

日期: 2011年3月16日

行业: IT-电脑与智能化装备制造



陈启书

021-53519888-1918

mymailno@hotmail.com

执业证书编号: S0870510120022

IPO 询价区间 RMB17.69-21.22 元
合理估值区间 RMB22.11-26.53 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 15.00
发行后总股本 (百万股) 60.00
发行方式 网下询价配售 25%
网上定价发行 75%
保荐机构 平安证券

主要股东 (IPO 前)

周泽湘 24.84%
杨永松 24.84%
佟易虹 24.84%
天津东方富海股权投资 9.59%
常州金陵华软创业投资 4.11%

相关报告:

首次报告日期: 2012年3月16日

领先的国产存储系统供应商

■ 投资要点:**存储行业市场将继续稳定增长**

在市场需求持续增长和政策全方位扶持的背景下,我国存储行业将高速发展。2010-2014年,存储市场总体规模将保持16%左右的速率,并在2014年达到21.37亿美元,约合145亿人民币。

公司存在一定的市场竞争优势

公司在国内存储市场有一定的竞争优势,其拥有领先的行业地位、客户资源及市场份额,2008年-2010年三年公司的市场占有率分别为2%、2.66%、3.22%,2010年公司的市场份额居民族存储厂商第一位。同时,公司还有较强的技术创新和产品研发能力,如其多项产品获得“北京市自主创新产品”认证、还具备一定的行业前瞻性和市场敏感性的产品规划能力。公司的客户也覆盖政府、金融、电信、医疗、教育、能源、军工、军队等重要领域。

股票估值

预计2011-2013年公司可分别实现每股收益(按最新股本摊薄)0.74元、1.12元和1.59元。预期未来6个月内公司股价对应2011年动态市盈率可达30-36倍,对应合理估值为22.11-26.53元/股。建议公司的IPO询价区间为17.69-21.22元/股。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	209.72	278.93	368.19	515.46
年增长率(%)	40.60	33.00	32.00	40.00
归属于母公司所有者的净利润	31.87	44.22	67.29	95.51
年增长率(%)	132.03	38.76	52.17	41.95
每股收益(最新股本摊薄,元)	0.53	0.74	1.12	1.59

注:有关指标按公司IPO后总股本计算

一. 公司及其业务简况

公司由原北京同有科技科技有限公司整体变更设立，主要发起人为周泽湘、杨永松和佟易虹；公司控股股东和实际控制人为周泽湘、杨永松和佟易虹。

公司主营业务是从事数据、保护容灾等技术研究开发和应用。公司的主营业务产品包括数据存储、数据保护、容灾等。

数据存储是公司的主要盈利来源，2008 年度、2009 年度及 2010 年度该项业务的收入分别为 6,058.82 万元、8203.92 万元、12447.09 万元，分别占同期营业收入的 55.52%、55.96%和 59.64%。

此外，数据保护的收入 2008 年-2010 年 3 年占公司营收的比列分别为 33.39%、32.22%、27.43%。

虽然报告期内，公司主营业务收入的主要来源为数据存储业务，但容灾业务的增长率最高，占公司收入的比重也逐步提高。其 2008 年-2010 年 3 年占公司的营收比例分别为 11.09%、11.82%、12.94%。

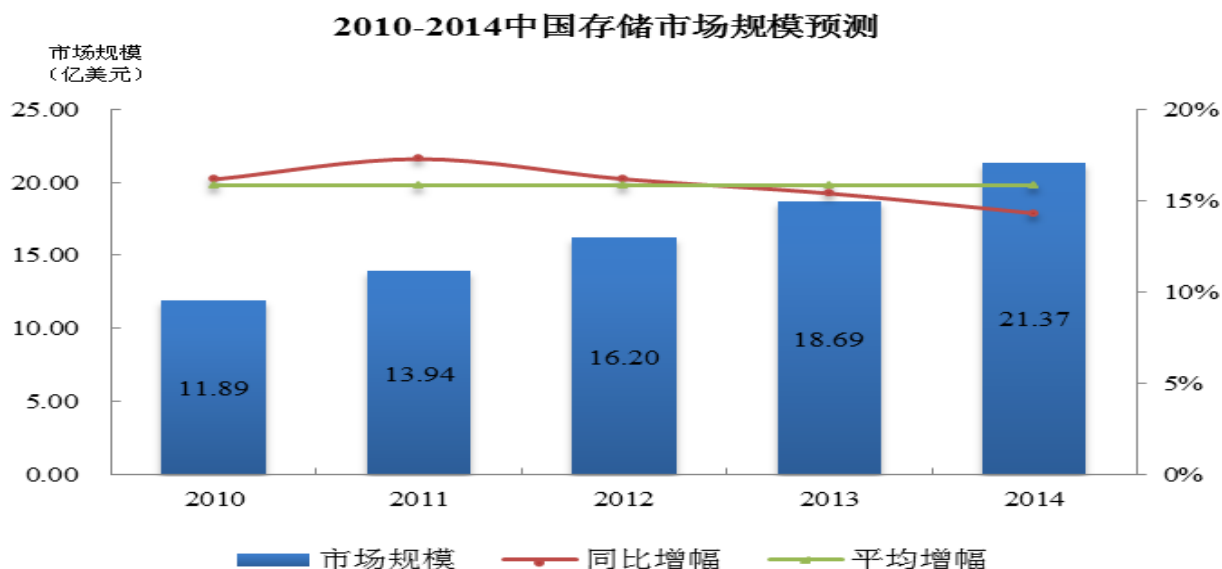
二. 行业增长前景

行业市场增长潜力大

公司所处行业为电子信息产业中的存储行业，主管部门为工信部。在市场需求持续增长和政策全方位扶持的背景下，我国存储行业将高速发展。2010-2014 年，存储市场总体规模将保持 16%左右的速率，并在 2014 年达到 21.37 亿美元，约合 145 亿人民币。

同时，随着各行业各部门对于风险控制的加强和深化，容灾市场快速增长的格局还将延续。《信息安全技术系统灾难恢复规范》等标准的颁布，将进一步推动容灾市场的持续扩大，政府、军队、军工、金融、电信、交通、能源等领域在容灾方面的需求潜力不可小觑，未来几年内市场仍会保持增长态势，2009 至 2013 年的复合增长率将会达到 20.7%。

图1 中国 2010-2014 年存储市场规模预测



数据来源: 招股书、上海证券研究所

产业政策支持力度较大

存储行业属于信息安全产业，与政治安全、经济安全、文化安全等并列为国家安全的四大范畴，自 2008 年以来，国家出台了一系列政策，如工信部颁发的《技术改造提升传统产业“十一五”专项规划》，明确提出开发适应企业信息化需求的容灾备份和应急处理的产品和服务。

2011 年，国家发改委公布了《产业结构调整指导目录》(2011 年本)，明确提出鼓励“海量存储器”、“数据恢复和灾备服务”等的发展。

同时，国家信息化建设的发展和深化也成为存储行业发展的重要推动因素，信息化建设的提速、信息技术产业投资的快速增长以及用户需求的发展、数据类型的多样化都将给存储行业带来广阔的发展空间。

三. 公司竞争能力及发展空间

行业内企业数量较多 竞争开放

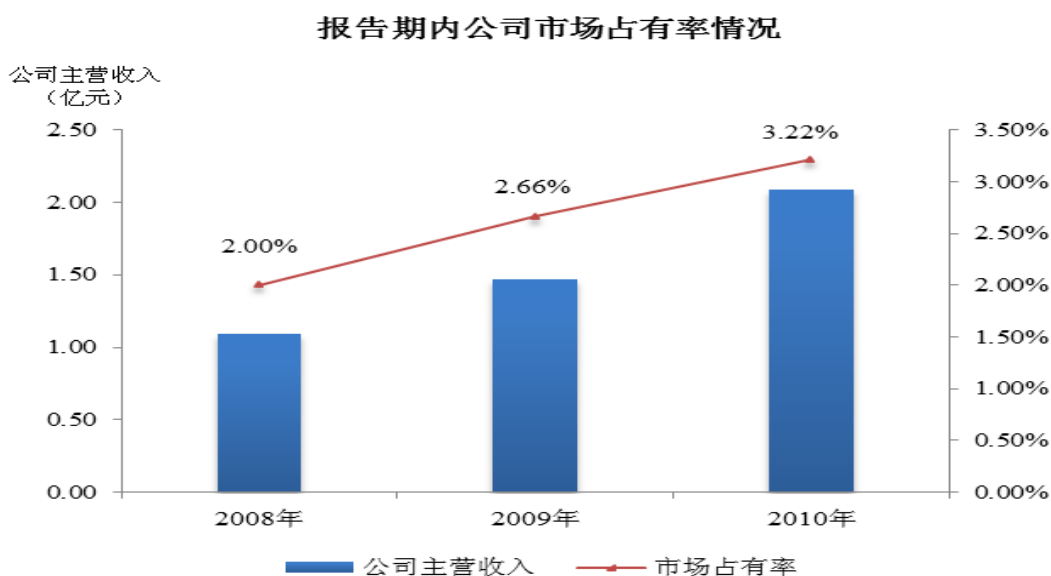
我国存储行业的厂商数量和规模迅速增长，国内市场从国外大厂商垄断时期逐渐进入自由竞争时期。国外厂商目前在传统市场（如金融电信等）占据优势、而在新兴市场领域，对存储产品的需求尚处于起步阶段，中低端产品即可满足，因此国内厂商在该市场较有竞争优势。国际厂商控制了高端容灾市场，国内厂商则占据了占市场总份额的 70% 以上中低端产品市场。同时，伴随近几年的发展，国内厂商在技术研发产品创新方面取得较为长足的进步，在市场份额和产品结构上已步入良性发展轨道。

公司存在一定的市场竞争优势

公司在国内存储市场有一定的竞争优势，其拥有领先的行业地位、客

户资源及市场份额，2008年-2010年三年公司的市场占有率分别为2%、2.66%、3.22%，2010年公司的市场份额居民族存储厂商第一位。同时，公司还有较强的技术创新和产品研发能力，如其多项产品获得“北京市自主创新产品”认证，还具备一定的行业前瞻性和市场敏感性的产品规划能力。公司的客户也覆盖政府、金融、电信、医疗、教育、能源、军工、军队等重要领域。

图2 2008年-2010年公司市场占有率情况



数据来源：招股书、上海证券研究所

四. 募投项目分析

募投项目围绕当前主营业务进行拓展

本次募集资金主要投入“NetStor 产品产能扩大项目”、“研发中心建设项目”、“营销服务网络建设项目”三个项目的建设，均围绕本公司主营业务以及业务发展目标开展。

“NetStor 产品产能扩大项目”与公司存储业务相关，建成后将使公司建成国内领先的存储产品生产基地，大幅提升公司 NetStor 系列产品的产业化能力，形成规模经济效应。

“研发中心建设项目”拟购置存储系统研发产品及相应的配套设备和设施，在基础技术研发、独创性自主研发、工艺改进创新、高性能环保产品研发、产品性能检测等方面提供创新平台。

“营销服务网络建设项目”将对各区域服务网络实行统一支持和管管理，保证服务和解决方案标准化及推广的规范化，提升公司营销和服务支持能力。

表1 公司募投项目计划 (单位: 万元)

序号	项目名称	总投资额	资金投入计划
----	------	------	--------

			第一年	第二年
1	NetStor 产品产能扩大项目	6445	6445	---
2	研发中心建设项目	4797	4198	599
3	营销服务网络建设项目	3930	3680	250
	合计	15172	14323	849

数据来源：公司公告，上海证券研究所

强化公司的竞争力

公司募投项目的实施，将提高公司的生产规模和产能，研发能力也将进一步得到提升。同时可有效解决制约公司未来几年发展产能不足的瓶颈及进行高端技术研发的资金瓶颈。募集资金到位后，公司的资产负债率将明显降低，财务状况也将得到改善。

募投项目的实施还将有利于提升公司产品质量，保持公司业内技术的先进性，可以进一步提高公司的市场竞争力。

表2 募集资金项目主要技术经济指标

序号	项目名称	投资金额	建成后年均销售收入	建成后年均净利润	投资回收期
1	NetStor 产品产能扩大项目	6445	42482	5175	3.9
2	研发中心建设项目	4797	--	--	--
3	营销服务网络建设项目	3930	--	--	--
	合计	15172	-	-	-

数据来源：公司公告，上海证券研究所

五. 盈利状况和盈利预测

与相关公司比较 盈利能力一般

在与业务相近的上市公司比较中，公司综合毛利率较高，销售净利润率也处于行业较高水平，表明公司盈利能力较强。

表3 公司和相关公司的销售毛利率比较（单位：%）

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
同有科技	25.45	26.53	31.41
浪潮信息	16.87	15.92	20.18
博彦科技	38.89	40.43	38.87
华胜天成	21.03	19.30	19.46
东华软件	25.35	26.46	29.77

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表4 公司和相关公司的销售净利润率比较（单位：%）

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
同有科技	4.93	9.16	15.21
浪潮信息	2.00	0.39	3.22
博彦科技	9.23	13.02	12.90

华胜天成	6.87	5.78	5.69
东华软件	15.33	15.56	16.97

数据来源：公司公告，上海证券研究所

收入成长性较强，净利润增长迅速

2010 年公司实现营业收入和净利润相对于 2008 年分别复合增长 35.98% 和 138.88%，和相关公司相比较，公司营业收入成长性较强，在行业中处于较高水平；净利润增长迅速，这与公司目前正处于快速成长阶段有关。

表5 公司和相关公司的营业总收入增长比较（单位：%）

证券简称	2009 年同比 比增长率	2010 年同 比增长率	2010 年相对于 2008 的 年复合增长率
同有科技	31.50	40.60	35.98
浪潮信息	5.66	6.51	5.36
博彦科技	4.91	40.48	21.40
华胜天成	13.88	21.50	17.63
东华软件	33.65	20.74	27.03

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表6 公司和相关公司的净利润增长比较（单位：%）

证券简称	2009 年同比 同比增长率	2010 年同比 同比增长率	2010 年相对于 2008 的 年复合增长率
同有科技	138.50	132.03	138.88
浪潮信息	-81.14	1,104.17	33.70
博彦科技	55.53	42.65	43.56
华胜天成	-6.68	10.04	7.08
东华软件	35.64	31.66	33.64

数据来源：公司公告，上海证券研究所

与同类公司相比，公司营运能力较强

公司的存货周转天数较低，存货周转率与同类上市公司相比处于较高水平；应收账款周转天数适中。

表7 公司和相关公司的存货周转天数比较（单位：天）

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
同有科技	56.96	58.16	45.84
浪潮信息	117.05	98.68	109.42
博彦科技	2.89	1.79	0.53
华胜天成	156.60	123.29	89.86
东华软件	190.41	198.63	199.25

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表8 公司和相关公司的应收账款周转天数比较（单位：天）

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
同有科技	89.88	69.00	60.31
浪潮信息	33.47	27.55	35.03

博彦科技	61.82	59.63	56.77
华胜天成	36.32	52.69	70.48
东华软件	63.45	59.17	66.66

数据来源：公司公告，上海证券研究所

从总资产周转情况来看，公司与同类公司相比处于较高水平，公司营运能力较好。

表9 公司和相关公司的总资产周转率比较（单位：次）

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
同有科技	1.24	1.46	1.44
浪潮信息	0.68	0.81	0.78
博彦科技	1.53	1.47	1.28
华胜天成	1.14	1.19	1.28
东华软件	0.78	0.81	0.86

数据来源：公司公告，上海证券研究所

公司盈利预测

初步预计 2011-2013 年公司可分别实现营业收入 278.93 百万元、368.19 百万元和 515.46 百万元，同比增长 33.00%、32.00%和 40.00%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 44.22 百万元、67.29 百万元和 95.51 百万元，同比增长 38.76%、52.17%和 41.95%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.74 元、1.12 元和 1.59 元。

表10 公司利润表预测（单位：百万元）

项目（单位：百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	209.72	278.93	368.19	515.46
增长率	40.60%	33.00%	32.00%	40.00%
毛利率	31.41%	34.00%	35.00%	36.00%
二、营业总成本	172.43	226.91	289.03	403.09
营业成本	143.85	184.09	239.32	329.90
营业税金及附加	1.57	2.23	5.89	6.70
销售费用	10.75	15.06	19.88	27.84
管理费用	16.25	23.99	31.66	44.33
财务费用	-0.42	-0.98	-11.05	-10.31
资产减值损失	0.43	2.51	3.31	4.64
三、主营业利润	37.30	52.02	79.16	112.37
增长率	151.37%	39.48%	52.17%	41.95%
收入比	17.78%	18.65%	21.50%	21.80%
公允价值变动净收益	0.12			
投资净收益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
汇兑净收益				
四、营业利润	37.42	52.02	79.16	112.37
营业外净收益	0.02			
五、利润总额	37.44	52.02	79.16	112.37
减：所得税	5.54	7.80	11.87	16.86

六、净利润	31.90	44.22	67.29	95.51
少数股东损益	0.03			
归属于母公司所有者的净利润	31.87	44.22	67.29	95.51
增长率	132.03%	38.76%	52.17%	41.95%
收入比	15.19%	15.85%	18.27%	18.53%
七、每股收益:				
调整后的加权平均股本(百万股)	45.00	45.00	56.25	60.00
按加权平均股本计算的每股收益(元)	0.71	0.98	1.20	1.59
增长率	129.03%	38.39%	21.74%	33.08%
PER(X)				
按最新股本摊薄后的每股收益(元)	0.53	0.74	1.12	1.59
增长率	132.03%	38.76%	52.17%	41.95%
PER(X)				

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

六. 风险因素

市场竞争风险

公司所处行业为存储行业, 目前正快速发展, 行业的前景良好, 对其他企业吸引力大, 竞争正在加剧。公司具有相对成熟的经营模式和较为稳定的客户群体, 并形成了一定的竞争优势, 但与国际大型存储厂商相比仍然存在较大差距。若公司不能正确把握市场动态和行业发展趋势, 不能根据技术发展水平、行业特点和客户需求及时进行技术和业务模式创新, 不能有效扩大销售规模和加大客户推广力度, 则存在因竞争优势减弱而面临经营业绩下滑、市场占有率下降等市场竞争风险。

技术风险

存储行业的关键技术涉及存储、备份、容灾、数据管理、冗余、业务连续性、网络技术、软件开发、操作系统和应用等多个层面, 涵盖了计算机的大部分领域, 是计算机产业中门槛最高的行之一。

目前存储行业正处于快速发展阶段, 技术更新和产品更新换代迅速, 用户对技术和产品的要求也不断提高。若本公司对技术、产品和市场的发展趋势不能正确判断并适时调整自身研发策略, 在新技术的研发方向、重要产品的方案制定等方面不能正确把握, 在研发设施、研发人员和研发资金投入方面不能继续保持或增加, 将导致公司的市场竞争力下降。

同时, 存储行业属于技术和人才密集型行业, 公司对于核心技术人员的依赖性大, 如果核心技术人员大量流失, 将对公司产生重大不利影响。

七. 估值及定价分析

国内/国际同类公司比较分析

目前, 和公司业务模式或盈利水平相近的上市公司对应 2010-2013 年的动态市盈率均值分别为 42 倍、34 倍、24 倍和 18 倍。

表11 相关公司估值比较 (单位: 元/股)

证券代码	证券简称	股价	EPS				PER(倍)			
			2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
002642	荣之联	35.39	0.51	0.70	1.01	1.39	69	50	35	25
002649	博彦科技	24.49	0.55	0.72	1.02	1.41	44	34	24	17
600410	华胜天成	11.24	0.41	0.43	0.57	0.75	27	26	20	15
002065	东华软件	21.13	0.74	0.81	1.09	1.49	28	26	19	14
	样本均值						42	34	24	18

数据来源: Wind, 上海证券研究所 (对应股价为 2012-03-02 日收盘价)

股票估值

2009-2010 年间, 公司分别实现营业收入同比增长 31.50% 和 40.60%; 2008-2010 年间, 分别实现净资产收益率 (ROE, 加权) 为 17.70%、30.34% 和 39.04%; 分别实现每股经营性现金流净额为 0.43 元、0.11 元和 0.71 元。

预计 2011-2013 年公司可分别实现营业收入同比增长 33.00%、32.00% 和 40.00%; 分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 38.76%、52.17% 和 41.95%; 分别实现每股收益 (按最新股本摊薄) 0.74 元、1.12 元和 1.59 元。

询价估值

预计 2011-2013 年公司可分别实现每股收益 (按最新股本摊薄) 0.74 元、1.12 元和 1.59 元。预期未来 6 个月内公司股价对应 2011 年动态市盈率可达 30-36 倍, 对应合理估值为 22.11-26.53 元/股。建议公司的 IPO 询价区间为 17.69-21.22 元/股。

考虑公司未来的成长性和盈利性, 以及已上市公司发行市盈率情况和上市后的估值水平, 建议公司的 IPO 询价区间为 17.69-21.22 元/股, 对应 2011 年年的动态市盈率为 24-29 倍 (相对于公司合理估值折让了 20%)。

分析师承诺

分析师 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。