

张良勇, 陈俊斌
0755-82960072
chenjb@cmschina.com.cn

2009年11月29日

华东电脑(600850.SH)/11.99 元

新董事长或带来业绩转机

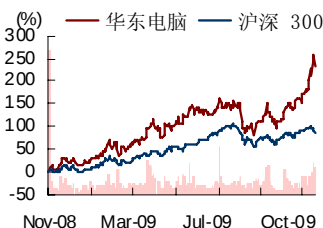
投资评级: Na
评级调整: Na
目标估值: Na

基础数据

总股本(万股)	17103
流通股本(万股)	17103
总市值(亿元)	17
流通市值(亿元)	17
52周股价	3.6-13.54 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	56	65	215
相对表现	44	36	132



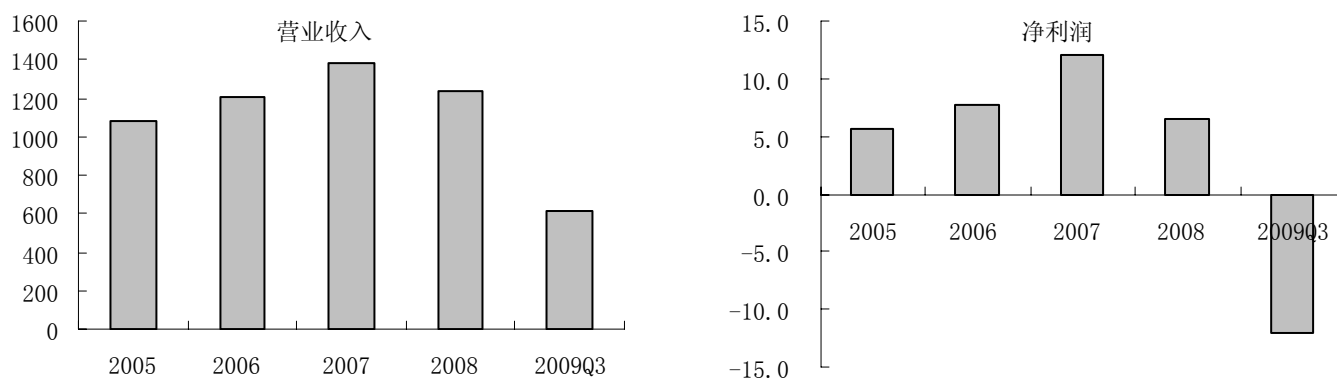
相关报告

公司当前主营业务增长缓慢, 获利甚微。新领导要实现公司业绩的明显好转不能依靠当前业务结构, 必须有一些非常规增长。如果能将大股东旗下华讯网络等优良资产折价装入, 则公司业绩将大大好转。普华软件尚未盈利, 装入可能性较小。

- **新董事长到任, 引发市场波动。**新任董事长游小明在担任卫士通总经理期间创造的良好业绩, 让市场对其未来在华东电脑的表现给予很高期望。二级市场股价近期连续上涨, 10月底至今最高涨幅近 50%。
- **公司当前主业盈利能力较弱。**作为一家年营业额超过 12 亿的企业, 公司 06-08 年平均利润仅为 870 万, 09 年前三季度亏损 1200 万元; 公司净利润率始终在 1% 左右, 可见主营业务盈利能力较弱。
- **公司要实现快速大幅业绩改善必须依靠非常规增长。**由于主要控股子公司华普信息业绩下降严重, 公司当前主营业务未来不会快速增长。只有资产重组等非常规增长手段能够保证公司业绩出现转机。公司大股东 32 所旗下拥有华讯网络、普华基础软件等优质资产, 有条件对华东电脑的资产重组。
- **假设大股东将华讯网络 42% 股权注入公司, 则公司业绩将大大改观。**华讯网络 08 年盈利超过 1 亿元。我们测算, 如果能将大股东 32 所拥有华讯网络 42% 的股权按照 10 倍 PE 注入公司, 则公司每年的净利润将达到 6000-7000 万, 每股 EPS 达到 0.29—0.35 元。公司业绩大大改观。大股东另一优质资产普华软件虽然有多个项目获得国家核高基计划支持, 但是目前尚未盈利, 注入可能性较小。
- **主要风险:** 1) 主要子公司华普信息业绩下滑严重, 而且还有 1.2 亿的应收账款和 4000 万存货, 对公司未来业绩影响具有不确定性。2) 新董事长上任伊始, 发展思路还未披露, 是否有资产重组行动未可知。
- **暂不给予投资评级**

- **新董事长上任，二级市场股价异动。**公司 10 月 30 日宣布原卫士通总经理游小明将会调任公司董事长。由于游小明在担任卫士通总经理期间创造了良好业绩，个人工作习惯雷厉风行，看问题的角度更加市场化、企业化，所以市场对其在华东电脑走马上任给予了很高期望。公司股价从 10 月 30 日的 8.66 元涨到最近一个交易日 11 月 29 日的 11.99 元，涨幅高达 39.1%。我们于近日对公司进行了调研，寻访支持公司未来业绩好转的主要因素。
- **公司当前业务盈利能力较弱。**公司本部及其控股子公司的主要业务是 HP、EMC、Cisco 等著名品牌 IT 产品分销、IT 系统集成、网络建设、软件开发等。公司本部主要进行软件开发，大部分业务由控股公司或参股公司完成。2006-2007 年，归属母公司的利润分别为 760 万，1200 万和 660 万，09 年前三季度主营业务亏损 1200 万。对一家年营业超过 10 亿的公司，这样的业绩可谓差强人意。

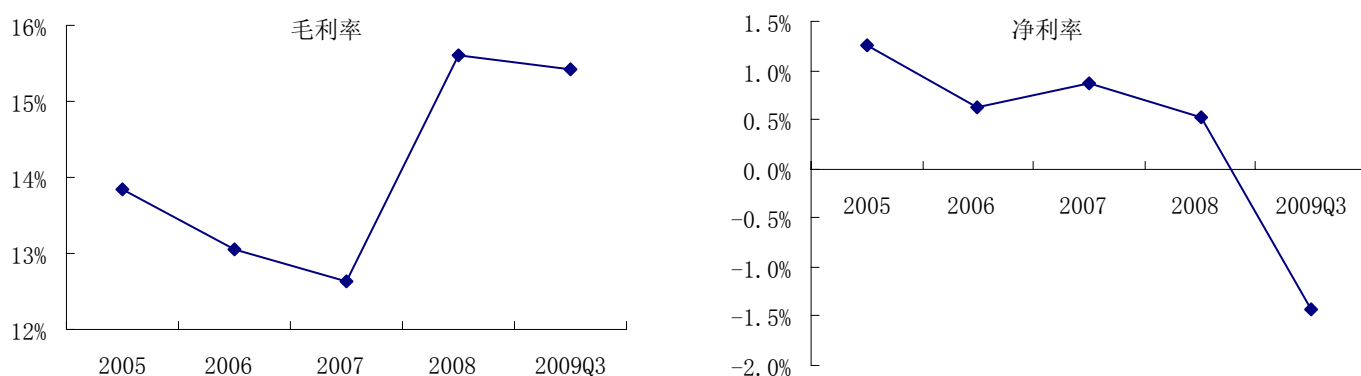
图1：2005-2009Q3华东电脑营业收入和净利润



资料来源：招商证券；单位：百万元

2009 年公司营业收入和净利润大幅下滑乃至亏损的原因是华普信息销售收入大幅降低，而管理费用，人工费用等固定成本并没有降低。图 2 中显示 2008 年毛利率突然提高近 3% 的原因是由于当年营业收入下降，而公司销售的高毛利 EMC 存储软硬件增加所致。

图2：2005-2009Q3华东电脑毛利率和净利率



资料来源：招商证券；

华普信息技术有限公司是公司主要控股子公司之一，与惠普公司合资成立，公司股权占比 66.6%。2008 年销售额 6.7 亿元，净利润仅为 933 万元。因为惠普公司调整渠道策略，2009 年前三季度华普信息销售的 HP 产品大幅减少，营收下滑

超过 40%，造成华普信息 09 年前三季度业绩亏损。同时华普信息还有 1.2 亿元的应收账款和近 4000 万的存货，如果全部进行坏账计提对未来华东电脑业绩有较大负面影响。

对公司业绩影响较大的子公司还包括：上海华东电脑存储网络系统有限公司，销售 EMC 公司产品，华东电脑持股比例为 55%，2008 年收入达 1.1 亿元，净利润 1335 万；上海华东电脑系统工程有限公司，华东电脑持股比例达 70%，08 年业务收入 4200 万元，净利润 480 万元；上海启明软件有限公司，公司占比 24% 左右，08 年业务收入 1.5 亿元，净利润 752 万元。

- **公司业绩迅速大幅改善需要依靠非常规增长，公司大股东 32 所拥有很多优质资产。**公司本部和主要控股子公司业务增长较为缓慢，盈利能力较弱，况且还有华普科技过亿的应收账款对未来业绩产生不确定的影响，我们认为依靠目前主业结构，不能从根本上改善公司业绩。要实现迅速大幅改善必须依靠非常规增长，最明显的就是资产注入。

华东电脑大股东 32 所是实力强大的计算技术研究所。军品业务包括箭载计算机、遥控系统，三军通用抗恶劣环境的计算机等；民品领域公司包括：华东电脑、上海华讯网络有限公司、上海中标软件有限公司、普华基础软件有限公司等。普华基础软件旗下的中标软件（操作系统）和人大金仓（数据库）均获得国家重大科技专项（核高基）资金支持。

上海华讯网络有限公司是 32 所旗下优良资产，成立于 2000 年，注册资本 7500 万元。是一家专业的信息网络基础设施服务和解决方案提供商，帮助客户规划、构建、维护和管理网络基础设施。在金融和电信运营商客户中拥有较高品牌美誉度。华讯网络 2008 年营业额约 12 亿元，净利润超过 1.1 亿元。32 所拥有其 42% 的股权，华东电脑拥有其 9% 的股权，剩下 49% 股权为华讯管理层所有。

- **如能将 32 所优质资产注入华东电脑，则华东电脑业绩有质的改善。**当前，私募股权投资对 pre-IPO 公司估值一般给予 10 倍 PE。我们假设华东电脑以 10 倍 PE 的代价收购大股东 32 所手头 42% 的华讯网络股权，以 11 月 27 日华东电脑收盘价 11.99 元估算，公司需再发行 3850 万股。增发收购股权后，华东电脑总股本约 2.01 亿股，每年利润可达 6000-7000 万。对应每股 PES 为 0.29—0.35 元。

表 1：收购假设条件和收购后 EPS

华讯网络盈利（万元）	11000
增发时给予华讯 PE 倍数	10
华讯每年盈利增长率	10%
华东电脑增发价	11.99
需要增发的股本（万股）	3853
增发后总股本（万股）	20953
其他业务盈利（万）	1000
增发后每股 EPS(元)	0.34

资料来源：招商证券

表 2: 收购给予的 PE 倍数和华东电脑增发价对 EPS 的影响

倍数 增发价	8	9	10	11	12
9.7	0.34	0.34	0.33	0.32	0.31
10.8	0.35	0.34	0.34	0.33	0.32
12.0	0.36	0.35	0.34	0.34	0.33
13.2	0.36	0.35	0.35	0.34	0.34
14.5	0.36	0.36	0.35	0.35	0.34

资料来源: 招商证券

表 3: 华讯网络盈利增速和收购给予的 PE 倍数对 EPS 的影响

倍数 增速	8	9	10	11	12
0%	0.33	0.32	0.32	0.31	0.30
5%	0.34	0.34	0.33	0.32	0.32
10%	0.36	0.35	0.34	0.34	0.33
15%	0.37	0.36	0.36	0.35	0.34
20%	0.38	0.38	0.37	0.36	0.36

资料来源: 招商证券

从假设条件和敏感性分析可知, 如果大股东 32 所能够以一个较高的折价向华东电脑转让 42% 的华讯网络股权, 则华东电脑的业绩将有明显改观。

普华基础软件有限公司目前还未盈利, 我们认为短期内注入华东电脑的可能性比较小。但是普华基础软件及其参股的中标软件研发的操作系统和数据库都是国家“核高基”计划重点支持的项目, 未来关键领域操作系统、数据库的国产化是不可逆转的趋势, 普华基础软件未来盈利能力可观。一旦注入华东电脑, 对华东电脑未来业绩影响重大。

- **主要风险在于华普信息业绩的不确定性。**华普信息作为华东电脑旗下最大的控股子公司, 08、09 年业绩均呈下滑趋势。08 年华普信息营业收入 6.76 亿元, 与上年同期相比下降 10%, 主营业务净利润亏损约 1000 万元。09 年 1-3 季度, 华普信息营收下滑超过 40%, 亏损也过千万。同时华普信息还有 1.2 亿元的应收账款和近 4000 万的存货, 对华东电脑未来业绩是一个重大不确定因素。另外一个风险在于游小明董事长刚刚上任, 对公司未来的发展思路还未披露, 公司未来发展方向还未确定。
- **暂不给予投资评级**
- **公司主要控股和参股公司 2008 年业绩:**
 - 华普信息技术有限公司注册资本 450 万美元, 公司持股比例为 66.70%, 资产总额 31,789.66 万元, 该公司主要从事国外计算机产品分销业务和系统集成业务, 全年完成营业收入 67,557.21 万元, 营业利润-189.59 万元, 净利润 933.86 万元。
 - 上海华东电脑存储网络系统有限公司注册资本 3000 万元, 公司持股比例为 55%, 资产总额 7,957.92 万元, 该公司主要从事美国最大的专业网络存储设备供应商 EMC 公司的产品分销与集成服务。全年完成营业收入 11,735.05 万元, 营业利润 1,116.79 万元, 净利润 1,335.08 万元。

- 上海华东电脑系统工程有限公司注册资本2500 万元,实收资本1937.5 万元,公司实际持股比例为70.97%,资产总额4,827.96 万元,该公司主要从事智能建筑系统集成服务。全年完成营业收入 4,174.06 万元,营业利润588.35 万元,净利润458.14 万元。
- 北京华誉维诚技术服务有限公司注册资本1800 万元,实收资本1314 万元,公司实际持股比例为75.3425%,资产总额1,569.93 万元,全年完成营业收入835.70 万元,营业利润-7.38 万元,净利润-7.38 万元。
- 上海华普嘉盛信息技术有限公司注册资本1000 万元,实收资本730 万元,公司实际持股比例为75.3425%,资产总额2,016.67 万元,该公司主要从事标签、标识的开发、制作和销售。全年完成营业收入 1,131.12 万元,营业利润263.07 万元,净利润198.05 万元。
- 上海华东电脑科技有限公司注册资本1400 万元,公司持股比例为53.57%,资产总额3,797.16万元,该公司主要提供IT 产品服务,全年完成营业收入3,785.74 万元,营业利润-248.45 万元,净利润-216.65 万元。
- 上海华创信息技术进出口有限公司注册资本1000 万元,公司持股比例为70%,资产总额3,737.49万元,该公司主要从事IT 产品进出口代理服务。全年完成营业收入9,326.58 万元,营业利润8.09 万元,净利润15.31 万元。
- 上海启明软件有限公司注册资本3750 万元,公司持股比例为24.5%,资产总额6,420.27 万元,该公司主要从事软件出口及应用软件产品开发和服,全年完成营业收入15,862.91 万元,营业利润585.18 万元,净利润752.41 万元。

表 4: 没有资产注入情况下公司 09-11 年盈利预测

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1207	1384	1240	564	639	727
营业成本	1049	1209	1046	454	521	590
营业税金及附加	9	12	16	6	7	8
营业费用	79	87	93	56	57	58
管理费用	41	30	49	42	45	51
财务费用	6	8	3	0	(2)	(2)
资产减值损失	8	21	27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	8	1	2	2	2
营业利润	21	23	7	6	12	24
营业外收入	0	1	19	3	3	3
营业外支出	0	0	2	1	1	1
利润总额	20	24	24	8	15	27
所得税	4	4	6	1	2	3
净利润	16	21	18	7	13	24
少数股东损益	8	9	11	2	3	6
归属于母公司净利润	8	12	7	6	10	18
EPS (元)	0.04	0.07	0.04	0.03	0.06	0.11

资料来源: 招商证券

分析师简介

张良勇，工学学士、经济学硕士，3 年电子行业从业经历，6 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师。2006-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师。

陈俊斌，工学硕士，五年计算机行业相关工作经验。现为招商证券计算机行业分析师。对从事在线软件服务，电子政务，软件外包等公司较为看好。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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和完整性不作任何保证。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征价。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。我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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。