

中国 IT 服务的领军企业

- 天玑科技深度分析报告

报告关键点:

- 国内领先的第三方IT服务提供商,核心客户保有率100.00%
- 第三方IT服务市场以年均23.59%增幅快速增长,2012年达到235.2亿元
- 远程运维服务市场空间广阔,公司先发优势明显

报告摘要:

- 国内领先的 IT 基础设施第三方服务提供商。公司主营业务是为政府和企事业单位的数据中心 IT 基础设施提供第三方服务,包括:IT 支持与维护服务、IT 专业服务、IT 外包服务。公司是国内少数有能力并有规模提供一站式服务的专业化第三方 IT 服务商之一。
- 国内外 IT 基础设施第三方服务市场快速增长。近年来在电信、金融、政府等高端客户的带动之下,越来越多的企业将 IT 的运维和支持服务从自行管理变成外包,交给专业服务商进行管理。此外,物联网、移动互联网、云计算等新兴业态的快速成长将带动市场对于 IT 服务的需求。预计 2010-2012 年我国 IT 基础设施第三方服务市场将以年均 23.59% 的速度增长,2012 年市场规模将达到 235.2 亿元。
- 公司面向存量与增量市场,客户资源优质稳定。从 2004 年到 2010 年底,公司的客户数量从 50 余家发展到 400 余家,主要为电信、金融、交通、政府等支付能力强、信息化水平高的客户,如中国移动、中国电信、中国联通、中国邮政储蓄银行、上海地铁等。历年来公司的核心客户保有率 100.00%。
- 业务可复制性有利于公司拓展新领域。数据中心 IT 基础设施服务具有较强的业务可复制性。公司凭借在电信、金融、交通、政府等领域的众多成功案例和经验,有望快速切入其他行业,拓展新的业务领域。
- 行业壁垒有利于公司扩张业务空间。技术、人才、品牌等壁垒增加了新进入者的难度,为行业内已占据优势的企业提供了扩张业务、跑马圈地的机会。公司决策层已敏锐地把握住这一发展的有利时机,正加快全国性布局,从华东区域向全国拓展。
- 远程运维服务市场空间广阔,公司先发优势明显。预计到 2013 年,全球远程运维服务的市场规模将从 2008 年的 60 亿美元增加至 200 亿美元。公司已经先于绝大部分国内企业提前涉足该领域,目前公司承接了上海地铁、外高桥码头等单位的远程运维业务。在募投项目中,公司将扩建远程运维中心,从而为更多地承接该类业务以及未来进入海外市场打下坚实的硬件基础。
- 盈利预测与估值:预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.90、1.31 和 1.87 元。考虑到公司在行业内的领先地位以及远程运维、云服务模式的广阔前景,我们给予公司 2011 年 40 倍 PE,目标价 36 元,首次给予买入-A 投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	123.7	169.3	240.7	341.8	484.5
Growth(%)	33.3%	36.8%	42.2%	42.0%	41.7%
净利润	29.9	43.66	60.56	87.67	125.02
Growth(%)	38.2%	46.06%	38.71%	44.76%	42.60%
毛利率(%)	60.1%	59.3%	58.9%	59.0%	59.6%
净利润率(%)	24.2%	25.8%	25.2%	25.6%	25.8%
每股收益(元)	0.45	0.65	0.90	1.31	1.87
每股净资产(元)	1.07	1.72	7.25	7.91	8.84
市盈率	65.6	44.9	32.4	22.4	15.7
市净率	27.3	17.0	4.0	3.7	3.3
净资产收益率(%)	41.6%	37.8%	12.5%	16.6%	21.1%
ROIC(%)	73.1%	143.0%	103.6%	52.7%	51.4%
EV/EBITDA	41.9	29.5	21.8	15.4	10.7

评级:

买入-A

上次评级:

目标价格:

36.00 元

期限: 6 个月 上次预测:

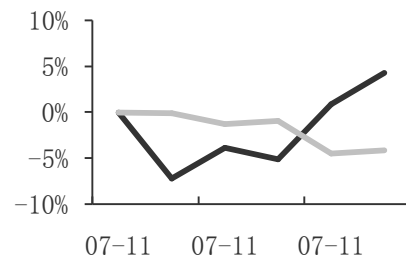
现价(2011 年 07 月 27 日): 29.40 元

报告日期:

2011-07-28

总市值(百万元)	1,961.76
流通市值(百万元)	398.21
总股本(百万股)	67.00
流通股本(百万股)	13.60
12 个月最低/最高	25.70/29.58 元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12 个月股价表现



— 天玑科技 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.91	12.11	(1.66)
绝对收益	4.27	4.27	4.27

侯利

 021-68763972
 执业证书编号

胡又文

 021-68766271
 执业证书编号

高级行业分析师

 houli@essence.com.cn
 S1450511020031

助理行业分析师

 huyw@essence.com.cn
 S1450511050001

前期研究成果

目录

1. 国内领先的 IT 基础设施第三方服务提供商	4
2. IT 基础设施第三方服务 - 大有前途的新兴行业	5
2.1. 数据中心是信息系统运转的支撑平台	5
2.1.1. 信息系统的组成	5
2.1.2. IT 基础设施是数据中心的关键部分	5
2.2. IT 基础设施第三方服务的必要性	6
2.3. 国外 IT 基础设施第三方服务已成规模	6
2.4. 国内 IT 基础设施第三方服务快速增长	7
3. 公司竞争优势分析	8
3.1. 行业地位领先	8
3.1.1. 公司是专业第三方服务的龙头企业，盈利能力出众	8
3.1.2. 电信行业 IT 基础设施第三方服务名列前茅	9
3.2. 优质稳定的客户资源	9
3.3. 技术力量雄厚的专业团队	10
3.4. 独特的一站式服务优势	11
3.5. 创新的绿色 IT 服务理念	11
4. 盈利模式稳定，快速增长可期	11
4.1. 公司正处在快速成长期	11
4.2. 专业化第三方服务优势有利于公司拓展新客户	13
4.3. 业务可复制性有利于公司开拓新领域	13
4.4. 行业壁垒有利于公司扩张新网络	13
5. 募投项目分析	13
5.1. IT 基础设施支持与维护服务区域扩展项目	14
5.2. IT 管理外包服务项目	15
5.3. 数据中心创新服务项目	16
6. 盈利预测和估值	16
6.1. 盈利预测	16
6.2. 估值分析	17
7. 主要风险点	18
7.1. 公司收入对电信行业依赖较大的风险	18
7.2. 市场竞争加剧的风险	18
7.3. 市场区域相对集中的风险	18

图目录

图 1 公司股权结构图	4
图 2 2007-2010 年公司营业收入和增长率	5
图 3 数据中心是信息系统的核心	5
图 4 数据中心 IT 基础设施的构成	6
图 5 美国七大著名 IT 公司的 IT 服务规模（单位：十亿美元）	7
图 6 印度四大著名 IT 公司的 IT 服务规模（单位：十亿美元）	7
图 7 2007-2009 年中国数据中心 IT 基础设施服务市场规模	8
图 8 2009-2012 年中国数据中心 IT 基础设施第三方服务市场规模预测	8
图 9 数据中心 IT 基础设施专业第三方服务商与非专业第三方服务商毛利率对比	9
图 10 2004-2010 年公司客户数量快速增长	10
图 11 2007-2010 年公司营业收入构成情况（单位：万元）	12
图 12 2008-2010 年公司各项业务的毛利率情况	12
图 13 数据中心服务外包的演变趋势：软硬件维护基础外包向数据中心整体外包过渡	14
图 14 天玑科技管理外包服务体系	15
图 15 云服务将成为数据中心第三方服务的重要模式	16

表目录

表一 公司为数据中心 IT 基础设施提供的服务内容	4
表二 数据中心 IT 基础设施专业第三方服务商对比	9
表三 2009 年公司在电信市场数据中心 IT 基础设施第三方服务的市场份额	9
表四 2010 年公司前十大客户合同签订情况	10
表五 公司管理层都具有丰富的管理和行业工作经验	10
表六 2010 年同行业可比上市公司经营情况	11
表七 公司 IPO 募集资金投资项目	14
表八 募投项目实施后第一年收入利润预测	16
表九 公司 2011-2013 年盈利预测	17
表十 IT 服务类公司估值水平一览 截止日期：2011-07-26	17

1. 国内领先的 IT 基础设施第三方服务提供商

公司主营业务是为政府和企事业单位的数据中心 IT 基础设施提供第三方服务。具体的服务内容包括：数据中心 IT 基础设施的 IT 支持与维护服务、IT 专业服务、IT 外包服务。公司凭借自主开发的服务实施软件工具，向用户提供远程服务和现场服务相结合的一站式 IT 基础设施服务，帮助客户提升 IT 系统的整体成效。

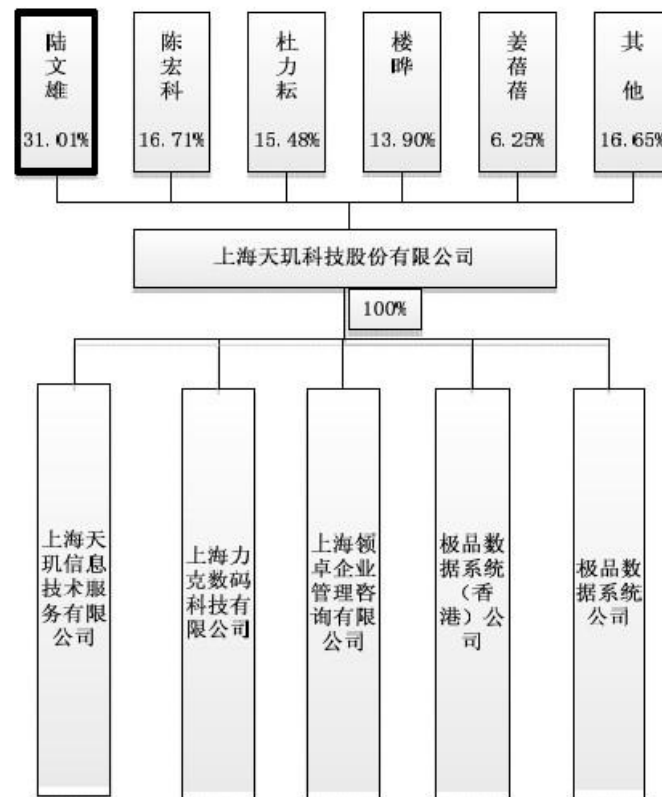
表一 公司为数据中心 IT 基础设施提供的服务内容

业务类型	定义	范围
IT 支持与维护服务	针对数据中心的软硬件产品提供维持其正常运转所需要的技术服务	硬件支持与维护服务（服务器、存储、网络设备等）、软件支持与维护服务（操作系统、数据库、系统管理软件、中间件、网络安全软件等）
IT 专业服务	为数据中心提供 IT 基础设施的系统咨询、系统设计、系统评估和技术实施服务	系统调优、设备配置、设备升级、设备搬迁等服务
IT 外包服务	企业为了提高工作效率，节约运营成本，解决本单位 IT 专业和管理人才短缺问题，将全部或部分数据中心 IT 基础设施技术服务和管理工作转交给专业的服务提供商来执行	数据中心 IT 基础设施管理服务外包、IT 资产管理服务外包、IT 资产设备外包（设备租赁）、灾难恢复及备份外包等服务

数据来源：公司调研，安信证券研究中心

公司的主要发起人为陆文雄、陈宏科、杜力耘、楼晔、姜蓓蓓5名自然人。董事长陆文雄持有1550.22万股，占本次发行前公司总股本的31.01%，为公司实际控制人。

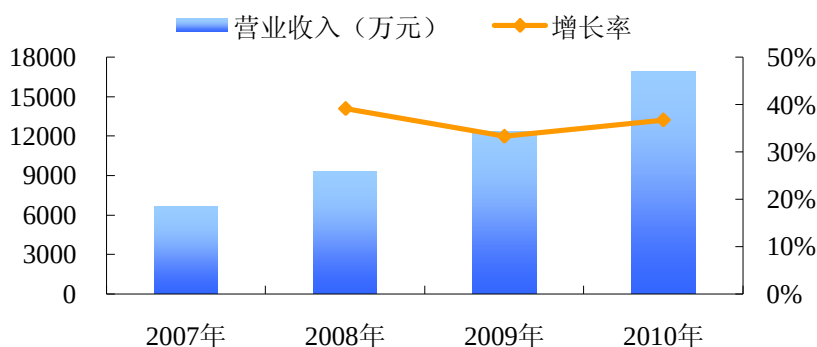
图 1 公司股权结构图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

经过多年积累，公司已经发展成为国内领先的IT基础设施第三方服务商。2007-2010年，公司的营业收入分别为6667.79万元、9282.14万元、12374.94万元和16928.65万元，年均复合增长率36.3%，呈现稳步增长的态势。

图 2 2007-2010 年公司营业收入和增长率



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司的目标是：通过 3-5 年的扎实工作，持续创新，强化核心竞争优势，着力打造行业第一知名品牌，成为国内 IT 基础设施第三方服务市场的领军企业。

2. IT 基础设施第三方服务 - 大有前途的新兴行业

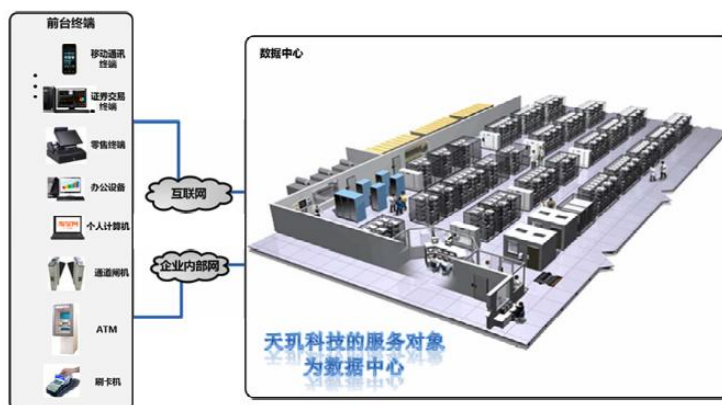
公司所从事的数据中心 IT 基础设施第三方服务，是信息化时代诞生的一个新兴行业，尽管在我国还处于起步阶段，但已经展现出良好的发展势头。为充分理解公司的发展潜力和投资价值，我们有必要对这一新兴行业做近距离考察。

2.1. 数据中心是信息系统运转的支撑平台

2.1.1. 信息系统的组成

无论多么庞大复杂的信息系统，都是由前台信息终端和后台数据中心组成。前台信息终端包括自动存取款机、证券交易终端、地铁进出闸机、办公计算机、刷卡机、家用电脑等。为前台终端提供数据支持的是后台数据中心，随着信息化的进一步发展，数据中心的重要性日益突出，数据中心是信息系统的核心，是信息系统运转的支撑平台。

图 3 数据中心是信息系统的核心

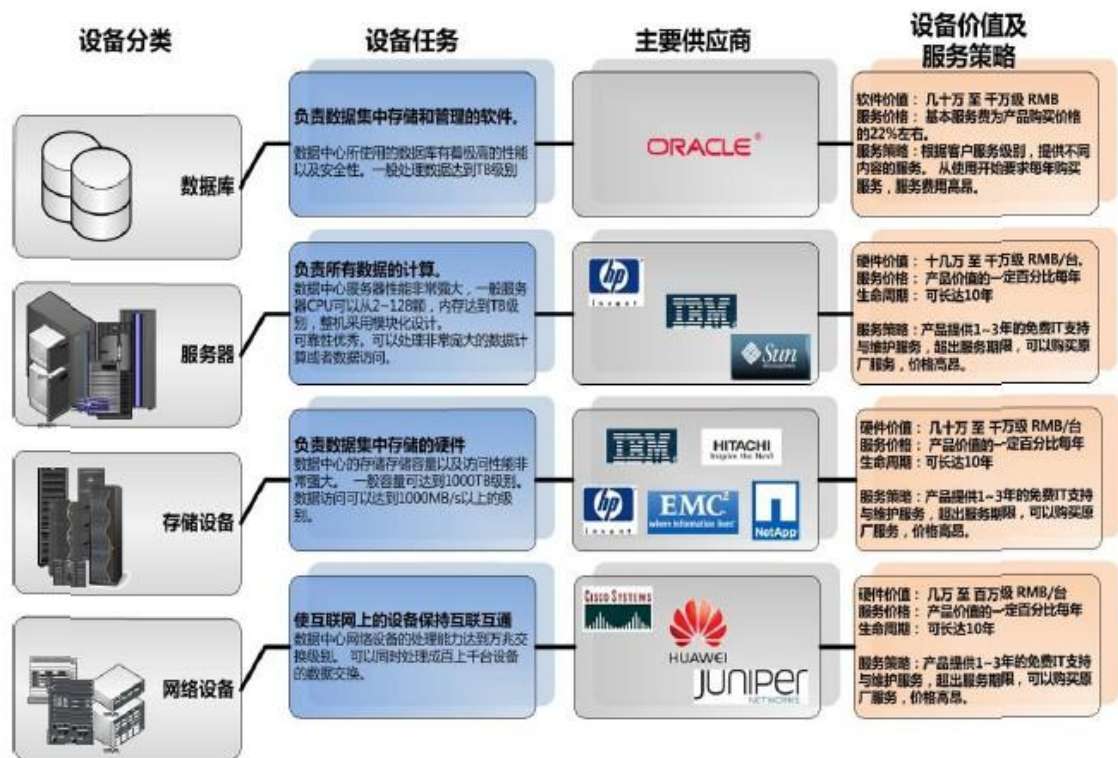


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.1.2. IT 基础设施是数据中心的关键部分

数据中心的 IT 基础设施是由服务器、存储、网络等设备，以及操作系统、数据库系统、中间件系统、备份系统等系统软件组成，这些设备和系统软件相互分工、相互合作，构成不可分割的一个整体。IT 基础设施的品牌众多，主要供应商基本是国外著名的厂商，如 IBM、HP、SUN、EMC、HDS、CISCO、ORACLE、SYBASE、BEA 等。每种品牌的设备和系统软件都有相应的服务支持技术，不同品牌之间的互联都有相应的标准，从而形成了技术繁杂、标准广泛的特点。

图 4 数据中心 IT 基础设施的构成



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2. IT 基础设施第三方服务的必要性

数据中心 IT 系统在完成建设期后投入运行，作为用户关键业务的支撑平台，需要一周七天，一天二十四小时的不间断地高效运行。这些 IT 系统的软硬件基础设施一旦发生故障，必须立即采取行动进行恢复，这就必须有专业化和不间断的服务保障。

在早期，服务一般由设备厂商或系统集成商提供，或由用户自己承担。设备厂商或系统集成商所提供的服务比较单一，往往受限于自身产品或代理产品技术覆盖的深度和广度。同时，用户还要面对产品原厂商的巨额服务费用和众多集成商的协调和管理工作；用户自主维护的瓶颈在于专业人员的匮乏，且从效率角度出发，单独维持一个专业维保团队，费用较高，性价比极低。

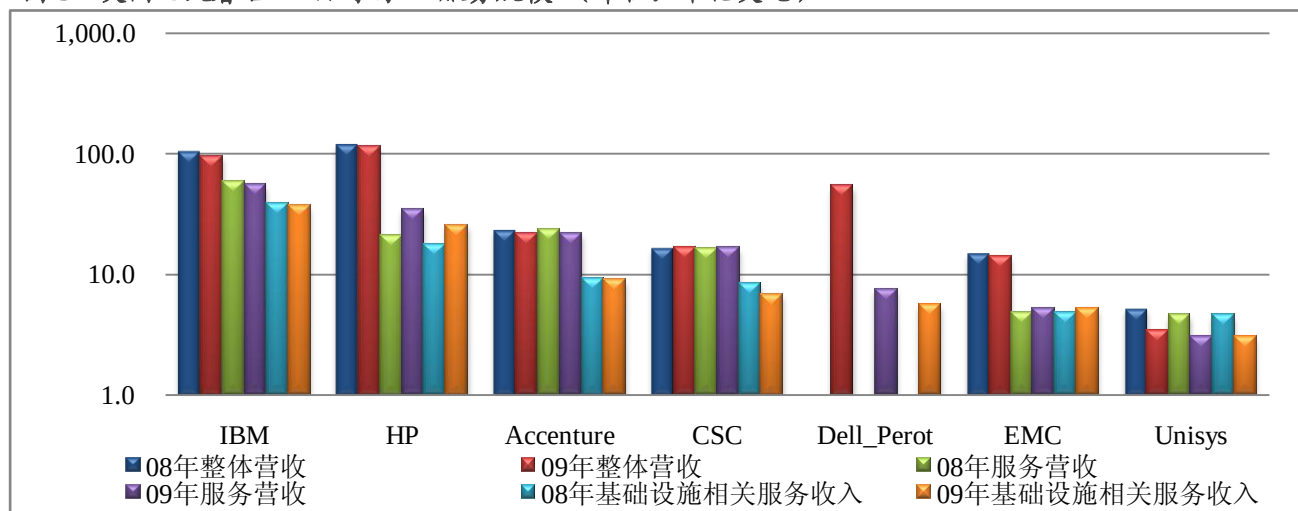
在此背景下，能够为数据中心 IT 基础设施提供服务的第三方服务应运而生。具有多品牌服务能力的第三方 IT 服务商竞争优势明显，既解决了原厂商服务技术覆盖面窄的问题，又解决了用户自我维护专业技术力量不足的问题，能够专业、高效地为用户提供统一、系统的“一站式”IT 服务以及解决方案。

数据中心 IT 基础设施的第三方服务商，使客户摆脱对产品原厂商的高度依赖和高昂的服务费用，也避免了对众多集成商的协调和管理的工作，使用户从技术复杂、整合难度高的基础设施运维中脱身出来，专注于自身业务发展，直接为客户带来降低成本、高效运维的价值，使这一市场在近年来获得高速增长。

2.3. 国外 IT 基础设施第三方服务已成规模

美国作为全球最大的 IT 服务市场，2009 年美国前七大 IT 服务商的 IT 基础设施相关服务收入超过 1000 亿美元。其中不只包括 IBM、HP、EMC 等国际知名 IT 设备供应商，诸如 Accenture、CSC、Unisys 等第三方服务商也占据了重要的位置。

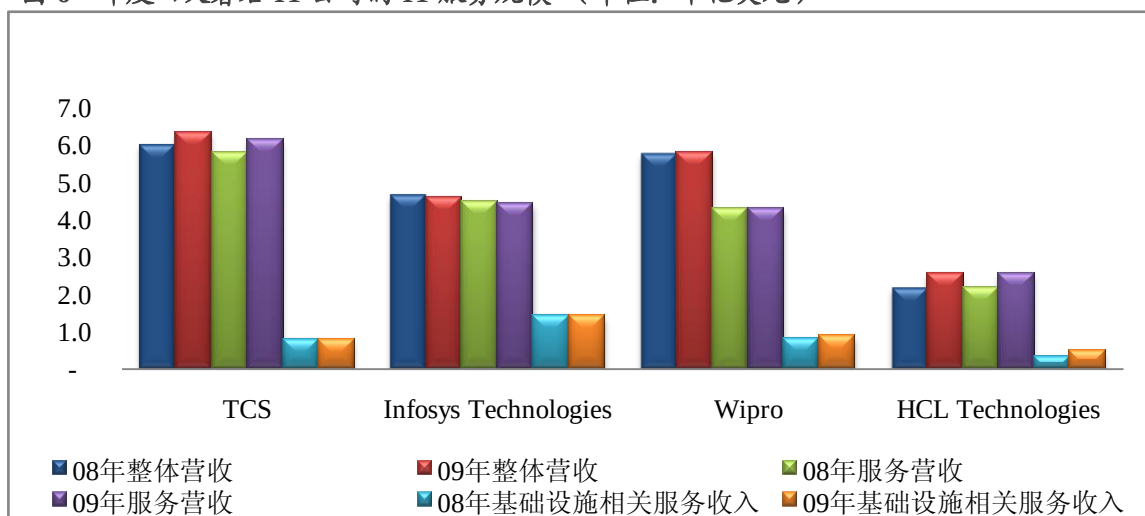
图 5 美国七大著名 IT 公司的 IT 服务规模（单位：十亿美元）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

与中国情况类似的近邻印度的 IT 服务发展值得借鉴。同样依靠低廉的成本和 IT 技术和基础设施优势，印度已成为全球 IT 服务外包的主要承接国。2009 年，印度四大著名 IT 公司的 IT 服务收入规模超过 170 亿美元。

图 6 印度四大著名 IT 公司的 IT 服务规模（单位：十亿美元）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

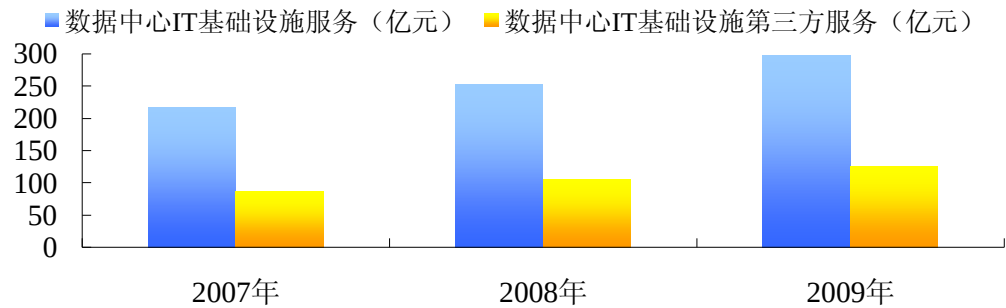
2.4. 国内 IT 基础设施第三方服务快速增长

目前第三方服务占据欧美 IT 服务市场近 7 成份额。但在中国，这个比例还不到 40%。

近年来在电信、金融、政府等高端客户的带动之下，越来越多的企业将 IT 的运维和支持服务从自行管理变成外包，交给专业服务商进行管理。IT 基础设施第三方服务市场已经启动并快速发展。

2007 年中国数据中心 IT 基础设施服务市场总体规模为 216.97 亿元，2009 年增长至 296.8 亿元，较 2007 年增长 36.79%；2007 年中国数据中心 IT 基础设施第三方服务市场规模为 85.85 亿元，2009 年增长至 124.6 亿元，较 2007 年增长 45.14%。高于整体市场规模的增长率。

图 7 2007-2009 年中国数据中心 IT 基础设施服务市场规模



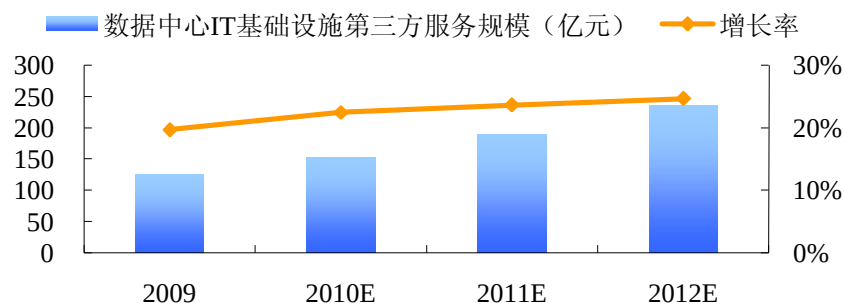
数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

近年来，国家也相继出台一系列扶持政策，如 2009 年 1 月国务院办公厅《关于促进服务外包产业发展问题的复函》、2009 年 2 月国务院《电子信息产业调整振兴规划》、2009 年 9 月中国人民银行、商务部、银监会、证监会、保监会、外汇局联合发布的《关于金融支持服务外包产业发展的若干意见》等，为数据中心 IT 基础设施第三方服务营造了优良的政策环境。

此外，物联网、移动互联网、云计算等新兴业态，究其机理也是建立在终端技术、网络技术以及数据中心技术发展之上而创立的商业模式。新兴业态的快速成长将带动市场对于 IT 服务的需求。

我们认为，随着国内客户对第三方服务的了解进一步深入，IT 基础设施第三方服务在国内的大幅增长将成为必然趋势。赛迪顾问预测，2010-2012 年我国数据中心 IT 基础设施第三方服务细分市场将以年均 23.59% 的速度增长，2012 年市场规模将达到 235.2 亿元。

图 8 2009-2012 年中国数据中心 IT 基础设施第三方服务市场规模预测



数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

虽然 IT 基础设施第三方服务市场正在持续扩大，但到目前为止，这个市场上还没有出现绝对的行业龙头企业，市场集中度还比较低。未来，随着全国性厂商从一二线城市向三四线城市深耕，以及区域性龙头逐步从本区域向全国性发展，部分在二三线城市发展的小型第三方服务厂商将逐步被兼并或消亡，市场集中度也将进一步提升。

3. 公司竞争优势分析

3.1. 行业地位领先

3.1.1. 公司是专业第三方服务的龙头企业，盈利能力出众

目前，国内数据中心 IT 基础设施第三方服务市场主要有两类企业：

第一类是以第三方服务为主的专业服务商，代表企业有天玑科技、北京银信长远科技股份有限公司、北京市新明星电子技术开发公司等。公司是其中唯一一家工信部国家

信息技术服务标准（ITSS）工作组全权成员，受邀请参加工信部信息技术服务行业标准制定。

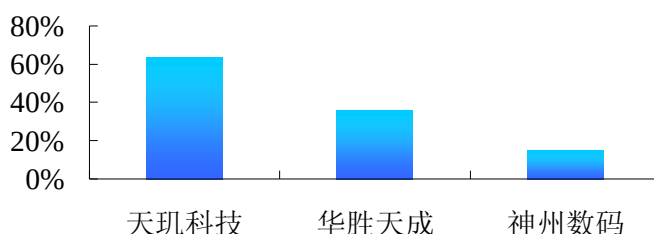
表二 数据中心 IT 基础设施专业第三方服务商对比

服务商	2009 年营业收入（亿元）	市场份额
天玑科技	1.22	1.1%
银信科技	0.63	0.6%
新明星	0.60	0.5%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

第二类是以代理服务为主的非专业第三方服务供应商，代表企业有神州数码、华胜天成等。他们在代理产品时，也会应部分客户要求提供IT服务。由于他们需要将IT服务的大部分转交给原厂商来完成，自身只能获得少数IT服务收入，因而拉低了其IT服务业务的综合毛利率。

图 9 数据中心 IT 基础设施专业第三方服务商与非专业第三方服务商毛利率对比



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

公司作为 IT 基础设施服务的第三方专业服务商，毛利率远高于非专业第三方服务提供商。

公司已经成为数据中心 IT 基础设施服务行业中的知名企业，其市场竞争优势来源于公司长期积累的深厚的服务经验、成熟的经营管理模式和敏锐的技术创新能力。

3.1.2. 电信行业 IT 基础设施第三方服务名列前茅

电信行业对IT系统质量的依赖程度非常高，但基于业务保密性和系统安全性的考虑，运营商选择IT服务商通常较为谨慎。2009年，公司在电信行业数据中心IT基础设施第三方服务市场中排名第四，市场占有率达到2.10%。

表三 2009 年公司在电信市场数据中心 IT 基础设施第三方服务的市场份额

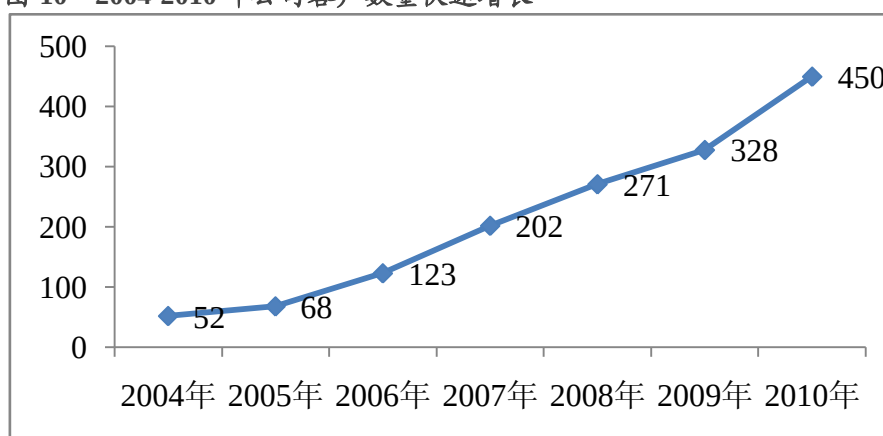
服务商	2009 营业收入（亿元）	市场份额
电信系统集成	3.25	11.00%
神码系统集成	1.24	4.20%
联通系统集成	0.89	3.00%
天玑科技	0.62	2.10%
华胜天成	0.59	2.00%

数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

3.2. 优质稳定的客户资源

从2004年到2010年底，公司的客户数量从50余家发展到400余家，年均复合增长率达到43.3%。

图 10 2004-2010 年公司客户数量快速增长



数据来源：公司调研，安信证券研究中心

公司客户有如下特点：

(1) 优质稳定，支付能力强。公司客户主要为电信、金融、交通、政府等支付能力强、信息化水平高的客户，如中国移动、中国电信、中国联通、中国邮政储蓄银行、上海地铁等。

(2) 核心客户保有率100%。公司通过发现和满足客户不断发展变化的需求，为其持续提供第三方服务，最终与客户建立长久的共赢关系，不断提高客户的满意度，客户黏性极高。

表四 2010 年公司前十大客户合同签订情况

序号	客户名称	首次合同签订时间	已服务年限
1	中国移动通信集团浙江有限公司	2003.1	8 年
2	中盈优创资讯科技有限公司	2007.7	4 年
3	中国银联股份有限公司	2008.11	3 年
4	中国联合网络通信有限公司浙江省分公司	2005.5	6 年
5	中国移动通信集团江苏有限公司	2004.12	7 年
6	中国电信股份有限公司浙江分公司	2005.4	6 年
7	上海申通地铁集团有限公司	2004.8	7 年
8	上海市公安局	2008.4	3 年
9	中国移动通信集团广东有限公司	2009.4	2 年
10	中国邮政储蓄银行有限责任公司	2009.7	2 年
10	中国邮政集团公司	2009.7	2 年

数据来源：公司调研，安信证券研究中心

3.3. 技术力量雄厚的专业团队

公司的管理层及核心技术人员大多具有IT知名跨国企业工作经历，包括惠普、IBM、阿尔卡特等，这一方面使公司与全球IT基础设施供应商保持了较好的合作关系，另一方面也使得管理层拥有丰富的管理经验，能够有效应对业务快速发展所带来的问题和挑战。

表五 公司管理层都具有丰富的管理和行业工作经验

姓名	职位	行业从业时间	行业经验
陆文雄	创始人/董事长	20 年	原阿尔卡特移动全国营销总监，原惠普电信行业销售副总经理
刘万昌	总经理/CEO	29 年	原中国惠普副总裁/电信行业销售总经理
陈宏科	首席技术官	18 年	原宝钢，康柏，惠普华东/华南区技术顾问经理

杜力耘	财务总监	13 年	原惠普技术顾问经理
姜蓓蓓	上海分公司总经理	17 年	原中国惠普华东区销售总经理
楼晔	杭州分公司总经理	13 年	原 IBM 技术支持经理
邓伟	广州分公司总经理	19 年	原 IBM 资深技术服务经理, NetApp 华南区技术经理
丁毅	南京分公司总经理	27 年	原科联中国区销售总监, 思华总裁
滕长春	北京分公司总经理	11 年	原长江计算机副总工程师
彭玉龙	综合服务部总经理	26 年	原中国惠普咨询服务部总经理
周全	武汉分公司总经理	16 年	原惠普电信业务华中区销售经理

数据来源: 公司调研, 安信证券研究中心

公司管理团队长期稳定, 具有国际化视野, 拥有丰富的成长性业务管理经验。由于多年来专注于数据中心的IT基础设施服务领域, 因而对市场发展有着前瞻性的把握。团队具有较强的创新意识、学习能力和执行能力, 持续不断地对业务模式进行探索和创新, 使公司成为中国本土IT基础设施第三方服务市场的领先者。

3.4. 独特的一站式服务优势

随着客户的数据中心越来越复杂, 一站式服务是国内广大客户所欢迎的IT服务方式, 而公司是目前国内少数有能力并有规模提供此类服务的专业化第三方IT服务商之一。

公司通过多年的持续管理创新和技术研发逐步建立了独特的一站式服务系统, 包括两个方面: 一方面是多品牌跨平台一站式服务, 主要指为不同硬件品牌 and 不同软件平台所提供的综合性服务, 区别于单一供应商提供的针对性服务; 另一方面是多层次多种类一站式服务, 如定期设备和系统环境检查、技术支持响应、故障解决、部件更换等IT支持与维护服务, 结构调整、优化性能、设备搬迁、数据迁移等IT专业服务及专人驻场、远程运维和系统托管运维等多种形式的IT外包服务。

一站式服务优势体现在: 增加公司业务的延展性, 能够在已有客户中不断推广其他类型的产品和服务, 有利于提高客户的稳定性, 提升公司的竞争力。

3.5. 创新的绿色 IT 服务理念

数据中心日益庞大, 能耗也越来越大。最新的统计数据显示, 用于能源消耗 (包括供电、制冷等) 的投资已经占到了数据中心投入的48%, 超过了IT设备的投资。

当前, 绿色IT已经成为世界各国尤其是发达国家重点关注的主题之一。在Gartner公司2008年、2009年关于未来10大战略技术预测中, 绿色IT更是压倒云计算、虚拟计算等热门技术, 连续两年入围。

针对数据中心过度消耗能源问题, 公司明确提出了绿色IT服务战略, 首先通过整合数据中心软硬件资源, 并进行合理的计算效能规划和散热控制来提高整体IT计算体系的效能; 即通过更少的物理资产做更多事情, 降低基础设施的能源需求, 同时扩展容量并实现更高的灵活性。其次, 开发适合中国实际情况的数据中心节能服务, 例如可以大规模降低数据中心空调耗能的节能服务。

4. 盈利模式稳定, 快速增长可期

4.1. 公司正处在快速成长期

较之同行业可比上市公司, 公司的主营业务收入、净利润、毛利率等指标的增长率都处于领先地位, 公司正处在快速增长期。

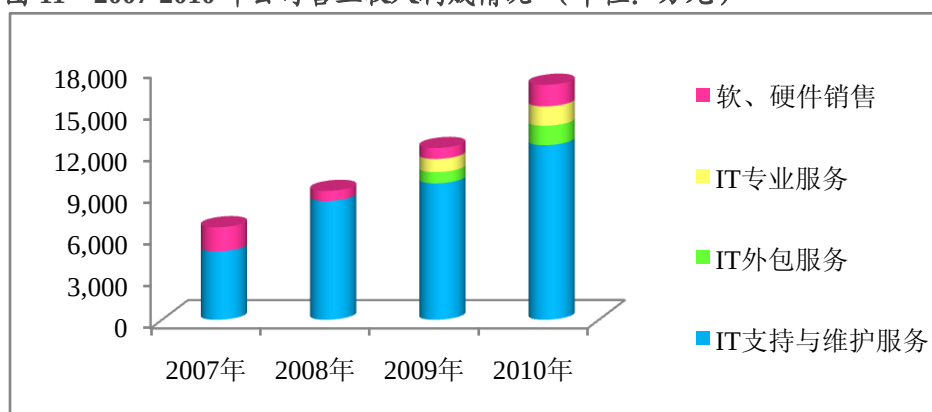
表六 2010 年同行业可比上市公司经营情况

公司	2010 年营业收入 (百万元人民币)	2008-2010 年 复合增长率	2010 年净利润 (百万元人民币)	2008-2010 年 复合增长率	毛利率	ROE
----	------------------------	----------------------	-----------------------	----------------------	-----	-----

天玑科技	169.29	35.05%	43.66	42.66%	59.35%	46.60%
银信科技	158.13	14.06%	26.78	56.46%	39.34%	37.49%
神州数码	44,192.56	19.66%	725.97	43.76%	6.58%	22.46%
华胜天成	4,039.84	19.21%	207.58	2.68%	19.06%	13.10%
CSC	107,595.74	-2.11%	4,963.27	-18.53%	19.43%	10.57%
Unisys	27,206.00	-12.36%	1,598.00	-	26.66%	-
Infosys	40,494.11	11.36%	10,064.26	5.67%	45.26%	27.88%
HCL	17,765.87	17.81%	1,843.28	1.78%	37.25%	22.42%

数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 11 2007-2010 年公司营业收入构成情况（单位：万元）

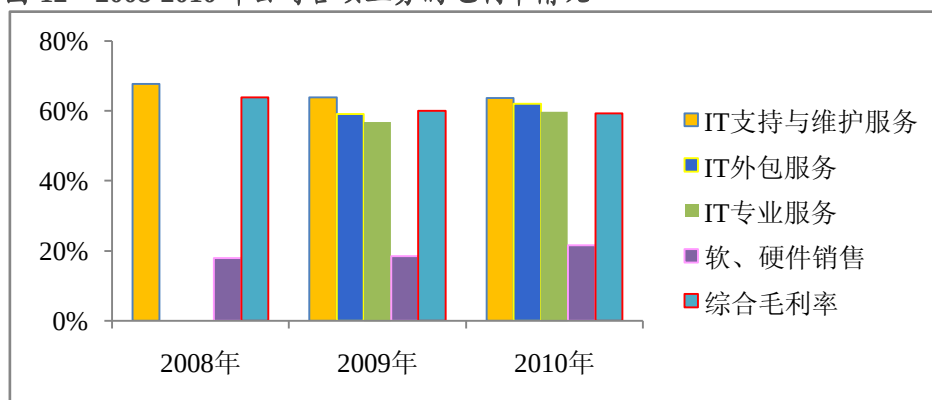


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2009 年之前公司提供的 IT 基础设施服务仅限于 IT 支持与维护服务一类，随着市场对 IT 服务需求的不断扩张，单一的维护服务已经难以满足市场的需求，需要向多元化、一站式服务发展。因此，从 2009 年开始，公司在原有业务基础上逐步完善数据中心 IT 基础设施服务产品线，增加了 IT 外包服务和 IT 专业服务。这两项服务业务的推出使得公司实现了提供“一站式、多元化”服务的构想，树立起了专业化第三方服务供应商的市场形象。2009 年 IT 外包服务和 IT 专业服务分别取得 810.92 万元和 944.96 万元收入，对 2009 年的收入增长有较大贡献，2010 年这两项服务逐渐获得了市场的认可，分别同比增长了 72.61% 和 47.59%。

2007-2010 年，公司的综合毛利率分别为 62.47%、63.90%、60.11% 和 59.35%，基本保持稳定。其中，IT 基础设施服务（包括 IT 支持与维护服务、IT 外包服务和 IT 专业服务）的毛利率远高于软硬件销售的毛利率。

图 12 2008-2010 年公司各项业务的毛利率情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

从具体业务来看，2008 年、2009 年和 2010 年，公司 IT 支持与维护服务的毛利率分别 67.78%、63.83% 和 63.63%，稳定在较高水平。

2009年，IT外包服务和IT专业服务的毛利率分别为59.20%和56.91%，相比IT支持与维护服务略低，主要原因是这两项业务为公司于2009年新开拓的业务类型。公司为了提高服务质量，在业务拓展的初期投入了较大的人力和物力，采用一些价格促销的手段，以吸引客户前来体验服务，且新业务的技术含量更高，因此公司配备了更为高端的技术服务人员，人员成本增加。未来，新业务在经过成长期后，收入逐渐增长，人员的有效工作率将有提升，服务价格也会趋于稳定，毛利率将会提升。

我们认为，公司正面临十分难得的发展机遇。

4.2. 专业化第三方服务优势有利于公司拓展新客户

专业化第三方服务商能根据客户需求，自主开发各种多厂商异构 IT 基础设施的管理工具和对多厂商异构 IT 基础设施的技术服务能力，有效满足了客户对异构环境数据中心 IT 基础设施的整体服务需要。专业化第三方服务商在数据中心多品牌异构 IT 基础设施运维管理和系统优化方面的优势日益显现。

2007-2009 年，国内第三方服务市场的年均增长率为 20.47%，高于中国整体 IT 服务市场同期年均 16.96% 的增长率，表明国内第三方服务商在市场中的地位正在逐步上升。

公司作为国内领先的专业化第三方服务商，服务的性价比优势、在异构环境中的一站式服务等优势有望被更多行业和客户所接受，公司的发展速度将会进一步加快。

4.3. 业务可复制性有利于公司开拓新领域

目前，中国经济正处于产业转型升级阶段，能源、电力、制造、交通、医疗、环保等领域对 IT 基础设施第三方服务的需求正迅速增长。

由于各行业 IT 基础设施技术服务内容方面无明显差异，大都是针对数据中心的 IT 相关设备及系统进行支持与维护服务，涉及的主要设备也均为服务器、交换机、存储设备、机柜。因此，数据中心 IT 基础设施服务具有较强的业务可复制性。

公司凭藉在电信、金融、交通、政府等领域的众多成功案例和经验，利用数据中心 IT 基础设施服务业务可复制性这一特点，有望快速切入其他行业，拓展新的业务领域。

4.4. 行业壁垒有利于公司扩张新网络

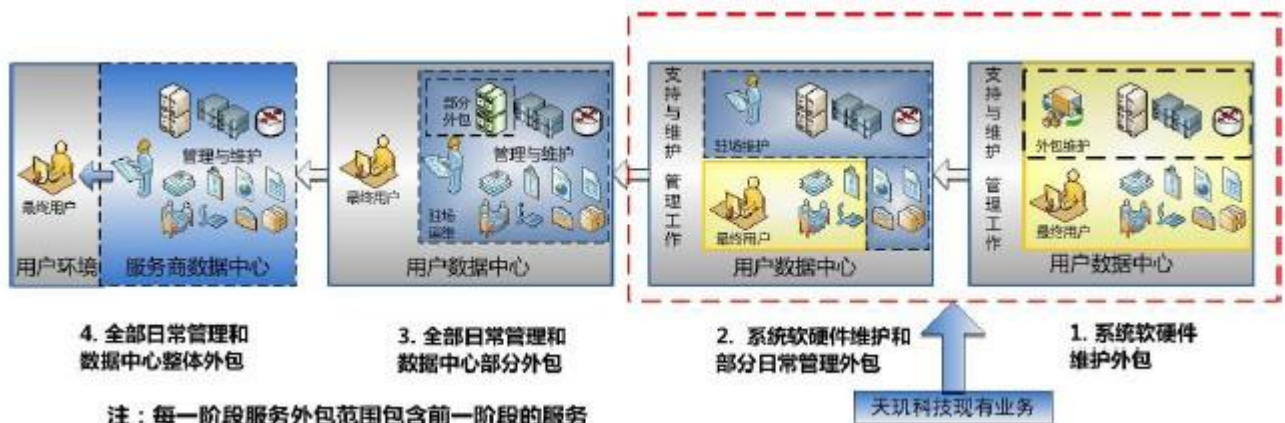
国内 IT 基础设施第三方服务市场现存的壁垒（一、市场和品牌壁垒；二、技术和经验壁垒；三、客户资源壁垒；四、人才壁垒）增加了新进入者的难度，为行业内已占据优势的企业提供了扩张业务、跑马圈地的机会。

从公司的发展战略布局中可看出，公司决策层已敏锐的把握住这一发展的有利时机，正加快在各省会城市的服务网络布局，将在目前“总部、分公司”的二级业务管理体系基础上建设“总部、区域中心、分公司”的三级业务管理体系，形成全国性的服务网络布局。

5. 募投项目分析

随着行业用户对第三方服务的认知度和信任度不断增长，越来越多的企业将IT的运维和支撑服务从自行管理变成交给专业服务商进行管理。但由于历史的延续性，国内企业数据中心外包不可能在一夜之间发生，服务外包的范围将随着企业接受程度的提高不断扩大。

图 13 数据中心服务外包的演变趋势：软硬件维护基础外包向数据中心整体外包过渡



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

目前的市场需求状况是：大部分数据中心用户都需要IT支持与维护服务，大客户能接受部分日常IT管理外包。并且，部分用户已经提出了下一波的数据中心外包（即全部日常管理和数据中心部分外包和全部日常管理和数据中心整体外包）服务的需求，因此公司需要尽快地做好相应的技术和市场准备，抓住市场发展的大好机会。公司三个募投项目正是针对上述变化而紧紧地围绕主营业务进行：其中IT基础设施支持与维护服务区域扩展项目针对处于第一阶段外包需求的用户；IT管理外包服务项目针对处于第二和第三阶段外包需求的用户，数据中心创新服务项目针对处于第三和第四阶段外包需求的用户。

表七 公司 IPO 募集资金投资项目

序号	项目名称	投资金额（万元）
1	IT 基础设施支持与维护服务区域扩展项目	9,500
2	IT 管理外包服务项目	4,800
3	数据中心创新服务项目	4,300
4	其他与主营业务相关的营运资金	-

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

募投项目实施后，公司服务网络的覆盖区域将迅速扩大、备件保障能力大幅增强、服务体系将得到提升、服务内容也更加丰富和全面。

5.1. IT 基础设施支持与维护服务区域扩展项目

截至 2010 年 12 月底，公司拥有 5 家子公司、8 家分公司，超过一半的业务收入来自于华东地区；而中国其他区域 IT 基础设施服务市场的潜在规模是华东区域的 4 倍左右。

通过该项目的建设，公司将在上海、北京、广州、武汉和成都五个城市分别建设华东、华北、华南、华中和西部五个区域中心及备件中心，形成总部－区域中心－分支机构的三级管理体系，并在全国范围内设立 30 家以上的分公司和办事处等服务分支机构，确保全国所有省会城市拥有公司的分支机构，使公司成为全国性的 IT 基础设施支持与维护服务提供商。

该项目的实施将显著提高公司未来的盈利能力：第一、该项目实施后，公司的业务网络将从华东地区拓展到全国，业务网络的拓展一方面增加公司品牌对业务地区的渗透，将给公司带来更多的增量客户，另外一方面，业务网络拓展后享受到规模经济效应，公司的运营成本将下降；第二、公司区域备件中心的布局将有助于公司对备件进行更加有效的管理，公司的资产经营效率将进一步提升；第三、公司的核心后台支撑平台

的建设, 将进一步提升公司的服务质量, 公司的服务竞争力将更加突出。

5.2. IT 管理外包服务项目

企业数据中心设备的多样性和复杂性, 往往需要由不同的专业技术人员进行维护。由于每个专业的工作量很小, 企业往往聘用少量的技术人员, 同时要求每个技术人员掌握多项技能, 从而尽量减少维护成本。这必然造成数据中心的维护水平较低。发生重大故障时还要求助外援, 并且影响解决问题的及时性。IT管理外包服务实际上把这些专业而又繁琐的日常IT管理外包给专业团队。由于专业IT管理外包公司在每个专业领域有一批精湛的技术专家, 他们在保证工程量的前提下服务于多个客户, 从而能积累更丰富的实战经验, 同时也分摊了客户的服务成本。

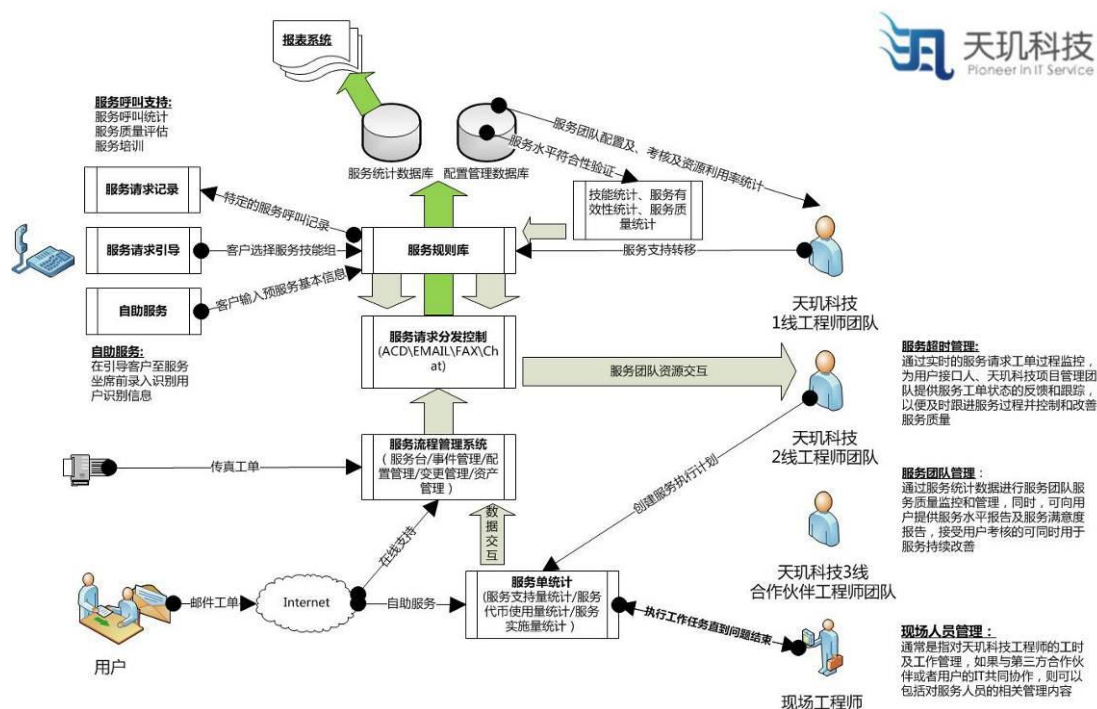
2009年中国IT外包服务市场中依然以HP、IBM以及埃森哲等国际品牌为主, 这与大部分率先接受IT管理外包服务概念的是全球跨国公司用户有关。但是随着IT外包服务市场在中国的渐入人心, 企业用户逐步接受IT管理外包服务, 国内IT服务供应商的收入将逐步增加。国内服务供应商的服务质量提升, 将逐步弱化跨国IT服务供应商先入为主的品牌优势。

网络化运维中心(NOC)的建设将成为该项目的一大亮点。随着近年来IT管理外包服务业务的快速增长, 很多用户需要24*7运作的网络运营中心对用户系统提供强有力的支持, 从而建立起完善的运维服务管理体系。通过NOC中心的建设, 可以完全保障公司24小时运维监控能力的交付, 同时为用户的跨国、跨地域的远程管理运维提供了更加可信和更加及时的操控手段, 将直接提升公司的服务附加值。

通过该项目的建设, 公司将从以基础设施支持与维护服务为主向全方位的IT服务供应商转变, 服务产品线更加完善, 对客户的服务将更加细致、到位, 这将吸引更多的客户购买公司的服务, 公司的综合盈利能力将得到提升。

图 14 天玑科技管理外包服务体系

天玑科技IT管理外包服务体系



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

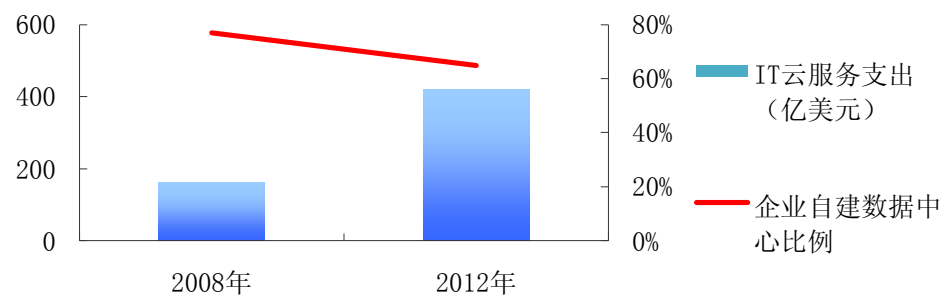
5.3. 数据中心创新服务项目

对于许多用户，以往的数据中心建设过程中常使用自建或租用运营商的机房，自己购买软硬件产品并建设业务配套的应用系统，这种自主购买软硬件并设计业务系统的数据中心使用模式，不仅投入资金巨大，也很容易使系统过于分散和冗余，使用率低下，造成能源浪费的同时也带来了业务系统管理的难题。尤其对中小企业而言，其IT力量薄弱，专业人员少，在企业建站、服务器托管、服务器租用等方面有着更多的需求。而中小企业占全国企业总数的比例超过99.80%，是增长最快的细分市场。

该项目是公司针对当前数据中心的发展趋势，结合云计算的理念，面向数据中心的使用和管理提出新的服务模式，向客户提供专业的数据中心按需使用服务，使得用户只需要按照自己的业务需要取得对应的资源即可，不必进行繁复的设计和管理，使得用户在减少投入的同时将更多的精力专注于自身业务的发展。同时，集中的数据中心使用方式将极大的集约资源，使得数据中心的使用更加科学环保。

云计算是数据中心服务最新发展的重要形式。IDC预计，企业自建的数据中心占整个数据中心市场的比例将从如今的77%减少到2012年的65%，而2008-2012年全球IT云服务支出将增长近三倍，从162亿美元增长到420亿美元。

图 15 云服务将成为数据中心第三方服务的重要模式



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

通过该项目的建设，公司将向中小企业提供IAAS，SAAS等云计算服务，还可向大型企业提供数据中心容灾备份等服务，有效降低企业的数据中心资金投入以及管理投入。

表八 募投项目实施后第一年收入利润预测

	预计经营业绩（万元）		
	IT基础设施支持与 维护服务区域扩展项目	IT管理外包 服务项目	数据中心 创新服务项目
营业收入（万元）	5,115	4,743	7,246
利润总额（万元）	998	663	1,125
内部收益率	26.25%	30.01%	34.29%
投资回收期（年）	4.86	4.80	4.50

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

值得一提的是，募投项目建设所带来的收入将呈现加速增长的态势。首先，区域中心建设完成后，公司的业务范围大幅延伸，将吸引更多的客户，存量和增量客户的叠加效应将更显著。其次，外包模式的推广，使得工程师的复用率逐渐提高，公司的收入增速也将加快。

6. 盈利预测和估值

6.1. 盈利预测

关键假设：

- 1、主营业务稳定增长、新业务增速较快。IT支持与维护服务同时面向存量客户和增量客户，存量客户服务需求的提升以及增量客户的上升使该业务收入保持稳定增长的态势。IT外包服务和专业服务由于基数较低，加之公司利用优势行业客户进行新服务产品的投放和推广较为顺利，未来两年这两项业务的增速较快。
- 2、新业务毛利率有上升空间。公司IT支持与维护服务在拓展华东区以外市场时，需要先期投入较多资源，成本提高会导致毛利略有下降；但随着IT外包服务和IT专业服务的扩展，业务收入、客户数量均会有上升，这两项业务的毛利率有一定的上升空间。
- 3、销售费用有所增加。公司计划建设全国性服务网络，相应的需要增加销售人员、扩大业务宣传，因此销售费用会有所增长。

表九 公司 2011-2013 年盈利预测

主要产品收入 (万元)	2010	2011E	2012E	2013E
IT 支持与维护服务	12582.01	17,111.53	23,271.69	31,649.49
IT 外包服务	1399.72	2,379.52	4,045.18	6,876.81
IT 专业服务	1394.66	2,092.00	3,138.00	4,706.99
软、硬件销售	1552.26	2,483.61	3,725.42	5,215.59
主要产品 收入增长率	2010	2011E	2012E	2013E
IT 支持与维护服务	27.98%	36.00%	36.00%	36.00%
IT 外包服务	72.61%	70.00%	70.00%	70.00%
IT 专业服务	47.59%	50.00%	50.00%	50.00%
软、硬件销售	97.02%	60.00%	50.00%	40.00%
主要产品毛利率	2010	2011E	2012E	2013E
IT 支持与维护服务	63.63%	63.60%	63.60%	63.60%
IT 外包服务	62.15%	62.00%	64.00%	66.00%
IT 专业服务	59.94%	62.00%	64.00%	66.00%
软、硬件销售	21.61%	21.00%	21.00%	21.00%
盈利预测	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	169.3	240.67	341.80	484.49
同比增长	36.8%	42.17%	42.02%	41.75%
净利润(百万元)	43.66	60.35	87.90	125.31
同比增长	46.06%	38.21%	45.66%	42.56%
毛利率	59.3%	58.9%	59.0%	59.6%
EPS	0.65	0.90	1.31	1.87

数据来源：公司年报、安信证券研究中心

我们预计公司 2011-2013 年分别实现净利润 6035 万元、8790 万元和 1.25 亿元，同比分别增长 38.21%、45.66%和 42.56%，对应 EPS 分别为 0.90、1.31 和 1.87 元。

6.2. 估值分析

我们选取的 5 家 IT 服务上市公司 2011 年的平均 PE 为 30.63 倍。考虑到公司在行业内的领先地位以及远程运维、云服务模式的广阔前景，我们给予公司 2011 年 40 倍 PE，目标价 36 元。

表十 IT 服务类公司估值水平一览 截止日期：2011-07-26

公司代码	公司简称	股价	每股收益(元)			市盈率(X)		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E

300231	银信科技	30.48	0.67	0.97	1.37	41.91	25.76	16.71
600410	华胜天成	15.89	0.41	0.49	0.65	36.66	31.31	23.12
002093	国脉科技	14.41	0.24	0.42	0.63	61.92	37.15	25.19
300168	万达信息	21.88	0.44	0.72	1.01	49.77	31.29	20.47
300170	汉得信息	18.30	0.39	0.59	0.83	43.26	27.66	19.62
均 值						46.70	30.63	21.02

数据来源：WIND 资讯、安信证券研究中心

注：每股收益按扣除非经常性损益后的净利润除以最新股本计算。

7. 主要风险点

7.1. 公司收入对电信行业依赖较大的风险

2008年、2009年和2010年，公司来自电信行业的营业收入占营业总收入的比例分别为54.14%、48.72%和47.29%，公司对电信行业的依赖程度较高。随着电信行业数据中心IT基础设施规模的进一步增加，未来几年内公司经营业绩来自电信行业的比例依然会比较高。如果未来电信行业发生不可预测的不利变化或者电信运营商对信息化建设的投资规模大幅下降，都将对公司的盈利能力产生不利的影响。

7.2. 市场竞争加剧的风险

国内IT基础设施服务行业的市场竞争正在加剧，公司面临细分行业IT基础设施服务厂商以及国内后起IT基础设施服务厂商的竞争。如果公司不能正确判断、把握行业的市场动态和发展趋势，不能根据技术发展、行业标准和客户需求及时进行技术创新和业务模式创新，则存在因竞争优势减弱而导致经营业绩不能达到预期目标的风险。

7.3. 市场区域相对集中的风险

华东地区是公司主要服务市场，2008年、2009年、2010年源自华东地区的主营业务收入占公司主营业务收入分别达到72.80%、61.00%和61.53%，公司华东地区业务集中度较高，如果上述地区市场的竞争环境或客户需求发生不利于公司的变化以及拓展其他地区业务受到限制，将对公司的业务成长性及持续盈利能力构成不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011/7/26		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	123.7	169.3	240.7	341.8	484.5	成长性					
减: 营业成本	49.4	68.8	98.9	140.0	195.8	营业收入增长率	33.3%	36.8%	42.2%	42.0%	41.7%
营业税费	5.2	7.1	10.1	14.4	20.3	营业利润增长率	40.6%	43.0%	41.1%	47.4%	44.7%
销售费用	12.3	16.4	24.1	33.5	46.0	净利润增长率	38.2%	46.06%	38.71%	44.76%	42.60%
管理费用	24.0	31.0	44.5	62.2	87.2	EBITDA 增长率	42.0%	40.6%	57.2%	44.4%	41.7%
财务费用	0.4	0.1	-1.3	-5.0	-4.9	EBIT 增长率	41.1%	41.6%	38.0%	42.6%	47.3%
资产减值损失	0.8	0.5	0.4	2.4	3.4	NOPLAT 增长率	39.9%	44.5%	35.9%	40.3%	44.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-26.1%	87.5%	176.0%	48.6%	18.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	22.6%	60.7%	320.7%	9.0%	11.8%
营业利润	31.7	45.4	64.0	94.4	136.5	利润率					
加: 营业外净收支	2.9	5.1	6.0	7.0	8.0	毛利率	60.1%	59.3%	58.9%	59.0%	59.6%
利润总额	34.6	50.5	70.0	101.4	144.5	营业利润率	25.6%	26.8%	26.6%	27.6%	28.2%
减: 所得税	4.7	6.8	9.5	13.7	19.5	净利润率	24.2%	25.8%	25.2%	25.6%	25.8%
净利润	29.9	43.66	60.56	87.67	125.02	EBITDA/营业收入	27.4%	28.2%	31.2%	31.7%	31.7%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	25.9%	26.8%	26.1%	26.1%	27.2%
货币资金	51.2	68.1	327.5	294.4	313.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	60	71	109	134	117
应收账款	36.1	35.0	44.5	63.2	89.6	流动营业资本周转天数	43	22	51	72	74
应收票据	0.1	0.7	1.3	1.9	2.7	流动资产周转天数	260	264	415	434	325
预付账款	7.2	18.8	18.8	18.8	18.8	应收账款周转天数	70	63	59	59	59
存货	14.3	17.2	23.0	31.0	40.8	存货周转天数	40	36	32	30	28
其他流动资产	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	321	336	525	569	442
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	105	94	161	207	191
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	41.6%	37.8%	12.5%	16.6%	21.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	22.7%	23.7%	11.7%	15.6%	19.9%
固定资产	22.5	44.1	101.8	152.9	161.1	ROIC	73.1%	143.0%	103.6%	52.7%	51.4%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	-	-	-	-	-	销售费用率	10.0%	9.7%	10.0%	9.8%	9.5%
其他非流动资产	0.4	0.5	0.7	0.9	1.1	管理费用率	19.4%	18.3%	18.5%	18.2%	18.0%
资产总额	131.7	184.5	517.8	563.1	627.3	财务费用率	0.3%	0.0%	-0.5%	-1.5%	-1.0%
短期债务	9.9	10.0	-	-	-	三费/营业收入	29.6%	28.1%	28.0%	26.5%	26.5%
应付账款	5.4	4.5	5.4	6.9	8.6	偿债能力					
应付票据	-	1.9	-	-	-	资产负债率	45.4%	37.4%	6.2%	5.9%	5.6%
其他流动负债	-	-	-	-	-	负债权益比	83.2%	59.8%	6.6%	6.3%	5.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.82	2.03	13.00	12.25	13.25
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.56	1.76	12.24	11.27	12.03
负债总额	59.8	69.0	31.9	33.4	35.1	利息保障倍数	87.34	581.53	-47.58	-17.96	-27.08
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	50.0	50.0	67.0	67.0	67.0	DPS(元)	-	-	0.45	0.65	0.93
留存收益	21.9	65.5	418.8	462.7	525.2	分红比率	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	71.9	115.5	485.8	529.7	592.2	股息收益率	0.0%	0.0%	1.5%	2.2%	3.2%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	29.9	43.7	60.6	87.7	125.0	EPS(元)	0.45	0.65	0.90	1.31	1.87
加: 折旧和摊销	2.1	2.3	12.3	18.9	21.8	BVPS(元)	1.07	1.72	7.25	7.91	8.84
资产减值准备	0.8	0.5	0.4	2.4	3.4	PE(X)	65.6	44.9	32.4	22.4	15.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	27.3	17.0	4.0	3.7	3.3
财务费用	0.2	0.4	0.1	-1.3	-5.0	P/FCF	45.5	115.5	-38.9	183.0	24.1
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	15.9	11.6	8.2	5.7	4.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	41.9	29.5	21.8	15.4	10.7
营运资金的变动	4.3	-13.6	-15.1	-26.3	-36.9	CAGR(%)	43.1%	42.0%	35.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	37.6	33.5	56.8	77.7	108.5	PEG	1.5	1.1	0.9	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-6.6	-24.0	-70.0	-70.0	-30.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-4.2	7.0	301.0	-38.9	-57.6	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

胡又文，计算机行业助理分析师，牛津大学金融经济学硕士。2008年加入安信证券销售交易部，2010年加入安信证券研究中心。

分析师声明

侯利、胡又文分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034