

信创产业链布局完善, 公司成长可期

投资要点

- 业绩总结:** 公司2019年全年实现营业收入70.6亿元, 同比增长17.4%; 实现归母净利润3.4亿元, 同比增长6.1%; 扣非后实现归母净利润为2.6亿元, 同比增长7.8%。
- 业绩符合预期, 结构升级进一步显现。** 在营收端, 系统集成业务、网络安全服务、智慧应用与服务、云服务分别同比增长-2.5%、45.4%、32.9%、33.8%, 其中系统集成业务由于信创集成需求增加对传统集成业务有一定影响, 故微幅下降, 而受益于信创及数字政府的建设, 网络安全服务及智慧应用与服务等业务增长较快; 在利润端, 在毛利率上升2.3个百分点(主要是由于系统集成业务毛利率提升1.9个百分点)的情况下, 净利润增速跟不上营收增速主要系期间费用率有所上升(总体上升1.8个百分点, 其中销售费用率、管理费用率分别上升0.9、0.6个百分点)以及资产减值损失增长72%。
- 布局信创产业链, 公司将逐步步入收获期。** 公司目前被股东中国电科定位为信创产业总体单位, 依靠自身计算机系统集成一级资质以及业务最齐全的高级别资质, 公司在信创系统集成市场份额有望进一步提高。同时, 除了系统集成, 公司旗下还有专注于操作系统的普华软件、专注于中间件的金蝶金燕、专注于数据库的人大金仓, 形成了从基础操作系统到中间件到数据库应用再到系统集成的总体信创产业链完善布局。我们认为: 在自身强资质和股东背景资源的助力下, 公司在信创产业系统集成领域有较强的竞争力, 市场占比有望达到10%; 旗下金蝶金燕在中间件技术方面有较强竞争力, 有望在信创产业中取得较多份额; 旗下人大金仓的数据库应用进展良好, 在信创产业的数据库环节有较强的竞争力, 目前已经在国家信息中心、工信部、外交部、国家药监局、光大银行等大型企业和国家级单位成功应用, 2019年新签订单总额增长超过100%。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为1.22元、1.74元、2.37元, 对应PE分别为32倍、22倍、16倍, 未来三年归母净利润将保持43%的复合增长率。考虑到公司为系统集成领军企业, 且积极践行“数据驱动、云领未来、网安天下”战略打开成长空间, 我们长期看好公司发展。参考行业平均水平给予2020年40倍PE, 目标价48.8元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧、信创发展不及预期、智慧服务天花板明显。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7062.74	8304.87	10326.08	12729.64
增长率	17.40%	17.59%	24.34%	23.28%
归属母公司净利润(百万元)	335.36	502.03	717.09	976.88
增长率	6.08%	49.70%	42.84%	36.23%
每股收益EPS(元)	0.81	1.22	1.74	2.37
净资产收益率ROE	9.93%	13.79%	16.84%	19.18%
PE	47	32	22	16
PB	4.89	4.54	3.86	3.21

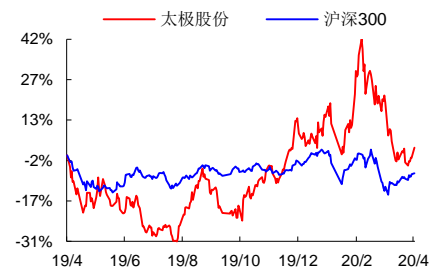
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 朱松
执业证号: S1250519080007
电话: 021-58352031
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.13
流通A股(亿股)	4.05
52周内股价区间(元)	25.72-53.1
总市值(亿元)	158.63
总资产(亿元)	106.56
每股净资产(元)	7.40

相关研究

1 公司为优质的系统集成商

公司是领先的国内电子政务、智慧城市和关键行业信息化的领先企业，主要面向政务、公共安全、国防、企业等行业提供信息系统建设和云计算、大数据等相关服务，同时近年来坚持“数据驱动、云领未来、网安天下”的核心战略，目前已经形成了云服务、网络安全服务、智慧应用与服务 and 系统集成服务等业务布局。

从营收结构来看，公司主要业务有网络安全服务、系统集成服务、云服务、智慧应用与服务等业务，2019 年分别占比为 26%、44.3%、8.9%、21%。由于云服务和智慧应用与服务的毛利率较高，所以对应系统集成服务业务的毛利贡献较低，网络安全服务、系统集成服务、云服务、智慧应用与服务分别占总毛利比例为 26%、25%、16%、33%。

图 1：公司各业务占比（百万元）

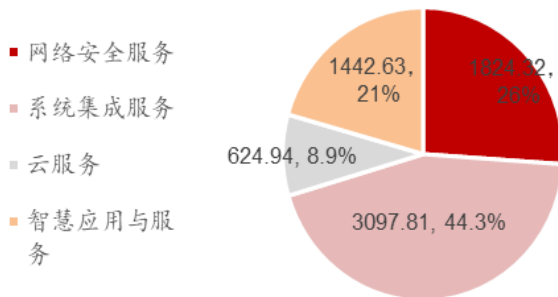
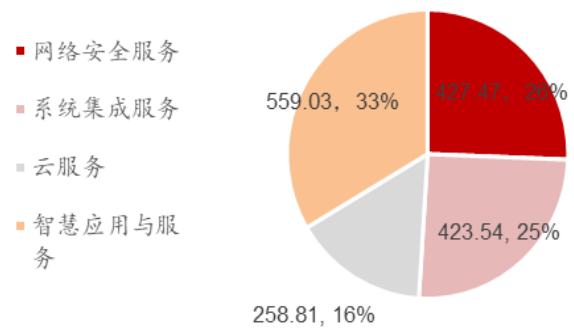


图 2：公司各业务毛利占比（百万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

数据来源：公司年报，西南证券整理

公司营收稳步增长，盈利水平较高。公司近年营收增长较为稳健，从 2015 年 48.3 亿增长到 2019 年 70.6 亿，复合增长率约为 10%，主要受益于整个市场对于 IT 需求的增长。同时，公司近年净利润总体呈现上涨态势，其中 2017 年净利润增速出现下滑主要是因为 2017 年公司逐步向开始云计算以及网络安全业务转型，降低了系统集成服务营业收入。

图 3：公司近 5 年营收及增长情况（百万元）

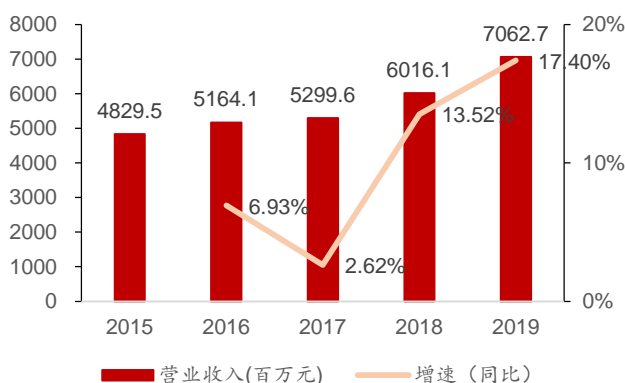
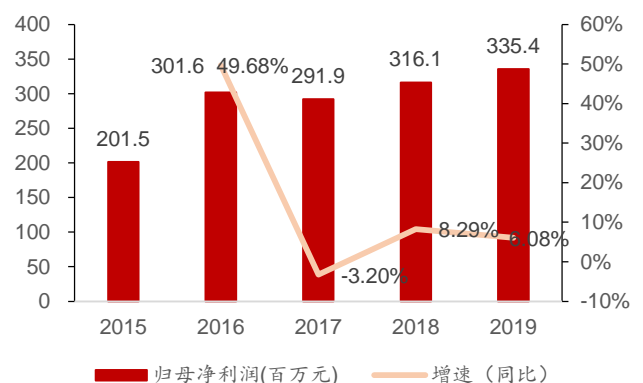


图 4：公司近 5 年归母净利润及增长情况（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司 2019 年新增订单金额为 114.8 亿元，同比增长 39.3%，其中大部分为集成业务订单。目前来自信创产业的需求快速增长会对公司集成业务起到支撑作用，且信创产业的集成业务毛利率高于一般集成业务，故公司集成业务毛利率逐年走高；

假设 2：网络安全服务主要包括公安大数据业务和信创业务等，由于公安大数据处于景气度中且公司是公安大数据的核心单位，同时以旗下人大金仓为代表的信创业务快速增长（人大金仓 2019 年新增订单增长超 100%），故公司安全业务增长较快；

假设 3：智慧应用与服务主要服务数字政府，随着“互联网+政务服务”以及“互联网+监管”的不断落地，公司智慧应用与服务业务仍将保持稳定增长；

假设 4：云服务主要的客户和智慧应用与服务有一定重合，主要为政府提供政务云服务，目前云服务已经开拓了北京市、海南省、天津市、山西省等，未来将稳步增长。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
系统集成服务	收入	3,097.81	3159.77	3317.75	3483.64
	增速	-2.5%	2%	5%	5%
	毛利率	13.7%	14.0%	14.3%	14.5%
网络安全服务	收入	1,824.32	2645.26	3967.90	5475.70
	增速	45.4%	45%	50%	38%
	毛利率	23.4%	25%	27%	29%
智慧应用与服务	收入	1,442.63	1731.16	2163.95	2769.85
	增速	32.9%	20%	25%	28%
	毛利率	38.8%	38%	38%	38%
云服务	收入	624.94	718.68	826.48	950.46
	增速	33.8%	15%	15%	15%
	毛利率	41.4%	40%	40%	40%
其他业务	收入	73.04	50.00	50.00	50.00
	增速	137.5%			
	毛利率	86.0%	75%	75%	75%
合计	收入	7062.74	8304.87	10326.08	12729.64
	增速	17.4%	17.6%	24.3%	23.3%
	毛利率	24.5%	25.1%	26.5%	28.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取了在系统集成领域的华胜天成（600410）、华宇软件（300271）和在信创领域的中孚信息（300659）和在大数据安全方面的美亚柏科（300188）作为可比公司。2020 年，行业平均的 PE 倍数为 43 倍，我们认为公司处于被低估状态。

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.22 元、1.74 元、2.37 元，对应 PE 分别为 32 倍、22 倍、16 倍，未来三年归母净利润将保持 43% 的复合增长率。考虑到公司为系统集成领军企业，且积极践行“数据驱动、云领未来、网安天下”战略打开成长空间，我们长期看好公司发展。参考行业平均水平给予 2020 年 40 倍 PE，目标价 48.8 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
600410	华胜天成	12.38	0.21	0.3	0.3	59.0	48.7	39.1	
300271	华宇软件	27.28	0.73	0.9	1.1	17.0	30.1	23.9	
300659	中孚信息	82.26	0.94	1.6	2.3	13.2	53.1	35.9	
300188	美亚柏科	21.20	0.36	0.5	0.7	34.4	40.1	29.7	
平均							43.0	32.2	

数据来源：数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7062.74	8304.87	10326.08	12729.64	净利润	339.84	507.10	724.33	986.74
营业成本	5331.10	6218.37	7589.92	9166.34	折旧与摊销	140.76	118.71	118.71	118.71
营业税金及附加	26.98	33.38	41.70	50.86	财务费用	24.60	38.27	47.58	58.66
销售费用	190.33	207.62	258.15	356.43	资产减值损失	-0.03	80.00	100.00	120.00
管理费用	862.11	1245.73	1569.56	1973.09	经营营运资本变动	-542.20	390.49	-78.91	-177.36
财务费用	24.60	38.27	47.58	58.66	其他	-245.53	-79.84	-102.06	-122.25
资产减值损失	-0.03	80.00	100.00	120.00	经营活动现金流净额	-282.56	1054.73	809.64	984.50
投资收益	1.68	2.00	2.00	2.00	资本支出	-333.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05	其他	-219.39	-198.05	-198.05	-198.05
其他经营损益	0.00	80.00	90.00	100.00	投资活动现金流净额	-553.12	-198.05	-198.05	-198.05
营业利润	378.91	563.45	811.12	1106.21	短期借款	609.15	-1095.15	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.04	0.00	0.00	0.00	长期借款	-160.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	378.87	563.45	811.12	1106.21	股权融资	-55.06	0.00	0.00	0.00
所得税	39.03	56.34	86.79	119.47	支付股利	0.00	-67.07	-100.41	-143.42
净利润	339.84	507.10	724.33	986.74	其他	698.22	874.79	952.42	841.34
少数股东损益	4.48	5.07	7.24	9.87	筹资活动现金流净额	1092.30	-287.43	852.01	697.93
归属母公司股东净利润	335.36	502.03	717.09	976.88	现金流量净额	256.62	569.25	1463.61	1484.38
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2190.16	2759.41	4223.02	5707.39	成长能力				
应收和预付款项	4082.19	4912.56	6020.14	7456.02	销售收入增长率	17.40%	17.59%	24.34%	23.28%
存货	1563.64	1821.76	2224.16	2686.82	营业利润增长率	9.80%	48.70%	43.96%	36.38%
其他流动资产	40.96	48.03	59.54	73.23	净利润增长率	7.92%	49.22%	42.84%	36.23%
长期股权投资	138.88	138.88	138.88	138.88	EBITDA 增长率	13.07%	32.37%	35.67%	31.32%
投资性房地产	187.52	187.52	187.52	187.52	获利能力				
固定资产和在建工程	1119.77	1069.56	1019.35	969.14	毛利率	24.52%	25.12%	26.50%	27.99%
无形资产和开发支出	1195.30	1128.81	1062.32	995.83	三费率	15.25%	17.96%	18.16%	18.76%
其他非流动资产	137.63	335.61	533.60	731.59	净利率	4.81%	6.11%	7.01%	7.75%
资产总计	10656.02	12402.14	15468.53	18946.43	ROE	9.93%	13.79%	16.84%	19.18%
短期借款	1095.15	0.00	0.00	0.00	ROA	3.19%	4.09%	4.68%	5.21%
应付和预收款项	5159.80	6629.29	8042.86	9744.23	ROIC	12.39%	20.42%	51.40%	134.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.71%	8.67%	9.47%	10.08%
其他负债	978.09	2095.99	3124.88	4058.09	营运能力				
负债合计	7233.03	8725.28	11167.74	13802.32	总资产周转率	0.71	0.72	0.74	0.74
股本	412.78	412.78	412.78	412.78	固定资产周转率	7.52	7.61	9.92	12.86
资本公积	927.16	927.16	927.16	927.16	应收账款周转率	2.77	2.73	2.83	2.81
留存收益	1718.47	2153.43	2770.11	3603.57	存货周转率	3.45	3.67	3.75	3.73
归属母公司股东权益	3244.56	3493.36	4110.05	4943.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.61%	—	—	—
少数股东权益	178.43	183.50	190.74	200.61	资本结构				
股东权益合计	3422.99	3676.86	4300.79	5144.11	资产负债率	67.88%	70.35%	72.20%	72.85%
负债和股东权益合计	10656.02	12402.14	15468.53	18946.43	带息债务/总负债	26.26%	9.22%	7.20%	5.83%
					流动比率	1.24	1.41	1.53	1.60
					速动比率	0.99	1.14	1.26	1.33
					股利支付率	0.00%	13.36%	14.00%	14.68%
					每股指标				
					每股收益	0.81	1.22	1.74	2.37
					每股净资产	7.86	8.46	9.96	11.98
					每股经营现金	-0.68	2.56	1.96	2.39
					每股股利	0.00	0.16	0.24	0.35
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	544.27	720.42	977.41	1283.58					
PE	47.30	31.60	22.12	16.24					
PB	4.89	4.54	3.86	3.21					
PS	2.25	1.91	1.54	1.25					
EV/EBITDA	27.36	18.08	11.63	7.54					
股息率	0.00%	0.42%	0.63%	0.90%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn