



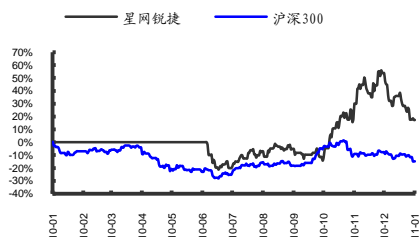
星网锐捷 (002396):

受益信息化云计算, 未来持续增长可期

网络设备-信息技术

首次评级: 买入

相对沪深300表现



表现	1m	3m	12m
星网锐捷	-23.8	24.9	17.3
沪深300	-7.7	-12.3	-14.9

市场数据 2011.01.18

当前价格 (元)	36.40
52周价格区间 (元)	23.91-49.6
总市值 (百万)	6389.29
流通市值 (百万)	1601.60
总股本 (万股)	17553.00
流通股 (万股)	4400.00
日均成交额 (百万)	94.79
近一月换手 (%)	71.54

相关报告

分析师

蒋传宁
电话: 0755-83706290
邮件: jiangcn@ghzq.com.cn
证书编号: S0350208100565

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%?

是 否

- 星网锐捷是国内领先的企业级网络设备厂商, 市场份额仅在思科、华三之后, 居国内第三, 高于华为、中兴。其中, 教育网市场份额居首位, 占30%以上。在政府、金融领域公司的市场份额也居较为领先地位。
- 信息技术被列为国家战略新兴行业, 未来将受到政策的大力支持, 信息化、物联网、云计算未来具有广阔的发展空间, 这为企业级网络设备的发展提供了良好的市场环境。我们预计未来3年企业级网络设备市场年增长率近30%。
- 瘦客户机具有低成本、安全、可靠、好管理的优势, 已被行业客户广泛接受和认可, 在信息化大集中过程中蕴含着巨大的市场机遇, 在银行、保险等领域已较普及, 在证券、电信、政府及大企业等网点多的领域应用前景广阔, 未来云计算的推动将促进瘦客户机市场需求加速上升。
- 公司是国内最早从事瘦客户机研制的厂商, 在行业内居于领先地位, 是国内最大的瘦客户机厂商, 市场份额超过30%, 是微软、INTEL、AMD等国际巨头的战略合作伙伴, 公司市场竞争地位日益强大, 未来市场份额仍有上升趋势。
- 公司积极培育新增长点, 募投项目 ePOS、DMB 均有较好的发展前景, 在中国移动 IMS 招标十几个包中中有四个包获得份额第一。未来随着三网融合的推进及光纤接入的普及, 家庭网关市场也将引发。
- 公司未来3-5年处于稳步快速增长期, 预计10-12年EPS分别为0.85、1.23、1.73元, 动态PE分别为43.4X、29.9X、21.3X, 未来三年公司复合增长率约40%。以12年30-35XPE计, 对应估值51.81-60.45元。鉴于公司良好的成长性, 公司具有长期投资价值。给予“买入”评级。

预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万元)	1724.67	2049.46	2556.10	3313.24
营业利润 (百万元)	127.91	191.57	282.82	404.34
净利润 (百万元)	163.01	230.24	331.34	466.40
摊薄每股收益 (元)	0.61	0.85	1.23	1.73
摊薄每股净资产 (元)	3.23	10.15	12.04	14.69
加权平均ROE (%)	21.6	12.7	11.1	12.9

公司概况

公司主营企业级网络设备、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，通讯产品包括无线固话终端(无线通)和宽带接入终端设备(ADSL Modem)。具体如表 1。

表 1: 公司主营情况

	2008	2009	1H2010
营业收入(万元)			
企业级网络设备	50,435	72,547	27,386
瘦客户机	25,400	34,008	13,300
其它	27,236	26,987	12,574
ADSLModem	18,226	22,470	11,872
无线通	8,554	14,972	7,249
毛利率(%)			
企业级网络设备	52.8	57.5	55.6
瘦客户机	25.4	25.2	24.4
其它	54.7	46.7	52.2
ADSLModem	19.9	20.4	20.1
无线通	21.5	21.7	20.6

资料来源：公司公告

企业级网络设备竞争力领先

公司定位为专业的企业级网络设备提供商，专注于产品的行业应用，主要包括政府、金融、电力、医疗、教育、制造业、中小企业等市场。

公司企业级网络设备市场份额居于思科、华三之后，居于第 3 位。

教育行业份额居首位。教育行业网络设备市场份额超过 30%，高于华三、思科，居国内市场第一。

公司网络设备广泛应用于全国 1000 余所高校、10000 多所中小学校。在高教行业，107 所 211 高校中有 92 所，38 所 985 高校中有 32 所采用公司产品；在普教行业，公司在北京、天津、山东、上海、江苏、广东等普教“校校通工程”建设最快的省市的市场占有率分别为：84%、80%、60%、70%、70%和 70%。在高端交换机领域，2006 年底，在 107 所 211 高校中有 47 所大学采用了公司的高端交换机，覆盖率达 43.9%；在 38 所 985 工程高校中有 17 所使用了公司的高端交换机，覆盖率达

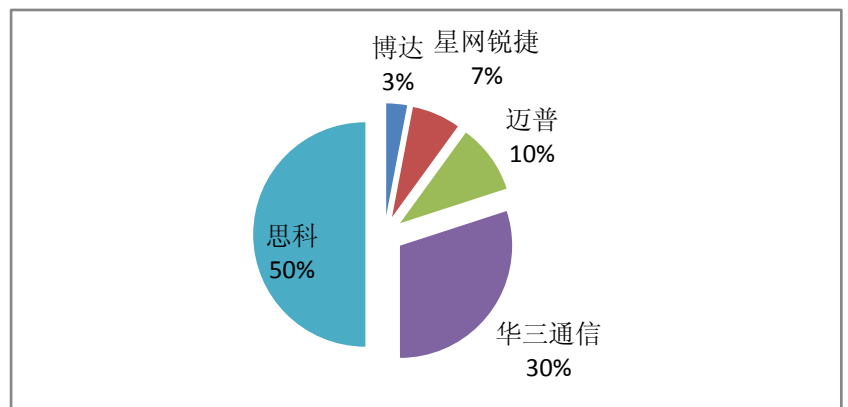
44.7%。

高教下一代互联网(IPV6)试点中,国内100所高校公司占76所,居于绝对领先地位,我们相信公司未来在教育行业网络组建和升级中的市场地位将稳步上升。

金融、政府部门较为领先

公司在金融行业、政府及其他商业领域(医疗、网吧)加大开拓力度,为60多家商业银行及人寿、人保、中华联保等提供网络设备,公司网络设备应用案例的不断增长,品牌影响力逐步提升,未来市场份额将趋于上升。09年市场份额7%,居国内第4。

图1: 2005-2007年金融领域公司份额



资料来源:公司公告

政府部门的份额也将上升,公司现已为海关、审计署等20多个部门,30多个省份提供网络设备,随着组网案例增加、品牌影响力趋升,未来公司份额也将提高。

中移动招标中二、三层交换机份额第一。2010年中国移动二层交换机和低端三层交换机设备集中采购中,锐捷网络二层交换机和三层低端交换机所获份额均排名第一,高于华为、中兴、迈普和烽火等其它投标厂家。

公司非常注重研发,研发投入占公司收入约9%,拥有近2000人的研发团队,预计未来三年将大幅扩充。持续研发投入为公司储备众多新产品,为未来保持可持续增长奠定基础。

信息化将推动网络设备快速增长，云计算、物联网增添强大动力

政策支持开拓信息化广阔的蓝海市场。信息产业是国家战略新兴产业，十二期间，信息产业将受政策大力支持，国家要推进信息化与工业化深度融合，全面提高经济社会信息化水平。推进信息技术在工业各领域的广泛应用，以及在交通、能源、水利、环保等领域的深度应用，加快国计民生重要领域基础设施的智能化。深化电子政务应用，协调推进政府部门重要业务系统建设，实现跨部门信息共享和业务协同。推进社会领域信息化，推动医疗、教育、社保、文化等领域信息化建设，加快构建宽带、泛在、融合、安全的国家信息基础设施。

技术的进步推动新的网络投资需求。下一代网络将催生更为丰富的应用创新和商业模式创新，为网络通信产业的发展带来强大的推动力。未来物联网、云计算的推动将成为网络设备市场需求的强大动力。

上游芯片的更新换代将进一步促进网络设备产业需求增长，网络设备3-5年需升级换代，未来市场需求可持续成长。

我们认为电信级网络设备规模较大，未来增速相对缓和。随着信息化向各行业推进、深化，规模较小的企业级网络设备市场迎来巨大的发展空间，未来增速将快于电信级网络设备，我们预计未来3年年增长率可达近30%。

公司定位于企业级网络设备及网络解决方案，广泛应用于金融、教育等行业、未来公司将以政府、大型企业机构作为重点目标市场，同时大力拓展医疗、网吧等行业市场。未来发展潜力巨大。

政府、大型企业拥有分支机构地域分布广泛、数量较多，各种信息沟通和管理需求较为复杂，企业级网络设备市场需求空间较大。

瘦客户机市场稳步增长，公司市场份额领先

瘦客户机相对于传统PC具有突出的应用优势：低成本、安全、可靠、好管理，现已被行业客户广泛接受和认可，在信息化大集中过程中

蕴含着巨大的市场机遇。

2003年起，全球瘦客户机（网络终端）销售高速增长，中国的瘦客户机应用也在迅速普及。据CCID数据，2006年销量为33.6万台，较2005年增长19.1%，销售额为7.1亿元，同比增长9.2%；2007年中国瘦客户机销售量为39.7万台，同比增长18.15%，销售额达7.7亿元，同比增长8.45%。随着瘦客户机的优良特性被逐步接受，瘦客户机正以高于IT市场整体增长率的速度快速发展，销量逐年增长。根据赛迪顾问预测，2010年，我国瘦客户机市场销量将达到67.5万台，销售额将达到11.1亿元。预计到2012年，瘦客户机总销量将达93.2万台。

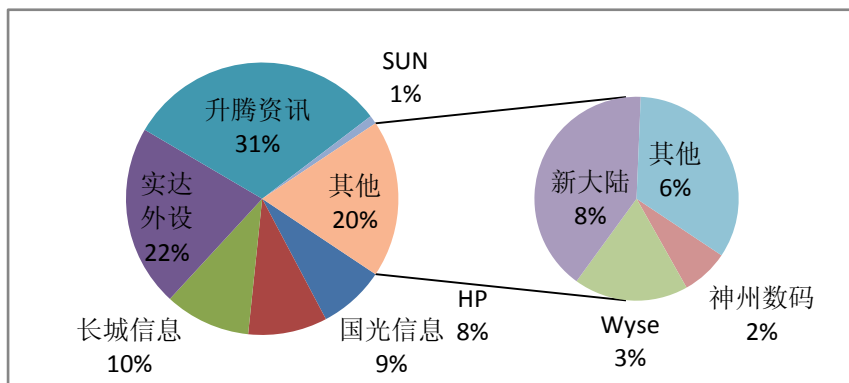
公司是中国最早从事瘦客户机研发、生产和销售的企业之一，独立掌握了图形网络终端的关键应用技术，拥有瘦客户机的远程管理技术、无缝存储技术、USB映射技术、跨系统应用技术、设备应用技术、SSH客户端技术等核心技术。其中，公司独立开发的USB映射技术，彻底解决了微软RDP和Citrix的ICA无法支持的USB设备映射问题，从根本上解决了瘦客户机对USB外设支持不足的问题。公司在网络终端领域强大的核心技术创新能力，获得了国际IT巨头的认可，是微软金牌认证合作伙伴，是Intel在中国瘦客户机行业唯一的战略合作伙伴，是AMD公司在中国瘦客户机行业仅有的两家战略合作伙伴之一。与CPU厂商的战略合作，公司不仅能获得基于最新一代微处理器的瘦客户机开发技术合作，还可以获得比同行业竞争者更加优惠的微处理器订货条件。

作为一个容量相对较小的成熟的细分行业，瘦客户机领域的竞争格局已趋稳定，产品毛利率也较稳定。公司是国内最早从事瘦客户机研制的厂商，在行业内居于领先地位，是国内最大的瘦客户机厂商，市场份额占30%。竞争对手主要有长城信息、实达电脑、江苏国光等。

随着科技进步，图形终端相对字符终端的优势更加明显，Windows终端的比重趋于上升，07年超过了50%。

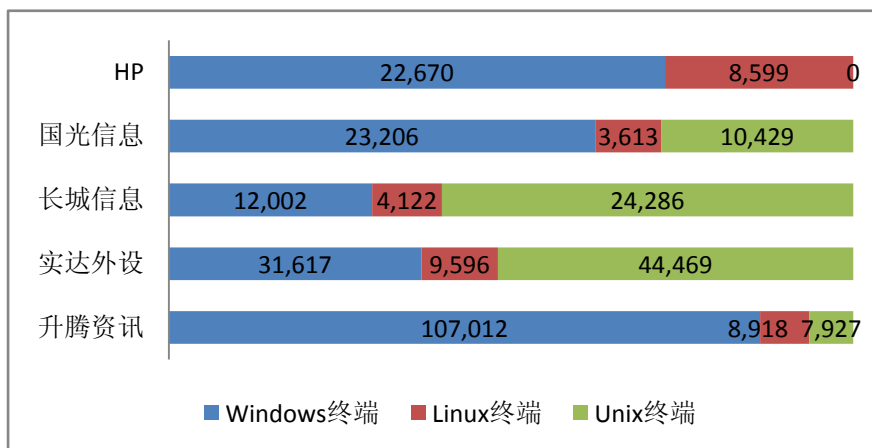
公司在Windows终端的市场份额一直保持近50%，随着Windows终端的市场份额上升，公司瘦客户机的份额将趋于上升。我们预计公司未来3年瘦客户机业务收入年增长率约为20%。

图 2: 2007 年中国瘦客户机品牌销量结构



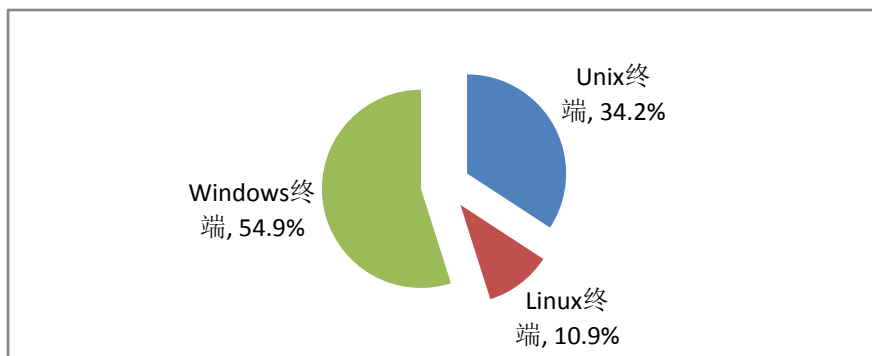
资料来源: CCID, 公司招股书

图 3: 2007 年中国瘦客户机品牌产品结构



资料来源: CCID, 公司招股书

图 4: 2007 年中国瘦客户机产品结构



资料来源: CCID, 公司招股书

新产品增新动力

公司积极培育新增长点，包括 ePOS、DMB、VOIP 等。ePOS、DMB，经过 2-3 年的技术储备和试点推广，已积累了产业化的成功案例，ePOS、DMB 是公司募投项目，未来包括 ePOS、DMB 等在内的新兴产品的快速成长将助推公司持续增长，提高公司盈利能力。

EPOS: 未来发展前景广阔

固网支付终端能 (ePOS) 较其他支付手段安全、便利、设备价格低、网络覆盖广。银联、银行、电信运营商为培育新增长点都积极参与应用推广活动。未来 ePOS 具有广阔的发展前景，据 CCID 估计，2012 年，终端投放数量有望超过 1000 万台。

公司是国内 ePOS 三大厂商之一（另两家为证通金信、江苏东大），未来将受益 ePOS 的发展。

DMB: 高速增长前夜

DMB (Digital Multimedia Broadcasting) 是一种通过网络进行信息实时发布、实时管理的信息发布系统。与单体广告机相比，DMB 具有“联网管理”和“实时发布”的优势。公司的 DMB 产品现在已经在上海电信、一批银行网点、移动营业厅获得了成功应用，正在向全国推广。

随着流媒体技术的不断发展，以及电信基础网络的更新换代、无线技术的成熟，DMB 将迅速走向现在的无网地带，系统规模将越来越庞大，系统功能将越来越丰富，在电信、金融营业厅，户外媒体，医院，机场、车站等交通枢纽等领域有着庞大的潜在需求。

2010 年中国移动 IMS 接入网设备（主要面向企业融合通信接入，为政企客户提供 V 网伴侣业务、融合的 Centrex 业务、视频会议业务以及统一通信业务）首次招标，厂商参与投标热情大，最后，共有十余厂商中标，包括传统电信设备厂商，如华为、中兴。星网锐捷获得四个包第一，表明锐捷网络在商务、产品技术、综合实力及后评估等各方面均获得了中国移动认可。

公司通讯终端产品包括无线通、ADSL Modem 居市场较领先地位，公司是运营商无线通产品和宽带接入产品招标入围的重要厂商之一。不

过因产品技术成熟，竞争较为激烈，未来难有大增长。未来随着光纤接入的发展，信息应用的深化，家庭网关替代MODEM有广阔的发展空间。

盈利预测

主要假设：

1. 产业政策无大改变，税收优惠政策维持2010年水平。
2. 超募资金未来可能的投资未作考虑；
3. 其他无大变化。

表 2：公司主业预测（万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	172,467.22	204,945.08	255,609.17	331,323.08
增长率	30.81%	18.83%	24.72%	29.62%
毛利率	41.26%	43.22%	44.27%	45.21%

资料来源：国海证券研究所

表 3：盈利预测（百万元）

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1249.56	1318.45	1724.67	2049.45	2556.09	3313.23
减：营业成本	782.80	775.64	1013.02	1163.73	1424.46	1815.31
营业税金及附加	1.31	2.96	2.86	3.39	4.23	5.49
营业费用	229.28	258.03	326.87	389.40	485.66	629.51
管理费用	141.91	191.91	239.86	311.52	383.41	487.04
财务费用	20.96	26.99	13.50	-9.35	-24.73	-28.46
资产减值损失	5.14	3.44	3.01	1.50	3.00	3.30
加：投资收益	1.51	2.27	2.36	2.30	2.76	3.31
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	69.66	61.76	127.91	191.57	282.82	404.34
加：其他非经营损益	34.46	46.83	51.32	78.89	106.50	143.78
利润总额	104.12	108.58	179.24	270.46	389.33	548.13
减：所得税	15.26	3.18	16.22	40.22	57.99	81.72
净利润	88.87	105.41	163.01	230.24	331.34	466.40
减：少数股东损益	28.27	36.24	56.75	80.58	115.97	163.24
归属母公司股东净利润	60.59	69.17	106.26	149.65	215.37	303.16
EPS（元）	0.345	0.394	0.605	0.853	1.227	1.727

资料来源：国海证券研究所

价值与建议：长期投资价值明显

公司未来 3-5 年处于稳步快速增长期，预计 10-12 年 EPS 分别为 0.85、1.23、1.73 元，动态 PE 分别为 42.7X、29.7X、21.1X，未来三年公司复合增长率 40%以上，PEG 可取稍高于 1，以 11 年 40-50XPE 计，对应估值 49-61.5 元，以 12 年 30-35XPE 计，对应估值 51.81-60.45 元，考虑良好的长期成长性，公司长期投资价值明显。给予“买入”评级。

风险揭示

随着信息化在各行业拓展，企业级网络设备市场日益扩大，大厂商日益重视企业级网络设备市场的开拓，将导致企业级网络设备市场竞争的加剧。

新产品市场有不确定性，未来业绩可能未能达预期。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我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或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国海证券所有。