



证券研究报告·上市公司深度

其他电子器件

“云服务”布局全国，“智慧+”深入拓展

收购信诺时代 100%股权，仪电鑫森 49%股权

云赛智联通过发行股份和支付现金结合的方式购买（1）信诺时代 100%的股权，作价 2.18 亿元；（2）仪电鑫森 49%的股权，作价 2.4 亿元。本次交易完成后，信诺时代、仪电鑫森将成为云赛智联的全资子公司。

本次交易业绩承诺：信诺时代 2017—2019 年度的承诺净利润分别为 1456 万元、1813 万元、2192 万元。仪电鑫森 2017—2019 年度的承诺净利润分别为 4299 万元、4896 万元、5524 万元。

收购信诺时代，“云服务”完善全国布局

信诺时代的主营业务为云服务及信息化产品销售，业务范围主要集中在华北地区，收购完成后将有效推进云赛智联公司在全国范围内的战略布局。

未来通过整合信诺时代以及自身的客户资源，结合仪电集团云计算大数据业务规划战略愿景，利用南洋万邦、信诺时代在全国高质量的云服务部署/交付渠道，公司目标成为新一代覆盖中国大陆市场的云服务提供商，覆盖云销售商，云服务部署/交付商，云服务运营商，云应用开发商(IP)全产业链业务结构。

仪电鑫森全资控股，“智慧+教育”加速拓展

仪电鑫森之前为云赛智联的控股子公司，隶属于云赛智联行业解决方案“应用”板块中智慧教育业务板块。本次交易将完成公司对于仪电鑫森的全资控股，有利于公司加速拓展智慧教育业务，形成智慧教育综合方案提供和服务的能力。

盈利预测与估值

我们预测公司 17-19 年实现营业收入 50.52 亿、66.04 亿、87.48 亿，备考净利润为 3.65 亿、4.51 亿、5.65 亿元，EPS 分别为 0.27 元、0.34 元、0.43 元，对应的 2017-2019 年 PE 为 34.18X、27.60X、22.03X。

此次收购如果顺利完成，公司可以完善在云服务领域的全国布局和智慧校园领域的进一步深耕。我们认为，云赛智联依托其国资背景和渠道优势，未来有望成为华东地区智慧城市综合解决方案领军者；公司业务已经开始进入全国范围拓展，我们坚定看好公司未来在云服务及智慧城市领域内的长期发展，维持“买入”评级，建议重点关注！

请参阅最后一页的重要声明

云赛智联 (600602)

维持

买入

程杲

chenggao@csc.com.cn

021-68821603

执业证书编号：S1440516080002

韩鹏程

hanpengcheng@csc.com.cn

021-68821603

执业证书编号：S1440516100002

发布日期：2017 年 5 月 9 日

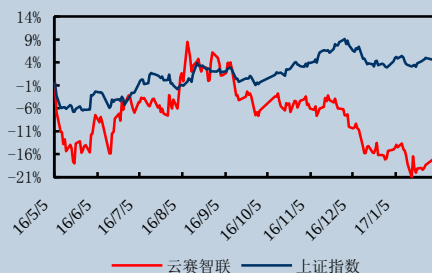
当前股价：9.39 元

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
0/2.70	0/0.15	-16.16/-20.93
12 月最高/最低价 (元)		12.34/8.5
总股本 (万股)		132683.51
流通 A 股 (万股)		87957.26
总市值 (亿元)		124.59
流通市值 (亿元)		82.59
近 3 月日均成交量 (万)		0.00
主要股东		
云赛信息 (集团) 有限公司		6.7%

股价表现



相关研究报告

17.04.18	阿拉善智慧城市中标，综合解决能力彰显
17.03.18	国企集团互联网巨舰起航在即



目 录

1. 收购信诺时代 100%股权，仪电鑫森 49%股权.....	1
1.1 收购方案介绍	1
1.2 收购相关事项	2
2. 收购信诺时代，“云服务”完善全国布局.....	3
2.1“云服务”构筑信诺时代核心竞争	3
2.1.1 信息化产品销售业务	3
2.1.2 信息化技术服务业务	5
2.2 营收稳定增长，费用控制良好	5
3. 完成对仪电鑫森全资控股，“智慧+教育”加速拓展.....	6
3.1 深化智慧教学领域服务	6
3.2 承诺业绩稳定增长	7
盈利预测与估值	8



图目录

图 1: 收购支付情况	2
图 2: 信诺时代承诺业绩情况	2
图 3: 仪电鑫森承诺业绩情况	2
图 4: 架构类主要产品	4
图 5: 安全类主要产品	4
图 6: 云计算类主要产品	4
图 7: IT 综合技术服务流程图	5
图 8: 云服务流程图	5
图 9: 信诺时代营业收入和净利润数据（万元，%）	6
图 10: 信诺时代营业成本变化情况（万元，%）	6
图 11: 信诺时代三费变动情况（万元）	6
图 12: 系统集成业务	7
图 13: 软件系统开发应用	7
图 14: 仪电鑫森净利润情况（基于业绩承诺）	8

表目录

表 1: 收购方案	1
表 2: IT 基础架构、工具及安全类产品	3

1. 收购信诺时代 100%股权，仪电鑫森 49%股权

1.1 收购方案介绍

2017 年 4 月 21 日，云赛智联公司公告通过发行股份和支付现金结合的方式购买：（1）谢敏等六位自然人及晟盈天弘持有的信诺时代 100%的股权；（2）上海佳育持有的仪电鑫森 49%的股权。本次交易完成后，信诺时代、仪电鑫森将成为云赛智联的全资子公司。

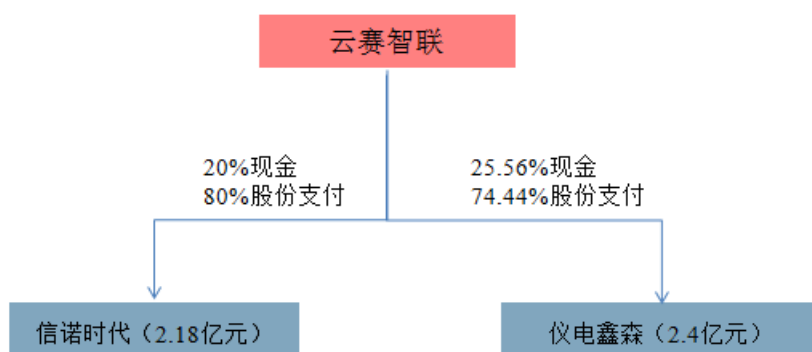
表 1：收购方案

交易对方	出资比例（%）	交易总价格（万元）	现金支付		发行股份			
			金额（万元）	占比（%）	金额（万元）	占比（%）	股份数（股）	
收购信诺时代 100%股权								
谢敏	41.14	8968.86	1793.77	8.23	7175.08	32.91	8541,767	
朱志斌	17.62	3841.50	768.30	3.52	3073.20	14.10	3658,567	
吴健彪	13.85	3018.46	768.30	3.52	2414.77	11.08	2874,725	
朱恒新	10.19	2221.59	444.32	2.04	1777.27	8.15	2115,797	
晟盈天弘	7.69	1676.92	335.38	1.54	1341.54	6.15	1597,069	
张明宇	5.54	1207.38	241.48	1.11	965.91	4.43	1149,890	
南翔	3.97	865.29	173.06	0.79	692.23	3.18	824,087	
小计	100.00	21,800.00	4360.00	20.00	17440.00	80.00	20761,902	
收购仪电鑫森 49%股权								
上海佳育	49.00	24010.00	7350.00	30.61	16660.00	69.39	19833,333	
小计	49.00	24010.00	7350.00	30.61	16660.00	69.39	19833,333	
合计	-	45810.00	11710.00	25.56	34100.00	74.44	40595,235	

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

其中，信诺时代 100%股权作价为 2.18 亿元，上市公司将以发行股份和支付现金相结合的方式向交易对方支付交易对价，其中，发行股份 2076 万股、支付现金 4360 万元；交易对方上海佳育持有的仪电鑫森 49%股权作价为 2.40 亿元，上市公司将以发行股份及支付现金的方式向交易对方支付交易对价，其中，发行股份 1983 万股、支付现金 7350 万元。

图 1：收购支付情况



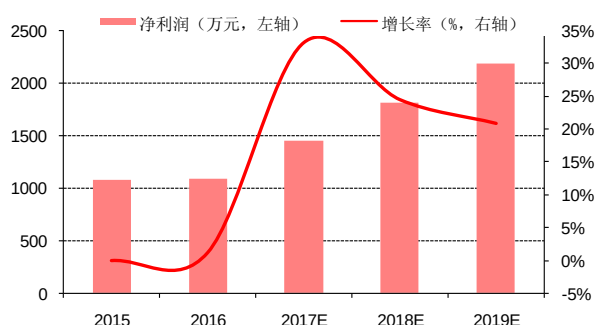
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

1.2 收购相关事项

云赛智联公司就本次交易分别与购买资产交易对方签署了《关于拟购买资产实际净利润与净利润预测数差额的补偿协议》，对本次交易的盈利预测补偿进行了约定：信诺时代 2017 年度、2018 年度、2019 年度的预测净利润数的具体数值分别为 1456 万元、1813 万元、2192 万元；仪电鑫森 2017 年度、2018 年度、2019 年度的预测净利润数的具体数值分别为 4299 万元、4896 万元、5524 万元。

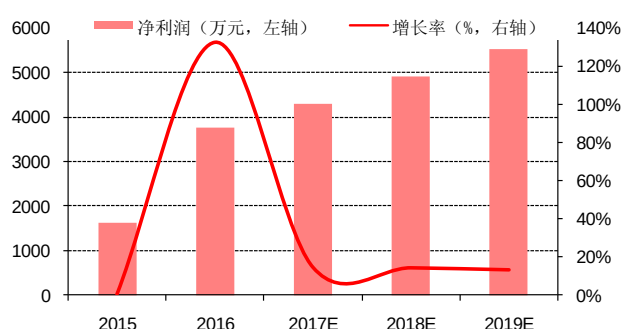
根据各交易对方出具的《关于股份锁定的承诺函》，相关交易对方本次认购的云赛智联的股票存在锁定期，在股份转让正式完成后的 36 个月内以及两家公司业绩承诺履行完毕前不得转让本次收购所认购的云赛智联的股票。

图 2：信诺时代承诺业绩情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 3：仪电鑫森承诺业绩情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2. 收购信诺时代，“云服务”完善全国布局

信诺时代的主营业务涵盖销售信息化产品，具体包括 IT 基础架构、工具及安全类产品以及云计算类产品，云赛智联收购信诺时代使公司的“云服务”完成全国领域的布局。信诺时代业务主要集中在华北地区，在华北地区开拓并积累了政府、金融、能源、互联网等行业优质客户为主的客户群体，奠定了良好的市场竞争地位。

本次交易后，云赛智联将完成云服务板块业务在华北地区的布局，增加相关软件产品、软件服务的市场份额和市场占有率，有效推进公司的全国战略布局，未来通过整合信诺时代以及自身的客户资源，结合仪电集团云计算大数据业务规划战略愿景，利用南洋万邦、信诺时代在全国高质量的云服务部署/交付渠道，公司目标成为新一代覆盖中国大陆市场的云服务提供商，覆盖云销售商，云服务部署/交付商，云服务运营商，云应用开发商(IP)全产业链业务结构。

2.1“云服务”构筑信诺时代核心竞争

信诺时代主营业务涵盖销售信息化产品，具体包括 IT 基础架构、工具及安全类产品以及云计算类产品；同时公司为企业客户在 IT 基础架构、安全架构等信息化领域，提供包括咨询评估服务、项目实施类服务、驻场运维服务、ETS 服务在内的解决方案与 IT 综合技术服务，并针对客户的云转型提供包括评估与规划、云迁移/部署、基础设施管理、监测、成本优化、安全、服务支持在内的应用/数据上云综合解决方案。

2.1.1 信息化产品销售业务

信诺时代目前信息化产品销售主要包括 IT 基础架构、工具及安全类产品，云计算类产品两大类。

表 2：IT 基础架构、工具及安全类产品

产品类别	主要系类产品	产品描述
架构类产品	Microsoft 产品、Oracle 产品、Linux 产品	用于企业信息建设基础类系统软件或应用软件，如服务器所安装的操作系统、数据库等，用于企业信息化基础建设及搭建。对应国际惯例分类中的系统软件与支撑软件。
工具类产品	Adobe 产品、AutoDesk 产品、WinRAR 产品	用于企业进行办公、设计等工作，满足企业需求，实现并提高企业办公效率的应用软件产品
安全类产品	Symantec 产品、Trendmicro 产品、梭子鱼产品	保障企业客户的网络系统硬件、软件及其系统中的数据安全，不因偶然或者恶意的原因而遭受到破坏、更改、泄露，系统连续可靠正常地运行，网络服务不中断，进而实现保障企业信息安全的产品
其他产品	其他软硬件产品	其他软硬件产品

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部



图 4：架构类主要产品



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

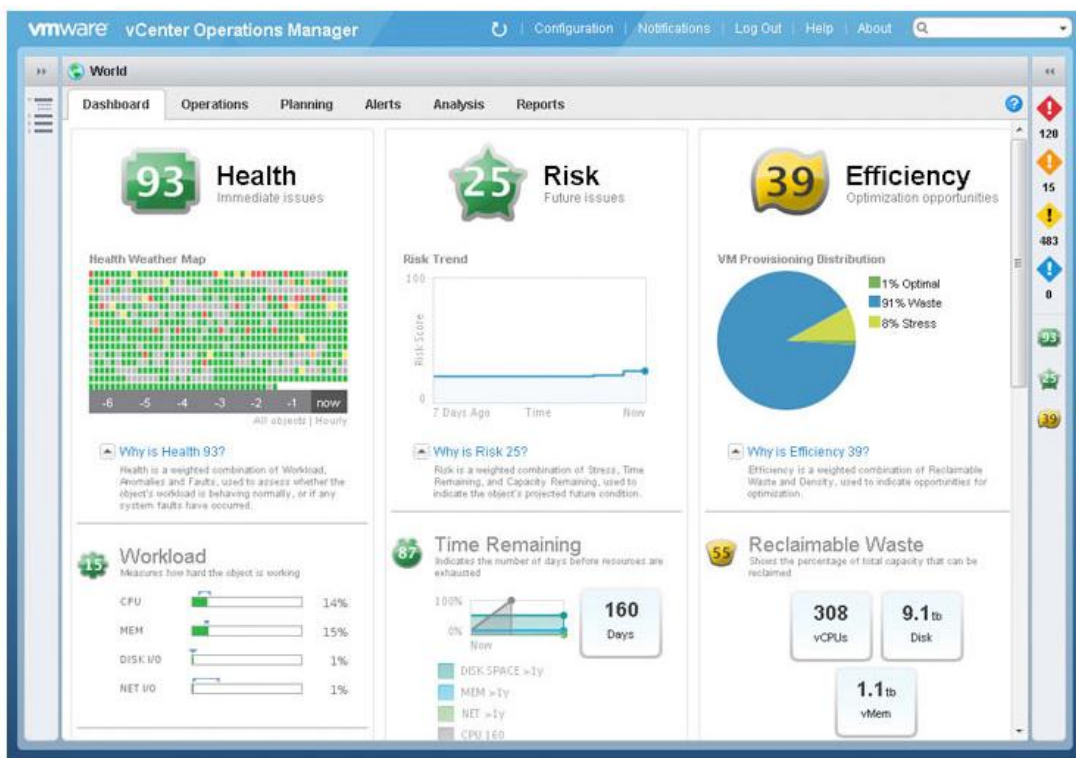
图 5：安全类主要产品



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

云计算类产品，主要包括利用分布式计算、并行计算、效用计算、网络存储、虚拟化、负载均衡、热备份冗余等传统计算机和网络技术发展融合的产品。目前信诺时代销售的云计算产品主要包括 VMware 系列产品、Citrix 系列产品、Adobe ETLA 及 CC 类产品、Treadmicro Deep Security 系列产品、Nutanix 系列产品以及私有云平台构建中所需的硬件产品。

图 6：云计算类主要产品



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

2.1.2 信息化技术服务业务

信诺时代的信息化技术服务主要包括项目实施和云服务两类。项目实施方面公司提供从项目前期咨询开始，到项目实施，再到后期运维、支持的一体化服务。而云服务上，信诺时代按照企业应用/数据上云的整个流程，为客户的云转型提供了包括评估与规划、云迁移/部署、基础设施管理、监测、成本优化、安全、服务支持在内的应用/数据上云综合解决方案。

图 7：IT 综合技术服务流程图

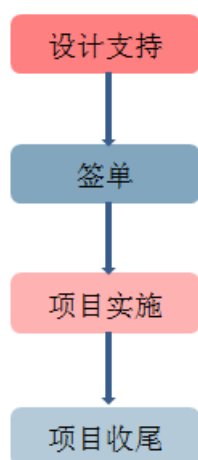
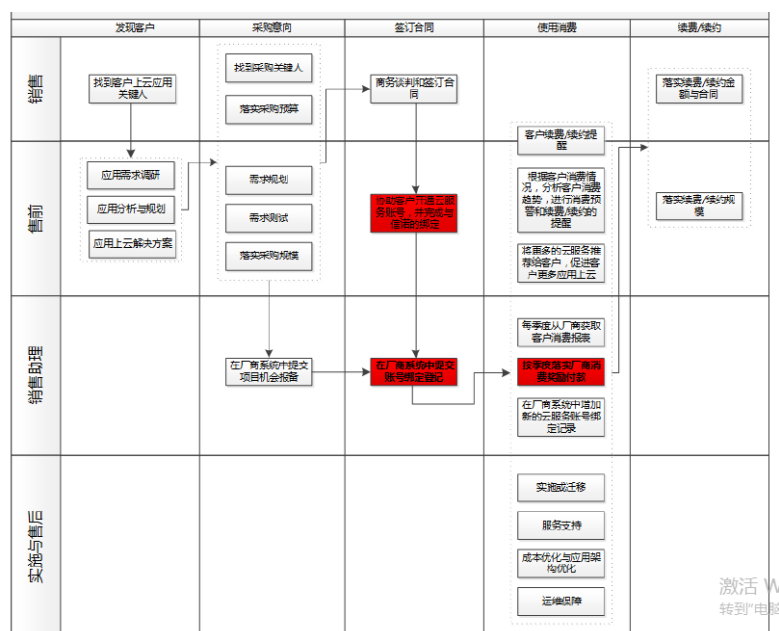


图 8：云服务流程图



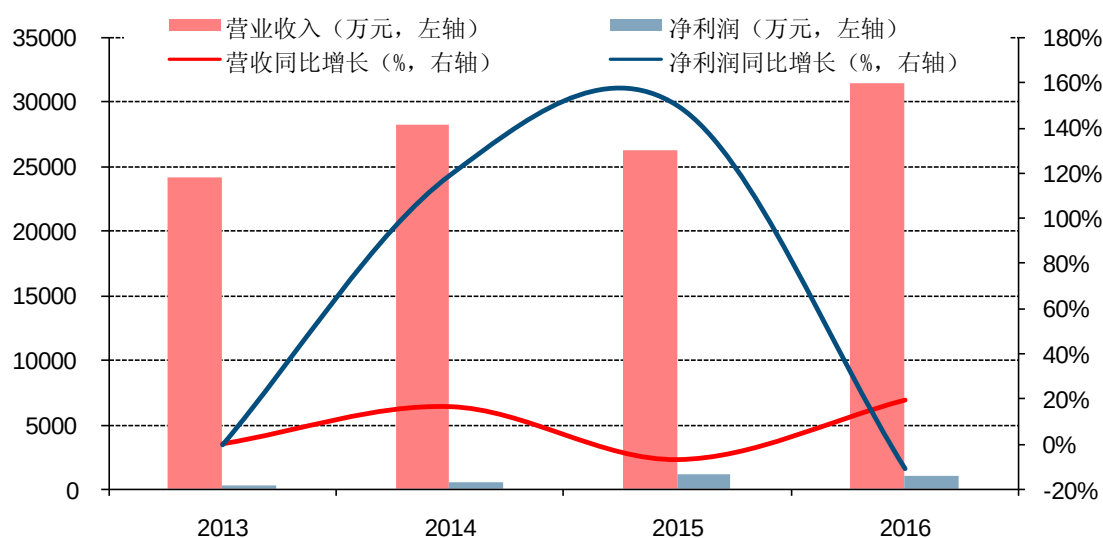
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2.2 营收稳定增长，费用控制良好

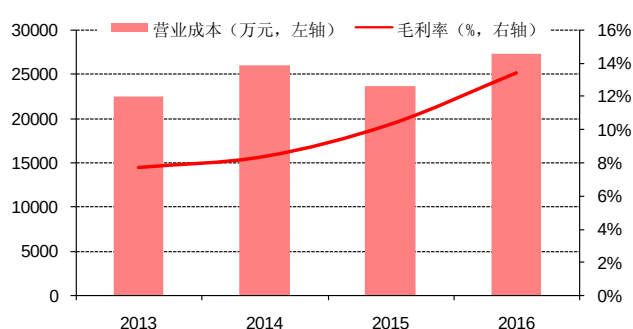
信诺时代近四年来，公司的营业收入除 2015 年外呈现稳定增长态势，增长率基本维持在 15%以上，预期今后几年营业收入仍会保持持续增长。净利润方面，2013、2014 年由于受资产减值损失等因素影响，导致净利润偏低；从 2015 年以来，信诺时代归母净利润分别为 1080.34 万元和 1093.31 万元，盈利能力良好。信诺时代 2013 年-2016 年营业收入和净利润情况如下：

图 9：信诺时代营业收入和净利润数据（万元，%）



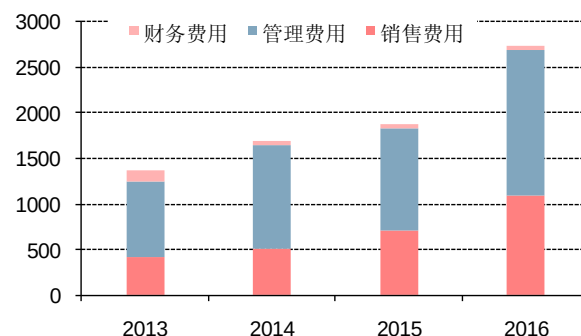
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 10：信诺时代营业成本变化情况（万元，%）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 11：信诺时代三费变动情况（万元）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

近 4 年间，信诺时代的毛利率呈现稳步上升趋势，总体成本控制良好。销售、管理费用虽有增加，但基本相对于营业收入增长呈现同比上涨趋势，其中财务费用控制良好，公司的资产结构十分健康。

3. 完成对仪电鑫森全资控股，“智慧+教育”加速拓展

3.1 深化智慧教学领域服务

仪电鑫森之前为云赛智联的控股子公司，隶属于云赛智联行业解决方案“应用”板块中智慧教育业务板块。在本次收购完成后，仪电鑫森将成为云赛智联全资子公司。仪电鑫森依托物联网、云计算、移动互联等新一代信息技术所打造的智能化、感知化、易用、可视化的智慧教育生态系统，能够提升现有数字教育系统的智慧化水平，实现信息技术与教育主流业务的深度融合，加快开发优质网络教育资源，创新教育教学的内容、方式和手段。

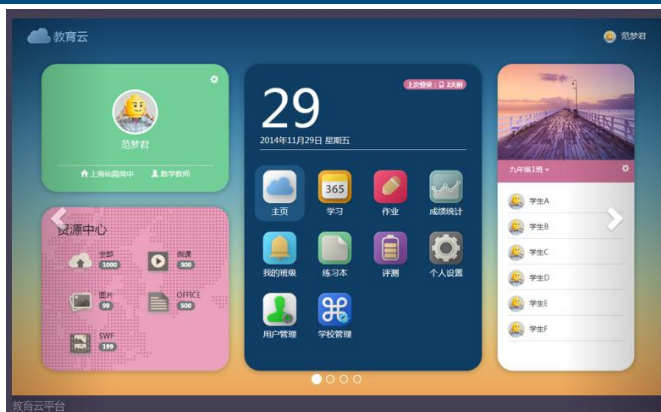
仪电鑫森主要业务包括两块：智慧校园系统集成及运维服务、智慧教育软件系统开发应用。系统集成业务主要针对校园信息化建设提供整体解决方案，包括：安防、校园广播、综合布线、多媒体四部分。软件系统开发应用方向以智慧教育系列软件为主要产品，包括：智慧校园管理平台、智慧教育资源平台、智慧教育课堂平台和校园运维管理服务平台。

图 12：系统集成业务



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图 13：软件系统开发应用

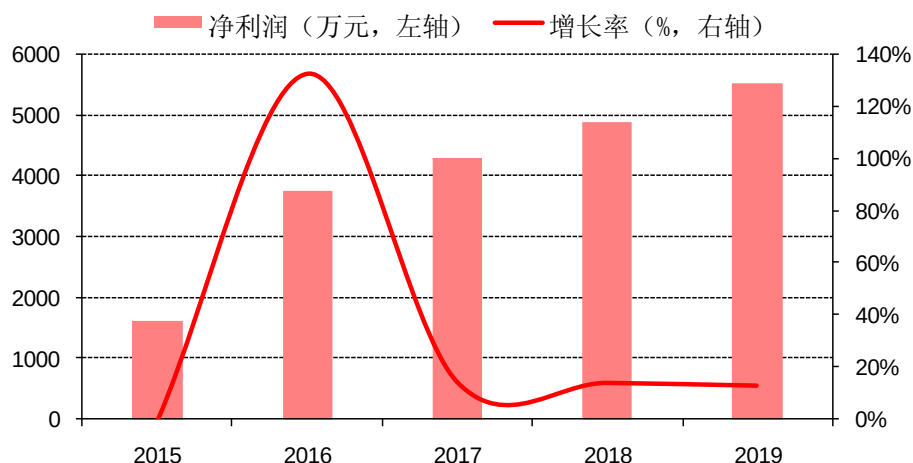


资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

3.2 承诺业绩稳定增长

仪电鑫森在 2016 年度营业收入和净利润较 2015 年实现快速增长，增速分别达到 190.93%和 132.39%。营业收入的大幅提升主要来自于公司自 2014 年以来大力发展的智能校园云平台，预期公司收入在今后几年仍将保持持续地增长，本次收购中要求的业绩承诺在未来三年实现，2017 年度、2018 年度、2019 年度的预测净利润数的具体数值分别为 4299 万元、4896 万元、5524 万元。

图 14：仪电鑫森净利润情况（基于业绩承诺）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

本次对于仪电鑫森剩余股权的收购，可以帮助云赛智联公司加速拓展智慧教育业务。仪电鑫森未来几年聚焦发展智慧教育，建设智慧学习平台，深化教育数据中心和资源中心建设，依托物联网、云计算、移动互联等新一代信息技术打造智能化、感知化、易用、可视化的教育信息生态系统，提升现有数字教育系统的智慧化水平，实现信息技术与教育主流业务的深度融合，加快开发优质网络教育资源，创新教育教学的内容、方式和手段。着力推进基于大数据的智慧教育决策平台、以教师定量化评价系统、学生综合素质评价为主线的智慧校园管理平台、基于已建成的“上海高中名校慕课平台”打造智慧教育资源平台、个性化定制的智慧教育课堂平台，形成智慧教育综合方案提供和服务能力，形成可持续、可复制、可推广的发展模式。

盈利预测与估值

此次收购如果顺利完成，公司可以完善在云服务领域的全国布局和智慧校园领域的进一步深耕。我们认为，作为一家实现全产业链布局的智慧城市综合解决方案企业，云赛智联依托其国资背景和渠道优势，凭借其在各个子领域内的深入拓展，未来有望成为华东地区智慧城市综合解决方案领军者；公司4月中旬公告，中标“阿拉善智慧城市政府和社会资本合作（PPP）项目”，一期项目总投资3.32亿元，合作期限13年。公司业务已经开始进入全国范围拓展，我们坚定看好公司未来在云服务及智慧城市领域内的长期发展，维持“买入”评级，建议重点关注！

我们预测公司17-19年实现营业收入50.52亿、66.04亿、87.48亿，备考净利润为3.65亿、4.51亿、5.65亿元，EPS分别为0.27元、0.34元、0.43元，对应的2017-2019年PE为34.18X、27.60X、22.03X。



主要可比公司估值比较（截至 2017 年 5 月 8 日收盘）

	证券简称	股票代码	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）	
				2016A	2017E	2018E	2017E	2018E
智慧城市	易华录	300212.SZ	30.10	0.38	0.63	0.82	47.75	36.67
	银江股份	300020.SZ	15.80	0.23	0.25	0.27	62.67	58.52
	数字政通	300075.SZ	25.11	0.34	0.45	0.62	55.26	40.83
	达实智能	002421.SZ	6.21	0.14	0.20	0.27	31.05	23.00
	行业平均 PE						49.18	39.75

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部



报表预测

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4093.84	5051.75	6603.79	8748.44
减: 营业成本	3164.03	3933.64	5120.81	6753.81
营业税金及附加	23.05	28.45	37.19	49.26
营业费用	129.22	156.60	184.91	218.71
管理费用	502.45	505.18	713.21	1023.57
财务费用	-15.46	-30.13	-34.34	-40.25
资产减值损失	49.83	15.80	15.00	12.00
加: 投资收益	68.32	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	309.03	442.22	567.01	731.34
加: 其他非经营损益	60.05	60.30	58.30	57.80
利润总额	369.08	502.52	625.31	789.14
减: 所得税	60.32	75.38	93.80	118.37
净利润	308.76	427.14	531.52	670.77
减: 少数股东损益	71.04	98.24	122.25	154.28
归属母公司股东净利润	237.72	328.90	409.27	516.49
信诺时代承诺净利润		14.56	18.13	21.92
仪电鑫森少数股东损益 (49%股权)		21.07	23.99	27.07
备考归母净利润		364.53	451.39	565.48

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

程杲：计算机行业分析师，毕业于复旦大学、上海财经大学，曾就职于光大证券等机构。曾获得多项业内奖项，对计算机产业链具备深入理解，尤其在企业应用级云服务、智慧医疗等细分领域有独到研究。

韩鹏程：计算机行业分析师，计算机科学与技术专业博士。2016 年加盟中信建投计算机研究团队，对人工智能、Fintech 领域有深刻的研究及理解。通过 CFA 三级。

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
黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn
李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
朱燕 010-85156403 zhuyan@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 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn
邓欣 021-68821600 dengxin@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
肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn
吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn
朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn
杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn
谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@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