

2010-07-12

信息技术业/计算机应用服务

公司研究 / 调研报告

天源迪科 (300047)

新客户、新业务、新增长

增持/ 上调评级

股价: RMB25.6

分析师

关海燕

SAC 执业证书编号:S1000210010265

guanyh@lhqz.com

联系人

张熙

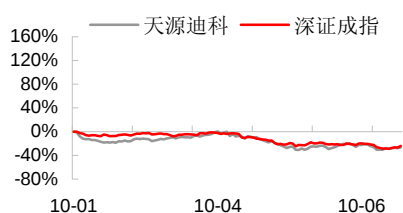
021-50106026

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	105
流通 A 股(百万股)	27
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	694

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

- 公司所处电信行业计费软件市场的特点鲜明: 该市场中最终客户数目稀少; 能够提供软件产品及服务的厂商数目有限; 有较高的进入壁垒(反映在厂商数目、各自的市场份额及盈利能力相对稳定)。行业竞争格局是运营商主导下的有序竞争。
- 竞争程度不激烈, 就意味着软件厂商的盈利能力将得到保障。我们考察了类似行业竞争态势下的公司利润率, 发现远光、辉煌和天源迪科的 EBIT 利润率在高位保持稳定。
- 电信计费软件市场每年增速稳定。计费软件的客户黏性极大, 客户一旦选用公司产品, 出于转换成本和用户体验的考虑, 一般不会轻易更换供应商。本质上电信运营商向软件厂商采购的是一种劳务服务, 软件产品的背后所蕴涵的是向电信厂商重复提供服务的机会。
- 业内公司要想实现快速增长, 只能通过以下三个途径: 一, 下游客户的 IT 投资突然加大(市场蛋糕增速加快); 二, 出现新的行业机会时, 市场格局变动(相对市场份额的变化); 三, 开辟新的产品线。
- 电信运营商的相关 IT 开支在未来 3—5 年内仍将保持 20% 左右的稳定增长, 但目前随着 3G 业务逐步开展和电信运营商新一轮计费模块的投入, 天源迪科在相对市场格局方面面临机会。同时, 公司通过外延式收购切入移动增值领域。新的客户和新的业务将使公司享有高于行业平均水平的增速。
- 软件厂商而言, 在计费软件领域采取的策略是“做强做大”, 就是先巩固好自身市场份额, 服务好下游客户, 再伺机扩充地盘, 抢占竞争对手的客户。增值业务则不同, 该行业发展的逻辑是“做大做强”: 即首先覆盖尽可能多的客户, 在此基础上尽可能的培养客户应用习惯, 为公司创造价值。
- 出于对系统集成业务的谨慎估计, 我们下调了对公司收入增速的预测, 但净利润仍保持较高增速。预计 2010—2012 年公司收入 2.90、3.75 和 5.17 亿元, 净利润分别为 8505 万、1.18 亿和 1.68 亿元, 每股收益分别为 0.81、1.13 和 1.61 元。维持“增持”评级。

经营预测与估值	2009A	2010Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	246.3	31.5	290	375	517
(+/-%)	12.3	0.0	17.9	29.2	37.7
归属母公司净利润(百万元)	57.3	3.3	85	118	168
(+/-%)	36.6	0.0	48.4	38.6	42.5
EPS(元)	0.55	0.03	0.81	1.13	1.61
P/E(倍)	46.9	803.6	31.6	22.7	15.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

电信计费软件：运营商主导下的有序竞争

公司所处电信行业计费软件市场的特点鲜明：该市场中最终客户数目稀少（只有移动、联通、电信三家运营商）；能够提供软件产品及服务的厂商数目有限（厂商总数不超过十家）；有较高的进入壁垒（反映在厂商数目、各自的市场份额及盈利能力相对稳定）。行业竞争格局是运营商主导下的有序竞争。

形成以上行业格局的原因有多方面的，包括行业自身容量、下游客户集中度以及历史沿革等。与电信计费软件市场相类似的还包括电力行业、铁路行业和酒店业的信息化市场。我们挑选了三家公司用来和天源迪科做对比（见表1）。

表1 类似竞争态势的行业及公司

公司	行业	应用目标	市场容量	收入/容量	竞争态势	根本原因
天源迪科	电信	计费系统	70 亿	3.5%	运营商主导，有序竞争	国家管制形成运营商自然垄断
远光软件	电力	财务软件	5 亿	62.0%	电力行业主导，竞争不激烈	电力行业自然垄断，市场空间小
辉煌科技	铁路	微机监测	100 亿	1.7%	铁道部门主导，有序竞争	铁路部门市场化滞后

资料来源：华泰联合证券研究所

远光软件所在的电力行业下游客户只有国家电网、南方电网两家公司，市场空间相对有限，远光软件在该细分领域占有率较高，参与该领域竞争的厂商数目较少；辉煌科技下游客户为铁路系统，市场化程度较低。同时由于安全原因，铁道部对铁路信号通信产品实行严格的准入制度，生产企业需要满足一定条件才能申请相关产品生产企业认定证书，并对新进入者的规模和实力提出较高要求，为该行业树立了较高的门槛，也导致该行业呈现出铁道部主导、各厂商有序竞争的局面。

与上述行业类似，天源迪科所在的电信计费领域同样呈现有序竞争态势，由于自然垄断的原因，三大运营商在计划电信部门 IT 开支、选择合作厂商方面拥有绝对优势，同时电信计费领域的厂商经过多次淘汰，数目已有最初的三百余家减少到目前的不到十家，竞争格局较为清晰。

竞争程度不激烈，就意味着软件厂商的盈利能力将得到保障。表2描绘出上述公司盈利能力的变化，三家公司身处不同的行业，利润率绝对水平有所不同，但盈利能力在观察期内保持稳定。

表2 较为稳定的盈利能力

	2006	2007	2008	2009
辉煌科技	27.3%	29.3%	32.1%	38.1%
天源迪科	23.8%	29.4%	21.3%	26.0%
远光软件	31.6%	38.5%	36.9%	40.4%

资料来源：华泰联合证券研究所

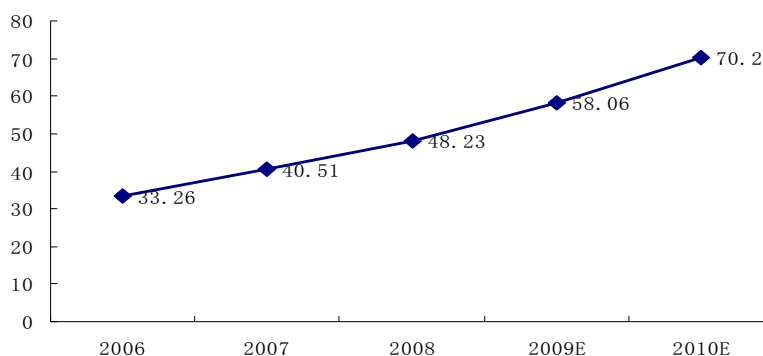
行业稳定增长的背景下寻找公司快速增长的契机

电信计费行业增长稳定

电信计费软件市场每年增速稳定。由于系统升级、客户容量增加以及新的增值业务的涌现，电信运营商每年必须投入资金对既有系统进行维护。根据 CCID 的预计，

2010 年电信业务支撑系统的市场容量为 70 亿元，五年的复合增长率达 20.5%（如图 1）。

图 1 电信业务支撑系统市场空间（单位：亿元）



资料来源：赛迪顾问，华泰联合证券研究

计费软件的客户黏性极大，客户一旦选用公司产品，出于转换成本和用户体验的考虑，一般不会轻易更换供应商，并在今后持续的升级、扩容过程中与供应商保持合作。因此本质上电信运营商向软件厂商采购的是一种劳务服务，软件产品的背后所蕴涵的是向电信厂商重复提供服务的机会。所以对软件厂商而言，在计费软件领域采取的策略是“做强做大”，就是先巩固好自身市场份额，服务好下游客户，再伺机扩充地盘，抢占竞争对手的客户。

行业增长的稳定和相对市场格局的稳定使得该领域内软件公司的增速较为稳定，基本与行业 20% 的增速持平。

公司快速增长的契机

在此背景下，业内公司要想实现快速增长，只能通过以下三个途径：一，下游客户的 IT 投资突然加大（市场蛋糕增速加快）；二，出现新的行业机会时，市场格局变动（相对市场份额的变化）；三，开辟新的产品线。

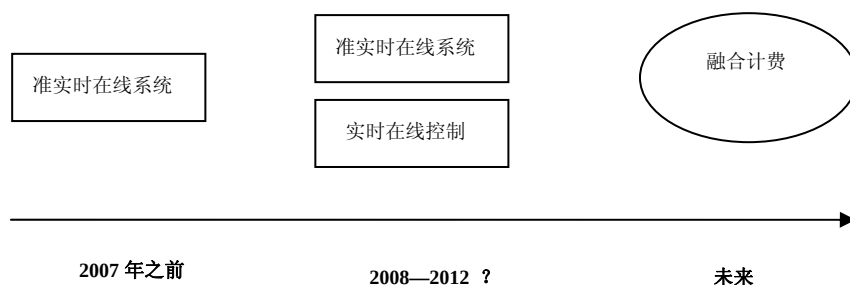
我们判断，电信运营商的相关 IT 开支在未来 3—5 年内仍将保持 20% 左右的稳定增长，但目前随着 3G 业务逐步开展和电信运营商新一轮计费模块的投入，天源迪科在相对市场格局方面面临机会。

虽然时间上有先有后，但三大运营商对于计费系统未来演进的方向高度一致（见图 2）。中国电信最先上马实时在线模块（OCS），并计划于 2010 年开始向融合计费发展；中国联通紧随其后，08 年开始建设实时在线系统，并计划与 2011 年试点融合计费；移动由于固网规模小，既有移动网络较先进，未来有可能直接上马融合计费系统。

中国电信的第一单实时在线系统就是采购天源迪科的产品。随后中国联通也分别与 08、09 年采购公司产品，目前采用天源迪科的 OCS 模块的省级公司共有 15 个，其中电信 9 个省、联通 6 个省。公司 OCS 产品在中国电信市场占有率最高，为 22%。

软件行业剩者为王，软件公司必须持续的向研发环节投入资源以跟上行业变化的节奏，那些准备充足，技术出色的厂商能够在新产品推广时挤掉那些准备不充足的竞争对手。

图 2 电信计费系统未来演进方向



资料来源：赛迪顾问、华泰联合证券研究

我们预计融合计费软件市场有望于 2012 年启动，届时现有软件厂商的竞争格局将出现变动。凭借实时在线系统的出色表现，我们判断天源迪科未来将会在融合计费领域有上佳表现。

通过新的产品扩充自己的市场份额，开拓新的运营商客户，天源迪科将在未来 3—5 年享有高于行业平均水平的增长。

进入移动增值业务

对广州易杰数码的收购标志着公司开始进入新的领域——移动增值业务。此举可以看作是公司由软件供应商向服务提供商转变的一个尝试。

外延式收购带来的是现成的产品和业务，除此之外，公司需要转变原有的经营逻辑。移动增值业务空间广阔，整个市场容量在 1000 亿元以上，从事增值服务的厂商有上千家。在该市场中，用户数目和用户习惯的培养是至关重要的，与原有软件业务的逻辑不同，增值业务的发展需要做大做强：即首先覆盖尽可能多的客户，在此基础上尽可能的培养客户应用习惯，为公司创造价值。

我们认为天源迪科此项转型较为合理。增值服务应用是 BSS 软件的下游应用，通过 BSS 系统的开发和维护，公司熟悉了增值服务业务与运营商合作过程中的诸多流程，对增值服务业务有一定的了解。同时，与运营商良好的合作关系也有助于未来增值业务的推广。

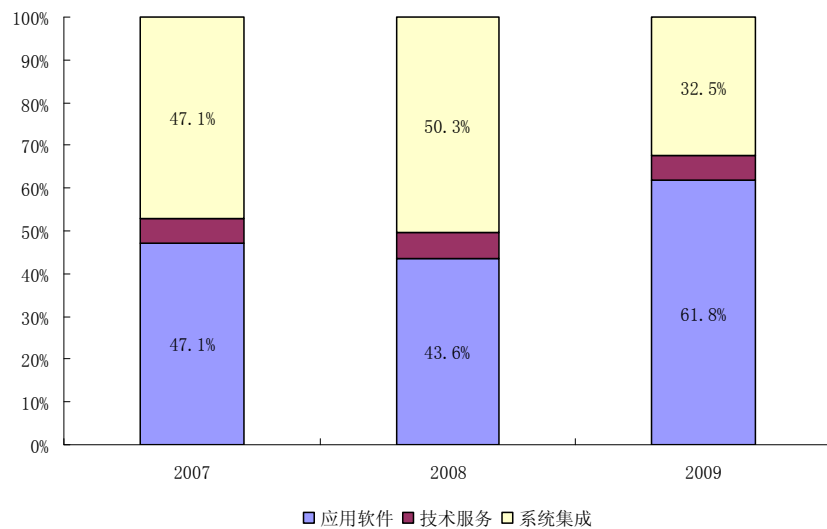
根据公司的预测，2010—2012 年广州易杰的收入分别为 1470 万、1999 万和 2444 万元，净利润分别为 750 万、1200 万和 1873 万元。两者协同效应的发挥将使得广州易杰业绩快速增长。广州易杰的营收规模仍较小，我们判断公司未来在增值服务领域将有进一步的动作。

盈利预测

未来三年公司业务将仍集中在电信、公安两个行业。公司在电信行业面临高速成长的机遇，公安行业将保持 20% 左右的稳定增长。

公司利润的可预测性高于公司收入。这主要是因为公司收入中包含相当一部分系统集成业务（见图 3）。今年上半年由于上游设备厂商压价严重，给公司预留的利润空间大幅缩窄，公司有意识的削减了系统集成业务规模，公司一季报披露报告期内系统集成业务收入同比减少 80% 以上。但由于该业务毛利较低，对公司净利润影响极小。

图3 系统集成业务所占收入比例（单位：%）



资料来源：赛迪顾问，华泰联合证券研究

出于对系统集成业务的谨慎估计，我们下调了对公司收入增速的预测，但净利润仍保持较高增速。

预计 2010--2011 年天源迪科将实现收入 2.90、3.75 和 5.17 亿元，净利润分别为 8505 万、1.18 亿和 1.68 亿元，每股收益分别为 0.81、1.13 和 1.61 元。维持“增持”评级。

资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	189	1037	1147	1321	营业收入	246	290	375	517
现金	94	921	999	1133	营业成本	132	137	168	221
应收账款	84	98	126	161	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	6	6	7	10	营业费用	7	9	12	19
预付账款	2	2	2	3	管理费用	44	51	66	93
存货	2	8	10	12	财务费用	2	-1	-2	-2
其他流动资产	1	1	2	2	资产减值损失	2	2	2	3
非流动资产	68	85	104	120	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	18	27	35	40	营业利润	60	92	127	182
无形资产	35	45	57	68	营业外收入	2	3	4	5
其他非流动资产	14	12	12	12	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	257	1121	1250	1441	利润总额	62	94	131	187
流动负债	34	46	57	79	所得税	6	9	13	19
短期借款	20	29	38	52	净利润	57	85	118	168
应付账款	8	10	13	19	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	6	7	7	8	归属母公司净利润	57	85	118	168
非流动负债	4	1	2	2	EBITDA	69	97	133	189
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	0.81	1.13	1.61
其他非流动负债	4	1	2	2					
负债合计	38	48	59	82	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	1	1		2009	2010E	2011E	2012E
股本	78	105	105	105	成长能力				
资本公积	16	759	759	759	营业收入	12.3%	17.9%	29.2%	37.7%
留存收益	125	210	328	495	营业利润	39.3%	51.9%	38.8%	42.6%
归属母公司股东权益	218	1073	1191	1359	归属于母公司净利润	36.6%	48.4%	38.6%	42.5%
负债和股东权益	257	1121	1250	1441	获利能力				

现金流量表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	65	73	94	143	偿债能力				
净利润	57	85	118	168	资产负债率(%)	14.7%	4.3%	4.7%	5.7%
折旧摊销	8	6	8	9	净负债比率(%)	52.88%	60.65%	63.51%	63.12%
财务费用	2	-1	-2	-2	流动比率	5.62	22.30	20.04	16.64
投资损失	0	0	0	0	速动比率	5.55	22.12	19.87	16.49
营运资金变动	-2	-17	-32	-35	营运能力				
其他经营现金流	1	-0	2	2	总资产周转率	1.09	0.42	0.32	0.38
投资活动现金流	-34	-25	-27	-25	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	35	12	12	10	应付账款周转率	17.88	15.27	14.65	13.85
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-13	-15	-15	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.81	1.13	1.61
筹资活动现金流	-5	779	10	16	每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.70	0.90	1.37
短期借款	10	9	8	14	每股净资产(最新摊薄)	2.09	10.26	11.38	12.99
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	27	0	0	P/E	59.39	40.01	28.87	20.26
资本公积增加	0	743	0	0	P/B	15.59	3.17	2.86	2.50
其他筹资现金流	-15	1	2	2	EV/EBITDA	35	25	18	13
现金净增加额	26	828	78	134					

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com