

证券研究报告—深度报告

信息技术

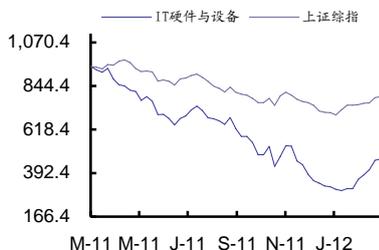
IT 硬件与设备

同有科技(300302)

合理估值: 17.25-20.70 元

2012年 03月 06日

一年该行业与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	60/12
总市值/流通(百万元)	不适用
上证综指/深圳成指	2,461/10,300
12个月最高/最低(元)	不适用

证券分析师: 段迎晟

电话: 0755-82130761

E-MAIL: duanyingsheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120014

联系人: 高耀华

电话: 0755-88005321

E-MAIL: gaoyhua@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

新股询价报告

高成长的本土存储龙头, 大数据的基础架构提供商

● 存储行业正在高速增长期, 国内市场全面启动

全球数据量正在大幅增加, 未来 10 年会有 50 倍的增长; 在此背景下, 存储行业正在高速增长, 领先的专业存储厂商 EMC、NetApp 等都获得了大幅超过传统 IT 行业的增长, 也获得了较高的估值。

国内市场起步相对较晚, 增长速度更快; 而且经历了早期的电信、金融等市场的应用之后, 现在已经全面启动, 政府、传媒、教育、制造业、医疗卫生等领域的存储市场都在高速增长。

● 公司保持国内领先, 未来仍将凭借技术和服务体系优势实现胜出

公司是本土存储厂商龙头, 国内市场的份额仅落后于前 5 大外资厂商, 与其他国内厂商相比领先优势较大。公司在 2001 年就推出自主品牌的产品, 现在已经具备了全系列的数据存储、保护和灾备产品。在新兴的云存储市场, 公司开发了分布式存储、并行存储、虚拟交换存储等技术和产品, 并在军工领域实现了应用。

由于政策保护和公司长年的积累, 在军工、航天、政府等专业市场具备较强优势。针对特定行业的定制化产品和方案化存储产品使公司的盈利能力持续提升。此外, 公司具备广泛的服务体系, 构筑了更高的壁垒。

在大数据时代, 存储系统将是基础架构, 公司将凭借领先的技术、专长的行业领域以及广泛的服务体系最终实现胜出。

● 风险提示

世博会、大运会等大型赛事结束之后, 安防市场的收入增速可能放缓; 公司在军工、航天领域的收入占比较高, 客户采购具有一定不确定性。

● 公司合理估值在 17.25 元~20.70 元, 建议申购

公司过去几年保持了高速增长, 在国内市场有较强竞争力, 我们预计公司未来几年仍将保持较好增长。通过可比公司的估值比较, 我们判断公司的合理估值在 17.25 元~20.7 元, 而且上市交易之后具备一定估值提升空间; 建议投资者申购。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	147	209	237	303	389
(+/-%)	34.3%	42.4%	13.1%	27.9%	28.1%
净利润(百万元)	14	32	42	57	75
(+/-%)	138.5%	132.0%	31.6%	36.9%	29.8%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.53	0.69	0.96	1.24
EBITMargin	0.2%	0.2%	19.7%	20.4%	20.4%
净资产收益率(ROE)	14.3%	16.5%	27.5%	13.3%	15.4%
市盈率(PE)					
EV/EBITDA					
市净率(PB)					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

存储行业正在高速增长期	4
数据量的大幅增加使存储系统成为高速增长的行业	4
国内市场已经从高端应用进入到全面启动的高增长时期	4
云计算开始落地，大数据才刚刚兴起，存储系统是基础架构	5
同有将凭借技术和渠道优势最终胜出	6
公司已经成为国内的行业领先厂商	6
专注和投入保持技术上的突破	6
政策保护和行业积累实现专业市场领先，盈利能力持续提升	8
全面的营销服务体系构筑更高的壁垒	9
盈利预测、估值和投资建议	9
盈利有望保持高增长，合理估值 18 元，建议“申购”	9
风险提示	10
附表：财务预测与估值	11
国信证券投资评级	12
分析师承诺	12
风险提示	12
证券投资咨询业务的说明	12

图表目录

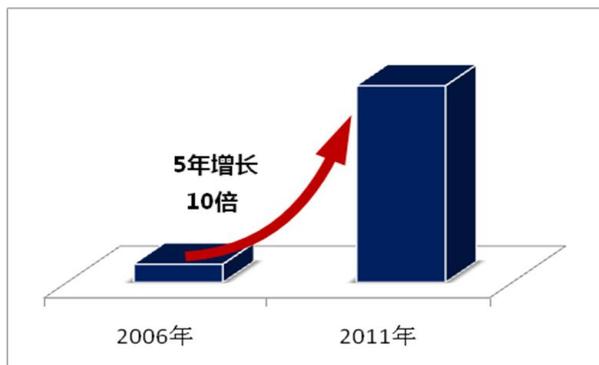
图 1: 过去 5 年存储数据量的增长.....	4
图 2: 未来 10 年存储数据量的增长.....	4
图 3: 2010 年全球主要存储厂商的收入及增速 (单位: 亿美元)	4
图 4: 2010 年全球主要存储厂商的收入及增速 (单位: 亿美元)	5
图 5: 中国磁盘存储市场结构及复合增长率 (亿元)	5
图 6: 存储系统的发展阶段	6
图 7: 2010 年国内存储市场领先厂商收入 (单位: 亿美元)	6
图 8: 同有科技成长历程	7
图 9: NetStor 磁盘存储系统和磁盘管理软件代表性产品.....	7
图 10: 同有科技的云存储技术方案.....	8
图 11: 同有科技的销售模式	8
图 12: 同有科技的服务体系	9
表 1: 可比盈利预测与估值水平	9

存储行业正在高速增长期

数据量的大幅增加使存储系统成为高速增长的行业

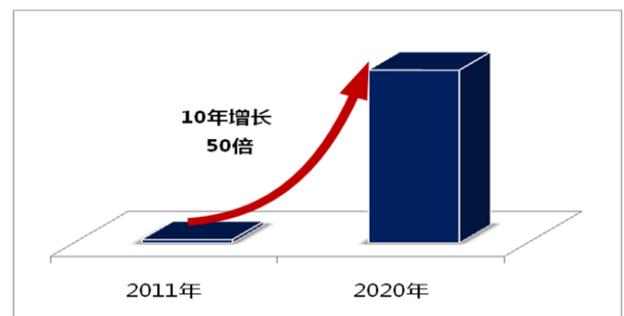
现代社会的信息量正在飞速膨胀，按照 IDC 的统计，未来 10 年，全球信息总量将增长 50 倍，而 10 年和 11 年全球产生的信息量分别是 1.2ZB 和 1.8ZB（1ZB=1000EB=100 万 PB=10 亿 TB=10000 亿 GB）。

图 1: 过去 5 年存储数据量的增长



资料来源：IDC，公司资料

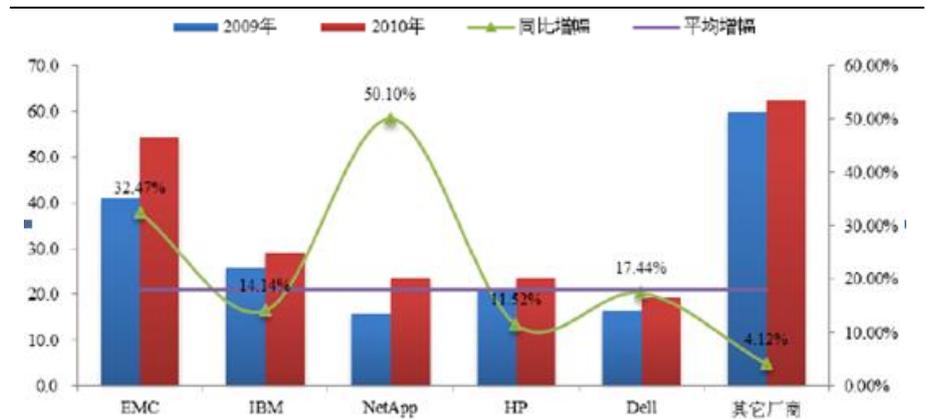
图 2: 未来 10 年存储数据量的增长



资料来源：IDC，公司资料

由于需求的大量增加，导致了存储行业的高速增长；按照全球主要存储厂商的统计数据，2010 年行业增长约为 17%；其中，领先的专业存储厂商 EMC、NetApp 分别增长 32.5% 和 50.1%，显示出强劲的增长；相应的，资本市场也给予 EMC 和 NetApp 较高的估值溢价，静态市盈率约有 25 倍。

图 3: 2010 年全球主要存储厂商的收入及增速（单位：亿美元）



资料来源：招股说明书、公开数据

国内市场已经从高端应用进入到全面启动的高增长时期

相比于全球市场，中国市场实现了更快速的增长，而且从行业增速来看，传统的高端市场金融、电信增速相对放缓；而媒体、制造业、公共卫生、教育、医疗卫生等新兴行业开始全面成长；而政府及相关行业由于 IT 基础架构的投入以及数据存储的重要性，仍保持较高增长，而且已经成为第一大市场。

在行业结构变化的过程中，相对的中低端市场成为驱动国内存储行业高速增长的主流，本土的存储厂商逐渐占据更重要的地位。

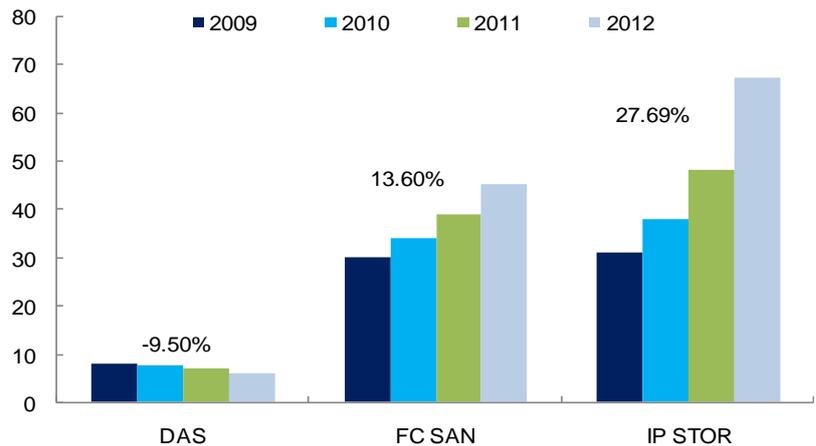
图 4: 2010 年全球主要存储厂商的收入及增速 (单位: 亿美元)



资料来源: 招股说明书

从产品销售数据来看, 直连存储 (DAS) 已经逐渐势微, 在 NAS 产品上, 中端市场应用较多的以太网 IP SAN 销售增速超过了高端市场应用较多的 FC SAN。

图 5: 中国磁盘存储市场结构及复合增长率 (亿元)



资料来源: CCID

也就是说, 中国存储市场已经从当初的高端市场为主, 逐渐发展成为新兴行业全面启动应用的阶段, 存储行业未来几年将保持高速增长。

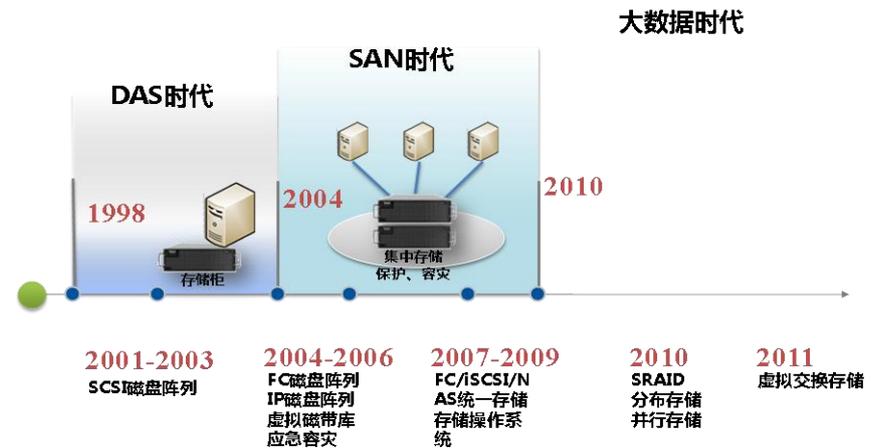
云计算开始落地, 大数据才刚刚兴起, 存储系统是基础架构

按照 Forrester Research 2011 年的研究报告, 2010 年全球云计算市场规模为 407 亿美元, 2020 年将增至 2410 亿美元。

在构建云服务的过程中, 存储系统是基础架构, 在新的商业模式爆发的时候, 基础架构将首先受益, 存储系统是云计算落地的基础, 而存储系统也将进入到云存储时代。

在具体的实现技术上, 将体现为存储系统的功能和实现方式, 包括分布式存储、并行存储等。

图 6: 存储系统的发展阶段



资料来源：公司资料

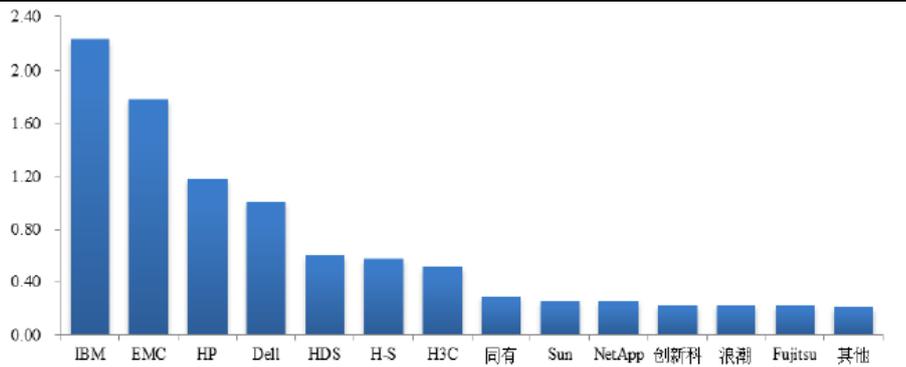
数据实现爆发是增长，大部分数据以非结构化数据为主；在大数据时代，存储系统将是基础和关键环节。

同有将凭借技术和服务体系优势最终胜出

公司已经成为国内的行业领先厂商

公司已经做到国内存储市场的行业领先地位，在国内市场排第 6 位（H3C 已被 HP 收购），在国内厂商中保持领先。

图 7: 2010 年国内存储市场领先厂商收入（单位：亿美元）



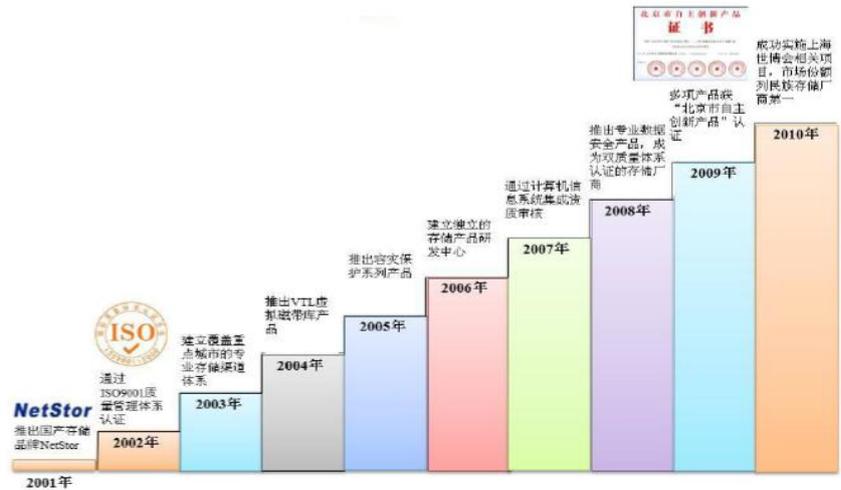
资料来源：招股说明书

凭借持续的技术研发和突破、政策保护和特定行业的积累、遍布全国的营销服务体系，公司未来仍将有机会取得更多的成绩。

专注和投入保持技术上的突破

公司是专注于存储市场的专业厂商，从 2001 年就推出了自主品牌的 NetStor 产品，不断丰富产品结构，从磁盘到磁带库及容灾保护系列产品。同时见证了国内存储行业的发展和变革。

图 8: 同有科技成长历程



资料来源: 招股说明书

以公司的自主品牌 NetStor 磁盘存储系统为例, 产品系列涵盖了 SAS、iSCSI、半光纤、统一存储、全光纤、模块化光纤以及云存储等全系列硬件产品和管理软件。

图 9: NetStor 磁盘存储系统和磁盘管理软件代表性产品

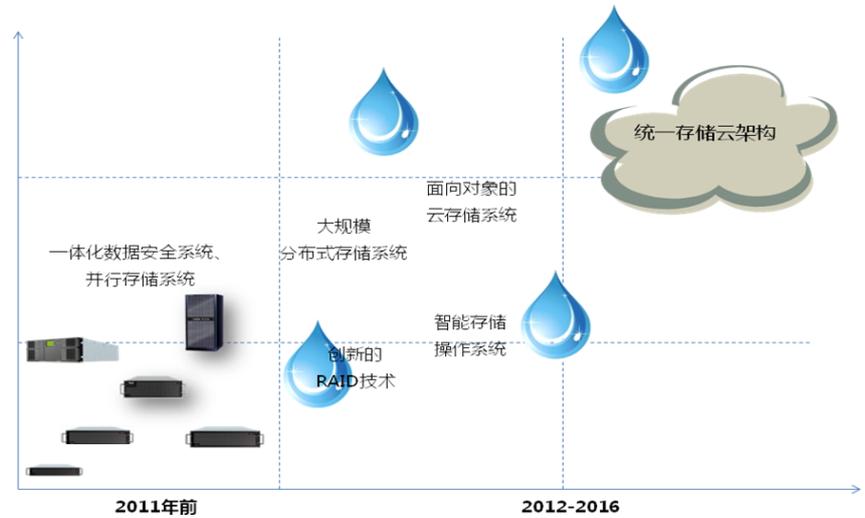


资料来源: 招股说明书

公司保持持续的研发和投入, 在大数据时代, 自主开发创新的 RAID 技术和虚拟交换技术, 针对云存储推出集群、并行、虚拟化技术, 前瞻性的技术积累和产品研发确保公司保持在行业领先的水平; 在逐步兴起的大数据时代, 公司已经做好充分准备。

针对云存储的技术, 公司已经在军工市场有了成熟的应用, 并且推出了企业级的虚拟交换产品, 云存储技术军转民具有巨大的市场空间。

图 10: 同有科技的云存储技术方案



资料来源：公司资料

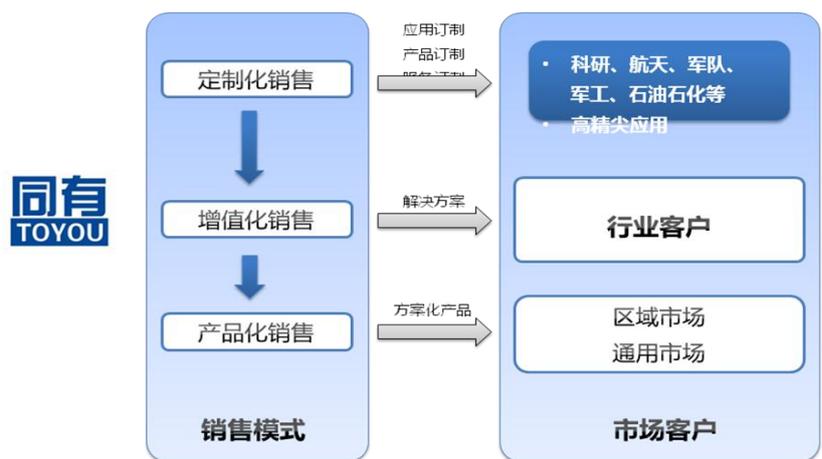
政策保护和行业积累实现专业市场领先，盈利能力持续提升

由于保密单位对于数据的敏感性，存储设备更倾向于采用国内设备，由于保密和涉密资质的原因，外资厂商在服务商同样无法满足客户的需求。随着国内存储厂商的进步，军工、航天航空等市场已经逐渐由国内厂商占据主导。

同有科技作为国内存储厂商的领导品牌，除了保持技术的领先性之外，而且长期注重在特定行业的积累。

针对不同行业的需求，公司同国外领先厂商一样，采取了面向通用市场的产品化销售和面向政府等特定行业的提供解决方案的增值化销售。与外资厂商不同的是，公司针对军工、航天、科研、石油石化等高精尖客户，采取了定制化销售的模式，为特别的客户指定定制化的产品和应用方案。

图 11: 同有科技的销售模式



资料来源：公司资料

随着公司定制化销售和增值化销售比例的提高，公司的盈利能力持续上升，公司毛利率在近几年保持明显的上升趋势。

全面的营销服务体系构筑更高的壁垒

由于企业级客户对于服务的需求，服务能力是存储厂商的重要竞争力。随着公司多年的发展和积累，目前已经建立了遍布全国的 8 大服务平台、20 个省级服务机构，而且有数百名经过专业认证培训的工程师。

图 12: 同有科技的服务体系



资料来源：公司资料

对于政府、军工等领域的高端客户而言，服务能力更加重要，公司不仅具备技术上的领先性，而且服务体系的完善程度构建了更高的业务壁垒。

盈利预测、估值和投资建议

盈利有望保持高增长，合理估值 18 元，建议“申购”

公司 09、10 年实现收入 1.49 亿元和 2.10 亿元，同比增长 31.5%和 40.6%，实现净利润 0.14 亿元和 0.32 亿元，同比增长 138.5%和 132.0%，实现高速增长；公司 08-10 年毛利率分别为 25.5%、26.5%和 31.4%，净利率分别为 4.9%、9.2%和 15.2%，盈利能力显著提升。

公司所在存储行业保持高速增长趋势，公司作为国内领先厂商，保持技术领先，在军工、政府、航天等市场优势明显，全面的服务体系构筑更高竞争壁垒，公司竞争竞争力强，未来几年有望延续高成长性。

表 1: 可比盈利预测与估值水平

代码	公司名称	股价			EPS			PE			BVPS	P/B	总市值
		03-02	2010	2011	2012	2010	2011	2012					
000977	浪潮信息	17.44	0.16	0.35	0.50	109.0	49.8	34.9	5.12	3.4	37.50		
300229	拓尔思	29.08	0.5	0.61	0.78	58.2	47.7	37.3	5.91	4.9	34.90		
002642	荣之联	35.39	0.54	0.72	1.00	56.3	31.9	22.3	8.03	4.4	35.39		
600100	同方股份	10.98	0.24	0.43	0.66	56.3	31.9	22.3	4.07	2.7	218.25		
整体法 PE						69.9	40.3	29.2					

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

由于公司是 A 股首家存储系统厂商，并无完全可比公司，浪潮信息的服务器和存储设备同公司业务相类似，同方股份也有部分 IT 硬件具有一定可比性；而从事数据处理业务的拓尔思和荣之联与公司业务领域有一定相似性。

可比公司的估值来看，平均的市盈率水平约为 11 年 40 倍、12 年 30 倍，由于资本市场对于大数据的主题投资，可比公司比 A 股计算机软件和硬件企业有一定估值溢价，目前行业整体估值水平约为 12 年 23 倍 PE。

我们预测同有科技 11-13 年的 EPS 分别为 0.69 元、0.96 元和 1.24 元，分别同比增长 31.6%、36.9%和 29.8%。公司的竞争优势明显，成长性较好，考虑到对于二级市场的一定折价，我们认为合理估值应为 11 年 25-30 倍 PE，12 年 18-20 倍 PE，对应股价约为 17.25-20.70 元。

我们认为公司成长性较好，而且在上市交易之后具备一定估值提升潜力，建议申购。

风险提示

公司有部分收入来自于安防市场，在世博会、大运会等大型赛事结束之后，国内安防市场可能有短期的增速下滑；公司有较大部分比例收入来自于军工、航天领域，保密单位的采购有一定不确定性。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	107	123	349	353	营业收入	210	237	303	389
应收款项	43	58	66	85	营业成本	144	152	198	257
存货净额	15	17	22	28	营业税金及附加	2	2	2	3
其他流动资产	10	5	7	9	销售费用	11	14	17	20
流动资产合计	175	204	445	475	管理费用	16	23	24	29
固定资产	4	9	53	95	财务费用	(0)	(3)	(6)	(9)
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	179	213	499	570	营业利润	37	49	68	88
短期借款及交易性金融负债	5	5	5	5	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	35	38	49	63	利润总额	37	49	68	88
其他流动负债	14	15	19	24	所得税费用	6	7	10	13
流动负债合计	53	58	73	92	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	32	42	57	75
其他长期负债	0	0	(10)	(10)					
长期负债合计	0	0	(10)	(10)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	53	58	63	83	净利润	32	42	57	75
少数股东权益	3	3	3	3	资产减值准备	(1)	0	3	4
股东权益	123	153	433	485	折旧摊销	1	1	2	5
负债和股东权益总计	179	213	499	570	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(0)	(3)	(6)	(9)
					营运资本变动	(7)	(8)	(6)	(3)
					其它	1	(0)	(3)	(4)
					经营活动现金流	26	35	53	76
					资本开支	(1)	(6)	(50)	(50)
					其它投资现金流	1	0	0	0
					投资活动现金流	0	(6)	(50)	(50)
					权益性融资	42	0	240	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(9)	(13)	(17)	(22)
					其它融资现金流	13	0	0	0
					融资活动现金流	37	(13)	223	(22)
					现金净变动	63	16	226	3
					货币资金的期初余额	44	107	123	349
					货币资金的期末余额	107	123	349	353
					企业自由现金流	24	27	(1)	19
					权益自由现金流	38	29	3	26

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.71	0.93	0.96	1.24
每股红利	0.20	0.28	0.29	0.37
每股净资产	2.74	3.39	7.21	8.08
ROIC	33%	35%	27%	21%
ROE	26%	27%	13%	15%
毛利率	31%	36%	35%	34%
EBIT Margin	18%	20%	20%	20%
EBITDA Margin	18%	20%	21%	22%
收入增长	41%	13%	28%	28%
净利润增长率	132%	32%	37%	30%
资产负债率	31%	29%	13%	15%
息率	1.3%	1.7%	2.4%	3.1%
P/E	22.6	17.2	16.7	12.9
P/B	5.8	4.7	2.2	2.0
EV/EBITDA	20.4	16.4	16.0	12.4

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	技术分析	
		赵婧	021-60875168	闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	区瑞明	0755-82130678
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	黄道立	0755-82133397
岳鑫	0755-82130432			方焱	0755-82130648
周俊	0755-82136085				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
常伟	0755-82131528			秦波	010-66026317
机械		基础化工及石化		医药	
陈玲	0755-82130646	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
杨森	0755-82133343	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
		罗洋	0755-82150633	胡博新	0755-82133263
		朱振坤	010-66025229	刘勍	0755-82133400
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	0755-82133920
电力及公共事业		非银行金融		轻工	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	李世新	0755-82130565
		田良	0755-82130470	邵达	0755-82130706
		童成墩	0755-82130513		
家电		建筑工程及建材		计算机及电子元器件	
王念春	0755-82130407	邱波	0755-82133390	段迎晟	0755-82130761
		刘萍	0755-82130678	高耀华	0755-88005321
		马彦	010-88005304	欧阳仕华	0755-82151833
纺织服装		食品饮料		新兴产业	
方军平	021-60933158	黄茂	0755-82138922	陈健	010-88005308
旅游		量化投资产品		量化投资策略	
曾光	0755-82150809	焦健	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
钟潇	0755-82132098	周琦	0755-82133568	郑云	021-60875163
		邓岳	0755-82150533	毛甜	021-60933154
				李荣兴	021-60933165
				郑亚斌	021-60933150
量化交易策略与技术		基金评价与研究		数据与系统支持	
戴军	0755-82133129	杨涛	0755-82133339	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	康亢	010-66026337	徐左乾	0755-82133090
秦国文	0755-82133528	李腾	010-88005310	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379	刘洋	0755-82150566		
		潘小果	0755-82130843		
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 13910524551	盛建平 15821778133	魏宁 13823515980
王晓健 13701099132	马小丹 18602113558	邵燕芳 13480668226
焦骥 13601094018	郑毅 13795229060	段莉娟 18675575010
李文英 13910793700	黄胜蓝 13761873797	郑灿 13421837630
原玮 15910551936	孔华强 13681669123	王昊文 18925287888
赵海英 13810917275	叶琳菲 13817758288	甘墨 15013851021
甄艺 18611847166	崔鸿杰 13817738250	徐冉 13923458266
杨柳 18601241651	李佩 13688810631	颜小燕 13590436977
袁方圆 15810236669	刘塑 13817906789	林莉 13824397011
	汤静文 13636399097	赵晓曦 15999667170
	梁轶聪 18601679992	