

华胜天成 (600410)

推荐

行业：IT 服务

看齐“中国小 IBM”，产业基金助跑

公司是国内领先的 IT 集成与云计算服务商，打造高端计算新增长点。受益于国产化及自主可控，公司吸收引进 IBM 技术，逐鹿中高端市场。同时，在旅游、环保等行业延伸应用，并前瞻性布局互联网+新能源汽车，建议重点关注。

投资要点：

✧ **国内综合 IT 服务领导者，缔造中国自主可控的“小 IBM”。**公司传统主业为 IT 集成商，客户为电信、金融、邮政等大型机构。06-15 年，公司收入规模约从 17 亿到 48 亿，扩张较稳健，CAGR 约 12%。在过去 4 年，公司经历毛利率下滑及转型的阵痛。站在自主可控和国产化的风口，公司消化 IBM 技术做自主产品，通过 2~3 年的铺垫，已在全国推出 Power 服务器、存储、中间件、数据库等完善的自主可控产品体系，并建立了完整的外部销售渠道。

✧ **瞄准中高端市场国产化，服务器放量渐近。**我国 2015 年服务器市场规模约 491 亿，IDC 预计 15-18 年 CAGR 为 21%。市场份额方面，x86：非 x86（小、大型机）=6:4。其中，小型机作为高端服务器，数据处理能力强、稳定性和安全性更高，应用于金融、银行、税务、海关、气象等关键业务；毛利率远高于 x86。在自主可控的大势下，国产厂商开始竞相逐鹿由 IBM、Oracle、HP 主导的小机市场。目前国产几大品牌有：新华三、新云东方（华胜天成控股、IBM 持股 19%）、浪潮、华为、联想等。截止 15 年底，公司的自主服务器已有近 5 千万收入，公司预计 16、17 年将逐步进入放量期。此外，公司已获定增批文，拟投入 26 亿于 TOP 项目，加快高端计算的步伐。

✧ **行业应用延伸，产业基金助跑。**公司为邮政做了十年流通溯源的软件开发，此次定增中约 3 亿拟投入大数据，应用于环保、旅游等领域。公司间接持有 NEVS（收购瑞典萨博）10.78%股份，前瞻性打入新能源车充电网络管理、无人驾驶、租赁、车联网等 IT 环节。近两年加快对外投资与合作，如认购海外基金、远光软件战略合作、成立 TOP 产业基金等。我们预计 16-18 年 EPS 至 0.10/0.13/0.18 元，首次覆盖，给予“推荐”评级，目标价 13.5 元。

✧ **风险提示：**自主高端计算产品推广低于预期、传统业务毛利率下滑的风险

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4793	5041	6001	7550
收入同比(%)	12%	5%	19%	26%
归属母公司净利润	52	88	115	159
净利润同比(%)	-46%	70%	30%	39%
毛利率(%)	17.0%	16.4%	17.2%	18.0%
ROE(%)	2.2%	3.5%	4.5%	6.0%
每股收益(元)	0.06	0.10	0.13	0.18
P/E	205.64	120.98	92.74	66.83
P/B	4.52	4.29	4.18	4.03
EV/EBITDA	46	50	37	28

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：雷雳

S0960115010002

0755-82026908

leili@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 13.5

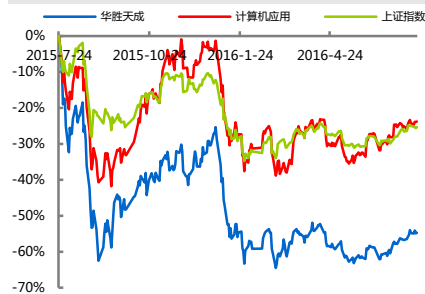
当前股价： 11.85

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	896
流通股本(百万股)	892
总市值(亿元)	106
流通市值(亿元)	106
成交量(百万股)	21.26
成交额(百万元)	253.17

股价表现



相关报告

目 录

一、国内 IT 综合服务领导者，延伸互联网+行业应用	5
1.1 从产品到综合服务，服务收入和毛利贡献不断增大	5
1.2 投入高端计算体系自主产品，创造新利润增长点	7
1.3 利用“互联网+”延伸服务价值：智慧城市特色应用规模初现	9
1.4 战略布局互联网+新能源汽车，切入汽车 IT 市场	10
1.5 积极对外投资与合作，产业基金助跑	11
二、自主可控趋势下的国产化替代	12
2.1 公司受益 IT 基础设施和专业 IT 服务的国产化替代	12
2.2 服务器市场继续高增长，Power 技术服务器具有竞争优势	12
2.3 站在 IBM 巨人肩膀，进军高端计算产品市场	15
三、盈利预测及投资策略	21
四、风险提示	21

图 目 录

图 1 公司发展成长历程：从产品到服务，从代理到自主	5
图 2 公司 08-16 年营收和归属母公司净利（亿元）	6
图 3 公司当前收入以系统产品及系统集成为主	6
图 4 专业服务营收占比不断增大	7
图 5 系统产品及系统集成毛利占比反转提升	7
图 6 公司自主产品新云东方服务器系列	8
图 7 系统产品及系统集成毛利率稳步提升	8
图 8 公司智慧夫子庙平台和北京市旅游委调度中心项目完成优质交付	9
图 9 公司与和润股份合作打造“云平台”管理系统	10
图 10 华胜天成涉新能源汽车企业股权结构	11
图 11 2015 我国服务器市场规模 491 亿，预计 2018 达 871 亿，CAGR21%	12
图 12 服务器市场 x86：非 x86=6:4	12
图 13 X86 市场中，本土厂商占比已不断上升	12
图 14 Power 服务器相比于 X86 服务器的优势	13
图 15 IBM Power 技术在中国开源实现全产业链合作	14
图 16 IBM 对华胜天成数据库和中间件的技术合作	15
图 17 华胜天成与 IBM 在云服务基础设施方面的合作已见成效	16
图 18 华胜天成云计算战略路径图	16
图 19 新云东方的产品自主性不断提高	16
图 20 2011-2015 我国数据库市场规模与增长	18
图 21 2015 年国内数据库市场基本为外商垄断	18

表 目 录

表 1 公司主营业务包括系统集成、软件及自主产品和专业 IT 服务.....	5
表 2 公司两大业务线品牌：天成云（自主产品）和成服务（基于自主产品的服务）	6
表 3 公司积极举措推进 TOP 项目，自主化程度日渐提高	7
表 4 公司自主产品新云东方服务器中标政府部门、公安、金融机构等	9
表 5 我国推进 IT 产业的自主可控	12
表 6 服务器按处理架构分为 X86 和 NON-X86	12
表 7 华胜天成在与 IBM 合作中逐渐推出自主化产品	15
表 8 公司自主化产品已涵盖服务器、虚拟化设备、数据库、中间件以及信息安全产品等	16
表 9 LINUX ON POWER 的优势	18
表 10 盈利预测	20

一、国内 IT 综合服务领导者，延伸互联网+行业应用

华胜天成公司成立于 1998 年，是国内第一家真正意义上网络覆盖整个大中华和部分东南亚区域的 IT 服务提供商，主要为电信、金融、政府和邮政等行业的用户提供系统集成及专业服务，获工信部评选的电信行业系统集成服务综合排名第一。此外，公司在云计算基础设施、虚拟化管理，大数据挖掘，智慧城市特色应用等方面，都是国内该领域的佼佼者。

图 1 公司发展成长历程：从产品到服务，从代理到自主



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

1.1 从产品到综合服务，服务收入和毛利贡献不断增大

公司当前主要业务包括系统产品及系统集成、软件开发、专业服务和金融类服务。

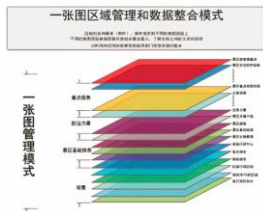
表 1 公司主营业务包括系统集成、软件及自主产品和专业 IT 服务

业务分类	产品和服务	
系统集成	平台系统集成	服务器、存储、网络、通讯、安全、操作系统技术等
	应用系统集成	数据库、中间件、安全系统、监控系统等
软件及自主产品	产品	云服务平台及系列软件，自主产品包括：可信开放高端计算系统系列产品、云计算架构系列产品、大数据系列产品、云数据中心运营管理产品
	解决方案	虚拟化系统、云存储备份归档容灾系统、桌面云、绿色机房监控等解决方案
专业 IT 服务	运维服务	对 IT 系统的运行支持与维护服务
	专业服务	信息安全评估、咨询及实施服务，数据中心容灾咨询服务，云计算解决方案设计及咨询服务，绿色智能数据中心服务，通信解决方案咨询服务等项目型专业服务

资料来源：公司 2015 年报、中国中投证券研究总部

产品和服务相辅相成：天成云系列主打产品在国内已经具有良好的客户基础，主要客户为电信运营商、金融和政府。基于公司系列的自主产品，公司可组合提供定制化基于 SLA 保障的 IT 综合外包服务。

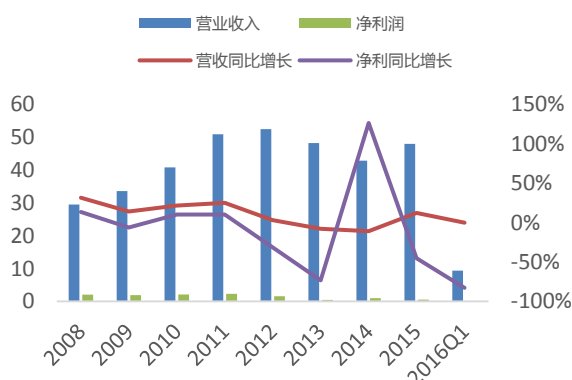
表 2 公司两大业务线品牌：天成云（自主产品）和成服务（基于自主产品的服务）

两大业务线品牌	代表产品	企业实践
天成云 	华胜天成 IaaS 管理平台 	中国联通浙江分公司云计算平台建设项目； 辽宁省移动公司绿色数据中心建设项目； 莆田区域医疗卫生云域卫生信息云平台项目
	华胜天成 天成云机 	某军区卫生部； 云南省某市教育局； 福建省某造船厂； 福建省某市医院； 山东某市社会事务局；
	华胜天成容灾流程管理平台 	中国银联一代 / 二代容灾应用管理平台； 农信银共享灾备系统流程管理平台； 天津银行灾备切换管理平台； 中国联通 ESS 系统灾备流程管理平台；
成·服务 	华胜天成 云数据中心服务 	首都旅游产业运行监测调度中心一期工程； 无锡市感知太湖智能调度管理系统； 北京朝阳区政务地理信息共享服务平台； 株洲市城市应急联动系统；
	华胜天成智慧旅游解决方案 	

资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

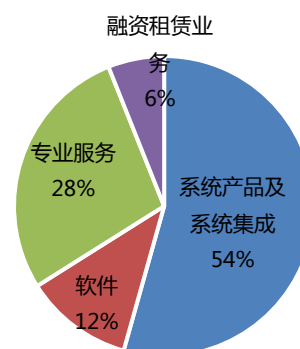
系统产品及集成是公司最主要收入来源，占比一直过半。2012 年开始，相关企业特别是通信运营商对 IT 投资放缓，公司整体营收和净利 2013 年开始下滑。

图 2 公司 08-16 年营收和归属母公司净利（亿元）



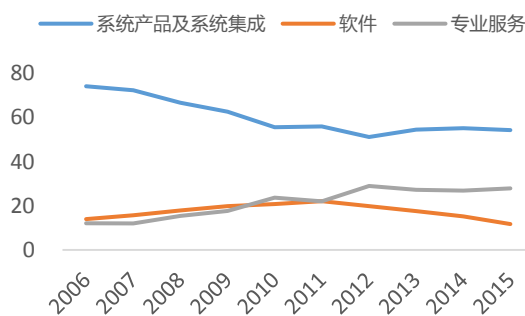
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 公司当前收入以系统产品及系统集成为主

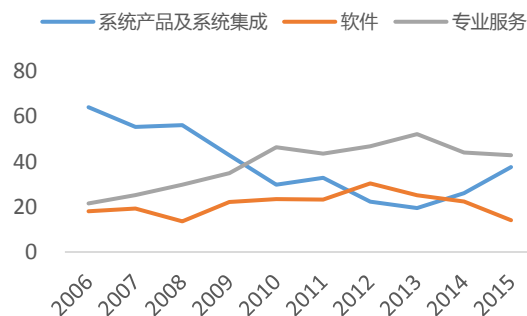


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

专业服务收入和毛利贡献不断增大：公司发展的十多年间，自主化程度较高的专业服务业务营收占比从 06 年的 12.01% 提升到 15 年的 27.81%，毛利贡献更是从 21.48% 提升到 42.8%。2009 年，公司成功收购在香港联交所上市的自动系统集团公司（ASL），加上 2010 年公司整合摩卡软件，软件和服务业务进一步产生聚合效应。近两年公司虽专业服务毛利有所下降，但我们认为，随着自主化产品的扩充，服务业务将进一步发展。

图 4 专业服务营收占比不断增大


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 5 系统产品及系统集成毛利占比反转提升


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

1.2 投入高端计算体系自主产品，创造新利润增长点

从 2014 年开始，公司战略调整，确定了以自主可控、可信安全为经营方向战略，形成了“IT 服务”、“高端计算体系自主产品”和“金融服务”三大业务板块。

公司的 TOP 项目（高端计算体系自主产品）是基于 IBM 技术平台，做的中高端 Power 服务器（含操作系统）、数据库、中间件、存储四个系列产品的研发及产业化。当前公司收入以系统集成为主，自主化程度还较低。在国家自主可控的趋势下，TOP 项目将成为公司新的利润增长点。

表 3 公司积极举措推进 TOP 项目，自主化程度日渐提高

时间	相关事件	意义
2014.10	投资 5 亿元设立华胜信泰科技有限公司，计划以该公司为核心，吸收政府投资及社会投资，形成“可信、可用、有知识产权”的国产化高端计算系统体系	掌握可信开放高端计算系统核心技术，实现高端计算系统的自主安全可靠国产化替换。
2015.1	投资杭州沃趣网络科技有限公司，	强化 TOP 项目中数据库业务的综合实力
2015.3	取得 IBM WebSphere Application Server Liberty Base 和 IBM MQ 的中间件软件许可使用权	有利 TOP 项目中间件业务和自主产品的研制
2015.4	和 IBM 合作的新云服务器上市	标志 TOP 项目落地的一个实质性进展
2015.10	100% 转让亏损的租赁业务全资子公司富昇控股	砍掉不符合公司战略发展且占用资源较大的业务单元或者子公司
2015.11	成立高端计算产业基金，总额 6 亿元	有利于推进 TOP 项目的产业化进程
2015.12	华胜信泰和华云数据战略合作，双方拟联合建设国内基于可信 Power 技术架构的公有云	促进形成强大的面向政企市场的可信 PaaS 云
2015.12	TOP 产业基金增资沃趣科技	高端计算产业上下游产业链产品的整合
2016.5	公司与远光软件开展战略合作，远光北京代销华胜信泰的自主产品 Toprow 应用中间件软件，Toprow 数据库软件和新云服务器、存储产品	促进公司自主产品的产销

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

集中资源力量于 TOP 项目：2014 年 10 月，公司投资 5 亿元成立华胜信泰科技公司，作为核心吸收政府投资及社会投资，形成“可信、可用、有知识产权”的国产化高端计算系统体系，满足国内重要信息系统高性能、高可靠和高安全的需求。华胜天成和 IBM 的合作涵盖服务器、操作系统、数据库、中间件、工具软件等，初步搭建了 Power 的完整生态链。

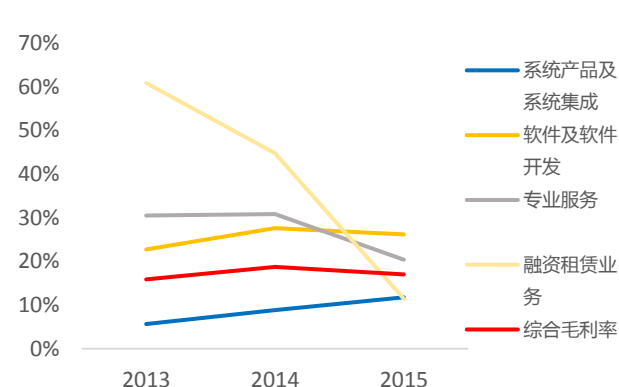
公司投资了具有阿里背景的杭州沃趣网络科技有限公司，丰富公司数据库领域的高级技术专家团队，增强 TOP 项目中数据库业务的综合实力。此外，公司砍掉不符合战略发展方向占用资源较大的业务单元或者子公司，积极与相关企业合作，促进公司自主产品的产销。

图 6 公司自主产品新云东方服务器系列



资料来源：新云东方官网、中国中投证券研究总部

图 7 系统产品及系统集成毛利率稳步提升



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

自主可控初见成效：基于 IBM 技术平台，在硬件层面，自主研发设计主板的 Power Linux 服务器已达到量产状态。华胜信泰已正式推出满足用户多场景应用、涵盖 Linux、AIX 操作系统、涵盖 Power7、Power8 CPU 的 4 大系列 18 款“新云东方”服务器产品。同时，新云东方自主设计的 NL2000 系列服务器已进入销售阶段。

在软件层面，华胜信泰数据库、消息中间件、应用中间件也已经完成基础研发工作，并于 2015 年底向市场推出基础产品和一系列解决方案。近两年公司加大高端计算体系自主产品资源投入，导致管理成本、财务成本增加，但系统产品和系统集成毛利率稳步提升，毛利占比转头向上。当前，自主研发软件尚未在业绩上有较大体现。

据公司预计，未来 5 年内，TOP 项目能够为公司带来年均至少 14.69 亿元的收入，综合毛利率 33.5%左右，净利率 16.52%。公司得到 IBM 授权合作的 Power 服务器产品推出时间很短，2015 年该部分形成销售收入近 5000 万。同时，2016 年 1 季度自主设计主板的服务器也已经产生了订单，预计服务器在 2016-2017 年有较大增长。

表 4 公司自主产品新云东方服务器中标政府部门、公安、金融机构等

时间	购买机构	中标服务器
2015.12.16	中央国家机关政府	UNIX 小型服务器：NA6814、NA7822、NA7824 机架式服务器中、低档：NL2200 机架式服务器高档：NL6812、NL6822
2015.12.29	全国信访数据中心	UNIX 小型机服务器：NA7824
2016.3	浙江国税	UNIX 小型机服务器：NA8780
	安徽某公安	UNIX 小型机服务器：NA6714
	华泰保险集团	UNIX 小型机服务器：NA7724
2016.6.27	中共中央直属机关	UNIX 小型服务器：NA7822、低档：NL2200
2016.7.7	中共中央直属机关	数据库管理系统与中间件：ToprowDB、ToprowAS、ToprowMQ

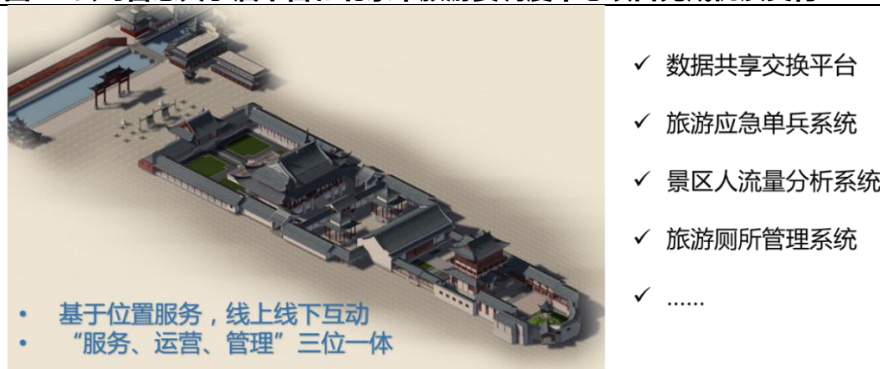
数据来源：中国政府采购网、新云东方官网、中国中投证券研究总部

1.3 利用“互联网+”延伸服务价值：智慧城市特色应用规模初现

公司在旅游行业的 IT 服务能力优秀，并应用于众多项目实施。智慧旅游解决方案先后斩获“2016 年度中国智慧旅游最佳解决方案奖”、“第二十届中国国际软件博览会金奖”。

项目实施方面，公司的相关旅游 IT 服务产品智慧夫子庙平台、及北京市旅游委调度中心项目等，都完成了优质交付。云数据分析平台项目已经被北京旅游委列入 2016 年重点建设项目。公司先后同国家旅游局、北京旅游局、宁夏回族自治区、阿坝州九寨沟县、湖北省、广东省等、河南省地旅游局签订了旅游大数据检测、分析项目。

同时，公司定增募投于“互联网+环境监测数据服务平台”和“互联网+目的地旅游商旅文一体化 O2O 服务系统”项目，夯实基础、加快步伐。

图 8 公司智慧夫子庙平台和北京市旅游委调度中心项目完成优质交付


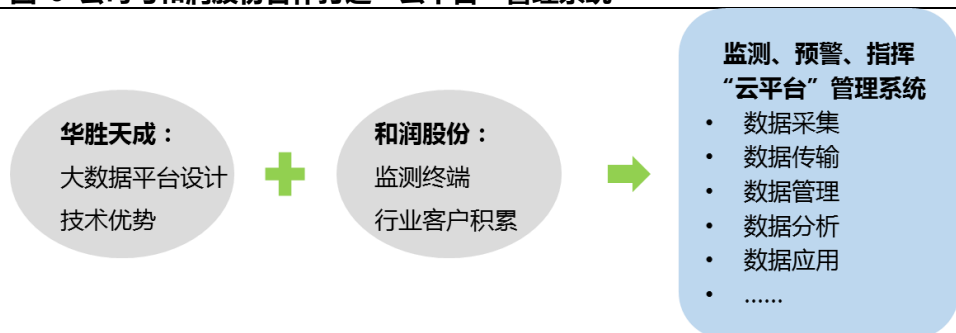
资料来源：互联网、中国中投证券研究总部

互联网+环保：公司通过参股形式同和润股份在“大数据互联网+环保领域”展开合作，目前双方已经向发改委联合申报了《基于云计算和大数据技术的生活饮用水水质监

请务必阅读正文之后的免责条款部分

测分析预警平台》。

图 9 公司与和润股份合作打造“云平台”管理系统



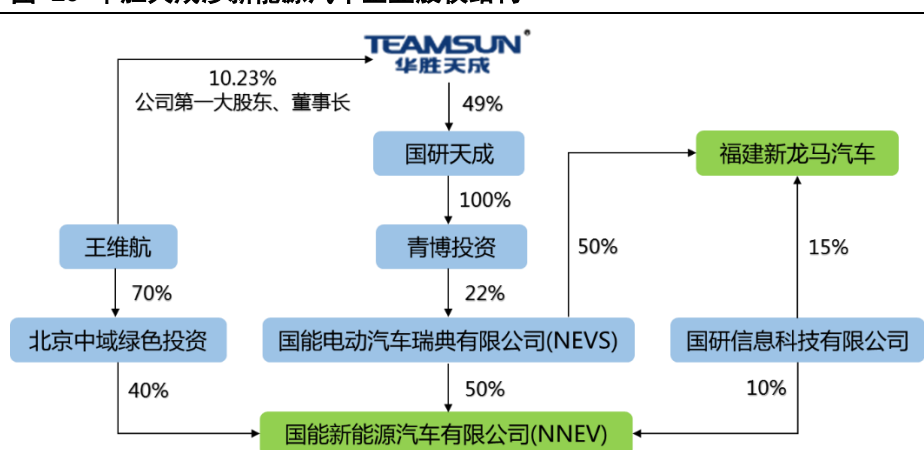
资料来源：公司 2015 年报、中国中投证券研究总部

1.4 战略布局互联网+新能源汽车，切入汽车 IT 市场

华胜天成通过子公司参股国能电动汽车瑞典有限公司（NEVS）。NEVS 在天津设立天津国能汽车合资公司（NNEV），并计划建设新能源汽车总部生产基地及汽车研发中心。

另外 NEVS 今年完成收购福建新龙马汽车，以获得汽车生产牌照，并扩充产能。该项投资有利于公司的 IT 产品和服务进入新能源车后服务市场（包括充电网络管理、无人驾驶、租赁、车联网等），为产业提前布局提供了通道。

图 10 华胜天成涉新能源汽车企业股权结构



资料来源：中国中投证券研究总部

1.5 积极对外投资与合作，产业基金助跑

2016/7/18 认购海外基金投向云计算和数据分析、物联网

全资子公司华胜香港认购 BGV III 基金 300 万美元份额，该基金主要投资对象为云计算和数据分析应用、通信和工业物联网、网络安全等具有快速发展潜力的信息技术企业

2016/6/6 定增募投 TOP 项目、大数据项目和补充流动资金 以 TOP 为主

核准定增不超过 1.5 亿股新股，募投 TOP 项目，大数据平台技术工程实验室建设，及行业应用服务项目及补充流动资金

2016/5/13 与远光软件战略合作代销公司产品

远光北京代销华胜信泰的自主产品 Toprow 应用中间件软件，Toprow 数据库软件和新云服务器、存储产品

2015/12/22 TOP 产业基金增资沃趣科技数据库

通过北京中域昭拓股权投资中心（TOP 产业基金，执行事务合伙人为北京中域嘉盛投资管理有限公司），2600 万元人民币增资控股公司沃趣科技。

2015/12/10 全资子公司华胜信泰和华云数据战略合作云计算

双方拟联合建设国内基于可信 Power 技术架构的公有云；华云数据的开放云平台的多接入特性，有利于快速构建基于可信 Power 架构的 IaaS 云生态，同时促进可信 Power 服务器的生态成长；华云数据还将把其在国内成熟运营的 PaaS+ 云应用平台部署到 Power 云上面，结合信泰产业的中间件技术，形成强大的面向政企市场的可信 PaaS 云

2015/11/17 成立 TOP 产业基金股权投资

华胜信泰同其他出资方签署了《北京中域昭拓股权投资中心（有限合伙）合伙协议》，成立高端计算产业基金，基金总额 6 亿元人民币。

2015/10/27 100%转让租赁业务全资子公司富昇控股（亏损）砍掉不满足战略发展需要的业务

为满足战略业务发展需要，寻求资金支持，同时公司内部加强管理，对不符合公司战略发展且占用资源较大的业务单元或者子公司进行梳理和相应调整，受实体经济下行影响，租赁行业经营风险上升

2015/6/24 49%控股子公司国研天成受让青博 100%股权新能源汽车

青博的主要资产包括国能电动汽车瑞典有限公司（NEVS）22%的股权

二、自主可控趋势下的国产化替代

2.1 公司受益 IT 基础设施和专业 IT 服务的国产化替代

“棱镜门”事件后，各国把信息安全提升到前所未有的高度，我国也大力推进 IT 产业的自主可控，主要包括：IT 基础设施、平台软件、关键行业应用软件、专业 IT 服务和信息安全。我们认为，华胜天成将继续受益于国家自主可控趋势下服务器、存储器、数据库、中间件等 IT 基础设施及专业 IT 服务的国产化替代，尤其是中高端服务器产品。表 5 我国推进 IT 产业的自主可控

时间	相关法律法规或事件
2013 年 6 月	“棱镜门”事件爆发
2014 年 2 月	中央网络安全和信息化领导小组成立
2014 年 5 月	中央机关采购计算机类产品不允许安装 Windows 8 操作系统
2014 年 8 月	Symantec 和卡巴斯基被从政府采购部门安全软件供应商名单中剔除，中标产品均为国产品牌
2014 年 8 月	苹果公司 10 款产品因未按照规定提交有关证明材料和承诺文件，被剔除出政府采购名录
2014 年 9 月	银监会等 4 部委联合发布《关于应用安全可控信息技术加强银行业网络安全和信息化建设的指导意见》（银监发[2014]39 号文）
2015 年 2 月	思科被从政府采购名录中剔除
2015 年 7 月	新的国家安全法实施，要求实现网络和信息核心技术、关键基础设施和重要领域信息系统及数据的安全可控
2016 年 4 月	习近平主持召开网络安全和信息化工作座谈会表示，推进网络强国建设，推动网信事业发展，鼓励和支持企业布局前沿技术，参与国际竞争
2016 年 6 月	网络安全法草案提前二审
2016 年 7 月	国家互联网信息办公室发文《全国范围关键信息基础设施网络安全检查启动工作》

资料来源：中国中投证券研究总部

华胜天成多年来代理 Cisco、IBM、Oracle 等国际 IT 巨头的全线产品，具备良好的行业客户尤其是电信通讯、金融、政府客户基础，方便向国产化产品的过渡。尤其和 IBM 在中高端云服务基础设施方面的深入合作，将有助公司渗透中高端服务器市场。

2.2 服务器市场继续高增长，Power 技术服务器具有竞争优势

服务器按照处理架构分为 X86 和 Non-X86。X86 服务器相对成本低，开源性、兼容性好。Non-X86 以小型机为主，价格相对较高，但具有高 RAS 性能（Reliability, Availability, Serviceability，高可靠性、高可用性、高服务性）。表 6 服务器按处理架构分为 X86 和 Non-X86

服务器分类	产品	性能	主要应用领域
X86（PC 服务器）	IBM X 系、HP、Dell、Sun(Oracle)、联想、浪潮、曙光、华为、	中低端，价格便宜、开源兼容性好、稳定性较差、安全性不算太高	台式机、笔记本、中小企业非关键业务
Non-X86 小型机	IBM Power 系列、HP Integrity 系列、Oracle-SUN 系统	中高端，价格高，高可靠性、高可用性、高服务性	金融、政府、电信、航空公司、公安等大型企

大型机 IBM z 系、UNISYS

高端,处理数据能力强大、稳定性和安全性非常高

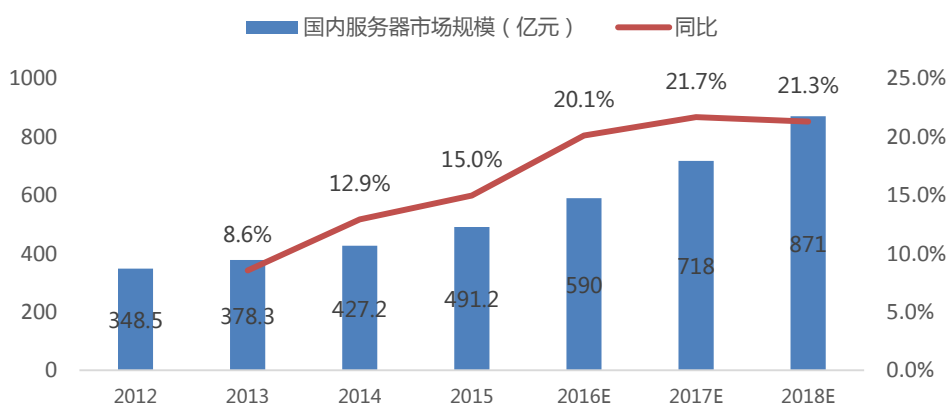
业核心系统

政府、银行、交通、保险公司、大型制造企业

数据来源：中国中投证券研究总部

整体服务器市场 CAGR20%以上：根据 IDC 的统计和预测，我国服务器市场当前规模约 500 亿元，CAGR 达 20%以上，远高于一般计算机硬件增速。

图 11 2015 我国服务器市场规模 491 亿，预计 2018 达 871 亿，CAGR21%



资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

X86：非 X86 市场份额=60%：40%。X86 服务器中本土厂商市场占比约 60%，且当前国内品牌增速较快，国产化趋势明显。其中，小型机作为高端服务器，数据处理能力强、稳定性和安全性更高，应用于金融、银行、税务、海关、气象等关键业务；毛利率约 30%，高于 x86。

在自主可控的大势下，国产厂商开始竞相逐鹿由 IBM、Oracle、HP 主导的小机市场。目前国产四大品牌有：新华三、新云东方（华胜、IBM 分别持股 80%、20%）、浪潮、华为。

图 12 服务器市场 x86：非 x86=6:4

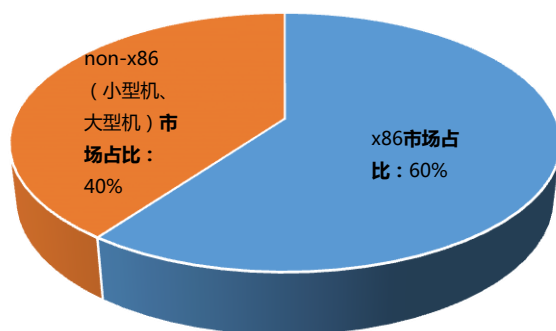
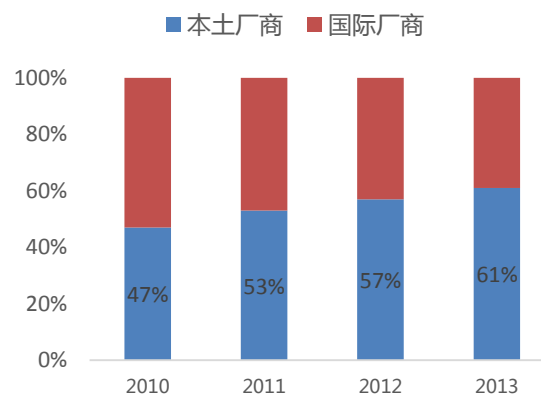


图 13 X86 市场中，本土厂商占比已不断上升



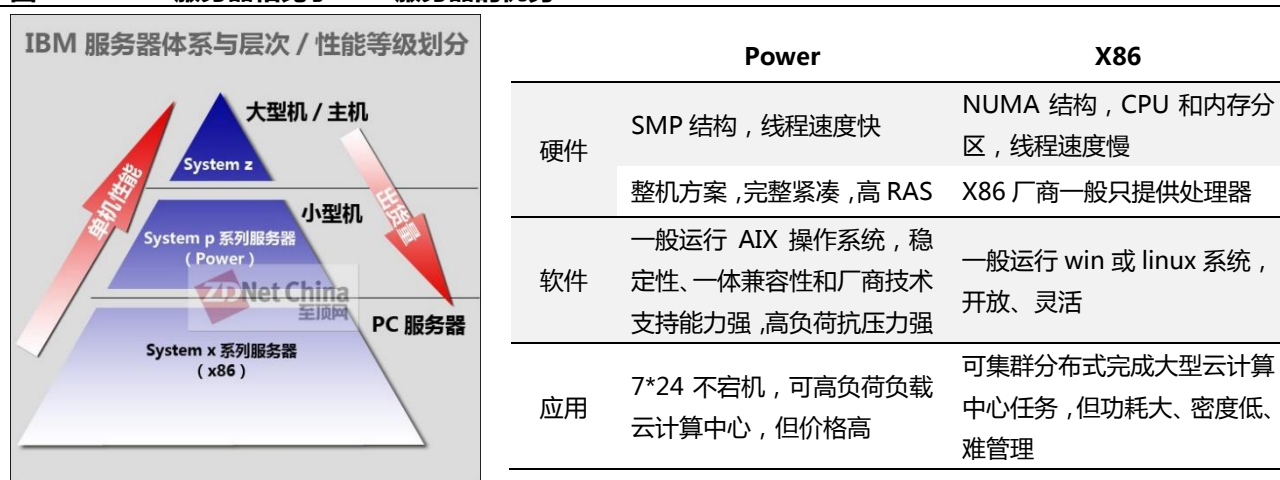
资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

资料来源：中国产业信息网、中国中投证券研究总部

高 RAS 性能的 Power 处理器在结构化数据领域无可替代：阿里引领的去 IOE 浪潮捧红了开放、灵活的 X86 服务器。X86 因开放的生态系统和相对低廉的成本，受国内互联网运营商青睐。其采用分布式架构代替 IOE 的集中式数据处理方案，把应用碎片化，实现数据存储的横向拓展。但是大部分互联网访问请求不涉及数据操作，而且互联网的数据都是松耦合的非关系型数据，可以很好地进行分布式处理。

随着云计算进一步发展，数据量的加大和运算需求的增加，以及很多关键应用的碎片化程度有一定的门槛，高 RAS 性能 Power 服务器的优势将凸显：稳定性、一体兼容性和厂商技术支持能力强，高负荷抗压力强。在结构化数据领域，如金融、电信等行业的核心业务系统，对数据实时性和一致性以及集中式运算要求高，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，系统各个层次之间能够有很好的优化配合，系统也更加稳定。

图 14 Power 服务器相比于 X86 服务器的优势



资料来源：ZDNet、中国中投证券研究总部

当前国内主要的服务器提供商如联想、华为、浪潮信息和中科曙光，大部分以 X86 服务器为主。然而，Power 服务器和其相比起来在稳定性和安全可靠性能更强，整机方案，线程速度快，7*24 不宕机，适合稳定性和安全性要求较高的金融、政府、交通以及一些大型制造企业的核心系统，X86 难以替代。

高端服务器市场毛利较高、壁垒高，国产化替代空间超过百亿：市场 X86 服务器市场国产化趋势明显，但市场竞争激烈，毛利率在 20% 左右。高端服务器（包含主机）占服务器市场销量的比重不到 10%，但销售额却占整个服务器市场的 40% 左右。

由于进入壁垒较高，高端服务器毛利较高。在 IBM、Oracle、HP 等外国品牌长期占据该市场份额的格局下，具有竞争力的单个厂商国产化替代空间大。目前国内银行核心系统中 IBM 的份额达到 90% 以上，大型主机更是基本为 IBM 垄断，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，IBM 毛利约 40%-50%。从自主可控替代角度看，未来国内高端服务器的替代空间将超过百亿。华胜天成和 IBM 在中高端服务器领域合作深入，具备较好的技术和品牌优势。

2.3 站在 IBM 巨人肩膀，进军高端计算产品市场

华胜天成和 IBM 的合作由来已久，随着国产信息软硬件产品自主可控化加速，在政府的支持下，华胜天成和 IBM 合作日渐深入。

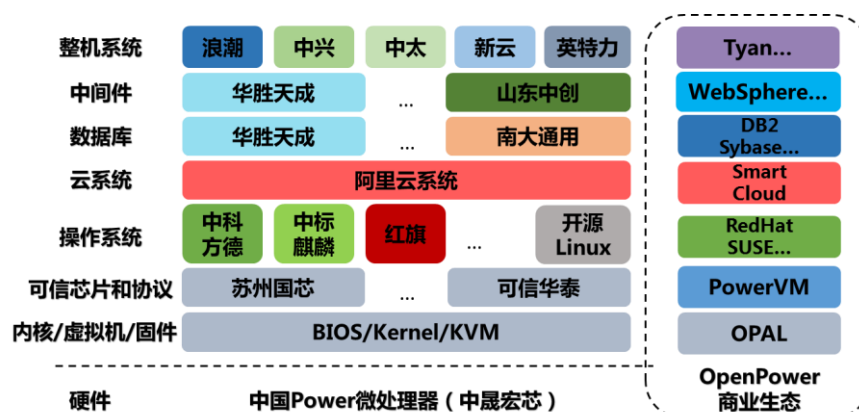
表 7 华胜天成在与 IBM 合作中逐渐推出自主化产品

时间	合作事宜	意义
2007.10	凭借自主知识产权的“逸信通”移动商务解决方案,获得 IBM PWIN 计划的高级成员资格	合作奠基
2009.9	和 IBM 签署了包括硬件、软件和服务在内的多项业务合作协议	合作开启,成为 IBM 在中国市场全线产品的最高级别的合作伙伴
2011.8	IaaS 整体解决方案“华胜天成蓝云平台”	实践云计算落地
2012.2	华胜天成-IBM 蓝云实验室	推进云落地,实现行业纵深化应用
2012.11	IBM Project CAMP-天合计划首家合作伙伴,合作研发的“Power Director”预装在 CAMP Box 中	开启高端计算系统方面合作
2012-2013	联合推出多款 CAMP 机型	
2014.3	协议将在 Linux on Power 市场、智慧城市、存储业务、管理服务、咨询与应用管理服务等技术领域内展开全面而深入的合作	深化在高端可信计算方面的合作
2014.4	IBM 注资 1200 万华胜天成旗下新云公司,股权占比 19.35%,新云从事 CAMP 和 CSF 业务	表明 IBM 将在技术开发和业务拓展层面和华胜展开更深度的合作
2014.4.	华胜加入 OpenPower 基金会	成为 IBM OpenPower 生态链一员
2014.11	IBM 授权华胜使用 IBM Informix 关系数据库软件程序源代码	数据库方面合作
2015.3	取得 IBM WebSphere Application Server Liberty Base 和 IBM MQ 的中间件软件许可使用权	在中间件产品方面进行科技合作
2015.4	基于 IBM POWER 微处理器以及 AIX 操作系统技术的新云东方全系列国产服务器上市	标志公司可信开放高端计算系统 (TOP) 项目取得又一实质性进展。

资料来源：公司公告、公司官网、中国中投证券研究总部

为应对 X86 服务器对小型机市场份额的侵蚀，IBM 2013 年 8 月联合谷歌等成立 OpenPower 联盟，开放 Power 处理器技术建立一个全球性协作生态系统。OpenPower 已经在中国形成了从芯片、主板、系统、固件、软件，到应用全都部署的完整产业链。

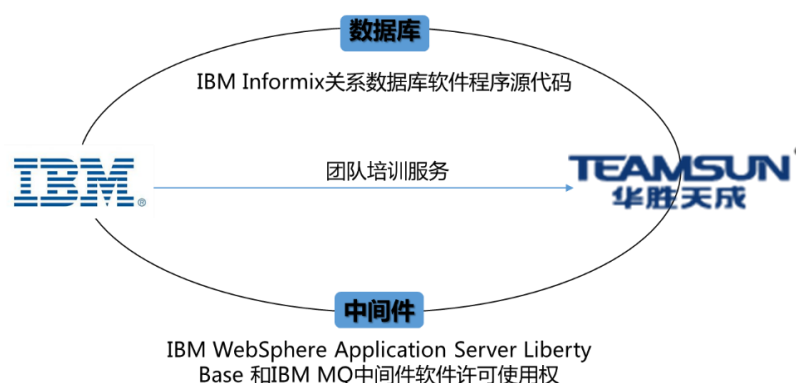
图 15 IBM Power 技术在中国开源实现全产业链合作



资料来源：2016 OpenPOWER 中国峰会、中国中投证券研究总部

华胜天成在整机系统、服务器、数据库、中间件等核心领域获 IBM 助力。2014 年 4 月，IBM 对华胜天成旗下新云东方公司注资 1200 万，股权占比 19.35%，同时，IBM 对华胜天成数据库和中间件开放合作，并提供团队培训服务。

图 16 IBM 对华胜天成数据库和中间件的技术合作



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 8 公司自主化产品已涵盖服务器、虚拟化设备、数据库、中间件以及信息安全产品等

分类	产品
服务器	Power Linux、新云东方 6000-8000 系列、NL2000 系列
虚拟化设备	天成云机、Power Director
数据库	华胜信泰数据库 ToprowDB、QData For Oracle、QData For MySQL、QMonitor
中间件	华胜信泰消息中间件 ToprowMQ、华胜信泰应用中间件 ToprowAS
信息安全产品	i-Sprint

数据来源：公司年报、中国中投证券研究总部

公司和 IBM 提前布局企业混合云服务基础架构市场：企业需要的是混合云，在自己的服务器上运行最重要的商业应用，在需要的时候访问 IaaS 提供商的服务。IBM 是混合云的领导者，有比较好的开展云计算业务的基础，尤其大多数体量比较庞大的企业仍旧选择 IBM 的大型机或 Power 架构来维护关键数据和应用程序，开源之后的 Power 系统更具有无可比拟的优势。

在国内主流方案商中，华胜天成从 2008 年推出“凌云计划”开始，深耕云计算多年，业务方面起步早，成效也显著。2012 年开始，双方即达成共识深度合作开发基于 Power 芯片技术的云支撑技术，迄今不仅有合作的 Power Linux 服务器，华胜天成自主化的服务器产品新云东方也已面市。

2.3.1 公司已建立完整云计算体系，从服务器开始打开云服务基础架构市场

华胜天成在合作中吸收创新，建设自己的 IaaS 和 PaaS 云平台，核心服务器产品

自主化程度不断提高。公司还将已有的解决方案重新打造成能构建在华胜天成云计算平台之上的一整套系统体系，使商业智能、数据分析和计算成为公司云战略中的有机组成部分，为过渡到云计算基础架构提供了技术可能。华胜天成已经建立了从云数据中心建设、云数据中心管理，到 IaaS 服务、PaaS 服务、SaaS 服务完整的云计算体系。

图 17 华胜天成与 IBM 在云服务基础设施方面的合作已见成效



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

图 18 华胜天成云计算战略路径图



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

图 19 新云东方的产品自主性不断提高



资料来源：中国中投证券研究总部

2.3.2 POWER Linux 以及新云东方服务器，还将切入 X86 服务器市场

X86 服务器由于开源兼容性好以及低成本的原因，再加上国内去 IOE 的大环境，前些年迅速抢占小型机市场。华胜和 IBM 合作出厂的 Power Linux 结合了 Power 平台的高效、可靠、安全特性，以及 Linux 系统的开放性和灵活性，采用分布式部署方式并且开源，和 X86 相比性价比相当，但稳定性更好，未来将在中低端市场抢占 X86 的份额，在中小企业领域占据更大市场。

我们认为，华胜天成和 IBM 合作的 Power Linux 服务器以及公司基于 Power 技术的高 RAS 性能服务器性能优势明显，量产后将强势切入 X86 服务器市场。

表 9 Linux on Power 的优势

优势	体现
PowerKVM	独有的微核模式，使得 Power 可以提供 2 倍于 X86 平台的工作负载承载能力
基于 OpenStack 的 IBM Cloud Manager	简化云基础架构，可以实现对混合云的完美支持
借力 Docker 实现基础架构的弹性部署	拥抱开源，支持 Hadoop、MongoDB，加上特有的 CAPI 技术，提供业界高可用的开源大数据解决方案
多线程	更快支持同一时间多任务并发的文档型数据库的工作负载，Intel 最高只有 2 线程
CAPI+Flash+Redis	业界极速的 NoSQL 解决方案

资料来源：中国中投证券研究总部

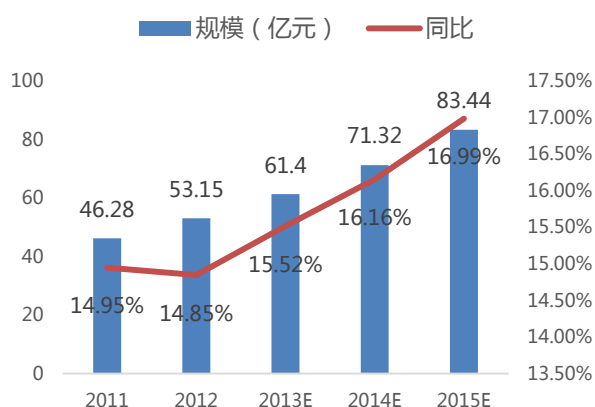
Power Linux 服务器优越性实例：今年 2 月，广东省贵金属交易中心采用 58 台 Power Linux 替换原有 200 台 X86 服务器后测算，交易平台系统性能较原来提升了 20 倍。Power Linux 具有 X86 不具备的高 RAS 特性，保障了电子交易平台 7*24 稳定运行，平均能耗和占地面积仅有原来的 1/4，并降低了运维成本，使得 TCO 降低了 20%。

2.3.3 数据库和中间件将配套发展

当前国内数据库市场规模大约在 80 亿元左右，保持 16%左右的同比增长速度，其中 Oracle、IBM 等合计市场份额超过 70%，基本为外商垄断。

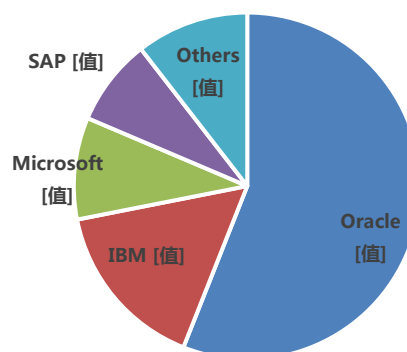
IBM 开放式合作，授权华胜天成和南大通用使用 IBM Informix 关系数据库软件程序源代码，公司自主化产品华胜信泰数据库 ToprowDB 已推出。2015 年，公司旗下沃趣科技也推出了基于 x86 分布式平台的 QData For Oracle、QData For MySQL 两款数据库私有云产品，以及可以深度监控多种数据库系统的专业监控平台 QMonitor，在金融、运营商、广电、能源等领域获得良好的市场反应。公司具有 IBM 技术基因的数据库产品将抢夺 Oracle 市场。

图 20 2011-2015 我国数据库市场规模与增长



资料来源：零刻网、中国中投证券研究总部

图 21 2015 年国内数据库市场基本为外商垄断



资料来源：DTCC 2016、中国中投证券研究总部

根据计世资讯的预测，2015 年国内中间件市场将达 48 亿。IBM 是全球中间件行业的领导者，在中国的市占率也一直第一。我们认为，华胜取得 IBM WebSphere Application Server Liberty Base 和 IBM MQ 的中间件软件许可使用权后，也可帮助自主化产品华胜信泰消息中间件 ToprowMQ、华胜信泰应用中间件 ToprowAS 进入中间件市场，成为兼容的 Power 服务器系统中的一环。

云计算是未来的发展方向，我们认为，公司未来将朝云服务基础架构一站式提供商发展，涵盖服务器、虚拟化工具、大数据分析等领域。借助 Power 技术先打开服务器硬件市场，之后再往更高毛利的软件和服务方向拓展。

三、盈利预测及投资策略

我们假设，2016-2017 年开始，公司高端服务器收入逐步放量增长。整体上，假设系统产品及系统集成 2016-2018 年收入同比增长率分别为 12%、20%、28%，毛利率分别为 11.6%、12.8%、14%。

假设软件业务未来 3 年扭转负增长至正增长的态势，我们假设 2016-2018 年分别同比增长-5%、5%、15%，未来三年毛利率分别为 26%、26.6%、27%。

假设专业服务收入 2016-2018 年分别同比增长 20%、22%、25%，未来三年的毛利率为：22%、22.5%、22.9%。

综合来看，预计未来 3 年公司实现营业收入分别同比增长 5%、19.05%、25.82%，综合毛利率分别为 16.42%、17.24%、17.98%。

表 10 公司未来三年盈利预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
系统产品及系统集成收入						
销售收入	2622.63	2357.54	2597.72	2909.45	3491.34	4468.91
YoY	-2.03%	-10.11%	10.19%	12.00%	20.00%	28.00%
毛利率	5.67%	8.86%	11.79%	11.60%	12.80%	14.00%
软件						
销售收入	845.58	649.04	559.66	531.68	558.26	642.00
YoY	-18.54%	-23.24%	-13.77%	-5.00%	5.00%	15.00%
毛利率	22.73%	27.61%	26.19%	26.00%	26.60%	27.00%
专业服务收入						
销售收入	1309.25	1146.38	1332.9	1599.48	1951.37	2439.21
YoY	-13.50%	-12.44%	16.27%	20.00%	22.00%	25.00%
毛利率	30.51%	30.84%	20.41%	22.00%	22.50%	22.90%
融资租赁业务收入						
销售收入	27.95	113.08	288.98			
YoY		304.58%	155.55%			
毛利率	60.84%	44.77%	11.45%			
总计						
营收合计	4805.41	4266.04	4779.26	5040.60	6000.96	7550.12
营收 YoY		-11.22%	12.03%	5.47%	19.05%	25.82%
营业成本	4048.05	3473.793	4021.281	4212.99	4966.52	6192.55
综合毛利率	15.90%	18.76%	17.02%	16.42%	17.24%	17.98%

资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

四、风险提示

（1）公司自主高端计算产品市场推广低于预期。由于公司引进 IBM 技术后，推出的自主可控的高端计算服务器、中间件、数据库等产品，上市时间较短。市场接受度可能需要一个逐渐的过程，因此存在推广效果低于预期的风险。

（2）传统业务毛利率下滑的风险。公司以系统集成业务为主，代理国际知名品牌的软硬件。未来三年，可能面临市场竞争激烈程度高于预期，集成业务受到较大冲击的影响而带来毛利率下滑的风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4805	5153	6140	7634
现金	1541	1729	2078	2575
应收账款	1879	1931	2316	2916
其它应收款	246	201	262	320
预付账款	258	264	315	391
存货	645	729	841	1057
其他	236	300	327	376
非流动资产	1973	2048	2060	2041
长期投资	228	173	191	185
固定资产	580	520	460	400
无形资产	431	496	561	633
其他	735	859	848	823
资产总计	6778	7202	8201	9675
流动负债	2935	3412	4555	6090
短期借款	595	1088	1868	2837
应付账款	1122	1153	1373	1706
其他	1217	1171	1313	1547
非流动负债	1006	774	478	211
长期借款	0	-221	-516	-787
其他	1006	995	995	998
负债合计	3941	4186	5033	6301
少数股东权益	480	535	621	733
股本	642	898	898	898
资本公积	683	426	426	426
留存收益	1126	1156	1222	1316
归属母公司股东权益	2357	2481	2547	2640
负债和股东权益	6778	7202	8201	9675

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	332	-257	70	-21
净利润	106	143	201	272
折旧摊销	87	108	109	109
财务费用	72	-10	6	31
投资损失	-51	-47	-49	-48
营运资金变动	100	-447	-242	-456
其它	18	-4	45	71
投资活动现金流	-358	51	-124	-92
资本支出	426	0	0	0
长期投资	-170	-73	24	-8
其他	-103	-22	-100	-100
筹资活动现金流	-135	394	404	609
短期借款	84	492	780	969
长期借款	-446	-221	-296	-271
普通股增加	0	257	0	0
资本公积增加	42	-257	0	0
其他	184	122	-80	-89
现金净增加额	-149	188	350	497

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4793	5041	6001	7550
营业成本	3977	4213	4967	6193
营业税金及附加	19	19	24	29
营业费用	357	399	466	590
管理费用	301	312	373	469
财务费用	72	-10	6	31
资产减值损失	45	38	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	51	47	49	48
营业利润	72	117	174	246
营业外收入	41	35	36	36
营业外支出	8	6	6	6
利润总额	105	146	203	276
所得税	-1	4	3	5
净利润	106	143	201	272
少数股东损益	55	55	86	112
归属母公司净利润	52	88	115	159
EBITDA	231	215	289	387
EPS (元)	0.08	0.10	0.13	0.18

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	12.0%	5.2%	19.1%	25.8%
营业利润	-22.9%	61.5%	48.7%	41.6%
归属于母公司净利润	-45.6%	70.0%	30.4%	38.8%
获利能力				
毛利率	17.0%	16.4%	17.2%	18.0%
净利率	1.1%	1.7%	1.9%	2.1%
ROE	2.2%	3.5%	4.5%	6.0%
ROIC	6.1%	3.8%	6.0%	8.2%
偿债能力				
资产负债率	58.1%	58.1%	61.4%	65.1%
净负债比率	16.12%	23.47%	28.64%	34.09%
流动比率	1.64	1.51	1.35	1.25
速动比率	1.40	1.28	1.15	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.72	0.78	0.84
应收账款周转率	3	2	3	3
应付账款周转率	3.95	3.70	3.93	4.02
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.10	0.13	0.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	-0.29	0.08	-0.02
每股净资产(最新摊薄)	2.62	2.76	2.84	2.94
估值比率				
P/E	205.64	120.98	92.74	66.83
P/B	4.52	4.29	4.18	4.03
EV/EBITDA	46	50	37	28

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

雷雳,计算机行业分析师,厦门大学物理学学士、金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434