

湘财证券研究所
TMT 研究小组
李元博

Tel: 021-68634510-8710

Email: lyb2876@xcsc.com

李莹

Tel: 021-68634510-8273

Email: ly2573@xcsc.com

合理投资价值区间
26.7~31.5 元
发行上市情况
股本结构

发行股数	4400万股
发行后总股本	17553万股

发行情况

网下发行数量	≤ 880万股
网下发行时间	10.04.19
网上发行数量	≥ 3520万股
网上发行时间	10.04.19
中签率公告日	10.04.21
资金解冻日	10.04.22
主承销商	广发证券

主要股东信息

股东名称	持股比例
福建省电子信息(集团)有限责任公司	41%
厦门维实创业投资股份有限公司	25%
FINET INVESTMENT LIMITED	24%

投资要点

- **国内知名的网络设备和终端产品提供商。**公司是我国企业级网络通讯系统设备及终端设备的主流厂商，在软件、硬件和增值服务三方面均有较强的综合实力。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。
- **行业竞争格局稳定，周期性明显。**通信设备制造行业已经经过了 04 年之前的高速发展期，未来企业的竞争主要集中在技术、成本和服务差异化方面。我们认为随着前几年通信设备硬件业的高速发展和我国信息化建设的深入，多数企事业单位已经建立起了网络通信硬件平台，新的需求相对较小。未来企业的竞争应该是集中于软件和服务方面，如何提高软件产品的功能性和可靠性，是竞争中的焦点。
- **在技术专业领域进行详细分工，在战略层面紧密结合，母子公司间优势互补。**在业务模式上，公司分析了母、子公司各自的竞争优势，安排各公司专注于自己擅长的业务。其中股份公司（母公司）从事通讯产品线的业务经营和与运营商相关市场的业务推展。子公司星网锐捷软件从事嵌入式软件、行业应用软件的研发与销售。锐捷网络专注于企业级网络设备以及网络解决方案业务。控股子公司升腾资讯专注于网络终端业务。公司清晰的市场定位和母、子公司之间优势业务的互补，增强了市场竞争力。
- **在各细分市场中已经成为龙头，竞争实力不容小觑。**公司的企业级网络设备产品市场占有率在金融行业排名第四、教育行业第一、医疗行业第三。瘦客户机方面，公司的控股子公司升腾资讯排名第一。在瘦客户机应用最广的金融行业，升腾资讯的市场规模达到 31%。从 2005 年开始，公司在基于 Windows 操作系统的瘦客户机市场占有率一直保持在 50% 以上。无线通和 ADSL Modem 的市场占有率分别为第二和第五。
- **募投项目的实施有利于提升研发实力和缓解产能不足。**公司本次拟发行 4400 万股，募集资金主要投向网络、通讯、终端产品马尾生产基地建设项目；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的研发与生产项目，计划分别在 3 年、2 年和 2 年内完成投资。公司的马尾生产基地建设项目计划完成后形成年产约 36 万台网络设备、26 万台网络终端的生产能力，缓解目前公司产能不足的问题。网支付系统项目完成后，形成实现全年支付终端产品 30 万台、固网支付平台系统 10 套的产能。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司未来 3 年的 EPS 为 0.79、1.03 和 1.29 元。估值方面我们采用 PE 估值法，给出公司 2010 的 PE 区间为 34~40 倍，对应合理价值投资区间 26.7~31.5 元。

风险因素：税收政策变化、行业竞争加剧的风险等。

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1725	2202	2762	3392
收入同比(%)	31%	28%	25%	23%
归属母公司净利润	106	138	181	226
净利润同比(%)	54%	30%	31%	25%
毛利率(%)	41.3%	41.6%	41.8%	42.3%
ROE(%)	24.8%	8.4%	9.9%	11.0%
每股收益(元)	0.61	0.79	1.03	1.29

目录

公司基本情况	4
股权结构	4
业务情况	5
发展战略	5
行业成长性分析	6
行业逐渐步入成熟期	6
信息技术产业软件与服务强于硬件与设备	7
周期性明显，第四季度将迎来销售旺季	8
竞争结构	9
公司的竞争优势	10
市场定位清晰	10
市场细分——企业级网络设备产品	11
市场细分——网络终端	13
市场细分——通讯产品	14
市场细分——新兴领域	14
产业政策给公司带来竞争优势	15
财务状况分析	15
偿债能力	15
盈利能力	16
募投项目	17
风险因素	17
盈利预测与估值	18
基本假设	18
估值	18

图目录

图 1 发行前发行人股东、实际控制人及子公司结构图.....	4
图 2 通信设备制造业企业数和从业人数连年增加	6
图 3 通信设备制造业利润增加额下滑（单位：百万元）	7
图 4 通信设备制造业工业总产值增速下降（单位：百万元）	7
图 5 技术硬件与设备子行业固定资产投资增速下降（单位：百万元）	8
图 6 软件与服务子行业固定资产投资增速加快（单位：百万元）	8
图 7 通信设备制造业具有明显的季节性（单位：百万元）	9
图 8 上游厂商产能相对过剩（单位：百万元）	10
图 9 主营业务收入结构	10
图 10 公司在金融行业市场份额名列前茅	11
图 11 公司在教育行业的市场份额排名第一	12
图 12 公司在医疗行业市场份额第三	13
图 13 瘦客户机市场结构	13
图 14 瘦客户机市场份额分布	14
图 15 无线通市场竞争格局	14
图 16 公司偿债能力指标	16
图 17 公司盈利能力指标	17

表目录

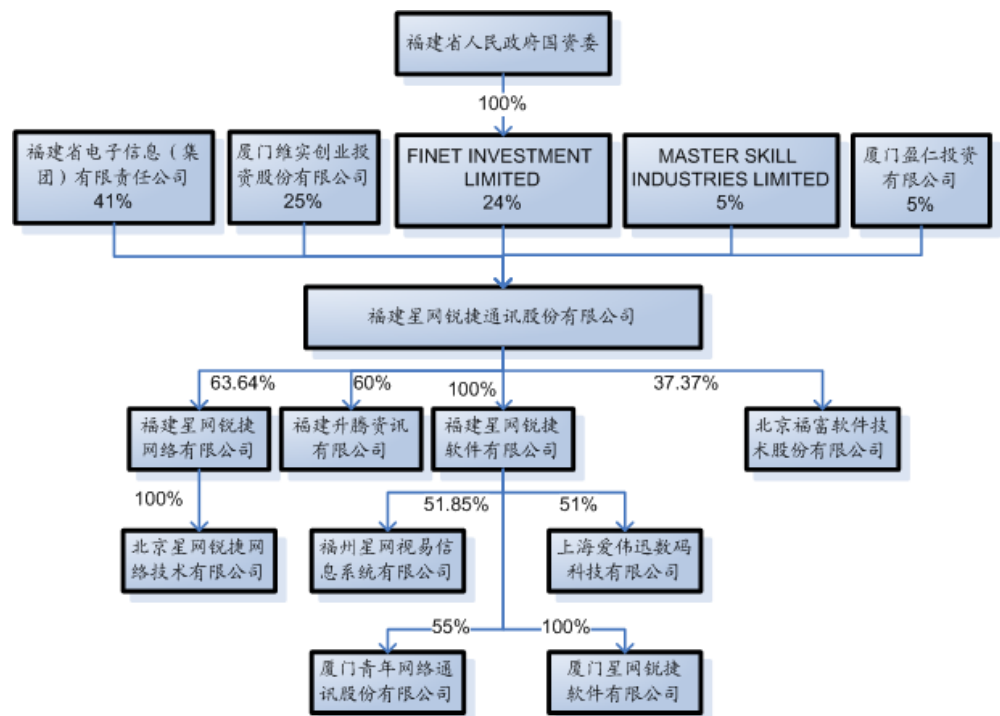
表 1 网站建设领域不同厂商竞争力对比	4
表 2 公司主营业务及产品	5
表 3 产业政策及其对公司的影响	15
表 4 技术硬件与设备类公司估值预测	18

公司基本情况

股权结构

公司前身是福建实达终端设备有限公司，于1996年11月6日经福建省对外经济贸易委员会批准，由福建实达电脑集团股份有限公司（600734.SH）（下称“实达集团”）和香港福捷国际有限公司共同投资设立的中外合资经营企业。通过1998年增资和2000年的股权转让，公司更名为“福建实达网络科技有限公司”。截至2009年9月底，公司的股东为福建实达电脑集团股份有限公司、FINET INVESTMENT LIMITED、香港福捷国际有限公司，出资额分别占公司净资产的65%、25%、10%。2002至2003年期间，实达集团将所持股份分别转让给电子信息集团和福建阳光集团有限公司。2004年，公司更名为福建星网锐捷通讯有限公司。在经过新一轮股权转让后，公司于2005年从有限责任公司整体变更为股份有限公司。

图 1 发行前发行人股东、实际控制人及子公司结构图



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

表 1 网站建设领域不同厂商竞争力对比

股份类别	发行前	发行后	发行前	发行后
	股数 (万股)	持股比例	股数 (万股)	持股比例
一、发起人股	13153	100%	13153	100%
福建省电子信息(集团)有限责任公司	5392.73	41%	5392.73	41%
厦门维实创业投资股份有限公司	3288.25	25%	3288.25	25%

FINET INVESTMENT LIMITED	3156.72	24%	3156.72	24%
MASTER SKILL INDUSTRIES LIMITED	6576.5	5%	6576.5	5%
厦门盈仁投资有限公司	6576.5	5%	6576.5	5%
二、社会公众股	0	0%	0	0%
三、股本总额	13153	100%	13153	100%

资料来源：公司 C 招股说明书，湘财证券研究所

业务情况

公司是我国企业级网络通讯系统设备及终端设备的主流厂商，在软件、硬件和增值服务三方面均有较强的综合实力。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。按照全球行业分类标准，公司主营业务归属于信息技术业，技术硬件与设备和软件与服务子行业。

其中企业级网络设备的主要产品是交换机和路由器。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。此外，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。主要客户来自教育、金融行业。

在网络终端业务领域，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。目前公司已经是中国瘦客户机第一品牌，并且成为Intel公司在瘦客户机领域的唯一一家国内技术合作伙伴、AMD公司在瘦客户机领域2家国内技术合作伙伴之一、微软公司金牌认证合作伙伴。

公司的通讯领域产品是无线固话终端（俗称“无线通”）和宽带接入终端设备（ADSL Modem）。其中无线通业务抓住了国家推进农村信息化和行业信息化的机遇，取得了行业内领先的地位，目前市场占有率国内第二位。公司的ADSL Modem入选中国电信、中国网通、中国铁通等固网运营商的指定供应商名单，目前市场占有率全国第五。

表 2 公司主营业务及产品

主营业务	产品
企业级网络设备	交换机、路由器
网络终端设备	瘦客户机
无线通讯产品	无线通、ADSL Modem
软件及信息系统集成	行业应用软件、解决方案、固网支付终端系统(ePOS)、联网信息发布系统(DMB)、KTV新型娱乐平台系统机顶盒、VoIP 统一通信系统、“久旺”餐饮行业客户关系管理系统

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

发展战略

公司的定位是成为技术领先、市场领先的优秀民族品牌厂商，成为企业级行业应用市场的领导者。为了达到上述目标，公司从6个战略层面进行重点突破。

创新战略方面，公司的主要目标是建立和完善在技术、市场应用、管理、商务四个方面的有效创新模式。全面提升以软件、硬件和服务三位一体的全方位解决能力。品牌战略方面，公司的目标是将“星网锐捷”打造成全国知名品牌。市场战略方面，紧密围绕以市场应用、商务模式创新为基础的市场战略，在为客户提供整套解决方案的同时兼顾产品差异化、定制化，满足不同客户的需要。服务战略方面，强调品质管理和以客户为中心的“6S服务”战略，提高客户的满意度，牢牢把握住客户资源。人才战略方面，公司的目标是建立完善的人才吸引、培养与创新激励机制，为企业快速可持续发展提供人力保障。国际化战略方面，公司努力寻求国际合作，拓展生存空间，在提高综合竞争力的同时获得更多的市场份额。

行业成长性分析

行业逐渐步入成熟期

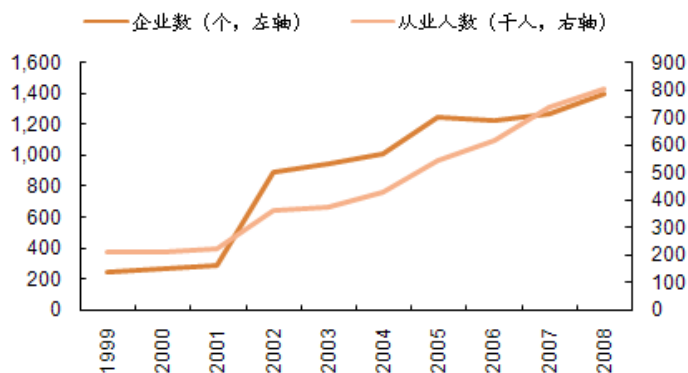
随着现代化科学技术的快速进步，尤其是半导体大规模集成电路、网络通信和软件工程等技术的迅速发展，我国的信息技术产业得到了迅猛的发展。各种通信设备、计算机设备、信息化解决方案产品应用于制造业、交通运输业、银行业、餐饮娱乐服务、教育、医疗，带动了这些行业的发展。同时，诸如ADSL网络、手机、电话、家用电脑更是渗透到寻常百姓的生活中，成为必不可少的一部分。经历了30年左右的高速发展，我国信息技术产业在规模上、企业数量、从业人员等方面都到达了一个空前的水平。

从企业数和从业人员方面来看，根据工信部统计数据，从99年底到今年5月份，国内通信设备制造业企业数从246家增加到1520家，增加了有5倍之多；从业人员从21.5万增加到80.3万。

从产销方面来看，主营业务收入从99年的1126.77亿增加到08年的8460.14亿元，但是利润总额增长从04年开始放缓，并且在05年和07年有较大幅度的下滑；工业总产值虽然持续增加，但产值的同比增长率从01年开始持续走低。这是由于大量的企业持续进入该行业，竞争较以往更加充分。

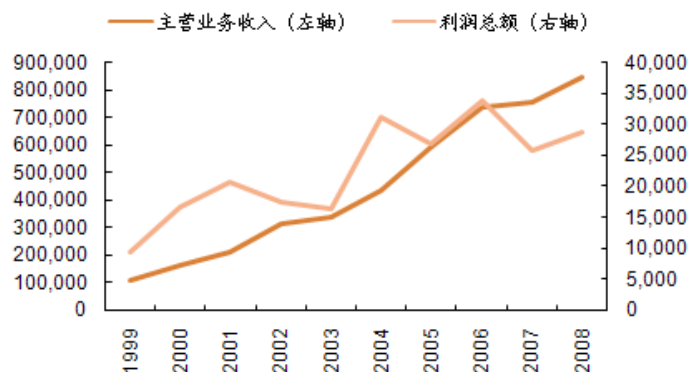
由此可见，通信设备制造行业已经经过了04年之前的高速发展期，未来企业的竞争主要集中在技术、成本和服务差异化方面。

图 2 通信设备制造业企业数和从业人数连年增加



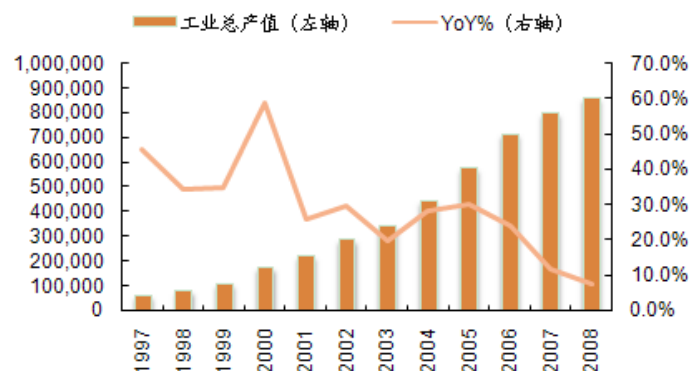
资料来源：CEIC，湘财证券研究所

图 3 通信设备制造业利润增加额下滑 (单位: 百万元)



资料来源: CEIC, 湘财证券研究所

图 4 通信设备制造业工业总产值增速下降 (单位: 百万元)



资料来源: CEIC, 湘财证券研究所

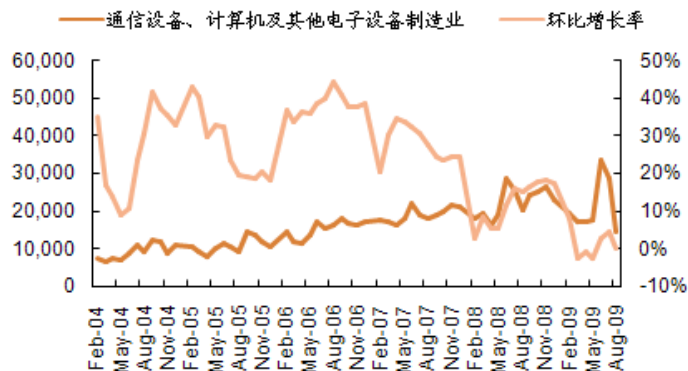
信息技术产业软件与服务强于硬件与设备

从固定资产投资方面来看, 技术硬件与设备和软件与服务子行业投资规模均连续增加。但前者规模在08年第四季度和09年第二季度均有大幅下滑, 增速持续下降, 从04年2月份的35%左右下降到今年8月份的基本零增长。这说明硬件与设备子行业产能相对过剩, 不再吸引投资进入。而软件与服务子行业固定资产投资连年增加, 截至09年8月份, 已经达到近25%, 07年2月最高的时候曾达到近40%。

由此可见, 信息技术产业下的两个子行业技术硬件与设备和软件与服务, 明显后者的增长势头强过前者。我们认为随着前几年通信设备硬件业的高速发展和我国信息化建设的深入, 多数企事业单位已经建立起了网络通信硬件平台, 新的需求相对较小。未来企业的竞争应该是集中于软件和服务方面, 如何提高软件产品的功能性和可靠性, 是竞争中的焦点。另外, 如果做到软件和服务的定制化、个性化, 同样是值得高度重视的问题。目前市面上的信息系统集成软件数量众多, 龙鱼混杂, 一般客户不是这方面的专家, 很有可能选择一套错误的方案, 影响信息系统的效果。如果供应商能了解不同客户个性化的需求, 提供合适的产品方案,

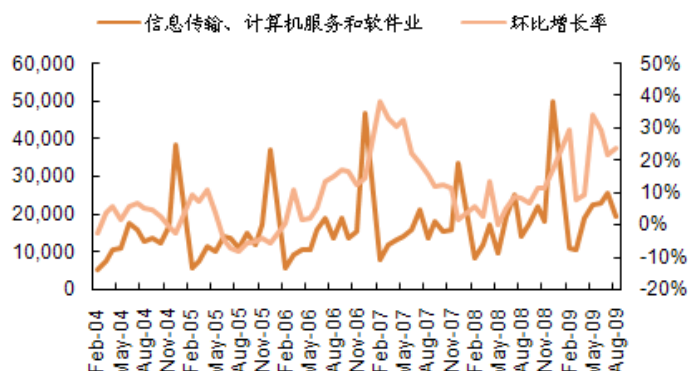
在市场竞争中就会占据领先的地位。

图 5 技术硬件与设备子行业固定资产投资增速下降（单位：百万元）



资料来源：CEIC，湘财证券研究所

图 6 软件与服务子行业固定资产投资增速加快（单位：百万元）

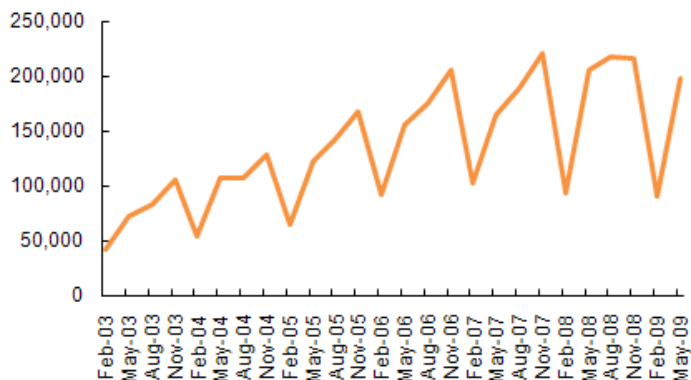


资料来源：CEIC，湘财证券研究所

周期性明显，第四季度将迎来销售旺季

从历史上来看，通信设备产品的销售有明显的季节性。一般来说第四季度的销售情况最好，第一季度最差。从数据上来看，每年第一季度销售收入只占全年总收入的约14%，而第四季度的占33%。这是由于通信设备产品的大客户诸如银行、医院、学校、政府机关和企事业单位有季节性的投资习惯。一般来说，大客户对通信设备产品的需求源自企业网络设施的建设和升级，企业购买的不单纯是交换机或路由器，而是包括布线、安装调试服务器和终端、安装应用软件及对用户的培训等一整套解决方案。加上大项目需要有招投标及严格的项目设计、验证、实施过程，一般客户不会选择在春节期间上马项目。同时项目预算的审批也是上半年紧下半年松，分销商会提前一个月备货。所以，一般来说一个项目的完成需要6~8个月左右的时间。以上诸多原因造成了通信设备制造业明显的季节性。

图 7 通信设备制造业具有明显的季节性（单位：百万元）



资料来源：CEIC，湘财证券研究所

竞争结构

通信设备行业上游为电子元器件、半导体集成电路、原材料供应商，下游为金融、医院、学校和电信运营商。生产流程大体分两步：首先是芯片级软件烧录与封装测试。首先从上游购买核心器件的CPU、主芯片、其他电子元器件，在核心芯片中写入系统软件，然后进行芯片的封装测试，将应用软件写入芯片中，用专用的测试软件测试芯片功能是否完善。第二步是将第一步中测试合格的芯片装配成整机，再进行老化测试和功能测试，最后再打包发货。

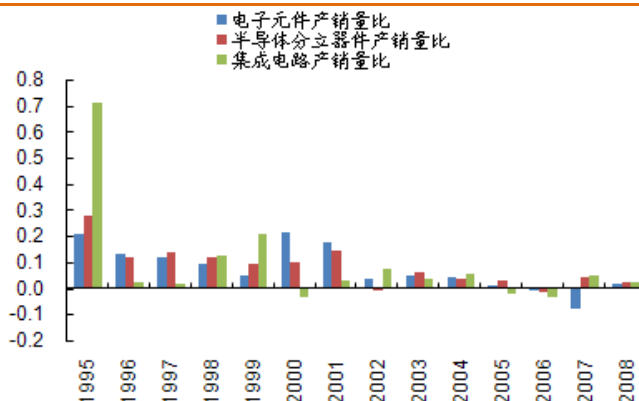
通信设备生产过程中最主要的原材料是半导体集成电路、半导体分立器件和其他电子元器件。半导体技术以摩尔定律为推动力，经历了40年的高速发展。目前行业竞争比较充分，除了核心技术外大多数技术透明，产品更新换代速度快。从产销比可以看出来，基本上每年该数值都大于1，表明产能相对过剩。此外，上游产品的毛利率低，电子元件业平均毛利率14.5%，半导体分立器件15.6%，集成电路12%。所以，通信设备业的上游厂商基本没有议价能力。

下游行业是具有信息化建设需求的企事业单位、政府、银行、医院、学校等组织机构。通信设备供应商数量众多，国外的企业也参与信息化建设项目的招投标，竞争激烈。相比较而言，下游客户的数量较少，有较强的议价能力。

除了上游的原材料和元器件供应商和下游的用户，市场上还存在一些合作者，包括外协工厂、合作研发机构，像代工厂、委托加工厂、应用软件和驱动程序开发业务外包。随着整个行业向专业化、协作化的方向发展，未来的业务分工会更加细致，企业间的合作会更加紧密。各个企业会对市场进行细分，抓住自己核心竞争力进行加强，同时剥离自己不擅长的业务。

总体上来说，来自通信设备制造业上游的压力较小，原材料涨价压力不大。但是下游的议价能力强，如何开拓市场和与客户建立长期合作关系是该类企业需要重点关注的问题。一个企业的赢利很大程度上决定于其产品的市场份额，和产品经营区域。我国发达地区的政府机关、企事业单位信息化程度比较高，相应业务量比较小，只有升级现有网络通信设备的需求，并无新装机需求。如果通信设备制造商能抢占内地和欠发达地区市场，将会在行业内竞争中占据领先地位。

图 8 上游厂商产能相对过剩（单位：百万元）



资料来源：CEIC，湘财证券研究所

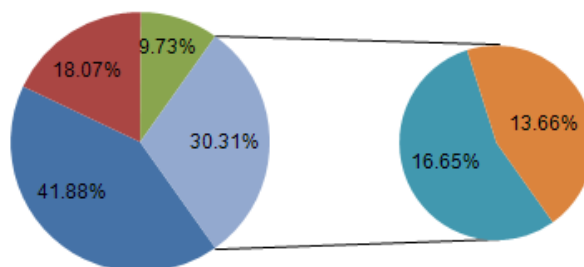
公司的竞争优势

市场定位清晰

公司主要从事三个领域的产品研发、生产、销售，他们是企业级网络设备、通讯产品、网络终端，通讯产品包括无线通和ADSL Modem。

图 9 主营业务收入结构

■ 企业级网络设备 ■ 网络终端 ■ 其他 ■ 通讯产品 ■ ADSL Modem ■ 无线通



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

公司紧紧把握行业发展动向，调整自己的经营思路、主营业务，逐步向高端、核心技术的掌握方面进行过渡和渗透。

(1) 公司的主营产品从中低端向中高端进行转变，逐步调整收入结构。目前在万兆、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。

(2) 公司产品的研发从外围技术向核心技术转移，坚持自主突破、自主创新。目前已经在十万兆IPv6核心路由交换机、USB映射技术、终端管理软件、外设共享服务器等技术领域中走在了世界前列。

(3) 在信息技术产业的高速增长点从硬件设备向软件服务的大背景下，公司积极调整自己的战略部署。主营业务的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。一方面可以提高公司的整体服务水平,实现向硬件、软件和服务的多元化产品结构平台的成功转变,另一方面有效提升了主营业务利润率。

在业务模式上,公司分析了母、子公司各自的竞争优势,安排各公司专注于自己擅长的业务。在技术专业领域进行详细分工,又在战略层面紧密结合。其中股份公司(母公司)从事通讯产品线的业务经营和与运营商相关市场的业务推展。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。股份公司(母公司)成立的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。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,主要客户定位于教育、金融机构。控股子公司升腾资讯专注于网络终端业务,目前是中国市场占有率第一的网络终端设备厂商。

公司清晰的市场定位和母、子公司之间优势业务的互补,增强了市场竞争力,对于占领市场先机大有裨益。

市场细分——企业级网络设备产品

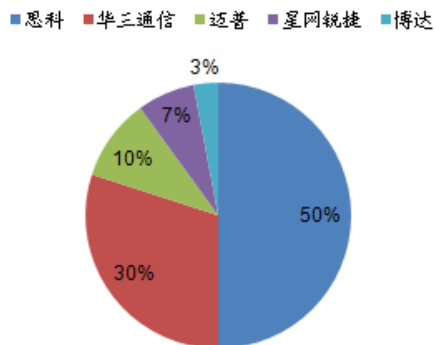
网络设备是搭建网络平台时用到的各种数据传输、交换设备,其中最主要的是交换机和路由器。网络设备又可以分为电信级和企业级。电信级网络设备市场,指应用于电信运营商领域的网络设备市场;企业级网络设备市场,指应用于非电信的各种类型企业的网络设备市场,包括政府、金融、电力、医疗、教育、制造业、中小企业等。公司现阶段定位于行业应用,暂未进入电信级产品市场。避开了与思科、华为、Juniper、朗讯-阿尔卡特等世界级通信产品供应商的正面竞争。

作为企业级网络设备产品的需求者,各企事业单位、政府机关有自身的业务模式和经营特点,形成一个个细分行业,每个行业都有自己的细分市场。其中政府、金融、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。

政府行业的用户特别注重网络设备的品牌,特别是安全性、稳定性。目前,思科、华三通信是国内这一市场的主要供应商。公司避开在大城市与这些知名品牌进行正面竞争,加大力度进行二线城市市场开拓。

金融行业的特点是数据量大,要求精确度高。需要信息系统在短时间内处理大量的数据和传递天量的信息。同时,银行为了提高服务水平,目前推出了各种语音服务、自助服务、网络服务,对信息系统的功能提出了多元化的要求。供应商必须紧跟市场变化,及时推出最新产品满足瞬息万变的市场变化。目前公司已经成为金融行业位列第四的设备供应商。

图 10 公司在金融行业市场份额名列前茅



资料来源:公司招股说明书,湘财证券研究所

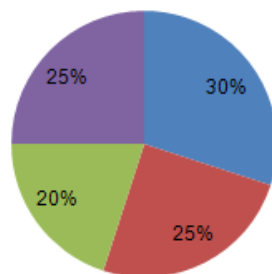
教育行业得益于国家“211”、“985”工程大力投资教育基础设施建设，信息化建设的需求不断加大。高校校园网是国内教育信息化建设的重点，其功能是将教学、科研、管理和服务纳入到校园网络的大平台上。将学校管理机构、图书馆、实验室、教师、学生的电脑终端联系到一起，实现教学、研究、图书馆藏资源网上共享，方便适用者随时查阅。同时还要和外部网络进行连接，获取最新的信息或与其他兄弟单位进行联网。高校信息化在速度上有越来越快的趋势，再加上近几年高校大规模扩招，学生数量与日俱增，校园网络需要不断升级和扩容。并且，为了更好的服务于学生和教职工，校园网络的功能也逐步拓展，与校食堂信息系统、超市消费系统、银行卡系统建立联系。

教育部科技发展中心于2004年底组织发起的“2004年高校教育信息化建设与应用水平调查”结果显示，超过92%的高校已建校园网，其中拥有1000M主干带宽的高校已占调查总数的64.9%，2005年一些综合类大学和理工类院校将率先升级到万兆校园网。目前高校教学、科研、行政办公等已经基本上全部联入校园网，这个比例在综合类大学达到了100%。多数高校的教室也提供了校园网接入服务，74.3%的高校已将学生宿舍接入校园网。目前，随着互联网信息量的加大和高校科研教学对互联网带宽的要求不断提高，很多高校均开始向1万兆比特带宽的校园网进行升级。

公司是最早进入高校信息化建设行业的企业之一，经过数年的积累，目前已形成了强大的行业品牌优势和突出的性价比优势。在2005年第三届中国电脑教育年会上，被授予教育行业“网络产品首选品牌”的荣誉称号，目前市场占有率第一。据赛迪研究的统计，行业客户在网络解决方案的选择过程中有21%是基于同行业其他用户的经验推广。目前，公司的网络设备市场覆盖率在211工程学校里占的比例是最高的，211高校是整个教育市场最具有示范意义的客户群，因此公司不仅在当前占领了市场先机，未来的成长潜力和市场影响力也不容小觑。

图 11 公司在教育行业的市场份额排名第一

■ 星网锐捷 ■ 华三通信 ■ 思科 ■ 其他



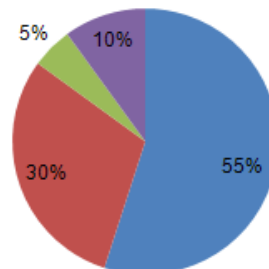
资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

网吧行业网络产品竞争激烈。目前国内网吧数量多而杂，经营水平有较大差距。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。

医疗行业有其特殊性，对数据的传输稳定性和可靠性有非常严格的要求。目前该行业处在成长期，大规模信息化的建设开始不久，市场份额还不够稳定。相信随着未来数字化医疗设备的研发和推广，市场容量将进一步扩大。

图 12 公司在医疗行业市场份额第三

■恩科 ■华三通信 ■星网锐捷 ■其他



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

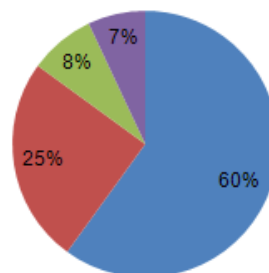
市场细分——网络终端

公司经营的网络终端产品是瘦客户机。所谓瘦客户机是基于PC工业标准的小型专用商用PC，它一般没有硬盘、光驱和扩展槽，主要通过网络服务器获取资源，应用程序和数据都存储在服务器上。各种工程计算、图形处理都通过服务器完成，数据信息的交互通过网络来进行。

受到金融危机的影响，2008年PC市场经营惨淡，但是瘦客户机却一枝独秀。这是由于瘦客户机的客户群主要来自金融、电信、教育等行业，这些行业出于自身生存和发展的需要，必然要保持对瘦客户机的一定需求，需求相对具有刚性。根据赛迪顾问的预测，到2010年我国瘦客户机市场将达到67.4万台，年复合增长率18%。

图 13 瘦客户机市场结构

■金融 ■政府 ■海外市场 ■其他

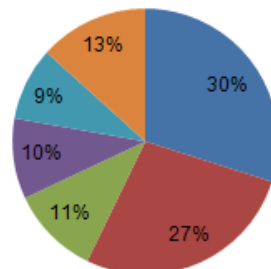


资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

公司的控股子公司升腾资讯是中国最早从事瘦客户机研发、生产和销售的企业之一，是微软、Intel、AMD等公司重要的合作伙伴。截至2006年，升腾资讯在中国瘦客户机市场排名第一。在瘦客户机应用最广的金融行业，升腾资讯的市场规模达到31%，位居业内第一。从2005年开始，公司在基于Windows操作系统的瘦客户机市场占有率一直保持在50%以上。

图 14 瘦客户机市场份额分布

■ 升腾资讯 ■ 实达外设 ■ 国光信息 ■ 长城信息 ■ 新大陆 ■ 其他



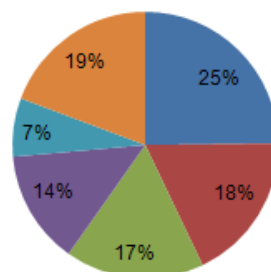
资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

市场细分——通讯产品

公司的通讯产品包括无线通和ADSL Modem。无线通是基于移动网络（GSM/CDMA）的无线接入设备系统，包括无线商话、无线公话和行业移动应用终端三大类。该类产品受移动运营商的政策、业务发展策略影响比较大。公司进入该行业时间较长，与电信运营商建立起了良好稳定的合作关系，再加上专业性和技术优势，占据了该市场较大的份额，目前排名第二。

图 15 无线通市场竞争格局

■ 厦门敏讯 ■ 星网锐捷 ■ 德赛电子 ■ 鑫诺通讯 ■ 厦门实达 ■ 其他



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

ADSL是用户接入宽带网络众多技术中的主流技术。ADSL硬件设备一般包括用户终端设备ADSL Modem和局端设备DSLAM，前者是目前接入宽带最主流的终端设备。公司专注于ADSL Modem的研发和制造，目前市场占有率排名第五。

市场细分——新兴领域

为了丰富产品结构，满足新兴市场的需求，公司结合自身在通讯技术和网络技术方面的优势，开发出了涵盖电子支付、视频传播、统一通信、餐饮娱乐等新兴行业的信息系统。

其中固网支付终端系统（ePOS）解决了现有银行卡支付终端的普及率低，应用门槛高的问题，扩大了电子支付应用的领域和范围。于2006年成为全国唯

——一家通过了中国银联总公司《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，处于行业领先地位。

此外公司还推出了联网信息发布系统（DMB）。该系统是一种以网络为平台的新型数字信息传输和视频播放系统，目前已经应用于上海电信的网上营业厅、银行营业厅和上海市中心的电话亭等项目。目前，公司在该新兴子行业处于优势地位。

产业政策给公司带来竞争优势

目前，我国信息化建设处于高速发展期，国家的一系列战略部署和扶持政策，为从事信息产业的公司带来了前所未有的发展良机。在《2006-2020年国家信息化发展战略》、信息产业“十一五”规划和产业结构调整指导目录(2007年本)中均把信息技术产业作为我国重点建设的行业之一，这必将产生新一轮的信息化和设备采购浪潮，为相关网络、通信、终端设备厂商带来巨大的新增市场容量。

表 3 产业政策及其对公司的影响

产业政策	具体条款	对公司的影响
《2006-2020年国家信息化发展战略》	提升金融服务水平；提高教育系统信息化水平；加强医疗卫生信息化建设；提高我国农村信息化建设程度	更加巩固企业级网络设备产品在金融、教育、医疗行业中的优势地位；给公司无线通产品带来更广阔的盈利空间
信息产业“十一五”规划	进一步提高网络带宽，积极发展有线、无线等宽带接入网	为公司无线通产品和ADSL Modem产品市场提供了广阔的发展空间
产业结构调整指导目录(2007年本)	鼓励类产业：宽带网络设备制造及建设；电子商务和电子政务技术及系统开发与应用；计算机系统服务	公司主营业务均属于国家鼓励类

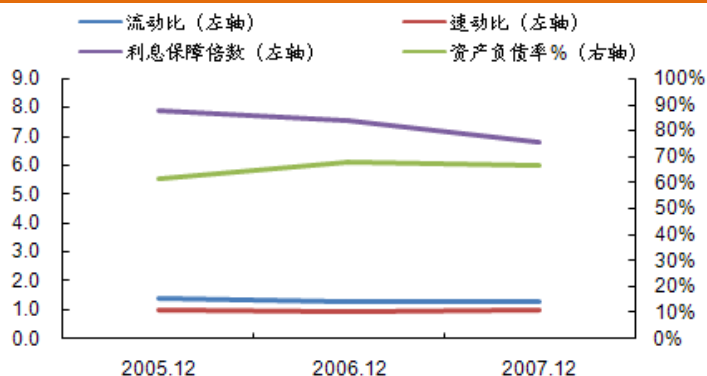
资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

财务状况分析

偿债能力

公司各项偿债能力指标较为合理，偿债能力较强，除了资产负债率较高。主要原因是公司处于高速发展期，随着经营规模的扩大，资金需求量也随之加大，存货和应收账款等资产相应增加，导致流动负债较多。另外一个原因是公司收入受到电信、教育、金融等行业招投标规定的影响，在销售环节需要开具大额且时限较长的各种销售保证金。此外，随着公司销售规模和采购规模的增长，向银行申请开具银行承兑汇票的保证金也相应增加。公司必须增加相应贷款来弥补流动资金的不足，进而造成负债过多。

图 16 公司偿债能力指标



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

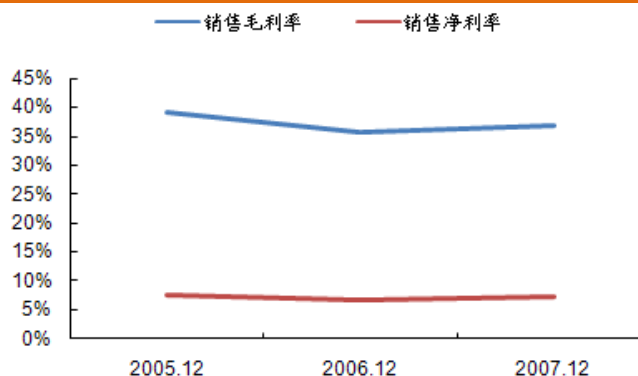
盈利能力

报告期内，公司主营业务收入快速增长。05、06、07主营业务收入年复合增长率为40.61%。其中收入贡献最大的是企业级网络设备，约占41%。瘦客户机、无线通和ADSL Modem的贡献率分别为18%、16%和15%。

公司主营业务的行业应用主要集中在教育、金融和电信运营领域。来自教育行业的业务收入比例最大，主要原因是公司通过企业级网络解决方案成功的案例在教育系统内建立起了良好的口碑。通过学校之间的推荐，公司进一步稳固并扩大了自己的市场占有率。公司在电信运营方面的业务收入位居第二，主要原因是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，多年来与运营商良好的合作关系保证了这两类产品销售的稳定增长。金融行业方面的业务收入位居第三且呈增长趋势，主要原因是公司不断向金融行业的中高端领域拓展，市场份额大幅提升，同时公司瘦客户机业务的市场占有率位居金融行业之首。除了公司主打的三大类产品外，公司及时把握应用领域的市场机遇，积极介入ePOS、DMB等新兴应用产品，目前这些新产品销售正呈现良好的增长势头。

从毛利率方面来看，企业级网络设备和瘦客户机的毛利率最高。主要原因是前者的产品具有定制化、个性化的特点，客户一般都是比较大的企业集团或医院学校，他们更关注整个解决方案的有效性和稳定性，对价格的敏感性比较低，所以公司在这块业务上能够保持较高的毛利率。瘦客户机市场容量小，但比较稳定，行业内毛利率基本维持在25%左右。公司的综合毛利率从05年到07年略有下降，分别为39.2%、35.6%和36.9%，但比较稳定。

图 17 公司盈利能力指标



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

募投项目

公司本次拟发行4400万股，募集资金主要投向网络、通讯、终端产品马尾生产基地建设项目；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的研发与生产项目，计划分别在3年、2年和2年内完成投资。

公司的马尾生产基地建设项目计划完成后形成年产约36万台网络设备、26万台网络终端的生产能力，缓解目前公司产能不足的问题。从长远来看，公司的主营业务之一企业级网络设备需求量将会持续增长。首先，电信运营商的战略转型、邮政体制改革、电子政务、数字城市等一系列重大行业发展项目的实施，必将产生新一轮的IT设备采购浪潮，为相关网络、通信、终端设备厂商带来巨大的新增市场容量。其次，以NGN（下一代网络）为标志的网络技术革新会带来100亿元的网络通信产业市场。再次，随着网络设备自身的升级，每3~5年都会有稳定的新增需求。此外，中国的瘦客户机应用迅速普及。根据赛迪顾问研究结果，2005年中国瘦客户机销售量为28.2万台，与2004年相比增幅为18.0%；2006年销量为33.6万台，同比增长19.1%；预计到2010年，瘦客户机总销量将达到67.4万台，市场前景十分广阔。

公司的固网支付终端和系统产业化项目是在固网运营商开始把目光瞄向支付业务领域的大背景下提出来的。固网支付终端的功能是将普通话机终端与POS终端结合起来，成为新型固网信息终端，从而在现有综合信息平台上提供各类支付业务。根据赛迪顾问研究，到2006年年底，全国固网支付终端的投放数量已经达到10万台，覆盖用户群体50万以上；2007年，运营商将会继续加大终端的投入，全年有望达到40万台；预计到2010年，固网支付终端市场将达到600万台的规模，覆盖1.2亿用户。该项目完成后，公司将有能力在现有产品基础上开发全系列固网支付系统，实现全年支付终端产品30万台、固网支付平台系统10套的产能。

联网信息发布系统（Digital Multimedia Broadcasting, DMB）是一种以网络为平台的新型数字信息传输和视频播放系统。通过网络，信息得以实时发布，待播节目能实现远程传播。目前国内DMB系统尚处于试点推广阶段，随着流媒体技术的不断发展和无线技术的成熟，DMB在电信、金融营业厅、户外媒体、医院、机场、车站等交通。

风险因素

报告期内公司的子公司星网锐捷软件、锐捷网络、升腾资讯、星网视易和上海爱伟迅生产的软件产品享受增值税即征即退的税收优惠政策。2005年、2006年和2007年公司合并报表中的增值税退税款分别为756.65万元、1541.44万元和2815.45万元，占同期净利润的比例分别为15.55%、25.39%和31.68%，占同期归属于母公司所有者的净利润的比例分别为26.05%、38.07%和46.46%。软件产品增值税退税政策期限届满后，公司若不能继续享受上述优惠政策，将会对业绩产生较大影响。

此外，公司大客户采购产品有一致性，公司产品的销售对象较为集中。如果在业内做出名气，产生品牌效应，对未来业务的开展大有裨益。但如果客户的业务发展战略、采购政策或者这些客户与公司的业务关系发生重大变化，可能会对公司的该类业务构成重大影响。

盈利预测与估值

基本假设

主营业务增长率：我们认为，随着行业通信需求的增长和技术升级，企业级网络设备市场仍将保持稳定的增长。瘦客户机由于其成本优势，在金融、银行、电信和某些行业中有较强的竞争力，预计作为该行业的龙头，公司的瘦客户机业务将保持高速的增长。

综合毛利率、期间费用等：我们认为网络设备产品行业竞争较为激烈，企业级网络设备、ADSL Modem和客户机产品毛利率近几年一直处于缓慢下行的态势，我们认为这一趋势随着技术的推进和市场竞争更加充分会继续维持。无线通产品毛利率有小幅提升是由于无线上网普及和中移动全业务资格带来的发展契机。

所得税税率：假设公司能够继续获得高新技术企业认定，按企业所得税税率15%计算缴纳。

根据上述假设，EPS预计在09、10、11年分别为0.79、1.03和1.29元。

估值

估值方面我们采用PE估值法。参考2010年A股上市技术硬件与设备类公司PE预测的中位数为37.7倍，我们给出公司2010的PE区间为34~40倍，对应合理价值投资区间26.7~31.5元。

表 4 技术硬件与设备类公司估值预测

证券代码	证券简称	PE (2010E)
000066.SZ	长城电脑	21.69
600734.SH	实达集团	22.38
002152.SZ	广电运通	23.60
000021.SZ	长城开发	29.46
002177.SZ	御银股份	30.39
002236.SZ	大华股份	35.00
002197.SZ	证通电子	37.47
000748.SZ	长城信息	37.71
600100.SH	同方股份	38.09
002312.SZ	三泰电子	50.07
300042.SZ	朗科科技	51.80
002308.SZ	威创股份	53.84

600601.SH	方正科技	55.38
002268.SZ	卫士通	61.60
002376.SZ	新北洋	63.22
中位数		37.70

资料来源: Wind, 湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1062	2367	2715	3171	营业收入	1724.7	2201.6	2762.4	3392.2
现金	364	1419	1548	1738	营业成本	1013.0	1284.8	1606.6	1957.6
应收账款	360	502	612	759	营业税金及附加	2.9	4.1	4.9	6.1
其他应收款	19	27	33	40	营业费用	326.9	412.1	511.0	623.5
预付账款	37	30	41	53	管理费用	239.9	302.4	375.0	457.5
存货	278	379	471	569	财务费用	13.5	-14.8	-27.3	-31.2
其他流动资产	4	8	9	11	资产减值损失	3.0	3.5	3.3	3.3
非流动资产	179	263	325	371	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	43	34	37	36	投资净收益	2.4	2.3	2.3	2.3
固定资产	106	205	268	318	营业利润	127.9	211.8	291.1	377.6
无形资产	19	18	15	13	营业外收入	53.3	51.6	52.2	52.0
其他非流动资产	10	6	4	3	营业外支出	2.0	1.8	1.9	1.8
资产总计	1240	2629	3040	3541	利润总额	179.2	261.6	341.4	427.8
流动负债	649	735	854	991	所得税费用	16.2	39.2	51.2	64.2
短期借款	65	114	98	103	净利润	163.0	222.4	290.2	363.6
应付账款	219	259	334	406	少数股东损益	56.8	84.3	109.4	137.4
其他流动负债	365	361	422	482	归属母公司净利润	106.3	138.05	180.79	226.27
非流动负债	25	20	21	21	EBITDA	159.3	222.9	305.0	401.1
长期借款	8	8	8	8	EPS (元)	0.81	0.79	1.03	1.29
其他非流动负债	17	11	13	12	主要财务比率				
负债合计	674	754	875	1012	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	138	223	332	469	成长能力				
股本	132	176	176	176	营业收入	30.8%	27.7%	25.5%	22.8%
资本公积	1	1043	1043	1043	营业利润	107.1%	65.6%	37.4%	29.7%
留存收益	296	434	615	841	归属于母公司净利润	53.6%	29.9%	31.0%	25.2%
归属母公司股东权益	427.83	1652.67	1833.46	2059.73	获利能力				
负债和股东权益	1240	2629	3040	3541	毛利率(%)	41.3%	41.6%	41.8%	42.3%
现金流量表					净利率(%)	6.2%	6.3%	6.5%	6.7%
单位:百万元					ROE(%)	24.8%	8.4%	9.9%	11.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	52.5%	30.4%	32.3%	33.8%
经营活动现金流	347	13	220	252	偿债能力				
净利润	163	222	290	364	资产负债率(%)	54.3%	28.7%	28.8%	28.6%
折旧摊销	18	26	41	55	净负债比率(%)	10.83%	16.24%	12.11%	11.01%
财务费用	14	-15	-27	-31	流动比率	1.64	3.22	3.18	3.20
投资损失	-2	-2	-2	-2	速动比率	1.21	2.71	2.63	2.62
营运资金变动	153	-213	-83	-132	营运能力				
其他经营现金流	2	-5	2	-1	总资产周转率	1.53	1.14	0.97	1.03
投资活动现金流	-44	-109	-102	-98	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	21	120	100	100	应付账款周转率	5.80	5.37	5.42	5.29
长期投资	-25	-9	3	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-48	2	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.79	1.03	1.29
筹资活动现金流	-189	1151	11	37	每股经营现金流(最新摊薄)	1.98	0.07	1.25	1.43
短期借款	-148	49	-16	5	每股净资产(最新摊薄)	2.44	9.42	10.45	11.73
长期借款	-1	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	44	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	1043	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-40	15	27	31	EV/EBITDA	-1	-1	-1	-0
现金净增加额	114	1055	129	190					

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。