

太极股份（002368）深度报告

2017年7月14日

受益央企背景，自主可控集成商有望腾飞
买入（维持）

首席证券分析师郝彪

执业资格证书号码：S0600516030001

haob@dwzq.com.cn

021-60199781

研究助理陈晨

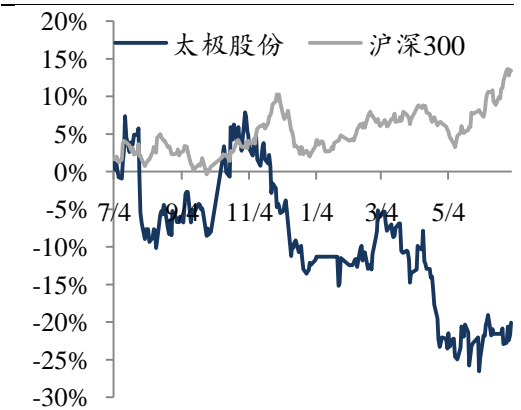
chenchen@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,164	6,165	7,201	8,881
同比(+/-%)	7	19	17	23
净利润(百万元)	302	387	512	632
同比(+/-%)	50	28	32	23
毛利率(%)	19.5	19.9	20.3	20.4
ROE(%)	12.5	14.4	16.8	18.1
每股收益(元)	0.73	0.93	1.23	1.52
P/E	39	31	23	19
P/B	5	4	4	3

投资要点

- 自主可控成为公司边际增长的关键因素：**公司为政务云板块的龙头企业之一，目前公司的收入主要构成中主要为行业解决方案，占比超过70%，已经成为政务、金融、能源、制造、公共事业等行业信息化建设的领先企业，政务云领域的业务相对稳定；IT增值产品与咨询服务共计占比30%。目前在自主可控领域，公司依靠自身的特一级资质集成商地位，先后战略投资慧点科技、人大金仓数据库和金蝶中间件，逐步建立起较完善的自主可控的产业体系。我们判断，自主可控行业进展将在近年迎来发展高峰，并为公司提供全新的边际增长驱动力。
- 太极自主可控市场早有布局，从集成到基础软件和应用软件逐步拓展：**太极股份上市以来，积极利用资本市场拓宽自主可控产业链，经过多年的积累，目前在数据库、中间件、自主操作系统等自主可控细分领域已经具备较强的产品、技术和客户，拥有龙头中间件及数据库、办公OA，收购量子伟业进军管理软件的计划目前正在实施中，同时与普华软件形成了操作系统层面的合作。目前太极股份通过战略投资分别持有慧点科技91%股权、人大金仓38.18%股权（2017年5月实施增资）和金蝶中间件21%的股权，在自主可控产品的基础软件和应用软件领域已做出多重布局。同时，公司作为央企背景的特一级集成商，预计在集成商中将享有较高份额，是自主可控产业链的高弹性标的。
- 维持“买入”评级：**预计公司2017-2019年净利润分别为3.87亿、5.12亿和6.32亿，EPS分别为0.93/1.23/1.52元，现价对应31/23/19倍PE。目前公司收购量子伟业已经获批，备考净利润有望达成，若考虑量子伟业并购完成，公司2017-2018年备考净利润分别为4.30亿、5.66亿和6.96亿元，对应摊薄EPS分别为1.00/1.32/1.62元，对应28/22/18倍PE。
- 风险提示：**自主可控行业推进低于预期风险，公司市场份额低于预期风险，并购失败风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.49
一年最低价/最高价	25.43/38.88
市净率	5.06
流通A股市值(百万元)	11246.8

基础数据

每股净资产(元)	5.63
资产负债率(%)	62.47
总股本(百万股)	415.60
流通A股(百万股)	394.76

相关研究

太极股份：增长稳健，调整增发方案完善政务云布局

2017年4月27日

太极股份：业绩超预期，新重组方案完善产业链布局

2017年3月31日

太极股份：业绩拐点确立，政务云加快跑马圈地

2016年10月27日

目录

1. 投资结论	4
2. 国产条件成熟，自主可控迫在眉睫	5
2.1. 自主可控产业技术条件成熟	5
2.1.1. 三大途径实现自主可控	5
2.1.2. 自主研发国产芯片性能已满足实用需求	5
2.1. 自主可控迫在眉睫，市场空间可期	6
2.1.1. 基础设施自主可控迫在眉睫，市场空间可期	6
2.1.2. 中间件市场主要为 I 与 O 占据	7
2.1.3. 数据库市场 Oracle 一家独大，替代空间可期	8
2.2. 整机适配完成，CETC 内部太极获益最大	9
3. 自主可控多环节布局，央企背景集成商受益显著	10
3.1. 央企背景集成商，太极在自主可控竞争格局享有优势	10
3.1.1. 股东背景强势，主要客户为政府及重要行业	10
3.1.2. 软件开发基于龙芯体系，体系成熟	11
3.1.3. 央企背景助力特一级集成商，太极有望享有充分市场空间	12
3.2. 自主可控市场早有布局，软件层面向应用软件层面开拓	13
3.2.1. 自主可控市场逐步布局	13
3.2.2. 基础软件：金蝶中间件市场稳固，营收稳步提升	13
3.2.3. 基础软件：投资人大金仓，数据库业务取得突破性进展	14
3.2.4. 应用软件：投资慧点科技，打造管理软件龙头品牌	16
3.2.5. 应用软件：收购量子伟业获批，进军档案管理信息化	17
4. 盈利预测与估值	19
4.1. 核心假设与盈利预测	19
4.2. 估值与评级	19

图表目录

图表 1: 自主可控三大主要发展路径对比.....	5
图表 2: 国产芯片对比.....	6
图表 3: 自主可控核心市场空间及招标进度测算.....	7
图表 4: 我国中间件销售额.....	7
图表 5: 中间件市场份额主要由 IBM 占据.....	7
图表 6: 我国数据库系统销售额.....	8
图表 7: Oracle 占据国内数据库市场龙头地位.....	8
图表 8: 国产数据库市场份额对比.....	8
图表 9: 国内几大集团自主可控生态布局对比.....	9
图表 10: 收入及净利润规模大幅提升.....	10
图表 11: 公司收入构成.....	10
图表 12: 公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会.....	10
图表 13: 龙芯第三代处理器.....	11
图表 14: 集成商芯片体系选择.....	11
图表 15: 特一级资质集成商获得批次及股东背景.....	12
图表 16: 预计自主可控集成业务为太极带来的潜在招标空间.....	13
图表 17: 太极股份自主可控公司布局.....	13
图表 18: 金蝶天燕主要产品及业务体系.....	14
图表 19: 金蝶天燕中间件营收实现大幅增长.....	14
图表 20: 人大金仓数据库产品体系.....	15
图表 21: 核心业务大量铺开.....	15
图表 22: 公司业务交付模式.....	16
图表 23: 慧点科技 14 年以来营收逐年增长.....	17
图表 24: 量子伟业与公司业务形成协同.....	18
图表 25: 量子伟业营业收入稳步提升.....	18
图表 26: 公司业绩预测.....	19
图表 27: 自主可控关键环节替代空间及公司估值.....	20
图表 28: 特一级资质集成商估值情况.....	21

1. 投资结论

自主可控成为公司边际增长的关键因素：公司为政务云板块的龙头企业之一，目前公司的收入主要构成中主要为行业解决方案，占比超过 70%，已经成为政务、金融、能源、制造、公共事业等行业信息化建设的领先企业，政务云领域的业务相对稳定；IT 增值产品与咨询服务共计占比 30%。目前在自主可控领域，公司依靠自身的特一级资质集成商地位，先后战略投资慧点科技、人大金仓数据库和金蝶中间件，逐步建立起较完善的自主可控的产业体系。我们判断，自主可控行业进展将在近年迎来发展高峰，并为公司提供全新的边际增长驱动力。

国产技术成熟，关键行业自主可控迫在眉睫：目前国内已经能够提供完整的生态体系，能够提供从芯片到整机到网络设备到操作系统和系统集成全套的产品和服务。目前我国关键信息基础设施面临严峻的安全形势，除了政府和军队领域外，关系到国计民生的八大基础性行业，如金融、电信、能源、交通等，国家关键信息基础设施面临较大风险隐患，比如每年我国大量党政机关网络被攻击篡改，网站平台大规模数据泄露事件频发，生产业务系统安全隐患突出等严重问题，更有甚者，部分系统长期被控，我国信息安全基础设施和网络系统面对高级别持续性网络攻击的防护能力十分欠缺，自主可控迫在眉睫。

太极自主可控市场早有布局，从基础软件到应用软件逐步拓展：太极股份上市以来，积极利用资本市场拓宽自主可控产业链，经过多年的积累，目前在数据库、中间件、自主操作系统等自主可控细分领域已经具备较强的产品、技术和客户，拥有龙头中间件及数据库、办公 OA，收购量子伟业进军管理软件的计划目前正在实施中，同时与普华软件形成了操作系统层面的合作。目前太极股份通过战略投资分别持有慧点科技 91% 股权、人大金仓 38.18% 股权（2017 年 5 月实施增资）和金蝶中间件 21% 的股权，在自主可控产品的基础软件和应用软件领域已做出多重布局。同时，公司作为央企背景的特一级集成商，预计在集成商中将享有较高份额。

维持“买入”评级：预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.87 亿、5.12 亿和 6.32 亿，EPS 分别为 0.93/1.23/1.52 元，现价对应 31/23/19 倍 PE。目前公司收购量子伟业已经获批，备考净利润有望达成，若考虑量子伟业并购完成，公司 2017-2018 年备考净利润分别为 4.30 亿、5.66 亿和 6.96 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 1.00/1.32/1.62 元，对应 28/22/18 倍 PE。

风险提示：自主可控行业推进低于预期风险，公司市场份额低于预期风险，并购失败风险。

2. 国产条件成熟，自主可控迫在眉睫

2.1. 自主可控产业技术条件成熟

2.1.1. 三大途径实现自主可控

国产替代多路径发展，自主研发、开放合作、国际并购齐头并进：由于我国整个 IT 产业的起步比国际落后几十年，技术水平有不小差距。在实现自主可控的道路上，先后出现了三种不同的模式：自主研发，以 CEC 集团为代表；开放合作，以华胜天成和 IBM 的合作为代表；国际并购，以紫光集团的海外并购为代表。开放合作主要是在高端计算领域，海外并购则主要是在移动端芯片、服务器方面，目前看起来，自主研发已经逐步搭建自身生态实现产业化，开放合作和国际并购的效果尚待验证。

图表 1: 自主可控三大主要发展路径对比

合作方式	主要案例	重点领域	详情
自主研发	CEC 集团、中科院	全生态	自主研发芯片、操作系统、整机等，逐步形成完整生态。
	华胜天成+IBM	全生态	南大通用、苏州中晟宏芯均成为受益方。
开放合作	中国电科+微软	操作系统	合资公司注册资本金 4000 万美元，双方股比为中国电科 51%，微软公司 49%。开发量身定制的 Windows10 操作系统。
	浪潮+思科	网络通信	成立浪潮思科网络科技，投资总额为 2.8 亿美元，注册资本 1 亿美元，主要从事信息技术和通讯领域的技术开发
	中科曙光+VMWARE	云计算	成立合资公司，中科曙光软件技术有限公司，开发云计算平台软件。
国际并购	紫光收购展讯、西数、华三等	芯片、存储、系统终端等	紫光获得英特尔 X86 授权，将国际上优秀的存储及服务器领域的巨头收归。

资料来源：各公司官网、东吴证券研究所

2.1.2. 自主研发国产芯片性能已满足实用需求

国内处理器研发持续多年：由于国产计算机的处理器一直依赖进口，国产水平一直难以达到实用标准，而随着信息安全大国之间的利益博弈逐步深入，进口芯片存在的“后门”逐步成为我国关键领域的严重隐患。国产处理器“取代”Intel、AMD 等国际公司的处理器一直是国家的战略和梦想。近些年来，中国主要依靠授权加借鉴的方式试图研发出属于自己的处理器。而在处理器研发上尝试过的方案则多种多样，从 X86 到 ARM 再到 MIPS 还有小众的 SPARC、Alpha 甚至安腾架构，国内几乎都尝试了。目前国内代表性的国产处理器方案主要有龙芯、申威、兆芯、飞腾、宏芯以及智能手机/平板领域发展最好的海思、展讯、全志等，他们所用的架构涉及 X86、ARM、MIPS、Power 及 SPARC、Alpha 等，具体如下图所示。

图表 2: 国产芯片对比

	龙芯	申威	兆芯	飞腾	宏芯	海思
研发单位	中科院	江南计算所	上海兆芯	天津飞腾	中晟宏芯	华为
指令集体系	MIPS	Alpha	X86/ARM	SPARC/ARM	IBM Power	ARM
架构来源	授权+自研	授权+自研 申威	授权 ZXC	授权	授权	授权
代表产品	龙芯 1-3	SW1600/SW2 6010	PC-1000/10 01	FT1000/150 0A	CP1	麒麟 950
实际应用	灵珑/福珑 /逸珑	神威蓝光/ 太湖之光	仪电 mini PC、联想服 务器	天河 1/2	RedPower 服务器	荣耀 8
优势	纯自主路 线,构建技 术体系	比较成功, 服务器芯片 在政务、金 融广泛应用	中外厂商合 作,背景雄 厚	比较成功, 服务器芯片 在政务、金 融广泛应用	依托 IBM Power 架 构	自产自销, 国产移动 终端芯片 最强
劣势	与主流有 差距,商业 化难	整机芯片存 在瓶颈	未来存在专 利技术风险	整机芯片存 在瓶颈	复杂度高, 国产化难 度大	次于高通、 苹果、三星 的芯片

资料来源: EETOP , 东吴证券研究所

2.1. 自主可控迫在眉睫, 市场空间可期

2.1.1. 基础设施自主可控迫在眉睫, 市场空间可期

关键行业自主可控迫在眉睫: 目前我国关键信息基础设施面临严峻的安全形势, 除了政府和军队领域外, 关系到国计民生的八大基础性行业, 如金融、电信、能源、交通等, 国家关键信息基础设施面临较大风险隐患, 比如每年我国大量党政机关网络被攻击篡改¹, 网站平台大规模数据泄露事件频发², 生产业务系统安全隐患突出等严重问题³, 我国信息安全基础设施和网络系统面对高级别持续性网络攻击的防护能力十分欠缺, 自主可控迫在眉睫。

核心国产替代空间千亿级别: 按照 16 年基础设施的检查要求, 17 年完成普查后将开展全新的换机工作。根据我们的测算, 目前公务员人数在 2000 万左右, 其中党政军核心从业人员超过 700 万。仅按照核心人员计算, 考虑其中 10%-20%拥有两套终端, 则一共需要 900 万套基础设施。按照 2 万元/套的价格估算, 党政军核心市场空间近**两千亿**, 如果普通公务员也计算在内, 那么市场空间可达 4000 亿。如若将金融、电信、能源等八大国民经济基础行业也考虑在内, 则对应人员数预估不低于 5000 万, 在基础 IT 设施方面 (含网络) 的国产替代空间已达万亿, 按照平均 4-5

¹ <http://news.qq.com/a/20160907/016824.htm>

² <http://it.rising.com.cn/dongtai/18382.html>

³ <http://netsecurity.51cto.com/art/201611/521590.htm?pc>

年的换机周期考虑，稳定后每年将会带来过 2000 亿的替代空间，初始替换的周期考虑 3 年的话，空间将会更大。按照核心市场 2000 亿的市场空间计算，按照乐观、中观及悲观预期均在 5 年内完成，进度上有所差异，则 2017 年的预期市场空间分别为 70、60、50 亿。

图表 3: 自主可控核心市场空间及招标进度测算

	2017	2018	2019	2020	2021	总量 (亿元)
乐观	70	180	360	720	670	2000
中观	60	150	300	600	890	2000
悲观	50	120	300	500	1030	2000

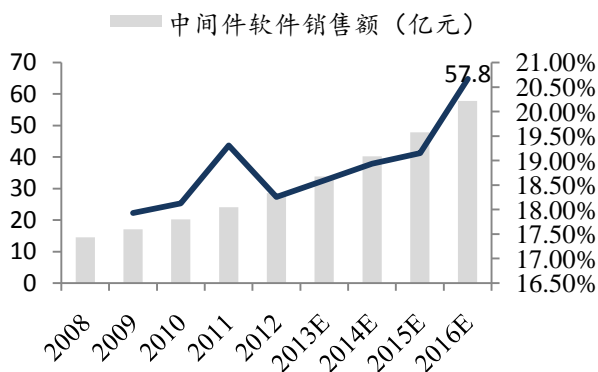
资料来源: 东吴证券研究所

2.1.2. 中间件市场主要为 I 与 O 占据

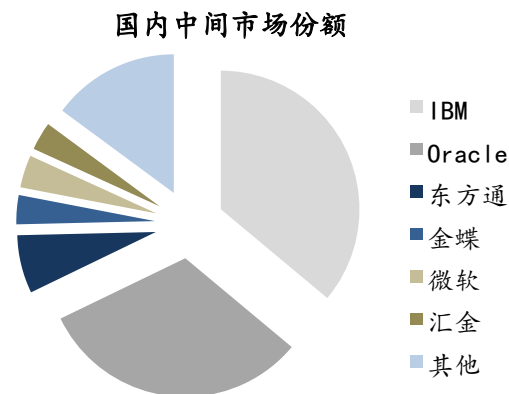
中间件是一种与操作系统、数据库并重的基础软件: 中间件是一种应用于分布式系统的基础软件，位于应用与操作系统、数据库之间，主要用于解决分布式环境下数据传输、数据访问、应用调度、系统构建和系统集成、流程管理等问题，是分布式环境下支撑应用开发、运行和集成的平台。中间件是整个软件行业中属于基础软件板块下，与操作系统、数据库并重的基础软件之一。在整个软件产业中，中间件的占比比较低，但作用类似于桥梁，在需要共享信息的不同软件应用中起重要的连接作用，让企业实现信息的整合。

IBM 与 Oracle 在国内市场合计占比 60%左右: 根据 Gartner 报告显示，全球应用基础架构与中间件软件市场 2014 年增长了 8.8%，其价值高达 238 亿美元。根据计世资讯的预计，中间件国内市场总额在 2016 年有望达到 58 亿元市场规模，而 IBM 和 Oracle 两大巨头长期霸占行业前两名的地位。IBM 已连续多年市占率第一，2012 年市占率为 36.1%，Oracle 紧随其后占比 31.8%。2016 年 IBM 市占率为 29.1%，国产品牌中主力品牌为东方通和金蝶软件，目前两者市占率已超过 10%，但和两大国际品牌相比，国产化率仍然处于绝对低位。

图表 4: 我国中间件销售额



图表 5: 中间件市场份额主要由 IBM 占据



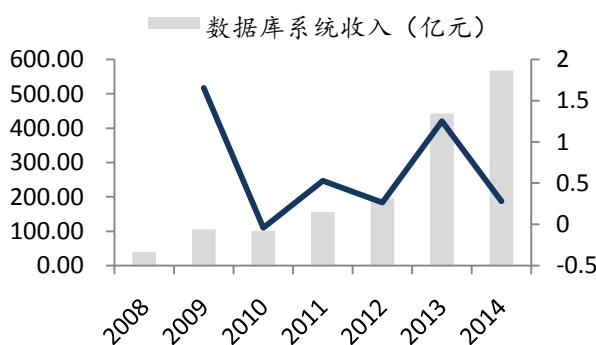
资料来源：计世资讯，东吴证券研究所

资料来源：计世资讯，东吴证券研究所

2.1.3. 数据库市场 Oracle 一家独大，替代空间可期

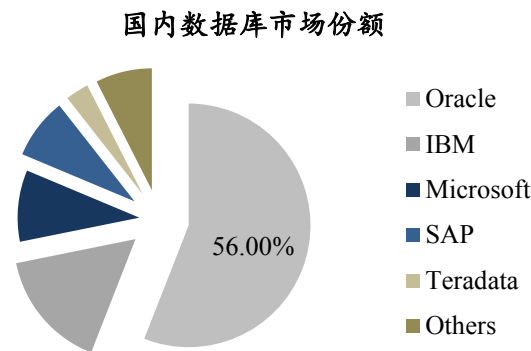
国内数据库市场 Oracle 一家独大：Wind 数据显示，2014 年国内数据库系统的收入已达 567.32 亿元，增速 28%，已持续维持高速增长。在 2015 年中国数据库市场，Oracle 份额高达 56%，IBM15.9%排第二，微软份额排行第三为 9.5%，SAP 以 8.5%排行第四，四大厂商合计份额超 90%，对应有 500 亿以上的潜在替代空间。但 Oracle 市场份额比其他数据库厂商的总和还要多，在全球 Oracle 占有率也达到为 43.9%，再次印证了 IE 好去 0 难舍。目前数据库市场上，国内厂商难以立足，过度依赖进口的现象突出。

图表 6：我国数据库系统销售额



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

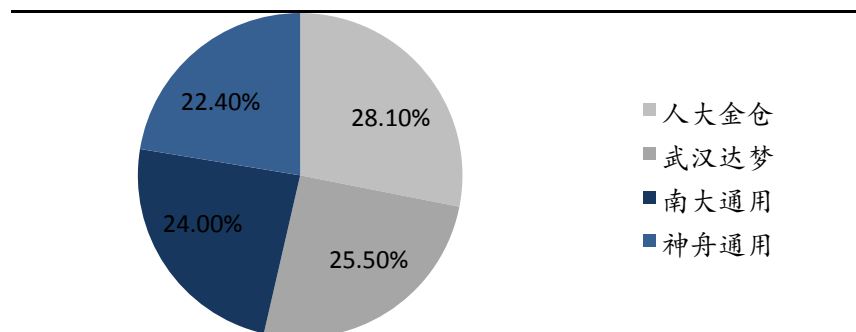
图表 7：Oracle 占据国内数据库市场龙头地位



资料来源：Oracle，东吴证券研究所

本土四大厂商角逐，人大金仓份额略占优势：以数据存储为例，国外产品数据存储安全性低于国产存储产品，核心零部件(比如机架式设备)全部使用国外产品，那么其安全性就弱于仅单一零部件采用国外品牌的数据库存储产品。本土传统的数据库公司包括武汉达梦、人大金仓、南大通用、神舟通用。武汉达梦(CEC 集团控股)、人大金仓等依托央企集团，都推出了基于国产处理器架构的数据库产品，在数据库领域将逐步小规模实现对国外产品的替代，逐步实现关键领域的自主可控。除了自主研发的路径外，2014 年，国内厂商华胜天成和南大通用与 IBM 达成协议，获得 Informix 数据库的源代码，南大通用借此实现了关系型数据库和交易型数据库的双重布局，华胜天成则形成了完整的 POWER 生态链，我们认为未来国内数据库市场将形成四大厂商角逐的格局。

图表 8：国产数据库市场份额对比



资料来源：人大金仓，东吴证券研究所

2.2. 整机适配完成，CETC 内部太极获益最大

整机平台搭建完成，自主生态具备良性循环基础：目前国内已经能够提供完整的生态体系，能够提供从芯片到整机到网络设备到操作系统和系统集成全套的产品和服务。由于我国人口数量庞大，仅仅是党政和军队系统的国产替代空间即过千亿，如果再算上八大重要基础行业，则空间过万亿，足以养活本土的生态体系。在这些重要行业落地生根后，本土生态体系可以持续良性循环和进化以缩小与国外的差距，未来可进一步拓展到民用消费级市场。

CETC 集团自主可控布局较完整，太极受益最大：目前 CETC 在自主可控领域的布局主要包括 PC 机（华东电脑）、操作系统（与中标软件、微软成立合资公司）、中间件（金蝶）、数据库（人大金仓）、虚拟化（太极股份）、系统集成（特一级资质），其中主要的布局基本都在太极股份旗下。除了 CETC 外，在系统布局自主可控方面比较强的集团还包括 CEC、紫光集团、浪潮集团、中科院等。

图表 9：国内几大集团自主可控生态布局对比

	CETC 集团	CEC 集团	紫光集团	浪潮集团	中科院	华胜天成
芯片		飞腾	展讯、锐迪科、同方国芯		龙芯	POWER
PC 机	华东电脑	新长城	清华紫光			
服务器		新长城	收购华三	浪潮信息	中科曙光	新云东方
操作系统	中标软件、与微软成立合资公司	中国软件（中标软件、麒麟）				
存储		新长城	收购西部数据	浪潮信息	中科曙光	飞杰信息
中间件	太极股份（金蝶）					华胜信泰
数据库	太极股份（人大金仓）	中国软件（武汉达梦）		浪潮信息		Informix
网络设备		中国软件（迈普通信）		浪潮思科		
虚拟化	太极股份	新长城		浪潮信息	中科曙光	华胜天成
系统集成	太极股份	中国软件	紫光股份	浪潮软件		华胜天成

资料来源：各集团官网、东吴证券研究所

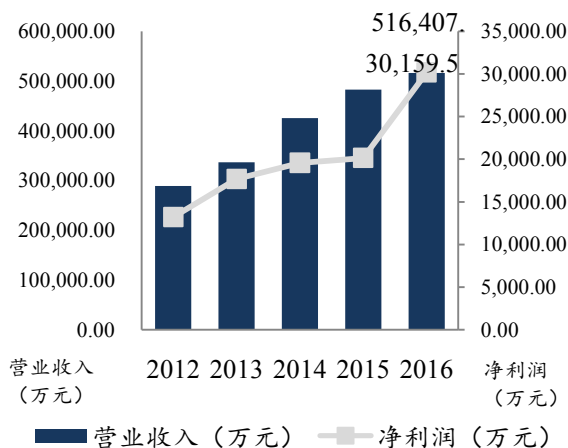
3. 自主可控多环节布局，央企背景集成商受益显著

3.1. 央企背景集成商，太极在自主可控竞争格局享有优势

3.1.1. 股东背景强势，主要客户为政府及重要行业

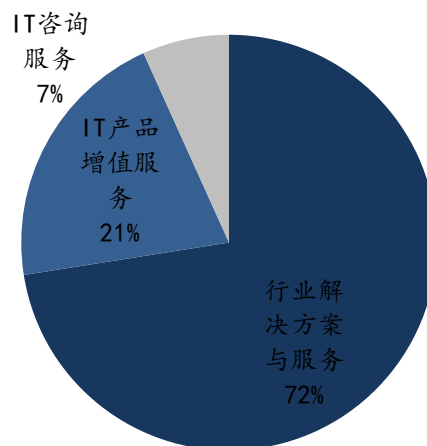
重大信息系统主要承担者，央企背景有望助公司做大做强：太极是我国重大信息系统总体设计和工程建设的主要承担者，是国家电子政务政策和相关标准制定的倡导者与积极参与者，为国防、外交、公共安全、宏观经济、金融、民生保障、工业生产等领域信息化发展发挥了重要作用，太极以咨询服务、行业解决方案服务、基础设施服务、运营服务等为主营业务，成功构建起涵盖战略规划、系统设计、软件开发、系统集成、产品增值、运维外包等内容的太极一体化 IT 服务体系，为客户提供全生命周期 IT 服务。目前公司的收入主要构成中主要为行业解决方案，占比超过 70%，已经成为政务、金融、能源、制造、公共事业等行业信息化建设的领先企业，政务云领域的业务相对稳定。而在自主可控领域，公司依靠自身的特一级资质集成商地位，先后战略投资人大金仓数据库和金蝶中间件，将逐步建立起较完善的自主可控的产业体系。

图表 10: 收入及净利润规模大幅提升



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 11: 公司收入构成

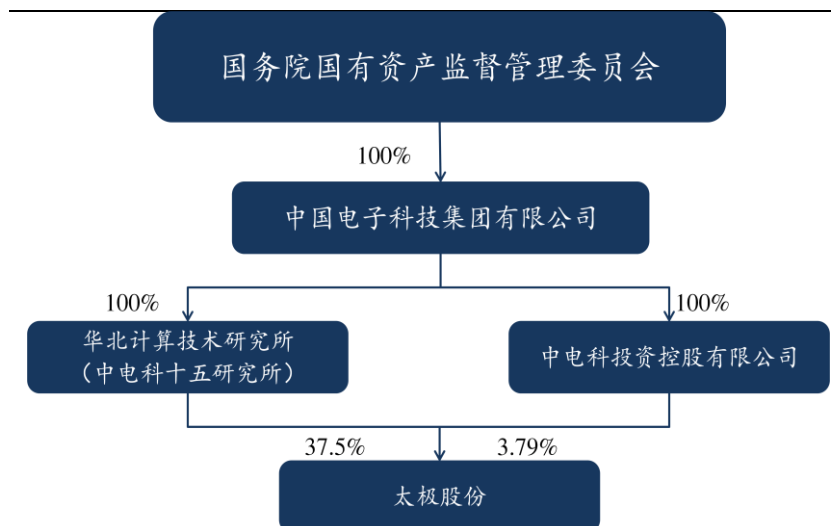


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

背靠中国电子科技集团公司和第十五研究所，自主可控发展优势显著：

太极股份背靠中电科集团旗下的第十五研究所，在自主可控的行业发展中占据有利地位。截止 2017 年一季报，太极股份的股东结构中，第十五研究所和中电科投资持股比例分别为 37.5%和 3.79%，两家公司均为中国电子科技集团有限公司 100%控股，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，为当仁不让的央企背景企业。为保证自主可控项目的顺利进行和软硬件一体化的安全可控，我们判断未来央企背景的公司 in 党政军领域获取订单的能力相比非央企公司将具有显著优势。

图表 12: 公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

3.1.2. 软件开发基于龙芯体系，体系成熟

龙芯商业化逐步进展: 龙芯处理器是中科院计算机所研发的，曝光率最高，容易被大家当做国产处理器的代表。龙芯最初的研发选择了 MIPS 指令集，从最初的龙芯 1 到目前的龙芯 3 已经发展了三代，每一代其实又衍生出了多个版本，从单核、双核到四核、八核，从 180nm 工艺到 28nm 工艺，从双发射到四发射，龙芯处理器的架构、规格、频率、性能都在不断进步。龙芯中科目前发展顺利，2016 年实现盈利 1500 多万元。

图表 13: 龙芯第三代处理器



资料来源: 中科院, 东吴证券研究所

太极股份基于龙芯体系架构: 龙芯的设计为纯自主路线，构建出自有的技术体系，目前商业化发展较为顺利，是国内主流自主设计的芯片体系之一。而太极的自主可控布局主要涵盖集成、基础软件、应用软件等领域，基于全自主的龙芯体系进行架构。目前集成商的在芯片体系上，中国软件全系列选择了飞腾芯片，太极全系列用龙芯，浪潮的终端是龙芯，服务器选用的是飞腾。

图表 14: 集成商芯片体系选择

	终端	服务器
中国软件	飞腾	飞腾
太极股份	龙芯	龙芯
中科曙光	龙芯	龙芯
浪潮软件	龙芯	飞腾

资料来源：中国长城，东吴证券研究所

3.1.3. 央企背景助力特一级集成商，太极有望享有充分市场空间

计算机信息系统集成特一级企业资质企业，旨在承担国务院主管的重大国家级项目：2012 年 6 月份，工信部发布了《关于开展计算机信息系统集成特一级企业资质认定试点工作的通知》，称发放资质意在推动计算机信息系统集成企业做大做强，服务政、军队、金融、电信、交通、能源等重要领域安全可靠信息系统的建设和保障。2013 年 11 月 6 日，工信部公布“首次授予计算机信息系统集成特一级企业资质”企业名单，名单包括：中国软件、东软集团、浪潮软件、太极股份四家企业。2014 年底，工信部公布了第二批“计算机信息系统集成特一级企业资质”的企业名单，包括同方股份、神州数码、航天信息与东华软件四家企业。

图表 15：特一级资质集成商获得批次及股东背景

	批次	是否央企
太极股份	一	是
中国软件	一	是
东软集团	一	否
浪潮软件	一	否
同方股份	二	否
神州数码	二	否
航天信息	二	是
东华软件	二	否

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

央企承担集成商职责，太极有望在自主可控过程中获取更多份额：我们前文对自主可控的市场空间曾做出判断，按照每年 2000 亿的替代空间计算，在自主可控党政军的采购中，通常由集成商进行总包。那么自主可控中的系统集成商将具备每年 2000 亿左右的招标空间，而目前具备特一级资质的 8 家企业中，太极股份、航天信息、中国软件三家为央企，实际控制人均为国务院国有资产管理监督委员会。受益于央企背景，我们判断这三家企业相比其他五家将会享有更大的市场份额优势。在重大国家级项目中，尤其是党政军系统的替代中，预计太极股份可能拥有 10%-20% 左右的市场份额。以市场空间 2000 亿计算，根据图表 3 中出现的三种情形，我们对 2017-2019 年的太极股份预计获得招标额做出如图 16 的预计。在最乐观的情形下，未来三年太极有望迎来近 300 亿的招标空间。根据审慎的原则，在悲观情形下，以太极股份获得 10% 的市场份额预计，太极在未来三年分别可获得招标空间为 5、12、30 亿元。

图表 16: 预计自主可控集成业务为太极带来的潜在招标空间

份额预估情形	2017			2018			2019		
	10%	15%	20%	10%	15%	20%	10%	15%	20%
乐观市场招标 (亿元)	7	10.5	14	18	27	36	36	54	72
中观市场招标 (亿元)	6	9	12	15	22.5	30	30	45	60
悲观市场招标 (亿元)	5	7.5	10	12	18	24	30	45	60

资料来源: 东吴证券研究所 (注: 招标空间不一定等于收入, 与收入确认速度有关)

3.2. 自主可控市场早有布局, 软件层面向应用软件层面开拓

3.2.1. 自主可控市场逐步布局

自主可控市场逐步布局: 太极上市以来, 积极利用资本市场拓宽自主可控产业链, 经过多年的积累, 目前在数据库、中间件、自主操作系统等自主可控细分领域已经具备较强的产品、技术和客户, 拥有龙头中间件及数据库、办公 OA, 收购量子伟业进军管理软件的计划目前正在实施中, 同时与普华软件形成了操作系统层面的合作。目前太极股份通过战略投资分别持有慧点科技 91% 股权、人大金仓 38.18% 股权 (2017 年 5 月实施增资) 和金蝶中间件 21% 的股权, 在自主可控云计算方面已做出多重布局。

图表 17: 太极股份自主可控公司布局



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2.2. 基础软件: 金蝶中间件市场稳固, 营收稳步提升

金蝶战略磨砺已久, 产品具有竞争力: 本土厂商如东方通、金蝶、汇金科技、中创等厂商目前都推出了基于国产处理器版本的产品, 金蝶与集成商太极股份战略合作, 自 1999 年开始第一行代码起, 10 多年来, 通过艰苦磨砺、锐意创新, 广泛吸收并满足来自国内软件研发企业及关键应用客户的迫切需求, 金蝶 Apusic 应用服务器已经成为广大开发人员和架构师的首选国产中间件产品, 帮助国内电子政务、电子商务及企业应用不断取得成功。金蝶 Apusic 应用服务器利用为用户提供一个安全部署海量数据关键应用的强健环境。

金蝶覆盖用户广泛, 竞争力强劲: 金蝶在中间件行业耕耘了近 20 年, 主要用户包括政府部委、财政行业、电力行业、电信行业、环保行业、交通行业、金融行业、军工行业等多个关系国计民生的部委及行业客户, 并针对不同行业特征及需求进行各具特色的平台及系统搭建, 在国内,

金蝶的市场占有率仅次于东方通，竞争优势显著。金蝶与太极股份之间的客户协同效应显著，增强在关键领域的竞争优势。

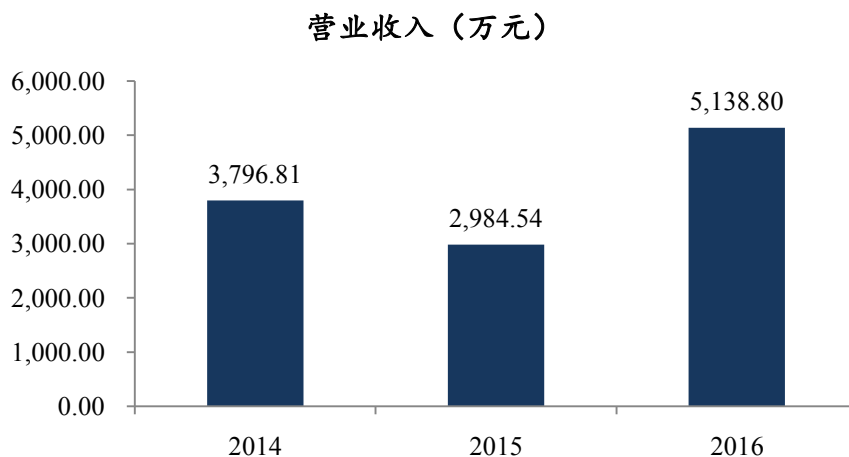
图表 18: 金蝶天燕主要产品及业务体系



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

金蝶提供行业解决方案, 营收规模大幅提升: 金蝶天燕已于 2017 年 6 月于新三板挂牌交易, 根据公开披露的数据显示, 公司 2014-2016 年实现的营业收入分别为 3796.81 万元、2984.54 万元和 5138.80 万元, 公司收入于 2016 年实现了飞速提升, 主要由于公司在其业务事业部方面进行了全新布局, 销售能力有所增强。公司目前在现有的软件产品基础上形成了包括大数据云平台, 应用集成与统一工作门户、服务集成与治理、数据集成融合与治理、大数据服务在内的平台解决方案体系。基于移动技术和互联网环境, 公司根据客户不同的需求实施行业解决方案。

图表 19: 金蝶天燕中间件营收实现大幅增长



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

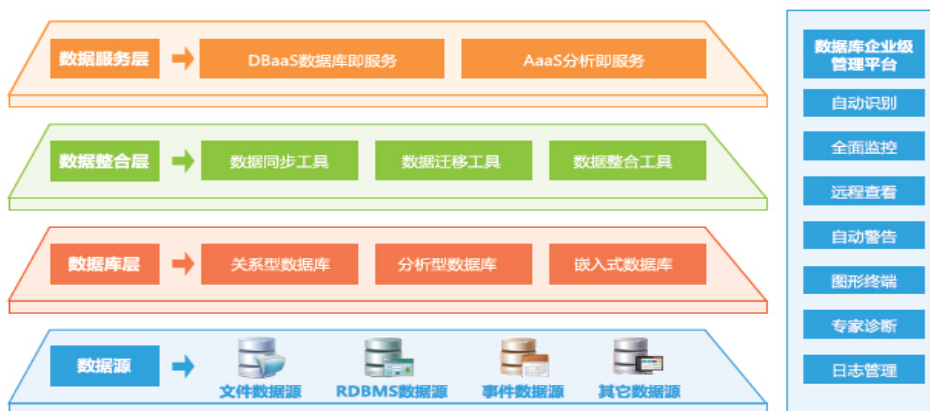
3.2.3. 基础软件: 投资人大金仓, 数据库业务取得突破性进展

人大金仓数据库能够提供一站式服务: 人大金仓是中国电子科技集团公司成员企业, 人大金仓由中国人民大学一批在国内开展数据库教学、科研、开发的专家发起创立, 是中国自主可控数据库、大数据相关产品及

解决方案的提供商，也是目前国内唯一拥有涉密全资质的数据管理与服务企业，在党政军领域优势显著。根据公司公告，太极股份于 2011 年 1 月 15 日对公司增资，首次获得人大金仓 30.34% 的股权，后经历两次增资，最近于 2017 年 5 月再次增资，目前持股比例为 38.18%。同时，根据公告，2015 年 9 月，太极股份的总裁、副董事长任人大金仓的董事长，在业务和管理层面加强联系，推动人大金仓与太极股份的深度融合。

核心产品交易型数据库，应用最广泛的国家级国产数据库：人大金仓的核心产品金仓交易型数据库 KingbaseES，具备高兼容、高可靠、高性能、高扩展、高安全、易使用和易管理的特点，是唯一入选国家自主创新产品目录的数据库产品，也是国家级、省部级实际项目中应用最广泛的国产数据库产品。在大数据时代，人大金仓以大数据基础平台、政府大数据、智慧城市大数据、大数据分析为解决方案主线，为各行业提供大数据建设的规划和设计的咨询、大数据平台搭建到应用实施的一站式服务。

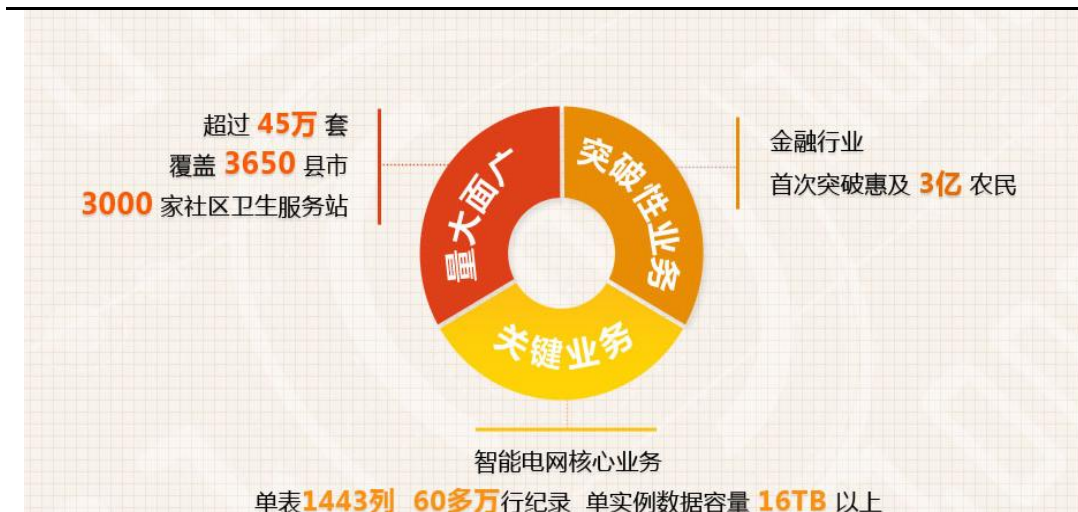
图表 20: 人大金仓数据库产品体系



资料来源：人大金仓，东吴证券研究所

核心业务实现突破性进展：公司在产品实施层面上，可以帮助客户实现大数据平台的部署、运维和优化工作，此外在数据处理、数据分析和数据挖掘领域都能够为客户提供专业服务。截止目前，公司在重点行业进展显著，在医疗行业，目前已覆盖超过 3650 县市超过 3000 家社区卫生服务站；金融行业首次突破惠及 3 亿农民；而在智能电网核心业务领域，实现了单表 1443 列、60 多万行记录，单实例数据容量 16TB 以上。

图表 21: 核心业务大量铺开



资料来源：人大金仓官网，东吴证券研究所

3.2.4. 应用软件：投资慧点科技，打造管理软件龙头品牌

北京慧点科技有限公司于 1998 年 8 月创立，是中国领先的管理软件与服务提供商，GRC 管理软件龙头，为央企及政府客户提供软件产品、应用开发、管理咨询和系统集成在内的优质服务。慧点科技率先引入国际先进的 GRC (Governance, Risk & Compliance) 管理理念并因地制宜地与中国客户的实际情况相结合，通过大量的业务实践，打造了以“管控·风险·监管”为核心的管理软件与服务体系，逐渐形成了以集团型管控 OA 和风险管控产品为核心的一体化服务体系，并成功为以中国移动、中国石化、中国海油、神华集团等 40 余家央企和接近半数的中国百强企业为代表的千余家大型客户提供了产品与服务。慧点科技在中央企业的市占率达到 30%，在百强企业中市占率达到 40%。

图表 22：公司业务交付模式

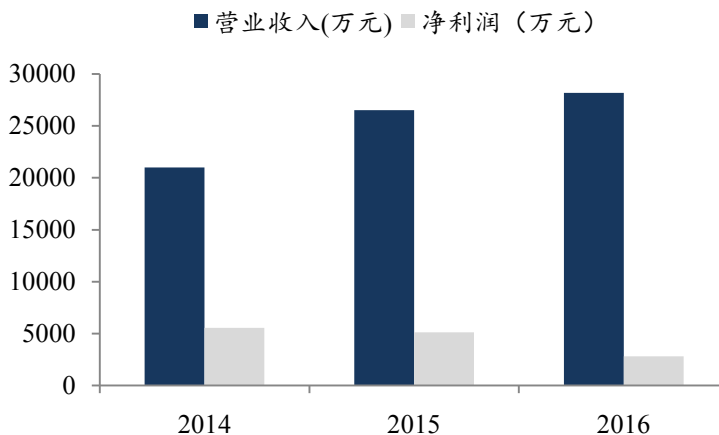


资料来源：慧点科技官网，东吴证券研究所

太极收购慧点科技 91% 股权向管理行业进军，业务及客户高度协同：2013 年 12 月，太极完成对慧点科技 91% 股权的收购。基于公司自身在集成与基础软件领域的技术、客户积累，通过向上层应用软件的拓展能明显提升软件开发能力和大型解决方案交付能力，而且能补充集团管控型 OA

软件和风险管控软件系列产品，有利于改善业务结构，提高毛利水平。在客户层面，慧点科技主要为大型央企提供产品及服务，与公司在政府部门的形成有效协同作用。公司并购以来，收入水平得到有效提升。

图表 23: 慧点科技 14 年以来营收逐年增长



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

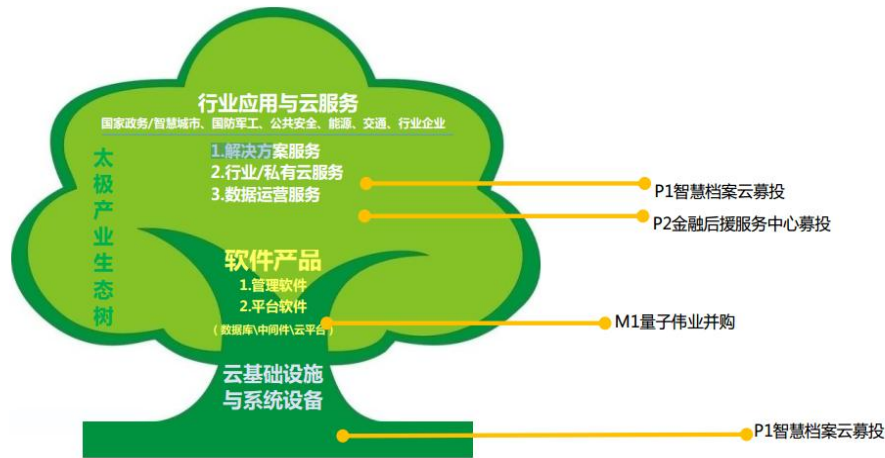
3.2.5. 应用软件：收购量子伟业获批，进军档案管理信息化

发行 1293 万股购买量子伟业 100% 股权：太极股份发布收购预案，拟向不超过 10 名符合条件的特定投资者发行股份 1293 万股购买量子伟业 100% 股权，定价为 28.32 元/股，共计募资 3.6 亿元。目前方案已经获得证监会并购重组委员会的审核通过。交易完成后，中电科十五所对公司的持股比例将变为 35.30%，中电科投资的持股比例变为 3.57%，不改变太极股份的实际控制人地位。

量子伟业所在行业与客户与公司形成协同效应：根据国家统计局数据显示，目前全国县级以上行政区划共有：省会城市 32 个（香港、澳门除外），地级区划数 333 个，县级区划数 2,854 个。全国共有各级各类档案馆 4,246 个，其中国家综合档案馆 3,325 个，国家专门档案馆 240 个，部门档案馆 218 个，企业集团和大型企业档案馆 189 个，省、部属事业单位档案馆 274 个。目前档案管理信息化行业迎来发展的黄金时代，未来太极股份将能够助力量子伟业的档案信息管理业务云端化，通过实施档案云服务平台，将能够满足国家部委、地方政府及重要行业的档案云服务需求。而同时，量子伟业的档案管理信息化服务为公司此前并购慧点科技在管理软件上进行补充，又能够通过 BPO 业务积累的海量客户数据资源，有利于积极推动公司管理软件业务向“互联网化”发展，提升软件服务的业务价值。量子伟业大部分客户是国企和事业单位，三大运营商、金融类企业、国内档案局（馆）、各级人民法院及其他企事业单位，与太极的原有客户形成协同效应，为公司补充了大型企业、金融保险等客户资源，将形成党政、国防、中央企业、金融保险等规模化的客户市场，这为太极股份未来集团化的产业架构发展提供了理想的市场空

间。

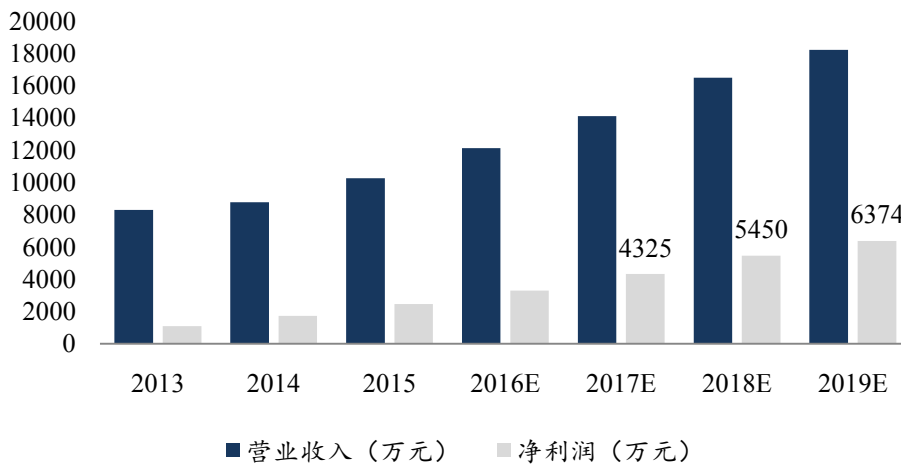
图表 24: 量子伟业与公司业务形成协同



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

量子伟业显著增厚公司业绩: 除在业务和客户方面的协同外, 量子伟业还将显著增厚太极股份的业绩水平。根据协议规定, 量子伟业 2017-2019 年的承诺净利润分别为 4325 万元、5450 万元和 6374 万元。以 2017 年的业绩计算, 占 2016 年净利润 2.95 亿元的比例近 15%。

图表 25: 量子伟业营业收入稳步提升



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设与盈利预测

核心中观假设：按照中观假设，预计公司政务云业务维持 14%左右的增速，非核心业务维持 10%增速；同时按照公司可能获得的招标空间的一半进行收入确认预估，预计自主可控行业 17-19 年新增收入分别为 2.5 亿元、6 亿元与 15 亿元。预计公司 2017-2019 年公司收入分别为 61.65 亿元、72.01 亿元与 88.81 亿元。

盈利预测：预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.87 亿、5.12 亿和 6.32 亿，EPS 分别为 0.93/1.23/1.52 元，现价对应 31/23/19 倍 PE。目前公司收购量子伟业已经获批，备考净利润有望达成，若考虑量子伟业并购完成，公司 2017-2019 年备考净利润分别为 4.30 亿、5.66 亿和 6.96 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 1.00/1.32/1.62 元，对应 28/22/18 倍 PE。

图表 26: 公司业绩预测

		2016	2017E	2018E	2019E
太极股份	净利润 (百万)	302	387	512	632
	EPS	0.73	0.93	1.23	1.52
	增速		28.33%	32.28%	23.52%
	PE		31	23	19
量子伟业	承诺净利润 (百万)	32.95	43.25	54.5	63.74
	净利润 (百万)	335	430	566	696
备考	EPS		1.00	1.32	1.62
	增速			32.00%	22.73%
	PE		28	22	18

资料来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 估值与评级

行业估值高于公司估值：对比自主可控环节所有公司 2017 年对应 PE，平均值为 45 倍；对比系统集成环节三大央企，2017 年 PE 平均值为 32 倍；对比特一级集成商八大企业（浪潮软件没有预测，剔除），2017 年 PE 平均值为 30 倍。

维持“买入”评级：未来三年，公司的净利润增长均在 23%以上，2018 年有望实现 30%以上增长。从相对估值角度看，自主可控相关环节公司的平均 PE 维持在 45 倍左右，央企背景特一级厂商也均在 32 倍。太极股份目前处于估值洼地，同时考虑太极作为中电科十五所下唯一的上市公司，在自主可控和大数据云计算等领域具备较强实力，看好其凭借原有党政机关客户优势，努力打造从 IaaS 层到 SaaS 层的一体化服务布局，给予公司 2018 年 30 倍 PE，维持“买入”的投资评级。

图表 27: 自主可控关键环节替代空间及公司估值

所属环节	代码	公司	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2016PE	2017PE	2018PE
PC&服务 器	000066.SZ	中国长城	0.03	0.27	0.40	376	35	24
	000938.SZ	紫光股份	1.07	1.29	1.52	55	45	38
	002368.SZ	太极股份	0.73	1.00	1.32	39	28	22
	000977.SZ	浪潮信息	0.29	0.60	0.79	62	30	23
	603019.SH	中科曙光	0.36	0.47	0.62	74	56	43
	600100.SH	同方股份	1.45	0.72	0.84	10	19	17
	600410.SH	华胜天成	0.04	0.14	0.18	237	66	51
	300245.SZ	天玑科技	0.22	0.26	0.35	62	52	39
存储	000977.SZ	浪潮信息	0.29	0.60	0.79	62	30	23
	002368.SZ	太极股份	0.73	0.99	1.32	39	29	22
	603019.SH	中科曙光	0.36	0.47	0.62	74	56	43
	600410.SH	华胜天成	0.04	0.14	0.18	237	66	51
	300302.SZ	同有科技	0.31	0.45	0.65	56	39	27
操作系统	600536.SH	中国软件	0.21	0.43	0.74	89	44	25
	600410.SH	华胜天成	0.04	0.14	0.18	237	66	51
中间件	002368.SZ	太极股份	0.73	0.99	1.32	39	29	22
	300379.SZ	东方通	0.88	1.18	1.49	21	15	12
	300010.SZ	立思辰	0.35	0.45	0.58	36	28	22
数据库	600536.SH	中国软件	0.21	0.43	0.74	89	44	25
	002368.SZ	太极股份	0.73	0.99	1.32	39	29	22
	600410.SH	华胜天成	0.04	0.14	0.18	237	66	51
	300231.SZ	银信科技	0.35	0.48	0.66	36	27	20
ERP	600588.SH	用友网络	0.14	0.15	0.20	116	108	81
	300170.SZ	汉得信息	0.28	0.39	0.54	36	26	19
	300378.SZ	鼎捷软件	0.16	0.25	0.38	100	63	42
系统集成	002368.SZ	太极股份	0.73	0.99	1.32	39	29	22
	600271.SH	航天信息	0.83	0.93	1.07	23	21	18
	600536.SH	中国软件	0.21	0.43	0.74	89	44	25

数据来源: 标黄为东吴证券研究所预测数值, 其余为 Wind 一致预期。

图表 28: 特一级资质集成商估值情况⁴

代码	公司	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2016PE	2017PE	2018PE
002368.SZ	太极股份	0.73	1.00	1.32	39	28	22
600271.SH	航天信息	0.83	0.93	1.07	23	21	18
600536.SH	中国软件	0.21	0.43	0.74	89	44	25
000034.SZ	神州数码	0.67	0.68	0.77	36	36	32
002065.SZ	东华软件	0.57	0.95	1.03	36	22	20
600100.SH	同方股份	1.45	0.72	0.84	10	19	17
600718.SH	东软集团	1.51	0.43	0.54	10	36	28

数据来源: 标黄为东吴证券研究所预测数值, 其余为 Wind 一致预期。

风险提示: 1、自主可控行业推进低于预期风险: 自主可控的行业推进与政策高度相关, 存在政策推进低于预期且实施周期过长的风险; 2、公司市场份额低于预期风险: 自主可控的招标刚刚开始启动, 未来招标过程中存在集成商之间竞争激烈, 公司份额低于预期的可能性; 3、并购失败风险: 公司收购量子伟业也已获批但尚未完成, 未来存在一定的实施失败可能性。

⁴浪潮软件没有 wind 一致预期数据, 故没有单列

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5709.3	5580.8	6706.9	8479.0	营业收入	5164.1	6165.1	7200.6	8881.1
现金	1135.2	1000.0	1365.3	1894.3	营业成本	4151.9	4907.1	5699.5	7029.1
应收款项	3230.4	3378.1	3945.5	4866.4	营业税金及附加	4.4	30.8	36.0	44.4
存货	1115.3	941.1	1093.0	1348.0	营业费用	66.2	74.0	82.8	102.1
其他	228.4	261.6	303.0	370.2	管理费用	642.8	778.3	879.4	1067.5
非流动资产	1892.1	1817.3	1682.8	1540.1	财务费用	17.9	23.9	7.4	4.2
长期股权投资	174.7	174.7	174.7	174.7	投资净收益	-0.0	2.0	2.0	2.0
固定资产	672.9	655.0	571.9	475.3	其他	-7.1	17.0	11.3	6.2
无形资产	570.2	513.2	461.8	415.7	营业利润	273.8	370.0	508.8	642.1
其他	474.5	474.5	474.5	474.5	营业外净收支	55.1	60.0	60.0	60.0
资产总计	7601.4	7398.1	8389.7	10019.1	利润总额	328.9	430.0	568.8	702.1
流动负债	4959.3	4485.1	5118.4	6305.5	所得税费用	34.2	43.0	56.9	70.2
短期借款	691.5	99.9	30.0	30.0	少数股东损益	-7.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	2143.7	2218.3	2576.5	3177.5	归属母公司净利润	301.6	387.0	511.9	631.8
其他	2124.1	2166.9	2511.9	3098.0	EBIT	341.1	431.9	554.2	684.2
非流动负债	210.6	210.6	210.6	210.6	EBITDA	400.6	572.2	721.7	861.8
长期借款	160.0	160.0	160.0	160.0					
其他	50.6	50.6	50.6	50.6	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	5169.9	4695.7	5329.0	6516.1	每股收益(元)	0.73	0.93	1.23	1.52
少数股东权益	19.9	19.9	19.9	19.9	每股净资产(元)	5.80	6.45	7.32	8.38
归属母公司股东权益	2411.6	2682.5	3040.8	3483.1	发行在外股份(百万股)	415.6	415.6	415.6	415.6
负债和股东权益总计	7601.4	7398.1	8389.7	10019.1	ROIC(%)	11.1%	13.2%	18.2%	23.2%
					ROE(%)	12.5%	14.4%	16.8%	18.1%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	19.5%	19.9%	20.3%	20.4%
经营活动现金流	110.5	643.5	661.8	793.5	EBIT Margin(%)	6.6%	7.0%	7.7%	7.7%
投资活动现金流	-357.1	-71.0	-73.0	-74.9	销售净利率(%)	5.8%	6.3%	7.1%	7.1%
筹资活动现金流	366.1	-707.7	-223.5	-189.6	资产负债率(%)	68.0%	63.5%	63.5%	65.0%
现金净增加额	119.5	-135.2	365.3	529.0	收入增长率(%)	6.9%	19.4%	16.8%	23.3%
企业自由现金流	-144.6	549.1	535.7	662.5	净利润增长率(%)	49.7%	28.3%	32.3%	23.4%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所
注: 未考虑并表情形

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>