



Research and  
Development Center

# 从 20 亿到 100 亿元跨越发展

—— 太极股份 (002368.sz) 深度报告

2012 年 09 月 12 日

边铁城  
计算机行业分析师

## 证券研究报告

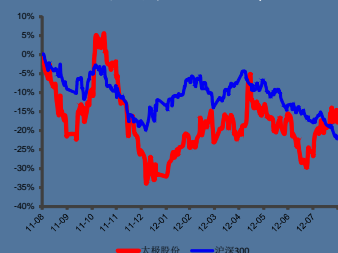
### 公司研究——调研报告

#### 太极股份 (002368.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

#### 太极股份相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2012-9-10)

收盘价 (元)	17.49
52 周内股价波动区间(元)	13.79-26.2
最近一月涨跌幅 (%)	6.32
总股本(亿股)	2.37
流通 A 股比例 (%)	48.76
总市值(亿元)	41.47

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街九号院  
一号楼六层研究开发中心

边铁城, 行业分析师

执业编号: S1500510120018

联系电话: +86 10 63081253

邮箱:

biantiecheng@cindasc.com

## 从 20 亿到 100 亿跨越式发展

2012 年 09 月 12 日

### 本期内容提要:

◆ **公司的战略目标是 2016 营收规模达到百亿元。**公司是国内成立最早的计算机公司之一, 从最初生产超级小型机的硬件生产商逐渐转型为 IT 服务提供商, 已成为政府、公共事业、能源等行业信息化建设的主力军。最近, 公司发布了 2012-2016 五年规划, 明确提出到 2016 年公司营收规模达到百亿元。

◆ **大股东资产将分批注入。**中国电科集团十五所面临企业化改制, 通过资产注入太极股份是实现改制的捷径。除太极股份外十五所还有不少业务, 通过整合可以形成新的优势业务。同时, 中国电科集团资源更加雄厚, 软件与信息服务业是其五大主导产业中产值规模最大的产业, 公司是有望成为中国电科集团的软件与信息运营平台而得到更多支持。

◆ **公司业务转型厚积薄发。**公司通过转型初步形成 IT 咨询服务、行业解决方案以及增值产品服务等业务。当前中国 IT 咨询服务业正处于快速成长期, 公司 IT 咨询服务业务不仅有望快速增长, 而且还会成为公司跨越式发展的引擎; 在行业解决方案方面已经占据了政府、公共事业、能源、金融等一些关键行业, 未来通过整合内外资源, 提升一体化 IT 服务能力和交付水平, 业务收入提速。

◆ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.63、0.82 元和 1.08 元, 目前股价对应的 PE 分别为 28 倍、21 倍和 16 倍, 给予“买入”评级。

◆ **股价催化剂:** 通过系统集成特一级资质认定; 资产注入或者并购相关公司。

◆ **风险因素:** 业务过度集中于政府领域和北京地区; 未来人力成本上升。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	1,962.38	2,284.30	2,699.49	3,282.73	4,002.35
增长率 YoY %	16.79%	16.41%	18.18%	21.61%	21.92%
净利润(百万元)	87.14	112.12	149.99	195.51	254.95
增长率 YoY%	41.70%	28.66%	33.78%	30.34%	30.41%
毛利率%	15.83%	17.49%	18.30%	19.08%	19.85%
净资产收益率 ROE%	14.15%	10.95%	13.33%	15.06%	16.74%
每股收益 EPS(元)	0.37	0.47	0.63	0.82	1.08
市场一致预期 EPS(元)	0.37	0.47	0.62	0.81	1.08
市盈率 P/E(倍)	48	37	28	21	16
市净率 P/B(倍)	3.46	3.29	3.45	2.97	2.51

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2012 年 9 月 10 日收盘价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

## 目录

投资聚焦	1
一、2016 年营业收入达到 100 亿元	2
1、国内最早计算机公司之一，从硬件生产转型为 IT 服务提供商	2
2、现实与目标的差距不小	2
二、大股东资产将分批注入	3
1、大股东欲借助公司平台实现改制和“十二五”战略目标	3
2、集团资源雄厚，太极股份有望成为集团软件和信息服务的产业平台	4
三、业务转型厚积薄发，未来加速发展	5
1、IT 咨询服务有望成为公司跨越式发展的重要引擎	6
2、天时、地利、人和，行业解决方案及服务业务增速有望提升	8
3、IT 产品增值服务将稳步增长	11
4、运营服务是公司未来拓展的业务，有望成为规模增长利器	11
四、盈利预测与投资建议	13
1、基本假设与业务收入预测	13
2、盈利预测、估值与投资评级	14
风险因素	15

## 图目录

图 1: 太极股份发展历程	2
图 2: 2006-2011 年公司营业收入（亿元）及增长率	3
图 3: 十五所主要业务部门	4
图 4: 十五所主要产品与服务	4
图 5: 2011 年公司业务收入构成情况	5
图 6: 2008 年以来中国 IT 咨询服务业收入增长率	6
图 7: 中国 IT 支出分类占比情况	6
图 8: 中国 IT 咨询服务市场规模（亿元）及分布情况	6
图 9: 2006 年以来公司 IT 咨询业务收入情况	7
图 10: 2007 年以来行业解决方案及服务收入及增长率	8
图 11: 2007 年以来公司营业收入行业分布情况	8
图 12: 2007 年以来公司 IT 产品增值服务收入（亿元）和增长率	11
图 13: 2011 年和 2012 年软件业各分类收入增长率（%）	12
图 14: 2007-2011 年行业解决方案及服务毛利率（%）	13

## 表目录

表 1: 中国电科集团旗下上市公司情况	5
表 2: 历年来公司已获得资质情况	9
表 3: 系统集成特一级资质基本条件及现状情况	10
表 4: 公司分业务收入预测	14
表 5: 业务相近上市公司估值情况	14
表 6: FCFE 估值法参数与估值结果	15
表 7: 公司绝对估值情况	15

## 投资聚焦

### 投资逻辑:

近年来,中国 IT 服务业快速发展,是软件业中增长最快的子行业。中国 IT 产业以硬件为主的局面正在改变,未来产业重心逐步转向软件与服务,因此未来 IT 服务市场空间巨大。与国际 IT 服务市场相比,中国 IT 服务市场集中度较低。随着信息化的深入,客户对软件、硬件和服务一体化的需求越来越强,行业内整合将是必然趋势。领先企业通过并购加强服务能力,产业集中度将不断提高。

公司从硬件生产商转型为 IT 服务提供商,符合产业发展趋势。经过多年的转型积累,公司已经占据了政府、公共事业、能源、金融等多个关键行业,形成了包含咨询服务、软件开发、运维服务等一体化服务能力。在 IT 咨询业务快速发展的牵引下,未来几年公司整体业务增速将会提升。同时,大股东-十五所有动力(面临企业化改制)也有能力(业务较多)将相关资产注入太极股份,而且中国电科集团实力更加雄厚,公司作为其旗下软件和信息服务的龙头而获得更大支持。也许正是基于这些考虑,公司才制定了到 2016 年营收规模达到百亿。

### 有别于大众的认识:

根据公司历史经营数据判断,人们普遍怀疑公司的战略目标能否达成。我们认为,公司通过业务内生增长和资产注入外延扩张方式可以实现战略目标。IT 咨询服务和软件业务属于厚积薄发型业务,尤其 IT 咨询业务是先导业务,对行业解决方案服务等有牵引作用,因此未来几年公司业务收入增速将逐步提升。十五所及中国电科集团有不少软件及服务业务,通过资产注入方式是实现改制和战略目标的捷径。

### 股价催化剂

公司正在进行系统集成特一级资质的认定,预计 2012 年底获得最终结果;十五所资产注入或者收购行业其他公司,时间不确定。

### 盈利预测与投资评级

鉴于资产注入情况还不明确,盈利预测暂不考虑其影响。我们预计,公司 2012-2014 年的营业收入增长率分别为 18.18%、21.61%和 21.92%,EPS 分别为 0.63 元、0.82 元和 1.08,对应的市盈率分别为 28 倍、21 倍和 16 倍。按综合估值方法,我们认为股价合理价值区间为 17.42-21.69 元,当前价值明显被低估,给予“买入”评级。

### 主要风险

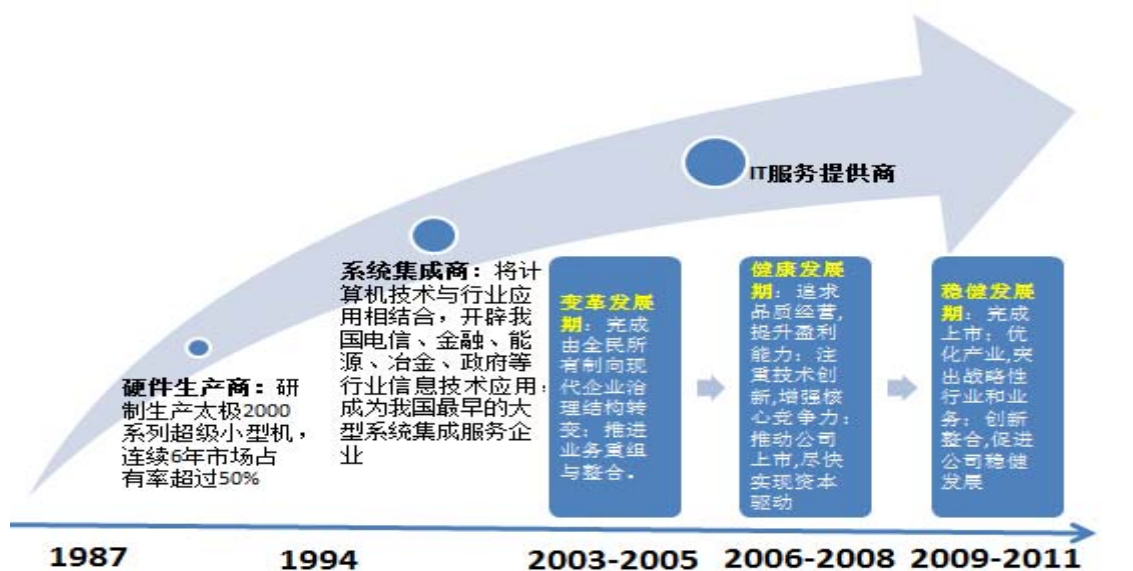
- 1、业务过度集中于政府、公共事业少数行业;
- 2、IT 咨询与软件等业务主要成本是人力成本,未来人力成本上升或者人才流失都会对公司业绩产生负面影响。

## 一、2016 年营业收入达到 100 亿元

### 1、国内最早计算机公司之一，从硬件生产转型为 IT 服务提供商

公司前身太极公司成立于 1987 年，是根据国家振兴民族计算机产业的“太极计划”，以华北计算技术研究所为依托而创建的，是我国最早成立的大型计算机企业之一。创建初期（1987-90 年代初），公司成功研制并批量生产超级小型机系列产品，填补了产业空白，打破了国外产品垄断；20 世纪 90 年代，随着小型机市场萎缩公司开始在电信、金融、能源、冶金、政府等行业开展系统集成业务；2002 年，公司树立了“做中国最优秀的 IT 服务提供商”战略目标，成功构建起行业解决方案与服务、IT 咨询、IT 产品增值服务和 IT 基础设施服务等一体化 IT 服务，成为政府、金融、能源、冶金等行业信息化建设的领军企业。

图 1：太极股份发展历程



资料来源：网站资料，信达证券研发中心

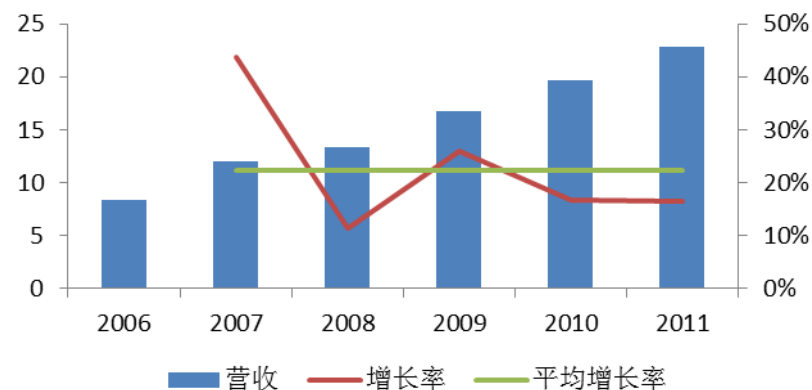
### 2、现实与目标的差距不小

最近，公司公告了《2012-2016 年公司发展战略》。公司战略规划显示，公司到 2016 年的战略目标是营业收入达到百亿元规模，净利率高于行业平均水平。

2011 年，公司营业收入为 22.8 亿元，如果 2016 年公司营业收入达到 100 亿元以上，则需要未来五年年均复合增长率超

过 34.4%。从历史数据来看，2006-2011 年公司营业收入从 8.3 亿元增长到 22.8 亿元，年复合增长率约 22.4%，其中上市以来 2010 和 2011 年营业收入增长率分别为 16.79% 和 16.41%。从上述数据分析对比，我们发现现实情况与目标实现的要求差距不小，未来公司如何实现战略目标成为当前投资者关注的问题。

图 2: 2006-2011 年公司营业收入 (亿元) 及增长率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 二、大股东资产将分批注入

公司在规划中明确提出，以太极股份为平台,推进产业战略收购，整合中国电子科技集团第十五研究所资产和中国电科相关业务资源。根据《证券日报》报道，预计 30 亿元将会通过并购或者大股东十五所以及中国电科集团的资产注入来实现。

### 1、大股东欲借助公司平台实现改制和“十二五”战略目标

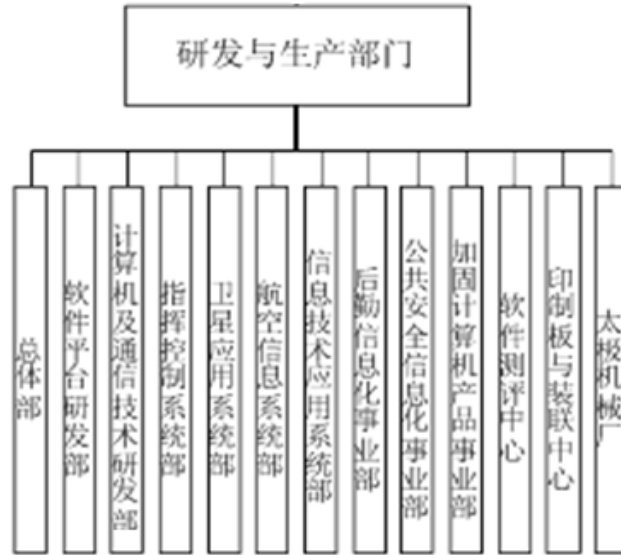
公司的大股东是中国电子科技集团第十五研究所（又称华北计算技术研究所，简称十五所）。1958 年成立以来，十五所主要从事军口型号研制、基础研究、国家科技攻关、军事指挥自动化、航天测控等重大军事应用项目的研究和开发，是国家重大信息系统总体设计和工程建设单位，代表国家行使多种行业管理职能。

当前我国科研院所普遍面临企业化改制的问题。十五所领导在“十二五”任期工作计划中明确提出，逐步推进研究所向企业化转型，并且计划 2015 年要实现销售产值 80 亿元（相当于翻一番），并力争达到 100 亿元（数据来源于该所网站）。将业务和资产注入太极股份可能是实现研究所整体改制的最佳途径。这也是一条通畅的路，已有很多成功案例，华东计算所（第 32 所）向华东电脑资产注入就是一个很好的案例。

目前十五所除太极股份外还有不少优良资产和业务。2011 年十五所销售产值约 40 亿元，而太极股份的营业收入为 22.8 亿元，对比我们可以发现还有不少业务未进入上市公司。不过，十五所具有军工背景，可能受限比较多，有的业务适合

注入，而有的业务现阶段不适合注入。短期来看，最有可能先注入的是与军工关系不大的业务，如公安业务。十五所在十一五期间承担了大量的公安及武警信息化建设项目，如果将这部分业务注入太极股份，则公安将会成为太极股份又一个具有明显优势的行业。

图 3: 十五所主要业务部门



资料来源：网站资料,信达证券研发中心

图 4: 十五所主要产品与服务

加固型产品	车载式工作台、加固计算机、直升机测重仪、指挥显示台、安全计算机系统
网络通讯产品	光纤收发器、路由器、集线器、数据转换器、网络视频服务器、网络摄影机、视频管理软件
软件、系统工程	SysMC系统管理软件、载人航天地面测控计算机系统、分散式计算机控制系统TJDCS4000、太极家庭智能（慧e家）、高可用集群计算机系统（HAC）、商务智能分析、地理信息系统GIS
板卡产品	ATM网络接口板、2/4路智能异步串行接口板、同步智能通信卡、大容量固态存储器、时统/双工/中断三合一板（TDI）、以太网接口板、“英泰康”（IntactTM）通用计算机安全服务模块系列产品、印刷线路板和特殊工艺线路板、磁盘数据加密钥匙
软件技术服务和咨询	软件技术管理、软件质量监督和软件质量保证（软件和系统监理）、软件第三方测试、咨询服务、项目管理系统

资料来源：公司资料,信达证券研发中心

## 2、集团资源雄厚，太极股份有望成为集团软件和信息服务的产业平台

中国电子科技集团是在原信息产业部直属研究院所和高科技企业基础上组建而成的国有高科技企业集团，主要从事国家重要军民用大型电子信息系统的工程建设，重大装备、通信与电子设备、软件和关键元器件的研制生产。目前，中国电科初步形成安全电子、能源电子、软件与信息服务、电子制造设备与仪器仪表、新型元器件五大业务板块，并且拥有华东电脑、四创电子、卫士通、太极股份、海康威视、杰赛科技 6 家上市公司。

中国电科提出未来十年发展成为“国内卓越、世界一流”的企业集团。十二五期间，集团将着力建设民品产业的运行平台和支撑平台，推进民品产业跨越式发展。目前软件与信息服务业是中国电科五大主导产业中产值规模最大的产业。虽然中国电科旗下有多家上市公司和待上市公司，但太极股份无疑是其中的软件与信息服务板块的龙头骨干企业，有望成为中国电科软件和信息服务的平台。因为，太极股份处于北京，服务于中央部委以及国有大型企业等重要客户，而且与业务相近的华

东电脑、卫士通相比，太极股份软件及服务业务收入规模明显较大。

表 1: 中国电科集团旗下上市公司情况

公司简称	主营业务	2011 年营业收入 (亿元)	首发上市日期
杰赛科技	网络建设产品及服务提供商，主要客户为电信运营商、广电运营商、政府、公共事业部门	12.1	2011-01-28
四创电子	主要研制生产雷达、通信及其它相关电子产品	10.0	2004-05-10
华东电脑	主要从事服务器等产品销售和系统集成业务	18.6	1994-03-24
海康威视	从事视频监控产品研制生产	52.3	2010-05-28
太极股份	提供 IT 咨询、软件及系统集成等服务	22.8	2010-03-12
卫士通	提供亿密码为核心的信息安全产品和集成服务	5.1	2008-08-11

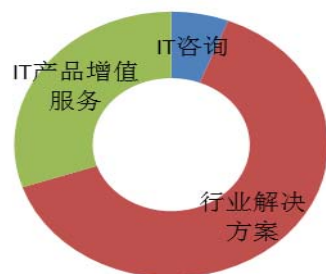
数据来源: WIND、信达证券研发中心

中国电科把太极股份作为集团软件和信息服务的运作平台正在显现。2011 年，太极股份增资人大金仓，成为第二大股东，就体现出中国电科对太极股份作为软件与信息服务龙头的支持。

### 三、业务转型厚积薄发，未来加速发展

根据“做中国最优秀的 IT 服务提供商”的战略目标，公司从系统集成业务不断向两端延伸，经过十多年发展转型为 IT 服务提供商，建立了 3S 即服务 (Service)、解决方案 (Solution)、软件 (Software) 业务框架，形成了 IT 咨询、行业解决方案与服务 (包括 IT 基础设施服务)、IT 产品增值服务等主营业务，并且占领了政府、公共事业、金融、能源等关键行业。

图 5: 2011 年公司业务收入构成情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



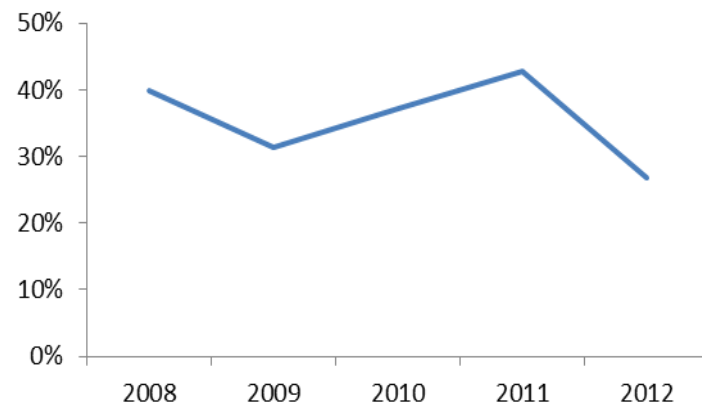
## 1、IT 咨询服务有望成为公司跨越式发展的重要引擎

### 1.1 中国 IT 咨询业发展快速

所谓的 IT 咨询服务就是信息化咨询服务，是对企业进行全方位的系统改造，包括企业管理模式设计、业务流程重组、信息化解决方案设计与管理软件系统的实施应用。与传统的咨询业不同的是，IT 咨询将先进的管理思想、全新的商业模式与现代 IT 技术手段相结合，帮助客户借助信息技术提升管理效率。IT 咨询服务是随着 IT 技术应用的不断深入和用户需求日益复杂而产生的。在信息化建设中，IT 咨询扮演“医生”的角色，通过 IT 咨询可以避免信息化失败，节省时间和成本。

目前，中国 IT 咨询服务业呈快速增长的态势。工信部统计数据显示，2011 年，中国信息技术咨询收入同比增长 42.7%，是软件产业各分类中增长最快的，但占软件产业收入之比仅 10.1%（技术服务合计占比 26.5%）。中国信息技术咨询收入快速增长充分说明随着中国企事业单位信息化水平的提升，客户对 IT 咨询的需求不断增强，购买咨询服务正在成为一种趋势和习惯。当前，中国正处于信息化高潮期，与发达国家相比，IT 服务开支占比明显偏低（参见图 7），因此中国 IT 咨询服务业发展前景乐观，市场潜力巨大。

图 6：2008 年以来中国 IT 咨询服务业收入增长率



资料来源：工信部,信达证券研发中心

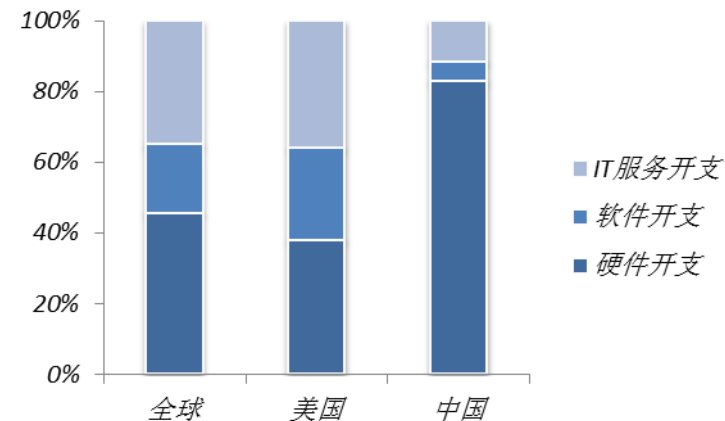
说明：2008、2009 年 IT 咨询服务业务包含在信息技术服务中，因此上图中数据为信息技术服务业务收入的增长率；2012 年为 1-7 月份数据。

### 1.2 国内 IT 咨询公司大有可为

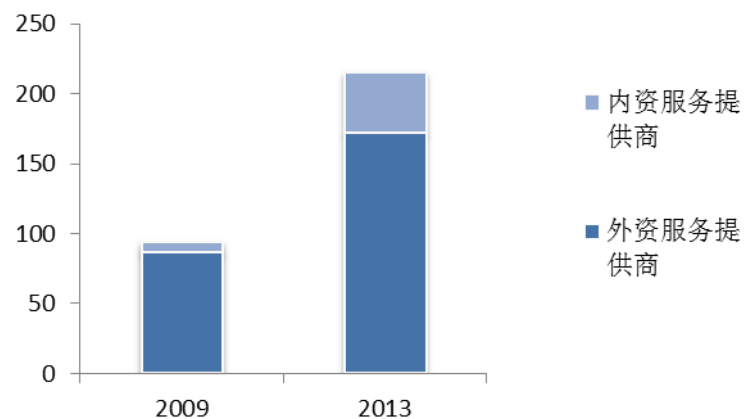
目前中国 IT 咨询市场蓬勃发展，但绝大部分市场份额被国际咨询公司所占领（参见图 8），主要包括 IBM、埃森哲、HP 等。国内 IT 咨询公司数量众多，规模普遍比较小。

图 8：中国 IT 咨询服务市场规模（亿元）及分布情况

图 7：中国 IT 支出分类占比情况



资料来源：IDC 2011,信达证券研发中心



资料来源: Gartner, 信达证券研发中心

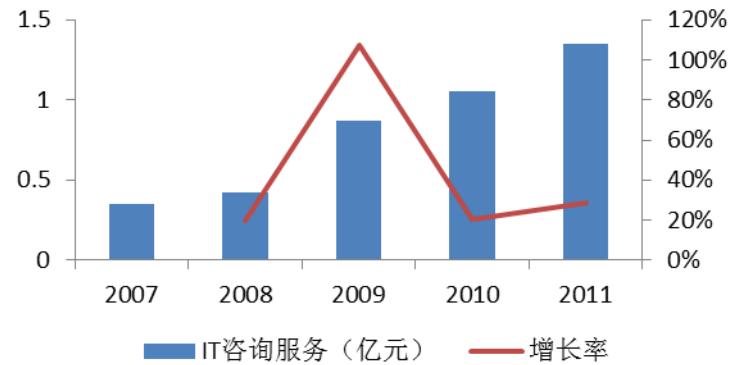
尽管如此, 我们认为国内 IT 咨询公司还是有机会从国际咨询公司的手中抢夺市场份额, 如同国内 ERP 市场最初被 SAP 和 Oracle 垄断, 2002 年用友的市场份额超过 SAP 成为市场占有率第一位。国内 IT 咨询公司的竞争优势在于:

- 本土优势。国内 IT 咨询公司对于国内企业的管理现状和问题理解更加深刻, 能够提出贴近实际的解决方案;
- 性价比优势。
- 政府和军队等对安全保密有较高要求, 国内 IT 咨询公司具有较多机会;

### 1.3 IT 咨询业务不仅贡献收入, 而且对其他业务有牵引作用

IT 咨询业务是公司近年来重点发展的业务, 主要为客户提供信息化与设计咨询、工程总承包管理咨询、工程监理、系统测试等服务。2011 年, 公司 IT 咨询业务收入为 1.35 亿元, 2007-2011 年, 年均复合增长率为 40.7%, 增速快于行业增长水平。

图 9: 2006 年以来公司 IT 咨询业务收入情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

不过，目前在总收入中 IT 咨询业务收入占比还比较小，2011 年仍不足 6%。尽管如此，但我们认为 IT 咨询业务发展对公司跨越式发展具有重要意义。因为：

- IT 咨询服务业务是先导业务，影响着企业下一步信息化建设的 IT 架构、技术实现手段、实施、运维等后续环节，会对企业软件、硬件采购产生较大影响；
- 咨询服务能力是 IT 服务企业的核心竞争力。发展咨询服务业务可以提升公司品牌形象，增强竞争力；

正因为如此，IBM、HP 等国际巨头高度重视 IT 咨询服务业务。事实上，IBM 业务收入中 IT 咨询服务收入占比也并不算大，2011 年 IT 咨询服务收入占比仅 13.9%，但对其其他业务的牵引作用非常明显。IBM、HP 占据了咨询市场主导地位，从而巩固了其软件、硬件产品的市场领先地位。同样，公司 IT 咨询服务业务的发展可以助力行业解决方案业务的提速，是公司跨越式发展的引擎。

## 2、天时、地利、人和，行业解决方案及服务业务增速有望提升

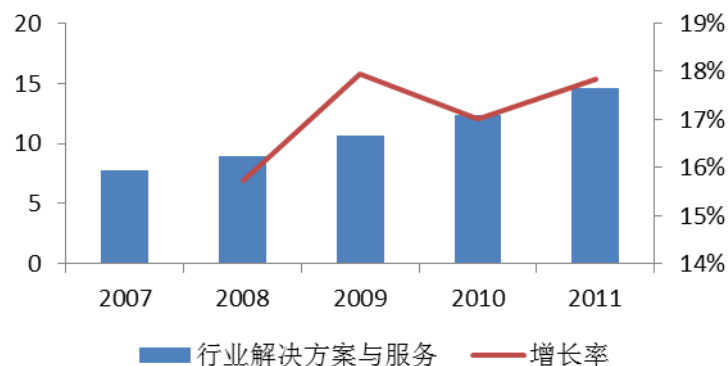
行业解决方案业务是为行业客户提供以行业应用软件开发为核心的信息化解决方案及相关服务，通常包括计算机硬件、软件产品安装、集成以及运维服务。

目前，行业解决方案业务收入是公司最主要收入来源。2011 年，行业解决方案业务收入为 14.6 亿元，占总收入之比 63.9%。2007-2011 年，年均复合增长率为 17.1%。2012 年上半年，同比增长 13.1%。业务收入行业分布来看，政府、能源、公共事业、金融等行业是公司主要收入来源。

我们认为，行业解决方案服务业务发展具备了天时、地利、人和等有利条件，未来增速将逐步提升。

图 10：2007 年以来行业解决方案及服务收入及增长率

图 11：2007 年以来公司营业收入行业分布情况



资料来源：公司资料,信达证券研发中心

### 天时：系统集成特一级资质认定是公司发展的良好机遇

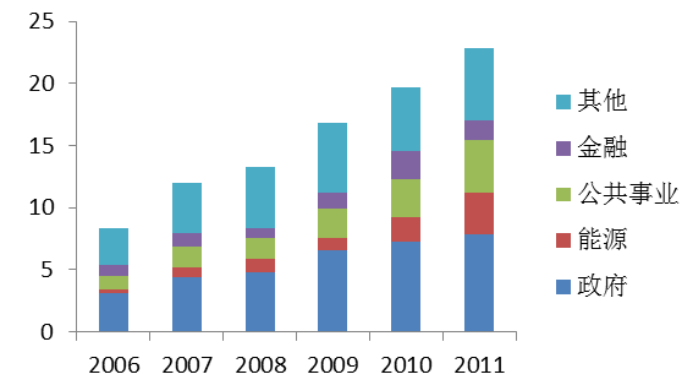
公司是国家重大信息化工程设计和建设的重要承担单位，是国家行业政策标准制定的重要参与者以及多个行业协会的发起和领导单位。经过多年的发展与积累，公司已取得了包括系统设计、系统集成、涉密集成、信息安全服务、工程监理、安防工程等全面的业务资质。

表 2: 历年来公司已获得资质情况

序号	颁发单位	资质名称
1	国家原信息产业部	首批计算机信息系统集成一级资质
2	国家保密局	全国涉及国家秘密的计算机信息系统集成甲级资质
3	国家原信息产业部	信息系统工程监理资质（注）
4	中国信息产品测评认证中心	信息安全服务资质（安全工程类一级）
5	中国安全防范产品行业协会	安防工程企业壹级资质
6	国家人民防空办公室	人防信息系统建设保密项目设计（施工）资质认证书
7	国家原建设部	全国首批电子通信广电行业电子工程类（电子系统）甲级资质
8	国家原建设部	全国首批建筑智能化系统工程设计专项甲级资质
9	国家原建设部	建筑智能化工程专业承包壹级资质
10	国家原建设部	电子工程专业承包壹级资质

数据来源：公司招股说明书

目前，公司正在申报计算机系统集成特一级资质认定。本次系统集成特一级资质认定要求基本条件比较高，其中对收入规模和获得资质一级时间有硬性指标，而且明确提出是为了推动计算机信息系统集成企业做大做强，服务党政、军队、金融、电信、交通、能源等重要领域安全可靠信息系统的建设和保障。公司不仅具备特一级资质要求的所有基本条件，而且具有长



资料来源：公司资料,信达证券研发中心

期实践于中央部委的信息化，因此有望率先获得特一级资质。如果获得该资质，将会巩固并扩大公司在政府等领域的优势地位，并且有机会承担规模较大政府项目。

2000年，原信息产业部出台《计算机信息系统集成资质管理办法（试行）》，并且经过了半年的时间审核，发布了首批获得系统集成一级资质名单。因此，我们预计本次特一级资质评定结果将于年底公布，数量不会太多。

**表 3: 系统集成特一级资质基本条件及现状情况**

序号	基本条件	现状情况
1	注册资本和实收资本均不少于 2 亿元	
2	具有计算机信息系统集成一级企业资质（以下称一级资质），且取得一级资质的时间不少于 3 年	2009 年有 108 家获得系统集成一级资质（2012 年已达到 233 家），包括首批 11 家、国内上市公司约 30 家
3	固定资产中电子设备的净值不少于 1000 万元，无形资产中软件的账面净值不少于 1000 万元	
4	近三年系统集成年收入均不少于 5 亿元	上市公司中约 7 家 2009-2011 年系统集成业务收入超过 5 亿元
5	研发及办公场地面积不少于 5000 平米	
6	申报企业或其关联企业具有涉及国家秘密的计算机信息系统集成甲级资质	2012 年共有 95 家获得甲级资质，其中上市公司 21 家
7	近三年在工业和信息化主管部门和工商、质检、审计、海关等监管部门中无不良行为记录	

数据来源：公司招股说明书

### 地利：智慧城市建设正在兴起，公司依托集团资源拓展全国市场

目前全国已有数十个城市提出建设“智慧城市”，并且很多城市将“智慧城市”建设纳入“十二五”发展纲要。智慧城市将是互联网发展的方向，随着城市化进程的加快，智慧城市建设将成为 IT 产业的热点。

在智慧城市建设中，公司已经占据领先优势并取得实质进展。公司参与了智慧北京的顶层设计，并且在北京（奥运会）、广州（亚运会）等城市信息化中积累丰富的工程实践经验。2012 年 4 月，太极股份成功中标“广州市智能化城市管理与运行体系顶层设计方案项目”。

中国电科集团拥有智慧城市建设相关的全部产品和技术，而且拥有 45 家研究所分布于全国二十多个省市，与北京、上海、重庆、合肥、南京、海南等多个省市达成战略合作协议。中国电科集团综合实力优势和分支机构都是对公司业务拓展非常重要资源。公司将依托中国电科的优势，以智慧城市为区域市场业务重点，积极落实与地方政府战略合作，推动行业解决方案在区域市场落地。

### 人和：组织架构调整提升一体化服务能力

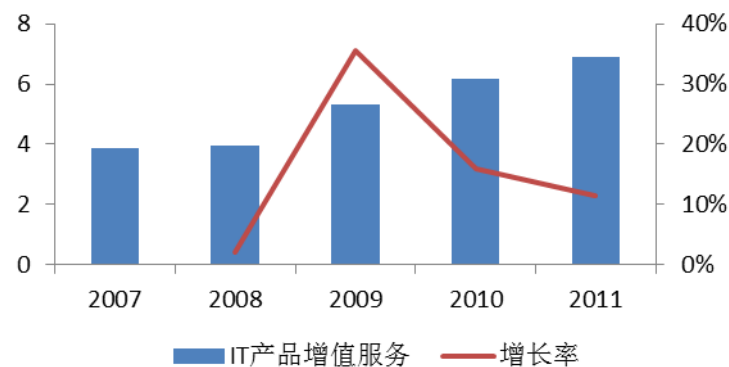
根据公司业务战略，公司将深耕政府、公共事业、能源（电力）、金融等重点行业，积极争取制高点项目，抢占行业高端市场并加速纵向市场渗透，进一步确立行业优势。为了推进战略性业务发展，公司对组织架构进行了调整。2011年以来，公司先后组建了政府 IT 服务集团、企业 IT 服务集团、公共事业 IT 服务集团、基础设施 IT 服务集团、太极信息集团。

2011年，公司将原来的政府信息系统事业本部、电子政务研究中心、应用软件系统事业部以及应急管理信息系统事业部进行整合，成立了政府 IT 服务事业集团。通过整合，公司可以提供从前期的咨询，到项目设计、实施以及后期运维等一体化服务。

### 3、IT 产品增值服务将稳步增长

IT 产品增值服务是为客户采购服务器、数据库、ERP、应用中间件、备份容灾等产品以及后期服务。2007-2011年，公司该业务收入从 3.86 亿元增加到 6.90 亿元，年均复合增长率约为 15.6%，与行业解决方案业务同步增长。该业务毛利率较低，虽然不是公司重点发展的业务，但为了实现营收规模快速增长，并且满足新老客户的需求，预计该业务还将保持稳步增长的态势。

图 12：2007 年以来公司 IT 产品增值服务收入（亿元）和增长率

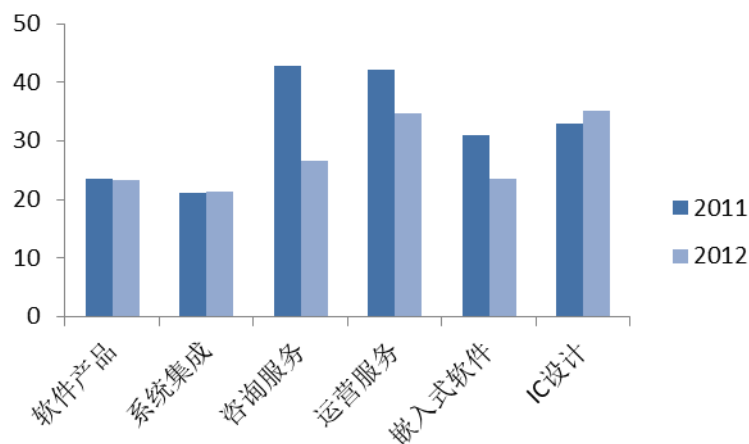


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 4、运营服务是公司未来拓展的业务，有望成为规模增长利器

公司计划在以提供行业解决方案的基础上向下游 IT 基础设施运营服务拓展。目前国内 IT 运营服务需求旺盛，尤其云计算、物联网、大数据处理等新技术应用，使得运营服务具备大发展的技术条件。工信部数据显示，2011年和2012年前7个月中国软件业中数据处理和运营服务分别同比增长 42.2%和 34.6%，明显高于其他分类增速。

图 13: 2011 年和 2012 年软件业各分类收入增长率 (%)



资料来源: 工信部, 信达证券研发中心

数据说明: 2012 年为 1-7 月份累积数据

公司发展运营服务具有天然的优势。公司多年来从事政府、公共事业、能源、金融等行业信息化, 积累了大量的优质客户, 仅仅为各部委提供的计算需求就是很大的运营服务市场。公司非常重视业务创新, 组建了创新中心, 重点围绕云计算、IT 运维服务等方面推动业务转型升级。

目前, 太极云计算中心在北京已经开始建设。公司希望通过自主建设数据中心, 面向中国国家部委和大型行业企业提供云计算服务。未来还有可能, 通过为政府搭建平台, 最后服务于终端客户, 实现由 B2G 或者 B2B 向 B2C 转型。

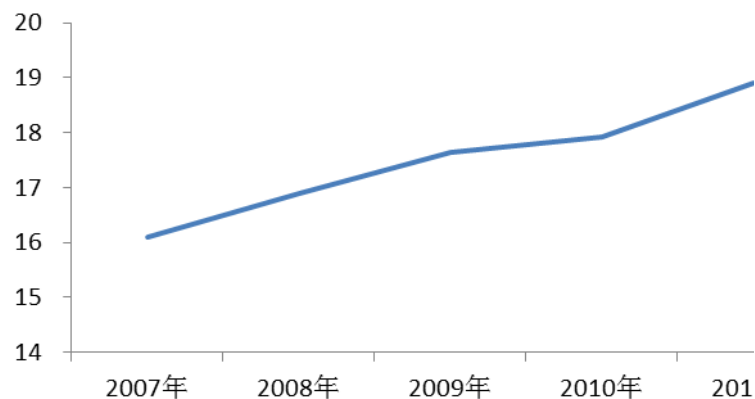
## 四、盈利预测与投资建议

### 1、基本假设与业务收入预测

**假设 1:** 近年来中国 IT 咨询服务业收入增长率保持在 30%以上，我们保守估计未来三年公司 IT 咨询服务业务收入增长率可达到 30%；行业解决方案服务随着政府、公共事业等行业“十二五”信息化投资实施，公司业务和资源整合完成，该业务收入增长率将于 2013 年明显提升；IT 产品增值服务附加值较低，不是公司未来重点发展业务，但基于维护老客户关系和拓展新客户的需求，未来增长率仍可维持 10%以上；运营服务目前收入较少，短期内贡献收入有限，暂时忽略不计；

**假设 2:** IT 咨询业务由于人力成本不断上升，我们认为未来将保持缓慢下降趋势；行业解决方案服务由于其中软件和服务占比提升，2007-2011 年毛利率持续上升，预计未来几年还将持续上升，是公司盈利增长快于收入的主要动力；IT 增值产品服务毛利率维持在 6%左右的较低水平；

图 14: 2007-2011 年行业解决方案及服务毛利率 (%)



资料来源: 工信部, 信达证券研发中心

**假设 3:** 通过前面分析，我们认为公司通过内生增长和外延扩展有可能实现公司战略目标，但基于谨慎原则，我们暂不考虑资产注入的影响。



表 4: 公司分业务收入预测

业务名称		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
行业解决方案服务	收入(百万元)	1,238.76	1,459.60	1,751.52	2,189.40	2,736.75
	增长率	16.99%	17.83%	20.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	17.93%	18.89%	20.00%	20.50%	21.00%
IT 增值产品服务	收入(百万元)	618.70	689.68	772.44	865.13	968.95
	增长率	15.87%	11.47%	12.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	4.68%	6.96%	6.00%	6.00%	6.00%
IT 咨询服务	收入(百万元)	104.91	135.03	175.54	228.20	296.66
	增长率	20.14%	28.71%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	56.78%	56.10%	55.50%	55.00%	54.50%
合计	收入(百万元)	1,962.37	2,284.31	2,699.50	3,282.74	4,002.36
	增长率	16.80%	16.41%	18.18%	21.61%	21.92%
	毛利率	15.83%	17.49%	18.30%	19.08%	19.85%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

## 2、盈利预测、估值与投资评级

我们预测公司 2012-2014 年营业收入增长 18.18%、21.61%和 21.92%，净利润增长 33.78%、30.34.63%和 30.41%，EPS 分别为 0.63、0.82 和 1.08 元。

目前 A 股市场中计算机应用行业上市公司 2012 年和 2013 年的平均 PE 分别 24 和 18 倍，公司目前估值水平与行业基本持平，但考虑到公司未来三年净利润增长幅度超过 30%，我们认为给予公司 2013 年 25-30 倍 PE 是比较合理的，对应股价为 20.5-24.6 元。

表 5: 业务相近上市公司估值情况

简称	最新价格 (元)	每股收益(元)				市盈率			
		11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E
东软集团	8.38	0.34	0.41	0.50	0.61	24.6	20.4	16.7	13.7
华胜天成	7.43	0.45	0.44	0.57	0.78	16.7	16.8	13.0	9.5
东华软件	18.58	0.80	0.83	1.11	1.46	23.3	22.5	16.7	12.8
榕基软件	19.59	1.15	0.83	1.14	1.56	17.0	23.6	17.1	12.6

万达信息	29.21	0.70	0.97	1.28	1.62	42.0	30.2	22.8	18.1
汉得信息	17.07	0.58	0.80	1.08	1.41	29.4	21.4	15.8	12.1
太极股份	17.49	0.57	0.63	0.82	1.08	30.7	27.8	21.9	16.7
行业平均						37.5	27.2	20.4	15.6

资料来源: wind 一致预期, 信达证券研发中心 注: 股价是 2012 年 9 月 10 日收盘价。

**绝对估值:** 我们同时采用信达企业自由现金流 (FCFE) 模型, 基于前述分析和下表假设预测公司自由现金流, 得出公司内在价值为 24.97 元。

**表 6: FCFE 估值法参数与估值结果**

参数假设	估值
行业平均 Beta	1.07
股票 Beta	1.12
无风险利率	3.70%
市场收益率	10.70%
永续增长率	2.00%
股权融资成本	11.54%

资料来源: 信达证券研发中心

**表 7: 公司绝对估值情况**

项目	估值
研究期经营价值 (亿元)	24.91
TV (亿元)	31.00
其他价值(亿元)	3.29
合计 (亿元)	59.20
总股本 (亿股)	2.37
每股价值 (元/股)	<b>24.97</b>

资料来源: 信达证券研发中心

综合相对估值与绝对估值的结果, 我们预计公司合理的价值区间为 20.5-24.97 元, 与目前股价 17.49 元相比估值相对偏低, 给予“买入”评级。

## 风险因素

1、业务过度集中于政府、公共事业少数行业;

2、IT 咨询与软件等业务主要成本是人力成本，未来人力成本上升或者人才流失都会对公司业绩产生负面影响。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,874.10	1,871.64	1,860.27	2,294.51	2,841.25
现金	1,188.19	967.92	884.88	1,127.88	1,438.90
应收账款	22.67	9.33	13.50	16.41	20.01
其它应收款	517.94	696.36	767.71	933.57	1,138.23
预付账款	45.35	73.94	73.53	88.57	106.96
存货	19.56	39.76	36.32	43.75	52.83
其他	80.39	84.32	84.32	84.32	84.32
非流动资产	48.83	99.50	493.70	490.72	489.06
长期投资	14.14	57.86	57.86	57.86	57.86
固定资产	16.18	18.71	21.75	25.26	29.29
无形资产	0.00	0.00	388.42	378.59	368.75
其他	18.52	22.93	25.67	29.01	33.15
资产总计	1,922.93	1,971.14	2,353.97	2,785.23	3,330.30
流动负债	910.75	912.56	1,145.21	1,380.88	1,670.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	217.59	238.46	284.78	343.03	414.22
其他	693.16	674.09	860.43	1,037.86	1,256.64
非流动负债	13.57	6.62	6.62	6.62	6.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.57	6.62	6.62	6.62	6.62
负债合计	924.32	919.18	1,151.83	1,387.50	1,677.48
少数股东权益	1.03	1.54	1.73	1.81	1.95
归属母公司股东权益	997.57	1,050.42	1,200.41	1,395.92	1,650.87
负债和股东权益	1922.93	1971.14	2353.97	2785.23	3330.30

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,962.38	2,284.30	2,699.49	3,282.73	4,002.35
同比	16.79%	16.41%	18.18%	21.61%	21.92%
归属母公司净利润	87.14	112.12	149.99	195.51	254.95
同比	41.70%	28.66%	33.78%	30.34%	30.41%
毛利率	15.83%	17.49%	18.30%	19.08%	19.85%
ROE	14.15%	10.95%	13.33%	15.06%	16.74%
每股收益(元)	0.37	0.47	0.63	0.82	1.08
P/E	48	37	28	21	16
P/B	3.46	3.29	3.45	2.97	2.51
EV/EBITDA	15.80	25.63	22.19	16.87	13.10

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,962.38	2,284.30	2,699.49	3,282.73	4,002.35
营业成本	1,651.72	1,884.73	2,205.42	2,656.48	3,207.82
营业税金及附加	30.25	35.00	40.77	50.16	60.98
营业费用	46.07	53.56	63.44	77.14	94.06
管理费用	137.96	185.79	215.96	265.90	336.20
财务费用	-11.38	-18.65	-19.36	-17.70	-22.56
资产减值损失	13.18	17.56	19.45	23.59	28.80
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.60	3.50	2.00	2.00	2.00
营业利润	96.19	129.81	175.81	229.14	299.06
营业外收入	0.90	0.89	0.90	1.00	1.10
营业外支出	0.33	0.41	0.03	0.04	0.04
利润总额	96.76	130.29	176.68	230.10	300.11
所得税	10.50	18.44	26.50	34.52	45.02
净利润	86.26	111.86	150.18	195.59	255.10
少数股东损益	-0.89	-0.26	0.19	0.08	0.14
归属母公司净利润	87.14	112.12	149.99	195.51	254.95
EBITDA	109.33	134.81	186.84	245.81	316.50
EPS (摊薄)	0.37	0.47	0.63	0.82	1.08

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	80.04	-106.41	316.44	250.21	319.46
净利润	86.26	111.86	150.18	195.59	255.10
折旧摊销	4.58	4.51	10.16	15.70	16.39
财务费用	8.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-56.62	-1.60	-3.50	-2.00	-2.00
营运资金变动	-28.97	-231.63	141.53	20.83	25.46
其它	11.78	12.35	16.56	20.09	24.52
投资活动现金流	-4.39	-51.77	-399.48	-7.21	-8.44
资本支出	-4.40	-7.85	-401.48	-9.21	-10.44
长期投资	0.01	2.84	2.00	2.00	2.00
其他	0.00	-46.76	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	671.05	-56.60	0.00	0.00	0.00
吸收投资	671.05	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	0.00	56.60	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	746.70	-214.78	-83.04	242.99	311.02

## 分析师简介

**边轶城**，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机、电子元器件行业研究。

## 计算机行业重点覆盖公司

软控股份 (002073)	远光软件 (002063)	东华软件 (002065)	海隆软件 (002195)
御银股份 (002177)	大华股份 (002236)	广电运通 (002152)	北斗星通 (002151)
北纬通信 (002148)	超图软件 (300036)	用友软件 (600588)	同方股份 (600100)

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入：**股价相对强于基准 20% 以上；

**增持：**股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有：**股价相对基准波动在±5% 之间；

**卖出：**股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好：**行业指数超越基准；

**中性：**行业指数与基准基本持平；

**看淡：**行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。