

华东电脑(600850.sh)

中国“云计算”的潜在龙头

惠毓伦 研究员
电话: 020-87555888-323
eMail: hyl6@gf.com.cn

徐博卷 研究助理
电话: 020-87555888-420
eMail: xbj@gf.com.cn

云计算将带来信息世界的变革

据 IDC 预测, 用于云计算服务上的支出在接下来的 5 年间可能会出现 3 倍的增长, 到 2012 年达到 420 亿美元的市场规模, 占据 IT 支出增长总量中 25% 的份额。在不久的将来云计算必将带来信息世界的变革, 给人们的生活、生产方式带来深刻的影响。

公司具备成为中国“云计算”龙头的潜质

在完成对华讯网络的重组后, 公司将发展成为包括提供网络系统集成方案、网络存储、网络服务等业务的网络综合公司。若大股东继续注入操作系统、数据库等基础软件业务及与同属中电科技旗下卫士通合作开发网络安全业务, 则公司将构建完整“云计算”平台, 使公司占据云计算产业链顶层, 因此公司具备成为中国云计算龙头的潜质。

估值与评级

假设 2010 年完成对华讯网络的增发, 根据我们的预测, 华东电脑 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.638 元、0.818 元和 1.056 元, 对应 PE 为 28.56 倍、22.27 倍和 17.25 倍。给予华东电脑买入评级, 12 个月合理目标位 28 元。

风险提示

部分子公司过度依赖外商的风险和管理架构调整带来的管理风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1,239.90	1,029.25	3,010.32	3,512.85	4,134.20
EBITDA(百万元)	29.95	12.18	265.00	335.14	423.72
净利润(百万元)	6.56	6.14	109.09	139.87	180.61
净利润增长率	-45.28%	-6.30%	1675.4%	28.21%	29.13%
每股收益(元)	0.038	0.036	0.638	0.818	1.056
市盈率	106.27	403.34	28.56	22.28	17.25
市净率	2.92	9.90	8.68	6.24	4.58
EV/EBITDA	24.32	491.52	24.30	17.62	14.81
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源:上海华东电脑股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元) 18.22
目标价格(元) 28.00
首次评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	10.87%	41.88%	236.30%
上证综指	1.08%	-3.75%	43.87%

股票数据

总股本(万股) 17,103.15
流通 A 股(万股) 17,103.15
主要股东:

华东计算技术研究所

主要股东持股比例 44.62%
流通 A 股比例 100.00%

财务比率

ROE 2.46%
ROA 0.76%
资产负债率 57.65%
每股净资产(元) 1.46

2009 年报数据。

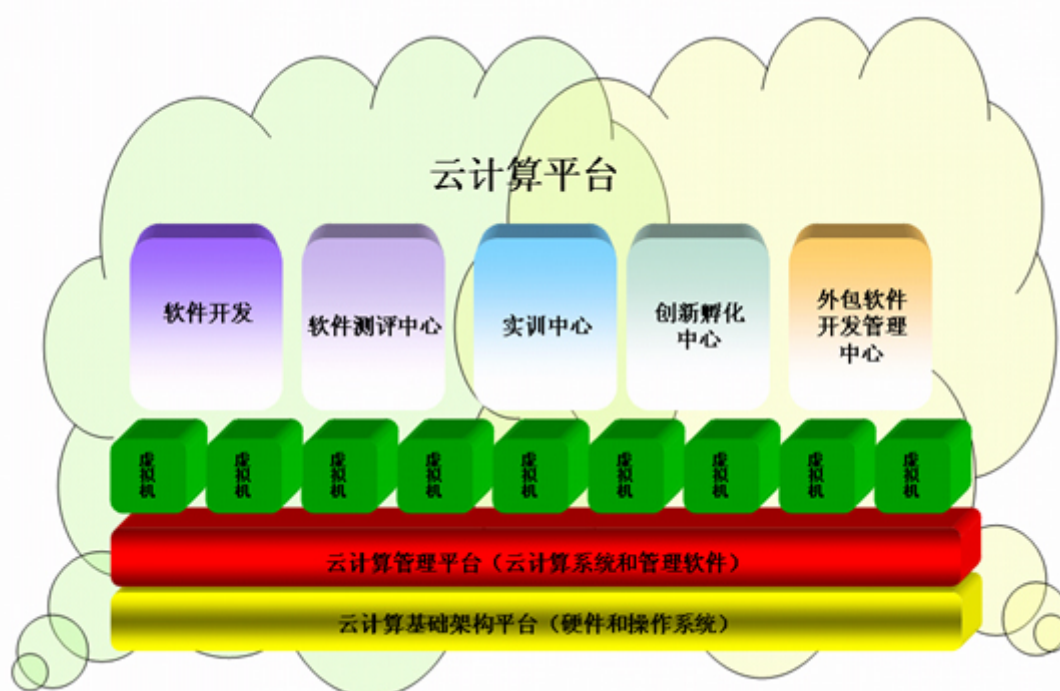
云计算将带来生活、生产方式深刻变革

云计算（cloud computing）是指网络将应用、数据及 IT 资源通过服务的方式来提供，提供资源的网络被称为“云”，而“云”中的资源在使用者看来是可以无限扩展的，并且可以随时获取，按需使用，随时扩展，按使用付费，因此云计算不仅可以降低 IT 成本、简化 IT 管理和快速响应市场变化，还可以规范流程、降低成本、节约能源、快速处理更大的数据量、服务更多用户。

提供资源的网络被称为“云”。“云”中的资源在使用者看来是可以无限扩展的，并且可以随时获取，按需使用，随时扩展，按使用付费。这种特性经常被称为像水电一样使用 IT 基础设施。

云计算平台基本上由四部分组成，分别为基础架构平台（服务器、存储单元等硬件和 Linux 操作系统）、管理平台（包括系统和管理软件、安全软件等）、服务应用开发平台、虚拟机。其中基础架构平台和管理平台为云计算平台的基本载体，服务应用平台为服务应用扩展的技术开发平台，虚拟机为各户终端实现应用扩展的网络平台，

图1：云计算平台的基本组成



数据来源：广发证券发展研究中心

最简单的云计算技术在网络服务中已经随处可见，如搜寻引擎、网络信箱等，使用者只要输入简单指令即能得到大量信息。未来如手机、GPS 等行动装置都可以透过云计算技术，发展出更多的应用服务。据 IDC 预测，用于云计算服务上的支出在接下来的 5 年间可能会出现 3 倍的增长，到 2012

年达到420亿美元的市场规模，占据IT支出增长总量中25%的份额。

云计算是网络发展到一定程度必然出现的技术模式，它可以让互联网这片虚拟空间成为每一个人或组织的数据中心和计算中心，我们预计云计算必将带来信息世界的变革，给人们的生活、生产方式带来深刻的影响。

公司具备成为中国云计算龙头的潜质

只有处于云计算顶层服务的企业才可能成为云计算龙头

目前市场追捧的“云计算”概念对象大多是云计算中应用领域的公司较多，而真正最具价值的公司应该是为云计算技术体系构架中提供顶层技术服务的企业，主要是提供网络架构系统开发、云计算各架构建设中的标准设计开发、基础软件（如操作系统等）提供商、数据安全服务等相关领域的企业，这些企业未来是云计算最直接的受益者，目前上市公司中相关的企业有华东电脑、华胜天成、中国软件、卫士通等，而在云计算应用层的相关上市公司有同方股份、浪潮信息、用友软件等。

在“云计算”相关的上市公司中，“云计算”体系最为完整，最具备成为国内“云计算”龙头潜质的是华东电脑，根据公司年报，公司正在战略布局云计算。

根据华东电脑2009年年报描述，公司认为不断发展和成熟的云服务和消费模式将成为IT 市场中最重要改造力量，“企业级”云服务的出现将成为该领域的主题。同时在公司发展展望中提出，2010 年将是IT 行业的加速洗牌年，也是华东电脑的转折之年，公司控股股东华东计算所正在对公司进行资产重组。华东电脑作为IT 基础设施建设的服务提供商，坚持以IT服务市场拓展和内部资源整合为重点，做到主营业务更加专注，产品线更为齐全；围绕增值业务强化内部管理，不断调整最合适的价值定位；进一步完善运营模式，提升企业管理能力和运营效率；加强各控股子公司之间的合作，形成更具竞争力的市场主体，发挥华东电脑的整体优势，迅速提升公司盈利能力。

公司拥有“云计算”最完整的拼图

华讯网络主要从事信息网络基础设施领域的系统集成及服务业务，与华胜天成的主营业务相似，两者业务规模相近，利润水平较后者略高。华讯网络主营业务相对于云计算而言，属于网络架构开发建设的发展方向，随着云计算的不断推进，网络系统开发的市场空间将被不断的拓展，公司的成长性值得期待。

在完成对华讯网络的重组后，华东电脑以目前的计算机、电子及通信设备、系统集成业务为基础，发展成为包括提供网络系统集成方案等与网络技术相关的综合业务。通过此次重组，整合在各自领域均具有领先技术的分公司，使得重组后的上市公司具备更完善的产业链条，形成多层次的业务结构，具备为信息、网络相关多项业务提供整体解决方案的能力，基本形成了构建完整“云计算”平台的基础。

表1: 华东电脑的“云计算”拼图

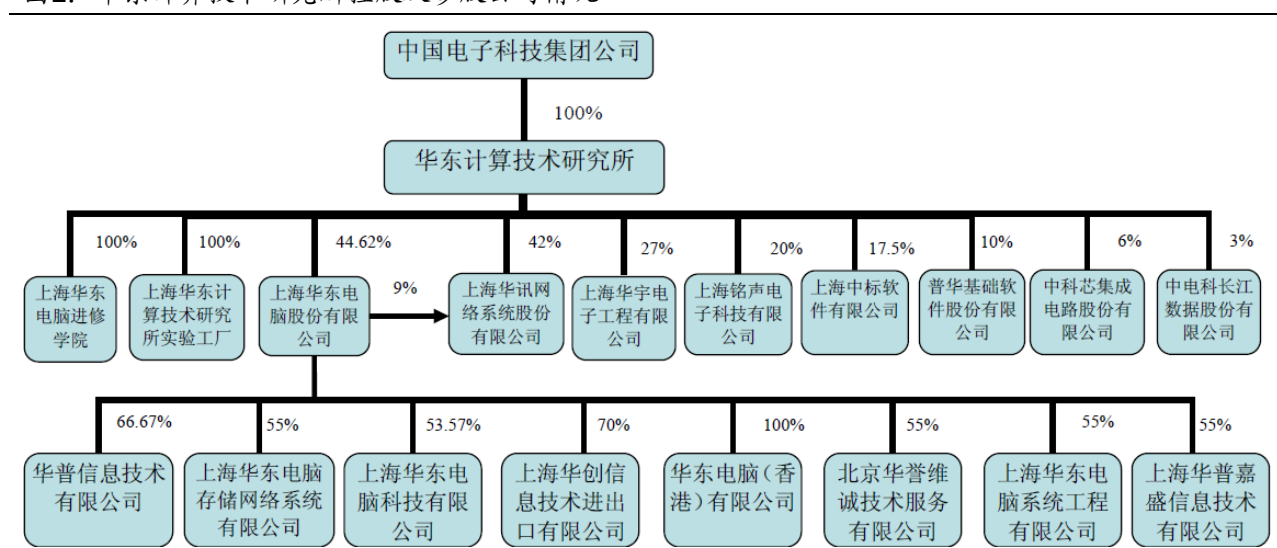
“云计算”平台	关联公司	关联公司相关业务	与华东电脑的关系
网络存储	华东电脑存储网络系统有限公司	从事美国最大的专业网络存储设备供应商EMC 公司的产品分销与集成服务	控股55%
基础软件操作系统	上海普华基础软件公司 上海中标软件有限公司	实时嵌入式操作系统、桌面操作系统、服务器操作系统、数据库、办公软件及定制解决方案	大股东华东所参股公司
网络平台	华讯网络	网络技术的开发及技术服务, 以及网络系统解决方案	控股99%(审批中)
软件开发	华东电脑本部	信息系统解决方案、系统集成及管理软件、嵌入式软件产品	公司本部
	上海启明软件股份有限公司	行业解决方案、服务外包(ITO & BPO)、系统集成	持股24.6%
云计算的下游应用—物联网	华普嘉盛信息技术有限公司	从事RFID的研发、制造和销售	控股65.3%
服务器	华普信息技术有限公司	HP刀片服务器产品独家分销	全资子公司
网络安全	卫士通	全系列密码产品、安全产品和安全系统	同为中国电子科技集团旗下上市公司

数据来源: 广发证券发展研究中心

存在进一步注入优质资产的可能性

公司控股大股东为华东计算所, 华东计算所即中国电子科技集团第32所, 是国内最早建立的计算科学和技术研究所之一。产品系列包括嵌入式

图2: 华东计算技术研究所控股及参股公司情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

计算机、集成电路芯片设计、网络通信控制器、实时嵌入式操作系统及开发环境、中间件产品、系统管理软件、软件工程化与测评服务等。华东计算所业务包括许多先进军用项目，军品是其主要业务。华东计算所还参股了许多优质公司，包括获得国家重大科技专项（核高基）支持的中标软件（操作系统）和人大金仓（数据库）均是华东计算所的参股公司。

公司董事长游小明，兼任华东计算技术研究所所长，曾是卫士通前任总经理，中国电子科技集团在保证华东所军工产品生产研制不受影响的前提下，华东所很有可能进一步对其控股资源进行整合，将优质资源置入上市公司，提高上市公司竞争力。如果按照“云计算”平台构建的需要，普华软件、中标软件、人大金仓都有可能成为华东电脑下一步资产注入的标的。

估值与评级

2009年业绩受市场环境的影响下滑

根据华东电脑2009年年度报告，2009年公司实现营业收入10.29亿元，与上年同期相比下降16.96%。实现营业利润744万元，与上年同期相比增长3.4%。实现净利润614.48万元，与上年同期相比下降11.87%。其主要原因系公司控股子公司-华普信息技术有限公司HP产品分销业务大幅度减少所致。

2010年盈利状况将实现跨越式发展

首先，华普公司成为公司全资子公司，确立高端产品路线，可能实现扭亏盈利。目前公司已收购美国惠普公司持有的华普公司33.3%股权，使其成为公司的全资子公司，确定以HP高端产品增值分销为主业，已与惠普公司签约HP刀片服务器产品独家渠道增值分销商，对其管理架构也进行了相应调整，变原有矩阵管理模式为事业部管理体制，搭建起增值分销运营平台，业务起步已有一个较好的开端。

其次，优良资产华讯网络的注入将实现盈利的跨越式发展。根据华讯网络业绩承诺，2010年可实现的归属母公司股东的净利润为1.5亿元以上，所注入资产在未来三年产生的利润之和不低于5.9亿元。

再次，其他控股子公司业绩经营情况趋好。2009年，尽管受金融危机影响，华东电脑子公司除华普信息、华创信息技术进出口有限公司外的其他子公司经营业绩都有显著提高，盈利能力也有所提高。2010年，随着市场环境逐渐好转，以及公司新领导班子对公司内部资源的进一步整合，这些子公司的经营状况及盈利能力将会进一步好转。

根据我们预测，公司在完成对华讯网络的股权吸收后，2010年销售收入将达到30亿元以上，归属于上市公司所有者的净利润将达到2.12亿元，按3.34亿股本摊薄后的每股收益为0.638元。

估值与评级

根据我们的预测华东电脑2010年、2011年和2012年EPS分别为0.638元、0.818元和1.056元，对应PE分别为28.56倍、22.27倍和17.25倍。

根据Wind提供的数据，剔除异常值，同行业上市公司2010年平均市盈率46.82，对应华东电脑29.87元。

综合上述分析，给予华东电脑买入评级，12个月合理目标位28元。

表2: 华东电脑子公司盈利情况预测

单位: 万元

主要子公司 及控股比例	2008年		2009年		2010E	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
华讯网络 (99%)	-	-	134,899.26	13,042.15	161,878	15,650
华普信息 (66.7%)	67,557.21	933.86	37,859.14	-2,808.67	55,700	1,200
华东电脑存储 (55%)	11,735.05	1,335.08	16,964.93	1,563.30	20,315	1,800
华东电脑系统工程 (55%)	4,174.06	458.14	9,450.91	1,775.11	12,250	2,200
华誉维诚 (75.34%)	1,569.93	-7.38	2,640.84	131.22	3,500	175
华普嘉盛 (65.28%)	1,131.12	198.05	1,746.16	64.82	2,500	125
华东电脑科技 (53.37%)	3,785.74	-216.65	6,313.05	15.34	9,200	300
华创信息技术进出口 有限公司 (70%)	9,326.58	15.31	3,595.65	44.91	6,000	100
上海启明软件股份有 限公司 (24.586%)	15,862.91	752.41	12,355.45	478.18	15,000	720
华东电脑合计	123,946.40	655.80	102,907.33	614.48	301,320	21,200

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表3: 可比同类公司盈利预测及估值情况

股票名称	股价 (元)	EPS (元)				P/E			
		2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
华胜天成	18.30	0.48	0.49	0.60	0.75	41.74	37.26	30.25	24.28
中国软件	25.51	0.29	0.08	0.42	0.64	123.52	303.02	61.25	39.98
卫士通	36.61	0.62	0.54	0.65	0.80	85.71	68.18	56.47	45.63
同方股份	21.38	0.27	0.37	0.49	0.62	83.08	57.10	43.34	34.68
浪潮信息	16.56	0.11	-	0.10	-	152.03	-	159.02	-
用友软件	28.43	0.85	0.81	0.66	0.86	45.14	35.05	42.78	33.23
平均值	-	-	-	-	-	88.54	49.40	46.82	35.56
华东电脑	18.22	0.04	0.04	0.64	0.82	455.5	455.5	28.56	22.28

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心,

注: 表中为2010年2月26日收盘价

风险提示

公司部分控股子公司从事的高端产品分销与集成服务业务对国外厂商的集中度较高，厂商政策变化可能会对公司业绩带来较大影响。

公司个别控股子公司管理架构已作调整，但仍需在实际运营中不断完善，存在一定的管理风险。

资产负债表简表					单位: 百万元					利润简表					单位: 百万元				
报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E	报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E	报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E	报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	251.57	30.10	565.02	383.65	营业收入	1029.25	3010.32	3512.85	4134.20	营业成本	854.43	2322.16	2685.22	3129.59	营业税金及附加	17.52	51.26	59.81	70.39
应收账款	249.30	1,026.05	462.20	1,289.29	销售费用	70.65	206.64	241.13	283.78	管理费用	57.90	169.34	197.61	232.56	财务费用	0.77	2.07	-2.80	-10.67
预付款项	55.88	182.75	93.19	228.42	资产减值损失	19.70	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	-0.85	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	7.44	258.86	331.88	428.55	营业外收入	3.83	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	11.27	258.86	331.88	428.55	所得税费用	-1.12	38.83	49.78	64.28	净利润	12.39	220.03	282.10	364.27
其他应收款	34.44	130.48	61.97	164.52	归属于母公司净利润	6.14	109.09	139.87	180.61	少数股东损益	6.25	110.94	142.23	183.66	EPS(元)	0.036	0.638	0.818	1.056
存货	120.44	345.63	193.31	434.81	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心					现金流量简表					单位: 百万元				
流动资产合计	711.63	1,715.01	1,375.69	2,500.69	经营活动现金流量	22.77	-294.43	678.69	-192.05	投资活动现金流量	-9.58	-20.86	0.00	0.00	筹资活动现金流量	11.47	93.83	-143.77	10.67
长期股权投资	35.74	35.74	35.74	35.74	现金及现金等价物净增加额	24.63	-221.46	534.92	-181.37	期末现金余额	251.57	30.10	565.02	383.65	每股经营活动现金流(元)	0.133	-1.722	3.968	-1.123
固定资产	17.58	13.98	29.15	23.46	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心					主要财务指标									
在建工程	0.00	20.86	0.00	0.00	指标项目	2009A	2010E	2011E	2012E	营业收入增长率	-16.99%	192.48%	16.69%	17.69%	营业利润增长率	-56.45%	2079.43%	26.12%	26.98%
无形资产	0.27	0.09	0.00	0.00	毛利率	16.99%	22.86%	23.56%	24.30%	毛利率	16.99%	22.86%	23.56%	24.30%	营业利润率	1.16%	8.67%	9.37%	10.11%
长期待摊费用	0.27	0.14	0.00	0.00	净利率	1.20%	7.31%	8.03%	8.81%	净资产收益率	2.46%	30.37%	28.03%	26.57%	总资产收益率	1.56%	14.60%	22.83%	16.32%
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.67	1.40	2.30	1.85	资产负债率	55.54%	68.61%	41.52%	52.85%	所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
非流动资产合计	54.98	71.77	65.70	59.86	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心														
资产总计	766.60	1,786.78	1,441.40	2,560.56															
短期借款	50.68	146.58	0.00	0.00															
应付票据	239.39	867.03	412.37	1,078.75															
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00															
预收款项	112.51	189.11	162.86	251.37															
应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00															
应交税费	0.00	0.00	0.00	0.00															
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00															
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00															
其他应付款	23.18	23.18	23.18	23.18															
流动负债合计	425.75	1,225.90	598.41	1,353.30															
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00															
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00															
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00															
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00															
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00															
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00															
负债合计	425.75	1,225.90	598.41	1,353.30															
股本	171.03	334.24	334.24	334.24															
资本公积	13.32	-149.89	-149.89	-149.89															
盈余公积	6.14	109.09	139.87	180.61															
未分配利润	59.62	65.75	174.84	314.71															
少数股东权益	90.75	201.69	343.93	527.59															
负债股东权益总计	766.60	1,786.78	1,441.40	2,560.56															
每股净资产(元)	1.462	2.100	2.918	3.974															

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

华东电脑(600850)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。