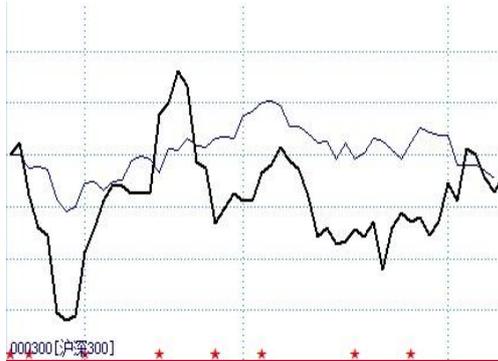


## 同有科技(300302)研究报告

买入(维持)

## 同有科技：分享数据存储业务爆发的盛宴

## 一年内公司与沪深300走势对比



## 投资要点：

公司经过十余年的发展现已成为市占率最高的国产品牌。公司的业务包括数据存储、数据保护、容灾等技术的研究、开发和应用。

非结构化数据的高速发展，行业的结构、政策的导向以及技术的进步让公司在占领低端市场的同时有了同外资厂商竞争抢占中端市场的可能。而在政策壁垒较高的高增长子行业发力是公司羽翼未丰之际的明智之举。

公司财务增长较为稳健。公司过去四年的收入保持较快的增长，主营业务复合增速为28%。公司毛利率呈现稳步提升态势。公司毛利率从2008年的25%提升到2011年36%左右。公司整体期间费用率保持总体稳中有降。

## 盈利预测及投资建议：

我们预计公司12、13、14年摊薄EPS为1.02元、1.43元、1.83元，年复合增长率为34%。参照现股价，对应2012年市盈率为26倍，我们公司现股价有较高安全边际。我们给予买入评级。

## 风险提示：

**竞争加剧风险：**虽然公司在国内厂商中处于领先地位，并且市场上同时具备一定技术实力和较强的营销团队的公司很少，但是如果出现其他企业在该领域持续投入，不排除公司份额受到挤占的可能。

**核心技术流失风险：**公司处在高速发展的数据存储行业，技术水平是客户选择产品的重要因素。由于公司面对如EMC，华赛，NETAPP，IBM，HP等公司的竞争，若核心技术人员流失则面临竞争风险

**创业板风险：**创业板扩容将让板块个股风险加剧。

## 业绩预测与估值指标

指标	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	236.59	303.15	390.17	509.63
主营收入增长率		28.13%	28.71%	30.62%
净利润(百万)	41.52	61.07	85.77	110.09
净利润增长率		47.77%	40.45%	28.36%
ROE	25.21%	11.39%	13.79%	15.04%
EPS(元)	0.92	1.02	1.43	1.83
P/E		25.5	18.2	14.2
P/B		2.9	2.5	2.1

## 主要数据

2012.06.12

一年内最高/最低复权价(元)	29.50/22.56
上证指数/深证成指	2361/10104
总股本/流通A股(百万)	60/12
每股净资产(元)	7.43
资产负债率%	8.96

## 分析师

郭敏

执业证书编号：S1110511060003

电话：(8621) 50155262

邮件：[guomin@tfzg.com](mailto:guomin@tfzg.com)

## 联系人

杨怡

执业证书编号：S1110111100013

电话：(8621) 50155650

邮件：[yangyi@tfzg.com](mailto:yangyi@tfzg.com)

地址：中国湖北省武汉市东湖新技术开发区

关东园路2号高科大厦四楼

电话：027-87618889

天风证券股份有限公司

请阅读最后一页信息披露和重要声明

## 目录

1	投资聚焦 .....	1
2	公司概况 .....	2
	国产数据存储龙头 .....	2
3	行业随着数据爆炸而成长.....	3
	非结构化数据增长显著快于结构化数据增长.....	4
	数据存储缺口进一步扩大.....	4
	非结构化数据价值受到企业重视.....	4
	非结构化数据的增长驱动中、低端存储市场放量.....	5
4	公司具备抢占中端市场的能力.....	6
	切入政策壁垒较高的市场是明智之举.....	8
	高政策壁垒行业大多重叠于高增长行业.....	8
5	财务分析 .....	9
	收入季节性 .....	10
	公司毛利率将保持稳定.....	11
	期间费用情况 .....	13
6	募投项目 .....	13
7	估值情况 .....	13
8	财务模型 .....	14
9	风险因素： .....	15
	竞争加剧风险 .....	15
	核心技术流失风险 .....	15
	创业板风险 .....	15
10	信息披露 .....	16
11	重要声明 .....	16
12	天风证券评级说明： .....	16

## 图目录

图 1	同有科技成长主线.....	1
图 2	存储技术的发展 .....	3
图 3	非结构化数据在过去几年开始快速爆发.....	4
图 4	行业增长分化 .....	5
图 5	在研项目情况 .....	7
图 6	软件外购占比总成本比例.....	7
图 7	毛利超越存储设备商 .....	7
图 8	公司的切入路径 .....	8
图 9	公司重点进入的下游行业增速高于平均增速.....	8
图 10	公司主要业务情况.....	9
图 11	公司主要业务情况.....	10
图 12	下半年收入占比较高.....	11
图 13	毛利率稳步提升 .....	11
图 14	公司同行业龙头均出现毛利上升的情况.....	11
图 15	公司各产品毛利率均出现一定提升.....	12
图 16	毛利较高的容灾产品大幅上升.....	12
图 17	期间费用率保持平稳.....	13

## 表目录

表 1 十大股东名单.....	2
表 2 公司三大业务介绍 .....	2
表 3 标志性项目 .....	3
表 4 企业级存储的应用 .....	3
表 5 非结构化数据各行业中占比越来越高.....	5
表 6 同有产品线 .....	6
表 7 NETAPP 近年来并购情况.....	6
表 8 政策对容灾业务大力支持.....	10
表 9 募投项目 .....	13

## 1 投资聚焦

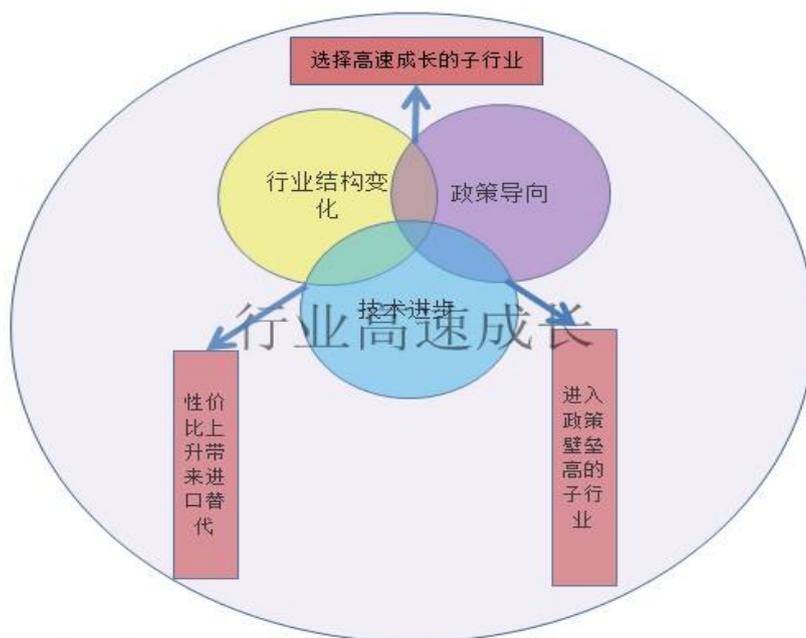
我们从三条主线来思考同有科技未来的成长轨迹。

首先，随着数据量的爆炸，整个数据存储业务进入高速增长。从行业结构看，由于非结构化数据的大幅度增长让整个行业得以重塑。而非结构化数据存储的门槛相对下降，以及行业领军外资企业在非结构化数据领域的优势相对不明显的特点为国产品牌提供了切入的良机。同有科技作为国内领先的存储企业在技术上逐渐满足中高端客户要求的情况下由于拥有更高的性价比，从而在中高端行业实现进口替代。

其次，在非结构化数据大幅增长的情况下，处于中端的政府、军工、广电等下游行业由于其行业的敏感性，倾向于性能稳定并且“信得过”的国产品牌。同有科技逐渐成熟的技术实力让公司在相关行业能够站稳脚跟。

最后，公司重点切入的行业，如军工、政府、广电、能源等领域均处于快速爆发的阶段。而相关领域大多同政策门槛内的企业所重合，从而为同有这样的国产品牌提供了发展的机会。

图1 同有科技成长主线



来源：公司网站，天风证券研究所整理

从财务情况看，公司财务增长较为稳健。公司过去四年的收入保持较快的增长，主营业务复合增速为 28%。公司毛利率呈现稳步提升的态势。公司毛利率从 2008 年的 25% 提升到 2011 年 36% 左右。公司整体期间费用率保持总体稳中有降。

我们预计公司 12、13、14 年摊薄 EPS 为 1.02 元、1.43 元、1.83 元，年复合增长率为 34%。参照现股价，对应 2012 年市盈率为 26 倍，我们公司现股价有较高安全边际。

### 风险提示：

**竞争加剧风险：**虽然公司在国内厂商中处于领先地位，并且市场上同时具备一定技术实力和较强的营销团队的公司很少，但是如果出现其他企业在该领域持续投入，不排除公司份额受到挤

占的可能。

**核心技术流失风险：**公司处在高速发展的数据存储行业，技术水平是客户选择产品的重要因素。由于公司面对如 EMC，华赛，NETAPP，IBM，HP 等公司的竞争，若核心技术人员流失则面临竞争风险

**创业板风险：**创业板扩容将让板块个股风险加剧。

## 2 公司概况

### 国产数据存储龙头

公司实际控制人为周泽湘、杨永松和佟易虹。三大实际控制人均毕业于北京理工大学。三人分别持有公司 18.63%的股权。周泽湘为公司董事长兼总经理。

表1 十大股东名单

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
杨永松	11,176,293	18.63
佟易虹	11,176,293	18.63
周泽湘	11,176,293	18.63
天津东方富海股权投资基金合伙企业(有限合伙)	4,315,084	7.19
常州金陵华软创业投资合伙企业(有限合伙)	1,849,153	3.08
沈晶	1,297,238	2.16
肖建国	1,155,721	1.93
招商基金公司-招商-瑞泰灵活配置5号资产管理计划	1,000,000	1.67
中国工商银行股份有限公司企业年金计划-中国建设银行	1,000,000	1.67
中国农业银行-招商信用添利债券型证券投资基金	1,000,000	1.67

来源：招股说明书，天风证券研究所

公司成立于 1998 年，经过十余年的发展现已发展成为市占率最高的国产品牌。公司的业务包括数据存储、数据保护、容灾等技术的研究、开发和应用。

表2 公司三大业务介绍

	主要用途	特点
数据存储	在不同的应用环境下，将数据以合理、安全、有效的方式保存到存储介质上。	高性能、高可靠性以及高拓展能力等方面的需求
数据保护	防止数据的丢失和损坏，在数据丢失或损坏的时候能够及时完整地恢复。	完整性、真实性和可用性
容灾	容灾指把本地关键应用数据或者关键应用系统在异地建立可用的复制，在本地发生灾难的时候，可以迅速切换到异地系统上，实现业务的连续性。	迅速切换到异地系统上，实现业务的连续性。

来源：天风证券研究所整理

公司下游客户覆盖广泛。成功实施或参与国家级或省部级重点信息化工程项目，积累了大量

客户资源，在国内具备一定的市场占有率，为国产品牌第一名。现阶段公司主要下游客户为政府和军工领域，两者占公司总收入的 60%左右。

表3 标志性项目

数据存储	上海世博会图像监控视频存储项目
数据保护	中共中央对外联络部数据保护系统项目
容灾	广州亚运会赛事管理支撑系统存储项目

来源：公司网站，天风证券研究所整理

### 3 行业随着数据爆炸而成长

存储行业是近年来伴随着网络化、数字化和虚拟化等信息技术快速发展的朝阳行业。公司所处的企业存储行业有别于普通的存储介质制造和移动存储等行业，企业存储行业主要通过向企业用户提供存储、保护和容灾的产品、解决方案以及服务，帮助企业构建以及优化存储系统，从而满足用户的需求。

表4 企业级存储的应用

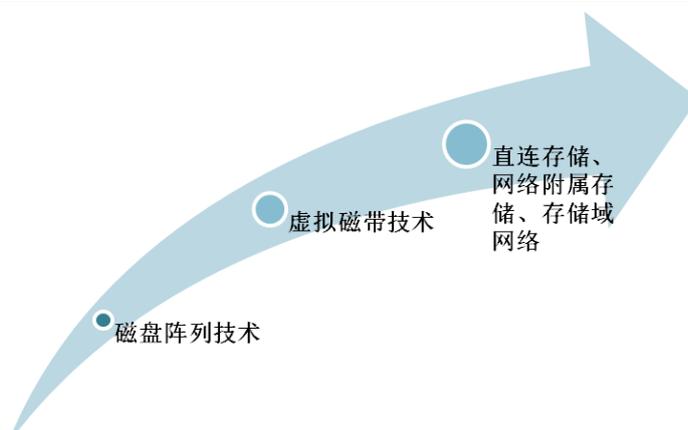
企业级存储	
容量	超大存储容量
性能	高转速、大缓存、更短寻道时间
可靠性	更高的平均无故障时间
应用	7/24 不间断工作、高数据价值、需要针对性的技术方案、硬件稳定性

来源：天风证券研究所整理

过去几十年时间处理器遵循摩尔定律飞速发展，而相应的存储设备的发展速度落后于处理器的发展速度让存储设备成为 IT 业发展的瓶颈。从 80 年代出现磁盘阵列技术以来，存储数据的访问效率、可靠性、存储容量等方面成为技术攻坚的焦点。

存储系统由于其重要性越来越高也逐渐独立于服务器而存在。随着存储数据量的爆炸式增长，数据价值的不断上升和存储设备耗能技术的发展，统一存储、云存储、安全存储、容灾、绿色存储等技术也不断涌现。

图2 存储技术的发展

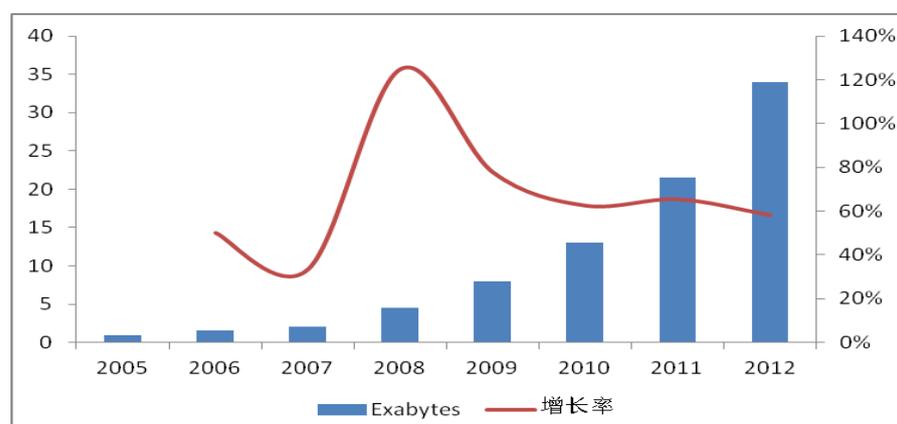


来源：天风证券研究所

## 非结构化数据增长显著快于结构化数据增长

根据 IDC 监测，全球数据量大约每两年翻一番，这意味着每两年产生的数据量相当于之前产生的全部数据量的总和，预计到 2020 年，全球将总共拥有 35ZB 的数据量，相较于 2010 年，数据量将增长近 30 倍。而在这样量级的数据增长中，非结构化数据的增长又是最快的。从过去五年的数据看，非结构化数据年均增长在 100%。

图3 非结构化数据在过去几年开始快速爆发



来源：天风证券研究所，IDC

根据 Gartner 的预测，到 2020 年，全球非结构化数据将增长 44 倍。而在所有新增数据中，非结构化数据将占到数据总量的 80%。

## 数据存储缺口进一步扩大

从需求端看，数据存储缺口处于拉大的趋势。我国从 2006 年到 2010 年，数据年均增长幅度达到 59%，存储能力增长约为 40%。从 2007 年起，我国开始出现信息存储缺口，到 2010 年，存储能力和信息总量的缺口达到 248 亿 GB。

## 非结构化数据价值受到企业重视

随着基础技术的不断发展，而电子商务、移动应用、社交网络等日益活跃，大量的影像资料、

办公文档、扫描文件、Web 页面、电子邮件、微博、即时通信以及音视频等非结构化数据迎面而来。如今，企业中产生的 80% 的存储数据皆为不能用数据库二维逻辑来表达的非结构化数据。

而随着数据分析和数据挖掘技术的完善以及信息日益重要，原先认为无用的信息越来越显出其价值，企业开始越来越重视非结构化数据的存储。

表5 非结构化数据各行业中的应用

行业	结构化（例）	非结构化（例）
医疗	电子病历	心电图、波形图、CT 片
保险	用户信息	原始凭证、保单、呼叫中心音频
公共安全	公安信息	安防监控、交通流量动态
媒体	用户信息	视频、图片、微博

来源：天风证券研究所

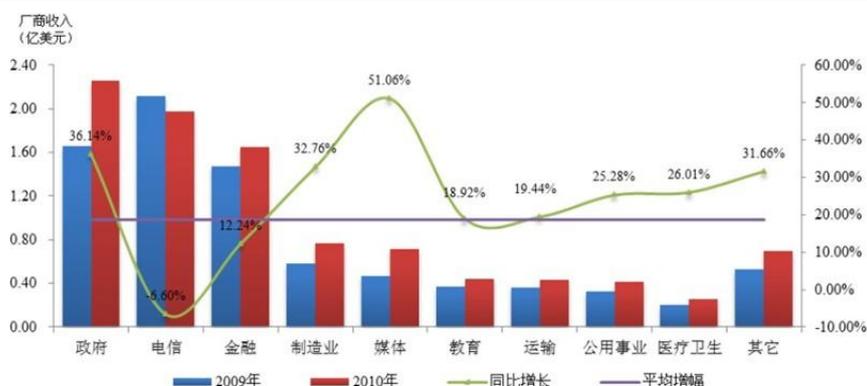
## 非结构化数据的增长驱动中、低端存储市场放量

虽然现阶段国际厂商占据了如金融、电信等信息化程度较高的行业中的绝大部分市场，但是高端存储市场近年由于增速放缓其占比呈现萎缩态势，2010 年国内存储市场高端产品占比约为 20%，较 2009 年的 26% 大幅下降。而中低端产品则受益于非结构化数据的高速爆发。无论是安防监控、电子商务、在线视频、音乐分享、社交网络等领域都呈现比传统数据库、表格、办公文档更加海量的数据信息。

分行业看近年来政府、制造、媒体、公用事业、医疗等行业都保持高于行业平均的水平增长。而传统的高端需求如金融、电信等行业增长速度皆慢于行业平均增长。

由于非结构化数据的处理方式同结构化数据存储方式并不相同。对于非结构化数据，下游行业更加关注于稳定性和存储速度。而由于关注点的不同，存储门槛也有所下降。相比国内厂商，专注于数据库的国外厂商领先优势并不大。另外，由于性价比的差异、外资厂商对产品二次开发的不足、服务本土化不够等因素，外资厂商在低端产品上处于劣势，在中端产品上互有优劣。

图4 行业增长分化



来源：天风证券研究所，招股说明书

## 4 公司具备抢占中端市场的能力

同有科技的主营包括数据存储、数据保护、数据容灾三大业务。不同于存储介质生产行业，公司主要为用户提供保存、保护和管理数据方面的服务从而达到数据的安全存储、高可用和业务连续性。

作为信息产业行业中的尖端行业，数据存储行业中大容量、高性能、高可靠性、高扩展性、高可连接性都是客户关注的重点。而为了达到客户的要求，硬件间的匹配和强大的数据管理软件都是存储行业的重要技术门槛。而公司对于产品线的大类覆盖已经具备雏形。而在中端和低端产品相对更为丰富。

表6 同有产品线

	存储	备份	数据安全系统	存储管理软件
高端	iSum800 系列	VTL600		
中端	iSum700 600 500 系列	VTL150G3	NRS2000	HA
低端	iSum400 300 系列	VTL100G3	NRS1000	

来源：天风证券研究所

但是从产品对比上看，公司在高端领域同世界顶尖巨头仍然有较大差距。无论在对硬件的整合能力、对数据的管理能力、对行业的深入理解等方面，公司都有劣势。其中在存储技术和数据管理技术等软件水平上有着更加明显的差距。

纵观国际巨头无不在这些领域投入巨资而获取领先地位。我们可以看到如 NETAPP 这样的存储行业巨头，十余年为了获取领先优势在存储管理软件和存储技术更新上进行大规模并购投资。

表7 NETAPP 近年来并购情况

1997	IMC	获取网页代理高速缓存软件技术
2004	Spinaker Networks	其技术融合入公司 Data ONTAP GX 产品
2005	Alacritus	获取虚拟磁盘技术
2005	Decru	存储安全系统和核心管理系统
2006	Topio	基于任意存储距离、服务器和存储架构的复制、恢复和保护技术
2008	Onaro	获取存储服务管理软件技术
2010	Bycast	基于 StorageGrid 的存储技术
2011	Akorri	跨域名分析技术
2011	ESG	外部存储技术

来源：天风证券研究所

从公司的策略和已经产生的变化看，公司有加强技术实力同外资厂商共同分享中端市场的能力。

首先，从公司的在研项目看，公司有针对性的对如重复数据删除技术、非结构化数据存储等市场需求较旺的产品进行研发。

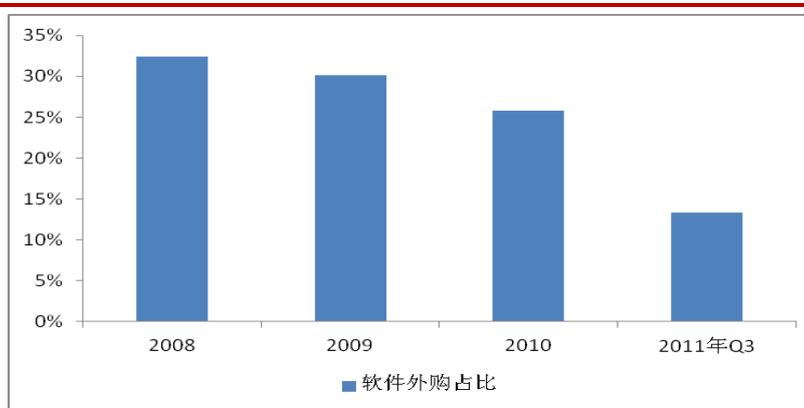
图5 在研项目情况

项目	领域
基于 S-RAID 的非结构化数据存储平台	数据存储、数据保护、容灾
基于通用硬件平台的 IP 存储操作系统	数据存储、数据保护、容灾
高性能多平台容灾系统	容灾
海量数据存储环境的自动分级存储技术	数据存储、数据保护、容灾
嵌入式重复数据删除技术	数据存储、数据保护、容灾

来源：招股说明书, 天风证券研究所

其次，从公司成本构成看，软件外购占比也处于逐年走低的态势。说明随着公司自主研发实力的加强，自有软件对部分外购软件进行大幅度的替代。

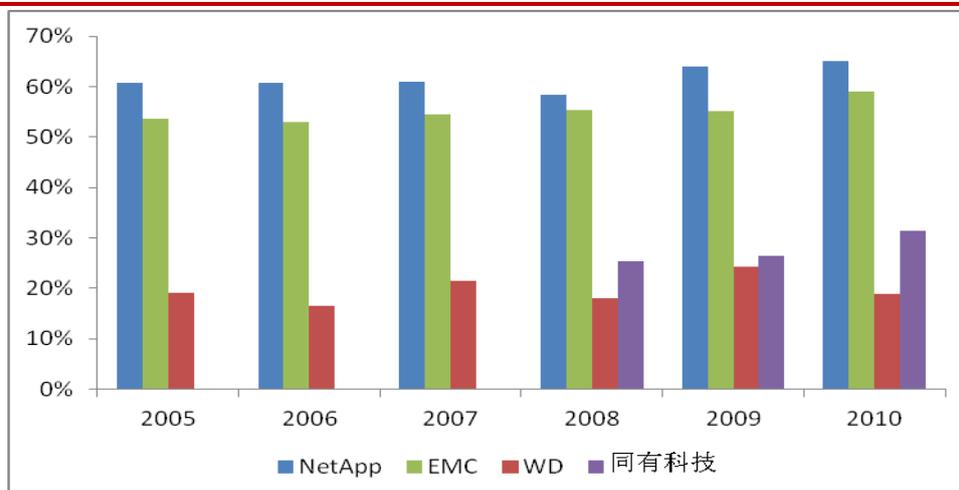
图6 软件外购占比总成本比例



来源：天风证券研究所整理

最后，从毛利率看，当我们将同有的毛利率同存储设备制造商西部数据以及存储行业解决方案提供商网络存储技术公司、EMC 毛利对比，我们发现，不仅仅业务模式同传统的设备制造商不尽相同，同有科技的毛利情况正在发生可喜的变化。整体产品毛利率的提升和高毛利的容灾产品的比例提升都一定程度说明了公司的产品的竞争力的提升。

图7 毛利超越存储设备商



来源：SEC, 天风证券研究所

因此，我们认为公司在不断加强自主研发能力和产品的竞争力，而这样的努力方向在过去几年是收到了不错的成效。

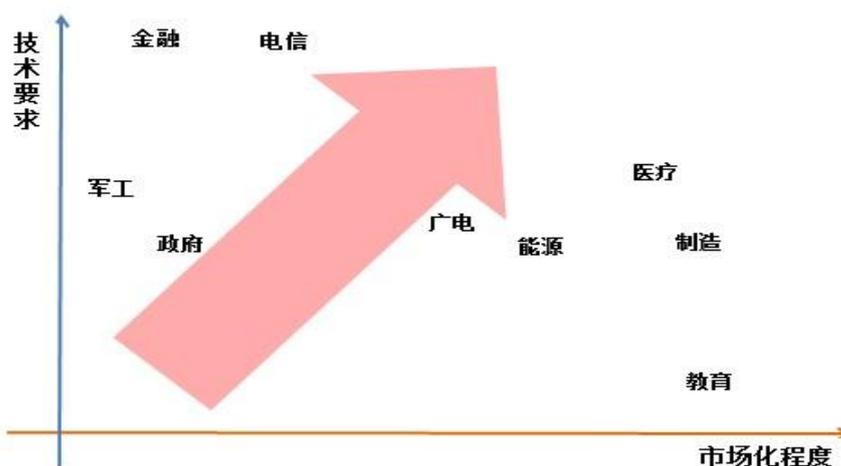
## 切入政策壁垒较高的市场是明智之举

在非结构化数据大幅增长的情况下，处于中端的政府、军工、广电等领域由于其相对封闭性，倾向于更多性能稳定并“信得过”的国产品牌。

从公司的下游客户看，公司现阶段将重点客户定在对国产存储系统需求最强的政府和军工领域，另外公司准备重点开发的能源、广电等领域也由于其较高的敏感性更容易得到政策倾斜。例如，广电除了传统市场外，三网融合的兴起也是未来公司的重点拓展领域。由于内容监管的敏感性，国产品牌将会是监管部门的优先考虑的存储设备供应商。

我们认为重点定位在这样的细分市场在政策壁垒的保护下公司面临的市场竞争度也相对较低，有利于公司更快成长。

图8 公司的切入路径

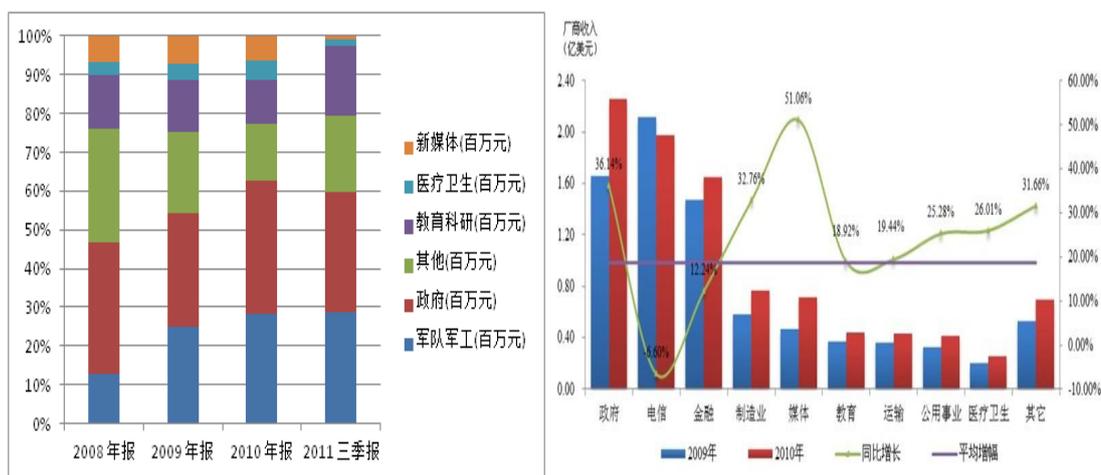


来源：天风证券研究所

## 高政策壁垒行业大多重叠于高增长行业

从公司现下游行业看，军工、政府等行业占比达到 60%。由于政府和军工领域的信息化建设晚于金融、电信这样较为成熟的行业，我们认为这两块业务在未来两年仍然将保持高于全行业平均速度的高速增长。

图9 公司重点进入的下游行业增速高于平均增速



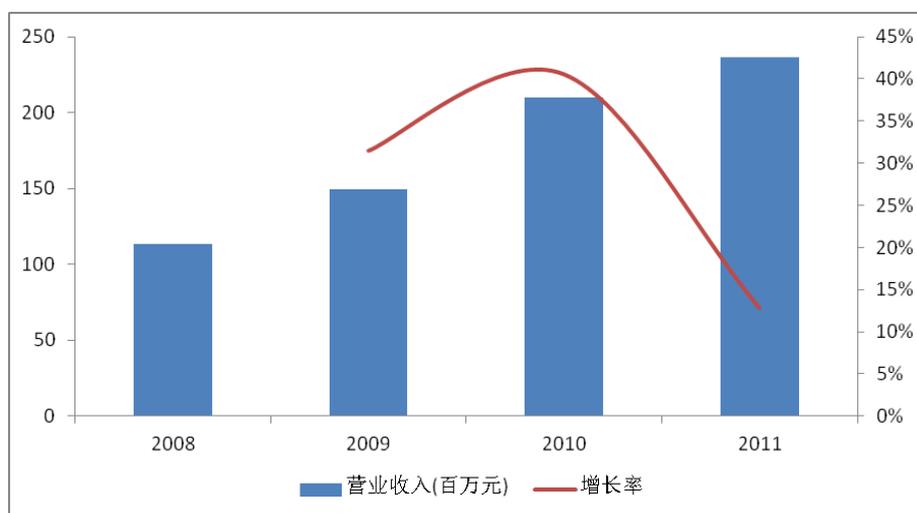
来源：天风证券研究所

公司此外将拓展的广电和能源行业其增长速度也快于行业平均。我们认为明智的切入策略能够让公司中短期收入增速显著快于市场平均增速。

## 5 财务分析

公司过去四年的收入保持较快的增长，主营业务复合增速为 28%。其中 2011 年增长较慢的原因是由于 2010 年基数较高的原因。2010 年由于上海世博会的原因，政府进行一次性 2,236 万元的采购。而扣除这样的一次性收入后，公司过去几年的增速稳定性更高。

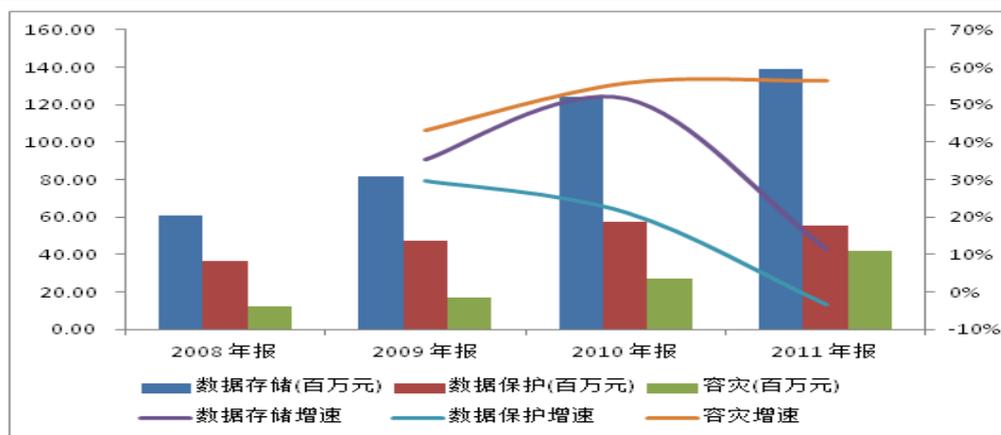
图10 公司主要业务情况



来源：招股说明书，天风证券研究所

分业务看，公司收入主要来源为数据存储业务，但是从收入增长速度看，容灾业务的增长率最高，其所占的收入比重也在逐年提高。

图11 公司主要业务情况



来源：招股说明书，天风证券研究所

数据存储作为存储产品最基础的应用领域，随着非结构化数据的增长而迅速扩大。

另外公司的容灾收入呈现高速增长。根据 IDC 预测，数据灾难备援服务和业务连续性服务的数据备份服务市场，复合年增长率达 52% 以上。其高速增长的原因由几方面影响：1. 国家对于备灾领域政策的有力推动。2. 整个行业对于信息安全意识在提高。3. 信息化程度较高的电信、金融、政府等行业在数据和系统上已经在一定程度上完成了集中，因此保持业务运行的连续性和信息的安全性已经成为需要重点关注的问题。

我们预计未来容灾的收入仍然将保持超越 35% 的增速增长。

表8 政策对容灾业务大力支持

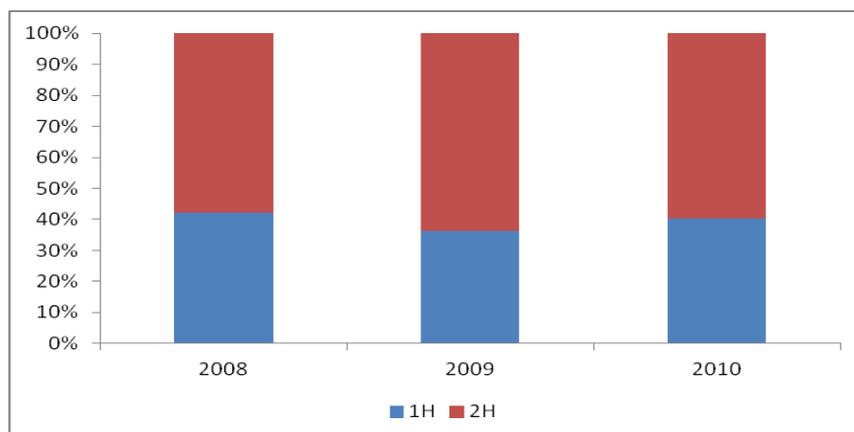
时间	政策名称	相关内容
2005	重要信息系统灾难恢复指南	通过“规范和指导重要信息系统的使用和管理单位对信息系统灾难恢复的规划和准备工作”，提高了相关部门和单位的安全意识，为备份和容灾等产品的普及起到了推动作用
2006	2006-2020 年国家信息化发展战略	重视灾难备份建设，增强信息基础设施和重要信息系统的抗毁能力和灾难恢复能力
2007	当前优先发展的高技术产业化重点领域指南	确定了当前优先发展的信息，包括“网络容灾产品”等
2007	信息产业“十二五”规划	实施容灾等信息安全产品的开发和产业化
2008	信息技术改造提升传统产业“十一五”专项规划	开发适应企业信息化需求的容灾备份和应急处理的产品和服务
2011	产业结构调整指导目录	第一类鼓励类提出数据恢复和灾备服务

来源：招股说明书，天风证券研究所

## 收入季节性

由于公司的客户集中在政府、军队以及部分企事业单位，而该类客户招标常常集中在下半年，所以公司主营业务收入体现出一定的季节性。

图12 下半年收入占比较高

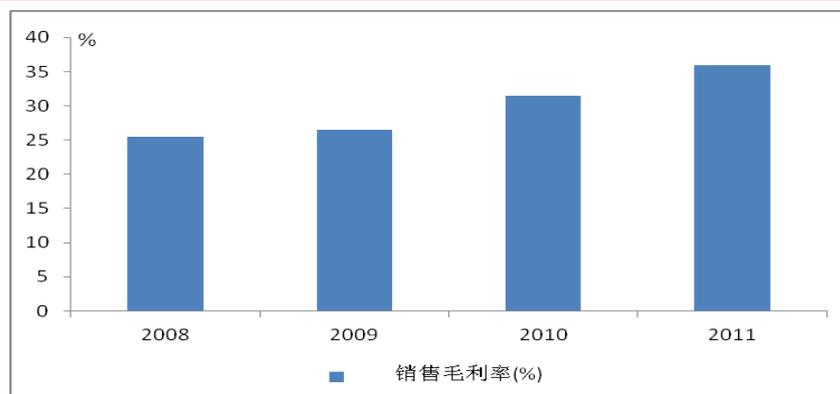


来源：天风证券研究所

## 公司毛利率将保持稳定

过去四年，公司毛利率呈现稳步提升的态势。公司毛利率从2008年的25%提升到2011年36%左右。

图13 毛利率稳步提升

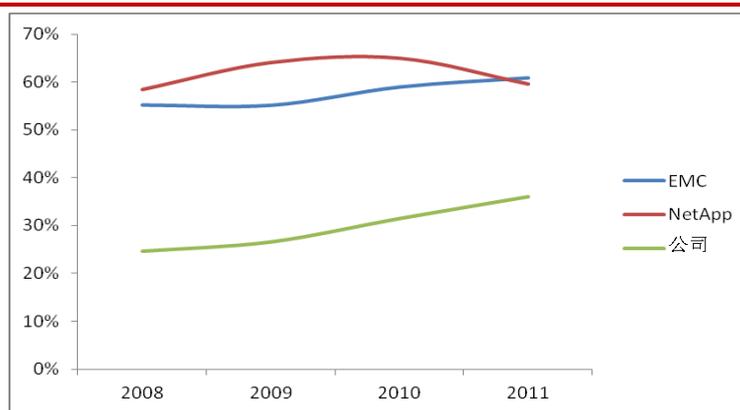


来源：天风证券研究所

毛利率的提升主要有三点原因：1. 我们观察到尽管行业内公司毛利率增长幅度不一，但是公司同行业巨头近年来均出现毛利上升的态势。其原因主要因为整个数据存储市场行业的整体性爆发导致行业下游需求旺盛，而相关公司具备较强议价能力。

图14 公司同行业龙头均出现毛利上升的情况

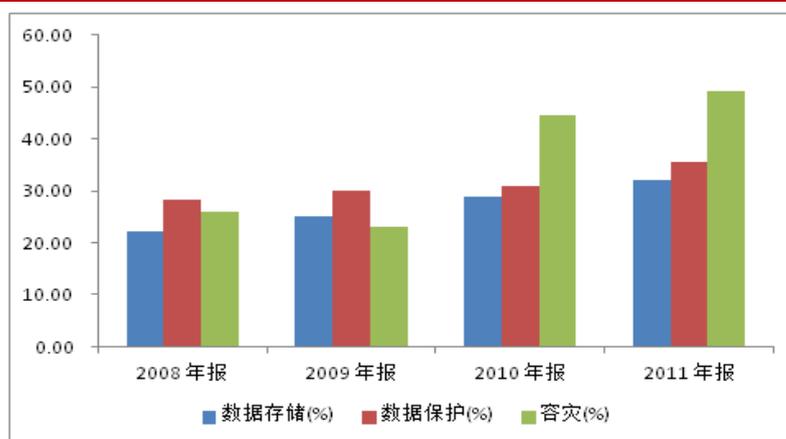
请阅读最后一页信息披露和重要声明



来源：天风证券研究所，招股说明书

2.公司通过技术进步从而稳定产品单位价格甚至略有提升。而单位成本由于上游硬件的标准化、公司的采购规模扩大从而获得更大议价权、软件自主研发比例提高等因素而出现下降。

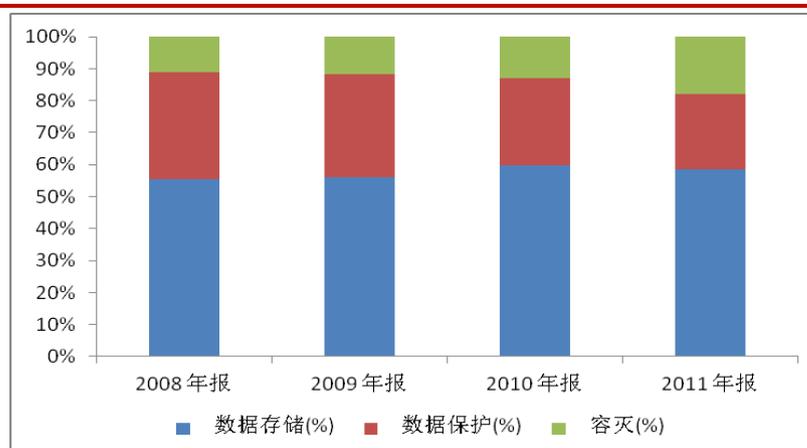
图15 公司各产品毛利率均出现一定提升



来源：天风证券研究所

3.公司收入结构的改变是毛利率大幅上升的主要因素。高毛利率的容灾产品收入的大幅增长。容灾产品占收入比例由 10% 上升到近 18%。

图16 毛利较高的容灾产品大幅上升



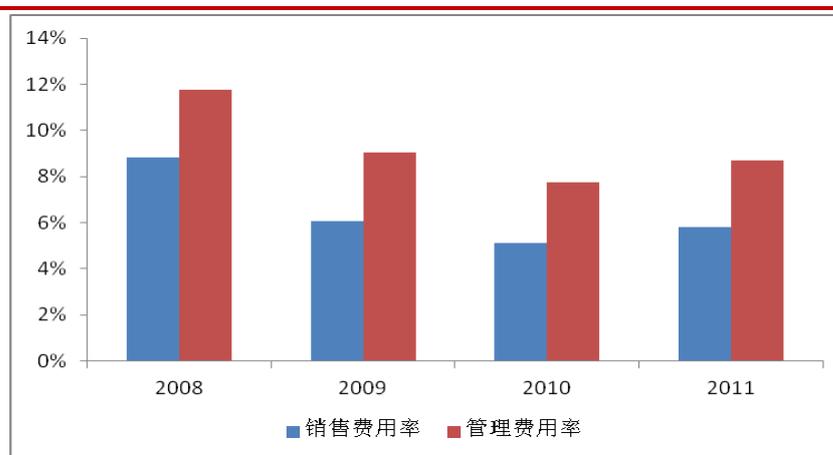
来源：天风证券研究所

虽然同 EMC 以及 NETAPP 等巨头相比，公司各个产品线毛利率仍然有大幅提升的空间，但是 EMC 较高的毛利率是由于其产品中软件、解决方案及服务收入占比较高。我们认为公司短期内仍然将立足于占领低端，抢占中端的策略。公司短期内并不具备通过技术进步实现大幅提高毛利的可能。但是整体产品的毛利情况能够保持稳定略升的状态，其中最大的驱动因素仍将是容灾业务占比继续上升。

## 期间费用情况

公司整体期间费用率保持总体稳中有降。主要原因是由于公司规模增速较快。2011 年公司新增 20 余名管理人员导致费用率略有上升。

图17 期间费用率保持平稳



来源：天风证券研究所

## 6 募投项目

公司募投项目主要投向产能扩大，研发中心建设以及加强营销网络。

表9 募投项目

项目名称	募集资金投资总额（万元）
NetStor 产品产能扩大项目	6,445
研发中心建设项目	4,797
营销服务网络建设项目	3,930

来源：天风证券研究所，招股说明书

其中公司将针对云存储、物联网、集群存储系统、第三代容灾系统等需求较大的领域加强研究。其中，云存储领域公司去年开始发展，仅一年时间，收入即超过1000万元。

## 7 估值情况

我们预计公司 12、13、14 年摊薄 EPS 为 1.02 元、1.43 元、1.83 元，年复合增长率为 34%。参照现股价，对应 2012 年市盈率为 26 倍，我们公司现股价有较高安全边际。给予 31 元的估值。

## 8 财务模型

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	227.25	615.25	514.32	683.04	营业收入	236.59	303.15	390.17	509.63
现金	122.29	519.60	413.13	562.29	营业成本	151.48	191.22	240.79	311.55
应收账款	55.63	41.41	55.63	41.41	营业税金及附加	2.11	2.71	3.48	4.55
其它应收款	4.27	6.75	5.10	11.77	营业费用	13.76	17.30	21.65	29.00
预付账款	30.65	14.56	18.35	21.19	管理费用	20.60	25.91	32.52	43.47
存货	14.41	32.66	22.03	46.26	财务费用	-0.90	-6.67	-10.19	-9.58
其他	0.00	0.27	0.09	0.12	资产减值损失	1.00	1.10	1.21	1.33
非流动资产	6.06	4.71	195.01	180.57	公允价值变动收益	0.00	0.15	0.09	0.08
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3.64	3.29	93.35	128.60	营业利润	48.53	71.72	100.80	129.38
无形资产	0.37	0.43	0.49	0.57	营业外收入	0.39	0.26	0.29	0.31
其他	2.04	0.99	101.17	51.41	营业外支出	0.04	0.08	0.10	0.07
资产总计	233.31	619.96	709.33	863.61	利润总额	48.88	71.90	100.98	129.62
流动负债	60.37	80.76	83.38	126.36	所得税	7.34	10.80	15.17	19.48
短期借款	5.00	3.33	4.44	4.26	净利润	41.54	61.10	85.81	110.14
应付账款	40.72	58.14	60.88	95.76	少数股东损益	0.02	0.03	0.04	0.05
其他	14.64	19.29	18.05	26.35	归属母公司净利润	41.52	61.07	85.77	110.09
非流动负债	8.16	2.83	3.77	4.92	EBITDA	45.22	62.11	96.05	128.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.92	1.02	1.43	1.83
其他	8.16	2.83	3.77	4.92	<b>主要财务比率</b>				
负债合计	68.53	83.59	87.15	131.28	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	0.00	0.03	0.06	0.11	<b>成长能力</b>				
归属母公司股东权益	164.77	536.34	622.11	732.21	营业收入增长率	12.81%	28.13%	28.71%	30.62%
负债和股东权益	233.31	619.96	709.33	863.61	营业利润增长率	29.70%	47.77%	40.55%	28.35%
					归属于母公司净利润增长率	30.29%	47.10%	40.45%	28.36%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	毛利率	35.97%	36.92%	38.29%	38.87%
经营活动现金流	9.08	87.35	81.10	138.69	净利率	17.56%	20.15%	21.99%	21.61%
净利润	41.54	61.10	85.81	110.14	ROE	25.21%	11.39%	13.79%	15.04%
折旧摊销	0.00	0.37	9.98	14.78	ROIC	21.60%	9.67%	11.60%	13.07%
财务费用	-0.90	-6.67	-10.19	-9.58	<b>偿债能力</b>				
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	29.37%	13.48%	12.29%	15.20%
营运资金变动	-29.99	31.64	-4.22	23.65	净负债比率	3.03%	0.62%	0.71%	0.58%
其它	-1.57	0.91	-0.27	-0.31	流动比率	3.76	7.62	6.17	5.41
投资活动现金流	0.27	-0.20	-199.82	-0.06	速动比率	3.53	7.21	5.90	5.04
资本支出	-8.12	5.05	189.17	-15.82	<b>营运能力</b>				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.15	0.71	0.59	0.65
其他	-7.85	4.85	-10.65	-15.88	应收账款周转率	4.88	6.25	8.04	10.50
筹资活动现金流	8.74	310.16	12.25	10.54	应付账款周转率	4.02	3.87	4.05	3.98
短期借款	0.00	-1.67	1.11	-0.19	<b>每股指标 (元)</b>				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	0.92	1.02	1.43	1.83
其他	8.74	311.83	11.14	10.73	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.15	1.46	1.35	2.31
现金净增加额	18.09	397.31	-106.47	149.17					

## 9 风险因素:

### 竞争加剧风险

虽然公司在国内厂商中处于领先地位，并且市场上同时具备一定技术实力和较强的营销团队的公司很少，但是如果出现其他企业在该领域持续投入，不排除公司份额受到挤占的可能。

### 核心技术流失风险

公司处在高速发展的数据存储行业，技术水平是客户选择产品的重要因素。由于公司面对如 EMC，华赛，NETAPP，IBM，HP 等公司的竞争，若核心技术人员流失则面临竞争风险

### 创业板风险

创业板不断扩容以及新上市公司质地不一，将让整个板块的整体估值出现下滑，板块个股风险加大。

## 10 信息披露

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；2）分析师所得报酬无论过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告的具体建议和观点相联系。

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。

## 11 重要声明

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”）的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本报告版权归天风证券所有，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“天风证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于天风证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但天风证券及其研究人员不保证该信息的准确性和完整性。对由于该等问题产生的一切责任，天风证券不作出任何担保。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，在不发出事先通知的情况下，可能会进行调整。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。收件人亦不会因为收到本报告而成为天风证券的客户。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。天风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。天风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，天风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，天风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。投资者应当考虑到天风证券及其关联机构或个人可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

## 12 天风证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数15%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~15%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%~15%
	卖出	未来6个月内跑输沪深300指数15%以上
行业投资评级	强于大市	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	同步大市	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	弱于大市	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

武汉	上海
地址：中国湖北省武汉市东湖新技术开发区 关东园路2号高科大厦四楼（430074）	上海浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦22楼 （201204）
电话：027-87618889	021-50155650
网址： <a href="http://www.tfzq.com">http://www.tfzq.com</a>	