

再看瘦客户机的投资价值

星网锐捷公司分析

报告关键点:

- 数据集中化和数据中心虚拟化两大趋势推动瘦客户机进入普及阶段
- 受益“两个替代”，瘦客户机销量与毛利率双升
- 美国同类公司平均估值在25倍以上，国内对数通产品的认识稍显不足

报告摘要:

- 优质业绩使得公司成为通信设备板块中的绚烂之星。**自年初《强强联合，领跑云端》报告发布以来，我们开始面对来自资本市场的各种疑问，主要包括公司所处行业的市场规模、增速、竞争格局、行业估值等，也包括公司基本面以及战略部署等问题。为此我们总结了半年以来对于公司的一些观点，主要分为两个部分，第一部分是瘦客户机的投资价值，第二部分是对市场关注热点一对一解答，希望有助于投资者摸清星网锐捷的投资价值。
- 受益“两个替代”，瘦客户机销量与毛利率双升。**通过与国外虚拟化技术大厂厂商合作，公司具备了与HP、Wyse等厂商平起平坐的产品研发实力，性价比比较高的优势使得公司对国外大厂产品的替代效应显著；同时受益于数据集中化、数据中心虚拟化的浪潮，窗口单位已经开始用瘦客户机取代台式机。
- 公司具备在企业网络市场制胜的特质。**公司利用企业网络市场下游需求非常分散的行业属性，形成了“小批量定制化”的差异化竞争优势，避开了与思科、H3C等的直面竞争，成为了二线品牌的龙头，市场地位十分稳固。
- 盈利预测与估值：**我们上调公司2012年~2013年的EPS至0.75元和0.99元。从概念上看，公司是国内唯一能够同时在“云计算”和“IPv6”领域推出大规模商用产品的公司，是较为稀缺的可以给予高估值的标的；从国外同业的估值情况来看，那些处于成长中的网络设备以及服务公司都获得了较高的估值溢价，例如Juniper以及Aruba对应2012年的估值都在25倍以上，而苹果和IBM等的估值仅在10倍左右。我们认为公司目前的估值不高，合理的估值应该在25~30倍之间。我们给予公司买入-B的评级，目标价位在21.5元。
- 风险提示：**企业网络市场竞争趋于白热化的风险；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)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,997.2	2,644.3	3,250.3	4,148.3	5,287.6
Growth(%)	15.8%	32.4%	22.9%	27.6%	27.5%
净利润	138.6	178.7	262.9	346.4	470.3
Growth(%)	30.4%	28.9%	47.1%	31.8%	35.8%
毛利率(%)	41.7%	42.2%	44.5%	44.3%	44.1%
净利润率(%)	6.9%	6.8%	8.1%	8.4%	8.9%
每股收益(元)	0.39	0.51	0.75	0.99	1.34
每股净资产(元)	4.45	4.90	5.58	6.47	7.67
市盈率	46.7	36.2	24.6	18.7	13.8
市净率	4.1	3.8	3.3	2.8	2.4
净资产收益率(%)	11.4%	13.9%	17.2%	18.6%	19.7%
ROIC(%)	70.1%	45.6%	54.7%	60.6%	73.3%
EV/EBITDA	40.7	16.0	15.1	10.8	7.6
股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%

评级:

买入-B

上次评级: 增持-A

目标价格:

21.50元

期限: 6个月 上次预测: 17.00元

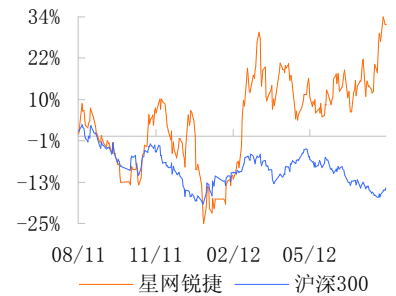
现价(2012年08月10日): 18.77元

报告日期:

2012-08-13

总市值(百万元)	6,470.04
流通市值(百万元)	4,482.28
总股本(百万股)	351.06
流通股本(百万股)	243.21
12个月最低/最高	10.21/18.80元
十大流通股股东(%)	69.20%
股东户数	17,706

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.57	23.89	46.20
绝对收益	13.78	14.65	31.60

王学恒

010-66581621
执业证书编号

行业分析师

wangxh2@essence.com.cn
S1450512080002

报告联系人

柳士威

010-66581666

liusw@essence.com.cn

前期研究成果

星网锐捷: 利润增长喜人, 三季度营收是关键

2012-07-26

星网锐捷: 增长好过去年同期

2012-04-23

星网锐捷: 行业信息化的持续受益者

2012-03-23

目录

1. 再看瘦客户机投资价值	3
1.1. 数据集中成大趋势, 瘦客户机开始普及.....	3
1.2. 从 DELL 收购 Wyse 看瘦客户机在云计算时代的重要性.....	4
1.3. 本土瘦客户机厂商受益“两个替代”	5
1.4. 保守估计国内瘦客户机行业增速在 20% 以上	7
1.5. 培育期已过, 升腾资讯即将进入收获季.....	7
1.6. 销量与毛利率双升, 印证我们此前的预期.....	8
2. 市场关注热点对话	9
2.1. 企业网络产品市场与电信运营商市场相比, 特点是什么?	9
2.2. 企业网络产品市场的行业增速如何?	10
2.3. 企业网络产品市场格局是怎样的, 未来的竞争趋势如何变化?	10
2.4. 华为转型是否使得企业网络市场的竞争变得更加激烈?	10
2.5. 云终端/瘦客户机的主要应用场景都有哪些?	11
2.6. 瘦客户机/云终端的行业增速怎样? 最近几年是否有爆发式的增长可能性?	11
2.7. 客户选择瘦客户机/云终端来代替传统的 PC, 看中其哪些优势?	11
2.8. 对于企业网络市场公司, 估值中枢应该在何种水平?	12
2.9. 星网锐捷的内部经营风险和外部经营风险主要有哪些?	12
3. 盈利预测与投资建议	12
4. 主要风险点	13
4.1. 企业网络市场竞争趋于白热化的风险.....	13
4.2. 经济形势不明朗导致企业 IT 支出延后的风险.....	13

图目标

图 1 瘦客户机工作原理.....	3
图 2 IT 基础架构由分散向集中的变迁.....	3
图 3 典型的瘦客户机使用场景.....	4
图 4 升腾资讯与业界领先公司合作, 打造云计算解决方案.....	6
图 5 传统台式机不适合用于集中式 IT 架构.....	6
图 6 中国瘦客户机市场出货量预测.....	7
图 7 Wyse 庞大的客户群体.....	8
图 8 升腾资讯瘦客户机销售额.....	9
图 9 瘦客户机毛利率回升, 带动整体毛利率提升.....	9

表目录

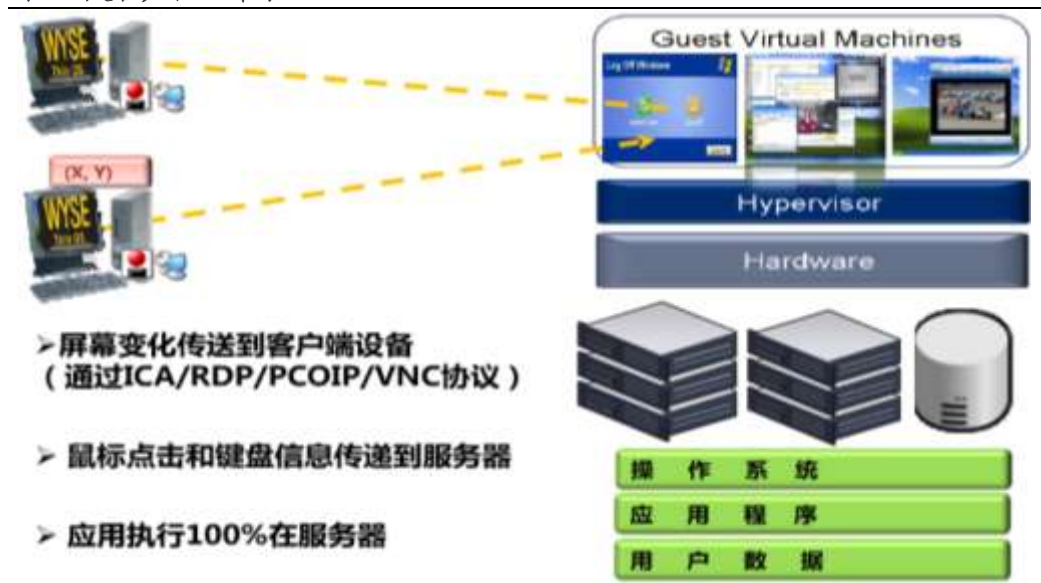
表一 瘦客户机市场主要玩家.....	4
表二 戴尔加紧收购以实现“端到端”解决方案顶尖供应商.....	5
表三 升腾瘦客户机与某国内品牌台式 PC 节能比较.....	7
表四 升腾瘦客户机典型案例.....	8
表五 海外可比公司估值情况(截止 2012 年 8 月 9 日)	12
表六 主要财务指标预测值.....	13

1. 再看瘦客户机投资价值

1.1. 数据集中成大趋势，瘦客户机开始普及

所谓瘦客户机指的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商用 PC。“瘦”字指的是终端的功能较少或者性能较低，因此不用特别高的硬件配置，存储以及计算等工作任务可以放到后台的服务器中进行，具有安全性高、购置成本低、维护费用低以及系统升级管理便利等优点。

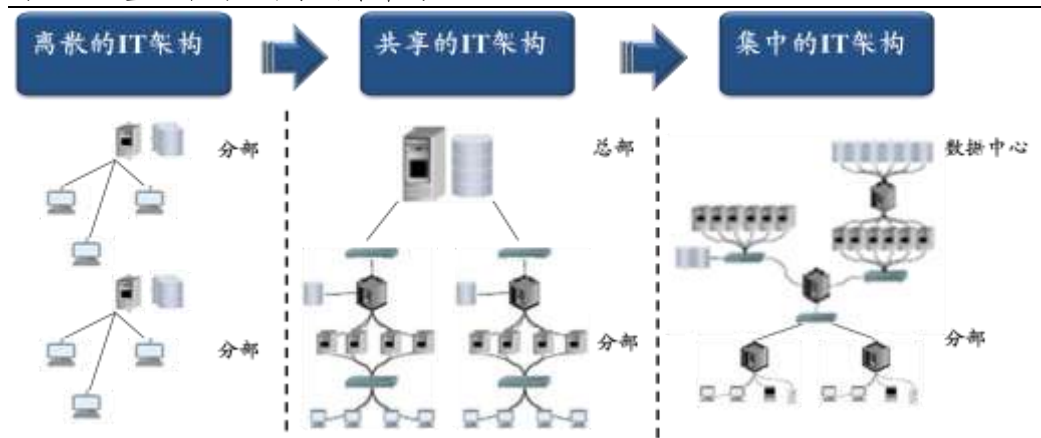
图 1 瘦客户机工作原理



数据来源：Wyse，安信证券研究中心

瘦客户机的出现可以说是搭上了IT系统架构变迁的顺风车。在过去的几十年里，IT系统主要经历过三种架构：离散的IT架构、共享的IT架构以及集中的IT架构。这三种架构在不同的时代背景都发挥了较大的作用，随着技术的不断进步以及新需求的不断涌现，目前的IT架构已经进入到集中式IT架构阶段，也就是建立在数据中心之上的云计算架构阶段。在云计算架构中，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，因此用户对客户端存储以及计算能力的要求不断降低。

图 2 IT 基础架构由分散向集中的变迁



数据来源：安信证券研究中心

正是在这样的大背景下，瘦客户机凭借易于管理、总体拥有成本（TCO）较低以及安全性良好等优点，已经成为政府、医院以及银行等窗口服务单位 PC 终端的首选，一些服务行业以及高科技行业也已经开始采用瘦客户机方案来取代传统的 PC 机，瘦客户机拥有较大的市场空间与增长潜力。例如台湾中信大饭店给 10 几家分店配置了瘦客户机以后，公司的专职 IT 人员精简为两人，以往每台电脑需要逐一的升级管理，而现在只需维护好后一台后台服务器就可以了，节省了很多的人力与物力，大大降低了公司在 IT 方面的 TCO。对于某些软件企业而言，代码是公司的核心竞争力，也是公司的商业机密。在传统的台式机或者笔记本电脑上保存代码的安全性较低，很容易被员工或者公司以外的人获取，如果这些代码被竞争对手获得，公司将蒙受巨大损失。在使用瘦客户机以后，这样的安全隐患会被降低很多，以往保存在本地的所有数据都会被存储在后台服务器中，终端的使用权力被缩小了，可以有效的防止代码的流失。

图 3 典型的瘦客户机使用场景



数据来源：HP，安信证券研究中心

1.2. 从 DELL 收购 Wyse 看瘦客户机在云计算时代的重要性

在全球市场中，Wyse、HP 以及 Ncomputing 凭借较早进入该领域，已经在瘦客户机行业中树立了领军地位。特别是 Wyse，凭借准确把握市场需求动向，已经售出大约 2,000 万台瘦客户机，在全球布局了 3,000 多家分销商，产能达到了 100 万台，年销售额接近 4 亿美元。在盈利能力方面，由于公司并没有把自身定位于硬件公司，而是定位于提供云终端整体解决方案，为了迎合最新的数据中心虚拟化技术，公司不断的拓展与思科、微软、Citrix 以及 VMware 等巨头的合作范围，瘦客户机解决方案里软件的占比越来越高，同时考虑到“小批次定制化”的行业属性，Wyse 瘦客户机业务的盈利能力要比传统 PC 企业高出不少。据 Wyse 公司透露，该公司的净利润率在 10% 以上，远超传统 PC 巨头联想 1%~2% 的净利润率水平。

表一 瘦客户机市场主要玩家

公司	国家	产能	概况
Wyse	美国	100 万台	被 Dell 收购，提供终端用户计算解决方案
HP	美国	100 万台	综合型的 IT 企业，业务涵盖个人和企业业务
Ncomputing	美国	60 万台	专注于桌面虚拟化解决方案的公司
升腾资讯	中国	60 万台	亚太地区（除日本）第一位的云终端厂商
实达	中国	20 万台	中国最大的商用电脑外设专业厂商

数据来源：安信证券研究中心

在数据集中化、数据中心虚拟化的大背景下，瘦客户机将面临怎样的机遇？戴尔

发起对 Wyse 的收购给了我们一个明确的答案：瘦客户机将是数据中心虚拟化解决方案中不可缺少的一环。

此前国内的研究人员对于 IBM、Oracle 以及 EMC 的研究对比都比较常见，但是大都忽略了戴尔这几年的转变。其实戴尔的业务结构已经发生了较大的变化，通过一系列大大小小的收购，“端到端”解决方案顶尖供应商已初见雏形。目前戴尔的软件与企业业务占公司的比重已达 46%，未来仍将继续扩充企业业务的实力。公司在收购 Wyse 之前在数据中心这一“端”的实力已经不容小视。例如在服务器市场，戴尔在全球的份额仅次于 IBM 和惠普位居第三位，在亚太、中国和日本市场，戴尔的份额已经做到了第一位，在全球超大规模数据中心市场的份额更是达到了 45%。在网络设备领域通过收购 Force 10 等专注于大型数据中心网络设备的公司，戴尔已经拥有了与思科和 HP 竞争的底气。按理说戴尔在另一个“端”也就是客户端的实力也很强，因为戴尔的 PC 出货量仍然稳居前三，但戴尔为什么仍愿意耗资 10 亿美元去收购一个产能仅为 100 万台的（戴尔每年的全球 PC 销量在 4,000 万台以上）小公司？

我们分析如下：首先，戴尔看到了竞争对手 HP 的瘦客户业务做的有声有色，可以作为整体解决方案的一部分打包出售，提供真正的“端到端”服务，盈利能力远高于传统 PC 业务；其次，戴尔认识到了瘦客户机市场的规则与 PC 市场并不相同，与其自己进入这个相对小众的市场不如直接并购行业的领军企业，至少 Wyse 在这个行业耕耘多年，其拥有的 180 多项专利可以有效避免竞争对手的刁难；最后，戴尔对于 IT 技术潮流把握的很准，在 IT 架构进入集中化时代之后，瘦客户机将会迎来大规模商用的良机，会对传统的 PC 造成较大的打击，替代效应不可避免。

表二 戴尔加紧收购以实现“端到端”解决方案顶尖供应商

时间	被收购公司	主营业务	收购概况
2012.7	Quest	企业管理软件	耗资 24 亿美金成功收购 Quest
2012.4	Wyse	瘦客户机	未透露具体金额，估计 10 亿美金左右
2012.3	SonicWall	网络安全	耗资 12 亿元收购补充网络安全产品线
2011.7	Force 10	数据中心网络	耗资 7 亿美金提升网络设备实力

数据来源：戴尔，安信证券研究中心

1.3. 本土瘦客户机厂商受益“两个替代”

从上述戴尔收购 Wyse 的分析来看，瘦客户机在数据集中化、资源虚拟化的时代会大行其道，这个是所有瘦客户机厂商的利好，包括 Wyse 和 HP 等面向全球市场的海外厂商，也包括面向国内市场的升腾资讯、实达外设和清华紫光等厂商。

在国内瘦客户机市场趋暖的大环境下，我们认为那些具备品牌优势、产能扩张迅速的国内厂商将会获得更快的增速，目前来看符合这两个条件的只有升腾资讯，而升腾资讯确实也击败了 HP 等大厂坐上了国内龙头的宝座。

我们认为升腾资讯未来的成长逻辑在于“两个替代”：第一个替代是升腾资讯对于性价比不高的国外品牌以及价格相当但整体解决方案能力较差的国内品牌的替代；第二个替代是在瘦客户机对于传统台式 PC 的替代。我们将重点分析升腾资讯对国外品牌的替代以及瘦客户机对台式电脑的替代。

据 IDC 的统计数据，升腾 2010 年销量为 20.08 万台，在 2010 年度亚太区（不包括日本）瘦客户机厂商中按销量排名第一，占中国瘦客户机市场的份额高达 34.5%。2011 年销量接近 30 万台，市场占有率又有所提升，进一步挤压了 HP、Ncomputing 和 Wyse 在中国的市场空间。此前 HP 和 Wyse 等厂商和升腾相比较而言的优势在于其不仅仅提供硬件，而且与 Citrix、VMware 等虚拟化软件厂商合作推出适用于云终端的系统软件，从而能够将云终端行业整体解决方案交付给最终用户，而升腾资讯在这方面比较薄弱。不过升腾资讯在 2010 年实现了突破，与 VMware 结成了战略合作伙伴联盟，又在 2011 年正式推出了 VMware view，成功的推出了为中国客户量身打造

的桌面虚拟化解决方案，实现了“云桌面”的商用。公司凭借与国际大厂的合作迅速的提升了自身的实力，出货量与盈利能力迅速提升，HP 与 Wyse 相对升腾资讯的优势已经不再那么明显，而升腾资讯对于国外瘦客户机厂商的性价比优势仍然十分明显。

图 4 升腾资讯与业界领先公司合作，打造云计算解决方案



数据来源：升腾资讯，安信证券研究中心

另一个替代是瘦客户机对于传统台式 PC 的替代，这点比较易于理解。在 IT 架构趋于集中、大量资源集中于数据中心的情况下，传统台式机的本地存储与计算功能不仅仅会长期处于闲置状态，还会给 IT 系统带来很多的安全隐患。

图 5 传统台式机不适合用于集中式 IT 架构

	数据中心 - VDI	PC 客户端	整体影响
系统复杂度	增加	复杂	仍然复杂 ?
安全性	提升 +	不安全	仍然不安全 ?
可管理性	提升 +	需要较多管理	管理更复杂 ?
可靠性	提升 +	不可靠	客户端可靠性低 ?
部署实施	简化 +	Ghost 等复杂方式	部署缓慢 ?
能耗	增加	高	能耗更高 ?

数据来源：Wyse，安信证券研究中心

如果考虑到 TCO，部署台式机对于大型企业的 IT 支出简直是巨大的浪费。我们可以简单的对瘦客户机的经济效益进行评估，根据中国移动瘦客户机招标的资料，移动集团 2011 年需求精简 PC 近 5,000 台，远程访问终端 13,000 多台，假设精简 PC 价格为 3,000 元，远程访问终端的价格为 2,500 元，那么这些设备的初始购置成本为 4,750 万元，假设不采购瘦客户机而是采购 5,000 元/台的台式机，那么初始购置成本将是 9,000 万。如果将后续的电费也考虑进来，瘦客户机的经济效益更佳。根据实际测试

数据,升腾资讯瘦客户机的耗电量还不到台式机的五分之一,每年每台节省电费近 575 元。

表三 升腾瘦客户机与某国内品牌台式 PC 节能比较

	某国产 PC	升腾瘦客户机	备注
电流 (A)	0.87	0.12	实际测试
功率 (W)	191.4	26.4	
每小时耗电量(度)	1.1914	0.0264	
每日耗电量(度)	2.2	0.3036	巴山营业厅 9:00-20:30
每日电费(元)	1.826	0.25	商业用电按 0.83 元/度计算
年耗电量(度)	803.4	110.814	
年电费(元)	666.82	91.98	商业用电按 0.83 元/度计算

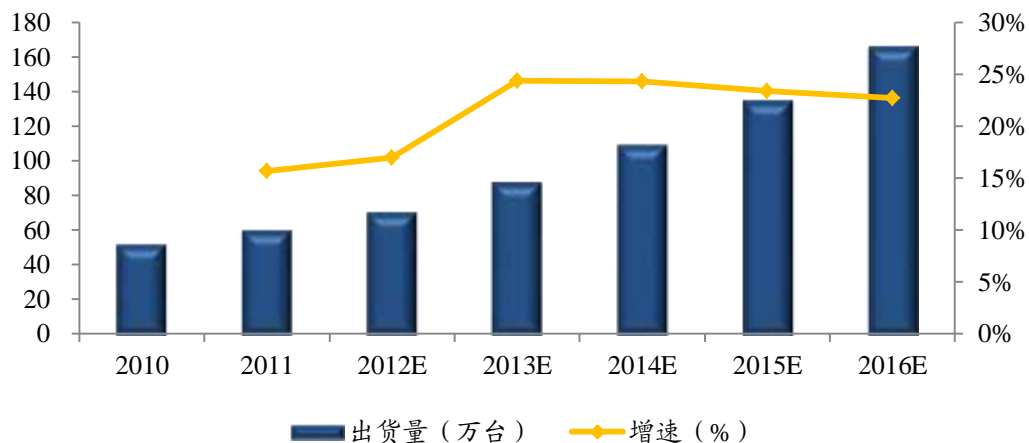
数据来源:升腾资讯,安信证券研究中心

备注:本数据为中国移动通信集团重庆有限公司城区三分公司实际测试数据

1.4. 保守估计国内瘦客户机行业增速在 20%以上

根据 IDC 的统计数据,中国瘦客户机市场 2012 年出货量有望达到 71 万台,预计到 2016 年出货量将达 165 万台,复合增速在 20%以上。鉴于 IDC 是在年初做出的预测,而且从市场的实际出货量情况来看要超出此前的预期,因此我们预计 2012 年中国瘦客户机市场的出货量增速将在 30%以上,其中拥有品牌以及技术优势的升腾资讯的增速将会明显高于行业增速。

图 6 中国瘦客户机市场出货量预测



数据来源:IDC,安信证券研究中心

1.5. 培育期已过,升腾资讯即将进入收获季

从 Wyse 的客户群体来看,我们发现除了包括政府、金融等传统的窗口服务单位以外,能源、制造、物流以及建筑等行业对于瘦客户机的需求也很大,这点与中国市场有所不同。目前国内的需求主要来自于政府、医院、银行等单位,来自其他行业的需求比重还比较小。

这主要因为国外 IT 企业的软硬件技术都比较先进,数据中心虚拟化技术已经比较成熟,具备了大规模商用的条件,因此作为配套的瘦客户机热卖也就不难理解了。反观国内,目前数据中心虚拟化程度还不高,与国外还有较大的差距,所以即使目前升腾资讯等公司的瘦客户机已经可以和 Wyse、HP 等相比,但是国内需求还是不够旺盛,大规模应用还无法实现。不过好消息是各大专业虚拟化厂商如 VMware 和 Citrix

加大在中国市场的推广力度，同时国内厂商的有益探索也开始进入收获期（例如升腾资讯与 VMware 合作推出“云桌面”），国内企业市场对于瘦客户机的需求开始提速。

图 7 Wyse 庞大的客户群体



数据来源：Wyse，安信证券研究中心

表四 升腾瘦客户机典型案例

行业	单位名称	单位级别	覆盖度	部署情况
保险	中国人保	国家级	中	2011 年招标 4,000 多台
政府	知识产权局	国家级	中	知识产权局专利局部署 150 台
银行	福建农行	省级	低	200 个网点总计 1,500 多台
通讯	长沙移动	市级	中	60 个网点总计 300 多台
医疗	福鼎医院	市级	高	全院部署 400 多台瘦客户机
企业	宁波烟草	市级	中	供应瘦客户机 100 台左右

数据来源：升腾资讯，安信证券研究中心整理

从上表几个典型应用案例我们可以看到，目前国内的瘦客户机需求仍以传统的窗口单位为主，而且就连窗口单位的覆盖程度也不高。仅以医院为例，假设全国的医院都采用瘦客户机解决方案，平均每个医院配备 50 台，全国综合医院一共约有 1.4 万家，那么瘦客户机的需求将近 70 万台，与目前国内的瘦客户机出货量相差无几。随着传统窗口单位覆盖度的提高以及企业部门对瘦客户机接受度的提高，我们对于这个市场的增速比较乐观。

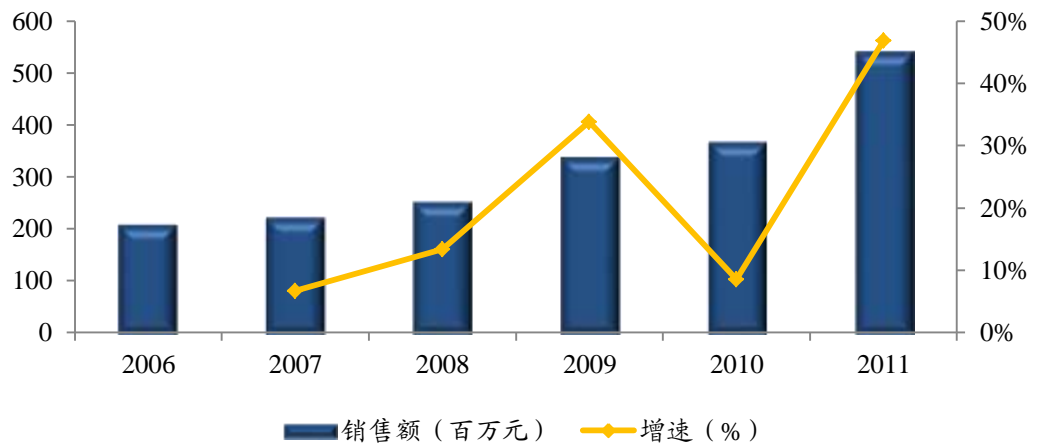
1.6. 销量与毛利率双升，印证我们此前的预期

在经历过长期的客户培育以及经验积累之后，升腾资讯步入快车道。公司 2011 年瘦客户机出货量接近 30 万台，收入增长了 46.88%，毛利率从 2010 年的 22.81% 提升至 2011 年的 24.52%，2012 年上半年更是达到了 26.27%，印证了我们此前关于瘦客户机毛利率提升的预期。

公司的瘦客户机毛利率会在近几年维持稳定上升的态势，理由如下：首先，公司目前已经不单单是瘦客户机硬件的制造厂商，通过自身积累以及与国外的虚拟化软件巨头 VMware、Citrix 的紧密合作，公司的整体解决方案能力大大提升，可以毫不夸

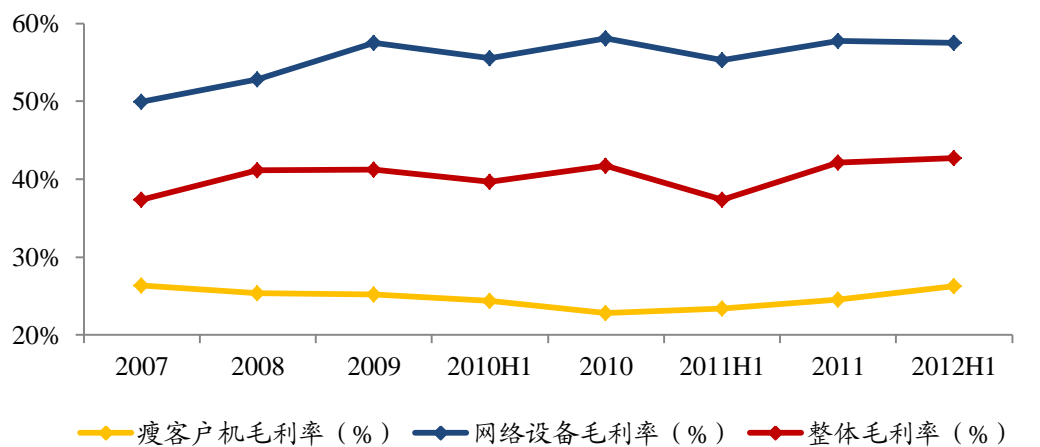
张的说，升腾资讯的云终端交付能力会长期保持国内第一的位置；其次从行业来看，瘦客户机行业与传统 PC 行业有很大的不同，这是一个具有“小批次定制化”和“规模效应”属性的行业，毛利率不会像传统 PC 那样下降的很快。我们预计升腾资讯目前的产能已经达到了 60 万台，早已超越了规模效应临界点，我们认为随着瘦客户机产量的提升，公司的毛利率水平还有提升空间。最后遵循“好行业好公司”的逻辑，我们也相信升腾资讯在近几年会继续维持销量与毛利率双升的态势。

图 8 升腾资讯瘦客户机销售额



数据来源：升腾资讯，安信证券研究中心

图 9 瘦客户机毛利率回升，带动整体毛利率提升



数据来源：升腾资讯，安信证券研究中心

2. 市场关注热点对话

以上是我们对于升腾资讯瘦客户机业务的详细分析。鉴于年后至今强劲的股份走势，星网锐捷已经成为通信设备行业的热点股票。自年初《强强联合，领跑云端》报告发布以来，我们就不断的接到投资者的咨询电话，谈及的内容主要包括公司所在行业的市场规模、增速、竞争格局、行业估值等，也包括公司基本面以及战略部署等问题，下面我们将针对市场较为关心的核心问题予以解答，希望有助于投资者理解星网锐捷的投资价值。

2.1. 企业网络产品市场与电信运营商市场相比，特点是什么？

企业网络产品市场最大的特点是客户分散。基于此，客户相对没有电信运营商的

高议价能力，由于国内的电信运营商已经采取了多年的“统谈分签”采购模式，因此电信设备每年基本都以 10-20% 的价格下降，竞争异常激烈。

在企业网络市场中，由于客户分散，价格较为理性，这个行业的国、外内公司毛利率都在 50% 以上，例如华为、华 3、锐捷网络、国外的思科、MSI 等公司。

2.2. 企业网络产品市场的行业增速如何？

企业网络产品是政府、企业信息化投资的一部分。在最近的 3 年中，锐捷网络的收入复合增速为 33%，由于锐捷网络的上游客户是教育、金融、商业、政府、企业等，因此，我们倾向性认为行业增速比照软件行业的平均增速。

在我们此前的报告《强强联合，领跑云端》中，曾经引用过计世资讯的数据，其预测国内网络产品的增速在 10% 左右，这与我们观察的实际情况略有差异。

工信部每月都会披露软件行业的收入增速，子项目包含三项：软件业务收入、软件产品收入、信息系统集成服务收入，我们认为最后一项，即信息系统集成服务收入可能较为靠近锐捷网络产品项，最近三年其增速在 20-40% 的区间（今年 1-6 月为 22%）。

2.3. 企业网络产品市场格局是怎样的，未来的竞争趋势如何变化？

企业网络产品市场格局相对稳定，最近 10 年，基本未见新的玩家进入。原因是，这是一个技术门槛较高的领域，每年要持续投入研发，而在没有取得规模效应之前，往往盈利又比较困难。以锐捷网络为例，2011 年锐捷网络有 2000 人的技术团队，如此多的人力资本投入，并不是小厂家可以简单进入的。

目前全球第一阵营是思科、H3C、Juniper，华为在 2010 年强势回归，2011 年也取得了不错的成绩，中兴通讯的企业网络产品规模不大，可视作一线末位。

二线龙头是星网锐捷，其后的神州数码旗下的神码网络、迈普也有一定的市场份额。

2.4. 华为转型是否使得企业网络市场的竞争变得更加激烈？

我们用了一年的时间思考、验证这个问题，结论是，华为的回归给行业将带来结构性的影响。

简单说，华为历史上一直看好企业网络市场，并且成功打造了华为 3com。后来，由于同思科的知识产权纠纷，被迫出售股权给 3com，后来 3com 被 HP 收购，目前华为 3com 成为 HP 的全资公司。2009 年，华为又重新回到了企业网络市场中，并在 2010 年、尤其是在 2011 年数倍扩大了营销、管理团队，合并华为赛门铁克后，华为目前约有 10000 员工从事企业网络市场工作。

华为在企业网络市场的复合增速目标在 50%-100%，显然，如果该目标做的到，势必会对某些公司的份额进行替代。根据我们和华为多名员工的访谈和观察，其主要的竞争对手是华 3、思科（数通产品）、以及数据通信产品之外的世界大牌厂商，如宝利通（会议电视系统）、Avaya（呼叫中心）、HP、Dell（服务器）等。

华为的进入对二线厂家的影响不大，至少在 2 年之内如此。理由是，企业网络产品的营销模式是“渠道为王”，而华为目前并无强大的渠道伙伴，其销售主要是沿袭了电信运营商的直销模式。渠道的培养至少需要 1 年建章立制，2 年重点培养，3 年以上形成规模和渠道忠诚，且这种估计还是相对乐观的判断。

目前，锐捷网络的营收组成是小零单，多批次，是华为看不到、摸不到的市场，因此，在 2 年内双方都无大规模“短兵相接”的可能性。

2.5. 云终端/瘦客户机的主要应用场景都有哪些？

云终端与瘦客户机的被广泛应用在多个行业：

- 1、窗口服务行业：银行、税务、保险、证券、卫生等
- 2、教育领域：网络电子教室、培训室、图书馆、学生宿舍等
- 3、数据高安全要求的机构或部门，设计院、政府部门以及公司的研发部门等
- 4、公共场所的信息查询机，机场、火车站、街道办事处等
- 5、酒店宾馆的客房，无需担心住户自行拆卸和更换主机设备
- 6、作为上网机使用的客户，如个人用户，构建家中的第二台电脑需求
- 7、房地产商、会议中心、展览馆，银行证券等场所

此外，云终端在最近一、两年开始被应用在大企业中，例如贵州茅台、宇通客车、中国石油、中国移动等多个公司都开始使用。

例如华为的私有云，从 2009 年开始，华为开始在上海研究所部署桌面云。上研所的华为员工不再需要电脑主机，通过“瘦终端”、液晶显示器和键盘就可办公。员工只要输入账号、密码，就可以连接到数据中心的虚拟服务器，随时随地处理日常工作。到 12 年，华为在全球各大研究所及海外分支机构，部署 4.5 万用户规模的桌面云。

企业的需求启动快于传统的银行、政府等，原因是企业相对决策简单，而银行、政府一般需要垂直管理单位（总行、总局、总部）充分论证、选型等后再实施。

2.6. 瘦客户机/云终端的行业增速怎样？最近几年是否有爆发式的增长可能性？

升腾资讯 2008-2011 的 4 年间，复合增速 25%。

由于瘦客户机市场历史上并不大，因此关注的研究机构不多。问题是，不同的研究机构，对于行业增速给了不同的预测，一定程度上让我们感到困惑。IDC 预测 12 年后复合增速略超 20%，而 Gartner 的预测约在 40%，要乐观许多。从全球第一大的 Wyse 去年的增速为 45%，我们感觉或许 IDC 面对云大潮来袭的预测或许略显保守。

我们更应该关注，瘦客户机/云终端替代台式 PC 的趋势如何？举例来看，2012 年预计中国台式机的出货量为 4,110 万台（iSupply 预测），若未来几年瘦客户机替代 PC 能够达到仅有 10%-20%，则目标市场就会达到 400-800 万台，是目前瘦客户机年出货量 100 万台的数倍。

2.7. 客户选择瘦客户机/云终端来代替传统的 PC，看中其哪些优势？

瘦客户机与传统 PC 相比，具有很多优势。安全、节能、部署速度快、维护方便且成本低、软件授权总体成本具有优势。由于市场刚刚兴起，尚缺乏大样本量的调研来论证客户的购买诉求。

以华为为例，相比传统 PC 办公系统，桌面云为华为节省 30% 的投资，降低电力消耗 73%，设备的 CPU 利用率从 5% 提高到了 60%，部署周期从原来的 3 个月缩短到 1 周内。每位 IT 人员现在能管理 1,000 台虚拟桌面，而此前只能管理 100 台左右。云计算技术使 IT 应用资源的全动态负载均衡成为现实。采用云计算的分布式计算、虚拟化等技术后，同一个数据中心，白天大部分资源分配给办公和开发，晚上给自动化测试，资源利用率大大提高。

因此，便于维护和升级，成本具有一定的优势应该是相对重要的卖点。

2.8. 对于企业网络市场公司，估值中枢应该在何种水平？

星网锐捷的产品的普适性很强，能够覆盖政府、教育、医疗、商业、金融、企业、广电、电信等几乎所有的政企行业，而目前来看，这些行业的信息化投资增速依旧保持在 20% 以上的水平。

从另外一个角度，数据通信产品属于硬件+软件的集合体，拥有较高的技术壁垒，其复杂程度大于单纯的软件或硬件。因此，我们倾向以软件行业而非通信设备估值来评价公司。

我们也做了海外类似公司的对比分析，主要选取了一些企业级网络解决方案的厂商，其中包括 Cisco（互联网综合解决方案全球第一）、Juniper（高级路由器交换机以及网络安全设备）、Aruba（无线网络架构解决方案）、Riverbed（网络及 IT 架构解决方案）和 F5 networks（网络交付解决方案），对应 2012 年的市盈率在 21 倍以上，如果我们剔除体量已经较大的 Cisco，这几家网络设备及服务公司的平均市盈率在 25 倍左右。而苹果、Oracle、IBM 和 HP 等公司 2012 年的市盈率都在 10 倍左右，这些质地比较纯正的企业网络设备及服务公司明显获得了更高的估值。

表五 海外可比公司估值情况（截止 2012 年 8 月 9 日）

公司名称	股价(\$)	毛利率(%)	净利率(%)	P/E			PS	PB
				2011	2012E	2013E		
Cisco	17.70	61.40	15.02	13.21	9.65	9.27	2.02	1.80
Juniper	19.40	64.48	9.56	22.05	25.36	17.32	2.29	1.37
Aruba	16.79	69.05	17.83	27.98	26.78	21.81	3.54	3.78
Riverbed	19.86	76.04	8.78	52.26	20.75	17.27	3.92	4.24
F5 networks	103.21	81.94	20.96	34.87	23.26	19.96	6.01	6.23
平均值				30.07	21.16	17.13	3.56	3.48

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

2.9. 星网锐捷的内部经营风险和外部经营风险主要有哪些？

对于公司来讲，做好差异化的产品策略是关键。举例来说，在数据通信产品领域，华为 3com 的营收、毛利率、净利率都相当高，但是需要巨大的、持续的研发投入。目前来看，锐捷网络目标是伴随行业成长，做二线的龙头（类似烽火通信在电信运营商里的市场定位）是相对稳当的路。如果选择全面迈向高端，挑战思科、华 3、华为，则难度会相当之大，难在更加巨大的研发投入导致回报的不确定性，以及与国内、国际巨头血肉相搏后可能出现的价格下滑超过预期。

公司经营的外部风险是后周期风险，即政府投资放缓后给企业带来的收入增速放慢，回款周期变长的风险。由于公司主要客户是教育（11 年收入占比 46%）、金融（占比 15%）、政府（占比 19%），这几个行业中，教育由于得到了国务院“占比 GDP4% 的投资要保障”，政府、金融相对大企业周期的敏感度要小，目前判断公司受到投资增速放缓的影响并不大，后续影响效果要持续观察。

3. 盈利预测与投资建议

目前公司正处于产品结构调整阶段，在 2012 年上半年表现的尤为明显，通信产品销售下滑幅度较大，不过由于其体量已经较小，对公司的负面影响并不是很大。公司的拳头产品——路由器、交换机以及瘦客户机的增长都较为乐观，特别是瘦客户机，上半年出货量接近 20 万台，市场旺盛的需求明显超出市场此前的预期。我们预计瘦客户机下半年的出货量仍然会保持较高的增长速度，预计会在 40% 左右。与 VMware 等虚拟化软件厂商的合作已初见成效，瘦客户机产品软件加硬件的模式使得毛利率仍有提升的空间，盈利能力会进一步增强。公司的企业网络设备业务也比较稳健，预计

全年维持在 20% 以上的增速问题不大，毛利率会比 2011 年提升两个百分点左右，带动整体毛利率回升。

基于以上的分析，我们预计公司 2012 年~2013 年营收增速将分别达到 22.92% 和 27.63%，净利润增速分别为 47.14% 和 31.77%，EPS 分别为 0.75 元和 0.99 元。从概念上来看，公司是国内唯一能够同时在“云计算”和“IPv6”领域推出商用产品的公司，是较为稀缺的可以给予高估值的标的；从国外同业的估值情况来看，那些处于成长中的网络设备以及服务公司都获得了较高的估值溢价，例如 Juniper 以及 Aruba 对应 2012 年的估值都在 25 倍以上，而苹果和 IBM 等的估值仅在 10 倍左右。我们认为公司目前的估值不高，合理的估值应该在 25~30 倍之间。我们给予公司买入-B 的评级，目标价位在 21.5 元。

表六 主要财务指标预测值

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	1,997.21	2,644.27	3,250.26	4,148.25	5,287.59
增速	15.80%	32.40%	22.92%	27.63%	27.47%
净利润（百万元）	138.60	178.67	262.89	346.40	470.30
增速	30.43%	28.91%	47.14%	31.77%	35.77%
毛利率	41.69%	42.17%	44.50%	44.30%	44.14%
销售费用率	18.78%	18.54%	18.50%	18.00%	17.50%
管理费用率	15.52%	15.21%	15.20%	15.00%	15.00%
财务费用率	-0.12%	-0.52%	-0.51%	-0.51%	-0.54%
净利率	6.94%	6.76%	8.09%	8.35%	8.89%
ROE	11.36%	13.88%	17.16%	18.61%	19.73%
EPS（元）	0.39	0.51	0.75	0.99	1.34

数据来源：Wind，安信证券研究中心

4. 主要风险点

4.1. 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，市场竞争增强。

4.2. 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。

财务报表预测和估值数据汇总

					单位	百万元	模型更新时间								
					财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E					
利润表					2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,997.2	2,644.3	3,250.3	4,148.3	5,287.6	营业收入增长率	15.8%	32.4%	22.9%	27.6%	27.5%				
减: 营业成本	1,164.7	1,529.1	1,803.9	2,310.5	2,953.6	营业利润增长率	9.6%	53.8%	54.5%	34.0%	32.0%				
营业税费	6.6	21.5	26.5	33.8	43.0	净利润增长率	30.4%	28.9%	47.1%	31.8%	35.8%				
销售费用	375.0	490.2	601.3	746.7	925.3	EBITDA 增长率	-0.8%	42.1%	58.3%	33.1%	30.3%				
管理费用	310.0	402.3	494.0	622.2	793.1	EBIT 增长率	-2.5%	46.5%	56.7%	34.4%	31.9%				
财务费用	-2.3	-13.7	-16.7	-21.2	-28.7	NOPLAT 增长率	8.8%	32.0%	49.2%	31.4%	29.6%				
资产减值损失	2.8	6.8	8.2	9.8	11.8	投资资本增长率	103.0%	24.4%	18.5%	7.2%	3.9%				
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	202.5%	12.4%	19.1%	21.0%	22.5%				
投资和汇兑收益	-0.3	7.6	-	-	-										
营业利润	140.2	215.6	333.1	446.4	589.5	利润率									
加: 营业外净收支	88.9	81.4	104.0	127.3	155.3	毛利率	41.7%	42.2%	44.5%	44.3%	44.1%				
利润总额	229.1	297.0	437.1	573.8	744.8	营业利润率	7.0%	8.2%	10.2%	10.8%	11.1%				
减: 所得税	34.6	29.7	43.7	57.4	74.5	净利润率	6.9%	6.8%	8.1%	8.4%	8.9%				
净利润	138.6	178.7	262.9	346.4	470.3	EBITDA/营业收入	7.9%	8.4%	10.9%	11.3%	11.6%				
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	6.9%	7.6%	9.7%	10.3%	10.6%				
货币资金	1,250.8	1,300.0	1,552.1	1,983.6	2,572.4	运营效率									
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	21	18	17	16	13				
应收帐款	492.1	595.5	812.1	1,036.5	1,182.1	流动营业资本周转天数	40	51	56	53	45				
应收票据	4.3	58.3	8.9	11.4	14.5	流动资产周转天数	296	321	311	301	293				
预付帐款	28.3	44.6	44.6	44.6	44.6	应收帐款周转天数	78	74	77	79	74				
存货	445.9	490.2	685.0	752.0	961.3	存货周转天数	66	64	66	63	59				
其他流动资产	4.8	8.1	8.1	8.1	8.1	总资产周转天数	334	359	342	324	312				
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	75	85	84	74	61				
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率									
长期股权投资	42.6	19.7	25.0	30.0	30.0	ROE	11.4%	13.9%	17.2%	18.6%	19.7%				
投资性房地产	-	9.3	-	-	-	ROA	7.9%	9.5%	11.7%	12.6%	13.3%				
固定资产	127.3	132.9	181.6	197.1	198.0	ROIC	70.1%	45.6%	54.7%	60.6%	73.3%				
在建工程	55.9	97.1	36.6	26.0	22.8	费用率									
无形资产	5.4	5.7	6.5	7.3	8.0	销售费用率	18.8%	18.5%	18.5%	18.0%	17.5%				
其他非流动资产	9.0	17.8	9.0	9.5	11.0	管理费用率	15.5%	15.2%	15.2%	15.0%	15.0%				
资产总额	2,466.4	2,806.4	3,369.4	4,106.0	5,052.7	财务费用率	-0.1%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%				
短期债务	90.0	82.3	80.0	87.7	84.0	三费/营业收入	34.2%	33.2%	33.2%	32.5%	32.0%				
应付帐款	347.1	365.8	543.6	696.3	890.1	偿债能力									
应付票据	121.3	162.2	222.4	284.9	364.1	资产负债率	30.6%	31.4%	32.0%	32.4%	32.8%				
其他流动负债	180.2	243.9	203.3	233.3	283.3	负债权益比	44.0%	45.7%	47.0%	48.0%	48.7%				
长期借款	7.4	-	2.0	4.0	8.0	流动比率	3.01	2.92	2.96	2.95	2.95				
其他非流动负债	7.8	26.4	25.2	25.2	25.2	速动比率	2.40	2.34	2.30	2.36	2.35				
负债总额	753.9	880.8	1,076.7	1,331.5	1,654.9	利息保障倍数	58.97	14.75	19.00	20.08	19.50				
少数股东权益	151.8	203.7	334.2	504.2	704.2	分红指标									
股本	175.5	351.1	351.1	351.1	351.1	DPS(元)	-	0.05	0.07	0.10	0.13				
留存收益	1,385.1	1,371.0	1,607.6	1,919.3	2,342.6	分红比率	0.0%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%				
股东权益	1,712.4	1,925.6	2,292.8	2,774.5	3,397.8	股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%				
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E				
净利润	194.5	267.4	262.9	346.4	470.3	EPS(元)	0.39	0.51	0.75	0.99	1.34				
加: 折旧和摊销	20.4	24.2	37.1	45.3	52.6	BVPS(元)	4.45	4.90	5.58	6.47	7.67				
资产减值准备	2.8	6.8	8.2	9.8	11.8	PE(X)	46.7	36.2	24.6	18.7	13.8				
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	3.8	3.3	2.8	2.4				
财务费用	5.5	5.2	-16.7	-21.2	-28.7	P/FCF	-54.2	230.9	48.0	21.8	14.8				
投资收益	0.3	-7.6	-	-	-	P/S	3.2	2.4	2.0	1.6	1.2				
少数股东损益	55.9	88.7	130.5	170.0	200.0	EV/EBITDA	40.7	16.0	15.1	10.8	7.6				
营运资金的变动	-215.8	-102.0	-165.4	-59.3	-44.6	CAGR(%)	38.5%	35.8%							
经营活动产生现金流量	21.8	180.1	256.6	491.1	661.3	PEG	1.2	1.0							
投资活动产生现金流量	-85.4	-60.0	-31.3	-56.0	-51.0	ROIC/WACC	7.1	4.6	5.5	6.1	7.4				
融资活动产生现金流量	971.0	-73.6	-10.0	-3.8	-17.9	REP	1.6	1.1	1.2	0.9	0.7				

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

王学恒，通信、互联网行业分析师，谢菲尔德大学 MBA，早年曾服务于华为技术有限公司，上海贝尔阿尔卡特，后联合创立了百纳电信咨询、亚华科技，在通信业务咨询、互联网运营领域积累了丰富的产业经验，2010年7月加盟安信证券。

分析师声明

王学恒声明，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

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@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