

2011年12月28日

TMT--计算机软件应用

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 26.60

目标价(元): 38.10

天玑科技(300245)

需求爆发勾勒似锦前程

投资评级: A--买入(首评)

TMT组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

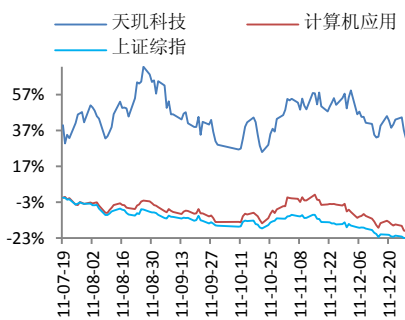
联系人: 刘智

电话: 021-50122488

公司基本数据

总股本(万股)	6700.00
流通A股/B股(万股)	1700.00/0.00
资产负债率(%)	9.29
每股净资产(元)	7.02
市净率(倍)	3.79
净资产收益率(加权)	13.38
12个月内最高/最低价	35.45/24.24

股价走势图



相关研究报告

◎不同之处:

◆数据中心大规模建设撬动第三方IT运维服务的超预期增长。多因素推动了数据中心大规模建设,这将撬动其正常运行的IT运维服务需求超预期(22%)增长。而独立第三方运维商市场占比提升将导致第三方服务更快成长。

◆看好公司技术驱动型的管理团队。公司核心技术和管理人员均曾是国际著名IT企业的高层,其国际视野和丰富的经验是公司保持竞争优势的关键。

◎投资要点:

◆数据中心进入大规模建设期,基础设施服务市场需求旺盛。企业信息化,云计算,移动互联网,物联网,三网融合等因素推动数据中心建设进入高速增长期。CCW预计未来3年国内IT基础设施服务市场年均复合增速将达到22%,12年市场规模突破200亿,14年突破300亿。而相对于国外约60%的第三方IT服务占比,国内约15%尚有巨大的提升空间,其长期需求旺盛。

◆两优势奠定公司的领军地位。客户优质:公司有一大批电信、金融和政府等优质客户资源,客户从20余家发展到400余家用时不到7年,客户流失率几近0。技术驱动型管理团队优势明显:团队主要成员均曾为惠普,IBM等著名IT企业高层技术或管理人员,多品牌服务能力强。全球化视野和长期本地服务经验更有利于公司长期发展。

◆业务复制和创新将成就高成长。一方面,公司加速当前业务在地域和领域上的复制,全国5大营销中心和备件中心及30个分支机构将成为有力保障;另一方面,将新业务不断切入大型数据中心建设,随着大型数据中心建设的持续升温,后期运维和服务市场空间巨大。我们判断公司未来五年将呈高增长态势,预计2011-2013年可实现的EPS分别为0.90元、1.27元和1.62元,对应PE为29.50倍、20.93倍和16.39倍。鉴于公司长期前景和有望超预期增长,我们认为公司合理价38.10元,对应2012年30倍PE,首次买入投资评级。

◎关键假设: 行业持续景气公司业务量超30%增速,毛利率60%左右。

◎风险提示: 市场竞争加剧,募投项目市场认可度风险或是主要风险。

	2009A	2010A	2011Q3	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	123.75	169.29	55.43	229.98	318.13	425.75
同比增速(%)	33.32	36.80	8.47	35.85	38.33	33.83
净利润(百万)	29.89	43.66	13.76	60.42	85.15	108.71
同比增速(%)	38.12	46.06	2.78	38.39	40.93	27.66
毛利率(%)	60.11	59.35	57.61	58.93	58.90	58.75
每股盈利(元)	0.60	0.87	0.21	0.90	1.27	1.62
ROE(%)	41.58	37.80	2.92	11.71	14.17	15.32
PE(倍)	0.00	0.00		29.50	20.93	16.39

正文目录

1. IT 基础设施第三方服务前景广阔	4
1.1. 数据中心是整个信息系统的核心	4
1.2. 多项因素助推数据中心建设加速	4
1.3. 第三方服务渗透率不断提升，市场前景广阔	5
2. 公司优势明显，行业领军地位坚实	8
2.1. 长期稳定的优质客户资源	8
2.2. 优秀的技术和管理团队	9
2.3. 行业地位领先，品牌优势突出	9
2.4. 全球化市场战略	11
3. 紧跟数据中心发展，数据中心大建设或成就未来高成长	11
3.1. 战略定位清晰保证公司长期受益	12
3.2. 业务复制保证公司持续稳定增长	13
3.3. “云计算”数据中心创新业务助力公司跨越式发展	14
4. 公司预测与估值	15
4.1 核心假定	15
4.2 财务预测	16
5.3 估值比较和合理定价	16
5. 风险分析	17

图表目录

图 1: 信息系统组成图	4
图 2: 数据中心分层结构	4
图 3: 多因素助推数据暴涨	5
图 4: 数据中心 IT 基础设施的构成	6
图 5: 2010-2014 年数据中心第三方 IT 服务市场规模及增速预测	6
图 6: IT 基础设施第三方服务市场各行业占比 (2009 年)	9
图 7: 数据中心 IT 基础设施第三方服务市场份额 (2009 年)	10
图 8: 公司华东地区数据中心 IT 基础设施第三方服务市场份额 (2009 年)	10
图 9: 公司电信市场数据中心 IT 基础设施第三方服务市场份额 (2009 年)	10
图 10: 公司海外机构市场战略优势	11
图 11: 数据中心历史演变及趋势	12
图 12: 数据中心服务外包的演变趋势	13
图 13: 公司募投项目的战略意义	13
图 14: 华东地区营收额和营收占比	14
图 15: 电信和金融行业营收占比	14
图 16: “云计算时代”数据中心发展趋势	14
图 17: 公司目前业务范围 (专业软件服务为新设立事业部)	15
表 1: 今年以来数据中心建设投入加速	5
表 2: 中国数据中心新建扩建面积规模 (2008-2010)	7
表 3: 中国数据中心新增数量 (2008-2010)	7
表 4: 公司优质长期服务客户	8
表 5: 公司技术和管理人员相关信息	9
表 6: 公司已获奖项	11

表 7: 公司 IPO 募投项目计划	12
表 8: 财务预测表 (单位: 百万元)	16
表 9: 可比公司 PE 估值水准横向比较	17

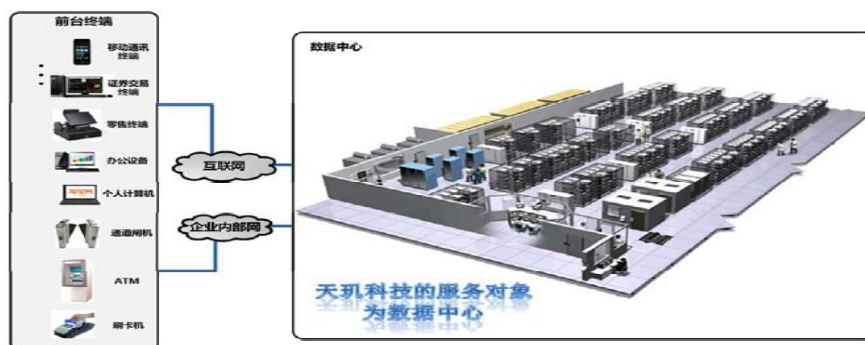
(本报告共有图 17 张, 表 9 张)

1.IT 基础设施第三方服务前景广阔

1.1.数据中心是整个信息系统的核心

IT 应用涉及生活各个领域，使得人们的生活变得更加便捷、与他人的沟通变得更加方便、工作效率不断提升。在如此便捷的前台终端后提供数据支持的是数据中心，只有在数据中心正常运转情况下，信息终端才能正常工作，为人类生活提供各种服务，数据中心的稳定可靠运行意义重大。

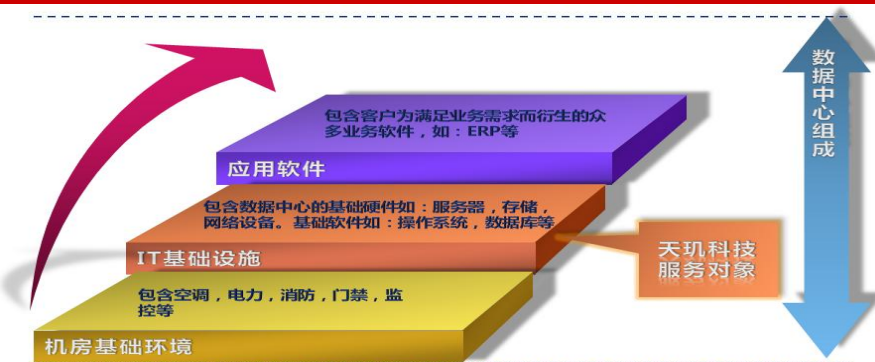
图 1: 信息系统组成图



资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

数据中心的结构。数据中心自下而上分别由机房基础环境、IT 基础设施、应用软件三部分构成，IT基础设施处于整个数据中心的底层，是应用软件运行的基础，数据中心在整个信息系统中的重要性不言而喻。

图 2: 数据中心分层结构

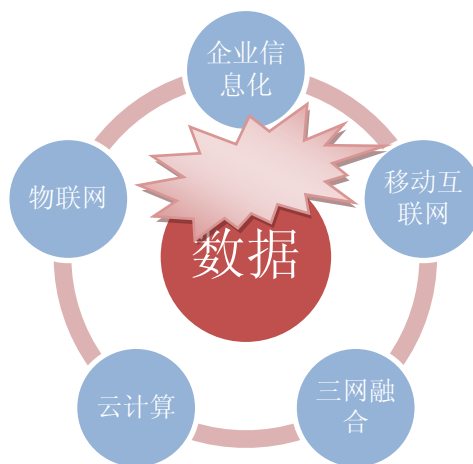


资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

1.2.多项因素助推数据中心建设加速

伴随着企业信息化，三网融合，物联网，移动互联网等应用的不断落地和深入，“数据大爆炸时代”正在到来。我们认为十二五期间将是数据暴涨的时期，以数据为中心的企业将不断迎来新的发展机遇，一大批优质特色型企业将因此受益。

图 3: 多因素助推数据暴涨



资料来源: 华宝证券研究所

思科预计, 全球数据中心流量将在2010年到2015年期间将增长3倍, 复合年增长率为33%, 其中云数据流量将以66%的复合年增长率递增。在多因素推动以及数据量暴涨的形势下, 我们认为目前数据中心建设投入已进入高速增长期, 特别是云计算应用认可度的不断提高, 基于成本控制、技术限制等因素, 更多的数据中心运维服务外包给专业第三方服务商, 专业数据中心运维服务商将持续从中获益。

表 1: 今年以来数据中心建设投入加速

序号	新闻内容	信息来源	日期
1	河南省预计投资 50 亿元发展云计算和数据中心	中国 IDC 圈	2011-07-04
2	万国数据加速全国扩张, 拟在全国建30个数据中心	人民网	2011-08-24
3	广东移动 5 年投资 20 亿元投产 30 个独体数据中心	中国 IDC 圈	2011-08-26
4	世纪互联第 52 个数据中心于落户鄂尔多斯, 建 30 万平米超级云计算中心	天极网	2011-09-07
5	亚洲云计算协会: 中国将投\$1540 亿建云数据中心	中国经济网	2011-09-13
6	Google 在亚太投资两亿美元兴建数据中心	谷奥网	2011-9-29
7	甲骨文年底建设国内首个公有云数据中心	四川新闻网	2011-11-18
8	上海云海数据中心花落洋山, 一期规划面积 320 亩	文汇报	2011-11-23
9	中移动云计算数据中心落户哈尔滨, 整体投资120亿元	通信世界网	2011-11-25
10	电信云计算筹建七大钻石级数据中心	中国 IDC 产业联盟	2011-12-02

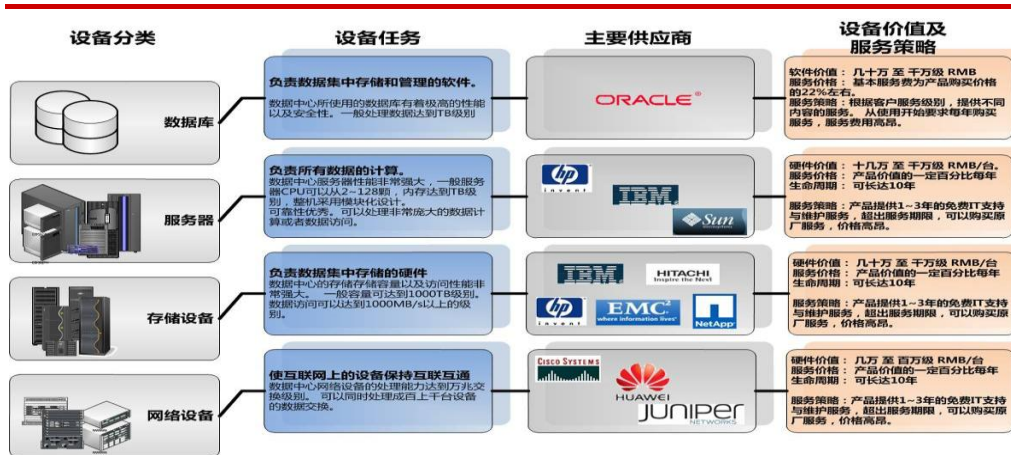
资料来源: 华宝证券研究所

1.3.第三方服务渗透率不断提升, 市场前景广阔

(1) IT基础设施第三方服务应运而生

IT 基础设施由数据库、服务器、存储设备及网络设备等几部分构成, 这些设备往往由不同的厂家提供, 因此就产生了后期服务上的诸多问题。

图 4：数据中心 IT 基础设施的构成



资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

在早期，服务一般由设备厂商或系统集成商提供，或由用户自己承担。设备厂商或系统集成商所提供的服务比较单一，往往受限于自身产品或代理产品技术覆盖的深度和广度，服务水平很难得到客户满意。

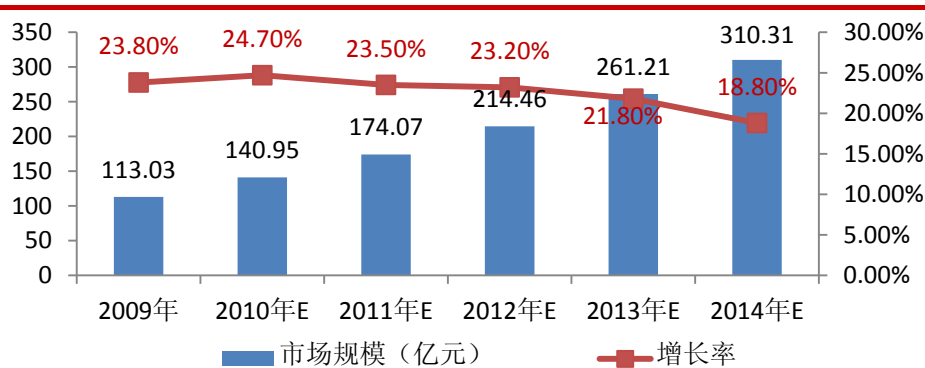
同时，用户还要面对产品原厂商的巨额服务费用和众多集成商的协调和管理工作；用户自主维护的瓶颈在于专业人员的匮乏，且从效率角度出发，单独维持一支专业维保团队，费用较高，性价比极低。

数据中心 IT 基础设施第三方服务市场就是伴随信息技术高速发展和业务应用需求不断扩展升级而出现的新兴市场。因为其专业丰富的 IT 基础设施运维经验，以及高性价比的优势不断发展壮大。

(2) 渗透率不断提高，数据中心 IT 基础设施第三方服务市场规模巨大

近年以来，伴随着国内数据中心的大量建设，国内数据中心 IT 基础设施第三方服务市场呈现快速增长态势，但相对于目前国外 60% 左右的第三方服务市场渗透率，国内 6% 左右的渗透率还显得微不足道，未来前景广阔。2009 年中国数据中心 IT 基础设施第三方服务市场规模为 113.03 亿元，较 2008 年增长了 23.80%。CCW 数据显示，预计 2011-2014 年该市场年均复合增长率将达到 22%，2012 年市场规模将突破 200 亿元，2014 年将突破 300 亿。

图 5：2010-2014 年数据中心第三方 IT 服务市场规模及增速预测



资料来源：CCW Research，华宝证券研究所

(3) 有利因素推动 IT 基础设施第三方服务加速发展

▲ 国家逐步推动IT 服务行业标准化进程

随着 IT 服务对国家信息化建设以及国民经济发展的影响越来越大, 国家开始逐步关注IT 服务标准化的工作。为加快我国信息技术服务标准的制订, 2009年4 月, 工业和信息化部在北京成立了组建后首个标准化技术组织——“IT 服务标准工作组”。

2011年12月15日, 国家信息技术服务标准(ITSS)上海市应用试点工作会议召开, 公司作为国家信息技术服务标准(ITSS)上海市应用试点工作的核心成员单位, 凭借自身在IT服务领域内领先的地位, 参与ITSS标准的编写工作和企业自评估应用试点工作, 及后续对标准的普及和培训等工作。

▲ 国内信息化建设需求推动了数据中心市场的快速发展

目前企业信息化不断加速, 企业进一步降低成本需求旺盛等趋势的驱动下, 在云计算、绿色数据中心、SaaS 等领域不断升温的背景下, 中国数据中心市场在未来仍将保持良好的成长前景, 为数据中心IT 基础设施服务市场带来增长机会。

表 2: 中国数据中心新建扩建面积规模 (2008-2010)

年份	2008 年	2009 年	2010 年
新增面积 (万平方米)	726.4	722.5	833.9
增长率	14.9%	-0.5%	15.4%

资料来源: ICTresearch, 华宝证券研究所

表 3: 中国数据中心新增数量 (2008-2010)

年份	2008 年	2009 年	2010 年
新增数量 (万个)	2.86	2.83	3.01
增长率	6.10%	-1.05%	6.36%

资料来源: ICTresearch, 华宝证券研究所

▲ 市场竞争的加剧

随着市场竞争日趋激烈以及服务外包模式逐步得到市场认可, 企业愿意将其价值链上的非核心业务外包给专业化的机构来做, 自身专注核心业务, 实现降低成本、提高效率、增强核心竞争力的目的。越来越多的企业将IT运维和支持服务从自行管理变成外包, 交给专业服务商进行管理。在电信、金融、政府等大型企事业高端客户的带动之下, 数据中心IT 基础设施的第三方服务市场已经启动并快速发展。

▲ 跨平台、一站式服务

设备原厂商由于自身提供技术产品, 因此一般只提供基于自身技术的方案, 并对自身产品提供支持与维护服务, 而很少提供基于竞争对手技术的方案, 也难以提供完善的竞争对手产品的支持与维护服务。而第三方服务商可以根据客户实际需求, 对多品牌异构数据中心IT 基础设施提供一体化服务, 整合数据中心多品牌异构IT 基础设施的运维管理和系统优化。公司的一体化服务在服务对象覆盖面, 技术能力的广度上比跨国企业更有优势, 更符合用户的实际需求。

▲ 中立的、更贴切用户需求的服务方案

由于自身不提供技术产品, 因此第三方服务商能够更加中立的看待各家厂商技术产品的优缺点以及其适应的场合, 公司能提供出最客观的服务方案, 选择最优化的技术组合来服务于客户。

▲ 为客户提供明显降低成本的业务价值

第三方服务商专注IT 基础设施的服务，针对客户精细化、深入化服务的需要，不断开发符合客户需要的IT 基础设施服务软件，提高对多品牌异构IT基础设施的技术服务能力，在多年服务实践和经验积累的基础上，形成了高效的服务管理体系。在各项服务中为客户降低成本，使客户逐步摆脱对产品原厂商较高的服务费用的依赖。

2.公司优势明显，行业领军地位坚实

公司由一批工作于惠普，IBM等著名IT企业的高层人员发起创立，在技术和管理方面具有丰富的经验，长期专注电信行业，服务大客户的理念，以及战略性的发展眼光，诸多的优势保证了公司在IT基础设施第三方服务行业中的领军角色。

2.1.长期稳定的优质客户资源

作为最早从事IT基础设施第三方服务的专业公司，随着公司服务形象的提升，公司的服务口碑得到了广泛的传播，公司的客户数量快速增长，从2003 年的20 余家客户发展到2010 年底的400 余家客户，客户保有率接近100%。仅今年上半年就新增客户70多家，包括中国太平洋保险(集团)股份有限公司，快钱，阿里巴巴，广州银行、中国人寿再保险股份有限公司等优质新客户，预计全年有望新增客户120家左右。

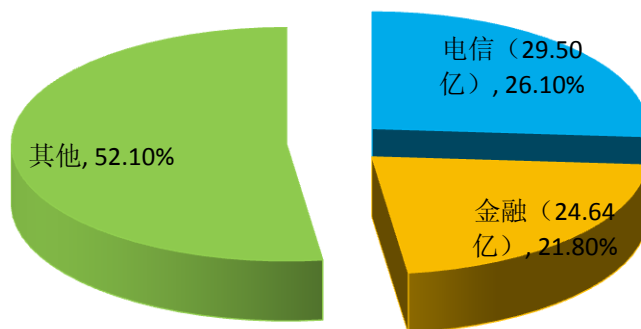
表 4: 公司优质长期服务客户

序号	客户名称	首次合同签订时间	已服务年限
1	中国移动通信集团浙江有限公司	2003.01	8年
2	中盈优创资讯科技有限公司	2007.07	4年
3	中国银联股份有限公司	2008.11	3年
4	中国联合网络通信有限公司浙江省分公司	2005.05	6年
5	中国移动通信集团江苏有限公司	2004.12	7年
6	中国电信股份有限公司浙江分公司	2005.04	6年
7	上海申通地铁集团有限公司	2004.08	7年
8	上海市公安局	2008.04	3年
9	中国移动通信集团广东有限公司	2009.04	2年
10	中国邮政储蓄银行有限责任公司	2009.07	2年
10	中国邮政集团公司	2009.07	2年

资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

金融和电信行业是第三方IT服务的主要市场，2009年两者分别有24.64亿以及29.50亿的市场规模，合计占第三方IT服务市场的47.9%（来源：计世资讯）。公司客户主要为电信、金融、交通、政府等支付能力强、信息化水平高的客户，行业服务优势有助于公司迅速占领其他市场，增大市场占有率。

图 6: IT 基础设施第三方服务市场各行业占比 (2009 年)



资料来源: CCW Research, 华宝证券研究所

2.2. 优秀的技术和管理团队

公司的管理层及核心技术人员大多具有 IT 知名跨国企业工作经历, 积累了丰富的管理和行业工作经验。其中 10 人拥有硕士或博士学位、5 人拥有海外工作经历, 团队具有较强的创新意识、学习能力和执行力, 有利于公司长期战略制定和实施, 帮助公司实现技术、模式和业务创新, 使公司成为中国本土数据中心 IT 基础设施第三方服务市场的领导者。

表 5: 公司技术和管理人员相关信息

姓名	职位	行业从业时间	行业经验
陆文雄	创始人/董事长	20 年	原贝尔电话移动部全国营销总监, 原惠普电信行业销售副总经理
刘万昌	总经理/CEO	29 年	原中国惠普副总裁/电信行业销售总经理
陆宏科	创始人/首席技术官	18 年	原中国惠普有限公司上海分公司顾问经理
杜力耘	创始人/财务总监	13 年	原中国惠普技术顾问经理
姜蓓蓓	上海分公司总经理	17 年	原中国惠普区域业务部/华东地区销售部总经理
楼晔	杭州分公司总经理	13 年	原 IBM 中国上海分公司客户服务主管
邓伟	广州分公司总经理	19 年	原 IBM 资深技术服务经理, NETAPP 华南区技术经理
丁毅	南京分公司总经理	27 年	原香港科联中国区销售总监, 原上海思华科技总裁
滕长春	北京分公司总经理	11 年	原长江计算机副总工程师
彭玉龙	综合服务部总经理	26 年	原中国惠普咨询服务部总经理
周全	武汉分公司总经理	16 年	原中国惠普有限公司销售经理

资料来源: 华宝证券研究所

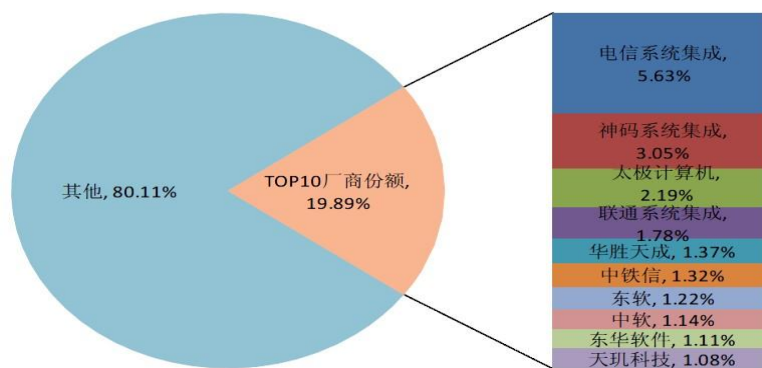
2.3. 行业地位领先, 品牌优势突出

与排名在前的神码系统集成、华胜天成、东华软件、东软集团相比, 银信科技和天玑科技这两家企业属于专业第三方服务提供商, 分别在银行业、电信业有着较强的竞争力, 分别是银行、电信业数据中心 IT 基础设施第三方服务市场的佼佼者, 专业提供数据中心 IT 基础设施服务。

(1) 数据中心 IT 基础设施第三方服务市场排名领先

2009 年度, 公司在数据中心 IT 基础设施第三方服务市场的市场占有率为 1.08%, 在中国数据中心 IT 基础设施第三方服务商中排名居于前列, 在专业 IT 基础设施第三方服务商中位居第一。

图 7: 数据中心 IT 基础设施第三方服务市场份额 (2009 年)



资料来源: 招股说明书, 华宝证券研究所

(2) 华东市场数据中心 IT 基础设施第三方服务市场名列前茅

计世资讯 (CCW Research) 数据显示, 区域分布中, 华北和华东的第三方 IT 服务市场发展较为显著, 2009 年分别有 25.54 亿以及 28.03 亿的规模, 合计占 2009 年市场份额的 47.3%。公司凭借灵活的市场运营机制、大量通过原厂技术认证的工程师队伍、畅通的备件渠道和高效的备件管理, 以及在电信、交通、金融等行业良好的客户资源, 已经在华东市场占据领先地位, 2009 年在华东区域第三方服务市场排名第二。

图 8: 公司华东地区数据中心 IT 基础设施第三方服务市场份额 (2009 年)

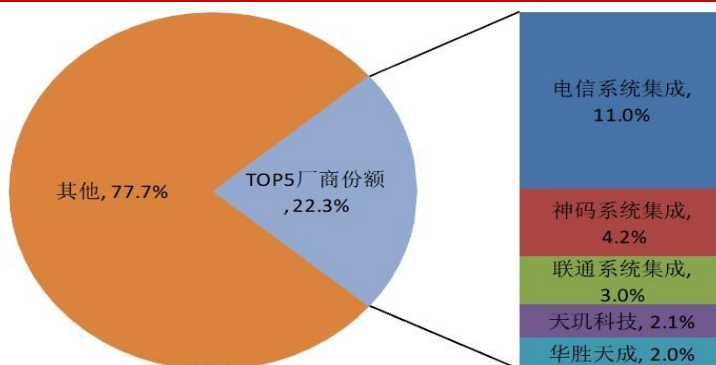


资料来源: 招股说明书, 华宝证券研究所

(3) 全国电信行业数据中心 IT 基础设施第三方服务市场排名领先

电信行业对 IT 系统质量的依赖度非常高, 必须保证数据中心 IT 基础设施的稳定性、连续性和安全性, 运营商选择服务商通常较为谨慎。2009 年, 公司在电信行业数据中心 IT 基础设施第三方服务市场中排名第四, 营业收入市场份额占比达到 2.10%。

图 9: 公司电信市场数据中心 IT 基础设施第三方服务市场份额 (2009 年)



资料来源: 招股说明书, 华宝证券研究所

(4) 品牌认可度迅速提升

在CCW举办的中国IT用户满意度大会上，天玑科技2009年、2010年、2011年连续3次荣获“IT 运维支持服务用户满意度第一（国内品牌）”的荣誉称号，2010年，公司荣获中国通信企业协会“2009-2010 年度全国通信网络维护服务（民营）十强企业”的荣誉称号，荣获中国信息产业网颁发的“2009 中国信息通信业影响力提升最快企业奖”。

表 6: 公司已获奖项

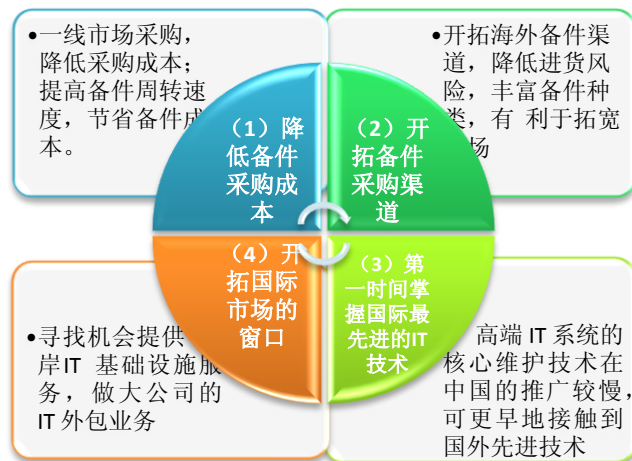
获奖名称	获奖时间（年）
“2011 中国行业信息化突出贡献企业奖”及“2011 行业信息化领军人物奖”	2011
2009, 2010, 2011 中国 IT 运维支持服务（国内品牌）用户满意度第一	2009, 2010, 2011连续三年
2009-2010 年度全国通信网络维护服务（民营）十强企业	2010
2009 中国信息通信业影响力提升最快企业奖	2010
辉煌 60 周年中国 IT 产业最具价值服务金奖	2009
2008-2009 中国 IT 支持与维护市场年度成功企业	2009
2008 用户满意通信专业服务奖	2008
2007-2008 中国 IT 支持与维护市场年度成功企业	2008
促进国际服务外包发展最佳商业实践奖	2008
上海市科技小巨人培育企业	2008

资料来源：招股说明书，公司网站，华宝证券研究所

2.4.全球化市场战略

公司2008年和2010年分别在美国华盛顿和中国香港设立全资子公司极品数据系统公司（Top Data Systems Inc.）和极品数据系统（香港）有限公司，从各个方面服务于公司主营业务的开展，提升公司的服务水平，反映了公司管理层全球化战略眼光。海外机构的设立将给公司带来巨大的资源和技术优势，助力公司市场地位的提升和长期发展战略的实施。

图 10: 公司海外机构市场战略优势



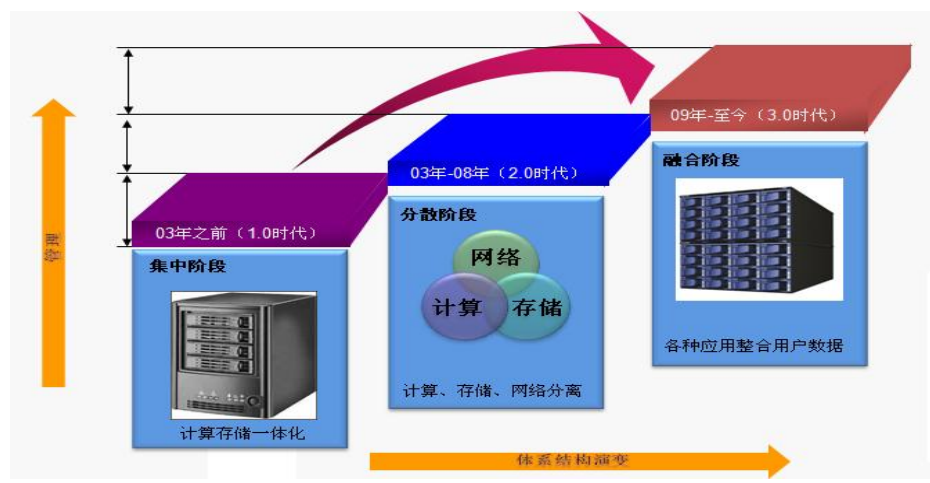
资料来源：华宝证券研究所

3. 紧跟数据中心发展，数据中心大建设或成就未来高成长

公司作为IT基础设施第三方专业服务商，其发展也是伴随着数据中心历史演变及趋势不断发展起来的，在过去十年当中数据中心第二个阶段演变是其发展的重要阶段，公司正是抓住了这一阶段的大繁荣才成为这一细分行业的领导者。2011年以来随着数

据量的爆发式增长以及云计算的应用，数据中心建设迎来前所未有的繁荣，而这一阶段因为技术的发展和融合，第三方服务商面临机遇的同时也面临着更多的挑战，而技术优势正是公司优势所在，因此公司在稳定目前业务的同时，开始针对数据中心发展趋势开展更多的创新业务，数据中心大建设或成就公司未来高成长。

图 11: 数据中心历史演变及趋势



资料来源：华宝证券研究所

3.1. 战略定位清晰保证公司长期受益

公司以IT支持和运维服务为基础服务，通过募投资金加速数据中心服务外包和数据中心创新业务的开展，符合数据中心的发展趋势。

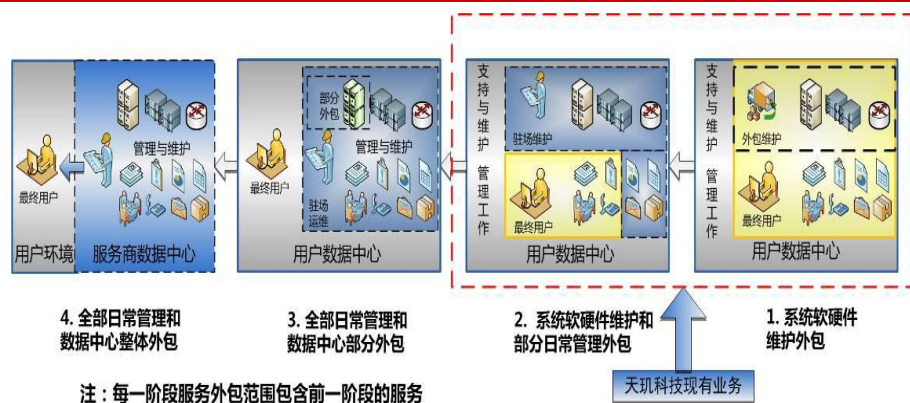
表 7: 公司 IPO 募投项目计划

序号	项目名称	投资金额 (万元)	建设期	时间进度 (万元)	
				第一年	第二年
1	IT基础设施支持与维护服务区域扩展目	9,500	2	7,580	1,920
2	IT管理外包服务项目	4,800	2	3,820	980
3	数据中心创新服务项目	4,300	2	3,129	1,171
4	其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-	-

资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

企业数据中心服务外包逐渐成为全球趋势，只有这样企业才可以集中精力发展自己的主营业务，企业数据中心服务外包的范围将不断扩大。下图反映了企业数据中心服务外包范围的演变趋势，从最基本的软硬件维护的基础外包逐渐向数据中心整体外包过渡。三大募投项目的实施正是紧紧围绕这一趋势，公司盈利能力将稳定提升。

图 12: 数据中心服务外包的演变趋势

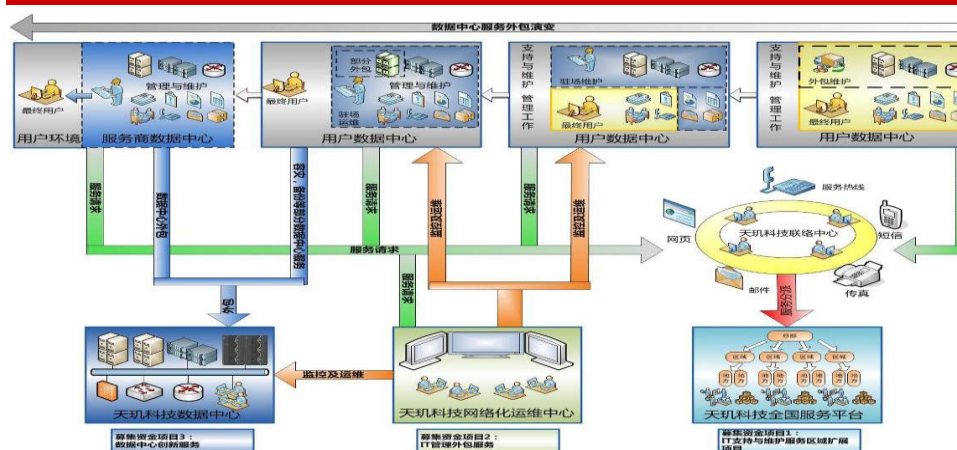


资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

目前的市场需求状况如下：大部分数据中心用户都需要IT支持与维护服务，这也是公司当前最专注的领域；大客户能接受部分日常IT管理外包，公司已经在该领域有所收获；目前部分用户已经提出了下一波的数据中心外包（即全部日常管理和数据中心部分外包和全部日常管理和数据中心整体外包）服务的需求。

公司三个募投项目正是针对上述变化而紧紧地围绕主营业务进行，战略定位明晰，有利于公司目前盈利能力的提升以及长期战略的实施。

图 13: 公司募投项目的战略意义



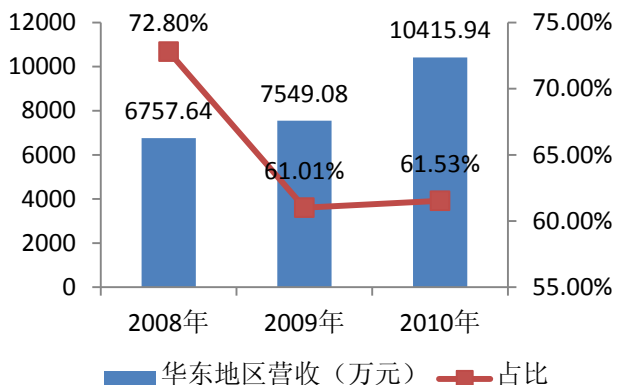
资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

3.2. 业务复制保证公司持续稳定增长

公司将募集的9,500万元投入到募投之一的“IT基础设施支持与维护服务区域扩展项目”，是募投资金投入最大的项目，公司将陆续在全国建立起5大营销中心和备件中心及30个分支机构，不断往其他领域和地域拓展，中国太平洋保险（集团）股份有限公司，快钱，阿里巴巴，广州银行、中国人寿再保险股份有限公司、内蒙古伊利实业集团股份有限公司、内蒙古银监局等陆续成为公司新客户，仅上半年就新增客户70多家。

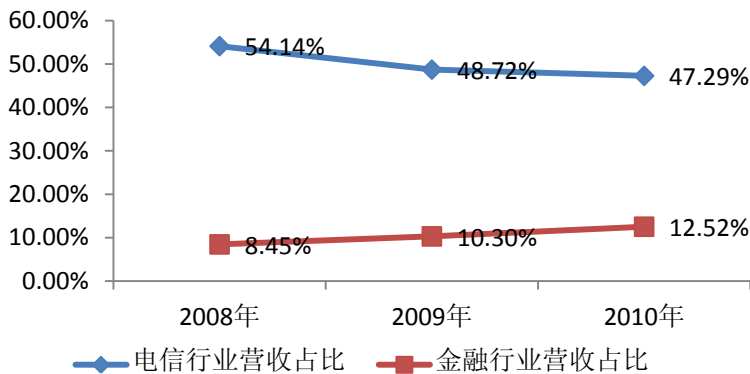
上市前公司主要业务仍集中在电信领域和华东市场，上市后公司加快领域和地域扩展，2010年华北营收占比仅15.51%，但从中期数据来看，公司来自于金融行业的收入占总收入的比重已达到16.6%，来自华北地区的收入占比达到20%。伴随着营销中心和分支机构运作的成熟，以及新增客户贡献额的增加，未来仅领域和地域业务复制就将保证公司持续稳定的增长。

图 14: 华东地区营收额和营收占比



资料来源: 华宝证券研究所

图 15: 电信和金融行业营收占比

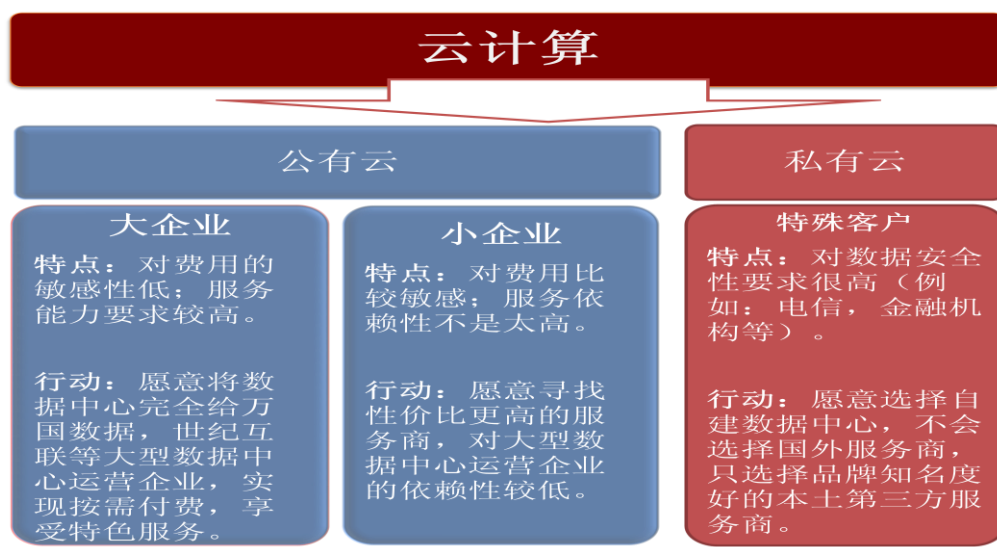


资料来源: 华宝证券研究所

3.3. “云计算”数据中心创新业务助力公司跨越式发展

云计算推动了数据中心建设的大规模投入,公司清楚认识到“云计算”数据中心是今后几年数据中心发展的方向,针对不同客户(大型企业客户和中小型企业客户)制定了不同的战略方向。

图 16: “云计算时代”数据中心发展趋势



资料来源: 华宝证券研究所

针对私有云要求的客户,公司将继续凭借品牌和技术优势保持行业龙头地位,对于公有云客户公司将通过不同的策略来实现高速增长:

1. 针对大中型企业客户

公司已经开始与大型数据中心运营商接触,因为设备原厂2年左右维保期的原因,IT运维服务还无法开展,但公司已经开始尝试通过外包服务等方式侧向介入数据中心业务,目前已经取得了一定的进展,两年后目前大规模投入的数据中心后期运维市场规模巨大,将为公司带来跨越式增长的机会。

2. 针对中小型企业客户

公司一方面建立远程运维实验室,另一方面开始需求合作,从而建立自己的数据中心,为中小企业提供按需服务。

(1) 目前公司远程运维实验室已经建成,新华传媒等已经陆续成为公司第一批

客户，远程运维的开展是公司服务模式创新的一大举措：一方面使得高级工程师的复用率得以大大提升，提升了技术人员服务半径，提升了人均创收；另一方面也会因为价格优势吸引更多的中小企业成为公司的客户，甚至将所有服务外包给公司，提升了公司的业务量。同时公司也会借助这一实验中心寻找合适机会承接国外远程运维服务。

(2) 公司计划通过和其他企业合作方式建立自己的数据中心，构建自有“云计算”运营平台，为中小企业提供按需服务。

3. “软件解决方案”业务或成为公司新的利润增长点

伴随着单体数据中心规模的日益加大，能源，设备，电源，监控等数据中心管理面临前所未有的挑战。自动化、智能化的管理是保障数据中心运行的重要条件，公司在长期的服务实践中已经积累了丰富的经验，已经开发出了具有特色和市场先进优势的数据中心管理相关软件以及解决方案，如ITSM解决方案，监控系统解决方案，地铁AFC解决方案，通用数据备份软件解决方案等。公司目前也成立了专门的事业部，紧抓大型“云计算”数据中心管理面临的问题，开发通用型的数据中心相关管理软件或者设备，实现服务产品化，基于市场的强大需求以及公司的技术优势，未来这一业务或成为公司新的利润增长点。

图 17: 公司目前业务范围 (专业软件服务为新设立事业部)



资料来源：公司资料，华宝证券研究所

4. 公司预测与估值

4.1 核心假定

综合分析目前行业发展前景，公司服务的市场认可度，公司募投项目和战略侧重点，在此基础上我们预测公司的未来发展状况。

▲ IT 支持与维护服务：作为公司主要服务内容，服务水平已经得到市场认可，客户多为电信、金融、政府等优质客户，且客户保有率约为 100%。伴随着募投项目的实施，覆盖全国的服务网络将初步形成，区域扩张的收益将逐渐显现，此项目的营收增速将保持在 35%左右。

▲ IT 外包服务和 IT 专业服务：2009 年起公司新增了 IT 外包服务和 IT 专业服务两项新业务，新业务尚在市场拓展的初期，但增速明显，2010 年 IT 外包服务

和 IT 专业服务营收分别为 1399.72 万元和 1394.66 万元，同比增长 72.61%和 47.59%。这两个项目符合市场目前发展的趋势，项目的营收将迎来飞速增长的时期。募投项目建成后，保守预计营收分别保持在 50%和 40%左右的增速。

▲**软硬件销售**：随着公司产品线的不断延伸，服务能力得到客户认可，越来越多的客户希望公司能提供一站式服务，软硬件销售营收也将保持在 75%左右的增长。

▲**公司毛利率水准**：公司客户保有率较高，服务水平得到市场和客户高度认可，公司产品毛利率相对比较稳定。IT 支持与维护服务保持在 63.00%的水准；IT 外包服务和 IT 专业服务保持近 60.00%的水准；软硬件销售作为一种附带服务，较大优惠吸引客户来体验服务，因此初期毛利率相对较低，保持在 20.00%左右的水准。

▲**费用情况**：销售费用率为 9.50%左右，管理费用率为 18.5%左右，鉴于公司规模扩大，以及区域扩张等相关费用的投入，相关费用率规模效应并不明显，维持稳定。

4.2 财务预测

表 8：财务预测表（单位：百万元）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	169.29	229.98	318.13	425.75
营业成本	68.82	94.45	130.75	175.62
营业税金及附加	7.06	9.64	13.30	17.82
营业费用	16.39	22.58	31.02	41.66
管理费用	31.04	41.42	56.91	76.63
财务费用	0.08	-3.12	-7.39	-6.89
资产减值损失	0.53	0.92	1.30	1.72
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	45.37	64.08	92.23	119.18
营业外收入	5.41	6.00	6.50	6.80
营业外支出	0.28	0.15	0.22	0.18
利润总额	50.49	69.93	98.51	125.79
所得税	6.83	9.51	13.36	17.09
净利润	43.66	60.42	85.15	108.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	43.66	60.42	85.15	108.71
EBITDA	49.65	70.78	96.13	123.61
EPS（摊薄）	n	0.90	1.27	1.62

资料来源：华宝证券研究所

根据我们的核心假定，我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 22998 万元、31813 万元和 42575 万元。分别增长 35.85%、38.33%和 33.83%。实现净利分别为 6042 万元、8515 万元和 10871 万元，EPS 分别为 0.90 元、1.27 元和 1.62 元。

5.3 估值比较和合理定价

2011 年-2013 年公司的 PE 估值分别为 29.50 倍、20.93 倍和 16.39 倍。通过对比 A 股同类型上市公司的业绩预测以及所对应的估值水平，我们认为公司合理定

价为 2012 年 26-32 倍的 PE，因此公司合理估值区间为 33.56 元-40.64 元之间，但鉴于行业前景以及公司的行业地位和未来的持续高增长，我们认为合理定价为 38.10 元，对应 2012 年 30 倍 PE。首次给予买入投资评级。

表 9: 可比公司 PE 估值水准横向比较

证券代码	证券简称	最新日期	收盘价	EPS			PE		
				TTM	2011E	2012E	TTM	2011E	2012E
300231.SZ	银信科技	2011-12-28	24.90	0.74	0.94	1.36	33.67	26.42	18.31
600410.SH	华胜天成	2011-12-28	10.65	0.32	0.43	0.56	33.40	24.77	19.16
002065.SZ	东华软件	2011-12-28	21.95	0.72	0.82	1.08	30.60	26.93	20.30
600797.SH	浙大网新	2011-12-28	5.02	0.15	0.10	0.17	33.09	48.01	29.15
002093.SZ	国脉科技	2011-12-28	6.41	0.15	0.18	0.27	43.31	34.74	23.59
600718.SH	东软集团	2011-12-28	7.92	0.36	0.38	0.49	21.92	20.59	16.26
300245.SZ	天玑科技	2011-12-28	26.60	0.80	0.90	1.27	33.18	29.50	20.93
均值			16.03	0.46	0.54	0.74	32.74	30.14	21.10

资料来源: Wind, 华宝证券研究所

5. 风险分析

▲ 市场竞争加剧风险

数据中心IT基础设施服务最初是由服务器，网络存储设备等原厂提供，由于数据中心所使用产品的多样性，以及服务范围和服务深度的要求，专业第三方服务商应运而生。IT基础设施服务市场目前正处于快速增长的时期，服务毛利率也比较高，更多的原厂商开始认识到服务对公司产品销售以及战略发展的重要性，开始在服务上投入更多的精力和资金，市场竞争会不断加剧。面对巨大的市场诱惑，国内更具规模的上市IT服务企业也会不断进入这一行业，凭借资金、人才和资源等优势不断扩大市场份额。

▲ 募投项目市场认可度风险

公司募投项目紧抓数据中心服务外包这一趋势，从不同阶段丰富自身产品线，但由于历史的延续性，以及文化差异等原因的制约，国内企业数据中心服务外包需要一定的培育过程，公司仅凭基础设施运维服务拓展可能难以保证持续高速增长。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	139.85	542.25	637.67	754.37
现金	68.14	410.65	511.62	522.50
应收账款	32.83	51.58	62.06	92.09
其它应收款	2.20	21.14	5.74	33.52
预付账款	18.79	1.15	34.08	7.33
存货	17.24	57.72	23.49	98.89
其他	0.66	0.00	0.67	0.04
非流动资产	44.68	51.84	61.95	68.33
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	44.14	51.39	61.46	67.86
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.54	0.45	0.49	0.47
资产总计	184.53	594.09	699.62	822.70
流动负债	69.04	78.17	98.56	112.93
短期借款	10.00	9.95	9.98	9.96
应付账款	2.39	7.68	5.35	12.73
其他	56.65	60.55	83.23	90.23
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	69.04	78.17	98.56	112.93
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	115.49	515.92	601.06	709.77
负债和股东权益	184.53	594.09	699.62	822.70

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	38.55	12.16	110.72	18.94
净利润	43.66	60.42	85.15	108.71
折旧摊销	0.00	5.46	7.11	8.54
财务费用	0.08	-3.12	-7.39	-6.89
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-4.96	-50.69	25.90	-91.44
其它	-0.24	0.09	-0.05	0.02
投资活动现金流	-21.63	-12.71	-17.17	-14.94
资本支出	21.63	7.25	10.06	6.40
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-5.46	-7.11	-8.54
筹资活动现金流	-0.03	343.07	7.42	6.88
短期借款	0.10	-0.05	0.03	-0.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-0.13	343.12	7.39	6.89
现金净增加额	16.88	342.52	100.97	10.88

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	169.29	229.98	318.13	425.75
营业成本	68.82	94.45	130.75	175.62
营业税金及附加	7.06	9.64	13.30	17.82
营业费用	16.39	22.58	31.02	41.66
管理费用	31.04	41.42	56.91	76.63
财务费用	0.08	-3.12	-7.39	-6.89
资产减值损失	0.53	0.92	1.30	1.72
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	45.37	64.08	92.23	119.18
营业外收入	5.41	6.00	6.50	6.80
营业外支出	0.28	0.15	0.22	0.18
利润总额	50.49	69.93	98.51	125.79
所得税	6.83	9.51	13.36	17.09
净利润	43.66	60.42	85.15	108.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	43.66	60.42	85.15	108.71
EBITDA	49.65	70.78	96.13	123.61
EPS (元)	n	0.90	1.27	1.62

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	36.80%	35.85%	38.33%	33.83%
营业利润	42.98%	41.26%	43.92%	29.22%
归属母公司净利润	46.06%	38.39%	40.93%	27.66%
获利能力				
毛利率	59.35%	58.93%	58.90%	58.75%
净利率	25.79%	26.27%	26.77%	25.53%
ROE	37.80%	11.71%	14.17%	15.32%
ROIC	34.21%	10.73%	12.59%	13.82%
偿债能力				
资产负债率	37.41%	10.16%	12.09%	12.73%
净负债比率	59.74%	11.23%	13.36%	14.58%
流动比率	2.03	6.94	6.47	6.68
速动比率	1.78	6.20	6.23	5.80
营运能力				
总资产周转率	1.07	0.59	0.49	0.56
应收帐款周转率	5.75	5.45	5.60	5.52
应付帐款周转率	21.37	18.77	20.07	19.42
每股指标(元)				
每股收益	0.87	0.90	1.27	1.62
每股经营现金	0.58	0.18	1.65	0.28
每股净资产	2.31	7.70	8.97	10.59
估值比率				
P/E	0.00	29.50	20.93	16.39
P/B	0.00	3.45	2.97	2.51
EV/EBITDA	25.17	19.52	13.32	10.27

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

华宝证券 TMT 研究团队简介:

团队宗旨:

专注于基础研究、系统研究和独立研究；力求研究在时机和效力上的及时性，在结论和判断上的客观性；致力于为投资者深度挖掘 TMT 行业内长期成长和价值低估的机会。

核心成员:

吴炳华：南理工无线电工学学士、华师大经济学硕士。科研工作 4 年，证券从业经历 8 年。曾就职德邦证券，首席分析师。现任华宝证券 TMT 首席分析师，团队负责人，主要负责 TMT 各领域的研究和管理工作。

周正刚：复旦大学材料科学学士、理学硕士。中兴通讯任职 8 年，曾担任系统工程师、商务经理等职务；后在龙旗科技任 2 年商务副总监，2011 年加入华宝证券，主要研究方向为电子和通信。

陈筱：南昌大学信息与计算科学学士、复旦大学经济学硕士。对人口结构和经济发展间关系有较深入的研究，2010 年加入华宝证券，主要研究方向为计算机软件和文化传媒。

程成：天津大学电子信息工程学士、中科院通信工程硕士。曾参与国家通信/小卫星工程重点课题研究，2010 年加入华宝证券，主要研究方向为通信和移动互联网。

刘智：同济大学电子与信息工程学院毕业，控制软件工程方向硕士。曾参与导师多项国家科技支持计划项目，主要研究方向为计算机软件和电子行业。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。