

政府及央企信息化建设进入高峰期 应急指挥及数据中心业务驱动成长

推荐 (首次)

分析师：王家炜 ✉：wangjiawei@chinastock.com.cn ☎：010-66568272 执业证书编号：S0130209081719
王莉 ✉：wangli_zb@chinastock.com.cn ☎：010-83574039 执业证书编号：S0130210070010

1. 事件

我们对太极股份 (002368) 进行了持续跟踪研究，同时我们也和行业专家进行了沟通。

2. 我们的分析与判断

竞争力独特 高端 IT 具优势

高端国产化替代成趋势 太极股份有机会成长为中国 IT 咨询业龙头

目前国内高端 IT 咨询大多被 IBM、HP 等外企所把持，政府、大型企业均属较敏感和重要部门，迫切需要国内企业提供 IT 咨询。同时国内 IT 企业在经历了长期人才和案例积累之后，正逐步向高端 IT 咨询扩展。对于国内 IT 咨询业来说，行业处于发展较早阶段，市场空间大，整体格局分散，太极股份为国内企业最领先水平，未来有机会成长为中国 IT 咨询领域的领军企业。

公司在政府及大企业集团信息化方面竞争优势独特

相比于竞争对手，太极股份的优势是，(1) 具有全面且较高的行业资质，业务体系完整；(2) 企业品牌、信誉和客户资源优势，公司在政府和央企承建项目多，客户积累深，粘性好，太极依托较大的客户基数开展新业务；(3) 行业经验丰富，公司已承担过数百项国家重大信息化建设项目；(4) 技术优势，研究所背景使公司长期重视技术研发和积累；(5) 人才优势，依靠中国电子科技集团 15 所 (即华北所，主要业务是做军用软件集成、军事应用软件、消息中间件等军用信息化项目)，技术人才丰富。(6) 特别地，太极股份脱胎于 15 所，15 所一直承接大量军工信息化项目，因此公司深受政府各部门信任，与军工、保密单位、央企长期合作，这是大多数其他竞争对手所无法比拟的。

公司长期增长的驱动因素是基础软件国产化；高端 IT 咨询国产化；用户对数据中心及云计算业务需求增加；政府及央企信息化建设将持续。短期驱动因素是政府及央企的 IT 系统进入大规模建设及更好、升级时期，预计十二五期间政府、军队、央企的信息化投入保持 15% 以上的年增速；能源行业信息化进入高潮期；国家加紧上线应急指挥平台。

3S 战略助力公司长期增长

目前太极股份主要业务包括 3 个部分，行业解决方案与服务、IT 产品增值服务、IT 咨询服务。公司以服务高端客户为主，重点客户包括武警部队、国家统计局、国家电网、人民银行、中国电信等。公司确立了 3S 战略发展方案，包含 Solution (行业解决方案)、Service (IT 咨询) 和 Software (基础软件)。其中 IT 咨询将逐渐成为公司的核心业务发展方向。

在政府和国有企业信息化方面，我国和欧美差距很大，目前我国政府的信息化建设仅覆盖到省级及部分地市级，大量的县级市及县级、村级并未覆盖，且之前多以硬件系统为主，后续建设空间很大；央企信息化目前主要完成了 OA 建设，业务系统信息化覆盖率不足 30%，加上许多央企已经进入 IT 系统更新换代期，我们认为，无论在国家推动及企业管理需求下，央企信息化建设将进入加速阶段。

全国应急指挥平台建设加速 太极优势显著

应急平台主要包含机房等基础设施层、技术支持层、应急管理三个层面八大系统。应急业务中软硬件比例超过 3:7，其中软件部分利润较高，软件基础模块重合度是 70%。应急指挥业务主要包括综合应急和专项应急。

综合应急平台业务空间巨大。国家十一五规划要求应急建设覆盖到省级，十二五要求覆盖到村级。国务院一期工程规模约 1 亿元，后续每年需有几千万元不断完善；省级平台建设一期工程一般需 5000-6000 万元，地市级需 3000 万元，县级在 1000-2000 万，乡级 500-1000 万；村级（行政村）根据人员数量，一般 50-100 万。地市级项目有 400 多个，县级有 2700 多个。在综合应急平台方面，太极参加了国家应急体系方面的可研、初测和平台建设，在 2009 年承担了国务院的应急平台建设，目前公司开始承接省级业务，预计今年能做 2-3 个省的应急平台项目，目前各省级已经做了十几个应急业务规划，预计明年应急业务会有爆发式增长，我们认为存在翻倍的可能。

专项应急平台亟待建设。2009 年以来各类突发事件很多，各部委及各级政府地方对专项应急业务需求较为迫切。目前水利、地震、社保专项应急已经覆盖到省级，卫生已经推广到地市级。我国约有 100 多个部委级单位，许多需要专项应急指挥业务。

国内应急指挥处于发展的初期阶段，我们认为未来应急指挥市场将有持续多年快速增长，目前市场比较分散，国务院及部委级是由太极承建，而地方政府则各自建立系统，整个市场还没有足以和太极抗衡的竞争对手，考虑到国家安全的需要，国外软件公司很少承担应急项目。十五所有十几年军队指挥系统经验，目前太极已有应急业务综合应用系统、数字预案、资源管理、灾情管理等 4 个成型产品，是第一家做政府综合性平台的公司，有成熟的解决方案案例，是国家应急规范的主要参与者和推动者。

太极股份在国内应急指挥市场上技术、经验均领先，无疑将占有最大市场份额。

新一代数据中心业务将随云计算技术成熟进入高增长期

国内数据中心大规模建设刚起步，预计国内数据中心投入的年增速在 20% 以上。数据中心业务竞争格局也比较分散，做整体方案的厂商均为国外公司，来自国内的竞争对手不多，公司在技术支持、数据存储、交换方面都较有优势。公司数据中心业务在 2009 年以来保持了高增速，目前已跟踪的项目就有 20 多个。主要客户是金融行业，如银行、保险、证券（国内 call-center 的建设力度在不断加大），其次是大企业和政府。

我们认为随着 IT 建设深入及云计算技术发展，厂商与用户之间博弈达平衡，数据中心业务将会爆发，CCID 预计到 2013 年数据中心市场规模将超过 977 亿元人民币，09-13 复合增长率达 24.5%。太极股份将是赢家。

IT 咨询业务增速将快于其它业务增长 将成为公司长期业务发展方向

公司希望沿着 IBM 的咨询服务转型道路发展，将 IT 咨询业务作为公司长期发展方向之一。公司吸纳了大量 IT 咨询专家，上半年咨询订单增长 32%，收入增长 25%，从前三季度来看，公司的高端咨询业务快速增长，增速超过其他业务增长。经过长期积累，公司开始能够从大行业里面获得项目或者子项目。再有本土企业可靠性好，持续服务好于外企，这也是国内企业实现高端国产化替代的重要突破口。对于国内 IT 咨询业来说，行业处于发展阶段，市场空间较大，整体格局分散，太极股份有机会成长为中国 IT 咨询业领军企业。

基础软件业务将受益于核高基和国产化

国家当前正在大力推动核高基项目（重大科技专项），特别要推动国内基础软件业发展。由于承接了大量敏感部门及企业信息化项目，太极股份天然具有国产基础软件销售渠道，公司考虑进入基础软件领域。从中长期看，基础软件业务将推动公司增长。

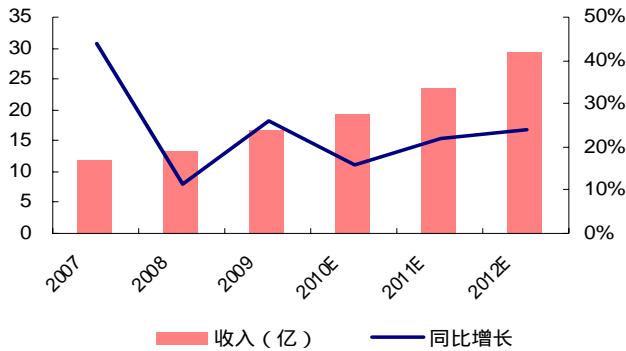
3、投资建议

由于公司在 2009 年已获得大量订单,还有已中标而尚未签订合同的准订单,再加上高毛利率的咨询订单增长快于其他业务,我们认为 2010 年公司业绩较快增长已无悬念。从中长期看,政府部门、大型企业正处于信息化普及和升级时期,太极股份将长期受益。另外,公司在过去 9 年里销售收入每 3 年翻一番也显示出强劲的竞争力及发展潜力。

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.91、1.23 和 1.7 元,对应 PE 分别是 56 倍、41 倍、30 倍,相比 TMT 行业个股具有一定的相对估值优势和更可靠的成长性。

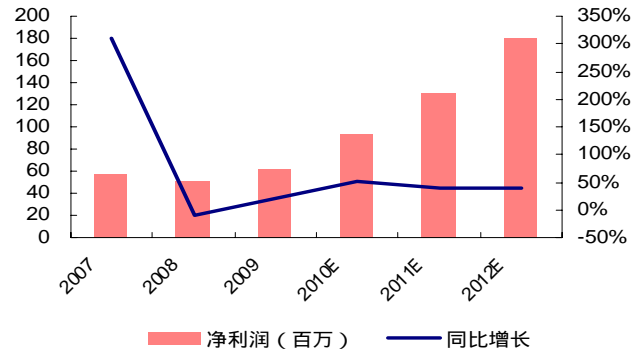
我们看好公司的增长前景,并首次给予投资评级:推荐。

图 1:太极股份历史收入增长及未来三年预测



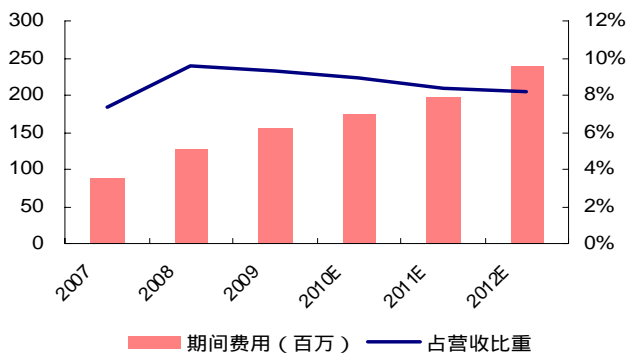
资料来源:公司财务报表,中国银河证券研究部

图 2:太极股份历史盈利增长及未来三年预测



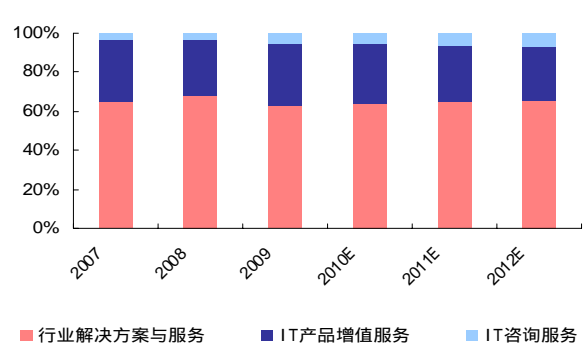
资料来源:公司财务报表,中国银河证券研究部

图 3:太极股份历史期间费用及未来三年预测



资料来源:公司财务报表,中国银河证券研究部

图 4:太极股份历史分类业务收入增长及未来三年预测



资料来源:公司财务报表,中国银河证券研究部

表 1：太极股份经营预测（百万元）

（百万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2010H1
行业解决方案与服务							
销售收入	776.4	898.2	1058.9	1215.0	1508.0	1915.0	536.0
YoY		15.69%	17.89%	14.75%	24.12%	26.99%	
毛利率	16.1%	16.9%	17.6%	17.5%	17.5%	17.3%	17.8%
成本	651.5	746.5	872.1	1001.8	1244.7	1584.0	440.7
YoY		14.59%	16.83%	14.87%	24.25%	27.26%	
毛利	124.9	151.7	186.7	213.2	263.3	331.0	95.3
YoY		21.42%	23.09%	14.17%	23.49%	25.72%	
占总收入比重	64.9%	67.4%	63.0%	63.4%	64.1%	65.2%	63.4%
占主营业务利润比重	73.8%	75.6%	71.4%	71.1%	69.4%	67.8%	68.9%
IT 产品增值服务							
销售收入	386.1	393.6	534.0	599.0	698.0	810.0	263.3
YoY		1.96%	35.65%	12.18%	16.53%	16.05%	
毛利率	7.2%	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	6.4%
成本	358.2	369.0	507.4	569.1	663.1	769.5	246.6
YoY		3.00%	37.50%	12.16%	16.53%	16.05%	
毛利	27.8	24.6	26.6	30.0	34.9	40.5	16.8
YoY		-11.47%	7.88%	12.63%	16.53%	16.05%	
占总收入比重	32.3%	29.5%	31.8%	31.2%	29.7%	27.6%	31.2%
占主营业务利润比重	16.4%	12.3%	10.2%	10.0%	9.2%	8.3%	12.1%
IT 咨询服务							
销售收入	34.5	41.5	87.3	103.0	148.0	212.0	45.9
YoY		20.40%	110.21%	17.95%	43.69%	43.24%	
毛利率	48.1%	58.6%	55.3%	55.0%	55.0%	55.0%	57.4%
成本	17.9	17.2	39.0	46.4	66.6	95.4	19.5
YoY		-4.00%	126.82%	18.81%	43.69%	43.24%	
毛利	16.6	24.3	48.3	56.7	81.4	116.6	26.3
YoY		46.76%	98.48%	17.25%	43.69%	43.24%	
占总收入比重	2.9%	3.1%	5.2%	5.4%	6.3%	7.2%	5.4%
占主营业务利润比重	9.8%	12.1%	18.5%	18.9%	21.4%	23.9%	19.0%
合计							
总收入	1197.0	1333.4	1680.1	1917.0	2354.0	2937.0	845.2
YoY		11.4%	26.0%	14.1%	22.8%	24.8%	
总成本	1027.6	1132.7	1418.5	1617.2	1974.4	2448.9	706.8
毛利	169.4	200.7	261.6	299.8	379.6	488.1	138.4
平均毛利率	14.1%	15.1%	15.6%	15.6%	16.1%	16.6%	16.4%

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部

表 2：公司三大表预测（百万元）

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	304.5	441.6	1306.6	1529.8	1817.3	营业收入	1333.4	1680.2	1917.1	2354.1	2937.1
应收票据	6.3	25.2	28.8	35.4	44.1	营业成本	1132.7	1418.5	1617.3	1974.5	2449.0
应收账款	269.5	340.5	388.5	477.1	595.3	营业税金及附加	22.1	24.5	27.9	34.3	42.8
预付款项	42.0	25.9	7.4	-15.1	-43.1	销售费用	43.9	46.4	63.3	75.3	91.1
其他应收款	45.3	56.5	64.5	79.2	98.8	管理费用	83.0	109.4	124.8	157.7	193.9
存货	16.1	15.3	17.4	21.3	26.4	财务费用	0.7	0.7	-16.7	-27.1	-32.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	8.3	8.4	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	13.0	12.5	12.5	12.5	12.5	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	12.1	14.6	13.6	12.5	11.4	投资收益	-0.7	-0.5	1.2	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	42.0	71.8	101.7	139.3	192.4
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外收支净额	12.3	1.3	0.8	0.0	0.0
长期待摊费用	14.0	13.1	11.8	10.5	9.2	税前利润	54.3	73.1	102.5	139.3	192.4
资产总计	728.7	950.1	1850.9	2162.4	2570.5	减：所得税	5.5	11.4	16.0	21.7	30.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	48.8	61.7	86.5	117.7	162.5
应付票据	3.7	6.8	7.8	9.5	11.7	归属于母公司的净利润	50.5	61.5	89.6	121.9	168.3
应付账款	140.9	181.9	204.6	249.8	309.8	少数股东损益	-1.6	0.2	-3.1	-4.2	-5.8
预收款项	334.8	439.6	559.3	706.2	889.5	基本每股收益	0.68	0.83	0.91	1.23	1.70
应付职工薪酬	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	全摊薄每股收益	0.51	0.62	0.91	1.23	1.70
应交税费	39.2	41.6	41.6	41.6	41.6	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	22.8	29.3	29.3	29.3	29.3	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	11.4%	26.0%	14.1%	22.8%	24.8%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-23.1%	57.6%	2.9%	33.9%	42.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-11.4%	21.8%	45.7%	36.0%	38.1%
负债合计	554.1	713.8	857.1	1050.9	1296.5	盈利性					
股东权益合计	174.6	236.3	993.9	1111.5	1274.0	销售毛利率	15.1%	15.6%	15.6%	16.1%	16.6%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	3.8%	3.7%	4.7%	5.2%	5.7%
净利润	49	62	87	118	162	ROE	28.9%	26.0%	9.0%	11.0%	13.2%
折旧与摊销	9	5	2	2	2	ROIC	26.63%	29.10%	7.12%	8.53%	10.63%
经营活动现金流	85	142	176	196	255	估值倍数					
投资活动现金流	-5	-6	1	0	0	PE	74.7	61.4	56.4	41.5	30.0
融资活动现金流	-23	-1	688	27	32	P/S	2.8	2.2	2.6	2.1	1.7
现金净变动	56	136	865	223	287	P/B	21.6	16.0	5.1	4.5	4.0
期初现金余额	247	304	442	1307	1530	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	304	440	1307	1530	1817	EV/EBITDA	57.1	38.7	43.4	30.7	19.8

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部

表 3：绝对估值-DCF 预测（百万元）

万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	8146	8381	11226	16044	17379	18821	20006	20525	20836	21124	21388
所得税	1268	1305	1748	2498	2706	2930	3115	3196	3244	3289	3330
NOPLAT	4649	6878	7076	9478	13546	14673	15890	16891	17330	17592	17835
营运资金净变动	3772	7378	10004	10267	12192	18844	20735	23374	25898	27783	29186
资本支出	-253	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
自由现金流	14465	17318	19984	25976	33755	36863	40503	43466	45613	47259	48955

WACC	7.58%	Ke	15.15%
永续增长率	3.00%	Kd	0.00%
终值	25182	t	15.57%
企业价值	949477	Rf	3.00%
非核心资产价值	176075	E(Rm)	12.00%
债务价值	1368	Rm - Rf	9.00%
股权价值	948109	D/A	0.27%
股本	9879	E/A	99.73%
每股价值（元）	95.97	Beta	1.35

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	6.09%	89.20	93.45	98.54	104.73	112.44
	6.59%	83.26	86.71	90.79	95.66	101.59
	7.09%	78.18	81.02	84.33	88.24	92.91
	7.59%	73.79	76.16	78.88	82.06	85.80
	8.09%	69.97	71.96	74.22	76.84	79.88
	8.59%	66.60	68.29	70.19	72.37	74.87
	9.09%	63.62	65.06	66.68	68.51	70.59

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部

表 4：太极股份相对估值具有吸引力

代码	简称	最新股价	盈利预测（元）				预期市盈率			总股本 （百万）	总市值 （亿元）	PEG（10）
			09A	10E	11E	12E	10E	11E	12E			
600536	中国软件	24.04	0.07	0.28	0.44	0.68	84	55	35	226	54	0.24
600718	东软集团	17.4	0.68	0.49	0.60	0.73	36	29	24	1228	214	-5.83
600410	华胜天成	20.05	0.00	0.43	0.57	0.72	46	35	28	505	101	2.83
002232	启明信息	25.12	0.31	0.39	0.61	0.89	65	41	28	292	73	1.50
002414	高德红外	38.39	0.61	0.62	0.80	1.01	62	48	38	300	115	1.72
002415	海康威视	100.38	1.57	1.97	2.65	3.47	51	38	29	500	502	1.29
002368	太极股份	51.14	0.83	0.91	1.23	1.70	56	41	30	99	51	1.04
	均 值		0.58	0.73	0.98	1.31	57	41	30	450	159	1.23

资料来源：wind，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6 - 12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6 - 12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

行业分析师覆盖股票范围：

A 股：用友软件（600588.SH）、东软集团（600718.SH）、东华软件（002065.SZ）、同方股份（600100.SH）、航天信息（600271.SH）、远光软件（002063.SZ）、川大智胜（002063.SZ）、广联达（002410.SZ）、高德红外（002414.SZ）、海康威视（002415.SZ）、大唐电信（600198.SH）、太极股份（002368.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100141

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908