



Research and  
Development Center

# 快速成长中的专业 IDC 服务提供商

—— 光环新网（300383.sz）新股报告

2014 年 01 月 15 日

边铁城  
计算机行业分析师

## 证券研究报告

### 公司研究——新股报告

#### 光环新网（300383.sz）

##### 建议询价区间：

38.1-44.5/股

##### 合理估值区间：

42.3 ~ 49.4 元/股

**边铁城** 行业分析师

执业编号：S1500510120018

联系电话：+86 10 63081523

邮箱：biantiecheng@cindasc.com

**肖金德** 研究助理

联系电话：+86 10 63081094

邮箱：xiaojinde@cindasc.com

## 快速成长中的专业 IDC 服务提供商

### 新股定价报告

2014 年 01 月 15 日

#### 本期内容提要：

- ◆ **发行方案：**本次拟发行不超过 1600 万股，公司预计发行 1500 万股，其中包括公司公开发行 800 万股，公司股东公开发售股份 700 万股，募集资金用于酒仙桥机房二期工程、宽带接入服务拓展、互联网技术研发中心扩建等项目。
- ◆ **公司是专业的互联网综合服务提供商。**公司主要从事宽带接入和 IDC 及增值服务等互联网综合服务，是北京地区面向商企用户宽带接入的主要服务商之一，在赛迪顾问 2010 年前三季度关于北京地区面向商企用户宽带接入的专业运营综合评比中排名第一，同时公司是北京地区专业的 IDC 服务提供商，在 2010 年前三季度北京地区自有机房专业 IDC 运营商综合评价中排名第二。
- ◆ **互联网快速发展带动专业 IDC 服务需求旺盛。**当前国内互联网用户规模持续增长，互联网应用不断丰富，带动 IDC 服务市场快速增长。根据中国 IDC 圈统计数据，2007-2012 年 IDC 服务市场规模年均复合增长率超过 40%。当前云计算、大数据、4G 等新技术新模式发展趋势明显，专业 IDC 运营商凭借技术和服务优势，未来增长潜力巨大。
- ◆ **机房和网络资源、业务模式和优质客户是公司竞争优势。**1、公司拥有 2800 多公里的光纤城域网，拥有 11713 平方米自建 IDC 机房；2、公司同时提供宽带接入和 IDC 服务，带宽复用率较高，单位带宽使用成本较低；3、公司已积累了一批如中国移动、亚马逊、当当网等知名客户，并且与亚马逊 AWS 合作推出中国云计算服务。
- ◆ **盈利预测与询价建议：**我们预测公司 2013-2015 年收入增长分别为 30.14%、38.95%、35.11%，归属母公司净利润分别增长 16.82%、49.24%、36.64%，根据绝对估值和相对估值综合考虑，我们认为公司合理价值区间为 38.1~44.5 元，建议询价区间为 42.3~49.4 元。
- ◆ **风险因素：**宽带接入业务收入下降风险；市场竞争加剧风险。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	172.19	242.23	315.24	438.04	591.85
增长率 YoY %	28.84%	40.67%	30.14%	38.95%	35.11%
归属母公司净利润(百万元)	42.07	55.38	64.70	96.56	131.94
增长率 YoY%	30.18%	31.64%	16.82%	49.24%	36.64%
毛利率%	51.62%	49.16%	47.27%	50.17%	51.10%
净资产收益率 ROE%	23.10%	24.39%	22.84%	18.59%	16.72%

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

摊薄每股收益 EPS(元)

0.92

1.21

1.41

1.79

2.45

资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心预测 注：假设发行后总股本为 5380 万股。

## 目 录

公司是互联网综合服务商.....	1
主营业务简介.....	1
发行简介.....	1
募投项目、盈利预测及估值分析.....	1
募投项目分析.....	1
盈利预测及假设.....	2
估值与询价建议.....	3
互联网普及带动 IDC 服务和宽带接入市场快速发展.....	5
宽带接入：市场空间巨大，专业运营商.....	5
专业 IDC 服务增长潜力更大.....	6
公司的主营业务情况.....	7
宽带接入服务投入不足，收入有所下降.....	7
IDC 及增值服务强劲增长.....	7
三大优势：资源、业务模式和客户.....	8
自建机房和光纤网络是公司资源优势.....	8
宽带接入和 IDC 服务相结合的业务模式可以提高带宽利用率.....	8
拥有一批优质客户.....	9
风险因素.....	10

## 图 目 录

图 1：中国宽带接入用户规模发展情况.....	5
图 2：中国网民规模及普及率.....	5
图 3：2007 年以来中国 IDC 市场规模及增长率.....	6
图 4：宽带接入业务收入情况.....	7
图 5：IDC 及其增值服务业务收入情况.....	8
图 6：与业务相近公司毛利率对比.....	9

## 表 目 录

表 1：公司募投项目情况.....	1
表 2：主要业务盈利预测.....	3
表 3：可比公司市盈率(2014-1-13).....	4
表 4：主要计算参数.....	4

## 公司是互联网综合服务商

### 主营业务简介

光环新网是一专业的互联网综合服务商，主营业务为向客户提供宽带接入服务、IDC 及其增值服务以及其他互联网综合服务。宽带接入服务和 IDC 及其增值服务是公司的核心业务。

宽带接入服务是指通过光纤等网络向用户提供将计算机或其他终端设备接入互联网的服务。目前公司拥有 2800 多公里光纤城域网，节点分布于北京市繁华商业区和重要科技园区。公司与中国电信、中国联通、中国移动（铁通）、教育网、科技网等骨干网相连，采用光纤接入的方式为企业专线接入的服务。公司主要面向北京商企用户提供宽带接入服务，在赛迪顾问对 2010 年前三季度北京地区面向商企用户宽带接入的专业运营商综合评比中，公司综合排名第一。

IDC 及其增值服务是指服务商利用自有或租赁的互联网通信线路、带宽资源，建立标准化的电信专业级机房环境，为企业、政府提供服务器托管、租用以及相关增值等方面的服务。公司作为专业的 IDC 服务提供商，拥有自建机房 10000 多平方米，在为客户提供 IDC 基础服务的同时，还向用户提供多样化的增值服务，如负载均衡服务、智能 DNS 服务、CDN 服务等。目前公司已成为北京颇具影响力的 IDC 服务提供商之一，在赛迪顾问 2010 年前三季度北京地区自有机房专业 IDC 运营商综合评比中，公司综合排名第二。

### 发行简介

公司的控股股东是百汇达，本次发行前持股比例 55.9%，实际控制人耿殿根先生持有百汇达 100% 的股份。

公司发行前总股本 4580 万股，此次拟公开发行不超过 1600 万股，公司预计发行 1500 万股，其中公开发行新股 800 万股，老股东转让的股份数量 700 万股。

## 募投项目、盈利预测及估值分析

### 募投项目分析

公司募投项目包括以下三个：

表 1：公司募投项目情况

项目名称	投资金额（万元）	建设期	拟达成效果
互联网数据服务一体化平台二期工程	18629.2	2 年	

宽带接入服务拓展	9586	2年
互联网技术研发中心扩建	2861	1年
合计	31076.2	

资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

### 互联网数据服务一体化平台二期工程

该项目是在北京朝阳区酒仙桥建设 IDC 机房，面向各类有数据托管需求的企事业单位提供服务器托管及各种网络增值服务。本项目固定资产投资 17669.2 万元，运营费用投资 960 万元，合计 18629.2 万元。该项目规划设计面积 8460.8 平方米，公司使用自有资金已建成 4230 平方米。

当前我国互联网发展快速，对 IDC 服务需求旺盛。根据赛迪顾问预测，2013 年我国专业 IDC 市场规模将达到 222.0 亿元，预计未来三年对于 CDN、网络安全、网络加速等增值服务的需求将不断增加，专业运营商增值服务市场规模将快速增长。中国 IDC 及增值服务市场主要集中在北京、上海等一线城市，未来北京、上海等地 IDC 及其增值服务市场有望快速增长。

与此同时，公司现有机房利用率比较高，其中东直门机房使用率 90% 以上，酒仙桥一期签约率为 95.26%，酒仙桥二期签约率为 86.9%。因此该项目完成后具有较大市场需求，预计可实现年均销售收入 2.08 亿元，年均利润为 6237 万元，项目投资回收期 3.32 年（建设期）。同时 CDN 业务是该项目的重要内容，项目建成有助于公司拓展 CDN 业务。

### 宽带接入服务拓展项目

当前公司现有网络规模将成为制约公司宽带接入服务和其他依赖于基础网络的增值业务发展的障碍。同时，公司现有网络存在东西市区节点分布不均衡，东部朝阳地区网络覆盖率和该地区业务规模不匹配。该项目是在公司现有光纤城域网基础上，通过现有节点的结构改造、设备升级和带宽扩容，增加朝阳地区光纤城域网节点和光纤铺设规模。

该项目计划投资 9586 万元，其中固定资产投资 8155 万元。预计项目建成后，新增光纤长度 580 公里，250 个节点，平均年创利润约 2990 万元，投资回收期约 2.74 年。

### 互联网技术研发中心扩建项目

该项目拟通过扩大现有研发中心规模和技术改造，提升企业各项新业务产品研发的广度、深度和速度。本项目主要在现有研发场地的基础上，通过新建研发基地、添置设备、增加人员和整合研发资源来扩大研发规模。

该项目固定资产投资 2441 万元，运营费用投资 420 万元。

### 盈利预测及假设

**主要假设:**

- (1) 募投项目进展顺利, 尤其酒仙桥二期如期完工并逐步签约;
- (2) 宽带接入毛利率维持在 20%以上 (募投项目完工后毛利率略有回升), IDC 及其增值服务毛利率保持稳定;
- (3) 公司销售费用、管理费用率基本稳定; 继续享受高新技术企业的所得税优惠政策。

**表 2: 主要业务盈利预测**

销售收入	2012A	2013E	2014E	2015E
IDC 服务 (百万元)	144.47	245.60	368.40	515.76
增长率	82.2%	70.0%	50.0%	40.0%
毛利率	55.4%	55.0%	55.0%	55.0%
宽带接入 (百万元)	80.63	64.50	64.50	70.95
增长率	-7.7%	-20.0%	0.0%	10.0%
毛利率	47.0%	20.0%	25.0%	25.0%
其他 (百万元)	17.13	5.14	5.14	5.14
增长率	207.0%	-70.0%	0.0%	0.0%
毛利率	6.2%	20.0%	20.0%	20.0%
合计 (百万元)	242.23	315.24	438.04	591.85
增长率	40.7%	30.1%	39.0	35.1%
毛利率	49.2%	47.3%	50.2%	51.0%

资料来源: 公司招股意向书, 信达证券研发中心

根据以上假设条件, 我们预计公司 2013-2015 年收入分别增长 30.1%、39.00%、35.1%, 归属母公司净利润分别为 0.65 亿、0.97 亿和 1.32 亿, 同比增长率 16.8%、49.2%、36.6%。

假设按照公司预计发行新股 800 万股, 按照发行后总股本为 5380 万股计算, 2013-2015 年对应发行后全面摊薄 EPS 分别为 1.41 元、1.79 元和 2.45 元。

**估值与询价建议****相对估值**

表 3: 可比公司市盈率(2014-1-13)

证券代码	证券简称	PE		
		2012A	2013E	2014E
600804.SH	鹏博士	98	39	29
300017.SZ	网宿科技	139	77	51
平均值		119	58	40

资料来源: wind, 信达证券研发中心

目前 A 股市场与光环新网业务相近的公司较少, 仅有鹏博士和网宿科技两家上市公司。根据 WIND 统计数据, 电信服务行业 2013 年 PE 中值约 37 倍, 出于审慎性原则, 我们认为公司合理 PE 区间为 30-35 倍, 合理估值区间为 42.3~49.4 元。

### 绝对估值

表 4: 主要计算参数

项目	参数	项目	参数
行业平均 Beta	1.10	市场预期收益率	10.7%
无风险利率	3.70%	永续增长率	2%
风险溢价	7.7%		

资料来源: wind, 信达证券研发中心

根据绝对估值法, 我们得出公司的内在价值为 42.99 元。

### 估值结论及询价建议

结合相对估值和绝对估值, 综合考虑, 我们认为公司的合理价值区间在 42.3~49.4 元, 我们建议的询价区间为 38.1-44.5 元, 对应 2013 年的 PE 为 27~32 倍。



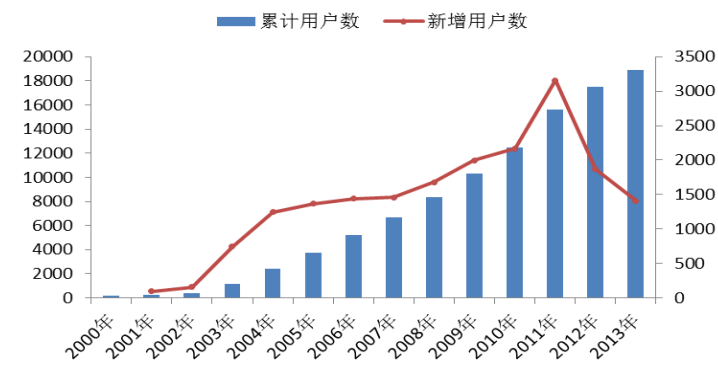
## 互联网普及带动 IDC 服务和宽带接入市场快速发展

当前互联网快速普及，给人们的工作和生活带来了极大便利，人们对互联网的依赖性不断增强，宽带接入成为企业和个人在现代社会中得以生存的必要条件。同时，随着互联网普及和技术进步，互联网应用领域不断拓宽，网络系统日趋复杂，网络建设投资和运维成本不断提高，从而导致以资源外包为特点的网络服务方式逐渐受到重视，以服务器的托管和租赁为主的专业 IDC 服务需求快速增加。

### 宽带接入市场空间巨大，光纤接入将会成为市场主流

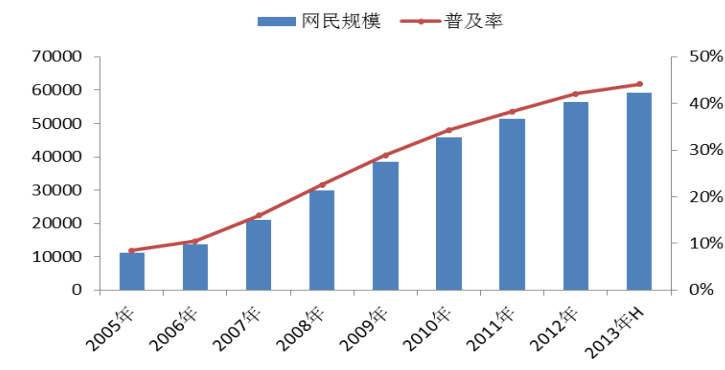
随着互联网的快速发展，我国宽带接入市场发展迅速，宽带用户规模持续扩大。根据工信部统计数据，2000 年我国宽带用户规模不足 150 万户，2012 年仅基础电信运营商的宽带用户规模已达 1.75 亿户。如果再加上基础运营商之外的其他服务商，我国看待用户的规模更大。尽管如此，但考虑到我国庞大的人口基数以及相对于发达国家较低的网络普及率，截至 2012 年底，我国网民规模已达到 5.64 亿，渗透率达到 42.1%，远远落后于美日韩等国家，因此我们预计我国宽带接入市场仍有很大的发展空间。

图 1: 中国宽带接入用户规模发展情况 (单位: 万户)



资料来源: 工信部, 信达证券研发中心

图 2: 中国网民规模 (万人) 及普及率



资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

我国宽带接入运营商可分为基础运营商（联通、电信、移动等）和专业运营商，用户可分为个人和商企用户。三大电信运营商凭借网络资源优势占据着宽带接入绝大部分市场份额，专业运营商市场份额较小。但由于商企用户存在更多的个性化需求，而专业运营商能够提供更能适应他们需求的服务，因此专业运营商市场在商企用户市场占有较大市场份额。2009 年我国专业运营商面向商企用户的宽带接入市场规模占宽带接入市场总量的 89.61%。

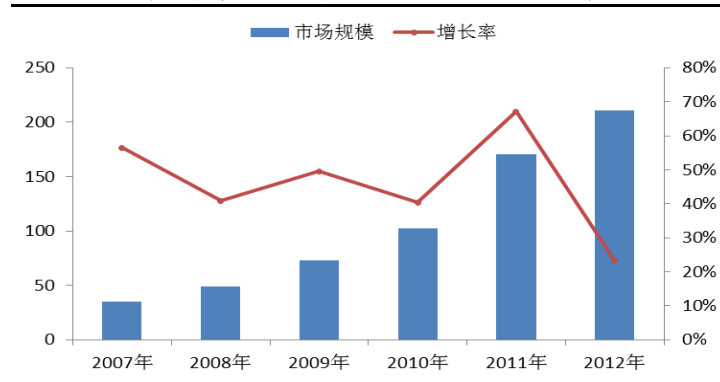
从宽带接入方式来看，光纤接入正在成为发展方向。DSL 技术发展时间长，目前占据市场主流地位，但 xDSL 接入越来越难以满足带宽不断上升的需求，而光纤拥有超强带宽支撑能力而成为发展趋势。根据市场调查机构 PointTopic 发布的 2013 年第

一季度全球宽带市场报告，2013 年第一季度，全球 DSL 用户减少 280 万人，连续第二个季度下滑，而光纤宽带用户持续增长，光进铜退趋势明显，中国光纤宽带接入也正在快速推进中。根据中国商情网数据，2013 年 1-11 月，FTTH/O 用户累计净增超 1843.1 万户，用户总量达 3881.2 万户，占宽带用户比重由上年末的 11.6% 提升至 20.6%。

### 专业 IDC 服务增长潜力更大

早在 1996 年由中国电信向客户提供托管业务和信息港服务业务，其定位是通过托管、外包或集中等方式向企业提供大型主机的管理维护，已达到专业化管理和运营成本降低的目的。2000 年前，国内互联网热潮兴起，出现了大量企业上网需求，与此同时，IDC 的概念开始在国内普及，并且 IDC 服务迅速增长。在这一阶段，互联网的高速增长促使 IDC 市场以年均 50% 以上的增速快速增长。2000 年后，受互联网泡沫破灭的影响，IDC 市场进入短暂的蛰伏期，但随着短信、网游、视频等互联网应用不断丰富和宽带用户数的剧增，网站访问量不断增大，用户对访问速度和服务内容的需求不断升级，迫使大量互联网企业重新规划网络架构，从而推动了国内 IDC 市场的发展。根据中国 IDC 圈统计，2005-2010 年中国 IDC 市场规模年均复合增长率约为 49.25%，2012 年中国 IDC 市场规模已经达到 210.5 亿元，同比增长 23.2%。

图 3: 2007 年以来中国 IDC 市场规模 (亿元) 及增长率



资料来源: 中国 IDC 圈, 信达证券研发中心

国内 IDC 运营商可以分为电信基础运营商 (三大运营商) 和专业运营商。专业 IDC 运营商主要从三大电信运营商租赁线路，自建或租赁机房为客户提供 IDC 服务。2009 年中国专业 IDC 市场规模为 34.1 亿元，占整个 IDC 市场的比重达到 46.8%，专业 IDC 运营商的市场份额不断提高。与基础运营商具有网络资源和品牌优势相比，专业运营商的服务更能适应企业的个性化、多元化需求。当前国内 IDC 市场已经从简单资源需求转向技术和服务结合的多元化需求。客户需求从最初的域名注册、空间、邮箱、托管、租用等基础业务，发展为现在的以主机托管、主机租赁为基础的数据管理、网络通信、系统集成、网络安全、应用外包、专家咨询等技术服务。专业 IDC 运营商不断加强服务创新，打造出技术优势和数据服务质量优势，在节能减排、网络安全、冗余备份、企业解决方案的实施等方面提供独树一帜的服务，因此实现了较快增长。未来云计算、大数据、4G 业

务等新技术应用趋势明显，专业 IDC 运营商凭借提供的服务更加专业和灵活，能够满足客户的特殊需求，因此增长潜力更大。

## 公司的主营业务情况

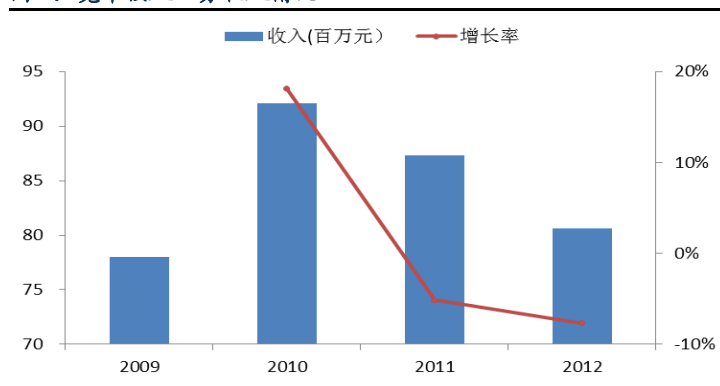
公司主营业务为宽带接入和 IDC 及增值服务。由于公司重视程度和投入不同，IDC 及增值服务发展快速，而宽带接入服务发展缓慢。

### 宽带接入服务投入不足，收入有所下降

公司宽带接入服务主要面向商企用户。公司的宽带接入服务全部采用光纤接入方式，通过光纤链路将终端用户设备与公司最近的 POP 节点进行连接，经由公司光纤城域网接入 Internet。

近年来公司宽带接入服务收入连续下降。2011 年和 2012 年同比分别下降 5.16% 和 7.65%，2013 年上半年同比下降 29.13%，占总收入之比由 2010 年的 68.9% 下降至 20.3%，主要原因是公司业务拓展重点转向 IDC 服务，宽带接入的投入减少，新增用户较少，同时 2013 年宽带接入市场竞争激烈，价格下降明显。

图 4: 宽带接入业务收入情况



资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

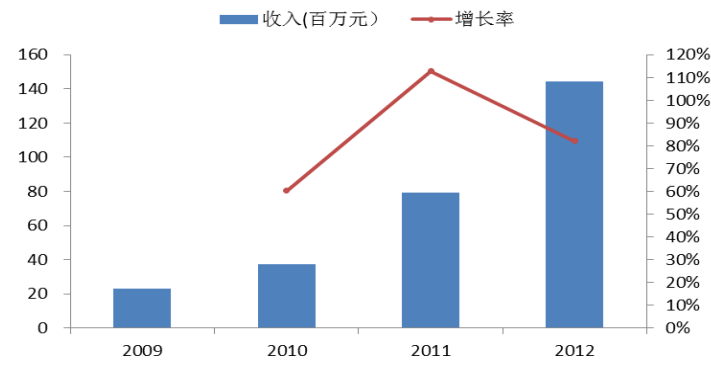
由于我国互联网平均网速较低，而且不断出现新的商务中心，因此宽带接入市场仍有较大市场空间。本次募投资金将投向公司北京地区光纤城域网升级改造。项目完成后，公司的宽带接入网络覆盖范围将增大，公司能够在更广范围提供宽带接入服务，将会扭转宽带接入服务收入下降的局面。

### IDC 及增值服务强劲增长

公司 IDC 及增值服务包括基础服务、安全防护服务、增值服务三部分。主机托管是公司 IDC 服务的基础业务。公司以自建机房，并整合基础运营商的带宽资源，为客户提供服务器托管服务。

近年来公司 IDC 及其增值服务业务发展快速，服务收入表现出强劲增长态势，主要得益于公司加大机房建设的投入，机房出租使用率较高。2010 年 12 月，公司投资建设的 3774 平方米的酒仙桥一期机房投入使用，截至 2013 年第季度末该机房拥有客户 208 名，签约机柜 865 个，签约率 95.26%。2012 年 8 月，公司用自有资金投资新建的酒仙桥二期机房投入运营。截至 2013 年第季度末该机房拥有客户 29 名，签约机柜 560.1 个，签约率 86.97%。未来公司计划继续大力投资建设 IDC 机房，尤其随着本次募集资金到位并实施募投项目后，机房面积将进一步扩大，IDC 及其增值服务将会持续快速增长。

图 5: IDC 及其增值服务业务收入情况



资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

## 三大优势：资源、业务模式和客户

### 自建机房和光纤网络是公司资源优势

首先，公司拥有 2800 多公司的光纤城域网资源，公司网络分布于北京市繁华商业区和重要科技园区，覆盖了 400 多栋楼宇和 3000 多个客户。公司光纤城域网以两个网络核心节点为中心，连接分布于北京的 79 个一级节点，27 个二级节点，进而辐射到 304 个三级接入点。

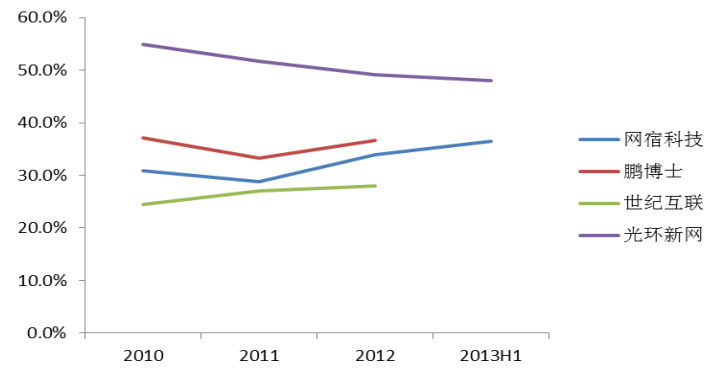
其次，目前公司拥有 11713 平方米自建 IDC 机房。公司现有机房的规划设计、设备采购、施工监督管理，全部由自有的队伍完成，具有较低的建设成本和运营成本。同时，通过自建机房，公司可以整合基础运营商及其他网络资源，能够为商企用户提供个性化、多元化的需求。公司的 IDC 机房在地里位置上和硬件设施上均具有突出优势，加上公司的运营管理经验，是公司吸引客户的重要保障。

### 宽带接入和 IDC 服务相结合的业务模式可以提高带宽利用率

宽带接入服务和 IDC 及其增值服务对于带宽上行、下行流量的需求具有较大的区别。宽带接入服务用户对带宽下行流量的需求远大于对上行流量的需求，而 IDC 服务用户对带宽的上行流量需求远大于对下行流量的需求。因此，公司同时经营这两项业务可以大幅提高带宽的使用效率。同时，公司宽带接入面向商企用户，使用时间集中在白天的工作时间，而 IDC 服务主要面向电子商务等信息服务商，它们的客户主要是个人用户，使用时间集中在非工作时间。这种“错峰效应”进一步提高了带宽利用率。

提高带宽利用率的好处就是降低了带宽成本。带宽成本是公司 IDC 服务和宽带接入的主要成本，以 2012 年为例，带宽成本占总成本之比超过 25%，位居第一位。2010 年至 2013 上半年，公司平均带宽复用倍数为 1.71 倍，单位带宽使用成本比单位带宽采购成本低 40%。正因为如此，公司与业务相近的网宿科技、鹏博士等相比毛利率明显较高。不过，公司带宽复用倍数呈下降趋势，主要原因是 2010 年 12 月和 2012 年 8 月新建成的机房带宽使用量还没有释放出来。

图 6: 与业务相近公司毛利率对比



资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

## 拥有一批优质客户

经过多年的发展，公司已经拥有 3000 多家企业客户，其中包括中国移动、亚马逊、凯迪迪爱、当当网、凡客诚品等知名企业。这些高端客户的认可和加入，一方面提升了公司品牌形象，产生了较强的示范效应，为公司带来更多优质客户，另一方面，这些优质客户业务量逐年增长，为公司业绩持续增长奠定了基础。

同时，公司的技术和服务能力得到了高端客户的认可，为进一步合作创造的条件。以亚马逊为例，2010 年卓越网（亚马逊中国）成为公司客户，2012 年 4 月公司与亚马逊的公有云服务 AWS 平台公司亚马逊通建立合作关系，成为亚马逊中国云计算服务的重要合作伙伴。2013 年底，亚马逊公有云服务宣布即将推出中国云计算平台，中国成为 AWS 亚太地区第四个区域，全球第十个区域。亚马逊作为全球领先的云计算服务提供商，在我国的云计算业务落地后有望快速发展。公司作为亚马逊 AWS 互联网数据中心业务基础资源提供者，业务量也有望随着 AWS 业务发展而快速提升。

## 风险因素

宽带接入收入下滑风险: 近年来公司宽带接入业务收入持续下滑, 尤其 2013 上半年由于市场竞争导致价格下降, 收入出现大幅下滑。如果公司不能及时增加宽带接入网点或单价继续下降, 公司宽带接入收入有可能面临进一步下滑的风险;

市场竞争加剧的风险: 随着互联网快速发展, 对宽带接入和 IDC 服务的需求大幅提升, 同时有很多企业进入宽带接入和 IDC 市场, 使得市场竞争日益加剧。竞争使得公司面临现有市场份额被竞争对手抢夺的风险和行业整体利润率下降的风险。



会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	107.18	98.11	98.49	392.35	518.11
现金	72.21	26.04	6.22	269.77	355.40
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其它应收款	11.43	23.34	29.44	40.90	55.26
预付账款	20.76	45.85	59.84	78.58	104.19
存货	0.27	0.26	0.37	0.48	0.64
其他	2.51	2.63	2.63	2.63	2.63
<b>非流动资产</b>	128.40	211.73	290.50	427.74	464.62
长期投资	0.00	15.29	15.29	15.29	15.29
固定资产	110.05	145.06	165.46	185.57	291.50
无形资产	0.32	0.43	1.72	2.76	3.58
其他	18.04	50.95	108.03	224.12	154.25
<b>资产总计</b>	235.58	309.84	388.99	820.10	982.73
<b>流动负债</b>	28.43	55.16	69.61	93.39	124.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	4.57	20.00	25.21	33.10	43.89
其他	23.86	35.16	44.40	60.29	80.19
<b>非流动负债</b>	3.97	3.72	3.72	3.72	3.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.97	3.72	3.72	3.72	3.72
<b>负债合计</b>	32.40	58.88	73.33	97.11	127.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	203.18	250.96	315.66	722.98	854.92
<b>负债和股东权益</b>	235.58	309.84	388.99	820.10	982.73

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	172.19	242.23	315.24	438.04	591.85
同比(%)	28.84%	40.67%	30.14%	38.95%	35.11%
归属母公司净利润	42.07	55.38	64.70	96.56	131.94
同比(%)	30.18%	31.64%	16.82%	49.24%	36.64%
毛利率(%)	51.62%	49.16%	47.27%	50.17%	51.10%
ROE(%)	23.10%	24.39%	22.84%	18.59%	16.72%
每股收益(元)	0.92	1.21	1.41	1.79	2.45
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	172.19	242.23	315.24	438.04	591.85
营业成本	83.31	123.14	166.23	218.27	289.42
营业税金及附加	5.91	8.19	10.52	14.62	19.75
营业费用	12.92	14.59	22.07	30.66	41.43
管理费用	22.80	31.20	40.98	61.33	88.78
财务费用	-1.26	-0.69	-0.26	-0.06	-2.70
资产减值损失	0.08	0.39	0.52	0.56	0.88
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	48.43	65.41	75.18	112.67	154.29
营业外收入	1.10	0.21	1.00	1.00	1.00
营业外支出	0.00	0.14	0.07	0.07	0.07
<b>利润总额</b>	49.53	65.48	76.12	113.60	155.22
所得税	7.46	10.10	11.42	17.04	23.28
<b>净利润</b>	42.07	55.38	64.70	96.56	131.94
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	42.07	55.38	64.70	96.56	131.94
EBITDA	59.33	79.13	97.48	133.24	179.97
EPS (摊薄)	0.92	1.21	1.41	1.79	2.45

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	52.93	75.23	79.22	108.57	146.10
净利润	42.07	55.38	64.70	96.56	131.94
折旧摊销	9.80	13.65	21.36	19.64	24.75
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1.19	6.04	-6.26	-7.09	-10.32
其它	-0.12	0.16	-0.58	-0.54	-0.27
<b>投资活动现金流</b>	-68.49	-113.79	-99.04	-155.79	-60.47
资本支出	-65.49	-98.50	-99.04	-155.79	-60.47
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-3.00	-15.29	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	0.00	-7.61	0.00	310.76	0.00
吸收投资	0.00	0.00	0.00	310.76	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	0.00	7.60	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	-15.55	-46.17	-19.82	263.55	85.63

## 计算机研究小组简介

**边铁城**，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机、电子元器件行业研究。  
**肖金德**，南开大学经济学硕士，2012 年 7 月加盟信达证券研发中心，从事计算机行业研究。

## 计算机行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
太极股份	002368	安居宝	300155	数字政通	300075	汉鼎股份	300300
四维图新	002405	辉煌科技	002296	用友软件	600588	软控股份	002073
航天信息	600570	远光软件	002063	海隆软件	002195	恒生电子	600570
北斗星通	002151	捷顺科技	002609	御银股份	002177	梅安森	300275

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxi@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。