

2017年08月14日

天源迪科 (300047.SZ)

动态分析

内生业务稳定增长，外延进军金融大数据市场

【事件】近日，公司发布2017年H1业绩报告。报告期内公司实现：营业收入约9.69亿元，同比增长约18.05%；归母净利润约1121.10万元，同比增长约303.23%。

◆ **政府行业收入快速增长，同比增长约128%**：近两年，在电信运营商资本开支下降，业务和IT支撑系统投资放缓的背景下，公司加大了对政府行业客户，特别是公安客户的投入，推出了一系列产品。主要产品包括：大数据警务云平台、情报线索分析平台、交通指挥大数据平台、城市应急指挥调度系统以及城市智慧安全生产等产品。公司的投入获得了丰厚的成果，2017年H1，政府行业收入实现了快速的增长，同比增长约128%。

◆ **营业利润稳步提升，经营净现金流持续改善**：2017年H1，公司实现营业利润约1827万元，同比2016年H1实现了高速增长。主要原因在于，公司深入推行精细化管理，降低运营管理成本，实施全面预算进行费用管控。此外，公司还严格控制应收账款风险，2017年H1末的应收账款同比2016年末有了小幅下降，经营净现金流也得到了改善，2017年H1末的净现金流为-7041万元，同比2016年H1末的-28810万元，有了大幅改善。

◆ **收购维恩贝特获批，进军金融大数据市场**：维恩贝特是面向金融行业提供核心业务系统、中间业务和分行特色业务系统、渠道业务系统、ODS等数据业务系统、支付清算业务解决方案和技术服务企业。通过收购维恩贝特，可以完善公司金融大数据业务和解决方案，打通大数据应用闭环体系。

◆ **投资建议**：我们预测，2017年-2019年公司EPS分别为0.42元、0.59元和0.85元。6个月目标价15.12元。给予买入-A评级。

◆ **风险提示**：公司在电信行业和政府行业拓展不及预期；维恩贝特客户资源整合不及预期；宏观经济增长不及预期；证券市场的系统性风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,676.6	2,448.2	3,291.2	4,315.8	5,615.7
同比增长(%)	41.3%	46.0%	34.4%	31.1%	30.1%
营业利润(百万元)	57.5	112.7	173.4	262.8	386.4
同比增长(%)	-14.0%	95.8%	54.0%	51.5%	47.0%
净利润(百万元)	63.1	114.9	148.8	211.7	302.6
同比增长(%)	3.0%	82.2%	29.5%	42.3%	42.9%
每股收益(元)	0.18	0.32	0.42	0.59	0.85
PE	73.0	40.0	30.9	21.7	15.2
PB	3.5	2.3	2.2	2.0	1.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

通信 | 增值服务 III

投资评级

买入-A(首次)

6个月目标价

15.12元

股价(2017-08-11)

12.86元

交易数据

总市值(百万元)

4,600.45

流通市值(百万元)

3,504.02

总股本(百万股)

357.73

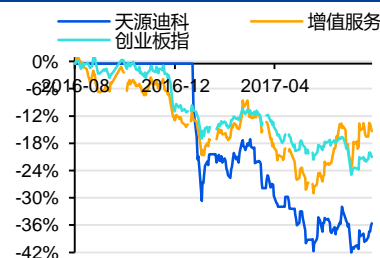
流通股本(百万股)

272.47

12个月价格区间

11.25/19.90元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%

1M

3M

12M

相对收益

2.19

0.65

-19.94

绝对收益

-0.31

-1.18

-37.91

分析师

谭志勇

SAC 执业证书编号：S0910515050002

tanzhiyong@huajinsec.cn

021-20655640

分析师

朱琨

SAC 执业证书编号：S0910517050001

zhukun@huajinsec.cn

021-20655647

相关报告

内容目录

一、内生业务稳定增长，2017 年 H1 营收同比增长 18%.....	3
（一）政府行业收入快速增长，同比增长约 128%	3
（二）营业利润稳步提升，经营净现金流持续改善.....	4
二、收购维恩贝特获批，进军金融大数据市场.....	4
三、公司业绩增长有望迎来拐点，给予买入-A 评级.....	5
四、风险提示.....	5

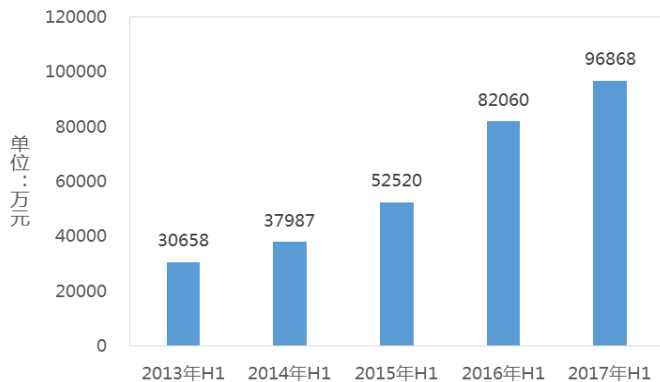
图表目录

图 1：2013 年 H1-2017 年 H1 公司营业收入情况.....	3
图 2：2013 年 H1-2017 年 H1 公司归母净利润情况	3
图 3：2014 年 H1-2017 年 H1 公司政府行业收入情况.....	3
图 4：2014 年 H1-2017 年 H1 公司营业利润情况.....	4
图 5：2014 年 H1-2017 年 H1 公司经营净现金流情况.....	4
图 6：维恩贝特业绩承诺最低值（净利润）	4
表 1：同行业公司估值对比	5

一、内生业务稳定增长，2017 年 H1 营收同比增长 18%

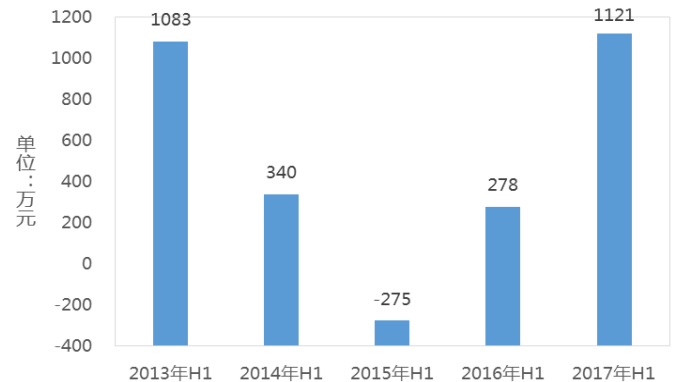
近日，公司发布 2017 年 H1 业绩报告。报告期内，公司实现：营业收入约 9.69 亿元，同比增长约 18.05%；归母净利润约 1121.10 万元，同比增长约 303.23%。

图 1：2013 年 H1-2017 年 H1 公司营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2013 年 H1-2017 年 H1 公司归母净利润情况



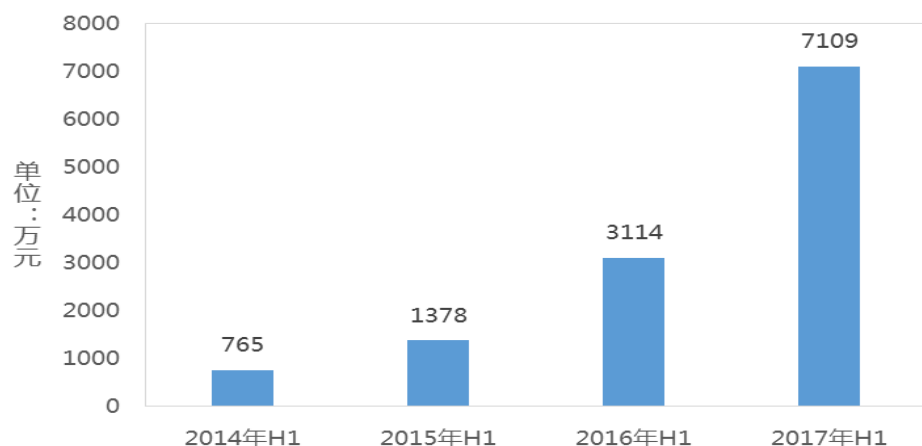
资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）政府行业收入快速增长，同比增长约 128%

近两年，在电信运营商资本开支下降，业务和 IT 支撑系统投资放缓的背景下，公司加大了对政府行业客户，特别是公安客户的投入，推出了一系列产品。

主要产品包括：大数据警务云平台（数据资产管控平台、警务终端应用、数据整合与资源管理平台、数据探索、警务云盘、服务治理平台、6S 云应用等）、情报线索分析平台、交通指挥大数据平台、城市应急指挥调度系统以及城市智慧安全生产等产品。公司的投入获得了丰厚的成果，2017 年 H1，政府行业收入实现了快速的增长，同比增长约 128%。

图 3：2014 年 H1-2017 年 H1 公司政府行业收入情况

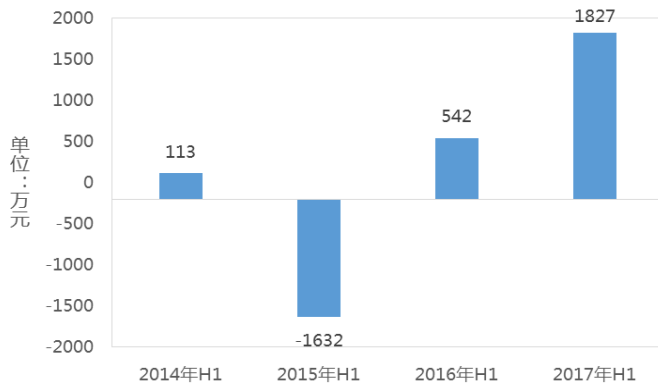


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）营业利润稳步提升，经营净现金流持续改善

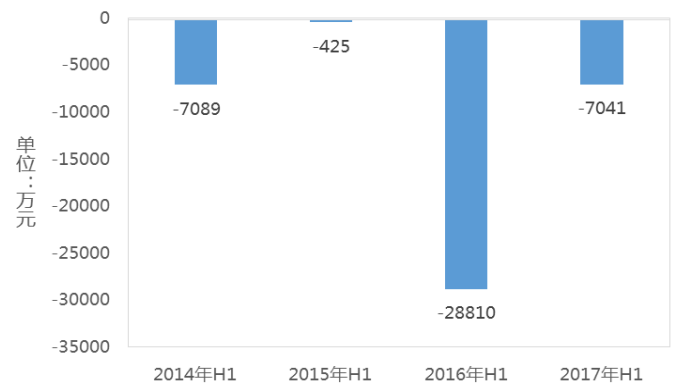
2017年H1，公司实现营业利润约1827万元，同比2016年H1实现了高速增长。主要原因在于，公司深入推行精细化管理，降低运营管理成本，实施全面预算进行费用管控。此外，公司还严格控制应收账款风险，2017年H1末的应收账款同比2016年末有了小幅下降，经营净现金流也得到了改善，2017年H1末的净现金流为-7041万元，同比2016年H1末的-28810万元，有了大幅改善。

图4：2014年H1-2017年H1公司营业利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图5：2014年H1-2017年H1公司经营净现金流情况



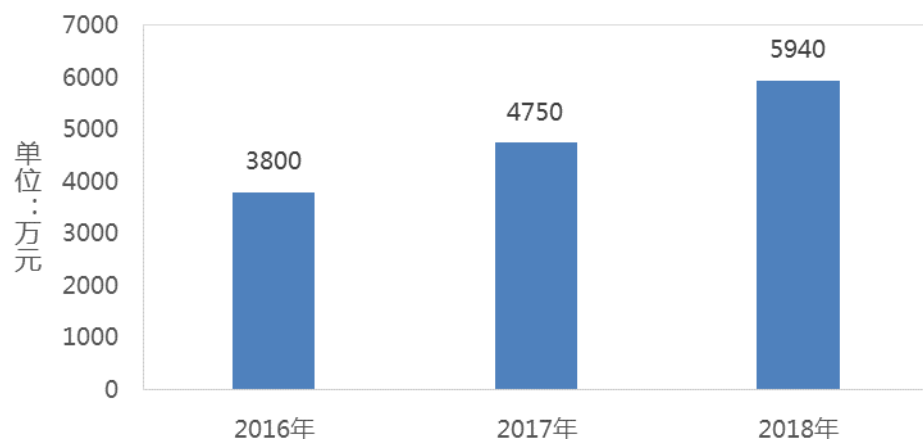
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、收购维恩贝特获批，进军金融大数据市场

从整体来看，中国的大数据应用尚处于从热点行业领域向传统领域渗透的阶段。根据CAICT的调查数据显示，大数据应用水平较高的行业主要分布在互联网、电信、金融行业。

维恩贝特是面向金融行业提供核心业务系统、中间业务和分行特色业务系统、渠道业务系统、ODS等数据业务系统、支付清算业务解决方案和技术服务企业。通过收购维恩贝特，可以完善公司金融大数据业务和解决方案，打通大数据应用闭环体系。

图6：维恩贝特业绩承诺最低值（净利润）



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

电信行业客户具备大量优质的数据，电信企业也有强烈的数据变现需求。金融和泛金融行业在发展用户和用户征信等方面有强烈的使用数据的需求、支付习惯和支付能力。并购完成后，公司将成为具备跨电信、公安、金融行业的软件和大数据解决方案的企业，可利用维恩贝特现有客户及案例，结合公司电信、公安大数据平台能力，拓展银行等金融行业和泛金融行业大数据业务，打造大数据应用的闭环。

三、公司业绩增长有望迎来拐点，给予买入-A 评级

随着运营商在 NB-IoT 领域大规模投资的推进，运营商现有的 BSS、OSS 和 MSS 系统也面临着升级改造的机会，这将会给公司在电信行业收入带来新的增长动力；公安客户领域，随着公司的市场拓展推进，也将保持快速增长；收购维恩贝特获批，使得公司可以进入金融行业拓展公司的大数据和云计算产品。基于以上三点原因，我们认为公司业绩增长有望迎来拐点。

我们预测，2017 年-2019 年公司 EPS 分别为：0.42 元、0.59 元和 0.85 元。对比同行业估值，给予公司 2017 年 36 倍 PE，6 个月目标价 15.12 元。给予买入-A 评级。

表 1：同行业公司估值对比

代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)		PE	
				2017 年 E	2018 年 E	2017 年 E	2018 年 E
300366.SZ	创意信息	68	13.02	0.32	0.50	40	26
300608.SZ	思特奇	24	27.68	0.76	0.95	36	29
600289.SH	亿阳信通	69	10.94	0.24	0.27	46	41
300188.SZ	美亚柏科	82	16.60	0.46	0.55	36	30
000555.SZ	神州信息	161	16.73	0.30	0.34	56	49
002368.SZ	太极股份	108	25.98	0.86	0.97	30	27
	行业平均水平			0.49	0.60	41	34
300047.SZ	天源迪科	46	12.86	0.42	0.59	31	22

资料来源：Wind，截止 2017 年 8 月 11 日收盘价，华金证券研究所

四、风险提示

公司在电信行业和政府行业拓展不及预期；维恩贝特客户资源整合不及预期；宏观经济增长不及预期；证券市场的系统性风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,676.6	2,448.2	3,291.2	4,315.8	5,615.7	年增长率					
减:营业成本	1,345.6	2,011.6	2,694.9	3,537.7	4,611.1	营业收入增长率	41.3%	46.0%	34.4%	31.1%	30.1%
营业税费	4.8	6.7	9.1	13.4	19.7	营业利润增长率	-14.0%	95.8%	54.0%	51.5%	47.0%
销售费用	66.6	79.3	102.7	118.7	130.3	净利润增长率	3.0%	82.2%	29.5%	42.3%	42.9%
管理费用	176.6	215.3	267.2	329.3	392.0	EBITDA 增长率	7.4%	47.7%	32.3%	31.7%	26.9%
财务费用	16.9	27.8	31.8	39.0	58.7	EBIT 增长率	-12.3%	88.7%	46.1%	47.0%	47.5%
资产减值损失	11.4	14.3	20.0	25.0	30.0	NOPLAT 增长率	-0.1%	76.7%	24.1%	47.0%	47.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.4%	54.3%	15.4%	7.5%	37.2%
投资和汇兑收益	2.7	19.4	7.9	10.0	12.4	净资产增长率	7.6%	50.2%	7.7%	10.5%	13.1%
营业利润	57.5	112.7	173.4	262.8	386.4	盈利能力					
加:营业外净收支	12.7	21.8	29.7	29.6	29.6	毛利率	19.7%	17.8%	18.1%	18.0%	17.9%
利润总额	70.2	134.4	203.1	292.4	416.1	营业利润率	3.4%	4.6%	5.3%	6.1%	6.9%
减:所得税	-4.9	-0.2	30.5	43.9	62.4	净利润率	3.8%	4.7%	4.5%	4.9%	5.4%
净利润	63.1	114.9	148.8	211.7	302.6	EBITDA/营业收入	9.5%	9.6%	9.5%	9.5%	9.3%
						EBIT/营业收入	4.4%	5.7%	6.2%	7.0%	7.9%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	43.9%	36.0%	40.8%	40.1%	50.0%
货币资金	410.3	184.7	263.3	345.3	449.3	负债权益比	78.2%	56.3%	69.0%	66.9%	100.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.57	2.43	2.19	2.40	2.90
应收帐款	698.7	985.3	1,652.4	1,600.7	2,598.1	速动比率	1.17	1.79	1.60	1.68	2.10
应收票据	14.2	75.8	36.4	71.5	85.6	利息保障倍数	4.41	5.06	6.46	7.75	7.58
预付帐款	80.3	135.6	122.5	237.3	231.1	营运能力					
存货	419.0	591.7	804.9	1,008.4	1,348.3	固定资产周转天数	35	29	29	26	19
其他流动资产	0.0	265.9	88.6	118.2	157.6	流动营业资本周转天数	187	201	221	201	202
可供出售金融资产	50.9	35.7	35.5	40.7	37.3	流动资产周转天数	303	284	285	265	264
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	139	124	144	136	135
长期股权投资	62.8	66.4	71.4	77.4	84.4	存货周转天数	75	74	76	76	76
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	464	412	377	323	306
固定资产	188.9	201.5	319.8	302.2	287.2	投资资本周转天数	317	293	285	242	228
在建工程	138.0	138.5	-	-	-	费用率					
无形资产	209.3	212.4	132.3	51.2	4.8	销售费用率	4.0%	3.2%	3.1%	2.8%	2.3%
其他非流动资产	144.8	289.2	179.5	195.0	207.9	管理费用率	10.5%	8.8%	8.1%	7.6%	7.0%
资产总额	2,417.3	3,182.7	3,706.6	4,047.9	5,491.5	财务费用率	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%	1.0%
短期债务	746.5	645.0	872.6	916.6	982.7	三费/营业收入	15.5%	13.2%	12.2%	11.3%	10.3%
应付帐款	58.6	42.8	113.1	82.4	168.9	投资回报率					
应付票据	93.5	-	194.8	66.6	229.5	ROE	4.8%	5.8%	7.1%	9.2%	11.8%
其他流动负债	133.7	234.0	173.4	343.5	299.7	ROA	3.1%	4.2%	4.7%	6.1%	6.4%
长期借款	4.9	-	71.0	101.8	926.3	ROIC	5.7%	9.0%	7.2%	9.2%	12.6%
其他非流动负债	23.9	224.2	88.1	112.0	141.4	分红指标					
负债总额	1,061.1	1,146.0	1,513.0	1,622.9	2,748.5	DPS(元)	0.02	0.04	0.04	0.06	0.09
少数股东权益	46.9	59.9	83.8	120.6	171.6	分红比率	10.3%	10.9%	10.5%	10.6%	10.7%
股本	323.5	358.0	358.0	358.0	358.0	股息收益率	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%
留存收益	985.7	1,618.9	1,751.9	1,946.5	2,213.5						
股东权益	1,356.2	2,036.8	2,193.6	2,425.0	2,743.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	75.1	134.6	148.8	211.7	302.6	EPS(元)	0.18	0.32	0.42	0.59	0.85
加:折旧和摊销	86.0	95.6	106.3	108.6	75.5	BVPS(元)	3.66	5.53	5.89	6.44	7.18
资产减值准备	11.4	14.3	-	-	-	PE(X)	73.0	40.0	30.9	21.7	15.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.5	2.3	2.2	2.0	1.8
财务费用	18.5	30.0	31.8	39.0	58.7	P/FCF	26.5	-6.9	-134.0	51.7	43.8
投资损失	-2.7	-19.4	-7.9	-10.0	-12.4	P/S	2.7	1.9	1.4	1.1	0.8
少数股东损益	12.0	19.7	23.9	36.8	51.0	EV/EBITDA	27.7	21.4	17.0	12.9	11.8
营运资金的变动	-259.3	-839.8	-368.4	-329.7	-1,197.8	CAGR(%)	49.1%	38.0%	36.0%	49.1%	38.0%
经营活动产生现金流量	-67.1	-212.6	-65.5	56.4	-722.3	PEG	1.5	1.1	0.9	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-147.0	-472.9	2.0	-5.2	1.8	ROIC/WACC	0.6	1.0	0.8	1.0	1.4
融资活动产生现金流量	268.9	553.3	142.1	30.8	824.5						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇、朱琨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn