研究所
证券分析师：孔令峰 S0350512090003
010-88576833-813 konglf@ghzq.com.cn
助理分析师：田 庚
010-88576936-809 tiang@ghzq.com.cn
证券分析师：李 响 S0350513090002
010-88576936 lix02@ghzq.com.cn

肩负中高端服务器国产化重任

——华胜天成（600410）深度报告

投资要点：

- **国产化进程加速，服务器每年替代空间巨大：**信息安全上升至国家战略层面，国产化成为国内科技领域必然趋势。随着网络与信息安全事件的频发以及相关政策的落实，服务器、操作系统、存储设备等核心软件硬件领域本土厂商迎来历史性发展良机。服务器是信息化的核心设备，掌握所有核心数据的计算与存储，支撑整个信息系统的运行，成为政府高度关注的国产化领域。我国目前每年服务器市场规模在 400 亿左右，预计未来五年仍会保持 6%左右的复合增速，其中 X86 服务器目前市场规模为 240 亿左右，是目前国产化的主要战场，本土厂商份额占比已经超过一半，每年服务器领域的替代空间仍有近 300 亿市场规模。

- **高端市场是国产化最重要的领域，短期走吸收、消化、合作路线更现实：**目前国内服务器行业的国产化仍集中在中低端的 X86 领域。我们认为真正的国产化应该聚焦在两个领域：第一，金融、电信、能源等关系到国家经济命脉的关键信息系统；第二，政府、军工、科研、部队等重要涉密领域。目前，我国一些核心领域（比如金融、电信、能源等领域）的 IT 系统及设备为 IBM、Oracle、EMC 等国外厂商所垄断，尤其是关系到国民经济命脉的关键信息系统对国外大型主机长期高度依赖，使得信息安全的不可控性日益突出，目前国内银行核心系统 IBM 市占率达到 90%以上，其中“工农中建交”五大行的核心系统全部采用 IBM z 系列大型机。正是基于对国家安全的考虑，工信部提出关键领域 IT 设备国产化，实现自主可控。主机市场更是服务器的“富矿带”，根据公开数据，每年各种重要应用主机占服务器市场销量的比重不到 10%，但是销售额却高达整个服务器市场的 40%，均价是普通中低端服务器的 20 倍左右。2012 年中国关键应用主机市场达到 152 亿元，IBM 财报显示，其两款关键应用主机产品的高速增长为贡献了其硬件业务超过 30%的利润。X86 市场红海特性越发明显，从最初 HP 和戴尔通过价格战抢占 IBM 的市场份额，到近几年本土厂商浪潮、华为、联想、宝德等抢占国外厂商份额，华为最近一两年的服务器业务持续亏损，具有一定品牌、研发优势的服务器专业厂商如浪潮，其服务器毛利率过去十年也一直徘徊在 20%以下。由此可见，高端主机市场才是国产化最重要的领域。高端市场有着极高的壁垒，除了性能要求高之外，由于系统的重要性，银行、电信、能源等重要领域对其稳定性更为关注，国外厂商的产品大都经历了数十年的验证，国内本土厂商的产品短期内难以获得市场认可。因此我们认为在高端服务器领域，走完全自主创新道路短期难度较高，目前通过吸收、引进、消化、合作的国产化道路首先实现可控，才是国产化比较现实的方式。

- **战略转型与国产化压力使得 IBM 技术放开是明智选择：**国产化大潮以来，持续的政策高压将给 IBM 中国业务的发展蒙上阴影。而 IBM 对中国市场的定位很高，是 IBM 全球战略中极为重要的市场，对于 IBM 而言，只有将服务器等硬件产品向国内企业技术放开，才不会“失去一片森林”。最早 IBM 主要业务是生产硬件，20 世纪 90 年代初，面对来自微软、英特尔、康柏、戴尔等 IT 巨头的竞争，IBM 战略转型指向服务正式拉开序幕。随后的 10 年里，IBM 将磁盘驱动器、打印机等在内的低利润硬件业务逐渐剥离，2005 年将亏损的 PC 业务出售给联想，硬件收入已经从 2006 年的 24.6%下降到 2013 年 14.4%，如今，软件和服务的收入占比已经超过 83%，随着将低毛利率的 x86 业务出售，其硬件收入占比将继续下降。服务和软件收入占比逐渐提升。目前 IBM 中国的硬件收入仍然占到其中国收入总额的 40%，远高于 IBM 在全球收入的硬件占

比（14.4%），因此公司将相对红海市场的 X86 服务器业务剥离，且与华胜天成在 Linux 服务器领域展开技术合作，符合其战略转型思路。

- **IBM 与华胜天成未来战略高度协同：**华胜天成和 IBM 的合作由来已久，公司自 2010 年起就开始与 IBM 进行合作，从云计算联盟、蓝云实验室、天合计划到 2014 年的战略合作，双方的合作逐步加深。其中，华胜天成是 IBM 第一家 CAMP Box 开发伙伴和总代理， 2013 年结合华胜天成软件和 IBM 系统推出 CAMP 大数据机型、中间件机型、安全机型等，极大的丰富了 CAMP 产品线。今年 4 月份，公司成立北京新云系统科技有限公司，IBM 拟以现金方式增资 1200 万元，占比 19.35%，是众多 OpenPower 成员中唯一获得 IBM 增资的公司。华胜天成 2007 年开始向服务和软件转型，在公司 2014 年的财报中，明确提出：在 2014 年将重点聚焦云计算、智慧城市、大数据、信息安全及国家重点发展自主可控 IT 产业大潮所带来的重大商业机会。2014 年 3 月 25 日，IBM 在北京“颠覆与创新——领跑新互联网时代”的论坛上宣布大数据、云计算和移动社交及信息安全成为 IBM 未来战略的三大转型方向，二者未来发展战略高度协同。IBM 在大数据、云计算、智慧城市领域具有多年的技术、业务积累以及优质的品牌，与华胜天成的合作可以帮助 IBM 拓展中国业务，并推进 IBM 各项相关科技成果与解决方案在国内的技术合作和成功落地。而华胜天成通过与 IBM 的合作，可以提升公司在云计算、数据中心管理及智慧城市，硬件系统设计与开发以及软件实施等方面业务能力和创新能力，加快公司业务转型。

- **首次覆盖，给予增持评级。我们预计新云科技明年将大幅贡献业绩，目前 power linux 目标市场是 X86 的高端领域以及部分小型机市场，我们预计该领域市场规模为 120 亿左右。**此外，我们认为随着国产化在高端领域呼声的加大，以及 IBM 在中国去硬件转型的持续发展，新云科技有望继续参与 IBM UNIX 小型机、大型机甚至其他硬件本土化的落地。**假设明年新云科技 power linux 服务器出货量 1 万台，不考虑其他有望合作的产品，则能够给新云科技带来近 10 亿收入。**从今年开始，我们认为公司的基本面处于一个向上的拐点，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.22 元、0.45 元、0.52 元，对应当前股价 PE 分别为 41.7 倍、20.3 倍、17.4 倍。考虑到公司通过与 IBM 合作今年实现自主品牌服务器的产品化难度较大，更多的合作进展尚需在明年兑现较为明确，目前价位给予增持评级，后期视双方的合作广度与深度的情况再调整盈利预测和评级。

- **风险提示：**PowerLinux 服务器与高端 X86 服务器竞争前景不明朗风险，今年预期业绩估值仍然较高且明年合作顺利与否不确定性较高风险，公司自主品牌服务器产品化时间慢于预期风险等。

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	4816	5351	6343	8066
增长率(%)	-8%	11%	19%	27%
净利润（百万元）	42	144	296	344
增长率(%)	-73%	245%	105%	16%
摊薄每股收益（元）	0.06	0.22	0.46	0.53
ROE(%)	1.67%	6.12%	14.31%	19.89%

目　　录

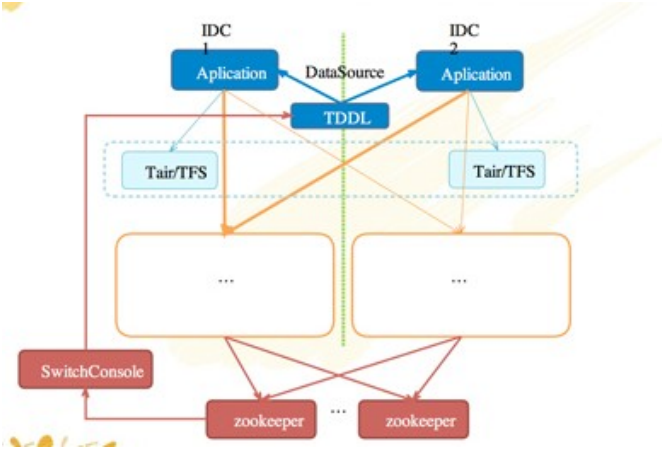
1、国产化进程加速，服务器替代空间巨大 4
1.1、国产化源于阿里的“去 IOE”运动 4
1.2、信息安全与国产化上升至国家安全层面 5
1.3、我国服务器市场国产化替代空间巨大 5
1.4、本土厂商目前主要集中在 X86 领域 7
2、中高端国产化是关键，进入壁垒极高 8
2.1、X86 低端领域竞争激烈，国产化瞄向中高端领域 8
2.2、中高端服务器领域相对暴利，国外厂商绝对垄断，急需国产化 9
2.3、高端服务器市场壁垒极高 10
3、转型+国产化压力迫使 IBM 选择开放 12
3.1、IBM 过去 10 年已成功实现转型 12
3.2、服务和软件创新仍是 IBM 最重要的战略方向 13
3.3、IBM 持续感受到来自国产化的压力 14
3.4、IBM 拥抱开放，构建 Power 生态体系 15
4、站在巨人肩膀上，华胜天成将成为服务器国产化的主角 17
4.1、公司与 IBM 合作，中高端领域自主可控渐落头角 17
4.2、公司与 IBM 未来战略高度协同 19
4.3、这种合作算不算国产化？ 20
5、业绩贡献与投资评级 21
6、风险提示 22

1、国产化进程加速，服务器替代空间巨大

1.1、国产化源于阿里的“去 IOE”运动

阿里的“去 IOE”更多出于自身需求和成本控制的角度考虑。“IOE”指以 IBM、Oracle、EMC 为代表的小型机服务器、数据库和存储设备的技术架构。阿里巴巴过去一直采用 Oracle 数据库，利用小型机和高端存储设备提供高性能的数据处理和存储服务，但随着业务的发展，阿里的数据量和业务量呈现爆发性增长，传统的数据库架构在扩展性方面遭遇瓶颈。传统数据库软件的最大特点就是将所有数据集中在一个数据库内，依靠高端服务器提供高的处理能力。数据库的扩展主要采用纵向扩张的方式，通过增加 CPU、内存、磁盘等方式提高处理能力。阿里巴巴为了解决这个问题，将集中式数据库切换成分布式的开源数据库，系统升级从纵向扩张的方式变为水平扩展，并用 PC 服务器替换小型机，减少了对于高端设备的依赖性，设备采购、升级和维护的费用大大降低。

图 1、阿里巴巴去 IOE 后的架构



资料来源：阿里巴巴、国海证券研究所

表 1、阿里巴巴去 IOE 历程

时间	事件
2008年	阿里巴巴提出“去IOE”想法，并开始把云计算植入阿里的IT基因
2009年	阿里云计算有限公司成立
2011年7月28日	阿里云自主研发的“飞天”云计算平台正式对外提供云计算服务
2013年5月17日	阿里集团最后一台IBM小型机在支付宝下线
2013年7月10日	淘宝广告系统使用的Oracle数据库下线，淘宝彻底告别Oracle数据库
2013年8月15日	“飞天”云计算平台的单集群服务器规模达到5000台
2013年11月27日	阿里巴巴开始为金融机构提供名为“聚宝盆”的云服务，以规模较小并且未能提供网上服务的区域性银行为服务对象

资料来源：国海证券研究所

互联网企业对于“去 IOE”的需求更为迫切，传统“IOE”架构在部分行业仍将是主流。“去 IOE”的实质是分布式架构+开源系统替代了集中式架构+商用系统，因为集中式很难适应互联网企业对于大规模扩展性的需求。在其他一些领域，比

如金融、电信，对于扩展性的需求没那么强烈，而是比较重视系统的 RAS（Reliability, Availability, Serviceability）特性，相对封闭的 IOE 架构仍然是这些企业的最优选择。以服务器为例，IBM 的 Power 系列操作系统和芯片都由 IBM 开发，同时 IBM 也会花费大量时间测试第三方对于操作系统和芯片的兼容性，以保证系统的绝对稳定，而 PC 服务器则依赖第三方厂商自行测试不同的硬件与操作系统，一方面增加了系统搭建的难度，另一方面在稳定性方面也难以保证。

1.2、信息安全与国产化上升至国家安全层面

随着政府对于信息安全重视程度的提高以及中美信息安全事件的升温，“去 IOE”概念开始上升到国家安全的层面。5 月 16 日，政府采购网发布《关于进行信息类协议供货强制节能产品补充招标的通知》，要求补充招标的所有计算机类产品都不允许安装 Windows8 操作系统，这是国家机关政府采购中心首次对计算机搭载的操作系统进行明确说明。5 月 27 日，彭博社消息称，为应对与美国之间日益升级的间谍冲突，中国政府正在呼吁国内银行放弃 IBM 公司开发的高端服务器，转用本土品牌。

表 2、年初至今的信息安全事件

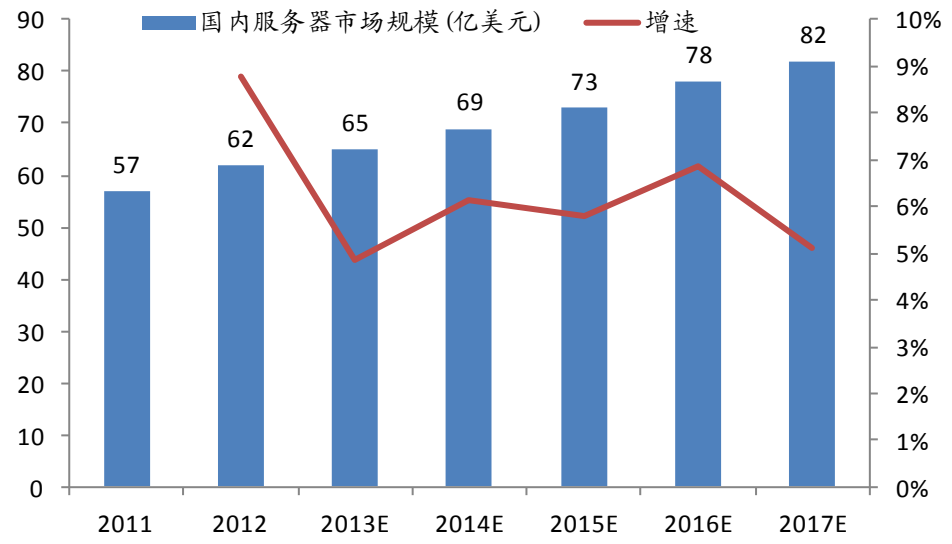
时间	事件
2月27日	中央网络安全和信息化领导小组成立，习近平担任组长，李克强、刘云山任副组长
3月14日	河南省安阳市发布审计管理系统国产化升级改造项目采购招标公告，对操作系统、中间件、数据库等基础软件的技术要求进行了明确规定，必须采用指定的国产品牌软件
5月16日	中央政府采购网发布通知，所有计算机类产品不允许安装Windows 8操作系统
5月19日	美国司法部宣布起诉5名中国军官，声称他们帮助中国企业窃取美国企业的商业信息。外交部回应“中国是美国网络窃密和监听、监控的严重受害者”
5月22日	国家互联网信息办公室表示，为维护国家网络安全、保障中国用户合法利益，我国将推出网络安全审查制度。关系国家安全和公共利益的系统使用的重要技术产品和服务，应通过网络安全审查

资料来源：国海证券研究所

1.3、我国服务器市场国产化替代空间巨大

我国服务器市场仍将保持稳定增长。各行各业信息化程度的加深为服务器市场的长期发展提供良好的环境，政府行业和互联网行业的新兴应用成为拉动市场增长的亮点。根据 Gartner 数据显示，2014 年一季度全球服务器出货量 230 万台，同比增幅仅 1.4%，中国服务器市场继续保持稳健，出货量 42.7 万台，同比增长 29%，成为全球服务器市场增长的最大动力。根据 Gartner 的预测，2017 年国内服务器市场规模有望达到 82.5 亿美元，年均符合增速 6%，领先于全球其他地区。

图 2、国内服务器市场规模



资料来源：Gartner、国海证券研究所

服务器特别是中高端服务器领域国外品牌仍占据主导地位，国产品牌可替代空间巨大。服务器按架构可分为 x86 服务器和非 x86 服务器两大类，其中单路和双路 x86 服务器属于相对低端的产品，多路 x86 服务器、小型机和大型机属于中高端产品。

表 3、服务器按处理器架构分类

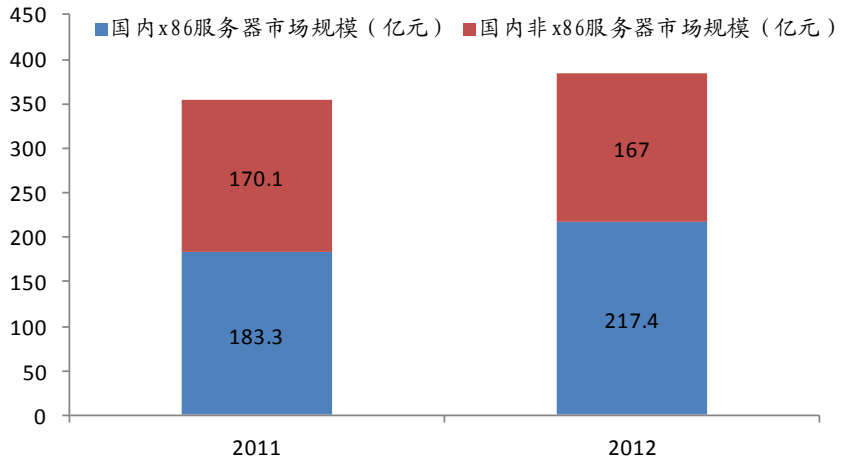
处理器架构	类型	IBM代表机型	价格区间	图示
x86	单路	IBM x3250	5000-10000	
	双路	IBM x3650	15000-30000	
	多路	IBM x3800	40000以上	
non-x86	小型机	IBM p510	数十万至数百万	
	大型机	IBM z系列	数百万至数千万	

资料来源：国海证券研究所

目前国内的小型机和大型机市场基本由国外厂商把控，生产小型机的厂商主要是 IBM、HP、富士通和 Oracle，大型机则由 IBM 一家独大。2011 年国内 non-x86

服务器市场规模 170 亿元，占据 48.1%的市场份额，近两年市场份额略有下降，但仍保持在 42%以上。

图 3、国内 x86、非 x86 服务器市场份额



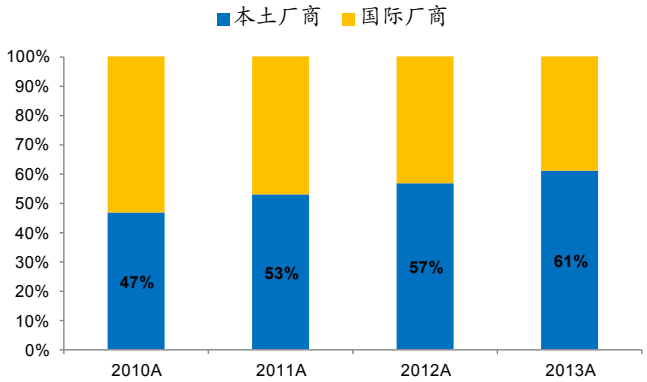
资料来源：Gartner、赛迪顾问、国海证券研究所

1.4、本土厂商目前主要集中在 X86 领域

根据赛迪顾问发布的《2013-2014 年度中国 x86 服务器市场研究报告》，Dell、HP、IBM 仍然占据 x86 服务器销售金额的前三名，但从销售量来看，浪潮 x86 服务器销量大增 85%，首次进入前三名。

根据 IDC 报告，2013 年中国 X86 服务器市场，本土厂商（浪潮、华为、联想、曙光等）所占份额达到 61%，已经远远高于国外厂商所占的 39%（2010 年这一份额比还仅是 47%和 53%），2013 年第四季度，尽管国外厂商 Dell、IBM 和 HP 仍占据销售额前三位，但是在出货量上，华为已经跻身到第三位，占市场份额 13.4%，仅比排名第二的 HP 少 0.2%，而联想则紧随其后，为 13%，机架服务器和刀片服务器市场中华为已经冲到了第二名，塔式服务器方面联想领跑市场。2013 年，Dell、IBM 和 HP 都呈现负增长，而国内厂商都有明显的增长，其中华为在销售额和出货量方面分别增长 367.1%和 241.1%。

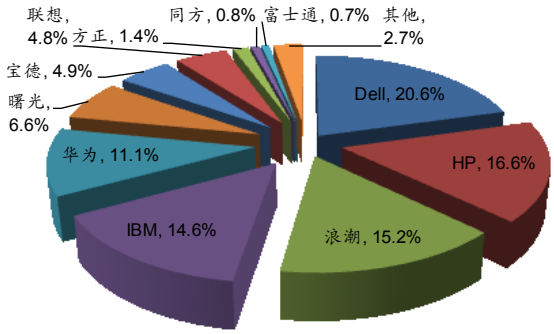
图 4、2010-2013 年中国 X86 服务器市场本土厂商和国际厂商市场份额对比



资料来源：IDC、国海证券研究所

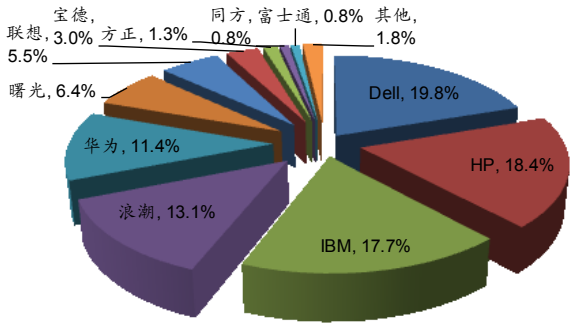
根据 Gartner 数据显示，2014 年第一季度，中国服务器市场本土厂商份额大幅增长，浪潮服务器出货量 80929 台，同比增长 288%，市场份额 19%，位居中国第一，全球市场第五，成为全球增长最快的厂商。与此同时，IBM、HP 和戴尔市场份额从 2013 年同期的 49%下降至 38%，其中 IBM X 系列服务器下降幅度更是高达 25%。

图 5、2013 年国内 x86 市场份额（按销量）



资料来源：赛迪顾问，国海证券研究所

图 6、2013 年国内 x86 市场份额（按销售金额）



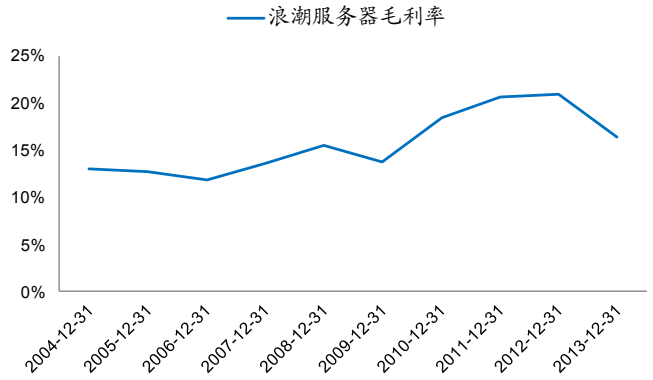
资料来源：赛迪顾问，国海证券研究所

2、中高端国产化是关键，进入壁垒极高

2.1、X86 低端领域竞争激烈，国产化瞄向中高端领域

X86 服务器领域已经相对红海：国内厂商在 X86 服务器领域竞争较为激烈。X86 领域实际上早已经进入价格战，从最初 HP、戴尔通过价格战抢占 IBM 的市场份额，到如今华为、联想、浪潮等本土厂商通过更低的价格抢占 HP、戴尔的份额，X86 领域已经成为相对红海市场（这也是 IBM 剥离 X86 服务器业务的主要原因之一）。低端服务器市场的客户黏性较低，价格战成为获得份额的主要方式，华为最近一两年的服务器业务持续亏损，具有一定品牌、研发优势的服务器专业厂商如浪潮，其服务器毛利率过去十年也一直徘徊在 20%以下。

图 7、过去 10 年浪潮服务器毛利率



资料来源：Wind、国海证券研究所

根据 IDC 的预计，到 2017 年，全球有 75%的负载都将放在 x86 上。但从技术层面来说，x86 服务器的门槛并不高，各家厂商推出的 x86 服务器几乎没有太大差距，比拼价格成为市场最残酷的竞争办法。当前，互联网和游戏厂商对于 x86 服务器需求巨大，但随之而来的是价格压低，造成厂商利润很薄。未来，x86 服务器的竞争将更加激烈。随着本土其他厂商份额的快速提升，以及联想收购 IBM X86 服务器后开始发力价格战，未来 X86 低端服务器市场红海特点将越来越明显。

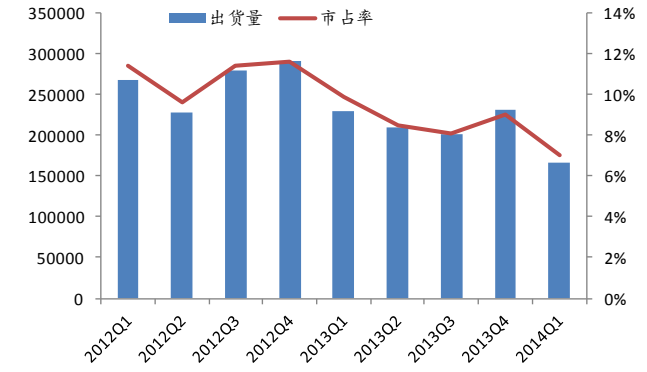
政府真正希望看到的国产化集中在中高端领域：国产化的出发点是信息安全，信息安全需求最为迫切的领域有两个：第一，金融、电信、能源等关系到国家经济命脉的关键信息系统；第二，政府、军工、科研、部队等重要涉密领域。目前，我国一些核心领域（比如金融、电信、能源等领域）的 IT 系统及设备为 IBM、Oracle、EMC 等国外厂商所垄断，尤其是关系到国民经济命脉的关键信息系统对国外大型主机长期高度依赖，使得信息安全的不可控性日益突出。正是基于对国家安全的考虑，工信部提出关键领域 IT 设备国产化，实现自主可控。因为只有自主可控，才能不受制于人。

2.2、中高端服务器领域相对暴利，国外厂商绝对垄断，急需国产化

相比 X86 低端服务器领域，中高端服务器领域价格较高，技术门槛也相对更高，目前仍属于暴利阶段。

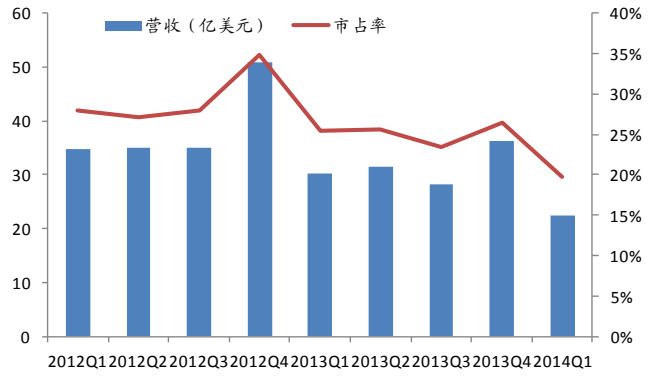
大型主机市场更是服务器的“富矿带”，根据公开数据，每年大型应用主机占服务器市场销量的比重不到 10%，但是销售额却高达整个服务器市场的 40%，均价是普通中低端服务器的 20 倍左右。数据显示，2012 年中国关键应用主机市场达到 152 亿元，根据 IBM 财报显示，其两款关键应用主机产品的高速增长为贡献了其硬件业务超过 30%的利润。从 X86 领域的高端服务器来看，根据 IDC 报告，2013 年国内 X86 服务器领域，4 路服务器占据市场销量仅 8%的份额，销售额却占据高达 27%的份额，平均售价是市场水平的 3.4 倍。由此可见，X86 4 路以上服务器和小型机、大型机等高端领域，均是服务器的相对暴利领域。受 X86 市场竞争加剧以及小型机市场被高端 X86 侵蚀以来，IBM 的服务器出货量市场占有率下降至 2014 年一季度的不到 7%，但是其收入市场占有率仍接近 20%。

图 8、IBM 服务器出货量与市占率



资料来源：国海证券研究所，公司公开资料整理

图 9、IBM 服务器收入与市占率



资料来源：国海证券研究所，公司公开资料整理

目前在中低端服务器市场上，我国已追赶上国外厂商技术，本土品牌也占据半壁江山。但在高端服务器市场上，我国仍处于“有市场、无技术、无产业”状态，目前，在国内高端服务器市场，IBM、惠普、戴尔和 Sun 等国际品牌占据了超过 90%的份额，处于绝对垄断地位，尤其在大型机领域，基本被 IBM 绝对垄断，尽管本土服务器厂商近两年来销量增加，但着墨领域多在中低端领域。国产服务器在高端市场上的相对空白，使得我国信息命脉对国外小型机、大型机产品依赖性越来越强，由此造成信息化成本高昂、信息安全隐患剧增等问题。正是在这一背景下，近年来我国不断加大对国内产品自主创新的支持，并鼓励国产化产品进行替代，以突围全球 IT 巨头掣肘。

2.3、高端服务器市场壁垒极高

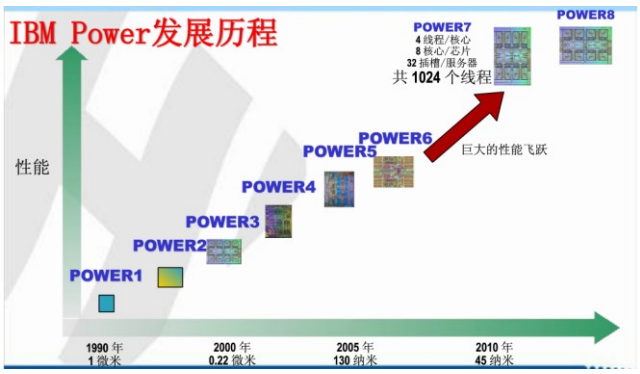
IBM 大型机地位难以撼动。高端服务器主要以大型机和小型机为主。1964 年 4 月，IBM 历时三年，耗费 50 亿美元，研制成功第一台大型机 S/360，从此 IBM 在大型机领域再无竞争对手。经过半个世纪的发展，IBM 的大型机产品线已经发展到 z 系列，目前国内银行核心系统 IBM 市占率达到 90%以上，其中“工农中建交”五大行的核心系统全部采用 IBM z 系列大型机。大型机做为计算机中最顶级产品，其安全性（目前尚无黑客可以对其进行攻击）和高可靠性（目前号称全年宕机时间不超过 5 分钟）一直被用于金融、证券等行业。正式因为这些方面的有点和强大的数据处理能力，在金融核心系统、电信和电力等关键应用领域，大型机的地位仍不可撼动。

稳定性是首要壁垒：高端服务器的处理能力为普通服务器的几十倍，是金融、电信、能源、交通灯命脉行业的核心系统。高端服务器的壁垒不仅在于长期积累的技术、更新方面，更在于其超强的稳定性，尤其在关键领域，系统一旦无法正常工作，将会带来不可估量的后果。比如，2006 年 4 月份，中国银联曾因通信网络和系统关键应用主机故障，造成辖内跨行交易全部中断 8 个多小时；2006 年 10 月，中国民航信息网络有限公司离港系统关键应用主机出现技术故障，导致包括北京首都机场等在内多个机场离港系统瘫痪，严重影响航空运输秩序。由此可见，高端领域首先考虑的不是价格，而是高性能的稳定性。国产厂商的高端服务器只有浪潮 K1 经历了不到 3 年的验证时间，与 IBM 的经过 50 年验证的高端

大型机依然有较大差距，短期银行等高端领域难以冒险更换。

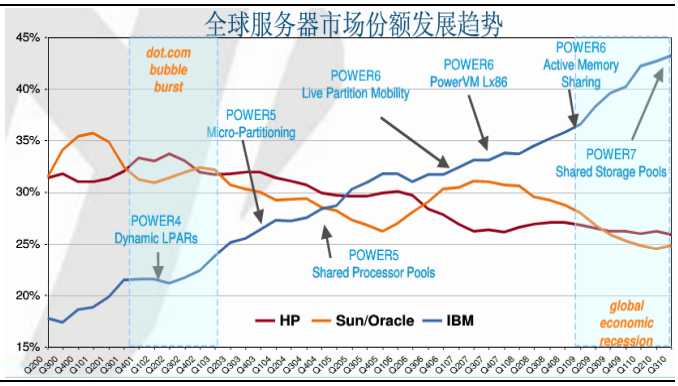
高端市场具有联盟属性，兼容性是关键：2012 年以前，小型机系统从处理器到平台、操作系统、中间件，再到应用软件都由同一家厂商自主制造，这样系统的各个层次之间能够有很好的优化配合，系统也更加稳定。主流的三大 UNIX 服务器制造商都使用自家的 UNIX 版本和处理器。如果有厂商想要进入这个领域，理论上需要具备芯片、操作系统、中间件等关键软硬件的开发能力，对于厂商的技术研发能力要求极高，这也是 IBM、HP、Oracle 三家常年垄断 UNIX 服务器市场的重要原因。国产化设备目前要自行调配兼容性，企业要想小范围的替代也要确保兼容性，在银行等高端领域，出现一两次宕机后果不堪设想，目前银行难以接受冒这么大的风险去全面更换大型机和小型机。

图 10、IBM Power 服务器发展历程



资料来源：国海证券研究所，公司公开资料整理

图 11、全球小型机和大型机总市场份额趋势



资料来源：国海证券研究所，公司公开资料整理

表 4、三大厂商小型机的生态较为封闭

厂商	Unix服务器系列	处理器	操作系统
IBM	Power	Power芯片	AIX
HP	Integrity	Itanium（由HP和Intel联合开发）	HP-UX
Oracle	Oracle-Sun	SPARC芯片	Solaris

资料来源：国海证券研究所

虽然 IBM 开放了 Power 架构和操作系统，但并不意味着进入壁垒大幅度的降低。2012 年 5 月 IBM 推出采用 Linux 的 power7 服务器系统，11 月份推出天合计划，增值服务商可以为 Power Linux 提供应用软件。2013 年 IBM 联同谷歌、英伟达等公司成立了 OpenPower 联盟，开放 Power 架构。但是 IBM 在与其他厂商的合作中仍处于主导地位，这些厂商仍然需要得到 IBM 授权才能够得到相关技术和产品，IBM 此举完全是出于扩大 Power 产品市场占有率的考虑，新进入者如果绕开 Power 架构，自主开发芯片的难度并没有减小，小型机行业的进入壁垒仍然非常之高。

3、转型+国产化压力助推 IBM 选择开放

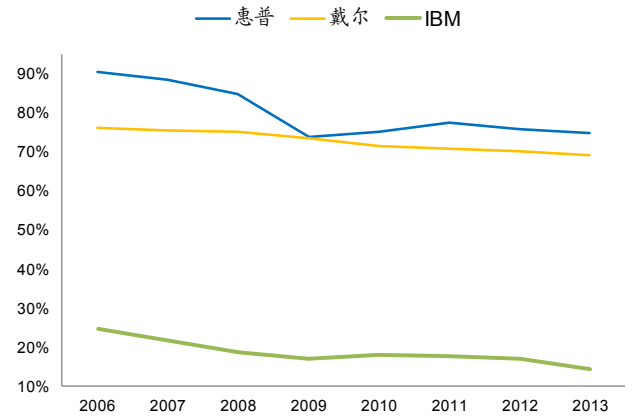
3.1、IBM 过去 10 年已成功实现转型

最早 IBM 主要业务是生产硬件，20 世纪 90 年代初，面对来自微软、英特尔、康柏、戴尔等 IT 巨头的竞争，IBM 的经营陷入困境，战略转型指向服务正式拉开序幕。

随后的 10 年里，IBM 将磁盘驱动器、打印机等在内的低利润硬件业务逐渐剥离，2005 年将亏损的 PC 业务出售给联想，昔日的硬件霸主持续经历了多年的业务转型，得以复苏的最大原因便在于自身遍布全球的 IT 服务，尤其是针对大型企业和政府客户所提供的 IT 服务。硬件(系统和技术)收入已经从 2006 年的 24.6%下降到 2013 年 14.4%，如今，软件和服务的收入占比已经超过 83%，随着将低毛利率的 x86 业务出售，其硬件收入占比将继续下降。服务和软件收入占比逐渐提升。目前 IBM 中国的硬件收入仍然占到其中国收入总额的 40%，远高于 IBM 在全球收入的硬件占比（14.4%），因此公司将相对红海市场的 X86 服务器业务剥离，且与华胜天成在 Linux 服务器领域展开技术合作，符合其战略转型思路。

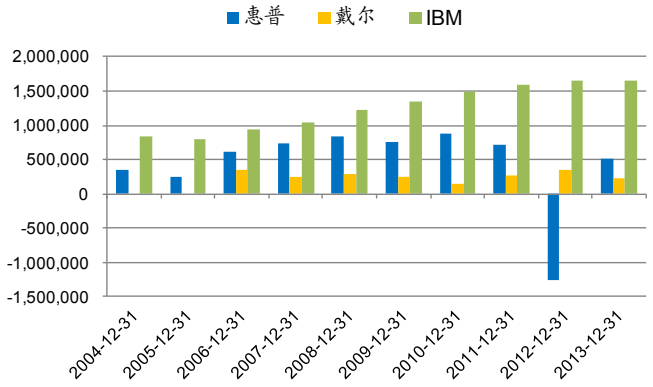
从惠普、戴尔和 IBM 的业务构成和净利润对比来看，硬件占比较高的惠普和戴尔过去十年净利润几乎没有增长，最近五年甚至出现明显下滑趋势，而硬件占比较低并且持续下降的 IBM 近十年净利润整体保持增长态势。

图 12、2006-2013 年惠普、戴尔和 IBM 硬件收入占总收入比重



资料来源：Wind，国海证券研究所

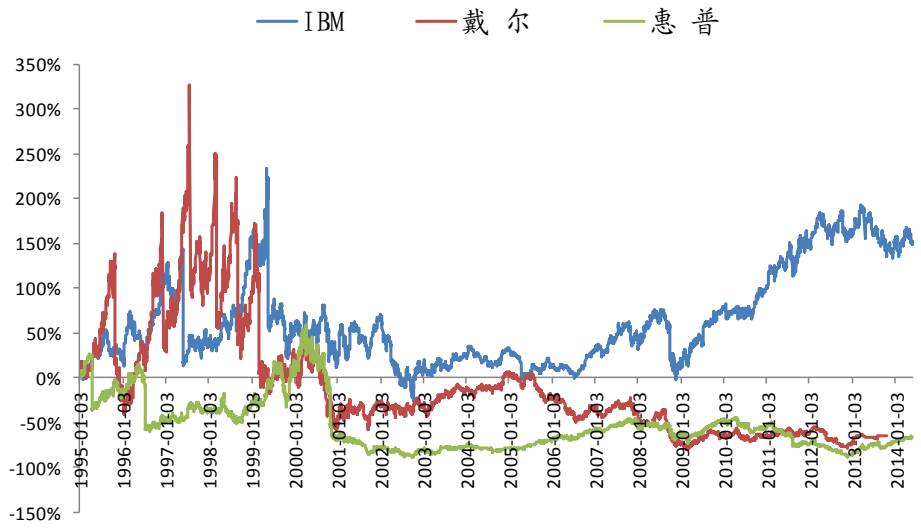
图 13、惠普、戴尔、IBM 过去 10 年净利润表现



资料来源：Wind，国海证券研究所

与竞争对手惠普、戴尔等相比，IBM 的“去硬件”转型在资本市场上已经获得了充分的肯定。

图 14、惠普、戴尔和 IBM 1995 年以来的股价表现



资料来源：Wind，国海证券研究所

3.2、服务和软件创新仍是 IBM 最重要的战略方向

2014 年被定义为 IBM 的转型之年，2014 年 3 月 25 日，IBM 在北京“颠覆与创新——领跑新互联网时代”的论坛上宣布了 IBM 未来转型的方向：*“我们当前变革的目标是致力于提供“IBM 即服务”，它代表了 IBM 公司的市场化战略的重要改变，这也是自从 IBM 在 20 世纪 50 年代和 60 年代，为适应业务发展而建立大规模销售队伍以来，公司战略的最重要转变！”*。大数据、云计算和移动社交及信息安全成为 IBM 未来战略的三大转型方向。

大数据、云计算和移动社交及信息安全未来市场空间巨大，成为 IT 数据中心和互联网服务发展的主流方向，根据机构预测，到 2015 年数据和分析市场估计将达到 1870 亿美元规模，大数据和云计算正在改变全球商业和社会发展，快速发展的移动技术和社交业务正在催生一类新的 IT 服务和功能——与被数字化武装的个体进行交互，对于企业而言，构建一套全方位的互动参与体系，在员工、合作伙伴和客户之间建立参与机制将尤为重要，伴随着社交业务和数据分析的发展，数据安全和保护隐私将成为关键。（以上内容来自比特网“IBM 宣布启动 2014 三大战略方向，2014.3.25）

表 5、IBM 未来的战略转型方向

IBM三大转型	大数据	云计算	移动、社交和信息安全
	借助数据协助行业和专业转型，开辟新市场	面向云计算，重塑企业IT基础架构	通过移动社交构建互动参与体系
市场描述	到2015年，数据和分析市场估计达到1870亿美元规模	到2015年，预计云计算市场将达到2500亿美元，预计到2016年全球将有四分之一应用程序通过云提供给用户，目前85%的新软件都是基于云开发。预计到2017年底，全球50%企业全面部署混合云环境	快速发展的移动技术和社交业务正在催生一类新的IT服务和功能——与被数字化武装的个体进行交互。伴随社交业务和数据分析的发展，数据安全和保护隐私将成为关键
IBM已做的准备和获得的进展	IBM在该领域已经投资超过240亿美元，其中170亿美元用于30多项收购	在云计算领域投资70亿美元，拥有1560多项云专利，超过100种领先的SaaS产品，在超过100个国家开展了5000多个私有云和混合云项目，IBM公有云的每日交易量达到了550万次	2013年推出“IBM MobileFirst”（移动先行），进行了8次收购以推动移动业务发展，在社交领域收购Kenexa，在安全领域进行了十多次收购
	2014年初，投资10亿美元成立“IBM沃森集团”，开启计算新纪元	2013年投资20亿美元收购全球最大云计算基础架构服务提供商SoftLayer。2014年1月，投资12亿美元在全球将云计算数据中心拓展至40个，其中计划在中国开设3-5个。建立了57个全球交付中心和54个全球智慧中心。2月投资10亿美元用于发展PaaS	安全领域积累了6000多名专家、3000多项专利和全球10个安全运营中心、25个实验室，移动领域全球有3000多名专家，并在移动和无线技术领域获得数百项专利，社交领域有2800名专家，拥有4300项移动、社交和安全技术方面的专利
	IBM已经推出了40000个服务项目，2013年业务分析增长了9%，完成了160亿美元的业务量	2013年，云计算收入为44亿美元，同比增长了69%，通过“以服务方式”实现的云销售额翻了一倍	2013年，IBM移动、社交和安全产品实现了两位数收入增长，69%的增长在移动领域，45%的增长在社交领域，19%的增长来自安全领域

资料来源：国海证券研究所整理

3.3、IBM 持续感受到来自国产化的压力

早在 2013 年，“斯诺登”事件爆发后，国产化重要性就凸显出来，政府经过一系列的摸底、测试、评估等工作后，在 2014 年开始实质性的推动国产化进程，在政策层面开始明确支持国产设备。

表 6、IBM 持续感受到来自中国的国产化压力

时间	事件
2013.6	2013年6月23日，中国工商柜台、AMT和网银出现大面积的故障，且时间长达1个小时。来自工商银行的内部文件显示，此次事故的数据中心(上海)主机系统出现故障，是由于IBM提供的主机DB2V10版本内存清理机制存在缺陷引发。**宕机事件使IBM能力受到质疑**
2014.5	中国互联网新闻研究中心26日发表《美国全球监听行动纪录》，纪录指出，中国有关部门经过了几个月的查证，发现“棱镜门”涉华内容基本属实。美国的监听行动，涉及到中国政府和领导人、中资企业、科研机构、普通网民、广大手机用户等等。
2014.5	据报道，中国有关部门已经要求限制采购微软的Windows8系统，要求国有企业切断与麦肯锡等美国**咨询公司**的业务往来。
2014.5	据报道，中国政府正推动国内银行清理IBM公司制造的高端服务器，并用国内品牌予以替换。报道还称，包括人民银行和财政部等政府机构正在评估，中国商业银行对IBM服务器的依赖是否会影响中国金融安全。
2014.5	国信办近日表示我国将推出网络安全审查制度，对关系国家安全和公共利益的系统使用的重要技术**产品和服务**进行网络安全的审查。

资料来源：国海证券研究所

首当其冲感受到压力的就是 IBM，其核心业务——服务器产品以及咨询业务正是国产化的主要对象，IBM 最近几个季度的财报也从侧面印证了国产化的加速，其中国区收入持续出现快速下降，已经连续三个季度的收入降幅在 20%左右，收入降幅远大于 IBM 的整体降幅以及其他地区降幅。且 x86 产品是下降幅度最小的，而小型机（Power 系列）和大型机（z 系列）的下降速度超过 x86，表明国产化已经影响了其中高端产品的收入。

表 7、IBM 中国区收入持续快速下降

IBM	2013Q3	2013Q4	2014Q1
中国区收入	-20%	-22%	-19%
整体收入	-4%	-5%	-4%
Major Markets	-3%	-2%	-3%
Growth Markets	-9%	-11%	-9%
BRIC Countries	-15%	-11%	-14%

资料来源：IBM、国海证券研究所

表 8、IBM 系统的各条产品线的收入均同比下降

机型	2013Q3	2013Q4	2014Q1
System z	6%	-37%	-40%
Power Systems	-38%	-31%	-22%
System x	-18%	-16%	-18%
Storage	-11%	-13%	-23%
Total Systems	-19%	-25%	-24%

资料来源：IBM、国海证券研究所

由于 IBM 在中国的业务中，硬件收入仍然占到中国收入总额的 40%，远高于 IBM 在全球收入的硬件占比（14.4%），国产化对 IBM 中国的收入影响重大，持续的政策高压将给 IBM 中国业务的发展蒙上阴影。而 IBM 对中国市场的定位很高，是 IBM 全球战略中极为重要的市场，IBM 显然不想看到中国市场一蹶不振。

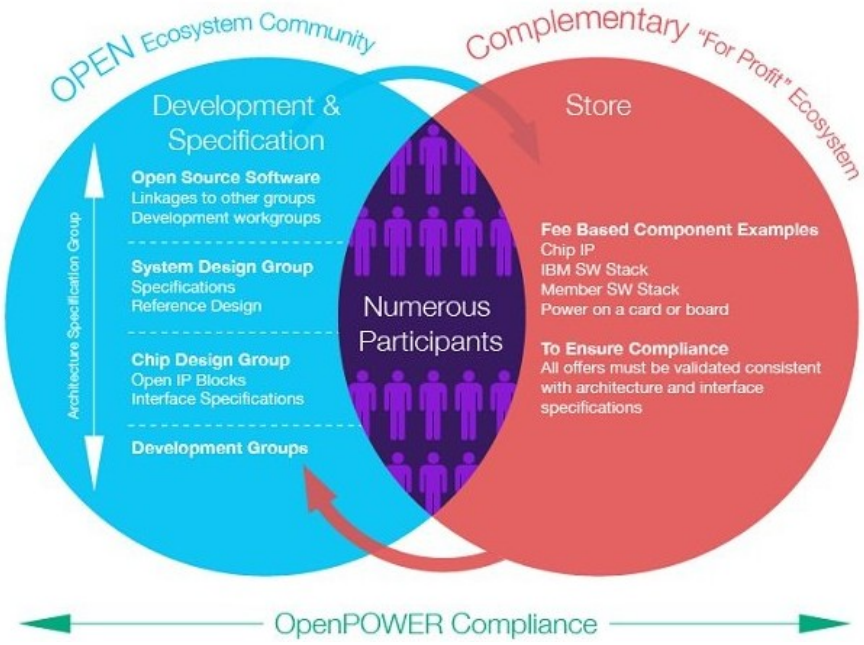
正是在这种背景下，IBM 将低端的 x86 产品线出售给联想，IBM 知道，与中国厂商在 x86 领域拼杀是毫无胜算的，IBM 的优势在于中高端服务器的技术以及品牌。但如果仍然“闭关锁国”，自成一套，继续全方位受到打压、份额一点点被蚕食是不可避免的，这个进程与 x86 性能/稳定性与高端客户需求之间的差距缩小速度有关，将不受 IBM 的影响和控制。

3.4、IBM 拥抱开放，构建 Power 生态体系

IBM 给出的答案就是开放——OpenPOWER 联盟，**引入类似于 ARM 的许可机制，通过向其他厂商提供 POWER 芯片开发许可帮助这款历史悠久的计算架构突破固有传统大型机与高端系统局限，重新获得人气。**2013 年 8 月，OpenPOWER 联盟正式成立，联盟最初的五家成员包括 IBM、谷歌、Mellanox、NVIDIA、TYAN，之后又陆续有多家企业加入 OpenPOWER 基金会。加入 OpenPower 的机构，能够利用 POWER 软硬件资源、知识产权许可进行开源开发，在保持自主研发的同时规避可能的安全问题。

OpenPOWER 共有五个被提议的工作组，分别面向开源系统软件、开源应用软件、开放服务器开发平台、硬件架构、安全合规等领域，未来不排除会建立更多工作组，来进一步完善 OpenPOWER 的产业布局。

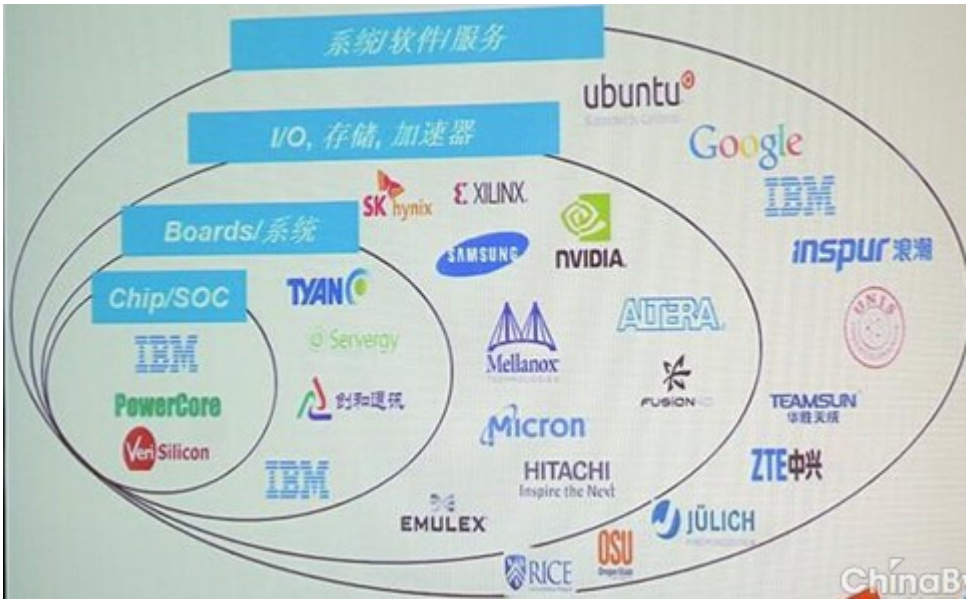
图 15、OpenPOWER 的模式



资料来源：OpenPOWER、国海证券研究所

2014 年 4 月，开发联盟 OpenPOWER 基金会宣布新添六个中国成员：苏州中晟宏芯信息科技有限公司、江苏产业技术国际研究院、北京华胜天成科技股份有限公司、浪潮集团、中兴通讯股份有限公司、北京创和世纪通讯有限公司。目前，除了 IBM，OpenPOWER 基金会的成员共有 25 个。这其中，包括芯片、系统集成、软件、存储、固件、整机、I/O 在内的产业链各个环节的厂商都有机会利用开放的领先技术实现自身业务的重大突破。

图 16、OpenPower 联盟成员



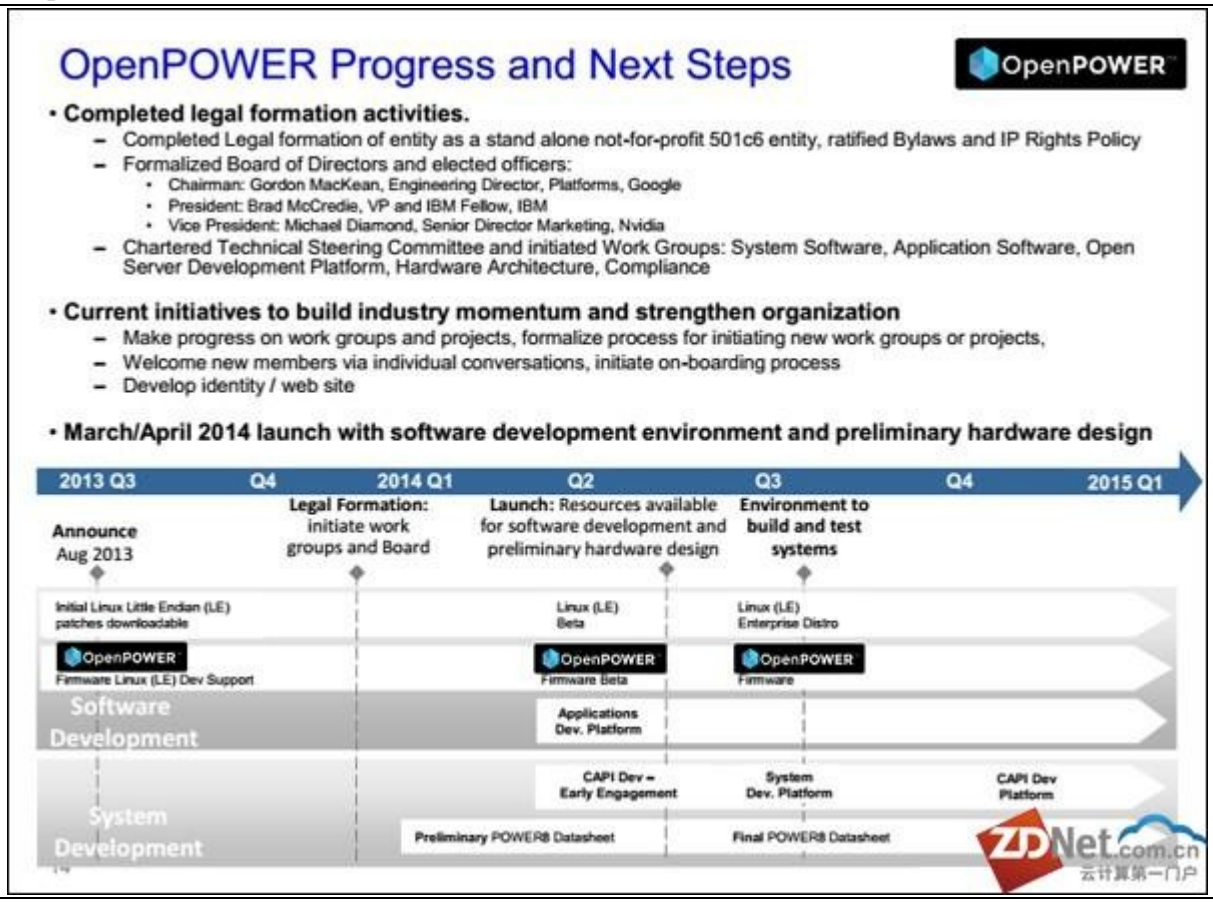
资料来源：互联网、国海证券研究所

与此同时，IBM 发布了其最新的 POWER 8 技术并推出一系列全新的 Power

Systems 服务器，最大亮点并不是性能的提升而是“开放”，POWER 8 系统是首个 OpenPOWER 兼容系统，IBM 通过 OpenPOWER 基金会，向业内开放了具有数十年技术积累的 POWER 相关技术，并公布了 POWER 8 处理器的详细技术规格。IBM 还表示在中国将推出一系列针对合作伙伴的举措，来推动 POWER 8 的落地和应用。此举显示出 IBM 开放 POWER 系统环境的决心！

根据 OpenPOWER 的规划，到 2014 年 Q3 季度，Power 8 将定稿，相应的系统开发与测试平台也将正式建立，届时 OpenPOWER 成员将各取所需，以利用 Power 8 来推出自己的产品。

图 17、OpenPOWER 工作规划



资料来源：OpenPOWER、国海证券研究所

4、站在巨人肩膀上，华胜天成将成为服务器国产化的主角

4.1、公司与 IBM 合作，中高端领域自主可控渐落头角

华胜天成和 IBM 的合作由来已久，公司自 2010 年起就开始与 IBM 进行合作，从云计算联盟、蓝云实验室、天合计划到 2014 年的战略合作，双方的合作逐步加深。其中，华胜天成是 IBM 第一家 CAMP Box 开发伙伴和总代理， 2013 年

结合华胜天成软件和 IBM 系统推出 CAMP 大数据机型、中间件机型、安全机型等，极大的丰富了 CAMP 产品线。可以说，华胜天成是 IBM 在中国最坚定最紧密的合作伙伴。

2014 年是双方合作突飞猛进的一年也是里程碑似的一年！

- 3 月，双方签订了战略合作协议，将在开拓 CAMP 产品线、智慧城市、存储业务、管理服务领域展开合作；

- 4 月，成立北京新云系统科技有限责任公司，从事 CAMP 和 CSF（“CSF”: CAMP Solution Factory）业务，为公司将来推出自主品牌的 Linux 服务器积累经验，IBM 在满足一定条件的基础上，以现金方式增资 1,200 万元，增资完成后股权占比 19.35%；

- 4 月底，华胜天成加入 OpenPOWER 基金会，从两个方面开展工作，第一，为工作负载向 Power Linux 平台迁移提供支持和工具，来营造更为有利的生态环境，创造更大的商机；第二方面，继续加大投入基于 Power 的 Linux 服务器平台上的方案整合，极大地提高系统部署和管理的自动化水平，让最终用户受益。有别于其他加入 OpenPOWER 基金会的中国成员，公司所做的工作范围更广，与 IBM 的合作更多元化。

表 9、华胜天成与 IBM 自 2010 年以来的重要合作事项

时间	双方合作重大事项	核心内容/合作意义
2010	云计算服务联盟	帮助客户企业提升业务敏捷度、加快产品创新周期、增强企业竞争优势。
2011	蓝云实验室	共同研发云计算相关产品。
2012	“ProjectCAMP-天合计划”，华胜天成是IBM第一家CAMPBox开发伙伴和总代理	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。
2012	合作研发PowerDirector虚拟化管理工具，并将其预装在CAMP Box中	第一家把自主知识产权的软件预装在IBM服务器的公司
2013	极大的丰富CAMP产品线	结合华胜天成软件和IBM系统推出CAMP大数据机型、中间件机型、安全机型等
2014	双方签订战略合作协议	共同建立联合创新中心，在合作开拓CAMP产品线、智慧城市领域、存储业务及管理服务领域的合作。
2014	IBM计划注资华胜天成旗下新的子公司“北京新云系统科技有限责任公司”	该公司将基于PowerLinux系统研发增值方案，并提供这些方案与PowerLinux系统预整合的服务，为用户和合作伙伴大大简化PowerLinux方案实施和使用，促进基于POWER架构的Linux解决方案在中国的应用和推广，满足用户对企业级服务器品质和Linux开放性的需求。
2014	成为中国首批加入OpenPOWER基金会的成员	为工作负载向Power Linux平台迁移提供支持和工具，继续加大投入基于Power 的Linux服务器平台上的方案整合

资料来源：公司资料、互联网、国海证券研究所

双方的合作是基于看重了对方身上的优点，1、在国产化大势所趋背景下，华胜

天成要想实现份额的提升，必须拿出自主可控的过硬产品，而这单靠自身努力在短时间内是不可能完成的。OpenPOWER 的出现给华胜天成提供了这样一个平台，一个能够做大做强又不受制于人的平台。2、IBM 在中国要想摆脱去“IOE”的影响，要以开放的心态扶持国内厂商，这样可以做大 POWER 生态体系，帮助 POWER 系列产品重回增长轨道，而选择华胜天成合作则是表明了 IBM 的态度，即华胜天成是目前中国在 Power Linux 硬件产品领域整体实力最强的公司。

我们认为，双方合作可以达到双赢的目的。一、华胜天成可以借助 IBM 的开源技术，结合自身技术实现服务器等产品的自主可控；二、华胜天成可以得到 IBM 的渠道，借助 IBM 强大的分销体系，帮助公司实现产品的迅速推广；三、IBM 通过开放可以完善 POWER 生态体系，实现 POWER 产品的规模化应用。

华胜天成自 2007 年转型，有序推进自主产品、服务业务转型，实施“自主可控”战略。经过几年的卧薪尝胆，已经逐步进入收获期，2012 年，公司推出了自主研发的云计算五大产品：天成云机、e 维融通、天成云泰、i 维数据、云悦服务，已经实现了重要的产品突破并得到了广泛的市场认可。2013 年，公司协同旗下成员企业北京飞杰信息技术有限公司发布其自主研发的存储产品“飞杰青云®”FS6000 四大系列产品。公司借助积淀多年的自主云计算产品和业界领先的云服务能力，构筑了自主可控的“大集成”云计算解决方案体系和端到端面向云环境的“大服务”能力。

我们认为，公司实施“自主可控”的战略是符合国产化趋势的，有望在云计算、大数据、信息安全及国家重点发展自主可控 IT 产业大潮所带来的重大商业机会中，快速获得市场份额，成为国内超一流信息服务产业集团！

4.2、公司与 IBM 未来战略高度协同

华胜天成 2007 年开始向服务和软件转型，在公司 2014 年的财报中，明确提出：在 2014 年将重点聚焦云计算、智慧城市、大数据、信息安全及国家重点发展自主可控 IT 产业大潮所带来的重大商业机会。公司在云计算领域已经推出多款自主品牌的云计算及衍生产品，在大数据领域，将充分发挥公司在传统数据分析和数据治理领域的优势，将传统解决方案向大数据领域逐渐迁移。

早在 2012 年，华胜天成就参与了 IBM 的“星河计划”，根据客户实际的云计算环境情况配置 IBM system X 部门产品，并推出自己的 Iaas 云计算平台。此后，公司也积极参与 IBM 的 CAMP 项目，并结合华胜天成软件与 IBM 系统推出了 CAMP 大数据机型、中间件机型、安全机型等。2014 年，双方签订战略合作协议，针对大数据，智慧城市，云计算，管理服务等领域，计划通过建立联合创新中心，产品合作研发，共同开发市场等推动双方的战略合作不断深入。

我们认为，双方都积极在大数据、云计算、智慧城市布局，持续投资，并作为长期战略高度重视，双方的合作具有较强的协同效应。IBM 在大数据、云计算、智慧城市领域具有多年的技术、业务积累以及优质的品牌，与华胜天成的合作可以帮助 IBM 拓展中国业务，并推进 IBM 各项相关科技成果与解决方案在国内的技术合作和成功落地。而华胜天成通过与 IBM 的合作，可以提升公司在云计算、

数据中心管理及智慧城市，硬件系统设计与开发以及软件实施等方面业务能力和创新能力，加快公司业务转型。

表 10、华胜天成与 IBM 的合作内容

合作领域	内容
服务器	双方以IBM PowerLinux产品线为基础开展CAMP产品线合作；华胜天成将投资CAMP方案工厂，与IBM合作推广CAMP系统产品和整合的解决方案
智慧城市	双方在《战略合作协议》中所约定的联合创新中心的架构下，合作开发和建设智慧城市领域的应用创新和应用推广
存储业务	双方在存储市场开展深入合作，在集成及OEM对方的存储产品和方案方面达成互补优势
管理服务领域	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

资料来源：公司资料、国海证券研究所

4.3、这种合作算不算国产化？

合作的背景本身就是政府意愿。受网络信息安全事件影响最大的是政府，网络安全事件的最终责任人也是政府，所以政府是最有动力也是最有能力去降低或消除此问题的。所以我们看到政府一方面在本行业内积极扶持国内厂商，2013 年政府行业的服务器市场，国产厂商已经成为该行业市场的主导性力量，合计份额达 76%；另一方面，连续出台政策引导其他重点行业也去“IOE”化。

IBM 从去年就已经开始感受到中国区收入的下滑，为了应对这一局面，2013 年 11 月，IBM 就派遣政府项目主管拜访了中国商务部副部长王超，以及工信部官员。有消息称，IBM CEO 在 2014 年 2 月进行了为期三天的访问并与中国政府领导人会面。

而就在这之后的 4 月，IBM 与华胜天成签署了战略合作协议，包括华胜天成在内的 6 家中国企业加入到了 OpenPOWER 基金会中。IBM 对中国企业的开放力度达到了有史以来的最高程度，我们有理由判断，这是 IBM 在经过与中国政府进行深入沟通并权衡了诸多利益之后，做出的符合其长期发展战略的最佳决策。

反过来看，这也折射出我国政府在此事件里的态度：国产化是必须要做的，但短时间内通过内生的自我发展不可能完成，需要借助 IBM 这样在此领域已经投入几十年、上千亿美元的传统垄断者的力量，以合作的方式逐渐推进国产化进程。恰逢 IBM 开放 POWER 体系，借此机遇让更多国内 IT 厂商可以利用这个机会，一方面使国产产品做到自主可控，提升国产厂商的产品能力和创新能力；另一方面也可以达成 IBM 做大做强 POWER 体系的愿望。

华胜天成与 IBM 的合作是最有可能成功的。目前，国内 IT 厂商占据较多市场份额的是 x86 服务器市场，但 x86 服务器的芯片大都是由英特尔供给，从这个意义上看，还不能说完全自主。而国内不可能有一个厂商能够做到替换英特尔，英特尔在垄断背景下也不会开放其芯片。

而 IBM 此次将 POWER 体系开放的力度非常大，达到了芯片级，给了中国企业开发中国自主知识产权的芯片的机会。代表中国进入 OpenPOWER 基金会的两家国有企业苏州中晟宏芯信息科技有限公司、江苏产业技术国际研究院主要负责芯片的研发工作，将承担起未来国产服务器芯片供应商的角色。

在另外四家参与的厂商中，创和世纪是中国移动集团的 IT 供应商，其主要目的是利用与 OpenPOWER 的合作为中国移动提供定制化的服务器，华胜天成、浪潮、中兴通讯是希望借助与 OpenPOWER 的合作向市场提供基于 POWER 的 Linux 服务器及解决方案。

我们更看好华胜天成的原因是:

一、华胜天成有多年与 IBM 的合作经验，并已在天合计划中展示出自身在基于 POWER 的 Linux 服务器上开发软件的能力，同时在 2013 年推出了多款结合 IBM 系统和华胜天成软件的机型，可以说华胜天成是 IBM 在中国最紧密的合作伙伴，与 IBM 的合作是更多维度的;

二、IBM 主动选择与华胜天成签订战略合作协议，并拟注资华胜天成控股子公司新云科技，正是看好华胜天成在 POWER Linux 的能力;

三、浪潮、中兴一直以来以 x86 服务器为主要产品并因此快速提升市场份额，要让二者在 x86 风头正劲之时分出资源投入 POWER Linux 值得怀疑，即使确定投入也必然需要一个过程才能达到华胜天成的能力，我们判断二者跟 POWER 芯片合作可能意图抗衡英特尔。

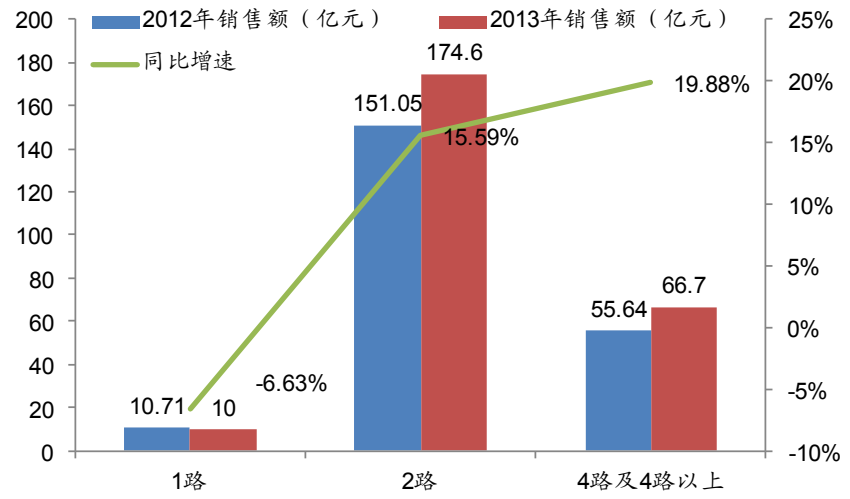
5、业绩贡献与投资评级

我们认为，高端 x86 服务器与小型机将成为国内品牌实现国产化替代的最重要角力区。首先从应用行业来看，对于服务器性能要求较高的大型企业、政府机关是使用高端 x86 服务器和小型机的主要群体，同时也是容易发生重大信息泄露事件的行业，国家对于这类行业的服务器国产化需求最为强烈；其次，云计算的普及以及 x86 系统在性能和可靠性上的改进，使 x86 服务器与小型机的竞争更为激烈，作为应对，以 IBM 为代表的小型机厂商也纷纷推出适用于云计算的小型机机型，势必会使竞争变得更为激烈。

华胜天成与 IBM 目前的合作主要基于 Power linux 系统展开，入门级 Power linux 服务器售价 9800 美元，主要与高端 x86 服务器竞争；目前 IBM 生产的 Power 小型机在试用 AIX 操作系统的基础上也基本全部都会兼容 Linux 系统。2013 年国内 4 路及 4 路以上 x86 服务器的市场规模 66.7 亿元，相比 2012 年增速接近 20%，是 x86 各个类型服务器中增速最快的种类。2013 年国内非 x86 服务器市

场 180 亿元左右，假设 IBM 占 70%的市场份额（大型机+小型机），小型机占 50%，则 2013 年 IBM 中国区小型机销售额 60 亿左右。可以认为华胜天成目前的 camp 机型每年市场空间 120 亿元左右。

图 18、2012、2013 年各种类型 x86 服务器销售额



资料来源：公司资料、国海证券研究所

双方在更高端的服务器领域合作的可能性大。根据上述我们的分析，IBM 的战略规划以及政府对于 IOE 的施压将导致 IBM 将自身的高端服务器向国内厂商开放，华胜天成是 IBM 在服务器领域合作最深入的厂家，最有希望与 IBM 在高端服务器领域进行合作。华胜天成的角色由之前的代销商转变为可以附加自己软件产品，并能够捆绑 IBM 服务器销售的代工者，未来甚至有拥有自身服务器品牌的可能性，想象空间巨大。

假设明年新云科技 power linux 服务器出货量 1 万台，不考虑其他有望合作的产品，则能够给新云科技带来近 10 亿收入。同时，参考浪潮 2013 年前的毛利率水平（高于 20%），高于华胜天成传统系统集成业务的毛利率（15%-17%），服务器产品的上量将带动公司整体毛利率提升，这对于公司盈利能力的提升是非常显著的。

从今年开始，我们认为公司的基本面处于一个向上的拐点，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.22 元、0.46 元、0.53 元，对应当前股价 PE 分别为 41.7 倍、20.3 倍、17.4 倍。考虑到公司通过与 IBM 合作今年实现自主品牌服务器的产品化难度较大，更多的合作进展尚需在明年兑现较为明确，目前价位给予增持评级，后期视双方的合作广度与深度的情况再调整盈利预测和评级。

6、风险提示

PowerLinux 服务器与高端 X86 服务器竞争前景不明朗风险；今年预期业绩估值较高且明年合作顺利与否不确定性风险；公司自主品牌服务器产品化时间慢于预期风险等。

表 11、华胜天成盈利预测

证券代码:	600410	股票价格: 9.30	投资评级:	增持	日期:	2014-06-12

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力				
ROE	1.7%	6.1%	14.3%	19.9%
毛利率	15.9%	16.1%	19.5%	19.2%
期间费率	14.5%	12.4%	13.0%	13.2%
销售净利率	0.9%	2.7%	4.7%	4.3%
成长能力				
收入增长率	-8.0%	11.1%	18.5%	27.2%
利润增长率	-73.3%	245.3%	105.2%	16.4%
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.91	1.08	1.32
应收账款周转率	2.48	2.48	2.48	2.48
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a
偿债能力				
资产负债率	56.2%	59.7%	64.8%	71.6%
流动比	2.17	1.98	1.77	1.54
速动比	1.91	1.72	1.51	1.27

资产负债表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1333	1421	921	188
应收款项	1939	2155	2555	3248
存货净额	521	579	659	841
其他流动资产	563	605	693	827
流动资产合计	**4356**	**4529**	**4596**	**4873**
固定资产	157	131	108	89
在建工程	56	56	56	56
无形资产及其他	245	245	220	196
长期股权投资	15	15	15	15
资产总计	**5707**	**5854**	**5873**	**6106**
短期借款	228	228	228	228
应付款项	920	1146	1373	1806
预收帐款	282	342	423	560
其他流动负债	575	575	575	575
流动负债合计	**2005**	**2292**	**2600**	**3170**
长期借款及应付债券	1109	1109	1109	1109
其他长期负债	96	96	96	96
长期负债合计	**1205**	**1205**	**1205**	**1205**
负债合计	**3210**	**3497**	**3805**	**4375**
股本	646	646	646	646
股东权益	2497	2356	2068	1732
负债和股东权益总计	**5707**	**5853**	**5873**	**6107**

每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标				
摊薄EPS	0.06	0.22	0.46	0.53
BVPS（最新股本）	3.59	3.32	2.78	2.15
估值				
P/E	143.9	41.7	20.3	17.4
P/B	2.6	2.8	3.3	4.3
P/S	1.2	1.1	0.9	0.7

利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**4816**	**5351**	**6343**	**8066**
营业成本	4050	4492	5108	6517
营业税金及附加	10	11	13	17
销售费用	408	414	511	648
管理费用	230	255	302	385
财务费用	52	(16)	(4)	14
其他费用/（-收入）	(29)	(17)	(17)	(21)
营业利润	**37**	**178**	**397**	**465**
营业外净收支	34	25	19	19
利润总额	**70**	**203**	**416**	**484**
所得税费用	20	28	57	67
净利润	51	175	359	417
少数股东损益	9	31	63	73
归属于母公司净利润	**42**	**144**	**296**	**344**

现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	**324**	**232**	**213**	**94**
净利润	51	175	359	417
少数股东权益	9	31	63	73
折旧摊销	54	56	51	44
公允价值变动	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	210	(603)	(876)	(1579)
投资活动现金流	**(687)**	**26**	**23**	**19**
资本支出	(23)	26	23	19
长期投资	10	0	0	0
其他	(674)	0	0	0
筹资活动现金流	**451**	**(315)**	**(647)**	**(753)**
债务融资	940	0	0	0
权益融资	0	0	0	0
其它	(489)	(315)	(647)	(753)
现金净增加额	**88**	**(57)**	**(411)**	**(640)**

资料来源：国海证券研究所，Wind

【TMT小组简介】

孔令峰：国海证券研究所副所长，东北财经大学硕士，2013年水晶球计算机行业公募排名第四名。
张广荣：主看传媒行业，山东经济学院经济学学士，北京大学软件工程硕士，2013年进入国海证券。
李　响：主看通信行业，北京邮电大学硕士，两年半电子商务工作经验，2013年进入国海证券。
田　庚：主看计算机行业，西安交通大学硕士，2012年进入国海证券。

【分析师承诺】

孔令峰，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：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;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。