业内云计算和虚拟化技术（应用虚拟化、服务器虚拟化、桌面虚拟化）的日益成熟，各类“私有云”（包括大中型企业数据中心）的大力推进，云终端也进入爆发性增长时期。根据 IDC 的抽样调研，目前大型企业所建设的私有云平台中，有 1/3 是以瘦客户机为基础的交付模式。

“桌面云”是目前云计算最成熟的应用模式，随着未来国内云计算建设力度加大，及各企业对 TCO 和安全性的重视，云终端行业面临着高速增长的机会；未来十年 ICT 终端的种类和数量都将迎来爆炸式的增长，这将给理解行业的相关终端厂商带来重大的发展机遇。

图 26: 云终端解决方案示意图



资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部

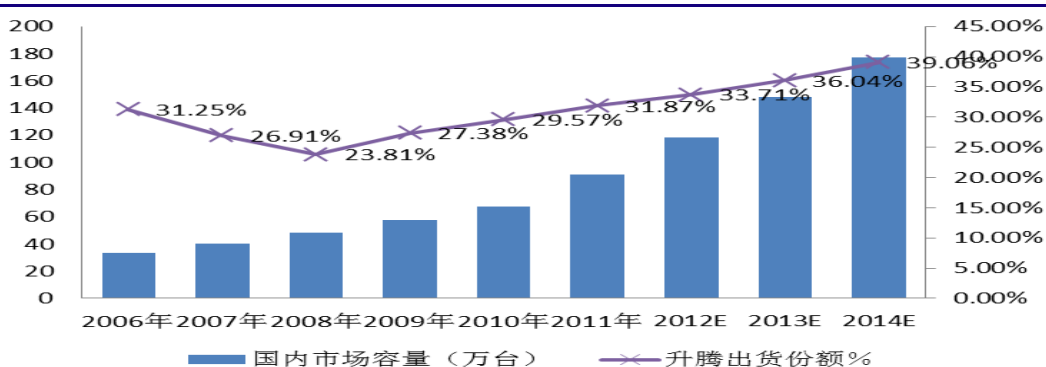
图 27: 桌面云的逐渐普及推动升腾资讯瘦客户机销量进入快速成长期



资料来源: 中国银河证券研究部

2008年, 全球瘦客户机市场约 380 万台, HP 占有全球第一、近 20% 的市场份额, 中国当年仅占全球瘦客户机市场比例的 12.7%, 美国、西欧仍是瘦客户机的主要市场。全球瘦客户机市场因云计算的推动, 2014 年预计将达到上千万台。

图 28: 国内瘦客户容量及升腾出货量份额 (2006~2014E)



资料来源: IDC, 中国银河证券研究部

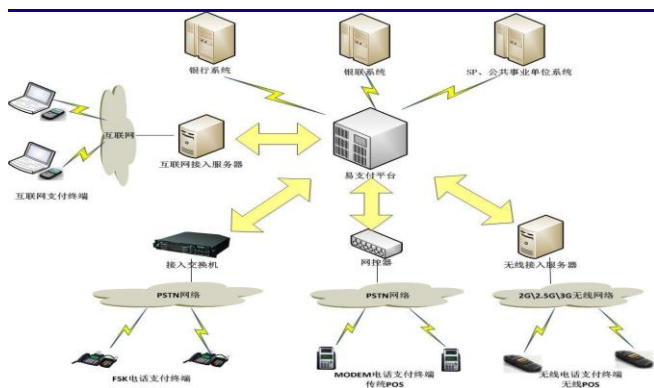
三)、第三方支付牌照大量发放，金融 EPOS 借助特色解决方案渐入发展良机

2010 年 6 月，央行颁布《非金融机构支付服务管理办法》，规定第三方支付企业在 2011 年 9 月 1 日前未获得“支付业务许可证”的，将不得继续从事相关业务。**截至目前，已经有 196 家企业获得第三方支付牌照。**

随着央行第三方支付牌照的颁发，电子支付市场迈入高速发展时期。而从第三方支付市场扩张的趋势来看，未来的大方向是涉及全方位、多领域的增值支付服务在多形态支付 POS 上的叠加与整合，以满足各种应用场所的需求。

升腾资讯针对第三方支付运营商提出的“ePOS 第三方支付整体解决方案”推动公司金融 ePOS 终端进入快速成长期。升腾资讯也是 2006 年率先全国唯一一家通过中国银联总公司《支付易终端金融功能技术规范 V1.7》和《支付易终端金融功能技术规范 V2.0》认证的企业。

图 29: 升腾资讯第三方支付运营商典型解决方案



资料来源：中国银河证券研究部

图 30: 移动、升腾、拉卡拉合作推出的“G3 拉卡拉支付无线座机”



资料来源：中国银河证券研究部

四、业绩与估值

(一) 分业务板块业绩预测

主营业务预测主要包括下面三个关键假设:

- 1)、企业级网络设备业务:** 产品层次的提升和渠道对毛利率的影响相抵, 毛利率维持稳定; 收入增速按历史惯性增长, 快于行业增速。
- 2)、瘦客户机业务:** 销售均价根据2010~2011年趋势, 维持稳定; 2012年~2014年销量分别为40万(偏谨慎预测, 实际发货量预期可望超过50万台)、53万、69万台。
- 3) 其他主营业务:** 在金融 ePOS 等新兴业务的带动下, 2012~2014 年保持 30% 的收入增速。

表 18: 星网锐捷主营业务经营预测 (单位: 百万元)

分业务类别	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、企业级网络设备						
收入	725.47	859.42	1176.37	1565.30	2026.58	2698.12
YOY %	43.84%	18.47%	36.88%	33.06%	29.47%	33.14%
毛利率	57.50%	58.10%	57.77%	57.55%	57.73%	57.68%
毛利	417.14	499.31	679.59	900.83	1169.94	1556.36
二、瘦客户机						
收入	340.08	368.67	541.93	745.15	995.79	1294.53
YOY %	33.89%	8.41%	47.00%	37.50%	33.64%	30.00%
毛利率	25.20%	22.81%	24.52%	24.85%	24.55%	24.39%
毛利	85.70	84.09	132.88	185.17	244.51	315.69
三、其他主营 (金融 ePOS、锐捷软件、视频点播系统、安防等)						
收入	269.87	365.16	679.67	884.76	1150.19	1495.25
YOY %	-0.92%	35.31%	86.13%	30.18%	30.00%	30.00%
毛利率	47.05%	45.74%	36.76%	41.25%	39.00%	40.13%
毛利	126.96	167.01	249.85	364.95	448.62	599.98
四、通讯产品 (裁减)						
收入	374.41	382.23	220.68	80.00	0.00	0.00
YOY %	39.81%	2.09%	-42.27%	-63.75%	-34.64%	0.00%
毛利率	20.88%	18.07%	18.75%	19.23%	n.a.	n.a.
毛利	78.19	69.07	41.38	15.39	0.00	0.00
五、其他非主营业务						
收入	14.85	21.73	25.63	28.94	36.38	43.24
YOY %	-25.53%	46.34%	17.92%	12.91%	25.72%	18.85%
毛利	3.66	13.06	11.50	12.50	17.97	19.81

合计:

收入	1724.67	1997.21	2644.27	3304.15	4208.94	5531.13
YOY%	30.81%	15.80%	32.40%	24.96%	27.38%	31.41%
毛利率	41.26%	41.69%	42.17%	44.76%	44.69%	45.05%
毛利	711.66	832.54	1115.19	1478.84	1881.03	2491.85

资料来源: 中国银河证券研究部

(二) 相对估值

表 19: 专网通信及商业模式相近的 TMT 估值对比

证券代码	证券简称	收盘价	市销率(PS/2011)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PEG(2012E)
					2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	
300177.SZ	中海达	11.24	7.26	22.48	0.42	0.57	0.80	27	20	14	0.87
002465.SZ	海格通信	22.19	7.38	73.78	0.90	1.12	1.33	25	20	17	0.35
600776.SH	东方通信	4.91	1.98	61.67	0.24	0.34	0.45	21	15	11	1.39
002583.SZ	海能达	15.63	3.49	43.45	0.73	1.00	1.30	21	16	12	0.40
002415.SZ	海康威视	26.98	10.31	539.60	1.05	1.50	2.02	26	18	13	0.35
002236.SZ	大华股份	34.58	8.75	193.01	1.06	1.60	2.27	33	22	15	0.48
002396.SZ	星网锐捷	17.70	2.35	62.14	0.76	1.01	1.39	23	18	13	0.46
平均:								25	18	14	0.61

资料来源: WIND 一致预期, 中国银河证券研究部

五、投资建议

公司立足企业级通信设备市场, 产品层次不断提升、销售模式向渠道为主转型渐显成效, 面对受宏观经济影响较小、景气度向好的行业形势, 具有弱周期性, 未来成长性有保障。

基于半年度公司综合毛利率水平及各产品线毛利率均实现可持续性的提升, 以及人员结构等方面反映的渠道拓展顺利, 上调 2012 年 EPS 10%、2013 年 EPS 15%。

我们预计 2012~2014 年收入分别为 33.04 亿 (+24.96%)、42.09 亿 (+27.38%)、55.31 亿 (+31.41%); 净利润分别为 3.93 亿 (+47.08%)、5.17 亿 (+31.45%)、7.19 亿 (+39.00%); 归属上市公司股东净利润分别为 2.66 亿 (+49.13%)、3.55 亿 (+33.12%)、4.87 亿 (+37.21%); 每股 EPS 分别为 0.76 元、1.01 元、1.39 元, 当前股价对应 PE 分别为 23 倍、18 倍、13 倍, 维持“推荐”评级。

六、风险提示

- 1、小非(员工持股公司)早已解禁, 年底前可能少量减持。

六、附表

表 20: 星网锐捷财务报表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1250.8	1300.0	1692.8	1876.7	2292.0	营业收入	1997.2	2644.3	3304.2	4208.9	5531.1
应收票据	4.3	58.3	72.9	92.9	122.0	营业成本	1164.7	1529.1	1856.2	2367.2	3087.6
应收账款	465.7	568.2	723.4	935.8	1209.8	营业税金及附加	6.6	21.5	26.9	34.3	45.0
预付款项	28.3	44.6	55.7	65.9	89.6	销售费用	375.0	490.2	609.8	751.5	954.4
其他应收款	26.4	27.3	37.9	49.1	61.6	管理费用	310.0	402.3	507.8	623.5	827.8
存货	445.9	490.2	605.4	814.8	1063.7	财务费用	-2.3	-13.7	-3.4	-4.2	-6.2
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	2.8	6.8	5.5	7.8	9.8
长期股权投资	42.6	19.7	19.7	19.7	19.7	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	127.3	132.9	200.0	283.3	382.9	投资收益	-0.3	7.6	3.2	3.5	4.8
在建工程	55.9	97.1	38.9	51.5	68.3	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	140.2	215.6	304.5	432.3	617.5
无形资产	5.4	5.7	51.9	44.1	37.7	营业外收支净额	88.9	81.4	139.2	156.2	191.5
长期待摊费用	2.3	6.3	3.9	4.0	4.7	税前利润	229.1	297.0	443.8	588.5	809.0
资产总计	2466.4	2806.4	3514.5	4249.4	5390.9	减: 所得税	34.6	29.7	50.5	71.6	90.5
短期借款	90.0	82.3	79.0	83.8	81.7	净利润	194.5	267.4	393.2	516.9	718.5
应付票据	121.3	162.2	216.4	257.9	341.5	归属于母公司的净利润	138.6	178.7	266.5	354.7	486.7
应付账款	324.7	338.9	443.7	583.6	728.4	少数股东损益	0.0	2.8	0.1	0.1	0.1
预收款项	26.2	43.3	46.9	61.3	83.2	基本每股收益	0.79	0.51	0.76	1.01	1.39
应付职工薪酬	95.3	125.3	176.1	200.4	263.6	稀释每股收益	0.79	0.51	0.76	1.01	1.39
应交税费	58.8	75.3	167.1	166.4	249.2	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其他应付款	22.4	26.9	36.5	47.5	59.3	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	15.8%	32.4%	25.0%	27.4%	31.4%
长期借款	7.4	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	0.8%	39.7%	48.3%	41.1%	40.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	19.3%	37.5%	47.1%	31.5%	39.0%
负债合计	753.9	880.8	1192.3	1427.2	1833.4	盈利性					
股东权益合计	1712.4	1925.6	2322.2	2822.2	3557.5	销售毛利率	42.4%	42.3%	43.9%	43.9%	44.2%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	销售净利率	9.7%	10.1%	11.9%	12.3%	13.0%
净利润	194	267	266	355	487	ROE	17.1%	14.7%	18.7%	20.8%	24.1%
折旧与摊销	20	24	31	39	48	ROIC	9.83%	9.50%	12.34%	14.79%	17.86%
经营活动现金流	22	198	306	164	357	估值倍数					
投资活动现金流	-85	-56	-15	-48	-52	PE	22	35	23	18	13
融资活动现金流	971	3	102	68	111	P/S	1.6	2.3	1.9	1.5	1.1
现金净变动	907	145	393	184	415	P/B	1.8	3.2	2.7	2.2	1.7
期初现金余额	310	1251	1300	1693	1877	股息收益率	0.6%	1.7%	1.0%	1.8%	3.0%
期末现金余额	1217	1300	1693	1877	2292	EV/EBITDA	70.6	50.5	34.1	24.1	17.1

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 数通设备市场分类.....	5
图 2: 典型企业网组网图 (数据通信设备涵盖连接 IP 网络末节点的所有中继类设备).....	6
图 3: 数通设备行业面临的发展趋势向好.....	7
图 4: 中国区市场通信设备销售收入占比——国内数通设备市场发展滞后.....	8
图 5: 国内数通设备市场占比结构.....	9
图 6: 国内网络设备市场行业结构.....	9
图 8: 电子政务应用模式.....	10
图 9: “云计算”应用示意图 (交换机、路由器: 完成网络的接入、设备互联等).....	13
图 10: 星网锐捷扬州外网数据中心一期项目示意图.....	16
图 11: 国内不同价格段交换机产品关注比例分布 (2010 年).....	16
图 12: 国内不同类型交换机关注度比例分布 (2010 年).....	16
图 13: 产品层次的提升是星网锐捷企业级网络设备毛利率不断提升的核心.....	17
图 14: 国内市场交换机厂家品牌成长指数 (2010 年).....	17
图 15: 2010 年国内市场 H3C、思科交换机类型数.....	17
图 16: 锐捷网络行业解决方案涵盖八大领域.....	20
图 17: 销售人员 2009~2012H1 的波动趋势体现公司由直销为主向渠道为主转型成效渐显.....	17
图 18: 政府、普教、SMB 市场等形成多个增长拉动点.....	22
图 19: 锐捷网络 2011 年数据通信设备市场细分.....	22
图 20: 竞争格局渐变——锐捷网络“守住自留地, 开辟新天地”.....	23
图 21: “管->端”同心圆产业布局	
图 22: 星网锐捷收入结构 (2011 年).....	25
图 23: 星网锐捷各业务块子公司股权结构图.....	25
图 24: 瘦客户机是远程客户端环境的核心接入设备.....	27
图 25: 瘦客户机市场各细分市场市场份额结构图 (2008 年) - 升腾国内市场份额综合第一.....	27
图 26: 云终端解决方案示意图.....	28
图 27: 桌面云的逐渐普及推动升腾资讯瘦客户机销量进入快速成长期.....	28
图 28: 国内瘦客户容量及升腾出货量份额 (2006~2014E).....	28
图 29: 升腾资讯第三方支付运营商典型解决方案.....	29
图 30: 移动、升腾、拉卡拉合作推出的“G3 拉卡拉支付无线座机”.....	30

表格目录

表 1: 交换机和路由器的区别:	1
表 2: IPV4 地址分配相对较多的美、日二国在 IPV6 演进发展上反而居前	2
表 3: 思科分地区收入及 2010~2011 年复合增长率 (亚太区最快)	4
表 4: Junier 分地区收入结构 (欧美市场占收入 8 成)	4
表 5: 电子政务应用案例.....	6
表 6: 《国家电子政务“十二五”规划》中“十二五”时期我国电子政务发展主要指标.....	7
表 7: 电子政务相关国家政策及专项规划.....	7
表 8: 星网锐捷 2009~2011 年在电子政务、金融、医疗行业发展势头强劲.....	9
表 9: 云计算的国家政策.....	10
表 10: 云计算 (数据) 中心建设如火如荼: 企业、政府齐头并进.....	11
表 11: 星网锐捷数据中心成功案例 (2011 年)	11
表 12: 星网锐捷交换机&路由器产品定位中端市场 (出厂销售均价)	13
表 13: 锐捷网络交换机&路由器产品系列日益全面.....	14
表 14: 锐捷网络数通设备 2000~2011 年: 客户覆盖日益广泛, 完成从单独产品到各行业解决方案的转变 ...	14
表 15: 锐捷网络渠道 2010 年以来得到大力发展.....	17
表 16 : 国内企业级网络设备市场主要厂商竞争优劣势.....	19
表 17: 升腾资讯瘦客户机系列产品大类.....	22
表 18: 星网锐捷主营业务经营预测 (单位: 百万元)	26
表 19: 专网通信及商业模式相近的 TMT 估值对比.....	27
表 20: 星网锐捷财务报表.....	28

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王家炜，计算机行业证券分析师。 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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中兴通讯（000063.SZ）、星网锐捷（002465.SZ）、海能达（002583.SZ）、烽火电子（000561.SZ）、中创信测（600485.SH）、世纪鼎利（300050.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、星网锐捷（002396.SZ）、国脉科技（002093.SZ）、烽火通信（600498.SH）、亨通光电（600487.SH）、中天科技（600522.SH）、光讯科技（002281.SZ）、日海通讯（002313.SZ）、三维通信（002115.SZ）、大富科技（300134.SZ）、武汉凡谷（002194.SZ）、硕贝德（300322.SZ）、中国联通（600050.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn