

# 数据库一体机决胜大数据时代

**买入 首次**

目标价格：42元

## 投资要点：

- 受益去 IOE 国家战略，数据库一体机研发成功，爆发在即
- 经验丰富、年富力强的管理层团队把控大数据时代的战略方向
- 海量数据时代，数据中心 IT 第三方服务具备长期刚性需求

## 报告摘要：

- 公司针对去 IOE 化后的市场空缺，顺应数据中心集约、绿色发展方向，有针对性的研发推出 PBdata 数据库一体机。公司数据库一体机是针对大数据环境下的海量数据分析存储而设计的高性能主机；集服务器、存储器、管理应用软件等于一体，整体性能预先调优，免去传统数据中心的前期调优时间，且大大节省了设备占地面积；性能与 Oracle Exadata 相当，价格区间仅是 Exadata 的 40% 左右。另外，公司致力于做云服务平台，为客户提供私有云服务。
- 根据智研数据，我国在建数据中心平均投资规模为 572 万元，而规模超过 500 万元的数据中心占比超 46.81%，数据中心投资规模大，出于成本考虑，无论对现有设备进行升级还是建立灾备中心，采购性价比足、维护简单的数据库一体机都是首选。所以公司数据库一体机 500 万元左右的定价能够充分贴合市场。根据 IDC 数据，2014 年和 2015 年中国数据中心硬件市场规模分别将达 120 亿美元和 130 亿美元，市场空间足够广阔。
- 公司拥有 500 多家优质的客户，忠诚度极高，遍布 25 省份，多是电信、银行、保险公司和政府等，具有较强的价格承受能力和资金支付能力。公司优质的一站式服务和 IT 服务行业性质决定客户高粘性和业务高复制性，老客户订单造就公司业务稳定性；新拓展的客户增厚公司业绩，因此公司业绩具备滚雪球效应。
- 盈利预测与估值：保守估计数据库一体机未来两年的销量分别为 20 万台和 40 万台。预计公司 2014 和 2015 年收入增长率均为 40%，EPS 分别为 0.6 和 0.8 元。首次给予买入评级，未来 6 个月目标价为 42 元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	224.5	313.3	344.9	482	676
增长率(%)	32.59	39.57	10.1%	40%	40%
归母净利润(百万)	53.46	48.21	60.8	83.8	117.5
每股收益	0.80	0.36	0.45	0.6	0.8
市盈率	33.84	75.05	68	49	36

## 中小市值研究组

### 新财富最佳分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

### 分析师：

俞海洋(S1180612060019)

电话：010-88013556

Email: yuhaiyang@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

- 公司深度报告-首航节能-并购西拓拿项目，光热发电提估值  
2014/03/17
- 公司深度报告-天马精化：新设保健品公司成为新亮点  
2014/03/17
- 行业报告-中小市值周报 20140316: 互联网改变国内医疗生态  
2014/03/16
- 行业报告-中小市值周报 20140216: 教育信息化-教育发展的新坐标  
2014/02/16



## 插图

图 1: 公司股权结构图.....	4
图 2: 公司营业收入和净利增长较快 单位 万元.....	5
图 3: 公司主营收入结构 单位 万元.....	5
图 4: 公司业务毛利变动情况 单位 %.....	5
图 5: 2012 年公司毛利结构.....	5
图 6: 智能终端出货量 单位: 百万台.....	6
图 7: 数据中心是信息网络的核心部件.....	7
图 8: IT 基础设施的主要部件.....	8
图 9: IT 基础设施第三方服务市场规模预测 单位 亿元.....	10
图 10: 2010 年 IT 服务市场分布.....	10
图 11: IT 基础设施第三方服务市场分布.....	11
图 12: 电信和金融行业收入占比高.....	12
图 13: 公司的主要客户.....	12
图 14: 公司主营收入结构.....	13
图 15: 2011 年华东市场份额分布.....	13
图 16: 从募投项目看天玑发展思路.....	15
图 17: 区域化扩张和管理体制变革.....	16
图 18: 公司主营收入结构.....	17
图 19: 2011 年华东市场份额分布.....	17
图 20: 主流数据库一体机性能对比图.....	18
图 21: 我国数据中心投资规模.....	19
图 22: 玑云桌面云整体解决方案.....	19
图 23: 玑云桌面云整体解决方案.....	20
图 24: Salesforce 股价走势图.....	21
图 25: Salesforce 财务摘要.....	21
图 26: Service Now 股价走势图.....	22
图 27: Service Now 财务摘要.....	22

## 表格

表 1: 数据中心的 3 大部件.....	7
表 2: IT 基础设施第三方服务具备多方面优势.....	9
表 3: 数据中心 IT 基础设施服务市场规模.....	9
表 4: 2013 年 1-6 月收入前五大客户.....	12
表 5: 2012 年收入前五大客户.....	12
表 6: 公司管理层概况.....	13
表 7: 股权激励.....	14
表 8: 考核目标.....	14
表 9: 募集资金投资项目.....	14

## 一、公司简介：全国领先的 IT 基础设施第三方服务提供商

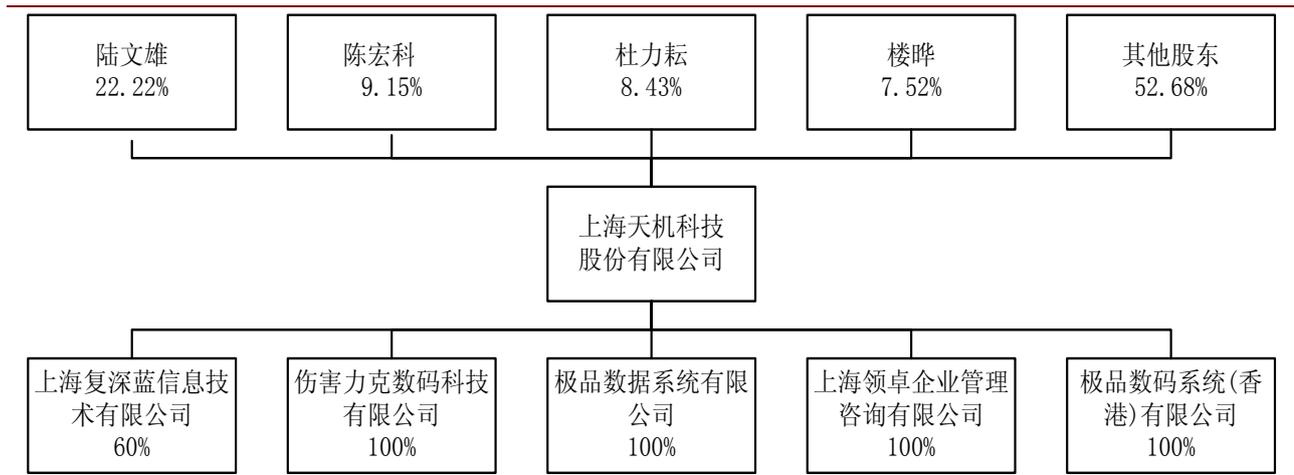
### 1、全国领先的 IT 基础设施第三方服务提供商

上海天玑科技股份有限公司成立于 2001 年 10 月，总部设立在上海，已在沈阳、北京、济南、南京、武汉、成都、杭州和广州等地开设了近 30 家分公司和办事处。公司一直致力于为多品牌产品构成的 IT 基础设施提供第三方服务，主要包括面向政府机构和企事业单位数据中心的 IT 支持与维护服务、IT 专业服务和 IT 外包服务。公司在 IT 基础设施服务领域深耕多年，是全国领先的 IT 基础设施解决方案提供商，凭借自主研发的服务实施软件工具和数据中心运维方案，向用户提供远程服务和现场服务相结合的一站式服务，帮助客户提升 IT 运维管理水平和经营效率。

公司相继通过了质量管理体系认证证书 ISO9001，信息技术服务管理体系认证 ISO20000 和信息安全管理体系认证 ISO27001，并于 2012 年成功通过了软件能力成熟度 CMMI-ML3 国际认证。在 2013 年荣膺“IT 运维支持服务(国内品牌)用户满意度第一”的称号和“上海市著名商标”。

按 3 月 18 日收盘价计算，公司市值约为 43.5 亿元。公司的总股份为 1.40 亿股，其中流通股为 0.61 亿股，占比 44%。公司的主要股东有：陆文雄、陈宏科、杜力耘和楼晔，合计持股 47.32%。董事长陆文雄，控制 22.22% 的股份，是公司的实际控制人。公司中高层普遍拥有股份，且参与股权激励，对公司发展十分有利。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告 宏源证券

### 2、主营业务介绍

公司的主营业务主要包括 IT 支持与维护服务、IT 外包服务、IT 专业服务、IT 软件服务和软硬件销售：

1. IT 支持与维护服务：主要是为用户 IT 基础设施排除故障。指在用户购买 IT 产品后，帮助用户正确使用，排除 IT 产品故障，保障其功效正常发挥的服务。包括承诺的产品保修期内的厂商服务和保修期后的延展收费服务。分为预防性服务项目和响应服务项目，主要包括：定期的设备和系统环境检查、技术支持响应、故障解决、部件更换等服务。

2. IT 专业服务：主要是为用户 IT 基础设施优化性能。指面向数据中心 IT 基础设施的专业咨询和技术实施服务。公司以项目服务形式向用户提供专业咨询和技术实施服务，主要包括：系统规划、系统设计、系统评估等咨询类服务，和系统安装、系统配置、系统升级、系统迁移、设备搬迁和系统优化等实施类服务。

3. IT 外包服务：主要是为用户 IT 基础设施提供日常运营及管理。指利用 IT 系统来帮助用户完成某项流程或任务，支持自身目标实现的服务集合。向用户提供基于 ITIL 国际标准规范的 IT 系统管理服务，主要包

括专人驻场服务、远程运维服务和系统托管运维服务。

4. IT 软件服务：主要是为用户提供管理软件和实施服务一体化打包的软件服务。括提供成熟的软件产品、专业软件测试、软件外包、IT 服务管理咨询、IT 技术培训和综合性解决方案。

2009-2013 年，公司营业收入从 1.2 亿元增长至 3.7 亿元，复合年均增长率为 31.6%；净利润从 2989 万元，增长至 6000 万元，复合年均增长率为 19.0%。公司收入和净利均呈现良好的上升趋势。

图 2: 公司营业收入和净利增长较快 单位 万元



资料来源: 公司公告 宏源证券

图 3: 公司主营收入结构 单位 万元



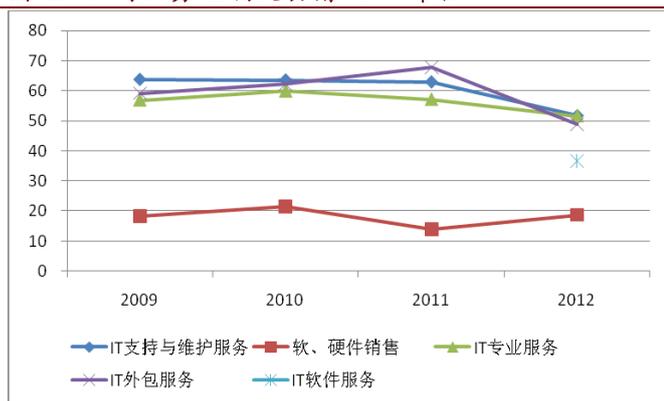
资料来源: 公司公告 宏源证券

IT 支持与维护服务是公司最主要的收入和利润来源，2009-2012 年，收入增长至 1.45 亿元，增长 153%；收入增加的同时，占营业总收入比重从 2009 年的 79% 降至 2012 年的 46%。公司收入和净利均呈现良好的上升趋势。

IT 外包服务和软硬件销售收入是公司的收入增长点，复合年均增长率分别为 109% 和 83%，合计收入占比快速提升至 39.11%，使公司摆脱了对于 IT 支持与维护的过度依赖。

公司通过收购上海复深蓝科技有限公司进军 IT 软件服务并互补客户资源，2012 年取得收入 3659 万元。IT 专业服务收入较为依赖单个项目的贡献，所以业绩呈现一定的波动性。

图 4: 公司业务毛利变动情况 单位 %



资料来源: WIND 宏源证券

图 5: 2012 年公司毛利结构



资料来源: WIND 宏源证券

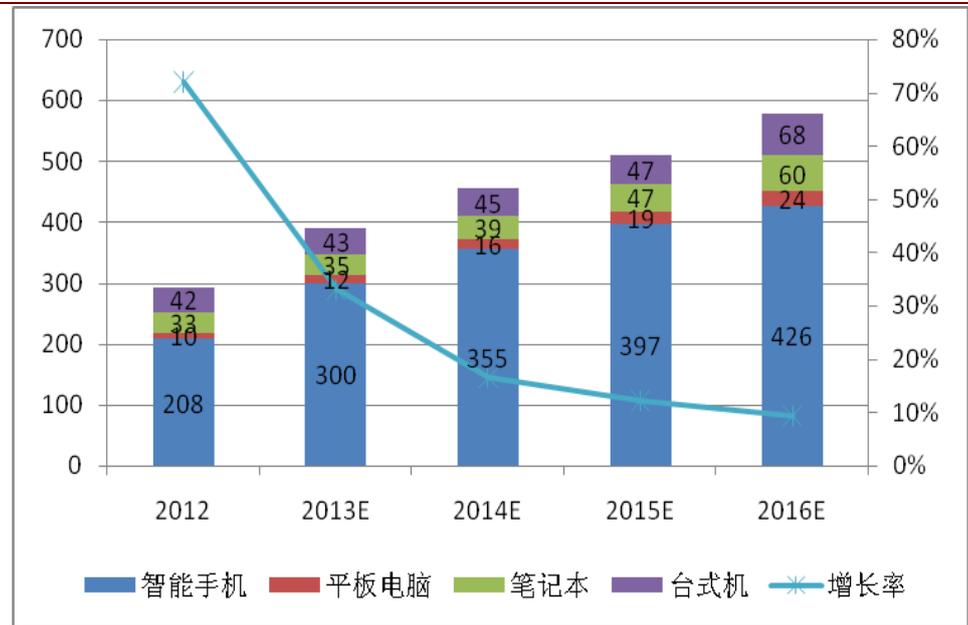
## 二、行业分析：信息大爆炸背景下，IT 基础设施第三方服务市场持续增长

### 1、数据中心是海量数据社会的核心

随着互联网和信息技术的进步，IT 技术应用日趋广泛。智能终端作为 IT 技术应用的表现形式，从其销售量就可以看出信息技术扩散速度之快。2013 年，智能终端设备出货量达 3.9 亿台，增长 33%。随着国内 3G 网络的

建成和 4G 网络的建设提速、智能终端规模化生产导致的销售价格的下降和人们使用习惯的变化，生活将逐渐快速化、信息化、数字化、智能化。

图 6: 智能终端出货量 单位: 百万台



资料来源: IDC 宏源证券

生活的智能化是通过终端和数据中心来实现的。这一过程是：人们通过使用各种信息终端，如手机、电脑、ATM 机、身份证(一卡通)等，终端首先把接收到的信息数字化，通过媒介把数字化信息传输到数据中心，然后数据中心把接收到的海量数据进行处理，并最终把数据传输到相应的接收者或者存储起来进行整理、分析和储存。

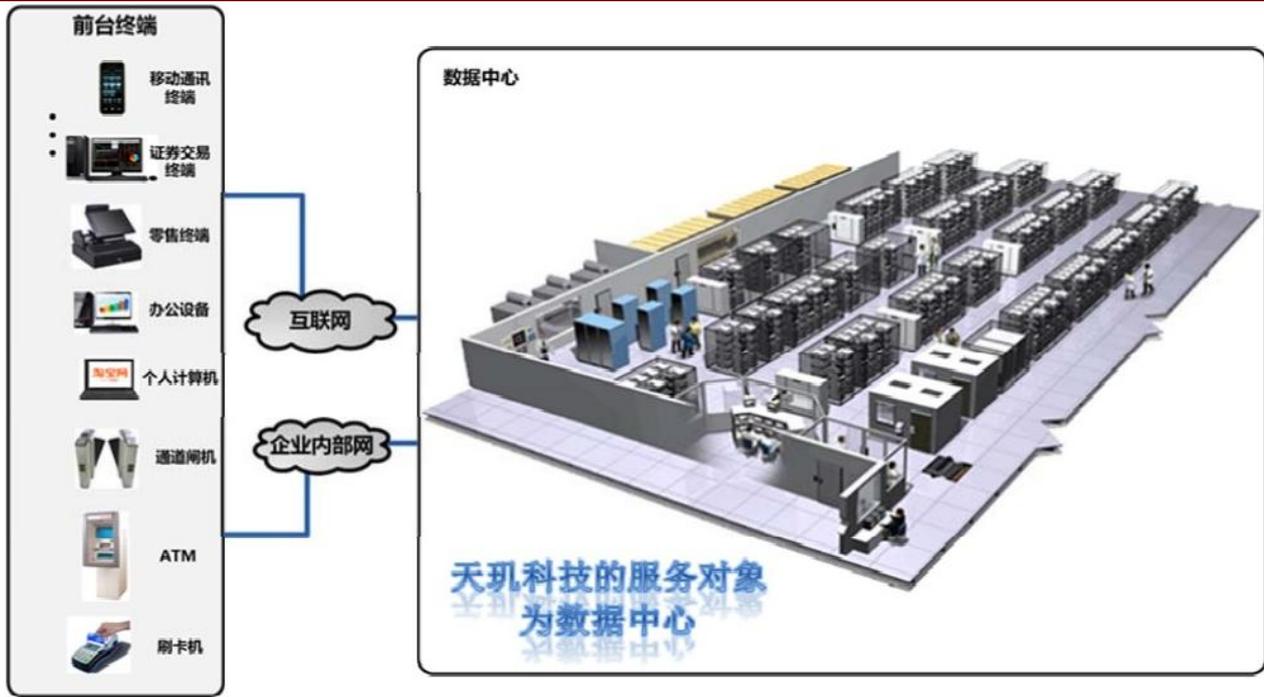
智能化是大数据应用的结果，2012 年全球数据产生量达到 ZB 级 (1PB=1024TB)，而截止 2012 年，人类文明所有文字印刷材料约合 200PB，IBM 研究称，整个人类文明的数据量中 90%是 2010-2011 年产生的。IDC 预测，2012-2020 年，全球产生的数据量将达到 40ZB (1ZB=100 万 PB)，相当于地球上的每个人产生 5200GB 的数据。当下的社会已经进入海量数据的时代。信息的传播速度也在飞速的加快，以移动互联网为例：2G、3G、4G 的下行速度分别为：2G: 250kbps; 3G: 3-14Mbps; 4G: 100Mbps。4G 网速相当于 3G 的 7-33 倍，相当于 2G 的 4000 倍。

数据中心之于信息网络就像主机之于电脑，使用者通过键盘(信息终端)输入的各种信息经过主机(信息中心)处理，最后在屏幕(信息终端)获得想要的结果。数据中心承担着数据的计算、存储、查询和发布，是当下信息和互联网社会得以正常运转的核心部件，是新一代信息技术应用的支撑平台。

2013 年，五部委发布《数据中心建设布局指导意见》，明确鼓励中小企业建立数据中心，鼓励政府企事业单位涉足云服务，合理布局大型数据中心。随着云计算、大数据、移动互联等信息技术的广泛应用，智慧城市、数字媒体、互联网金融、互联网医疗和物联网等概念的兴起，互联网渗透率不断提升，传统产业的业务逐渐向互联网转移，在海量数据的背景下，数据中心规模将不断扩大，数量将不断增加，数据的快速读取、分析和调用将是基本常态，数据中心的运行效率和稳定性就显得尤为关键，对数据中心的维护需求也将变得日益迫切。

数据中心的数量处理量越来越多，数据结构越来越复杂，耗能越来越高，云计算具备数据处理量大、扩展灵活、故障率低、成本低、能耗低等优势，是新一代信息技术发展的方向。基于分布式存储计算的云计算数据中心和基于按需服务的高效率云服务将是未来发展的趋势，云将推动数据中心建设进入新的发展阶段。据 CCID 数据：2010-2013 年，我国云计算规模从 167 亿元，增加至 1174 亿元，复合年均增长率达 91.5%。而三大电信运营商将占据云计算支出的主体地位。

图 7: 数据中心是信息网络的核心部件



资料来源: 招股说明书 宏源证券

## 2、IT 基础设施是数据中心的核⼼部件

数据中心根据使用环境可分为 3 大主要部件，分别为机房基础设施、IT 基础设施和 IT 应用软件。

IT 基础设施科技含量最高，成本高昂，生命周期较长，后期维护费用不菲，是数据中心的核⼼部件。国外厂商因为涉足较早，技术和资金实力雄厚，占据了国内的主要市场。

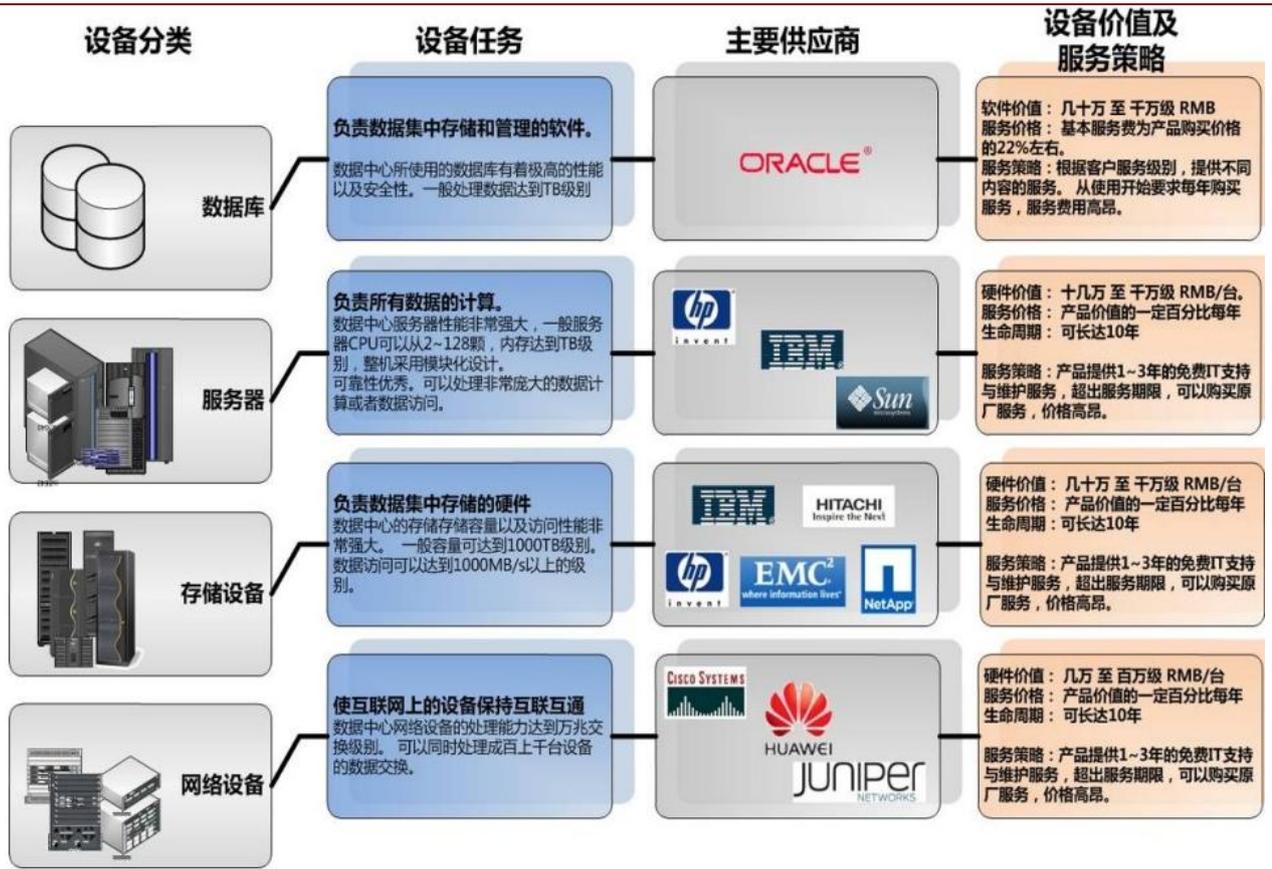
表 1: 数据中心的 3 大部件

部件	定义	主要组成	备注
机房基础环境	数据中心的存放地	机房、供电系统、空调系统、整体布线、安保系统等	
IT 基础设施	数据进行处理的软件和硬件平台	基础硬件: 服务器、存储器和网络设备 基础软件: 底层数据库、操作系统、安全系统	天玑科技主要服务对象是数据中心的 IT 基础设施运维、外包。
IT 应用软件	为满足客户需求，基于数据中心软硬件平台，而开发各种软件程序。	企业 ERP 系统、OA 系统、预算系统、网银系统、电商系统等	通过收购上海复深蓝，将公司业务拓展至 IT 应用软件开发和测试等。

资料来源: 宏源证券

IT 基础设施主要包含: 数据库、服务器、存储设备和网络设备。传统 IOE 设备是指，IBM 小型机、ORACLE 数据库和 EMC 存储设备组成的一个从软件到硬件的数据中心 IT 基础设施黄金搭档，IOE 设备被广泛用于我国各行各业的信息系统中。组建一套传统 IOE 设备、网络设备构成的数据中心至少需要百万元，设备使用寿命大概为 10 年。因为长期而密集的使用，所以每年的软硬件维护是必不可少的。

图 8: IT 基础设施的主要部件



资料来源：招股说明书 宏源证券

### 3、优势明显、政策扶持，数据中心 IT 基础设施第三方服务市场前景广阔

数据中心投入使用后需要 7X24 小时高效性运转，这也是用户的业务得以连续经营的主要支撑。同时，因为企业业务的变化，IT 设备不断增加，应用程序的不断扩展，数据中心承担极大的性能压力和异构环境压力，因此信息中心 IT 基础设施的调试和维护非常重要，若发生故障，需要立即进行修复。数据中心的使用者迫切需要提供长期、价优和高质量的服务商建立长久而稳定的合作关系。

根据服务类型，基础设施服务可分为 3 种：1 原厂商服务：IBM、HP、ORACLE、EMC 等；2 第三方服务：天玑科技、银信科技等；3 代理商服务(大部分代理商会选择转包原厂，导致毛利率较低)：华胜天成、神州数码等。

#### 原厂商服务和企业自建 IT 维护部门成本高，第三方服务具备多方面优势：

1. 原厂商服务价格高昂：基础设备价格较高，设备供应商提供后续服务的收费标准在设备价值的 8-10%/年，ORACLE 数据库维护成本更高，而设备的生命周期约为 7-10 年，所以设备使用成本非常高昂。而代理商大多以转包为主，不具备竞争优势。
2. 原厂商的服务存在局限性：IT 基础设施包含数据库、服务器、存储设备和网络设备，每类设备都有不通的品牌，每种品牌的设备都是基于自身技术特点、优势和不同的系统平台而开发的，所以数据中心设备是在复杂的异构环境下运行的，出现设备不兼容的概率较高。原厂商服务较多单一，多是针对自身设备而提供维护，较少考虑竞争对手的设备维护方法和基于异构环境下的综合维护方法。
3. 自建 IT 支持与维护部门费用高：数据中心的用户的行业分布较广，维护涉及软件、硬件和数据库等多个方面，且随着公司应用扩展，数据中心 IT 基础设施越来越复杂，异构环境对运维提出更高要求，所以自建 IT 维护部门的人工薪资成本高，人员使用率低没有规模效应，导致整体性价比低。

相比之下，IT 基础设施第三方服务具有多方面优势：价格一般为原厂价格的 70%-80%；第三方服务商具有多品牌维护经验，解决了原厂商服务覆盖面窄的问题；熟悉各厂商优缺点，更符合复杂异构环境下的设备维护要求，人员掌握细分领域维护技能，人员使用率高更能产生规模效益。把 IT 基础设施维护外包给第三方服务商将是今后发展的趋势。

**表 2: IT 基础设施第三方服务具备多方面优势**

序号	优势	说明
1	跨系统、跨平台一站式、个性化服务	单一原厂商提供服务已经难以满足日益复杂的 IT 系统环境，而设备原厂商提供的支持服务仅针对自身品牌，在这种背景下，具有多品牌服务能力专业第三方 IT 服务提供商竞争优势日趋明显。具有灵活的服务意识，能根据实际情况出发，针对异构环境，提供一体化服务。
2	态度中立	第三方服务本身不提供技术产品，更加客观中立看待各家厂商优缺点，能提供较为客观的服务方案和优化方案。
3	性价比	多年跨平台经验积累，在各项服务中为客户降低了成本，价格约为原厂商的 70%-80%，使客户逐步拜托对高成本原厂服务的依赖。

资料来源 招股说明书 宏源证券

### 政策鼓励信息产业发展

公司所属电子信息产业是战略新兴产业，属于国家重点扶持行业，2009 年 2 月工信部发布《电子信息产业调整振兴规划》，确保产业稳定增长，加大推动产业服务模式创新；同年 9 月，中国人民银行等六部门联合下发《关于金融支持服务外包产业发展的若干意见》鼓励金融机构将非核心后台业务外包，做好对服务外包行业的支持；2011 年 4 月，工信部等 5 部门印发《关于加快推进信息化与工业化深度融合的若干意见》，推动传统工业的信息化进程；2012 年 4 月，工信部发布了《软件和信息技术服务业十二五发展规划》明确提出到 2015 年，软件信息技术服务收入要超过 2.5 万亿，究制定和推广信息技术服务标准 ITSS，加快培育信息服务市场；年，各地方政府陆续出台全面推进各行各业的信息化建设鼓励政策。

2013 年 8 月，国务院引发《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》，指出要加快信息基础设施建设和信息产业优化升级，丰富信息消费内容。这一政策的出台无疑将推动 IT 服务快速增长。

2013 年，新一届政府将智慧城市提升到国家战略高度，智慧城市是指城市信息化，是将新一代互联网信息技术充分运用到各行各业中，涉及：服务型政府、公共服务、交通、教育、医疗、电信媒体和能源等。未来 10 年，与此相关的投入将达到 2 万亿，IT 产业的收益将是长期的。

### IT 基础设施第三方服务市场规模将快速增加：

2011 年我国 IT 服务支出占 IT 总支出的比例为 10%，而全球 IT 服务占 IT 总支出的比例约为 33%，我国 IT 服务市场规模提升空间较大。2007 年，中国数据中心 IT 基础设施服务市场总规模为 204.67 亿元，第三方服务市场规模为 74.84 亿元，占服务市场总规模的 37%，2012 年，第三方服务市场规模快速增加至 214.46 亿元，同比增加 18.6%，增幅远高于原厂商的 5.1%，第三方服务市场规模占比快速提升至 45%。

**表 3: 数据中心 IT 基础设施服务市场规模 单位 亿元**

年份	第三方服务 市场规模	原厂商服务 市场规模	中国数据中心基础 设施服务市场总规模	第三方服务 市场规模 增长率	原厂商服务 市场规模 增长率	第三方服务 市场规模 占比	原厂商服务 市场规模 占比
2007 年	74.84	129.63	204.47	-	-	37%	63%
2009 年	113.03	174.57	287.6	51%	35%	39%	61%
2012 年	214.46	261.74	476.2	90%	50%	45%	55%

资料来源: CCW 宏源证券

尽管从占比来看原厂商依旧领先,但从绝对增速来看,2007-2009年,第三方服务市场规模上涨187%,同期原厂商服务市场规模上涨102%。第三方服务使得用户从基础设施维护的高成本中脱离出来,专注于自身核心业务发展。随着信息化程度不断提高,数据中心的数量、规模和复杂程度将不断提高,异构环境和应用程序的增加会使得数据中心支持和维护需求日益迫切,第三方服务提供商并凭借跨品牌、跨平台、定制化、一站式服务等优势,将迎来大发展。占比将逐渐提高,数据中心IT基础设施服务市场被原厂商占据的局面将逐渐改变。

另外,IT第三方厂商已经具备了较强的竞争力,凭借本土化优势,在去IOE化的大背景下,有望首先获益,原厂商的55%的份额有率先被IT第三方服务商蚕食。

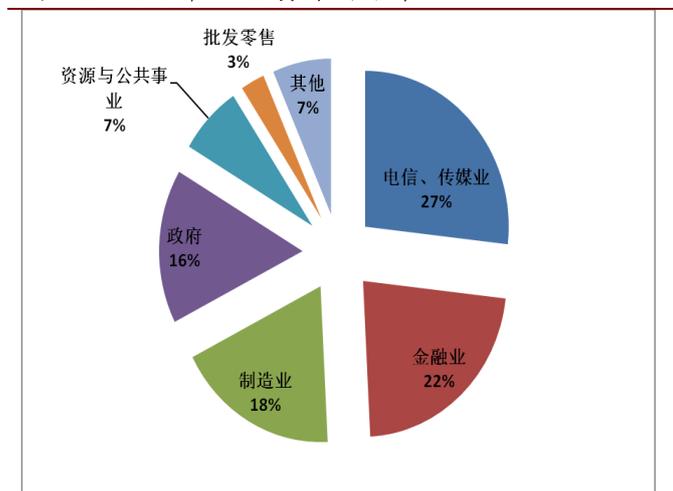
据计世资讯(CCW Research)预测,2013-2017年我国数据中心IT基础设施第三方服务市场规模大幅增长将成必然,预计将以复合年均增长率20%的速度增长,2017年第三方服务市场规模将达529亿元,相比2013年增长147%。

图 9: IT 基础设施第三方服务市场规模预测 单位 亿元



资料来源: WIND 宏源证券

图 10: 2010 年 IT 服务市场分布



资料来源: IDC 宏源证券

#### 4、电信、金融和政府部门是 IT 服务重要支出部门

电信传媒、金融、制造和政府是IT服务市场的主要支出者,4大行业支出占比超83.5%。以上行业特点是,规模大、信息化程度高,多处于行业垄断地位,盈利和支付能力强。

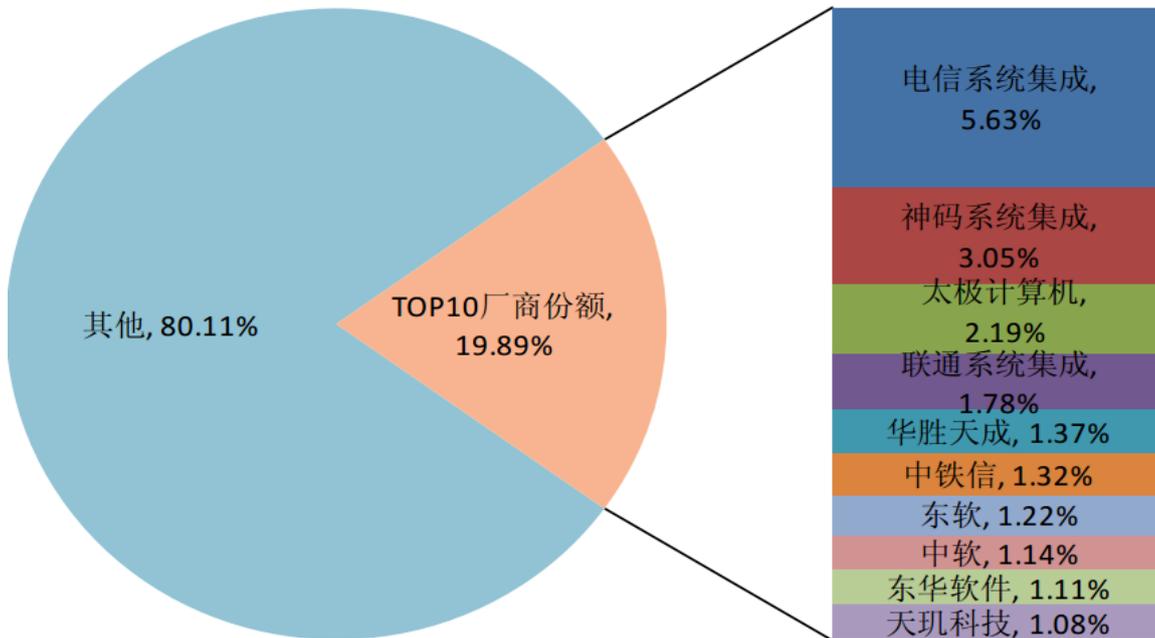
随着4G网络的建设,数据产出量增加,数据传输速度的加快,电信行业数据中心和灾备中心的需求将不断增加。而互联网金融的出现迫使金融行业加速加大数据中心的投资。公共交通、电力、医疗、物联网、三网融合等新兴事物的快速成长必然会推动数据中心的需求。因此在信息化时代背景下,数据中心需求提升是大趋势,而衍生出的IT服务市场,将获得长期的发展。

中小企业占数量占压倒性优势,虽然有数据中心需求,限于资金短板无法承担高额的数据中心建设和维护费用。云计算和大数据等新兴信息技术的应用和推广将会促进数据中心和IT服务的发展。无需固定资源、人员投资、按需购买的云计算数据中心、和高集成、低成本的一体机能够迎合数量庞大的中小企业的需求,进而有望将迎来迅速的发展。

#### 5、IT 基础设施第三方服务行业集中度低

数据中心第三方服务市场属于新兴市场,行业规模发展虽然较为迅速,但品牌众多,行业整体尚处于起步阶段。2009年,前10大服务商市场份额之和不足20%,市场集中度较低,行业整合是大趋势。

图 11: IT 基础设施第三方服务市场分布



数据来源: CCW Research, 2010/03

资料来源: CCW 招股说明书 宏源证券

## 6、IT 基础设施第三方服务行业特征总结

数据中心是网络的核心,在海量数据的背景下,具备长期的刚性需求建设基础。随着绿色和集约化是数据中心需要解决的问题。基于分布式存储计算的云计算数据中心和基于按需服务的高效率云服务将是未来发展的趋势,云将推动数据中心建设进入新的发展阶段。

为保证数据中心 24\*7 小时高效运行,对其的支持和维护具有绝对重要的意义。数据中心的在愈发复杂的异构环境下运行,具有创新性、一条龙式服务的 IT 服务商将取得竞争优势。

第三方服务厂商在严苛异构环境下相比原厂商具有灵活性强、客观中立、性价比足和个性化的一站式服务等特点,迎合了市场的需求。在去 IOE 化背景下,国内 IT 服务提供商凭借明显的本土化优势,随着技术经验的积累,市场份额将快速上升,超过原厂商服务市场份额只是时间问题。我们认为第三方服务市场规模上升空间大,并将逐步超越原厂商服务市场规模。

第三方服务行业的前四大客户是电信传媒、金融、制造业和政府,占比超 80%。在去 IOE 的背景下,电信、金融和政府部门对于信息安全需求将首先释放,未来数据中心 IT 服务需求还将主要聚集在以上行业。按需服务的新能云服务,凭借低成本将获得中小企业的青睐。

第三方服务行业处于起步阶段,市场集中度较低。行业毛利率水平较高,这必将吸引更多的服务商的加入,随着原厂商的降价,行业整体毛利率将走低,势必会淘汰一部分中小企业,届时将出现大量的并购机会,所以行业整合趋于集中是大趋势。具有雄厚资金实力的企业通过并购取得更多的市场份额迅速做大,通过提高人员复用率降低成本迅速做强。

## 三、公司分析

### 1、公司的核心竞争优势

#### 1.1 长期优质的客户,滚雪球式的增长

长期优质的客户:2003 年至今,公司客户从 20 余家发展至 500 多家,涵盖电信、银行、保险、政府、电商、能源、交通等,其中中国银联和电信运营商是公司的主要客户。以上行业客户的明显特征是,公司规模大,盈利

能力强，多处于垄断地位，因此具有较强的价格承受能力和资金支付能力。电信和银行业收入是公司的主要收入来源，2010-2012 年分别收入 1 亿、1.2 亿和 1.7 亿，增长 71%，收入占比稳定在 55%左右，毛利贡献稳定，得益于此，公司能够获得较为稳定的现金流，为公司业务的拓展提供坚实基础。公司与客户合作关系稳定，与 2013 年上半年前五大客户中的 4 个有多年的合作经历，通过不断发现和满足客户需求，提高服务质量，建立长期而稳定的合作关系，使得客户忠诚度极高。

滚雪球式的增长：电信和银行业信息化程度较高的，日均数据处理量大，对数据中心的管理和运维技术要求很高，作为 IT 服务的高端行业对公司拓展其他行业客户具有很强的标杆作用，因此公司业务具备高度可复制性。

另外，由于 IT 服务过程中与客户员工长期在统一场所工作，因此在维护客户关系和提升客户满意度方面有很强的正反馈效应，而且随着合作时间的增加，与客户建立的合作关系就越牢固。除非发生重大服务事故，不然客户不会选择更换服务提供商。

IT 服务行业性质决定高客户粘性和业务高可复制性，老客户订单造就公司业务的稳定性；新拓展的客户，在服务到位的基础上，为公司带来新增长点，增厚的公司业绩，使得公司业绩具有滚雪球效应。

**表 4: 2013 年 1-6 月收入前五大客户**

公司名称	合作关系始于	合作年限	2013 年 1-6 月收入(百万元)
中国银联	2008 年 11 月	6	15
中国移动浙江分公司	2003 年 1 月	11	14
中国太平洋保险	2012 年	2	6.4
中国联合网络通信	2005 年 5 月	9	7.4
中盈优创资讯	2007 年 7 月	7	5.7

资料来源: CCW 宏源证券

**表 5: 2012 年收入前五大客户**

排名	公司名称	2012 年收入 (百万元)
1	中国银联	46.8
2	中国移动浙江分公司	19.6
3	中国联合网络通信	15.5
4	中国电信	12.3
5	衣念(上海)时贸	9.2

资料来源: CCW 宏源证券

**图 12: 电信和金融行业收入占比高 单位 元**



资料来源: WIND 宏源证券

**图 13: 公司的主要客户**



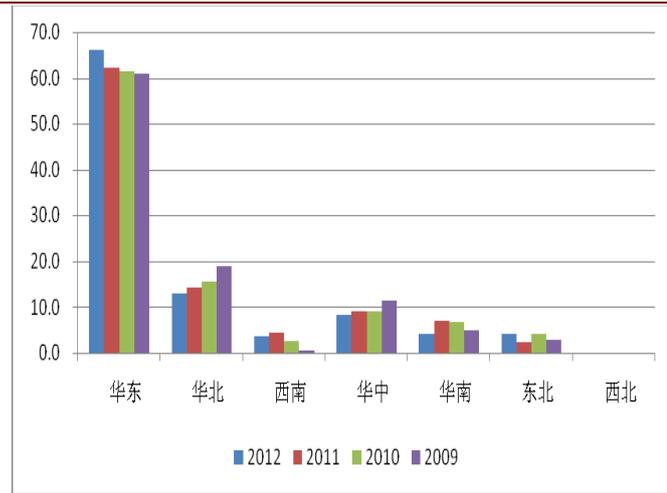
资料来源: 公司网站 宏源证券

### 1.2 地区品牌优势明显

公司总部坐落在华东经济中心上海，进入 IT 第三方服务市场的时间较早，凭借技术和成本优势在华东市场深耕多年，在华东地区拥有非常高的品牌知名度。2011 年，公司在华东市场拥有 2.7% 的市场份额，位列第二位。

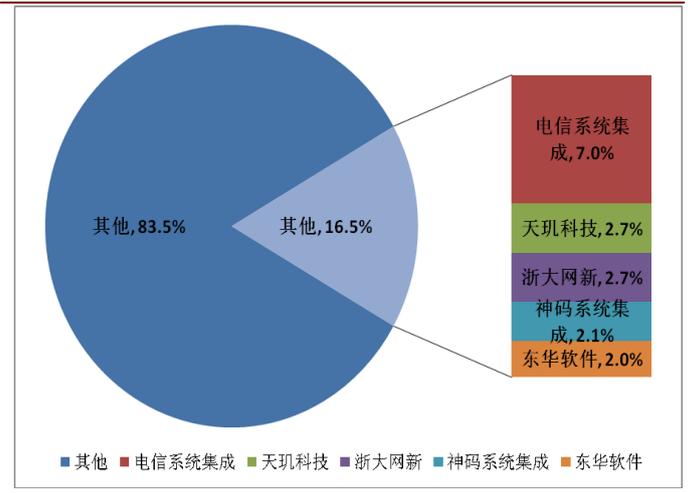
华东地区经济发展水平高，基础设施建设条件优良，交通便利，因此 IT 供应商纷纷落户在华东地区，数据中心维护需求量大。计世资讯数据显示，2011 年华东地区数据中心基础设施第三方服务市场规模达到 45 亿元，预计 2015 年市场规模将达到 91.5 亿元。因此公司业绩发展具备稳定的基础。

图 14: 公司主营收入结构 单位 %



资料来源: WIND 宏源证券

图 15: 2011 年华东市场份额分布



资料来源: CCW 宏源证券

### 1.3 技术与经验优势

截止 2012 年底，公司拥有员工 1075 人，其中各类技术岗位员工共计 865 人，占比 80.46%。根据多年服务经验，把技术团队高、中、初级工程师按照 1: 2: 7 的比例进行配置，提高了人员使用效率。管理层及核心技术人员多拥有多年的知名跨国 IT 企业工作经验，长期专注于 IT 基础设施服务，对市场和技术发展趋势有着深刻的理解。

公司注重人才培养机制，建立了天玑学院，模拟各种环境搭建实验室，每年投入资金对员工进行培训。每年的研发费用约占营业收入 4-5%，2012 年度的研发支出是 1646 万元。围绕市场和技术发展趋势，通过大量的研发投入，公司目前拥有了 33 项计算机软件著作权登记证书、掌握了几十项核心技术。公司的核心技术和软件的兼容性强，实用性高，更符合 IT 服务的要求。公司针对数据中心复杂的异构环境，向客户提供多层次一站式服务，这不仅增加了公司业务的延展性，深挖现有客户需求，还有利于提高客户粘性，公司的客户保有率接近 100%。

### 1.4 年富力强的管理层团队和普惠中层的股权激励政策

公司核心管理层年富力强，平均年龄为 42 岁；行业管理经验非常丰富，拥有多年国际知名 IT 企业中高层工作经验，平均从业年限达 17 年。

公司核心管理层凭借丰富的行业管理经验，对 IT 服务的动态和发展趋势有着理解的深刻，有助于把握公司运行管理形势，对公司未来发展奠定了坚实的基础。

表 6: 公司管理层概况

姓名	职位	年龄	从业年限	行业经验
陆文雄	董事长/创始人	47	23	原上海贝尔移动部全国营销总监，原 HP 电信行业销售副总经理
陈宏科	董事/创始人	45	21	原上海宝钢软件技术主管、原 HP 上海分公司顾问经理
武雪松	北京分公司总经理	39	13	原 HP 华北区销售经理、原 ORACLE 政府、金融行业销售总监
姜蓓蓓	上海分公司	43	20	原 HP 华东地区销售总经理

总经理				
楼晔	杭州分公司总经理	40	16	原 IBM 中国上海分公司客服主管
杨万强	上海复深蓝公司总经理	40	15	创立上海复深蓝、国家火炬计划“开放式金融前端开发平台”主力研发人员、领导研发上海市和国家创新基金的“金融交易测试工具软件”
周全	武汉分公司总经理	42	21	原 HP 销售经理、原天津日电研发工程师
陆廷洁	董事会秘书	38	12	2002 年加入天玑至今

资料来源：公司公告 宏源证券

IT 服务业属于人力密集型和技术密集型产业，竞争的是服务和技术，而服务和技术的竞争本质上就是人才的竞争。谁掌握了人才就掌握了主动权。

公司的股权激励方案侧重中层、核心业务人员和技术人员的激励，占比超 83%，平均股数为 6.75 万股，按当前股价来算，相当于平均每人获得约 200 万元的奖励，这能够帮助公司稳定现有人才并吸引潜在人才，使得企业与员工形成利益共同体，提升了员工的工作积极性，改善了劳资关系。这对于正值高速发展期的公司来说是非常关键的。

**表 7: 股权激励**

姓名	职位	股数(万股)	授予价格
武雪松	董事	20	4.81
陆廷洁	董秘	20	4.81
中层管理人员、核心业务/技术人员 (76 人)		513 (平均 6.75 万股)	4.81
预留限制性股票数		65	-
总计		618	-

资料来源：公司公告 宏源证券

业绩考核目标为最低考核目标，对应 2014 年和 2015 年的扣非净利润为 6505 万元和 7676 万元。

**表 8: 考核目标**

解锁安排	绩效考核目标 (均为扣非后的净利和 ROE)
第一次解锁	相比 2012 年，2013 净利增长率不低于 25%，ROE 不低于 9.5%。
第二次解锁	相比 2012 年，2014 净利增长率不低于 50%，ROE 不低于 10%。
第三次解锁	相比 2012 年，2015 净利增长率不低于 77%，ROE 不低于 10.5%。

资料来源：公司公告 宏源证券

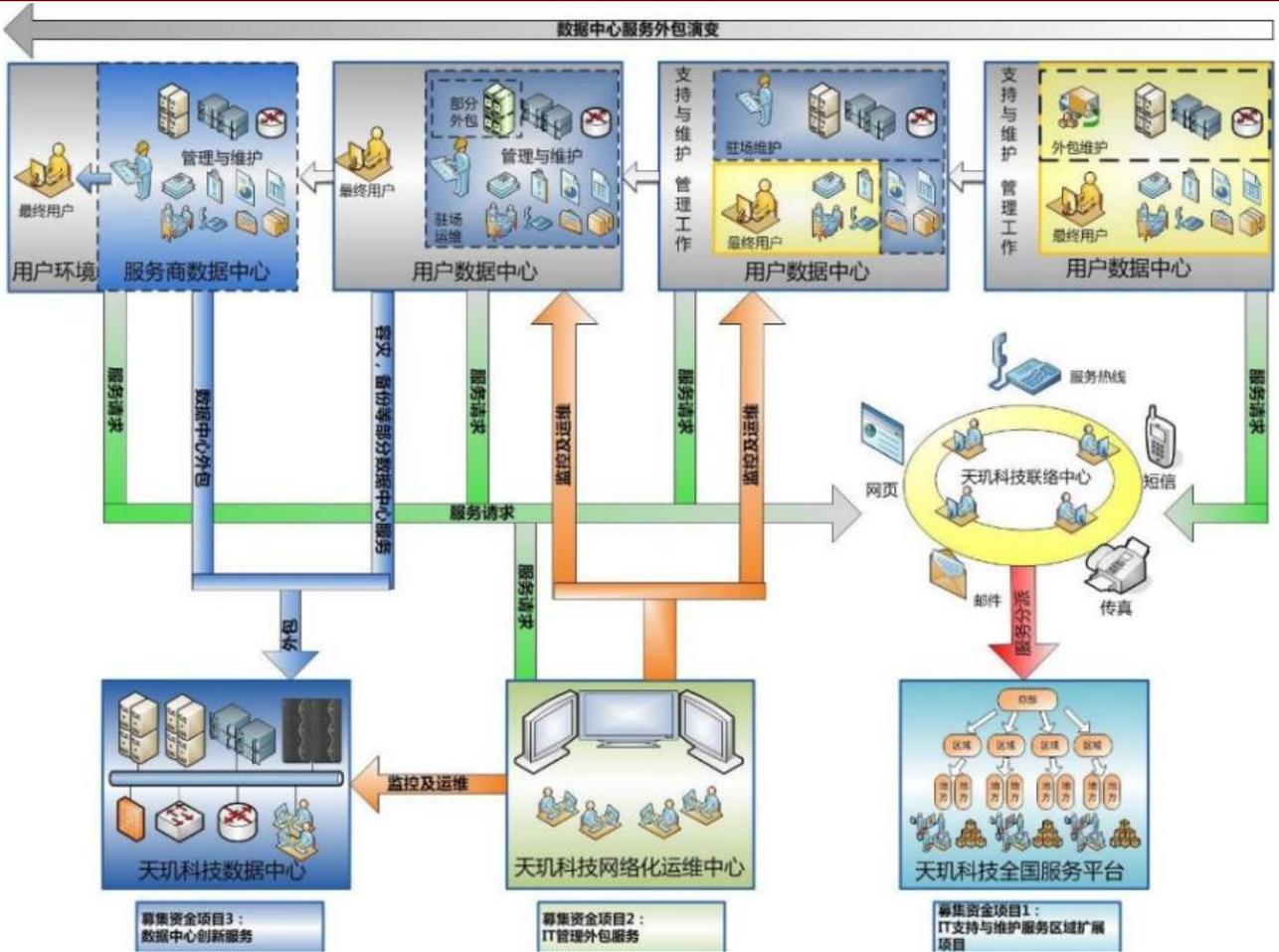
## 2、公司战略布局分析

**表 9: 募集资金投资项目**

序号	项目	投入资金	进度	预计到达可使用状态时间	建设
1	IT 基础设施支持与维护服务区域扩展项目	9500 万元	40.94%	2014 年 12 月 31 日	4 个区域化备件中心和承载平台。
2	IT 管理外包服务项目	4800 万元	7.64%	2015 年 12 月 31 日	上海建设 1 个网络化运维中心
3	数据中心创新服务项目	4300 万元	12.74%	2015 年 12 月 31 日	创新服务办公室和验证测试中心：天玑桌面和一体机等

资料来源：公司公告 宏源证券

图 16: 从募投项目看天玑发展思路



资料来源: 招股说明书 宏源证券

整体战略思路: 全国性扩张: 由区域性 IT 第三方服务商向全国性服务商转变; 服务模式改变: 从驻场维护-传统后台支持, 到驻场维护-网络化运维中心后台支持转变; 服务内容扩展: 从提供最基本的软硬件维护服务向数据中心整体外包逐渐转变。

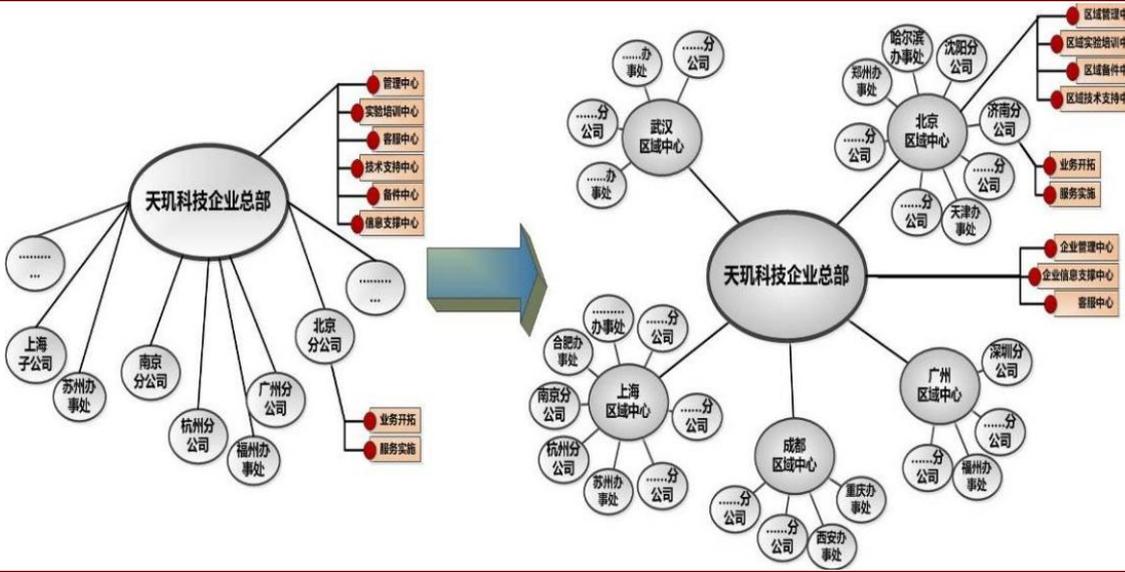
## 2.1 经营区域扩张, 管理方式改革

IT 服务业是技术密集型企业, 对人工的依赖性较大, 从一定意义上来说, IT 服务公司的收入增长主要靠工人来推动。

目前, 公司的主要收入和利润来源是 IT 基础设施支持与维护。经过 10 多年的经验积累, 公司技术已经非常成熟, 盈利模式相对固化, 拥有成功的区域化经营经验, 因此公司业务具备了较强的渗透力。通过将业务在华东的成功运行模式复制到全国是加速提升收入的绝好的途径。根据估算, 全国 IT 基础设施第三方支持与维护市场容量是华东地区容的 4-5 倍, 市场空间非常充足。

另外, 在区域扩张的同时, 公司内部管理体制由简单的垂直二级体系: 总部+分支机构, 变为三级分支机构: 总部-区域中心-分支机构。提升由于区域扩展导致的地域性差异和管理效率降低的问题。通过业务区域化扩张和管理体制变革, 公司收入具备了爆发潜力。项目建成 1 年后, 预计会新增营业收入约 5115 万, 净利约 998 万。

图 17: 区域化扩张和管理体制变革 (注:重庆已取代成都成为西南区域的中心)



资料来源: 招股说明书 宏源证券

## 2.1 转变服务模式, 提高附加值

数据中心需要 7X24 小时运转, 保持其正常工作非常重要。虽然出错的概率较小, 但万一出现问题就需要立即着手解决。企业若单独成立 IT 管理部门就存在 IT 管理人员复用率低的难题, 这会导致企业运营成本上升。因此非核心业务外包能够使企业提升运营效率, 降低营业成本。让专业的人做专业的事, IT 管理外包是 IT 服务行业发展的趋势。

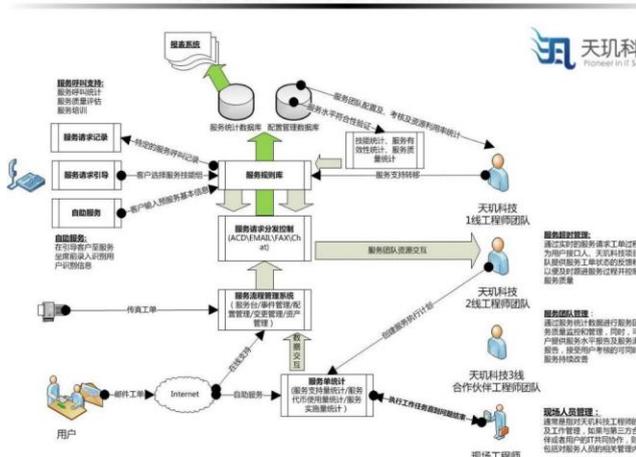
服务响应能力、故障处理能力和对客户需求的把控程度是 IT 服务提供商的核心竞争力。IT 管理外包服务项目将建立客户联络中心和网络运维中心 (NOC), 主要是为及时响应并解决公司驻场技术人员和远程客户所遇到的各种问题, 使得公司服务可以突破地理限制, 做到 7X24 小时随时且快速服务, 这将提升服务的附加值, 提升客户满意度, 对公司获得更多价值服务提供基础。

其中, 客户联络中心实现了自助语音服务, 可以使客户降低驻场服务成本。NOC 的建立则是基于长远战略的考虑, 将有助于公司从 IT 基础设施维护提供商向全方位 IT 服务商转变, 从而完善公司产品线, 扩大公司影响力, 吸引更多潜在客户。NOC 是公司可以承接客户 IT 日常管理外包的基础, 可以保障公司全天候的运维监控能力, 具备信息高度可靠和可用性, 为跨地区远程监控和运维提供了更为直观和全面的支持。同时还可以作为的名片, 展示公司的服务实力。公司可借此深挖与客户的跟多合作机会。

IT 管理外包概念在国外已经深入人心, 因此 IT 管理外包市场多被跨国企业所占据。不过随着我过 IT 的服务业的发展和国内企业使用习惯的改变, 国内第三方服务商的收入将会逐步增加。项目建成运行 1 年后, 预计会新增营业收入约 4742 万元, 净利约 663 万元。

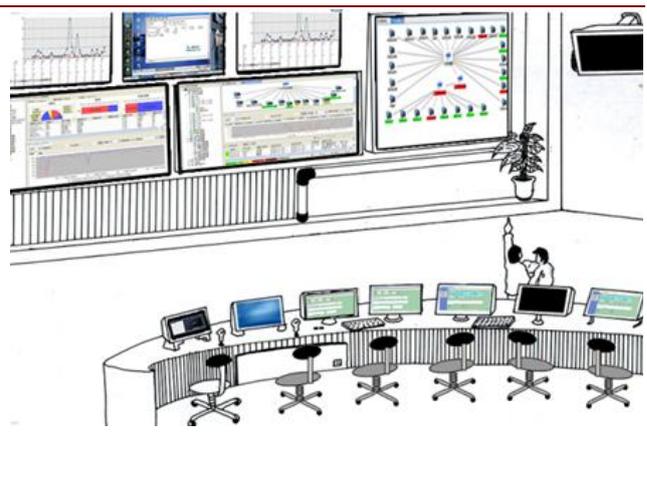
图 18: 公司主营收入结构 单位 %

天玑科技IT管理外包服务体系



资料来源: 招股说明书 宏源证券

图 19: 2011 年华东市场份额分布



资料来源: 招股说明书 宏源证券

## 2.1 进军云服务, 拓展新市场

云计算是基于互联网的超级计算模式, 具备虚拟化、模块化和自动化优势的新兴云计算代表着信息技术未来发展的方向。云计算数据中心将逐步取代传统数据中心, 成为新的发展形式。虚拟化是采用虚拟化技术将物理资源集中, 并形成虚拟资源共享群。模块化是采用模块涉及, 对 IT 资源进行灵活配置, 降低系统复杂程度和成本。自动化是通过自动化服务管理工具实现 7\*24 小时服务并将重复性内容自动化, 降低成本。

根据全球最大的 IT 管理软件公司 CA 对 300 家企业调查数据显示, 云服务让企业的 IT 支出降低 14%。IDC 对中国地区用户调研发现, 国内企业对向云工作模式的转变倾向非常明显, 对云模式的认同度的提升无疑会推动云服务市场的发展。

另据 IDC 数据显示, 全球云服务支出将从 2013 年的 474 亿美元暴增至 2017 年的 1070 亿美元, 复合年均增长率为 23.5%, 而 2008 年的云服务支出仅为 162 亿美元。中国的云计算市场规模在 2013 年达到 1174 亿元, 2010-2013 年的复合年均增长率达到 91.5%。而 2012 年中国公共云服务市场仅为 35 亿元, 随着云计算的不断渗透, 我国云服务市场潜力非常巨大。

公司的数据中心创新服务项目针对当前数据中心发展趋势, 结合云计算技术, 研发面向用户提供按需使用的数据中心解决方案, 此举能够有效缩短了用户数据中心的建设周期, 降低其成本投入。

2013 年 1 月, 五部委工信部联合发布《布数据中心建设布局指导意见》明确鼓励政府和企事业单位利用云计算对数据中心进行改造, 此举无疑将推动云服务需求。限于资金实力, 中小企业很难建立大中型数据中心, 因此按需分配、按需购买、性价比足的云计算数据中心在中小企业市场的发展潜力巨大。

公司持续投入资金研发具有自主知识产权的云计算产品和相关解决方案, 侧重企业桌面云平台、数据中心服务器虚拟化、企业数据中心私有云平台和大数据分析等。创新服务项目是滚动建设, 投入和产出是同时的, 经公司测算, 项目建成运行一年后, 营业收入将达 7246 万元, 利润总额将达 1125 万元。

## 四、公司新产品分析

### 1. 云服务和去 IOE 化下的机遇, PBDATA 数据库一体机

#### 1.1 PBDATA 数据库一体机产生的背景:

传统数据中心需要进行硬件采购、安装、配置、性能优化、监控管理、维护管理、服务器扩展等繁琐步骤, 且随着数据的堆积, 应用程序的增多, 零部件添加等, 传统数据中心性能无法保证、兼容性差、拓展性差, 且需要多厂商共同服务支持导致成本高企。从某种意义上所, 数据中心建设就是零部件不断整合调优的过程。

传统数据中心架构是 ORACLE 数据库、IBM 小型机、EMC 存储设备和网络设备。传统小型机是基于 UNIX 单系

统运行环境，稳定性、安全性和封闭性高，但是横向扩展能力差。X86 服务器是基于开源基础上的，所以横向多系统扩展能力强。当下数据规模庞大的前提下，云计算将是数据中心未来的发展方向，而采用分布式存储计算的云计算不采用单一操作系统，所以支持多系统横向扩展 X86 服务器是发展趋势。所以长期来看，去小型机化是必然，X86 服务器的可替代市场大。另外，传统 IOE 设备的购置和保养费用高，X86 凭借性价比和开源优势，将占据市场优势地位。

数据中心的运维涉及多品牌、软件、硬件和数据库等多个方面，企业自建 IT 维护部门的成本较高，因此，数据中心客户更愿意将产品和服务进行打包。而公司业务涵盖硬件维护、软件维护、系统维护和软件开发，对个部件性能、优缺点和优化方式都有非常深入的了解，既精通软硬件又精通平台，所以更能满足市场需求。

### 1.2 PBDATA 数据库一体机的优点：

**创新型架构：**有别于传统数据中心建设需要分别采购服务器、存储器、数据库和网络设备且异构环境下整体运行的混合负载性能较差，公司一体机将服务器、存储器、应用软件等集于一体，充分考虑了混合负载性，对整体性能进行预先调优，免去了传统数据中心的前期调优时间。有别于传统前后端一一对应的一体机架构，PBDATA 采用 SMP 的分布式前端、MPP 的集中式后端的混合架构，前端是大量 X86 计算节点，中间是 infiniband network (40GB/56GB 自适应，低延迟)，后端是分布式存储。

**性能卓越：**玑云数据库一体机凭借一体化全流程服务，更能够满足客户需求。公司的数据库一体机就是针对大数据环境下的海量数据分析存储而设计的高性能主机，配合天玑科技开发的专有管理软件，实现了数据库性能提升，利用多级分布式缓存、配合海量 SSD 缓存和可提供 300 万至 1000 万级别的 tpmc 性能服务器相结合解决了 IO 性能瓶颈，提升了 IOPS 和吞吐率，能够支撑海量用户的数据库访问需求。

通过预优化、预测试，全面实现了所有硬件组件的无缝集成，以及所有软件的全功能覆盖。经测试，公司 PBDATA 性能与 ORACLE EXADATA 性能接近。运行速度约为传统 3 组 IOE 设备的 10 倍。

**图 20: 主流数据库一体机性能对比图**

内容	传统小型机架构	PBData	EXADATA	专用数据库一体机	HADOOP
OIAP性能	中	高，且具扩展性	高，且具扩展性	高，且具扩展性	高，且具扩展性
资源池化与云化管理	中	高	高	不适用	高
经济性	低	高	中	低	高
开放、国产化	低	高	低	低	高
移植风险	低	较低	较低	高	高

资料来源：公司网站 宏源证券

**操作简单、维护方便、节省空间：**一体机在出厂前可以完成配置和调试，根据客户要求提前安装数据库软件，做到出厂插电即用。简化了管理和维护，空间面积小，节约了空间。

**性价比足：**公司选择采购市场上比较流行的硬件设备，硬件市场竞争很充分价格较为透明，所以成本相对较低，而公司主要在硬件和系统优化方面有充足的经验，因此附加价值较高。对于数据库，在客户没有特别要求的前提下，可以选择 ORACLE、DB2 和 SAP 等，可选择性较强，成本可压缩。PBDATA 在性能上已经达到了 ORACLE EXADATA 级别，但预计售价仅为 100-500 万元，仅为 ORACLE EXADATA 的 40% 左右。不光满足了高端客户需求，而且对于中低端客户也是可以承受的价格。

### 3.3 想象空间大，盈利空间足

**全力推进，无所顾忌：**相比国际品牌厂商一体机如：ORACLE EXADATA、IBM NETEZZA，天玑 PBDATA 的主要优势在于明显的性价比优势；而相比国内厂商一体机：如浪潮云海，PBDATA 注重整体性能优化，而不会单纯的堆积硬件，PBDATA 的附加值更高，抗价格风险能力更强。

国内和国际一体机厂商多存在硬件制造和销售业务，不同的硬件部门间有竞争关系，因此业务左右手存在互博，不敢贸然全力推进一体机业务。而作为服务起家的天玑科技，一体机销售是全新领域，公司会全力推进，无

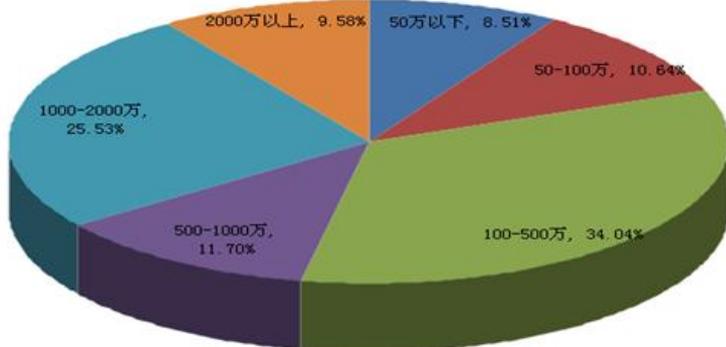
所顾忌。

**客户资质高、销售渠道强：**公司现有 500 多家客户，遍布 25 个省市，多为支付能力较强、信息化程度高和对服务要求严苛的行业公司，公司一体机样机正在大客户（电信或者金融）测试，如果获得客户认可，因为项目可复制性很强、硬件主流、系统扩展性强且经过预优化，所以产品潜在销售空间非常大。

**盈利空间巨大：**根据智研数据，我国在建数据中心平均投资规模为 572 万元，规模小于 100 万占比仅为 19.11%，而规模超过 500 万元的数据中心占比超 46.81%。所以公司一体机市场空间足够大。

公司目前软硬件销售毛利润大概 18%，而通过大硬件规模采购可降低硬件成本，一体机因为包含软硬件优化等高毛利业务，所以整体毛利率或将达到 30%左右，按照每台机器中间售价 250 万计算，每台毛利约合 75 万元。根据 IDC 数据，预计 2014 年和 2015 年中国数据中心硬件市场规模分别约为 120 亿美元和 130 亿美元。假设天玑科技一体机可占据其中千分之 1 的市场，那么每年可卖出 30 台，税前毛利可达 2250 万元。

图 21: 我国数据中心投资规模



资料来源：智研数据研究中心 宏源证券

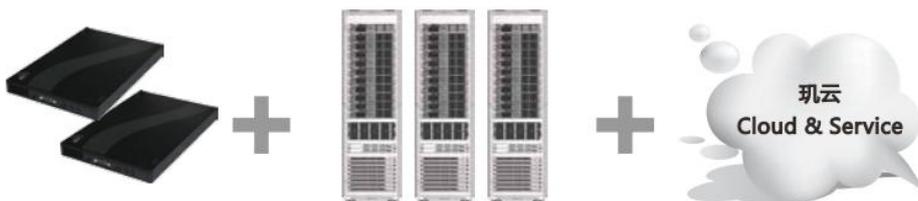
## 2、依托数据库一体机，进军云服务-----云服务新产品“玑云桌面云整体解决方案”

公司推出了“玑云桌面云整体解决方案”：以自主研发的虚拟化管理技术为核心，提供包括终端、网络、以及服务器在内的完整的桌面云解决方案，在降低终端管理负担的同时，有效地提升了设备使用和管理的安全性，帮助用户同时实现成本、效益、安全的多重收益。

“玑云桌面云整体解决方案”属于一站式服务，包含了前期咨询规划、中期部署建设和后期运维等全系列 IT 服务，实现硬件设备与 IT 服务无缝衔接。

图 22: 玑云桌面云整体解决方案

硬件	软件	服务
玑云终端	玑云终端系统	桌面云实施咨询服务
玑云一体机	玑云虚拟化管理系统	终端预配置服务
		虚拟化模板建立服务
		桌面云网络部署服务
		玑云培训服务



资料来源：公司网站 宏源证券

相比传统企业的 IT 管理模式，公司的玑云桌面云整体解决具备非常明显的优势。

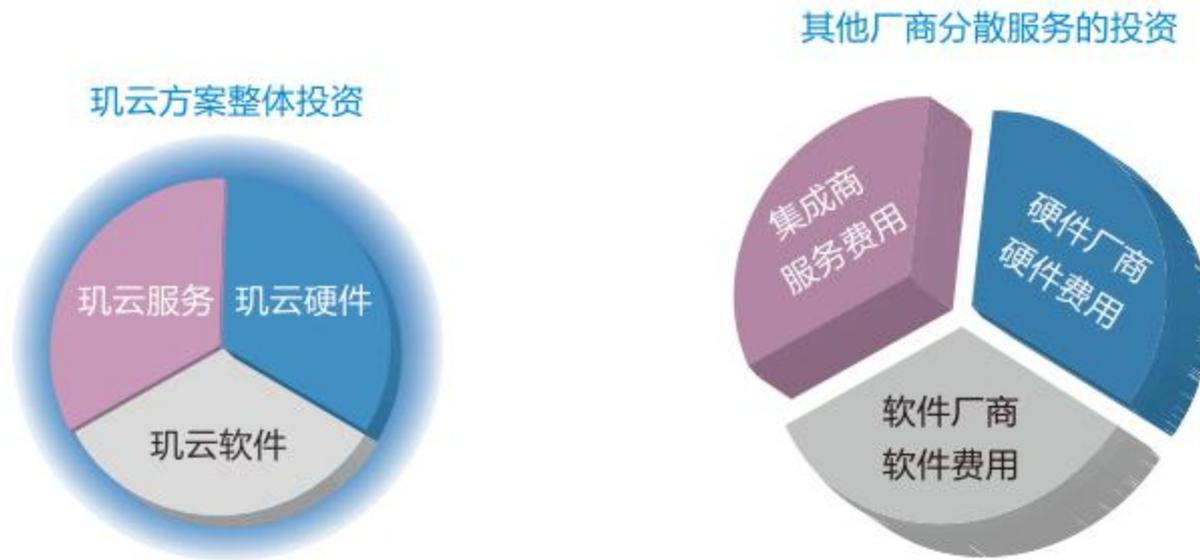
表 10: 玑云桌面云整体解决方案

序号	传统 IT 管理模式的缺点	说明	桌面云整体解决方案的优点	说明
1	数据安全性低	数据保存在员工终端电脑上，员工对数据的操作自由大，若数据涉及核心机密和技术，则企业面临数据流失和经营风险	数据安全性高	数据全部集中后台终端，前台终端无法保留数据，做到物理隔绝 安全性高
2	设备部署耗时	安装、配置、电脑耗时长，尤其是大规模升级时	设备部署轻松	对于以台式机为主要工作设备、且数量较多的企业，使用“桌面云整体解决方案”，能够大幅减少安装配置的难度。
3	设备维护困难	企业在日积月累中产生了大量多品牌多类型的电脑终端，维护要求各不相同，而每个员工的系统环境都是独一无二的，维护难度更上一层。IT 维护人员在日常维护上花费大量精力，而随着时间的延伸，工作复杂性不断增加。	设备维护简单	统一的系统，统一的应用。终端为简化的瘦终端，故障部件只需更换，大幅节省维护时间。

资料来源：公司网站 宏源证券

相比传统数据中心建设，“玑云桌面云整体解决方案”性价比十足：终端设备比传统 PC 功耗低绿色节能，根据企业自身情况，可选配置灵活。

图 23: 玑云桌面云整体解决方案



资料来源：公司网站 宏源证券

## 四、国际知名云服务商介绍

### 1、SALESFORCE (赛富时公司)

Salesforce 是美国一家 SAAS (软件及服务) 供应商，是企业级云计算领导者。公司提供各行各业的 CRM (客户关系管理系统)，是按需付费的 CRM 解决方案的领导者，占据 CRM 市场 46% 的份额。目前，全球有 2.98 万家公司和 64.6 万名注册用户在使用 Salesforce 提供的 CRM。

公司向客户按需提供服务，避免了用户购买硬件和开发软件的巨头投资成本。每个用户每月最低仅需付 10 美元，即可享受服务。

公司目前市值约 370 亿美元，公司股价至 2009 年以来涨幅超 800%，2013 年营业收入达 40 亿美元，公司目前处于亏损状态，2013 年亏损约 2.3 亿美元。

图 24: Salesforce 股价走势图



资料来源: WIND 宏源证券

图 25: Salesforce 财务摘要

报表摘要	(货币单位: USD/百万元)				
	2014-1-31	2013-1-31	2012-1-31	2011-1-31	2010-1-31
总营业收入	4071	3050	2267	1657	1306
营业利润	-286	-111	-35	97	115
除税前利润	-358	-128	-33	104	142
净利润	-232	-270	-12	64	81
总资产	9153	5529	4164	3091	2460
总负债	6088	3158	2498	1815	1404
归属母公司股东权益	3,065	2,371	1,666	1,276	1,044
经营活动现金流量净	875	737	592	459	271
投资活动现金流量净	-2432	-939	-490	-1063	-379
融资活动现金流量净	1598	335	76	14	637
现金净增加额	34	140	183	-587	527

资料来源: WIND 宏源证券

## 2、Service NOW(现在服务公司)

Service NOW 是全球领先的云服务供应商，自动化的企业信息技术运作商，提供 IT 服务管理 (ITSM)。该公司的服务包含了一套植根于专用平台的应用程序，将自动化相关业务流程之间的工作流和提供集成服务，并通过自动化和标准化商业流程，巩固全球企业的信息技术来改革企业信息技术。客户可以使用其可扩展平台建立针对自动化活动的定制化应用程序。

与 Salesforce 类似，Service Now 向客户提供 SAAS 服务，即按需购买的应用软件，避免了用户购买硬件和开发软件的巨头投资成本。

不同的是，Salesforce 侧重于单个 CRM 程序的云服务应用，而 Service Now 更像是许多个类似 CRM 的自动化云服务提供商。公司业务涵盖：CRM、IT 自动化服务、IT 运营管理、应用程序开发、IT 业务管理等。

公司目前市值达 94.7 亿美元，上市以来涨幅超 500%。2012 年营业收入为 2.44 亿美元，公司在 2011 年实现短暂盈利后，2012 年重归亏损，全年亏损约 3700 万美元。

图 26: Service Now 股价走势图



资料来源: WIND 宏源证券

图 27: Service Now 财务摘要

报表摘要	(货币单位: USD/百万元)			
	2012-12-31	2011-6-30	2010-6-30	2009-6-30
总营业收入	244	93	43	19
营业利润	-38	11	-28	-6
除税前利润	-36	11	-29	-6
净利润	-37	10	-30	-6
总资产	478	109	51	--
总负债	235	99	55	--
归属母公司股东权益	243	9	-4	--
经营活动现金流量净	49	37	-8	--
投资活动现金流量净	-239	-8	-1	-1
融资活动现金流量净	242	1	31	4
现金净增加额	51	30	22	3

资料来源: WIND 宏源证券

## 五、盈利预测及关键假设

1. 数据库一体机将于 2014 年下半年开始投放市场，因为公司客户多为电信、金融等优质大客户，所以保守估计一体机 2014 年可卖出 20 台，2015 年卖出 40 台。

2. 随着 4 大区域性备件中心的建成，经过前期客户培养，公司整体收入进入快速增长阶段。预计 2014-2015 年营业收入增长率为 40%。

3. 公司通过股权激励提高了员工的工作积极性，人员利用率得到提升，预计业务整体毛利率提升至 46%。

4. 预计公司 2014 和 2015 年收入可达 4.8 亿和 6.8 亿；归属母公司净利为 8300 万和 1.12 亿；EPS 为 0.6 元和 0.8 元。

利润表							财务比率						
	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	169.29	224.45	313.26	344.9	482.9	676.0	收益率						
减: 营业成本	68.82	105.15	182.04	191.8	260.7	365.0	毛利率	59.35%	53.15%	41.89%	44.4%	46.0%	46.0%
营业税金及附加	7.06	8.02	1.56	1.7	2.4	3.4	三费/销售收入	28.06%	22.38%	24.12%	24.8%	25.5%	26.0%
营业费用	16.39	19.24	27.20	31.0	43.4	60.7	EBIT/销售收入	29.85%	27.78%	16.11%	18.4%	19.5%	19.2%
管理费用	31.04	34.97	57.10	62.9	88.0	123.2	EBITDA/销售收入	31.18%	29.29%	18.03%	21.4%	21.6%	20.6%
财务费用	0.08	-3.97	-8.73	-8.4	-8.5	-8.4	销售净利率	25.79%	23.82%	16.08%	17.8%	18.1%	17.4%
资产减值损失	0.53	1.55	0.86	-	-	-	资产获利率						
加: 投资收益	-	-	-	-	-	-	ROE	37.80%	11.03%	9.28%	10.2%	12.9%	15.0%
公允价值变动损益	-	-	-	-	-	-	ROA	31.91%	11.72%	8.24%	9.9%	11.9%	14.5%
其他经营损益	-	-	-	-	-	-	ROIC	67.41%	52.04%	30.75%	25.6%	43.6%	32.8%
营业利润	45.37	59.49	53.24	66.0	96.8	132.1	增长率						
加: 其他非经营损益	5.13	6.89	6.16	6.2	6.2	6.2	销售收入增长率	36.80%	32.59%	39.57%	10.1%	40.0%	40.0%
利润总额	50.49	66.38	59.39	72.1	103.0	138.2	EBIT 增长率	44.53%	23.43%	-19.06%	25.9%	48.4%	37.5%
减: 所得税	6.83	12.92	9.02	10.8	15.4	20.7	EBITDA 增长率	42.41%	24.54%	-14.10%	30.6%	41.7%	33.4%
净利润	43.66	53.46	50.38	61.3	87.5	117.5	净利润增长率	46.06%	22.45%	-5.78%	21.7%	42.8%	34.2%
减: 少数股东损益	0.00	0.00	2.17	2.6	3.8	5.1	总资产增长率	50.72%	235.93%	15.14%	4.8%	23.6%	12.6%
归属母公司股东净利	43.66	53.46	48.21	58.7	83.8	112.4	股东权益增长率	60.66%	319.83%	7.18%	10.2%	13.3%	15.7%
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	经营营运资本增长率	13.87%	54.30%	31.86%	-10.5%	101.7%	15.3%
货币资金	42.26	364.97	342.33	417.4	350.6	410.6	资本结构						
应收和预付款项	54.47	78.44	138.09	77.6	222.0	197.4	资产负债率	27.06%	8.84%	13.48%	8.7%	16.1%	13.5%
存货	17.24	28.95	23.87	48.9	50.0	88.5	投资资本/总资产	53.63%	22.97%	31.14%	26.8%	40.3%	41.3%
其他流动资产	-	-	-	-	-	-	带息债务/总负债	23.34%	0.00%	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	-	流动比率	2.66	10.04	6.11	9.70	4.87	5.76
投资性房地产	-	-	-	-	-	-	速动比率	2.26	9.43	5.82	8.83	4.48	5.03
固定资产和在建工程	44.14	59.35	74.19	65.3	56.4	47.5	股利支付率	0.00%	0.00%	27.80%	9.3%	9.3%	9.3%
无形资产和开发支出	0.22	0.22	33.23	32.3	114.4	149.5	收益留存率	100.00%	100.00%	72.20%	90.7%	90.7%	90.7%
其他非流动资产	0.00	0.00	0.77	0.4	0.0	0.0	资产管理效率						
资产总计	158.34	531.92	612.48	641.9	793.5	893.5	总资产周转率	1.07	0.42	0.51	0.5	0.6	0.8
短期借款	10.00	-	-	-	-	-	固定资产周转率	3.83	3.78	4.29	5.3	8.6	14.2
应付和预收款项	32.85	47.04	82.56	56.1	127.9	120.9	应收账款周转率	5.05	3.88	3.23	7.8	3.1	5.5
长期借款	-	-	-	-	-	-	存货周转率	3.99	3.63	7.63	3.9	5.2	4.1
其他负债	-	-	-	-	-	-	业绩和估值指标	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	42.85	47.04	82.56	56.1	127.9	120.9	EBIT	50.53	62.36	50.48	63.6	94.3	129.7
股本	50.00	67.00	134.00	134.0	134.0	134.0	EBITDA	52.79	65.74	56.47	73.8	104.5	139.5
资本公积	0.76	299.78	232.78	232.8	232.8	232.8	NOPLAT	39.33	44.19	37.56	48.8	74.9	105.0
留存收益	64.74	118.11	152.91	206.1	282.1	384.2	净利润	43.66	53.46	48.21	58.7	83.8	112.4
归属母公司股东权益	115.49	484.88	519.69	572.9	648.9	750.9	EPS	0.313	0.383	0.345	0.4	0.6	0.8
少数股东权益	0.00	0.00	10.23	12.9	16.6	21.7	BPS	0.828	3.475	3.725	4.1	4.7	5.4
股东权益合计	115.49	484.88	529.92	585.8	665.5	772.6	PE	93.19	76.10	84.40	69.4	48.6	36.2
负债和股东权益合计	158.34	531.92	612.48	641.9	793.5	893.5	PB	35.23	8.39	7.83	7.1	6.3	5.4
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	EV/EBIT	28.25	25.51	70.89	55.2	37.9	27.2
经营性现金净流量	33.51	29.68	52.84	66.7	10.1	92.6	EV/EBITDA	27.04	24.20	63.37	47.5	34.2	25.3
投资性现金净流量	-23.99	-14.40	-61.46	5.2	-77.8	-30.8	EV/NOPLAT	36.29	36.00	95.26	71.9	47.7	33.6
筹资性现金净流量	6.97	305.74	-14.10	3.1	0.9	-1.9	EV/IC	16.81	13.02	18.76	20.4	11.2	9.6
现金流量净额	16.45	320.94	-22.73	75.1	-66.8	60.0	ROIC-WACC	67.41%	52.04%	30.75%	25.6%	43.6%	32.8%

**作者简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2012年最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。167年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 天玑科技、天通股份、天马精化、天音控股、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、煌上煌、积成电子、开尔新材等。

**机构销售团队**

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilian@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

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)涨跌幅相对同期的上证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20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	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%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	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%以上

**免责声明:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。