

## 根植云计算， 受益去“IOE”

### ——本土 IT 企业突围深度研究系列二之华胜天成深度报告

民生精品—深度报告/计算机应用行业

2014 年 03 月 03 日

**报告摘要:**
**● 依托云计算转型升级，技术和项目经验居于行业龙头**

在传统业务遭遇发展瓶颈后，公司果断开启云计算转型升级之路，先后推出“凌云计划”、“乘云计划”，“揽胜行动”，务实推进公司云战略。公司已经承接多项行业云、政府云和公有云的建设。公司于 2011 年通过非公开增发募集约 5 亿元资金，投入云计算环境下的信息融合平台等 6 个项目，承接了国家级云计算试点项目，获得国家物联网方面的专项基金支持，在电信、邮政、制造、金融、政府公用事业等诸多行业都有拥有诸多成功实践。可以说，公司已经成长为国内云计算领域的领军企业。

**● 云变革在即，公司有望乘云之东风弯道超车**

云计算将给本土 IT 企业提供弯道超车的良机。一方面，全球巨头在云计算上，并没领先本土技术很多，或者说，相比于传统架构下的可以说难以逾越的技术鸿沟，在云计算架构下，技术差距已经大大缩小，如天成云机等，其关键性能指标已经基本与国际顶级水平接近，甚至部分指标领先国际水平。另一方面，云技术带来了商业模式的变革，从海外来看，Amazon、Salesforce、Google 等新兴巨头借力云技术超车 IBM、SAP、Microsoft 传统软件巨头。预计今年国内云计算市场的总体规模可达 1000 亿，并有加速增长态势。

**● 去“IOE”下国际巨头加大中国市场投入，公司有望受益**

棱镜门后，国外厂商确实感受到了一定的压力，但绝非坐以待毙。我们认为国际巨头将加大对中国市场的投入，通过技术开放等模式继续主导中国市场。公司过去是 Avaya、Cisco、NetApp、Microsoft、IBM 等国际 IT 巨头的金牌代理商或合作伙伴，将充分受益其合作伙伴在华投入的增加，以曲线救国方式去“IOE”。

**● 新一代董事会管理层即将就职，更积极稳步发展业务**

公司于 2014 年 2 月 27 日公告进行董事会换届选举，我们预计此次新的董事会管理层接班后，将会带领公司重整旗鼓，更加积极稳步地发展业务，依托云计算做大做强，迈向新的巅峰。

**● 盈利预测和评级**

公司已发布 13 年业绩预减公告，净利润同比 2012 年减少 60%-80%。业绩大幅下降的主要原因是公司加大业务转型升级的投入，同时对传统业务中不良的应收账款计提减值。我们认为公司此举可以甩脱历史包袱，在 2014 年的国内云计算爆发之时，轻装上阵，重回业绩高速增长的轨道。预计公司 2014-2015 年 eps 分别为 0.25 元/0.35 元，对应 PE 分别为 40x/30x。未来长期成长空间已经打开，给予“**强烈推荐**”评级。

**● 风险提示** 云计算战略放缓，传统业务继续大幅下滑

**盈利预测与财务指标**

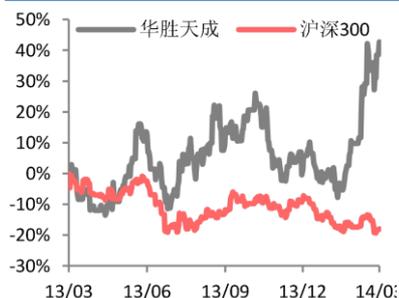
项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	5,237	5,402	5,726	6,298
增长率 (%)	3.01%	3.15%	6.00%	10.00%
归属母公司股东净利润 (百万元)	157	46	162	228
增长率 (%)	-31.63%	-70.79%	252.85%	41.20%
每股收益 (元)	0.24	0.07	0.25	0.35
PE	39.80	136.24	38.61	27.35

**强烈推荐**

首次评级

**交易数据 (2014-03-03)**

收盘价 (元)	9.62
近 12 个月最高/最低	9.73/5.66
总股本 (百万股)	646.03
流通股本 (百万股)	637.45
流通股比例%	98.67
总市值 (亿元)	62.15
流通市值 (亿元)	61.32

**该股与沪深 300 走势比较**

**分析师**
**分析师: 尹沿枝**

执业证书编号: S0100511050001

电话: (8621) 60876700

Email: yinyanji@mszq.com

**分析师: 李晶**

执业证书编号: S0100511070003

电话: (8621) 60876703

Email: lijing\_yjs@mszq.com

**研究助理: 宝幼琛**

电话: (8621) 60876704

Email: baoyouchen@mszq.com

**相关研究**

1、《本土 IT 企业突围深度研究系列一: 云计算力推技术弯道超车, 信息化小组再添政策一把火》2014-3-2

## 目录

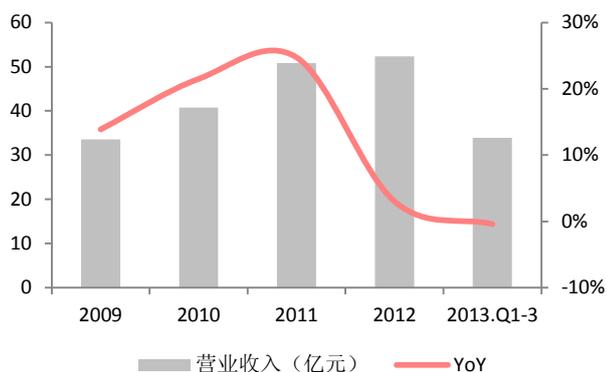
一、受累传统 IT 集成，依托云计算转型升级.....	3
(一) 传统业务遭遇成长瓶颈，利润率逐年下滑.....	3
(二) 开启云技术转型升级，技术和项目积累已居于市场前列.....	3
(三) 年轻董事会管理层登上舞台，带领公司重整旗鼓.....	4
二、云计算力推公司转型升级.....	5
(一) 公司根植云计算领域，已经成长为国内云计算龙头企业.....	5
(二) 大数据推动云计算变革，公司有望乘云之东风弯道超车.....	5
(三) 运营智慧城市，转型平台型 IT 企业.....	8
三、去“IOE”下，巨头加大在华投入.....	10
(一) 后棱镜门时代，国际 IT 巨头感受市场压力.....	10
(二) 公司是国际各大 IT 品牌的金牌代理和合作伙伴.....	10
五、盈利预测及评级.....	11
六、风险提示.....	11
插图目录.....	12
表格目录.....	12

## 一、受累传统 IT 集成，依托云计算转型升级

### (一) 传统业务遭遇成长瓶颈，利润率逐年下滑

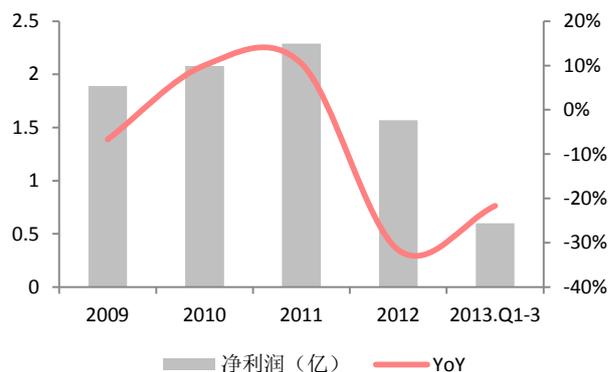
公司传统业务近几年受制于经济不景气、竞争加剧，遭遇发展瓶颈，利润率逐年下滑。公司传统主营业务收入来源于系统集成、软件及硬件分销、软件开发、运维服务等，下游主要面向电信客户，包含少量银行、能源、政府及制造业客户。由于经济不景气加之竞争加剧，下游客户 IT 投入放缓，行业竞争加剧，导致公司盈利增长放缓。

图 1: 主营收入增长放缓



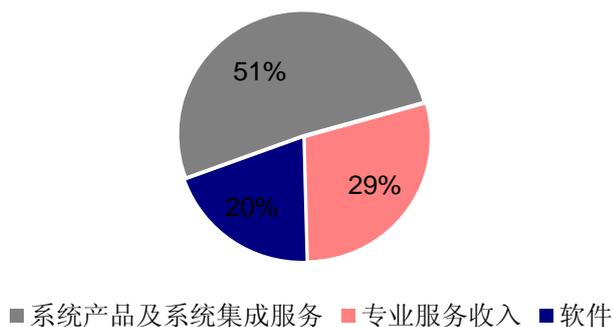
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 2: 净利润下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 3: 主营业务构成



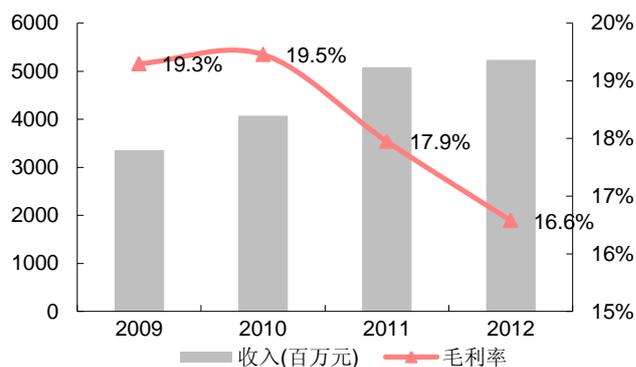
资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司已发布 2013 年业绩预减公告，预计净利润同比 2012 年减少 60%-80%。业绩大幅下降的主要原因是公司加大业务转型升级的投入，同时对传统业务中不良的应收账款计提减值。我们认为公司此举可以甩脱历史包袱，在 2014 年的国内云计算爆发之时，轻装上阵，重回业绩高速增长轨道。

### (二) 开启云技术转型升级，技术和项目积累已居于市场前列

在传统业务遭遇发展瓶颈，公司果断开启云计算转型之路。公司先后推出“凌云计划”、

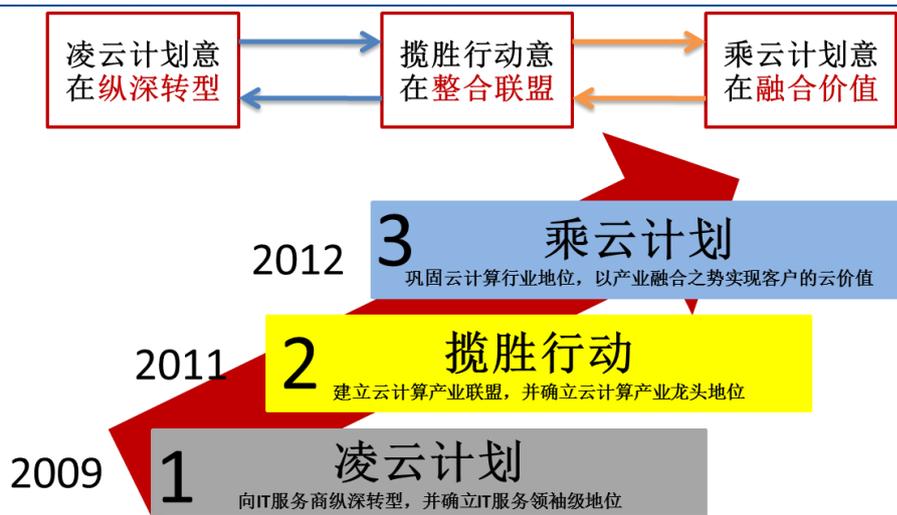
图 4: 毛利率持续下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

“乘云计划”，“揽胜行动”等云战略计划。推出的“云计算”产品包括：天成云机、e 维融通、天成云泰、i 维数据、云悦服务。公司已经积累了丰厚的云技术产品和市场经验，确立了在云计算领域国内领先地位。从搭建云计算基础软硬件，到建立云产业联盟，与合作伙伴共同壮大国内云产业链，到如今融合发展产业链，以产业融合实现客户云价值。公司在云计算上积累的技术和市场有望使公司充分受益云产业的爆发，在今后几年进入快速成长轨道。

图 5: 公司布局云计算多年，积累丰厚云计算技术和经验



资料来源：公司资料，民生证券研究院

### (三) 年轻董事会管理层登上舞台，带领公司重整旗鼓

公司于 2014 年 2 月 20 日公告进行董事会换届选举，我们预计此次年轻管理层接班后，将会加快公司发展的步伐，更加积极稳步地发展公司业务，通过内生外延并举的方式，做大做强上市公司。公司新一届董事会候选人包括王维航、梁广达、隋雪青、李伟等人。其中王维航是公司副董事长、总裁，并且是公司第一大股东。

表 1: 2013 年三季度报前十大股东情况，主要股东均增持公司股票

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)
1	王维航	增持	64,587,446	10.00	0.04
2	胡联奎	增持	30,430,477	4.71	0.02
3	刘燕京	增持	19,994,610	3.09	0.01
4	刘建柱	增持	18,285,738	2.83	0.01
5	中国高新投资集团公司		10,802,457	1.67	0.00
6	西安航天新能源产业基金投资有限公司		10,802,457	1.67	0.00
7	富淑梅		10,742,443	1.66	0.00
8	杨成寿	增持	8,329,895	1.29	0.01
9	荆涛		8,203,866	1.27	0.00
10	刘东歌	减持	7,333,668	1.14	--

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 二、云计算力推公司转型升级

### (一) 公司根植云计算领域，已经成长为国内云计算龙头企业

公司自 2009 年制定云计算转型战略后，坚持在云计算领域自主研发，务实推进公司云战略，已经承接多项行业云、政府云和公有云的建设。公司于 2011 通过非公开增发募集约 5 亿元资金，投入云计算环境下的信息融合平台等 6 个项目，承接了国家级云计算试点项目，获得国家物联网方面的专项基金支持，在电信、邮政、制造、金融、政府公用事业等诸多行业都有拥有诸多成功实践。

表 2: 公司增发项目投入云计算、智慧城市等领域

项目名称	资金需求 (亿)	自筹资金	投入募集资金
云计算环境下的信息融合服务平台建设及市场推广项目	2.1	0.16	1.04
面向“服务型城市”的新一代信息整合解决方案	1.8	0.2	1.6
数据治理软件及行业解决方案	1.2	0.28	0.92
软硬一体化 IT 资源和机房监控产品研发推广项目	0.78	0.18	0.6
合计	5.88	0.83	5.05

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司在云计算领域具有较好的口碑和品牌形象。公司在“2013 中国软件和信息技术服务业品牌大会”中荣获“2013 中国软件和信息技术服务业最有价值品牌”，并凭借在 IT 服务、云计算、大数据、智慧城市等领域突出表现，以 70.6 亿元的品牌价值高居入选企业排行榜首位。

图 6: 公司具备较强的品牌价值



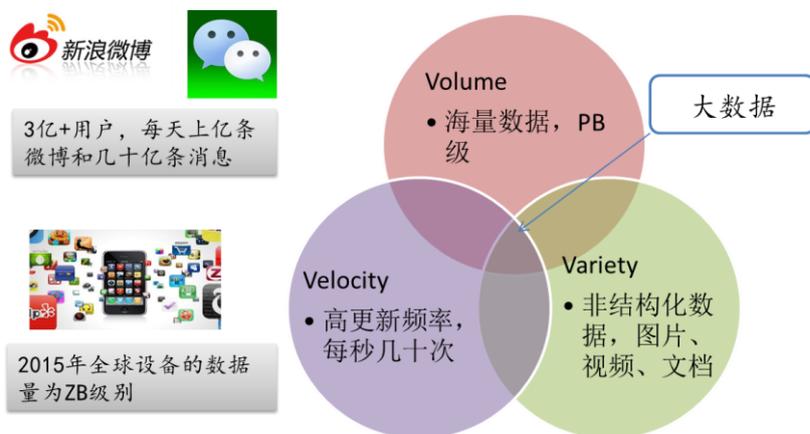
资料来源：互联网资料，民生证券研究院

### (二) 大数据推动云计算变革，公司有望乘云之东风弯道超车

大数据正在彻底改变 IT 世界。而数据多格式、数据处理速度和大容量是大数据时代必须解决的问题。大数据之所以处理起来很困难，是因为大数据有别于传统关系型数据。大数据有三大特点，也就是业界常说的“3V”，即大流量(Volume)、生成的速度快(Velocity)、种类多(Variety)。另外，大数据虽然量大，但与关系型数据相比，其同等数据量的经济价值要小得多，如果还像传统数据那样投入同样的资源来处理也是不值得的，这些都决定了不适合用关系型数据库和数据仓库来处理大数据。

图 7: 大数据时代三大特点，集中式存储与计算已经无法应对挑战

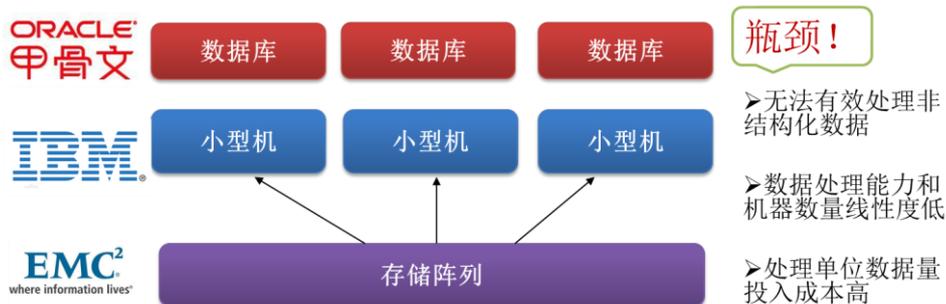
集中存储/集中计算依据无法处理巨大的数据量



资料来源: 互联网资料, 民生证券研究院

传统 IOE 架构已无力应对大数据的挑战，云计算变革时代已经到来。IOE 架构是建立在 IBM 小型机+Oracle 数据库+EMC<sup>2</sup> 存储设备上的数据处理架构，是一种集中专用的架构，存在多种瓶颈，无法适应大数据环境下的数据处理。1) 传统架构强调单一系统的规模，通过强化单一系统提升数据处理能力。而在大数据时代，数据量的增长十分迅猛，不是任何单一系统能够满足的，系统的横向扩展成为必然之选，而 IOE 架构的横向扩展能力有限；2) 在传统架构下，数据存储和处理依赖于关系型数据库，而无法有效处理大数据环境下的非结构化数据；3) 传统架构的软件和硬件设备被 IOE 三家公司所垄断，价格十分昂贵。在大数据环境下的系统规模极其庞大，需要付出极高的成本采购 IOE 软件和硬件设备；4) 第三，硬件平台兼容性差，比如惠普硬件无法与 IBM 系统形成无缝的跨平台。

图 8: 传统 IOE 架构面临多方面瓶颈



资料来源: 互联网资料, 民生证券研究院

云计算平台主要有以下几个优点：1) 可靠性，分布式云计算平台能够自动保存数据的多个副本，并且能够自动将失败的任务重新分配；2) 经济性，云计算平台的硬件可以由普通的服务器构成，无需购买昂贵的小型机；3) 高可扩展性，云计算是在可用的服务器集群中分配数据并完成计算任务的，数据处理能力正比于服务器数量的增加。

图 9: 云计算推动 IT 技术变革

云计算推动了数据中心、终端以及计算化应用的变革与发展



资料来源：公司资料，民生证券研究院

互联网行业是率先迈入大数据环境的领域。互联网行业的大量数据满足“3V”特点，因此采用传统 IOE 架构的互联网企业感到明显的压力，遇到包括数据实时分析能力差、海量数据处理效率低、IT 运维效率低下等各方面的 IT 系统问题。

包括 Google、Amazon、阿里巴巴等互联网巨头已经开始踏上去“IOE”征途。目前国内引领互联网浪潮的阿里巴巴集团内部，传统的 IOE 架构已经颠覆。阿里巴巴通过改写 mysql 等开源项目开发出新的大规模分布式存储系统，通过虚拟化技术将普通 CPU 和普通硬盘组成了计算资源池和存储资源池，构建了符合自身业务需求并且性能稳定的 IT 基础架构。

表 3: 阿里云平台去 IOE 已经完成

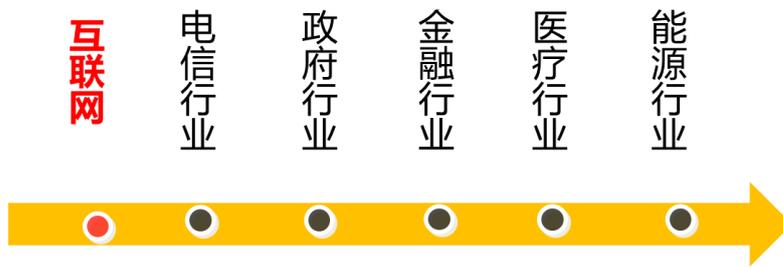
时间	关键事件
2010 年 1 月	阿里巴巴“去 IOE”计划启动
2010 年 7 月	商品库完成去 IBM 小型机
2011 年 7 月	商品库完成去 Oracle 数据库和去 EMC 存储
2011 年 9 月	交易库完成“去 IOE”
2012 年 12 月	淘宝总体平台完成“去 IOE”
2012 年 6 月	阿里金融及阿里 B 2 B 平台“去 IOE”启动
2013 年 4 月	C B U (阿里巴巴中国企业业务) / I C B U (国际业务) 完成“去 I”
2013 年 5 月	支付宝完成“去 I E”
2013 年 6 月	阿里巴巴现金流结算系统完成“去 O”

资料来源：互联网资料，民生证券研究院

在完成去“IOE”后，阿里非常灵活的技术架构，支撑业务的快速发展，比如双十一，阿里可以很淡定地做业务扩展；其次是阿里掌握了技术自主可控操作；另外还包括基础工程技术和人才的积累、技术的沉淀、成本、安全性的提升等等。

在互联网、电信、政府、金融、医疗、能源等各个领域应用前景都十分广阔。如今，大量的企业、政府机构需要处理 TB 级甚至 PB 级的数据量，并且其中非结构化的数据量在迅猛增长，利用大数据技术改造原有 IT 架构迫在眉睫。

图 10: 大数据应用正向各个行业渗透



资料来源：互联网资料，民生证券研究院

云计算将给本土 IT 企业提供弯道超车的良机。一方面，全球巨头在云计算上，并没领先本土技术很多，或者说，相比于传统架构下的可以说难以逾越的技术鸿沟，在云计算架构下，技术差距已经大大缩小，如阿里云、紫光云机、天成云机等，其关键性能指标已经基本与国际顶级水平接近，甚至部分指标领先国际水平。另一方面，云技术带来了商业模式的变革，从海外来看，Amazon、Salesforce、Google 等新兴巨头借力云技术超车 IBM、SAP、Microsoft 传统软件巨头，给国产厂商极大的启示。从国外来看，及时对数据保密性要求最高的中情局也已经开始使用云服务，2013 年 3 月 20 日，美国中情局和亚马逊签署云计算合同，合同金额高达 6 亿美元。这一合同为期十年，亚马逊将利用自身的云计算服务，为美国中情局搭建私有云。

### (三) 运营智慧城市，转型平台型 IT 企业

未来，通过智慧城市产生的大量数据，运营智慧城市是国内 IT 企业转型突围的另一大机遇。国内 IT 企业建设和运营智慧城市云服务平台，以移动互联网为出口，实现云平台对政府、企事业单位、社区和居民的全覆盖，有望开创智慧城市服务的新商业模式，并通过平台开放聚集更多商业伙伴，从传统项目型系统集成的盈利模式转变为以服务运营为主的商业模式。

智慧城市以人为本，既面对大众，同时在日常生活中又积累了海量数据可供分析挖掘。在数据为王的时代，与普通大众日常生活息息相关的数据是最具价值的的数据，这些数据就是在智慧城市建设过程中不断累积的。现阶段正处于建设初期，主要的工作在于采集数据：视频监控系统在采集日常的图像数据；智能交通系统在采集出行数据；医疗信息化系统在采集健康数据；食品溯源系统在采集饮食数据等等。参与产业链的 IT 公司已经占据了采集数据的核心环节。未来智慧城市发展的高级阶段，将通过数据的分析挖掘实现对民众的增值服务，解决居民最为关心的“医食住行学”等民生问题。届时 IT 公司具备强

大的先发优势，如果能够参与到利用数据提供增值服务的领域，那么就成功实现了互联网转型，从而将渠道延伸至普通民众，将产品和服务推广至普通民众，是最为典型的 B2G2C 模式。

图 11: 智慧城市面对大众，同时产生海量数据



资料来源：民生证券研究院

未来智慧城市将提供比“淘宝”更为海量且更为权威的数据。淘宝指数产生了非常多的商业价值，通过长期买家的搜索数据的积累，淘宝能够告诉你任一关键词的搜索和成交走势、不同商品的消费人群特征，近期成交的排行榜以及细分人群的消费习惯。但淘宝指数的数据局限于个人部分消费行为。而智慧城市利用政府权威所采集到的数据更为丰富，且与居民的身份具备唯一识别性，未来通过数据分析开发的增值服务能够精准的营销到个人。

政府不强调服务内容变化，但是强调服务方式的转变，未来开放的互联网模式将会受到推崇。短期我们将看到多数项目由财政投入进行建设，但是中长期来看，政府会越来越的采取购买公共服务的模式，由第三方进行建设、运营和维护。建设资金中财政投入只是一部分，政府更需要通过引导在全社会建立融资平台，因此会鼓励厂商探索好的盈利模式和商业模式。政府的最终目的是通过试点示范推动产业的发展，在某个领域形成成熟的商业模式以后就放手进行市场化运作。IT 公司通过互联网模式开发增值应用，政府乐见其成。

“智慧城市”以人为本的深化阶段将逐步向“智慧社区”延伸。智慧社区是智慧城市的延伸应用，充分体现以人为本的城市精神，使市民不出家门或者不出社区就能享受到

交通信息、医疗、金融、安保等全方位服务。智慧社区能够有效提高政府的公共服务水平，保障和改善民生建设。上海闵行古美街道是智慧社区的试点，居民只要打开家中电视机，就能查询周边路况是否拥堵、哪里能租借自行车；通过操纵遥控器就能将菜场里的实时菜价尽收眼底。此外水电煤等账单也能直接支付；在社区医院强大的物联网技术则让药能自动从机器中跳到居民手上。

图 12: 社区的功能十分丰富



资料来源: 民生证券研究院

图 13: 智慧社区为居民及第三方组织提供服务



资料来源: 民生证券研究院

### 三、去“IOE”下，巨头加大在华投入

#### (一) 后棱镜门时代，国际 IT 巨头感受市场压力

棱镜门后，国外厂商确实感受到了一定的压力，但绝非坐以待毙。我们认为国外厂商将曲线救国，通过技术开放的合作模式继续主导中国市场。以 IBM 为例，IBM 于近期提出 Power 系列服务器的开放式架构，宣布联合 Google、Mellanox、NVIDIA、Tyan 四家公司成立 OpenPOWER 联盟。在 2012 年 9 月 16 日开幕的 LinuxCon Conference 北美大会上，IBM 宣布未来 5 年将向 Linux 领域投资 10 亿美元，重点加强 POWER Linux 的能力。

除 IBM 之外，SAP 也与国内企业展开各类合作，共同拓展市场。SAP 宣布了将推出与中国电信合作落地的公有云服务；SAP 与华为合作的 FusionCube 融合一体机已通过 SAP HANA 认证；SAP 中国研究院南京创新中心（NIC）与交通运输部公路科学研究院联合宣布，基于 SAP HANA 的试点平台已率先在北京、昆明、重庆、天津等城市开展试用，解决城市交通管理问题。其 OEM 的合作伙伴是神州数码。

目前，国内的大型系统集成商，软件开发商都严重依赖于国外厂商的软件硬件，尤其是核心业务系统，操作系统、数据库、芯片、虚拟机等几乎被国外厂商占据。如果国外厂商遇到市场壁垒，有望抛出橄榄枝，将部分产品深度开放给国内厂商，或成立合资公司，形成技术+市场的协力，将继续保持在国内市场具备极强的竞争实力。

#### (二) 公司是国际各大 IT 品牌的金牌代理和合作伙伴

公司过去是 Avaya、Cisco、NetApp、Microsoft、IBM 等国际巨头的金牌代理商或合作伙伴，将充分受益去“IOE”。随着公司技术实力的不断提升，公司有希望与各大 IT 巨头在技术层面达成更加紧密的合作关系。通过技术合作，公司有望缩小在云计算、大数据等领域与国际先进水平的差距，巩固在国内云计算领域的龙头地位，充分受益去“IOE”浪潮。

根据证券报新闻，近日，公司与武汉经济技术开发区签署 1.75 亿智慧城市合约，将作为智慧城市项目总集成商，基于微软 CityNext 模型，通过自身的技术优势包括大数据、云计算、物联网、智慧应用等 IT 技术，助力武汉构建未来智慧城市，使武汉成为宜居、宜商的智慧新城。

## 五、盈利预测及评级

公司已发布 2013 年业绩预减公告，预计净利润同比 2012 年减少 60%-80%。业绩大幅下降的主要原因是公司加大业务转型升级的投入，同时对传统业务中不良的应收账款计提减值。我们认为公司此举可以甩脱历史包袱，在 2014 年的国内云计算爆发之时，轻装上阵，重回业绩高速增长的轨道。预计公司 2014-2015 年 eps 分别为 0.25 元/0.35 元，对应 PE 分别为 40x/30x。未来长期成长空间已经打开，给予“强烈推荐”评级。

## 六、风险提示

云计算战略放缓、传统业务大幅下滑

## 插图目录

图 1: 主营收入增长放缓.....	3
图 2: 净利润下滑.....	3
图 3: 主营业务构成.....	3
图 4: 毛利率持续下滑.....	3
图 5: 公司布局云计算多年, 积累丰厚云计算技术和经验.....	4
图 6: 公司具备较强的品牌价值.....	5
图 7: 大数据时代三大特点, 集中式存储与计算已经无法应对挑战.....	6
图 8: 传统 IOE 架构面临多方面瓶颈.....	6
图 9: 云计算推动 IT 技术变革.....	7
图 10: 大数据应用正向各个行业渗透.....	8
图 11: 智慧城市面对大众, 同时产生海量数据.....	9
图 12: 社区的功能十分丰富.....	10
图 13: 智慧社区为居民及第三方组织提供服务.....	10

## 表格目录

表 1: 2013 年三季度前十大股东情况, 主要股东均增持公司股票.....	4
表 2: 公司增发项目投入云计算、智慧城市等领域.....	5
表 3: 阿里云平台去 IOE 已经完成.....	7

## 公司财务报表数据预测汇总

## 利润表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	5,237	5,402	5,726	6,298
减：营业成本	4,369	4,537	4,810	5,234
营业税金及附加	26	27	29	31
销售费用	411	513	458	504
管理费用	221	270	246	271
财务费用	28	43	43	43
资产减值损失	6	6	6	7
加：投资收益	3	40	40	40
二、营业利润	180	45	174	248
加：营业外收支净额	11	6	5	5
三、利润总额	190	51	179	253
减：所得税费用	20	5	18	25
四、净利润	171	46	162	228
归属于母公司的利润	157	46	162	228
五、基本每股收益 (元)	0.24	0.07	0.25	0.35

## 主要财务指标

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>EV/EBITDA</b>	<b>25.19</b>	<b>47.52</b>	<b>17.86</b>	<b>11.48</b>
<b>成长能力:</b>				
营业收入同比	3.0%	3.2%	6.0%	10.0%
营业利润同比	-30.0%	-74.9%	285.3%	42.7%
净利润同比	-31.6%	-70.8%	252.8%	41.2%
<b>营运能力:</b>				
应收账款周转率	3.10	4.08	7.51	7.65
存货周转率	7.83	5.96	4.47	4.58
总资产周转率	1.20	1.08	0.99	0.95
<b>盈利能力与收益质量:</b>				
毛利率	16.6%	16.0%	16.0%	16.9%
净利率	3.0%	0.8%	2.8%	3.6%
总资产净利率 ROA	3.7%	0.8%	2.6%	3.2%
净资产收益率 ROE	6.7%	1.5%	5.0%	6.6%
<b>资本结构与偿债能力:</b>				
流动比率	2.14	2.35	2.11	1.96
资产负债率	44.3%	43.9%	48.2%	51.7%
利息保障倍数	7.5	2.1	5.0	6.8
<b>每股指标:</b>				
每股收益	0.24	0.07	0.25	0.35
每股经营现金流量	0.21	1.74	0.88	0.99
每股净资产	3.91	4.69	4.94	5.29

资料来源：民生证券研究院

## 资产负债表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	780	2,297	2,898	3,520
应收票据	184	74	78	86
应收账款	1,911	740	784	863
预付账款	282	350	422	501
其他应收款	48	222	235	259
存货	569	1,243	1,318	1,434
其他流动资产	48	48	48	48
<b>流动资产合计</b>	<b>3,800</b>	<b>5,021</b>	<b>5,785</b>	<b>6,711</b>
长期股权投资	26	0	0	0
固定资产	190	188	190	191
在建工程	0	1	1	1
无形资产	104	97	91	85
其他非流动资产	108	108	108	108
<b>非流动资产合计</b>	<b>756</b>	<b>400</b>	<b>396</b>	<b>392</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,556</b>	<b>5,422</b>	<b>6,181</b>	<b>7,103</b>
短期借款	259	0	0	0
应付票据	215	0	0	0
应付账款	684	1,243	1,318	1,434
预收账款	286	772	1,288	1,855
其他应付款	88	124	132	143
应交税费	149	13	15	15
其他流动负债	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1,779</b>	<b>2,140</b>	<b>2,737</b>	<b>3,432</b>
长期借款	138	138	138	138
其他非流动负债	94	94	94	94
<b>非流动负债合计</b>	<b>232</b>	<b>232</b>	<b>232</b>	<b>232</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,020</b>	<b>2,379</b>	<b>2,976</b>	<b>3,671</b>
股本	648	648	648	648
资本公积	689	1,177	1,177	1,177
盈余公积	166	166	166	166
未分配利润	905	886	1,047	1,275
少数股东权益	166	166	166	166
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,535</b>	<b>3,043</b>	<b>3,204</b>	<b>3,432</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,556</b>	<b>5,422</b>	<b>6,181</b>	<b>7,103</b>

## 现金流量表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	138	1,126	572	641
投资活动现金流量	(161)	64	85	38
筹资活动现金流量	(197)	92	(43)	(43)

## 分析师与行业专家简介

尹沿技，IT行业首席分析师，3年IT行业经验，8年证券行业从业经验；2012年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名。

李晶，IT行业分析师，财务管理硕士，4年证券行业研究经验，2012年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名。

宝幼琛，TMT行业研究助理，上海交通大学计算机科学与技术硕士、学士，2012年加入民生证券研究院。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。