

日期: 2010年6月18日

行业: IT-软件与服务



陈启书
021-53519888-1918
mymailno@hotmail.com
执业证书编号: S0870209090159

创新整合成功的标志是企业价值获得倍增

基础数据(Y09)

报告日股价(元)	37.13
12mth A 股价格区间(元)	65.00/33.68
总股本(百万股)	98.79
无限售 A 股/总股本	25.31%
流通市值(百万元)	928.25
每股净资产(元)	9.27
PBR(X)	4.01
DPS(Y09,元)	

主要股东(Y09)

中国电子科技集团公司第十五	43.82%
王秀珍	13.45%
全国社会保障基金理事会转持	2.53%
何丹	2.33%
刘淮松	1.06%

收入结构(Y09)

行业解决方案与服务	63.02%
IT 产品增值服务	31.78%
IT 咨询服务	5.20%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



首次报告日期: 2009年2月25日

相关研究报告:《具备一定的行业应用优势》、
《经营效益存在着逐步提升的空间》

主要观点:

不断寻求业务转型的机遇

公司起身于振兴民族计算机产业的“太极计划”。在小型机时代,公司成功研制并批量生产太极 2000 系统小型机,连续 6 年市场占有率超过 50%。

然而,在 PC 发展的时代,小型机逐渐失去了市场,过多的国内外小型机公司被深深地烙上了时代特征,被迫进行技术和市场调整。

基于在硬件上的优势和经验,1993-2000 年,公司转型进入行业信息化领域。公司顺应当时网络发展趋势,把握以计算机为中心的系统集成市场蓬勃兴起的机会,开辟电信、金融、政府等重要行业信息技术的集成应用服务。然后,公司业务范围又从 IT 集成扩展到 IT 咨询、软件开发和 IT 运维等方面,为客户打造一体化的服务平台。目前,公司已经形成了在政府、军事、能源和金融等行业解决方案提供方面的技术和市场优势。

然而,公司收入结构还偏于硬件集成等低端业务,盈利水平还是比较低,如,2009 年公司综合毛利率为 15.58%,净利润率仅为 3.66%。这与其被迫转型、科研改制和军转民产业化背景是相适应的。但其业务架构和盈利水平与其“国家队”身份、技术人才和资源背景等是不相匹配的。

显然,公司发展目标也不满足于此,公司提出了“稳健发展期(2009-2011) --完成上市,实现与资本市场对接;优化产业,突出战略性行业和业务;创新整合,促进公司稳健发展。”的目标。

优化产业,是维持发展;但企业价值提升的关键,还在于整合创新。公司不仅仅需要业务优化,改善经营效率,在获得资本的支撑情形下,更重要的是需要进行目标战略的调整,寻找业务转型的新机遇,提升企业未来价值。

有效提升客户应用价值是业务优化的根本

公司提出了“打造一体化 IT 服务链”,业务包括 IT 咨询、软件开发、系统集成和运维服务,甚至包括了软硬件产品代理和基础设施项目建设等业务。

从公司目前的收入结构和经营效率来看,公司业务的附加值偏低。公司业务收入主要包括行业解决方案与服务、IT 产品增值服务和 IT 咨询服务,其中,IT 产品增值服务在 2009 年毛利率仅为 4.98%,但在总收入的占比达 31.78%,很明显该业务拉低了公司整体毛利率水平;行业解决方案与服务业务在 2009 年总收入中的占比达 63.02%,毛利率为 17.64%,这表明公司该业务的软件化及产品化程度并不够高;IT 咨询服务业务毛利率明显高出很多,但收入占比目前还比较低。同时这也表明,公司在业务结构和经营效率方面存在着较大的优化空间。

从公司目前业务所涉及的行业和竞争优势来看,公司立足政府、公共事业、金融、能源等重点行业,公司来源于政府及公共事业的收入占比大,如,2009年来源于政府及公共事业的收入占比达53.34%;但来自于金融和能源等重点行业的份额还较少,2009年两者收入占比分别为7.44%和5.66%;而且,公司来源于其他非突出性行业的收入占比还较大,如2009年来源于其他行业的收入占比达33.25%。显然,公司收入来源于比较分散和零星的行业比重还较大,这对于突出公司在重点行业的核心优势是不利的。

公司在业务转型初期过分注重的是收入规模的发展,而现在,“优化产业,突出战略性行业和业务”是公司首先必须解决的核心战略。优化产业,一方面,是突出战略性行业,公司除继承原本占优的行业(如电子政务)外,公司将突出在信息技术应用市场空间大、可扩展性强和市场壁垒相对较高行业,如,金融、能源、冶金和军事等行业的投入和布局。另一方面,是突出战略性业务,公司将重点偏向于经营效率更高的业务或资产,如,加大对IT咨询、软件产品开发和运维服务等业务发展或相关资产的投入。

我们认为,公司这种优化和突出性战略,不仅将构筑公司在核心行业和业务上的优势,更为重要的是,可以明显提升公司业务或资产的经营效率,这一方面来得益于重点行业IT应用投入的高成长性,另一方面得益于优化业务或资产带来更高的毛利率或资产收益率。然而,无论是重点行业布局,还是业务结构优化,其获得在行业和业务上竞争优势的根本来源是,有效提升客户信息技术应用的价值和使用体验。

具备进一步扩大产品链和提升企业价值的潜力

企业价值的核心是企业未来的市场定位和竞争优势。公司现有的市场价值体现的是现有的业务构架、竞争优势和盈利水平。公司要进一步提升企业发展水平和企业价值,需要解决的是,在目前的业务基础和优势上,如何因势利导和整合创新,提升企业未来的市场定位、竞争优势和盈利水平。

公司在PC时代失去了小型机的优势和辉煌,在当时可更多解释为受制于计划经济体制局限。但其根本原因,还是失于没能把握技术发展的前沿方向,缺乏技术和市场的不断创新精神。

较多为中央政府的IT服务并非就是“国家队”,政府的IT应用,也只是IT行业应用的一个方面;真正的国家队应该是能够代表民族和国家的技术水平和发展责任。

“肩负产业使命,追求价值创造”,从创新精神和发展责任来看,公司应该进一步提高市场定位,不断在技术、市场和体制上取得创新,追求企业价值的提升。相反,公司如果不能前瞻性进行自我审视、定位调整和整合创新,未来又将陷于产业和企业价值发展的瓶颈。

而且,从公司所拥有的市场资源和业务优势来看,公司具备进一步扩大产品链,向基础性和创新型的软件技术方向拓展,提升企业市场定位和价值的潜力。

公司第一大股东为十五所(又称华北计算技术研究所),成立于1958年,是一家综合性计算技术研究所,主要为国防建设提供计算机、计算机软件

及系统设备；其在航天和武器测控、军事指挥自动化、信息化武器装备、军用软件等四个专业领域取得了显著成绩。

显然，公司股东层面具备强大的科研、军工和相关产业资源背景，这将为公司在人才、技术和产业资源等方面提供有力的支撑和帮助。

在业务方面，公司业务也显示了一些很明显的特征，公司在电子政务方面具备极强的技术经验和市场地位，公司业务比较集中于政府、公共事业、金融、能源、冶金和军事等行业。这些行业具备比较明显的特征是，都是涉及国家民生和安全的领域。

目前，在涉及国家民生和安全的领域，需要更高级别的资质、信誉和质量，具备更强的市场壁垒；另一方面，在这些领域，也是国产自主品牌的基础软件推广应用的最主要领域。

公司实际控制人为中国电子科技集团公司（CETC），成立于2002年，是以原信息产业部直属研究院所和高科技企业为基础、组建而成的国有大型企业集团，是国家批准的国有资产授权投资机构之一，是军工电子的国家队和电子信息产业的主力军。

公司作为科研体制改革和军转民产业化试点企业，在公司不断壮大和具备更大发展前景的情形下，从做大做强相关产业以及回避集团内同业竞争的角度，公司还将存在着提升企业定位，获得更多集团内其他相关资产注入、整合或业务合作发展的可能。

例如，普华基础软件股份有限公司是2008年10月中国电子科技集团公司整合下属的电子科学研究所、第十五研究所、第二十八研究所及第三十二研究所的优势资源共同投资设立，其控股人大金仓和日本 TurboSystems 公司，参股中标软件，产品涵盖中标普华 Linux 桌面/服务器操作系统、中标普华 Office, 日本 Turbo Linux, 人大金仓的通用数据库、嵌入式数据库、嵌入式实时数据库等。

但是，目前国产自主品牌的基础软件产品并不具备市场优势，有效盈利能力还较弱，市场推广还主要局限在涉及民生、安全和军事等行业；而且，在市场处于劣势和客户更关注应用层面的情形下，需要优势的行业解决方案提供商，在提供一揽子行业应用方案时，优先考虑应用国产自主品牌的基础软件平台。

普华基础软件股份有限公司成立较晚，通过整合在基础软件产品方面具备技术优势，但在行业解决方案方面并不具备技术和市场优势。相反，公司及华北计算机所在行业解决方案方面，尤其是在涉及国家民生安全领域的信息技术应用方面具备极强的技术、经验和市场的优势。

所以，我们认为，鉴于公司在涉及国家民生、安全和军事的领域信息技术应用的特殊背景、业务优势和市场地位，公司应该进一步向上游的基础性和创新性软件技术方向发展；公司存在着通过业务合作或股权投资等方式寻求和国产自主品牌的数据库软件等基础软件厂商合作发展的可能；公司具备着优化和创新整合产业，提高产品化程度和行业应用优势，真正打通“打造一体化 IT 产品和服务链”，提升企业价值的潜力。

■ 风险提示

公司未来价值在于业务优化和整合创新所带来经营效率、产业链价值和竞争优势的提升，公司具备现实的市场资源和业务能力优势，但公司未来战略目标的实现还取决于公司体制和人这一关键因素，公司管理层是否能够立足于技术和市场发展前沿，围绕创新和企业价值创造的企业目标，确实推动公司战略和业务的转型，形成更加市场化的机制和意识，并不自满于所谓的“国家队”，是公司未来发展的主要风险。

■ 投资建议

调升未来 6 个月内评级为“超强大市”，合理估值为 57.21-67.61 元/股。

公司目前正处于业务转型期，经营效益存在不断提升的空间；而且，公司还存在较大的资产整合和业务创新的潜在机遇。所以，目前是对公司进行价值投资的较好阶段。

预计 2010 年、2011 年和 2012 年公司可分别实现营业收入 2,139.07 百万元、2,824.60 百万元和 3,542.76 百万元，同比增长 27.31%、32.05% 和 25.43%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 102.75 百万元、170.29 百万元和 246.96 百万元，同比增长 67.08%、65.73% 和 45.02%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）为 1.04 元、1.72 元和 2.50 元。

目前股价对应 2009 年和 2010 年的市盈率分别为 59.64 和 35.70 倍，预期未来 6 个月内其相对 2010 年动态市盈率可达 55-65 倍，对应合理估值为 57.21-67.61 元/股。所以，调升对公司未来 6 个月内评级为“超强大市”。

■ 数据预测与估值：

项目（单位：百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,680.22	2,139.07	2,824.60	3,542.76
增长率	26.01%	27.31%	32.05%	25.43%
毛利率	15.58%	16.58%	18.19%	19.49%
二、营业总成本	1,607.90	2,026.14	2,636.94	3,270.24
营业成本	1,418.50	1,784.43	2,310.70	2,852.19
营业税金及附加	24.47	32.09	42.37	53.14
销售费用	46.39	64.17	84.74	106.28
管理费用	109.39	145.46	192.07	240.91
财务费用	0.70	-12.83	-9.89	-3.54
资产减值损失	8.43	12.83	16.95	21.26
三、主营业务利润	72.33	112.93	187.66	272.53
增长率	69.39%	56.13%	66.18%	45.23%
收入比	4.30%	5.28%	6.64%	7.69%
公允价值变动净收益				
投资净收益		-0.49		
汇兑净收益				
四、营业利润	71.83	112.93	187.66	272.53
营业外净收益	1.28	1.50	1.98	2.48
五、利润总额	73.12	114.42	189.64	275.01

减：所得税	11.38	11.67	19.34	28.05
六、净利润	61.73	102.75	170.29	246.96
少数股东损益	0.23			
归属于母公司所有者的净利润	61.50	102.75	170.29	246.96
增长率	21.82%	67.08%	65.73%	45.02%
收入比	3.66%	4.80%	6.03%	6.97%
七、每股收益：				
调整后的加权平均股本(百万股)	73.79	92.54	98.79	98.79
按加权平均股本计算的每股收益（元）	0.83	1.11	1.72	2.50
增长率	22.06%	33.78%	55.24%	45.02%
PER(X)	44.73	33.44	21.54	14.85
按最新股本摊薄后的每股收益（元）	0.62	1.04	1.72	2.50
增长率	21.82%	67.08%	65.73%	45.02%
PER(X)	59.64	35.70	21.54	14.85

数据来源：上海证券研究所（股价为10年6月18日收盘价）

分析师承诺

分析师 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。