

投资评级：增持（首次）

IT 服务/计算机应用/计算机

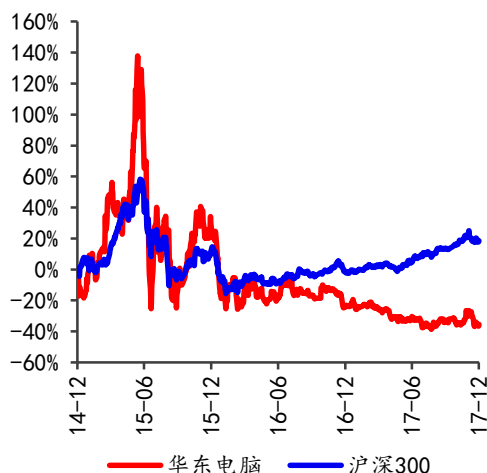
华东电脑（600850）

——经营稳健，IT 服务市场持续增长

主要数据(截止12月22收盘):

当前股价(元)	20.22
总市值(亿元)	85.12
流通市值(亿元)	85.12
总股本(亿股)	4.21
流通股本(亿股)	4.21
第一大股东	华东计算机技术研究所
第一大股东持股比例	45.76%

近三年股价表现:



长城国瑞证券研究所

分析师:

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

执业证书编号: S0200517100001

研究助理:

刘亿

liuyi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200117070016

联系电话: 0592-5161646

地址: 厦门市思明区深田路 46

号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司

主要观点:

◆公司各项业绩指标基本稳定。公司 2017 年前三季度营业收入为 44.60 亿元, 同比增长 13.87%, 归母净利润为 2.25 亿元, 同比增长 7.26%。2016 年公司营业收入为 60.57 亿元, 同比下降 0.06%, 归母净利润为 2.75 亿元, 同比下降 10.18%, 2012-2016 年营业收入 CAGR 为 5.11%, 归母净利润 CAGR 为 9.54%。公司毛利率、净利率以及 ROA、ROE 等指标基本稳定, 毛利率和费用率均小幅上升, 净利率在 5% 附近波动; ROA、ROIC 在近 5 年略有下滑。

◆全球 IT 支出回暖。Gartner 三季度更新了全球 IT 支出预测, 在经历 2015-2016 年低迷期之后, 全球 IT 支出将在 2017-2018 年保持增长态势, 预计 2017 年达到 3.51 万亿美元, 同比增长 3.30%, 2018 年达到 3.66 万亿美元, 同比增长 4.28%。从细分结构来看, 企业级软件、设备、IT 服务具有较高的增长率, 其中软件支出 2017-2018 年增长率预计分别为 8.5%、9.4%, 2018 年达到 3,870 亿美元; 设备支出在 2017-2018 年增长率预计分别为 5.3%、5.0%, 2018 年达到 6,970 亿美元; IT 服务支出在 2017-2018 年增长率预计分别为 4.0%、5.33%, 2018 年达到 9,800 亿美元。

◆华讯网络业务全面覆盖网络系统生命周期。华讯网络是公司最重要的子公司, 能够提供覆盖准备、规划、设计、部署、运营和优化全网络生命周期的 IT 服务; 除了基础网络架构之外, 华讯还能提供云计算、协作通信、信息安全、IT 服务管理等领域的系统集成和服务, 在提供集成服务的同时, 华讯逐步形成自己的软件产品, 如华讯 UCMP 多云统一管理平台、华讯托管云平台、华讯 Hadoop 大数据平台等。华讯是思科的金牌合作伙伴, 也是 H3C 的金牌代理商, 思科、H3C 产品在国内具有良好声誉, 在网络设备领域居于领先地位, 公司与品牌商的长期合作经验, 有助于公司在系统集成领域继续保持优势。



投资建议：

在公司系统集成和服务、智能建筑与机房等业务保持稳定增长的前提下，我们预计公司 2017、2018 以及 2019 年的 EPS 分别为 0.700 元、0.737 元和 0.744 元，对应 P/E 分别为 28.89 倍、27.44 倍和 27.18 倍。目前 IT 服务行业最新市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为 41.88 倍，考虑到全球 IT 支出的回暖，我们认为公司的估值仍有一定的上升空间，因此首次给予其“增持”评级。

风险提示：

项目投资风险；市场竞争风险等。

主要财务数据及预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	6057.46	6655.31	7148.79	7648.60
增长率(%)	-0.06%	9.87%	7.41%	6.99%
归母净利润（百万元）	275.04	294.80	310.21	313.39
增长率(%)	-10.18%	7.18%	5.23%	1.03%
EPS（元）	0.658	0.700	0.737	0.744
毛利率	17.42%	17.07%	16.73%	16.39%
净资产收益率（摊薄）	14.78%	14.30%	13.66%	12.62%

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所



目 录

1 各项业绩指标基本稳定.....	5
2 全球 IT 支出回暖，信息系统集成服务保持增长势头.....	8
3 华讯网络业绩稳健，与思科、H3C 等原厂商合作良好.....	10
3.1 华讯网络基本情况.....	10
3.2 与思科、H3C 合作密切.....	12
4 华存数据、华誉维诚等子公司为业务发展提供补充.....	14
盈利预测.....	16



图目录

图 1: 华东电脑发展历程	5
图 2: 华东电脑股权结构 (截至 2017 年 9 月 30 日)	6
图 3: 2012-2016 年公司营业收入构成	7
图 4: 2012-2016 年公司毛利润构成	7
图 5: 近 5 年公司营业收入及其增长情况	7
图 6: 近 5 年公司归母净利润及其增长情况	7
图 7: 近 5 年公司毛利率和费用率情况	8
图 8: 近 5 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况	8
图 9: 2012-2018 年全球 IT 支出及预测	8
图 10: 2012-2018 年全球 IT 支出结构 (单位: 10 亿美元)	8
图 11: 2008-2015 年我国信息系统集成服务收入及增长情况	9
图 12: 华讯网络主要合作伙伴	10
图 13: 华讯网络主要解决方案和服务	11
图 14: 2012-2016 年华讯网络收入及增速	11
图 15: 2012-2016 年华讯网络净利润及增速	11
图 30: 2014 年-2016 年上半年我国网络设备市场规模	12
图 31: 2016 年 Q2 我国网络设备市场份额分布	12
图 16: 2017 年 Q3 我国交换机市场品牌关注比例排行 TOP10	13
图 17: 2017 年 Q3 我国路由器市场品牌关注比例排行 TOP10	13
图 18: 华存数据主要解决方案和服务	14

表目录

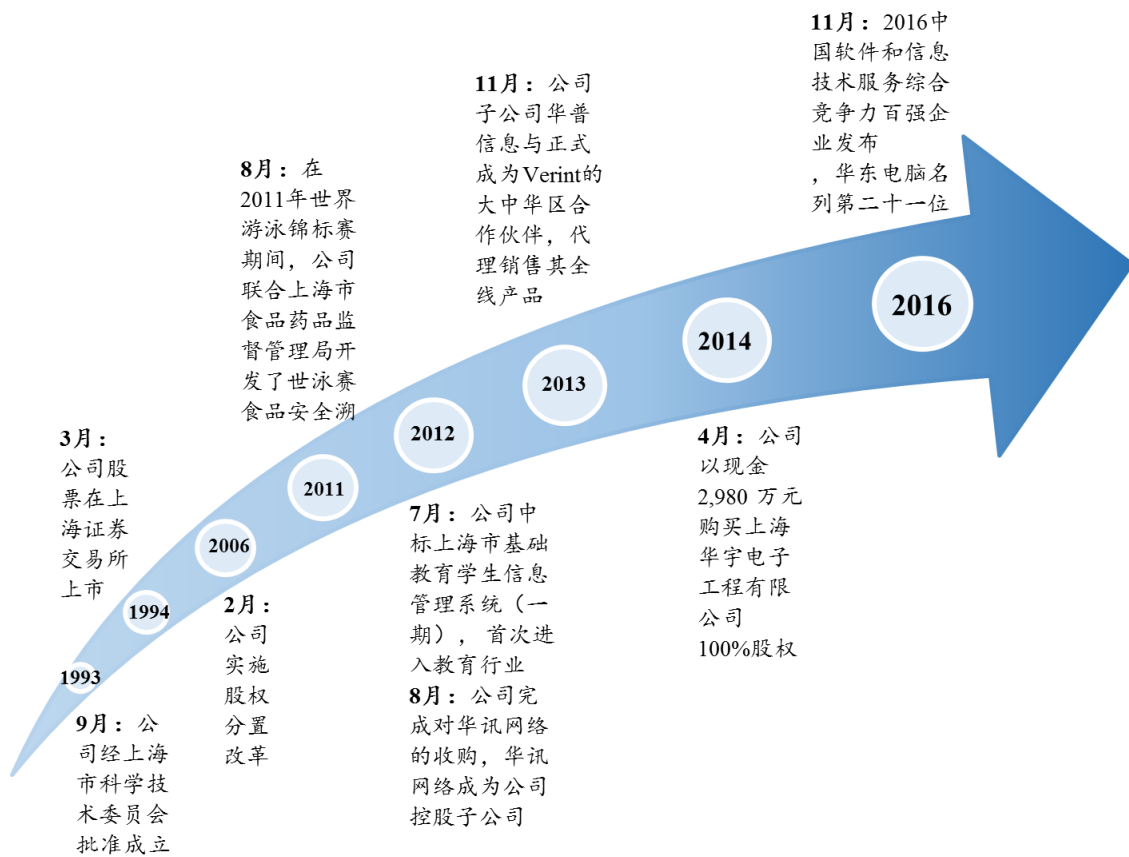
表 1: 2012-2016 年公司主要子公司及其业绩情况	6
表 2: 华誉维诚主要合作伙伴	15



1 各项业绩指标基本稳定

公司成立于1993年9月，1994年3月在上交所上市，是中国大陆IT行业首家上市公司。公司主营业务集中在增值销售、专业服务、解决方案及创新业务领域，在政府、教育、金融、电信、制造、能源及交通等行业拥有广泛的客户基础。公司的核心业务专注于IT基础设施的系统集成与服务、软件和行业解决方案、智能建筑和数据中心工程等领域。公司具有信息系统集成及服务二级资质，旗下华讯网络、华存数据具有信息系统集成及服务一级资质。

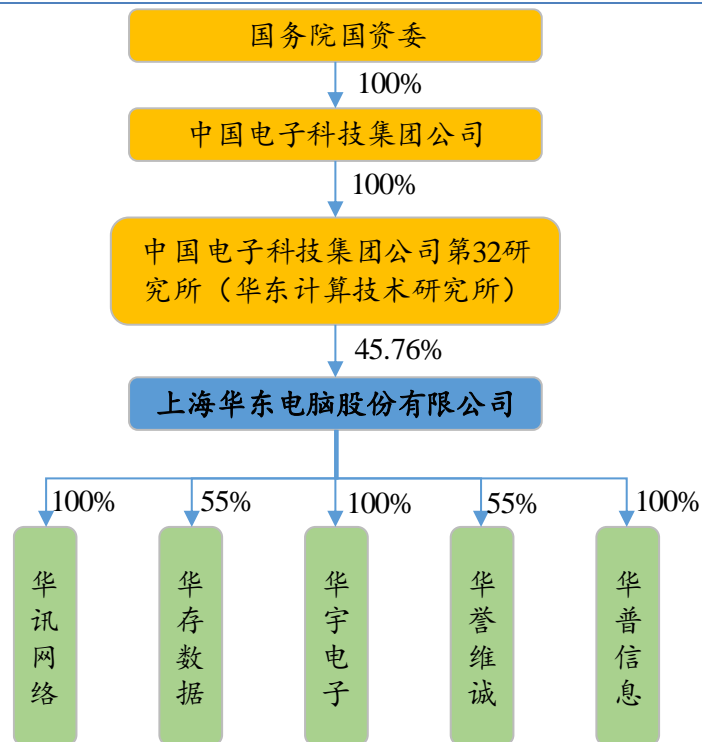
图 1：华东电脑发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、长城国瑞证券研究所

自公司成立开始，华东计算技术研究所即为公司的控股股东，华东计算技术研究所创建于1958年，2002年3月划归中国电子科技集团公司，更名为中国电子科技集团公司第三十二研究所（原名信息产业部第三十二研究所）。公司下属有华讯网络、华存数据、华宇电子、华誉维诚等子公司，纳入公司合并报表的子公司包括华讯网络、华普信息、华存数据、华誉维诚、华宇电子、华东香港六家子公司，华讯网络还拥有四家控股子公司。在公司各个子公司中，华讯网络是公司收入和利润的主要来源

图 2：华东电脑股权结构（截至 2017 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

表 1：2012-2016 年公司主要子公司及其业绩情况

子公司	指标	2013	2014	2015	2016	2017H1
华讯网络	营业收入（万元）	303,835.05	341,246.32	373,627.80	401,233.04	207,351.02
	净利润（万元）	25,186.73	29,193.83	26,408.75	28,773.06	16,674.84
华普信息	营业收入（万元）	59,582.88	36,519.46	7,675.94	517.47	95.79
	净利润（万元）	-2,697.24	-1,337.63	23.81	-640.83	-12.21
华存数据	营业收入（万元）	65,751.28	77,968.63	86,664.52	52,760.69	23,647.66
	净利润（万元）	3,684.04	3,797.35	5,126.66	2,039.51	297.29
华誉维诚	营业收入（万元）	14,140.07	16,001.08	20,373.21	18,928.52	7,164.37
	净利润（万元）	151.43	510.32	807.81	-918.68	-289.17
华宇电子*	营业收入（万元）		21,089.92	26,421.52	23,475.83	10,239.82
	净利润（万元）		368.69	402.20	248.98	-43.08

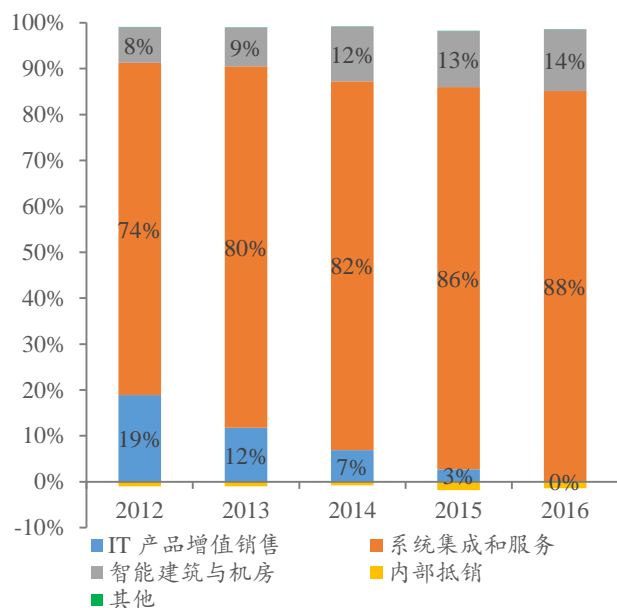
注：公司 2014 年收购华宇电子；2015 年，华东电脑系统工程技术有限公司被母公司吸收合并，已注销

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

2012 年之前，公司的主要收入来自于 IT 产品增值销售业务，2012 年公司实现了对华讯网络的并购，同时逐步退出 IT 产品增值销售业务。2012-2016 年，公司 IT 产品增值销售业务占比不断下降，2016 年已经不再单独划分，主要从事 IT 产品增值销售的子公司华普信息当年收入仅为 517 万元。2016 年，系统集成和服务业务收入占比为 88%，毛利润占比为 93%。除了系统集成和服务之外，公司另一部分收入来自智能建筑与

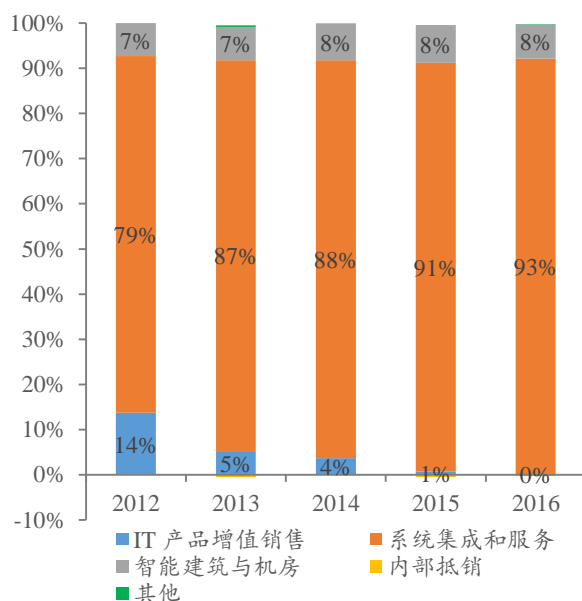
机房业务，主要由公司本部、华宇电子负责经营。

图 3：2012-2016 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

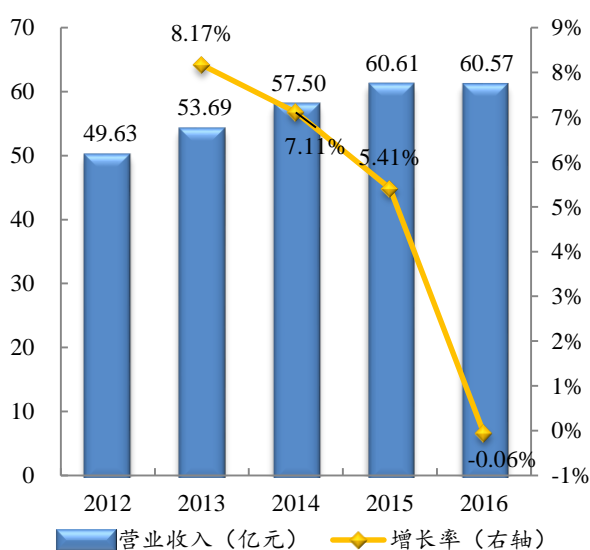
图 4：2012-2016 年公司毛利润构成



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

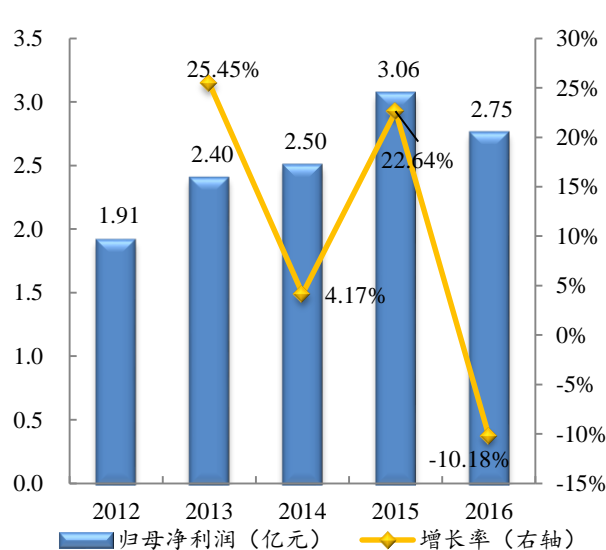
公司 2017 年前三季度营业收入为 44.60 亿元，同比增长 13.87%，归母净利润为 2.25 亿元，同比增长 7.26%。2016 年公司营业收入为 60.57 亿元，同比下降 0.06%，归母净利润为 2.75 亿元，同比下降 10.18%，2012-2016 年营业收入 CAGR 为 5.11%，归母净利润 CAGR 为 9.54%。公司毛利率、净利率以及 ROA、ROE 等指标基本稳定，毛利率和费用率均小幅上升，净利率在 5% 附近波动；ROA、ROIC 在近 5 年略有下滑，而 ROE 表现出一定的波动，2016 年下降明显，主要是 2016 年公司净利率、资产负债率、资产周转率均出现了下降。

图 5：近 5 年公司营业收入及其增长情况



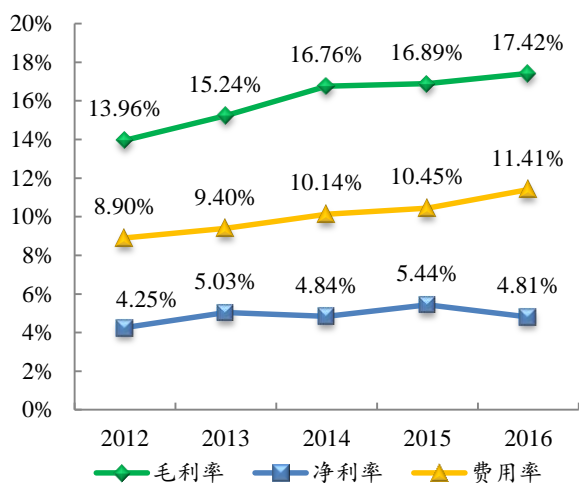
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 6：近 5 年公司归母净利润及其增长情况



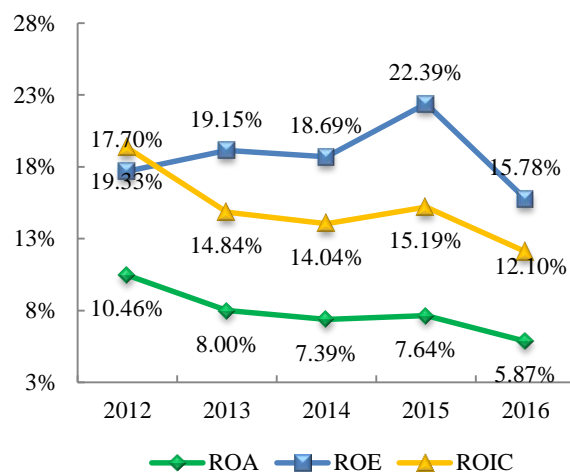
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 7：近 5 年公司毛利率和费用率情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 8：近 5 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况

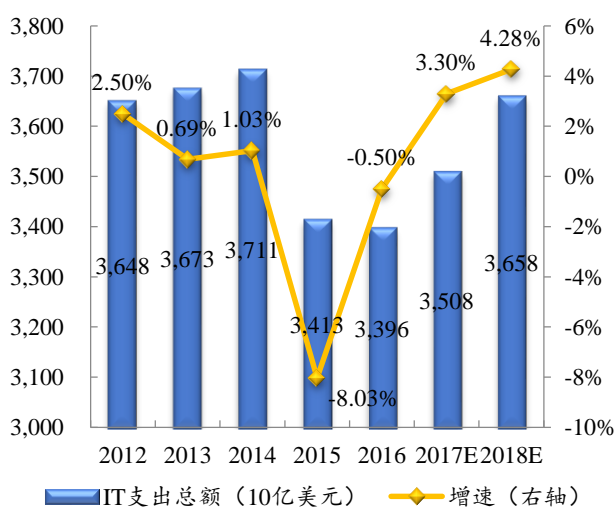


资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

2 全球 IT 支出回暖，信息系统集成服务保持增长势头

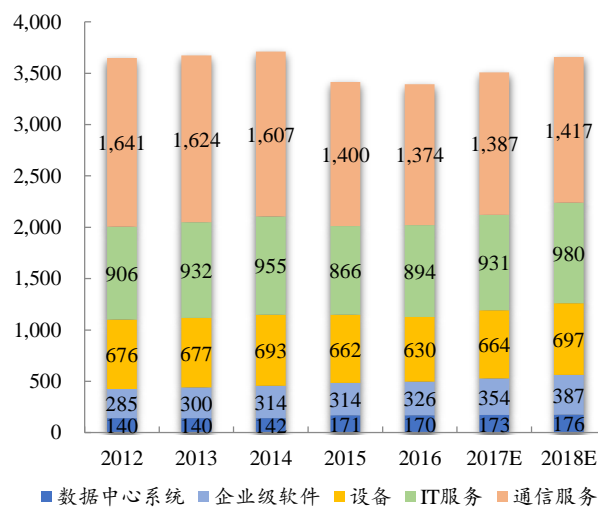
Garnter 三季度更新了全球 IT 支出预测,在经历 2015-2016 年低迷期之后,预计全球 IT 支出将在 2017-2018 年保持增长态势, 2017 年将达到 3.51 万亿美元,同比增长 3.30%, 2018 年将达到 3.66 万亿美元,同比增长 4.28%。从细分结构来看,企业级软件、设备、IT 服务具有较高的增长率,其中软件支出 2017-2018 年增长率预计分别为 8.5%、9.4%, 2018 年达到 3,870 亿美元;设备支出在 2017-2018 年增长率预计分别为 5.3%、5.0%, 2018 年达到 6,970 亿美元;IT 服务支出在 2017-2018 年增长率预计分别为 4.0%、5.33%, 2018 年达到 9,800 亿美元。

图 9：2012-2018 年全球 IT 支出及预测



资料来源：Gartner、长城国瑞证券研究所

图 10：2012-2018 年全球 IT 支出结构 (单位：10 亿美元)

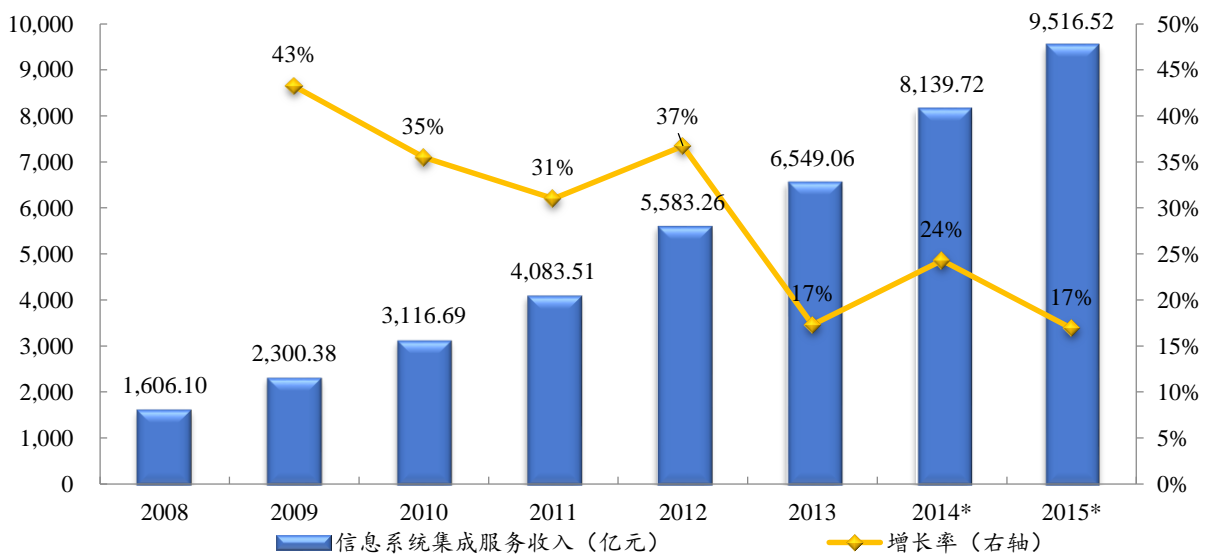


资料来源：Gartner、长城国瑞证券研究所



从国内市场来看，近几年来我国信息系统集成服务继续较快增长。根据中国电子产业统计年鉴，2015年我国信息系统集成实施服务总收入为6,965亿元，运行维护服务市场规模为1,536亿元，信息技术咨询设计服务为3,940亿元（其中信息系统设计为1,185亿元），信息系统设计、实施服务、运维服务合计约9,516亿元（2013年及之前，信息系统集成服务包括信息系统设计服务、集成实施服务、运行维护服务），较2014年同比增长约17%，继续保持较快增速。2008-2015年，我国信息系统集成服务保持较快增速，特别是2008-2012年期间，每年增速均在30%以上，2013-2015年增速有所减缓，但仍保持在20%上下。

图 11：2008-2015 年我国信息系统集成服务收入及增长情况



*注：2014、2015的划分进行了调整，原信息系统集成服务中信息系统集成实施服务、运行维护服务单独统计，信息系统设计收入计入咨询设计服务中

资料来源：Wind、中国电子信息产业统计年鉴、长城国瑞证券研究所

3 华讯网络业绩稳健，与思科、H3C 等原厂商合作良好

3.1 华讯网络基本情况

公司全资子公司华讯网络主要从事信息网络基础设施领域的系统集成及专业服务业务，2000 年由公司发起设立（公司持股 51%），2001 年公司转让华讯网络 42% 的股份，2012 年公司通过发行股份购买资产的方式重新获得华讯网络的控制权，2013 年华讯网络成为公司全资子公司。

华讯网络拥有多年的系统集成和专业服务行业经验，在金融、电信、互联网、制造、零售、政府、能源、交通、教育、医疗等领域具备广泛的客户基础，业务和服务网络遍及整个中国大陆、香港及北美地区，自 2000 年成立以来业务始终保持高速稳定的增长。华讯网络总部设在中国上海，在北京、深圳、广州、成都、武汉、南京、杭州等多个城市设有分公司和办事处。

华讯网络与国内外知名企业建立了合作伙伴关系，包括思科、UnitedStack 有云、Citrix、Netscout、Blue Coat、深信服等，其中与思科合作可追溯到 1993 年，华讯网络是思科在中国首家金牌合作伙伴，屡次成为思科多个专项认证的第一和唯一的资格获得者，也是思科在亚太地区第一家云构建商合作伙伴。

图 12：华讯网络主要合作伙伴



资料来源：华讯网络官网、长城国瑞证券研究所

基础网络架构解决方案是华讯网络的传统业务，华讯能够提供覆盖准备、规划、设计、部署、运营和优化全网络生命周期的 IT 服务；除了基础网络架构之外，华讯还能提供云计算、协作通信、信息安全、IT 服务管理等领域的系统集成和服务，在提供集成服务的同时，华讯逐步形成自己的软件产品，如华讯 UCMP 多

云统一管理平台、华讯托管云平台、华讯 Hadoop 大数据平台、混合 IT 的统一监管系统、Neteagle for ACI(SDN)、Neteagle 移动 APP、智臻 APP 等。

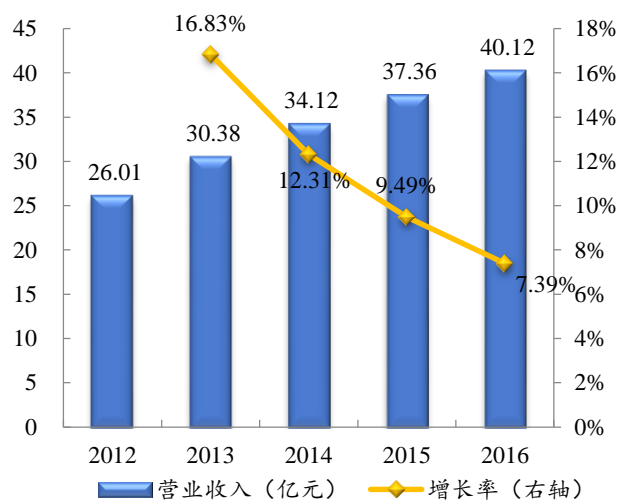
图 13：华讯网络主要解决方案和服务



资料来源：华讯网络官网、长城国瑞证券研究所

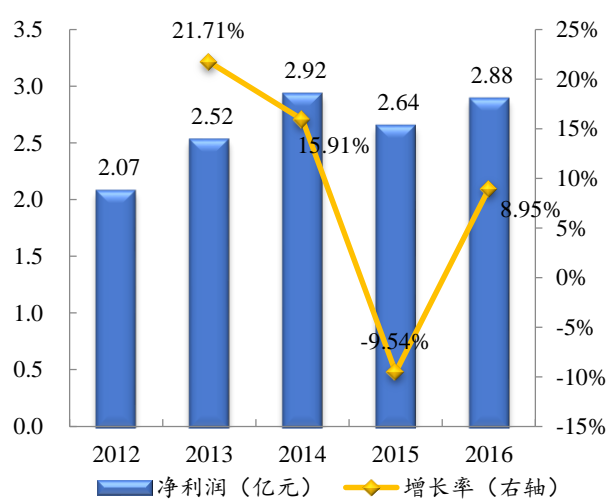
2017 年上半年，华讯网络营业收入为 20.74 亿元，同比增长 17.11%，净利润为 1.67 亿元，同比 3.73%；2016 年华讯网络营业收入为 40.12 亿元，同比增长 7.39%，净利润为 2.88 亿元，同比增长 8.95%。华讯网络业绩较为稳健。

图 14：2012-2016 年华讯网络收入及增速



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 15：2012-2016 年华讯网络净利润及增速



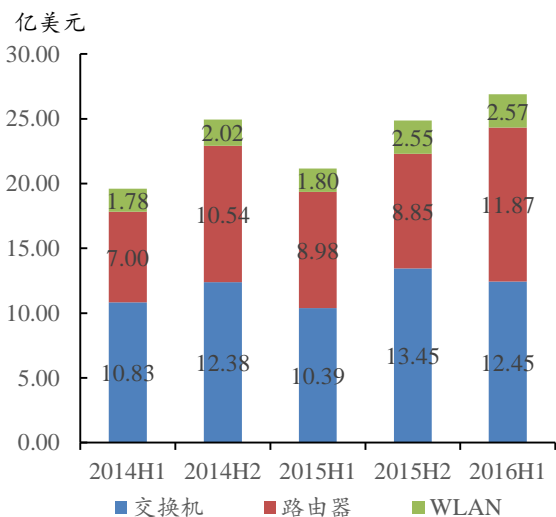
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

3.2 与思科、H3C 合作密切

华讯网络与思科具有密切的合作关系，华讯是思科的金牌合作伙伴，多年获得思科在大中华区多个领域最佳合作伙伴奖项。在全球市场中，思科仍是网络设备市场的领头羊，根据 IDC 数据，2017 年第二季度思科在全球以太网路由器市场市占率为 54.7%，在路由器市场市占率为 41.2%，在 WLAN 市场市占率为 43.2%。在中国市场，2016 年上半年，思科市占率为 10.79%，在华为、H3C 之后，位居第三位。从品牌关注度来看，2013 年第三季度，思科的交换机、路由器的市场关注度基本不变，分居第三位和第四位。

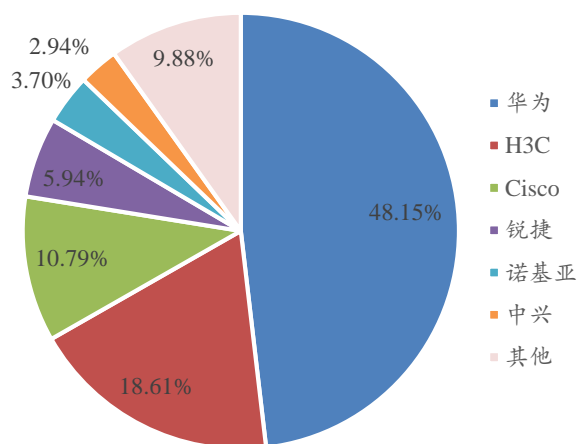
华讯网络也是 H3C 金牌代理商。H3C 是新华三旗下品牌，在国内网络设备市场具有领先地位，与华为并驾齐驱，据 IDC 最新数据显示，2017 年上半年新华三以太网交换机市场销售额 4.98 亿美元，占国内市场份额的 35.3%；无线局域网市场销售额 1.01 亿美元，占比 35.3%；企业网路由市场销售额 7500 万美元，占比 33.4%。从市场关注比例来看，H3C 与华为较为接近，在网络设备市场尤其是交换机市场遥遥领先其他厂商，在路由器市场也位居前三（TP-Link 在路由器市场具有较强竞争力）。

图 16: 2014 年-2016 年上半年我国网络设备市场规模



资料来源: IDC、长城国瑞证券研究所

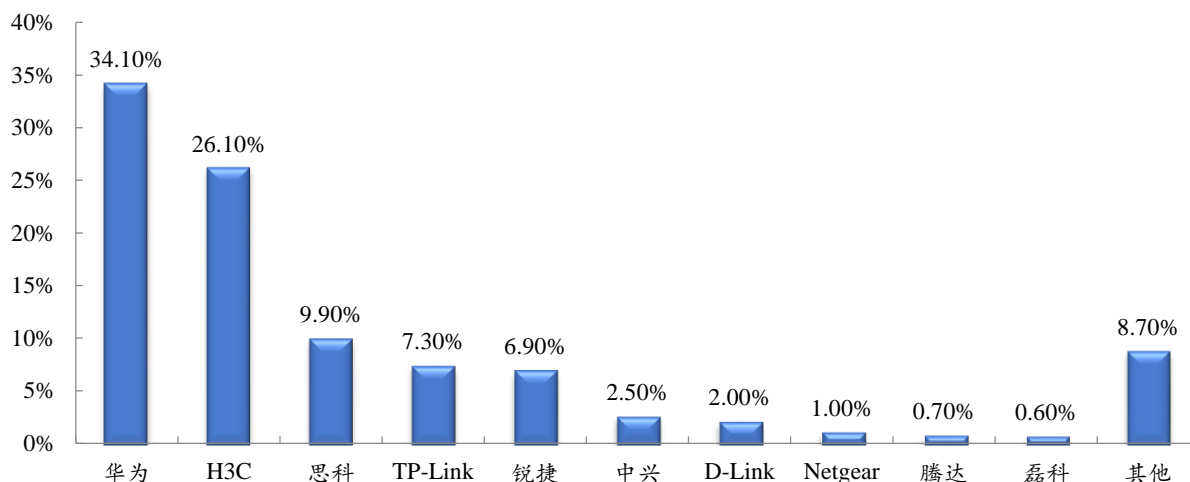
图 17: 2016 年 Q2 我国网络设备市场份额分布



资料来源: IDC、长城国瑞证券研究所

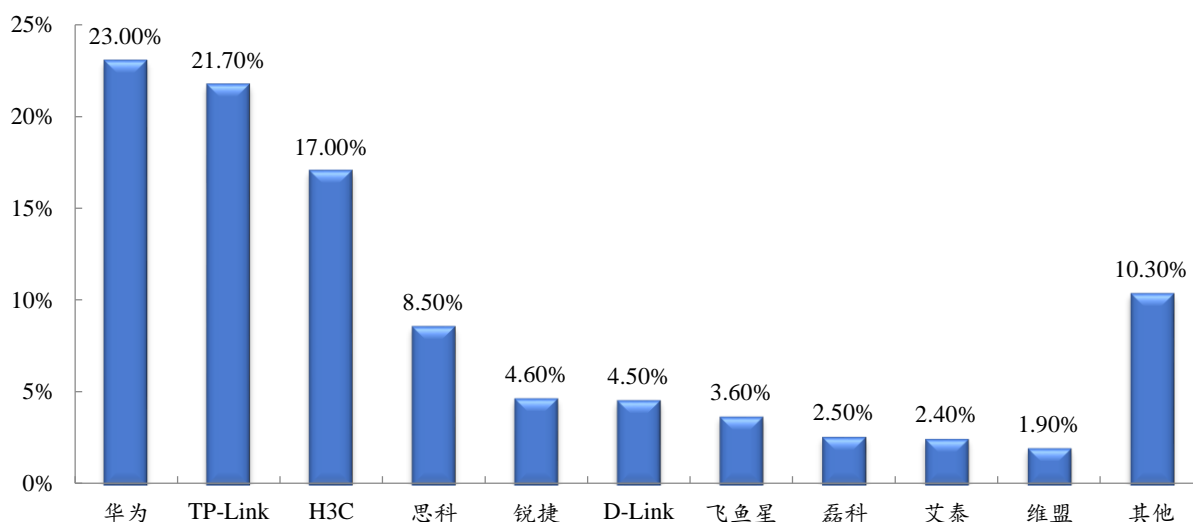


图 18：2017 年 Q3 我国交换机市场品牌关注比例排行 TOP10



资料来源：ZDC、长城国瑞证券研究所

图 19：2017 年 Q3 我国路由器市场品牌关注比例排行 TOP10



资料来源：ZDC、长城国瑞证券研究所

4 华存数据、华誉维诚等子公司为业务发展提供补充

华存数据成立于2001年12月，拥有工信部计算机信息系统集成一级资质、涉密信息系统集成乙级资质等多项认定证书。华存数据专注于为客户提供以数据业务为核心的解决方案、服务及产品，包括：主机、存储、虚拟化、备份、容灾等信息系统基础架构建设，结构化/非结构化数据管理、大数据管理、数据挖掘、知识管理等数据管理方案，云计算产品研发及系统解决方案应用，涵盖了IT基础架构、数据管理、云计算、智慧城市等多个业务领域，并成为IBM、EMC、VMware、Microsoft、Oracle、Falcon等众多国内外知名IT厂商的顶级解决方案合作伙伴。

图 20：华存数据主要解决方案和服务



资料来源：华讯网络官网、长城国瑞证券研究所

华誉维诚成立于2008年7月，主要从事产品授权服务和提供IT外包解决方案，服务的产品包括PC、打印机、移动通讯终端、智能监控、智能家电、服务器、网络设备等，服务包括惠普、宏基、联想、华为、苹果、戴尔、浪潮、小米、华三、EMC等国内外知名品牌。

表 2：华誉维诚主要合作伙伴

产品	品牌				
PC					
打印机					
移动通讯					
智能监控					
服务器					
					
智能家电					
网络产品					
UPS					
存储					

资料来源：华誉维诚官网、长城国瑞证券研究所

除了上述子公司外，公司本部和子公司华宇电子主要从事智能建筑系统集成服务，本部提供食品安全、能源电子行业信息系统解决方案。公司及下属子公司业务范围覆盖 IT 基础设施领域、存储和大数据领域，能提供准备、规划、设计、部署、运营、优化、维护等 IT 系统全生命周期服务，旗下各个主体在渠道、业务、资质上能形成较好的协同，有助于公司继续保持在系统集成领域的竞争优势。



盈利预测

单位：百万元

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6057.46	6655.31	7148.79	7648.60	货币资金	1136.49	1183.01	1391.45	1596.08
减：营业成本	5002.12	5519.25	5952.90	6394.68	应收和预付款项	1559.35	1701.44	1827.96	1956.14
营业税金及附加	32.62	35.84	38.50	41.19	存货	2105.38	1618.63	1745.81	1875.37
营业费用	271.33	298.11	320.21	342.60	其他流动资产	174.40	174.41	174.41	174.41
管理费用	407.79	448.04	481.26	514.91	长期股权投资	9.34	5.13	0.92	-3.28
财务费用	11.91	-11.73	-28.96	-33.61	投资性房地产	0.58	0.47	0.37	0.27
资产减值损失	21.11	23.95	23.95	23.95	固定资产	31.76	-1.34	-34.43	-67.53
投资收益	7.58	-4.21	-4.21	-4.21	无形资产	42.34	33.78	25.22	16.66
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	100.77	72.62	68.16	68.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	5160.41	4788.16	5199.88	5616.28
营业利润	318.15	337.65	356.73	360.67					
其他非经营损益	22.40	28.08	28.08	28.08	短期借款	428.97	0.00	0.00	0.00
利润总额	340.55	365.73	384.81	388.75	应付和预收款项	2344.64	2550.62	2733.96	2919.65
所得税	49.27	53.53	56.29	56.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	291.28	312.20	328.52	331.89	其他负债	366.30	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	16.24	17.40	18.31	18.50	负债合计	3139.90	2550.62	2733.96	2919.65
归母净利润	275.04	294.80	310.21	313.39	股本	419.81	419.81	419.81	419.81
					资本公积	-36.82	-36.82	-36.82	-36.82
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	留存收益	1474.52	1677.83	1887.89	2100.11
经营活动现金流	-15.45	799.50	255.61	248.17	归母股东权益	1861.19	2060.82	2270.88	2483.09
投资活动现金流	-20.91	24.02	24.02	24.02	少数股东权益	159.32	176.72	195.03	213.53
融资活动现金流	-88.33	-512.41	-71.18	-67.57	股东权益合计	2020.51	2237.53	2465.91	2696.63
现金流量净额	-117.88	311.10	208.44	204.63	负债和股东权益	5160.41	4788.16	5199.87	5616.28

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。