

证券研究报告·上市公司深度

计算机软件

IT 运维行业隐形龙头，内生增长卓著

IT 运维领先龙头

银信科技成立于 2004，是全国性、专业化的数据中心“一站式”IT 运维服务方案商，主要面向金融业、电信行业提供 IT 基础设施运维服务、系统集成以及 IT 运维管理软件的开发与销售服务。公司是唯一一家以 IT 运维为主业并作为重点战略发展的 A 股上市公司。

成长性卓然而现。公司上市以来实现了高速增长，2016 年前三季度实现营收 4.63 亿元，净利润 6017 万元，分别增长 48%和 46%。公司目前累计客户数 518 家。与五大行建立长期稳定的合作关系，区域分布已覆盖全国绝大多数的直辖市、省会城市等 100 多个主要城市。

客户行业多元化成绩斐然。公司传统客户以银行为主，一度客户占比达到 90%以上。2015 年以来公司推行客户多元化战略，2015 年来自银行业客户的收入占比下降至 54%，电信行业实现爆发式增长，同比增长 497%，收入占比从 2014 年的 5.6%，增长到 2015 年的 24%。公司在政府等其他行业收入也有所提高，客户分布趋于合理。

第三方运维一站式服务：数据中心复杂度提升的必然结果

信息化推动 IT 服务市场。随着企业信息化建设，IT 系统日益庞大与复杂化。对 IT 系统的运维服务有强烈的需求，信息化起步较早的发达国家，其 IT 服务的市场规模已经超过整体 IT 市场的 50%。中国 IT 服务市场连续四年高速增长，同比增长率达到 23%，随着我国 IT 市场不断成熟，IT 服务市场规模有望进一步提升。

第三方运维一站式服务：数据中心复杂度提升的必然结果。早期数据中心的 IT 基础设施结构相对简单，对服务能力要求不高，因此由设备原厂商或者代理服务商提供运维服务。随着数据中心规模的扩容，集成 IT 设备越来越多，IT 基础设施运维的复杂度越来越高，客户需求由一个服务供应商对所有数据中心的设备进行统一维护。与原厂商对比，银信为代表的专业第三方服务商可提供一站式服务，实现成本的降低，客户能够专注于自身主营业务。

银信科技 (300231)

首次评级

买入

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

程杲

chenggao@csc.com.cn

执业证书编号：S1440516080002

发布日期：2016 年 11 月 11 日

当前股价：20.36 元

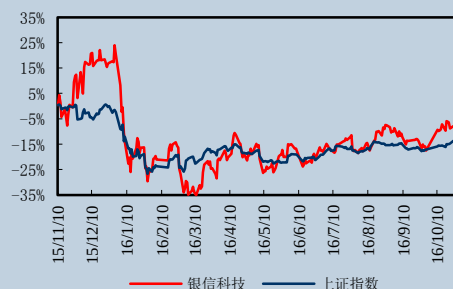
目标价格 6 个月：27 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.55/-1.76	11.01/8.41	-12.26/2.62
12 月最高/最低价 (元)		28.26/13.8
总股本 (万股)		34250.96
流通 A 股 (万股)		26176.24
总市值 (亿元)		69.73
流通市值 (亿元)		53.29
近 3 月日均成交量 (万)		1020.45
主要股东		
詹立雄		26.54%

股价表现



相关研究报告



两大趋势正在加速 IT 运维行业的集中度提升

我们认为两大趋势正在加速 IT 运维行业的集中度提升，而银信科技作为行业龙头将享受到这一趋势的变化。两大趋势分别是客户的行业集采趋势，以及行业的边际成本降低。目前第三方运维市场规模约 100 亿元，其中银信科技的市场占有率约为 4%。我们预计可预见的未来，**银信科技在行业整合背景驱动下，有望将市场占有率提升至 10%-15%。**

扩充 IT 运维服务的产品线，推出大数据运维和云运维服务。公司推出基于大数据分析技术的智能化 IT 运维业务以及中小企业云运维平台；公司先后与四家客户签订 8 个项目，且项目总规模近 1500 万，目前跟踪项目已达 23 个。

我们预测公司 2016/2017 年营收分别达到 9.2/12.4 亿元，归属母公司净利润达到 1.3/1.8 亿元，净利润增速分别为 55%、42%；当前股价对应市盈率分别为 54/38 倍，鉴于行业整合和公司内生的强劲增长，**我们认为公司价值被低估，给予买入评级，目标价 27 元，对应 2017 年 50 倍 PE。**

目录

一、IT 运维领先龙头	1
1.1 公司业务概述	1
1.2 营收增长迅速	1
二、IT 运维需求旺盛，第三方 IT 服务提供商迎来发展良机	3
2.1 信息化推动 IT 服务行业发展迅速	3
2.2 IT 基础设施服务需求旺盛	4
2.3 第三方运维将逐渐替代原厂运维	4
三、业务增长迅速，客户多元化成效显著	5
3.1 IT 运维行业的集中度加速提升	5
3.2 IT 基础设施服务渐入佳境，客户数量屡创新高	8
3.3 成立数安科技，发力系统集成业务	9
3.4 坐拥银行、电信大客户，未来高增长有保障	9
四、战略升级云&大数据运维	10
4.1 IT 运维“升级”，智能运维初露锋芒	10
4.1.1 成立数云科技，迈出大数据运维第一步	10
4.1.2 中小企业云运维深耕长尾市场	11
4.2 IT 运维龙头显现	13
4.2.1 产品线不断扩充，打造 IT 运维版图	13
4.2.2 成立投资公司，外延式增长可期	13
4.3 股权激励，增强凝聚力	13
五、盈利预测与估值	13

图表目录

图 1：公司主营业务图解	1
图 2：主营业务收入及增速	2
图 3：净利润及增速	2
图 4：公司营收构成	2
图 5：2014 年营收行业分布	3
图 6：2015 年营收行业分布	3
图 7：中国 IT 服务市场规模及增长趋势	3
图 8：中国 IT 基础设施服务市场规模及增长趋势	3
图 9：银行业 IT 基础设施第三方市场规模及增长预测	4
图 10：电信业 IT 解决方案市场规模及增长预测	4
图 11：数据中心 IT 基础设施服务商分类图	5
图 12：两大趋势加速 IT 运维行业集中度提升	6
图 13：客户采购行为集中化趋势明显——以运营商为例	7
图 14：公司运维软件产品研发缔造竞争壁垒	7
图 15：银信科技运维业务毛利率较高（%）	8



图 16: 客户数量稳步增长	8
图 17: 银行业收入 (亿)	8
图 18: 电信行业收入 (亿)	8
图 19: 系统集成业务收入 (万)	9
图 20: 系统集成业务毛利率	9
图 21: 公司主要客户	10
图 22: 基于大数据分析技术的智能化 IT 运维	11
图 23: 云服务平台架构	12
表 1: IT 基础设施服务商对比: 原厂与第三方	5
表 2: 传统运维与大数据运维对比	11
表 3: 传统运维服务存在的问题以及云运维的优势	11
表 4: 公司财务数据预测 (亿元)	13

一、IT 运维领先龙头

1.1 公司业务概述

银信科技成立于 2004，是全国性、专业化的数据中心“一站式”IT 运维服务方案商，主要面向金融业、电信行业提供 IT 基础设施运维服务、系统集成以及 IT 运维管理软件的开发与销售服务。

其中，IT 运维服务包括：IT 支持与维护服务、IT 专业服务、IT 外包服务、系统集成服务。

IT 运维管理软件包括：IT 基础资源监控、业务交易监控，运维流程管理、运维数据分析。

图 1：公司主营业务图解



资料来源：公司网站，中信建投证券研究发展部

1.2 营收增长迅速

公司自成立以来就将主营业务定位为以“IT 运维”为核心，并在行业应用中取得了卓越的成绩。2009 年银信科技在中国银行业数据中心 IT 基础设施第三方服务市场中排名第一，2013 年银信科技入选了“福布斯中国潜力上市公司 100 强”，同年 11 月，在第二届资本力量百强榜年度评选中，银信科技荣获“最具成长潜力上市公司奖”。2015 年银信科技入选“国内最具投资价值的科技上市企业 TOP150”位列 11 名。

2015 年公司实现营业收入 6.71 亿元，同比去年增长 37.15%，净利润 8,330 万，同比增长 44.31%。

2016 年前三季度实现营收 4.63 亿元,净利润 6017.58 万元,分别增长 47.95%和 46.12%。

图 2：主营业务收入（亿元）及增速

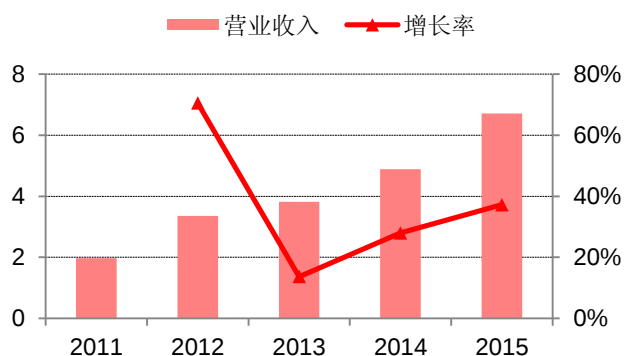
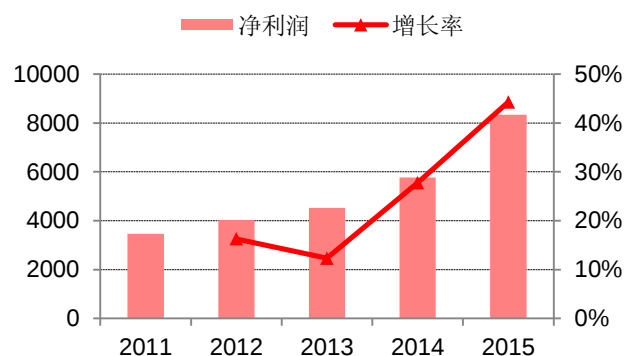


图 3：净利润（万元）及增速



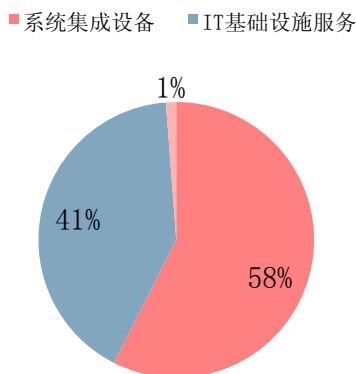
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

收入构成方面，2015 年系统集成业务实现收入 3.86 亿、IT 基础设施服务实现收入 2.77 亿，分别占总营收的 57%和 41%，其中系统集成收入同比增长 30%，IT 基础设施服务收入同比增长 46%。

2016 年 3 季度系统集成业务和 IT 基础设施服务业务分别实现收入 2.81 亿元和 1.78 亿元,分别同比增长 55.29%和 36.39%。

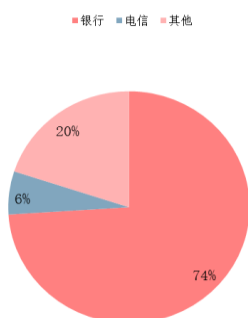
图 4：公司营收构成



资料来源：CCW Research，中信建投证券研究发展部

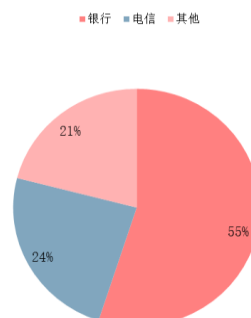
客户行业多元化成绩斐然。银行业依然是公司主要收入来源，2015 年来自银行业客户的收入为 3.68 亿元，占比 54.18%，电信行业实现爆发式增长，收入到达 1.64 亿元，同比增长 497%，收入占比从 2014 年的 5.62%，增长到 2015 年的 24.44%，并且公司在政府等其他行业收入也有所提高，客户分布趋于合理。

图 5：2014 年营收行业分布



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 6：2015 年营收行业分布



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

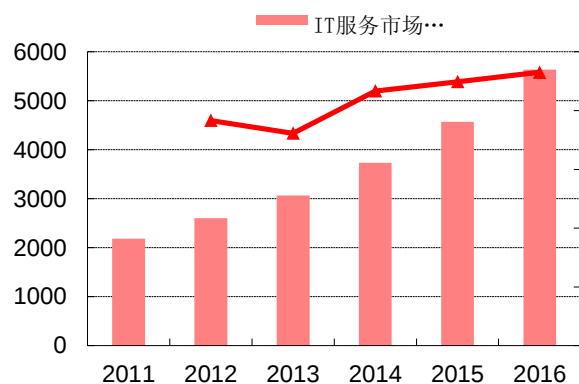
二、IT 运维需求旺盛，第三方 IT 服务提供商迎来发展良机

2.1 信息化推动 IT 服务行业发展迅速

IT 系统是企业业务发展的直接驱动力。随着信息技术应用的快速渗透，IT 系统已广泛部署应用在各行各业，用户对 IT 系统的使用不断增加，依赖性越来越高，IT 系统已经不再仅作为当后台支持功能，而成为了企业业务发展的直接驱动力，尤其是大中型企业和国家机构的 IT 系统建设已经形成体系规模，成为企业运作不可获取的一部分。

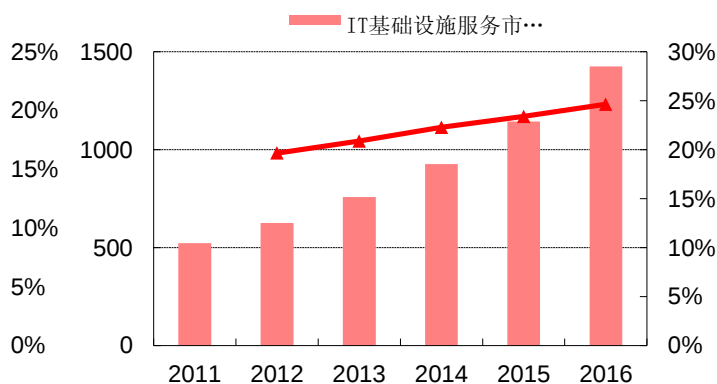
信息化推动 IT 服务市场。随着企业信息化建设，IT 系统日益庞大与复杂化。对 IT 系统的运维服务有强烈的需求，信息化起步较早的发达国家，其 IT 服务的市场规模已经超过整体 IT 市场的 50%。中国 IT 服务市场连续四年高速增长，预计 2016 年市场规模有望达到 5637 亿元，同比增长率达到 23%，随着我国 IT 市场不断成熟，IT 服务市场规模有望进一步提升。

图 7：中国 IT 服务市场规模及增长趋势



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 8：中国 IT 基础设施服务市场规模及增长趋势



资料来源：中信建投证券研究发展部

2.2 IT 基础设施服务需求旺盛

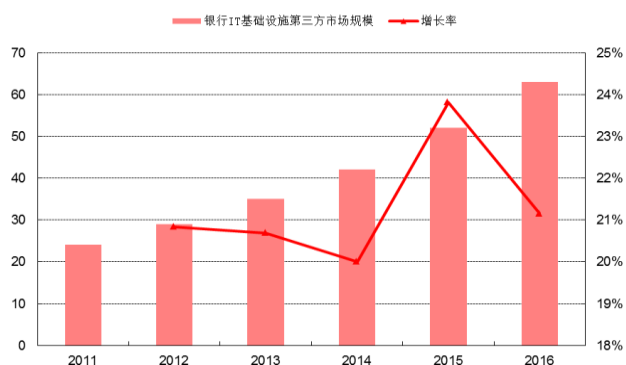
IT 基础设施服务在 IT 系统中起到重要作用。IT 系统分为前台系统和后台系统，前台系统负责显示，后台系统的数据中心负责信息处理，因此数据中心是 IT 系统的核心，数据中心自下而上由机房环境、IT 基础设施、应用软件三部分组成，IT 基础设施起着承上启下的作用。因此，IT 基础设施是数据中心的关键部分，IT 项目的生命周期中只有 20%的时间与规划、建设、设备选择有关，其余 80%的时间都与 IT 项目的服务和运维有关，同时随着企业业务的日渐庞杂导致其对 IT 系统依赖程度的不断提高，有效的数据中心 IT 运维服务成了必不可少的环节。

预计未来 IT 基础设施服务将保持近 20%的年增长率，增速逐年提高，并且增速超过整体 IT 服务市场，预计到 2016 年，市场规模有望达到 1426 亿元。

重点行业，例如银行业 IT 基础设施市场规模增长迅速。2016 年中国银行业 IT 基础设施第三方服务市场预测规模将达到 63.09 亿元人民币，增长率达到 23%。

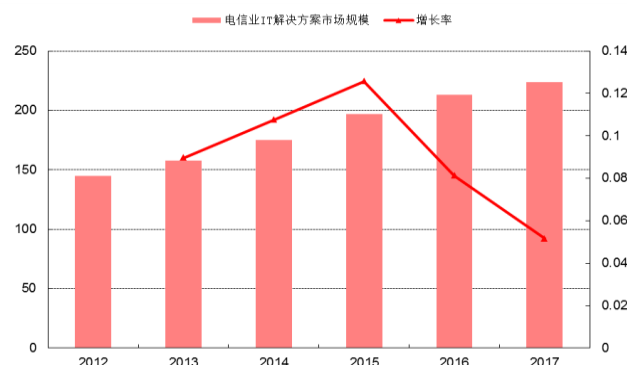
中国三大电信运营商 IT 投入的总体规模保持平稳，随着 4G 牌照的发放，未来中国电信行业 IT 投资的总体规模还将保持稳定增长。IDC 预测，到 2017 年中国电信行业整个 IT 解决方案市场规模将达到 227.6 亿元，年复合增长率为 10.4%。

图 9：银行业 IT 基础设施第三方市场规模及增长预测



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 10：电信业 IT 解决方案市场规模及增长预测

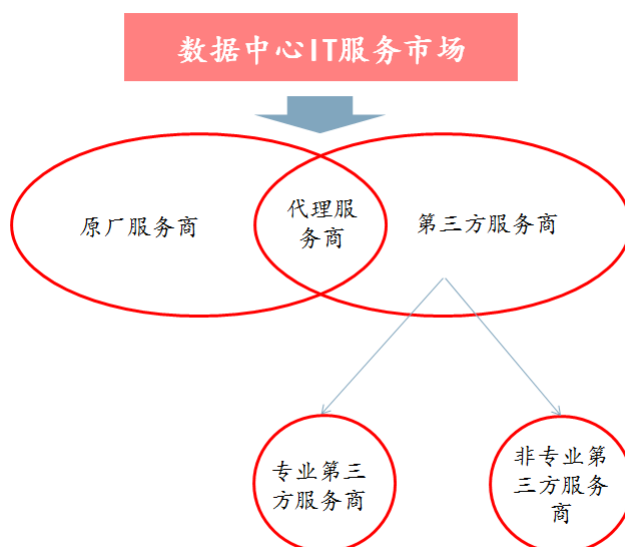


资料来源：中信建投证券研究发展部

2.3 第三方运维将逐渐替代原厂运维

数据中心 IT 基础设施服务供应商主要由三类组成，第一类是原厂服务商，第二类是代理服务商，第三类是第三方服务商。第三方服务商还可以分成专业第三方服务商和非专业第三方服务商。非专业第三方服务商业务侧重于客户的 IT 系统规划和建设，专业第三方服务商业务侧重于 IT 设备的维护服务，为用户提供统系统的"一站式"IT 服务以及解决方案，更能准确把握行业的发展趋势。

图 11：数据中心 IT 基础设施服务商分类图



资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

早期数据中心的 IT 基础设施结构相对简单，对服务能力要求不高，因此一直由设备原厂商或者代理商提供运维服务，近年来随着数据中心规模的扩容，集成 IT 设备越来越多，并且设备品牌种类多样化，基础资源之间的关系错综复杂，IT 基础设施运维的复杂度越来越高，原厂商只能针对自己的产品提供服务，而且收费偏高，如果建立企业 IT 团队来解决这类问题也存在成本高，性价比低，运维能力有限等问题。

因此客户很希望由一个服务供应商对所有数据中心的设备进行统一维护，且收费适中，反应迅速，因此产生了专业的 IT 基础设施第三方服务商。与原厂商对比，专业第三方服务商可提供满足客户需求的一体化、一站式服务，此外通过自主研发的 IT 基础设施管理软件将进一步增强其在多厂商异构 IT 基础设施上的技术服务能力，使客户能将自身的资源更集中于核心业务的建设和发展，实现成本的降低、专注于自身主营业务。

表 1：IT 基础设施服务商对比：原厂与第三方

	原厂服务商	专业第三方服务商
服务内容	只提供针对自己产品的标准化服务，无法应对	能够提供针对不同品牌产品的“一站式”IT 服务以及个性化
运维方式	基于硬件的运维软件	自主研发基于系统的运维管理软件
成本、效率	成本高、效率低	成本低、效率高

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

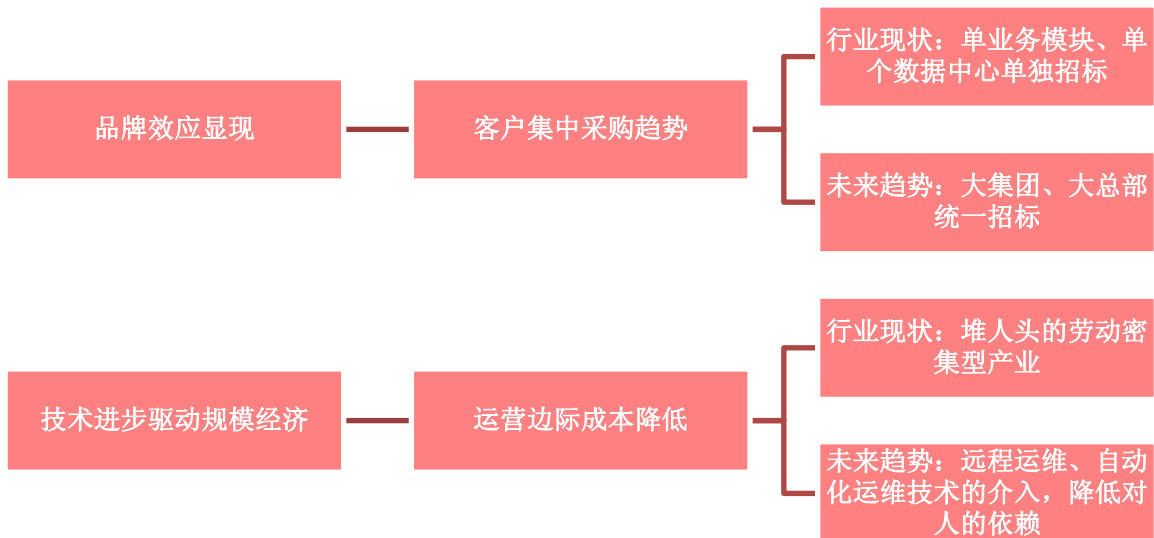
三、业务增长迅速，客户多元化成效显著

3.1 IT 运维行业的集中度加速提升

我们认为两大趋势正在加速 IT 运维行业的集中度提升，而银信科技作为行业龙头将享受到这一趋势的变化。两大趋势分别是甲方的行业集采，以及行业的边际成本降低。



图 12：两大趋势加速 IT 运维行业集中度提升



资料来源：公司网站，中信建投证券研究发展部

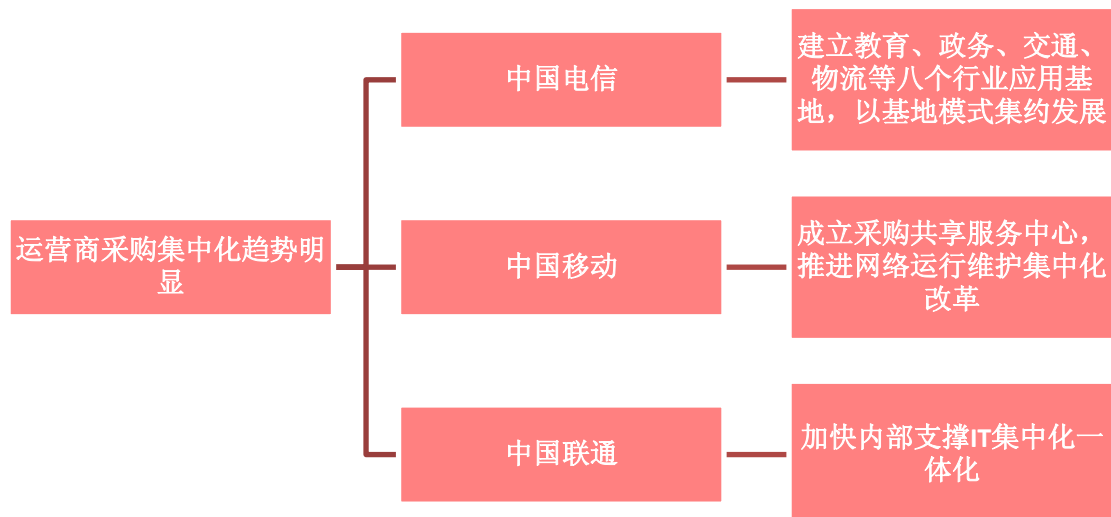
目前第三方运维市场规模约 100 亿元，其中银信科技的市场占有率约为 4%。我们预计可预见的未来，银信科技在行业整合背景驱动下，有望将市场占有率提升至 10%-15%。

客户集中采购趋势

银信科技的客户以银行和运营商为主，从客户的运营情况来看，数据中心的运维招标正在不断向总部集中。运维招标权集中化的趋势背后是数据中心管理的集中化，而总部集采的趋势在银行和运营商的趋势已经持续多年。总部的招标将更倾向于具有全国布局能力、有品牌效应的一站式运维服务提供商，行业领先者更容易扩大市场份额。

以运营商为例，中移动自 2004 年开始实施集中采购，建立了全集团两级（集团公司与省公司）集中采购管理机制，建立集中采购流程和闭环式管理体系。中电信于 2005 年开始推行集中采购模式，建立了“集团、省、地市三级”采购管理体系，集团、省两级集中采购模式。

图 13：客户采购行为集中化趋势明显——以运营商为例

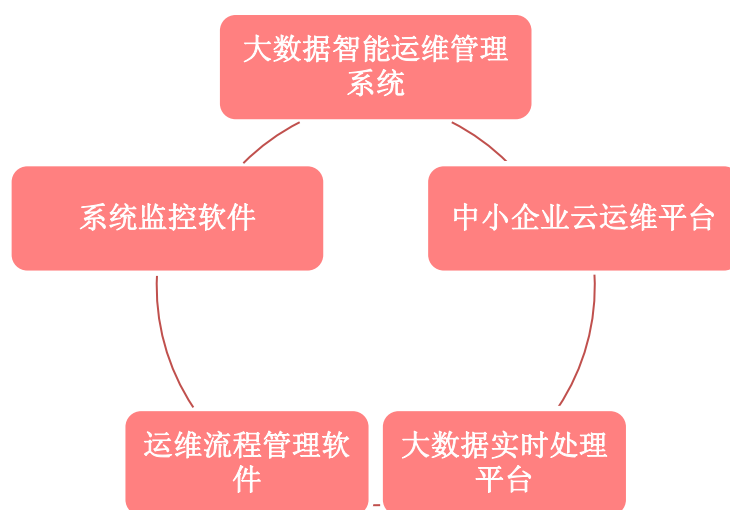


资料来源：公司网站，中信建投证券研究发展部

技术驱动行业规模效应显现

传统运维行业属于劳动密集型行业，面对日益增长的人力成本、日益提高的运维标准，效率低下的服务难以满足客户需求。随着远程监控软件、无人运维的技术研发，运维服务极大减少了对人的依赖。银信科技在 IT 运维领域有了自主的软件和前期技术人员的储备之后，人员和软件的复用性令规模效应凸显，客户边际成本大幅下降。

图 14：公司运维软件产品研发缔造竞争壁垒



资料来源：公司网站，中信建投证券研究发展部

3.2 IT 基础设施服务渐入佳境，客户数量屡创新高

公司是专业的第三方 IT 基础设施服务商，2009 年在中国银行业数据中心 IT 基础设施第三方服务市场中排名第一，之后一直保持行业领先。公司的 IT 基础设施服务收入逐年稳步上升，2015 年 IT 基础设施服务实现营收 2.77 亿，同比增长 46%，毛利率为 60%，高于 A 股中同行业竞争对手如天玑科技、华胜天成等相关业务毛利率。

图 15：银信科技运维业务毛利率较高（%）

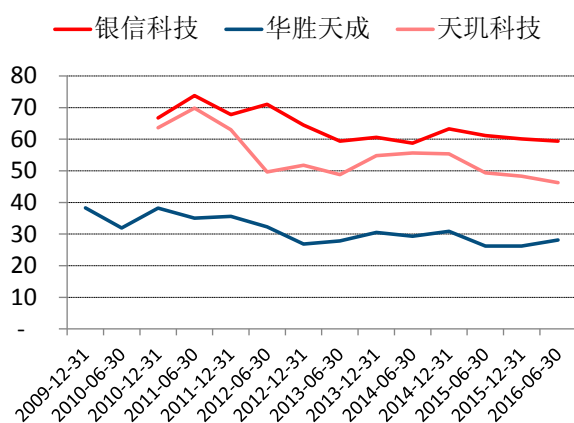
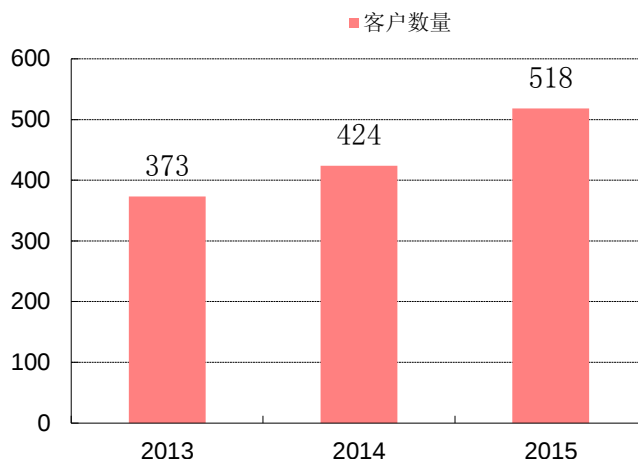


图 16：客户数量稳步增长



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2015 年公司在数据中心 IT 基础设施第三方服务领域的客户数累计 518 家。较 2014 年新增 94 家，其中延续公司于银行业务的优势，新增银行客户 38 家，收入规模达到 3.68 亿。

同时在公司近年大力扩展的电信行业客户上，2015 年度已突破 50 家，较去年新增 26 家，增幅达 96.3%，收入达到 1.64 亿。累计 2015 年度签订维护服务类项目收入达 8 千余万，系统集成类项目达 1.4 亿余，年度总收入已超 2.24 亿。

图 17：银行业收入（亿）

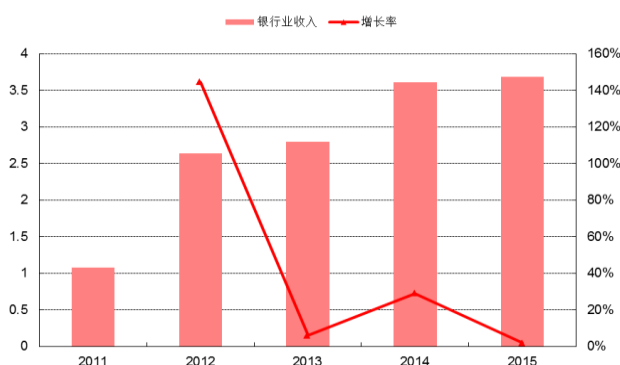
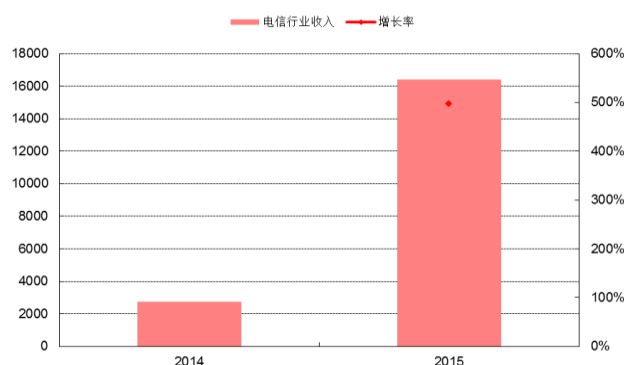


图 18：电信行业收入（亿）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

建立知识储备库，保证高质量服务。公司建立了“常态化”的知识库积累机制，对工程师在 IT 基础设施服务过程中对问题或故障的解决经验进行长期积累。通过对知识库的查询，对已经出现过的问题或故障能够进行快速的定位，找出问题的解决方案或类似问题的参考方案。同时，知识库为技术人员提供了学习平台，保证公司的技术积累和经验在技术人员中不断延续发展和高效应用。

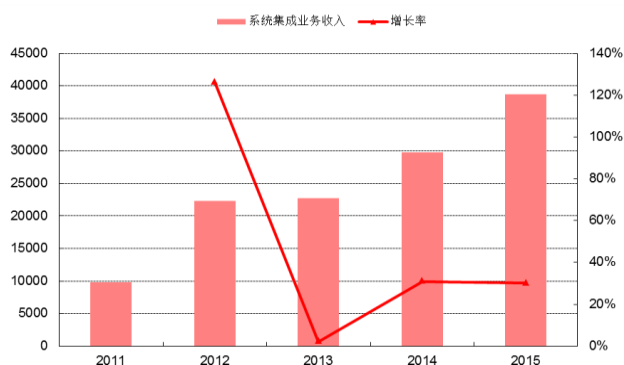
3.3 成立数安科技，发力系统集成业务

成立数安科技，发力系统集成业务。随着公司系统集成业务客户规模的不断增加，收入体量的不断增大，公司于 2016 年 3 月 30 日使用自有资金 1 亿元设立全资子公司北京银信长远数安科技有限公司。

系统集成业务收入一直以来占公司主营业务收入的一半以上。2008 年公司系统集成业务收入仅 6800 万元，2015 年该业务收入达到了 3.8 亿元，年复合增长率达到 30%。不过毛利率相对较低，一直维持在 10% 左右。

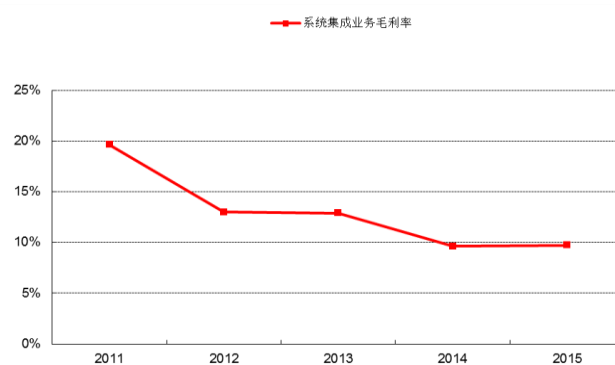
尽管毛利率相对较低，但系统集成业务能与公司 IT 运维服务、IT 运维软件开发产生协同效应互相共享客户资源，而且从系统集成到 IT 运维一体化服务能够满足客户的各种需求，能够有效的提升用户粘性，方便扩展新业务。

图 19：系统集成业务收入（万）



资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

图 20：系统集成业务毛利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

3.4 坐拥银行、电信大客户，未来高增长有保障

与五大行建立长期稳定的合作关系，品牌形象良好。公司长期积累了 500 余家客户，公司的服务口碑得到广泛的传播。其中，区域分布已覆盖全国绝大多数的直辖市、省会城市、以及大部分经济发达的三线城市，总共 100 多个主要城市。

图 21：公司主要客户



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

客户行业分布已覆盖银行、证券、保险、邮政、电信、电力、航空、政府、交通、商业、IT 业、制造业等众多行业客户，尤其是在银行业，公司与中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、华夏银行、各地的商业银行、农村信用社等建立起长期、稳定的合作关系。

公司是中国移动最大系统服务商。银信科技凭借过硬的技术实力和多年辛勤的耕耘，中国移动、中国联通、中国电信客户群不断增长，目前已成为运营商行业重要的运维服务提供商；尤其是与中国移动总部连续签订框架服务协议，目前是中国移动最大的系统服务商，而且中国移动已进入公司前五大客户，第三方服务省份与数量目前银信均据前列。

四、战略升级云&大数据运维

4.1 IT 运维“升级”，智能运维初露锋芒

扩充 IT 运维服务的产品线，推出大数据运维和云运维服务。公司服务客户设计银行、运营商、政府、医疗等众多领域，自身拥有海量数据，因此对大数据服务有着强烈的需求，另一方面随着云计算的普及，中小企业信息化程度不断提高，对 IT 运维提出了新需求，公司顺应时代潮流，进行了云计算和大数据的相关技术研发，推出基于大数据分析技术的智能化 IT 运维业务以及中小企业云运维平台。

4.1.1 成立数云科技，迈出大数据运维第一步

大数据时代，IT 运维急需“升级”。大数据时代，随着企业 IT 架构的不断扩展，服务器、存储设备的数量越来越多，网络也变得更加复杂，从而给运维工作带来了巨大的挑战。尤其是那些分支机构遍布全国、需要进行异地 IT 管控的大型企业，这种情况愈发严峻。

大数据运维相比传统运维优势明显。大数据运维管理相比传统运维管理主要区别在数据采集与分析阶段，传统运维采用抽样数据，这会导致分些过程中不可避免的产生信息丢失，而大数据运维采用全量数据进行分析发掘可以得到更多信息；另一方面，大数据时代产生的海量数据主要以非结构化形式存在，因此处理非结构化数据的能力尤为重要，大数据运维能够满足需求；大数据运维管理有一个更大的优势是能够进行决策辅助，这是因为大数据采用的是关联关系的分析方法，这在传统运维是无法做到的。

表 2：传统运维与大数据运维对比

	传统运维	大数据运维
数据量级	抽样数据	全量数据
运维方式	结构化数据	混杂数据
成本、效率	因果关系	关联关系

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

大数据运维初见成效。公司大数据运维主要面向金融企业，公司推出的基于大数据的一体化智能运维平台提供了从基础设施、数据库中间件、系统应用进程到业务交易系统的一整套运维管理解决方案，能够提升运维数据的应用价值，盘活数据资产，提高运维管理精细化和智能化水平，提升 IT 服务价值并提供决策支持。目前已有多个成功项目，2015 年先后与四家客户签订 8 个项目，且项目总规模近 1500 万，目前跟踪项目已达 23 个。

图 22：基于大数据分析技术的智能化 IT 运维



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

4.1.2 中小企业云运维深耕长尾市场

IT 系统是企业运营不可或缺的一部分，中小企业同样有 IT 运维的需求，然而传统 IT 运维成本高，响应能力弱，对技术人员要求高，不适合中小企业，相反云运维无需硬件投入，采用标准的运维管理流程，部署快速，升级便捷能够满足中小企业的运维需求。

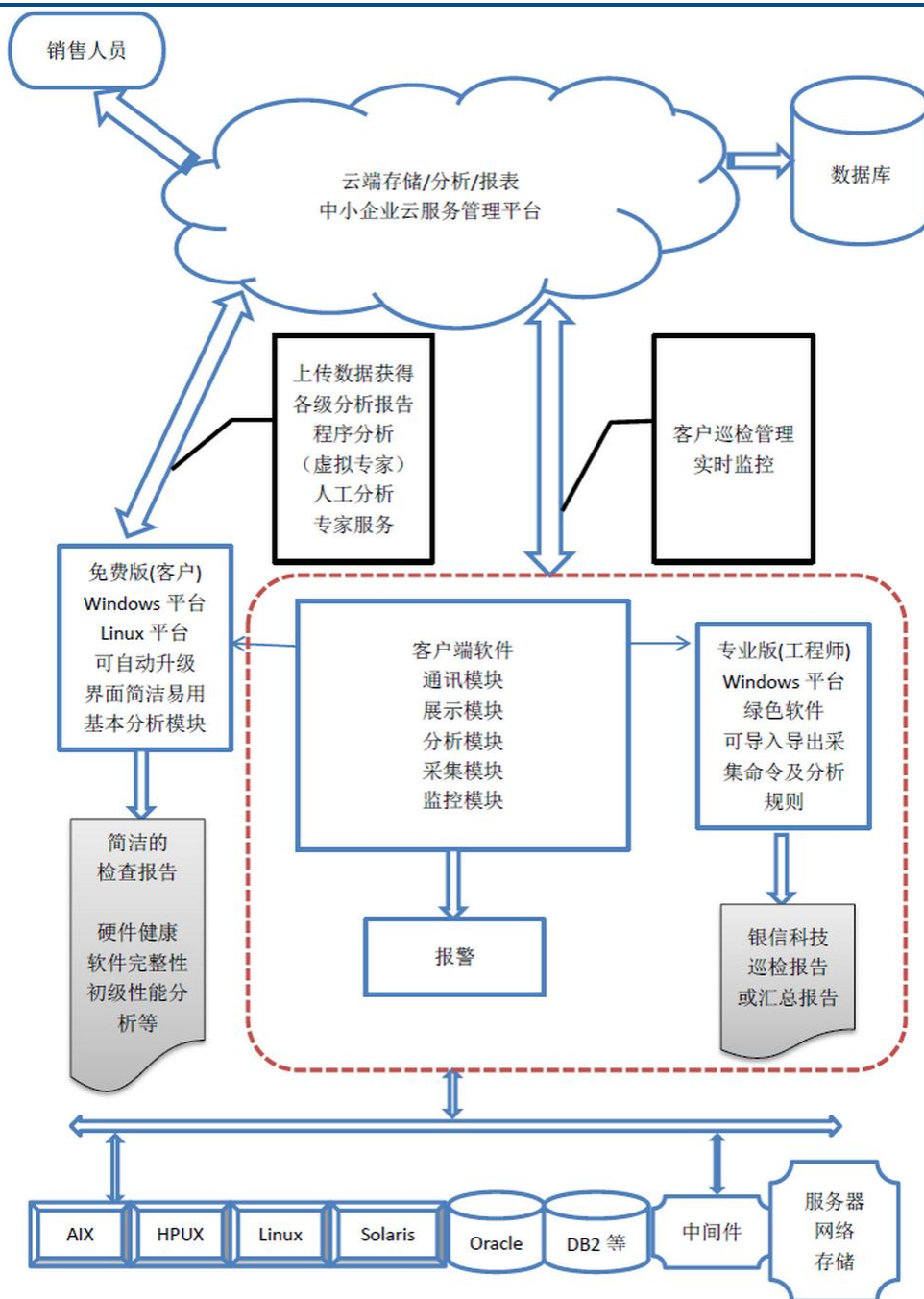
表 3：传统运维服务存在的问题以及云运维的优势

	传统运维服务存在的问题	云运维的优势
成本	人力成本高	无需硬件设备投入，无需人力投入，成本低
运维效率	被动修复，相应不及时，运维效率低	自动部署、监控、故障恢复
运维能力	无法应对复杂的虚拟化环境	有针对虚拟化的智能软件支撑

资料来源：中信建投证券研究发展部

银信科技面向中小企业推出的低成本、高效率 IT 基础设施自动化运维云服务管理平台，将以往由运维工程师完成的工作，标准化、自动化、模块化，通过在线平台提供动态易扩展的服务产品和虚拟化的专家服务，开放给用户使用，并在此基础上按需提供个性化的增值服务。将运维服务能力打包成为一种资源通过互联网进行流通。

图 23：云服务平台架构



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部



4.2 IT 运维龙头显现

4.2.1 产品线不断扩充，打造 IT 运维版图

除了大数据运维和云运维平台，公司还推出了大数据实时处理平台，运维流程管理软件、系统监控软件等，丰富了公司的产品线，强化了公司服务能力，未来公司目标是纵贯 IaaS、PaaS 和 SaaS 三层服务体系，实现智能一体化运维；同时延伸 IT 运维服务的技术线，学习并掌握开放式架构的应用，实现不同基础架构的运维；以及扩充 IT 运维服务的对象，增加 IBM 大型机和网络设备的运维服务能力；细化不同客户的运维服务需求，维持行业级大客户的点对点服务，实现中等客户的云运维服务以及大数据运维服务，打造 IT 运维服务的市场版图。

4.2.2 成立投资公司，外延式增长可期

在内生发展的同时，未来公司有望通过外延式并购，利用既有的制度体系、销售网络、客户资源等优势，吸纳外部优质卓越的软件和技术产品，优势互补，建立内生与外延共生共荣的生态体系。公司于 2016 年 6 月成立全资子公司嘉兴投资能投资方向包括云计算、大数据等相关领域的项目或企业。

4.3 股权激励，增强凝聚力

公司分别于 2014 年 11 月和 2016 年 5 月推出两期限制性股票激励计划。涉及的激励对象共计两百余人，包括董事、中高管以及核心技术、业务人员。共向激励对象授予限制性股票总计一千余万股。推出股权激励，彰显公司对未来发展的信心以及做大做强的决心，同时也使公司利益基本得到一致。

五. 盈利预测与估值

我们预测公司 2016/2017 年营收分别达到 9.2/12.4 亿元，归属母公司净利润达到 1.3/1.8 亿元，净利润增速分别为 55%、42%。我们认为：

- 1) 营收增速中，20%的增速体现行业增长。IT 第三方运维市场增长一方面来自于客户数据中心本身的增长（10%左右），一方面来自于价格优势下原厂运维向第三方运维的迁移。
- 2) 我们认为公司能够超越行业增速。由于客户集中采购的趋势及规模经济效应，在同样的价格下行业领先者将能够提供更好的服务质量，我们认为行业将加速向领先公司集中。我们预计在可见未来，公司能够将其市占率从 4%提升至 10%-15%。
- 3) 净利润的增速超越营收增速反应了利润率的提升。我们认为随着客户的拓展，公司产值的增加将提升公司人员和软件产品的复用性，从而强化盈利能力的规模效应，最终提升毛利率。

按照以上盈利预测，当前股价对应市盈率分别为 54/38 倍，鉴于行业整合和公司内生的强劲增长，我们认为公司价值被低估，给予买入评级。

表 4：公司财务数据预测（亿元）

2014A	2015A	2015Q3	2016E	2017E
-------	-------	--------	-------	-------



营业收入	4.9	6.7	6.9	9.2	12.4
同比(%)	28%	37%	49%	38%	34%
营业成本	3.4	4.6	4.9	7.8	10.4
营业利润	0.7	0.9	1.0	1.4	2.0
利润总额	0.7	1.0	1.0	1.5	2.1
归属母公司股东的净利	0.6	0.8	0.9	1.3	1.8
同比(%)	28%	44%	47%	55%	42%
市盈率		84		54	38

资料来源：中信建投证券研究发展部



分析师介绍

武超则：通信行业首席分析师，TMT 行业组长。专注于移动互联网、在线教育、云计算等通信服务领域研究。2013-2015 年《新财富》连续三年最佳分析师通信行业第一名。2014 年、2015 年《水晶球》、《金牛奖》、Wind 最佳分析师通信行业第一名。

程果：计算机行业分析师，毕业于复旦大学世界经济专业，此前曾就职于光大证券、川财证券。曾获得多项业内奖项，对云服务、智慧医疗等计算机产业链具备深入理解。

于成龙 010-86451020 yuchenglong@csc.com.cn

报告贡献人

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-85130905 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622