

太极股份 (002368.SZ)

软件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

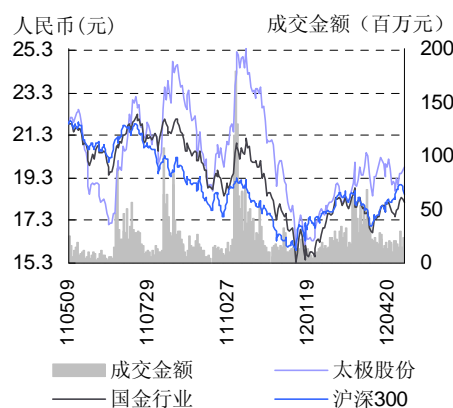
市价(人民币): 19.81元

目标(人民币): 26.00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)	96.25
总市值(百万元)	3,914.03
年内股价最高最低(元)	25.40/15.89
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《转型见成效,IT 咨询业务高速增长》, 2012.4.26
2. 《积极转型中,铁路软件大单凸显行业化成效;中标铁路软件大单持续向好》, 2012.3.21
3. 《业绩符合预期,所得税率影响利润增速》, 2012.2.28

易欢欢 分析师 SAC 执业编号: S1130511080002
(8621)61038267
yihh@gjzq.com.cn

赵国栋 分析师 SAC 执业编号: S1130512010003
(8639)10702427
zhaogd@gjzq.com.cn

IT 国家队剑指百亿电子政务, 软化转型提利润;

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.882	0.567	0.820	1.187	1.661
每股净资产(元)	10.10	5.32	5.96	7.32	8.98
每股经营性现金流(元)	0.81	-0.54	1.01	1.23	1.71
市盈率(倍)	61.44	31.70	23.15	16.00	11.43
行业优化市盈率(倍)	25.12	22.26	22.26	22.26	22.26
净利润增长率(%)	n/a	28.66%	44.57%	44.64%	40.01%
净资产收益率(%)	8.74%	10.67%	13.75%	16.20%	18.49%
总股本(百万股)	98.79	197.58	197.58	197.58	197.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 顺应行业发展大潮, 业务由集成向 IT 咨询、运维、软件方向转型日见成效: 公司作为国内系统集成商龙头企业, 有深厚的客户关系向产业链上下游延伸的发展战略明确, 由于多年的投入与开发, 在人才队伍、技术积累等多方面为转型打好基础, 越来越软化的公司, 将快速提升毛利率。
- 稀缺的 IT 国家队, 受益未来投资巨大的国家级信息化建设: 公司是中央部委及各大央企信息化建设的主力, 未来国家将在教育、能源、公共安全、卫生等纵向领域以及新的金字工程即将启动规模更大的国家级信息化建设, 作为 IT 国家队公司通过承接大工程、大项目, 以及北京、上海、广州、西安四大核心区域市场发力, 实现市场份额的进一步提升。
- 中国电科集团民品千亿平台重要支撑, 依托十五所资产证券化机遇, 迅速实现规模百亿化: 中国电科集团提出十二五期间千亿民品战略, 公司作为集团中核心软件与服务平台并依托十五所资源资产证券化机遇, 快速实现百亿规模目标; 现已委托 IBM 进行整体战略规划, 有望做出重大推进。

投资建议

- 公司是电子政务行业结合并运用新技术趋势的行业领导者; 集成往产业链上下游延伸将大幅提升公司利润率水平; 中电集团的千亿战略赋予其资本运作不可小视的空间与机遇; 当前市值水平与行业地位极不匹配。

估值

- 预测公司 12 年-13 年主业 EPS 分别为 0.82 元、1.19 元, 给予未来 6-12 个月 26 元目标价位, 相当于 31X12PE 和 21X13PE, 维持“买入”评级。

风险

- 过度依赖政府风险, 市场竞争加剧风险。

内容目录

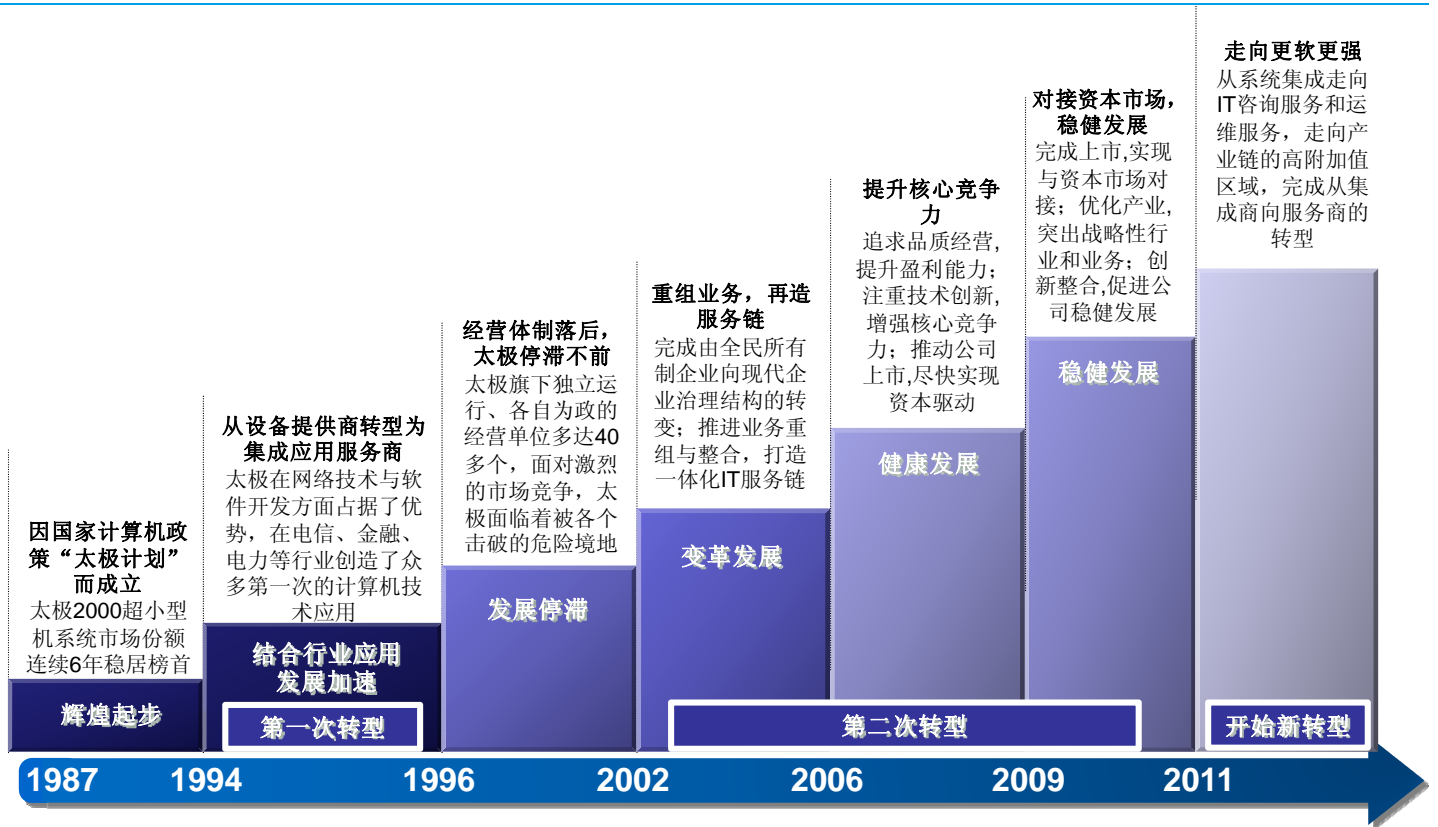
源于国家计算机工业发展规划的共和国信息化长子，肩负重任三度转型，成就“新太极”	5
太极股份辉煌的起步	5
从硬件生产走向应用服务，太极第一次转型	5
经营主体混乱，经不起大风大浪的太极.....	6
九年磨一剑，太极转型涅槃重生	6
从集成走向软件、IT 服务、运维是行业大势所趋，太极有基础、有动力、有能力，长期将大幅提升利润水平	8
从集成向 IT 服务的转型是行业发展趋势，也是太极的必然选择	8
创新建设一体化管理体系，促进公司良性发展.....	10
人员引进机制和激励机制转变，核心人员动力更强劲	10
围绕 IT 服务领域，打造“3S”产业.....	10
成长路径明晰：夯实大客户，形成全产品线，聚焦重点行业，积极与地方政府建立战略合作关系，成就中国最优秀的 IT 服务提供商	12
从接单做单走向行业复制，形成快速扩张能力.....	12
从资质齐全走向产品线齐全，提供全产业链服务	13
自上而下从聚焦北京到辐射全国，积极与地方政府建立战略合作关系	14
电子政务刚刚上路，太极股份舞台宽广	16
接力城市化工业化，电子政务工程带领我国信息化进入增长快车道.....	16
为政府信息化、行业信息化和国家公共安全体系建设做出重大贡献.....	19
承接中国电科千亿平台计划，借力十五所锐意改革	21
共和长子中国电科，十年磨剑准备二次腾飞	21
十五所锐意改革迫在眉睫，半壁江山在太极或加大扶持力度	21
承接千亿中国电科目标的主要平台，肩负十五所所百亿规模目标	22
中国电科让渡人大金仓股权是支持太极发展的开端.....	24
太极股份可以成为更重要的平台	24
盈利预测与估值.....	26
盈利预测	26
估值	27
附录：三张报表预测摘要	28

图表目录

图表 1：太极股份的三次转型之路.....	4
图表 2：太极股份源于决定中国计算机工业发展路径的“太极计划”	5
图表 3：太极 2000 超小型机系统	5

图表 4: 太极从硬件生产商向应用服务商迈进.....	6
图表 5: 太极在多个行业创造了计算机技术应用的第一.....	6
图表 6: 改制前太极就像一群小帆船组成的舰队, 无法经受市场的大风大浪 ..	6
图表 7: 转型中太极营业收入保持稳定增长.....	7
图表 8: 转型中太极净利润增速稳步上升	7
图表 9: 太极签订合同额处于稳定增长中	7
图表 10: 太极承担越来越多的重大信息化项目	7
图表 11: 股改后九年三步走, 集中力量做大事、过大关.....	7
图表 12: IT 咨询市场增速远高于系统集成市场增速	8
图表 13: IT 咨询的毛利率远高于系统集成的毛利率	8
图表 14: 太极处于国内 IT 服务第一梯队	9
图表 15: IT 咨询服务收入占比小利润贡献大	9
图表 16: 太极开始从应用集成商向服务商转型	9
图表 17: 我国 IT 服务行业主要厂商.....	9
图表 18: 企业选择 IT 服务商的考虑因素	9
图表 19: 面向未来, 打造软化 3S 产业.....	11
图表 20: 太极要做中国最优秀的 IT 服务提供商.....	12
图表 21: 太极发展的三大战略	12
图表 22: 太极致力于形成标准化行业解决方案.....	13
图表 23: 不同的行业信息化成熟度及 IT 发展热点	13
图表 24: 太极具有行业内最全资质	13
图表 25: 太极全面的产品和解决方案体系	14
图表 26: 太极过去主要服务于各个行业的龙头企业.....	14
图表 27: 太极从北京辐射到全国的发展道路.....	15
图表 28: 太极非北京区域业务占比呈上升趋势.....	15
图表 29: 国家电子政务"十二五"规划发展方向和应用重点	16
图表 30: 我国一直推动自身政府信息化建设.....	16
图表 31: 电子政务市场历程及发展趋势.....	16
图表 32: 城市化工业化发展到一定阶段之后, 我国信息化才真正抬头	17
图表 33: 我国电子政务建设庞大的“金字工程”体系	18
图表 34: 太极历年承接重点项目一览表.....	20
图表 35: 中国电科下属六家上市公司财务及市值情况	21
图表 36: 太极是中国电科集团在高端软件与服务百亿战略目标的承接者	23
图表 37: 中国电科的五大业务结构及民品产业千亿计划.....	23
图表 38: 太极大股东十五所拥有丰富的技术产品资源	24
图表 39: 根据太极和十五所的网站刊物公开分析, 太极有望进一步做大做强	25
图表 40: 销售预测	27

图表1: 太极股份的三次转型之路



来源: 公司资料、国金证券研究所

源于国家计算机工业发展规划的共和国信息化长子，肩负重任三度转型，成就“新太极”

太极股份辉煌的起步

- 起源于规划我国计算机行业发展方向的“太极计划”。1986年，原电子工业部召开了“石岛会议”，这次会议是决定后来相当长一个时期内我国计算机工业发展路线的关键会议。石岛会议主要研究两个问题：计算机工业是一个什么样的工业和我国走什么样的计算机工业发展路线。会议上提出在中国文化中，太极是万物本源；而对西方人来讲，神奇的太极八卦图犹如数字0和1，契合现代二进制计算原理。进而会议上提出了是中国计算机工业发展史上有名的“太极计划”，“太极”代表了当时计算机工业主管部门对我国计算机工业发展的一种思想，指出中国计算机工业的发展就要像“太极图”一样，以用户为中心，以用立业，不偏不倚，软硬并重。
- 落地太极计划，肩负历史使命。1987年，由时任电子工业部部长的李铁映同志亲自命名的“太极计算机公司”在十五所大院内正式成立。作为中国最早由研究所成立的市场型计算机公司，公司实际承担了两重任务，一是承担落实“太极计划”的历史使命，二是在更开放的环境下推动科研体制的改革。

图表2：太极股份源于决定中国计算机工业发展路径的“太极计划”



来源：互联网公开资料、国金证券研究所

图表3：太极2000超小型机系统



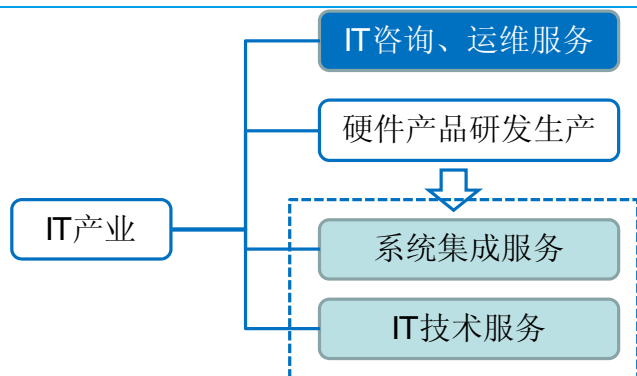
- 起步后公司不负众望快速发展。在十五所强大的科研力量和人力资源的基础上迅速发展，并在成立之初推出了“太极2000超小型机系统”，填补了国内空白，并迅速占领国内小型机市场，市场份额连续6年稳居榜首。小型机的推出一举打破我国小型机被国外产品垄断的局面，让我国航天、铁路、金融等重大领域用上了中国人自己的计算机，摆脱了受制于人的尴尬形势，所以公司在前期起步阶段取得了辉煌的成绩。

从硬件生产走向应用服务，太极第一次转型

- 计算机时代的到来促成公司第一次转型。1994年以后，随着网络技术的广泛应用以及个人计算机时代的到来，以大、中、小型计算机为核心的集中计算模式逐渐被基于网络的客户机/服务器计算模式所取代。在计算机产业发生深刻变化的大潮下，公司果断地实施战略转型，从设备提供商转变为集成应用服务商。
- 从1994年到1996年，公司在网络技术与软件开发方面占据了优势，在电信、金融、电力等行业创造了众多第一次的计算机技术应用。1996年，公司被评为“全国十大优秀系统集成商”，公司成功地完成了第一次转型。
- 根据资料来看，客观的说公司第一次转型很大程度上是被动的，在硬件方面与国外知名品牌的差距比较明显，绑定客户的能力弱，只有通过向产业链下游延伸来进一步了解客户需求并提供更具竞争力的产品。公司当时

的优势就是对计算机产业的理解在国内领先一步，无论在技术上还是客户基础上有具备一定优势，这是公司转型成功并迅速壮大的基础。

图表4：太极从硬件生产商向应用服务商迈进



来源：公司资料、国金证券研究所

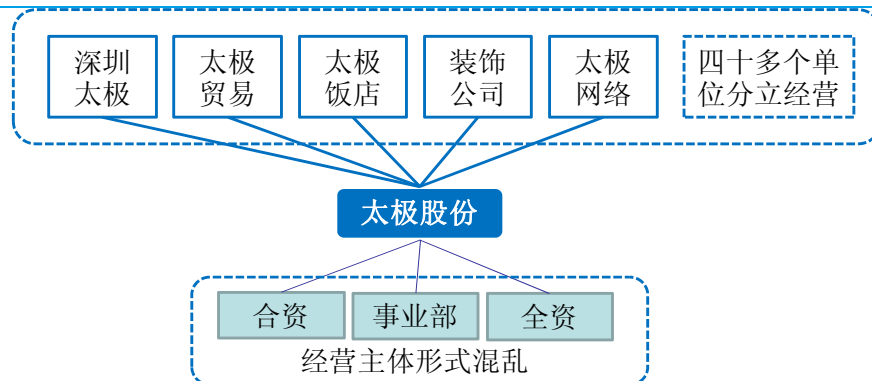
图表5：太极在多个行业创造了计算机技术应用的第一



经营主体混乱，经不起大风大浪的太极

- 体制问题导致公司运营面临危机。上世纪 90 年代中后期，遭遇小型机市场空间锐减的太极计算机公司不得已采取了当时国有企业普遍使用的改革模式——划小核算单位。当公司规模变大、市场环境变化之后，这种粗放式管理模式逐步导致资源分散、管理混乱、运作效率低下，公司缺乏整体合力。40 多个经营单位真正能够盈利的只是极少数。面对激烈的市场竞争，公司面临着被各个击破的危险境地。
- 发展滞后于竞争对手，面临生存危机。与当时的业界翘楚方正、联想相比，公司可谓发展迟缓。当时随着我国加入 WTO，市场竞争日趋激烈，市场争夺战烽火连天，公司不但无法与迅猛壮大的竞争对手联想、方正、东软、用友等公司在同一起跑线上抗衡，而且公司的生存受到日益严重的挑战和威胁，面临被淘汰出局的危险境地。

图表6：改制前太极就像一群小帆船组成的舰队，无法经受市场的大风大浪



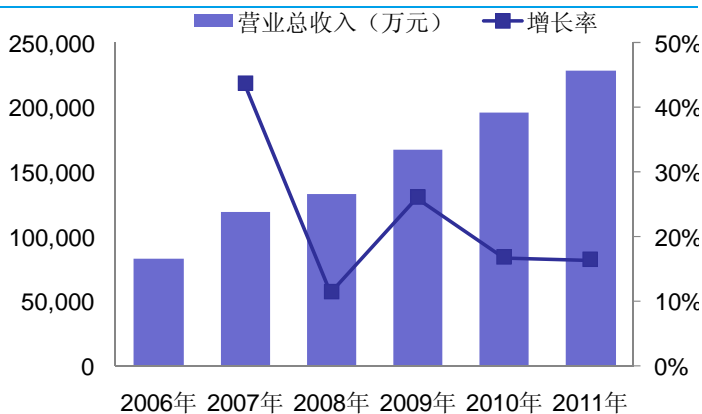
来源：公司网站、国金证券研究所

九年磨一剑，太极转型涅槃重生

- 九年转型，太极涅槃。公司首先完成重组改制，然后在 2002 年确定了公司成为中国最优秀 IT 服务商的战略目标，探索制定了三步走的中期（2003-2011 年）发展战略。第一步 2003-2005 年为变革发展期，第二步 2006-2008 年为健康发展期，第三步 2009-2011 年为稳健发展期。经过 9 年的全力转型，公司逐步完成由全民所有制企业向规范化公司治理机制转变，健全主营业务体系和核心竞争力塑造，成功上市与资本市场对接。
- 转型后业绩提升效果明显。根据十五所历年经营总结报告中的数据，上世纪 90 年代后半期太极计算机公司年度合同额大致在 3-4 亿上下徘徊，年度销售收入大致在几千万至一个多亿之间，2000 年销售收入达到了 1.97 亿。2002 年是公司经营规模发生变化的重要拐点，合同额和销售收入出现

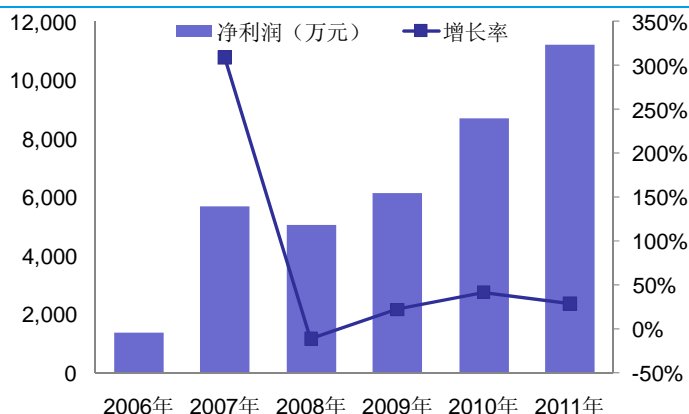
双抬头趋势，2004 年公司合同额挺进 10 亿元，销售收入接近 7 亿元，一改往年经营规模持续缓慢增长的态势。2010 年公司年合同额达到了 24.3 亿，销售收入达到了 19.6 亿，2000-2010 年营业收入年均复合增长率达 26%，几乎每三年翻一番。

图表7: 转型中太极营业收入保持稳定增长

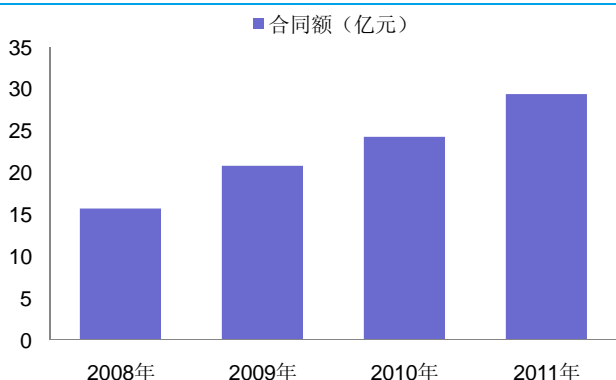


来源: 公司资料、国金证券研究所

图表8: 转型中太极净利润增速稳步上升

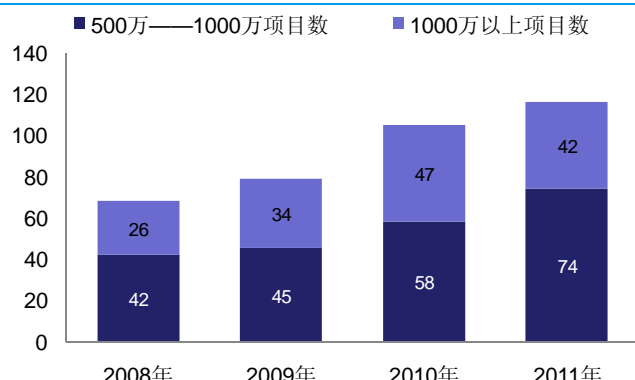


图表9: 太极签订合同额处于稳定增长中



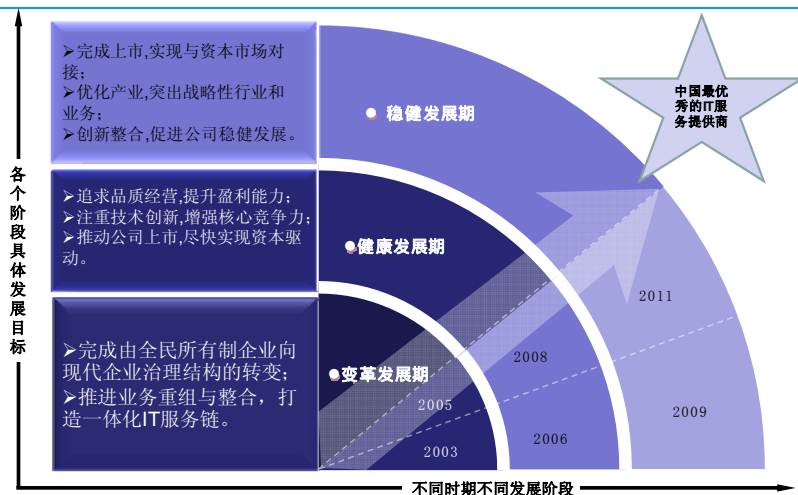
来源: 公司资料、国金证券研究所

图表10: 太极承担越来越多的重大信息化项目



- 上市对太极而言，又是一个全新的起点，资本市场将为公司发展注入新的动能，实现“技术加资本”的双重驱动发展模式，彻底转变了过去 23 年以来公司单靠提供产品与技术服务推动企业发展的技术驱动模式。

图表11: 股改后九年三步走，集中力量做大事、过大关



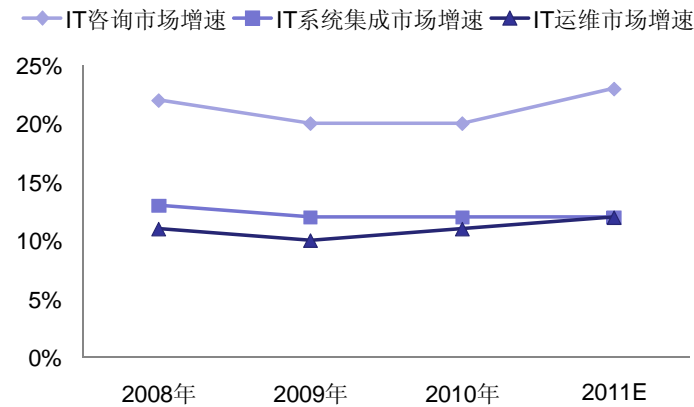
来源: 公司网站、国金证券研究所

从集成走向软件、IT 服务、运维是行业大势所趋，太极有基础、有动力、有能力，长期将大幅提升利润水平

从集成向 IT 服务的转型是行业发展趋势，也是太极的必然选择

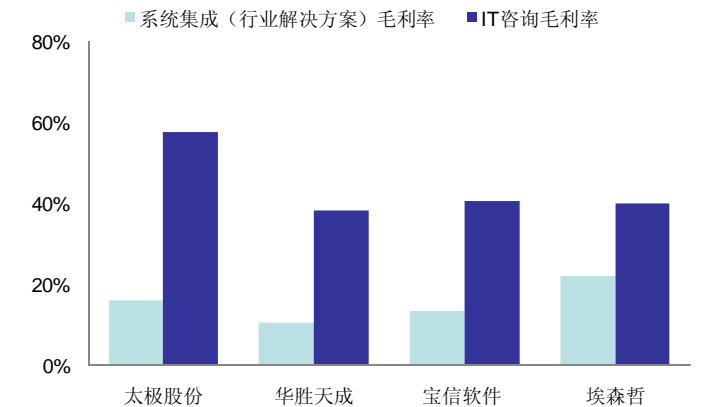
- IT 行业巨头纷纷转型 IT 服务企业，并获得巨大成功。巨头们转向 IT 服务企业的行为以及所取得的业绩充分证明了转型 IT 服务企业对于提升 IT 公司价值的重要性。
 - 2002 年，IBM 出资 35 亿美元收购全球最大会计师事务所之一美国普华永道旗下咨询子公司 PWC，一举奠定了其在 IT 服务市场的领先优势，2009 年 IBM 目前的 IT 服务收入在其总收入中的比重已经达到 39%。
 - 2008 年，惠普也耗资 139 亿美元收购多元化信息技术服务性公司 EDS 进军 IT 服务，2009 财年惠普服务收入比重达到 29%，服务收入同比 2008 年增长 10% 左右。
 - 2011 年 4 月，戴尔宣布将投入 10 亿美元建设数据中心，进一步开发云计算服务，标志着戴尔从传统 PC 厂商向解决方案供应商（IT 服务）转型。
- IT 服务厂商从传统的系统集成向高端的 IT 咨询与运营维护进发，并形成全面的 IT 服务体系，是不可避免的趋势。主要原因在于：（1）IT 咨询及 IT 运维处于价值链高端，拥有较高毛利率；（2）目前系统集成的拿单能力逐步依赖于 IT 咨询能力，而非传统的产品渠道供应能力；（3）IT 咨询年复合增长率超过 70%；（4）IT 运维毛利率高，收入来源稳定。

图表12: IT 咨询市场增速远高于系统集成市场增速



来源：赛迪顾问、公司年报、国金证券研究所

图表13: IT 咨询的毛利率远高于系统集成的毛利率



- 另外，国内信息化建设需求推动了数据中心市场的快速发展。在中小企业信息化提速、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 IT 服务市场空间巨大。从竞争形态来看，我国 IT 服务市场目前仍以国际巨头为主导，占领了大部分高端市场。但国内 IT 服务厂商的竞争力正在逐步提高：（1）技术差距逐步缩小；（2）细分市场战略效果明显；（3）成本优势仍然存在。
- 从市场规模和覆盖区域看，IT 服务提供商可划分为三类：全国性服务商、区域性服务商和本地小型服务商。其中，全国性服务商拥有较为完善的全国服务体系，在全国一线城市一般都有分支机构，正逐步提升本地化服务能力；区域性服务商龙头在区域内具有较好的市场基础和本地化服务能力，并逐步向其它区域进行扩张；本地小型服务商则固守各地的二线、三线城市的市场。

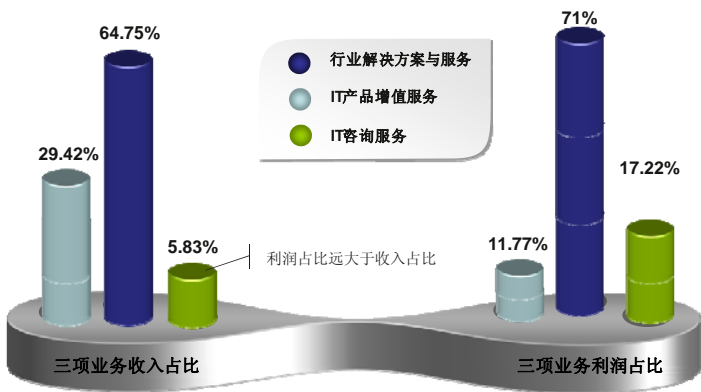
图表14: 太极处于国内 IT 服务第一梯队

厂商类别	特点	优势	劣势	代表厂商
全国性服务商	全国一线城市有分支机构, 年收入超过1亿元	覆盖区域广(全国化的服务节点)、技术实力强、资金实力雄厚	本地化服务支撑不够, 在除总部外的区域覆盖能力不足	神州数码、华胜天成、太极股份、东软集团等
区域性服务商	业务范围在区域几省, 年收入在数千万元至1亿元之间	区域内品牌较好, 本地化服务好、成本低、响应快、具有较好的本地客户资源和关系	向其它区域覆盖有困难。缺乏足够的资金向全国范围发展, 区域市场限制企业的发展	荣科科技、上海天玑、福建福富、浙大网新等
本地小型服务商	业务范围在省内一个或几个地市, 年收入通常在几十万至千万元之间	人员成本很低, 服务响应快、经营成本低、服务于本地规模较小的企业	技术实力和人员能力低, 难以支持规模较大的中型数据中心项目, 市场集中在较小的区域, 难以有较大的发展	厂商很多, 尚未形成规模化

来源: 公司网站、国金证券研究所

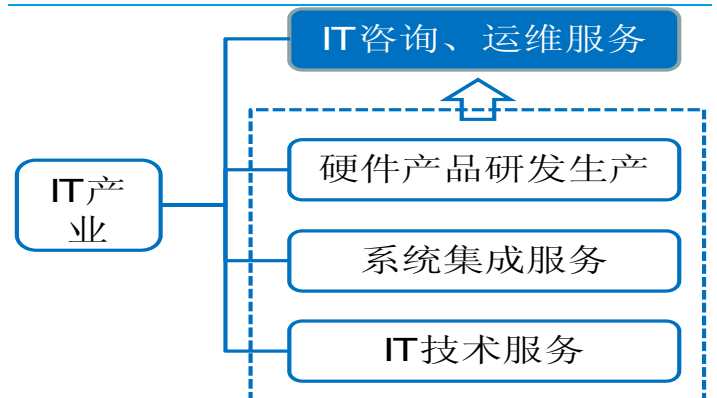
- 并且公司 IT 咨询服务毛利率远高于其他业务, 收入占比只有 5%左右, 利润占比却高达 17%以上, 在今后的业务重点中咨询业务是重中之重, 其增长和利润实现指标是考核重点。因此对于公司而言, 转型更软一方面可以通过对现有的用户的深入挖掘, 通过提供 IT 咨询服务等增值业务把扩大订单数量, 另一方面可以通过 IT 咨询服务占领高端客户, 后期提供完整的行业方案。

图表15: IT 咨询服务收入占比小利润贡献大

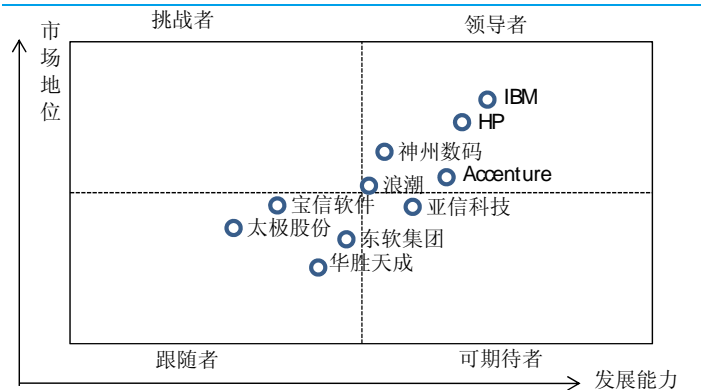


来源: 公司资料、国金证券研究所

图表16: 太极开始从应用集成商向服务商转型

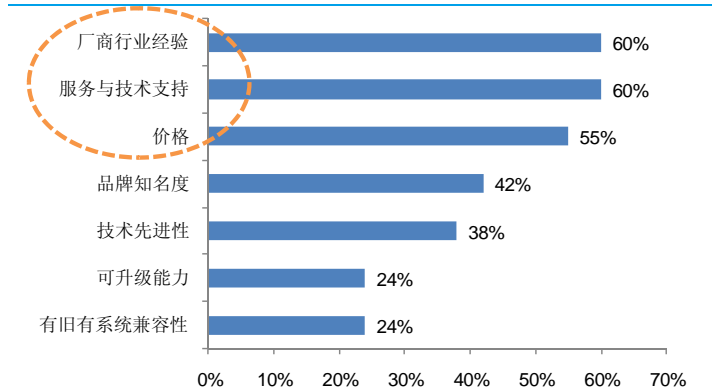


图表17: 我国 IT 服务行业主要厂商



来源: CCID、国金证券研究所

图表18: 企业选择 IT 服务商的考虑因素



创新建设一体化管理体系，促进公司良性发展

- 管理体系改革，提升盈利能力、承接更多重大项目。在向高端 IT 咨询业务转型的过程中，公司将各种业务的各个管理体系相融合，建立了具有公司特色的，以质量管理体系为“总线”各专项管理体系为“插件”的，“总线——插件”式一体化管理体系。一体化管理体系的建立，是公司业务管理的创新，增强了公司的核心竞争能力，提高了公司项目管理水平和管理效率，大大降低了管理成本。这一管理体系的转变已经帮助公司赢得了国家和企业的很多重大项目及其后续项目。

人员引进机制和激励机制转变，核心人员动力更强劲

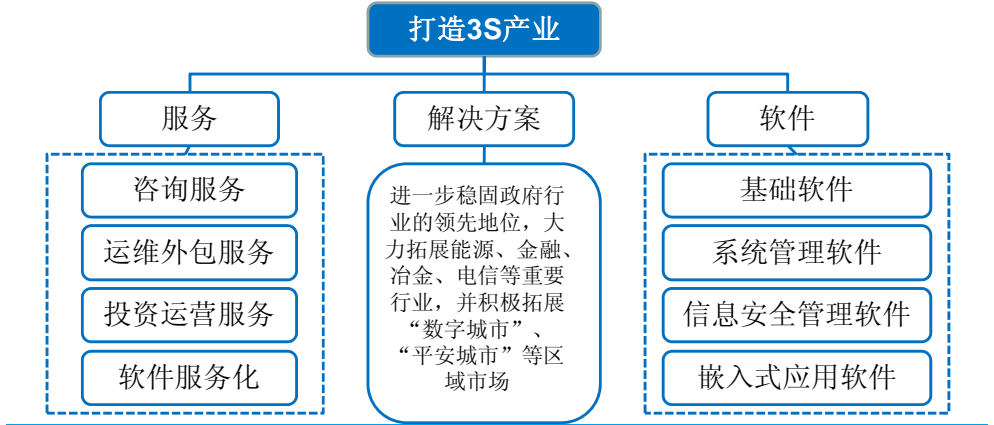
- 招聘人才方式有所转变，人员规模随公司业绩快速壮大。2000 年，公司总人数 380 人左右，绝大多数人员均为十五所事业编制人员。截止到 2010 年，公司人员总数达 1360 人，2002 年至今平均每年新增人员近 100 人，2007 年以后年均新增人员 200 人左右。2002 年股改之后，公司开始面向社会自主招聘员工，拓宽了面向社会择优录用的招聘渠道，形成了内部培养和外部引进相结合的人力资源建设模式。每年有一大批优秀的社会人才加入到公司平台上，并且逐步形成了“优胜劣汰”的人才竞争机制。
- 管理层持股，公司具备类民企激励机制。近期集团对于公司的运作思路正在发生变化，通过董事会和经营结构的调整将经营权真正交给上市公司管理层，从而在体制上为公司松绑，这种经营结构上的质变将为公司的发展带来强大的内生动力。
- 股份公司成立之初引入战略投资者。由原信息产业部电子第十五研究所（现中国电子科技集团公司第十五研究所）作为主发起人，北京精德华德创投资有限公司、北京龙开创兴科技发展有限公司以及自然人刘爱民、马泉林、刘雪明、刘淮松、柴永茂、张素伟、刘晓薇作为其他发起人，以发起设立方式设立的股份有限公司。
- 上市之初公司大部分高管、核心人员拥有公司股份，有利于把员工自身利益与公司未来的发展结合起来。通过 2007 年-2009 年之间的 5 次股权转让，普惠广大核心员工；几名公司关键管理层都持有公司股份 100 万到 200 万不等，自身利益与公司股价直接绑定，在公司上市之后，管理层做好公司的动力很强，放开手脚采用各种方法，包括采取资本运作的方式来提振业绩。
- 建立完善激励机制，留住核心技术人才。随着事业本部架构的逐步成熟，一批中层骨干快速成长，活跃在各级经理岗位上。公司已经计划建立更加完善的激励机制，吸引和留住这些核心管理人员以及关键技术人才，为企业的长期稳定发展奠定基础。

围绕 IT 服务领域，打造“3S”产业

- 在未来的发展过程中，公司将继续围绕综合 IT 服务提供，重点打造“服务(Service)、解决方案(Solution)、软件(Software)”等 3S 产业。
- 服务业务将重点发展咨询服务、运维外包服务、投资运营服务以及软件服务化业务。伴随着各行各业信息化进程的不断深入，公司的 IT 投资将从重建转向建设和运维并重，而云计算将推动 IT 服务模式发生重大变革。公司将随需而动，大力发展运维外包服务业务，积极寻求与重要行业和一些省市合作开创投资运营服务业务模式。公司力求把握先机，确立与重要行业和区域的战略合作关系。
- 解决方案业务将重点发展面向国民经济重要行业和区域的信息整体解决方案提供服务，解决方案业务仍然是所有业务的重心。公司将进一步稳固政府行业的领先地位，大力拓展能源、金融、冶金、电信等重要行业，并积极拓展“数字城市”、“平安城市”等区域市场。针对解决方案提供，公司将围绕战略性行业和战略性业务，推进组织架构重构，完善业务体系；着力提升解决方案研发、整合、复用与产品化、系统交付与服务能力；结合云计算等新技术发展，创新解决方案交付和服务的模式。

- 软件业务将重点发展基础软件、系统管理软件、信息安全管理软件、嵌入式应用软件。拥有具有自主知识产权的软件产品并推进其产业化进程，是国家促进产业发展的重要战略举措，也是企业谋求长远发展的战略需要。公司将把握好国家“核高基”等重大专项实施带来的机会，将自主创新与并购整合相结合，软件产品与行业应用相结合，占据国产软件产业制高点。

图表19: 面向未来，打造软化3S产业



来源：公司网站、国金证券研究所

成长路径明晰：夯实大客户，形成全产品线，聚焦重点行业，积极与地方政府建立战略合作关系，成就中国最优秀的 IT 服务提供商

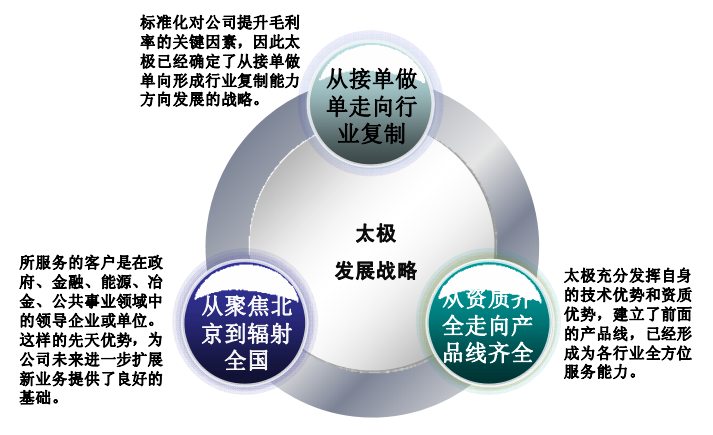
- 一直以来，公司都是 IT 解决方案国家队的形象，凭借自身过硬的技术、齐备的资质和优质的资源承接北京各大部委、各大型国有企业的各类信息化建设项目。一方面公司值得骄傲的是每次都能高质量的完成这些国家级重大项目，但是另一方面，公司一直都是采取项目制方式完成订单，接单能力强却没有形成行业复制能力，能够提供完善解决方案但是很长一段时间内都没有形成齐备的产品线，所以公司盈利能力一直没有得到质的提升。另外以往公司基本都是完成北京地区的中央和部委的大项目，很少向下一级行政中心延伸，广大的二三线城市政务信息化市场没有得到充分的开发。
- 上市之后，公司紧紧围绕“做中国最优秀 IT 服务提供商”的战略目标，积极推进一系列战略部署和战略举措，实现公司事业蓬勃发展的“新跨越”。其中主要包括完成更加软化的战略转型、从接单做单到行业复制、从资质齐全发展为产品齐全和自上而下从聚焦北京到辐射全国，在北京、上海、西安、广州四大区域发力，在成为中国最优秀 IT 服务提供商的道路上不懈努力。

图表20: 太极要做中国最优秀的 IT 服务提供商

图表21: 太极发展的三大战略



来源：公司资料、国金证券研究所



从接单做单走向行业复制，形成快速扩张能力

- 公司一直以来都在承接国家级大项目。比如政府方面的中央人民政府门户网站建设、全国人大办公业务资源信息系统总集成、全国政协办公业务资源信息系统总集成、国家通信网应急指挥调度系统政府平台工程等，能源领域的中国石油集团公司应急平台，金融行业的全国农信银清算中心系统建设、全国城市商业银行清算中心系统建设，冶金领域的江西铜业集团铜冶炼闪速炉计算机优化控制系统建设、中国中钢集团公司信息系统建设等。丰富的重大项目经验是公司在系统集成领域几乎独一无二的竞争优势，也是公司拿下项目后续服务任务及新的国家级项目的基础。
- 对于公司而言，能够承接上述国家级项目说明了各级部委和各大集团总公司对公司技术能力、项目经验等多方面素质的认同，但是公司仍处于接单做单阶段，本身还没有形成标准化的行业解决方案。然而众所周知，标准化对公司提升毛利率的关键因素，因此公司已经确定了从接单做单向形成行业复制能力方向发展的战略，并在这个方向上不懈努力中。

图表22: 太极致力于形成标准化行业解决方案



来源：互联网公开资料、公司网站、国金证券研究所

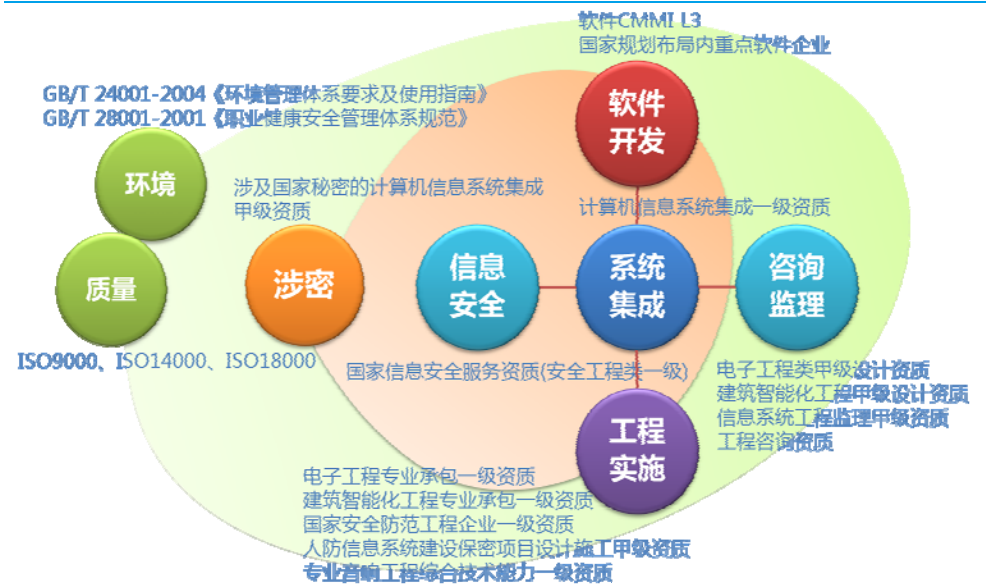
图表23: 不同的行业信息化成熟度及 IT 发展热点

行业	服务内容	市场空间 (亿元)	建设热点	复合增长率
金融	服务为主	80.0	IT 治理、商业智能	3.25%
电信	服务为主	476.4	数据挖掘、客户管理	12.25%
政务	建设为主	462.2	G2G 建设、G2B 建设	5.48%
医疗	建设为主	153.4	档案管理、HRP	31.95%
电力	建设为主	123.0	财务、监控	8%
交通	建设为主	384.6	软件占比上升	26 38
...				

从资质齐全走向产品线齐全，提供全产业链服务

- 公司业务资质全面，具备一体化 IT 服务能力。公司是北京市科学技术委员会认定的高新技术企业和软件企业，也是国家规划布局内重点软件企业（2009 年度）；公司取得了计算机信息系统集成壹级资质，首批取得涉及国家秘密的计算机信息系统集成甲级资质，首批取得电子通信广电行业电子工程类（电子系统）甲级设计资质，首批取得建筑智能化系统工程设计专项甲级资质，首批取得电子工程专业承包壹级资质，首批取得安防工程企业壹级资质等，取得建筑智能化工程专业承包壹级资质以及信息安全服务一级资质，并通过了国际软件能力成熟度模型 CMMI 三级认证。与同行业公司相比，公司拥有全面的综合服务能力，属于国内市场上少数可以为用户提供一体化服务的 IT 服务企业。

图表24: 太极具有行业内最全资质



来源：公司资料、国金证券研究所

- 齐全的资质是对公司技术研发能力的强力认证，但是由于上文提到的接单做单业务模式以及缺乏可复制的标准化行业解决方案，公司之前也并没有形成全系列产品。第二次转型期间，公司充分发挥自身的技术优势和资质优势，建立了前面的产品线，已经形成为各行业全方位服务能力。

图表25: 太极全面的产品和解决方案体系

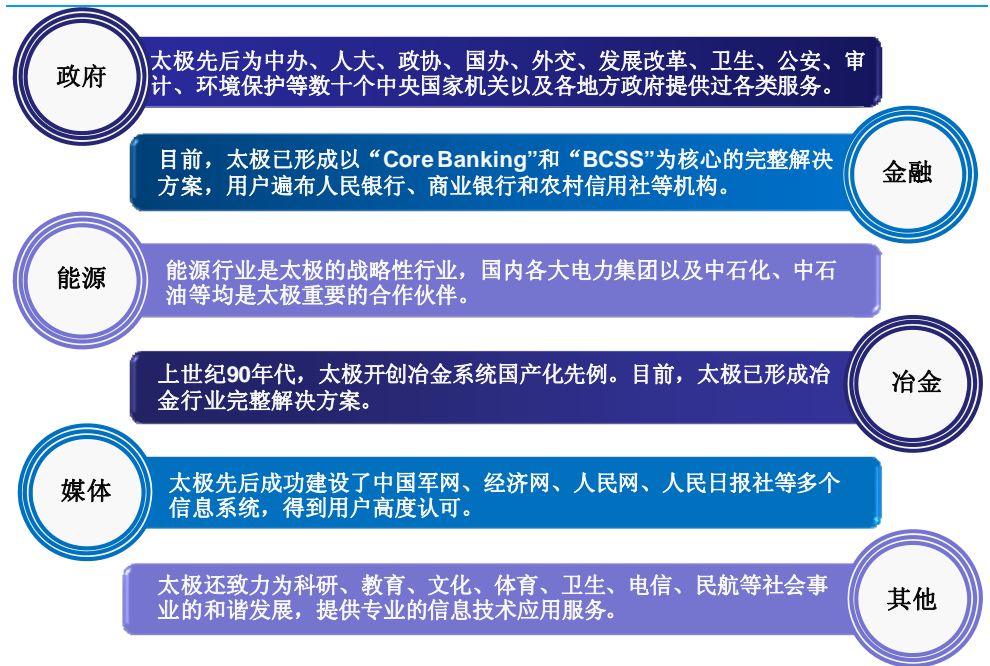
IT咨询服务	行业解决方案和服务	IT产品增值服务	IT基础设施服务
企业信息化总体规划咨询服务 建筑智能化总体规划服务 电子政务总体框架设计咨询服务 建筑智能化工程设计咨询服务 电子政务公共服务体系设计咨询服务 政府门户网站诊断与绩效改善咨询服务 企业信息化应用整合咨询服务 信息化工程项目可行性研究咨询服务 政务信息资源目录体系与交换体系设计咨询服务 SOA电子政务行业实施方法论咨询服务 信息系统工程监理服务 软件系统测评服务 机房建设工程测评服务 网络工程测评服务 企业业务咨询、规划和设计服务	信息化工程总承包服务 信息系统集成服务 信息系统风险评估服务 信息系统安全服务 信息系统运维外包服务 IT服务管理服务 政府行业解决方案 金融行业解决方案 能源行业解决方案 冶金行业解决方案 媒体行业解决方案 其他行业解决方案 公共安全解决方案 信息安全解决方案 通用平台解决方案	系统软件增值服务 主机系统增值服务 网络设备增值服务	建筑智能化总体规划服务 建筑智能化工程设计咨询服务 建筑智能化工程总承包服务 建筑智能化系统运维服务 建筑智能化整体解决方案 智能楼宇管理系统 电子机房整体解决方案 电子机房总控中心解决方案 电子机房空调、新风系统解决方案 电子机房电气系统解决方案 机房集控管理系统 楼宇设备自动控制系统 网络视频监控系統 数字公告系统 智能“一卡通”通用管理系统 综合安全防范管理系统 综合布线系统 网络系统解决方案

来源: 公司资料、国金证券研究所

自上而下从聚焦北京到辐射全国，积极与地方政府建立战略合作关系

- 经过多年的行业耕耘，公司已经在政府、金融、能源、冶金、公共事业等领域建立了深厚的客户关系，同时所服务的客户也是在上述领域中的领导企业或单位。这样的先天优势，为公司未来进一步扩展新业务提供了良好的基础。
- 母公司背景和丰富案例经验是公司发展的有效支撑。背靠母公司中国电科，依托央企背景，公司一直承担着各个服务领域内重要客户的大项目。丰富的大项目经验，则是公司未来战略发展的有效支撑。

图表26: 太极过去主要服务于各个行业的龙头企业



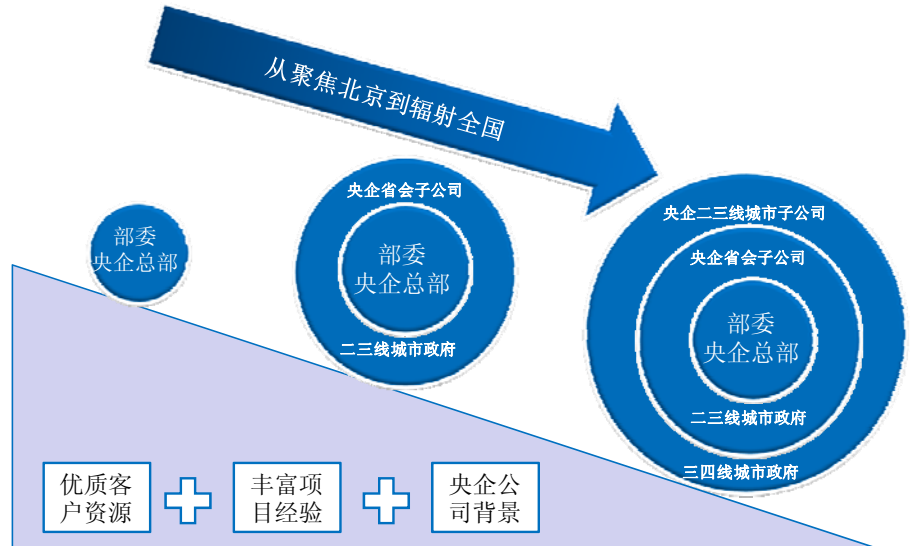
来源: 公司资料、国金证券研究所

- 由于发展时间较短，目前我国政府信息化大多覆盖到省级和部分地市级，大型国有企业信息化也仅限于总部和一些较大型分公司。广大地市级区域

和县区级区域建设电子政务系统的需求十分强劲，大型国有企业为了提升自身运作效率也必将大力推动内部信息化建设的进程，这就为太极业务下潜提供了广阔的深入发展空间。

- 未来公司将充分利用过去发展过程中积累的优质客户优势，从各个行业领域的龙头企业北京总部向二三线城市分支机构延伸，从政府各部委向除首都外的城市政府信息化建设项目延伸。相信公司依靠自身“IT 服务国家队”的形象，借助五所乃至中国电科强大的资源优势，自身过硬的技术水平和全面的产品及解决方案，一定能够顺利的在二三线城市大展手脚。

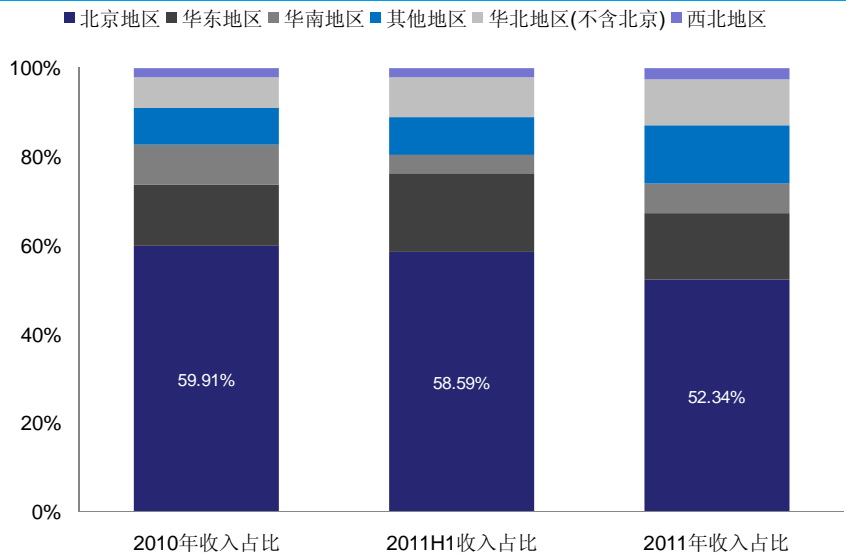
图表27: 太极从北京辐射到全国的发展道路



来源：公司资料、国金证券研究所

- 跟踪公司相关新闻可以发现，仅进入 2012 年以来，公司通过在北京、西安、上海、广州四大区域一起发力，先后与重庆市、海南省、陕西省签订战略合作协议，分别围绕“信息智能岛”和中国电科（西安）电子信息产业园项目，开拓了海南和西北市场。公司通过积极推进和地方政府的战略合作，参与到各省智慧城市及相关行业解决方案项目之中，辐射到全国广阔区域市场。近年来公司来自于非北京区域的业务收入占比逐渐上升，北京地区收入占比则已经下降至 50% 附近。

图表28: 太极非北京区域业务占比呈上升趋势



来源：公司资料、国金证券研究所

电子政务刚刚上路，太极股份舞台宽广

接力城市化工业化，电子政务工程带领我国信息化进入增长快车道

- 我国政府一直是国家信息化的先行军，电子政务建设投资到今天依旧占据国内 IT 投资的大部分份额。国家电子政务"十二五"规划提出电子政务依托的信息技术手段发生重大变革，超高速宽带网络、新一代移动通信技术、云计算、物联网等新技术、新产业、新应用不断涌现，深刻改变了电子政务发展技术环境及条件。电子政务将因大数据、云计算、物联网、智慧城市以及政府精细化管理需求带来一波建设大潮。

图表29：国家电子政务"十二五"规划发展方向和应用重点

发展方向和应用重点	主要内容
加快推动重要政务应用发展	1、推进经济运行、财政管理、综合治税、强农惠农、城市管理、国土管理、住房管理、应急指挥、信用监管等一批重要协同业务应用。 2、加强重要信息系统建设，不断扩大应用规模，逐步实现应用全业务、全流程和全覆盖推动政务与技术深度融合，充分发挥应用成效。 3、强化政府网站应用服务。
加强保障和改善民生应用	1、加快推进劳动就业、社会保障、医疗卫生、教育、文化等应用服务，促进基本公共服务体系建设发展。 2、加强县级政府和基层政务服务应用。
加强创新社会管理应用	3、推进基层社会管理和服务应用，强化基础工作，促进社区和谐稳定。推进公共安全、食品药品安全监管、安全生产监管、应急处置管理等应用，为人民群众提供安全稳定的生活环境。加强生态环境保护应用，确保国家生态安全。 4、促进城镇社会管理创新
强化政务信息资源开发利用	1、大力推进基础信息资源建设，完善基础信息资源体系，动态完善地理、人口、法人、金融、税收、统计等基础信息资源，规范信息采集，保证信息质量，推动应用服务。围绕促进经济平稳较快发展的需要，加强宏观经济、财政、土地、投资、工业经济、科技创新、贸易、商品市场、房地产市场、现代农业、服务业等宏观调控信息资源建设。 2、加强政务信息资源管理。 3、大力推动信息共享和政务信息资源社会化利用。
建设完善电子政务公共平台	1、完成以云计算为基础的电子政务公共平台顶层设计。 2、全面提升电子政务技术服务能力。 3、制定电子政务云计算标准规范。 4、鼓励向云计算模式迁移。
提高政府信息系统的信息安全保障能力	1、建设完善信息安全保障体系。 2、制定电子政务安全可靠的标准规范。 3、进一步加强政府信息系统安全管理。

来源：互联网公开资料、国金证券研究所

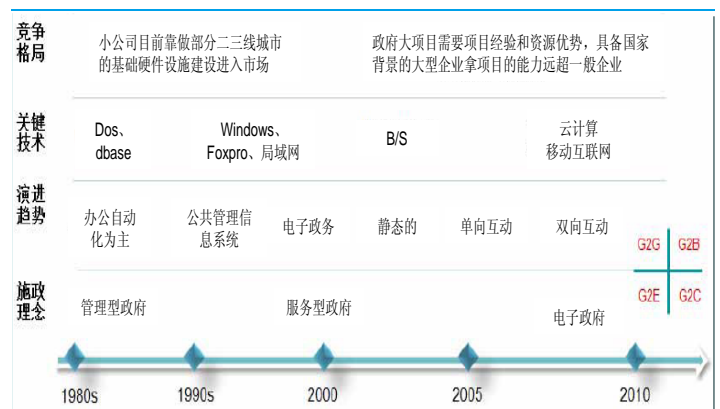
- 从政策方向上看我国中央和省级部门已经大范围实现信息化，但是有调查显示地市级政府部门的信息化标准是重点办公流程自动化，县区级的政府信息化只是简单的硬件投入，与欧美国家办公自动化、流程信息化和数据公开化的政府信息化相比，我国电子政务要走的路还有很远。

图表30：我国一直推动自身政府信息化建设



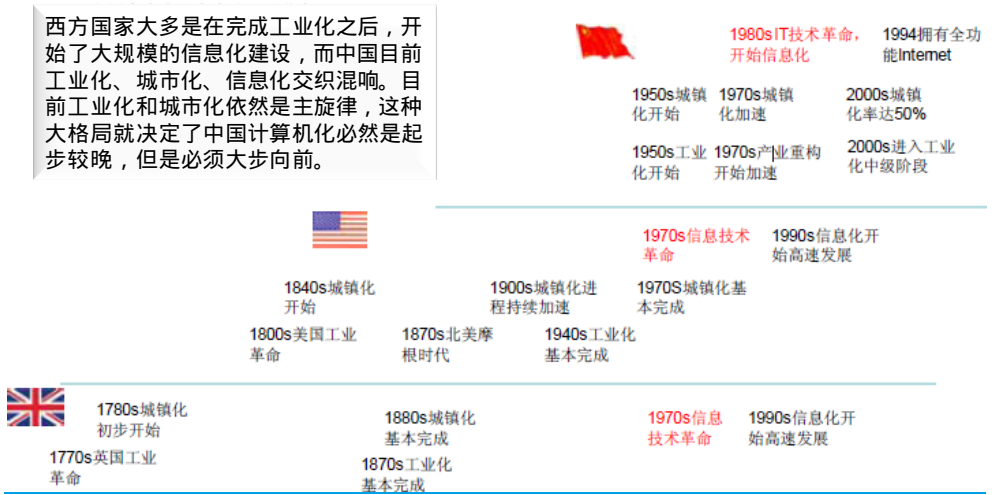
来源：公司资料、国金证券研究所

图表31：电子政务市场历程及发展趋势



- 从 1993 年国家提出“金字工程”以来，已经过了将近二十年。在“金字工程”最初发展的十年，由于当时我国城市化、工业化和信息化“三化”建设中以城市化和信息化为主，所以以“金字工程”为代表的国家电子政务大型工程以打基础为主，并没有进入大规模建设阶段。

图表32：城市化工业化发展到一定阶段之后，我国信息化才真正抬头



来源：互联网公开资料、国金证券研究所

- 随着条件逐渐成熟，我国才开启电子政务的大规模建设。首要建设标的依旧是之前提出的“两网一站四库十二金”，“一站”是政府门户网站；“两网”是指政务内网和政务外网；“四库”即建立人口、法人单位、空间地理和自然资源、宏观经济等四个基础数据库；“十二金”则是要重点推进办公业务资源系统等十二个业务系统。这 12 个重点业务系统又可以分为三类，一类是对加强监管、提高效率和推进公共服务起到核心作用的办公业务资源系统、宏观经济管理系统建设；第二类是增强政府收入能力、保证公共支出合理性的金税、金关、金财、金融监管(含金卡)、金审等 5 个业务系统建设；第三类是保障社会秩序、为国民经济和社会发展打下坚实基础的金盾、社会保障、金农、金水、金质等 5 个业务系统建设。
- “两网一站四库十二金”覆盖了我国电子政务急需建设的各个方面，涉及信息资源开发、信息基础设施建设与整合、信息技术应用等领域。特点各异，又相互渗透和交融，初步构成我国电子政务建设的基本框架，也是一直以来我国电子政务建设的重中之重。
- 我国的“金字工程”发展到目前为止，已经不止是最初规划的十二个系统十一项工程，后续的重要行业信息化建设继续冠以“金”字头，目前已经形成一个庞大的体系。

图表33: 我国电子政务建设庞大的“金字工程”体系

工程名称	建设详情
金宏工程	“金宏工程”总体目标是依托国家电子政务网络平台,通过信息资源、信息共享平台、重点领域业务应用系统和安全保障体系的建设,实现宏观经济管理部门的互联互通和信息共享。为党中央、国务院及时、准确、全面地掌握宏观经济运行态势提供信息服务。
金税工程	“金税工程”促进了税务管理的改革创新,推动了业务和技术在战略层面的结合,支持了税收征管专业化和精细化管理,为推动征管改革和加强税源管理提供了有力的支撑,为税收工作向现代化管理过渡奠定了基础。
金财工程	“金财工程”是利用先进的信息网络技术,支撑预算管理、国库集中收付和财政经济景气预测等核心业务的政府财政综合管理信息系统(简称GFMIS)。
金关工程	“金关工程”是我国政府利用计算机网络技术实现国家的对外经济贸易和相关领域进行标准化、规范化、科学化、网络化和现代化管理的一项国家信息化重点系统工程
金卡工程	“金卡工程”以计算机、通信等现代科技为基础,以银行卡等为介质,通过计算机网络系统,以电子信息转账形式实现货币流通。“金卡工程”建设的总体目标是要建立起一个现代化的、实用的、比较完整的电子货币系统,形成和完善即符合我国国情、又能与国际接轨的会刷卡业务管理体制。
金审工程	审计的基本职能是通过对账簿的检查,监督财政、财务收支的真实、合法、效益。上世纪八十年代起,以查账为主要手段的审计职业遇到了来自计算机技术的挑战。
金盾工程	“金盾工程”实质上就是公安通信网络与计算机信息系统建设工程,是利用现代化信息通信技术,增强公安机关快速反应、协同作战的能力;提高公安机关的工作效率和侦察破案水平,适应新形势下社会治安的动态管理。
金保工程	“金保工程”是利用先进的信息技术,以中央、省、市三级网络为依托,支持劳动保障业务经办、公共服务、基金监管和宏观决策等核心应用,覆盖全国的统一的劳动保障电子政务工程。
金农工程	金农工程建设目标是建立信息应用系统,构筑农业信息网络,造就信息服务队伍。
金水工程	水利信息化指的是充分利用现代信息技术,深入开发和广泛利用水利信息资源,包括水利信息的采集、传输、存储和处理,全面提升水利事业活动的效率和效能。
金质工程	“金质工程”即国家质量监督检验检疫信息化工程,旨在改变目前我国质检系统信息化比较落后的局面,加大打假治劣的力度,提高质量监督检验检疫工作的效率。
金旅工程	目标是最大限度地整合国内外旅游信息资源,建设和完善政府系统办公自动化网络和面向旅游市场的电子商务系统。
金卫工程	“金卫工程”由卫生部统一规划、统一标准、统一组织实施,是将信息科学、计算机技术、网络通信技术集中用于医疗卫生领域的大型信息化工程。
金土工程	“金土工程”将围绕耕地保护、矿产资源、地质环境3个业务领域,开展耕地保护国家监管系统、矿产资源国家安全保障系统、地质灾害预警预报及应急指挥系统,和战略性、公益性国土资源数据库建设。
金信工程	“金信工程”主要建设目标为:在“红盾工程”建设的基础上,根据工商行政管理工作的需要,建设以“经济户口”管理为基础、贯穿各级工商管理部门、覆盖工商管理主要业务的全国工商行政管理信息系统;建立工商电子政务平台和与海关、税务等政府部门的执法协作平台。
金贸工程	金贸工程确定中国商品交易中心为试点和示范的实施单位,明确了抓好中国商品交易中心电子商务系统的建设,形成我国的电子贸易体系的目标。
金智工程	在“金”字工程中,实现教育信息化的工程称为“金智”工程,也就是中国教育和科研计算机网(CERNET)。

来源: 互联网公开资料、国金证券研究所

- 从“十五”到“十一五”再到接下来的“十二五”,电子政务从建设期逐步走向运维期,像海关、审计署等“金字工程”高端用户已经走入运维期。目前,十三金工程已经从基础建设、环境建设逐步走向应用系统的建设。“金字工程”的任务是要提高政府市场监管和行政执行能力、市场调节能力。“而随着应用的深入,这些工程管理部门突然发现原有的基础架构和应用软件业务连续性不能提供有效支撑,当问题发生时,不能及时处理,造成系统问题频发,垂直行业管理成为难点。IT系统更新和运维日益受到这些部门的关注和追捧。
- 最新出台的十二五电子政务规划中明确提出:(1)完成以云计算为基础的电子政务公共平台顶层设计;(2)全面提升电子政务技术服务能力;(3)制定电子政务云计算标准规范;(4)鼓励向云计算模式迁移。以云计算为基础的电子政务体系在我国尚处于建设初期,并且北京等城市也提出了云计算与物联网相结合的智慧北京等建设项目,对信息化设备提出了很高的要求。目前现有电子政务设施难以满足新兴领域的发展需要,项目建设过程中必将采用新的应用系统、信息资源管理系统、基础运行系统和信息安全系统,所以因大数据、云计算、物联网、智慧城市以及政府精细化管理需求带来未来电子政务的大规模改造建设必将引领我国信息化建设步入快车道。

为政府信息化、行业信息化和国家公共安全体系建设做出重大贡献

- 承接国家项目优势得天独厚。公司一直是 IT 服务国家队的形象，是国家规划布局内重点软件企业，主营业务就是围绕我国国民经济和社会信息化建设需求，为政府、公共事业、金融、能源等行业客户提供行业解决方案与服务、IT 咨询、IT 产品增值服务等一体化 IT 服务，承接的绝大部分项目都来自于中央和部委、大型国有企业，这一点市场上没有竞争对手有类似的资源和能力。
- 首先，公司主要服务的政府、金融、能源行业是战略性行业，拥有良好的客户基础和丰富的成功案例，突出表现在政府行业。公司中央及部委级客户资源丰富，熟知国家政策和标准。公司自主研发的电子政务平台，能够支撑不同业务应用系统的快速开发和稳定运行。公司先后承担了大量的中央和部委信息化项目，包括中央政府门户网站建设、“金宏工程”总集成和信息共享平台开发、“金审工程”、“金土工程”数据中心、全国人大办公业务资源网络系统、全国政协办公业务资源系统、自然资源和地理空间基础信息库、中共中央办公厅信息系统、国务院办公厅信息系统、卫生部突发公共卫生事件应急指挥系统、外交部信息系统、公安部出入境管理信息系统、民政部全国最低生活保障信息系统、农业部信息系统等重大项目。
- 其次，公司具备完善的企业数据中心建设相关全套解决方案。公司各个行业重点项目经验丰富，无论是前期的 IT 咨询和设计服务，还是之后的项目建设及运营维护公司都有完整的解决方案和全面的服务能力。公司过去为国内大型金融、能源、冶金、媒体央企提供的大量服务就是公司行业解决方案实力的最佳脚注。
- 最后，公司拥有国内最先进公共安全应急系统 IT 解决方案，将继续为国家公共安全做出重大贡献。公司已承建的公共安全应急系统包括国家卫生部突发公共卫生事件应急系统、近十个省级突发公共卫生事件应急系统、2008 北京奥运安保系统等，这些项目都和国家公共安全重大事项息息相关。随着部分地区环境的恶化和食品安全问题趋于严重，我国未来有可能面临更多的突发性公共安全事件，另外随着国内外形势的日趋复杂化，大型应急指挥系统的需求也将持续提升。公司作为国内应急指挥系统建设的先行者和体制内企业，必然会率先受益于国内各类涉及公共安全的应急指挥系统建设大潮。

图表34: 太极历年承接重点项目一览表

时间	重点项目
2001年	顺德市行政大楼智能化工程、歌华集团影视信息软件平台
2002年	上海市高级人民法院智能楼宇总包工程、柳州市行政审批政务系统、内蒙古自治区农信社综合业务系统推广项目、中国人民银行内联网三期工程、中国人民保险公司视频会议系统、河北省四大钢铁公司企业信息化系统、华夏银行总行办公大楼智能楼宇总包工程、北京市公安局海淀分局110指挥中心系统、金审工程网络系统
2003年	厦门国家会计学院信息网络与智能化工程、民航总局气象数据库系统二期工程、呼和浩特市农村信用社业务管理信息系统、金审工程一期、北京工业大学校园网三期工程、华北电力集团企业网系统、北京水利防汛抗旱指挥中心总集成、 国家电子政务内网总体设计、金质工程项目建议、金卫工程总体规划
2004年	北京印钞厂新建印钞工房弱电系统工程、中国人民银行大额支付系统三城市集成项目、 全国人大常委会信息系统 、上海市公安局出入境管理大楼智能化系统、解放军报互联网站系统扩建工程、国家开发银行河北省分行机房项目、中国 I S B N 中心业务系统及服务网站建设项目、武警部队网络视频服务器合同、中国人寿信息处理中心机房工程、北京日报网络系统建设与改造项目、农总行营业办公楼智能化系统工程、 央行电子化建设项目
2005年	青岛国际帆船中心、 中央政府门户网站 、太钢信息化项目、引滦入津供水信息化总集成、上海市政府办公大楼智能化、 卫生部突发公共卫生事件应急指挥系统 、河南省农信社信息系统建设、 金宏（一期）工程系统总集成
2006年	人民日报社信息网工程、国家政务信息资源目录体系与交换体系试点、公安部出入境管理信息系统、奥组委综合信息平台系统 监理等多项重大信息化系统建设
2007年	外交部全球通信网网络安全系统 、民航气象传真广播系统、北京电视台信息化系统总集成、“ 金宏工程 ”领导决策服务系统、中钢ERP系统改造工程、广东农信联社票据影像系统、北京电力公司项目管理信息系统、中国工商银行总行营业楼智能化系统
2008年	全国政协办公业务资源系统、国家自然资源和地理空间基础信息库 ，大连期货大厦机房与弱电工程、北京市政务信息资源共享交换体系运维服务、中钢集团视频会议与广域网系统、江苏省电力公司设备管理体系咨询服务
2009年	中南海府右街085工程、国务院应急平台总集成 、中国人民保险南方灾备中心建设、 中国国防部网站建设、民政部全国最低保障信息系统一期应用系统开发、外交部新闻领事中心综合办公楼智能化工程、全国城市商业银行资金清算中心清算系统建设 、中煤能源股份有限公司配套硬件及网络系统建设、宣钢ERP系统硬件升级改造等。在国庆60周年庆典活动中承担了 群众游行道具包电子签封系统建设和运行保障 。 阅兵指挥所有关系统设备的安装和运行保障任务 ；承担了中央政府门户网站、人民网、民航空管局、华北电网、北京市电力公司和铁路交通等有关单位信息系统保障工作
2010年	中央办公厅信息系统、中国纪检监察学院信息化工程、国家环境信息与统计能力建设系统、国家通信网应急指挥调度系统政府平台工程、广电总局运行管理系统 、大唐电力人力资源管理咨询与开发实施、 卫生部综合卫生管理信息平台
2011年	与韩国SK公司签订战略合作备忘录、与三星SDS签署战略合作协议、承担平安重庆市应急联动中心系统建设系统研发任务、与中兴通讯签署战略合作协议、与国家电网南瑞集团签署战略合作协议、 就发展云计算业务与中关村发展集团签订战略合作意向

来源：公司网站、国金证券研究所整理

- 随着我国电子政务建设的不断深入，中央和部委以及各个大型国企必将持续产生新的信息化需求，而具备客户资源优势和技术优势的公司必然是承接这些大型项目的首选企业。并且我们预计未来硬件设施基础基本完备后，公司作为项目建设的主要承担者很有可能继续承接项目相关的软件开发和运维服务业务，从而进一步推进公司向软件服务方向转型。

承接中国电科千亿平台计划，借力十五所锐意改革

共和长子中国电科，十年磨剑准备二次腾飞

- 中国电科是公司控股股东十五所的实际控制人。十年前，经国务院批准，以原信息产业部 47 家电子研究院所为基础，中国电科正式组建。在电子信息技术领域成为国家的顶梁柱，这是中国电科使命。成立之初，针对各研究院所业务长期处于分散、单打独斗的状态，民品产业规模小的局面，中国电科从战略层面上提出推进“四个转变”，从科研型向经营型和服务型转变、从单纯任务型向任务能力结合型转变、从跟踪模仿为主向自主创新为主转变、经济增长方式从粗放型向集约型转变，奠定了它之后腾飞的基础。
- 过去十年中国电科培育了包括华东电脑、海康威视、太极股份、四创电子、卫士通、杰赛 6 家上市公司在内的一批具有集团特色、市场竞争力强的骨干企业，初步形成了“电子信息产品与装备制造”、“行业信息化应用系统工程”、“现代信息服务”三大产业集群和安全电子、能源电子、软件与信息服务、电子制造设备与仪器仪表、新型元器件等五大产业板块。

图表35：中国电科下属六家上市公司财务及市值情况

股票名称	控股情况	2011总收入 (亿元)	2011净利润(万 元)	市值
华东电脑	三十二所 44.62%股权	18.56	1933.73	51.21亿
海康威视	五十二所 42.61%股权	52.32	148101.30	453.5亿
太极股份	十五所 43.82%股权	22.84	11211.82	37.52亿
四创电子	三十八所 48.82%股权	10.00	4796.72	18.46亿
卫士通	三十所 34.83%股权	5.08	8649.62	24.53亿
杰赛科技	七所 35.17%股权	12.06	7708.84	23.55亿

来源：公司年报、国金证券研究所

- 新领导就任以来积极推进中国电科的进一步转型和发展。中国电科新一届领导班子组建以来，总经理熊群力立足集团公司长远科学发展，提出了打造“国内卓越、世界一流”企业集团的战略目标，全力推进“三个转变”——转变思维方式、组织方式和工作方式。以“转变”促升级，这是新领导给中国电科的新目标。

十五所锐意改革迫在眉睫，半壁江山在太极或加大扶持力度

- 十五所拥有强大技术背景，在军工行业领域具有领先地位。控股股东十五所成立于 1958 年，是一家综合性计算技术研究所，先后隶属于原第一机械工业部、原机械电子工业部、原电子工业部、原信息产业部，2002 年 7 月划转归中国电子科技集团公司，同时更名为中国电子科技集团公司第十五研究所。十五所主营业务为面向国防建设及军事领域从事军事预研、军事型号研制、基础研究、国家科技攻关、军事指挥自动化及航天等重大军事应用项目的研究和开发，为国防建设提供计算机、计算机软件及系统设备。一直是国家重大信息系统总体设计和工程建设的牵头单位；是我国计算机行业的排头兵，代表国家行使多种行业管理职能。十五所未来在军工领域市场，以及技术储备上对公司有较大支持。
- 太极是十五所旗下唯一上市公司，收入占所内半壁江山，领导寄予厚望。十五所领导在 2011 业绩回顾中提到，过去的一年十五所全面完成了各项任务，全所实现产值超过 40 亿，同比增长 25%以上。公司的产值已经占

十五所总产值的半壁江山，为十五所的民品产业发展树立了良好的典范，极大地增强了十五所在我国 IT 产业的影响力。并且提出：公司的成功上市，是积蓄优势、明晰思路，打造企业核心竞争力的过程；是重塑企业文化、锻炼队伍，打造一流团队的过程。公司进入资本市场去搏击风浪，要呈现在世人面前，不是自我评价，而是再造和创新，为产业的发展迸发无限活力。

- 五年计划收入百亿，十五所要求高速发展。新领导班子在去年就职时提出任期五年内要实现全所经济持续稳定快速发展，经济增长质量显著改善，经济效益明显提高。2015 年要达到年产值 80 亿元，并力争达到 100 亿元，实现利润总额 4.5—5 亿元。而 11 年公司是 22.8 亿收入，1.12 亿的利润。即未来几年十五所对公司的期望是收入翻番，保持公司的快速发展势头。
- 十五所领导愿意对接资本市场，将公司做大做强。新领导 11 年工作总 结中提到公司上市首日开盘价格达到 62 元/股，十五所作为控股股东，股 权价值由原来的 4500 多万元，增至市值 27 亿多元，价值增大 60 倍，实 现了国有资产的保值增值。并且提出五年任期内力争培育出 2—3 个规模 达 10 亿以上的新兴产业，同时创新体制机制，使这些产业逐步进入资本 市场，进一步做大做强。公司作为十五所目前唯一对接资本的平台，能够 发挥更重要的作用，继续做大做强。

承接千亿中国电科目标的主要平台，肩负十五所所百亿规模目标

- 中国电科为国家政务信息化和行业信息中贡献力量，公司是其重要主要项目承接平台。到 2020 年，中国电科要打造成国有控股、股权多元化的整体上市公司，具有强大自主创新能力，拥有国际知名品牌，成为国内卓越、世界一流的高端电子产品供应商、信息技术体系集成商和电子信息服务商。其中在软件与信息服务方面，中国电科自豪于过去承建了数十项国际及省市电子政务和行业信息化系统工程，并为国家“金”系列信息化工程提供了技术支撑、装备、工程建设与服务，为推动国民经济信息化建设做出了突出贡献。并且很欣慰集团能够在汶川、玉树、舟曲等重大自然灾害的抢险救灾中有所贡献。上述所以工程基本都是公司承建，在重大自然灾害中的贡献所内基本是公司的应急指挥系统，所以公司对于中国电科而言，就是承接中央以及中央重视项目的主要平台。
- 从地域而言，中国电科旗下 6 家上市公司，加上拟上市的莱斯信息技术股份有限公司，只有公司一家在北京。并且从公司一直以来承接的中央和部委单位项目、大型国有企业总部项目来看，公司也是掌控中国电科旗下北京业务的角色，其地位明显高于集团内其他公司，比如公司承接的北京奥运相关项目和北京智慧城市项目，集团需要做的和争取到的系统集成和软件服务的高端项目都由公司承接，那么未来也最有可能成为承接整个集团高端软件业务的平台。

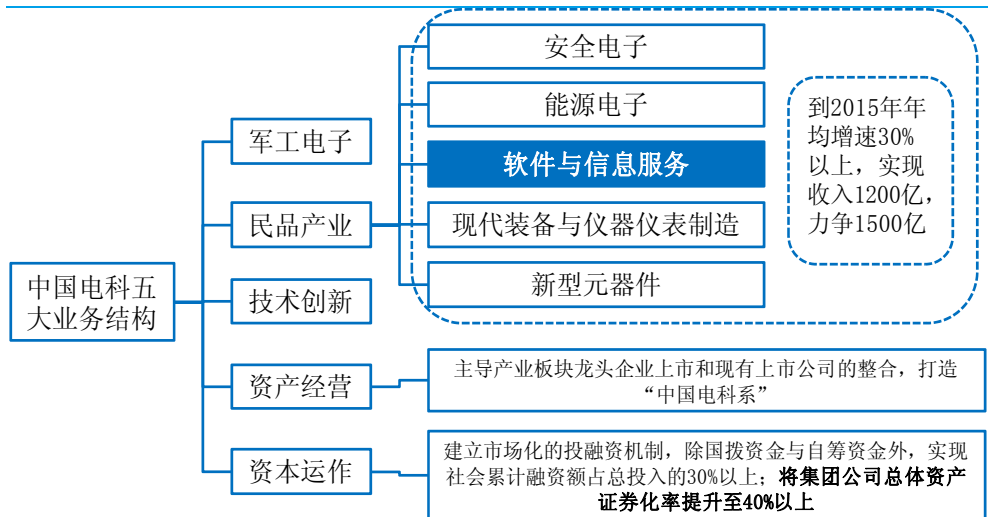
图表36: 太极是中国电科集团在高端软件与服务百亿战略目标的承接者



来源: 公司资料整理、国金证券研究所

- 中电科的民品千亿计划。进入“十二五”，中国电科迈向发展快车道，开始描绘第二个十年的宏伟蓝图。新领导提出，通过打造高科技企业军工电子、民品产业、技术创新、资产经营、资本运作等五大业务架构，力争2020年主营业务收入达到3100亿元。2022年，中国电科成立20周年的时候，规模将接近4000亿元。其中民品产业，重点发展安全电子、能源电子、软件与信息服务、现代装备与仪器仪表制造、新型元器件等五大产业。目标到2015年实现民品年均增速在30%以上，实现销售收入1200亿元，力争1500亿元，实现10%以上的利润收入。

图表37: 中国电科的五大业务结构及民品产业千亿计划



来源: 公司资料整理、国金证券研究所

- 公司对于十五所的重要性前文已经详细论述，作为十五所唯一对接资本市场的运作平台、收入规模占所内半壁江山的十五所百亿规模主要承载者，公司未来必将在十五所发挥更加重要的作用。

中国电科让渡人大金仓股权是支持太极发展的开端

- 2011 年初公司公告增资收购人大金仓 30% 股权，实现产业链进一步整合。值得关注的是，此前人大金仓由中国电科直属控股子公司普华软件控股 50.99%，公司等增资后人大金仓股权结构变更为普华软件持股 37.07%，公司持股 30.34%，而人大金仓作为国内中国自主研发数据库产品和数据管理解决方案的领导企业，是国家“核高基”等高科技扶持计划的直接受益单位，并且 11 年已经收到一次过亿的财政支持。
- 这就意味着公司此次能够增资入股人大金仓是中国电科对公司的一次资源让渡，体现了未来千亿收入发展战略中对公司作为软件与服务板块龙头的重要支持，并且股权模式保留了未来公司进一步控股的空间与机会，是将公司作为软件业务平台的载体进行资产整合的开始。

太极股份可以成为更重要的平台

- 通过上述分析可以发现，无论是中国电科还是十五所，公司对其而言是一个重要的业务承接平台、对接资本平台和软件业务进一步发展的基础平台，公司可以成为集团和十五所在未来发展过程中的主要发展动力和业务扩展平台。
- 首先，目前十五所拥有丰富的核心技术和产品，主要分布在加固型产品、网络通讯、软件系统工程、板卡、软件服务等领域，在安防监控、地理信息、网络系统管理、信息安全与射频识别应用领域有多种相关产品，相关领域产业化空间巨大。

图表38: 太极大股东十五所拥有丰富的技术产品资源

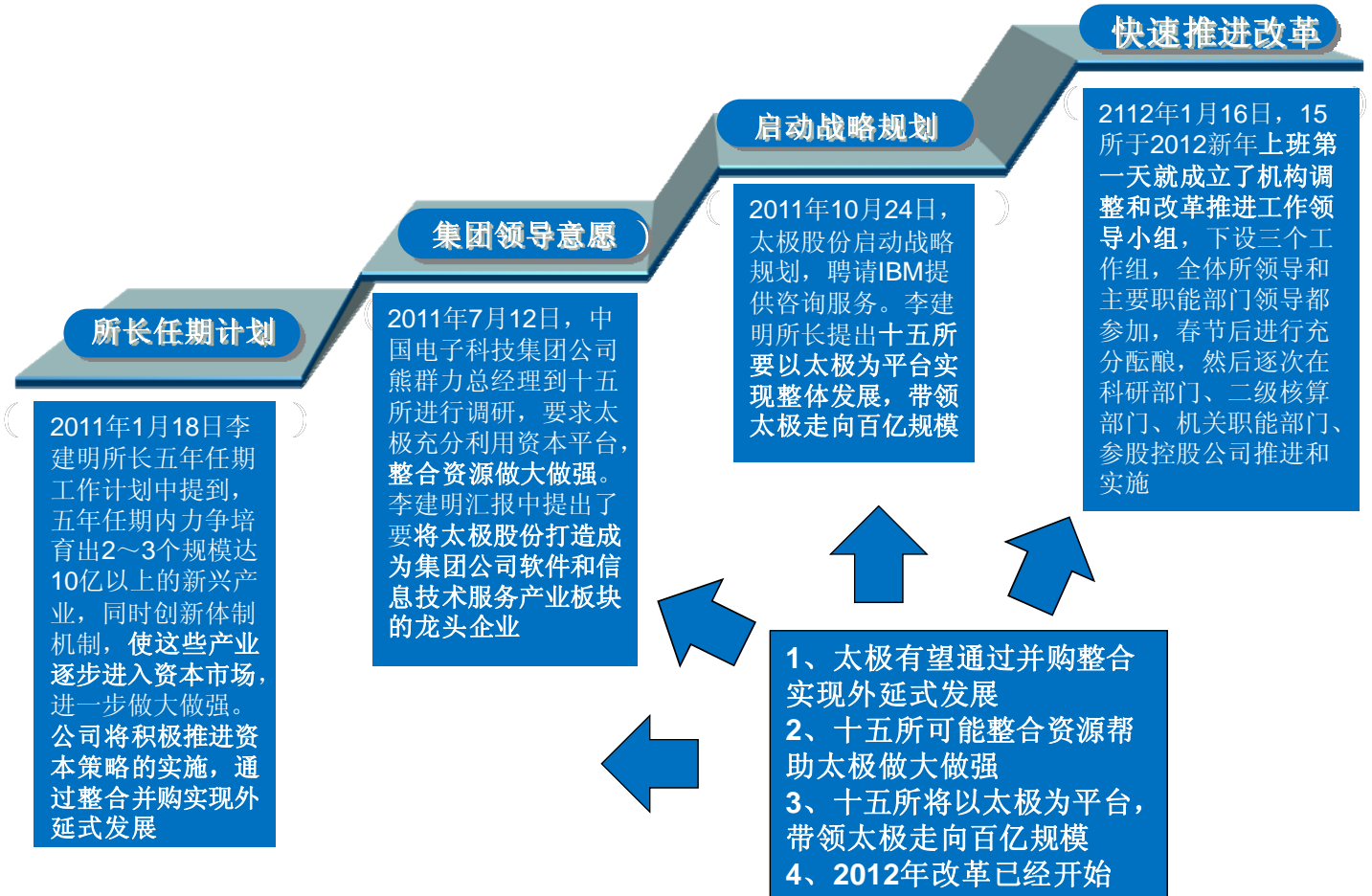
加固型产品类	网络通讯产品类	软件、系统工程类	板卡产品类
车载式综合工作台	10/100M以太网光纤收发器 TJ-FETR-10/100	SysMC系统管理软件	155M ATM网络接口板 TJ-ANIC-155B
NAV3000加固型卫星导航定位仪	智能千兆加固型以太网交换机 TJ-ES2412J	载人航天地面测控计算机系统	2/4路智能同异步串行接口板
便携式加固笔记本电脑	NV-2000系列网络视频矩阵	分散式计算机控制系统TJDSCS4000	大容量固态存储器
直升机测重仪	NV-Manager视频管理软件	高可用集群计算机系统(HAC)	以太网接口板 TJ-ENIC-10/100Mb
安全计算机系统	4路E1到以太网数据转换器	地理信息系统GIS	磁盘数据加密钥匙

来源：公司网站、国金证券研究所

- 中国电科内部资源更加丰富，有能力将公司打造成整个中国电科的软件业务平台，承载整个集团的优质软化资源。心有多大，舞台就有多大，按照中国电科新领导班子上任后多次到十五所和公司听取汇报，我们认为集团领导愿意对公司进行大力扶持，未来有进一步将公司打造集团软件第一平台的可能。
- 并且华东电脑资产注入是一个很好的例子。3月13日，华东电脑公告发行股份购买资产获得证监会并购重组委员会审核通过，而从市场上看，从去年10月份起，华东电脑的走势上市多年来终于实现了跑赢大盘。华东电脑是购买了控股股东三十二所控股的优质资产华讯网络，这样一来实现了三十二所向旗下上市平台优质资产的注入，同时华讯网络的管理层得到了很好的股权退出方式。华东电脑的案例说明中国电科集团领导熟悉并且愿意扶持旗下上市公司发展。
- 我们通过认真研读了一年多来十五所和公司网站刊物新闻中集团领导的讲话、十五所领导的动作，认为集团领导和十五所领导都认识到了公司在集团和十五所未来发展过程中能够发挥的重要作用，并且通过聘请 IBM 对公司和十五所的整体发展战略进行规划，相信随着整体规划战略的出台和公司

司自身转型的进一步深入，未来公司必将在集团和十五所内占据更加重要的位置，作为集团和十五所的发展战略重要组成部分进一步做大做强。

图表39：根据太极和十五所的网站刊物公开分析，太极有望进一步做大做强



来源：公司资料、国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 分拆公司三部分业务，我们认为随着国家信息化建设过程中电子政务建设及重点行业信息化建设的进一步深入，公司行业解决方案与服务业务将维持较高的增长速度；IT 咨询服务作为公司转型的发展方向，11 年已经实现了远超其他两项业务的增长速度，并且我们预计未来几年 IT 咨询服务将达到更高的增长速度；IT 产品增值服务则将维持稳定增长，具体收入预测如下：
 - 我们预计未来三年公司行业解决方案与服务业务毛利率将维持稳定，预计为 20%左右。正如上文所分析，公司作为十五所乃至集团承接北京地区打开全国市场的重要业务平台，未来几年将持续受益于集团民品千亿计划和十五所百亿收入计划，所以行业解决方案和服务业务收入有很大的保证，预计未来三年收入复合增速 25%左右。
 - IT 咨询服务是公司转型的方向，11 年作为为转型打基础的时间段公司实现了三大业务中 IT 咨询服务增速遥遥领先，达到 28.71%，另两项业务增长率则为 17.83%和 11.47%。我们认为未来几年公司将凭借自身技术、产品及资源优势继续实现高速增长，因此预测 12 年公司 IT 咨询服务业务的复合增速将高达 35%以上，并且毛利率仍有小幅上升空间。
 - 我们预计公司 IT 产品增值服务未来三年将保持 15%以上的复合增长率，毛利率也将继续保持稳定。

图表40: 销售预测

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
行业解决方案与服务					
销售收入 (百万元)	1,238.76	1,459.60	1,839.09	2,298.87	2,850.60
增长率 (YOY)	59.55%	17.83%	26.00%	25.00%	24.00%
毛利率	17.93%	18.90%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	1,016.65	1,183.73	1,471.28	1,839.09	2,280.48
增长率 (YOY)	-33.85%	16.43%	24.29%	25.00%	24.00%
毛利 (百万元)	222.11	275.86	367.82	459.77	570.12
增长率 (YOY)	-129.20%	24.20%	33.33%	25.00%	24.00%
占总销售额比重	63.13%	63.90%	64.71%	65.87%	66.74%
占主营业务利润比重	71.50%	69.03%	69.60%	68.79%	67.72%
IT咨询服务					
销售收入 (百万元)	104.91	135.03	189.04	255.21	344.53
增长率 (YOY)	204.08%	28.71%	40.00%	35.00%	35.00%
毛利率	56.78%	56.10%	57.00%	57.00%	57.00%
销售成本 (百万元)	45.34	59.28	81.29	109.74	148.15
增长率 (YOY)	-51.19%	30.73%	37.13%	35.00%	35.00%
毛利 (百万元)	59.57	75.75	107.75	145.47	196.38
增长率 (YOY)	-202.00%	27.17%	42.25%	35.00%	35.00%
占总销售额比重	5.35%	5.91%	6.65%	7.31%	8.07%
占主营业务利润比重	19.18%	18.96%	20.39%	21.76%	23.33%
IT产品增值服务					
销售收入 (百万元)	618.70	689.68	813.82	935.89	1,076.27
增长率 (YOY)	60.26%	11.47%	18.00%	15.00%	15.00%
毛利率	4.68%	6.96%	6.50%	6.75%	7.00%
销售成本 (百万元)	589.75	641.67	760.92	872.72	1,000.93
增长率 (YOY)	-21.66%	8.81%	18.58%	14.69%	14.69%
毛利 (百万元)	28.96	48.00	52.90	63.17	75.34
增长率 (YOY)	-107.90%	65.78%	10.20%	19.42%	19.26%
占总销售额比重	31.53%	30.19%	28.64%	26.82%	25.20%
占主营业务利润比重	9.32%	12.01%	10.01%	9.45%	8.95%
销售总收入 (百万元)	1962.38	2284.30	2841.95	3489.97	4271.40
销售总成本 (百万元)	1651.74	1884.69	2313.48	2821.55	3429.56
毛利 (百万元)	310.63	399.62	528.47	668.41	841.84
平均毛利率	15.83%	17.49%	18.60%	19.15%	19.71%

来源: 公司资料、国金证券研究所

估值

- 我们认为判断公司的投资价值, 首先要认识到公司在电子政务行业的领导地位是公司未来业绩的有效保证; 其次, 转型意味公司将向产业链上下游延伸, 进入产业链高毛利的优质领域, 实现公司盈利能力的有效提升; 最后, 集团民品千亿平台和十五所百亿计划都是公司实现快速发展的良好契机, 作为集团内和十五所优质的软件业务平台和资本平台, 公司有望快速实现百亿规模目标。
- 综上所述, 我们预测公司 12 年-13 年主业 EPS 分别为 0.82 元、1.19 元, 给予未来 6-12 个月 26 元目标价位, 相当于 31x12PE 和 21x13PE, 维持“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,680	1,962	2,284	2,842	3,490	4,271
增长率		16.8%	16.4%	24.4%	22.8%	22.4%
主营业务成本	-1,419	-1,652	-1,885	-2,313	-2,822	-3,430
% 销售收入	84.4%	84.2%	82.5%	81.4%	80.8%	80.3%
毛利	262	311	400	528	668	842
% 销售收入	15.6%	15.8%	17.5%	18.6%	19.2%	19.7%
营业税金及附加	-24	-30	-35	-44	-54	-66
% 销售收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%
营业费用	-46	-46	-54	-77	-87	-95
% 销售收入	2.8%	2.3%	2.3%	2.7%	2.5%	2.2%
管理费用	-109	-138	-186	-237	-279	-331
% 销售收入	6.5%	7.0%	8.1%	8.4%	8.0%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	81	96	125	170	248	350
% 销售收入	4.8%	4.9%	5.5%	6.0%	7.1%	8.2%
财务费用	-1	11	19	14	17	21
% 销售收入	0.0%	-0.6%	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-8	-13	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	4	4	4	6
% 税前利润	n.a	1.7%	2.7%	1.9%	1.5%	1.5%
营业利润	72	96	130	188	269	377
营业利润率	4.3%	4.9%	5.7%	6.6%	7.7%	8.8%
营业外收支	1	1	0	0	0	0
税前利润	73	97	130	188	269	377
利润率	4.4%	4.9%	5.7%	6.6%	7.7%	8.8%
所得税	-11	-10	-18	-26	-35	-49
所得税率	15.6%	10.9%	14.1%	14.0%	13.0%	13.0%
净利润	62	86	112	162	234	328
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0
归属于母公司的净:	62	87	112	162	234	328
净利率	3.7%	4.4%	4.9%	5.7%	6.7%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	62	86	112	162	234	328
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	13	18	22	4	4	4
非经营收益	2	5	-9	-4	-4	-6
营运资金变动	65	-29	-231	38	9	11
经营活动现金净流	142	80	-106	201	243	337
资本开支	-6	-4	-8	0	0	0
投资	0	0	-42	0	0	0
其他	0	0	-2	4	4	6
投资活动现金净流	-6	-4	-52	4	4	6
股权募资	0	671	0	-34	34	0
债权募资	0	0	0	-7	0	0
其他	-1	0	-57	0	0	0
筹资活动现金净流	-1	671	-57	-41	34	0
现金净流量	136	747	-215	164	281	343

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	442	1,188	968	1,131	1,413	1,756
应收款项	422	613	781	876	1,076	1,317
存货	15	20	40	36	44	54
其他流动资产	26	53	83	91	111	135
流动资产	905	1,874	1,872	2,135	2,644	3,261
% 总资产	95.2%	97.4%	95.0%	95.7%	96.6%	97.4%
长期投资	13	14	58	58	58	58
固定资产	15	17	19	15	11	7
% 总资产	1.6%	0.9%	0.9%	0.7%	0.4%	0.2%
无形资产	13	12	11	11	11	11
非流动资产	46	49	99	96	92	88
% 总资产	4.8%	2.6%	5.0%	4.3%	3.4%	2.6%
资产总计	951	1,923	1,971	2,230	2,735	3,349
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	658	871	874	985	1,207	1,474
其他流动负债	42	40	39	65	80	98
流动负债	700	911	913	1,050	1,287	1,572
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	14	7	0	0	0
负债	714	924	919	1,050	1,287	1,572
普通股股东权益	234	998	1,050	1,179	1,447	1,775
少数股东权益	2	1	2	1	1	1
负债股东权益合计	950	1,923	1,971	2,230	2,735	3,349

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.833	0.882	0.567	0.820	1.187	1.661
每股净资产	3.176	10.098	5.316	5.965	7.324	8.985
每股经营现金净流	1.926	0.810	-0.539	1.015	1.231	1.707
每股股利	0.000	0.000	0.600	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	26.24%	8.74%	10.67%	13.75%	16.20%	18.49%
总资产收益率	6.47%	4.53%	5.69%	7.27%	8.57%	9.80%
投入资本收益率	29.10%	8.60%	10.22%	12.42%	14.89%	17.15%
增长率						
主营业务收入增长率	26.01%	16.79%	16.41%	24.41%	22.80%	22.39%
EBIT 增长率	57.58%	18.32%	29.92%	36.08%	45.48%	41.28%
净利润增长率	21.82%	41.70%	28.66%	44.57%	44.64%	40.01%
总资产增长率	30.39%	102.39%	2.51%	13.14%	22.65%	22.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	66.3	79.8	97.0	97.0	97.0	97.0
存货周转天数	4.0	3.9	5.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转天数	41.5	44.1	44.2	36.0	36.0	36.0
固定资产周转天数	3.2	3.0	3.0	1.9	1.1	0.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-186.9%	-118.98%	-92.0%	-95.9%	-97.6%	-98.9%
EBIT 利息保障倍数	116.2	-8.5	-6.7	-12.0	-14.4	-16.4
资产负债率	75.13%	48.07%	46.63%	47.10%	47.06%	46.96%

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	0	0	1	1
买入	0	2	4	5	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.92	1.89

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-25	买入	23.20	60.00 ~ 60.00
2 2011-07-04	买入	20.77	30.00 ~ 30.00
3 2011-08-15	买入	23.60	30.00 ~ 30.00
4 2011-08-23	买入	24.79	30.00 ~ 30.00
5 2011-10-25	买入	21.00	25.00 ~ 25.00
6 2012-02-28	买入	18.25	25.00 ~ 25.00
7 2012-03-21	买入	19.47	25.00 ~ 25.00
8 2012-04-26	买入	19.00	25.00 ~ 25.00

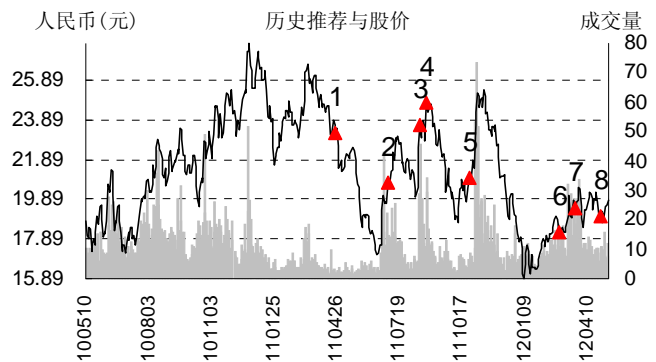
来源：国金证券研究所

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B