

谨慎申购

皖通科技（002331）

2009 年 12 月 23 日

省内市场地位稳固 省外扩张能力尚待观察

计算机与通信行业分析师：陈美凤
chenmf@htsec.com
021-23219409

投资建议：公司主营高速公路信息化业务,提供高速公路通信、收费和监控等功能,在安徽省内市场竞争地位稳固。信息化投资一般在高速公路建设后期投入,因此,2008 年以来高速公路建设投资的快速增长将驱动未来几年高速公路信息化投资的增长。长期来看,公司业绩增长取决于安徽省外市场的拓展进程。我们预测公司 2009-2011 年公司每股收益分别为 0.64 元、0.84 元和 1.06 元。公司股票 IPO 价格为 27 元,对应 2010 年约 32 倍 PE,缺乏估值吸引力。考虑到新股溢价的现实以及公司股本较小,我们判断公司股价三个月后仍有望维持在 35 倍 2010 PE,即 30 元左右,建议谨慎申购。

1. 股权结构相对分散

公司前身皖通科技发展有限公司是由皖通高速和 7 个自然人发起设立,其中皖通高速占控股地位。经过改制,皖通高速所持股份逐步转让给自然人。本次发行前,公司所有股东均为自然人。其中,王中胜、杨世宁和杨新子等三人为一致行动人,合计持有公司发行前 61.2% 的股权。我们认为三个一致行动人持股比例比较接近,一方面有助于三人协力推动公司业务发展,另一方面也可能会有控制权之争的隐忧。

表 1 IPO 前后皖通科技的股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	股份数 (万股)	持股比例 (%)	股份数 (万股)	持股比例 (%)
王中胜	970	23.7	970	17.7
杨世宁	770	18.8	770	14.0
杨新子	765	18.7	765	13.9
其他 23 自然人	1588	38.8	1588	28.9
本次发行		-	1400	25.5
合计	4093	100.0	5493	100.0

资料来源：招股说明书、海通证券研究所整理

2. 高速公路建设和省外扩张驱动公司业绩成长

公司主营业务为高速公路信息化建设,主要包括高速公路通信、收费和监控等机电工程。从业务形态来看,公司业务可分为系统集成、技术服务(主要是运维)和技术转让(即软件授权)。公司政府和企业提供地理信息系统(GIS)软件产品和服务。

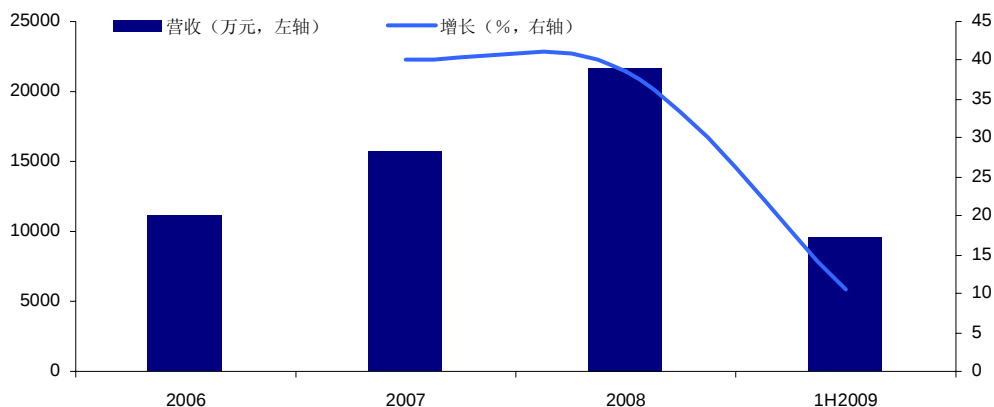
2.1 4 万亿投资驱动近期行业需求。高速公路信息化投资主要取决于高速公路新建里程数。根据《国家高速公路网规划》,从 2005 年起到 2030 年,国家将新建 5.1 万公里高速公路,使我国国家高速公路网里程达到 8.5 万公里。截至 2008 年底,中国高速公路通车里程已经达到 6.03 万公里。可见,高速公路实际建设里程数可能会远高于原先的规划,有统计显示到 2030 年高速公路里程数可能会达到 15 万公里,意味着未来二十多年国内年均高速公路新建里程将达到 4000~5000 公里。特别是 2008 年底以来国家推出了 4 万亿的刺激政策,进一步加速了高速公路建设。2009 年上半年,全国新开工建设高速公路里程达 1.2 万公里,同比增长 5.9 倍。由于信息化建设处于高速公路建设的后期,我们判断高速公路信息化建设的景气周期将延续到 2011 年。长期来看,国内高速公路新建里程数难以持续增长,信息化市场的增长仍需改扩建工程来驱动。通常而言,每公里新建高速公路的信息化投资约为 60~80 万元,意味着未来两年新建高速公路信息化投入每年将超过 30 亿。

2.2 省内市场提供业绩支撑，运维及省外市场的拓展是长期看点。公司前身的控股股东是皖通高速。依托股东背景，公司逐步占据了安徽省高速公路信息化市场的大部分份额。由于安徽省高速公路信息化的发包单位只有少数几家，公司凭借长期的客户关系以及本地化的服务优势使其在安徽省市场地位难以动摇。近三年又一期，公司营收保持较高增速，主要由安徽省高速公路里程的快速增长所驱动。此外，公司积极开拓全国市场，业务已经拓展到北京、天津、浙江、江苏、福建、湖南、湖北、陕西、吉林等省外市场，使省外业务营收占比达到 26%，也是驱动公司营收增长的重要因素。

国内高速公路信息化市场竞争高度分散，各地区均有相对强势的系统集成商，目前尚未形成领导性厂商。能否顺利拓展省外市场是公司是否具有长期竞争力以及能否实现长期增长的关键。我们认为长期来看，国内高速公路信息化市场将面临整合，但过程会很漫长。公司在省外市场的拓展将面临关系壁垒和本地化服务优势缺失的风险，故其过程不会一帆风顺。

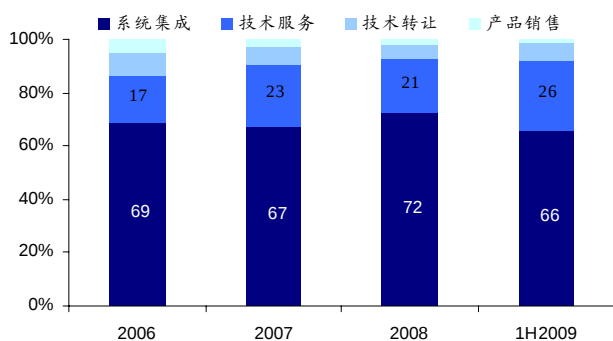
从业务形态来看，2008 年，系统集成业务占公司营收和毛利比重分别达到 72% 和 47%。系统集成业务扩张主要依赖于新建高速公路里程，长期来看持续性较弱，因此，公司近几年来着力开拓持续性更好的技术服务（主要是运维）业务，使得技术服务业务营收和毛利占比呈上升趋势。若按照每公里 2 万元的日常运维单价，目前安徽省高速公路里程潜在市场规模为 5000~6000 万，而公司 2009 年技术服务收入预计将超过 5000 万。因此，长期来看，公司技术服务业务的持续增长仍取决于公司在省外市场的扩张能力。

图 1 皖通科技近三年又一期营收及成长



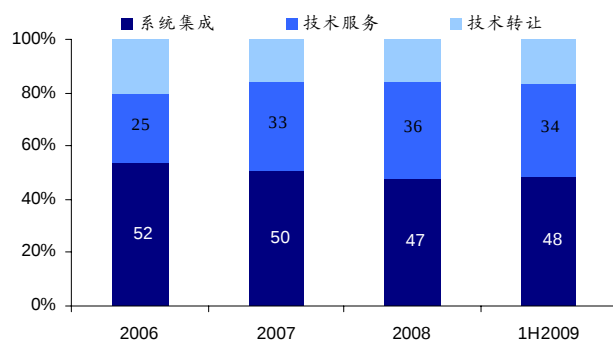
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 2 皖通科技营收结构



资料来源：公司招股说明书

图 3 皖通科技毛利结构



资料来源：公司招股说明书

3. 公司募投项目分析

公司本次拟公开发行人 1400 万股社会公众股，按 27 元的发行价，募集资金约 3.78 亿，将投资于高速公路综合信息系统 WTEIS 升级、高速公路机电系统运行维护平台和补充运营资金等三个项目。公司预计以上三个募投项目均顺利实施并如期产生效益后，将每年新增系统集成收入 18000 万元、新增运行维护收入 12000 万元。

我们认为 WTEIS 升级和运维平台建设有助于巩固其在安徽省市场的地位以及省外市场的扩张能力，新功能的开发也有助于公司形成新的收入增长点。然而，产品的完善并不能保证省外市场的顺利拓展，我们认为更关键的是关系营销的能力以及垫资能力。因此，短期来看，补充运营资金项目对公司省外市场的扩张帮助可能会更加明显。

表 2 募投项目

项目名称	项目投资资金
高速公路综合信息系统 WTEIS 升级项目	5052
高速公路机电系统运行维护平台项目	4496
补充运营资金扩大公司系统集成总承包业务项目	5000
合计	14548

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4. 建议谨慎申购

根据假设，我们预测 2009-2011 年公司每股收益分别为 0.64 元、0.84 元和 1.06 元。公司股票 IPO 价格为 27 元，对应 2010 年约 32 倍 PE，缺乏估值吸引力。考虑到新股溢价的现实以及公司股本较小，我们判断公司股价三个月后仍有望维持在 35 倍 2010 PE，即 30 元左右，建议谨慎申购。

风险提示：长期来看，高速公路信息化投资会有较大波动；行业存在过度竞争的风险。

表 3 皖通科技利润表预测 (万元)

	2006	2007	2008	1H2009	2009E	2010E	2011E
营业收入	11159	15647	21671	9515	26150	32654	41156
YoY(%)	n/a	40.22	38.50	10.74	20.67	24.87	26.04
减: 营业成本	7429	11060	15823	6672	18888	23553	29602
毛利	3730	4587	5848	2843	7262	9100	11554
毛利率 (%)	33.4	29.3	26.98	29.88	27.77	27.87	28.07
主营业务税金及附加	180	177	272	93	261	327	412
营业费用 (销售费用)	788	915	818	391	982	1226	1545
营业费用/收入 (%)	7.1	5.8	3.8	4.1	3.8	3.8	3.8
管理费用	1285	1284	1493	800	1866	2330	2878
管理费用/收入 (%)	11.5	8.2	6.9	8.4	7.1	7.1	7.0
财务费用	84	165	289	82	164	-300	-300
资产减值损失	2	4	114	60	164	205	258
加: 公允价值变动收益							
投资收益					204		
营业利润	1390	2041	2862	1418	4029	5313	6762
营业外收入	10	127	122	29	120	120	120
减: 营业外支出	15	4	13	0	0	0	0
利润总额	1385	2165	2971	1447	4149	5433	6882
减: 所得税	81	271	325	223	622	815	1032
减: 少数股东损益	20	22	0	0	0	0	0
净利润	1284	1871	2645	1224	3527	4618	5849
EPS (元)	0.23	0.34	0.48	0.22	0.64	0.84	1.06

资料来源: 海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

陈美凤：计算机与通信行业

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、青岛软控、浙大网新、中国软件、清华同方、长城电脑、长城开发

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。