

评级: 强烈推荐

网络设备

深度研究

第一创业研究所
 郭强 S1080209110064
 联系人: 叶彦斌
 电 话: 0755-8248 5035
 邮 件: yeyanbin@fcsc.cn

星网锐捷 (000063)

——踏上电信级产品的星光大道

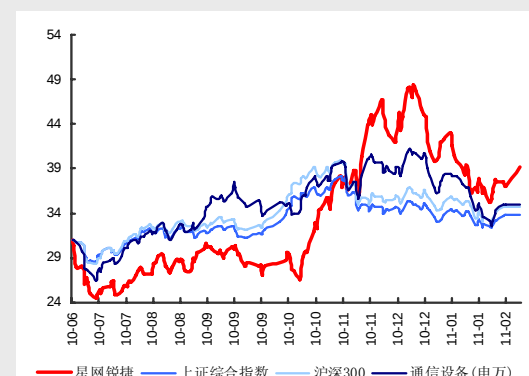
交易数据

52 周内股价区间 (元) -
 总市值 (百万元) 6492.85
 流通股本 (百万股) 44.00
 流通股比率 (%) 25.1%

资产负债表摘要(06/09)

股东权益 1501.64
 每股净资产 8.55
 市净率 4.32
 资产负债率 23.00%

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

《移动互联网改变人们生活方式的革命-移动互联网投资策略
 略 1 即 2011 年投资策略》 2011.1

要点:

- 传统企业网三强，突破中国移动电信级产品集采** 2010 年公司主营产品交换机成功中标中国移动二、三层集采，所获份额排名第一，高于华为、中兴、烽火、迈普等传统友商。公司为传统企业网络设备领域三强之一，主营产品为企业网级的交换机和路由器，主要客户是教育和金融领域，长期以来徘徊于电信运营商以外，此次集采使得公司成功突破主流电信运营商，主营网络设备产品成功晋级电信级。
- IPv6 助推公司撬动电信运营商** 十二五规划明确重点建设下一代互联网核心设备 (IPv6)，2011-2012 全球 IPv4 地址即将耗尽，2011 年是中国 IPv6 重点建设的关键年，公司长期耕耘 IPv6，借助在教育网市场份额第一的行业优势成功撬动电信运营商，中标中国移动 IPv6 路由器和交换机设备集采，2011 年随着 IPv6 市场规模启动，公司具有先发优势。
- 2011 年 WLAN 直接受益移动互联网规模投资机会** 在中国移动 WLAN 集采招标，公司是唯一同时中标 802.11n 和 802.11g 设备的厂商，成为中国 WLAN 市场的领跑者。WLAN 是 3G 的有效补充，直接受益于移动互联网规模投资机会，2011 年中国市场迎来 WLAN 建设高峰元年，未来五年增长速率将达到 30-35%，预计 2011 年中国 WLAN 市场规模突破 100 亿元。
- 信息化直接推动企业级网络设备持续增长** 十二五规划中行业信息化建设仍是重点方向之一，在此背景下，企业级网络设备升级换代行情依旧景气，整体市场需求仍能保持持续增长，网络设备市场规模约在 15-20%，公司为企业网传统三强之一，尤其是教育网领域，市场份额第一，将进 30%，公司在行业信息化过程中高度受益。
- 风险提示** 市场竞争加剧，导致行业毛利率下降，电信运营商集采招标无法及时完成。
- 强烈推荐评级** 测算公司 2010~2012 年 EPS 分别为: 0.84 (44.1X)、1.20 (30.9X)、1.72 (21.5X) 元，我们坚定看好公司中长期的发展前景，给予强烈推荐。

单位: 万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	131,845	172,467	211,480	283,960	375,784
同比 (%)	5.5%	30.8%	22.6%	34.3%	32.3%
营业毛利	54,281	71,166	90,344	122,170	162,568
同比 (%)	16.3%	31.1%	26.9%	35.2%	33.1%
归属母公司净利润	6,917	10,626	14,743	21,000	30,172
同比 (%)	14.1%	53.6%	38.7%	42.4%	43.7%
总股本 (万股)	17,553.0	17,553.0	17,557.4	17,557.4	17,557.4
每股收益 (元)	0.39	0.61	0.84	1.20	1.72
ROE	21.5%	24.8%	9.4%	11.9%	14.6%
P/E (倍)	93.9	61.1	44.1	30.9	21.5



目 录

1、踏上电信级产品的星光大道	3
1.1、集中发力，突破电信级	3
1.2、企业级网络设备传统三强，力抗华为、中兴	4
2、IPv6 助推公司撬动电信运营商	9
2.1、电信业的 2012--IPv6 规模投资机会	9
2.2、凭借教育网优势地位撬动电信运营商	13
3、“管”“端”“云”移动互联时代的直接受益者	15
3.1、技术优势驱动公司成为中国 WLAN 市场的领跑者	15
3.2、企业网领域风云再起，网络设备空间巨大	17
3.3、瘦客户机市场份额第一，受益“云”发展	20
4、盈利预测、投资建议以及风险	23
4.1、盈利预测	23
4.2、投资建议：强烈推荐	25



星网锐捷为中国企业级网络设备厂商传统三强之一，长期以来主要客户为教育网和金融行业，2010 年底公司加强对电信运营商的市场开拓和研发技术提升，集中突破以中国移动为代表的主流电信运营商，在传统主营产品交换机，WLAN 设备以及 IPv6 设备等领域均取得不俗成绩。

2011 年中国开启移动互联网时代建设元年，同时也是十二五规划开年第一年，公司直接受益移动互联网规模投资机会。我们认为公司除了在传统企业级产品领域，同时在电信运营商规模开启、重点建设下一代互联网 IPv6 和无线城市 WLAN 中充分受益。

1、踏上电信级产品的星光大道

1.1、集中发力，突破电信级

斩获中国移动二、三层交换机集采最大份额

2010 年 12 月，中国移动二层交换机和低端三层交换机设备集采招标公布，公司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、迈普和烽火等其他友商。按照框架协议约定，公司将在 2011 年度向中国移动各省公司提供交换机产品和服务。

从 2000 年开始公司推出第一台的接入交换机，2002 年推出第一台的高端交换机，凭借多年来的持续研发投入和自主创新，公司交换机产品线已经发展成为全面涵盖十万兆、万兆、千兆、百兆等不同档次不同级别的最为丰富的交换产品系列，全面满足各行业网络建设的产品需求。此次集采招标公司重点为为中国移动提供了基于业务应用场景的客户化解决方案，此次集采份额排名第一，说明公司在商务、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，成功突破电信级。

全线入围中国移动 WLAN 集采，唯一中标 802.11n 和 802.11g

2010 年底公司全线入围中国移动 WLAN 集采，并且是唯一一家同时中标 802.11n 和 802.11g 设备的专业数据通信设备厂家。

公司具有基于全系列自主研发的数通产品（交换机、WLAN、防火墙、软件等），公司是在数据通信领域能够同时提供行业解决方案和运营商整网解决方案的厂商之一。同时，星网锐捷是国内少数几个拥有自主研发产品的 Wi-Fi 国际联盟成员，在 WLAN 领域具有多年自主研发和网络建设经验。基于对移动网络和数据网络 IP 化、融合化趋势的深入理解，公司是 2010 年 12 月份由中国移动举办的 2010 年移动互联网论坛 WLAN 分论坛上唯一受邀出席并演讲 WLAN 设备厂家。



有别于其他行业，电信行业使用网络设备的目的是提供社会公共网络通信服务，电信运营商对于所采用的设备不仅附带有极高的设备技术性能要求，更需要保证整个复杂的通信网络系统的稳定性以及设备之间的匹配性。受到技术全面性和技术先进性的约束，电信级设备一直为实力强大的少数行业巨头所垄断：思科、华为、Juniper、中兴等。

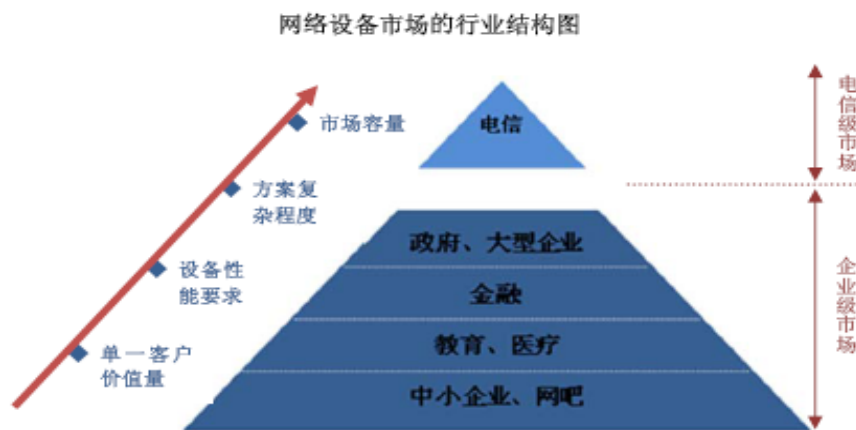
公司一直以来定位为专业的企业级网络设备提供商，专注于产品的行业应用，此次规模进入电信级产品市场，不仅昭示公司产品的研发技术水平获得电信运营商的高度认可，也表明公司在产品服务、市场开拓等电信级网络设备整体解决方案的能力大幅度提升。

1.2、企业级网络设备传统三强，力抗华为、中兴

网络设备是指构建整个网络所需的各种数据传输、交换设备，其中最主要的是交换机和路由器。

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 1：企业网市场空间巨大



数据来源：公司公告、第一创业研究所整理

附注：

交换机是一种基于网卡硬件地址识别的可以完成封装转发数据包功能的网络设备，交换机的功能是在给定区域内将数据发送到特定的地址，根据性能用途，交换机可以分为接入层交换机、汇聚层交换机和核心层交换机。此外按照功能扩展的方式，交换机可以细分为模组



交换机（通过插入新模块实现更多的功能）和可堆叠式交换机（可以通过交换机堆叠升级性能）。

路由器是一种连接多个网络或网段的网络设备，它能将不同网络或网段之间的数据信息进行“翻译”，以使它们能够相互“读”懂对方的数据，从而构成一个更大的网络。路由器的功能是在一个较大范围内管理网络的传输，根据性能用途可以分为核心路由器（远距离高速路由器）、边缘路由器（给定区域内管理网络传输）和接入路由器（将本地传输接入互联网）。

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。

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。

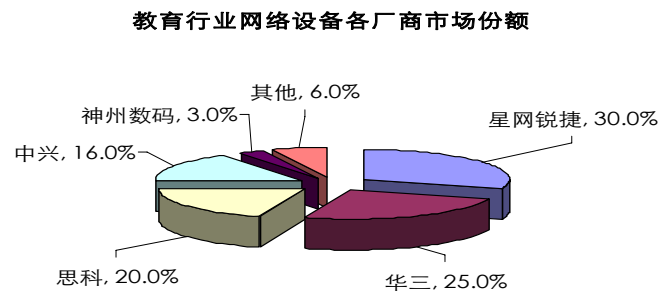
近十年来，受国家“211 工程”、“985 工程”对教育投入增长的驱动，教育行业市场持续增长。教育信息化建设分为三类：高校校园网、校校通和教育骨干网。截止至 2005 年底，我国约 90% 的高校，60% 的中小学，35% 的中职学校已基本建成了校园网络。截至 2006 年底，全国范围内已有 97 所高校建设了真正部署万兆链路的万兆校园网，其他高校的校园网，也已经陆续进入升级换代阶段。据赛迪研究的统计，行业客户在网络解决方案的选择过程中有 21% 是基于同行业其他用户的经验推广，公司的网络设备市场覆盖率在 211 工程学校里占的比例是最高的，211 高校是整个教育市场最具有示范意义的客户群，因此公司不仅目前在教育市场占有率领先，而且在未来的成长潜力和市场影响力也超过其他厂商。

公司是最早进入教育行业信息化市场的网络设备提供商之一，抓住教育行业市场的可持续发展机遇，投入了优势的研发力量，开发教育行业定制化解决方案，解决了该行业困扰多年的计费和管理难题。

公司在教育行业已经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，公司被授予教育行业“网络产品首选品牌”的荣誉称号。该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，是潜在的竞争对手。



图表 2: 教育行业网络设备各厂商市场份额



数据来源: 公司公告、第一创业研究所整理

金融行业

因金融行业自身显著的本质特征,使得金融业是最需要信息化的行业之一,如何加强互联网在新的运营架构中的作用,如何应用网络进行创新提高金融行业竞争力,提升客户体验,已经成为金融企业关注的核心问题。金融业网络建设的最终目的是怎样更快地应对市场变化,尽快推出新业务,从而获得更高的市场占有率。银行要开拓中间业务作为收入来源,服务种类繁多,必须拥有能够支持上千种服务和应用的融合网络平台,将各种新的应用通过统一集中的网络平台加以实现。依靠健全的沟通平台,金融企业可以在瞬息万变的市场中准确了解客户信息,把握业务创新和转型机遇,提高客户满意度,抓住终端客户。

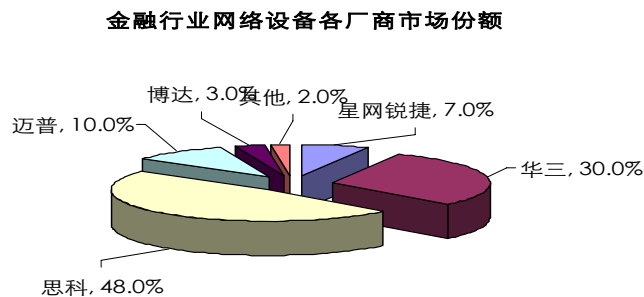
金融行业市场最为关注的是网络设备提供商能否提出创新的解决方案,协助自己提升行业竞争力,提高客户满意度。出于对设备系统性能稳定性的要求,金融行业市场倾向于采用成熟品牌的设备系统,品牌门槛相对较高。

公司在对金融行业市场目标主要针对众多的金融网点等金融行业基础部门。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。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。

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。按照出厂价格口径估算,金融行业的单纯网络设备市场容量约为每年 10 亿元人民币。



图表 3: 金融行业网络设备各厂商市场份额



数据来源: 公司公告、第一创业研究所整理

政府以及大企业行业

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。按照出厂价格口径估算, 金融行业的单纯网络设备市场容量约为每年 10 亿元人民币。

政府机构以及大型的企业机构拥有的分支机构地域分布较广, 分支机构数量特别多, 各种信息沟通和管理需求较为复杂, 网络设备市场需求旺盛。按照出厂价格口径估算, 政府行业的单纯网络设备市场容量约为每年 15 亿元人民币。政府行业(包括大企业)市场是本公司重要的目标市场。

为了利用互联网提高运行效率并改进服务, 政府的网络基础设施较为强调可管理性、安全性、无线性能和可靠性, 面向公众、企业、政府和公务员提供信息技术支持, 通过实现政务系统的电子化, 提升政府的智能、效能。

该行业市场的主要特征是: 政府行业用户特别注重网络设备的品牌, 对于价格较不敏感, 新的市场进入者需要通过积累成功的案例, 逐步建立行业内的品牌。

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城市市场, 建立行业品牌, 逐步向中心城市渗透。2008 年, 公司网络设备入围 2008 年政府协议采购项目。

该行业市场的集中度较高, 思科、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目前的市场份额都还比较小。

网吧以及医疗行业等

目前网吧行业市场的特点是小、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”。

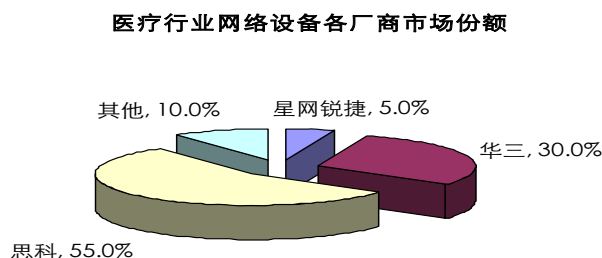
网吧行业设备市场目前被 TP-Link、D-Link、华三通信、星网锐捷、侠诺、飞鱼星等品牌瓜分，在这些厂商中，只有星网锐捷和华三通信因为拥有提供整网解决方案的能力而占据了中高端市场，中低端市场则由其他品牌占据。近三年，公司在该行业市场的年平均销售额超过 3600 万元。

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。

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。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。

医疗行业市场份额的结构还不稳定，目前思科约占 55%，华三约占 30%，本公司约占 5%。

图表 4：医疗行业网络设备各厂商市场份额



数据来源：公司公告、第一创业研究所整理



2、IPv6 助推公司撬动电信运营商

2.1、电信业的 2012--IPv6 规模投资机会

全球电信业的 2012—IPv4 地址即将耗尽

全球 IPv4 地址耗尽日期预测：

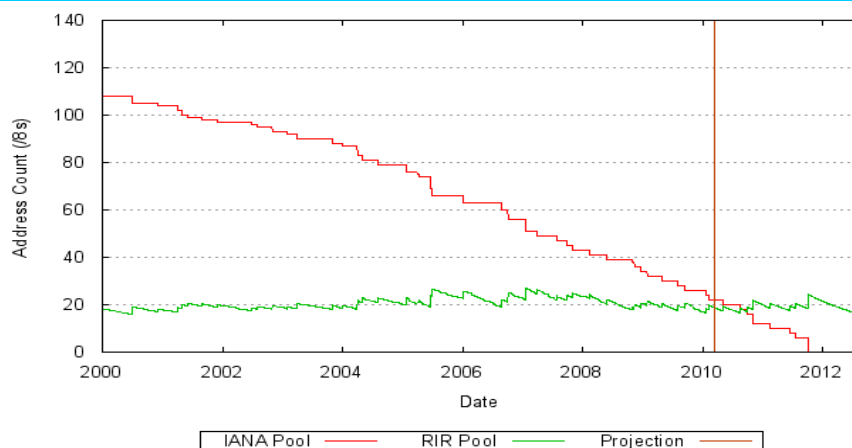
IANA: 2011 年 10 月；地区代理: 2012 年 8 月；中国电信: 2013 年 3 月。

附注：

IANA: The Internet Assigned Numbers Authority, 互联网数字分配机构, 是负责协调一些使 Internet 正常运作的机构。

RIR 地区代理: 全球现有 4 个地区性互联网注册管理机构 (RIR Pool)。

图表 5: 电信业的 2012-IP 地址即将耗尽



数据来源: IANA2010.1、第一创业研究所整理

更为严重是, 截至目前全世界约 45 亿个 IP 地址只剩下 6%, 码址资源正面临枯竭。中国的情况更为严重, 美国获得了 67% 的 IPV4 的地址, 每个人有 9 个 IP 地址, 中国每个人只有 0.06 个地址。

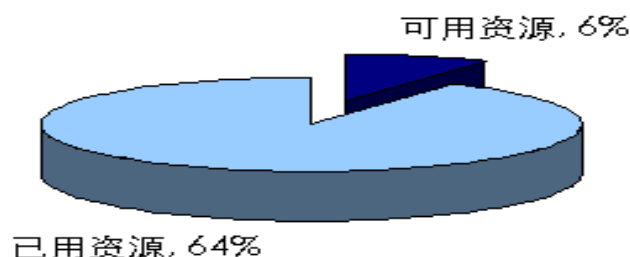
中国 IP 地址现状:

中国电信现有地址 8700 万, 近两年年消耗约 1700 万, 预计未来可申请约 4000 万, 地址总量达 1.3 亿左右, 2010 随着物联网以及移动互联网的快速发展, 预计耗尽时间节点有可能大大提前来临。



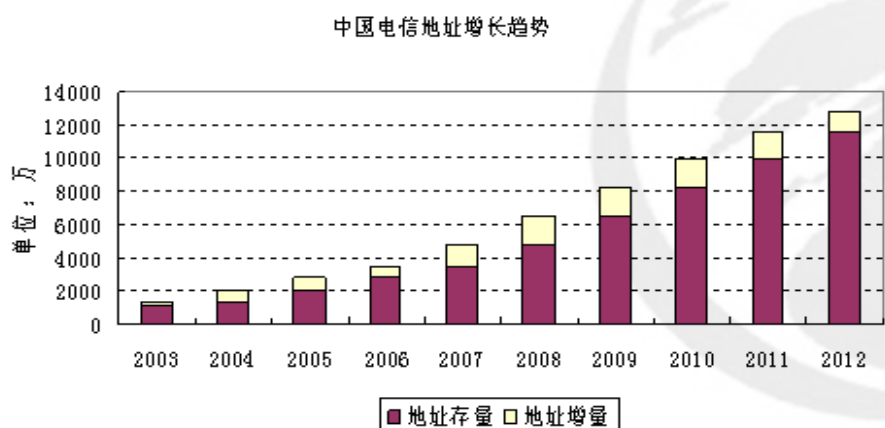
图表 6: 2011 年全球 IPv4 地址资源仅剩 6%

2011 年全球 IPv4 地址资源仅剩 6%



数据来源: IANA2010.10、第一创业研究所整理

图表 7: 中国 IP 地址发展现状



数据来源: 中国电信 2010.6、第一创业研究所整理

IP 地址稀缺制约“管”“端”“云”移动互联网的高速发展

码址资源即 IP 地址是物联网发展的基础性战略资源。发展物联网不是仅有传感器、电子标签就行的, 其最基本的战略需求是要有充足的、大量的码址资源。没有 IP 地址的支撑, 无论是物与物的连接与互动, 还是物与人的连接和互动, 都无法实现。

物联网是 IP 地址的高需求者, 以上海世博会应用为例, 仅浦东机场的电子围栏就消耗掉码址资源 20 万个, 为迎接世博会对现有的市民液化气钢瓶安装电子标签用掉 IP 地址 115 万个, 铁路部门对现有 55 万节车皮全面安装电子标签又用掉 55 万个。

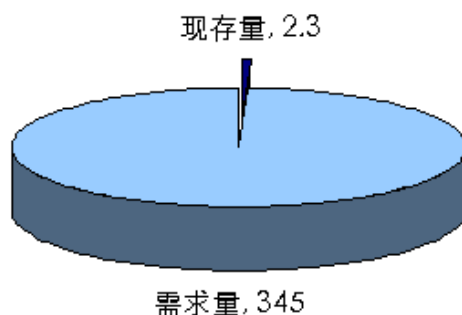
据工信部预测, 未来五年我国 IP 地址需求量将激增, 其中桌面互联网需求为 5 亿个, 移动互联网需求为 10 亿个, 物联网需求为 100 亿个。按照 IP 地址 33% 的利用率来推算, 我国未来 IP 需求量将达到



345 亿个。而我国目前仅有 2.3 亿个 IPv4 地址，显然无法满足 IP 地址高速增长的需求。

图表 8: 2011-2015 中国 IP 地址需求量和现存量对比

2011-2015 中国 IP 地址需求量以及现存量对比 (亿个)



数据来源: 中国电信 2010.10、第一创业研究所整理

危机助推 IPv6 的规模投资机会

IPv4 是 32 位地址空间: $(2^{32}) = 4,294,967,296$ 个地址;

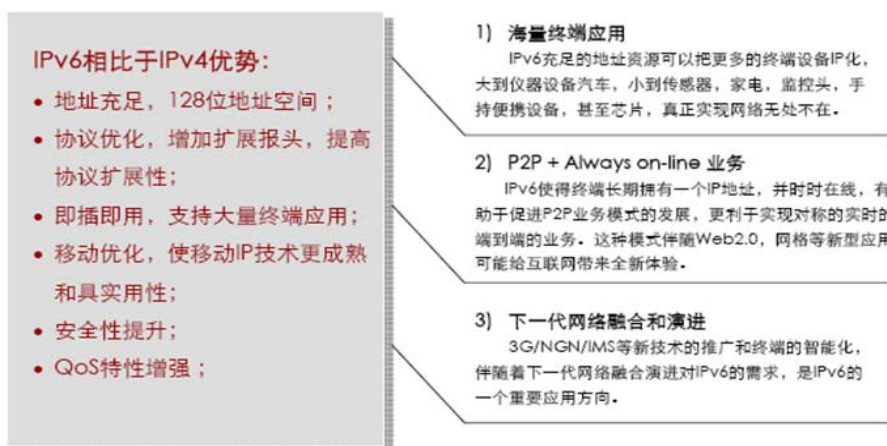
而 IPv6 是 128 位地址空间:

$(2^{128}) =$

340,282,366,920,938,463,463,374,607,431,768,211,456 个地址, 约 340 万亿万亿个地址。相当于地球表面每平方米可以分配到 67 万亿个地址。

IPv6 的最大优势就是丰富、取之不尽的码址资源, 码址资源已经成为了我国网络经济发展中的稀缺性战略资源。

图表 9: IPv6 相比较 IPv4 的优势



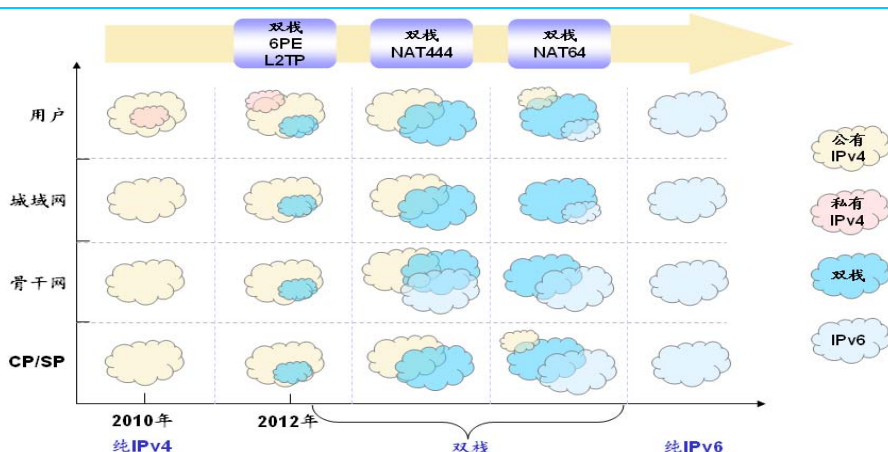
数据来源: 公司公告、第一创业研究所整理



工信部的预测数据显示，将来，IPV4 地址稀缺的情况会越来越大地制约行业产业的应用。虽然我国很早就开始在积极开发 IPV6，以期将 IP 地址总量由 2 的 32 次方，跃升至 2 的 128 次方，开启一个“取之不尽”的网络地址库。但在这个过程中，我国 IPV6 地址的国际申请工作却存在严重滞后，拥有量仅为美国的 1 / 148。

从目前纯 IPv4 过渡到将来纯 IPv6 将是一个漫长的过程，中间双栈并存将持续很长一段时间。

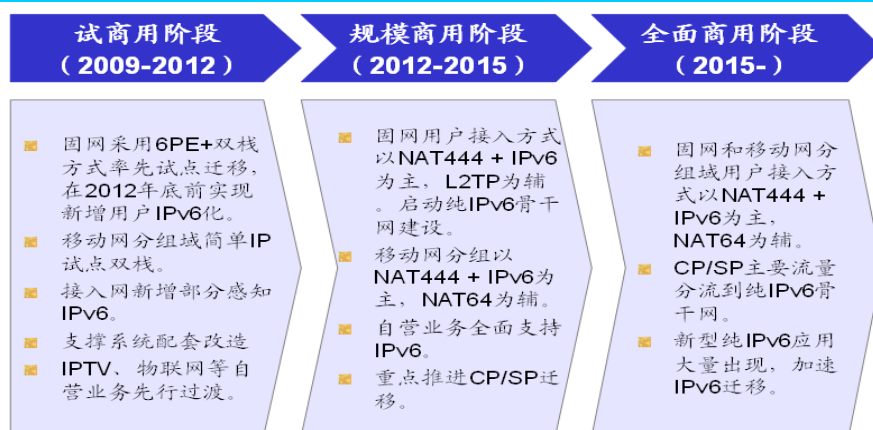
图表 10: IPv6 演进路线图



数据来源：工信部、第一创业研究所整理

工信部十二五规划关于 IPv6 解读：加快建设宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施，推动新一代移动通信、**下一代互联网核心设备（IPv6 路由器+交换机等核心网络设备）**和智能终端的研发及产业化，加快推进三网融合，促进物联网、云计算的研发和示范应用。着力发展集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心基础产业。提升软件服务、网络增值服务等信息服务能力，加快重要基础设施智能化改造。大力发展数字虚拟等技术，促进文化创意产业发展。

图表 11: IPv6 规模商用演进节点



数据来源：工信部、第一创业研究所整理



2011 是十二五的开年第一年，也是我国 IPv6 开启规模建设的关键年，根据电信运营商规划，2011-2015 将全面开启 IPv6 建设。

2.2、凭借教育网优势地位撬动电信运营商

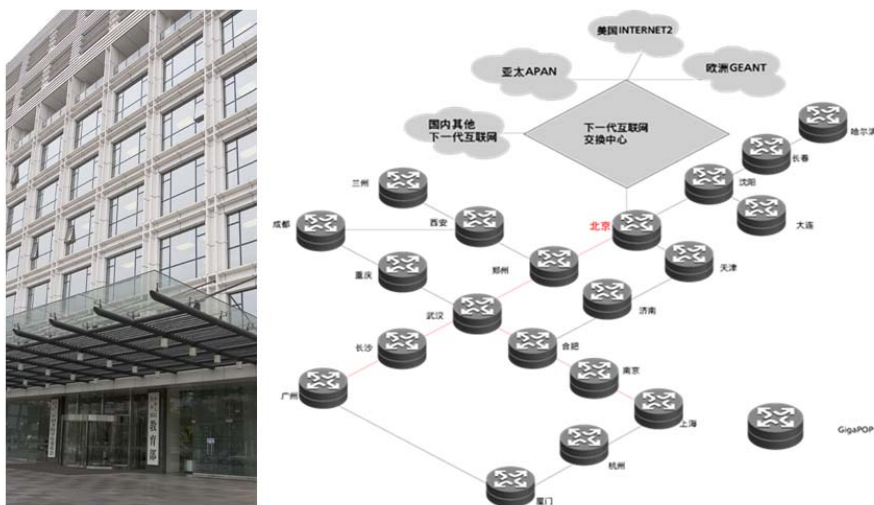
中国 IPv6 始于教育网

中国 IPv6 研发并产业化工作始于 2003 年 8 月，由发改委会同信息产业部等八大部委正式启动中国下一代互联网 CNGI 工程；同期由中国教育和科研网 CERNET、中国电信、中国网通、中国联通、中国移动、中国铁通各自建立 IPv6 主干网并在北京和上海设立互联中心。

2004 年，各运营单位对全球范围内的 IPv6 设备提供商、IPv6 网络设备进行全面的考察和测试，参与的厂家包括：星网锐捷、Cisco、Juniper、华为、中兴、比威、日立、富士通、NEC 等厂家；2004 年 12 月 25 日，Cernet2 主干网率先开通。

简约之，中国 IPv6 起于教育网，技术发展于教育网，规模化应用于教育网。

图表 12：中国 IPv6 始于教育网 Cernet2



数据来源：公司公告、第一创业研究所整理

星网锐捷 IPv6 设备是教育网 Cernet2 的主流设备

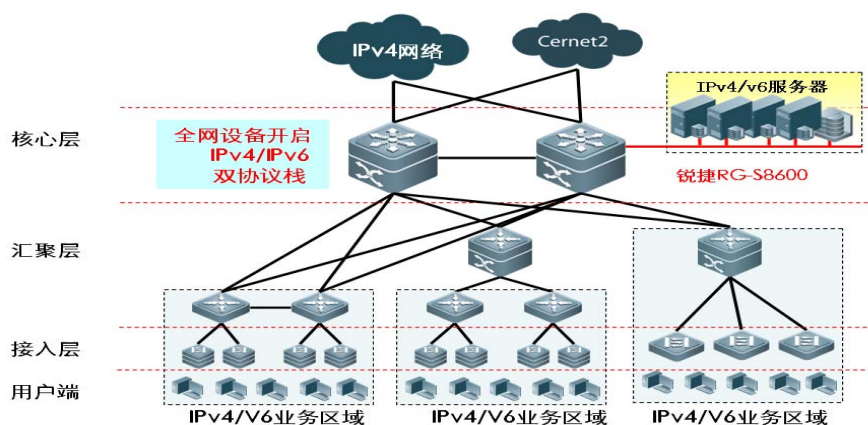
Cernet2 主干网覆盖全国 20 个重点城市；每个节点由核心路由器和接入路由器共同组网；核心路由器完成主干节点的高速互联；接入路由器连接城域网和驻地网，作为 GigaPoP 点；北京和上海节点之间提供 10G 链路，除了厦门节点、兰州节点采用 155M 链路外，其它节点全部以 2.5G 链路互联。



星网锐捷在教育网领域具有优势地位,目前综合市场份额为 30%,在最近一期教育网 IPv6 设备集采招标中,11 个招标包中,公司产品获得 7 个招标资格。

总体而言,教育网下一代互联网(IPV6)试点中,国内 100 所高校,公司占有 76 所,居于绝对领先地位。

图表 13: 星网锐捷 IPv6 设备是教育网 Cernet2 主流设备



数据来源: 公司公告、第一创业研究所整理

教育网 IPv6 组网模式:

新建核心层、汇聚层全双栈部署 IPv6 路由, 实现全网 IPv6。

业务区域采用二层到桌面, 接入交换机采用百兆或千兆到桌面, 汇聚层部署 IPv6 VRRP 功能保证冗余。汇聚层连接核心层 IPv4/v6 双栈路由功能。

公司方案优势:

接入层与汇聚层、汇聚层与核心层间采用双上联实现链路冗余, 汇聚层、核心层设备采用双节点实现节点冗余。

新增 IPv6 用户可以正常访问 IPv6 网络及业务。双栈用户可以直接访问 IPv4 网络及业务。

2011 星网锐捷成功撬动电信运营商

根据电信运营商十二五规划, IPv6 将在 2012-2013 年开启规模商用, 2014-2015 将全面进入商用化阶段, 2011 年是中国 IPv6 规模建设元年。

凭借教育网的市场、技术等综合优势, 公司 2010 年底成功撬动中国电信运营商 IPv6 集采设备招标, 我们预计集采中标金额大约在 1 亿元-2 亿元。

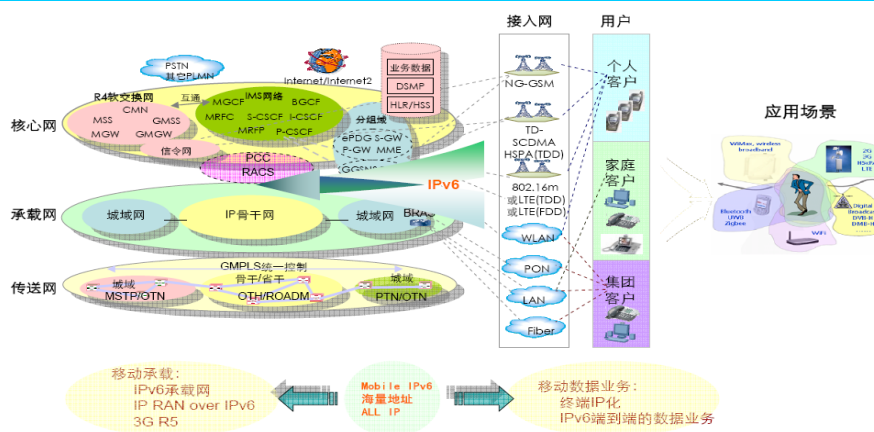


图表 14: 中国电信运营商 IPv6 之十二五规划



数据来源: 公司公告、第一创业研究所整理

图表 15: 电信运营商基于 IPv6 规模商用网络建设



数据来源: 公司公告、第一创业研究所整理

成功上市以来, 公司不断加大市场开拓力度以及研发技术沉淀, 已经占据 IPv6 的先发优势, 我们认为随着 2011 年中国开启 IPv6 规模商用化建设, IPv6 将成为公司拓展电信级领域市场的利器。

3、“管”“端”“云”移动互联时代的直接受益者

3.1、技术优势驱动公司成为中国 WLAN 市场的领跑者

WLAN 是 3G 的有效补充

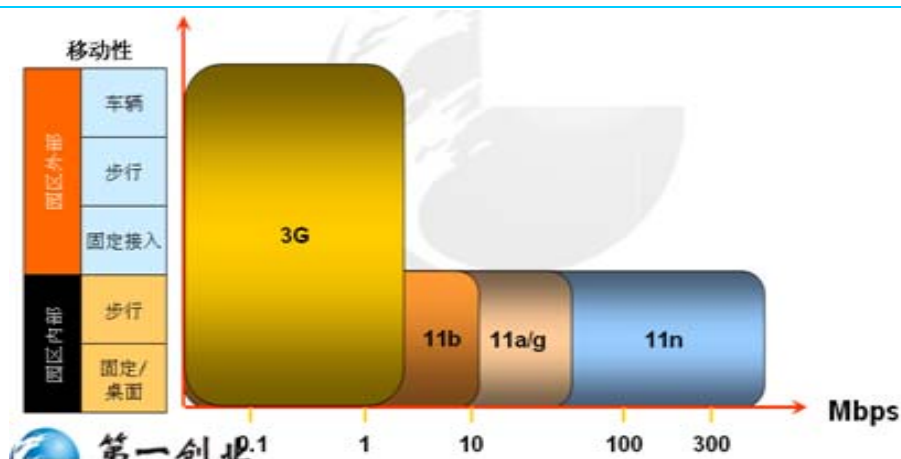
无线局域网 (WLAN) 是计算机网络与无线通信技术相结合的产物, 它以无线信道作为传输媒介, 能实现宽带业务的无线接入、远距离无线传输及认证计费等功能。在不采用传统电缆线的同时, 无线局域网可以提供传统有线局域网的所有功能, 并具有有线网络无法相比的无线接入、移动、漫游等特性, 能够真正实现随时、随地、随意的



宽带网络接入。除了为用户能够提供灵活的无线接入手段外，无线局域网还具备安装简单、易扩展、管理便利等特点，因而具备极大的应用前景。

WLAN 适用于用户密集，对速率需求高而移动速度不高的局部热点区域。

图表 16: WLAN 与 3G 网络的互补性

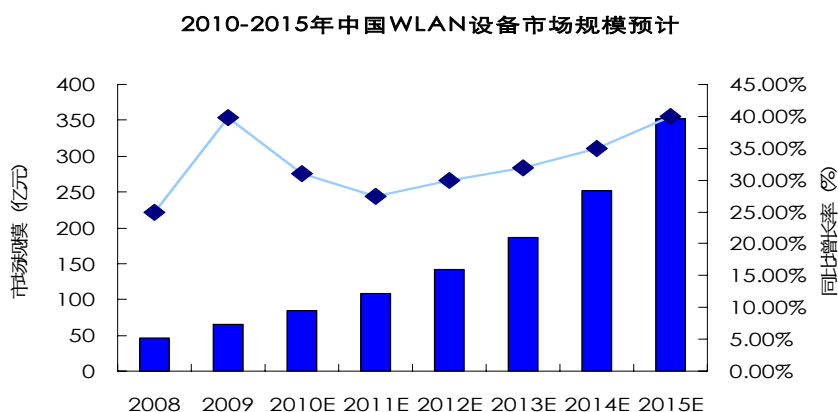


数据来源：公司公告、第一创业研究所整理

2011 年中国无线城市进入爆发前夜，WLAN 市场空间巨大

随着 3G 用户的不断发展以及 3G 业务的快速普及，大数据流直接考验电信运营商的 3G 网络容量，2011 年中国 3G 用户渗透率将达到 15-20%，这进一步加剧运营商的网络压力，加快部署 WLAN 并期望通过 xPON 进行数据分流，已经提上日程，2011 年中国无线城市将步入爆发前夜。

图表 17: 2010-2015 年中国 WLAN 市场规模预计



数据来源：诺达咨询、第一创业研究所整理



预计 2010 年-2015 年，中国 WLAN 设备市场规模保持 30-35% 的高速增长，2011 年整体 WLAN 设备市场规模达到 100 亿元。

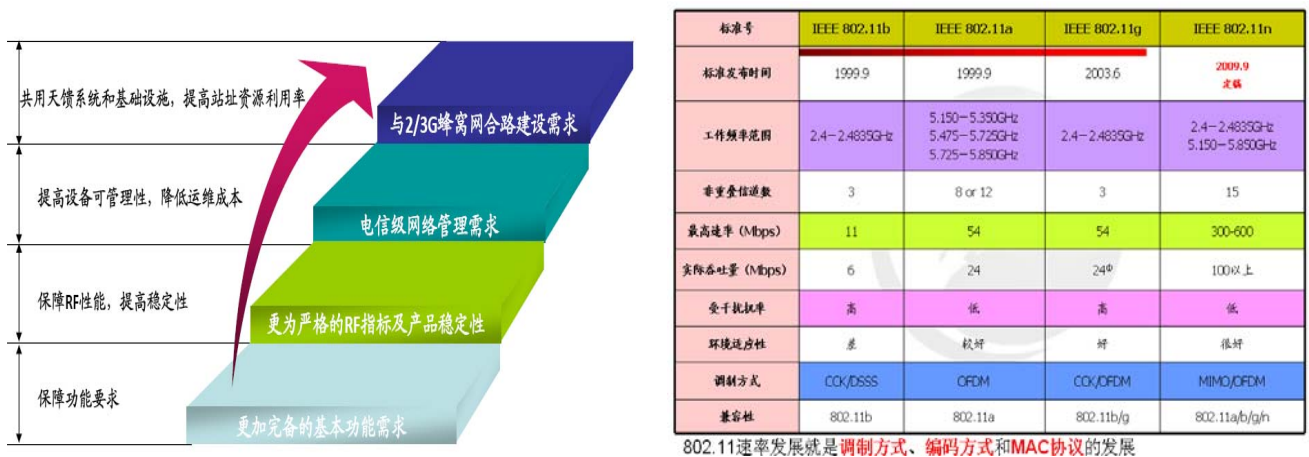
独到技术优势驱动公司成为 WLAN 领跑者

2010 年中国移动 WLAN 设备集中采购中，星网锐捷是唯一一家同时中标 802.11n 和 802.11g 设备的专业数据通信设备厂家。

目前业界主流的 AC 大多数沿用企业网的工控机架构，缺乏双主控双电源的设计。公司是此次 802.11n 入围厂家中，唯一能够提供电信级 AC 设备的厂家。其 AC 设备基于自主研发的高端交换机架构，能够满足电信级设备基本的双主控，双电源要求，同时提供如 ISSU, VSU 等高可靠性技术，实现真正的电信级可靠。公司的 AC 设备采用专有的硬件芯片处理方案，其性能高于业界常用的在工控机上进行软件模拟方式的 5 倍以上。在集采发标前，中国移动针对各厂验合格厂家的设备进行了高密度的测试，公司所有参测设备均顺利通过测试。

根据 ABI Research 的统计，2011 年 WLAN 新终端的出货量中 802.11n 占 70% 以上，预计 2011 年新终端出货量会占到 90% 以上，并且由于 802.11n 的 AP 向下兼容 802.11a/b/g，因此 802.11n 将成为未来的大势所趋，是运营商未来几年内 WLAN 网络建设的首选，而公司无疑将是 802.11n 时代的领跑者。

图表 18：电信级 WLAN 网络设备需求



数据来源：公司公告、第一创业研究所整理

3.2、企业网领域风云再起，网络设备空间巨大

企业级网络设备风云再起

在企业级网络设备业务领域，公司主要市场在教育、政府、金融、医疗等行业，并且在教育、金融行业市场份额突出。公司为企业级网



络设备市场国产三强之一，主要竞争友商为：H3C（华为 3COM）、迈普、中兴等。

随着 H3C 被 HP 收购，2010 年企业网市场格局发生变迁，风云再起。H3C 作为华为在企业网领域的棋子一直占据企业网设备中低端领域的龙头地位，星网锐捷和四川迈普紧随其后，HP 的强势收购 3COM 打破华为在企业网市场的战略部署，迫使华为在加大力度重建企业网产品线。

H3C 人员随着公司的并购而人心浮动，2010 年市场竞标明显颓势，这对于星网锐捷等长期一直与 H3C 直接竞争的公司而言，能否抓住机会，打破行业原有格局，破局胜出！

图表 19：中国企业网网络设备领域厂商竞争力简表

公司名称	公司在华销售额	整体优势	公司劣势	行业领域
思科	100-150亿元	1、全球第一品牌；路由器和交换机市场份额第一； 2、公司综合研发实力雄厚； 3、公司整合数通和IT领域	1、产品高端化； 2、价格竞争力；	中高端领域
华为	80-100亿元	1、国产通信设备第一品牌；与思科位列全球两强； 2、公司综合研发实力雄厚，相比较思科具有研发成本优势； 3、重点在高端路由器，与H3C产品互补；	1、海外非市场因素壁垒； 2、需要加大力度重建企业网产品线；补充中低端；	
H3C	80-100亿元	1、国内中低端领域第一； 2、研发和市场开拓能力强；	1、间接被HP并购，人员流失； 2、并购整合后的战略调整不明朗；	中低端领域
星网锐捷	10-12亿元	1、国内中低端领域前三强； 2、研发水平较高； 3、产品线比较全面； 4、教育网领域市场份额第一； 5、突破电信级；	1、进一步提升研发和市场开拓，提升电信级领域市场份额； 2、公司所处的地域优势缺失；	
四川迈普	3-5亿元	1、海外市场开拓； 2、路由器较强； 3、金融领域市场开拓较好；	1、公司战略调整，管理转型阵痛； 2、印度问题影响海外市场开拓； 3、交换机研发能力提升；	
神州数码	40亿元	1、传统IT分销商； 2、渠道优势；	1、数通产品的研发水平较低；	
中兴通讯	30亿元	1、公司市场、研发综合实力较强； 2、产品线比较完善；	1、企业网战略重要度仍需提升； 2、产品战略、市场战略不明；	新兴厂商
HP	不详细	1、全球IT第一品牌； 2、并购3COM，整合数通和IT领域	1、并购病；与H3C之间战略重叠； 2、网络设备研发能力一般；	

数据来源：第一创业研究所整理



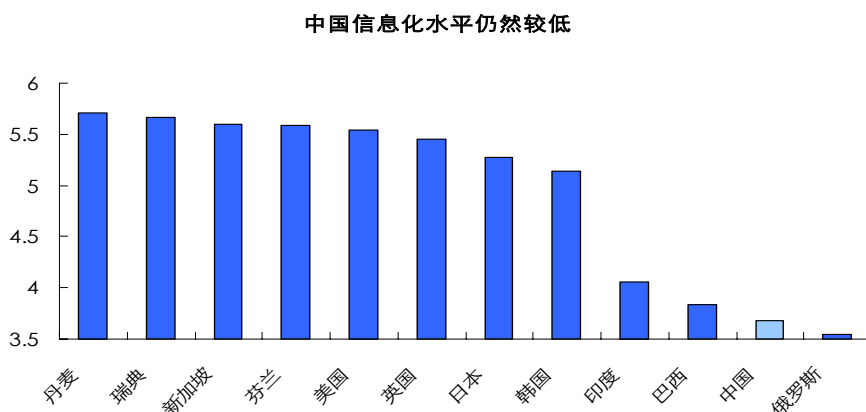
中国信息化水平仍较低，网络设备市场空间大，未来三年增速 20-25%

十二五期间，行业信息化将受政策大力支持，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。

目前中国的信息化建设水平仍然较低，与美国、英国、日本、韩国等国家相比，中国的信息化得分仅为 3.68，仍处于较低的水平。

图表 20：中国信息化水平仍然远低于欧美发达国家



数据来源：工信部、第一创业研究所整理

当前较低的信息化水平也意味着中国未来的信息化建设仍有较大的拓展空间，这也必将给企业网市场带来增长的机会。我们认为，中国企业网市场未来的成长驱动力主要来自移动互联网快速发展。

移动互联网衍生的技术进步推动新的网络投资需求，移动互联网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。

一方面在运营商市场 3G 建设的大规模投入拉动了相关产品市场的增长，而且通信 IP 化不断深入，已经由核心网、承载网的 IP 化向移动回程网发展，其在回程网中所表现出的巨大应用空间为未来 IP 产品的发展提供了坚实的基础。

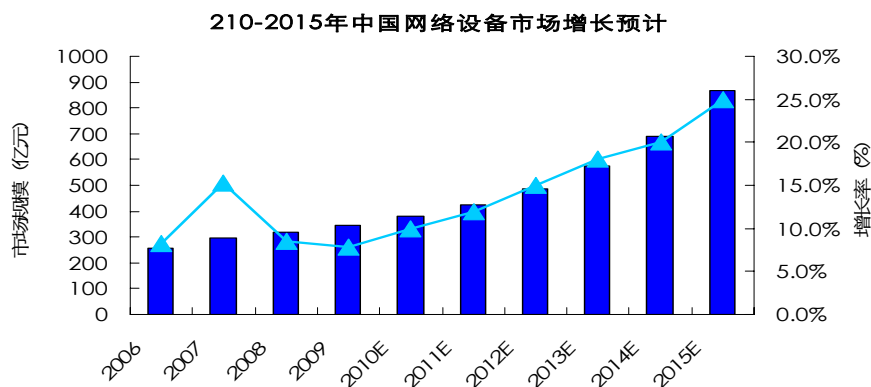
另一方面在企业网市场，网络已经不仅是企业信息化的基础，越来越多的参与到企业核心业务应用中去，比如统一通信、协同办公、



视频会议、IP 监控等网络应用与企业业务流程的深度融合，在企业运营效能的提升的过程中发挥越来越重要的作用，也是信息化和工业化相融合的重要抓手，已得到国家产业政策层面的支持及行业用户的认可。在未来的国家信息化建设中将占有重要位置，是网络设备市场发展的重要动力。

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。

图表 21: 2010-2015 中国网络设备市场增长预计



数据来源：工信部、赛迪顾问、第一创业研究所整理

同电信级网络设备相比较，虽然电信级规模较大，但未来增速相对缓和。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 20-25%，在运营商和企业网市场的共同推动下，中国网络设备市场保持稳定，预计未来三年保持在 15-20% 的增长规模。

3.3、瘦客户机市场份额第一，受益“云”发展

瘦客户机市场直接受益“云计算”

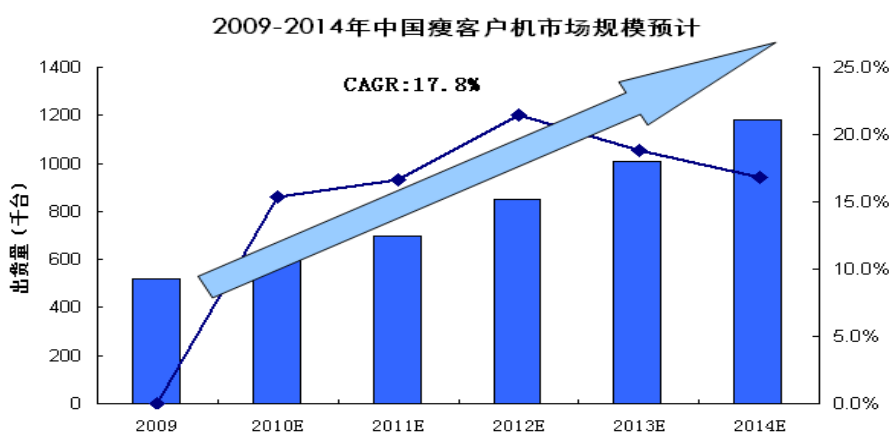
根据中国 IDC 产业联盟之《IDC 中国瘦客户机市场季度跟踪报告》显示，2010 年上半年瘦客户机整体市场规模达 27.6 万台，相比去年同期增长 13.9%。其中，第二季度瘦客户机与第一季度相比上涨 28.6%，与去年同期相比上升 4.7%，而刚刚崭露头角的终端客户机在众多品牌的推广下，占整体瘦客户机市场的比重从 2010 年第一季度的 1.0% 上涨至 2010 年第二季度的 2.3%。



IDC 中国计算机系统研究部分析师乌兰高娃预计,随着绿色 IT 应用的逐渐深入以及云计算应用的不断普及,尤其是在国家“十二五规划”政策下,企业更加重视自身的成本控制和节能减排工作,促使瘦客户机市场受到越来越多的关注和重视。

IDC 预计 2011 年瘦客户机市场同比增长 15.7%,未来五年瘦客户机整体市场出货量将保持 17.8%的复合增长率,2014 年销售量将超过 110 万台。

图表 22: 2009-2014 年中国瘦客户机市场规模预计



数据来源: IDC 中国计算所、第一创业研究所整理

未来三年中国瘦客户机市场步入快速发展时期

中国瘦客户机市场未来三年将步入快速发展时期:

1) 与传统 PC 机相比,瘦客户机产品减少了 IT 支持与维护成本,随着瘦客户机制造商对产品多元化的设计,使其更加高效,并以更高的安全性、更便于管理、灵活的客户解决方案等特点,促使更多的大中型企业开始考虑在未来将现有的 PC 机更替为瘦客户机。由于原本的显示设备的寿命还未终止,对于更新换代的企业而言,新添置分体机将成为首选。受此预期的影响,到 2014 年分体机的销售量将占到整体市场的近 80%。

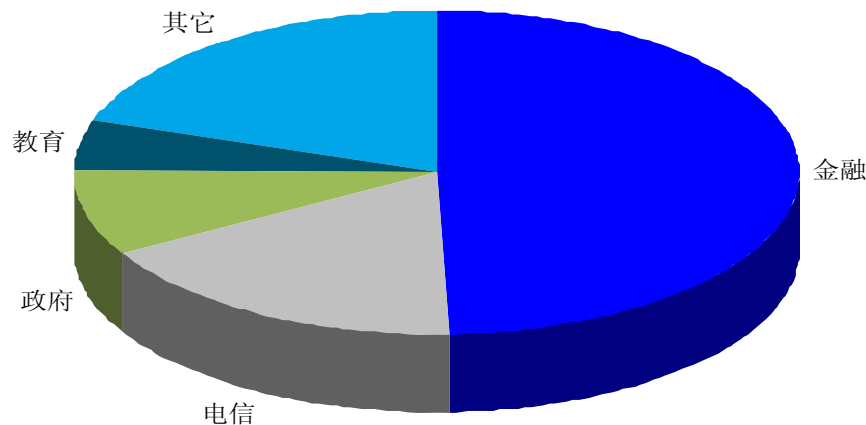
2) 通过 IDC 的抽样调研,目前已经在使用云计算的最终用户占到了 9%。尽管云计算仍处于早期阶段,但其采购趋势正在快速发展。而目前大型企业所建设的私有云平台中,有三分之一市场是以瘦客户机为基础的交付模式。IDC 预计,随着云计算技术的不断发展及成熟,未来将更为有效的催动瘦客户机市场高速发展。

3) 目前中国瘦客户机产品的应用基本为行业用户,主要覆盖金融、制造、政府、医疗卫生,交通运输等众多行业。随着瘦客户机逐渐成熟,并在银行、证券、保险等行业更新瘦客户机产品的带动下,金融行业从 2008 年占瘦客户机市场不足 40%的份额上涨至 2009 年的超过 60%。IDC 认为,在未来几年的发展中,瘦客户机将更广泛的应用于



银行、保险、证券的柜台业务或者办公系统，而政府部门、电信、电力等行业的对外窗口也会更多的应用瘦客户机产品。另外，医疗改革稳步推进，促进了社区与农村医疗对 IT 基础设施的需求，而 EMR 基础设施的建设将为瘦客户机带来更多的市场机会。

图表 23: 年中国瘦客户机市场行业划分

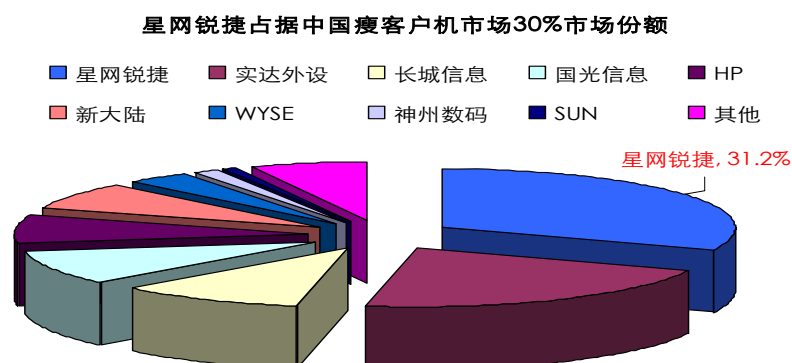


数据来源：公司公告、第一创业研究所整理

星网锐捷是中国瘦客户机市场第一品牌

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。公司是 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的 2 家国内技术合作伙伴之一、微软公司金牌认证合作伙伴。

图表 24: 星网锐捷占据中国瘦客户机市场份额第一



数据来源：公司公告、第一创业研究所整理



2010 年 10 月公司与 VMware 公司结成战略合作伙伴联盟，共同为中国客户打造量身定制的桌面虚拟化解决方案。其两款瘦客户机产品 FI945 和 GI945 顺利通过 VMware 的严格测试，成为国内首批通过 VMware View 4.5 Ready 认证的瘦客户机，产品质量与兼容性已获得国际一流厂商的认可，成为企业用户部署桌面虚拟化方案的最佳终端设备之一。

公司连续十几年蝉联中国瘦客户机产业销量第一，占有中国瘦客户机市场 30%以上，公司直接受益未来几年瘦客户机市场的高速发展。

4、盈利预测、投资建议以及风险

4.1、盈利预测

公司主营产品为企业网络设备以及瘦客户机，可以预期，充分受益移动互联网澎湃发展，尤其是公司产品突破电信级限制，在未来三年主营收入必将保持 30-35%的高速增长。

图表 25：星网锐捷盈利预测

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	131,845	172,467	211,480	283,960	375,784
同比 (%)	5.5%	30.8%	22.6%	34.3%	32.3%
营业毛利	54,281	71,166	90,344	122,170	162,568
同比 (%)	16.3%	31.1%	26.9%	35.2%	33.1%
归属母公司净利润	6,917	10,626	14,743	21,000	30,172
同比 (%)	14.1%	53.6%	38.7%	42.4%	43.7%
总股本 (万股)	17,553.0	17,553.0	17,557.4	17,557.4	17,557.4
每股收益 (元)	0.39	0.61	0.84	1.20	1.72
ROE	21.5%	24.8%	9.4%	11.9%	14.6%
P/E (倍)	93.9	61.1	44.1	30.9	21.5

数据来源：公司公告、第一创业研究所整理测算



图表 26: 财务报表预测

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	1,061.6	2,454.6	3,132.2	3,960.8	一、营业收入	1,724.7	2,114.8	2,839.6	3,757.8
货币资金	364.0	1,353.2	1,552.1	1,797.4	减: 营业成本	1,013.0	1,211.4	1,617.9	2,132.2
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	2.9	3.7	5.0	6.8
应收款项	363.8	621.5	933.0	1,308.7	销售费用	326.9	430.0	559.6	746.0
预付款项	36.9	110.4	166.0	232.1	管理费用	239.9	321.1	405.7	515.7
存货	278.2	333.1	444.8	586.2	财务费用	13.5	-0.6	-4.1	-5.3
其他流动资产	18.7	36.3	36.3	36.3	资产减值损失	3.0	6.4	6.9	8.3
非流动资产	178.6	188.9	151.3	113.8	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	43.0	46.4	46.4	46.4	投资收益	2.4	4.8	13.0	13.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	2.2	4.8	13.0	13.0
固定资产	106.3	112.7	77.0	41.3	二、营业利润	127.9	147.7	261.6	367.2
在建工程	2.3	4.8	4.9	4.9	加: 营业外收入	53.3	77.9	80.2	82.6
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	2.0	0.9	1.1	1.3
无形及递延性资产	22.1	20.0	18.1	16.2	三、利润总额	179.2	224.7	340.7	448.6
其它非流动资产	4.8	5.0	5.0	5.0	减: 所得税费用	16.2	23.7	51.1	67.3
资产总计	1,240.2	2,643.4	3,283.6	4,074.6	四、净利润	163.0	201.0	289.6	381.3
流动负债	648.9	909.6	1,260.1	1,669.8	归属母公司净利润	106.3	147.4	210.0	301.7
短期借款	64.7	46.0	46.0	46.0	少数股东损益	56.8	53.6	79.6	79.6
应付账款	360.3	636.0	950.6	1,333.7	五、总股本(百万股)	175.5	175.6	175.6	175.6
预收帐款	22.6	63.5	102.0	144.9	EPS (元)	0.61	0.84	1.20	1.72
其它流动负债	201.3	164.1	161.5	145.2					
非流动负债	25.1	22.9	22.9	22.9	主要财务比率				
长期借款	8.3	7.7	7.7	7.7	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	16.8	15.3	15.3	15.3	营业收入	30.8%	22.6%	34.3%	32.3%
负债合计	674.0	932.5	1,283.0	1,692.7	营业毛利	31.1%	26.9%	35.2%	33.1%
少数股东权益	138.4	149.5	229.1	308.7	主业盈利	58.0%	4.6%	69.1%	42.1%
股本	131.5	175.6	175.6	175.6	母公司净利	53.6%	38.7%	42.4%	43.7%
资本公积与其它	16.0	958.1	958.1	958.1	获利能力				
留存收益	280.3	427.8	637.8	939.5	毛利率	41.3%	42.7%	43.0%	43.3%
股东权益合计	427.8	1,561.4	1,771.4	2,073.1	主业盈利/收入	8.2%	7.0%	8.9%	9.5%
负债和股东权益	1,240.2	2,643.4	3,283.6	4,074.6	ROS	9.5%	9.5%	10.2%	10.1%
					ROE	24.8%	9.4%	11.9%	14.6%
					ROIC	32.5%	12.4%	15.9%	17.9%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元					资产负债率	54.3%	35.3%	39.1%	41.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	利息保障倍数	12.1	-310.5	-70.4	-71.8
经营活动现金流	347.4	113.4	181.8	227.1	速动比率	1.18	2.29	2.10	2.00
净利润	163.0	201.0	289.6	381.3	经营现金净额/当期债务	5.37	2.47	3.95	4.94
折旧摊销	20.9	18.6	44.5	45.9	营运能力				
财务费用	12.4	-0.6	-4.1	-5.3	总资产周转率	1.39	0.80	0.86	0.92
投资损失	-2.4	-4.8	-13.0	-13.0	应收款天数	75.93	105.79	118.29	125.37
营运资金变动	152.8	117.5	-135.2	-181.8	存货天数	98.85	99.00	98.97	98.98
其它变动	0.6	-218.3	0.0	0.0	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-44.1	-30.2	12.9	12.9	主业盈利/股本	0.81	0.85	1.43	2.03
资本支出	-21.0	-33.7	-0.1	-0.1	每股经营现金流	1.98	0.65	1.04	1.29
长期投资	-23.2	-1.8	0.0	0.0	每股净资产	1.65	8.04	8.78	10.05
其它变动	0.0	5.4	13.0	13.0	估值比率				
筹资活动现金流	-188.9	923.1	4.1	5.3	P/E	61.10	44.05	30.93	21.53
债务融资	-149.1	-19.4	0.0	0.0	P/B	22.43	4.60	4.21	3.68
权益融资	0.0	1,011.3	0.0	0.0	P/S	3.76	3.07	2.29	1.73
其它变动	-39.8	-68.8	4.1	5.3	EV/EBITDA	28.12	31.89	17.44	12.32
汇率变动影响	-0.1	-0.1	0.0	0.0					
现金净增加额	114.3	1,006.2	198.8	245.4					

数据来源: 公司公告、第一创业研究所整理测算



4.2、投资建议：强烈推荐

投资建议：强烈推荐

测算 2010~2012 年 EPS 分别为：0.84(44.1X)、1.20(30.9X)、1.72(21.5X)元，我们坚定看好公司中长期的发展前景，给予强烈推荐。

风险提示：市场竞争加剧和运营商集采招标

由于公司主要客户为电信运营商，如果运营商集采招标完成度低于预期，将极大的影响公司的营收收入。企业网领域市场竞争加剧，降低行业毛利率，也极大的影响公司的业绩。尽管我们企业网市场和公司电信级产品发展抱有一定的乐观态度，但是仍然存在一定的不确定性，提示投资者注意风险。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26

层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238



P.R.China:100140

P.R.China:200120