

太极股份 (002368)

首次覆盖

受益自主可控，未来发展可期

评级：增持

目标价格：46.37

当前价格：38.23

2019.12.16

——太极股份首次覆盖报告

	李沐华 (分析师)	齐佳宏 (分析师)
	010-83939797	010-83939837
	limuhua@gtjas.com	qijiahong@gtjas.com
证书编号	S0880519080009	S0880519080007

本报告导读：

公司一体两翼战略成效明显，自主可控产业全产业链布局，公司未来发展有望超出市场预期。

投资要点：

- 首次覆盖，给予增持评级。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润 3.83/5.18/6.69 亿元，增速 21%/35%/29%，EPS 为 0.93/1.25/1.62，考虑公司自主可控全产业链布局优势，采用 PE 与 PS 两种估值方法，给予公司目标价 46.37 元，增持。
- 公司已经形成“固根基，展两翼”的稳健布局。在此布局下，公司一方面保留传统优势业务以保证现金流的持续性，另一方面重点推进自主可控产品创新和云计算等新业务，打开成长空间，未来发展值得期待。
- 并购整合加快，自主可控产业链已成型，龙头地位呼之欲出。企业加快外延发展整合资源，先后战略投资人大金仓数据库和金蝶中间件，公司已经逐步建立起较完善的自主可控云计算产业体系。收购量子伟业后，公司政务云方面的优势得到进一步巩固，公司有望在短期内成为自主可控产业龙头。
- 催化剂：自主可控加速推进
- 风险提示：行业竞争加剧的风险，自主可控行业发展不及预期的风险

交易数据

52 周内股价区间 (元)	22.10-40.88
总市值 (百万元)	15,780
总股本/流通 A 股 (百万股)	413/405
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	12.30
日均成交值 (百万元)	407.95

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,842
每股净资产	6.88
市净率	5.6
净负债率	27.58%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.04	0.05
Q2	0.00	0.01
Q3	0.12	0.13
Q4	0.60	0.74
全年	0.77	0.93

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	14%	12%	68%
相对指数	10%	11%	36%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,300	6,016	7,050	9,030	11,602
(+/-)%	2%	14%	17%	28%	28%
经营利润 (EBIT)	330	342	421	530	669
(+/-)%	0%	3%	23%	26%	26%
净利润 (归母)	292	316	383	518	669
(+/-)%	-3%	8%	21%	35%	29%
每股净收益 (元)	0.71	0.77	0.93	1.25	1.62
每股股利 (元)	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	6.2%	5.7%	6.0%	5.9%	5.8%
净资产收益率 (%)	11.1%	11.1%	11.9%	13.9%	15.3%
投入资本回报率 (%)	12.5%	14.4%	15.9%	19.3%	0.1%
EV/EBITDA	23.99	18.90	35.42	27.37	20.85
市盈率	54.05	49.92	41.18	30.49	23.59
股息率 (%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

模型更新时间: 2019.12.16

股票研究

信息科技
计算机

太极股份 (002368)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 46.37

当前价格: 38.23

2019.12.16

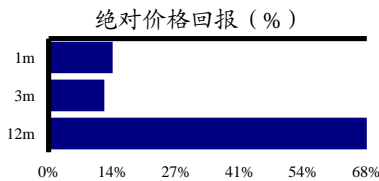
公司网址

www.taiji.com.cn

公司简介

公司是国内电子政务、智慧城市和重要行业信息化的领先企业。

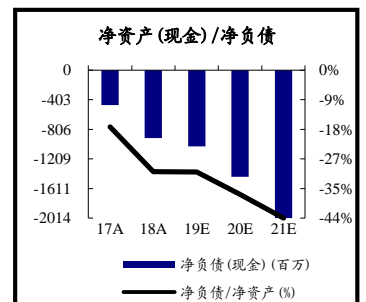
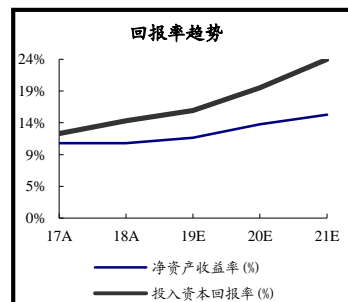
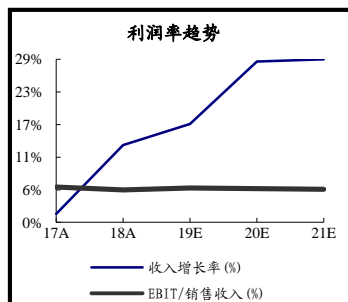
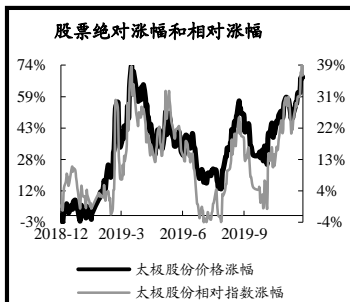
公司主营业务为面向党政、国防、公共安全、能源、交通等行业提供安全可靠信息系统建设和云计算、大数据等相关服务,涵盖信息基础设施、业务应用、云和大数据服务、网络信息安全等综合信息技术服务。



52 周价格范围 22.10-40.88
市值 (百万) 15,780

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	5,300	6,016	7,050	9,030	11,602
营业成本	4,132	4,680	5,464	7,007	9,015
税金及附加	19	27	32	41	53
销售费用	99	108	127	163	209
管理费用	603	696	816	1,045	1,342
EBIT	330	342	421	530	669
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	0
财务费用	15	14	-22	-33	-49
营业利润	323	345	388	515	670
所得税	35	30	37	50	64
少数股东损益	-6	-1	-1	-2	-3
归母净利润	292	316	383	518	669
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,347	1,671	1,671	1,699	2,251
其他流动资产	5,256	5,308	6,156	7,881	10,123
长期投资	122	128	128	128	128
固定资产合计	662	762	762	762	762
无形及其他资产	1,232	1,476	1,579	1,681	1,783
资产合计	8,618	9,346	10,296	12,151	15,048
流动负债	5,412	6,091	6,678	8,035	10,284
非流动负债	394	217	217	217	217
股东权益	2,812	3,037	3,401	3,899	4,547
投入资本(IC)	2,353	2,158	2,408	2,505	2,601
现金流量表					
NOPLAT	294	312	384	483	610
折旧与摊销	90	122	0	0	0
流动资金增量	12	-583	148	-5	-7
资本支出	-81	-122	-72	-52	-42
自由现金流	316	-271	460	426	561
经营现金流	321	680	228	485	619
投资现金流	-81	-128	-72	-52	-42
融资现金流	-36	-232	-156	-405	-24
现金流净增加额	205	321	0	28	553
财务指标					
成长性					
收入增长率	1.5%	13.5%	17.2%	28.1%	28.5%
EBIT 增长率	0.1%	3.5%	23.1%	25.9%	26.3%
净利润增长率	-3.2%	8.3%	21.2%	35.1%	29.2%
利润率					
毛利率	22.0%	22.2%	22.5%	22.4%	22.3%
EBIT 率	6.2%	5.7%	6.0%	5.9%	5.8%
归母净利润率	5.5%	5.3%	5.4%	5.7%	5.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.1%	11.1%	11.9%	13.9%	15.3%
总资产收益率(ROA)	3.4%	3.4%	3.7%	4.3%	4.4%
投入资本回报率(ROIC)	12.5%	14.4%	15.9%	19.3%	23.5%
运营能力					
存货周转天数	124	121	121	121	121
应收账款周转天数	182	144	144	144	144
总资产周转天数	564	545	508	454	428
净利润现金含量	110.0%	215.2%	59.6%	93.7%	92.6%
资本支出/收入	1.5%	2.0%	1.0%	0.6%	0.4%
偿债能力					
资产负债率	67.4%	67.5%	67.0%	67.9%	69.8%
净负债率	-17.0%	-30.4%	-30.5%	-37.2%	-44.3%
估值比率					
PE(现价)	54.05	49.92	41.18	30.49	23.59
PB	4.00	3.37	4.91	4.25	3.62
EV/EBITDA	23.99	18.90	35.42	27.37	20.85
P/S	3.00	2.64	2.25	1.76	1.37
股息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%



目录

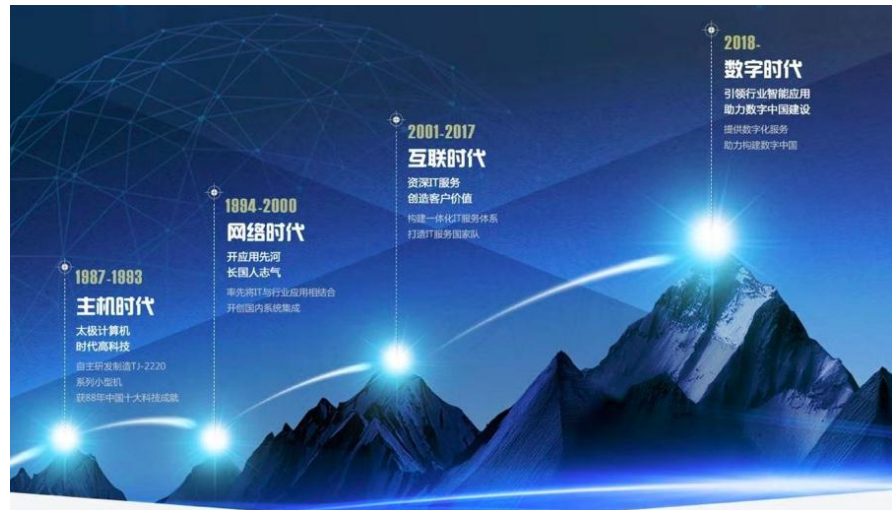
1. 行业信息化领先企业，战略转型谋求二次飞跃.....	4
1.1. 行业信息化和智慧城市建设的领先企业.....	4
1.2. 供应商分散，带来成本优势.....	4
1.3. 公司进行业务转型，四大主营业务重回快车道.....	5
1.4. 营收重新提速，净利润增长变化波动较大.....	7
2. 三驾马车齐头并进，行业空间广阔.....	9
2.1. 网安市场持续增长，紧抓自主可控机遇切入蓝海.....	9
2.1.1. 自主可控已经成为国家战略.....	10
2.1.2. 主流外国厂商系统安全堪忧，自主可控未来需求巨大.....	11
2.2. 云计算已成趋势，政务云市场将保持高增长.....	11
2.3. 太极股份具备竞争优势.....	12
2.3.1. 自主可控市场份额排名靠前.....	12
2.3.2. 政务云发展迅速，公司位居第一集团.....	13
3. 竞争优势边际改善，自主可控龙头格局已成.....	14
3.1. 两大因素带来竞争优势边际改善.....	14
3.2. 外延并购整合资源，已形成协同效应.....	15
3.2.1. 金蝶天燕是政府云行业领导者，成长值得期待.....	15
3.2.2. 持股人大金仓，布局国产数据库.....	16
3.2.3. 收购量子伟业，助力太极业务结构优化.....	17
3.2.3.1. 客户群与慧点科技重合度高.....	17
3.2.3.2. 产品丰富，公司优势业务档案信息化前景光明.....	18
3.3. 携手海康威视，实现优势互补.....	19
4. 盈利预测与估值.....	19
4.1. 核心假设.....	19
4.2. 盈利预测.....	19
4.3. 公司估值.....	19
5. 风险提示.....	20

1. 行业信息化领先企业，战略转型谋求二次飞跃

1.1. 行业信息化和智慧城市建设的领先企业

公司是国内行业信息化和智慧城市领域的领先企业，正积极向自主可控和云计算领域转型。公司起源于 1987 年原电子工业部第十五研究所创建的太极计算机公司，经 2002 年国家有关部门批准变为股份制公司，2010 年，太极股份在深圳证券交易所中小板上市。自从“棱镜门”事件之后国家高度重视自主可控产业的发展，有关部门积极推进安全可靠信息系统建设和国产化替代工作，与此同时，以云计算和大数据技术为代表的新一代信息技术在政府、公共安全、司法等政务行业开始得以应用，并呈现快速发展的势头。公司围绕实际控制人中电科的“安全”“智慧”两大事业主题，积极推进战略转型，提出了“数据驱动”、“云领未来”、“网安天下”的发展战略。

图 1：公司是国内行业信息化和智慧城市领域的领先企业



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

1.2. 供应商分散，带来成本优势

公司上游供应商集中度不高，硬件产品竞争激烈，太极股份成本端无压力。2017、2018 年前五大供应商占公司总采购额的比重有所变化，由 2017 年前 18.31% 上升到 2018 年的 28.92%。其中主要供应商华为技术有限公司占采购份额一直居于前列，17 年向该公司采购额占总额的 10.65%，18 年占 11.61%，对华为采购额占比长期较高的原因是华为的知名度与过硬的产品质量，同时华为会给予太极股份一定的优惠。总体上而言，供应商较分散，18 年前 5 大供应商占采购总额仅有 28.92%，主要原因在于太极股份所采购的硬件产品受市场竞争以及技术周期更新较快影响，业务竞争激烈，价格不断下降，因此上游供应商分散，太极股份在成本端并无明显压力。

表 1：公司上游供应商集中度不高(2018 年数据)

序号	前五大供应商名称	采购额 (亿元)	采购占比
1	华为技术有限公司	3.48	11.61%
2	浪潮电子信息产业股份有限公司	0.64	2.15%
3	北京恒胜科技有限公司	0.49	1.64%

4	北京码牛科技有限公司	0.47	1.57%
5	博康智能信息技术有限公司	0.41	1.34%
合计		5.49	18.31%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

表 2：公司上游供应商集中度不高(2017 年数据)

序号	前五大供应商名称	采购额 (元)	采购占比
1	北京计算机技术及应用研究所	7.05	12.26%
2	华为技术有限公司	6.13	10.65%
3	航天信息股份有限公司	1.43	2.48%
4	上海富控文化传媒有限公司	1.02	1.77%
5	厦门亿力吉奥信息科技有限公司	1.01	1.76%
合计		16.63	28.92%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

公司与主要客户建立了长期、稳定的业务合作关系，需求端优势明显，能够保障公司的可持续盈利能力。公司客户主要分布于党政、国防、公共安全、能源、交通等行业，具有规模大实力强，信誉好的特点，所以坏账风险小。此外，软件以及信息技术服务产品具有很高的粘性，客户在开始使用公司产品后，后期一般会持续采购配套设施与服务，因此客户源稳定。2017、2018 年对前五大客户销售总额变动不大，均在 15% 上下浮动，且并不集中，2018 年对最大客户销售额仅占销售总额的 5.11%，降低了单一客户依赖风险。

表 3：公司在政府部门、金融、能源行业的客户广泛

能源行业主要客户	金融行业主要客户	党政机关主要客户
华北电网	中国人民银行	中共中央办公厅
国家电网	中国人民保险公司	中央人民政府
华能集团	中国农业银行	国务院
华电集团	城商行资金清算中心	最高人民法院
大唐集团	广东农信社	公安部
河南电力	青海农信社	卫生部
北京电力		民政部
		财政部
		国土资源部
		环保部

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.3. 公司进行业务转型，四大主营业务重回快车道

公司的 4 大主营业务分别为网络安全、智慧应用与服务、系统集成服务和云服务。太极股份深耕于政府、军工国防、公共安全、电力、交通等重点行业信息化和智慧城市，围绕核心业务需求，提供咨询、系统集成、基础设施建设以及运营一体化服务。

图 2：公司已建立起一体化 IT 服务体系



数据来源：国泰君安证券研究

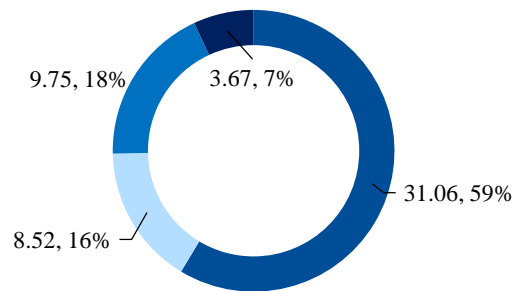
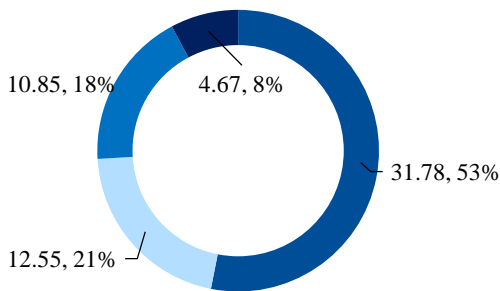
在主营业务方面，系统集成服务、云服务、网络安全服务和智慧应用与服务支撑起公司运营，近年来系统集成服务始终占营收一半以上。2018年营业收入中系统集成服务营收高达31.78亿元，占营收总额的52.83%。2017年该业务营收达到31.06亿元，占营收总额的58.6%。近年来，公司在战略理念“固根基”的指导下，始终保持主营业务结构稳定，营收稳定增长。

图 3: 2018 年系统集成服务占营收一半以上(单位: 亿元)

图 4: 2017 年系统集成服务占营收一半以上(单位: 亿元)

■ 系统集成服务 ■ 网络安全服务 ■ 智慧应用与服务 ■ 云服务

■ 系统集成服务 ■ 网络安全服务
■ 智慧应用与服务 ■ 云服务

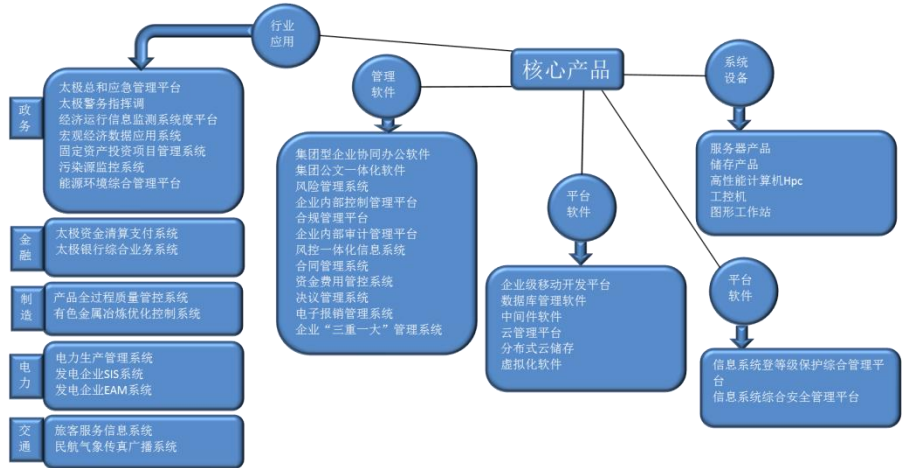


数据来源：wind，国泰君安证券研究

数据来源：wind，国泰君安证券研究

公司解决方案体系完整，积极推动解决方案软件产品化，由此形成一系列软件产品，涵盖行业应用，管理软件，平台软件，信息安全。其中数字政府与智慧城市 14 个产品，公共安全与数字化 4 个产品，以及其他众多解决方案产品。覆盖行业广，核心产品优势突出，竞争力强。

图 5: 太极股份核心软件产品示意图

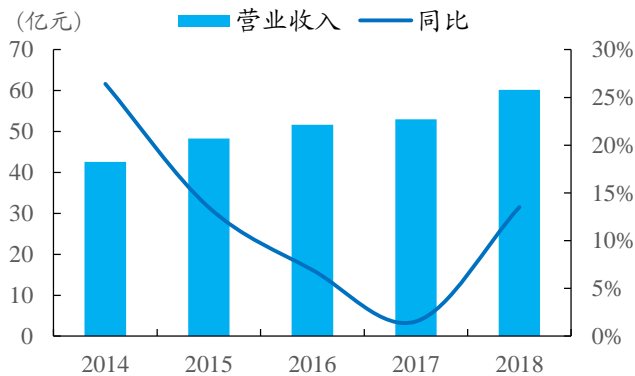


数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

1.4. 营收重新提速, 净利润增长变化波动较大

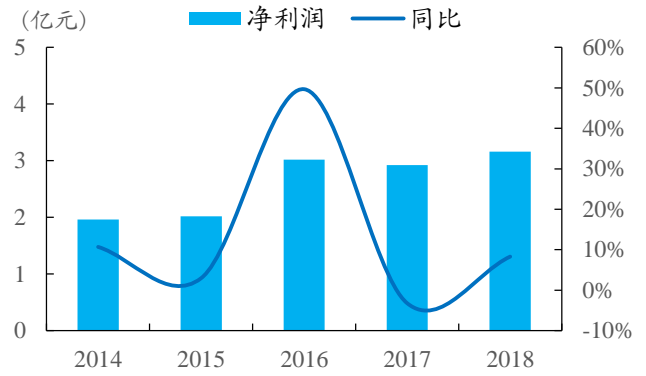
2017 年至 2018 年, 公司营收与净利润上升, 实现营收重新提速, 净利润增长变化波动相对较大。2017 年营收 53.00 亿元, 2018 年营收 60.16 亿元, 同比增长 13.52%, 相对于 2017 年 1.54% 的增长速度有较大提升, 原因在于公司云服务、网安等业务日趋成熟, 市场份额扩大。而近年来净利润波动相对较大, 2017 年净利润 2.92 亿, 2018 年 3.16 亿, 同比增长 8.29, 而 2017 年比 2016 年同比下降仅有 3.22%, 原因是公司处于业务转型阶段, 净利润仍有提升空间。

图 6: 公司营业总收入持续增长



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

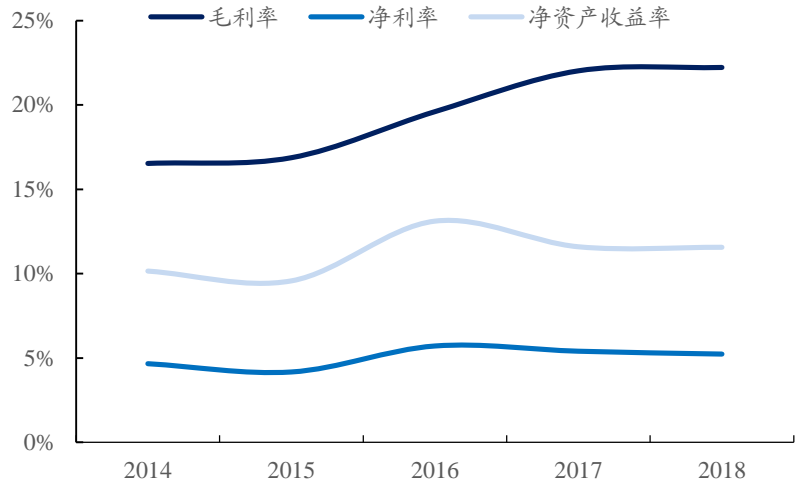
图 7: 公司净利润陷入短暂停滞



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2014 年以来, 公司毛利率有所提升, 加权净资产收益率、净利率基本保持稳定。2018 年公司毛利率提升至 22.22%, 相比于 2017 年的 22.02% 有所增长, 增长源自于较高毛利率的云服务和智慧应用与服务增长。净利率维持在 5% 上下, 较为稳定。

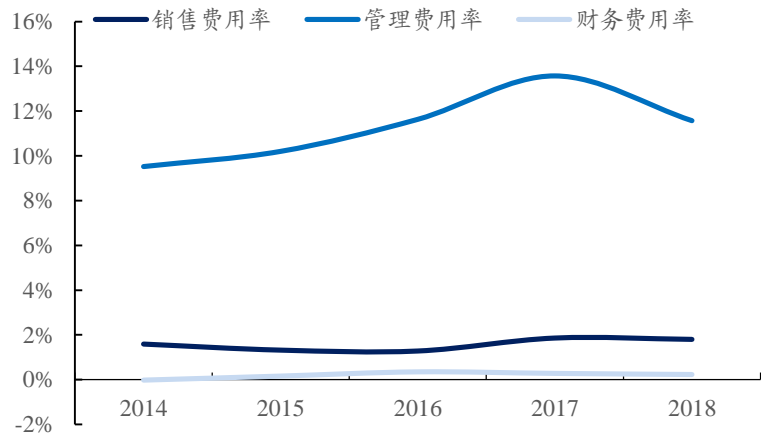
图 8: 公司毛利率有所提升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

公司近年来费用率基本保持稳定, 管理费用率有所上升。销售费用率基本保持在 1.80% 左右。根据分析, 是因为公司经营模式逐渐成熟, 客户源逐渐稳定, 因此开拓销售渠道方面支出稳定。而管理费用率从 2014 年的 9.52% 上升到 2018 年的 11.57%, 主要因为研发投入增加以及公司进行战略结构调整, 优化业务结构所致。

图 9: 公司费用率变化 (%)

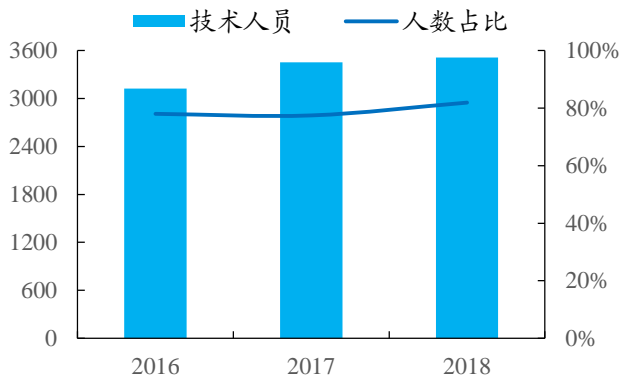


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

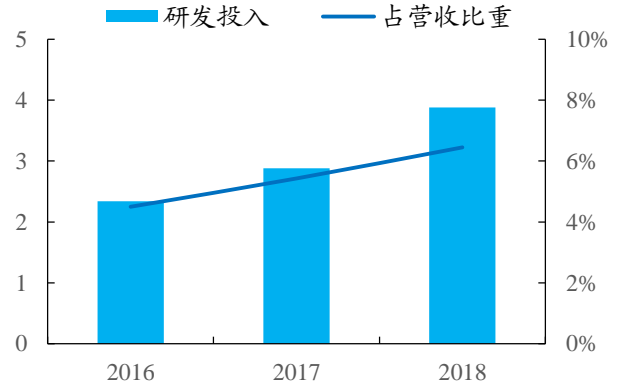
研发费用逐年提高, 加强技术供给端优势。公司近年来技术人员人数不断上升, 由 2016 年 3123 人上升到 2018 年 3514 人, 技术人员占总人数比例稳定在 80% 左右。研发投入不断加大, 公司 2018 年研发支出 3.88 亿, 比 2017 年增长了 34.72%, 这种增长是因为太极公司持续加大自主研发力度导致的。

图 10: 公司技术人员占比不断提升

图 11: 公司研发投入加大



数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

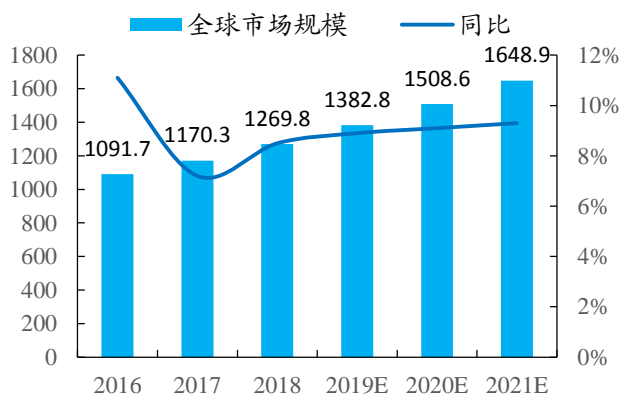
2. 三驾马车齐头并进, 行业空间广阔

公司围绕“数据驱动”、“云领未来”、“网安天下”业务战略, 公司将在维持传统行业信息化业务的基础上, 重点发展自主可控、大数据和云计算业务。

2.1. 网安市场持续增长, 紧抓自主可控机遇切入蓝海

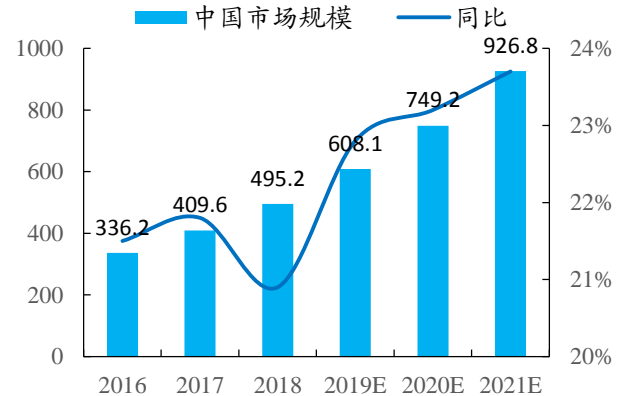
网络安全市场规模巨大, 并且增速稳定, 切入蓝海大有可为。全球网安市场规模已经超过千亿, 与全球相比, 我国网络安全市场规模较小, 但一直保持稳定的较高增长, 市场规模由 2016 年的 336.2 亿上升到 2018 年的 495.2 亿, 预计其规模在 2021 年接近千亿, 意味着网络安全市场天花板较高, 企业大有可为。

图 12: 全球网络安全市场规模持续扩张 (亿元)



数据来源: 智研咨询, 国泰君安证券研究

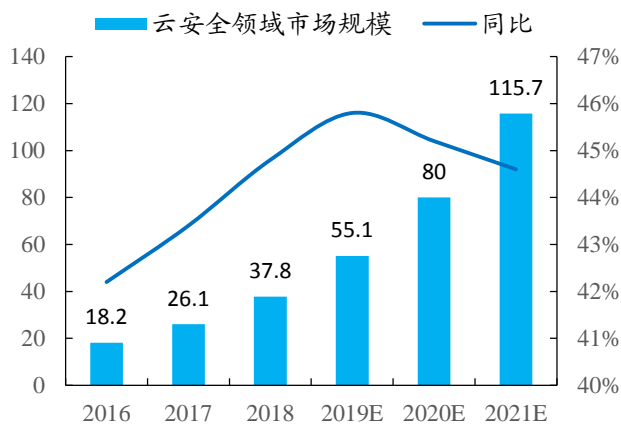
图 13: 中国网络安全市场规模持续扩张 (亿元)



数据来源: 智研咨询, 国泰君安证券研究

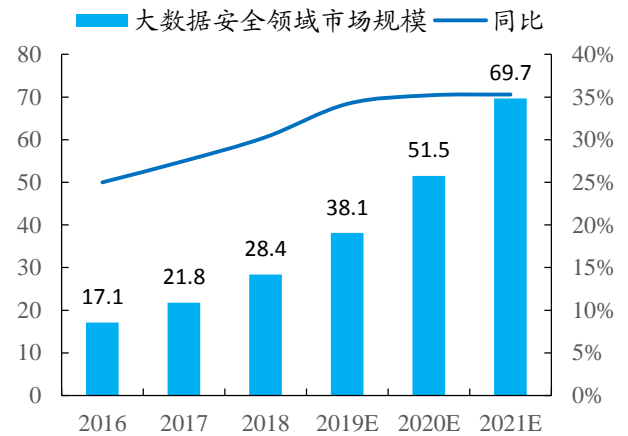
近年来云计算、大数据等行业发展态势迅猛, 防范风险的安全要求随之提升。不同行业在网络安全方面投入持续上涨, 市场需求强劲。以云安全 and 大数据安全领域市场规模为例, 云安全领域市场规模由 2016 年的 18.2 亿增长到 2018 年的 37.8 亿, 同比增长 44.80%; 大数据安全领域市场规模由 2016 年的 17.1 亿增长到 2018 年的 28.4 亿, 同比增长 30.30%。

图 14: 中国云安全领域市场规模持续扩张 (亿元)



数据来源: 智研咨询, 国泰君安证券研究

图 15: 中国大数据安全领域市场规模持续扩张 (亿元)



数据来源: 智研咨询, 国泰君安证券研究

2.1.1. 自主可控已经成为国家战略

自主可控已上升为国家战略, 是保障网络安全、信息安全的前提。国家对于自主可控的重视程度不断提高, 利好政策相继出台。继 2016 年 12 月《国家网络空间安全战略》发布以来, 我国不断提升对自主可控的关注度, 2019 年 5 月, 国家发布《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》, 宣告着“等保 2.0”时代正式来临。基于国家对自主可控的高度重视, 市场有望高速增长。

表 4: 近年部分自主可控的相关政策

时间	部门	政策	主要内容
2011 年	工信部	《信息安全产业“十二五”发展规划》	明确“十二五”的发展思路和目标, 提出相关政策配套措施, 促进我国自主可控与信息安全工作持续健康发展
2012 年	国务院	《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》	将信息安全提升至与信息化发展同等重要的高度, 大力推进信息化发展与自主可控系统设备建设, 切实保障信息安全
2013 年	国家发改委	《关于组织实施 2013 年国家信息安全专项有关事项的通知》	明确重点支持包括金融信息安全、云计算与大数据信息安全、信息安全分级保护与工业控制信息等相关安全领域
2014 年	中央网络安全和信息化领导小组	《关于加强党政机关网站安全管理的通知》	要求各地区各部门在规划建设党政机关网站时, 建立网站安全防护体系
2015 年	国务院	《中国的军事战略》	我国将加快自主可控的网络空间力量建设, 提高网络空间态势感知、网络防御、支援国家网络空间斗争和参与国际合作的能力
2016 年	中央网信办	《关于加强国家网络安全标准化工作的若干意见》	提出建立统一权威的国家标准工作机制, 探索建立自主可控行业标准联络员机制和会商机制,
2016 年	国务院	《“十三五”国家科技创新规划》	对于信息安全与自主可控重点建设
2016 年	国家互联网信息办公室	《国家网络空间安全战略》	推进全球互联网治理体系变革的“四项原则”和构建网络空间命运共同体的“五点主张”, 阐明中国关于网络空间发展和安全的重大立场, 指导中国网络安全工作, 维护国家在网络空间的主权安全、发展利益, 制定本战略。
2017 年	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国网络安全法》	《网络安全法》第 2 条明确规定:《网络安全法》适用于我国境内网络以及网络安全的监督管理。这是我国网络空间主权对内最高管辖权的具体体现。

2018年	全国信息安全标准化技术委员会	《信息安全技术个人信息安全规范》	规范了开展收集、保存、使用、共享、转让、公开披露等个人信息处理活动应遵循的原则和安全要求。
2019年	中国国家标准化管理委员会	《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》	标志着我国网络安全登记保护工作正式进入“2.0时代”。

数据来源：各部委官网，国泰君安证券研究

2.1.2. 主流外国厂商系统安全堪忧，自主可控未来需求巨大

近年来，操作系统市场主要由外国大型厂商主导，但是这些厂商的相关产品漏洞频出，并且源代码保密，无法从根本上解决国家安全与信息安全问题。根据 CNNVD 统计，漏洞数量排名前 10 的厂商全部为外国企业，充分说明没有自主可控操作系统与配套设备的危险性。中国党政军各部门对于信息安全与保密要求极高，未来将实现基础软硬件的全面国产化，目前南风工程试点已经开展到第二期，进展良好，自主可控市场万亿空间将打开。

表 5: CNNVD 统计漏洞数量排名前十的厂商全部为外国企业

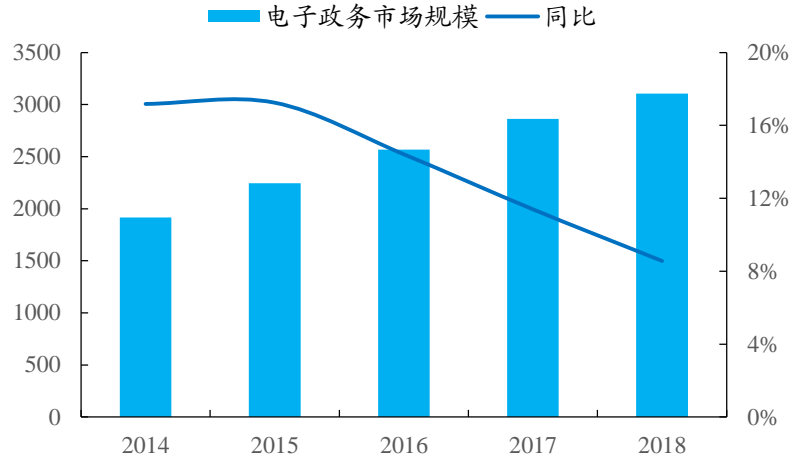
厂商	产品数量	漏洞数量	占比
Oracle	369	2923	5.01%
Microsoft	299	2695	4.62%
IBM	591	2542	4.36%
Cisco	772	2305	3.95%
Apple	72	1991	3.41%
Google	45	1922	3.29%
Linux	9	1361	2.33%
Mozilla	20	1084	1.86%
Redhat	176	990	1.70%
Novell	79	874	1.50%

数据来源：CNNVD，国泰君安证券研究

2.2. 云计算已成趋势，政务云市场将保持高增长

我国电子政务市场步入黄金时代，随着国家电子政务相关政策标准的落地，未来政务云将成为公司新的增长点。2018 年我国电子政务行业市场规模 3106.9 亿元，同比 17 年增长 9%，电子政务行业的稳定增长为政务云的发展提供了基础。电子政务市场的增长意味着我国政务云建设已经进入了发展的快车道。一方面，政府服务向云计算平台的迁移速度不断加快；另一方面，财政部门和行政事业单位的管理方式正在发生重大变革，互联网技术的发展带来了财政和行政事业单位 IT 系统部署方式的变化。

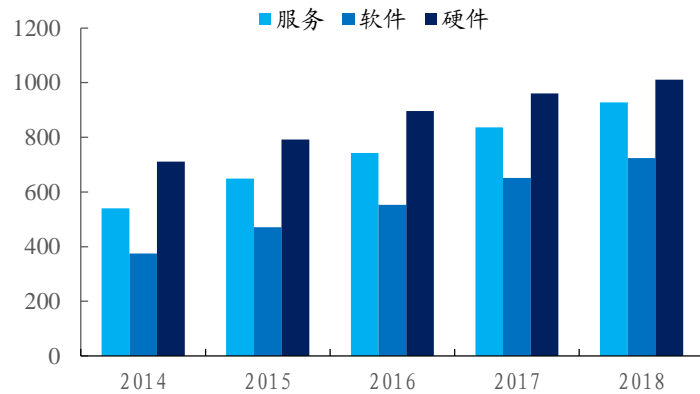
图 16: 我国电子政务行业市场规模快速增长 (单位: 亿元)



数据来源: 中国产业网, 国泰君安证券研究

2018 年中国电子政务基础架构平台硬件、软件、服务市场的规模分别为 32.4 亿元、17.6 亿元和 9.3 亿元。未来各细分市场还将持续增长。2014 年政务云平台的服务、软件、硬件各子行业市场份额只有 540.34 亿、374.72 亿、710.99 亿, 但 2016 年三大子行业市场分别为 927.92 亿、723.89 亿、1010.52 亿。从体量上看, 硬件所占比例略大, 但软件与服务所占比例正在飞速增长, 其中服务市场即将赶超硬件市场。这说明未来电子政务的增长点在软件与服务上, 这也是太极股份未来布局的重点。

图 17: 我国电子政务细分市场中硬件所占比例略大, 但软件与服务所占比例正在飞速增长 (单位: 亿元)



数据来源: 智研咨询, 国泰君安证券研究

2.3. 太极股份具备竞争优势

2.3.1. 自主可控市场份额排名靠前

自主可控领域市场集中度高, 少数几家企业占据市场份额的大部分。从总体来看自主可控领域细分市场众多, 各个细分领域均有出彩企业。但是许多细分行业规模过小, 无法对竞争格局产生影响。自主可控方面, 2015 年, 中国软件, 太极股份, 航天信息与 706 所预计占市场份额可达 60% 以上。其中中国软件占 30% 市场份额, 太极股份约占 20% 市场份额, 航天科工集团下的航天信息和 706 所占 10% 市场份额。

细分领域厂商众多，国企、民企、外企三方竞争激烈。其中太极股份以及其控股的金蝶天燕、人大金仓都在各细分领域均已成为国内龙头。太极股份优势领域为服务器、存储、中间件、数据库、网络安全。未来公司将通过整合资源产生协同效应，有望进一步提升公司市场份额。

表 6: 自主可控各细分领域代表企业

领域	国家背景	民营	国外机构或者厂商
服务器	太极股份，浪潮信息，中科曙光，长城电脑，紫光股份	华为，华胜天成，天玑科技	IBM、惠普、戴尔
存储	浪潮信息、太极股份、中科曙光、航天集团、CEC	华为、华胜天成、同有科技	ECM、NetApp、HDS
PC	长城电脑、同方股份	联想	戴尔、惠普
图像处理板	航天集团	景嘉微、方大化工、华胜天成、华为	英伟达
操作系统	中国软件	深之度、华胜天成	微软
中间件	金蝶天燕	东方通、立思辰	IBM, Oracle
数据库	人大金仓，武汉达梦	南大通用、华胜天成、银信科技	IBM、Oracle、SAP
网络安全	卫士通、太极股份、烽火通信、长城网际	启明星辰、绿盟科技、北信源	赛门铁克、飞塔、check point

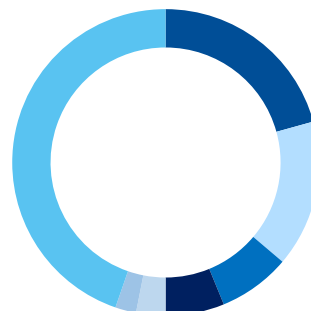
数据来源：国泰君安证券研究

2.3.2. 政务云发展迅速，公司位居第一集团

受益于国内政务云行业建设浪潮与利好政策推动，政务云市场进入快速发展阶段。当前政务云市场竞争激烈，由于政务云市场进入壁垒高，要求企业有相关资质与过硬技术，这一行业目前主要是有较强实力的企业在竞争。电子政务中，浪潮、太极、中国软件等企业为市场上的主要厂商。太极股份目前位居市场第二。

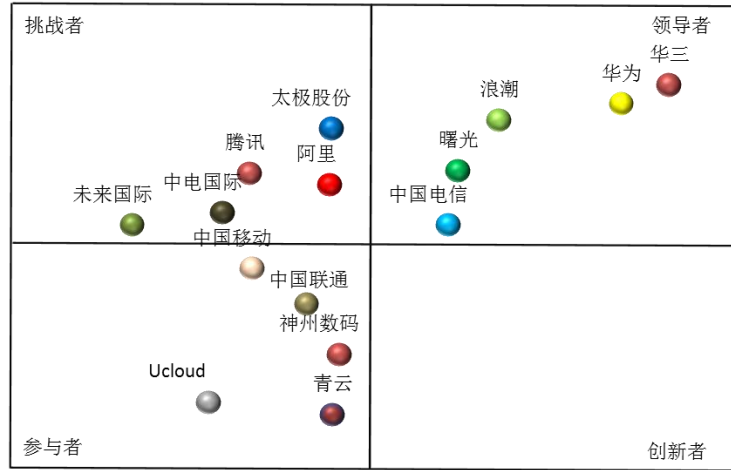
图 18: 2018 我国电子政务市场份额中公司位居第二

■ 浪潮 ■ 太极 ■ 中国软件 ■ 神州信息 ■ 烽火 ■ 东软 ■ 其他



数据来源：IDC，国泰君安证券研究

图 19: 公司为我国政务云市场中的挑战者



数据来源: 清华产业

3. 竞争优势边际改善, 自主可控龙头格局已成

3.1. 两大因素带来竞争优势边际改善

自主可控全产业链布局、中电科全力支持, 两大因素带来竞争优势边际改善。太极股份通过外延并购已经实现自主可控各环节布局, 涉及中间件、数据库等领域, 自主可控是一个系统工程, 要求软硬件整体配套稳定运行。此外, 未来中国电科所有自主可控项目将全部落在太极股份, 集团优质资源支持带来竞争优势明显边际改善。中国电科安全可靠系统工程研究中心落户太极, 未来中国电科将太极股份作为自主可控总体单位, 以符合党政机关办公业务需求为目标, 发挥太极作为主要系统集成商长期承担国家“金”系列信息化工程和关键党政信息系统建设的核心作用, 开展核心芯片、基础软件、计算机整机、网络设备、应用软件、信息安全等关键环节创新, 打造自主可控的信息产业与技术创新生态。中国电科是中国十大军工集团之一, 技术实力雄厚, 集团的支持和明确定位将全面提升太极股份整体实力, 同时集团内部的竞争对手也将改竞争为合作, 太极股份在自主可控产业内竞争优势得到明显边际改善。

图 20: 中国电科安全可靠系统工程研究中心



数据来源: 太极股份

太极股份竞争优势边际改善的具体表现是, 全产业链布局带来成本下降, 集团政策倾斜带来的供给侧出清和品牌溢价。自主可控全产业链布局将使太极股份形成自主可控整体系统解决方案, 规模采购将使得产品成本

明显下降。中电科推出太极股份作为自主可控龙头，未来将把自主可控所有项目落地太极，内部其他自主可控公司将作为辅助角色出现，从产业链的供给端做到了去产能。此外，中电科今后将主推太极股份作为自主可控代表品牌，将带来品牌溢价，这也将边际提升太极股份的竞争优势。

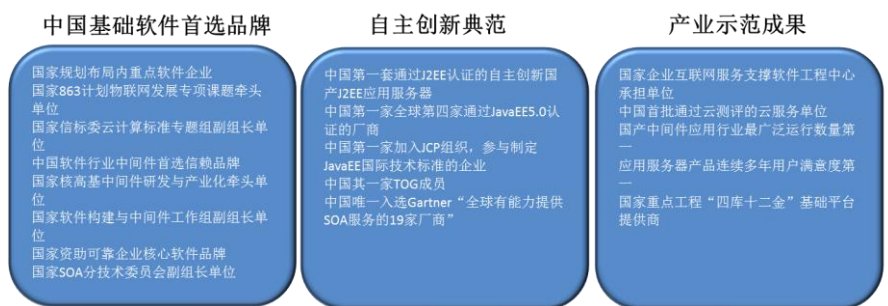
3.2. 外延并购整合资源，已形成协同效应

太极股份致力于通过外延并购整合业内资源，优化产业结构。其子公司与控股公司均是各细分领域中的领导者，客户分布领域相近，通过整合形成自主可控完整产业链，提升整体竞争力，实现党政军计算机软硬件系统的全面国产替代。

3.2.1. 金蝶天燕是政府云行业领导者，成长值得期待

金蝶天燕专注于提供自主、安全、可控的中间件产品、大数据解决方案以及云服务。是国家重点软件企业，数字化基础设施运营服务的开拓者和领航者。公司也是国际 JCP 组织第一家中国成员单位，“核高基”中国重大科技项目研制单位，已经累计为 10000 多家政企与行业客户、1000 多家合作伙伴提供了自主可控的软件基础设施与服务。

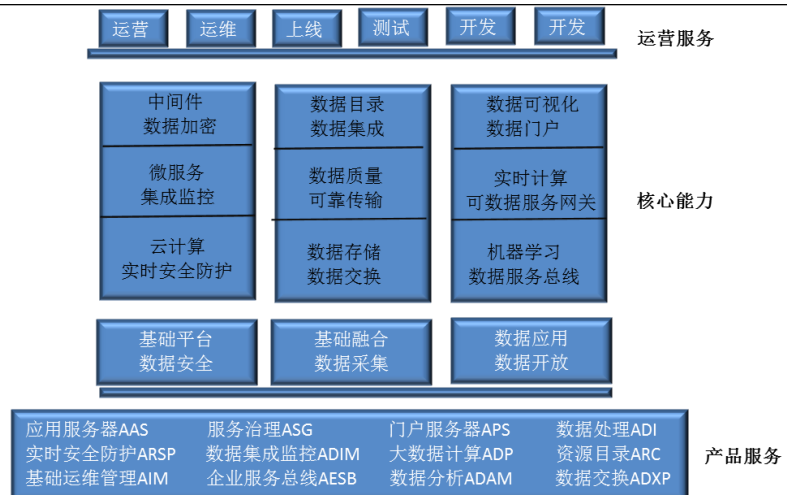
图 21: 金蝶天燕品牌优势明显



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

金蝶天燕在中间件领域的强势有利于提升公司实力，为技术创新与开拓市场积累资源。金蝶天燕的快速成长使得太极股份在中间件市场布局加速，产业链逐渐成型。

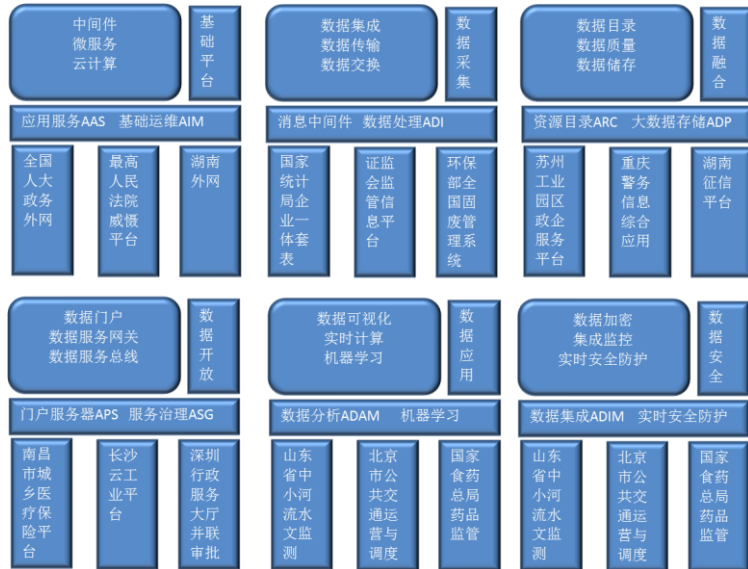
图 22: 金蝶天燕数字化基础设施整体结构完善



数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

金蝶天燕提供专业的云计算平台, 将大数据服务与创新应用到解决方案中。同时, 金蝶天燕的数据源产品是对太极股份基础架构与数据分析产品的补充, 可以弥补太极股份的不足, 提高了公司整体竞争力。

图 23: 金蝶天燕产品结构完善



数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

3.2.2. 持股人大金仓, 布局国产数据库

公司增资人大金仓后, 持股比例由 32.74% 上升至 38.18%, 成为人大金仓第一大股东。增资人大金仓是太极股份落地自主可控、安全可靠战略布局, 巩固自身 IT 服务国家队地位的重要举措。人大金仓面向各类信息系统建设过程中的数据处理需求, 构建了涵盖采集交换、储存计算、应用开发支持、数据治理、数据中心管理在内的、覆盖全生命周期的数据管理产品体系。

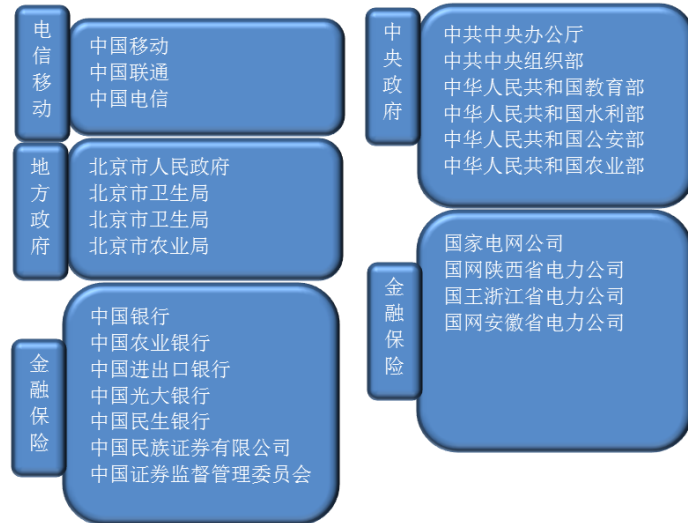
图 24: 人大金仓产品体系全面



数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

人大金仓客户广泛，主要是政府、军工、电信移动、能源、金融领域优秀企业。客户所处行业领域与太极股份其他参股控股公司具有高度一致性，甚至有些客户完全重合，为太极股份提供一体化服务奠定基础。人大金仓属于国产数据库龙头企业，可与基础架构方面的优势企业金蝶天燕合作，以实现协同效应。

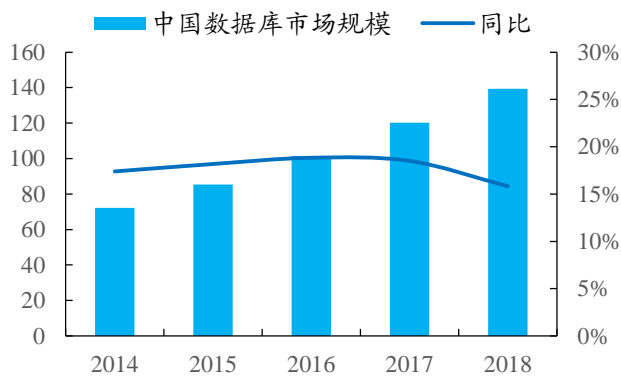
图 25: 人大金仓客户广泛



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

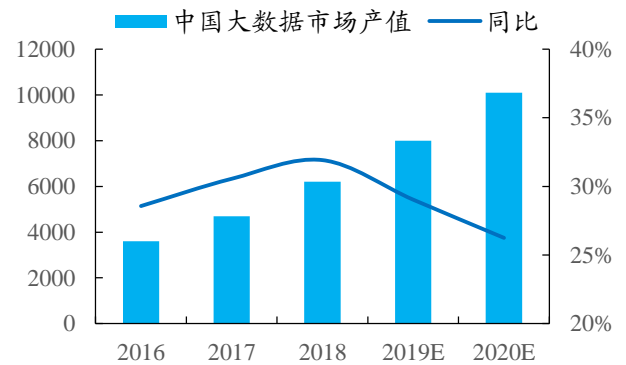
数据库市场规模将持续上升，人大金仓作为国产数据库软件龙头将充分受益。2018 年我国数据库软件市场规模为 139.25 亿，比 2017 年增长了 15.83%，数据库软件市场的增长一直比较平稳，增长率始终高于 15%。受大数据市场规模影响，增长将会持续，人大金仓未来增长前景可期。

图 26: 我国数据库软件市场快速增长 (亿元)



数据来源：智研咨询，国泰君安证券研究

图 27: 我国大数据产业快速增长 (亿元)



数据来源：中国产业网，国泰君安证券研究

3.2.3. 收购量子伟业，助力太极业务结构优化

2017 年，太极股份发行股份并募集配套资金收购量子伟业 100% 股权事项获得证监会并购重组委员会通过。公司收购不确定性风险解除。量子伟业的技术优势将使得太极股份在软件产品线上的能力进一步得到加强，有助于其加速业务结构的优化。

3.2.3.1. 客户群与慧点科技重合度高

量子伟业始终专注于档案信息化领域，主要客户为大型国企、金融企业及政府，与公司及子公司慧点科技的客户范围高度一致，有望产生积极协同效应，带动销售额增长。在被太极股份收购后，公司主营业务领域客户与慧点科技（集团管控型协同办公平台(OA)和风险控制软件领域的知名企业）高度重合，未来经过整合，有望获得协同效应。

表 7: 量子伟业与慧点科技部分主要客户对比举例

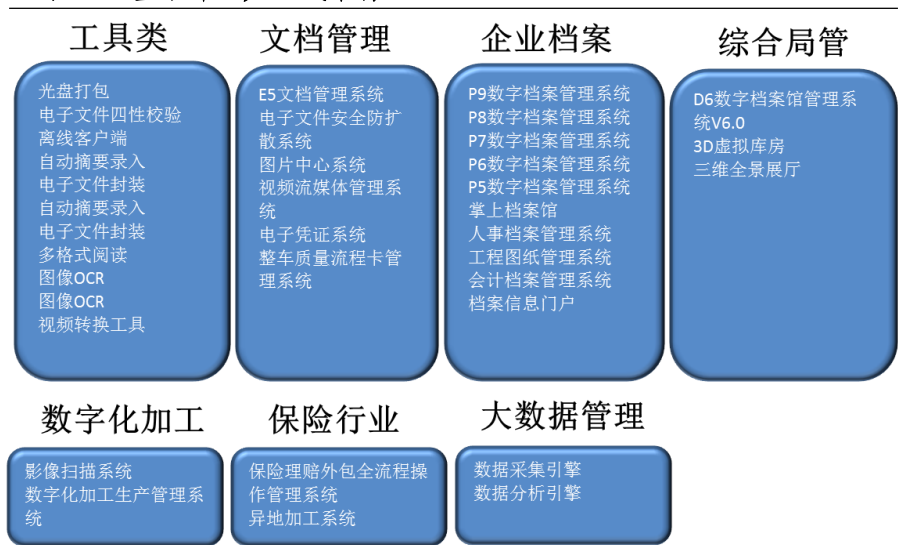
企业类型	量子伟业	慧点科技
通信领域	中国电信集团公司	中国电信系统集成有限责任公司
	中国移动浙江公司	中国移动浙江公司
	中国移动云南公司	中国移动云南公司
金融领域	中国人民银行	中国人民银行
	中国银河证券	中国银河证券
	中国人寿保险	中国人寿保险
政府以及公共部门	广州市委办公厅	全国政协办公厅
	苏州市地方税务局	中国版权保护中心
	福建省港航勘察设计院	农业部信息中心
	浙江省公路管理局	农业部党校
	黑龙江省八五五农场	国家知识产权局专利局
	湖南广播电视台	中国外文出版发行事业局
		武夷山市人民政府
		贵阳市南明区城市管理局

资料来源：公司官网，国泰君安证券研究

3.2.3.2. 产品丰富，公司优势业务档案信息化前景光明

公司产品丰富，专业性强，核心技术在细分领域档案信息化处于领先地位。产品主要分为工具类、文档管理类、企业档案、综合局管、数字化加工、保险行业、大数据管理。

图 28: 量子伟业产品线丰富

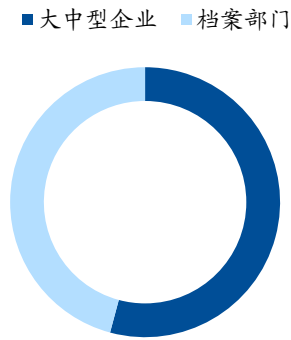


数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

档案信息化市场潜力巨大，量子伟业未来业绩有保证。根据中国产业信息网调查，我国的大中型企业约有 25 万个，以投资 10 万元计算，

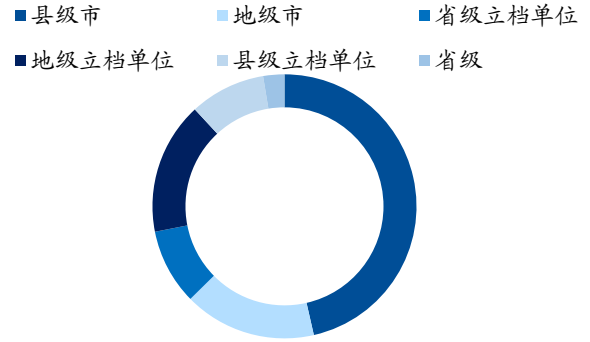
市场规模达 250 亿。我国中大型企业和档案部门市场规模合计 545.62 亿，其中档案部门市场规模 295.62 亿，以县级市为主，规模为 143.1 亿。目前信息化程度高的地区主要集中在省级与地级市，此部分规模仅为 63.95 亿元，未开发市场规模巨大。

图 29: 全国档案信息化市场规模快速扩张 (亿元)



数据来源: 中国产业网, 国泰君安证券研究

图 30: 部门档案信息化市场以县级市为主



数据来源: 中国产业网, 国泰君安证券研究

3.3. 携手海康威视, 实现优势互补

2017 年, 公司与海康威视在杭州举行了战略合作签约仪式。双方将充分利用各自优势, 在重点领域信息化市场展开合作。海康威视是以视频为核心的物联网解决方案和数据运营服务提供商, 提供安防、可视化管理与大数据服务。此次合作, 将实现太极股份和海康威视在行业信息化解决方案和安防领域的优势互补, 大幅提升太极股份的竞争实力, 有利公司今后业务发展。

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设

1. 2019-2021 年, 公司传统 IT 集成业务稳定增长, 政务云业务增速提升, 自主可控业务三年增速提升。
2. 在集团技术支持下, 公司研发压力减轻, 费用将有所下降。
3. 太极股份主要客户为党政军等单位, 无需像消费品行业投入大量费用进行广告宣传, 销售费用率保持不变。

4.2. 盈利预测

根据核心假设, 预计公司 2019/2020/2021 年的营业收入分别为 70.50 亿/90.30 亿/116.02 亿元, 净利润分别为 3.83 亿/5.18 亿/6.69 亿元, EPS 分别为 0.93/1.25/1.62 元。

4.3. 公司估值

公司是解决方案与服务领域国内领先的上市公司, A 股与公司业务相近的公司有华宇软件、东软集团、神州数码等。

1) PE 估值法: 2019 年行业平均 52.1 倍 PE。

太极股份 2019 年预测 EPS 为 0.93 元, 按照 2019 年 PE 52 倍计算, 我们认为公司合理估值为 48.36 元。

表 8: 根据 PE 估值法, 给予公司合理估值 48.36 元

公司名称	收盘价		EPS			PE	
	2019/12/13	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
华宇软件	25.27	0.75	0.95	1.17	33.7	26.6	21.6
东软集团	11.31	0.11	0.22	0.31	102.8	51.4	36.5
神州数码	20.79	1.05	1.29	1.64	19.8	16.1	12.7
可比公司平均					52.1	31.4	23.6

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究 (注: 各公司盈利预测来自于 WIND)

2) PS 估值法: 2019 年行业平均 2.6 倍 PS。

太极股份 2019 年预测营收为 70.50 亿元, 按照 2.6 倍 PS 计算, 我们认为公司合理估值为 183.3 亿元, 对应股价为 44.38 元。

表 9: 根据 PS 估值法, 给予公司合理估值 44.38 元

公司名称	收盘价		营收 (百万)			PS	
	2019/12/13	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
华宇软件	25.27	3520.0	4559.6	5724.1	5.8	4.5	3.6
东软集团	11.31	7813.4	8613.4	10214.0	1.8	1.6	1.4
神州数码	20.79	96573.5	113900.2	135059.3	0.1	0.1	0.1
可比公司平均					2.6	2.1	1.7

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究 (注: 各公司盈利预测来自于 WIND)

综合两种估值方法, 我们给予太极股份目标价 46.37 元, 对应 2019 年 EPS 估值为 50 倍 PE。

5. 风险提示

(1) 行业竞争加剧的风险

公司具备优势的行业解决方案与服务市场呈现出细分趋势不同行业其解决方案差异较大细分行业专业化趋势明显, 竞争加剧, 未来公司能否在行业解决方案与服务市场保持领先优势存在一定的不确定性, 取决于公司该领域投入程度与挖掘程度。

(2) 自主可控行业发展不及预期的风险

整个自主可控领域各上市公司的增速都比较平稳, 并未出现爆发式增长的势头。但自主可控系统与软件的实用性与被接受程度有待确认, 这种情况下, 自主可控行业未来前景有一定的不可预测性。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		