

星网锐捷 (002396.SZ)

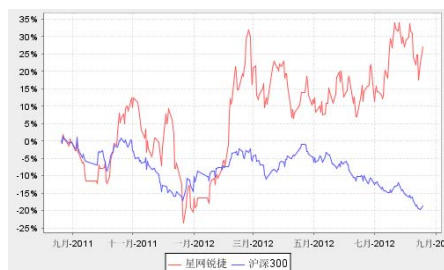
快速响应行业发展变化的新晋崛起者

评级: 买入 **前次:**
目标价 (元): 21.90-21.90
 分析师 联系人
 刘江啸 杨红
 S0740510120006
 021-20315167 021-20315209
 liujx@r.qlzq.com.cn yanghong@r.qlzq.com.cn
 2012年9月5日

基本状况

总股本(百万股)	351.06
流通股本(百万股)	243.21
市价(元)	17.80
市值(百万元)	6248.87
流通市值(百万元)	4329.06

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	1,997.2	2,644.2	3,390.3	4,391.9	5,601.4
营业收入增速	15.80%	32.40%	28.21%	29.54%	27.54%
净利润增长率	30.43%	28.91%	43.95%	27.84%	19.74%
摊薄每股收益 (元)	0.79	0.51	0.73	0.94	1.12
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	53.46	25.76	23.86	18.66	15.59
PEG	1.76	0.89	0.54	0.67	0.79
每股净资产 (元)	8.89	4.90	5.34	6.27	7.40
每股现金流量	0.12	0.51	0.38	0.71	0.89
净资产收益率	8.88%	10.38%	13.73%	14.93%	15.16%
市净率	4.75	2.67	3.27	2.79	2.36
总股本 (百万股)	175.53	351.06	351.06	351.06	351.06

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 企业级网络设备国内厂商的龙头企业:** 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, 目前在金融行业的主流设备厂商中以 7%的市场份额位列第四; 在教育领域, 公司以大约 30%的市场占有率位列教育行业第一品牌。公司凭借在金融行业和教育领域的优势地位, 逐步向政府、医疗和中小企业复制和推广其渠道模式。
- 随着互联网的迅速发展, IPv4 定义的有限地址空间将被耗尽, 地址空间的不足必将影响互联网的进一步发展。为了扩大地址空间, 拟通过 IPv6 重新定义地址空间。IPv6 是下一版本的互联网协议, 大大地扩大了地址空间, 恢复了原来因地址受限而失去的端到端连接功能, 为互联网的普及与深化发展提供了基本条件。
- 作为 IPV6 的纯正标的, 率先受益行业技术革新带来的需求增长。** 在由 IPv4 升级到 IPv6 过程中, 要求路由器、交换机、家庭网关都必须支持 IPv6 协议。工信部预计在以 IPv6 为基础的下一代互联网支持下, 到 2015 年我国物联网产业规模将突破 5000 亿元。在企业级网络设备业务领域, 公司自主研发的高端交换机性能指标已达到国际先进水平, 并成为教育和金融行业位居前列的网络设备厂商和解决方案提供商。
- 公司快速响应 IPV6 发展的节奏并且跟上 IPV6 前进的步伐, 推出高效支持 IPV6 技术的系列化路由器、以太网交换机产品。** 特别在 IPV6 安全性、移动性方面做了重点的产品与技术融合, 在全系列通信产品中全面推行 IPV6 战略, 如物联网、NGN、三网融合等, 以全面满足 CNGI 及 IPV6 应用要求。同时切入多个细分领域, 并且获得了一定的经营业绩。
- 瘦客户机的龙头, 迎来云终端市场的爆发。** “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。据美国国际数据公司预测，到 2012 年全球云计算服务市场规模将达到约 420 亿美元。公司在瘦客户机市场中以 31.2% 的市场占有率位列第一位，有着完整的产品线和遍布下游各行业的众多客户，并通过与全球虚拟化和云基础架构领导厂商 VMware 公司进行战略合作推出虚拟化的解决方案，将引领桌面虚拟化潮流，成为业内领先的解决方案提供商。

- **公司顺利切入多个细分领域，已有所斩获。**公司在多媒体视频点播业务市场开拓卓有成效，扩大了在行业内的领先地位；公司持续在 EPOS、DMB、GPS、以及视频监控等多个细分领域努力开拓，并取得了一定的经营业绩。其中募集资金投资项目固网支付终端和系统产业化项目、DMB 联网信息发布系统及其终端产品研发与生产项目，已经开始产生效益。
- **业绩预测与估值定价：**我们根据公司现有业务发展动态以及对公司产品未来可能的增长预期，预测公司 2012-2014 年销售收入或将分别为 33.90 亿元、43.91 亿元和 56.01 亿元，对应每股收益分别为 0.73 元、0.94 元、1.12 元，对应的 PE 分别为 22.5 倍、17.5 倍和 14.7 倍。基于行业的高景气 and 预期公司的高成长，我们给予公司的目标价 21.9 元，对应 2013 年 23 倍的 PE，首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**经济不景气导致的企业 IT 开支不足，行业竞争加剧。

内容目录

I IPv6 启动规模商用，市场容量巨大	- 5 -
IPv4 地址资源受限，发展 IPv6 刻不容缓	- 5 -
三大运营商均已成功布局 IPv6	- 6 -
IPv6 发展前景	- 7 -
IPv6 发展带动物联网与云计算工程强强联合	- 8 -
物联网应用规模启动，下一个万亿级的产业	- 8 -
云计算时代兴起，瘦客户终端需求爆发	- 9 -
快速响应行业变化，市场定位战略清晰	- 11 -
公司概况与整体架构	- 12 -
差异化的市场策略	- 13 -
差异化的市场定位	- 13 -
差异化的渠道转型	- 14 -
不仅仅是设备商，更是“产品+服务”一体化的行业解决方案提供商，战略转型成效明显	- 15 -
网络设备市场概况	- 15 -
公司作为硬件设备厂商率先受益	- 17 -
信息技术不断升级，网络设备行业景气度持续提升	- 17 -
瘦客户机市场需求增势迅猛	- 19 -
成功切入多个细分领域，已进入收获期	- 20 -
公司经营稳健，费用控制合理	- 21 -
公司既往经营业绩保持稳定增长	- 21 -
高毛利率有望继续延续	- 22 -
盈利预测与股票估值	- 23 -
盈利预测假设	- 23 -
股票估值	- 24 -
风险提示	- 25 -
经济不景气导致的企业 IT 开支不足	- 25 -
行业竞争加剧的风险	- 25 -

图表目录

图表 1: IPv4 和 IPv6 比较	- 5 -
图表 2: IPv4 与 IPv6 各协议层结构	- 6 -
图表 3: IPv4 向 IPv6 过渡的策略	- 6 -
图表 4: 中国 IPv6 商用步骤	- 7 -
图表 5: 物联网的城市建设	- 9 -
图表 6: 物联网的应用终端	- 9 -
图表 7: 云计算时代的虚拟化进程	- 10 -
图表 8: 云计算融合的架构进程	- 10 -

图表 9: 云终端的瘦客户机终端	- 11 -
图表 10: 公司整体架构.....	- 12 -
图表 11: 公司销售模式由直销为主转变为渠道为主.....	- 14 -
图表 12: 网络设备市场的行业结构图	- 15 -
图表 13: 星网为金融行业量身打造的行业解决方案.....	- 16 -
图表 14: 国内金融行业市场份额分布	- 16 -
图表 15: 中国网络设备市场规模预测	- 18 -
图表 16: 中国网络设备市场厂商份额	- 18 -
图表 17: 中国电信级与企业级市场占比	- 19 -
图表 18: 中国企业级网络设备市场份额	- 19 -
图表 19: 瘦客户机市场规模预测	- 20 -
图表 20: 瘦客户机竞争格局	- 20 -
图表 21: 公司多个领域的细分产品营收状况	- 21 -
图表 22: 公司业务结构占比	- 21 -
图表 23: 公司营业收入近五年复合增速 21%.....	- 22 -
图表 24: 公司净利润近五年复合增速 32%.....	- 22 -
图表 25: 公司各产品毛利率情况	- 22 -
图表 26: 公司费用率表现良好.....	- 22 -
图表 27: 分项产品预测.....	- 23 -
图表 28: 盈利预测简要结果	- 24 -
图表 29: 同类公司相对估值比较	- 24 -

I IPV6 启动规模商用，市场容量巨大

IPV4 地址资源受限，发展 IPV6 刻不容缓

- 目前全球因特网所采用的协议族是TCP/IP协议族。IP是TCP/IP协议族中网络层的协议，是TCP/IP协议族的核心协议。目前IP协议的版本号是4（简称为IPv4），发展至今已经使用了30多年。IPv4的地址位数为32位，也就是最多有 2^{32} 次方的电脑可以联到Internet上。
- 随着互联网的快速发展，IP地址的需求量也呈现爆炸性增长。它的最大问题是网络地址资源有限，全球基于IPv4协议的网络地址有43亿个，中国仅拥有约3.32亿（不含港澳台地区），已不能满足5亿网民的需要，地址需求不足严重制约了中国互联网的应用和发展，中国需尽快制定下一代互联网基础路线和发展计划。
- IPv6是下一版本的互联网协议，它的提出最初是因为随着互联网的迅速发展，IPv4定义的有限地址空间将被耗尽，地址空间的不足必将影响互联网的进一步发展。为了扩大地址空间，拟通过IPv6重新定义地址空间。单从数量级上来说，IPv6所拥有的地址容量是IPv4的约 8×10^{28} 倍，达到 2^{128} 个。这不但解决了网络地址资源数量的问题，同时也为除电脑外的设备连入互联网在数量限制上扫清了障碍。
- IPv6的优势能够对上述挑战直接或间接地作出贡献。其中最突出的是IPv6大大地扩大了地址空间，恢复了原来因地址受限而失去的端到端连接功能，为互联网的普及与深化发展提供了基本条件。当然，IPv6并非十全十美，不可能解决所有问题，它只能在发展中不断完善，在不久的将来取代目前被广泛使用的IPv4，尽管过渡需要时间和成本，但从长远看，IPv6有利于互联网的持续和长久发展。

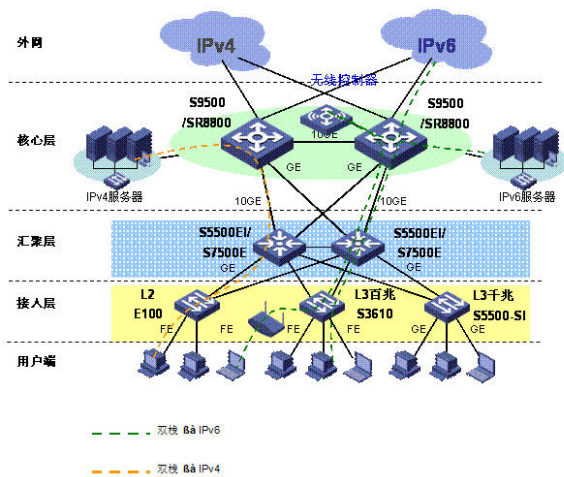
图表 1: IPV4 和 IPV6 比较

IPV4和IPV6的比较	
更大的地址空间	IPv4中规定IP地址长度为32，即有 $2^{32}-1$ 个地址；IPv6中IP地址的长度为128，即有 $2^{128}-1$ 个地址
更小的路由表	IPv6的地址分配一开始就遵循聚类(Aggregation)的原则，这使得路由器能在路由表中用一条记录(Entry)表示一片子网，大大减小了路由器中路由表的长度，提高了路由器转发数据包的速度。
增强的组播(Multicast)支持以及对流的支持(Flow-control)	这使得网络上的多媒体应用有了长足发展的机会，为服务质量(QoS)控制提供了良好的网络平台。
加入了对自动配置(Auto-configuration)的支持	这是对DHCP协议的改进和扩展，使得网络(尤其是局域网)的管理更加方便和快捷
更高的安全性	在使用IPv6网络中用户可以对网络层的数据进行加密并对IP报文进行校验，这极大的增强了网络安全。
允许扩充	如果新的技术或应用需要时，IPv6允许协议进行扩充。
更好的头部格式	IPv6使用新的头部格式，其选项与基本头部分开，如果需要，可将选项插入到基本头部与上层数据之间。
新的选项	IPv6有一些新的选项来实现附加的功能

来源：齐鲁证券研究所

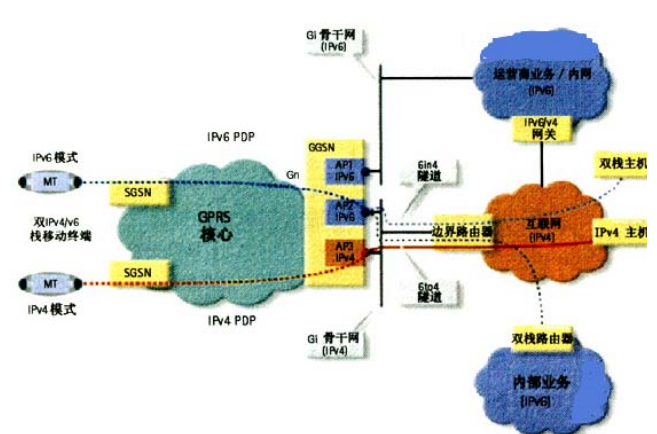
- IPv6是发展和应用下一代互联网的基础核心协议，更是发展未来物联网的重要前提。IP协议在实际应用中对应硬件为路由器、交换机、家庭网关和机顶盒，在由IPv4升级到IPv6过程中，要求路由器、交换机、家庭网关都必须支持IPv6协议。
- 2012年成为我国IPv6商用试点及产业化元年，国务院在今年7月发布的《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》中显示，我国将加快部署下一代互联网并开展IPv6商用试点，到“十二五”末，IPv6实现规模商用。意见还提出，重点研发下一代互联网关键芯片、设备、软件和系统，推动产业化步伐。加快未来网络体系架构关键理论和核心技术的研发，加强战略布局，建设面向未来互联网创新发展的示范平台。

图表 2: IPv4 与 IPv6 各协议层结构



来源：互联网，齐鲁证券研究所

图表 3: IPv4 向 IPv6 过渡的策略

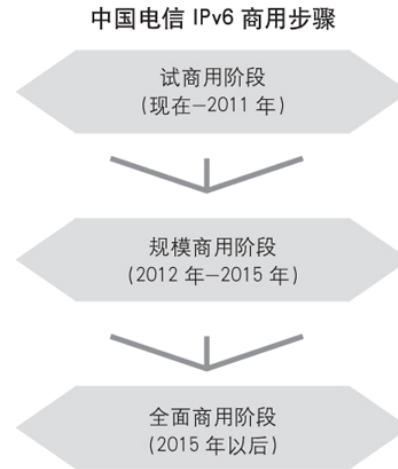


来源：互联网，齐鲁证券研究所

三大运营商已成功布局 IPv6

- 运营商被认为是推动IPv6规模商用的主要力量：
 - 中国电信今年将在湖南长沙、江苏无锡等地试点的基础上，增加新的省市启动互联网基础设施改造，目标发展300万用户。
 - 中国联通则计划投入8亿元资金，在终端、接入网、城域网、核心网、业务平台和行业应用等多个层面，进行下一代互联网产业的全面推进，在2013年底实现不少于300万IPv6宽带接入用户。
 - 中国移动计划5年内实现IPv6的全面应用。今明两年属于规模试验阶段，启动约10个省份的网络改造，推出多款LTEIPv6终端，改造4个业务基地和10余个自有业务平台，发展300万IPv6用户。

图表 4: 中国 IPv6 商用步骤



来源：互联网，齐鲁证券研究所

- 基于IPv6的下一代互联网是宽带互联网、3G、三网融合、大客户专网等业务的融合承载平台，其网络结构和实现技术将直接影响传统互联网业务的可持续发展和未来新业务的拓展。
- 自 2012 年 6 月 6 日“世界 IPv6 启动日”之后，全球 IPv6 服务部署工作正式展开。美国主要商业网站和受财政支持的 1 万多个政府网站都将支持 IPv6，而欧洲、日本、韩国等也都转向 IPv4 到 IPv6 的过渡工作。在我国政府和互联网行业的共同推动下，中国也步入 IPv6 应用实施的快车道。
- 我国政府已明确 IPv6 发展时间表和路线图。2012 年 3 月，国家有关部门研究制定并发布了《关于下一代互联网“十二五”发展建议的意见》，进一步明确了“十二五”期间，我国 IPv6 发展的重点目标和任务。
- 综合去年年底至今以来国内密集的政策支持，业内已将今年定义为 IPv6 启动元年；在包含硬件、软件及服务、应用等主要环节在内的 IPv6 产业链上，受益最早的当属硬件设备这一环。

IPv6 发展前景

- 在以 IPv6 为基本核心技术的下一代网络上可以实现现有 IPv4 网络所提供的全部通信业务，更重要的是，IPv6 所提供的巨大的地址空间以及所具有的诸多优势和功能，使其成为构筑移动互联网络的重要基础，并使提供语音、数据、视频融合的高品质、多样化通信服务的移动互联网络的实现成为可能。IPv6 通过自动识别机能、无限大的住址、网络安全设置，能对每个终端（包括无线终端）、每个家电、每个生产流程、每个感应器，都进行 IP 全球化管理，宣告了信息化新时代的到来。
- 同时，实行 IPv6 协议可以从根本上优化路由器传输效率，使得目前的各种宽带传输技术迈上一个新的台阶。网络速度问题的困扰将得到彻底解决，人们可以享受超高速网络所带来的欢乐。

- IPv6 协议的设计目的在于解决现有 IPv4 版本所具有的各种问题，包括地址数量限制、安全性、自动配置、移动性、可扩展性等方面，因此 IPv6 为各种价值应用构想提供了强大的技术支持，尤其对视频、语音、移动、安全等业务的发展有极大的促进作用。随着 IPv6 应用探索的进一步深入，IPv6 在网络通信行业以及人们日常生活中具有广阔的应用前景。
- IPv6 技术及其强大的应用前景，为我国信息产业的腾飞带来机遇，目前已开始实施 CNGI（中国下一代互联网）工程。随着 IPv6 产业化进程的加速，IPv6 必将成为互联网产业下一个增长点，其在 2008 北京“数字奥运”和 2010 年上海世博会中提供了强大的技术支持，并将会在教育、政府、保险、金融、证券、航空、医疗、军队等各个行业 and 部门中具有非常广阔的市场和应用前景。

IPv6 发展带动物联网与云计算工程强强联合

- 在 IPv6 的发展下，也带动了物联网和云计算的蓬勃发展。物联网和云计算在内的新一代信息技术产业具有资源消耗少、环境影响小、知识密集、市场需求巨大、拉动作用突出、应用广泛等特点，有利于我国加快转变经济发展方式、提高经济发展质量、推进经济社会信息化、实现可持续发展。通过在企业开始使用云计算的服务统计，降低的能源消耗超过 30%。
- 云计算是通过将计算和数据部署在大量分布式计算机上。物联网是具备一定感知能力和计算能力的物与物之间连接所形成的网络，对于经济和产业具有巨大的拉动作用。

物联网应用规模启动，下一个万亿级的产业

- 近年来“物联网”发展迅猛，特别是从去年年底、今年年初开始，自工信部出台《物联网“十二五”发展规划》后，已经渐渐步入正轨。《物联网“十二五”发展规划》确立了未来五年内物联网产业的快速发展，感知制造业成为《规划》重点扶持和推进的方向。工信部预测至 2015 年，物联网产业规模将达 5000 亿以上，年均增长率为 11% 左右。物联网被称为继计算机、互联网之后世界信息产业发展的第三次浪潮。
- 虽然我国物联网产业尚处于初创阶段，标准、技术、商业模式以及配套政策等还远没有成熟，但鉴于其广阔的应用前景，我们认为物联网将是下一个万亿级的产业。未来 3 年内中国物联网产业将在智能电网、智能家居、数字城市、智能医疗、车用传感器等领域率先普及，业内专家预计将实现约 3 万亿的总产值。如今发展物联网已提到国家的战略高度，它不但是信息技术发展到一定阶段的升级需要，同时也是实现国家产业结构调整、推动产业转型升级的一次重要契机。

图表 5: 物联网的城市建设



来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 物联网的应用终端



来源: 齐鲁证券研究所

- 物联网作为十二五国家重点专项规划，在中央政府的大力提倡下，各地方政府均把推动物联网产业发展作为十二五期间的重要工作。我国专拨6亿专项资金来着力突破制约物联网发展的关键核心技术。住建部将尽快在电子政务、数字城管、建筑节能、城市一卡通等领域推动物联网产业和应用的落地和发展，重点促进城市一卡通的互联互通，使其应用城市达到60个。
- 据赛迪预测，至2015年中国物联网整体市场规模将达到7500亿元，年复合增长率超过30%。IP化是物联网通信技术的重要演进方向，星网锐捷在交换机、路由器方面的技术积累，在IP方面的技术优势有助于公司快速切入到相关的新兴应用领域。公司的物联网战略将以行业聚焦为核心，在基础网络支撑及相关行业，包括智能交通、移动支付和视频监控与报警等，提出适应客户需求的、具有自身特色的解决方案。

云计算时代兴起，瘦客户终端需求爆发

- 云计算基础设施的关键技术包括服务器、网络、存储和数据中心的其他相关技术。近几年服务器、存储等部分都取得了很多的改进，比如服务器计算到虚拟计算，虚拟存储的演进等。

图表 7: 云计算时代的虚拟化进程

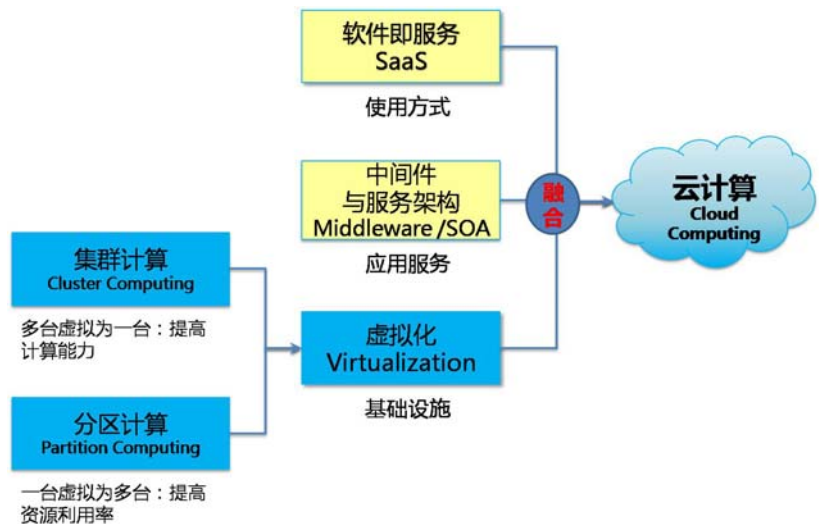
虚拟化为进入 IT 新时代铺平了道路



来源：齐鲁证券研究所

- 云抽象化的可以看做一个庞大的网络系统，在云内包含上千甚至是上万台服务器，而虚拟化技术的普遍应用使得实际网络节点的数量更加的巨大，所以用于连接云数据中心内部和云数据中心间网络成为实现计算和存储能力的关键环节。因为企业在迈进云计算的过程中，选择服务器虚拟化以提升效率、解放CPU，释放各种计算资源，除了在CPU和芯片组提高虚拟机的运行效率，同时通过解决整体基础架构的连接性问题，来处理虚拟机间的通信，这也正是数据中心网络的价值所在。美国国际数据公司预测，到2012年全球云计算服务市场规模将达到约420亿美元。

图表 8: 云计算融合的架构进程



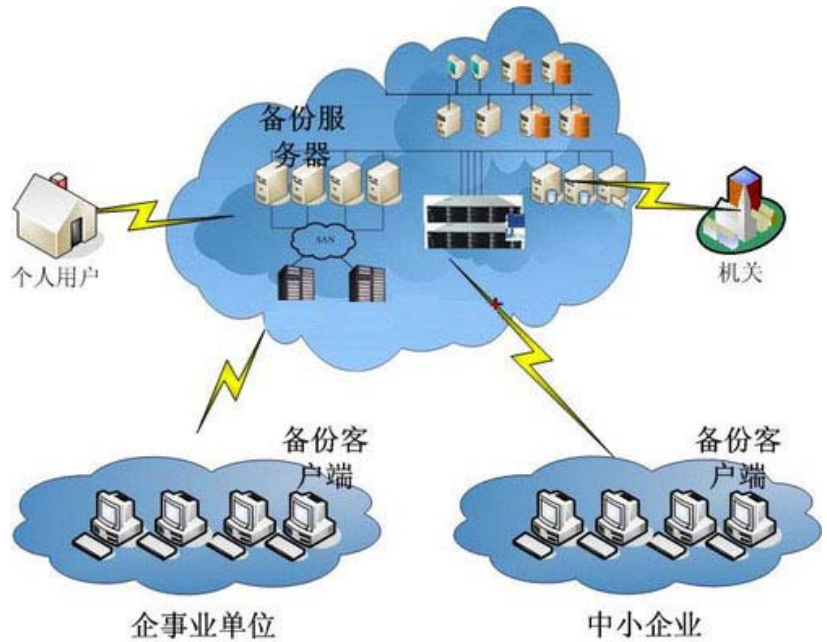
来源：齐鲁证券研究所

- 根据最近IDC发布的中国云计算市场的研究报告显示，2011年中国用户为建设云计算基础架构的投资已经达到2.86亿美元，同比增长42.0%。IDC预计，中国云计算基础架构市场还将保持高速发展，到2016年其规

模将超过10亿美元。最终用户在对私有云计算基础架构的建设方面发展迅速。越来越多的大中型企业正在建设或考虑建设私有云计算平台，从而提高IT基础架构的效率，以更好的支持业务发展。云计算基础架构已成为中国大中型企业下一代数据中心（NGDC）建设的主要目标。

- 在云计算领域，业内公认为其将在2-5年内成为市场主流，全球主要的IT厂商都提供了各自的云计算方案。中国政府也极其重视云计算所带来的机会，2010年10月国务院出台的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》及工信部与国家发改委联合印发《关于做好云计算服务创新发展试点示范工作的通知》等均表明了国家层面对云计算产业发展的支持。
- 瘦终端的商业模式基于这样一个逻辑：随着云时代的到来，传统PC的存储功能和部分计算能力都放到了云侧，云变得越来越强大，越来越厚；相应的PC就变得越来越薄，包括硬盘、风扇、光驱以及其他的边缘模块都可以去除，这样不仅可以降低成本，还能降低功耗。

图表 9：云终端的瘦客户机终端



来源：齐鲁证券研究所

- “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及各企业对TCO和安全性的重视，云终端行业面临着高速成长的机会。专业咨询公司Forrester Research预测，全球云计算相关的市场规模仅公有云（Public Cloud Market）就将会从2011年的255亿美元增长到2020年的1593亿美元，CAGR高达20%。

快速响应行业变化，市场定位战略清晰

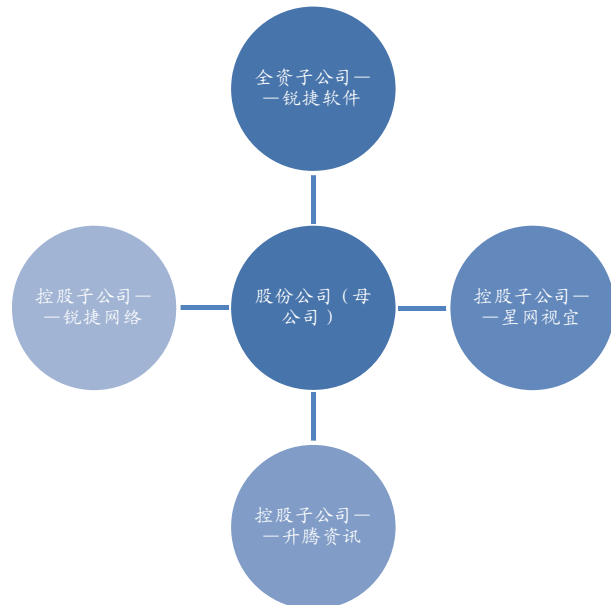
- 公司快速响应 IPv6 发展的节奏并且跟上 IPV6 前进的步伐，推出高效支持 IPv6 技术的系列化路由器、以太网交换机产品。特别在 IPv6 安全性、

移动性方面做了重点的产品与技术融合，在全系列通信产品中全面推行 IPv6 战略，如物联网、NGN、三网融合等，以全面满足 CNGI 及 IPv6 应用要求。同时切入多个细分领域，并且获得了一定的经营业绩。

公司概况与整体架构

- 公司以网络、通讯技术为依托，在行业应用市场这一专业领域，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，在公司经营战略层面又统一规划，逐步建立一体化经营的业务架构。
 - 母公司从事通讯产品线的业务经营，并着力拓展与运营商市场相关的新兴业务与产品，目前基于电信网络的固网支付终端（ePOS）和联网信息发布系统（DMB）经过2-3年的培育和试推广，已经呈现出良好的增长态势。
 - 全资子公司——星网锐捷软件，从事与公司主要产品相关的嵌入式软件、行业应用软件的研发与销售；同时通过星网锐捷软件，以自主研发，收购成熟团队、成熟业务等方式开拓新兴市场。
 - 控股子公司——锐捷网络专注于企业级网络设备以及网络解决方案业务，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——升腾资讯专注于网络终端业务，是中国市场占有率第一的网络终端设备厂商。
 - 控股子公司——星网视易主营业务是视频通讯产品、互联网接入设备、网络及通讯设备、电子计算机及外部设备的开发、销售。

图表 10：公司整体架构



来源：公司资料，齐鲁证券研究所

差异化的市场策略

- 公司坚持走自主创新、创自有品牌的发展之路，并采取了低端切入、高端突破的市场策略：
 - 产品结构从以中低端产品为主向以中高端产品为主转变。目前公司在万兆、十万兆以太网交换机，Windows 终端、XPe 终端等高端产品领域的业务收入已成为相关产品线业务收入的主要组成部分。
 - 产品的自主研发从外围技术向核心技术渗透。经过多年持续的自主创新，公司在相关产品领域已经拥有了一大批国内领先的核心技术，其中十万兆IPv6 核心路由交换机、USB 映射技术、终端管理软件、外设共享服务器等核心技术已与国际同步甚至位居国际前列。
 - 销售模式从单纯的硬件销售向为客户提供整体解决方案转变。近年来，公司在经营中坚持贯彻“以硬件、软件、服务三位一体构筑公司的核心竞争力”的经营策略，通过为客户提供一揽子的整体解决方案，向行业纵深发展，既有效提高了主营业务的竞争壁垒，也有效提升了主营业务的利润率。
 - 公司原有的通讯产品包括无线固话终端（俗称无线通）和宽带接入终端设备（ADSL Modem），因国家发展光纤入户的战略，公司无线通和ADSL的市场需求锐减，公司通过在EPOS、DMB、GPS、以及视频监控等多个细分领域努力开拓，并取得一定的经营业绩。其中募集资金投资项目固网支付终端和系统产业化项目、DMB联网信息发布系统及其终端产品研发与生产项目，已经开始产生效益。
- 公司从单一卖产品向为客户提供整体解决方案转变，实际上客户购买的是带有行业应用程序的“行业解决方案”，而“行业解决方案”是否具有竞争力既要取决于所采用的全部设备组件的性能与价格，更要取决于方案中所嵌入的应用程序能否为使用者带来效益和效率。我们认为公司这种销售模式的转变不仅为单纯的设备硬件增加了高额的软件附加值，而且使客户对公司产品更有黏性。

差异化的市场定位

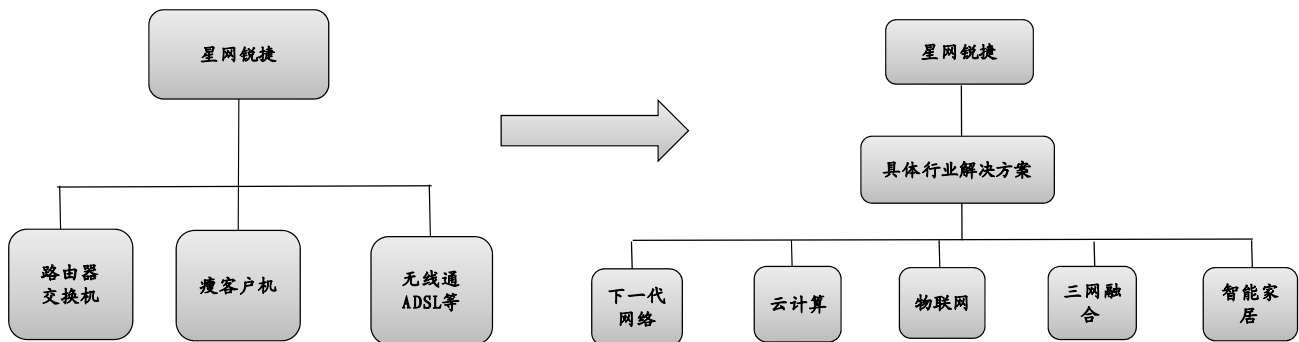
- 公司通过为客户量身打造定制化的解决方案，在金融行业和教育领域已经取得了相对领先优势，目前在金融行业的主流设备厂商中位列第四，在教育领域，公司以大约30%的市场占有率，位列教育行业第一品牌。公司凭借在金融行业和教育领域的优势地位，逐步向政府、医疗和中小企业复制和推广其渠道模式。
 - 公司通过深入地了解政务系统网络建设的特点，准确地把握政务系统网络建设的需求，合理的网络系统设计，有能力为政务行业的局域网建设提供高稳定、高可靠、全局安全的网络系统解决方案，同时，为政务系统未来多业务的融合奠定了坚实的网络传输平台。针对该行业市场，公司制定了“农村包围城市”的市场拓展策略，重点投入竞争对手力量投入相对薄弱的二级市场市场，建立行业品牌，逐步向中心城市渗透。

- 众多的金融网点是金融行业服务于终端客户的基础单元界面，金融行业要提高客户满意度应该从提升金融网点的服务能力着手。在这些行业解决方案的带动下，公司已经成为金融行业位列第四的主流设备厂商。
- 教育行业市场近年的主要市场份额结构大致为：星网锐捷30%、华三通信25%、思科20%，后二者是公司的主要竞争对手。其余部份的市场被神州数码、中兴通讯等公司所占有，他们是潜在的竞争对手。
- 网吧行业：目前该市场的特点是小、散、杂，今后网吧行业的政策导向是大力发展、规范管理。网吧行业设备市场目前被TP-Link、D-Link、华三通信、星网锐捷、侠诺、飞鱼星等品牌瓜分，在这些厂商中，只有星网锐捷和华三通信因为拥有提供整网解决方案的能力而占据了中高端市场，中低端市场则由其他品牌占据。
- 医疗行业的市场尚处于成长期，目前总体规模约3亿元，还比较小。市场份额的结构还不稳定，目前思科约占55%，华三通信约占30%，公司约占5%。未来伴随着医疗行业各种解决方案和数字化医疗设备的研发和推广，市场容量将进一步扩大。

差异化的渠道转型

- 公司的销售模式由直销为主转变为渠道为主——公司由原来的单一的产品销售到转变为向客户提供整体的行业解决方案的供应商。公司的高层领导团队对公司的管理体制有着清晰的经营战略，以其丰富的管理经验快速响应行业的发展变化和技术革新，将公司定位为企业网市场“产品+服务”一体化、定制化的行业解决方案提供商。星网锐捷以差异化、个性化的渠道战略同行业龙头华为、思科共同分享技术革新时代带来的盛宴。

图表 11：公司销售模式由直销为主转变为渠道为主



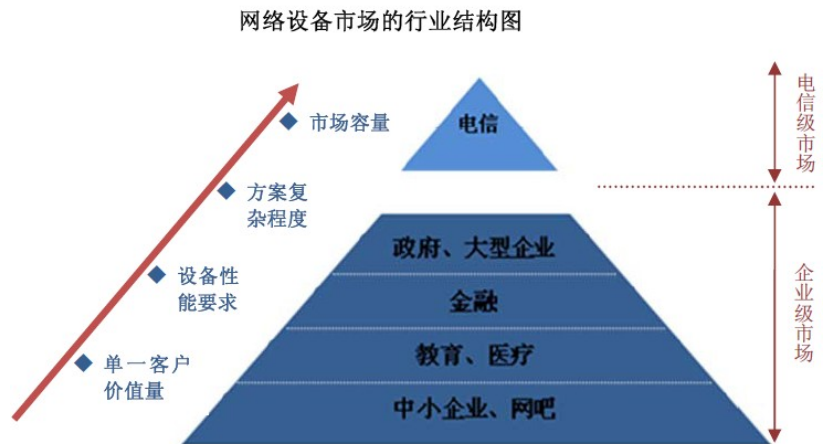
来源：齐鲁证券研究所

不仅仅是设备商，更是“产品+服务”一体化的行业解决方案提供商，战略转型成效明显

网络设备市场概况

- 按照行业惯常的划分，网络设备又可以分为电信级和企业级。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。

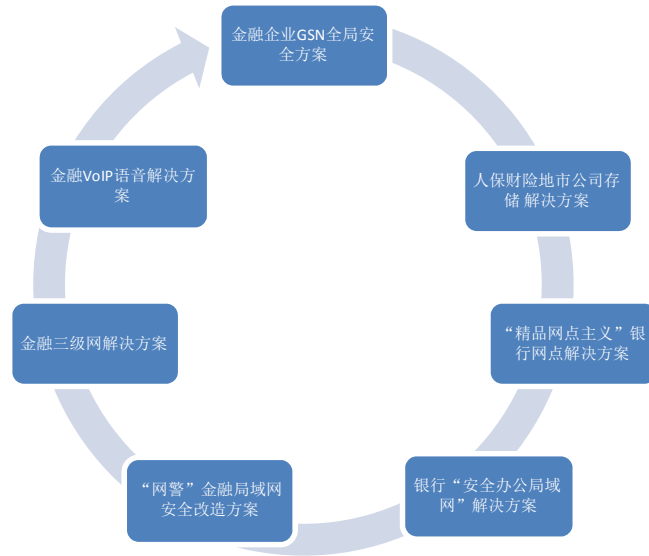
图表 12: 网络设备市场的行业结构图



来源：齐鲁证券研究所

- 网络设备市场存在明显的行业结构，每一个行业都形成了相对独立的细分市场，市场竞争格局各自不同。行业信息化建设需求较为突出的有六类行业用户：政府行业（包括大型企业）用户、金融行业用户、教育行业用户、医疗行业用户、网吧行业用户、中小企业用户。其中，政府行业、金融行业、教育行业的网络设备市场容量较大，市场成熟度较高。医疗行业、中小企业、网吧行业的网络设备市场正处于快速发展阶段。
- 政府行业（包括大型企业）：该行业市场的集中度较高，思科、华三通信（原华为3Com）是国内这一市场的主要供应商，思科主要占据国家部委市场，华三通信占据了绝大部分的政府行业市场，特别是中低端市场，包括一部分部委，大部分省级机关的局域网和广域网，绝大部分的地市级政府市场。其他网络设备厂商包括中兴通讯、神州数码以及星网锐捷，公司目前的市场份额都还比较小。
- 金融行业市场最为关注的是网络设备提供商能否提出创新的解决方案，协助自己提升行业竞争力，提高客户满意度。出于对设备系统性能稳定性的要求，金融行业市场倾向于采用成熟品牌的设备系统，品牌门槛相对较高。
- 为了满足这一行业应用需求，公司推出了专门面向银行、保险、证券、邮政等行业，融合了路由、交换、安全、语音技术为一体的多业务路由器等产品，其包含的异步口终端、网络终端、PC、视频监控等集数据安全、语音通信、业务定制、路由交换等应用都是针对金融行业客户量身定制的。公司针对金融行业还推出了一系列量身打造的行业解决方案。

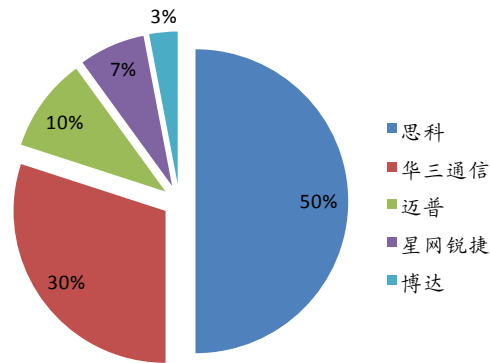
图表 13: 星网为金融行业量身打造的行业解决方案



来源：公司资料，齐鲁证券研究所

- 在这些行业解决方案的带动下，公司已经成为金融行业位列第四的主流设备厂商。

图表 14: 国内金融行业市场份额分布



来源：公司资料，齐鲁证券研究所

- 教育行业：受到国家对教育行业信息化政策的驱动，教育行业市场需求持续旺盛。按照出厂价格口径估算，教育行业的单纯网络设备市场容量达到了每年约8亿元人民币。公司以大约30%的市场占有率，位列教育行业第一品牌。
- 网吧行业：目前该市场的特点是小、散、杂，今后网吧行业的政策导向是大力发展、规范管理。行业将逐步向规模化、品牌化、连锁化、集团化的方向发展，同时乡镇网吧将得到较快发展。目前，公司网吧整体解决方案已成为文化部“示范性网吧”唯一指定品牌，并于2006年和2007年被《天下网吧》评选为“网络解决方案金奖”；针对网吧网络应用需求

推出的全千兆安全智能接入交换机被2008中国网吧产业创新发展论坛评为“2007年度网吧行业明星产品奖”。

- 医疗行业的市场尚处于成长期，目前总体规模约3亿元，还比较小。医疗行业由于其特殊性，对于医院的各种系统的稳定和可靠都有非常高的要求，在稳定可靠的基础上，以实用为先，应用各种网络技术，提高网络数据传输可靠性、安全性和高效率是目前医疗行业应用的发展趋势。未来伴随着医疗行业各种解决方案和数字化医疗设备的研发和推广，市场容量将进一步扩大。

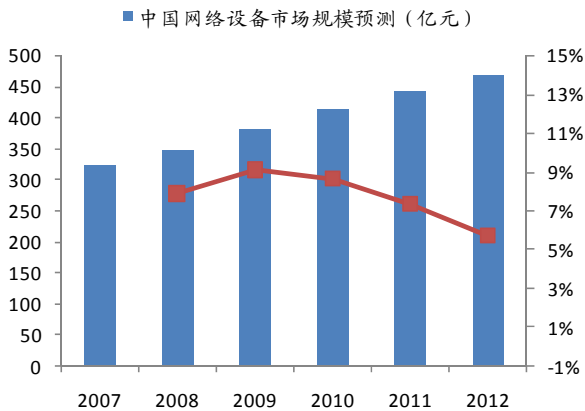
公司作为硬件设备厂商率先受益

- 相较IPv4，IPv6最大的优势在于IP地址极大被丰富；按照发改委在下一代互联网“十二五”规划中的表述，IPv4条件下可用于标识全球网络设备和终端设备的网络地址数量大约为40亿个，目前已基本分配殆尽；IPv6下地址空间是现有互联网的1029倍。IPv4时代下我国拥有的互联网地址仅3.32亿个，远不能满足快速增长的应用需求。
- 在下一代网络领域，今年国家发展改革委将组织实施下一代互联网技术研发，产业化及规模商用专项。这对下一代互联网和IPv6行业提供了更加广阔的市场空间，同时将带来互联网和移动互联的确定性高速增长。下一代网络的总体趋势是用全IP的方式实现更大规模的设备互联，在下一代网络中基于IP数据通信的重要性的规模和规模甚至超过传统的电信网络系统。同时云计算也对数据中心的建设提出了更高的要求，原本本地化部署的设备也将进一步集中，随着设备的积聚，设备之间的互联成几何级数增长，这也同时会带来交换机等网络设备需求的非线性增长。
- 在三网融合领域，随着国务院政策的明确落实与推进，不论是广电系统实施的双向化网络改造，还是电信运营商推行的十二五光纤宽带建设计划，都必将催生大量的网络基础设备需求。
 - 星网锐捷整合网络、通讯、终端三大优势，为三网融合的网络建设与改造提供从接入到终端的优秀解决方案。不仅能够提供面向十万兆平台设计的下一代高密度多业务IPv6核心路由由交换机产品，为三网融合提供全面的基础网络支撑，并形成了涵盖IPPBX、AG、IAD、家庭网关、网络话机的全系列NGN融合通信产品；同时，在数字标牌领域，已形成了拥有完全自主知识产权的、从解码终端到软件平台的综合解决方案。
- 企业级网络设备业务领域，星网锐捷自主研发的高端交换机性能指标已达到国际先进水平，并成为教育和金融行业位居前列的网络设备厂商和解决方案提供商。依托突出的应用技术创新能力，公司自主研发的SAM网络用户计费解决方案和GSN全局安全网络解决方案已在国内率先实现大规模商用。

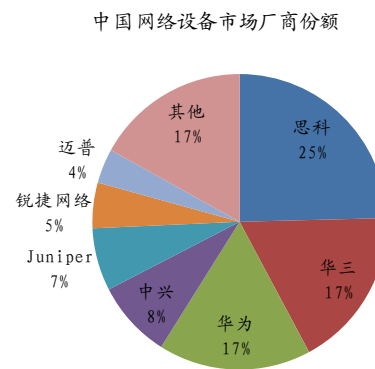
信息技术不断升级，网络设备行业景气度持续提升

- 近几年我国网络设备行业发展迅速，受益于网络设备行业生产技术不断提高以及下游市场不断扩大，网络设备行业在国内市场上发展形势十分良好。
- 随着我国政府和企事业单位在信息化建设与改造上的投入逐年增加，电

信运营商承载网的建设加快，网络设备市场呈现快速增长的局面，其前景蕴藏着巨大的发展潜力。虽然受国际金融危机的影响，全球网络设备市场都出现波动，但整体上仍处于稳步增长的状态。根据计世资讯数据表明，2011年中国网络设备采购达到428.4亿元人民币，比2010年增长6.1%。从市场份额角度来看，思科、H3C、华为、中兴名列前四位。

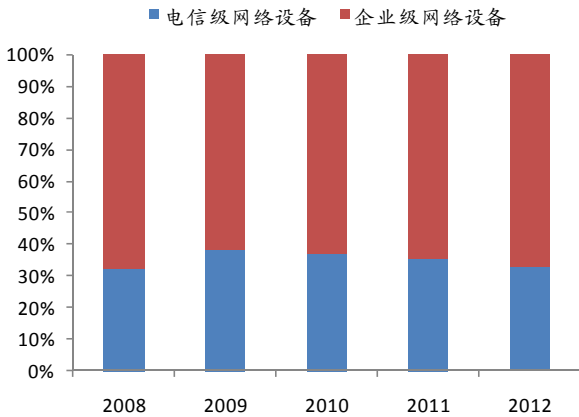
图表 15: 中国网络设备市场规模预测


来源：计世资讯，齐鲁证券研究所

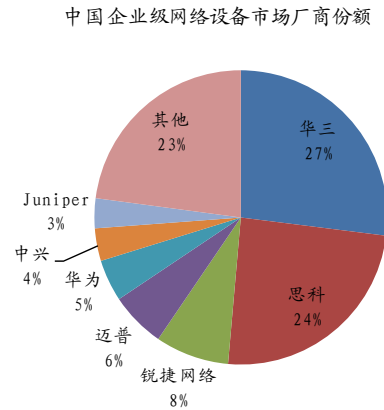
图表 16: 中国网络设备市场厂商份额


来源：计世资讯，齐鲁证券研究所

- 在中国网络设备市场（包括电信级与企业级设备）的竞争格局中，思科、华三、华为和中兴占据第一梯队的位置，无论是技术实力或品牌优势上都处于领先地位。
 - 单从电信级网络设备市场来看，思科、华三、华为、Juniper 和中兴行业第一阵营，星网锐捷、神码网络和迈普处于第二梯队，位于第一阵营的五大设备企业在产品线齐全、渠道的深度和广度上以及一体化的解决能力上都处于明显的领先地位。
 - 但从企业级网络设备市场来看，我们可以看到第二梯队的迅速崛起。星网锐捷的控股子公司锐捷网络以8%的份额排名行业第三。企业级网络市场的竞争格局与相对稳定的电信级市场的竞争格局不同，它显现出“小品种、多批次”订单的业务模式，针对不同企业个性化、专属化的需求提供定制化的服务。虽然面对的第一梯队都是具有国际竞争力的国内外顶尖设备厂商，但是在应对客户的响应能力、定制化能力以及专属化服务上，第一梯队的厂商在短时间内是无法具备的，因此我们认为在企业网络设备市场日益壮大的今天，第二梯队的设备提供商有足够的的能力分享到行业盛宴。

图表 17: 中国电信级与企业级市场占比


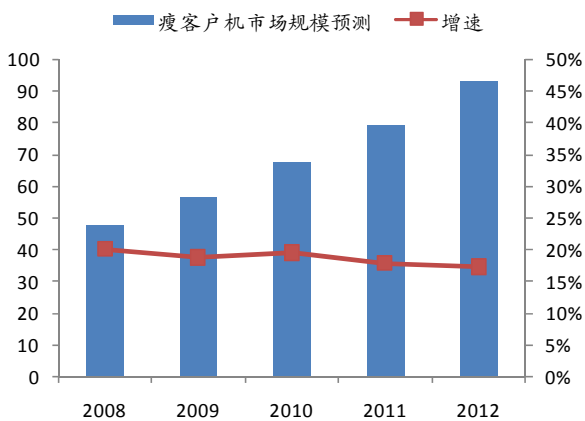
来源: 计世资讯, 齐鲁证券研究所

图表 18: 中国企业级网络设备市场份额


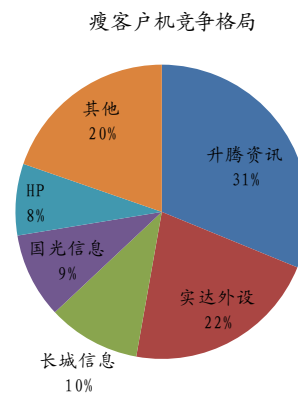
来源: 计世资讯, 齐鲁证券研究所

瘦客户机市场需求增势迅猛

- 所谓瘦客户机是指采用专用嵌入式处理器、精简版操作系统和本地闪存接口的, 基于PC 工业标准设计的小型专用商用PC。瘦客户机一般没有硬盘、CD-ROM和扩展槽, 通过网络服务器获取大部分资源, 应用程序和数据都存储在服务器上, 其处理能力和应用程序加载都依靠服务器完成, 是一种无噪音、微型、高性价比的网络终端设备。比传统PC 相比, 有着突出的应用优势。
- 中国瘦客户机市场是中国IT市场中为数不多的由民族品牌占据主导地位的市场。近年来, 在行业信息化应用的“大集中”趋势下, 瘦客户机市场需求增势迅猛, 市场前景广阔, 吸引了不少国际实力厂商加入市场竞争。但是, 民族厂商经过近十年的发展, 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, 仍然占据了主要的市场份额。
- 瘦客户机最大的行业客户是金融机构、电信运营商、邮政、政府、教育机构, 据赛迪预测, 2008-2012年瘦客户机在金融、电信、政府、制造等行业的应用依然是主体, 随着行业的发展, 卫生、军工、流通等行业也会逐渐加大对瘦客户机的需求量。此外, 瘦客户机理念的逐步接受、主力瘦客户机厂商不断加大市场投入等综合原因也促进了瘦客户机市场持续快速发展。
- 星网锐捷的瘦客户机产品线在2010年亚太市场区(不含日本)市场占有率(31%)第一的基础上再创历史新高, 并通过与全球虚拟化和云基础架构领导厂商VMware公司以及华为公司在云计算领域进行深度的战略合作, 为客户提供业内领先的解决方案, 引领桌面虚拟化潮流, 成为业内领先的解决方案提供商。

图表 19: 瘦客户机市场规模预测


来源: CCID, 齐鲁证券研究所

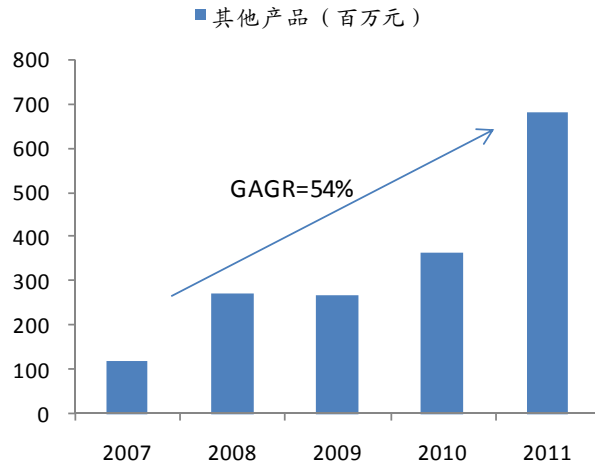
图表 20: 瘦客户机竞争格局


来源: CCID, 齐鲁证券研究所

成功切入多个细分领域, 已进入收获期

- 由于公司原生产的产品无线通因为国家发展宽带中国战略的政策, 而逐渐淡出市场, 取而代之的是公司加大研发投入, 大力开发家庭网关产品, 成功入围了电信和联通网关产品集采名单, 进一步巩固了公司在宽带接入领域的地位。
- 公司积极把握“三网融合”的发展的机会, 以IP融合通信为核心, 专注于IMS接入和终端产品, 在语音的基础上, 分步增强与数据、视频的融合应用。在融合通信领域, 公司核心产品IPPBX、IAD除了在中小容量市场保持优势外, 在大中容量服务器方面也取得了进展。
- 公司在多媒体视频点播业务市场开拓卓有成效, 扩大了在行业内的领先地位, 根据智能手机的普及趋势, 开发出适合iPad、Android等手持终端的应用平台, 开启了移动互联的新时代, 并开始转型成为数字娱乐信息化解决方案供应商。
- 公司持续在EPOS、DMB、GPS、以及视频监控等多个细分领域努力开拓, 并取得一定的经营业绩。其中募集资金投资项目固网支付终端和系统产业化项目、DMB联网信息发布系统及其终端产品研发与生产项目, 已经开始产生效益。

图表 21: 公司多个领域的细分产品营收状况



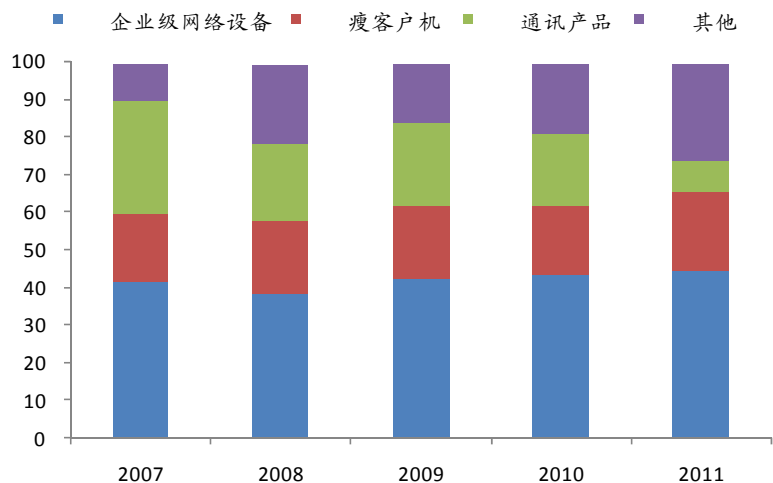
来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

公司经营稳健, 费用控制合理

公司既往经营业绩保持稳定增长

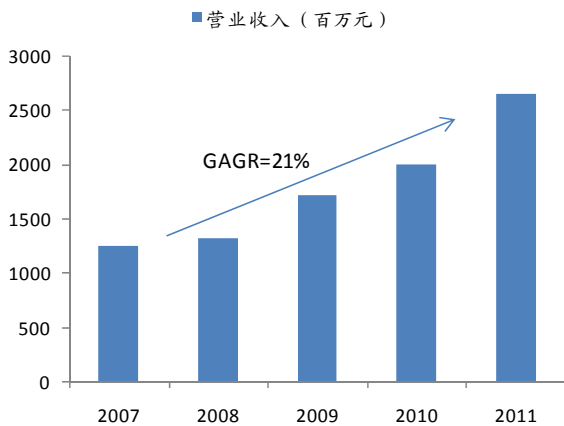
- 公司的主营业务是研发、生产和销售企业级网络通讯系统设备及终端设备, 主要产品线包括企业级网络设备、网络终端和通讯产品, 其中企业级网络设备的主要产品是交换机和路由器, 网络终端主要产品是瘦客户机, 通讯产品包括家庭网关和宽带接入终端设备 (ADSL Modem) 等相关设备。其中企业级网络设备和瘦客户机是公司主要的销售收入来源。

图表 22: 公司业务结构占比

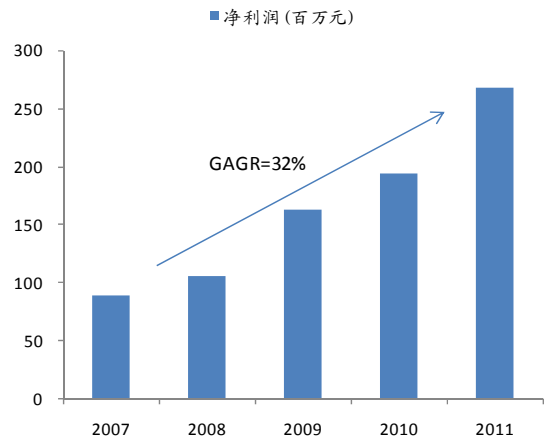


来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

- 公司营业收入从2007年12.50亿元增长到2011年的26.44亿元, 年复合增长率为21%。净利润从2007年的8886.63万元增长到2011年的2.67亿元, 年复合增速为32%。

图表 23: 公司营业收入近五年复合增速 21%


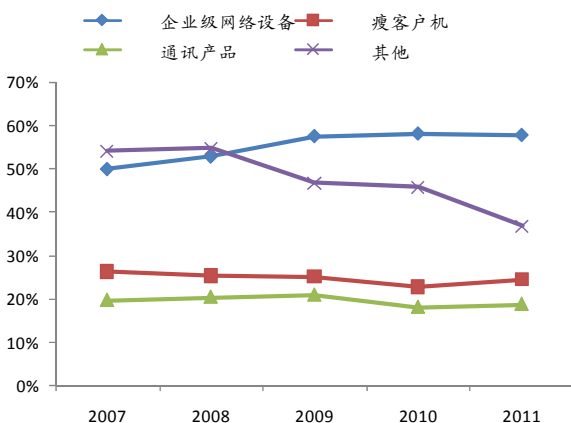
来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

图表 24: 公司净利润近五年复合增速 32%


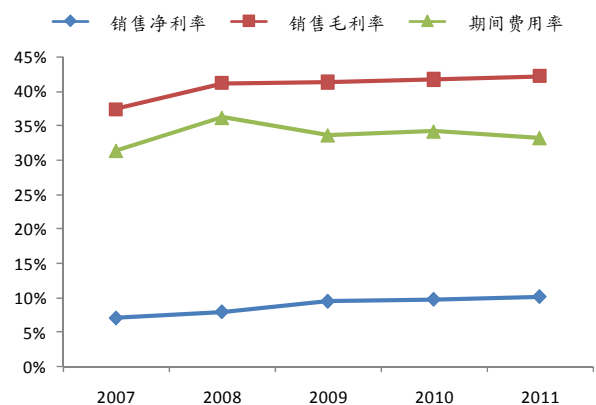
来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

高毛利率有望继续延续

- 公司由于产品结构的调整和业务销售模式的转变, 毛利率显著提升。从分产品来看, 企业级网络设备的毛利率呈逐年上升态势, 在IPV6即将形成规模化的市场下, 企业级网络设备市场的需求会不断上升, 毛利率有望持续稳定在高位。瘦客户机的毛利率近几年基本都稳定在25%左右。云终端时代的兴起, 促使瘦客户机呈现爆发增长的态势, 而行业解决方案都是个性化的定制需求, 未来瘦客户机的毛利有进一步上升的空间。
- 公司综合毛利率不断提升, 在于公司产品结构的调整。公司综合毛利率由2007年的37.35%增长到2011年的42.17%, 上升4.82个百分点。在公司销售规模扩大的同时, 期间费用率也基本维持在33%左右, 净利润率呈稳定上升态势, 也显示出公司管理领导层优秀的经营管理能力和良好的费用控制能力。

图表 25: 公司各产品毛利率情况


来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

图表 26: 公司费用率表现良好


来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

盈利预测与股票估值

盈利预测假设

- 今年是我国IPV6商用试点及产业化元年，理所当然在部署下一代互联网并开展ipv6商用试点的同时，也将会推动相关设备、软件和系统的产业步伐，以及将带来互联网和移动互联的确定性高速增长。同时，云计算对数据中心建设的更高要求使得原本本地化部署的设备（交换机）将会呈现非线性的增长。而三网融合随着国家政策的落实与推进必将催生大量的网络基础设备需求。
- 公司作为ipv6发展的纯正标的，将持续在下一代网络、云计算、三网融合、物联网及智能家居的产业链中，为客户提供市场领先的整体解决方案。
- 我们预计近年内公司的业绩将会受益行业的发展而持续稳定增长，总体营收业绩预计近三年复合增速达到28.5%。对于具体产品上，企业级网络设备将会受益于ipv6的推进和技术的更新换代以及云计算的设备需求，会保持稳定的增长态势；而瘦客户机则会受益于云计算的发展，将会渗透到更多行业领域的用户，需求更加旺盛。而公司通过与VMware公司以及华为公司在云计算领域进行深度的战略合作，引领桌面虚拟化潮流，成为业内领先的解决方案提供商，未来毛利率有望进一步提升。
- 基于上述基本假设，我们预测公司2012-2014年销售收入分别为33.90亿元、43.91亿元和56.01亿元，对应每股收益分别为0.73元、0.94元、1.12元。

图表 27：分项产品预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
瘦客户机				
销售收入（百万元）	541.93	747.86	1,047.00	1,465.80
增速	47.00%	38.00%	40.00%	40.00%
毛利率	24.52%	26.50%	26.50%	26.50%
企业级网络设备				
销售收入（百万元）	1,176.37	1,470.47	1,764.56	2,117.47
增速	36.88%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	57.77%	57.80%	57.50%	57.50%
通讯产品				
销售收入（百万元）	220.68	154.47	162.20	178.42
增速	—	-30.00%	5.00%	10.00%
毛利率	18.75%	22.00%	22.00%	23.00%
其他				
销售收入（百万元）	679.67	985.52	1,379.73	1,793.65
增速	86.13%	45.00%	40.00%	30.00%
毛利率	36.75%	41.00%	41.00%	42.00%

来源：齐鲁证券研究所

- 盈利预测简要结果

图表 28: 盈利预测简要结果

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	1,997.21	2,644.27	3,390.35	4,391.93	5,601.47
营业收入增速	15.80%	32.40%	28.21%	29.54%	27.54%
净利润增长率	30.43%	28.91%	43.95%	27.84%	19.74%
摊薄每股收益 (元)	0.79	0.51	0.73	0.94	1.12
市盈率 (倍)	53.46	25.76	23.86	18.66	15.59

来源: 齐鲁证券研究所

股票估值

- 绝对估值结果为 22.95 元左右。
 - 参考前述我们对公司各项业务增长假设的基础上,按照以下绝对估值条件进行估值: 无风险利率=3.50%, 风险溢价=6.00%;
 - 信息设备行业 Beta=1.22, 公司 Beta=1.32, 永续增长率=3%。
 - 在上述条件假设下,我们得到公司 DCF/WACC 绝对估值结果为 22.95 元; DCF/FCFE 绝对估值结果为 27.81 元。
- 同行业公司相对估值对比 (PE 估值)
 - 在 A 股中没有与公司业务完全相同类型的,因此我们选取与公司主营业务相类似的企业,如网络设备我们选中兴通讯作为参考,星网锐捷是软件、硬件和服务一体化的提供商,因此我们选取行业中相类似业务的公司,如长城信息、鹏博士、久其软件、拓尔思、证通电子、华胜天成和用友软件作参考比较。

图表 29: 同类公司相对估值比较

证券代码	公司名称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
000063	中兴通讯	9.64	331.62	0.61	0.87	1.16	15.80	11.14	8.34
000748	长城信息	5.23	19.64	0.12	0.15	0.21	43.58	34.34	24.09
600804	鹏博士	5.87	78.57	0.12	0.27	0.41	48.82	21.35	14.16
002279	久其软件	8.52	14.98	0.56	0.33	0.53	15.25	26.22	16.08
002279	拓尔思	15.70	32.03	0.70	0.53	0.72	22.43	29.82	21.67
300229	证通电子	8.72	18.30	0.34	0.44	0.58	25.65	19.97	15.12
600410	华胜天成	6.90	44.73	0.45	0.40	0.45	15.49	17.38	15.25
600588	用友软件	14.54	142.36	0.66	0.72	0.93	22.03	20.23	15.58
002396	星网锐捷	16.45	57.75	0.51	0.73	0.94	25.76	23.86	18.66

来源: 聚源, 齐鲁证券研究所

- A 股可比上市公司 2012、2013 年相对估值分别在 11~34 倍、8~21 倍之间, 平均估值水平分别为 23 倍和 15 倍。
- 基于我们对行业发展、公司业务前景的分析判断, 以及在此基础上对公

司未来业绩的预测，鉴于行业的高景气 and 预期公司的高成长，我们给予公司的目标价位 21.9 元，对应 2013 年 23 倍的 PE，首次给予公司“买入”评级。

风险提示

经济不景气导致的企业 IT 开支不足

- 在全球经济形势陷入低迷、各行业投资明显放缓之际，企业的 IT 支出有被削减和延后的可能。对于企业而言，为了保持竞争力，企业有一些非常关键的 IT 项目是必须去完成的。而国内的企业 IT 支出有可能受中国宏观经济的影响，可能出现不利的局面。

行业竞争加剧的风险

- 处于行业技术领先地位的公司特别是思科公司越来越重视各行业网络应用市场，伴随着行业应用市场的成熟，思科正在推出一些成熟的标准化的解决方案，与本公司的价格差距也在缩小，构成了对本公司各种行业解决方案的竞争。与此同时，华为、中兴也开始大力发展企业网设备市场，尽管目前对于中低端客户的产品线不够齐全，但对于行业市场份额争夺，未来有可能加剧行业竞争。

附录：财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1,725	1,997	2,644	3,390	4,392	5,601
增长率	30.81%	15.8%	32.4%	28.2%	29.5%	27.5%
营业成本	-1,013	-1,165	-1,529	-1,891	-2,482	-3,180
% 销售收入	58.7%	58.3%	57.8%	55.8%	56.5%	56.8%
毛利	712	833	1,115	1,499	1,910	2,421
% 销售收入	41.3%	41.7%	42.2%	44.2%	43.5%	43.2%
营业税金及附加	-3	-7	-22	-27	-35	-45
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-327	-375	-490	-634	-799	-1,019
% 销售收入	19.0%	18.8%	18.5%	18.7%	18.2%	18.2%
管理费用	-240	-310	-402	-519	-659	-840
% 销售收入	13.9%	15.5%	15.2%	15.3%	15.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	142	141	201	319	417	517
% 销售收入	8.2%	7.1%	7.6%	9.4%	9.5%	9.2%
财务费用	-14	2	14	47	55	66
% 销售收入	0.8%	-0.1%	-0.5%	-1.4%	-1.3%	-1.2%
资产减值损失	-3	-3	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	8	5	5	5
% 税前利润	1.3%	—	2.6%	1.1%	0.9%	0.7%
营业利润	128	140	216	371	477	587
营业利润率	7.4%	7.0%	8.2%	10.9%	10.9%	10.5%
营业外收支	51	89	81	80	80	80
税前利润	179	229	297	451	557	667
利润率	10.4%	11.5%	11.2%	13.3%	12.7%	11.9%
所得税	-16	-35	-30	-45	-56	-67
所得税率	9.1%	15.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	163	194	267	406	502	601
少数股东损益	57	56	89	149	173	207
归属于母公司的净利润	106	139	179	257	329	394
净利率	6.2%	6.9%	6.8%	7.6%	7.5%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	163	194	267	406	502	601
少数股东损益	0	0	0	149	173	207
非现金支出	21	23	31	17	16	16
非经营收益	11	6	-6	-83	-85	-85
营运资金变动	153	-202	-113	-207	-182	-221
经营活动现金净流	347	22	180	281	423	518
资本开支	21	85	91	-96	-65	-65
投资	-25	-2	29	0	0	0
其他	2	2	2	5	5	5
投资活动现金净流	-44	-85	-60	101	70	70
股权募资	0	1,010	10	0	0	0
债权募资	-149	24	-15	-82	0	0
其他	-40	-64	-69	-2	-105	0
筹资活动现金净流	-189	971	-74	-84	-105	0
现金净流量	114	907	46	298	388	588

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	364	1,251	1,300	1,449	1,664	2,045
应收账款	383	496	654	922	1,195	1,524
存货	278	446	490	596	782	1,002
其他流动资产	37	33	53	65	83	103
流动资产	1,062	2,226	2,497	3,032	3,723	4,674
% 总资产	85.6%	90.3%	89.0%	91.6%	93.1%	94.4%
长期投资	43	43	29	29	29	29
固定资产	109	183	230	236	236	236
% 总资产	8.8%	7.4%	8.2%	7.1%	5.9%	4.8%
无形资产	22	10	41	3	2	2
非流动资产	179	240	310	277	277	276
% 总资产	14.4%	9.7%	11.0%	8.4%	6.9%	5.6%
资产总计	1,240	2,466	2,806	3,310	4,000	4,950
短期借款	65	90	82	0	0	0
应付款项	417	495	571	699	916	1,174
其他流动负债	167	154	201	357	329	421
长期资产	8	7	0	0	0	0
其他长期负债	17	8	26	26	26	26
负债	674	754	881	1,083	1,272	1,621
普通股股东权益	428	1,561	1,722	1,874	2,203	2,596
少数股东权益	138	152	204	353	525	732
负债股东权益合计	1,240	2,466	2,806	3,310	4,000	4,950
比率分析	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益 (元)	0.808	0.790	0.509	0.733	0.937	1.122
每股净资产 (元)	3.253	8.891	4.905	5.338	6.274	7.396
每股经营现金净流 (元)	2.641	0.124	0.513	0.376	0.713	0.886
每股股利 (元)	0.200	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	24.84%	8.88%	10.38%	13.73%	14.93%	15.16%
总资产收益率	8.57%	5.62%	6.37%	7.77%	8.22%	7.95%
投入资本收益率	55.66%	23.16%	26.62%	38.30%	36.22%	37.01%
增长率						
营业总收入增长率	30.81%	15.80%	32.40%	28.21%	29.54%	27.54%
EBIT增长率	58.01%	-0.81%	42.73%	58.66%	30.70%	23.86%
净利润增长率	53.63%	30.43%	28.91%	43.95%	27.84%	19.74%
总资产增长率	21.81%	98.87%	13.79%	17.93%	20.85%	23.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.3	75.4	71.4	88.0	88.0	88.0
存货周转天数	95.6	113.5	111.7	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	63.0	85.2	79.2	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	22.4	21.4	18.0	14.1	10.5	7.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.40%	-67.35%	-63.23%	-65.07%	-60.99%	-61.43%
EBIT利息保障倍数	10.5	-60.3	-14.7	-6.8	-7.6	-7.9
资产负债率	54.35%	30.57%	31.39%	32.73%	31.79%	32.75%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。