

短看应急指挥及数据中心 长看 IT 咨询服务占比提升

推荐 维持评级

投资要点：

- 公司在国务院、部委、央企承建信息化项目多，客户积累深、粘性好，太极依托较大客户基数开展新业务，中电科技集团整体实力雄厚，公司总股本仅 0.99 亿，总市值 51 亿，后续增长空间很大。
- **大行业+大集团+有竞争力的公司。**大股东是中电科技集团 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），公司能够获得大量的政府信息化项目，与军工、保密单位等国家重要部门、中央大型企业有着长期合作关系，这是大多数其他竞争对手所无法比拟的。
- 国内应急指挥建设市场处于起飞初期，未来至少有 3-5 年的高速增长，目前市场分散，太极股份领先优势显著。数据中心市场即将爆发，CCID 预测 2013 年市场规模 977 亿元，公司是有力竞争者，特别是在政府和大企业市场。
- 目前国内高端 IT 咨询大多被 IBM、HP 等外企把持，政府、大型企业均属较敏感和重要的部门，迫切需要国内服务商。国内 IT 企业经历长期积累之后，正向高端 IT 咨询扩展，市场空间大，格局分散，太极股份处领先地位，有机会成长为中国 IT 咨询龙头。
- 公司在 2009 年已获得大量订单，再加上高毛利率的咨询订单增长快于其他业务，2010 年公司业绩较快增长已无悬念。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。
- 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.91、1.23 和 1.70 元，对应 PE 分别是 57、42、30，PEG 是 1.1，与 TMT 行业估值相当，但公司有更可靠的成长性。我们维持投资评级：推荐。
- 风险方面，（1）公司业务偏重于政府及大央企，需求受政策影响多，比如政府由于某种原因推迟大范围应急中心建设，将影响短期增长。（2）进入新业务或导致短期投资收益率偏低。

主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	1333.41	1680.22	1917.09	2354.11	2937.14
YoY(%)	11.39%	26.01%	14.10%	22.80%	24.77%
净利润(百万元)	50.49	61.50	89.61	121.87	168.27
YoY(%)	-11.44%	21.82%	45.70%	36.01%	38.08%
全摊薄 EPS(元)	0.51	0.62	0.91	1.23	1.70
PE(X)	101.36	83.21	57.11	41.99	30.41
EV/EBITDA(X)	57.88	39.29	44.20	31.25	20.20
ROIC	26.63%	29.10%	7.12%	8.53%	10.63%

资料来源：中国银河证券研究部

分析师



王家炜

☎：(8610) 6656 8272

✉：wangjiawei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130209081719



王莉

☎：(8610) 8357 4039

✉：wang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130210070010

市场数据

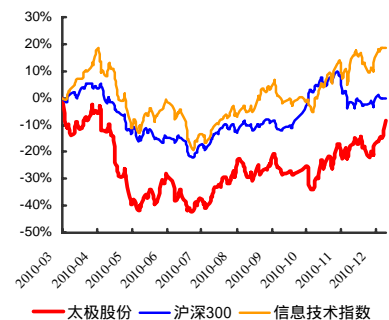
时间 2010.12.27

A 股收盘价(元)	51.80
总股本(百万)	99
流通 A 股股本(百万)	25
总市值(亿元)	51

相关研究

- 1.《太极股份(002368)-在政府和大型企业信息化领域优势显著》2010.2.25
- 2.《太极股份(002368)-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》2010.11.25

相对上证综指表现



资料来源：中国银河证券研究部

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

（一）政府、央企信息化建设进入高潮期

目前我国政府信息化建设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，并且之前的信息化多以硬件系统集成为主，后续建设的空间很大；国内央企的信息化目前主要完成了 OA 系统建设，业务系统信息化覆盖率不足 30%，加上许多央企由于安全等各种原因进入 IT 系统集中更新换代期，我们认为，无论是基于国家推动的考虑还是来自企业自身的管理需求，央企信息化建设都将进入加速阶段。

（二）应急指挥市场快速增长

国内应急指挥建设处于发展的起飞初期，我们认为未来应急指挥市场将至少有 3-5 年的快速增长。目前整个市场比较分散，国务院及部委级的平台是由太极股份建立，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，国外软件公司能承担应急项目的很少。

（三）数据中心业务将是 3-5 年的增长点

我们认为随着 IT 建设的不断深入及云计算技术的发展，厂商与用户之间的博弈将达到平衡，数据中心业务市场将会爆发，预计到 2013 年，国内新一代数据中心市场规模将超过 977 亿元人民币，2009 至 2013 年的复合增长率将会达到 24.5%，

另外，公司将受益于核高基政策支持的基础软件业务。

我们与市场不同的观点：

市场认为太极股份主要以系统集成业务为主，短期内转型效果不明显，我们认为，太极股份背靠中电集团，是大行业大集团中有竞争力的公司，客户多，粘性好，基数偏低，公司能在较大的客户基数下实现 3S 战略性转型，成长空间大。

估值与投资建议：

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 1.70 元，对应 PE 分别是 57、42、30，PEG 是 1.1，和 TMT 行业个股估值相当，但公司有更可靠的成长性。

我们看好公司的增长前景，并维持投资评级：推荐。

股价表现的催化剂：

公司争取到大订单；IT 咨询市场取得实质性进展；或有收购；相关扶持政策出台。

主要风险因素：

由于公司业务偏向于政府及国有大企业，需求受政策影响大。比如政府由于某种原因推迟大范围应急中心建设，这将影响公司的短期增长。

进入新业务，存在导致短期投资收益率偏低的可能。

太极股份是我国 IT 大型综合性信息系统产品、解决方案与服务提供商，主营业务为行业解决方案与服务、IT 咨询及 IT 产品增值服务。重点面向政府、金融、能源、冶金、媒体等行业，提供 IT 咨询服务、行业解决方案与服务、IT 产品增值服务、IT 基础设施服务等一体化 IT 服务。公司是国家重大信息系统总体设计和工程建设的主要承担者和组织者，取得了计算机信息系统集成壹级资质、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 三级认证等。

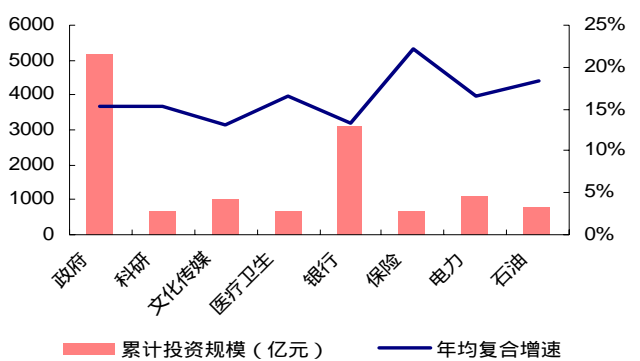
一、多种因素推动公司实现持续较快成长

（一）政府及央企信息化建设力度加大 高端国产化替代成趋势

政府、大企业正处于信息化需求高峰期，并将持续。公司长期增长的驱动因素是高端 IT 咨询国产化；基础软件国产化；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新、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。

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的部门，迫切需要国内 IT 企业作为服务商，我们认为，国内 IT 企业在经历了长期积累之后，将逐步向高端 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的 IBM。目前国内系统集成起家的大型 IT 企业均处于转型期，太极股份的 3S 战略及应急指挥、数据中心等亮点业务将使公司走得更远。

图 1：2008-2012 年重点行业 IT 建设规模及预测



资料来源：CCID

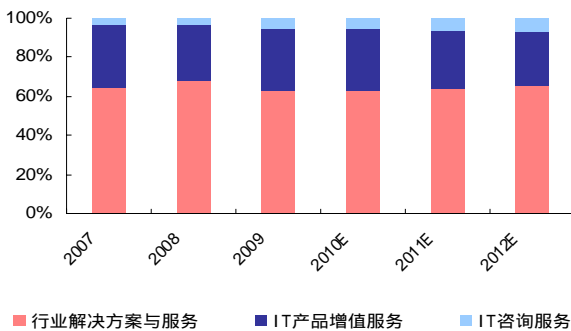
公司基础软件业务将受益于核高基和国产化。国家当前正在大力推动核高基项目（重大科技专项），特别要推动国内基础软件业发展。由于承接了大量敏感部门及企业信息化项目，太极股份天然具有国产基础软件销售渠道，公司考虑进入基础软件领域。从中长期看，基础软件业务将推动公司增长。

（二）大行业+大集团+有竞争力的公司

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。

图 2：太极股份分类业务占比

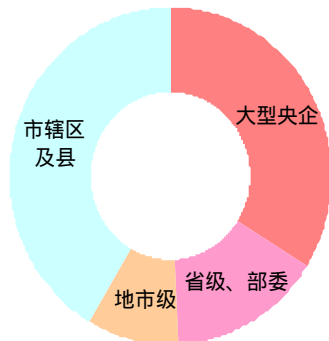


资料来源：中国银河证券研究部

事实也证明公司在争取大项目方面更有优势，公司营收有 67% 以上来自政府、公共事业、金融、能源行业，先后承担了金审工程（一期）网络系统总集成、金质工程总体规划、金宏工程总集成、中央政府门户网站建设总集成、解放军报互连网站系统扩建工程等；另外，公司拥有最全的行业资质及业务体系，已承担过数百项国家重大信息化建设项目，技术实力强，技术人才多，行业经验丰富。

公司在国务院、部委、央企承建信息化项目较多，客户积累深，粘性好，太极依托较大的客户基数开展新业务的可行性高，加上中电科技集团整体实力雄厚，而公司总股本仅 0.99 亿，总市值仅 51 亿，公司后续增长空间很大。

图 3：政府及央企信息化投入占比



资料来源：中国银河证券研究部

二、政府及央企信息化建设进入高峰期

在政府和国有企业信息化方面,我国信息化水平和欧美差距非常大,从目前思科在中国的份额仅 3%也可以看出我国信息化建设远远不够,尤其是大型国有企业信息化程度和国外还存在着明显差距,总体上落后发达国家大约有 10 年左右的。我国信息化发展的战略目标是到 2020 年,综合信息基础设施基本普及,信息技术自主创新能力显著增强,信息产业结构全面优化,国家信息安全保障水平大幅提高,同时要求到 2010 年,政府部门率先实现信息化。2007 年下发的《关于加强中央企业信息化工作的指导意见》要求 2010 年基本实现中央企业信息化向整个企业集成、共享、协同转变,建成集团企业统一集成的信息系统。

表 1：我国政府信息化建设历程

时间	阶段	政策或事件
20 世纪 80 年代	起步	办公自动化 (OA) 工程
1993 年 12 月	推进	正式启动了国民经济信息化“三金工程”——金桥工程 (信息化的基础设施建设)、金关工程 (国家经济贸易信息网络工程) 和金卡工程 (目标是实现支付手段的革命性变化)
1999 年 1 月		40 多个部委联合发起了“政府上网工程”
2002 年 8 月	发展	中共中央办公厅、国务院办公厅联合下发 17 号文件《国家信息化领导小组关于我国电子政务建设的指导意见》
2003 年		《行政许可法》的颁布大大改善了电子政务外部发展的环境
2006 年		《2006-2020 年国家信息化发展战略》
2006 年		《国家信息化领导小组关于推进国家电子政务网络建设的意见》(中办发〔2006〕18 号)
2008 年	加速发展	国家开始实施大部制改革,推动行政管理体制变革,政府职能由管理型向管理服务型的转变,再次引发了全国电子政务建设的高潮
2009 年		《国家发展改革委、财政部关于加快推进国家电子政务外网建设工作的通知 (发改高技[2009]988 号)》

资料来源：中国银河证券研究部

目前我国政府的信息化建设覆盖到省级及部分地市级,县级市及县级、村级并未覆盖,且之前信息化以硬件为主,后续建设空间很大;央企信息化目前主要完成了 OA 系统建设,业务系统信息化覆盖率不足 30%,由于安全等各种原因许多央企进入 IT 系统更新换代期,因此无论是基于国家推动的考虑还是来自企业自身管理需求,央企信息化建设都将进入加速阶段。

目前政府及央企的软硬件投资年增长率约为 15%以上。我国约有 100 多个部委级国家单位,地方政府包含 4 个直辖市、28 个省会级城市、255 个地级市、856 个市辖区、369 个县级市、1638 个县、2861 个县级行政区,大型央企有 155 家左右。其中我们按照每家央企 3-5 亿元,每个部委、直辖市、省会级城市 1 亿元,地级市 5000 万,市辖区及县级市 1000 万信息化投入来保守估算,信息化总投入超过 1000 亿元,按照理想的硬件:软件:服务配比是 6:3:1 计算,那么包括系统软件、数据库软件、中间件、应用软件、IT 咨询服务等软件和服务市场容量将超过 500 亿元,空间巨大,我们认为太极股份作为政府系统集成项目的主要承担者将继续承担软件和服务项目,整个行业解决方案业务将保持持续快速增长。

表 2：政府及央企信息化建设市场潜力巨大

级别	项目投资 (百万元)	数量	总规模 (亿元)	软件规模 (亿元)
大型央企	300-500	155	465 亿元以上	186 亿元以上
省级、部委	100	212 (含省级 32 家、部委 180 家)	212	84.8
地市级	50	255	127.5	51
市辖区及 县	10	5724(含 856 个市辖区、369 个县级市、 1638 个县、2861 个县级行政区)	572.4	228.96
合计			1376.9	550.76

资料来源：中国银河证券研究部

公司行业解决方案业务的毛利率为 17.6%，低于东华软件、中国软件等上市公司，主要原因是公司存在较多的转包合同，导致毛利率水平偏低。我们认为这并不影响公司的高成长，由于政府及央企客户的缘故，过去这种情况一直存在，我们认为将来随着客户群的不断扩大及业务改善，公司的行业解决方案毛利率水平有进一步提高的空间。近期业务的主要看点是应急平台建设及数据中心业务。

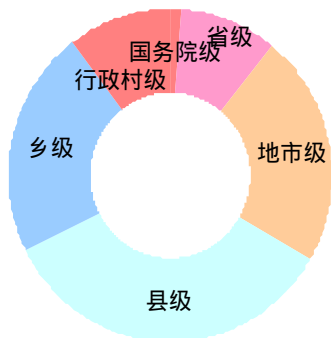
三、公共安全事件频发促使应急指挥平台建设加速

应急平台主要包含三个层面，(1) 基础环节的机房、硬件等；(2) 技术支持层的计算机网络、指挥调度；(3) 应急管理層（应用）及八大系统。应急业务中软硬件比例超过 3:7，其中软件部分利润很大，软件基础模块重合度是 70%，能节省一定的人员成本。一个应急项目大概需要 20-50 人，完全上线需要 3-5 个月。应急指挥业务主要包括综合应急和专项应急。

(一) 综合应急平台业务空间巨大

国家十三五规划要求应急建设覆盖到省级，十二五要求覆盖到村级。国务院一期工程投入约 1 亿元，每年还需几千万元跟进投资以不断完善；省级平台建设一期工程一般需 5000-6000 万元；地市级 3000 万元；县级在 1000-2000 万；乡级 500-1000 万；行政村级根据人员数量，一般 50-100 万。需要按照国家应急体系建设一级规划，要求今年把省级平台建设好。

图 4：各行政单位应急指挥业务规模分布



资料来源：国家统计局，统计年鉴，中国银河证券研究部

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，在部委及省、市、县等各级地方政府级也有资源整合方案。公司应急指挥业务列为 2009 年十大科技专项中的一项，同时，在 2009 年承担了国务院的应急平台建设。目前国务院应急平台已经建设完成，公司开始承接省级业务，省级平台建完后才会建地市级平台。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，以此推算明年应急业务会有爆发式增长，我们认为存在翻倍的可能。

（二）专项应急平台亟待建设

2009 年以来各类突发事件很多，汶川地震、水灾、矿难层出不穷，各部委及各级地方政府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，卫生系统已经推广到地市级。我国约有 100 多个部委级单位需要专项应急平台支持，卫生部的应急业务规模约为 6000 多万，省级 2000 多万。公司今年已经参与了广电总局的应急系统、中石油总部应急平台（订单约为 3000-5000 万，预计年底上线，我们预计 2011 年将确认收入）。在专项应急领域，公司有含卫生、航天、部队、公安等领域在内的专项应急指挥系统，不仅在 SARS 之后承担了卫生应急指挥平台建设及中西部地区 22 个省卫生监督执法信息数据库建设项目，还承担了神舟航天载人飞船计算机指挥系统、多个部队和集团军的指挥自动化系统、海淀公安指挥中心指挥系统、北京人民警察学院指挥系统、北京防汛抗旱指挥中心指挥系统等多个项目。

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。

表 3：应急指挥业务未来市场潜力巨大

级别	项目投资（百万元）	数量	最终覆盖率	总规模（亿元）
国务院级	100-200	1	100%	2.00
省级	50-60	32	100%	16.00
地市级	30	255	50%	38.25
县级	5-10	5724(含 856 个市辖区、369 个县级市、1638 个县、2861 个县级行政区)	20%	57.24
乡级	1-5	37334	10%	37.33
行政村级	0.5-1	691510	5%-8%	17.29
合计				168.11

资料来源：国家统计局，统计年鉴，中国银河证券研究部

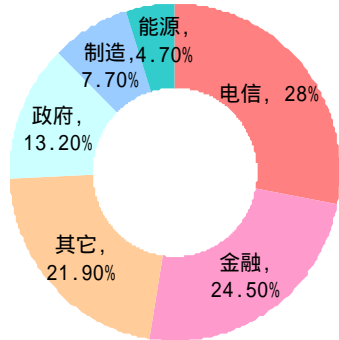
四、数据中心业务随云计算兴起进入高速增长期

数据中心作为机构信息系统的运行中心、测试中心和灾备中心，承担着机构的核心业务运营、信息资源服务、关键业务计算、数据存储和备份，以及确保业务连续性等重要任务。

近一两年来，随着国内基础设施建设投资加快及 IT 行业应用进一步深化，数据集中化处理、面向业务的数据整合 IT 应用需求呈快速上升趋势，汶川地震、玉树地震等自然灾害不断发生，使得容灾备份 IT 应用快速增长，金融、电信、政府、能源、交通等行业数据中心建设进入高峰期。预计在未来的五年里，全球最大的 1000 家企业将有 70% 以上将对数据中心进行重大改造，数据中心作为业务运行中枢，随着云计算技术的成熟在未来 5-10 年将保持高速增长。

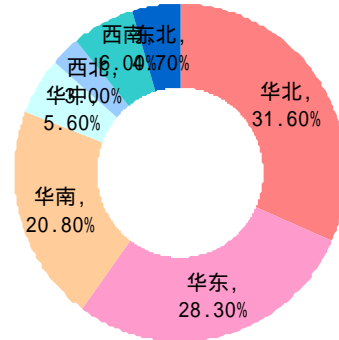
目前国内正在建设数据中心的的企业占 12%，建设成功的约占 14.4%，大部分企业仍然在规划阶段，我们认为，国内数据中心大规模建设刚刚起步，未来增速将加快。

图 5：2009 年国内数据中心投资行业比例



资料来源：CCID，中国银河证券研究部

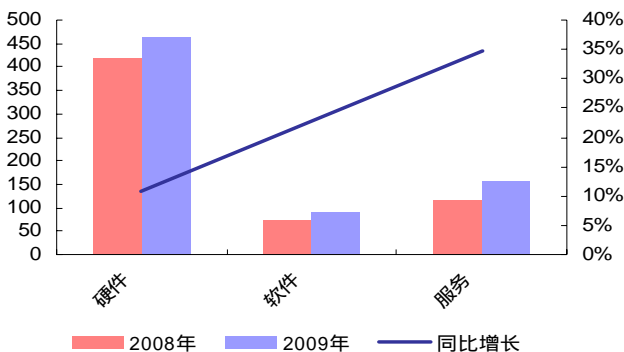
图 6：2009 年国内数据中心区域分布



资料来源：CCID，中国银河证券研究部

2009 年中国数据中心投资中，服务器、存储、机房产品等硬件设备投资额为 465.1 亿元，同比增长 10.7%；软件投资额为 91.5 亿元，同比增长 22.7%；包括咨询、运维等在内的服务投资总额为 155.4 亿元，同比增长 34.8%。硬件设备依然占据较大比重，软件和服务的投资增长较快。

图 7：国内传统数据中心业务软硬件占比



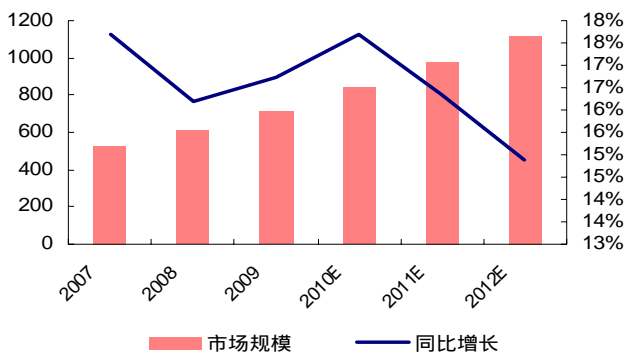
资料来源：CCID，中国银河证券研究部

国内电信、金融行业数据中心的建设较早，投入较大，应用相对成熟，但是由于过去数据中心主要是系统集成技术，一方面各数据中心的数据信息不能共享，另一方面各个数据中心的资源能力也不能相互调度，使传统的服务器和网络设备的利用率仅在 20%-30% 之间，效率低。

预计随着云计算技术的成熟，新一代数据中心具备虚拟化特征，能通过云计算技术实现各个业务系统之间的资源相互调度，整合、优化现有服务器的资源和性能，实现资源扩展，降低投资成本，灵活、动态地满足业务发展的需要，大大降低 IT 成本。

由于国内处在信息化建设投入的快速成长期，在政府、电信、金融、能源等重点行业的带动及政府经济刺激计划促进下，预计到 2012 年，中国数据中心市场规模将达到 1120 亿元。而随着 IT 建设的不断深入及云计算技术的发展，厂商与用户之间的博弈将达到平衡，新一代数据中心业务市场将会爆发，预计 2009 至 2013 年的国内新一代数据中心市场规模复合增长率将会达到 24.5%。

图 8：国内数据中心市场规模将持续快速增长



资料来源：CCID，中国银河证券研究部

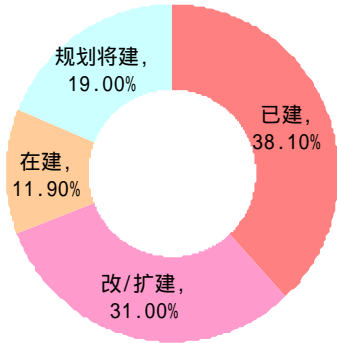
目前，国内大型金融企业灾备中心建设、传统数据中心更新改造加快，城商行、农村信用社、股份制商业银行发展迅速，IT 系统建设投入快速增长；另外，由于 3G 网络部署加快，三大运营商竞争更为激烈，互联网音视频业务的爆发式增长以及电子商务的应用拓展极大地带动了数据中心市场的发展；第三，国内政府信息化建设正进入统筹规划、集中建设的理性发展阶段，政府正在趋于利用数据中心 IT 设施及统一的应用服务环境建设改变由各部门分别构建网站和应用系统的做法，为政府部门的信息化建设提供安全可靠的服务，以提高行政质量和效率，增强政府监管和服务能力，促进社会监督。政府数据中心的建设主要是数据集中存储与处理、政府超算中心、政府灾备中心三类。

作为公司今年的重点业务方向，公司在技术支持、数据存储、交换方面都具有较强优势，即便是 IBM、惠普等外企也都是分包给国内公司做，类似惠普一样做整体方案的厂商国内公司还没有，整体竞争格局分散，来自国内的竞争对手主要是过去做系统集成的老牌厂商，与之相比公司包袱轻、优势更多，预计未来公司有机会在金融、电信、能源等几大行业央企及政府数据中心建设中占据四分之一以上的市场份额。

目前公司数据中心业务的主要客户是金融行业，如银行、保险、证券（营销中心、call-center 都需要数据中心，国内 call-center 的建设力度在不断加大）；其次是大企业和政府。一般每家订单在亿元级别。公司数据中心业务在 2009 年以来保持了很高的增速，目前已跟踪的项目就

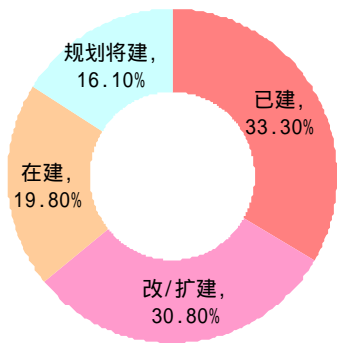
有 20 多个，预计未来发展将进一步加快。

图 9：2009 年中国金融行业数据中心建设现状



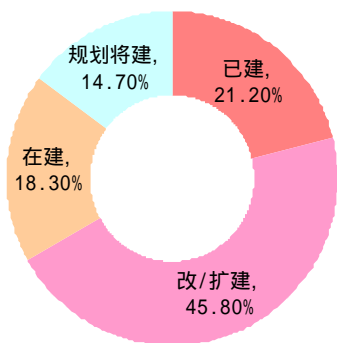
资料来源：CCID，中国银河证券研究部

图 11：2009 年中国电信行业数据中心建设现状



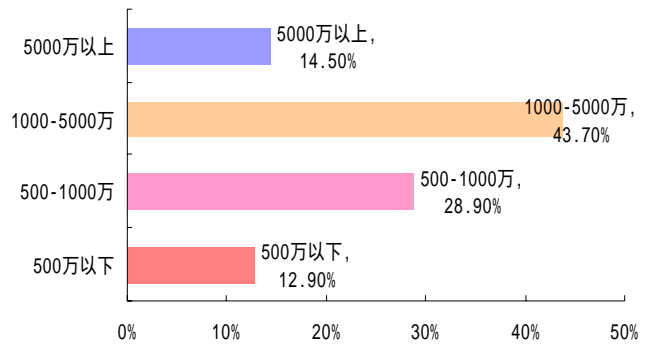
资料来源：CCID，中国银河证券研究部

图 13：2009 年中国能源行业数据中心建设现状



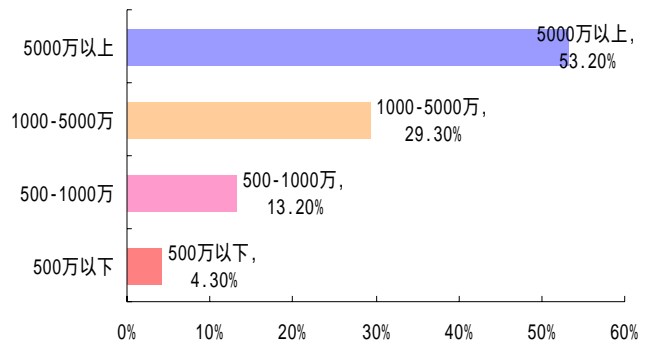
资料来源：CCID，中国银河证券研究部

图 10：2010 年中国金融行业数据中心投资预算



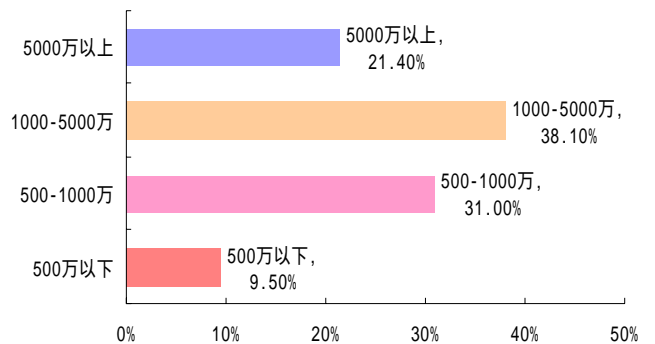
资料来源：CCID，中国银河证券研究部

图 12：2010 年中国电信行业数据中心投资预算



资料来源：CCID，中国银河证券研究部

图 14：2010 年中国能源行业数据中心投资预算

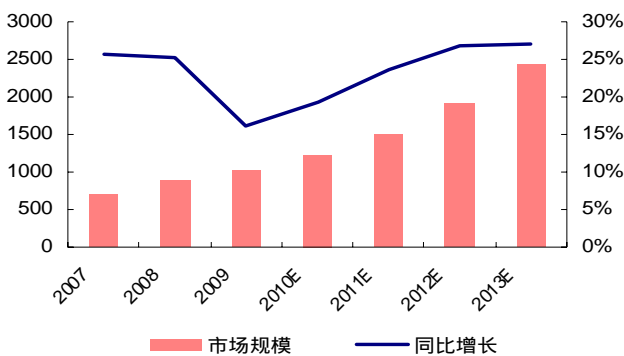


资料来源：CCID，中国银河证券研究部

五、IT 咨询业务增速将快于其它业务增长

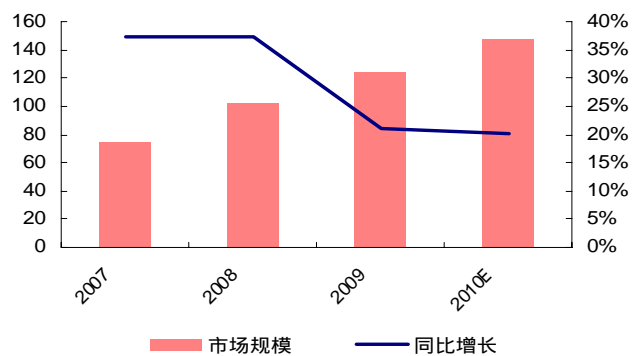
IT 咨询服务是指与 IT 相关的、协助管理层进行决策的一种规划性服务，包括系统外包战略、IT 和网络规划、IT 架构评估、系统集成运行性分析、技术系统和网络设计、供应商评估和维护规划。2009 年中国 IT 咨询市场规模达到 123.63 亿元，同比增长 21.09%，预计 2010 年国内 IT 咨询市场规模达到 148.42 亿元，同比增长 20.05%。

图 15：中国 IT 服务市场规模增长迅速



资料来源：CCW，中国银河证券研究部

图 16：中国 IT 咨询服务市场规模持续较快增长



资料来源：CCW，中国银河证券研究部

目前国内 IT 服务市场属于极度分散型市场，分布着大量的 IT 服务商，其规模实力和服务能力差异巨大，无论是 IBM、惠普等，还是太极、浪潮等本土品牌企业，在中国 IT 服务市场的占有率都不足 10%。虽然中国 IT 服务市场厂商众多，整体市场集中度较低，但品牌向集中化方向发展的趋势明显。

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的部门，迫切需要国内 IT 企业作为服务商，我们认为，国内 IT 企业在经历了长期积累之后，将逐步向高端 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的 IBM。目前国内系统集成起家的大型 IT 企业均处于转型期，太极股份的 3S 战略及应急指挥、数据中心等亮点业务将使公司走得更远。

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。今年公司引入了大量的 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仍在快速增长，增速超过其他业务增长。

我们认为其能保持高增长的主要原因是：

目前在 IT 投资规模比较大的行业里，有机会争取到一定的市场份额、达到上千万咨询费的本土 IT 咨询企业很少，现在由于公司在解决方案方面有案例突破，IT 咨询业务刚好可以和解解决方达成协同效应，因此除了承接政府项目之外，公司开始有机会和 IBM、惠普竞争，开始在高端市场挤占外企 IT 咨询的市场份额。

另外，由于本土企业可靠性好，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。

公司已经做过环保部的重点污染监控及环保专业化咨询项目、工信部、国资委的项目，并

希望进一步给中石油、中石化、国家电网等 IT 支出较大的能源行业做咨询。2007 年金额 100 万元以上项目为 9 个，2008 年增加为 18 个，预计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。IT 咨询项目毛利都很高，如果项目能正常执行，净利率水平在 2-3 年内能够维持在高水平，其中较高者可到 30-40%，最低也有 20% 以上的净利润率水平。

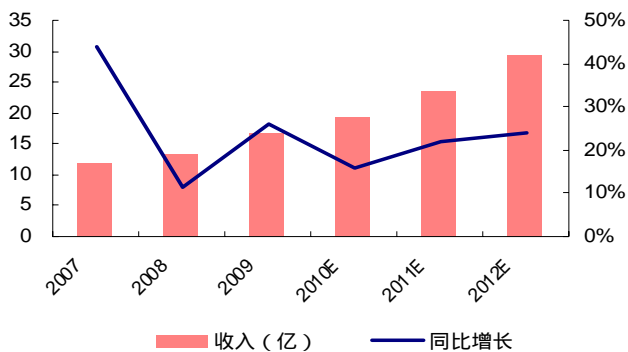
六、估值及投资建议

由于公司在 2009 年已获得超过 20 亿元订单，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 1.70 元，对应 PE 分别是 57、42、30，PEG 是 1.1，和 TMT 行业个股估值相当，但公司有更可靠的成长性。

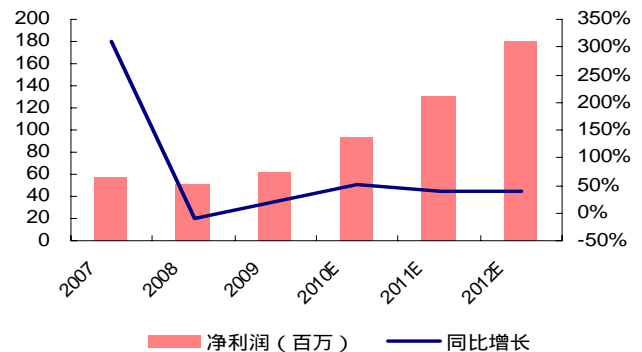
我们看好公司的增长前景，并维持投资评级：推荐。

图 17：太极股份历史收入增长及未来三年预测



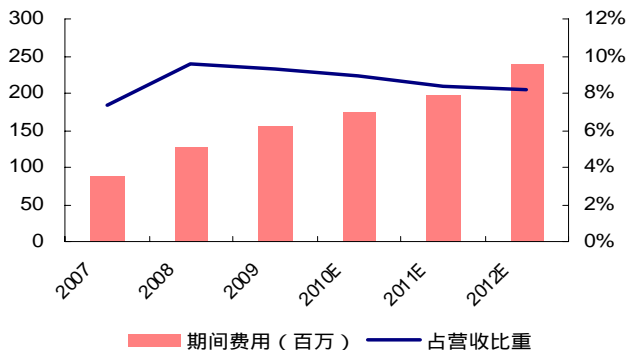
资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部

图 18：太极股份历史盈利增长及未来三年预测



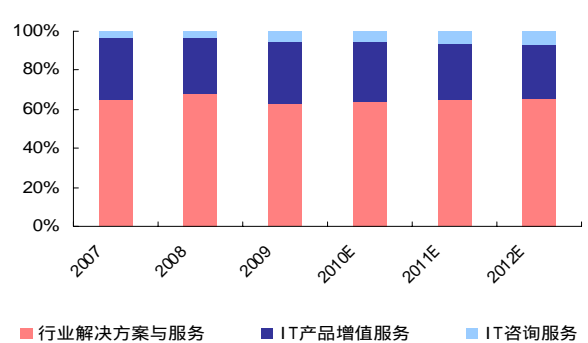
资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部

图 19：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 20：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 4：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	1917.1	2354.1	2937.1	845.2
YoY		11.4%	26.0%	14.1%	22.8%	24.8%	
总成本	1027.6	1132.7	1418.5	1617.3	1974.5	2449.0	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 5：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	75.7	62.2	57.1	42.0	30.4
融资活动现金流	-23	-1	688	27	32	P/S	2.9	2.3	2.7	2.2	1.7
现金净变动	56	136	865	223	287	P/B	21.9	16.2	5.1	4.6	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	57.9	39.3	44.2	31.2	20.2

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部

表 6：绝对估值-DCF 预测

(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	Ke	13.50%	估值		G				
						0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
永续增长率	3.00%	Kd	0.00%	WACC	6.09%	89.57	93.84	98.96	105.18	112.93
终值	22931	t	15.57%		6.59%	83.63	87.10	91.20	96.10	102.06
企业价值	787223	Rf	4.50%		7.09%	78.54	81.41	84.74	88.66	93.36
非核心资产价值	176075	E(Rm)	12.00%		7.59%	74.15	76.54	79.28	82.47	86.24
债务价值	1368	Rm - Rf	7.50%		8.09%	70.32	72.33	74.61	77.24	80.30
股权价值	785855	D/A	0.27%		8.59%	66.96	68.65	70.57	72.77	75.29
股本	9879	E/A	99.73%		9.09%	63.98	65.43	67.05	68.90	71.00
每股价值(元)	79.55	Beta	1.20							

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部

表 7：太极股份相对估值

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	22.25	0.07	0.28	0.44	0.68	78	51	33	226	50	0.23
600718	东软集团	16.06	0.68	0.48	0.59	0.72	33	27	22	1228	197	-4.14
600410	华胜天成	16.99	0.00	0.43	0.57	0.72	39	30	24	505	86	2.40
002232	启明信息	21.9	0.31	0.38	0.63	0.94	57	35	23	292	64	1.42
002414	高德红外	31	0.61	0.67	0.90	1.11	46	34	28	300	93	1.01
002415	海康威视	90.04	1.57	1.98	2.67	3.51	45	34	26	500	450	1.12
002368	太极股份	51.8	0.83	0.91	1.23	1.70	57	42	30	99	51	1.12
均值			0.58	0.73	1.00	1.34	51	36	27	450	142	1.22

资料来源：wind，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

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。

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