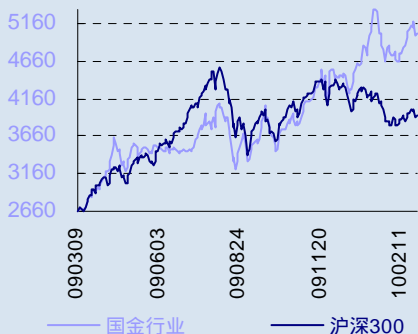


2010年03月07日

目标价格(人民币) : 31.75-39.78 元

长期竞争力评级 : 高于行业均值
市场数据(人民币)

发行价(元)	29.00
发行 A 股数量(百万股)	25.00
总股本(百万股)	98.79
国金软件指数	5039.81
沪深 300 指数	3259.76
中小板指数	5859.16


分析师:陈运红

 (8621)61038242
 chenyh@gjzq.com.cn

程兵

 (8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

联系人:易欢欢

 (8621)61038288
 yihh@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

太极股份 (002368.SZ)

——IT 服务行业的国家队员

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.773	0.684	0.833	0.942	1.239	1.530
净利润增长率	N/A	-11.45%	21.81%	51.34%	31.46%	23.48%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	70.63	38.55	56.57	56.57	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.7	29.7	N/A	N/A
净资产收益率	39.57%	29.20%	26.23%	10.31%	11.93%	12.84%
每股净资产(元)	1.95	2.34	3.18	9.142	10.381	11.911
已上市流通 A 股(百万股)	N/A	N/A	N/A	20.00	20.00	20.00
总股本(百万股)	73.79	73.79	73.79	98.79	98.79	98.79

来源 : 公司年报、国金证券研究所 注 : “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 太极股份是我国软件行业中隶属于国资委的提供一站式 IT 服务的厂商。其主营业务覆盖 IT 咨询、IT 行业解决方案和 IT 运维服务等。
- 我们的主要观点
 - ◆ 第一,我国 IT 服务行业前景广阔。1) 在宏观层面,我国信息化水平目前仍比较低,随着工业化加速和政府政策支持,我国信息化水平将进一步深入;2) 在微观层面,随着 IT 系统的日益复杂以及业务需求的日益多样化,企业越来越需要专业的 IT 服务。因此,我国 IT 服务行业将继续快速发展。
 - ◆ 第二,我国 IT 服务厂商竞争力提高。1) 随着 IT 服务技术的不断成熟以及我国 IT 服务厂商的多年积累,在技术方面与国外厂商的差距逐步缩小。2) 我国 IT 服务厂商专注于在优势领域做大做强细分行业,已建立起各自的市场地位。3) 在技术差距缩小、细分行业做强的同时,成本优势仍然存在。
 - ◆ 第三,太极股份是我国 IT 服务行业的国家队员,具有较强竞争优势。1) 国家控股的背景为其带来优质客户及大型项目。2) 公司所聚焦的政府、金融、能源等行业是 IT 服务领域比重最大、发展最快的几个行业,公司所聚焦的公共安全应急解决方案、容灾备份和数据中心等业务,也正迎来快速发展阶段。3) 公司提供的一站式 IT 服务体系具有一体化竞争优势。4) 公司创新能力较强,人员储备雄厚。
- 公司未来的关注点在于可能的收购及其相关核高基项目。
- 业绩预测与估值
 - ◆ 我们预测公司在 2010-2012 年将实现净利润 0.93 亿、1.22 亿和 1.51 亿元,分别增长 51.34%、31.46%和 23.48%,按上市后总股本计算 EPS 分别为 0.942 元、1.239 元和 1.530 元。

- ◆ 结合 PE 估值及 DCF 估值，我们认为公司合理价值区间为 31.75-39.78 元，对应 2010 年 EPS 的市盈率区间为 33.7~42.2 倍。
- 风险提示
 - ◆ 政府依赖度过高的风险
 - ◆ 市场竞争加剧的风险
 - ◆ 人才流失的风险

内容目录

公司简介	4
发展历程.....	4
主营业务.....	4
股权结构.....	4
我国 IT 服务行业前景广阔	5
我国 IT 服务市场快速发展	5
国内 IT 服务厂商竞争力逐步提高	6
从系统集成到全面 IT 服务转型是大势所趋	6
公司是我国 IT 服务行业的国家队员	7
股东背景带来优质客户及大型项目	7
聚焦战略性行业及战略性业务奠定业内竞争地位.....	8
全面的 IT 服务体系构造一体化竞争优势.....	11
优秀的创新能力及人才优势	11
财务分析	11
营业收入稳定增长，IT 咨询比重持续扩大.....	11
综合毛利率较低，但净资产收益率较高.....	12
费用率控制良好.....	12
应收账款较多，但坏账可能较低.....	13
募投项目分析	13
募集资金有利于公司扩大战略性行业及战略性业务	13
盈利预测及估值.....	14
盈利预测.....	14
公司估值.....	15
风险提示	16

图表目录

图表 1：公司 2009 年收入结构.....	4
图表 2：公司 2009 年毛利结构.....	4
图表 3：公司股权结构.....	5
图表 4：我国软件产业规模即将突破 1 万亿元.....	6
图表 5：我国 IT 服务市场规模.....	6
图表 6：我国 IT 服务行业主要厂商.....	6
图表 7：企业选择 IT 服务商的考虑因素.....	6
图表 8：IT 咨询市场增速远高于系统集成.....	7
图表 9：IT 咨询的毛利率远高于系统集成.....	7
图表 10：从制高点“自上而下”的推广模式.....	8
图表 11：大项目数量逐步增多.....	8
图表 12：三大行业在 IT 服务市场占较大比重.....	8
图表 13：三大行业收入占公司收入比例达 67%.....	8
图表 14：国家机关 IT 支出持续扩大.....	9
图表 15：政府及公共部门 IT 服务市场规模.....	9
图表 16：我国金融行业 IT 支出占收入比重较低.....	9
图表 17：我国金融 IT 服务市场规模.....	9
图表 18：行业信息化伴随工业化将进一步升级.....	10
图表 19：我国能源 IT 服务市场规模.....	10
图表 20：中国灾备市场快速增长.....	10
图表 21：中国数据中心市场高速扩张.....	10
图表 22：太极股份完整的 IT 服务体系.....	11
图表 23：人均产能在系统集成领域处于前列.....	11
图表 24：产品收入规模及增速.....	12
图表 25：收入结构变化趋势.....	12
图表 26：毛利率处于行业内较低水平.....	12
图表 27：净资产收益率处于行业内较高水平.....	12
图表 28：营业费用率处于行业内较低水平.....	13
图表 29：管理费用率处于行业内较低水平.....	13
图表 30：应收账款占总资产比重较大.....	13
图表 31：应收账款周转天数处于行业较低水平.....	13
图表 32：募投项目分析.....	14
图表 33：收入预测.....	15
图表 34：相对估值.....	15
图表 35：绝对估值.....	16

公司简介

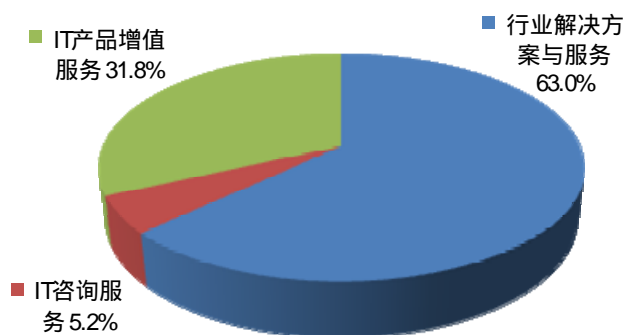
发展历程

- 太极股份是由太极计算机公司于 2002 年改制而成。太极计算机公司成立于 1987 年，是根据当时国家振兴民族计算机产业的“太极计划”，在原电子工业部直接领导下，依托华北计算技术研究所而成立。公司发展经历了三个阶段：
 - ◆ 1987 至 90 年代初，小型机阶段。公司成功研制并批量生产太极 2000 超级小型机，连续 6 年市占率超过 50%。
 - ◆ 90 年代初至 90 年代末，向系统集成商转型阶段。公司开辟了政府、金融、能源等重要行业信息化的先河，成为国内最早的大型系统集成服务企业。
 - ◆ 2000 年至今，向综合 IT 服务商转型阶段。公司成功构建起 IT 咨询、行业解决方案与服务、IT 产品增值服务等一体化 IT 服务体系。

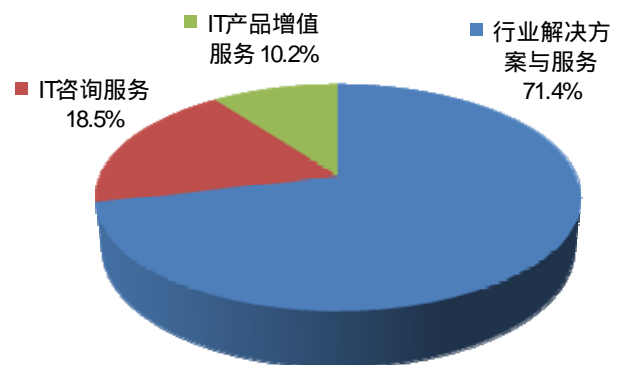
主营业务

- 公司主营业务为 IT 咨询服务、行业解决方案与服务、IT 产品增值服务。
 - ◆ IT 咨询服务由于较高毛利率，占收入比重较低，但占毛利比重较多。
 - ◆ 行业解决方案与服务是公司最主要的业务，收入结构中比重较大。
 - ◆ IT 产品增值服务毛利率较低，占收入比重较大，但占毛利比重较小。

图表1：公司 2009 年收入结构



图表2：公司 2009 年毛利结构

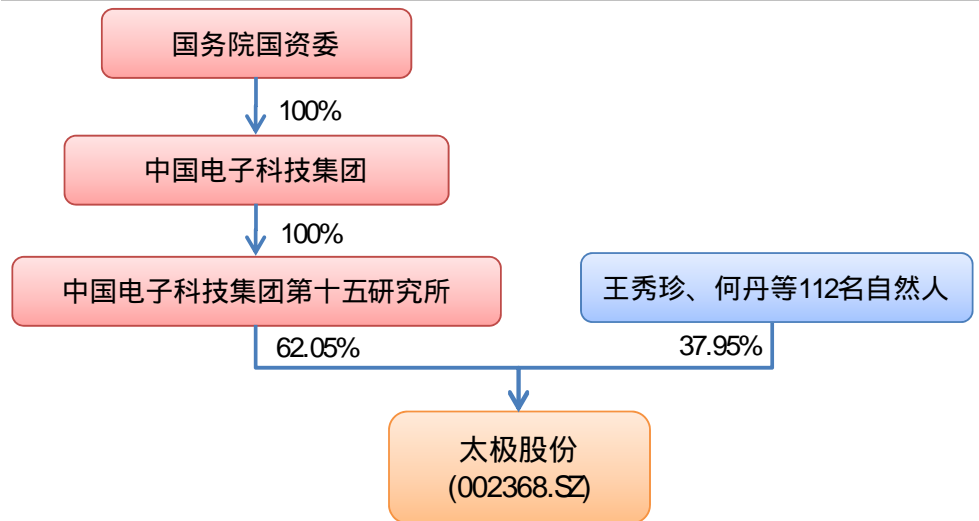


来源：招股意向书，国金证券研究所

股权结构

- 公司发行前总股本为 7378.92 万股，本次拟发行 2500 万股，发行后总股本为 9878.92 万股，拟募集资金 2.8 亿元。公司控股股东为中国电子科技集团第十五研究所，即华北计算技术研究所，本次发行后其控股比例变为 46.35%。

图表3：公司股权结构



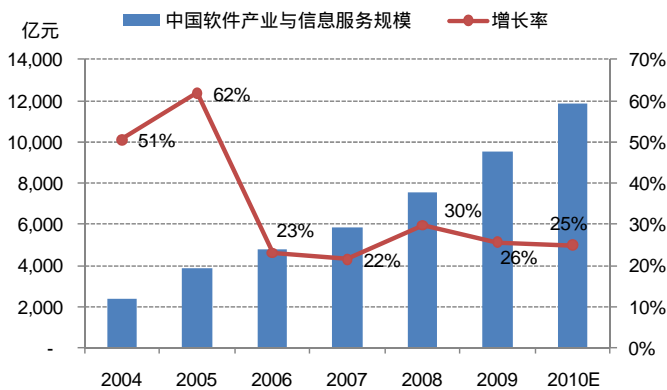
来源：招股意向书，国金证券研究所

我国 IT 服务行业前景广阔

我国 IT 服务市场快速发展

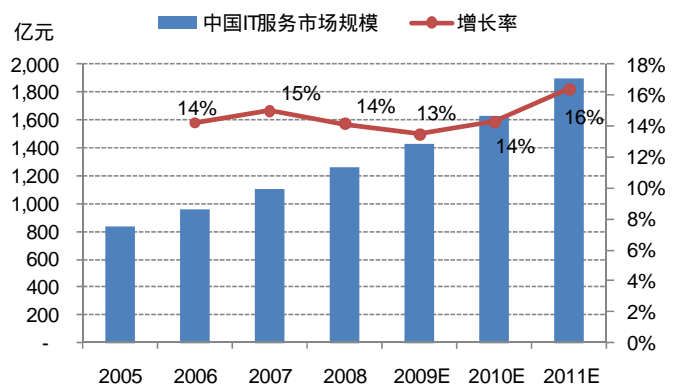
- 我国软件产业持续高速发展。根据工信部数据，我国软件产业近 5 年增速均在 25%左右，2010 年软件产业规模将突破 1 万亿元。赛迪顾问数据显示，我国 IT 服务市场增速在经历了 08、09 的下滑后，10、11 年将恢复快速增长。我们认为，我国 IT 服务市场快速发展的原因在于：
 - 宏观层面：我国信息化水平普遍较低，工业化进程加速提升了对信息化的需求，国家也在不断出台政策大力推动 IT 服务行业发展。
 - ◆ 我国还处在信息化的初级阶段，企业的信息化率仅为 10%，潜在市场需求巨大。随着工业化加速，信息化需求将会进一步快速释放。
 - ◆ 国家不断出台政策鼓励支持 IT 服务行业。产业振兴规划、“核高基”项目等逐步落实，有力支撑了行业的发展。
 - 微观层面：随着 IT 系统日趋复杂、业务需求日趋多样化，企业越来越需要专业的 IT 服务。
 - ◆ IT 技术更新换代较快，IT 架构也越来越庞大，使企业的 IT 系统日趋复杂，这对 IT 技术的要求不断提高。
 - ◆ 不同行业需求不同，同一行业的不同企业需求也不尽相同，而且随着业务扩张，需求不断多样化，这对 IT 服务的业务理解要求不断提高。
 - ◆ 无论是从技术还是业务方面，对专业的 IT 服务的需求仍在继续扩大。

图表4：我国软件产业规模即将突破1万亿元



来源：工信部，赛迪顾问，国金证券研究所

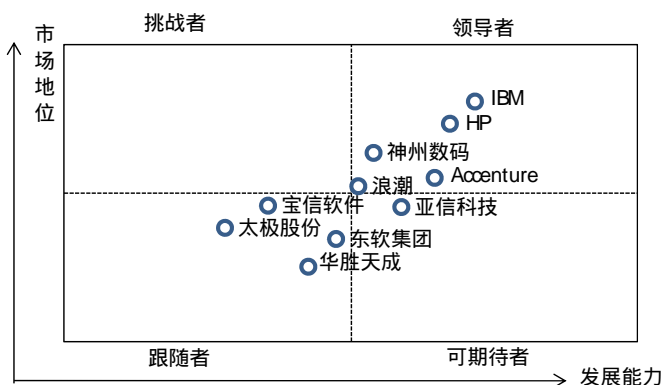
图表5：我国IT服务市场恢复增长



国内IT服务厂商竞争力逐步提高

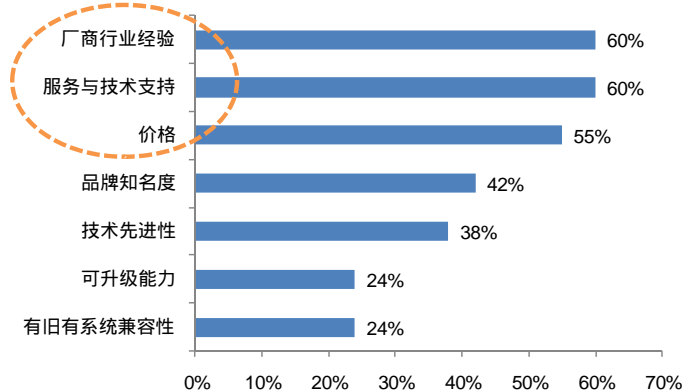
- 我国IT服务市场目前仍以国际巨头为主导，占领了大部分高端市场。但国内IT服务厂商的竞争力正在逐步提高：
 - ◆ 其一，技术差距逐步缩小。目前IT服务领域使用的技术（如数据库、中间件等）都相对成熟和稳定，国内IT服务商经过多年经验积累已可以驾轻就熟。而新技术方面，大家都在同一起跑线上。
 - ◆ 其二，细分市场战略效果明显。随着各厂商在自己熟悉的领域精耕细作，已积累了大量的行业知识经验，并培养了自身产品的复用性和持续的拿单能力。比如，电信行业的亚信科技、钢铁行业的宝信软件以及政府部门的太极股份等。
 - ◆ 其三，成本优势仍然存在。虽然随着技术差距缩小，国内厂商的人力成本上升，但相比国际巨头仍有优势。比如，国际IT服务商的IT咨询费一般为4000元/人天，国内的基本可以做到3500元/人天。

图表6：我国IT服务厂商竞争力提高



来源：赛迪顾问，计世资讯，国金证券研究所

图表7：企业选择IT服务商的考虑因素

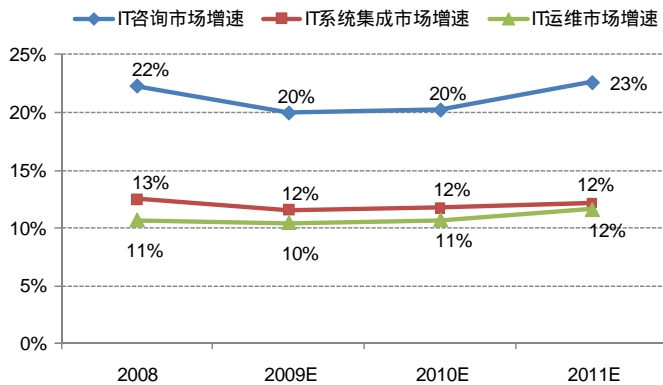


从系统集成到全面IT服务转型是大势所趋

- IT服务行业包括IT咨询、IT系统集成及IT运维服务等细分市场。根据赛迪顾问数据，我国IT咨询市场未来几年增速平均在20%以上，而IT系统集成和IT运维市场基本都在11%左右。我们认为，IT服务厂商从传统的系统集成向高端的IT咨询进化，并形成全面的IT服务体系，是不可避免的趋势。主要原因在于：

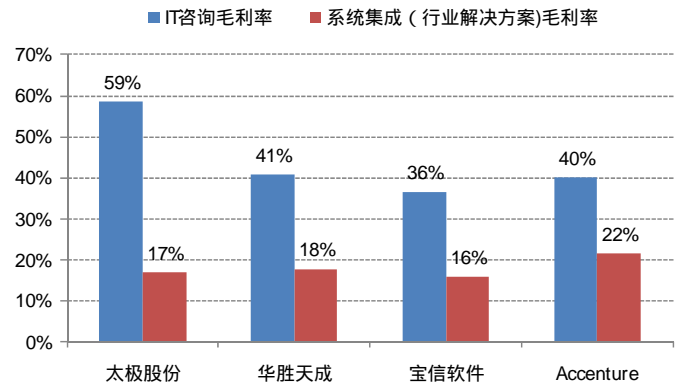
- ◆ 其一，IT 咨询处于价值链高端，拥有较高毛利率。无论是国内厂商，还是国际巨头，其 IT 咨询的毛利率均达到 40%左右，而系统集成及相关技术服务的毛利率只有不到 20%。
- ◆ 其二，目前系统集成的拿单能力逐步依赖于 IT 咨询能力，而非传统的产品渠道供应能力。越来越多的企业倾向于将 IT 咨询方案及后续的系统集成整体交付给一家 IT 服务商来做，因此，占领了前期的 IT 咨询阶段，将有助于取得后续订单。

图表8：IT 咨询市场增速远高于系统集成



来源：赛迪顾问，公司年报，招股意向书,国金证券研究所

图表9：IT 咨询的毛利率远高于系统集成

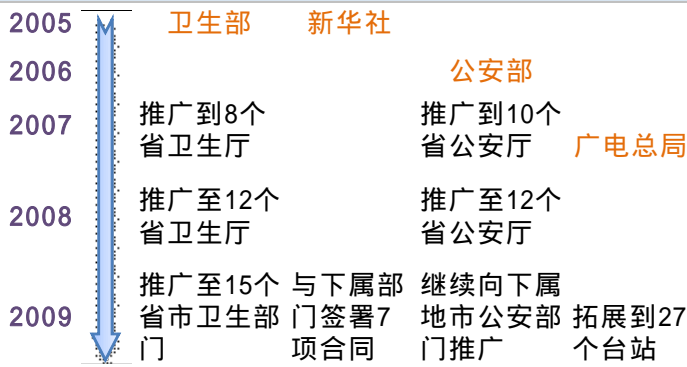


公司是我国 IT 服务行业的国家队员

股东背景带来优质客户及大型项目

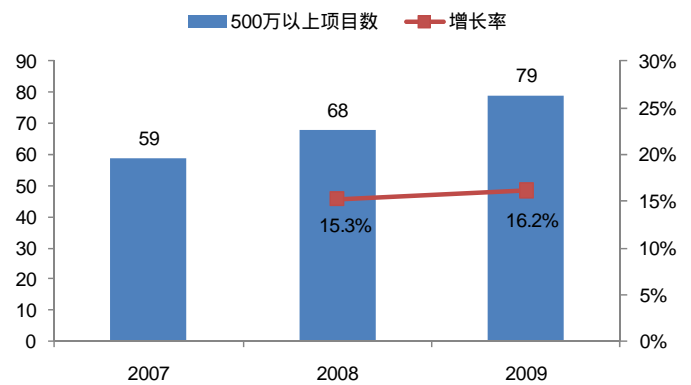
- 股东背景使公司拥有广大的国家机关等优质客户，并且占领制高点后可以按照“自上而下”模式向地方推广。
 - ◆ 控股股东十五所是国防科工委认可的提倡军民结合的大型科研院所，成立于 1958 年，主要面向国防建设和军事领域提供计算机软硬件设备。太极股份是十五所民品产业的重要布局，也是目前旗下唯一的上市公司。
 - ◆ 国务院 20 多个部委、全国人大、全国政协、人民银行、国家电网等都是公司的长期稳定客户。公司签订这些大客户后，不但拥有较高的二次订单签约率，而且可以到其下属省级、市级地方机构推广，进一步扩大市场。
- 政府机关的订单金额一般都较大，并且坏账率较低。公司承接的大项目越来越多，一方面提供了较高的毛利率，另一方面有助于提高技术水平和建立公司品牌。
- 另外，公司承担了多项国家和行业技术标准的研究和制订，在一些领域对行业技术创新和技术规范起着引导作用。

图表10：从制高点“自上而下”的推广模式



来源：国金证券研究所

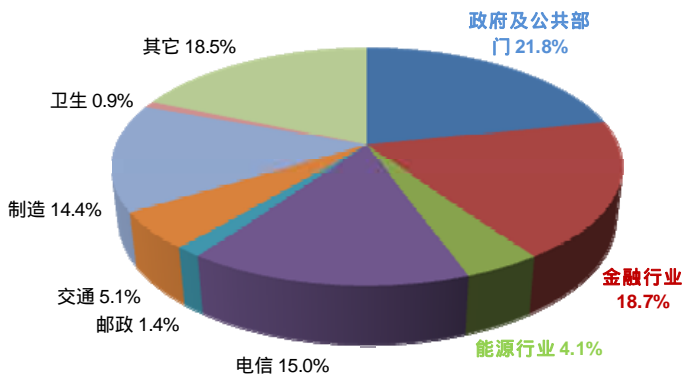
图表11：大项目数量逐步增多



聚焦战略性行业及战略性业务奠定业内竞争地位

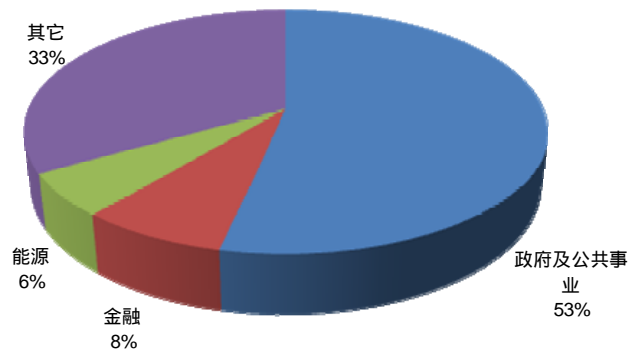
- 公司的 IT 服务主要集中在政府及公共部门、金融行业以及能源行业，而这三大行业占到了整个 IT 服务市场的近 50%，尤其是政府及公共部门，比重达到 21.8%。同时，公司拥有公共安全应急系统、灾备中心和数据中心等战略性解决方案。聚焦在这三大战略行业及两大战略性业务，有力支撑了公司业务发展，奠定了行业内较强的竞争优势。

图表12：三大行业在 IT 服务市场占较大比重



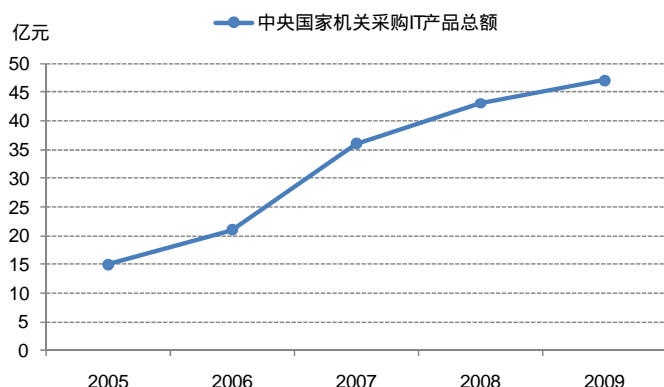
来源：招股意向书, 国金证券研究所

图表13：三大行业收入占公司收入比例达 67%



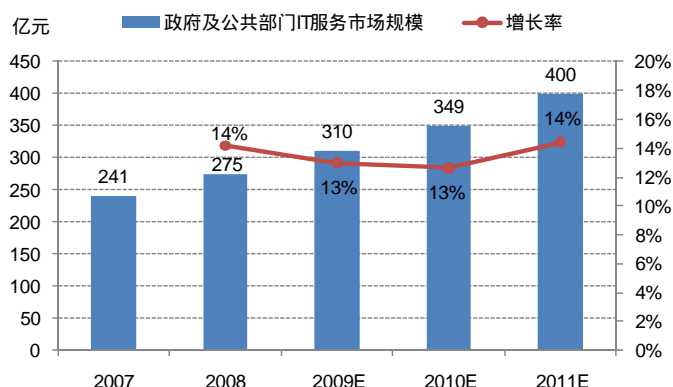
- 政府及公共部门持续扩大的 IT 支出为公司的快速发展提供了保证。
 - 随着“网络民意”的影响日益扩大，政府部门在原有电子政务的基础上进一步加大 IT 投资力度，努力打造数字化政府，并建立网络沟通和监管平台。
 - 金融危机中政府刺激经济的计划也会驱动政府及公共部门 IT 开支扩大，而刺激驱动的 IT 支出在 2010 年才会达到最高水平，因为大部分刺激计划和措施在 2009 年中期才确定，到 2010 年才会完全执行。
 - 赛迪顾问数据显示，2010 及 2011 年我国政府及公共部门 IT 服务市场规模将分别增长 13%及 14%，达到 400 亿元。
 - 太极股份部委级客户资源丰富，熟知国家政策及标准，并且自主研发的电子政务平台通用性和扩展性很强，市场竞争优势明显，市场占有率处于行业前列。

图表14：国家机关 IT 支出持续扩大



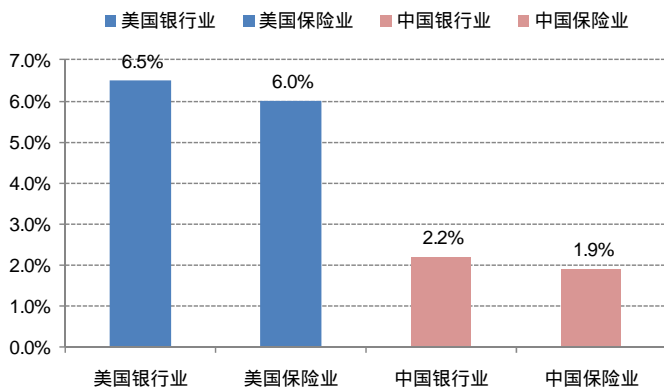
来源：中国信息化研究中心, 赛迪顾问, 国金证券研究所

图表15：政府及公共部门 IT 服务市场规模



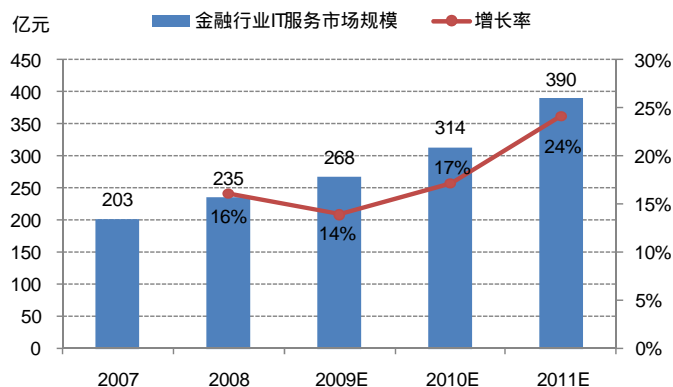
- 金融行业在后危机时代将恢复并提高 IT 开支，金融 IT 服务将快速发展。
 - ◆ 目前我国金融行业的 IT 开支还比较低，仅占收入的 2%左右，而在美国则为 6%左右。随着我国金融行业的快速发展，对 IT 的要求进一步提高，其 IT 投入必将随之扩大。
 - ◆ 受金融危机影响，我国金融行业 IT 投入在 2009 年受到抑制，随着危机逐步过去，2010 年开始金融 IT 投资将恢复反弹并高速增长。
 - ◆ 太极股份在金融行业主打城市商业银行和农村信用社，目前业务已覆盖全国二十多个省市。同时，公司的银行解决方案拥有较好的开放性并易于二次开发，具备较强市场竞争力。

图表16：我国金融行业 IT 支出占收入比重较低



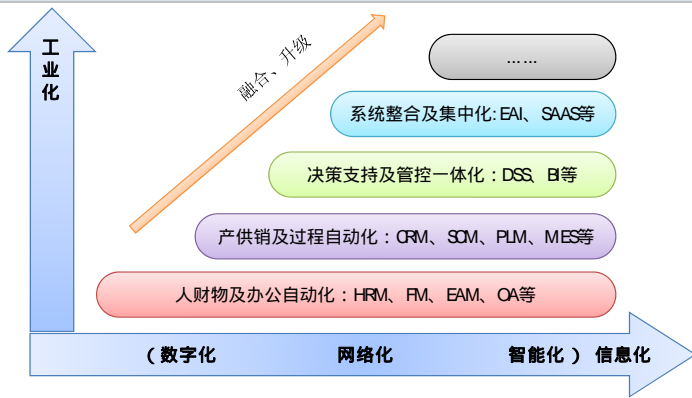
来源：计算机世界, 赛迪顾问, 国金证券研究所

图表17：我国金融 IT 服务市场将快速反弹



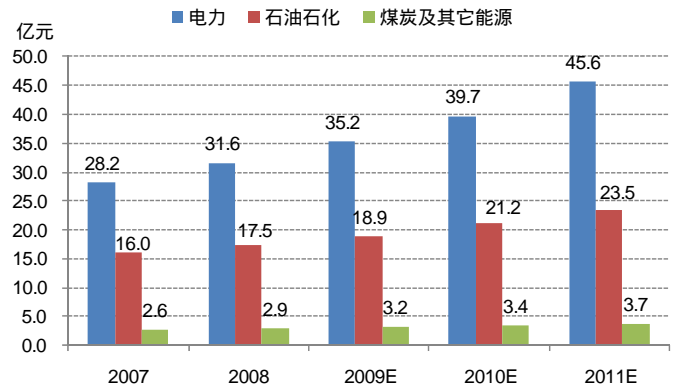
- 能源行业的 IT 服务需求将随工业化进程进一步升级，带来广阔市场。
 - ◆ 随着我国两化融合加速，能源行业对 IT 的需求将进一步升级。信息化也已经从数字化、网络化向智能化推进，有效支撑了能源行业的发展。工业化加速必将带动信息化投资，带来 IT 服务的广阔市场。
 - ◆ 在电力行业，国家电网的 SG186 项目开始进入高峰期，南方电网及五大发电集团信息化日益深入，而且未来的智能电网带来长期 IT 投资，相关 IT 服务市场规模巨大。石油石化及煤炭等行业的 IT 需求也在不断扩大。
 - ◆ 太极股份为电力用户提供财务管理、客户关系管理、商业智能等产品。目前主要用户包括华电国际、华北电网、青岛发电厂等。在华北电力 IT 服务市场已积累众多成功案例，客户忠诚度较高。

图表18：行业信息化伴随工业化将进一步升级



来源：赛迪顾问，国金证券研究所

图表19：我国能源 IT 服务市场规模



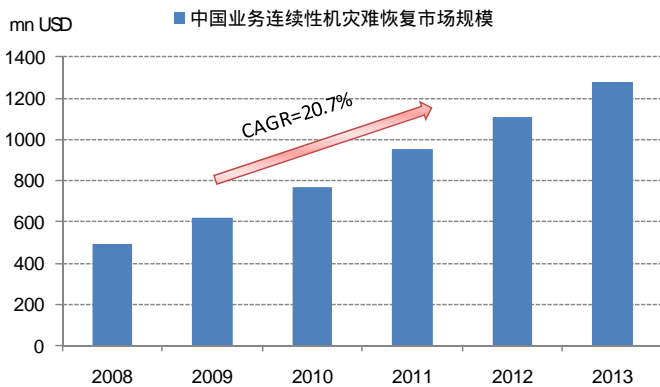
■ 公共安全应急系统是公司具有绝对优势的解决方案。

- ◆ 2003 年非典、2008 年雪灾及汶川地震、2009 年猪流感等事件让公共安全应急显得格外重要，政府正努力建立有效、迅速的公共安全应急机制。
- ◆ 据计世资讯统计，2005 年国家拨款 1.5 亿进行国家应急系统的研究，2006 年我国各类应急指挥系统的总投入达 10.2 亿元，2007 年及未来三年中央财政计划建设国家应急体系一期工程。未来 5 年我国应急系统投资额将超过 100 亿元。
- ◆ 太极股份拥有我国最先进的公共安全应急系统 IT 解决方案，是国家应急平台的总集成商。公司开发的突发公共卫生事件应急系统还获得“核高基”项目支持。

■ 灾备中心及数据中心将迎来高速发展阶段。

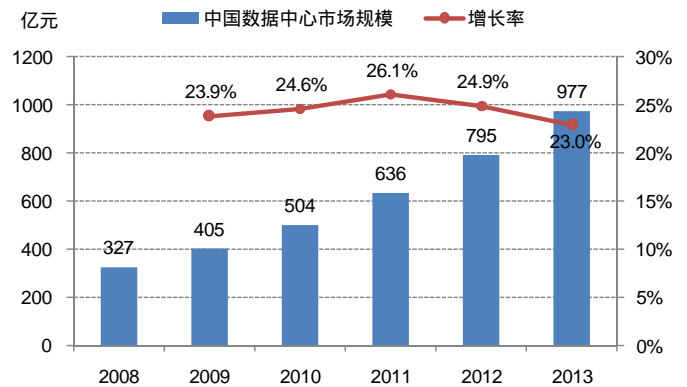
- ◆ 数据存储及容灾备份已成为企业 IT 架构中最关键的部分之一。根据 IDC 报告，我国灾备市场已进入快速发展阶段，2008 年市场规模达到 4.8 亿美元，未来几年复合增长率将达到 20.7%。
- ◆ 云计算兴起将促使各大企业按照云架构标准重构其数据中心，各大提供云计算的 IT 厂商也将建立自己的据中心。根据赛迪顾问数据，未来几年我国数据中心的规模将每年增长 25%左右。
- ◆ 太极股份主要从事灾备中心和数据中心的机房工程总包业务，以及相关管理软件系统。公司是机房行业多项国家标准和行业标准的主编或参编单位，是国内电子机房行业的领军企业。目前的成功案例包括中国人保的南方灾备中心、央行的清算中心机房等。

图表20：中国灾备市场快速增长



来源：IDC，赛迪顾问，国金证券研究所

图表21：中国数据中心市场高速扩张



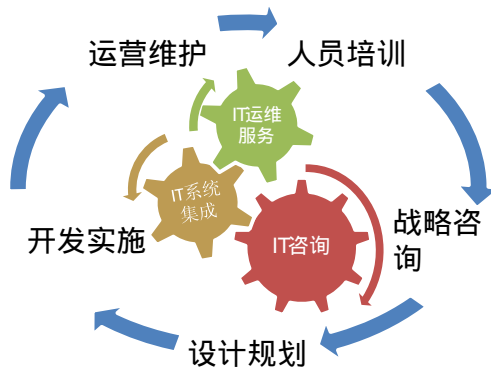
全面的 IT 服务体系构造一体化竞争优势

- 公司业务覆盖了 IT 咨询、IT 系统集成、IT 运维服务等整个 IT 服务体系，构建了一体化竞争优势。
 - ◆ 政府和企业系统集成项目中越来越多地采用总承包的方式，以减少信息系统实施参与度，从而降低其协调成本，因此，具有完整 IT 服务体系的厂商将拥有较大竞争力。
 - ◆ 在项目实施中，公司内部完整的服务链将发挥协同效应，有效降低成本，这也进一步提升了公司的竞争力。

优秀的创新能力及人才优势

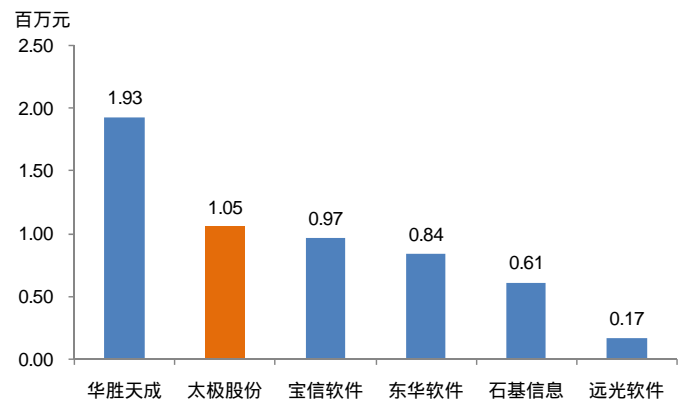
- 公司的创新能力较强。截止目前，公司已拥有 121 项计算机软件著作权，已有 74 个产品办理了软件产品登记，是国家规划布局内重点软件企业。
- 公司人才积累和知识积累深厚。目前拥有国内较多的 Oracle 认证专家（OCP）和国际认证项目管理专家（PMP），人均产能在系统集成领域处于前列。而且随着金融危机中一些国际 IT 巨头裁员及并购等原因，一些 IT 专家团队跳槽至太极股份，使人才储备进一步得到充实。

图表22：太极股份完整的 IT 服务体系



来源：招股意向书，国金证券研究所

图表23：人均产能在系统集成领域处于前列

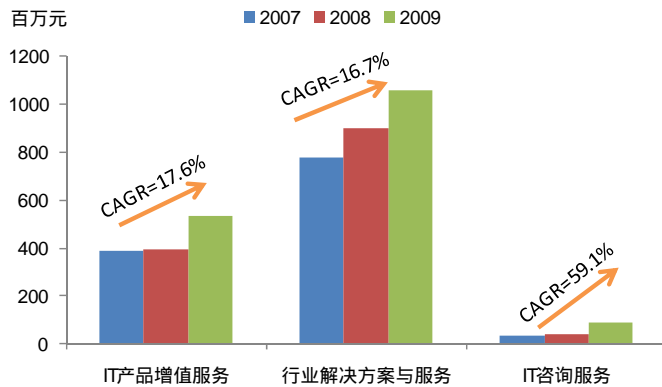


财务分析

营业收入稳定增长，IT 咨询比重持续扩大

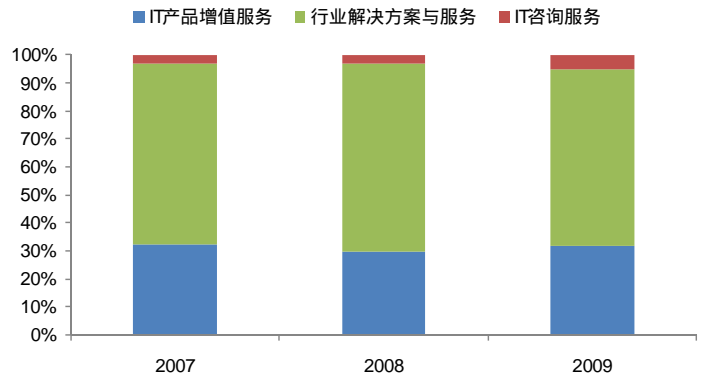
- 公司营业收入稳定增长，08、09 收入增长率分别达到 11%和 26%，其中 IT 咨询复合增长率达到 59.1%。随着 IT 咨询的高速增长，其所占收入比重持续扩大，将是公司未来发展的重点。

图表24：产品收入规模及增速



来源：招股意向书，国金证券研究所

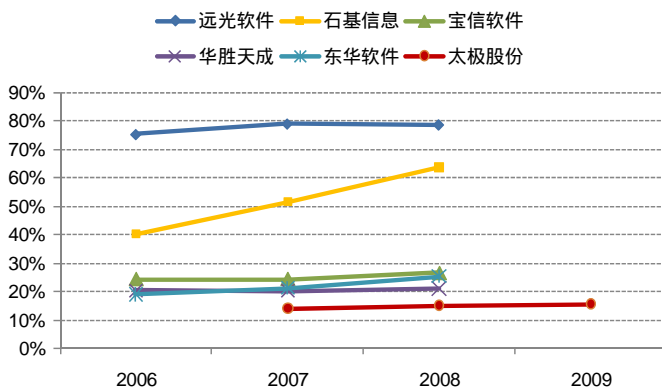
图表25：收入结构变化趋势



综合毛利率较低，但净资产收益率较高

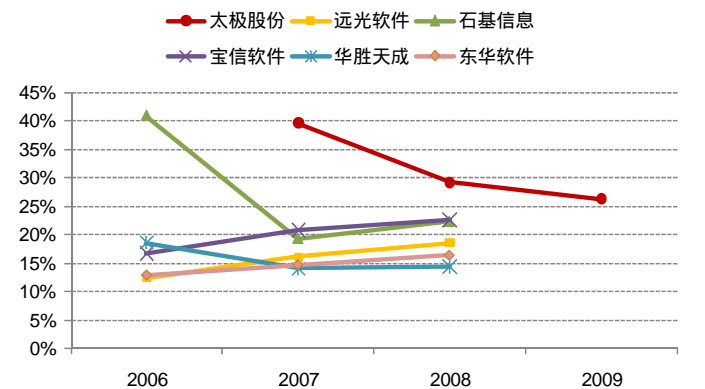
- 公司综合毛利率近三年持续上升，但仍处于行业内较低水平。主要原因是IT增值服务毛利率较低且占收比较高，拉低了整体毛利率。公司2009年IT咨询、行业解决方案和IT产品增值服务的毛利率分别为55.33%、17.64%和4.98%，均不低于各自领域行业平均水平。
- 公司净资产收益率处于行业内较高水平，显示出较强的盈利能力。净资产收益率下滑的原因是近两年净利润增速较低（分别为-11.4%和21.8%），而净资产增速较快（分别为40.1%和67.2%）。

图表26：毛利率处于行业内较低水平



来源：招股意向书，国金证券研究所

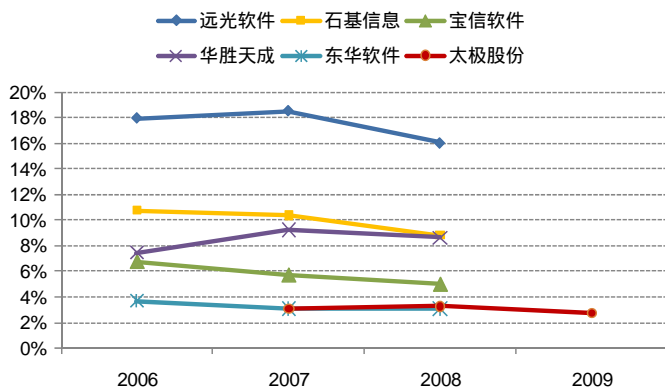
图表27：净资产收益率处于行业内较高水平



费用率控制良好

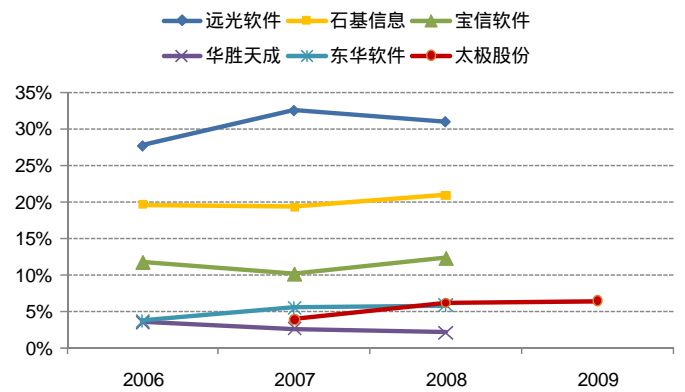
- 公司营业费用率及管理费用率均控制良好，处于行业内较低水平。管理费用率2008年增幅较大，主要是2007年管理费用因会计政策变更冲减1022万，基数较低。2009年管理费用率略有上升，主要是新招了一批员工，使人工费用增加。

图表28：营业费用率处于行业内较低水平



来源：招股意向书，国金证券研究所

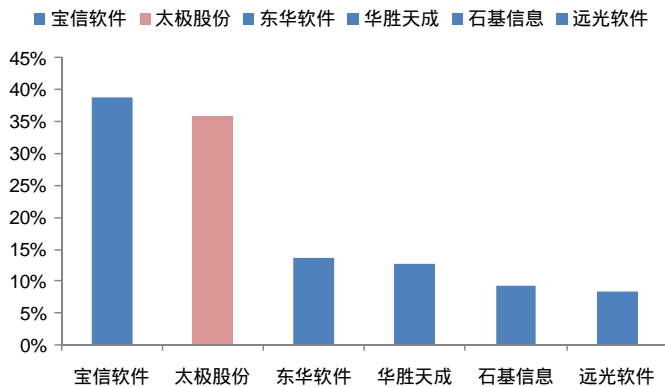
图表29：管理费用率处于行业内较低水平



应收账款较多，但坏账可能较低

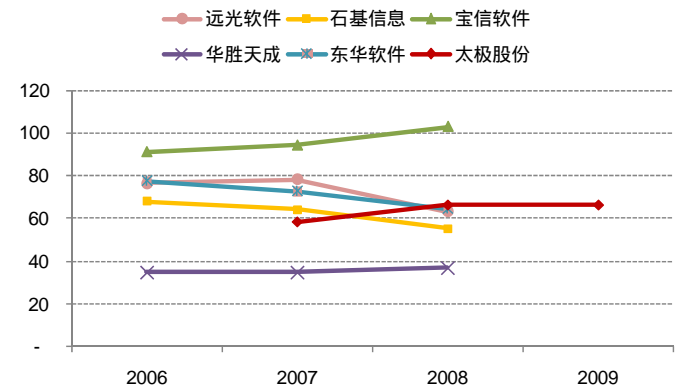
- 公司应收账款较多，占总资产比重一直维持在 35%左右，在行业内处于较高水平。但公司应收账款主要来源为国家政府机关、大型事业单位等，坏账可能较低。另外，尽管应收账款较多，但公司应收账款周转天数仍处于行业内较低水平。

图表30：应收账款占总资产比重较大



来源：招股意向书，国金证券研究所

图表31：应收账款周转天数处于行业较低水平



募投项目分析

募集资金有利于公司扩大战略性行业及战略性业务

- 本次预计募集资金 2.81 亿元，5 个募投项目涵盖了公司所聚焦的战略行业及战略业务，对公司未来发展具有重要意义。
- 公司预计项目全部投产后，年均新增收入 2.7 亿元，新增税后利润 7991 万元。

图表32：募投项目分析

(百万元) 项目名称	达产后效益分析				
	投资总额	年均销售收入	年均税后净利润	内部收益率	静态投资回收期
突发公共事件应急平台	60.31	55.43	16.81	20.43%	4.20年
电子政务应用支撑平台	59.92	58.09	17.10	20.80%	4.19年
新一代数据中心综合管理系统	56.84	62.21	15.73	20.11%	4.16年
电力生产运行监控系统	53.38	54.14	15.41	20.17%	4.27年
新一代银行综合业务系统	50.22	40.00	14.86	21.80%	4.13年
合计	280.67	269.87	79.91		

来源：招股意向书，国金证券研究所

盈利预测及估值

盈利预测

■ 收入预测

- ◆ IT 咨询服务未来 3 年收入增长率分别为 40%、38%和 35%。主要基于：1) 近 3 年复合增速达 59.1%；2) IT 咨询市场前景广阔，行业发展较快；3) 基数较低，目前仅 4200 万元；4) 管理层强调未来发展的重点是 IT 咨询服务，要以此带动其他业务；5) 上市的品牌效应带动；6) 随着基数增大以及市占率提高，增速将逐渐放缓。
- ◆ 行业解决方案未来 3 年收入增长率分别为 30%、28%和 25%。主要基于：1) 政府 IT 投资将在 2010 年迎来高峰；2) 公司战略业务公共安全应急系统、灾备中心和数据中心未来需求强劲；3) 行业增速平均可达 20%左右，主要可比公司（华胜天成、东华软件等）过去三年平均增速约为 28%，而公司在行业内有较大竞争优势，加上上市效应，应该可以取得略高的收入增速；4) 随着政府刺激计划逐步结束，公司收入增长率将逐渐趋近于行业均值。
- ◆ IT 产品增值服务未来 3 年收入增长率分别为 18%、15%和 12%。主要基于：1) 近 3 年复合增长率约 17.6%；2) 该业务毛利率过低且逐步下滑，仅为 5%左右，未来在公司业务结构中的占比将会缩小。

■ 毛利率预测

- ◆ IT 咨询服务毛利率将下滑。公司 IT 咨询的毛利率为 55%，远高于业内平均约 40%的毛利率。在未来抢占市场扩大业务过程中，必将面临激烈竞争而导致毛利率下滑，最终获得略高于行业均值的毛利率水平。
- ◆ 行业解决方案毛利率将略微上升。未来公司行业解决方案将更多依赖 IT 咨询，而非依靠软硬件产品的渠道优势。随着 IT 咨询扩张，行业解决方案将随之受益。
- ◆ IT 增值服务毛利率将下滑。IT 增值服务目前已经是成熟和高度竞争的市场，近年来行业门槛不断降低，行业毛利率不断降低。另外，政府的此类业务也越来越采用公开招标方式，公司定价空间缩小。
- ◆ 综合毛利率将上升。由于 IT 咨询业务毛利率较高，其迅速扩张将带动整体毛利率上升。

■ 费用率预测

- ◆ 考虑到公司 IT 咨询业务未来快速扩张的战略，以及公司向非政府领域扩张的压力，我们预计公司营业费用率将略有上调。
- ◆ 考虑到上市后预期的人员扩张，我们预计公司销售费用率将略有上调。

- 我们预测公司在 2010-2012 年将实现净利润 0.93 亿、1.22 亿和 1.51 亿元，分别增长 51.34%、31.46%和 23.48%，按上市后总股本计算 EPS 分别为 0.942 元、1.239 元和 1.530 元。

图表33：收入预测

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
IT咨询服务	87	122	169	228
增长率	110.2%	40.0%	38.0%	35.0%
毛利率	55.3%	51.0%	49.0%	47.0%
行业解决方案与服务	1,059	1,377	1,762	2,202
增长率	17.9%	30.0%	28.0%	25.0%
毛利率	17.6%	18.0%	18.5%	19.0%
IT产品增值服务	534	630	725	812
增长率	35.6%	18.0%	15.0%	12.0%
毛利率	5.0%	4.8%	4.6%	4.4%
总收入	1,680	2,129	2,655	3,242
增长率	26.0%	26.7%	24.7%	22.1%
毛利率	15.57%	15.99%	16.58%	17.17%

来源：招股意向书，国金证券研究所

公司估值

■ 相对估值

- ◆ 参考可比系统集成及行业信息化公司的平均市盈率，我们给出太极股份 33.7 倍的 2010 年市盈率，对应股价 31.75 元。

图表34：相对估值

股票名称	股票代码	股价 (2010.3.5)	销售额			EPS			PE	
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2009E	2010E
A股										
华胜天成	600410.SH	CNY 17.50	2945.44	3283.08	3900.22	0.4823	0.4911	0.6049	35.6x	28.9x
东华软件	002065.SZ	CNY 25.20	1158.92	1584.43	2115.18	0.6257	0.5804	0.7965	43.4x	31.6x
宝信软件	600845.SH	CNY 32.72	2146.81	2383.24	2793.25	0.6913	0.8433	1.0372	38.8x	31.5x
远光软件	002063.SZ	CNY 24.21	213.94	279.11	354.73	0.6738	0.4683	0.6374	51.7x	38.0x
石基信息	002153.SZ	CNY 39.42	442.73	499.13	619.37	1.2698	0.8004	1.0269	49.3x	38.4x
平均			1381.57	1605.80	1956.55	0.7486	0.6367	0.8206	43.8x	33.7x
H股										
神州数码	861.HK	HKD 13.68	35243.77	42326.34	49608.57	0.43	0.67	0.766	20.4x	17.9x
美股										
亚信科技	AISA.US	USD 28.03	175.54	249.34	324.827	0.4	0.77	1.307	36.4x	21.4x
太极股份	002368.SZ	CNY 31.75	1333.41	1680.22	2113.28	0.4709	0.6949	0.9422		33.7x

注：以上港股货币单位为港元，美股货币单位为美元，销售额单位为百万。

来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

■ 绝对估值

- 参考 WACC 估值方法，假设业绩永续增长率为 4%、资金成本 12.3% 的前提下，公司合理价值 39.78 元，相当于 2010 年 42.2 倍市盈率。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,197	1,333	1,680	2,129	2,655	3,242
增长率		11.4%	26.0%	26.7%	24.7%	22.1%
主营业务成本	-1,028	-1,133	-1,419	-1,788	-2,215	-2,685
% 销售收入	85.8%	84.9%	84.4%	84.0%	83.4%	82.8%
毛利	169	201	262	340	440	557
% 销售收入	14.2%	15.1%	15.6%	16.0%	16.6%	17.2%
营业税金及附加	-17	-22	-24	-31	-39	-47
% 销售收入	1.5%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-37	-44	-46	-64	-85	-113
% 销售收入	3.1%	3.3%	2.8%	3.0%	3.2%	3.5%
管理费用	-48	-83	-109	-145	-186	-233
% 销售收入	4.0%	6.2%	6.5%	6.8%	7.0%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	67	52	81	101	131	163
% 销售收入	5.6%	3.9%	4.8%	4.7%	4.9%	5.0%
财务费用	-3	-1	-1	9	13	15
% 销售收入	0.3%	0.0%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-12	-8	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	-1	0	0	0	0
% 税前利润	14.7%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	61	42	72	109	144	178
营业利润率	5.1%	3.1%	4.3%	5.1%	5.4%	5.5%
营业外收支	3	12	1	1	1	1
税前利润	64	54	73	111	145	179
利润率	5.3%	4.1%	4.4%	5.2%	5.5%	5.5%
所得税	-6	-5	-11	-17	-23	-28
所得税率	9.5%	10.1%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
净利润	58	49	62	93	123	151
少数股东损益	1	-2	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	57	50	62	93	122	151
净利率	4.8%	3.8%	3.7%	4.4%	4.6%	4.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	58	49	62	93	123	151
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	17	13	3	3	3
非经营收益	-6	-8	2	-1	-1	-1
营运资金变动	66	26	65	4	58	65
经营活动现金净流	138	85	142	99	183	218
资本开支	-4	-4	-6	1	1	1
投资	-3	-1	0	0	0	0
其他	9	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	2	-5	-6	1	1	1
股权募资	0	0	0	576	0	0
债权募资	0	0	0	-14	0	0
其他	-25	-23	-1	0	0	0
筹资活动现金净流	-25	-23	-1	562	0	0
现金净流量	115	56	136	662	184	219

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	247	304	442	1,104	1,288	1,507
应收款项	266	321	422	500	624	762
存货	23	16	15	20	25	30
其他流动资产	58	42	26	33	40	49
流动资产	595	684	905	1,656	1,977	2,348
% 总资产	93.7%	93.8%	95.3%	97.5%	98.1%	98.5%
长期投资	4	13	13	13	13	13
固定资产	12	12	15	11	8	5
% 总资产	1.9%	1.7%	1.5%	0.7%	0.4%	0.2%
无形资产	20	14	13	13	13	13
非流动资产	40	45	45	42	38	35
% 总资产	6.3%	6.2%	4.7%	2.5%	1.9%	1.5%
资产总计	634	729	950	1,698	2,015	2,383
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	439	502	658	744	926	1,129
其他流动负债	34	40	42	49	61	75
流动负债	472	542	700	793	987	1,203
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	12	14	0	0	0
负债	487	554	714	793	987	1,203
普通股股东权益	144	173	234	903	1,026	1,177
少数股东权益	3	2	2	2	2	3
负债股东权益合计	634	729	950	1,698	2,015	2,383

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.773	0.684	0.833	1.261	1.658	2.048
每股净资产	1.952	2.343	3.176	9.142	10.381	11.911
每股经营现金净流	1.864	1.146	1.926	1.003	1.851	2.206
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	39.58%	29.20%	26.24%	10.31%	11.93%	12.84%
总资产收益率	8.99%	6.93%	6.47%	5.48%	6.07%	6.34%
投入资本收益率	41.29%	26.63%	29.10%	9.39%	10.74%	11.64%
增长率						
主营业务收入增长率	43.71%	11.39%	26.01%	26.70%	24.73%	22.09%
EBIT增长率	140.76%	-23.09%	57.58%	23.66%	29.81%	24.33%
净利润增长率	309.00%	-11.44%	21.82%	51.34%	31.46%	23.48%
总资产增长率	10.56%	14.85%	30.39%	78.74%	18.67%	18.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.1	66.3	66.3	66.3	66.3	66.3
存货周转天数	14.3	6.3	4.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转天数	36.8	40.8	41.5	36.0	36.0	36.0
固定资产周转天数	3.5	3.3	3.2	1.9	1.1	0.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-167.8%	-174.40%	-186.9%	-121.9%	-125.3%	-127.8%
EBIT利息保障倍数	20.6	79.1	116.2	-11.9	-9.9	-10.6
资产负债率	76.77%	76.04%	75.13%	46.69%	48.99%	50.51%

来源：招股意向书、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
 目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
 询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。