

星网锐捷 (002396.SZ) 通信系统设备行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

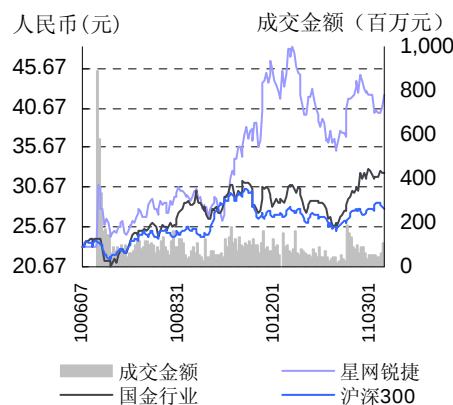
市价(人民币): 42.30 元

目标(人民币): 55.60 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	44.00
总市值(百万元)	7,424.92
年内股价最高最低(元)	48.40/23.20
沪深 300 指数	3247.38
中小板指数	7406.40



细分市场多点开花, 行业热点处处给力

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.808	0.792	1.133	1.588	2.111
每股净资产(元)	3.25	8.82	9.83	11.24	13.14
每股经营性现金流(元)	2.64	0.67	1.25	1.81	2.64
市盈率(倍)	N/A	50.46	37.34	26.63	20.04
行业优化市盈率(倍)	48.43	48.43	48.43	48.43	48.43
净利润增长率(%)	53.63%	30.87%	42.98%	40.24%	32.91%
净资产收益率(%)	24.84%	13.15%	11.53%	14.13%	16.07%
总股本(百万股)	131.53	175.53	175.53	175.53	175.53

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **宽带中国+IPv6 激发企业级网络设备加速更新换代:** 受运营商 5 年提升带宽 10 倍“宽带中国”建设浪潮推动, 以及 IPv6 过渡和移动互联网流量爆发所致的市场需求刺激, 企业级网络设备市场需求将加速增长。作为我国企业级网络设备和解决方案民族第一品牌, 预计十二五期间公司企业级网络设备业务收入将保持 30%以上的增速。
- **云计算助力瘦客户机业务持续增长:** 受云计算产业推动和企业级 IT 设备更新需求, 瘦终端客户面将不断扩大, 行业应用不断加深。目前世界 500 强公司中的 80%和世界 100 强公司中的 98%都使用了瘦终端, 而我国瘦终端的企业综合渗透率不足 30%, 市场潜力巨大。作为亚太地区最大瘦终端厂商, 公司在瘦终端业务领域未来 3 年将保持 35%的增速。
- **市场忽视的 WLAN 设备领跑者:** 今年三大运营商 WLAN 的建设步伐大幅加快。公司 WLAN 产品在移动 WLAN 集采中脱颖而出, 前瞻性投入卓显成效, 位居国内 WLAN 终端产品市场份额前三甲, 将在后续 WLAN 网络建设中领跑 802.11n 时代。

投资建议

- 我们认为公司立足于数据通信、瘦终端、通信融合类终端等领域, 不断创新研发定制化新产品和解决方案, 其多元化产品布局精准契合国家战略性新兴产业政策和 IPv6、NGN、WLAN、云计算、物联网等行业热点, 十二五期间有望保持 30%综合增长, 公司具备长期投资价值, 建议买入。

估值

- 2011~2013 年公司 EPS 预计分别为 1.13 元、1.59 元和 2.06 元, 复合增速 39%, 6-12 个月目标价为 55.60 元(对应 12 年 35 XPE)。

风险

- 企业级网络设备行业竞争加剧, 公司利润率和市场份额有下降可能。
- 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优惠政策, 将会对业绩产生较大影响。

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

内容目录

星网锐捷：细分市场多点开花，战略性新兴信息产业综合受益.....	4
公司整体评价	4
IPv6：企业级网络设备	4
云计算：企业级网络设备和瘦客户机	5
NGN 下一代互联网：融合通信产品与解决方案	6
物联网：视频监控	6
主要业绩增长点	7
企业级网络设备	7
瘦客户机	9
WLAN 终端	12
其他产品	13
公司业务收入及毛利率预测	15
核心竞争力	16
市场化导向的技术创新	16
精准的市场拓展策略	16
定制化产品和服务	17
业绩预测及投资建议	17
业绩预测	17
投资建议	18
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1：2009 年公司主要产品收入占比	4
图表 2：主要产品构成及市场占有率	4
图表 3：2008-2009 中国路由器和交换机市场规模（亿元）	5
图表 4：2010-2013 年中国云计算市场规模与增长	5
图表 5：云计算产业链	5
图表 6：2010 年中国物联网主要行业应用市场规模及份额（亿元）	6
图表 7：网络设备市场分行业结构图	7
图表 8：2009 年中国企业级网络设备市场份额（亿元）	7
图表 9：2006 年中至 2010 年中全球各地国际互联网流量增速	8
图表 10：公司企业级网络设备业务主要细分行业市场竞争格局	9
图表 11：公司企业级网络设备业务主要细分行业市场发展战略	9
图表 12：2009-2014 年中国瘦客户机市场规模（万台）	10
图表 13：2007 年中国瘦客户机市场结构（销量：万台）	10

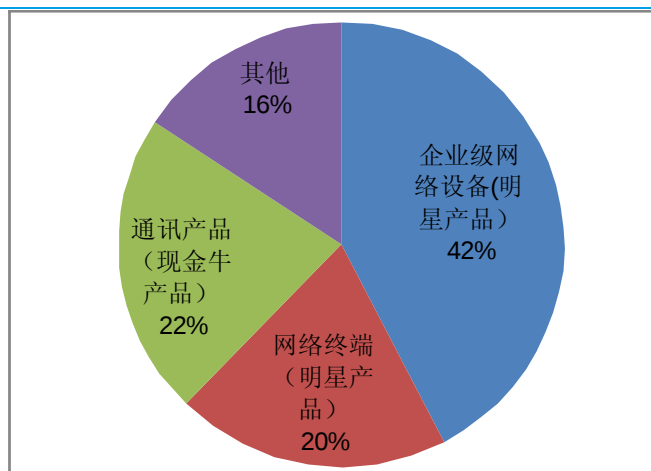
图表 14: 2009 年中国瘦客户机企业渗透率.....	11
图表 15: 瘦客户机中国市场竞争格局	11
图表 16: 中国 WLAN 市场规模预测 (亿元)	12
图表 17: 公司视频监控产品应用场合广泛	14
图表 18: 公司业务收入及毛利率分析与预测.....	15
图表 19: 2007 年中国瘦客户机品牌产品结构 (销量: 台)	16
图表 20: 三项费用率预测	17
图表 21: 11-13 年收入复合增长 30%	18
图表 22: 11-13 年净利润复合增长 39%.....	18
图表 23: APV 方法估值: 每股价值为 52.25 元	18

星网锐捷：细分市场多点开花，战略性新兴产业综合受益

公司整体评价

- 星网锐捷是国内领先的企业级网络、通讯、终端设备、视频应用产品及系统解决方案供应商，在教育、电信、金融、政府、企业等多个行业的信息化建设领域均具有领先或可观的市场占有率。基于强大的自主创新能力和对各细分行业需求的深刻理解，公司自成立以来立足优势市场并积极拓展新兴业务，在 IPv6、云计算、物联网、NGN、WLAN、下一代网络 NGN 等行业热点均有前瞻性的多元化产品业务布局和研发投入。
- 我们认为公司对市场和技术具有高度的前瞻和敏感性，市场拓展策略精准有效，产品结构多元化并大力推行定制化解决方案，十二五期间年将广泛受益于战略性新兴产业热点的推动，具有良好的成长前景和 35% 以上的净利润增长率。

图表1：2009 年公司主要产品收入占比



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

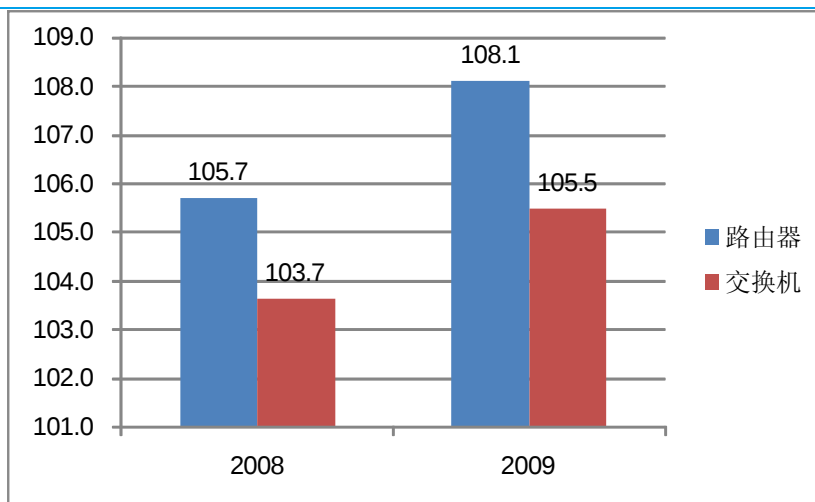
图表2：主要产品构成及市场占有率

主要产品	具体产品	市场占有率
企业级网络设备	路由器、交换机	教育行业第一、医疗行业第三、金融行业第四
网络终端	瘦客户机	综合第一
通讯产品	无线通、ADSL Modem	无线通第二、ADSL Modem 第五
新兴应用产品	ePOS、DMB、IP机顶盒、GPS等	ePOS 第一

IPv6：企业级网络设备

- 今年 2 月 3 日，国际互联网名称和编号分配公司（ICANN）分配最后所剩的 5 组 IPv4 地址的新闻发布会正式宣告了全球互联网 IPv4 地址的枯竭。亚太地区的 IP 地址将会最早耗尽，目前仅够支撑未来几个月的使用。运营商面临网络建设的瓶颈，IPv4 向 IPv6 的过渡迫在眉睫。另外，物联网、云计算和三网融合的实现，IPv6 地址也是必不可少的根基。IPv6 的推进将使得我国争取部分网络信息资源的分配控制权，关系到国家安全的战略层面。
- IPv6 经过 10 余年的发展，已经从示范型实验阶段进入产生盈利回报的大规模商业化初期。今年将成为运营商 IPv6 规模建设年。鉴于用户数量和网络规模，我国将成为 IPv6 的消费大国。根据 IDC 的统计数据，我国路由器和交换机的市场总规模近年来一直保持在 200 亿元左右，据此推算今后 5 年内我国 IPv6 路由器上的总投资额将达到 1000 亿元以上。我国教育科研基础设施 IPv6 技术升级和应用示范项目中，100 所大学 IPv6 升级投资额就达到 8 亿元。信息产业部电信研究院也宣称，我国启动下一代互联网工程肯定要扶持国内网络设备提供商，在设备采购上也要求优先启用国内产品。

图表3: 2008-2009 中国路由器和交换机市场规模 (亿元)



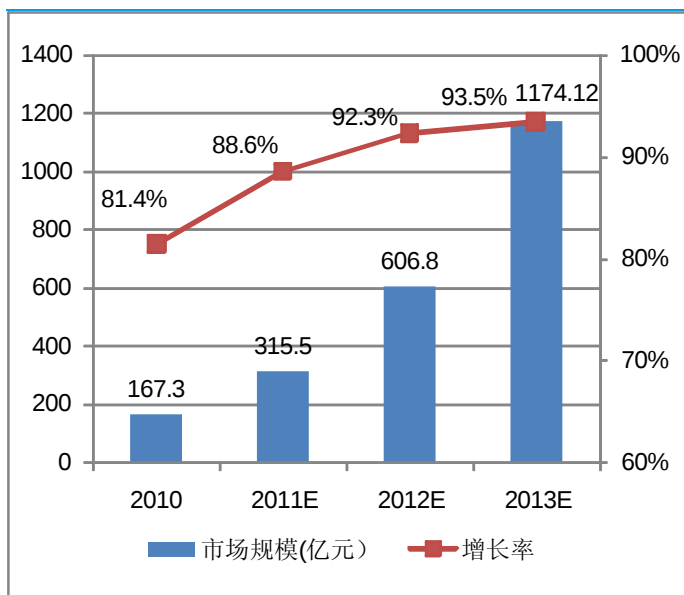
来源: IDC、国金证券研究所

- 星网锐捷从 2002 年就启动了 IPv6/IPv4 双栈操作系统的开发项目, 大力投入开发了 IPv6 核心路由技术和产品。目前, 公司支持 IPv6 的产品和技术已经涵盖到了接入层、汇聚层和核心层, 成为国内最为丰富和完善的 IPv6 网络基础设备供应商。得益于网络设备 IPv6 地址更新换代的进程加速, 十二五期间公司在企业级网络路由器和交换机业务领域将出现加速增长。

云计算: 企业级网络设备和瘦客户机

- 云计算是计算机技术和网络技术发展融合的第三次 IT 产业革命, 是提升计算能力、存储空间、安全性、信息服务和降低 IT 运营成本的必然需要。政府对云计算产业发展高度重视, 在政策、资金和项目上给予了大力支持。

图表4: 2010-2013 年中国云计算市场规模与增长



来源: 赛迪顾问、计世资讯、国金证券研究所

图表5: 云计算产业链



- 云计算市场规模: 云计算已成为国际业界公认的核心科技和发展方向, 在我国更是作为重点培育和发展的新一代信息产业之一, 其增速将会高于全球平均水平。根据赛迪顾问的最新预测, 2013 年我国云计算市场规模将达

到 1174 亿元，三年复合增速增长率达到 91.5%。另据全球知名 IT 研究与顾问咨询公司 Gartner 的市场调查显示，55% 的中国被调研企业反馈到 2013 年将花费 IT 预算的 10% 以上用于云计算项目的采购。

- 公司业务覆盖上图中云计算产业链的终端提供商和软硬件基础设施提供商。主营业务企业级网络解决方案和瘦客户机分别提供云计算系统化网络及云终端解决方案。瘦客户机领域雄踞国内市场甚至亚太市场首位，在金融和教育细分市场规模具备领先优势。企业级网络产品方面与思科、华三分庭抗礼。

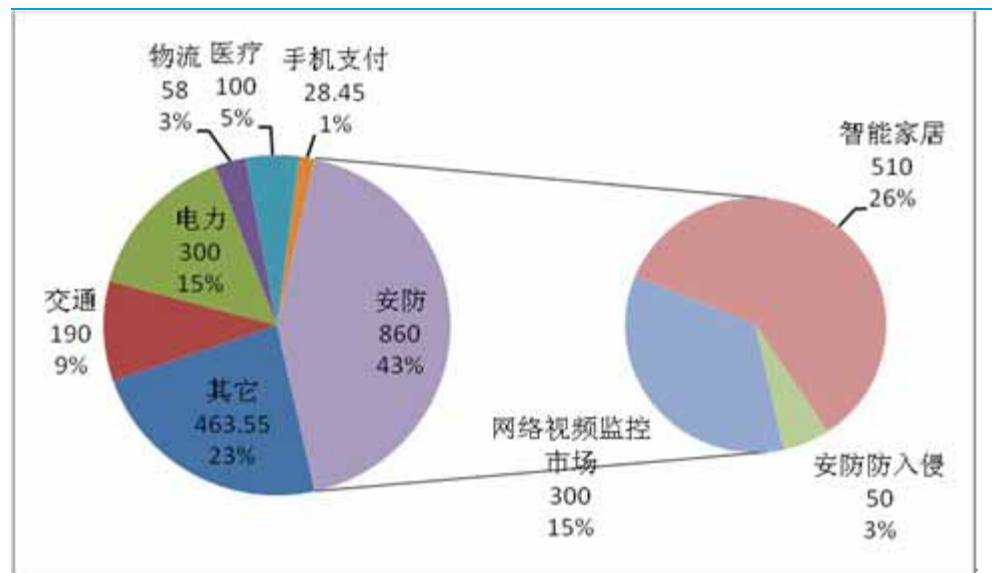
NGN 下一代互联网：融合通信产品与解决方案

- NGN 下一代互联网是符合我国信息化发展战略的一项技术，将对我国的综合竞争力产生重大影响。目前 NGN 在全球已进入商用部署阶段，2010 年中国的 NGN 市场规模已接近 100 亿。随着 NGN 进入大规模商用阶段和 NGN 产业链的形成，将极大地拓展网络通信产业市场空间。
- 在融合通信产品领域，公司基于 IP 通讯技术，提供融合语音和数据通信于一体的企业级通信应用解决方案，并为用户提供通信增值服务提供多种接入方式和定制化的解决方案；并且由于 NGN 网络的用户以企业用户为主，逐步渗透到公众用户，符合公司的优势市场。

物联网：视频监控

- 未来 5 年中国物联网产业将呈现快速增长的态势，到 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%。而 2010 年国内物联网主要行业应用中，安防行业的应用遥遥领先，占据了接近一半的市场份额（43%），规模接近 900 亿元。其中，智能家居占 26%，规模超过 500 亿元，网络视频监控市场作为其中一个重要应用领域，占到 15% 的市场份额。

图表6：2010 年中国物联网主要行业应用市场规模及份额（亿元）



来源：中国物联网产业发展年度蓝皮书（2010）

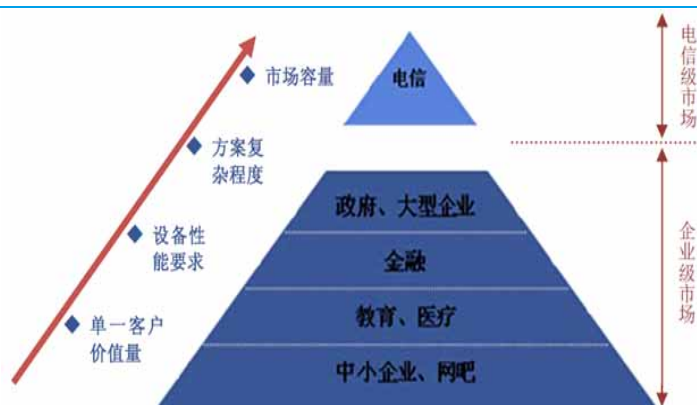
- 星网锐捷整合在网络设备、3G 通讯、多媒体视频应用、无线监控等领域所积累的技术与行业经验，在安防领域快速推出产品切入市场，推出了 GPS 物流监控、无线监控等物联网应用产品。并且公司还与中国科学院合作成立了院士工作站，重点攻关复杂环境下采用可见波段和红外波段的实时监控项目，用于火灾预防、安防监控等物联网重点应用领域。

主要业绩增长点

企业级网络设备

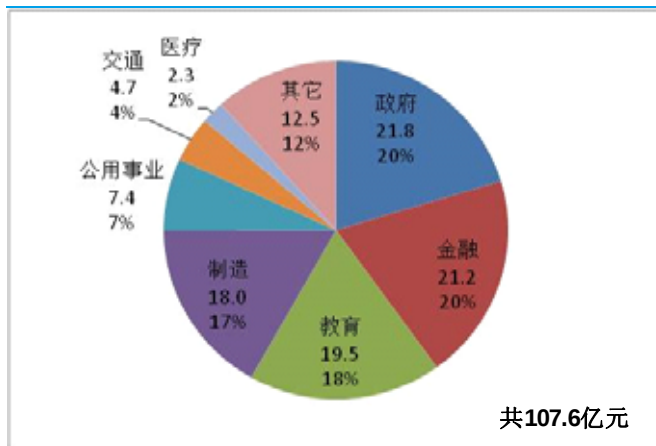
- 企业级网络设备指应用于非电信运营商领域的路由器和交换机等网络设备，主要包括政府、金融、公用事业、医疗、教育、制造业、中小企业等市场。据 IDC 统计数据，2009 年中国企业级网络设备市场规模总额为 107.6 亿元。

图表7：网络设备市场分行业结构图



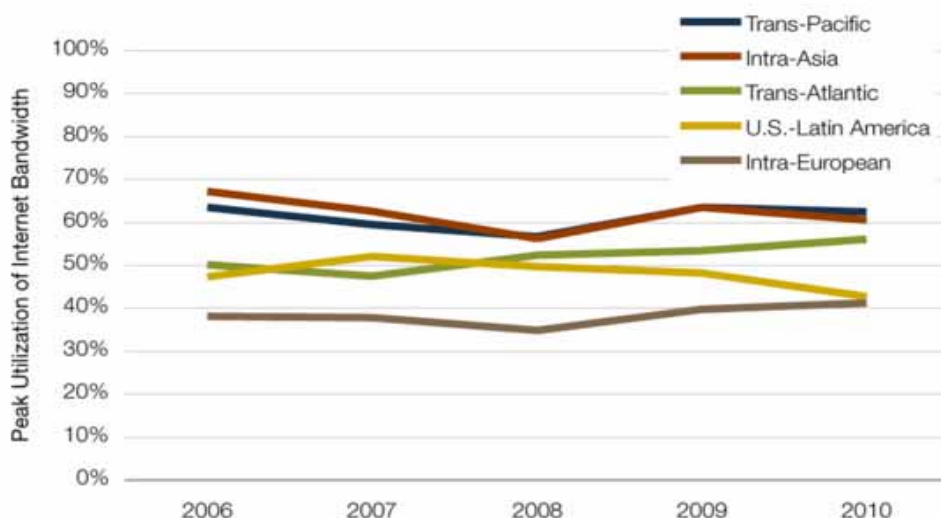
来源：公司招股说明书，IDC，国金证券研究所

图表8：2009 年中国企业级网络设备市场份额（亿元）



- 企业级网络设备行业在国家信息化发展战略政策的扶持、网络和芯片技术进步的推动、以及宽带建设和移动互联网等业务流量爆发的刺激下，将保持持续稳定增长。
 - 国务院颁布的《2006—2020 年国家信息化发展战略》中将信息化提到了国家战略的高度，作出了以信息化带动工业的战略部署。十二五期间将是相关政策和方案的具体实施阶段，国民经济各行业的信息化建设已被纳入十二五规划的重点发展方向之一。以十二金工程、教育网 IPv6 CNGI 工程、智能化城市等为代表的各行业的信息化建设项目将使得未来 5 年内企业级网络设备的采购力度持续走高得到保障。
 - 在网络设备的更新换代历程中，网络和芯片技术的发展一直是基本驱动力。由三网融合引发的向 NGN 的演进以及 IPv4 向 IPv6 的过渡都已成为不可避免的趋势，标志着新一代通信网络时代的到来，目前正从试商用阶段逐步走向规模商用。作为 NGN 基础的高性能路由交换和软交换技术，以及相关的 FPGA/ASIC、网络处理器高端芯片技术的革新进步，使得主流网络设备性能每 3~5 年就面临着全面升级换代的需求。此外，信息产业部也表示我国启动 NGN 和 IPv6 工程要扶持国内网络设备提供商，在设备采购上也要求优先启用国内产品。
 - 根据吉尔德定律，未来 25 年，带宽每六个月增加一倍。随着移动互联网以及视频业务的飞速发展，网络流量出现激增，2010 年全球互联网流量增长了 62%。而近期中国电信宣告“宽带中国光网城市”工程正式启动，计划将接入带宽在 3~5 年内提升 10 倍以上。数据流量和带宽两方面的爆发式增长将极大地推动路由器和交换机等网络设备新的市场需求，网络设备商将面临难得的发展机遇。

图表9： 2006 年中至 2010 年中全球各地国际互联网流量增速



来源：美国互联网流量监测机构 Telegeography

- 企业级网络设备作为公司的主要产品，占到公司 2009 年总收入的 42%。承担此业务的公司控股子公司锐捷网络是我国网络解决方案和网络服务供应商的民族第一品牌，在 2006-2009 年中国企业网市场排名中连续 4 年位列国内厂商综合排名第一名，位居中国网络市场三大供应商之列。2010 年，电子政务外网解决方案共服务全国 16 个省，市场份额超过 70%。
- 公司在企业级网络设备市场主要细分行业市场竞争格局和公司相应的发展战略如下：

图表10：公司企业级网络设备业务主要细分行业市场竞争格局

行业	市场规模	公司市场份额	公司市场地位	竞争对手
政府	21.8	6%	市场第三	思科、华三、神州数码、中兴通讯
金融	21.2	7%	市场第四	思科、华三、迈普、博达
教育	19.5	30%	市场第一	思科、华三、神州数码、中兴通讯
医疗	2.3	5%	市场第三	思科、华三

来源：公司招股说明书，IDC，国金证券研究所

图表11：公司企业级网络设备业务主要细分行业市场发展策略

行业	发展战略
政府	农村包围城市，从竞争较弱的二级城市市场逐步向中心城市渗透，建立行业品牌
金融	推出量身定制的行业解决方案，从最基础的网点入手，逐步朝金融行业局域网专家方向发展
教育	较早切入市场，投入了优势的研发力量开发教育行业定制化解决方案，利用强大的行业品牌优势和性价比优势巩固市场
医疗	强调产品稳定可靠性，以实用为先结合各种网络技术的应用推出解决方案

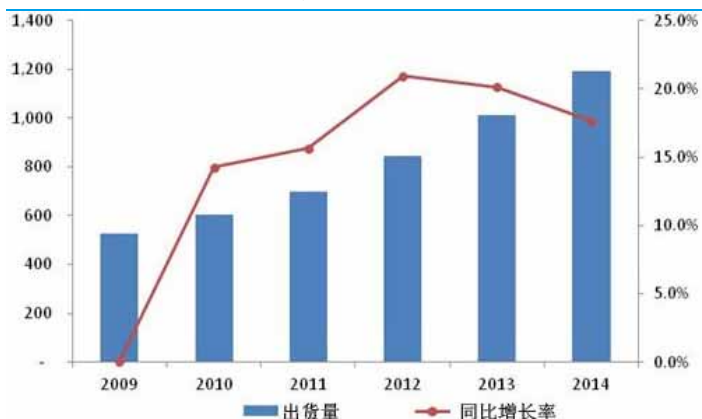
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 根据中国行业研究网的数据，2010 年北美 IP 核心和边缘路由器销售收入同比增长 39%。我们认为由于 NGN、IPv6 的大规模商用和流量带宽爆发式增长引发的网络设备升级换代，以及各行业信息化建设的投资推动，我国企业级网络设备市场将实现类似规模的增长；而公司对各细分行业市场精准合理的发展战略将进一步巩固和提高公司的市场份额。因此保守预测十二五期间公司企业级网络设备业务收入将保持 30% 的增速。同时由于公司重点发展中高端交换机和路由器及定制化的企业网络解决方案，产品结构从中低端向中高端逐步转变，企业级网络设备业务 55% 左右的综合毛利率将得到维持。

瘦客户机

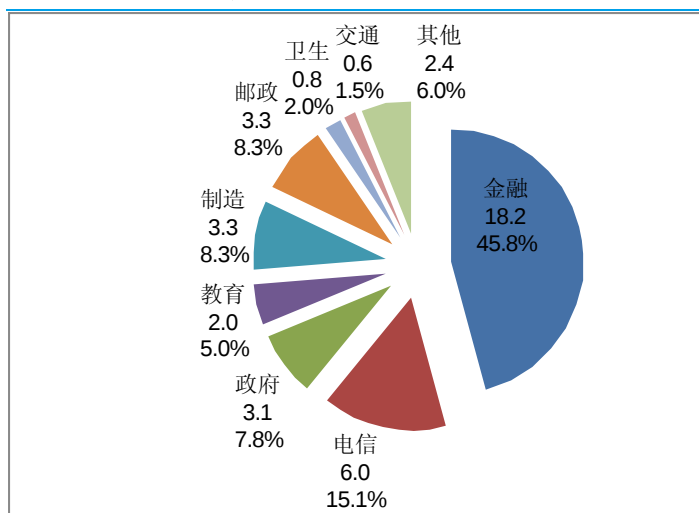
- 瘦客户机是指采用专用嵌入式处理器、精简版操作系统和本地闪存接口的，基于 PC 工业标准设计的小型专用商用 PC。因为其更强的专业、应用性和安全性，瘦客户机受到越来越多行业客户的青睐。赛迪顾问的数据显示，我国瘦客户机市场 2010 年销量将达到 67.5 万台，销售额 11.1 亿元。而根据 IDC 的预测，2011 年瘦客户机市场将进入爆发期，未来五年我国瘦客户机整体市场出货量将保持 17.7% 的复合增长率，2014 年销售量将超过 110 万台。全球市场的复合增长率更是高达 51%，2014 年销售量达到 3600 万台。瘦客户机市场存在较明显的行业结构，目前因为在金融、电信、政府和教育细分市场有较多软件支持，市场容量较大，并存在进一步拓展空间的趋势。

图表12: 2009-2014 年中国瘦客户机市场规模 (千台)



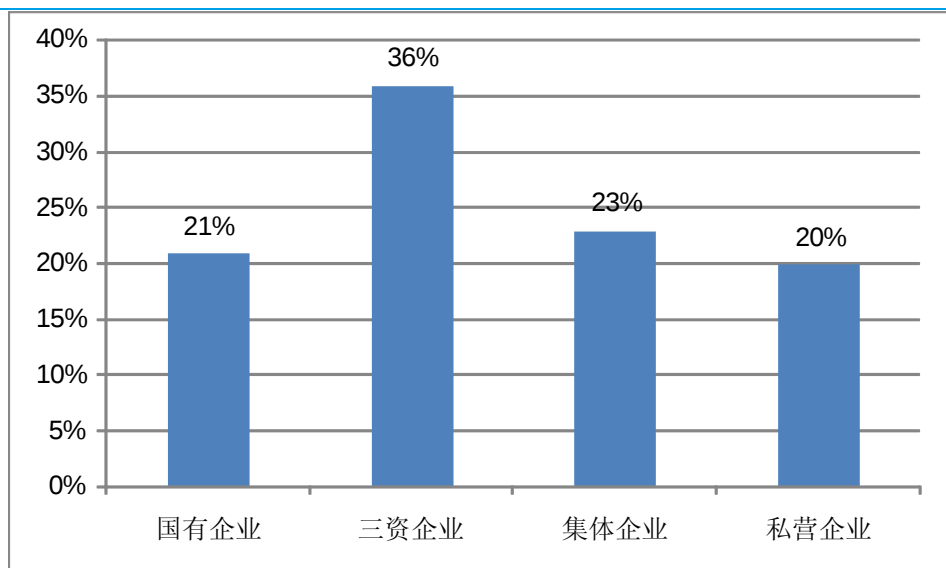
来源: IDC, 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表13: 2007 年中国瘦客户机市场结构 (销量: 万台)



- 瘦客户机市场的未来 5 年的快速发展主要受企业级 IT 设备更新需求和云计算产业的推动, 客户面不断扩大, 行业应用不断加深。
- 过去瘦客户机主要用于银行、高科技企业等对数据保密具有较高要求的企业, 近年来随着网络带宽的全面大幅提升和企业对于绿色环保、成本控制、数据安全方面的日益关注, 瘦客户机迎来了新的发展机遇。由于瘦客户机可以降低 34% 的总体拥有成本, 同时具备信息安全、易部署、易管理、易维护、低能耗等特征, 已成为企业级 IT 设备更新时的替代商用 PC 的首选, 快速向各行业细分市场延伸和拓展。目前世界 500 强公司中的 80% 和世界 100 强公司中的 98% 都使用了瘦客户机, 而我国瘦客户机的企业综合渗透率不足 30%, 市场潜力巨大。

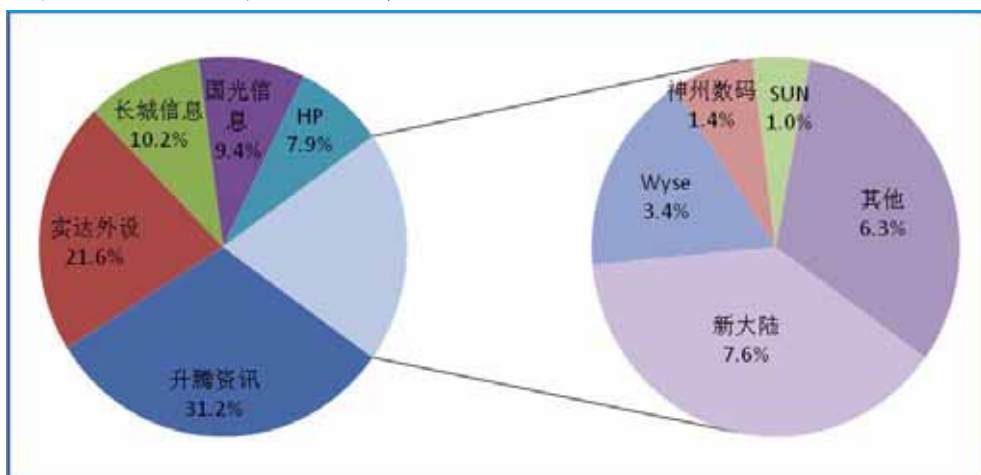
图表14：2009 年中国瘦客户机企业渗透率



来源：国金证券研究所

- 云计算的发展需要云端计算存储核心技术与云客户端桌面设备的双重支持。作为云计算落地的首选客户端设备，瘦客户机的市场需求将受到云计算的从概念走向应用的大规模商用化推动而出现加速增长。中国拥有世界上数量最多的中小企业，云计算的商业模式为这些中小企业提供了高性价比和易维护管理的解决方案。因此未来的云时代，瘦客户机将从目前金融等高端客户市场逐步扩展到广大中小企业市场。
- 瘦客户机是公司重要的业绩增长点之一，2009 年业务收入占比 20%。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，目前已成为亚太地区最大、全球第三的瘦客户机厂商，拥有全球最完善的瘦客户机产品线。2007 年升腾资讯在中国瘦客户机市场占有率为 31.2%，在瘦客户机应用最广的金融行业市场份额为 30%，均为业内第一。

图表15：瘦客户机中国市场竞争格局



来源：国金证券研究所

- 升腾资讯近年来在瘦客户机业务上持续加大投入，保持技术和市场的领先优势。
- 公司作为行业的领导者，掌握了 USB 映射、计算机外围设备共享服务器控制以及图形终端的核心技术，同时加强与全球虚拟化和云基础架构领导厂商 VMware 的战略合作，是国内首家通过 VMware 国际认证

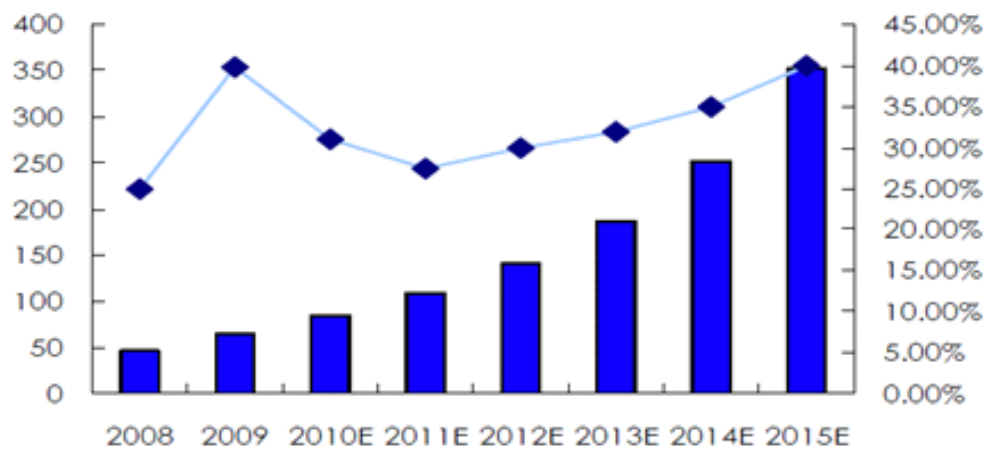
的厂商。此外，由于瘦客户机产品具有突出的应用导向特性，公司为满足用户需求不断推出行业针对性的应用软件，巩固技术壁垒。

- 公司凭借成本、应用本土化方面的优势，以及技术和服务方面多年的积累，一方面巩固国内市场第一的优势，另一方面主动进攻海外市场，着眼于全球 2500 万中小企业潜在客户群。公司致力于实现海外市场规模销售，成为全球瘦客户机行业的标准制定者，通过全球一体化反过来巩固国内市场。
- 考虑到瘦客户机市场需求受企业 IT 升级及云计算推动不断上升，以及公司在行业内的领先优势，我们预测公司在瘦客户机业务领域未来 3 年收入增长率将略高于行业趋势达到 25%。同时由于瘦客户机领域的竞争格局相对稳定，行业平均毛利率近三年基本维持在 25%左右。我们认为公司的市场领导地位以及规模经济效应将进一步提升毛利率水平，未来 3 年达到 35%复合增速。

WLAN 终端

- WLAN 即无线局域网，是指应用无线通信技术将计算机、智能手机等互联并可连接到 internet 的网络体系。近期受美国总统奥巴马提出的 5 年在全美普及高速无线网的投资计划，以及中国移动董事长王建宙宣称中国移动三年内在全国范围内增加 100 万个 WiFi 热点规划的触发，WLAN 再次成为市场热点。根据诺达咨询的预测，2011 年中国电信、企业和消费级 WLAN 市场合计规模将超过 100 亿元，2015 年将达到 350 亿人民币，未来 5 年年均增长率超过 30%。

图表16：中国 WLAN 市场规模预测（亿元）



来源：诺达咨询，国金证券研究所

- 由于较低的资费和建设成本以及有限区域内相对较快的速率，WLAN 在商业模式和技术上作为 3G 的有益补充已得到电信运营商的一致认同。早在 2008 中国电信业重组之后，拿到 CDMA 牌照的中国电信就公布了 C+W 的战略构想，并一直加大对 WLAN 的投入力度。而三大运营商中对 WLAN 投入最大的中国移动更是将 WLAN 定位为四大独立网络之一。截止 2010 年底，中国移动为补偿 TD-SCDMA 的带宽不足以及降低 TD 网络建设的成本，已布设了 47 万接入点。随着工信部对 WiFi 管制的放开以及移动互联网的飞速发展对提高网络覆盖和带宽的迫切需求，三大运营商加快了 WLAN 的建设步伐，WLAN 终端市场面临巨大的发展空间。
- 公司控股子公司锐捷网络自 2004 年即前瞻性的开始了 WLAN 产品的研发，在 WLAN 领域积累了丰富的网络建设经验，能同时提供行业解决方案和运营商整网解决方案，是国内少数拥有自主研发产品的 Wi-Fi 国际联盟成员。目前其完整的产品线涵盖室内、室外无线接入点、无线控制器、无线网络管理系统等多款产品，同时也具备了无线网卡、天线、避雷器、馈

线、PoE（以太网供电）适配器在内的多种相关产品，可协助用户完成整体无线网络的规划与实施。

- 市场方面，公司 WLAN 产品已覆盖教育、金融、医疗、政府、中小企业和运营商市场，位居国内 WLAN 终端产品市场份额前三甲，教育网首位。2011 年中国移动公布的 WLAN 集采招标结果中，公司是唯一同时中标 802.11n 和 802.11g 设备的厂商。在集采 802.11n 产品入围的所有厂家中，锐捷网络是唯一能够提供电信级 AC 设备的厂家。而根据 ABI Research 的统计，802.11n 设备将占到 2011 年新终端出货量的 90%以上，公司在后续 WLAN 网络建设中，将领跑 802.11n 时代。

其他产品

- 固网支付 ePOS 终端。
 - 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。近年来电信运营商面临着从网络提供商向综合信息服务提供商的转变。而固网支付业务可以降低用户离网率，通过增加电信运营商增值业务收入提高用户 ARPU 值，因此备受电信运营商的推崇。同时由于固网支付拓宽了银行的服务渠道，降低了银行的运营成本，与网络支付、手机支付形成互补，也受到金融服务商的大力推广，发展空间巨大。
 - 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达到 10 万台，覆盖用户群体 50 万以上；预计 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。
 - 公司是国内 ePOS 三大厂商之一，凭借企业级市场的网络融合优势以及精湛的技术积累在固网支付行业处于领先地位，2007 和 2008 年连续两年市场占有率第一且占据了固网支付终端市场超过一半的市场份额。
- 联网信息发布系统 DMB
 - 联网信息发布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，通过有线或无线网络实时发布信息和远程传播节目。
 - 目前国内 DMB 系统尚处于试推广阶段，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、邮政局、户外媒体、医院、机场、车站等场合存在巨大的市场需求。目前银行营业厅市场占有率已经超过 50%以上，已取得巨大成功，对各领域主导企业信息化革新与形象升级带来显著影响。2010 年全球市场规模为 130 亿美元，预计未来 5 年，DMB 市场的增长率将达到 33%。
 - 公司控股子公司星网视易是联网信息发布系统的创新者。公司凭借在数字电视、多媒体图像处理、嵌入式系统、显示终端设计制造等方面的技术积累和实施经验，自主研制开发了从前端播放器的硬件设计、客户端软件，到后台服务器端远程信息发布控制管理系统的核心软硬件，并申请了国家专利和软件著作权，具有全部自主知识产权。
- 视频监控系统
 - 公司的视频监控系统是基于中国移动 GSM/GPRS 网络，通过彩信、短信、语音方式实现对监控场所的远程监视和监听，实现对小基站、营业厅、商铺、工厂、家庭、车库、企事业单位办公室和仓储等环境的辅助监控。视频监控充分体现了物联网中传感器、移动通信和互联网相融合的特点，是物联网在大消费市场的典型应用。

图表17：公司视频监控产品应用场合广泛



来源：国金证券研究所

- 近年来由于安防部门渗透率加大，金融、公安、交通、煤矿等部门的投入在不断增加；居民安防设施在向智能化和网络化发展；同时，大型事件如奥运会、世博会等大型工程进一步刺激着安防的需求。安防统计数据显示，2009年视频监控市场规模达到300亿，网络监控占视频监控的份额已从7.4%增长到25.9%，预计未来3年网络监控市场的年复合增长率将达到37%。
- 作为国内一流的视频监控产品及解决方案提供商，公司依托强大的研发创新实力，牢牢把握视频监控产品网络化、高清化、智能化的发展趋势，始终坚持技术创新，不断跟踪业界技术发展的最新动态，抢占技术制高点。公司推出的目前市场上唯一一款可以脱离网络实现无线监控的DVR，也是国内唯一具有彩信报警、电话报警、彩信监视、电话监听四大功能的嵌入式DVR，集合主动监控和事发报警两种应用。

公司业务收入及毛利率预测

图表18：公司业务收入及毛利率分析与预测

项 目	2008	2009	1H10	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
企业级网络设备								
销售收入（百万元）	504.35	725.47	273.86	906.83	1,178.88	1,591.49	2,068.94	2,689.62
增长率（YOY）	-2.68%	43.84%	52.10%	25.00%	30.00%	35.00%	30.00%	30.00%
毛利率	52.80%	57.50%	55.57%	56.50%	55.00%	55.00%	53.90%	52.82%
销售成本（百万元）	238.05	308.32	121.68	394.47	530.50	716.17	953.78	1,268.91
增长率（YOY）	-8.24%	29.52%	36.27%	27.94%	34.48%	35.00%	33.18%	33.04%
毛利（百万元）	266.30	417.14	152.18	512.36	648.38	875.32	1,115.16	1,420.71
增长率（YOY）	2.89%	56.65%	67.67%	22.83%	26.55%	35.00%	27.40%	27.40%
占总销售额比重	38.84%	42.43%	37.84%	45.85%	47.53%	48.33%	47.92%	49.79%
占主营业务利润比重	69.09%	58.99%	54.36%	61.56%	61.91%	62.41%	61.64%	63.40%
瘦客户机								
销售收入（百万元）	254.00	340.08	133.00	374.08	467.61	654.65	916.51	1,145.64
增长率（YOY）	13.61%	33.89%	13.48%	25.00%	25.00%	40.00%	40.00%	25.00%
毛利率	25.39%	25.20%	24.40%	25.00%	25.00%	25.00%	24.50%	24.01%
销售成本（百万元）	189.51	254.38	100.55	280.56	350.70	490.99	691.96	870.57
增长率（YOY）	15.06%	34.23%	-14.21%	10.29%	25.00%	40.00%	40.93%	25.81%
毛利（百万元）	64.49	85.70	32.45	93.52	116.90	163.66	224.54	275.07
增长率（YOY）	9.55%	32.88%	#DIV/0!	9.13%	25.00%	40.00%	37.20%	22.50%
占总销售额比重	19.56%	19.89%	18.37%	18.91%	18.85%	19.88%	21.23%	21.21%
占主营业务利润比重	16.73%	12.12%	11.59%	11.24%	11.16%	11.67%	12.41%	12.27%
通讯产品								
销售收入（百万元）	267.80	374.41	191.21	389.39	449.26	527.85	630.70	725.30
增长率（YOY）	-28.61%	39.81%	2.50%	4.00%	15.38%	17.49%	19.48%	15.00%
毛利率	20.41%	20.88%	20.26%	21.00%	22.55%	22.66%	22.20%	21.76%
销售成本（百万元）	213.13	296.22	152.47	307.62	347.95	408.27	490.67	567.49
增长率（YOY）	-29.26%	38.99%	1.56%	3.85%	13.11%	17.33%	20.18%	15.66%
毛利（百万元）	54.67	78.19	38.74	81.77	101.31	119.59	140.03	157.81
增长率（YOY）	-25.96%	43.03%	6.39%	4.58%	23.89%	18.04%	17.09%	12.70%
占总销售额比重	20.62%	21.90%	26.42%	19.69%	18.11%	16.03%	14.61%	13.43%
占主营业务利润比重	14.18%	11.06%	13.84%	9.83%	9.67%	8.53%	7.74%	7.04%
其他								
销售收入（百万元）	272.36	269.87	125.74	307.70	384.62	519.24	700.97	841.17
增长率（YOY）	126.07%	-0.92%	#DIV/0!	14.02%	25.00%	35.00%	35.00%	20.00%
毛利率	0.00%	46.74%	45.00%	47.00%	47.00%	47.00%	47.00%	46.06%
销售成本（百万元）	272.36	143.73	69.16	163.08	203.85	275.20	371.52	453.73
增长率（YOY）	126.07%	-47.23%	#DIV/0!	13.46%	25.00%	35.00%	35.00%	22.13%
毛利（百万元）	0.00	126.14	56.58	144.62	180.77	244.04	329.46	387.44
增长率（YOY）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	14.65%	25.00%	35.00%	35.00%	17.60%
占总销售额比重	20.97%	15.78%	17.37%	15.56%	15.51%	15.77%	16.24%	15.57%
占主营业务利润比重	0.00%	17.84%	20.21%	17.38%	17.26%	17.40%	18.21%	17.29%
销售总收入（百万元）	1298.51	1709.82	723.82	1978.00	2480.37	3293.23	4317.12	5401.72
销售总成本（百万元）	913.05	1002.65	443.86	1145.73	1433.00	1890.62	2507.93	3160.69
毛利（百万元）	385.46	707.17	279.96	832.27	1047.37	1402.61	1809.19	2241.03
平均毛利率	29.68%	41.36%	38.68%	42.08%	42.23%	42.59%	41.91%	41.49%

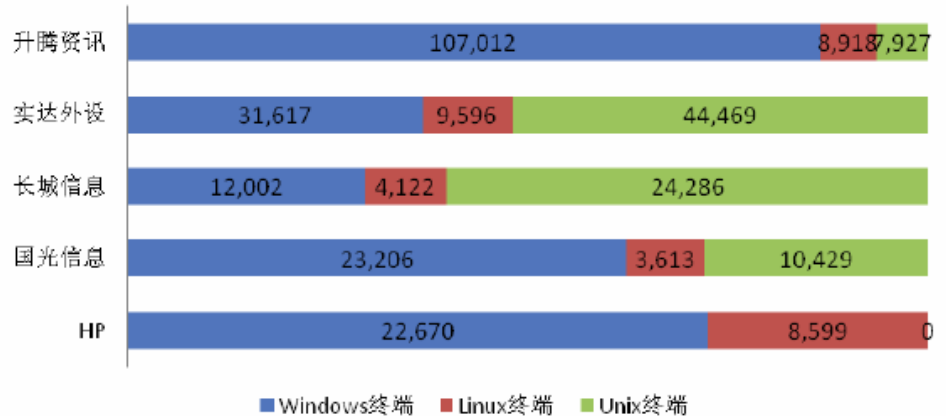
来源：国金证券研究所

核心竞争力

市场化导向的技术创新

- 公司建立了一整套可将创新技术快速实现产业化的运作机制，不断优化产品布局，针对市场需求重点投入和调整技术创新方向。例如在瘦客户机业务领域，公司敏锐的意识到越来越多的用户需要在图形终端办公，因此根据行业发展趋势重点发展 Windows 瘦客户机终端，获得了市场占有率第一的成功。

图表19：2007 年中国瘦客户机品牌产品结构（销量：台）



来源：国金证券研究所

- 瘦客户机是融合了行业应用特殊需求的网络终端产品。由于网络终端的上游厂商提供零部件的集成化较低，主流厂商的硬件体系都需要自行设计；此外，网络终端需要在标准操作系统之上进行大量的二次开发。相比较一般 IT 端末产品，瘦客户机的技术壁垒较高，厂商需要具备较强的创新能力和长期的技术积淀。公司为巩固瘦客户机的技术、市场领先地位，持续不断加强应用软件的开发和硬件系统的研发投入。
- 同时公司定位为“解决方案提供商”，立足于深刻理解行业应用各项需求的基础上，开发出具有竞争力的符合用户需要的应用软件。
- 公司每年研发费用投入占收入比接近 10%，大学以上学历人员占比 52.46%，研发人员占比 25.79%，均处于行业高位。

精准的市场拓展策略

- 公司定位于行业应用，前期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，在企业级网络设备业务领域获得市场成功。
- 政府行业（包括大企业）市场是本公司重要的网络设备目标市场。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。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。
- 公司的固网支付终端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。从 2003 年起，公司就敏锐地捕捉到嵌入式终端和金融支付有机结合所蕴含的巨大市场前景，从战略的高度，投入大量人力物力进行研发。2007 年，国家开始大力发展固网支付，固网运营商开始把目光瞄

向支付业务领域力求转型。公司依靠前期的研发积累，顺势而为，一举夺得了固网支付市场的霸主地位，开创了固网支付的蓝海市场。

定制化产品和服务

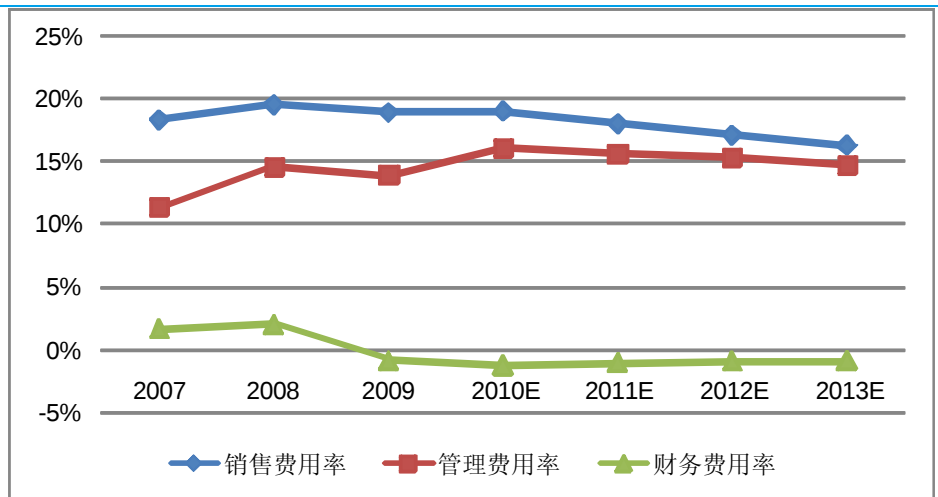
- 公司“定制化”行业解决方案相比行业对手更能巩固和提升市场份额和毛利率。在企业级网络设备市场，思科华为等竞争对手往往只提供一定数量的标准化的简单方案，供行业客户自行选择，做不到真正定制化。对于企业级网络设备，不同细分行业的网络解决方案市场是一个差异化的市场；即使对于同一个行业的不同用户，网络解决方案也是个性化的，存在差异的一面。“差异”越大，竞争越小，价格和毛利率越高。
- 由于细分市场更强调服务，公司建立了业内先进的服务体系：集方便可靠的服务模式、广泛专业的服务渠道、迅速响应的呼叫中心、高速流畅的备件供应、规范稳定的服务质量管理 and 高效的服务团队于一身，建立了自身独特的“6S 服务”品牌。
- 公司在教育行业市场成功，源自公司迅速捕捉到了市场的竞争切入点，投入相对优势的人力资源深入教育行业，体察教育行业客户对于网络应用的特殊要求，自行开发设备、软件、协议，提供了超越对手的校园网安全运营和计费解决方案。在金融行业，本公司注意到行业的领导者思科对于金融网点这个最基层单位的特殊需求未充分挖掘，迅速切入市场，成功定位成“网点专家”，并获得了相应的市场份额。

业绩预测及投资建议

业绩预测

- 三项费用率：我们认为随着公司主营业务产业化规模化的进一步提升，销售费用率将稳中趋降。而管理费用率由于近两年新兴业务的研发大量投入将略有上升，自 2011 年起将呈略有下降趋势。财务费用率则由于上市超募资金的利息收入出现负费用率。

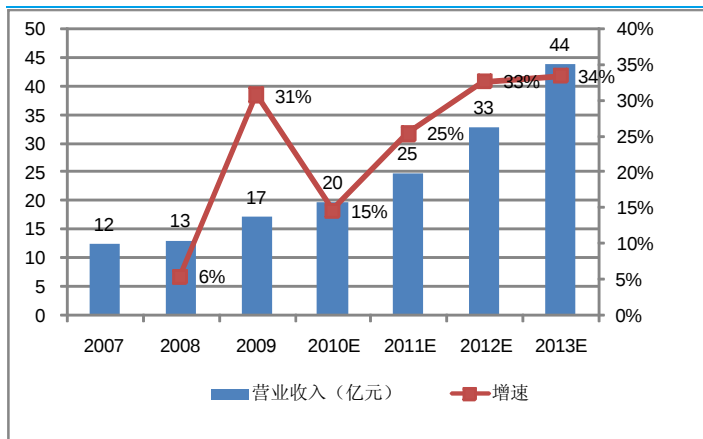
图表20：三项费用率预测



来源：国金证券研究所

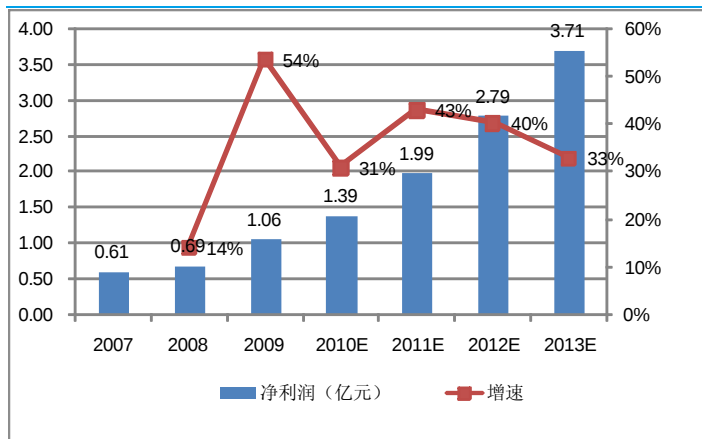
- 业绩预测：我们预计 11-13 年公司实现收入分别为 25 亿元、33 亿元和 44 亿元，复合增长 30%；净利润分别为 1.69 亿元、2.79 亿元和 3.71 亿元，复合增长 39%。

图表21：11-13 年收入复合增长 30%



来源：国金证券研究所

图表22：11-13 年净利润复合增长 39%



投资建议

- 绝对估值：采用 APV 绝对估值模型，假设 2019 年后公司净利润后续增长率为 3%，资金成本为 9.91%，则对应公司每股价值为 52.25 元（11 年 46XPE、12 年 33 XPE）

图表23：APV 方法估值：每股价值为 52.25 元

每股价值	52.25	TV增长率	3.0%
企业值	7,083.41	Ka	9.91%
股票价值	6,872.04	债务	73.02
		投资	43.00
		少数股东权益	138.35

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	81.56	-8.48	88.42	217.76	375.77	529.42	674.04	740.80	798.77	914.25	13,623.18	18,035.49
ITS	0.27	0.06	0.06	0.07	0.09	0.11	0.14	0.18	0.23	0.28	4.16	5.66
PV(FCF)	74.21	-7.02	66.59	149.21	234.25	300.28	347.82	347.80	113.63	116.96	5,294.39	7,038.13
PV(ITS)	0.25	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.09	0.00	0.00	1.62	2.29

来源：国金证券研究所

- 投资建议：考虑公司良好的成长性和细分行业领先地位，公司长期投资价值明显，建议买入，6-12 个月目标价为 55.60 元（对应 12 年 35 XPE）。
- 风险提示
 - 企业级网络设备行业竞争加剧，公司利润率和市场份额有下降可能。
 - 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优惠政策，将会对业绩产生较大影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)								资产负债表 (人民币百万元)							
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,250	1,318	1,725	1,978	2,480	3,293	4,317	货币资金	238	232	364	1,421	1,509	1,678	1,990
增长率		5.5%	30.8%	14.7%	25.4%	32.8%	31.1%	应收款项	431	373	383	435	546	725	950
主营业务成本	-783	-776	-1,013	-1,146	-1,433	-1,891	-2,508	存货	233	252	278	283	353	466	618
% 销售收入	62.6%	58.8%	58.7%	57.9%	57.8%	57.4%	58.1%	其他流动资产	8	9	37	40	50	66	88
毛利	467	543	712	832	1,047	1,403	1,809	流动资产	910	866	1,062	2,179	2,459	2,935	3,647
% 销售收入	37.4%	41.2%	41.3%	42.1%	42.2%	42.6%	41.9%	% 总资产	86.6%	85.1%	85.6%	92.1%	87.1%	85.1%	85.1%
营业税金及附加	-1	-3	-3	-3	-4	-5	-6	长期投资	17	17	43	43	43	43	43
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	98	106	109	114	284	429	547
营业费用	-229	-258	-327	-376	-448	-565	-703	% 总资产	9.3%	10.4%	8.8%	4.8%	10.1%	12.4%	12.8%
% 销售收入	18.3%	19.6%	19.0%	19.0%	18.1%	17.1%	16.3%	无形资产	22	24	22	31	38	44	50
管理费用	-142	-192	-240	-318	-387	-504	-634	非流动资产	141	151	178	188	365	516	640
% 销售收入	11.4%	14.6%	13.9%	16.1%	15.6%	15.3%	14.7%	% 总资产	13.4%	14.9%	14.4%	7.9%	12.9%	14.9%	14.9%
息税前利润 (EBIT)	94	90	142	135	209	329	465	资产总计	1,051	1,017	1,240	2,367	2,824	3,451	4,287
% 销售收入	7.5%	6.8%	8.2%	6.8%	8.4%	10.0%	10.8%	短期借款	260	213	65	0	0	0	0
财务费用	-21	-27	-14	16	30	32	37	应付款项	333	265	417	432	560	738	977
% 销售收入	1.7%	2.0%	0.8%	-0.8%	-1.2%	-1.0%	-0.9%	其他流动负债	104	114	167	180	248	327	432
资产减值损失	-5	-3	-3	-4	-1	-2	-2	流动负债	697	592	649	612	808	1,066	1,408
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	长期贷款	10	9	8	8	8	9	11
投资收益	2	2	2	4	5	6	7	其他长期负债	9	0	17	0	0	0	0
% 税前利润	1.4%	2.1%	1.3%	1.8%	1.5%	1.3%	1.2%	负债	715	601	674	621	816	1,075	1,420
营业利润	70	62	128	151	242	365	507	普通股股东权益	252	322	428	1,549	1,725	1,974	2,306
营业利润率	5.6%	4.7%	7.4%	7.6%	9.8%	11.1%	11.7%	少数股东权益	85	95	138	198	283	403	561
营业外收支	34	47	51	70	74	77	81	负债股东权益合计	1,053	1,018	1,240	2,367	2,824	3,451	4,287
税前利润	104	109	179	221	316	443	588	比率分析							
利润率	8.3%	8.2%	10.4%	11.2%	12.7%	13.4%	13.6%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
所得税	-15	-3	-16	-22	-32	-44	-59	每股指标							
所得税率	14.7%	2.9%	9.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.461	0.526	0.808	0.792	1.133	1.588	2.111
净利润	89	105	163	199	284	398	529	每股净资产	1.919	2.445	3.253	8.823	9.825	11.245	13.136
少数股东损益	28	36	57	60	85	119	159	每股经营现金净流	1.091	0.858	2.641	0.668	1.254	1.814	2.637
归属于母公司的净利润	61	69	106	139	199	279	371	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.130	0.169	0.220
净利率	4.8%	5.2%	6.2%	7.0%	8.0%	8.5%	8.6%	回报率							
现金流量表 (人民币百万元)								净资产收益率	24.01%	21.51%	24.84%	13.15%	11.53%	14.13%	16.07%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	5.75%	6.79%	8.57%	5.87%	7.04%	8.08%	8.64%
净利润	89	105	163	199	284	398	529	投入资本收益率	13.25%	13.66%	20.21%	6.92%	9.31%	12.41%	14.54%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	增长率							
非现金支出	19	20	21	22	34	61	88	主营业务收入增长率	36.81%	5.51%	30.81%	14.69%	25.40%	32.77%	31.09%
非经营收益	20	24	11	-67	-78	-82	-87	EBIT增长率	44.11%	-4.61%	58.01%	-4.96%	54.47%	57.71%	41.41%
营运资金变动	16	-36	153	-36	-20	-59	-67	净利润增长率	49.64%	14.14%	53.63%	30.87%	42.98%	40.24%	32.91%
经营活动现金净流	143	113	347	117	220	318	463	总资产增长率	44.39%	-3.33%	21.81%	90.89%	19.30%	22.22%	24.22%
资本开支	-70	-22	-21	38	-137	-133	-129	资产管理能力							
投资	-1	0	-25	0	0	0	0	应收账款周转天数	102.5	104.1	75.3	75.0	75.0	75.0	75.0
其他	1	1	2	4	5	6	7	存货周转天数	97.3	114.1	95.6	90.0	90.0	90.0	90.0
投资活动现金净流	-70	-21	-44	42	-132	-127	-122	应付账款周转天数	70.7	77.8	63.0	65.0	70.0	70.0	70.0
股权募资	15	0	0	982	0	0	0	固定资产周转天数	28.5	29.1	22.5	20.5	41.5	47.3	46.1
债权募资	34	-47	-149	-81	0	1	2	偿债能力							
其他	2	-35	-40	-3	-1	-23	-30	净负债/股东权益	9.46%	-2.36%	-51.40%	-80.89%	-74.74%	-70.21%	-69.02%
筹资活动现金净流	51	-83	-189	898	-1	-22	-28	EBIT利息保障倍数	4.5	3.3	10.5	-8.6	-7.0	-10.2	-12.5
现金净流量	124	9	114	1,057	88	169	312	资产负债率	67.93%	59.07%	54.35%	26.22%	28.90%	31.14%	33.12%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	3	4	7
买入	0	0	1	1	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.20	1.20	1.21

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室