

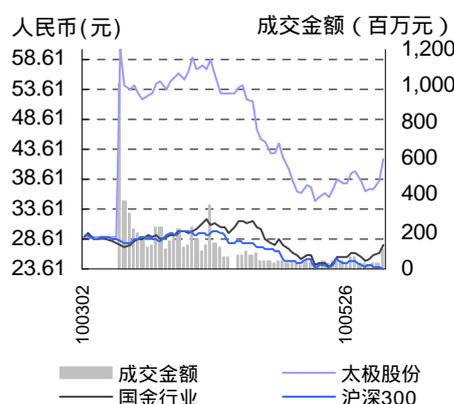
市价(人民币)：41.84元

目标(人民币)：45.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	20.00
总市值(百万元)	4,133.34
年内股价最高最低(元)	60.21/29.00
沪深 300 指数	2695.72
中小板指数	5745.01



相关报告

1. 《IT 服务行业的国家队员》，2010.3.8

陈运红 分析师 SAC 执业编号：S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

程兵 分析师 SAC 执业编号：S1130208120262
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

易欢欢 联系人
(8621)61038288
yihh@gjzq.com.cn

IT 咨询提升价值，外延发展增长业绩；

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股盈利(元)	0.511	0.623	0.990	1.329	1.680
净利润增长率	-11.44%	21.82%	59.01%	34.27%	26.38%
市盈率(倍)	71.22	58.46	36.77	27.38	21.67
市场优化平均市盈率(倍)	15.55	29.70	29.70	29.70	29.70
净资产收益率	29.20%	26.24%	10.77%	12.64%	13.77%
每股净资产(元)	2.34	3.18	9.19	10.52	12.20
发行股数(百万股)	98.78	98.78	98.78	98.78	98.78

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司正由系统集成向 IT 服务转型,提高升公司整体利润率:**公司收入规模大,净利率提升是整个行业面临的问题;从软件向咨询以及其他业务的转型是国内外行业发展趋势,具有较高行业门槛,公司抓住机遇转型,咨询业务每年以 100%递增,毛利率达 58%远高于公司整体毛利率;
- **公司所处行业增速快,资质齐全,客户美誉度高:**软件行业随着新 18 号文的颁布将持续长期增长并成为实现产业升级和经济转型的重要支撑领域;公司在政府、金融、能源有建立良好的客户关系,提供战略性解决方案并拥有行业内最全的资质;
- **应急响应系统和建筑节能是公司战略性的解决方案:**应急响应系统是咨询、软件开发、系统集成、IT 运维结合最好的战略性解决方案,建筑节能事业部市场空间大、是公司优势领域通过战略性解决方案的实施,走上协同发展之路
- **公司随着新股东的加入、上市,改善机制进入高速发展的阶段:**公司经历过三次大转型;注资之后,公司不断改善机制;控股股东意图打造“IT 服务行业国家队”、实现冲五十亿级 IT 企业目标;人大金仓的收购将构成长期利好;

投资建议

- 我们认为 IT 服务行业的增长需求具有可持续性,看好提供从咨询、软件开发、系统集成、运维方案的公司,因此具有最完整方案的太极股份将获得行业较大发展机会。

估值

- 我们预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.990 元、1.329 元和 1.680 元,综合相对估值以及绝对估值,我们认为公司 3-6 个月合理目标价为 45 元,其中未考虑人大金仓的收购带来的业绩增厚、业务协同以及核高级利好。

风险

- 公司面临政府依赖度过高的风险,市场竞争加剧的风险,人员流失的风险。

内容目录

公司由系统集成向 IT 服务转型，提高升公司整体利润率	4
公司收入规模大，净利率提升还有较大空间	4
从软件向咨询以及其他业务的转型是国外行业发展趋势	4
IT 咨询业务是国内行业大势所趋，同时具有较高行业门槛.....	5
太极抓住机遇转型，咨询业务以 100%增速递增	6
公司所处行业增速快，资质齐全，客户美誉度高：	8
软件行业随着新 18 号文的颁布将持续长期增长并成为实现产业升级和经济 转型的重要支撑领域	8
公司在政府、金融、能源有建立良好的客户关系，提供战略性解决方案	8
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	9
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	10
公司资质最全	10
应急响应系统和建筑节能是公司战略性的解决方案	12
建筑节能事业部市场空间大、是公司优势领域，未来收入增长点	13
通过战略性解决方案的实施，走上协同发展之路。	15
公司随着新股东的加入、上市，改善机制进入高速发展的阶段	16
公司有着光辉的发展历史，经历过三次大转型	16
重新注资之后，公司改善机制走入高速发展阶段	16
人大金仓的收购将构成长期利好	17
竞争性分析	18
财务分析	20
营业收入稳定增长，IT 咨询比重持续扩大	20
综合毛利率较低，但净资产收益率较高	20
费用率控制良好	20
应收账款较多，但坏账可能较低	21
盈利预测与估值	22
盈利预测	22
估值	23
风险：	24
附录：三张报表预测摘要	25

图表目录

图表 1：公司收入行业解决方案占比最大	4
图表 2：行业平均利润率偏低	4
图表 3：IT 咨询市场增速远高于系统集成	5

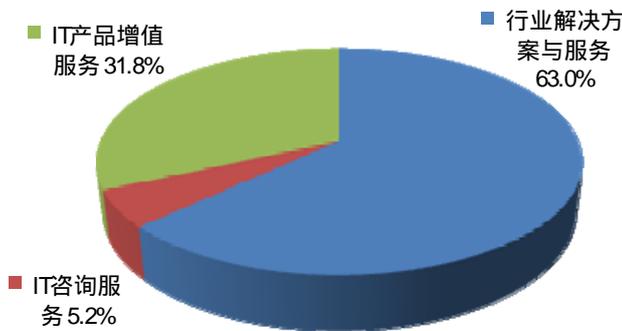
图表 4：IT 咨询的毛利率远高于系统集成.....	5
图表 5：咨询业务总收入占比少，利润占比高.....	6
图表 6：我国 IT 服务行业主要厂商.....	7
图表 7：企业选择 IT 服务商的考虑因素.....	7
图表 8：中国软件产业增速.....	8
图表 9：软件行业：国际基础性、战略性、支持性产业.....	8
图表 10：各行业 IT 投入以及增速.....	8
图表 11：公司三大行业占比较大.....	8
图表 12：政府及公共部门 IT 服务市场规模.....	9
图表 13：从制高点“自上而下”的推广模式.....	9
图表 14：国家机关 IT 支出持续扩大.....	9
图表 15：金字工程投资额每年递增.....	9
图表 16：公司具有行业内最全资质.....	10
图表 17：应急响应系统框架图.....	13
图表 18：建筑智能市场规模每年 20%以上增长.....	14
图表 19：公司提供全生命周期服务方案.....	15
图表 20：业务协同后的高速成长.....	15
图表 21：大型项目数目增多.....	15
图表 22：各业务板块增长情况.....	15
图表 23：公司合理的股权结构有利于激励员工.....	16
图表 24：公司的三个发展阶段.....	16
图表 25：公司力图成为中国最优秀的 IT 服务提供商.....	19
图表 26：未来三年公司发展战略.....	19
图表 27：人均产能在系统集成领域处于前列.....	19
图表 28：产品收入规模及增速.....	20
图表 29：收入结构变化趋势.....	20
图表 30：毛利率处于行业内较低水平.....	20
图表 31：净资产收益率处于行业内较高水平.....	20
图表 32：营业费用率处于行业内较低水平.....	21
图表 33：管理费用率处于行业内较低水平.....	21
图表 34：应收账款占总资产比重较大.....	21
图表 35：应收账款周转天数处于行业较低水平.....	21
图表 36：销售预测.....	23
图表 37：相对估值.....	24
图表 38：绝对估值.....	24

公司由系统集成向 IT 服务转型，提高升公司整体利润率

公司收入规模大，净利率提升还有较大空间

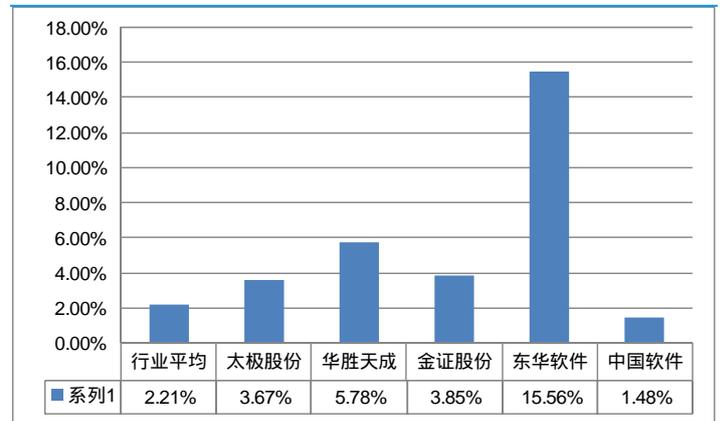
- 2009 年，太极计算机实现营业收入 16.8 亿元，其中行业解决方案与服务占比 63.02%，IT 产品增值服务占比 31.78%，IT 咨询服务占比 5.20%，IT 前五大客户收入占比为 21.28%，分别来自电信、政府、金融、大型企业等不同单位，然而净利润为 6150 万元，净利率较低，未来提升空间大。
- 公司行业行业解决方案与服务以及 IT 产品增值业务是公司长期以来发展的主业，在行业内有 IT 服务国家队之称；IT 咨询业务占比较少，是公司未来发展重点，预计近三年咨询收入每年增速将达到 100%，由于可以实现 58% 毛利率，有利于提升公司整体利润率。
 - 行业解决方案是基于成熟的方法论和知识库体系，以客户战略和业务为牵引，提供适应性的业务解决方案，帮助客户实现跃升发展；
 - IT 产品增值服务是将整合国内外合作伙伴产品资源，围绕平台级软件产品、主机系统、网络、存储等信息系统产品，提供产品咨询、销售、定制开发、系统维护、性能优化等增值服务；
 - IT 咨询是是依托技术专家队伍和行业经验，贴近客户，服务客户，实现信息产品与业务运行充分融合，让产品发挥最大价值。
- 收入规模大、利润率低，是整个系统集成行业面临的问题。整个行业仅不到 10% 的毛利率，2.21% 的净利率，相比同类型的中国软件、东华软件、华胜天成、金证股份等公司提供软件以及服务为主而非单一产品集成的企业净利率更高。
 - 系统集成行业的特点：第一未来以关系为中心的销售模式的变为以服务为中心的销售模式，系统集成方案的可替代性大；第二行业内厂家多、竞争激烈，价格战成为主流；三上下游企业议价能力大，利润空间越来越薄。

图表1：公司收入行业解决方案占比最大



来源：国金证券研究所

图表2：行业平均利润率偏低



从软件向咨询以及其他业务的转型是国外行业发展趋势

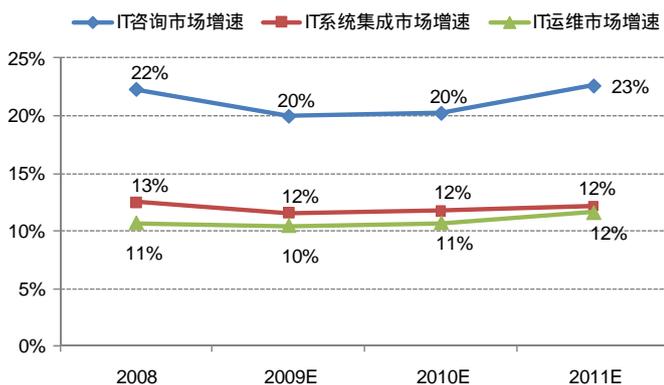
- IT 咨询又称“信息化咨询”，客户即包括企业又包括政府、公共事业单位。它是指以先进的管理理念，应用先进的计算机网络技术去整合企业现有的生产、经营、设计、制造、管理，及时地为企业或政府的“三层决策”系统（战术层、战略层、决策层）提供准确而有效的数据信息，以便对需求做出迅速的反应，提高企业的核心竞争力。
 - IT 咨询的具体内容包括：管理提升、业务流程优化、信息化规划、信息化实施与持续改善等。

- IT 咨询服务是实施大型 IT 项目的先行工作，制定 IT 项目实施的思路和方法，属于 IT 服务的高端业务。掌握 IT 咨询服务，就掌握了 IT 服务的制高点。
- 经历过行业巨头纷纷转型 IT 服务企业，并获得巨大成功。巨头们纷纷转向 IT 服务企业的行为以及所取得的业绩充分证明了转型 IT 服务企业对提升 IT 公司价值的重要性。
 - 2002 年，IBM 出资 35 亿美元收购全球最大会计师事务所之一美国普华永道旗下咨询子公司 PWC，一举奠定了其在 IT 服务市场的领先优势，2009 年 IBM 目前的 IT 服务收入在其总收入中的比重已经达到 39%。
 - 2008 年，惠普也耗资 139 亿美元收购多元化信息技术服务性公司 EDS 进军 IT 服务，2009 财年惠普服务收入比重达到 29%，服务收入同比 2008 年增长 10%左右。
 - 2009 年 9 月 21 日，戴尔以 39 亿美元将 IT 服务商佩罗系统揽入怀中。10 月 12 日，戴尔又通过佩罗曲线收购了中国规模最大的外资管理咨询公司毕博中国。

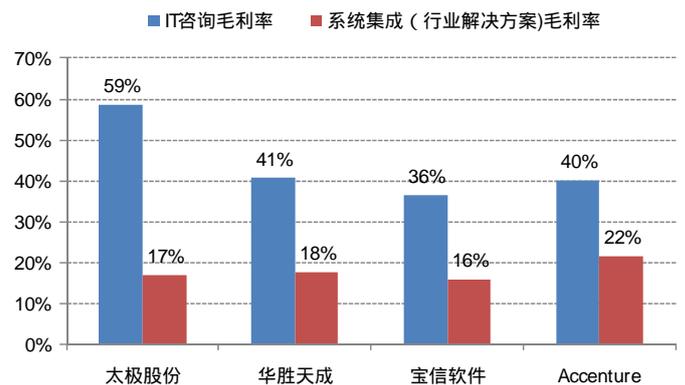
IT 咨询业务是国内行业大势所趋，同时具有较高行业门槛

- 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。
 - 其三 IT 咨询年复合增长率超过 70%。随着我国信息化改造领域不断拓展，项目技术含量不断增加，周期越来越长，复杂程度越来越高，客观上客户对项目的咨询与设计、总包管理、工程监理、运维管理和测评等 IT 咨询专业服务的需求大大增加。

图表3：IT 咨询市场增速远高于系统集成



图表4：IT 咨询的毛利率远高于系统集成



来源：赛迪顾问，公司年报，招股意向书,国金证券研究所

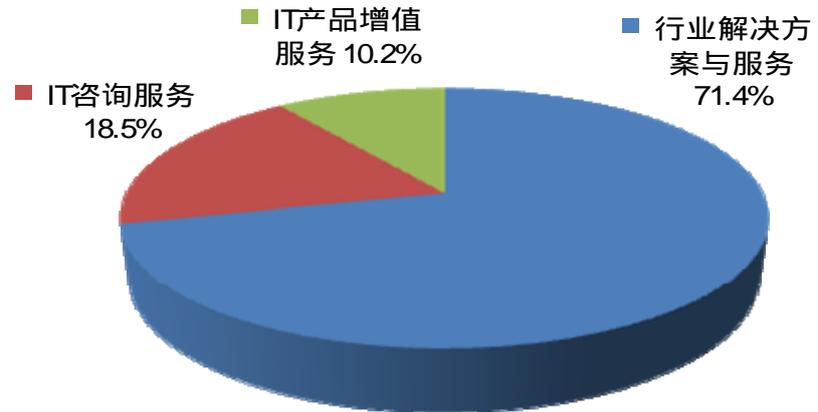
- 我国 IT 服务市场目前仍以国际巨头为主导，占领了大部分高端市场。但国内 IT 服务厂商的竞争力正在逐步提高：
 - 其一，技术差距逐步缩小。目前 IT 服务领域使用的技术（如数据库、中间件等）都相对成熟和稳定，国内 IT 服务商经过多年经验积累已可以驾轻就熟。而新技术方面，大家都在同一起跑线上。

- 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。行业专家、政府关系等

太极抓住机遇转型，咨询业务以 100%增速递增

- 太极目前的收入结构中，IT 咨询服务所占的比重只有 5%，而利润贡献却占了 18%，在今后的业务重点中咨询业务是重中之重，其增长和利润实现指标是考核重点，结果预计近年咨询业务 100%增长，由 09 年 6700 万元达到 10 年 1.34 亿元。
- 公司通过收购毕博中国部分咨询专家，实现咨询人才队伍的高中低端配置，通过行业专家担任的咨询项目经验赢得客户信任，同时通过培养本土人才降低成本，已经形成 100 多人的咨询团队。
- 2001 年，毕博进入中国市场，公司总部位于上海，在北京、大连设有分部，目前在中国主要有咨询业务已经到行业内第一。09 年底毕博破产之后，戴尔旗下信息技术服务供应商佩罗系统公司该公司将收购毕博管理咨询(上海)有限公司(以下简称“毕博”)。毕博此后将成为佩罗系统商业解决方案业务部门的一部分。然而在收购过程中，如政府、电力、能源等行业的专家团队被太极收购。

图表5：咨询业务总收入占比少，利润占比高

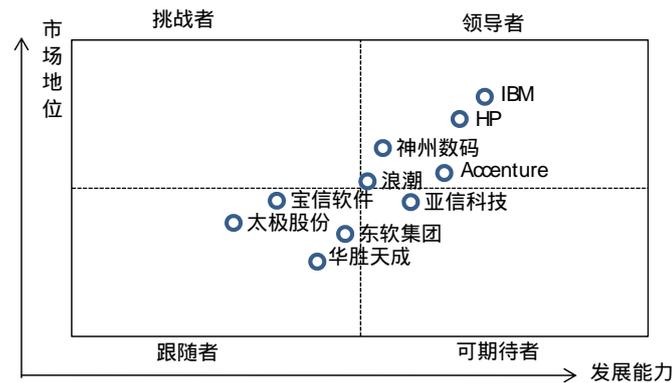


来源：招股说明书、国金证券研究所

- 一方面通过对现有的用户的深入挖掘，通过提供 IT 咨询等增值业务把扩大订单数量，另一方面通过 IT 咨询占领高端客户，后期提供完整的行业方案。
- 公司当前可以开展的 IT 咨询服务包括：信息化总体规划咨询，信息化工程项目立项与系统设计咨询，信息化工程总承包与集成管理，信息化工程第三方监理服务等。随着项目实施经验的不断积累，IT 咨询服务逐步由最初的中小客户、中小合同向大客户、大合同发展。2007 年签订的金额 100 万元以上项目为 9 个，2008 年增加为 18 个。
- 咨询业务提升利润率，IT 服务呈现向前端咨询和后期运维快速延展的趋势，这些业务表现出更高的毛利率和更加稳定的现金流入。近年来，公司在 IT 咨询和运维服务上高速增长。IT 咨询服务的销售收入从 2006 年的 2877 万提升到 2009 年 8740 万元的水平，年复合增长率超过 70%，IT 咨询服务的毛利率也达到 58%。

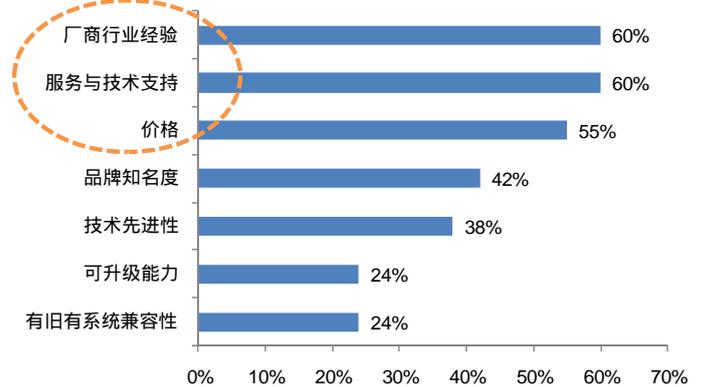
- 新十八号文即将颁布颁布，其中包含对咨询的政策支持。
 - 18号文自2000年6月出台后，近年6月底将达到其10年的有效期，新18号文即将颁布。其中软件增值税超过3%部分即征即退应该不会变化，但在收益领域有进一步延伸：从原有的软件、系统集成领域推进到软件服务、IT咨询、云计算、互联网数字内容、服务外包、电子商务等新的业态，公司将直接受益于咨询业务纳入政策支持范围。
- 公司所处行业为政府、电力、能源等国家重要命脉行业，在这行业中项目具有国家安全考虑的独特性，外资咨询、IT服务公司难以进入。同时这类客户都是太极原有软件以及系统集成客户，相对本土竞争对手更有优势。

图表6：我国IT服务行业主要厂商



来源：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



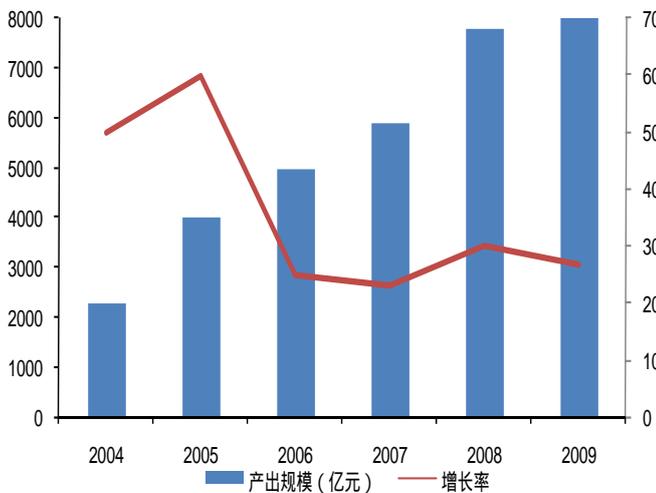
- 09年公司与江苏省电力公司签订了《江苏省电力公司资产全寿命周期项目辅导合同》，合同总金额为748.50万元
- 10年6月3日太极签订了中国石油天然气集团公司咨询合同，服务费接近1600万，公司担任项目的技术咨询和实施服务工作，内容包括开展应急平台的规划咨询设计，提供应用集成服务，协助甲方进行项目管理。

公司所处行业增速快，资质齐全，客户美誉度高：

软件行业随着新 18 号文的颁布将持续长期增长并成为实现产业升级和经济转型的重要支撑领域

- 原来 18 号文推出的十年中，我国软件服务业 2009 年业务收入为 9970 亿元，接近一万亿元，是 2000 年的 16 倍。2009 年软件出口额 196 亿美元，是 2000 年的 49 倍，我们认为新 18 号文随着新政策出台，新的税收政策以及财政支持，软件行业将维持长期高速增长，是行业整体机会。
- 公司收入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%。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。

图表8：中国软件产业增速

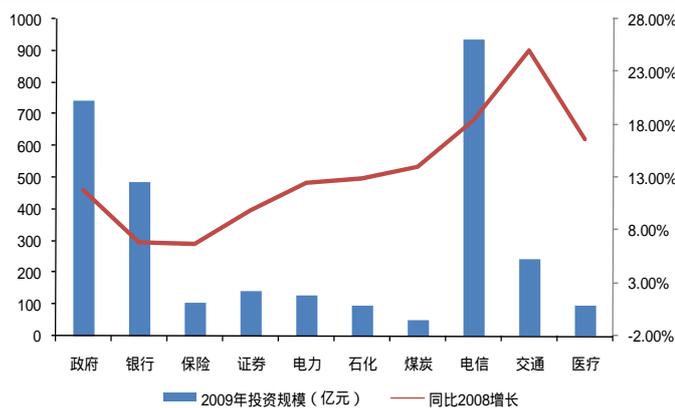


来源：国金证券研究所

图表9：软件行业：国际基础性、战略性、支持性产业

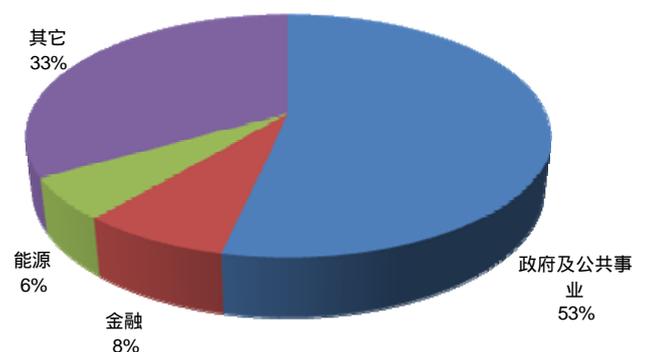


图表10：各行业 IT 投入以及增速



来源：IDC、计世资讯、国金证券研究所

图表11：公司三大行业占比较大



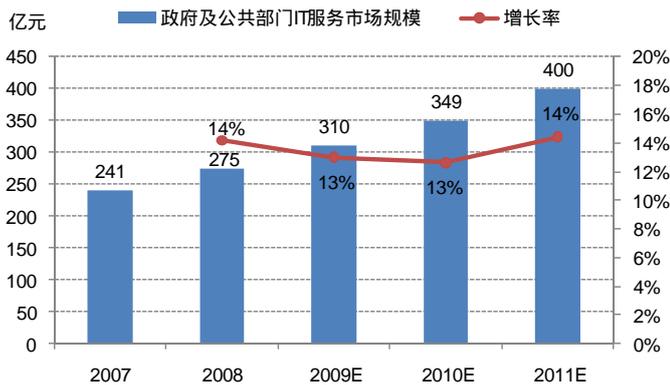
公司在政府、金融、能源有建立良好的客户关系，提供战略性解决方案

- 在业务发展过程中，本公司在政府、公共事业、金融、能源等行业市场上积累了大量的优质客户资源。本公司的主要客户包括国务院各部委、事业单位、电力企业、银行等客户，这些客户的订单金额较大，账款回收时间短、坏账率低，并且这些客户给予二次订单的合同续签率较高，具备较高的客户忠诚度，与本公司保持长期的合作关系。在进行市场开发时，

本公司获取大额订单的客户数量逐年快速增加，客户资源优势进一步得到巩固。

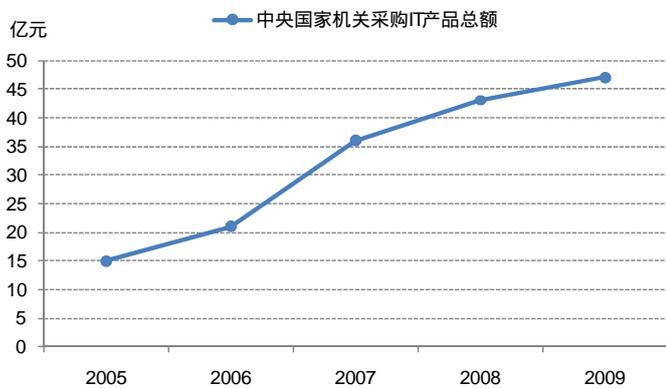
- 公司拥有国内最先进公共安全应急系统 IT 解决方案。公司已建设的公共安全应急系统包括中国疾控中心突发公共卫生事件应急系统，四川卫生厅抗震救灾卫生应急软件系统，云南省突发公共卫生事件应急指挥与决策系统，北京市交通委员会应急指挥调度系统。一般而言每个省部级公共安全应急系统的合同金额为硬件部分约 3000 万，软件部分约 1500 万。公司开发的突发公共安全应急系统还荣获国家核高基示范项目称号，获得核高基 1500 万专项资金支持。
- 2002 年国务院 17 号文件之后，我国重新规划了电子政务建设工作的重点，即“两网一站四库十二金”。“两网”是指政务内网和政务外网；“一站”是指政府门户网站；“四库”即建立人口、法人单位、空间地理和自然资源、宏观经济等四个基础数据库；“十二金”是要重点推进办公业务资源系统等 12 个业务系统，其中这些系统的建设按照最高的信息安全级别进行建设，形成系统性的信息安全政策以及信息安全方法。金字工程 IT 投资规模达到了 158.6 亿元，其中 35.6% 来自中央财政的统一经费，其投入 56.46 亿元，64.4% 来自地方财政的配套投入，其中太极承担金宏、金审、金农，中央政府内网、外网，太极股份通过建设金字工程，形成政府领域的核心产品，打造出适应信息化未来发展方向的行业队伍。

图表12：政府及公共部门IT服务市场规模



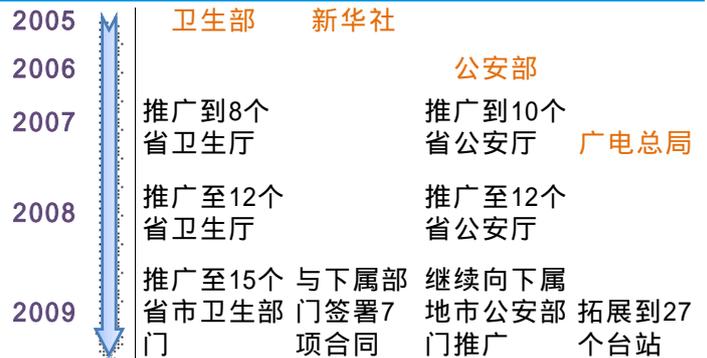
来源：国金证券研究所

图表14：国家机关IT支出持续扩大

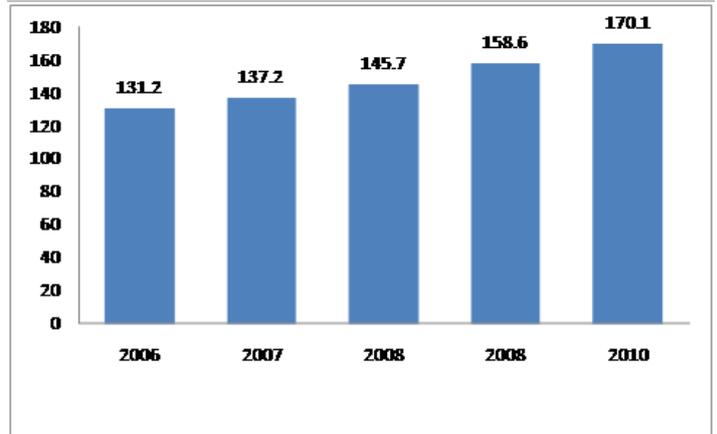


来源：中国信息化研究中心, 赛迪顾问, 国金证券研究所

图表13：从制高点“自上而下”的推广模式



图表15：金字工程投资额每年递增



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。

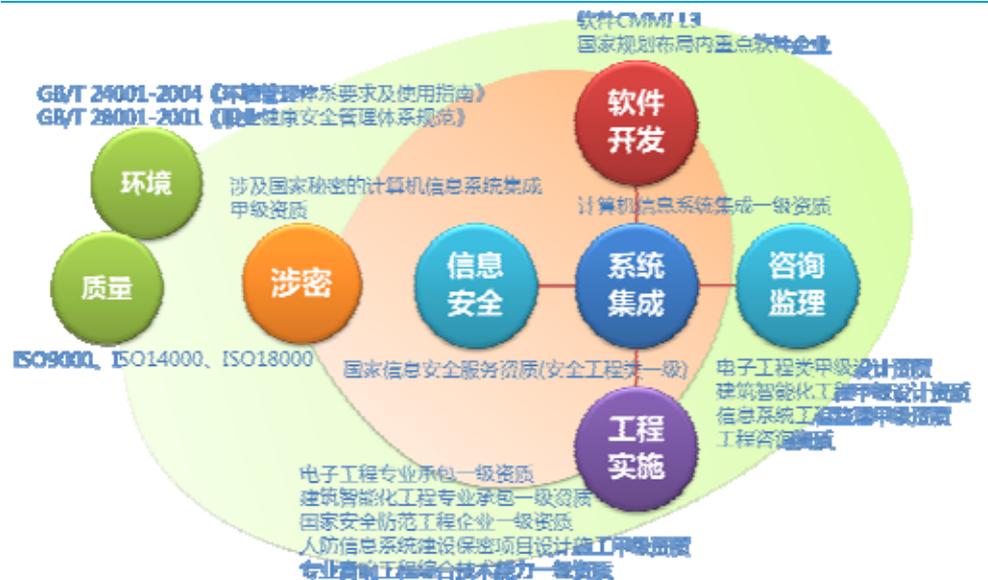
能源行业的 IT 服务需求将随工业化进程进一步升级，带来广阔市场

- 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。

公司资质最全

- 本公司已取得了包括系统设计、系统集成、涉密集成、信息安全服务、工程监理、安防工程等全面的业务资质。凭借综合技术实力，构建起规划、设计、软件开发、总承包管理、系统集成、基础设施建设、信息系统运行维护、工程监理等完善的 IT 服务体系，与同行业企业相比，本公司拥有全面的综合服务能力，属于国内市场上少数可以为用户提供一体化服务的 IT 服务企业。

图表16：公司具有行业内最全资质



来源：公司资料、国金证券研究所

- 公司是北京市科学技术委员会认定的高新技术企业和软件企业，也是国家规划布局内重点软件企业（2009 年度）；公司取得了计算机信息系统集成壹级资质，首批取得涉及国家秘密的计算机信息系统集成甲级资质，首批取得电子通信广电行业电子工程类（电子系统）甲级设计资质，首批取得建筑智能化系统工程设计专项甲级资质，首批取得电子工程专业承包壹级资质，首批取得安防工程企业壹级资质等，取

得建筑智能化工程专业承包壹级资质以及信息安全服务一级资质，并通过了国际软件能力成熟度模型 CMMI 三级认证。

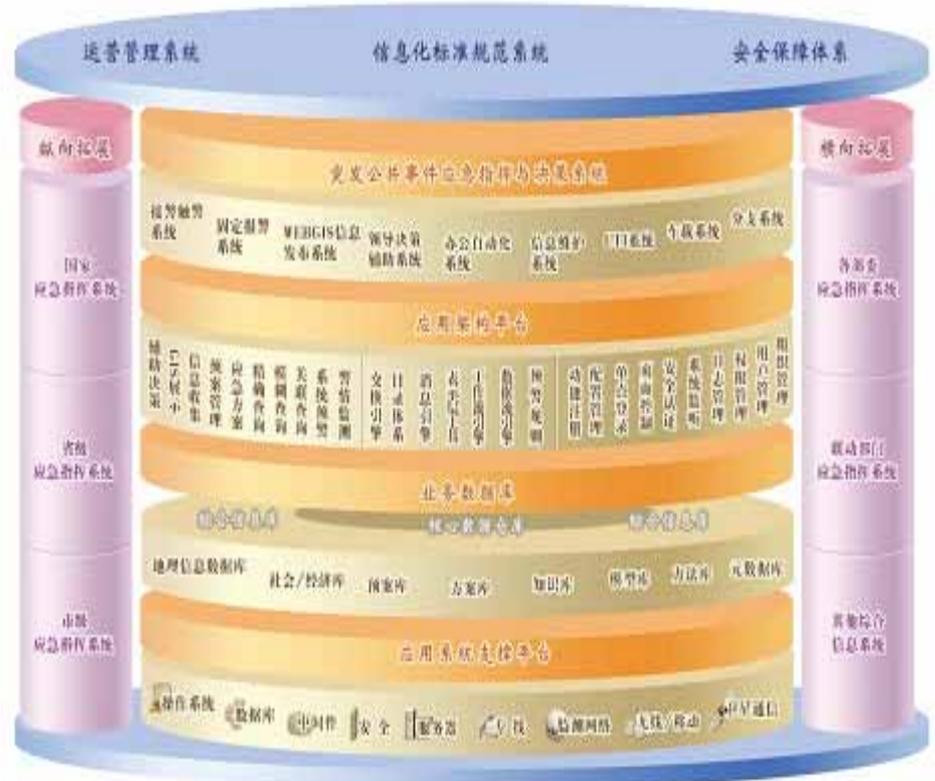
应急响应系统和建筑节能是公司战略性的解决方案

- 战略性解决方案符合几个标准：1) 必须是大型 IT 解决方案；2) 是各主要行业必须的 IT 解决方案；3) 可复制性强，在一个行业做的解决方案稍加定制就可以用于其他行业，成本并未大幅增加。按照这个标准，我们认为公司拥有几个重要的战略性解决方案。

应急响应系统是咨询、软件开发、系统集成、IT 运维结合最好的战略性解决方案

- 应急响应系统的产生具有强烈的时代背景。
 - 自美国“911”恐怖袭击之后，突发公共事件应急体系建设越来越受到国际社会的关注。爆发于 2003 年上半年的全球 SARS 危机，使我国政府应急体系建设尤显紧迫。近年来，我国发生的松花江水污染、高致病性禽流感等一系列重、特大突发公共事件进一步反映出我国应急管理和应急信息体系建设等方面存在的问题仍然十分突出。
 - 2006 年 1 月 8 日，国务院发布了《国家突发公共事件总体应急预案》，标志着政府应急工作进入了规范、快速发展的新阶段。突发公共事件应急平台在处理突发公共事件中起到越来越重要的作用，能够为应急指挥工作提供丰富的数字资料、趋势分析和指挥辅助决策工具，能够综合集成各类通讯手段和信息资源，大大提高应急指挥的效率。因此，国家及各级政府都对突发公共事件应急平台的建设给予了充分的重视。
- 突发公共事件应急平台市场空间极大。
 - 自“非典”以来，国家对于应急系统建设的投入逐年递增。据计世资讯统计，2005 年，国家拨款 1.5 个亿对于国家应急系统进行课题性的研究；2006 年，我国的各类应急指挥系统投入达到 10.2 亿元，年度增长率为 26.9%，是 IT 投资增长最快的系统之一。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。在国家应急体系建设的带动下，各级地方政府和部门也会陆续启动相应的应急系统建设。未来 5 年我国应急系统投资额将超过一百亿元。
- 太极股份应急系统的优势之一：公司凭借多年的积累，已经具备了突发公共事件应急体系建设的丰富经验，同时通过统一化平台的使用，实现快速复制。
 - 提供行业领先的产品：太极突发公共事件应急平台可以从业务流程、功能体系、系统结构、主要技术选型、系统性能、测试方法等方面为国内突发公共事件应急系统的建设提供良好的行业应用软件产品，并对应急业务的整合优化提供技术平台支撑，为未来几年国家进行应急体系的建设提供重要参考。
 - 拥有快速复制的基础性平台：公司通过多年提供信息技术应用服务的技术积累，开发了统一应用支撑平台“e-PlatForm”，“e-PlatForm”作为基础的应用支撑平台，可广泛应用于政府领域的各个业务系统中，基于该平台可灵活搭建面向不同用途的大型综合应用系统实现系统的快速复制能力。

图表17：应急响应系统框架图



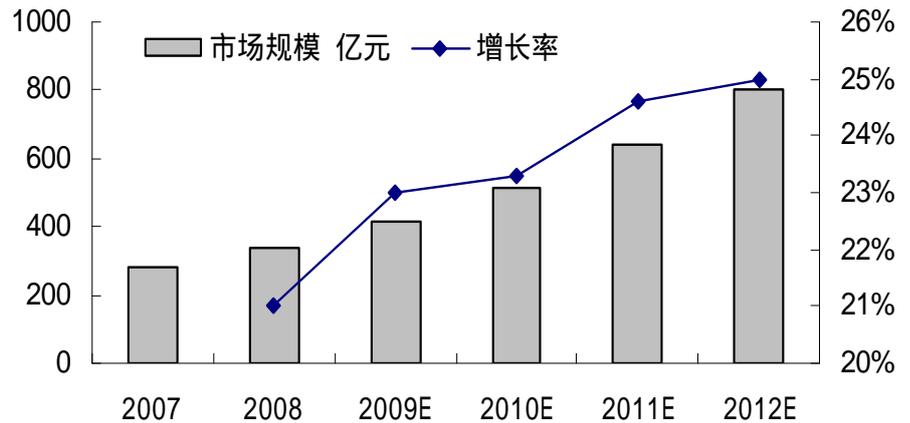
来源：公司资料、国金证券研究所

- **太极股份应急系统的优势之二：**公司建设了北京奥运工程、北京市、中石油等示范性的应急响应系统项目，并积极计入到标准的制定中。
 - 目前，政府应急系统建设还没有完全展开，只有北京、上海、海南等几个省市建设了应急指挥中心，国家应急指挥中心正在筹划建设之中。根据国家的指导意见，在未来几年，全国将会有 20 多个省、上百个市逐步进行应急指挥中心的建设。
 - 各级政府统一的应急信息体系建设，各级政府部门专业应急系统建设。以及相关社会机构的应急系统建设尚无统一标准，公司通过项目的承购积极介入相关领域的标准制定，通过示范性工程项目以及标准的推动加强公司在响应领域的竞争力。
- **太极股份应急系统的优势之三：**通过咨询、软件开发、系统集成、IT 运维的整体方案获得应急响应领域的最大份额，同时提升整体利润率。
 - 公司签订了中国石油应急平台咨询实施服务项目合同，服务费 1600 万，整个项目是中石油信息技术总体规划的重要项目，内容包括应急平台的规划咨询设计，提供应用集成服务，咨询业务毛利率达 58%。
 - 通过前期咨询实施服务，在该项目后期的软件开发、系统集成领域、IT 运维领域的招标过程中，太极成为重要的方案提供商，项目总金额从原有的 1600 万扩展到近 5000 万，总体毛利润率 30% 远高于仅提供软件开发、系统集成的 17% 的毛利率。

建筑节能事业部市场空间大、是公司优势领域，未来收入增长点

- 建筑智能化是信息化的重要基础设施。建筑智能化是公司独立的四大业务板块之一，建筑智能行业发展潜力极大，是中国经济发展中一个非常重要的产业。据统计，目前，在美国智能建筑占新建建筑的 70%，在日本为 60%，而中国的比例则还在 10% 左右。根据汉鼎咨询的调研报告，到 2012 年国内建筑智能化市场规模将超过 800 亿元。

图表18：建筑智能市场规模每年20%以上增长



来源：招股说明书、国金证券研究所

- **太极智能楼宇领域竞争优势之一：资本和技术优势。**建筑智能市场正处于成长期，未来行业集中度将逐渐提高。低端市场的竞争将日趋激烈，规模较小不具备核心能力的厂商将会被淘汰。高端市场的增长将超过行业平均水平，但对进入者的资金实力和技术能力都将提出很高的要求。优势未来类似太极计算机这种具备较强资本实力和技术能力的企业将能充分享受行业的成长，获得较快的发展。
- **太极智能楼宇领域竞争优势之二：全面的基础设施服务。**基于 IT，IB（智能建筑）融合和绿色节能的理念，太极成功研发出智能建筑综合管理平台，新一代数据中心集中控制系统、综合安防系统、数字公告等解决方案，在实践中形成了成熟的工程管理和实施方法论体系，为政府、金融机构、高等院校、写字楼等提供了全面的基础设施服务。
- **太极智能楼宇领域竞争优势之三：拥有最全的涉密资质，建立与政府、金融长期合作客户关系。**政府和金融领域对智能楼宇安全性、舒适性、功能性的要求也是最高，建设标准也是行业最高。公司拥有涉密甲级资质，在部分标杆性政府和金融项目如外交部办公大楼、公安部办公大楼、中共中央统战部办公大楼、国务院办公厅 978 工程、信息机房工程、中国人民银行清算中心、灾备中心是主要建设商，如果某涉密机关办公楼的楼宇智能化项目金额就达 2 亿。
- 智能楼宇领域公司有资金、技术、产品、客户关系又是，是公司收入未来增长的重点，预计近年能实现 50%以上的增长。但由于该领域项目周期较长、所提供服务中硬件、机电工程的占比较大，毛利率在 8%左右。

通过战略性解决方案的实施，走上协同发展之路。

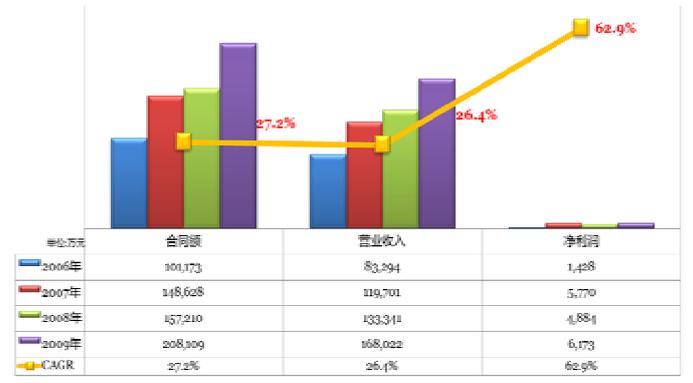
- 近几年，通过应急系统中几项业务协同发展，对政府和金融行业客户粘度高、总收入增长快，尤其大订单数增长明显。

图表19：公司提供全生命周期服务方案

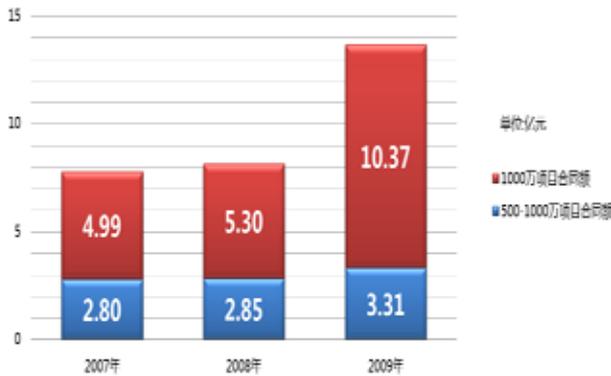


来源：国金证券研究所

图表20：业务协同后的高速成长



图表21：大型项目数目增多



来源：国金证券研究所

图表22：各业务板块增长情况



公司随着新股东的加入、上市，改善机制进入高速发展的阶段

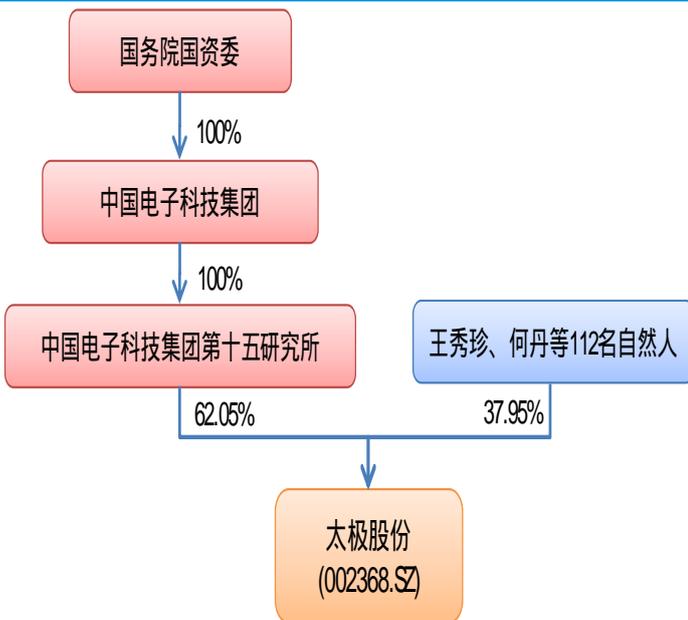
公司有着光辉的发展历史，经历过三次大转型

- 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。

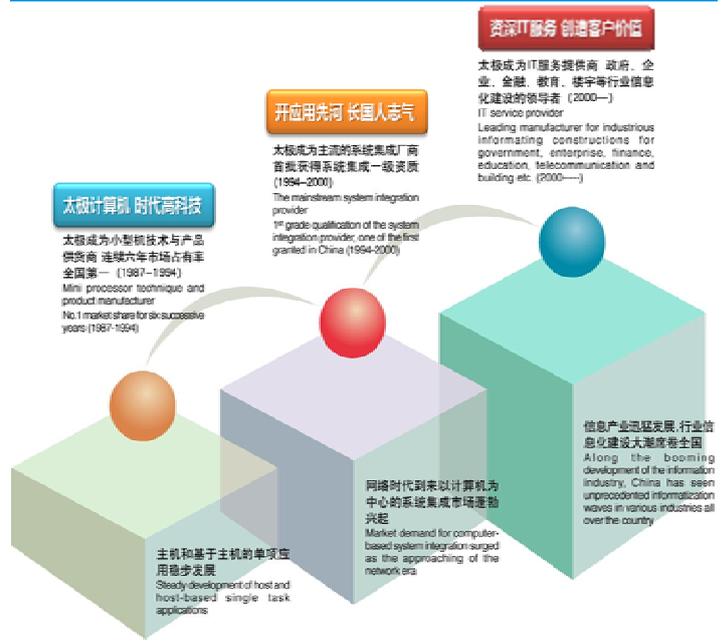
重新注资之后，公司改善机制走入高速发展阶段

- 作为大型国企，历史上公司的运营很大程度上体现着国家意识，受到集团行政指令影响，体制上被管得太死，公司上下缺乏业绩动力。尽管控股股东华北计算机研究所确保了对公司的控制权（62.28%），为了将公司做大做强，近期集团对于公司的运作思路正在悄然发生变化，通过董事会和经营结构的调整将经营权真正交给上市公司管理层，从而在体制上为公司松绑，这种经营结构上的质变将为公司的发展带来强大的内生动力。
- 股份公司成立之初引入战略投资者。由原信息产业部电子第十五研究所（现中国电子科技集团公司第十五研究所）作为主发起人，北京精华德创投资有限公司、北京龙开创兴科技发展有限公司以及自然人刘爱民、马泉林、刘雪明、刘淮松、柴永茂、张素伟、刘晓薇作为其他发起人，以发起设立方式设立的股份有限公司。
- 上市之初公司大部分高管、核心人员拥有公司股份，有利于把员工自身利益与公司未来的发展结合起来。通过 2007 年-2009 年之间的 5 次股权转让，普惠广大核心员工；几名公司关键管理层都持有公司股份 100 万到 200 万不等，自身利益与公司股价直接绑定，在公司上市之后，管理层做好公司的动力很强，将放开手脚采用各种方法，包括采取资本运作的方式来提振业绩。

图表23：公司合理的股权结构有利于激励员工



图表24：公司的三个发展阶段



来源：国金证券研究所

控股股东意图打造“IT 服务行业国家队”、冲五十亿级 IT 企业

- 十五所拥有强大技术背景，在军工行业领域具有领先地位。控股股东十五所成立于 1958 年，是一家综合性计算技术研究所，先后隶属于原第一机械工业部、原机械电子工业部、原电子工业部、原信息产业部，2002 年 7 月划转归中国电子科技集团公司，同时更名为中国电子科技集团公司第十五研究所。十五所主营业务为面向国防建设及军事领域从事军事预研、军事型号研制、基础研究、国家科技攻关、军事指挥自动化及航天等重大军事应用项目的研究和开发，为国防建设提供计算机、计算机软件及系统设备。十五所未来在军工领域市场，以及技术储备上对公司有较大支持。
- 公司纳入中关村“十百千工程”，实现 2012 收入冲五十亿企业。“十百千工程”是指北京市将培育一批收入规模在十亿元、百亿元、千亿元级的创新型企业，北京市将对这些企业进行政策支持，实行“一企一策”的支持方式、支持企业市场开拓、支持企业提升技术创新能力、支持企业引进和激励人才、支持企业建设研发和产业化基地、支持企业上市和并购、支持企业塑造知名品牌、实施中关村知识产权推进工程、开展中关村标准创新试点工作等等。

人大金仓的收购将构成长期利好

- 北京人大金仓信息技术股份有限公司是中国自主研发数据库产品和数据管理解决方案的领导企业。2008 年，人大金仓成功获得中国电子科技集团（CETC）战略注资，被纳入 CETC 集团的整体发展战略，人大金仓自主知识产权的大型通用数据库管理系统，金仓数据库 KingbaseES 是入选国家自主创新产品目录的唯一数据库产品在。国产数据库市场，人大金仓市场份额始终保持领先。
 - 收购人大金仓直接受益于核高基。人大金仓是和武汉达梦唯一两家拥有自有知识产权的数据库企业，是核高基项目中高性能数据库子项的主要获益者。核高级自 08 年底通知开始申报，09 年上半年申报工作基本完成之后，市场普遍预期项目将很快展开。核高基工程期限为 2006-2020 年，其中每一个五年规划的政府投入资金高达 300 亿元以上，对于基础软件的地方和中央政府配套资金则预计在每年 10 亿左右。我们预计公司有望获得数千万的项目资金，随着时间的推移扶持力度还将不断增大，对公司业绩形成长期支撑；
 - 对于公司来说收购更重要的是随之而来的门槛效应以及业务系统。一旦未来核高基的入围身份成为国内重大项目资格的准入门槛，公司将拥有巨大的行业壁垒优势，成为国内少数几家能够承接国家大型采购项目的公司之一。同时公司最大的应用领域政府领域现在主要使用国外企业的数据库，经过太极股份向国外企业购买的数据库软件每年达到 2 亿多元，未来通过收购人大金仓，同时考虑政府由于安全和扶持本土产品的利好，公司有望大大提升数据库销售收入。

竞争性分析

- 业内竞争公司众多，各个参与者的市场份额都不大。
 - 以系统集成类上市公司中营业规模较大的华胜天成为例，华胜天成 2008 年的销售额为 31.6 亿元，约占当年国内系统集成和软件服务市场销售总额的 1%。在建筑智能化行业，市场份额的分散程度也很明显，市场份额最大的同方股份在建筑智能化领域的 08 年销售额约 20 亿元，占市场份额也只有 8%。
- 主要公司地域性特征比较明显。
 - 以 IT 服务公司为例，总部设在北京的太极计算机，华胜天成收入的 70% 都来自于北方地区，其中以北京居多。东华软件 52% 的收入也来自于华北地区。总部设在杭州的信雅达收入的 70% 来自于华东地区。建筑智能化行业的总体技术门槛低于系统集成行业，所以地域性更加明显。
- 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。其中华胜在 IT 系统集成、IT 运维服务领域具有较强实力，但缺乏完整的咨询团队；东华软件通过收购拥有咨询和系统集成业务，但在 IT 运维领域还没有形成完全的竞争力。
- 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，仅次于华胜天成，领先于宝信软件、东华软件、石基信息、远光软件。

图表25：公司力图成为中国最优秀的IT服务提供商

图表26：未来三年公司发展战略

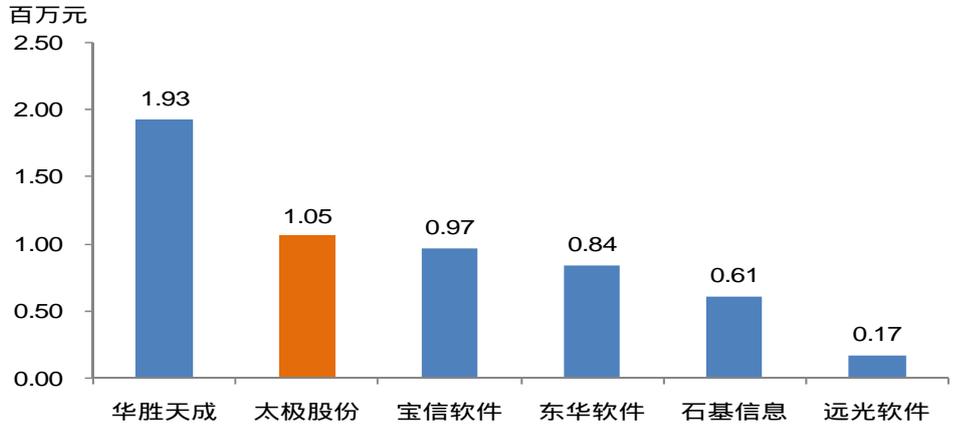
战略目标与业务策略

未来三年太极主导发展策略



来源：国金证券研究所

图表27：人均产能在系统集成领域处于前列



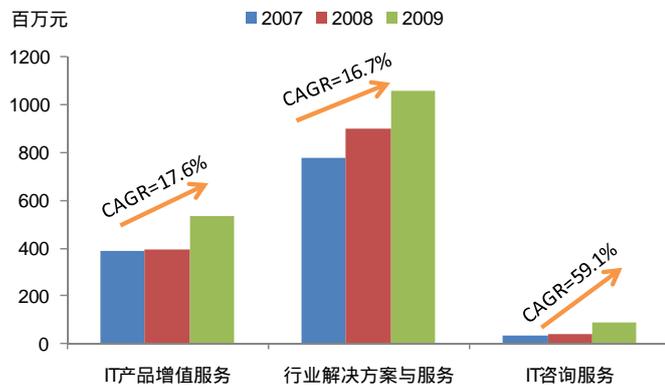
来源：国金证券研究所

财务分析

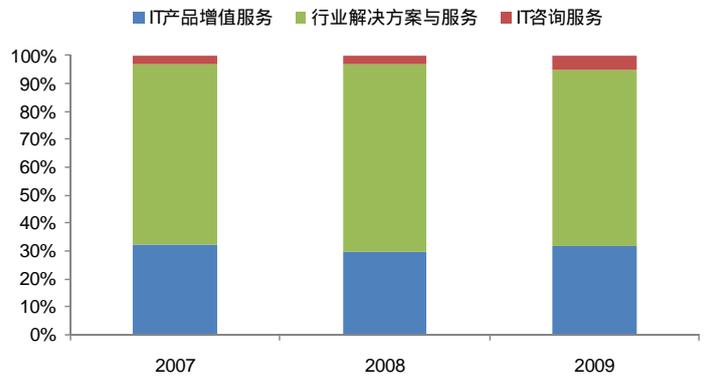
营业收入稳定增长，IT 咨询比重持续扩大

- 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28：产品收入规模及增速



图表29：收入结构变化趋势

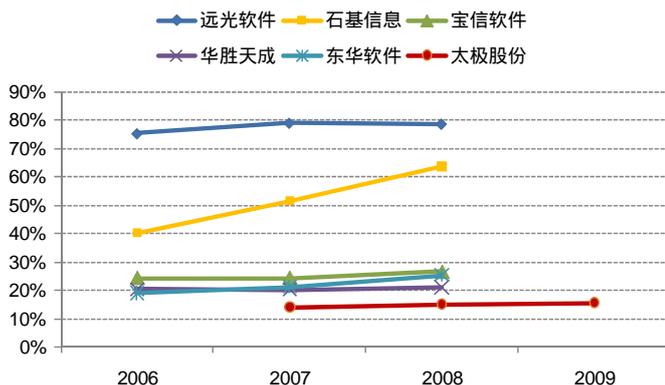


来源：国金证券研究所

综合毛利率较低，但净资产收益率较高

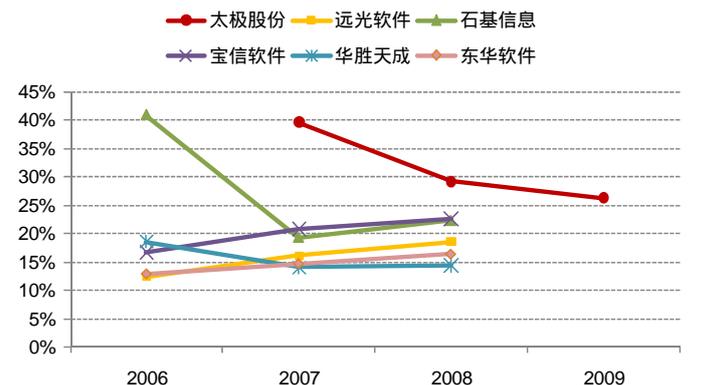
- 公司综合毛利率近三年持续上升，但仍处于行业内较低水平。主要原因是 IT 增值服务毛利率较低且占收比较高，拉低了整体毛利率。公司 2009 年 IT 咨询、行业解决方案和 IT 产品增值服务的毛利率分别为 55.33%、17.64%和 4.98%，均不低于各自领域行业平均水平。
- 公司净资产收益率处于行业内较高水平，显示出较强的盈利能力。净资产收益率下滑的原因是近两年净利润增速较低（分别为-11.4%和 21.8%），而净资产增速较快（分别为 40.1%和 67.2%）。

图表30：毛利率处于行业内较低水平



来源：国金证券研究所

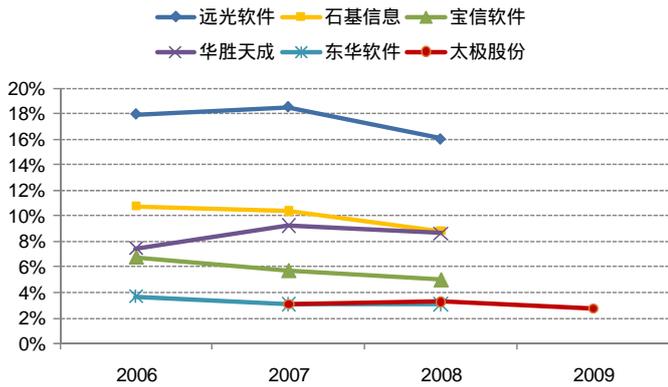
图表31：净资产收益率处于行业内较高水平



费用率控制良好

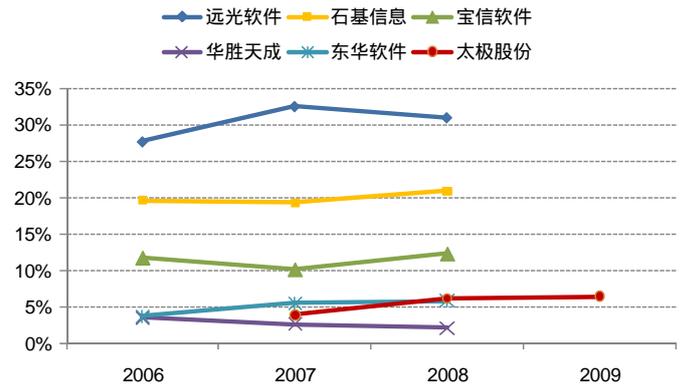
- 公司营业费用率及管理费用率均控制良好，处于行业内较低水平。管理费用率 2008 年增幅较大，主要是 2007 年管理费用因会计政策变更冲减 1022 万，基数较低。2009 年管理费用率略有上升，主要是新招了一批员工，使人工费用增加。

图表32：营业费用率处于行业内较低水平



来源：国金证券研究所

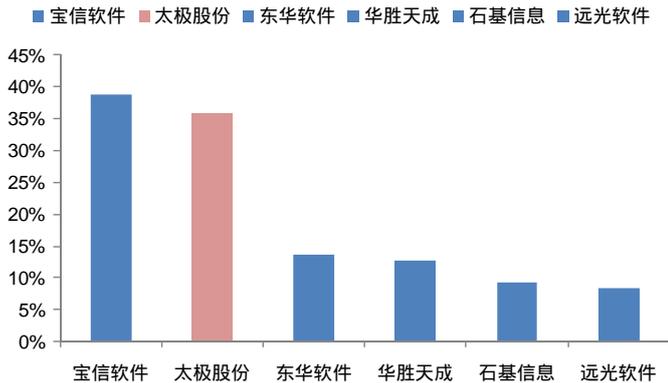
图表33：管理费用率处于行业内较低水平



应收账款较多，但坏账可能较低

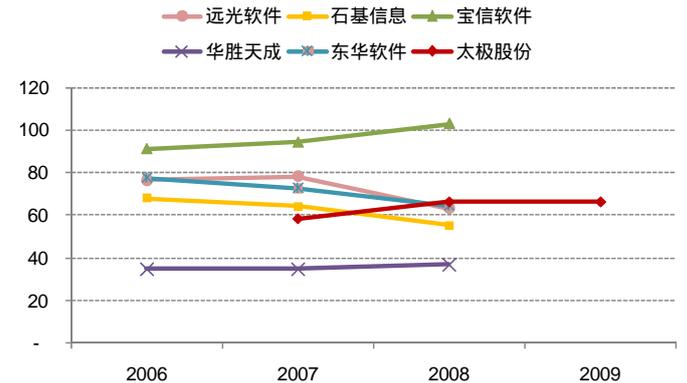
- 公司应收账款较多，占总资产比重一直维持在 35%左右，在行业内处于较高水平。但公司应收账款主要来源为国家政府机关、大型事业单位等，坏账可能较低。另外，尽管应收账款较多，但公司应收账款周转天数仍处于行业内较低水平。

图表34：应收账款占总资产比重较大



来源：国金证券研究所

图表35：应收账款周转天数处于行业较低水平



盈利预测与估值

盈利预测

■ 收入预测

- ◆ IT 咨询服务未来 3 年收入增长率为 50%。主要基于：1) IT 咨询市场前景看好，行业发展较快；2) 公司基数较低，目前占收比较小；3) 近 3 年复合增速达 59.1%；4) 管理层强调未来发展的重点是 IT 咨询服务，内部重点考核 IT 咨询服务。
- ◆ 行业解决方案未来 3 年收入增长率为 30%、28%、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，而公司在行业内有较大竞争优势。
- ◆ IT 产品增值服务未来 3 年收入增长率为 18%、15%、12%。主要基于：1) IT 产品增值业务毛利率较低，未来不是企业发展重点；2) 未来随着人大金仓数据库软件的不断成熟以及更多范围内的应用，将减少纯代理业务。

■ 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 0.98 亿、1.32 亿和 1.66 亿元，分别增长 59.01%、34.27%和 26.38%，按上市后总股本计算 EPS 分别为 0.990 元、1.329 元和 1.680 元。

图表36：销售预测

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
行业解决方案与服务					
销售收入（百万元）	898.20	1,058.86	1,376.52	1,761.94	2,202.43
增长率（YOY）	15.69%	17.89%	30.00%	28.00%	25.00%
毛利率	16.89%	17.64%	18.00%	18.50%	19.00%
销售成本（百万元）	746.50	872.13	1,128.74	1,435.98	1,783.97
增长率（YOY）	14.59%	16.83%	29.42%	27.22%	24.23%
毛利（百万元）	151.70	186.73	247.77	325.96	418.46
增长率（YOY）	21.42%	23.09%	32.69%	31.56%	28.38%
占总销售额比重	67.36%	63.02%	64.24%	65.64%	66.85%
占主营业务利润比重	75.59%	71.37%	71.30%	71.78%	72.10%
IT咨询服务					
销售收入（百万元）	41.54	87.33	136.23	197.53	280.49
增长率（YOY）	20.40%	110.21%	56.00%	45.00%	42.00%
毛利率	58.60%	55.33%	51.00%	48.00%	45.00%
销售成本（百万元）	17.20	39.01	66.75	102.72	154.27
增长率（YOY）	-4.00%	126.82%	71.11%	53.88%	50.19%
毛利（百万元）	24.34	48.31	69.48	94.81	126.22
增长率（YOY）	46.76%	98.48%	43.80%	36.47%	33.13%
占总销售额比重	3.12%	5.20%	6.36%	7.36%	8.51%
占主营业务利润比重	12.13%	18.47%	19.99%	20.88%	21.75%
IT产品增值服务					
销售收入（百万元）	393.63	533.96	630.07	724.58	811.53
增长率（YOY）	1.96%	35.65%	18.00%	15.00%	12.00%
毛利率	6.26%	4.98%	4.80%	4.60%	4.40%
销售成本（百万元）	368.98	507.37	599.83	691.25	775.82
增长率（YOY）	3.00%	37.50%	18.22%	15.24%	12.23%
毛利（百万元）	24.65	26.59	30.24	33.33	35.71
增长率（YOY）	-11.47%	7.88%	13.74%	10.21%	7.13%
占总销售额比重	29.52%	31.78%	29.40%	27.00%	24.63%
占主营业务利润比重	12.28%	10.16%	8.70%	7.34%	6.15%
销售总收入（百万元）	1333.37	1680.14	2142.81	2684.05	3294.45
销售总成本（百万元）	1132.68	1418.50	1795.32	2229.95	2714.06
毛利（百万元）	200.69	261.64	347.49	454.10	580.39
平均毛利率	15.05%	15.57%	16.22%	16.92%	17.62%

来源：国金证券研究所

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 45 倍的 2010 年市盈率，对应股价 44.55 元。

图表37：相对估值

证券简称	最新收盘价(元)	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	EPS2010E	EPS2011E	PE2010E	PE2011E
中国软件	21.37	48.23	34.47	0.40	0.62	53.36	34.58
海隆软件	18.92	14.12	6.10	0.37	0.46	51.60	41.58
神州泰岳	67.03	211.81	52.95	1.42	1.94	47.18	34.58
浙大网新	7.02	57.08	57.08	0.14	0.19	48.75	36.19
科大讯飞	39.80	63.98	33.29	0.70	0.99	56.47	40.36
数字政通	57.60	32.26	6.45	0.88	1.20	65.37	48.05
浪潮软件	13.13	24.40	24.40	0.24	0.32	54.71	41.03
新世纪	24.99	26.74	6.75	0.52	0.63	47.75	39.56
银江股份	24.79	39.66	9.92	0.52	0.78	47.72	31.68
辉煌科技	46.55	48.67	12.27	0.94	1.32	49.33	35.36
皖通科技	25.75	18.39	4.69	0.56	0.68	45.86	38.04
联信永益	32.50	22.27	4.55	0.73	0.93	44.59	34.96

来源：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，公司合理价值为 44.69 元，相当于 2010 年 45.14 倍市盈率。

图表38：绝对估值

II、WACC

每股价值	44.69	TV增长率	4.0%						
企业值	4,416.48	WACC	12.30%						
股票价值	4,414.55	债务	0.00						
		投资	12.54						
		少数股东权益	1.92						
会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
FCF	97.90	182.12	221.94	271.25	328.18	410.62	361.47	434.59	547.58
PV(FCF)	87.18	144.41	156.71	170.55	183.74	204.72	160.48	171.81	192.77

来源：国金证券研究所

- 综合考虑，我们认为公司 3-6 个月合理目标价为 45 元，其中未考虑人大金仓的收购带来的业绩增厚、业务协同以及核高级利好。

风险：

- 政府依赖度过高的风险。如果政府采购越来越多依靠公开招标等，公司面临毛利率下滑的风险。
- 市场竞争加剧的风险。公司聚焦的战略性行业，也是市场所关注的，随着竞争加剧，公司面临市场份额缩小的风险。
- 人员流失的风险。目前 IT 咨询市场高端人才缺乏，人员流动性较大。如无较好的激励措施，公司面临人才流失的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,197	1,333	1,680	2,143	2,684	3,294	货币资金	247	304	442	989	1,072	1,256
增长率		11.4%	26.0%	27.5%	25.3%	22.7%	应收款项	266	321	422	503	631	774
主营业务成本	-1,028	-1,133	-1,419	-1,795	-2,230	-2,714	存货	23	16	15	20	25	30
% 销售收入	85.8%	84.9%	84.4%	83.8%	83.1%	82.4%	其他流动资产	58	42	26	33	41	49
毛利	169	201	262	347	454	580	流动资产	595	684	905	1,545	1,768	2,109
% 销售收入	14.2%	15.1%	15.6%	16.2%	16.9%	17.6%	% 总资产	93.7%	93.8%	95.3%	90.5%	86.8%	87.0%
营业税金及附加	-17	-22	-24	-31	-39	-48	长期投资	4	13	13	133	243	293
% 销售收入	1.5%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	12	12	15	11	8	5
营业费用	-37	-44	-46	-64	-86	-115	% 总资产	1.9%	1.7%	1.5%	0.7%	0.4%	0.2%
% 销售收入	3.1%	3.3%	2.8%	3.0%	3.2%	3.5%	无形资产	20	14	13	13	13	13
管理费用	-48	-83	-109	-146	-188	-237	非流动资产	40	45	45	162	268	315
% 销售收入	4.0%	6.2%	6.5%	6.8%	7.0%	7.2%	% 总资产	6.3%	6.2%	4.7%	9.5%	13.2%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	67	52	81	106	141	180	资产总计	634	729	950	1,707	2,036	2,424
% 销售收入	5.6%	3.9%	4.8%	5.0%	5.3%	5.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-3	-1	-1	8	11	13	应付款项	439	502	658	748	935	1,145
% 销售收入	0.3%	0.0%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	其他流动负债	34	40	42	49	62	76
资产减值损失	-12	-8	-8	0	0	0	流动负债	472	542	700	798	997	1,221
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	-1	0	0	0	0	其他长期负债	15	12	14	0	0	0
% 税前利润	14.7%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	487	554	714	798	997	1,221
营业利润	61	42	72	114	153	193	普通股股东权益	144	173	234	907	1,037	1,201
营业利润率	5.1%	3.1%	4.3%	5.3%	5.7%	5.8%	少数股东权益	3	2	2	2	2	3
营业外收支	3	12	1	1	1	1	负债股东权益合计	634	729	950	1,707	2,036	2,424
税前利润	64	54	73	115	154	194	比率分析						
利润率	5.3%	4.1%	4.4%	5.4%	5.7%	5.9%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-6	-5	-11	-18	-24	-30	每股指标						
所得税率	9.5%	10.1%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	每股收益	0.577	0.511	0.623	0.984	1.313	1.656
净利润	58	49	62	97	130	164	每股净资产	1.952	2.343	3.176	9.185	10.497	12.153
少数股东损益	1	-2	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.864	1.146	1.926	1.056	1.938	2.354
归属于母公司的净利	57	50	62	97	130	164	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	4.8%	3.8%	3.7%	4.5%	4.8%	5.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	39.58%	29.20%	26.24%	10.72%	12.50%	13.62%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	8.99%	6.93%	6.47%	5.70%	6.37%	6.75%
净利润	58	49	62	97	130	164	投入资本收益率	41.29%	26.63%	29.10%	9.87%	11.47%	12.62%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	21	17	13	3	3	3	主营业务收入增长率	43.71%	11.39%	26.01%	27.53%	25.26%	22.74%
非经营收益	-6	-8	2	-1	-1	-1	EBIT增长率	140.76%	-23.09%	57.58%	30.47%	32.88%	27.37%
营运资金变动	66	26	65	5	60	67	净利润增长率	309.00%	-11.44%	21.82%	58.10%	33.36%	26.13%
经营活动现金净流	138	85	142	104	191	233	总资产增长率	10.56%	14.85%	30.39%	79.66%	19.29%	19.06%
资本开支	-4	-4	-6	1	1	1	资产管理能力						
投资	-3	-1	0	-120	-110	-50	应收账款周转天数	58.1	66.3	66.3	66.3	66.3	66.3
其他	9	0	0	0	0	0	存货周转天数	14.3	6.3	4.0	4.0	4.0	4.0
投资活动现金净流	2	-5	-6	-119	-109	-49	应付账款周转天数	36.8	40.8	41.5	36.0	36.0	36.0
股权募资	0	0	0	576	0	0	固定资产周转天数	3.5	3.3	3.2	1.9	1.1	0.5
债权募资	0	0	0	-14	0	0	偿债能力						
其他	-25	-23	-1	0	0	0	净负债/股东权益	-167.8%	-174.40%	-186.9%	-108.8%	-103.1%	-104.4%
筹资活动现金净流	-25	-23	-1	562	0	0	EBIT利息保障倍数	20.6	79.1	116.2	-13.5	-12.5	-14.1
现金净流量	115	56	136	548	83	184	资产负债率	76.77%	76.04%	75.13%	46.72%	48.96%	50.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	1	1	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

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。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室