

携手 IBM，站上巨人肩膀

——华胜天成 (600410) 深度研究报告系列二

民生精品—深度报告/计算机应用行业

2014年03月11日

报告摘要:

● 携手IBM，站上巨人肩膀

双方将共同建立联合创新中心，开展四个方面工作：1) 以 IBM Powerlinux 产品线为基础开展 CAMP 产品线合作，公司投资 CAMP 方案工厂，合作推广 CAMP 系统产品和整合的解决方案；2) 合作开发和建设智慧城市领域的应用创新和应用推广；3) 双方拟在存储市场领域开展深入的合作。在集成及 OEM 对方的存储产品和方案方面达成互补优势；4) 借助 IBM 在数据中心管理服务领域的成功经验与服务能力，双方将在数据中心运营和管理服务方面展开合作，并在华胜天成北京数据中心建设和运营及市场推广方面进行合作。可以说，公司站在巨人肩膀上，已具备国内顶尖 IT 技术实力。

● 去IOE压力下，IBM背水一战

在如火如荼的去 IOE 浪潮下，蓝色巨人 IBM 不得不背水一战，将其世界领先的芯片架构 Power 开放，并与互联网巨头结成 OpenPower 战略联盟。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。13 年 8 月，IBM 宣布与 Google、Mellanox、NVIDIA、Tyan 四家公司组建 OpenPower 联盟，通过联盟的合作共同打造世界先进的服务器、存储，构建高性能云计算中心。我们认为 IBM 拥抱开放体系有望打破 IBM 服务器、云存储等产品在价格上的劣势，提升市场竞争力，抵御 x86 等廉价服务器带来的冲击。

● 站在巨人肩膀上的国产信息化，营收空间有望翻番

公司与 IBM 在服务器、智慧城市、存储和运维等方面展开深入合作后，有望充分受益于 IBM 强大的技术实力和市场影响力，通过曲线救国方式实现国产信息化。未来在这四大领域，公司的营收规模都有望达到十亿级以上，为公司带来近 50 亿的营收增长空间，在目前营收规模上翻番。

● 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 38x/27x。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，智慧城市订单放缓，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	133	38	27

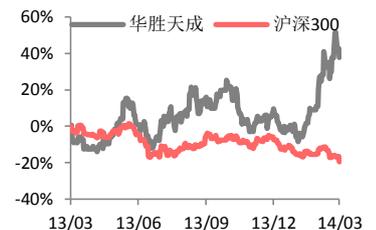
强烈推荐

首次评级

交易数据 (2014-03-10)

收盘价 (元)	9.35
近 12 个月最高/最低	10.5/5.66
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)	60.40
流通市值 (亿元)	59.60

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 尹沿技

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

2、《本土 IT 企业突围深度研究系列二——华胜天成深度吧: 根植云计算, 受益去 IOE》2014-3-3

目录

一、携手 IBM，站上巨人肩膀	3
(一) 公司开展与 IBM 在技术、战略和商务层面的全面战略合作.....	3
(二) 公司与 IBM 紧密合作由来已久，经历深度磨合.....	3
二、去 IOE 压力下，蓝色巨人背水一战	5
(一) 去 IOE 如火如荼，蓝色巨人倍感压力	5
(二) 蓝色巨人背水一战， POWER 平台走向开放之路.....	5
(三) CAMP BOX 天合计划，打破 X86 性价比优势	6
(四) IBM 在智慧城市领域具备较强技术实力.....	6
(五) IBM 存储始终居于世界前列.....	7
(六) IBM 等原厂商在数据中心管理服务领域优势显著.....	8
三、站在蓝色巨人肩膀上的国产信息化.....	9
(一) 借力 CAMP BOX，推进国产高端服务器	9
(二) 共同开拓智慧城市	10
(三) 云存储 OEM，性能国际领先.....	11
(四) IT 数据中心	11
四、盈利预测及评级	12
五、风险提示	12
插图目录	13
表格目录	13

一、携手 IBM，站上巨人肩膀

(一) 公司开展与 IBM 在技术、战略和商务层面的全面战略合作

公司于 2014 年 3 月 10 日公告与 IBM 开展技术层面的全面战略合作，双方将共同建立联合创新中心，在以下四方面开展工作：

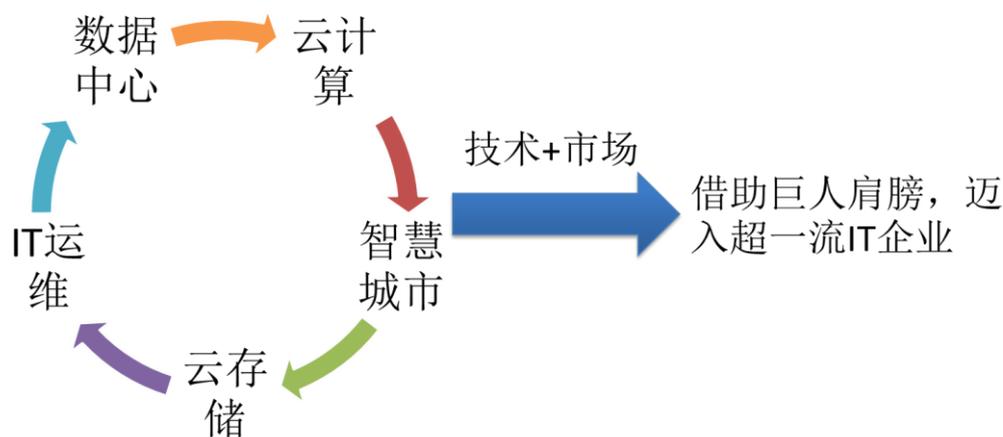
1、合作开拓 CAMP 产品线市场，双方将以 IBM Powerlinux 产品线为基础开展 CAMP 产品线合作；公司将投资 CAMP 方案工厂，与 IBM 合作推广 CAMP 系统产品和整合的解决方案。

2、与 IBM 开展在智慧城市领域的合作，共同开发和建设智慧城市领域的应用创新和应用推广。

3、与 IBM 开展在存储业务上的合作，双方拟在存储市场领域开展深入的合作。在集成及 OEM 对方的存储产品和方案方面达成互补优势。

4、与 IBM 开展在管理服务领域的合作，公司将借助 IBM 在数据中心管理服务领域的成功经验与服务能力，双方将在数据中心运营和管理服务方面展开合作，并在华胜天成北京数据中心建设和运营及市场推广方面进行合作。

图 1：公司在与 IBM 合作后，将在技术和市场两方面全面领先其它本土 IT 企业



资料来源：民生证券研究院

(二) 公司与 IBM 紧密合作由来已久，经历深度磨合

公司是国内与 IBM 合作最密切的公司之一，在云计算、大数据、智慧城市领域都展开了广泛的技术协作。2012 年 2 月 17 日，国内云计算龙头企业华胜天成与国际云计算巨头 IBM，召开了主题为“龙腾凌云，揽胜天下”，继续深化与 IBM 在云计算战略方面的协作与市场开拓，双方共同组建的“华胜天成-IBM IaaS 云管理平台蓝云实验室”。

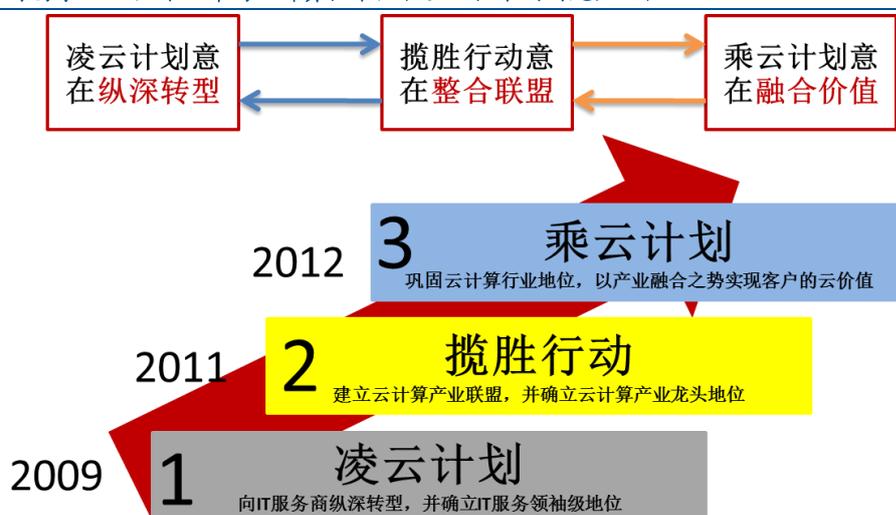
公司是 IBM “天合计划”的首家合作伙伴。“天合计划”旨在通过将 VAD 合作伙伴的软件预装在 PowerLinux 服务器上，打包成为 CAMPBox 解决方案，从而帮助用户大幅降低 Power

平台的使用成本和应用门槛，并进一步丰富 Power 企业入门级服务器产品线，为用户提供更多“智慧的运算”选择平台。

公司是 IBM2013 年灯塔奖获得者。“IBM 灯塔奖”是面向全球代理商严格评选而出，主要颁发给那些在 IBM 产品和服务的基础上取得信息技术进步，致力于获得技术成就、行业知识和创新解决方案的 IBM 全球业务合作伙伴。

公司在与 IBM 达成云计算、智慧城市、存储、数据中心运维等战略合作后，有望吸收 IBM 在云计算、大数据等领域部分顶尖技术，进一步巩固在云计算等领域的领先优势，并且借助 IBM 市场影响力，进一步打开市场空间，有望成为本土超一流 IT 企业。

图 2: 公司携手 IBM, 深入布局云计算技术, 占据云技术国内龙头地位



资料来源：公司资料，民生证券研究院

图 3: 公司与 IBM 合作的蓝云平台，共同开发云计算市场。



资料来源：民生证券研究院

二、去 IOE 压力下，蓝色巨人背水一战

(一) 去 IOE 如火如荼，蓝色巨人倍感压力

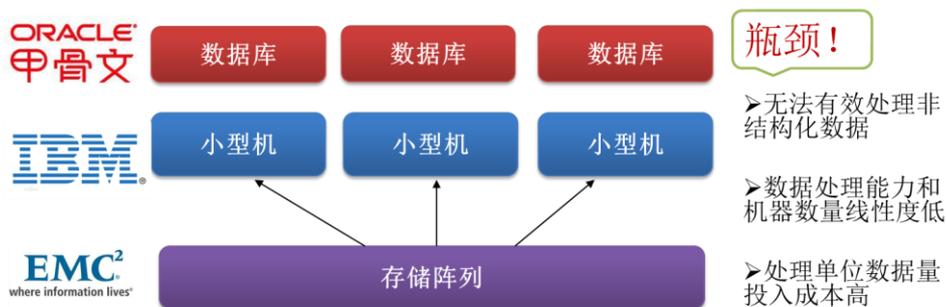
去 IOE 并非国内独有，在数据中心发展极其发达的美国，去 IOE 同样存在。IBM 的高端服务器正面临 x86¹、Arm 等芯片架构的服务器的冲击，以 Amazon、Facebook、Google 等互联网巨头都已经采用 x86 或 Arm 结合精简定制设计的服务器来构建数据中心。

表 1: 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 B2B 平台“去 IOE”启动
2013 年 4 月	CBU (阿里巴巴中国企业业务) / ICBU (国际业务) 完成“去 I”
2013 年 5 月	支付宝完成“去 IE”
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

图 4: 传统封闭式 IOE 架构面临多方面瓶颈，倒逼 IBM 开放



资料来源：互联网资料，民生证券研究院

(二) 蓝色巨人背水一战，Power 平台走向开放之路

在如火如荼的去 IOE 浪潮下，蓝色巨人 IBM 不得不背水一战，将其世界领先的芯片架构 Power 开放，并与互联网巨头结成 OpenPower 战略联盟。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。2013 年 8 月 6 日，IBM 宣布与 Google、Mellanox、NVIDIA、Tyan 四家公司组建 OpenPower 联盟，通过联盟的合作共同打造世界先进的服务器、存储，构建高性能云计算中心。OpenPower 联盟或可能成为 IBM 在微处理器领域的最后生存之战。

¹ x86 是对基于 intel 处理器的系统的标准缩写

图 5: IBM 与众多互联网巨头构建战略联盟



资料来源: 互联网资料, 民生证券研究院

(三) CAMP Box 天合计划, 打破 x86 性价比优势

IBM 在 2012 年推出“天合计划”, 将其高端 PowerLinux 服务器, linux 操作系统, VAD (增值分销商) 合作伙伴的软件打包在一起组成“CAMP Box”解决方案, 帮助用户降低 Power 平台使用门槛, 节省服务器部署时间, 提升服务器资源利用率。“CAMP Box”预装了 PowerDirector 虚拟化管理软件 (由华胜天成提供), 让用户使用 powerVM 虚拟化更加简单, 只需简单步骤即可快速实现基于 Power 平台的虚拟机部署。

CAMP Box 有望打破以往 IBM 服务器在性价比上和 x86 服务器的劣势, 通过吸引合作伙伴, 共同研发推广, 能够有效降低成本, 提升 IBM 服务器的性价比, 提高在高端市场的竞争实力。据 IDC 数据, 预计 2013 年 IBM 高端服务器在全球的营收约为 80 亿美元, 在国内的营收在 50 亿人民币以上。

图 6: IBM Camp box 一体机, 提升高度服务器性价比



资料来源: 互联网资料, 民生证券研究院

(四) IBM 在智慧城市领域具备较强技术实力

由于国产信息化政策上的原因, 国内政府在选择智慧城市集成商时, 主要依赖于本土厂商, IBM 在国内智慧城市中的并没有抢占太多份额, 但其具备独有的技术, 仍然在国内智慧城市领域具备较强的竞争实力。国内正在如火如荼地建设智慧城市, 而智慧城市的概念正是由 IBM 在 2009 年所提出。目前政府在建设智慧城市中的很多理念也来自于 IBM, 比如强调顶层设计, 与 IBM 强调的“Integration by design”即“依赖顶层设计进行系统集成”不谋而合。IBM 也是智慧城市建设中 IT 基础架构的设计者和服务商, 其智慧城市解决方案在世界各地均有广泛的应用和实践, 在智能交通、平安城市、区域医疗、教育等各方面都有世界领先的解决方案。

图 7: IBM 提供众多智慧城市解决方案



资料来源: 互联网资料, 民生证券研究院

IBM 先进的技术也广泛应用在国内智慧城市领域。在上海、北京等大型城市中, IBM 的服务器、中间件、数据库、云技术、物联网等技术或产品在公共安全、建筑智能、教育、食品药品安全、电力、医疗卫生、水里资源管理、交通、服务型政府等方面都有着广泛的应用。

图 8: IBM 解决方案在国内智慧城市领域应用广泛



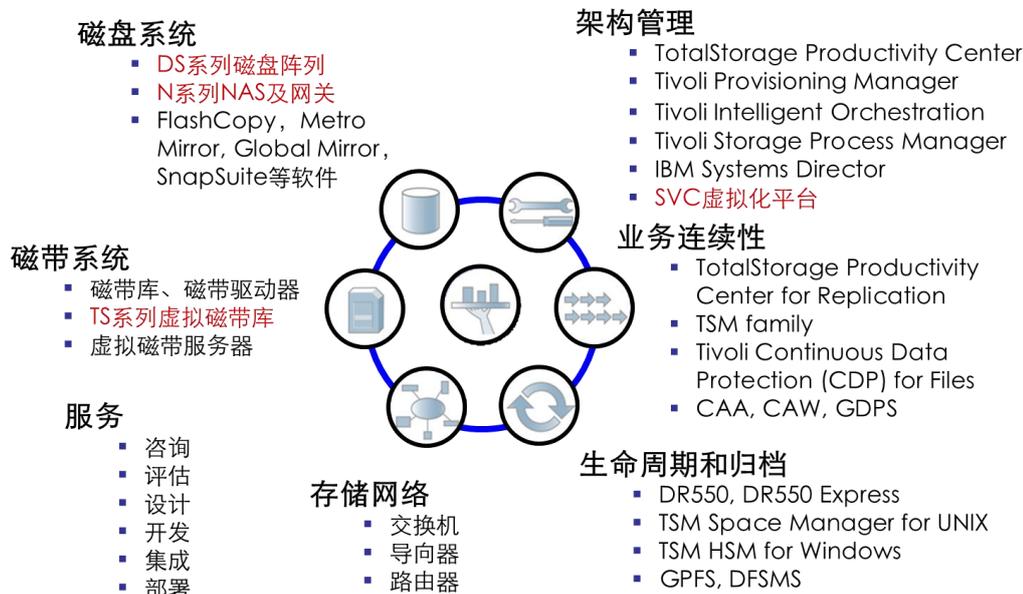
资料来源: 互联网资料, 民生证券研究院

(五) IBM 存储始终居于世界前列

IBM 在全球存储市场始终保持前三名, 是世界领先的存储厂商, 拥有极其的技术和市场能力。IBM 拥有完整存储产品线, 包括服务器、存储、备份以及软件等, 覆盖从低端到高端的各类存储产品。IBM 存储产品采用自有研发和 OEM 两种方式。过去其 OEM 包括 NetApp、Compaq、LSI、Adaptec 等。

IBM 的低端存储产品的主要优势在于捆绑销售, 依托其服务器强大的技术和市场平台, 捆绑其存储产品, 为客户提供完整解决方案。而其高端存储产品依托其强大的解决方案能力, 在银行、电信等核心领域用途广泛。

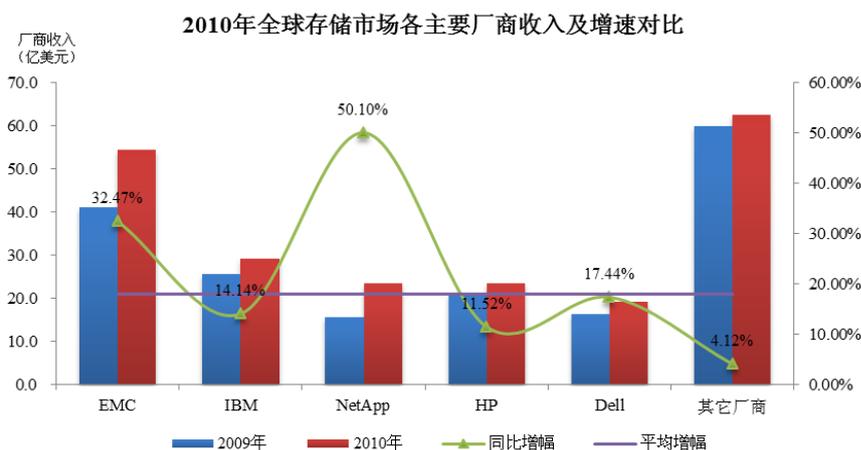
图 9: IBM 提供各类存储产品以及完整解决方案



资料来源: 互联网资料, 民生证券研究院

IBM 存储产品在全球的营收约为 30 亿美元左右, 2014 年遭遇一定程度上的下滑, 下滑约 13%, 但依旧保持市场前三的水平。下滑的主要原因是传统存储设备的销量的大幅下降, 预计随着 IBM 加大对云储存的投入力度 (20 亿美金收购 SoftLayer), IBM 有望在存储领域重新进入高速成长期。

图 10: IBM 存储份额始终居于全球前三



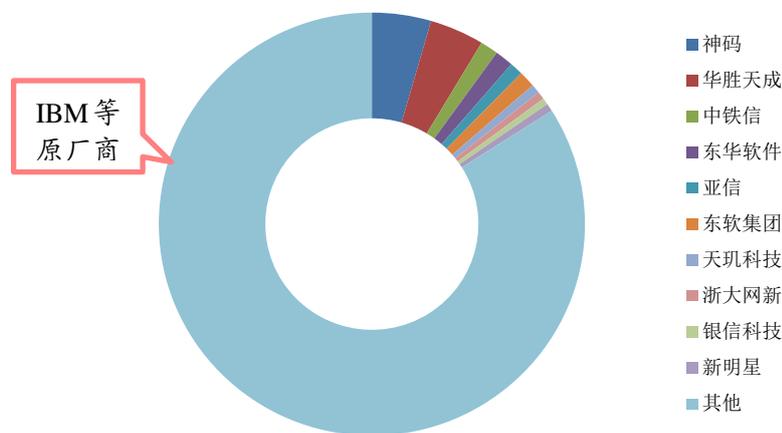
资料来源: 互联网资料, 民生证券研究院

(六) IBM 等原厂商在数据中心管理服务领域优势显著

IT 基础设施建设运营维护服务的参与者有三类公司, 第一类是原厂商, 提供基础软件和硬件, 包括 IBM、HP 等; 第二类专注于 IT 基础设施运维的服务商; 第三类是系统集成商, 部分业务涉及 IT 基础设施运维。公司在 IT 运营维护业务领域的竞争对手有银信科技、天玑科技、荣之联、神州数码、华胜天成等。目前整个 IT 基础设施建设运营维护

服务市场中原厂商在技术和品牌上竞争优势明显, 占据市场主要份额。IBM、HP、ORACLE 等厂商占据了市场 50% 以上的份额。

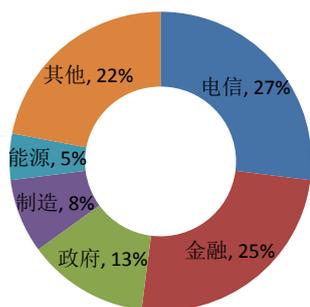
图 11: 过去国内 IT 运维企业所占份额较小



资料来源: 赛迪, 民生证券研究院

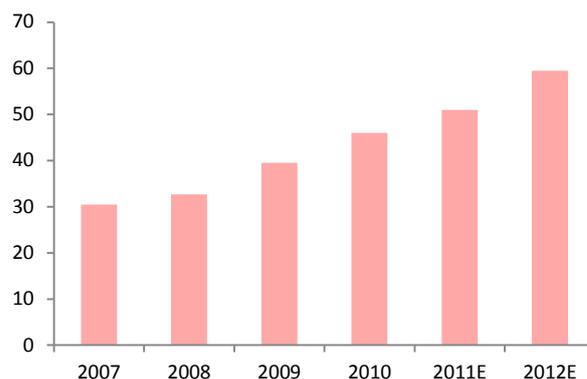
我国数据中心 IT 基础设施的第三方服务市场仍处于较快发展阶段, 2010 年-2014 年市场将以平均 22.40% 的速度增长, 到 2014 年, 市场规模将增加至 310.21 亿元。(资料来源: 计世资讯《2009-2010 中国数据中心第三方 IT 服务市场研究报告》)。其中银行业和电信业对 IT 第三方基础服务的需求占比较高, 根据赛迪顾问数据, 2009 年电信和金融领域的 IT 第三方基础服务需求合计占整个市场规模的 50%。

图 12: IT 运维市场结构, 金融、电信、政府占主流



资料来源: 赛迪, 民生证券研究院

图 13: IT 运维市场增长稳定 (单位: 亿元)



资料来源: 赛迪, 民生证券研究院

三、站在蓝色巨人肩膀上的国产信息化

(一) 借力 CAMP Box, 推进国产高端服务器

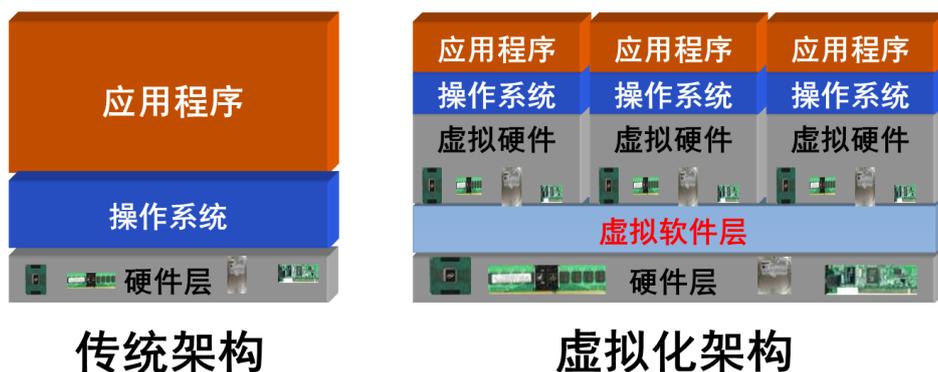
公司是 IBM CAMP Box 国内首家 VAD (增值分销商), 并在此基础上携手 IBM 共同研发

虚拟化工具(PowerDirector)预装在PowerLinux上。公司通过与IBM合作研发的PowerDirector虚拟工具已经达到国际领先水平,在产品的性能和可靠性等方面经过充分测试,相比于传统x86架构的服务器,CAMP Box在性价比、省电节能等方面更胜一筹,有望继续领跑国内高端服务器市场。

虚拟化工具是云计算时代最重要的基础软件之一。虚拟化工具将底层硬件资源进行虚拟化,模拟出多个物理资源。简单说,在同一台服务器上,能够虚拟出多台虚拟的服务器,运行多个操作系统。虚拟化工具是云计算时代的基础架构,其重要性不言而喻。国际顶尖的虚拟化工具及解决方案服务商Vmware的市值一度高达400亿美元。

公司不但在IBM高端Power开放架构上进行底层软件开发,并且投资建设CAMP方案工厂,可以说,公司通过曲线救国方式推动国产高端服务器本土化,并且自主可控,掌握核心知识产权。我们预计,公司通过与IBM合作CAMP Box,并且提供售后服务、运维等方式,有望在该市场赢得10亿人民币以上的营收,大幅提升公司在服务器领域营收份额。

图 14: 虚拟化架构可以充分利用底层硬件资源



资料来源: 互联网资料, 民生证券研究院

(二) 共同开拓智慧城市

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。未来公司作为主集成商,将继续与IBM合作开拓国内智慧城市市场,公司在国内智慧城市领域的订单有望迅速落地,成为国内智慧城市领域的领先服务商。

未来,通过智慧城市产生的大量数据,运营智慧城市是公司转型突围的另一大机遇。公司通过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。

智慧城市空间广阔,国内智慧城市市场空间至少在千亿以上,我们预计智慧城市有望为公

司带来十亿的营收空间。

图 15: 社区的功能十分丰富



资料来源: 民生证券研究院

图 16: 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) 云存储 OEM, 性能国际领先

公司在存储产品的研发上已经投入大量资金, 积累了大量的技术和产品经验。公司某些产品性能上已经达到国际领先水平, 其云存储产品直接作为 IBM 的 OEM 在全球销售。此次战略协议签署后, 公司和 IBM 在存储领域有望加大合作力度, 将更多产品移交给华胜研发、设计和销售, 公司也有望从 IBM 吸收其它存储产品的技术方案, 提升在存储领域的整体实力。IBM 在全球存储市场的营收超过 50 亿美元, 在国内的营收接近 30 亿, 我们预计此块业务有望未来公司带来 10 亿以上的营收规模。

图 17: 与 IBM 合作云存储业务全球领先



资料来源: 互联网资料, 民生证券研究院

(四) IT 数据中心

公司 2010 年成功收购摩卡软件，成为国内在 IT 运维领域，尤其是通过云端方式运维的领先企业。目前公司在电信、金融、制造等领域积累了较为广泛的客户资源。客户遍布全国，并且包括海外客户。公司在运营维护技术上也积累深厚，拥有国内领先的云端运营维护技术，远程监控数据中心，无需派人到现场。此次与 IBM 强强联合后，更加巩固了公司在运营维护市场中的地位，并且有望借助 IBM 在金融、制造和国际客户中强大的市场影响力，进一步拓展客户资源。根据 IBM 在国内运维市场的份额计算，我们预计此块业务有望为公司带来 10 亿的营收空间。

图 18: 公司提供一体化运营维护平台



资料来源: 民生证券研究院

图 19: 公司在运营维护领域积累了广泛的客户资源

通信行业	中国移动: 中国移动集团公司、广西移动、广东移动、福建移动、山东移动、江苏移动、海南移动、安徽移动、吉林移动、天津移动、黑龙江移动、山西移动、陕西移动、西藏移动、河南移动、京移通信设计院... 中国联通: 中国联通总部、吉林联通、甘肃联通、海南联通 ... 中国网通: 北京网通、海南网通、山东网通、山西网通、河南网通 ...
金融领域	上海银行 中国工商银行 中国建设银行 中国交通银行北京分行 中国交通银行吉林分行 中国交通银行广东分行 中国交通银行香港分行... 国泰君安证券有限公司 中国农业银行 海口人行 宁波商行
制造业物流	中国铁路物流 宁波港 东北电网 昆山龙腾光电 大连港 美的集团 Seagate NEC 松下万宝 华润集团 TSMC 合舰半导体 中芯半导体 GSMC 三一重工 ...
国际客户	香港机场 (香港) GlobalRoam (新加坡) Acqual (新加坡) PT Indostat (印尼) Crowne Casino (澳门)

资料来源: 民生证券研究院

四、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。

五、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: 公司在与 IBM 合作后, 将在技术和市场两方面全面领先其它本土 IT 企业	3
图 2: 公司携手 IBM, 深入布局云计算技术, 占据云技术国内龙头地位	4
图 3: 公司与 IBM 合作的蓝云平台, 共同开发云计算市场。	4
图 4: 传统封闭式 IOE 架构面临多方面瓶颈, 倒逼 IBM 开放	5
图 5: IBM 与众多互联网巨头构建战略联盟	6
图 6: IBM Camp box 一体机, 提升高度服务器性价比	6
图 7: IBM 提供众多智慧城市解决方案	7
图 8: IBM 解决方案在国内智慧城市领域应用广泛	7
图 9: IBM 提供各类存储产品以及完整解决方案	8
图 10: IBM 存储份额始终居于全球前三	8
图 11: 过去国内 IT 运维企业所占份额较小	9
图 12: IT 运维市场结构, 金融、电信、政府占主流	9
图 13: IT 运维市场增长稳定 (单位: 亿元)	9
图 14: 虚拟化架构可以充分利用底层硬件资源	10
图 15: 社区的功能十分丰富	11
图 16: 智慧社区为居民及第三方组织提供服务	11
图 17: 与 IBM 合作云存储业务全球领先	11
图 18: 公司提供一体化运营维护平台	12
图 19: 公司在运营维护领域积累了广泛的客户资源	12

表格目录

表 1: 阿里云平台去 IOE 已经完成	5
----------------------------	---

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
EV/EBITDA	25.19	47.52	17.86	11.48
成长能力:				
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%
营运能力:				
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
盈利能力与收益质量:				
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%
资本结构与偿债能力:				
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
每股指标:				
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
流动资产合计	3,800	5,021	5,785	6,711
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
非流动资产合计	756	400	396	392
资产总计	4,556	5,422	6,181	7,103
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
流动负债合计	1,779	2,140	2,737	3,432
长期借款	138	138	138	138
其他非流动负债	94	94	94	94
非流动负债合计	232	232	232	232
负债合计	2,020	2,379	2,976	3,671
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
所有者权益合计	2,535	3,043	3,204	3,432
负债和股东权益合计	4,556	5,422	6,181	7,103

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。