

2022年12月25日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

战略重整聚焦信息技术产业，重回良性发展

—卓朗科技（600225.SH）公司深度报告

买入（首次）

投资要点

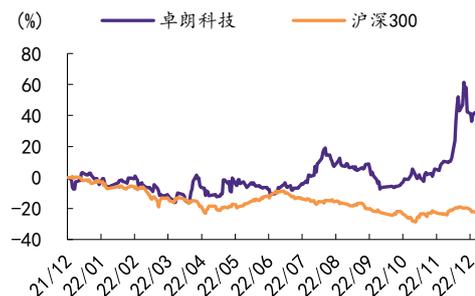
分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn

基本数据

2022-12-23

当前股价（元）	4.8
总市值（亿元）	164
总股本（百万股）	3411
流通股本（百万股）	3409
52周价格范围（元）	2.68-5.18
日均成交额（百万元）	64.58

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

地产业务破产重整，全面聚焦软件和信息服务业

公司地产业务通过司法重整，引入重整战略投资者提供资金支持，有效化解了公司债务危机并改善了公司资产负债结构，净资产由负转正。重整完成后，随着债务危机的化解及重整战略投资者天津国资对公司业务发展的支持，公司全面聚焦信息技术服务主业，基本面发生根本性改善，并逐步恢复持续经营能力和盈利能力，重回良性发展轨道。目前主要业务分为软件开发、系统集成及数据中心建设与托管（IDC），其中系统集成和软件产品收入占比约为70%，数据中心建设与托管的收入占比约为30%。

依托国资平台优秀资源，系统集成和软件产品业务快速发展

公司基于自有技术进行软件开发，所开发的软件产品既能服务于自主建设的云计算数据中心，也能独立销售给客户。公司将软件研发与系统集成业务积极整合，有效提升了系统集成解决方案的技术附加值，重点发挥自有大数据软件产品的优势，为政府、公共事业、金融业、制造业等重点行业客户提供定制化系统集成解决方案服务，并在军队软硬件集成项目业务领域实现较大幅度的业务增长。2022年上半年公司系统集成和软件产品业务实现收入13,652万元，同比增长213%。

受益于东数西算，数据中心建设托管和云计算业务增长稳健

公司具备数据中心规划设计、建设工程管理和机电设备总包等专业技术能力和资质。目前公司总运营净机房面积约4万平方米，其中包括拥有2024机架的北京亦庄数据中心、657机架的天津红桥数据中心、600机架江西抚州数据中心（一期）和1290机架的新疆昌吉数据中心（一期）等。2022年上半年公司数据中心建设与托管业务实现收入7048万元，同比增长17%。随着新疆昌吉云计算数据中心、抚州云计算数据中心二期的投入运行，预计未来年度数据中心运营收入将实现进一步增长。

盈利预测

考虑2022、2023年资产出售所带来的非经常性损益对公司利润存在一定影响，预测公司2022-2024年收入分别为9.50、18.55、22.00亿元，EPS分别为0.14、0.20、0.09元，当前股价对应PE分别为22、15、34倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济增长不及预期，地产剥离不及预期，客户开拓不及预期，数字化趋势不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	814	950	1,855	2,200
增长率（%）	-24.8%	16.7%	95.3%	18.6%
归母净利润（百万元）	778	475	689	308
增长率（%）	-119.9%	-38.9%	44.9%	-55.3%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.14	0.20	0.09
ROE（%）	39.4%	19.9%	23.0%	9.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、地产业务破产重整，全面战略转型聚焦信息技术产业.....	5
1.1、卓朗科技主要从事软件和信息技术服务行业.....	5
1.2、财务状况迎来拐点，信息服务板块持续稳定增长.....	8
2、数字化转型升级，驱动信息技术服务行业加速发展.....	10
2.1、软件行业：迎来从量的增长转向质的提升新阶段.....	10
2.2、系统集成：未来朝网络化、服务化、融合化、体系化发展.....	11
2.3、数据中心：“政策+技术创新+场景化应用”利好行业发展.....	12
2.4、云计算服务：云计算应用向多行业加速渗透.....	13
3、破产重整资产结构改善，信息技术服务主业欣欣向荣.....	15
3.1、破产重整利空出清，聚焦信息技术服务主业.....	15
3.2、重新确立战略定位，软件和集成业务未来可期.....	16
3.3、数据中心建成后，IDC业务提供稳定现金流.....	18
4、盈利预测.....	20
5、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：公司部分主要产品.....	6
图表 2：公司发展历程.....	6
图表 3：公司股权结构，实际控制人为天津国资委（截止 Q3）.....	7
图表 4：公司高管情况.....	8
图表 5：公司营业收入及同比增速.....	9
图表 6：公司归母净利润及同比增速.....	9
图表 7：公司毛利率和净利率.....	9
图表 8：公司期间费用.....	9
图表 9：公司信息服务部分营业收入.....	9
图表 10：公司信息服务部分毛利率.....	9
图表 11：软件产业收入总额（CARG=14.19%）.....	10
图表 12：软件产业利润总额（CAGR=12.80%）.....	10
图表 13：软件产业从业人员平均人数（CARG=5.89%）.....	11
图表 14：规模以上软件企业个数.....	11
图表 15：中国计算机系统集成市场规模（CAGR=19.14%）.....	11
图表 16：计算机系统集成产业发展趋势.....	12
图表 17：我国数据中心机架规模.....	12
图表 18：我国数据中心市场规模.....	13

图表 19: 我国云计算整体市场规模 (CAGR=47.00%)	14
图表 20: 中国公有云市场规模 (CAGR=69.38%)	14
图表 21: 中国私有云市场规模 (CAGR=25.17%)	14
图表 22: 公司重整重要时间线	15
图表 23: 子公司重整重要时间线	16
图表 24: 公司确立的“一个战略定位, 四个努力方向”	16
图表 25: 公司部分案例	17
图表 26: 公司高级别资质认证情况	18
图表 27: 公司数据中心的建设流程与服务理念	18
图表 28: 公司数据中心托管业务的特点	19
图表 29: 公司数据中心布局情况 (截止 2022 年 12 月)	19
图表 30: 公司盈利预测	20

1、地产业务破产重整，全面战略转型聚焦信息技术产业

1.1、卓朗科技主要从事软件和信息技术服务行业

卓朗科技主要从事软件和信息技术服务。公司拥有卓越的软件开发能力、优秀的工程交付能力和安全可靠的 IT 基础设施。致力于成为天津市软件和新基建的产业龙头企业，成为企业智能制造和数字化系统解决方案的供应商。

公司主营业务可主要分为：数据中心及托管服务（后文简称“IDC 业务”）、工业软件及云基础架构软件（后文简称“软件业务”）和系统集成解决方案（后文简称“集成业务”）：

（1）IDC 业务。为用户提供从数据中心规划、设计、项目管理、系统上线交付、运维服务等的全生命周期服务。数据中心可使政府部门或企事业单位无需再建立自己的专用机房、铺设昂贵的通信线路，也无需高薪聘请网络工程师，即可解决互联网应用方面的专业需求。建成或在建数据中心共 5 座：天津（2 座）、北京、抚州（2 座）、新疆。数据中心托管服务包括基础服务（机房、机柜、宽带租用等）和增值服务（网络检测、运维、管理等）。客户包括政府、企事业单位、运营商等。未来随着数据中心的基本建成，将为公司带来稳定收入。

（2）软件业务。基于自有技术进行软件开发，既服务于自主建设的云计算数据中心，又独立销售给客户。已形成“卓朗天工”系列的工业软件，“卓朗昆仑云”系列云基础架构软件和“朗数”、“朗图”系列的大数据软件等一种核心软件产品。此外，还有含嵌入式的软件集成电路，通过外购标准化芯片，开发专用嵌入式软件，提供的“芯片+嵌入式软件”产品。未来将伴随着信创的推进，得到充分的增长。

（3）集成业务。通过集成优秀厂商产品及技术，结合公司丰富的行业经验，为客户量身定制解决方案。主要面向政府、公共事业、金融业、制造业。解决方案内容包含信息系统整体规划设计、系统架构设计、应用软件开发、软硬件选型、客户实施部署、上线交付及后期运维。未来将主要面向企业数字化转型和新型智慧城市建设，将致力于天津的信创产业发展。

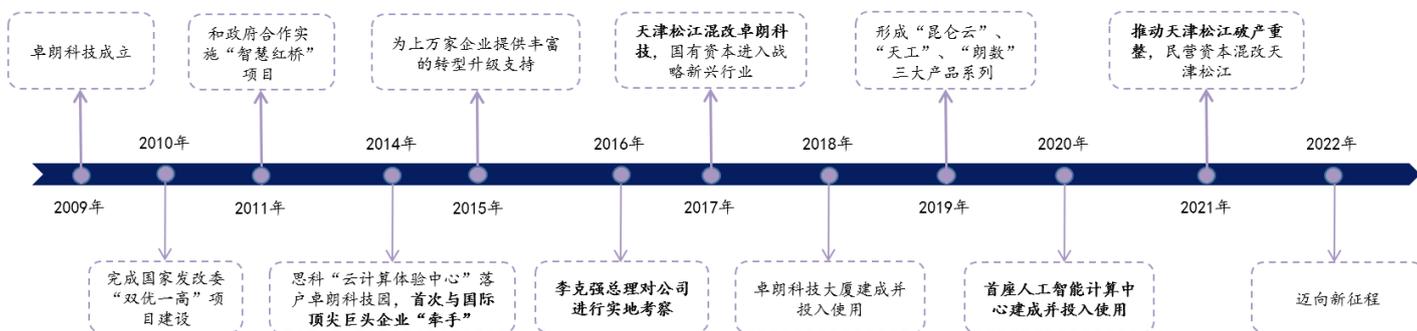
图表 1：公司部分主要产品

公司业务	部分产品
数据中心及托管服务	
工业软件及云基础架构软件	
系统集成解决方案	

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

卓朗科技从事信息技术服务行业 13 年，现已迈入发展新征程。2009 年，卓朗科技成立在天津；2010 年，完成了重点实验室—新型复合材料天津重点实验室材料仿真模拟分中心建设、卓朗科技—河北工大铸造过程先进控制工程工程中心建设、国家发改委“双优一高”项目建设；2014 年，华北地区最大的思科“云计算体验中心”落户卓朗科技园区，公司首次与国际顶尖巨头企业成功“牵手”；2016 年，李克强总理对公司进行实地考察，并寄语：“创造新时代、发展新动能”；2017 年，天津松江混改卓朗科技，收购卓朗科技 80% 股权；2020 年，首座人工智能计算中心建成并投入使用；2021 年，推动天津松江破产重整。

图表 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

公司是一家混合所有制公司，实际控制人是天津国资委，持股 28.16%。根据公司三季报显示，公司股东总体可分为四大类：

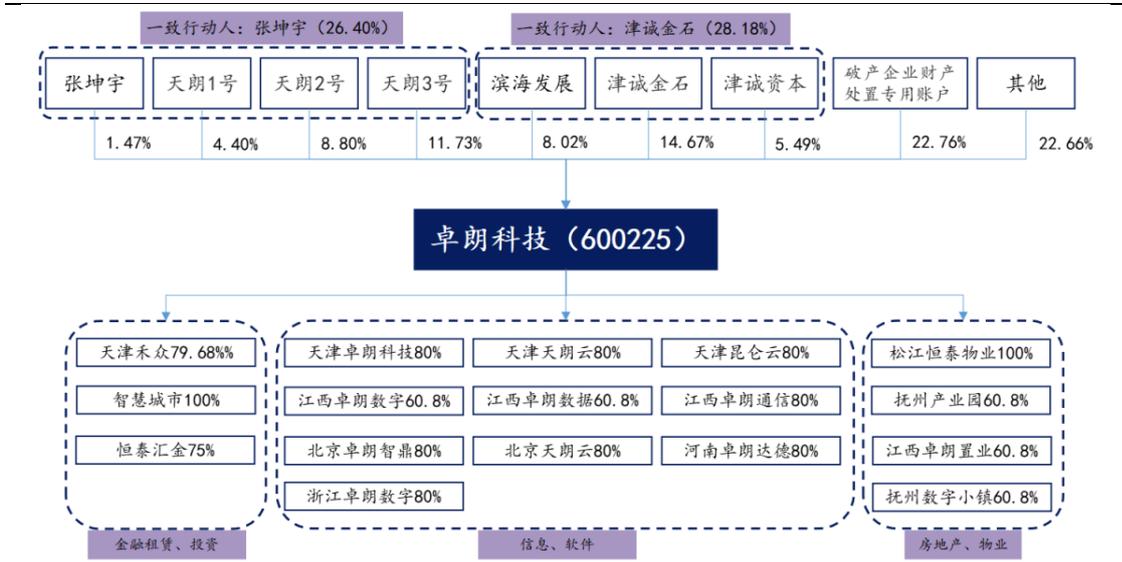
(1) 天津国资委，占比 28.18%。津诚资本持有津诚金石、市政集团全部股权，间接持有滨海发展全部股权。津诚资本（5.49%）、滨海发展（8.02%）、市政集团均为津诚金石（14.67%）的一致行动人。天津国资委直接或间接持有上述公司全部股权，拥有公司控制权 28.16%，是公司的实际控制人。

(2) 张坤宇，占比 26.40%。天朗壹号（4.40%）、天朗贰号（8.80%）、天朗叁号（11.73%）、上海沅乙均为公司重整战略投资者张坤宇（1.47%）的一致行动人。张坤宇直接或间接拥有公司控制权 26.40%，是公司持股份额最大的个人股东。

(3) 天津松江股份有限公司破产企业财产处置专用账户，占比 22.76%。改账户仅为协助重整计划执行所用的临时账户，股票登记在公司重整管理人证券账户期间，将不行使标的股份所对应的公司股东的权利，包括但不限于表决权、利益分配请求权等。

(4) 其他，占比 22.66%。包括天津滨海农商行持股 1.00%，招商蛇口持股 0.89%等。

图表 3：公司股权结构，实际控制人为天津国资委（截止 Q3）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

公司董事会换届已换成，团队未来将维持相对稳定状态。2022年10月，公司董事会换届完成，董事会共9名成员，其中王志刚任公司董事长、法人代表、非独立董事、代理董事会秘书；张坤宇任公司总经理、副董事长、非独立董事；戴颖任公司副总经理、非独立董事、代理财务总监；谷艳秋、咎英男任公司非独立董事，且均为津诚资本管理层；杨浩明任公司职工代表董事、证券部临时负责人；齐二石、侯欣一、覃家琦三位任公司独立董事，均为行业内知名专家。董事会团队于今年10月换届完成，实力强劲，且在未来三年内能够保持稳定。此外，管理团队采用市场化的方式，根据业务需要，董事会聘任，能够面向全国招揽优秀人才，维持公司更加高效运行。

图表 4: 公司高管情况

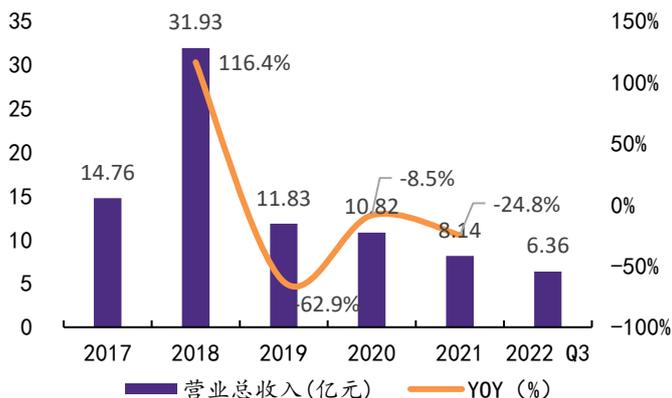
姓名	年龄	职务	简介
王志刚	47	董事长, 法定代表人, 非独立董事, 代理董事会秘书	南开大学计算机与系统科学系学士学位、金融学硕士学位, 工程师。历任渤海财产保险股份有限公司信息技术部、审计部总经理, 天津津融投资服务集团有限公司资本运营部副经理(主持工作)、财务资金中心经理; 现任天津津诚国有资本投运营有限公司副总经理。
张坤宇	36	总经理, 副董事长, 非独立董事	学士学位, 正高级工程师, 天津卓朗科技发展有限公司创始人; 现任天津卓朗信息科技股份有限公司董事、副总经理, 天津卓朗科技发展有限公司党委书记、总经理。
戴颖	44	副总经理, 非独立董事, 代理财务总监	学士学位, 中国注册会计师。历任德勤华永会计师事务所(天津分所)审计经理、天津渤海海胜股权投资基金管理有限公司财务经理; 现任天津卓朗科技发展有限公司党委委员、副总经理。
谷艳秋	41	非独立董事	本科学历, 四级律师。现任天津津诚国有资本投资运营有限公司风控合规部部长助理(主持工作)。
咎英男	39	非独立董事	硕士, 高级会计师。现任津诚国有资本投资运营有限公司财务融资部部长助理。
杨皓明	41	职工代表董事	工学硕士, 中国注册会计师, 香港注册会计师。现任天津卓朗信息科技股份有限公司证券部临时负责人。
齐二石	69	独立董事	系统工程博士, 曾任天津大学管理学院院长, 现任天津大学管理创新研究院院长、深圳大通实业股份有限公司独立董事。
侯欣一	62	独立董事	法学博士, 现任天津财经大学法学院教授、博士生导师, 最高人民检察院特约监督员, 中源协和细胞基因工程股份有限公司独立董事、天津水务集团有限公司外部董事。
覃家琦	45	独立董事	管理学博士, 现任南开大学金融学院应用金融系教授、迈达医学科技股份有限公司独立董事、成都索贝数码科技股份有限公司独立董事。
赵晨翔	40	监事会主席, 非职工代表监事	管理学硕士, 高级会计师、中级审计师, 现任天津津诚国有资本投资运营有限公司审计部部长助理(主持工作)。
周岚	33	非职工代表监事	经济学硕士, 现任天津津诚国有资本投资运营有限公司战略与投资发展部经理。
岳洋	42	非职工代表监事	硕士研究生, 副高级工程师, 现任天津卓朗科技发展有限公司党委副书记、副总经理。
陈岩光	37	职工代表监事	理学硕士。2011 年加入卓朗, 现任天津卓朗信息科技股份有限公司科技与信息化部临时负责人, 天津卓朗科技发展有限公司党委委员、副总经理。
王超	38	职工代表监事	管理学学士, 现任卓朗信息科技股份有限公司资产部临时负责人。

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

1.2、财务状况迎来拐点, 信息服务板块持续稳定增长

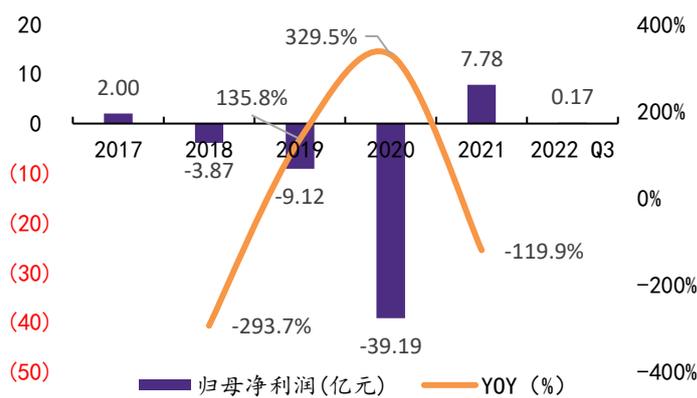
2021 年进行司法重整, 上市公司实现盈亏平衡。近年来, 受房地产产业政策及项目布局影响, 松江集团房地产业务面临项目开发进度缓慢、去库存率低、营业收入增长乏力、成本费用居高不下、业绩大幅下滑的经营困境。2021 年通过司法重整, 确认债务重组收益, 逐步剥离低效资产, 资产负债结构明显改善, 财务费用较同期大幅下降, 公司实现扭亏为盈、净资产由负转正, 实现营收 8.14 元, 归母净利润 7.78 亿元。未来, 随着低效资产的剔除及信息服务主业的发力, 公司未来有望进入快速增长阶段。

图表 5: 公司营业收入及同比增速



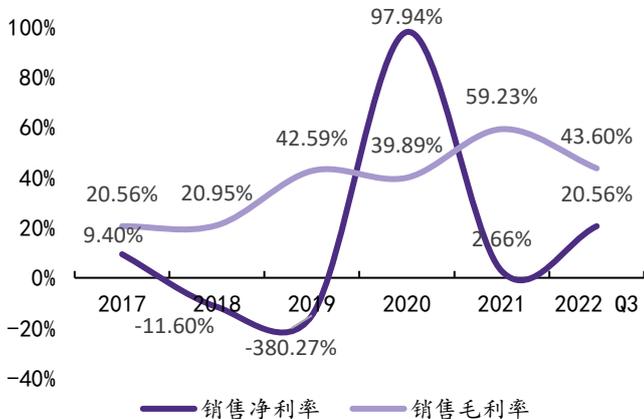
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 6: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 7: 公司毛利率和净利率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 8: 公司期间费用



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

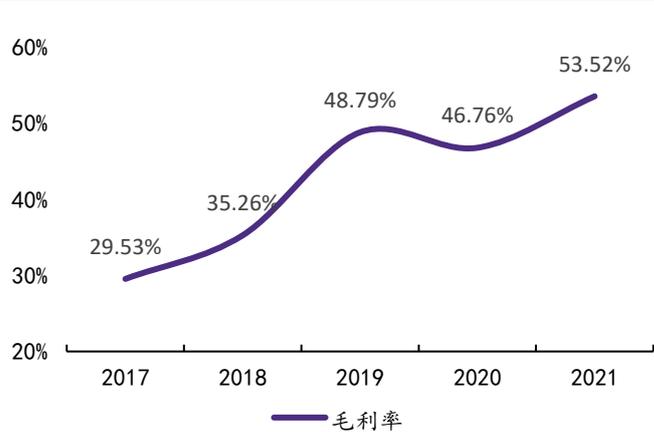
信息服务业务板块实现较好增长, 毛利率呈稳定增长态势。上市公司 2017 年以现金方式收购卓朗科技 80% 股权, 完成重大资产重组, 新增信息服务业务。信息服务部分业务近年来实现较好增长, 2017-2021 年营业收入分别为 4.30 亿元、6.09 亿元、9.80 亿元、9.37 亿元、6.35 亿元, 毛利率实现稳步增长, 2017-2021 分别达 29.53%、35.26%、48.79%、46.76%、53.52%。未来, 随着企业数字化转型及智慧城市建设的进程, 信息服务业务板块将迎来更高增长。

图表 9: 公司信息服务部分营业收入



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 10: 公司信息服务部分毛利率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

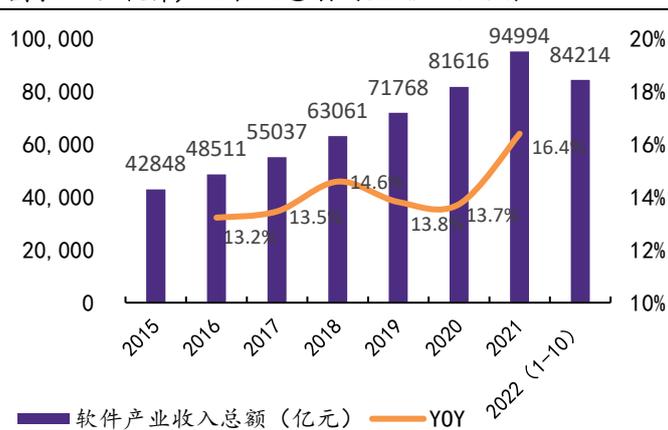
2、数字化转型升级，驱动信息技术服务行业加速发展

随着我国经济发展模式的演进与转变，以传统产业转型升级为背景，大量垂直行业将会重新寻找自身的创新驱动动力，数字化转型需求将迎来爆发式增长。软件与信息技术服务厂商凭借对新兴技术的把握、理解及服务经验，围绕新一代信息技术在具体场景应用进行研发和实施，能够促进数字经济和实体经济深度融合，提升产业链、供应链现代化水平，推动传统产业高端化、智能化、绿色化发展，加快企业数字化转型进程。

2.1、软件行业：迎来从量的增长转向质的提升新阶段

我国软件产业的营收和利润一直保持较高且良好增速。2022年，我国软件和信息技术服务业呈现平稳向好发展态势，收入和利润均保持较快增长，信息技术服务加快云化发展，软件应用服务化、平台化趋势明显。根据工信部数据，2022年1-10月，我国软件产业收入总额达84,214亿元，同比增长9.63%，2015-2021复合增长率达14.19%；利润总额达10,047亿元，同比增长8.99%，2015-2021复合增长率达12.80%。

图表 11：软件产业收入总额（CAGR=14.19%）



资料来源：工信部，华鑫证券研究

图表 12：软件产业利润总额（CAGR=12.80%）



资料来源：工信部，华鑫证券研究

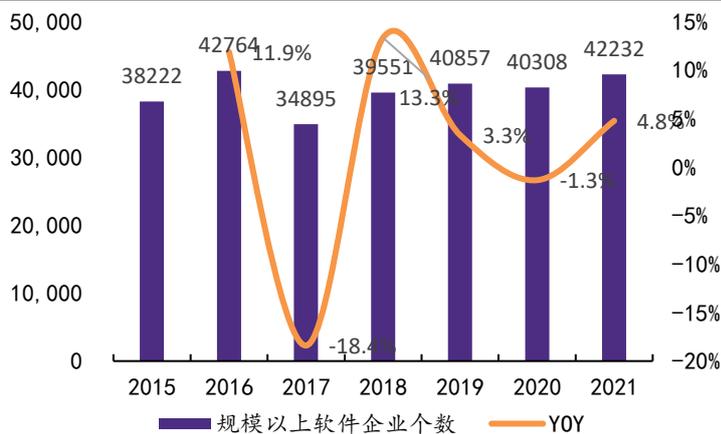
软件行业从业人数持续扩容，规模以上软件企业数量波动较大。根据工信部数据，我国软件产业从业人数不断扩从，从2015年的574万人扩从至2021年的809万人，复合增长率达5.89%。规模以上软件企业数量波动较大，2021年数量达42232家，同比增长4.8%。

图表 13: 软件产业从业人员平均人数 (CARG=5.89%)



资料来源: 工信部, 华鑫证券研究

图表 14: 规模以上软件企业个数



资料来源: 工信部, 华鑫证券研究

当前, 中国软件产业市场竞争力不断增强, 正在步入加速迭代、群体突破的关键时期, 迎来从量的增长转向质的提升的新阶段。同时, 5G 商用为中国软件行业春风送暖。云计算、大数据、人工智能等新一代信息技术将加速渗透经济和社会生活各个领域, 软件产业服务化、平台化、融合化趋势更加明显。目前, 各地政府及软件产业重镇一直高度重视加快当地软件和信息技术服务业发展, 并制定了系列软件产业发展政策促进城市经济“换挡提速”。综合来看, 在国家政策的推动和市场需求的拉动下, 我国信息技术产业的市场规模到 2025 年有望突破十万亿元大关, 市场潜力巨大。

2.2、系统集成: 未来朝网络化、服务化、融合化、体系化发展

整体来看, 我国系统集成市场具有高增长态势。2016-2020 年我国计算机系统集成市场规模处于波动变化状态, 2018 年由于云服务产业的飞速增长, 集成行业市场规模及增速有所放缓。2019-2021 年我国计算机系统集成行业均保持增长态势, 2021 年我国计算机系统集成市场规模约为 40294 亿元, 同比增长 22.55%, 2016-2021 复合增长率达 19.14%。同时, 计算机系统集成业务盈利能力较强, 毛利率 15-35%左右。

图表 15: 中国计算机系统集成市场规模 (CAGR=19.14%)



资料来源: 前瞻产业研究院, 华鑫证券研究

未来，计算机系统集成发展趋势是网络化、服务化、融合化、体系化。系统集成行业进入多平台应用和服务创新阶段，系统集成技术目前已经被广泛应用于工业、农业、建筑业、安防等各个领域。未来计算机系统集成产业将向着网络化、服务化、融合化、体系化发展，其发展的最终结果将有助于提高社会运行效率。

图表 16：计算机系统集成产业发展趋势

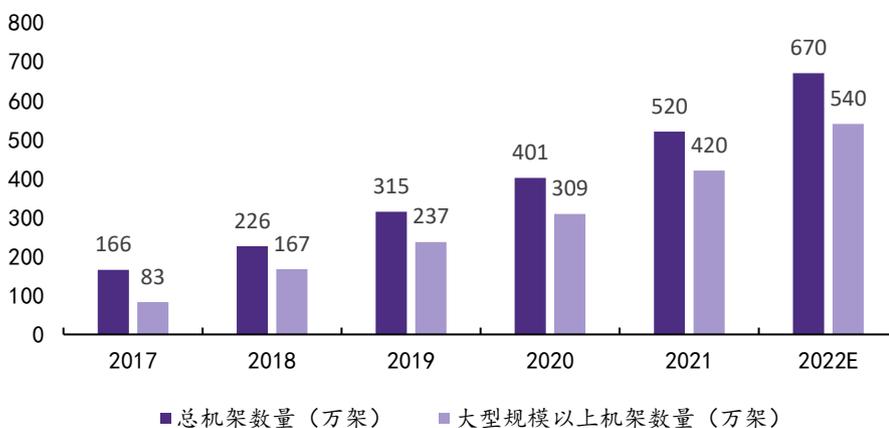
发展趋势	发展趋势分析
网络化	计算技术的重心正逐步从计算机转向网络，软件的技术和业务创新与网络发展将深度耦合，网络将成为软件开发、部署、运行和服务的主流平台。网络化环境下，网络空间安全面临的挑战更加严峻，并严重影响国家经济安全、社会安全和信息安全，提高系统集成安全保障能力成为信息技术服务业的重要战略任务。
服务化	以用户为中心，按照用户需求动态提供计算资源、存储资源、数据资源、软件应用等服务成为软件服务的主要模式。服务化趋势促进了产业的服务模式、商业模式变革，加快了产业结构调整，推动了产业转型和升级。
融合化	随着信息技术应用的不断深化，与业务融合的日趋紧密，系统集成正成为经济社会各领域重要的支撑工具。信息技术加快向传统产业、现代制造业和现代服务业等领域渗透，将推动行业间的融合渗透，促进战略性新兴产业、面向生产的信息服务业的发展。
体系化	操作系统、数据库、中间件和应用软件在系统集成中相互渗透，向更加综合、广泛的一体化平台的新体系演变，硬件与软件、内容与终端、应用与服务的一体化整合，速度加快。

资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

2.3、数据中心：“政策+技术创新+场景化应用”利好行业发展

我国数据中心机架规模持续稳步增长，大型以上数据中心规模增长迅速。近年来，我国数据中心机架规模稳步增长，根据中国信通院数据，按照标准机架 2.5kW 统计，截止到 2021 年年底，我国在用数据中心机架规模达到 520 万架，近五年年均复合增速超过 30%。其中，大型以上数据中心机架规模增长更为迅速，按照标准机架 2.5kW 统计，机架规模 420 万架，占比达到 80%。预计 2022 年机架总数将达 670 万架，其中大型规模以上机架达 540 万架。

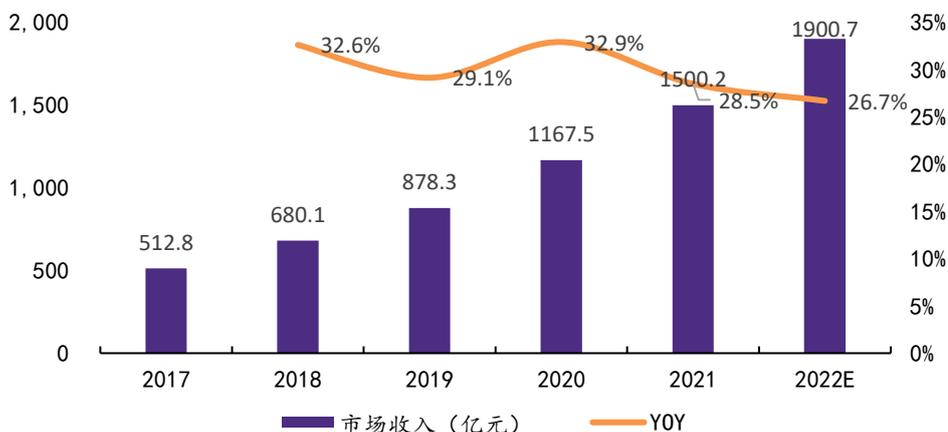
图表 17：我国数据中心机架规模



资料来源：中国信通院，华鑫证券研究

我国数据中心市场规模持续高速增长。受新基建、数字化转型及数字中国远景目标等国家政策促进及企业降本增效需求的驱动，我国数据中心业务收入持续高速增长。2021年，我国数据中心行业市场收入达到1500亿元左右，近三年年均复合增长率达到30.69%，随着我国各地区、各行业数字化转型的深入推进，我国数据中心市场收入将保持持续增长态势。

图表 18：我国数据中心市场规模



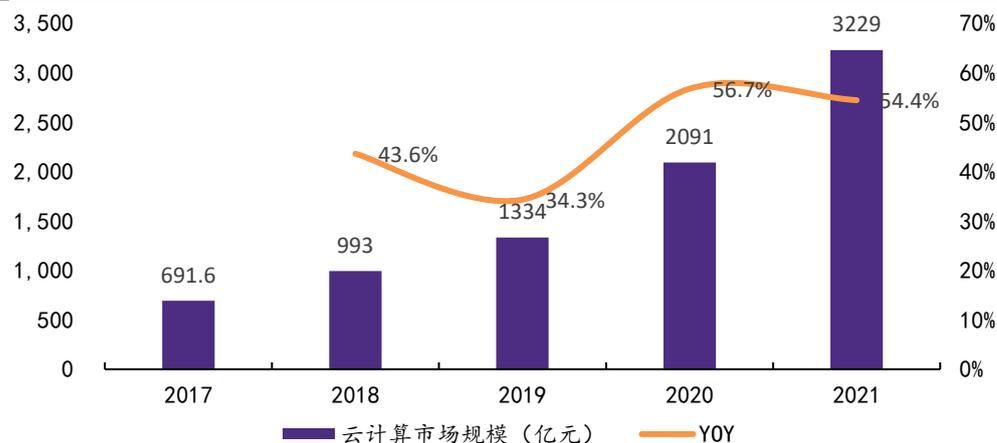
资料来源：中国信通院，华鑫证券研究

“政策+技术创新+场景化应用”，利好数据中心行业发展。数据中心作为云服务领域基础设施的作用日益显著，产业逐步走向细分市场落地。《关于组织开展国家新型数据中心（2021年）典型案例推荐工作的通知》等一系列文件的发布，使得数据中心在多个应用场景中的发展思路更为明晰，以数据中心为代表的设施服务也迎来高速发展的机遇。随着新一代信息技术的高速发展，数据中心作为计算、存储、传输海量数据的实体，逐渐转变为复杂性的聚集地，变成资源密集型、资本密集型、技术密集型产业。AI、5G、区块链等场景化应用，为数据中心发展打开新的成长空间。AI生态不断完善，AI场景化应用加速落地，AI基础设施服务将迎来快速发展新时期。5G商用在即，大量基于5G的应用在金融、制造、医疗、零售等传统行业中开始示范与推广，VR/AR、等应用需求也将为数据中心市场发展与服务模式创新打开成长空间。区块链技术在应用场景上将从当前的经济领域，延伸到民生需求、城市治理和政务服务等社会政策和公共服务领域，必然带来大量数据库管理需求。

2.4、云计算服务：云计算应用向多行业加速渗透

我国云计算市场呈现爆发式增长。近年来，在大数据、物联网以及互联网技术加速普及的推动下，我国云计算产业发展十分迅速，是全球增速显著的主要市场之一。得益于强劲的市场需求、持续的政策支撑，以及阿里、腾讯等头部企业的快速成长，我国云计算产业规模将不断扩张。根据中国信通院数据，2021年我国云计算整体市场规模达3229亿元，同比增长54.4%，2017-2021复合增长率达47.00%。过去十年是云计算突飞猛进的十年，全球云计算市场规模增长数倍，我国云计算市场从最初的十几亿增长到现在的千亿规模，全球各国政府纷纷推出“云优先”策略，我国云计算政策环境日趋完善，云计算技术不断发展成熟，云计算应用从互联网行业向政务、金融、工业、医疗等传统行业加速渗透。

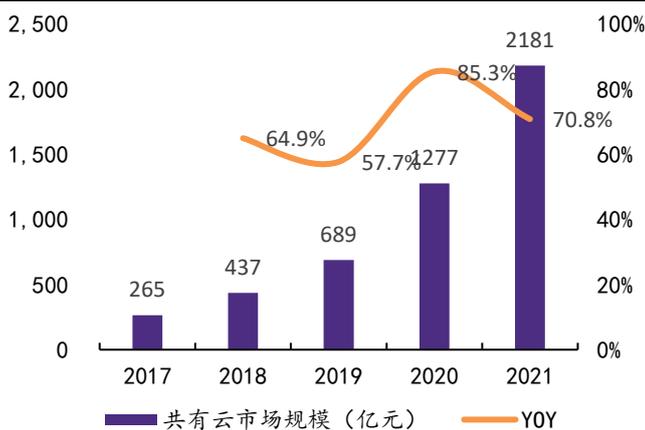
图表 19: 我国云计算整体市场规模 (CAGR=47.00%)



资料来源: 中国信通院, 华鑫证券研究

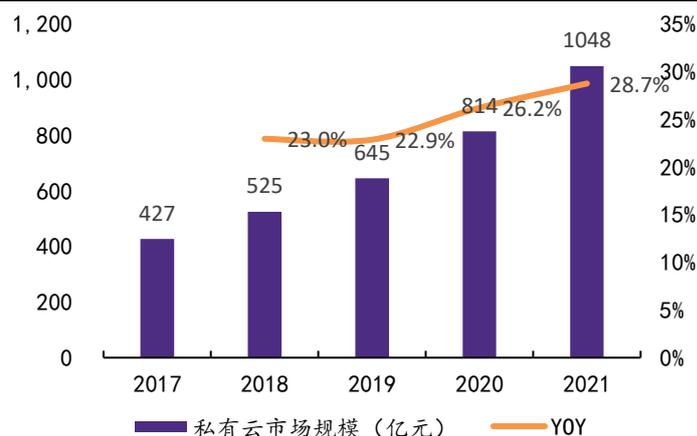
公有云市场是云计算市场中规模最大、增速最高的子版块。云计算市场主要分为公有云、私有云和混合云三大块, 其公有云市场份额最大且近年来增速最快。根据中国信通院数据, 2021 年公有云市场规模达 2181 亿元, 4 年复合增长率达 69.38%, 私有云市场达 1048 亿元, 4 年复合增长率达 25.17%。

图表 20: 中国公有云市场规模 (CAGR=69.38%)



资料来源: 中国信通院, 华鑫证券研究

图表 21: 中国私有云市场规模 (CAGR=25.17%)



资料来源: 中国信通院, 华鑫证券研究

云计算市场规模快速增长, 国家政策大力支持企业上云。随着云计算的技术和产业日趋成熟, 我国云计算产业已成为推动经济增长、加速产业转型的重要力量。根据中国信息通信研究院的预测, 预计未来几年我国私有云市场将保持稳定增长, 到 2022 年私有云市场规模将达到 1,172 亿元。云计算是信息技术发展和服务模式创新的集中体现, 是信息化发展的重大变革和必然趋势, 随着云计算市场的快速发展和国家政策的大力支持, 未来云计算产业面临良好的发展机遇, 云计算应用将在互联网行业向政务、金融、工业、医疗等传统行业加速渗透。

3、破产重整资产结构改善，信息技术服务 主业欣欣向荣

3.1、破产重整利空出清，聚焦信息技术服务主业

上市公司完成破产重整，化解了债务危机，聚焦信息技术服务主业。2021年8月27日，确定津诚资本、张坤宇以联合体身份为公司重整战略投资者；2021年11月15日，法院批准公司重整计划，并终止公司重整程序，公司进入重整计划执行阶段；2022年3月9日，法院确认公司重整计划已执行完毕，终结公司重整程序。公司通过司法重整，引入重整战略投资者提供资金支持，有效化解了公司债务危机，改善了公司资产负债结构，净资产由负转正。我们认为，重整完成后，随着债务危机的化解及重整战略投资者对公司业务发展的支持，公司聚焦信息技术服务主业，基本面发生根本性改善，并逐步恢复持续经营能力和盈利能力，重回良性发展轨道。

图表 22：公司重整重要时间线

时间	事件
2021年3月26日	天津松江一澜物业申请破产重整
2021年4月14日	法院受理天津松江一澜物业重整申请，公司股票被继续实施退市风险警示
2021年6月17日	法院主持公司第一次债权人会议，表决通过《天津松江股份有限公司重整案财产管理和变价方案》
2021年6月19日	公司发布《关于向关联方借款的关联交易公告》，拟向关联方津诚资本以共益债务的形式借款人民币2,579.6万元
2021年8月27日	确定津诚资本、张坤宇以联合体身份为公司重整战略投资者
2021年11月15日	法院批准公司重整计划，并终止公司重整程序，公司进入重整计划执行阶段
2022年3月9日	法院确认公司重整计划已执行完毕，终结公司重整程序

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

子公司未来两年有望全部清算，正积极推动松江地产、松江团泊重整进程。上市公司在重整之前，主要有9家房地产子公司，1家智慧城市，1家融资租赁公司，1家卓朗科技。2021年7月21日，法院宣告松江恒泰、松江兴业、松江恒通、松江创展、松江集团、松江市政、松江置地7家地产子公司破产，进入破产清算过程；2021年4月21日，法院受理松江地产、松江团泊2家房产子公司的重整申请，2022年8月16日批准松江地产重整计划；2022年12月16日，法院受理松江智慧城市破产清算申请，完成后将增加净利润约4.5亿元。截至2022年9月30日，松江置地、松江兴业、松江恒泰、松江集团、松江市政、松江恒通、松江创展、松江团泊、松江地产9家房地产子公司均已出表。后续公司将配合管理人积极推进松江地产、松江团泊重整进程及上述清算子公司的破产清算工作。我们认为，公司有望在未来1.5-2年内，全部清算完毕，届时公司不仅有一定的资产和利润增加，还能有更加聚焦于信息技术服务主业。

图表 23: 子公司重整重要时间线

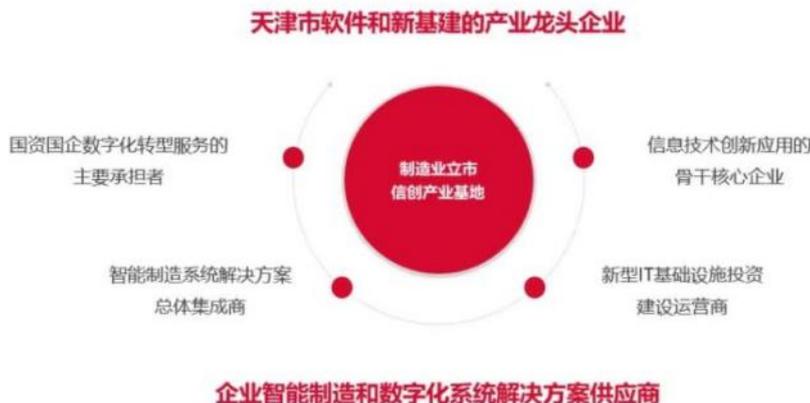
类型	时间	事件
7 家地产子公司 破产清算	2021 年 2 月 20 日	7 家子公司松江恒泰、松江兴业、松江恒通、松江创展、松江集团、松江市政、松江置地申请对其进行破产清算
	2021 年 4 月 21 日	法院分别裁定 7 家子公司的破产清算申请
	2021 年 7 月 21 日	法院宣告 7 家子公司破产
2 家地产子公司 破产重整	2021 年 4 月 21 日	法院受理松江地产、松江团泊的重整申请
	2022 年 7 月 5 日	确定滨海建设为松江地产重整战略投资者身份
	2022 年 8 月 16 日	法院批准松江地产重整计划、终止公司重整程序
1 家智慧城市 破产清算	2022 年 12 月 6 日	法院受理松江智慧城市破产清算申请

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

3.2、重新确立战略定位，软件和集成业务未来可期

重新确定天津软件和新基建产业龙头战略定位，契合天津产业政策方向。在公司重整工作完成后，公司认真贯彻了市委、市政府“制造业立市”和“以信创产业为主攻方向，大力培育国产自主可控产业链和产业生态，全力构筑全国领先的信创产业基地”的决策部署，明确了主责主业，确立了“一个战略定位，四个努力方向”，其中战略定位是指“天津市软件和新基建的产业龙头企业、企业智能制造和数字化系统解决方案供应商”，四个努力方向是指“信息技术创新应用的骨干核心企业、新型 IT 基础设施投资建设运营商、国资国企数字化转型服务的主要承担者及智能制造系统解决方案总体集成商”。我们认为，公司在工业软件、云架构软件、系统集成解决方案上自身禀赋和核心优势，与天津“制造业立市+建立信创产业主攻方向”的产业政策相互吻合和匹配，伴随产业政策助力，公司软件业务和集成业务有望得到充分增长。

图表 24: 公司确立的“一个战略定位，四个努力方向”



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

“客户资源+产业经验”，为公司战略定位带来先发优势。截止 2021 年底，公司累计为 500 多家政府机构、12,000 多家企业、3,000 多家组织提供过服务，具有丰富的经验。公司在长期的经营过程中积累了丰富的客户资源，与华为、思科、希捷、西部数据等国内众多知名的科技公司建立起长期、稳定的合作关系。同时，作为天津市政务云平台的核心提供商和抚州市数据中心建设项目的核心设计团队，与当地政府保持良好的合作关系。我们认为，公司凭借其丰富的产业经验和客户积累，在智能制造和数字化转型过程中掌握了先发优势，有能力深耕地区信息化及智慧城市建设，承载大量的政务信息化、工业信息化

等系统，为城市云应用服务的发展提供了良好基础，从而进一步巩固了与其业务的合作。

图表 25：公司部分案例

项目	效果
北京大学第三医院云平台	门诊硬件故障等待恢复时间缩短 80%，基因测序效率提高 135%
鄱陵行政大厅云办公	实现多内网隔离，国产 PC 统一管理，故障恢复时间提升 70%
湖北宜都税务局智慧办公	解决国产 PC 税务软件和外设不可用问题，业务办理时间提升 30%
中国电信资源池	降低营业厅业务故障率 30%、融合业务推广率提升 25%
中国移动云桌面项目	提高营业厅业务连续性，保证数据安全
石家庄建华大街路综合管廊管理平台	实现对综合管廊内部环境参数监测、设备远程管理与优化控制
某家居工厂综合能源管理控制平台	能满足不断变化的统计需求
昊宇创智生产管理系统	实现了中小型生产管理者的管控需求
中国儿童中心智慧园区	赋能智慧园区可视、可管、可控
望圆设备智能化升级改造	富有特色的“精益数字化工厂”
风机数字孪生检测平台	给风电行业带来更大的价值提升
蒙牛数字化工厂	提高数字工厂建设的智能化
直属高校基本建设项目监管平台·教育部	直属高校基建投资节约 1.5%
行政许可网上办理平台·交通部	行政审批办理效率提高 85%
装备审批监管系统·国家卫健委	医疗设备投资节约 2%
数据管理与大数据应用平台·国家统计局	统计核算时间节省 90%
国家海洋浮标数据管理系统·国家海洋局	近岸浮潜标观测误差率降低 85%
海量数据多维分析平台·央行征信中心	在 PB 级数据集上实现亚秒级查询响应
军事职业教育在线学习平台·某部队	学员各项成绩考核时间由 3 天缩短至 1.5 小时
列车运行状态智能监控与预警系统·中国中车	提高列车运营安全，降低列车运营成本 20%
原粮收购信息系统·中国中粮	节约粮食收储成本 5%
高速公路联网不停车收费系统·中国吉林	车牌识别准确率高达 99.9%
智能公交·西藏拉萨	构建数字智能城市，方便百姓出行
智慧教育云平台·南开大学	高效、便捷、灵活的校级云平台
数字校园·吉林大学	服务稳定性 99.999%
超大规模数据中心建设·江西宜春	构筑宜春智慧城市及大数据产业基石

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

“**高级别资质+核心技术**”，为公司战略定位提供坚实底气。公司被认证为国家高新技术企业、国家重点软件企业。企业资质上，公司拥有完整且高级别的资质与认证，涵盖软件、集成、涉密、安全、IT 服务和增值电信业务等各领域，覆盖各类组织数字化转型相关信息技术服务业务全生命周期，其中集成 CMMI、智能化、安防领域拥有最高级别资质。ISO 行业规范，所有认证齐全。核心技术上，公司拥有成熟运用的核心技术 12 项，包括服务器虚拟化技术、桌面虚拟化技术、虚拟化运维技术、政务云开发平台、视频云开发平台、自动文摘系统、互联网数据定向采集系统、舆情分析系统、视频智能分析系统、云分词系统、铸造模拟仿真技术、企业数据平台技术。我们认为，公司在十余年发展中积累的各领域高级别资质，减少了公司业务拓展中的阻力，积累并成熟运用的核心技术，是公司业务

拓展中的压舱石，这些都为公司在致力成为天津市软件和新基建的产业龙头企业提供了坚实底气。

图表 26：公司高级别资质认证情况

公司认定 <ul style="list-style-type: none"> 国家高新技术企业 国家鼓励的重点软件企业 	电信业务经营许可 <ul style="list-style-type: none"> 跨地区增值电信业务经营许可 (IDC、ISP、ICP、云服务、国内多方通信) 可信云认证 	
信息化服务能力资质 <ul style="list-style-type: none"> 信息化建设及数字化能力评价证书 CMMI软件能力成熟度模型五级 电子与智能化工程专业承包壹级 安防工程企业设计施工维护能力壹级 信息技术服务运行维护标准符合性 (ITSS) 贰级 信息安全等级保护建设服务机构能力评估合格证书 	公司信用等级 <ul style="list-style-type: none"> 企业信用等级 (AAA级) 企业资信等级 (AAA级) 诚信经营示范单位 (AAA级) 质量服务诚信单位 (AAA级) 重服务守信用企业 (AAA级) 重合同守信用企业 (AAA级) 重质量守信用企业 (AAA级) 	公司标准化认证 <ul style="list-style-type: none"> ISO 9001 认证 ISO 14001 认证 ISO 45001 认证 ISO 20000 认证 ISO 27001 认证

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

3.3、数据中心建成后，IDC 业务提供稳定现金流

IDC 业务能满足客户个性化需求，并降低互联网应用的成本。数据中心建设与托管服务能逐步形成针对数据中心基础设施、网络通信、服务器、存储设备和应用等不同层次的需求提供定制化管理服务，如：基建规划设计、网络带宽服务、服务器托管服务、虚拟主机服务、数据容灾备份管理等。通过将信息化业务托管于卓朗发展数据中心享受服务，政府部门或企事业单位无需再建立自己的专用机房、铺设昂贵的通信线路，也无需高薪聘请网络工程师，即可解决互联网应用方面的专业需求。

图表 27：公司数据中心的建设流程与服务理念



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

数据中心托管服务包括基础服务和增值服务。基础服务主要包括机房整体租赁、机柜租赁、带宽租用、服务器托管等服务，配套以供电、空调、消防、安防等资源类业务；增值服务主要包括网络监测、网络安全、网络管理、日常运维等服务。数据中心托管服务潜在用户既包括运营商（主要以完整空间租赁方式为主），也包括机构或企业用户（以机柜或机柜空间方式租用）。

图表 28：公司数据中心托管业务的特点



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

公司拥有北京、天津、江西、新疆 4 个地区，6 座数据中心的业务布局。公司控股子公司卓朗发展具备数据中心规划设计、建设工程管理和机电设备总包等专业技术能力和资质。截至 2022 年 6 月 30 日，卓朗发展总运营净机房面积约 4 万平方米，其中包括拥有 2024 机架的北京亦庄数据中心、657 机架的天津红桥数据中心、600 机架江西抚州数据中心（一期）和 1290 机架的新疆昌吉数据中心（一期）等，IDC 业务实现收入 7,048 万元，同比增长 17%。同时在建新疆昌吉云计算数据中心和抚州云计算数据中心二期，其中在建新疆昌吉数据中心是中国电信定制的数据中心，主要应用于电信的天翼云及全疆电信承建并运营的各个系统。我们认为，未来随着新疆昌吉和抚州二期数据中心的建成并投入使用，将为公司带来长期稳健的现金流，支持公司的长期稳健成长。

图表 29：公司数据中心布局情况（截止 2022 年 12 月）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

“IDC+云计算”产业布局，为公司构建独特的业务模式优势。公司着力围绕云计算和互联网数据中心（简称“IDC”）建设与托管服务进行产业布局，形成依托数据中心资源，结合云计算技术，为用户提供一站式的规划设计、系统集成、软件开发、运维管理等定制化服务。如公司的云计算服务，是以云计算技术和数据中心资源为基础，为政府部门和大型企事业单位输出多种类型的云计算与存储资源，以及实现软件及平台的云交付。我们认为，公司独特的业务模式充分发挥了公司自身资源的优势，使公司更易与客户达成共识，快速获取市场份额，取得市场的先发优势，形成技术研发能力、服务提供能力和业务推广能力不断增强的良性循环模式。

4、盈利预测

我们预计公司软件和系统集成业务将受益于工业软件和信创软件国产化以及原来母公司负面影响消除将重回快速增长轨道。云计算和 IDC 业务受益于东数西算将继续稳步增长，并且毛利率逐步提升。考虑 2022、2023 年资产出售所带来的非经常性损益对公司利润存在一定影响，我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 9.50、18.55、22.00 亿元，EPS 分别为 0.14、0.20、0.09 元，当前股价对应 PE 分别为 22、15、34 倍。

图表 30：公司盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	814	950	1,855	2,200
增长率（%）	-24.8%	16.7%	95.3%	18.6%
归母净利润（百万元）	778	475	689	308
增长率（%）	-119.9%	-38.9%	44.9%	-55.3%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.14	0.20	0.09
ROE（%）	39.4%	19.9%	23.0%	9.5%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

5、风险提示

宏观经济增长不及预期，地产剥离不及预期，客户开拓不及预期，数字化趋势不及预期等。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	814	950	1,855	2,200
现金及现金等价物	471	1,435	652	706	营业成本	332	475	983	1,133
应收款	1,313	1,301	2,287	2,411	营业税金及附加	7	8	16	19
存货	1,483	1,323	2,737	3,155	销售费用	32	37	72	86
其他流动资产	247	261	431	419	管理费用	261	266	482	528
流动资产合计	3,514	4,321	6,107	6,691	财务费用	342	18	43	42
非流动资产:					研发费用	102	95	186	220
金融类资产	23	23	23	23	费用合计	737	416	783	875
固定资产	1,000	1,162	1,405	1,440	资产减值损失	-322	0	0	0
在建工程	763	534	214	85	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	163	155	147	139	投资收益	5,240	450	650	100
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	4,428	501	723	323
其他非流动资产	1,285	1,285	1,285	1,285	加: 营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	3,211	3,136	3,050	2,949	减: 营业外支出	3,608	0	0	0
资产总计	6,724	7,456	9,157	9,640	利润总额	821	501	724	324
流动负债:					所得税费用	24	14	21	6
短期借款	1,333	1,333	1,333	1,333	净利润	797	487	703	315
应付账款、票据	590	859	1,642	1,735	少数股东损益	19	11	14	6
其他流动负债	2,028	2,028	2,028	2,028	归母净利润	778	475	689	308
流动负债合计	4,236	4,553	5,654	5,868					
非流动负债:					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	114	114	114	114	成长性				
其他非流动负债	399	399	399	399	营业收入增长率	-24.8%	16.7%	95.3%	18.6%
非流动负债合计	514	514	514	514	归母净利润增长率	-119.9%	-38.9%	44.9%	-55.3%
负债合计	4,750	5,067	6,168	6,382	盈利能力				
所有者权益					毛利率	59.2%	50.0%	47.0%	48.5%
股本	3,411	3,411	3,411	3,411	四项费用/营收	90.5%	43.8%	42.2%	39.8%
股东权益	1,974	2,390	2,990	3,258	净利率	97.9%	51.3%	37.9%	14.3%
负债和所有者权益	6,724	7,456	9,157	9,640	ROE	39.4%	19.9%	23.0%	9.5%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	70.6%	67.9%	67.4%	66.2%
净利润	797	487	703	315	营运能力				
少数股东权益	19	11	14	6	总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2
折旧摊销	137	75	85	101	应收账款周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	0.2	0.4	0.4	0.4
营运资金变动	-1,589	474	-1,469	-316	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	-636	1,047	-666	106	EPS	0.23	0.14	0.20	0.09
投资活动现金净流量	-287	67	77	94	P/E	14	22	15	34
筹资活动现金净流量	1,887	-71	-103	-46	P/S	12.9	11.1	5.7	4.8
现金流量净额	964	1,042	-692	153	P/B	7.1	5.6	4.2	3.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

刘煜：新加坡南洋理工大学集成电路设计专业硕士，曾于中科寒武纪任芯片设计工程师，2021 年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

赵心怡：香港中文大学电子工程学士，香港科技大学硕士，电子与金融复合背景，2022 年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。