



买入

43% ↑

目标价格:人民币 70.00

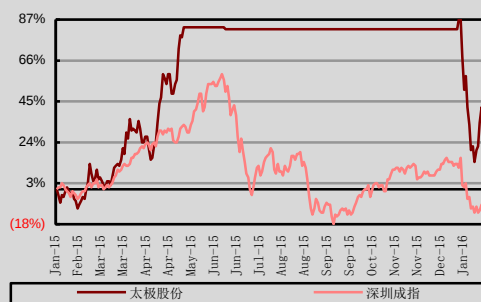
002368.CH

价格:人民币 49.00

目标价格基础:70 倍 16 年市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(18.9)	(25.2)	(25.2)	37.4
相对深证成指	2.4	(6.0)	(14.6)	43.1

发行股数(百万)	416
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	17,709
3 个月日均交易额(人民币 百万)	798
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
华北计算技术研究所(中国电子科技集团公司第十五研究所)	38

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以 2016 年 1 月 20 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机应用

吴砚靖

(8610)66229335

yanjing.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070003

宋彬

(8610)66229323

bin.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070002

太极股份

自主可控+云+军民融合三大风口下整装待发

我们认为公司是当前自主可控+云计算+军民融合三大产业重大机遇下真正具备领头羊潜质的 IT 服务国家队, 公司对自主可控产业体系的持续布局和投入具有重大战略价值, 随着收购标的协同效应的体现, 公司将迎来收入和利润的高速发展期。我们对该股给予买入的首次评级, 目标价格 70.00 元。

支撑评级的要点

- 党政军公共事业的 IT 服务龙头, 面临重大转型升级, 高势能将转化为动能, 百亿收入可期。公司正在将过去面向党政、国防、公共安全等领域积累的大量优质客户资源优势与行业理解能力形成的势能转化为二次腾飞的动能。
- 向下夯实产业链, 拥有核心产品技术的自主可控产业体系形成, 净利率水平将稳步提升。公司近期增发收购国产服务器提供商宝德计算机, 加之持股的国产数据库(人大金仓), 国产中间件(金蝶), 紧密合作的操作系统(普华), 公司的自主可控产业体系初步形成, 其在自主可控领域的持续布局和投入, 将支撑公司对重要部门和关键行业逐步实施自主可控产品替代。
- 自主安全云服务全面布局, 政务云优势突出。公司自主可控产品及服务在 IaaS、PaaS、SaaS 均有关键卡位。公司成功中标 2015 年北京市市级政务云项目采购, 获得未来三年北京市特许经营政务云服务的资格。不仅为后续政务云业务发展积累了重要宝贵的经验, 同时示范作用将有利于公司的市场开拓与推广。同时募资 4.8 亿元, 用于建设国内领先的安全可靠的“太极云计算中心”, 为建设并运营专有政务云中心等业务提供支持。
- 股东为十大军工集团中国电科旗下十五所, 在军民一体化、信息化大背景下, 股东资产和公司业务有整合预期, 有望新增数倍市场空间。

评级面临的主要风险

- 并购公司业务整合不达预期, 国产化推广进度低于预期。

估值

- 我们预测 2015 年、2016 年和 2017 年每股收益分别为 0.47 元、1 元、1.25 元, 给予买入评级, 目标价 70.00 元。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	3,366	4,256	4,066	6,719	9,081
变动(%)	17	26	(4)	65	35
净利润(人民币 百万)	177	196	197	415	518
全面摊薄每股收益(人民币)	0.644	0.713	0.474	0.998	1.247
变动(%)	15.5	10.7	(33.5)	110.5	25.0
全面摊薄市盈率(倍)	76.0	68.7	103.4	49.1	39.3
价格/每股现金流量(倍)	34.5	(795.3)	71.6	38.0	37.8
每股现金流量(人民币)	1.42	(0.06)	0.68	1.29	1.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	113.0	93.8	87.4	41.2	32.4
每股股息(人民币)	0.200	0.222	0.149	0.311	0.390
股息率(%)	0.4	0.5	0.3	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

目录

战略转型升级，百亿收入可期.....	3
自主可控+云计算+军民融合三大产业重大机遇下，太极具备领头羊潜质.....	5
自主可控产业体系形成，利润率稳步提升将水到渠成	7
自主安全云服务全面布局，政务云+行业云开始发力	13
中国电科十五所旗下唯一上市公司，集团资产整合预期较强	18
盈利预测与估值.....	20
研究报告中所提及的有关上市公司.....	22

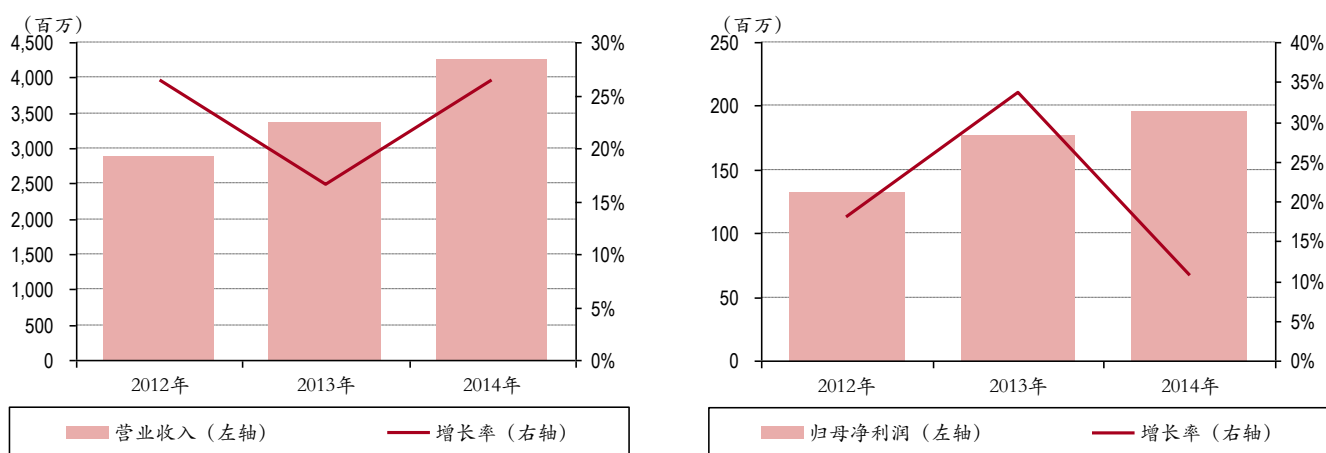
战略转型升级，百亿收入可期

以党政、国防等重点行业为基的 IT 解决方案提供商

太极股份主要面向党政、国防、公共安全、能源、交通等行业和智慧城市领域提供一体化信息技术服务，包括行业解决方案服务、IT 咨询服务、产品增值服务等。

公司近年营业收入和利润近几年来保持稳步增长，受项目结算影响 2015 年收入增速有所放缓。

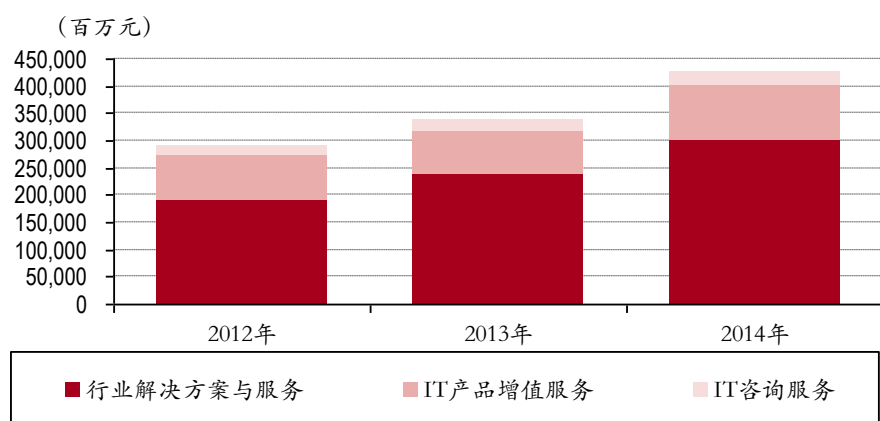
图表 1. 公司近三年收入利润增速图



资料来源: 公司财报、中银国际证券

公司行业解决方案与服务收入占比达 70% 以上，是公司目前的主要利润来源。

图表 2. 公司近三年收入结构图



资料来源: 公司财报、中银国际证券

“固根基、展两翼”发展策略

自 2010 年 3 月上市以来，公司一直以“做中国最优秀的 IT 服务提供商”为目标。2015 年，公司提出了“固根基、展两翼”的发展战略，逐步构建新的集团化产业架构，力求实现转型升级。

“固根基”：围绕党政、国防、公共安全、电力、交通以及智慧城市等重点行业和领域，聚焦客户核心业务应用，进一步做强行业解决方案服务业务，通过核心解决方案能力提升行业竞争优势。

“展两翼”：“一翼”是发展自主可控产业，尤其要在核心产品上取得突破，为国家安全战略提供重要的技术和产品支撑。另“一翼”是顺应新技术和互联网发展趋势，积极发展面向行业的云计算和大数据业务，并围绕优势行业发展产业互联网业务，与行业客户共同实现产业转型。

图表 3. 2015 年公司的发展策略：一体两翼



资料来源：公司公告、中银国际证券

图表 4. “一体两翼战略”下的产业架构图



资料来源：公司公告、中银国际证券

公司新的产业架构将包括行业解决方案、软件产品、系统设备、云计算服务等产业板块，在党政、国防、公共安全以及涉及国计民生关键行业将形成咨询、应用解决方案、软硬产品、云服务的“软件+硬件+服务”的整合解决方案服务能力，产业整体收入规模将尽快突破百亿。

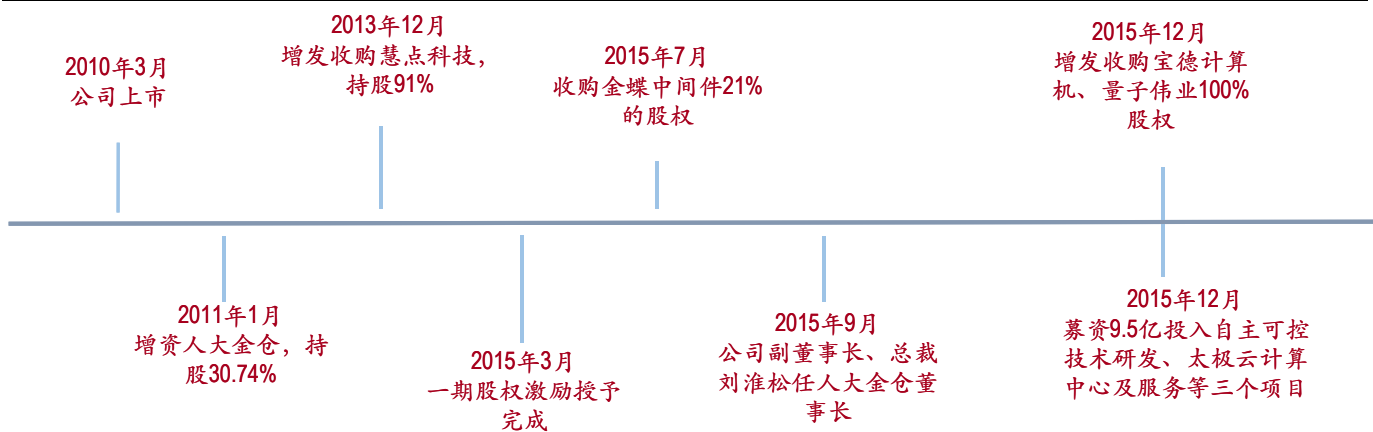
自主可控+云计算+军民融合三大产业重大机遇下，太极具备领头羊潜质

公司前身为太极计算机公司，1987 年由原电子工业部第十五研究所（现中国电科十五所）创建。太极计算机率先研制并批量生产 TJ-2000 系列超小型机系统，填补了产业空白，打破了国外产品垄断。

90 年代后，太极计算机成功地实现了从小型机研制生产向行业信息技术应用与服务提供商的转型。并于 2002 年实现股份制改革。

公司自上市以来，以主业行业解决方案为基础，围绕着**自主可控、云计算**两大方向进行了多次并购、参股，借助实际控制人 CECT 的产业资源，逐步构建新的集团化产业架构。

图表 5. 公司上市后发展大事记



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 6. 大事件表及说明

时间	事件	说明
2011 年 1 月	增资人大金仓持股 30.74%	国产数据库龙头厂商，公司为第二大股东，控股股东为 CETC 旗下的普华软件（国产操作系统龙头）
2013 年 12 月	收购慧点科技持股 91%	风险管控及协同办公软件提供商，丰富产品线（拥有 400 余家中高端企业及政府客户）
2015 年 3 月	一期股权激励授予	授予日起 24 个月锁定期
2015 年 7 月	收购金蝶中间件 21% 的股权	布局中间件
2015 年 9 月	副董事长、总裁刘淮松任人大金仓董事长	推动数据库与行业应用融合发展
2015 年 12 月	收购宝德计算机 100% 股权	布局服务器产品
2015 年 12 月	收购量子伟业 100% 股权	布局档案管理软件、档案数据服务
2015 年 12 月	增发募资 9.5 亿投入自主可控技术研发、云计算中心及服务、智慧城市数据平台项目	加大对自主可控、云计算服务投入力度

资料来源：公司公告，中银国际证券整理

图表 7. 公司新的产业框架



资料来源：公开资料、中银国际证券整理

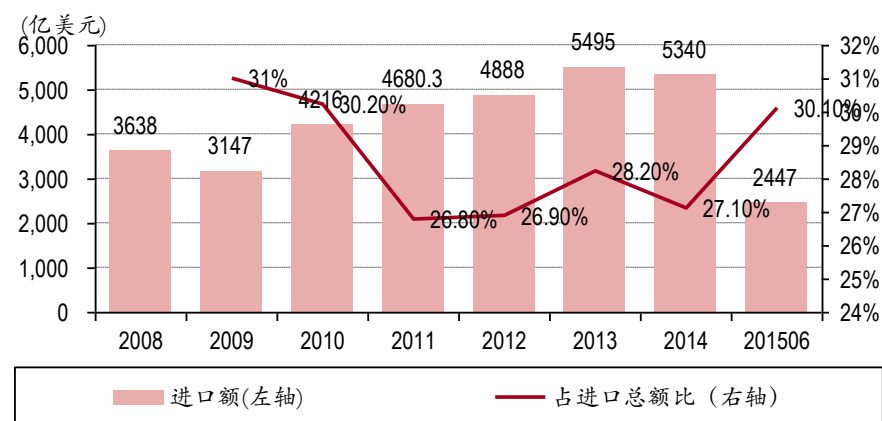
通过一系列的参股并购与整合，在拥有实力雄厚的行业解决方案能力的基础上，公司拥有了自主可控的基础软件、系统设备，同时布局了云计算服务，加之其多年为军工企业服务的基础及控股股东及实际控制人的军工背景，太极股份将充分受益于自主可控、云计算和军民融合这三大产业重要机遇，公司具备领头羊潜质。

自主可控产业体系形成，利润率稳步提升将水到渠成

我国 IT 产业规模大、发展快且依赖进口，自主可控市场巨大

截至 2015 年 6 月 30 日，我国软件业务收入规模约 2 万亿，电子信息产业规模突破 14 万亿。据工信部数据统计，2015 年 1-6 月电子信息产品进口额达到 2,447 亿美元，占全国外贸进口比重为 30.1%。

图表 8. 中国电子信息产品进口数据图



资料来源：工信部、中银国际证券

由于我国自主可控产业尚不完善，国际 IT 企业营业收入中来自中国地区的收入占比突出。

从几家 IT 上市公司的财务报表中可以看到，高通营业收入三年来营业收入的约 50% 来自于中国市场，AMD 公司超过 40%，Intel 公司占比达到 20%，Apple 占比 16.3%。2014 年，Intel、AMD、Qualcomm、Apple、ARM 五家公司在中国营业收入达到 2,700 亿美元。

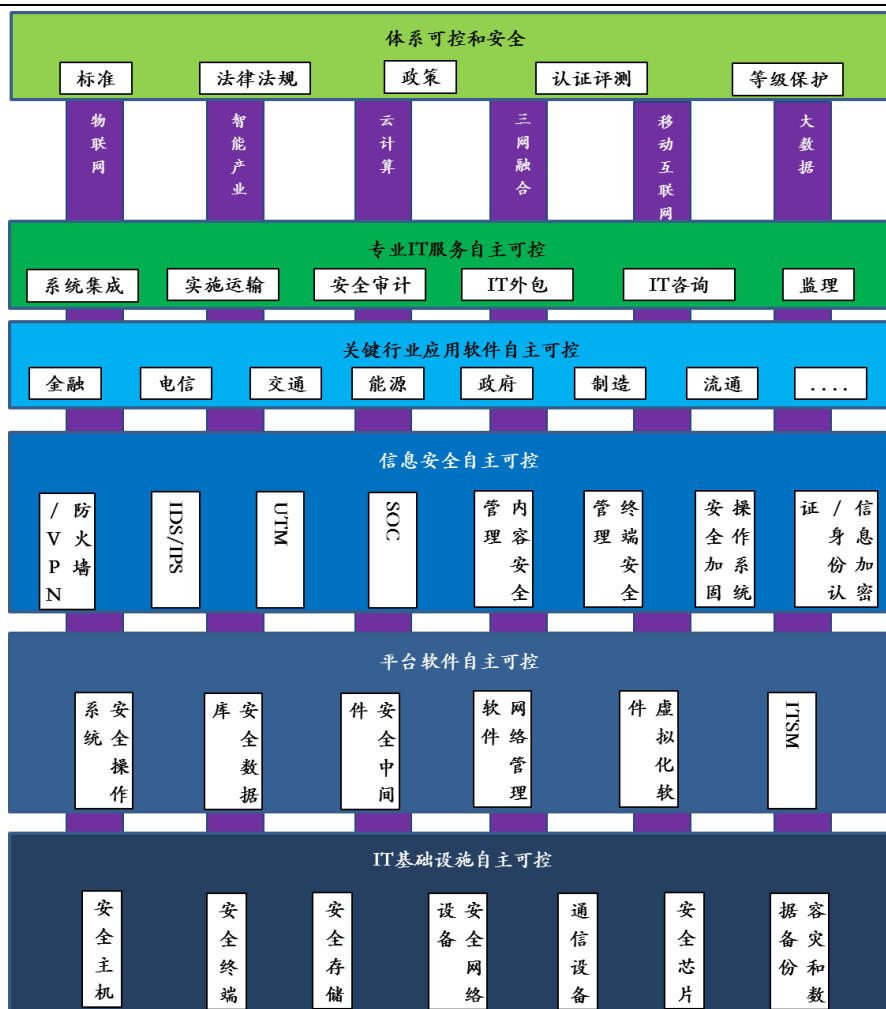
同时，随着各类安全事件频出，国家对于自主可控意识逐渐加强，近年来出台了多项举措，发布了新的《信息安全法》等相关政策法规，目前中国自主可控产业进入政策窗口引导保护期，加快自主可控技术生态圈建设成为关键。

图表 9. 近期自主可控相关的国家法规、政策

时间	政策
2014 年 2 月	中央网络安全和信息化小组成立
2014 年 5 月	中央国家机关采购中心禁止计算机安装 win8 系统
2014 年 7 月	国家工商总局已对微软进行反垄断问询。
2014 年 8 月	工信部下发了《加强电信和互联网行业网络安全工作的指导意见》，提出八大工作重点。
2014 年 8 月	政府采购部门将赛门铁克与卡巴斯基从安全软件供应商名单中排除，将赛门铁克“数据防泄漏” (Symantec DLP) 软件列为禁用产品。
2014 年 9 月	政府将安全可控信息技术应用纳入银行业战略规划
2014 年 10 月	中央军委印发《关于进一步加强军队信息安全工作的意见》
2014 年 11 月	网信办联合中央编办、公安部和工信部等八个部门举办首届国家网络安全宣传周活动
2015 年 1 月	人民银行印发了《关于推动移动金融技术创新健康发展的指导意见》，优先采用自主可控产品。
2015 年 2 月	发改委通过《垄断法》对高通处以 60.88 亿罚款
2015 年 3 月	工信部启动《2015 年工业强基专项行动实施方案》
2015 年 6 月	第十二届全国人大常委会第十五次会议初次审议《中华人民共和国网络安全法（草案）》。
2015 年 7 月	国家颁布新的《国家安全法》，首次对国家安全作出界定并将信息安全提升到国家战略安全的高度。

资料来源：公开资料、中银国际证券

图表 10. 自主可控全景图



资料来源：赛迪顾问，中银国际证券

在信息安全问题日益凸显的大背景下，国家对网络与信息安全愈发重视，党政、公共事业等大型行业客户对自主可控型产品及服务的需求也正在快速增长。

公司拥有多项一级重点资质，重要客户对自主可控产品需求迫切

大型项目招标通常需要多项资质，越重量级的项目对资质要求也就越高。

公司是全国首批获得《计算机信息系统集成特一级资质》的企业，该资质共授予 8 家企业。特一级资质定位服务于国务院主管的国家级大型项目，对申请企业有非常严格的要求和限制，含金量高。公司也是首批取得《信息系统运维服务一级资质》《涉及国家秘密的计算机信息系统集成甲级资质》、《信息安全服务资质（安全工程类二级）》的企业，同时首批通过信息安全等级保护安全建设服务能力评估认定，是全国范围内高等级资质最为齐全的服务商之一。

图表 11. 公司拥有多项一级资质

颁发单位	资质名称
工信部	计算机信息系统集成特一级企业资质证书
工信部	国家安全可靠计算机信息系统集成能力培育重点企业资格
多部委联合	国家规划布局内重点软件企业
中国电子信息行业联合会	信息系统运维服务一级资质
国家原信息产业部	首批计算机信息系统集成壹级资质（11 家）
国家保密局	全国涉及国家秘密的计算机信息系统集成甲级资质（15 家）
国家原信息产业部	信息系统工程监理资质
国家原建设部	全国首批电子通信广电行业电子工程类（电子系统）甲级资质
国家原建设部	全国首批建筑智能化系统工程设计专项甲级资质
国家原建设部	建筑智能化工程专业承包壹级资质
国家原建设部	电子工程专业承包壹级资质
中国信息安全产品测评认证中心	信息安全服务资质（安全工程类二级）
中国安全防范产品行业协会	安防工程企业壹级资质
/	通过软件能力成熟度模型集成 CMMI 三级认证
国家人民防空办公室	人防信息系统建设保密项目设计（施工）资质认证书

资料来源：公司公告、中银国际证券

公司高等级资质齐全，解决方案能力突出，党政机关、国防和重点行业大型项目是公司优势所在，而这些行业对自主可控产品需求又是最为迫切。

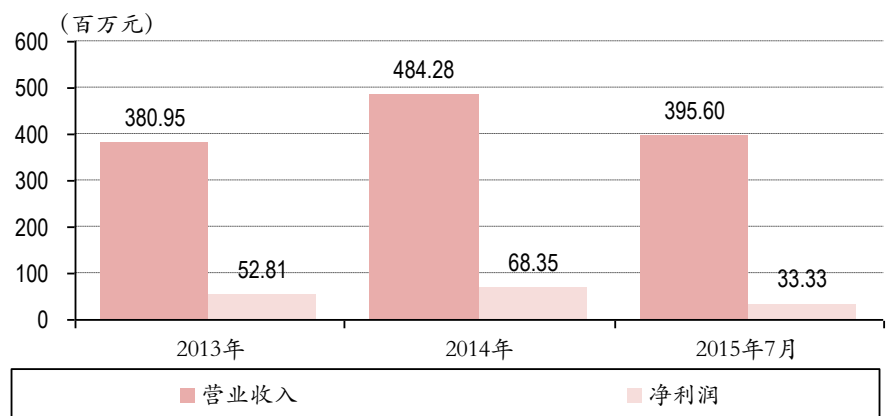
在此基础上，公司把发展自主可控关键软硬件作为公司战略方向，并于 2011 年、2015 年战略参股国产数据库提供商人大金仓、国产中间件提供商金蝶中间件，力图掌握在关键领域的核心技术，建立自主可控的产业体系。

并购填补自主服务器产业空白，自主可控产业体系初步形成

公司增发 16.6 亿元收购宝德计算机 100% 股权，自主可控的产业体系初步形成。宝德计算机是国内领先的云基础架构提供企业，主要从事自主品牌服务器、存储产品及私有云平台软件的研发生产、销售及服务。

宝德计算机拥有十多年的专业服务器研发生产和销售、服务经验，拥有种类完善、型号齐全的服务器及存储产品，包括整机系统、通用云服务器产品、云存储服务器、高密度云计算服务器、高性能集群 MSS 系列视频监控云服务器、基于国产芯片（龙芯、飞腾）的系列服务器、特定行业的工控机和军用计算机以及云管理平台软件等，能够为客户构筑坚实的云计算基础架构。

图表 12. 宝德计算机营收图



资料来源：公司公告、中银国际证券

2014 年宝德计算机销量、销售额在国内 X86 服务器市场排名均为第 8 位，销售额增速同比增长 72.1%，高于行业整体增速近 50 个百分点。仅次于接收了 IBM 业务的联想（166.8%），同期浪潮、曙光、华为、方正等国产服务器销售额增速分别为 56.1%、52.1%、54.2%和 11.1%。

图表 13. 宝德计算机市场排名

2014 年中国 X86 服务器市场品牌销售情况				
品牌	销售量 (万台)	销售量增长率(%)	销售额 (亿元)	销售额增长率(%)
浪潮	28.40	20.5	51.45	56.1
DELL	26.88	(8.3)	49.72	0.0
HP	25.32	21.8	48.18	4.3
华为	24.23	53.3	44.24	54.2
联想	20.82	203.1	37.13	166.8
IBM	11.17	(48.2)	24.98	(43.9)
曙光	14.79	57.7	24.33	52.1
宝德	8.77	26.7	12.91	72.1
方正	2.69	35.9	3.67	11.1
Others	6.83	12.5	11.74	38.2
合计	169.90	19.5	308.35	22.7

资料来源：公司公告、中银国际证券整理

服务器为代表的系统设备是构建自主可控产业的关键环节之一，此次收购完成将填补公司自主服务器产品的空白。

加之公司持股的国产数据库提供商人大金仓（32.74%），国产中间件提供商金蝶中间件（21%），以及与公司紧密合作的操作系统提供商普华软件（同一实际控制人，人大金仓第一大股东），公司的自主可控产业体系初步形成。

图表 14. 自主可控产业体系初步形成

应用软件	档案管理软件 量子伟业	企业管控软件及协同办公 慧点科技	行业解决方案 太极
系统软件	操作系统 普华软件	数据库 人大金仓	中间件 金蝶
基础硬件	服务器 宝德计算机	存储 宝德计算机	

资料来源：公司公告、中银国际证券整理

公司自主可控产业体系的建立，将有助于公司解决关键系统设备和国产软硬件集成适配问题，以建立面向用户需求的安全可控产业生态和一体化服务能力。

图表 15. 自主可控产业链可比上市公司业务表

太极股份			浪潮信息\软件		中科曙光		紫光股份	
SaaS	档案管理软件	量子伟业	ERP软件	浪潮软件			行业解决方案	紫光股份
	企业管控软件及协同办公	慧点科技	行业解决方案					
	行业解决方案	太极	行业软件	浪潮软件				
PaaS	操作系统	普华软件	操作系统	浪潮云海	操作系统		操作系统	
	中间件	金蝶中间件	中间件	浪潮GSP\鼎天盛华	中间件		中间件	紫光股份
	数据库	人大金仓	数据库	鼎天盛华	数据库		数据库	
	虚拟化	宝德	虚拟化	浪潮云海	虚拟化	VMWare	虚拟化	紫光股份
IaaS	服务器	宝德	服务器	浪潮信息	服务器	曙光	服务器	华三\惠普
	存储	宝德	存储	浪潮信息	存储	曙光	存储	华三\惠普
	网络设备		网络设备		网络设备		网络设备	华三

资料来源：公司公告、中银国际证券整理

对比同在布局自主可控产业的其他可比公司，我们认为，公司的布局在提供一体化服务尤其是应用软件层面优势突出。

我们看好公司在自主可控产业体系上的布局，随着公司产品间的集成适配能力进一步提升，协同效应将进一步体现。

募集 2.1 亿建设自主可控关键技术和产品研发及产业化

公司近一期发布增发预案将为“自主可控关键技术和产品研发及产业化”项目募资 2.1 亿元，用于研发自主可控关键软件产品 and 安全可靠信息系统，整合资源建设国产软硬件集成应用联合攻关平台和产业联盟，致力构建面向党政、国防及关键行业的自主可控产业生态，支撑国家重要部门和关键行业的安全可靠系统建设。

图表 16. “太极自主可控关键技术和产品研发及产业化项目”实施内容

序号	项目实施内容
1	研发自主可控应用支撑平台
2	研发党政、国防和关键行业的安全可靠应用系统
3	建设国产软硬件集成应用攻关平台
4	建设自主可控产业生态和市场推广体系

资料来源：公司公告、中银国际证券整理

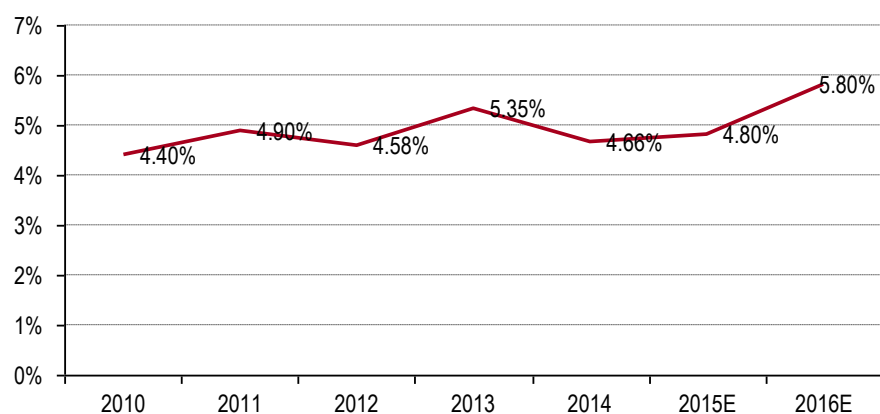
我们认为，公司在自主可控领域的持续布局和投入，将提升公司一体化安全可靠信息系统建设能力，以支撑公司对重要部门和关键行业逐步实施自主可控产品替代。

此外，在补充公司核心技术和产品，提升公司产业竞争力和盈利能力的同时，也有利于构建自主可控产业生态体系，提升公司在产业中的地位。

利润率稳步提升水到渠成

公司多年以来利润率水平整体偏低，我们认为，公司拥有核心产品技术的自主可控产业链已经形成，随着上下游的协同效应体现，以及国家重要部门和关键行业逐步实施自主可控产品替代，公司自有产品的收入占比将逐步提升，公司的利润率水平将出现明显改善，利润率水平大幅上升水到渠成。

图表 17. 太极股份历史利润率水平及预测图



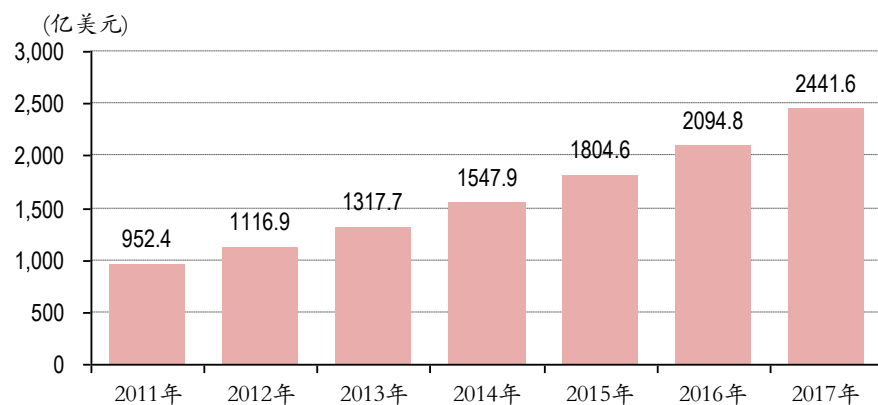
资料来源：公司财报、中银国际证券

自主安全云服务全面布局，政务云+行业云开始发力

云计算服务大势所趋，安全可控是客户需求的重点

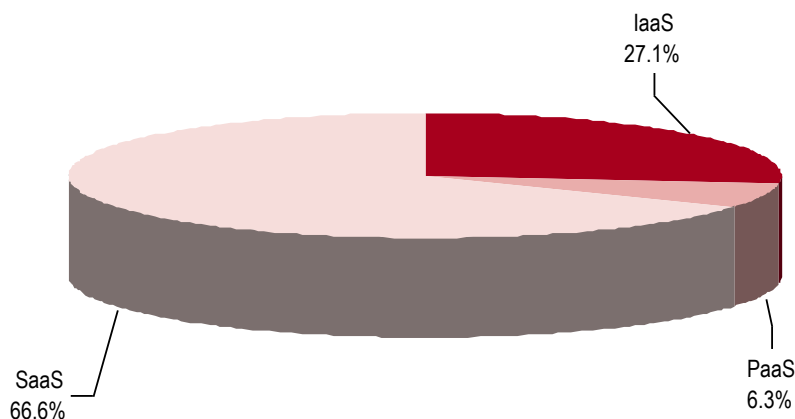
- 云计算服务的优势和发展趋势目前市场争议已经不多，如何能提供便捷、安全、可靠的云计算服务，何种服务模式能更好的满足客户的需求是各个企业关注的重点。
- 就太极股份而言，公司的优势行业在于党政、军队、公共事业等大型国计民生行业，安全、可靠、自主可控的重要性不言而喻。

图表 18. 2011-2017 年全球云服务市场规模走势图



资料来源：Gartner，中银国际证券

图表 19. 全球云计算细分市场格局图



资料来源：Wikibon Server San& Cloud Research Projects 2015、中银国际证券

公司的自主可控产品在 IaaS、Paas、SaaS 上均有关键卡位

随着公司自主可控产业体系的搭建，公司具备了自主可控云服务的能力。公司的自主可控产品及服务在 IaaS、Paas、SaaS 上均有关键卡位。

图表 20. 太极在 IaaS、PaaS、SaaS 行业布局

SaaS	档案管理软件 量子伟业	企业管控软件及协同办公案 慧点科技	行业解决方案 太极	...
PaaS	操作系统 普华软件	数据库 人大金仓	中间件 金蝶	虚拟机 宝德计算机
IaaS	服务器 宝德计算机	存储 宝德计算机	云计算中心 太极	

资料来源：公司公告、中银国际证券整理

IaaS 服务领域，覆盖了服务器和存储设备，以及云计算中心的搭建。公司已经开始在京建设“T3+”级别的“太极云计算中心”，将主要面向党政、国防及重要行业提供安全可靠的云服务，同时与异地第三方云计算中心实现互联，实现异地备份。

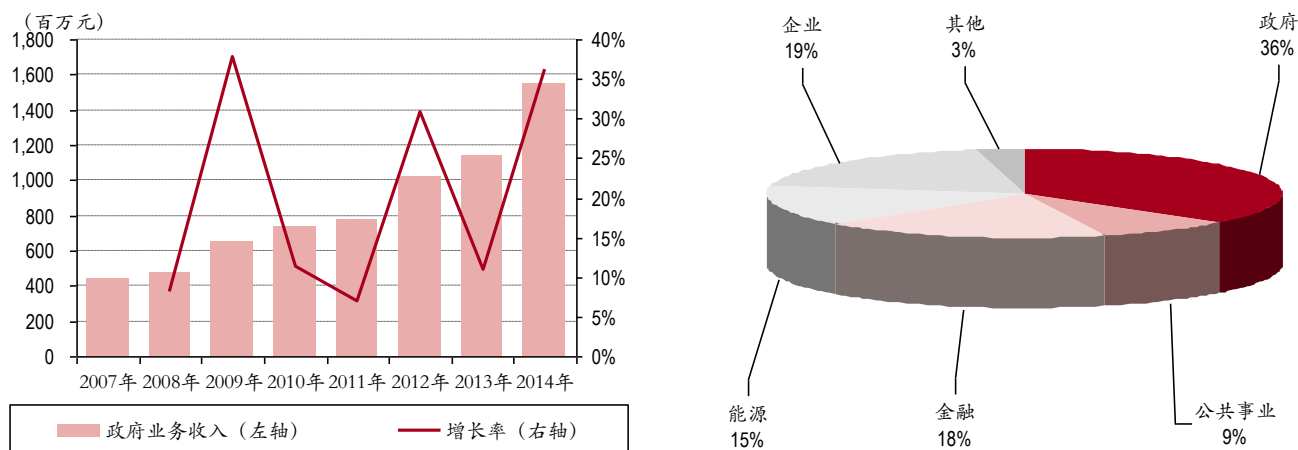
Paas 服务领域，可提供人大金仓数据库、金蝶中间件、普华操作系统以及宝德计算机的虚拟化服务。

SaaS 服务领域，公司此次收购的档案管理软件和档案数据服务提供商量子伟业、企业管控软件龙头慧点科技及多年行业解决方案积累，能为客户提供相应的 SaaS 服务。

目前，作为国内为数不多的整合 IaaS、Paas、SaaS 应用服务的企业，公司能提供是一站式自主可控的云服务，将为公司拓展关键行业客户带来先机。

政务云是公司云服务的优势所在

党政是公司一直以来的优势行业，2007 年至今，公司来自政府行业的收入持续增长，2014 年度公司来自政府的解决方案业务收入超过 15 亿元，收入占比为 36.4%。

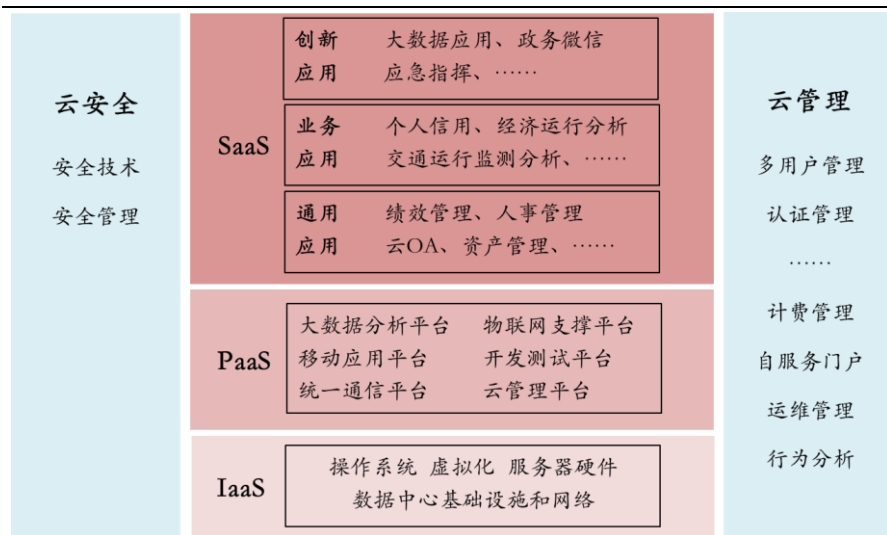
图表 21. 公司来自政府行业的收入增速及业务占比图


资料来源：公司公告、中银国际证券

- 2015 年公司明确了向云计算转型的战略，旨在打造“中国政务云服务第一品牌”。公司将依托党政、国防、公共安全等行业优势地位，积极发展安全可靠的行业云服务。

- 目前，太极政务云面向政府、企事业单位、交通、能源、金融个人等用户，提供 IaaS、PaaS、SaaS 等基于云计算平台的一站式基础 IT 应用服务。可实现多平台（Window、Linux 等）之间的应用整合和移动互联网平台与云平台之间的开发整合，帮助客户降低成本，共享云资产，提供动态、按需的服务交付方式。

图表 22. 公司电子政务服务示意图

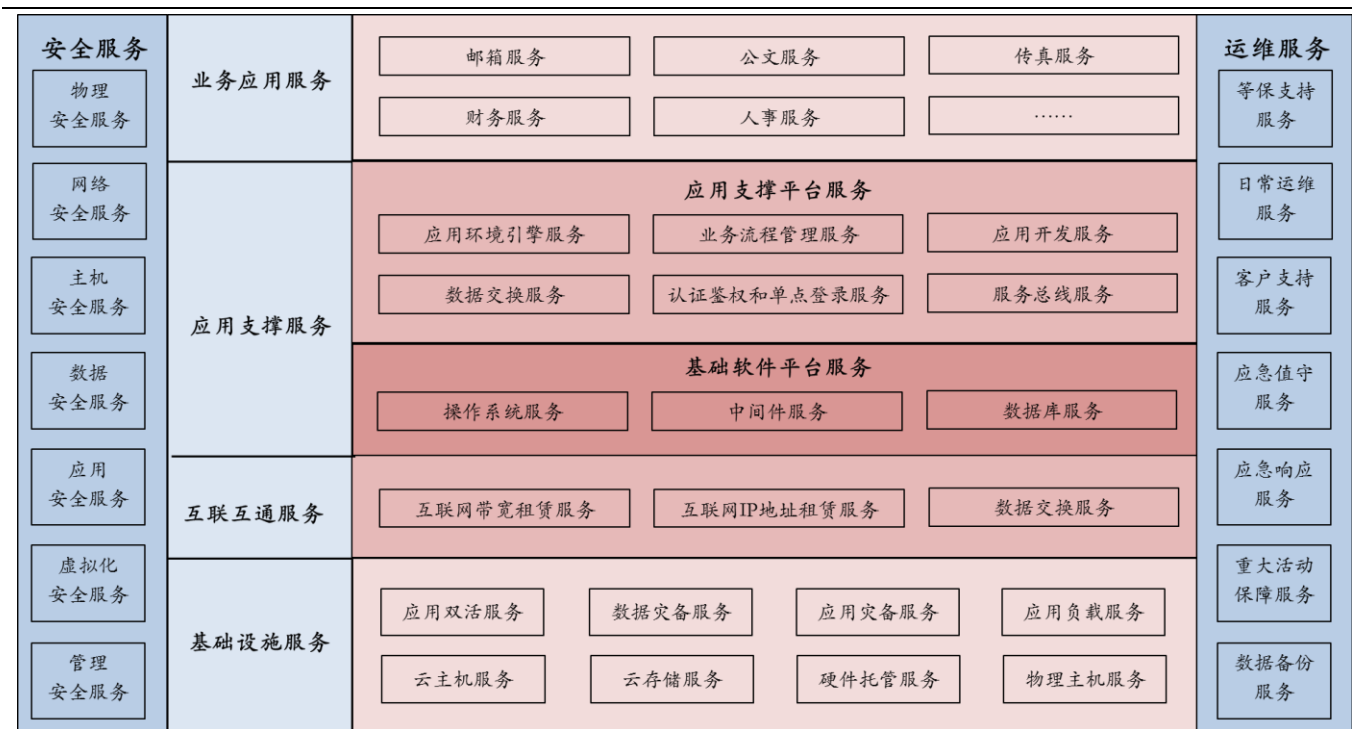


资料来源：公司公告、中银国际证券

北京市政务云示范项目将起到示范作用

- 在 BAT、三大运营商等二十多家公司竞争下，公司成功中标 2015 年北京市市级政务云项目采购，获得未来三年北京市特许政务云服务的资格。
- 此次政务云建设采用 2 家云服务商竞争（另一家中标单位为金山云）、互备模式，是政府内部大规模应用云服务的尝试，为全国政务云服务模式探索走出了第一步，将为政务云产业发展起到示范作用。
- 北京市电子政务云为用户单位提供六类服务：基础设施服务、互联互通服务、应用支撑服务、业务应用服务、安全服务和运维服务。

图表 23. 北京市电子政务云服务框架图



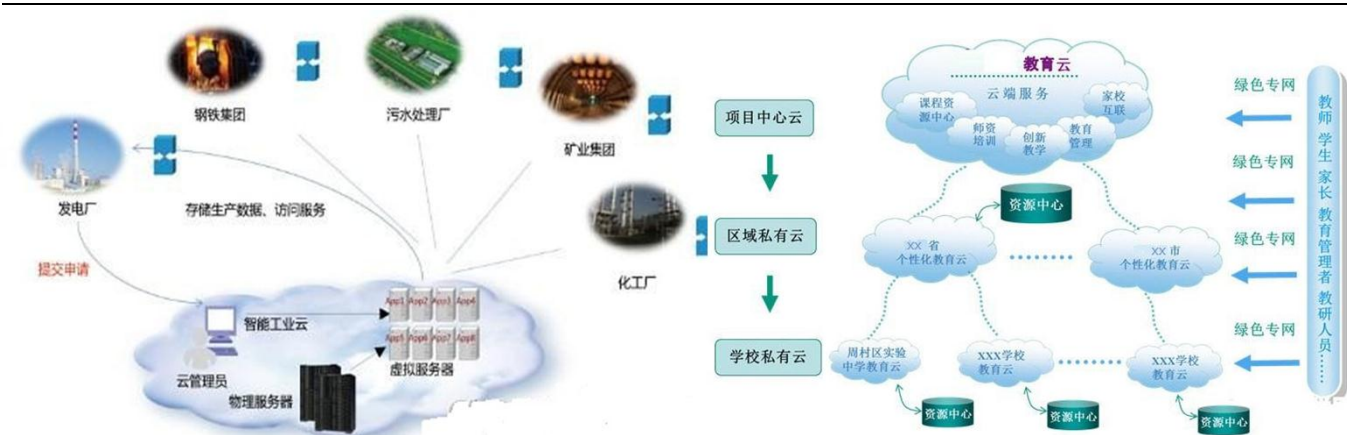
资料来源：公开资料、中银国际证券

- 项目将完成城南核心机房政务云平台搭建，并提供为期三年的政务云服务，承载全市政务服务中心信息化相关系统、网上服务以及已明确的上云各单位应用，并满足各部门未来新增的上云需求。北京市政务服务中心 11 月正式运行，含市住建、文化、国土、规划、发改等部门在内 40 多个部门已经进驻，涉及审批事项超过 700 项。
- 我们认为，北京作为首都的行政属性强、复杂程度高，其率先开展了政务云服务的使用，公司能够承接企业项目，不仅为后续政务云业务发展积累了重要宝贵的经验，同时示范作用将有利于公司的市场开拓与推广。

行业云：示范效应下将有望出现快速增长

- 行业云，是指由行业内或某个区域内起主导作用或者掌握关键资源的组织建立和维护的，以内部或公开的方式，向行业内部组织和公众提供有偿或无偿服务的云计算平台。

图表 24. 能源工业、教育行业云示意图



资料来源：公开资料、中银国际证券

- 我们认为，随着公司自主可控产业链形成，以及政务云上品牌的建立，会持续带动其他优势行业如公共事业、能源、金融等行业云相关的业务出现快速增长。

募集 4.8 亿建立太极云计算中心和云服务体系

- 公司近一期发布增发预案将为“太极云计算中心和云服务体系建设”项目募资 4.8 亿元,用于建设国内领先的安全可靠的“太极云计算中心”，为国家部委、地方政府及重要行业机构提供安全可靠的云服务，积极推动公司云服务业务发展。

图表 25. “太极云计算中心和云服务体系建设”项目实施内容

序号	项目实施内容
1	建设太极云数据中心基础设施
2	建设和提供云存储服务 and 双活服务
3	研发和提供软件服务
4	建设并运营专有政务云中心

资料来源：公司公告、中银国际证券

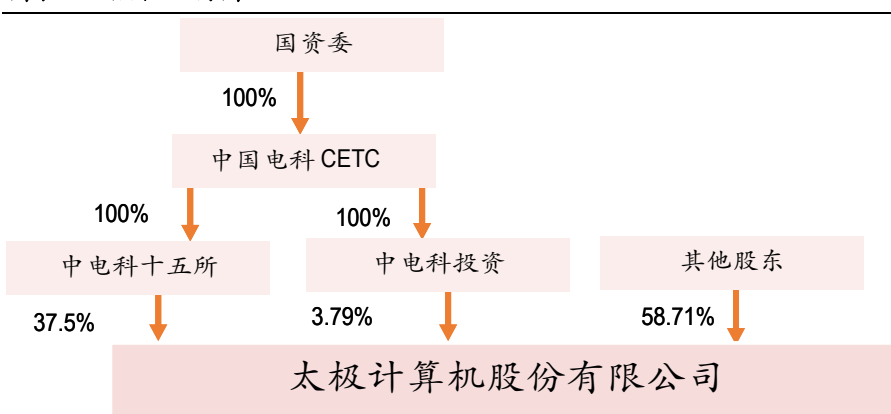
云计算中心建设完成后，公司将拥有一定规模的自主云计算基础设施，可以安全接入电子政务专网，为党政机关提供安全可控的计算资源、存储资源以及关键业务应用服务；同时，将形成高水平的云服务体系，推动公司从行业解决方案向云服务转型。

中国电科十五所旗下唯一上市公司，集团资产整合预期较强

中国电科为公司实际控制人

公司控股股东为中电科十五所，实际控制人为中央直接管理的十大军工集团之一的中国电科（中国电子科技集团公司）。

图表 26. 股权结构图



资料来源：公司公告、中银国际证券

中国电科所属二级成员单位 58 家，上市公司 7 家，中国工程院院士 11 名。拥有国防科技重点实验室 15 个，国防研究应用中心 6 个，研究中心 7 个，博士后科研工作站 27 个，流动站 1 个，取得了一批领先或接近国际水平的重大科技成果，在一些关键技术领域始终保持着国内领先、国际先进的地位。

中国电科持续大力发展军民结合产业，在国家经济建设和社会公共安全保障中发挥骨干、引领作用。目前，中国电科已形成**安全电子、能源电子、交通电子、软件与信息服务、通信网络与卫星应用、新型元器件、先进制造装备与仪器仪表、现代物流服务等**重点产业板块，技术和产品覆盖**信息感知、信息传输、信息处理、信息应用和信息安全**等各个专业领域。

同时，公司紧密围绕民品主业，**积极开展有效的资本运营**。目前，中国电科旗下拥有华东电脑、四创电子、卫士通、太极股份、海康威视、杰赛科技、国睿科技 7 家上市公司。

图表 27. 中国电科旗下 7 家上市公司（单位：亿元）

代码	公司简称	控股股东	持股比例(%)	市值	2014 年 营收	2014 年 归母净利润	所在地	主营业务
600850.CH	华东电脑	三十二所	46.05	111	57.50	2.50	上海	系统集成及服务
002415.CH	海康威视	五十二所	39.91	1,150	172.33	46.65	杭州	安防
002368.CH	太极股份	十五所	37.50	199	42.56	1.96	北京	IT 服务
600990.CH	四创电子	三十八所	39.66	86	16.85	0.80	合肥	雷达、公共安全
002268.CH	卫士通	三十所	44.20	164	12.36	1.19	成都	安全集成与服务
002544.CH	杰赛科技	七所	34.53	153	19.47	0.91	广州	通信类印制电路板 网络综合解决方案
600562.CH	国睿科技	十四所	27.39	135	9.62	1.46	南京	雷达整机、微波组件等

资料来源：公开资料、中银国际证券

公司为十五所旗下唯一上市平台

中国电子科技集团公司第十五研究所（华北计算技术研究所），成立于 1958 年，先后研制了晶体管计算机、集成电路系列计算机、超级小型机和数组处理机及大量军用系统工程配套设备，承担了许多重大国防工程任务，为我国“两弹一星”的发射和载人航天飞行工程做出了重要贡献。

十五所于 1987 年下设太极计算机公司，从单纯的科研型研究转向科研开发和生产经营并举，相继完成了宝钢、攀钢、贵冶等国家重大工程，以及石油、石化、金融、通信、冶炼、水利、电力、教育、电子政务等领域数以百计的成功案例。

图表 28. 十五所旗下主要产品

信息管理系统	园区监控系统	特种电源产品	TP467 型特种电源
	物流配送管理系统		BT1792W 1 型、BT1792W 3 型等多型号特种电源
中间件类系统	信息系统集成门户	加固产品	加固调制解调器
	软件服务总线		加固磁盘阵列、服务器等
	信息系统维管中间件		KVM 一体机
	消息中间件		各类加固计算机
地理信息系统	分布式仿真支撑服务	板卡产品	车载路由器、网络交换机等
	地理空间数据访问中间件		液晶显示器主控板
	图形核心支撑系统及集成框架		国产 TCM 芯片的信任根模块
	图像核心开发环境		龙芯处理器 CPCI 总线计算机主板
安防监控产品	嵌入式平台图形支撑环境	网络通讯产品	飞腾系列板卡
	TerraGIS 基础软件平台		移动感知网络设备
	智能视频分析仪 IM6800		数字集群基站
	NP-MDS9000 统一通信系统		机动宽带无线 Mesh 网络系统
	智能视频网络摄像机		

资料来源：中银国际证券、公司网站

十五所获在**航天测控、军用共性软件、信息化武器装备以及国防预先研究和型号研究**等四个专业领域地位突出，一直是国家重大信息系统总体设计和工程建设的牵头单位，并代表国家和相关部委行使多种行业管理职能。

在十五所亟待寻求新发展思路，军民一体化、信息化大势所趋的大背景下，太极股份作为上市公司的对接资产的价值凸显，股东资产和公司业务有整合预期，空间有望倍增。

盈利预测与估值

近期收购标的我们预计 2016 年并表，公司业绩承诺如下：

图表 29. 并购标的业绩承诺（扣非后归母净利润）

(亿元)	2016	2017	2018
宝德计算机	1.22	1.6	2.14
量子伟业	0.33	0.43	0.55
合计	1.55	2.03	2.69

资料来源：公司公告，中银国际证券

我们预测 2015 年、2016 年和 2017 年公司归属于母公司的净利润 1.97 亿元、4.15 亿元和 5.18 亿元，同比增长 0.5%、111%、25%，每股收益分别为 0.47 元、1 元、1.25 元，给予买入评级，目标价 70.00 元。

备注：

公司股权激励草案于 2014 年 7 月推出，授予对象 153 人，授予股票 265.3 万股，占授予前公司总股本的比例为 0.967%。授予日为 2015 年 2 月 11 日，授予价格为每股 16.60 元，摊薄除权后为 10.85 元。

若按“解锁日前一年度较草案公告前一年度的净利润复合增长率不低于 20%”，即 2016 年较 2013 年的净利润复合增长率不低于 20%这一标准，公司 2013 年归母净利润为 1.77 亿元（扣非 1.57 亿元），粗略计算，公司 2016 年净利润会在 3 亿元以上。

图表 30. 股权激励解锁时间安排

解锁期	解锁时间	具体时间	解锁比例
第一个解锁期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	20170212 - 20180211	1/3
第二个解锁期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	20180212 - 20190211	1/3
第三个解锁期	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	20180212 - 20190211	1/3

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 31. 公司股权激励业绩考核条件

解锁期	业绩考核条件
第一个解锁期	解锁日前一年度净资产收益率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值水平；解锁日前一年度较草案公告前一年度的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于对标企业 75 分位值水平；解锁日前一年度主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。
第二个解锁期	解锁日前一年度净资产收益率不低于 11%，且不低于对标企业 75 分位值水平；解锁日前一年度较草案公告前一年度的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于对标企业 75 分位值水平；解锁日前一年度主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。
第三个解锁期	解锁日前一年度净资产收益率不低于 12%，且不低于对标企业 75 分位值水平；解锁日前一年度较草案公告前一年度的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于对标企业 75 分位值水平；解锁日前一年度主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。

资料来源：公司公告，中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	3,366	4,256	4,066	6,719	9,081
销售成本	(2,815)	(3,577)	(3,393)	(5,574)	(7,578)
经营费用	(382)	(472)	(455)	(690)	(935)
息税折旧前利润	170	207	218	454	568
折旧及摊销	(17)	(29)	(33)	(36)	(38)
经营利润(息税前利润)	153	177	185	419	530
净利息收入/(费用)	8	1	3	7	10
其他收益/(损失)	32	40	31	34	36
税前利润	193	218	219	460	575
所得税	(13)	(20)	(20)	(41)	(52)
少数股东权益	3	2	2	4	5
净利润	177	196	197	415	518
核心净利润	185	204	205	426	532
每股收益(人民币)	0.644	0.713	0.474	0.998	1.247
核心每股收益(人民币)	0.675	0.744	0.493	1.025	1.280
每股股息(人民币)	0.200	0.222	0.149	0.311	0.390
收入增长(%)	17	26	(4)	65	35
息税前利润增长(%)	23	16	4	126	27
息税折旧前利润增长(%)	30	22	5	108	25
每股收益增长(%)	16	11	(34)	110	25
核心每股收益增长(%)	20	10	(34)	108	25

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	193	218	219	460	575
折旧与摊销	17	29	33	36	38
净利息费用	(8)	(1)	(3)	(7)	(10)
运营资本变动	201	(283)	51	241	(66)
税金	(9)	(18)	(20)	(41)	(52)
其他经营现金流	(4)	37	5	(152)	52
经营活动产生的现金流	389	(17)	284	536	539
购买固定资产净值	447	69	53	54	54
投资减少/增加	(434)	15	(4)	0	0
其他投资现金流	(155)	(223)	(92)	(108)	(108)
投资活动产生的现金流	(142)	(140)	(42)	(54)	(54)
净增权益	(55)	(61)	(62)	(129)	(162)
净增债务	25	10	(31)	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	140	(23)	89	(96)	(211)
融资活动产生的现金流	110	(47)	49	(122)	(152)
现金变动	357	(203)	291	360	333
期初现金	853	1,222	992	1,283	1,643
公司自由现金流	247	(157)	242	482	485
权益自由现金流	265	(148)	208	475	475

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1,226	1,003	1,291	1,651	1,984
应收帐款	1,333	1,714	1,083	3,652	2,731
库存	113	103	90	250	200
其他流动资产	136	196	494	529	683
流动资产总计	2,809	3,016	2,957	6,081	5,598
固定资产	34	50	46	42	38
无形资产	482	550	575	597	616
其他长期资产	150	143	136	139	139
长期资产总计	666	743	756	778	794
总资产	3,862	4,159	4,096	7,240	6,771
应付帐款	766	807	534	1,845	1,342
短期债务	25	35	2	2	2
其他流动负债	1,170	1,267	1,236	2,777	2,449
流动负债总计	1,960	2,109	1,772	4,624	3,793
长期借款	0	0	2	2	2
其他长期负债	21	25	20	22	22
股本	274	274	416	416	416
储备	1,583	1,723	1,858	2,144	2,500
股东权益	1,857	1,998	2,274	2,559	2,915
少数股东权益	23	27	28	33	38
总负债及权益	3,862	4,159	4,096	7,240	6,771
每股帐面价值(人民币)	6.77	7.28	5.47	6.16	7.02
每股有形资产(人民币)	5.01	5.27	4.09	4.72	5.53
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.36)	(3.49)	(3.08)	(3.94)	(4.74)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.0	4.9	5.4	6.8	6.3
息税前利润率(%)	4.5	4.2	4.6	6.2	5.8
税前利润率(%)	5.7	5.1	5.4	6.8	6.3
净利率(%)	5.3	4.6	4.8	6.2	5.7
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.7	1.3	1.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.4	1.6	1.3	1.4
估值					
市盈率(倍)	76.0	68.7	103.4	49.1	39.3
核心业务市盈率(倍)	72.6	65.9	99.3	47.8	38.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	103.8	94.1	141.9	68.3	54.7
市净率(倍)	7.2	6.7	9.0	8.0	7.0
价格/现金流(倍)	34.5	(795.3)	71.6	38.0	37.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	113.0	93.8	87.4	41.2	32.4
周转率					
存货周转天数	11.9	11.0	10.4	11.1	10.8
应收帐款周转天数	129.7	130.7	125.5	128.6	128.3
应付帐款周转天数	67.9	67.5	60.2	64.6	64.0
回报率					
股息支付率(%)	31.0	31.1	31.5	31.2	31.3
净资产收益率(%)	11.7	10.2	9.2	17.2	18.9
资产收益率(%)	4.3	4.0	4.1	6.7	6.9
已运用资本收益率(%)	2.9	2.5	2.3	4.2	4.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

太极股份(002368.CH/人民币 49.00, 买入)

华东电脑(600850.CH/人民币 36.34, 未有评级)

海康威视(002415.CH/人民币 27.20, 未有评级)

四创电子(600990.CH/人民币 62.75, 未有评级)

卫士通(002268.CH/人民币 38.08, 谨慎买入)

杰赛科技(002544.CH/人民币 29.65, 未有评级)

国睿科技(600562.CH/人民币 55.72, 未有评级)

紫光股份(000938.CH/人民币 71.35, 未有评级)

浪潮信息(000977.CH/人民币 24.43, 未有评级)

浪潮软件(600756.CH/人民币 44.07, 未有评级)

以 2016 年 1 月 20 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371