

皖通科技：收购实现战略布局

中性首次评级

投资要点：

- 主营业务稳定增长，未来仍将持续受益于皖江城市带产业转移；
- 省外市场拓展已初见成效，市占率有望进一步提升；
- 收购烟台华东，实现优势互补，业务和市场结构不断优化；

报告摘要：

- 公司主营业务实现平稳增长，未来业务扩张空间较大。**截至2009年底，安徽省高速公路通车里程已达2800公里，平均每年大约以300公里的速度增长，预计2020年扩张到5000公里。公司未来将持续受益于皖江城市带产业转移，省内市场占有率有望进一步提升。系统集成业务是业绩增长的主要支撑点，运维收入未来有望成为公司新的业绩增长点。公司省外市场扩张成效明显，毛利率超过省内水平，未来公司还将通过加强与客户沟通交流，以及运用收购等形式进一步补足行业增长，提高市占率。
- 与烟台华东优势互补，助推公司实现业务战略布局。**公司已与烟台华东签署了《发行股份购买资产协议》，该公司主要从事港口信息化建设，具备成熟的物流跟踪技术，占据1/3的市场份额，预计年底可实现近亿元的营收水平，未来有望继续受益于我国物联网建设，增长空间较大。公司与烟台华东在市场和技術方面的互补性较高。未来，公司将借鉴烟台华东技术优势，建立涵盖高速公路，船舶运输等大交通的物流体系，不断优化业务和市场结构，显著提升自身业务发展空间和市场竞争能力。
- 业务和市场拓展效果直接决定公司未来的发展前景，能否实现主营业务增长的较大突破，取决于公司在省外市场和新业务拓展的把握以及公司内部整合的进程。**如果不考虑公司增发，预计2010-2012年EPS分别为0.51元、0.65元和0.81元，9月21日收盘价26.33元，相当于2010年PE为51.63倍，如果考虑增发带来的EPS增厚，公司2010年PE为42.47倍，给予“中性”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	216.71	238.79	268.23	319.76	382.31
增长率	38.50%	10.19%	12.33%	19.21%	19.56%
归属母公司股	26.27	33.19	36.65	46.37	57.92
增长率	37.15%	26.34%	10.44%	26.53%	24.90%
每股收益	0.368	0.465	0.513	0.649	0.811
净资产收益率	32.96%	7.26%	7.42%	8.58%	9.68%

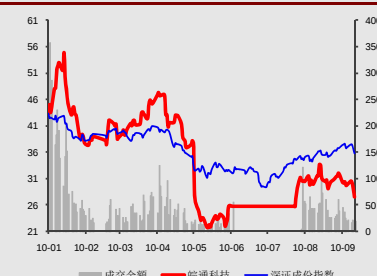
分析师

胡颖

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100631	趋向集中	非常分散
20100331	趋向集中	非常分散
20090931		

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100631	20100331
基金持股	33.43	2.67
占流通A股比	1.84	0.24
持股家数及进出情况	共计3新进3	共计1

数据来源：港澳资讯

相关研究

目录

一、公司概况	4
二、主营业务实现平稳增长，未来扩张空间较大.....	4
（一）系统集成继续支撑公司平稳增长，运维收入逐步上升	5
（二）聚焦交通领域发展，不断向其他行业进军	5
（三）继续深耕省内市场，逐步拓展省外市场	6
三、收购烟台华东电子，实现战略布局.....	7
（一）烟台华东受益物联网建设，未来发展空间较大	7
（二）公司与烟台华东协同效应明显，业务结构逐步优化	8
四、募投项目进展顺利，WIEIS有望明年达产.....	8
五、盈利预测	8

插图

图 1: 公司营业收入及综合毛利率变动趋势	4
图 2: 各细分产品收入比重变化	5
图 3: 各细分产品毛利率走势	5
图 4: 各细分行业毛利率走势	6
图 5: 2010 年上半年不同行业的收入结构	6
图 6: 安徽省内与省外营收对比	6
图 7: 安徽省内与省外毛利率对比	6

表格

表 1: 烟台东华盈利情况变化	7
表 2: 财务报表预测	9

近日，我们调研了皖通科技，和公司的高管进行了交流，相关情况如下：

一、公司概况

公司主要从事高速公路信息化建设领域的系统集成、应用软件开发及运行维护业务，是安徽省高速公路信息化建设龙头企业。公司从 1999 年成立之初，就开始从事高速公路信息系统开发，主要集中于安徽市场，省内市场占有率在 50% 以上，具有丰富的高速公路信息化研发和建设经验。

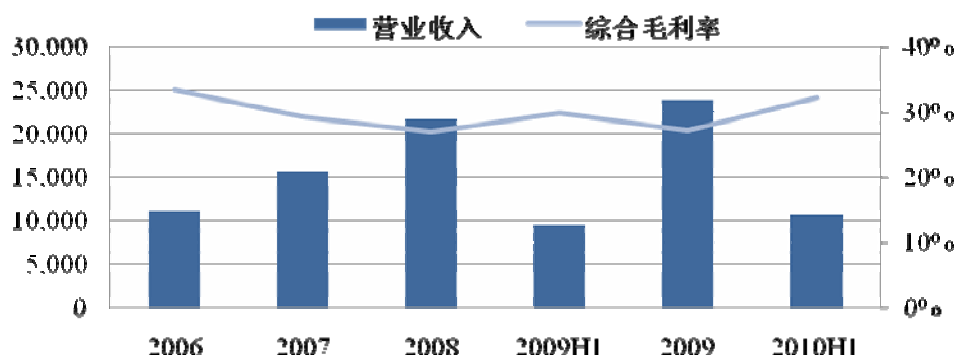
公司是由王中胜、杨世宁、杨新子等七个自然人和安徽皖通高速共同出资成立，于 2010 年 1 月公开上市，共发行 1400 万股，发行后总股本为 5493 万股，共募集资金 3.78 亿元。公司管理层稳定，核心技术人员有较高的粘性。截至 2010 年 6 月 30 日，公司总资产规模为 5.13 亿元，其中归属于上市公司股东的所有者权益为 4.44 亿元。

二、主营业务实现平稳增长，未来扩张空间较大

近年来，公司业务保持快速增长。今年上半年，公司实现营业总收入 1.07 亿元，同比增长 12.00%；实现营业利润 1533 万元，较上年同期小幅下滑，公司实现归属于上市公司股东的净利润 1454 万元，同比增长 1.74%，实现 EPS 为 0.20 元。

公司净利润上升幅度低于营收的主要原因是工程结算主要集中于下半年，以及公司销售和管理费用扩张较大，其中销售费用同比增长 50.68%，管理费用同比增长 31.32%，均大幅高于营收增长幅度。费用扩张源于公司上市以后，在省外市场的拓展已初步展开，但前期投入较大。而公司营业成本控制已经初见成效，毛利率实现了稳步提升，上半年综合毛利率水平达到 32.21%，较去年同期提升 2.33 个百分点，整体盈利能力上升。

图 1：公司营业收入及综合毛利率变动趋势



资料来源：宏源证券

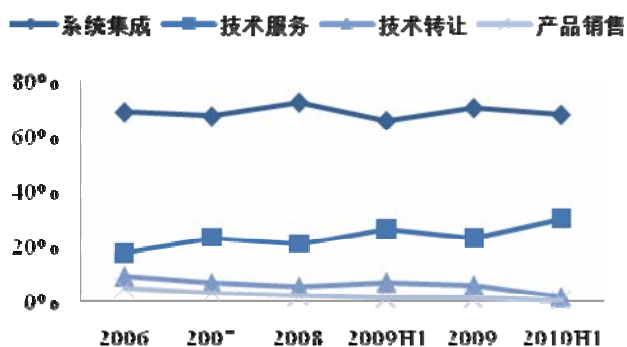
今年 1 月 21 日，国务院正式批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，安徽皖江城市带成为国内首个国家级承接产业转移示范区，省政府已计划将着重建设省际、跨江、城际等三大通道，建立完善的综合交通体系，为皖江城市带更好的承接产业链转移提供条件，预计每年将新建高速公路 300 公里。另外，原有高速公路系统进行更新，将由一家公

司进行承建。公司上市之后，营运资金充足，可用于投资、前期施工费用，为未来公司业务扩张提供了强劲支持。我们认为，公司作为安徽省内高速公路信息领域内的龙头企业，未来业务发展将持续受益于皖江城市带产业转移。

（一）系统集成继续支撑公司平稳增长，运维收入逐步上升

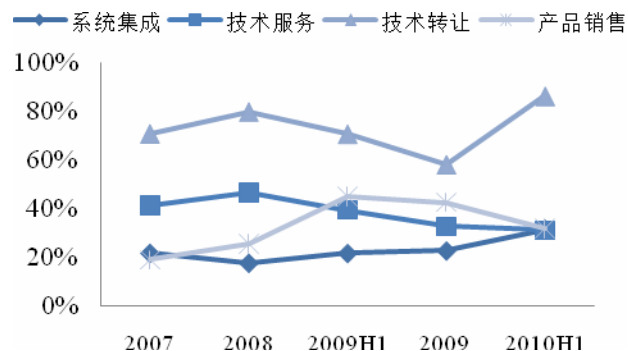
公司主营业务可细分为系统集成、运行维护服务、应用软件开发及其他相关产品销售四大类，其中系统集成业务一直是公司营收的主要来源，收入占比持续维持 70% 以上。该业务专注高速公路信息化领域，以信息系统为核心，通过一整套的交通工程设施来实施运营管理。上半年实现收入 7421.39 万元，同比增长 15.59%；成本控制效果明显，毛利率同比上升 9.88 个百分点。未来受益皖江城市带，将继续成为公司业务增长的主要支撑点。

图 2：各细分产品收入比重变化



资料来源：宏源证券

图 3：各细分产品毛利率走势



资料来源：宏源证券

公司运维业务自 2006 年以来呈现持续强劲增长势头，已逐渐成为公司营收的主要增长点，上半年实现营收 3204.88 万元，同比增长 28.84%，明显高于其他细分行业收入。据悉，公司运营平台每年按公里数来计价，一般来说，不包括设备更换，但是单价目前没有固定标准，主要根据项目当时招投标的情况来确定。公司 2009 年该项业务实现 5500 万收入，主要来源于安徽市场，具体包括运维收入，以及机电设备更新，人员工资等费用。

公司运维服务主要是对存量进行改造和建设，截至 2009 年底，安徽省高速公路通车里程已达 2800 公里，平均每年大约以 300 公里的速度增长，预计 2020 年扩张到 5000 公里，公司未来将可能进一步向全国覆盖。随着高速公路建设逐步进入饱和发展期，运维服务收入未来增长空间较大，而且波动性较小，持续稳定，将成为公司主营业务的重要构成部分。

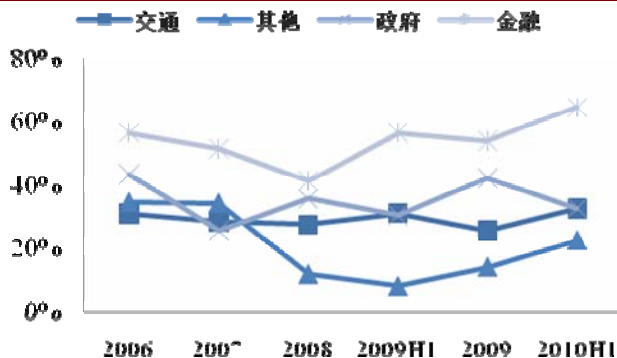
（二）聚焦交通领域发展，不断向其他行业进军

公司以巩固和提升现有高速公路信息化业务为基础，积极拓展其他交通领域的信息化业务，上半年交通领域收入占比高达 81%。

同时，公司也积极向税务、海事、教育、金融、司法等信息化建设领域拓展。其中金

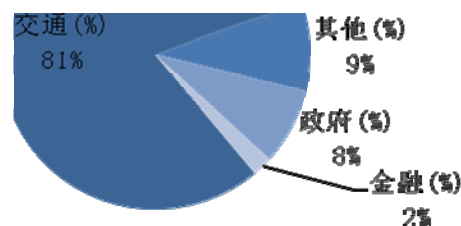
融领域内的毛利率一直维持在较高水平。上半年，公司在城市智能交通管理信息系统集成项目取得重要进展，但仍处于探索阶段，还难以形成核心优势，无法对龙头企业形成威慑，即使当前实现一定的增长也是短期性，未来能否有重大突破仍有待继续关注。

图 4：各细分行业毛利率走势



资料来源：宏源证券

图 5：2010 年上半年不同行业的收入结构

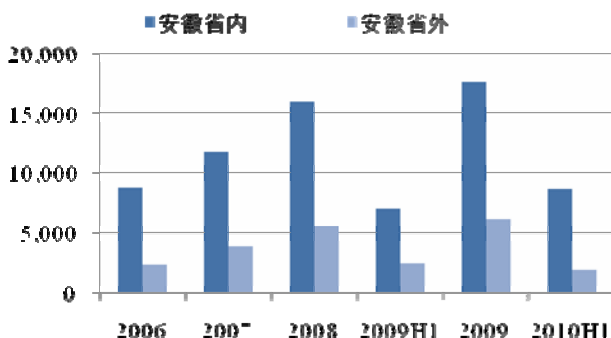


资料来源：宏源证券

(三) 继续深耕省内市场，逐步拓展省外市场

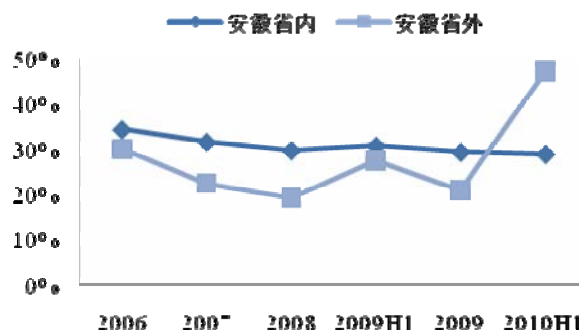
公司一直以来致力于深耕安徽市场，积极把握皖江城市带发展的契机，确保公司在省内重大项目竞标中保持绝对优势，稳居安徽省在该行业内的龙头地位。当前，公司在安徽省的占有率达到 50%，未来高速公路建设可能更多的面向网络化，形成环网状式扩张。我们认为，公司作为安徽省内高速公路信息化领域内的龙头企业，具备一定优势条件，未来业务上升空间较大，省内市场占有率有望进一步提升。

图 6：安徽省内与省外营收对比



资料来源：宏源证券

图 7：安徽省内与省外毛利率对比



资料来源：宏源证券

同时，公司已经开始大力实施其第二步发展战略，即进军全国做大做强。2006 年以来，省外市场业务实现快速增长，拓展效果十分明显，毛利率水平实现大幅提升，2010 年上半年达到 47.28%，已高于省内毛利率水平。据公司表示，省外业务已经拓展到重庆、陕西、河南等省份，下半年还将继续加大全国的投标力度，

但整体来说，公司在全国市场份额占比较低，主要是因为行业区域性较强，集中度较为分散，单纯通过直接竞标方式拓展业务难以有较大增长空间；公司未来将主要致力于加强与客户的沟通交流，通过交流补足行业增长，维持稳定持续的客户关系。同时，公司已经开始考虑通过兼并和收购方式以弥补地域劣势，此次公司收购烟台华东正是公司开拓省外业务的新尝试，未来省外业务拓展成效有望进一步凸显。

三、收购烟台华东电子，实现战略布局

公司已于 2010 年 7 月 28 日与烟台华东签署了《发行股份购买资产协议》，并计划在 9 月 20 日召开股东大会，审议具体事项。据协议，公司将通过定向发行股份的方式购买烟台华东合法持有的华东电子 100% 股权。交易完成后，烟台华东将成为皖通科技的全资子公司，持股比例达 9.27%。发行后，公司总股本为 78,708,024 股。

（一）烟台华东受益物联网建设，未来发展空间较大

烟台华东电子科技有限公司主要从事港口信息化建设，集装箱和散杂货、货运带的管理，是行业内的主导企业，具备较为成熟的物流跟踪技术。在港口信息化管理中，集装箱和散杂货的管理属于港口管理核心系统，每艘船最多有 13000 个集装箱左右，从船舶装载的集装箱进入港口开始，搬运、上船、放置，都需要实现精准定位。当前在我国市场占有率最大的是美国的 NAVIS，但收费较高，软件每年运维费用就已高达几百万，而国内产品则主要是根据不同用户设置不同的管理模式，当前国内新建港都已经逐渐开始采用公司产品，部分老港口也采用新的软件对原有系统进行改造，进行基础维护工作。

当前，港口信息化行业需求较大，沿海港口大小集装箱码头 240 个，年吞吐量在 50 万集装箱左右的港口信息化正在规模化建设中，目前有些港口信息化程度较低，未来几年规模量将会大幅提升。目前公司拥有国内港口客户超过 100 家，主要分布在国内沿海地区、长江流域，其中集装箱码头客户 40 多家、散杂货码头客户 20 多家、船舶代理客户 50 多家，大概占据 1/3 的市场份额。行业内除公司外，还有上海海博（由上海港投资，客户主要是上海港和长江沿线内陆港）以及广东易路顺易顺（大概有 10 家港口）。

公司目前主要专注于港口信息化软件系统的开发和销售，上半年实现营收 4100 万，预计年底可达 9000-10000 万元左右，未来还将继续受益于国家物流行业振兴和建设物联网的政策，有望实现跨越式的发展。公司当前虽然整体规模不大，但资产优良，无银行贷款，主营业务也持续超出细分行业整体增长势头，通过和皖通科技的合并，公司的资金实力将得到增强，未来可能依托于软件的核心竞争力向信息系统集成方向发展，进一步做大做强。

表 1：烟台华东盈利情况变化

科目（单位：万元）	2010 年 1-6 月份	2009 年度	2008 年度
营业收入	4179.18	5652.67	5955.62
营业成本	2925.46	3220.33	3690.38
营业利润	374.73	575.57	380.50
利润总额	584.13	960.79	764.51

净利润	500.47	856.64	691.88
-----	--------	--------	--------

资料来源：宏源证券

（二）公司与烟台华东协同效应明显，业务结构逐步优化

公司与烟台华东股东背景和管理模式相似，均以信息系统集成为核心，分属于高速公路和港航领域，同属交通行业，信息系统集成资质统归工信部管理，奠定了双方合作成功的基础。本次收购符合国家大交通战略方向，有助于公司加速构架大交通行业信息化业务体系。

双方在技术和业务等方面具备较强的互补性，未来有望实现良好的协同效应。收购成功后，公司可以借鉴烟台华东软件业务上的优势，实现对车辆和运输货物的最后一公里管理，顺应大交通发展趋势，建立涵盖高速公路，船舶等大交通的物流体系，以实现业务多元化发展，显著提升公司业务发展空间和市场竞争能力。同时，公司将利用自身优势对港航信息化业务进行深度开发和整合，在港航信息化领域培育新的业务增长点。

本次收购将进一步推动公司优化其市场和业务结构，公司未来仍将继续寻找相关机会，不断拓展相关领域系统集成和应用软件开发业务，实现公司战略布局，推动公司在该行业内继续做大做强。

四、募投项目进展顺利，WTEIS 有望明年达产

公司首次公开发行实际募集资金净额为 34450.21 万元，计划将分别投向“高速公路综合信息系统 WTEIS 升级”项目建设、“高速公路机电系统运行维护平台”项目建设以及补充公司运营资金。目前，募集资金投资项目已陆续进入建设阶段，未来随着基础设施投入正常运行，项目建设进度将逐步加快。

募投项目投产之后，公司承建高速公路信息化建设里程数有望翻番，可达 300 公里/年，但运营能力还要具体视招投标情况而定。公司运行维护平台能力也将大幅提升，可以确保近 6000 公里的高速公路信息系统的运维管理，逐步提高未来的市场竞争力。

据公司高管表示，“高速公路综合信息化系统 WTEIS 升级”有望 2011 年投入运行，将极大提高公司承接新建高速公路信息系统的建设能力，其中管理系统的核心是以高速公路联网运行为基本思想，解决了高速公路各信息管理系统条块分割建设导致的信息资源无法综合利用的问题，实现了高速公路信息化规范、统一、综合、完整，未来有望推广至全国高速公路的营运管理之中。项目预计达产后可实现年平均收入 17200 万元，贡献净利润 1932 万元。

五、盈利预测

综上，我们认为公司当前发展处于重要的业务拓展期，业务和市场拓展效果直接决定了公司未来的发展前景，未来能否实现主营业务增长的较大突破，仍主要在于公司在省外市场和新业务拓展的把握以及公司内部整合的进程。如果不考虑公司增发，预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.65 元和 0.81 元。如果考虑增发，预计能增厚公司 2010 年的 EPS 0.11 元左右。

表 2: 财务报表预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	238.79	268.23	319.76	382.31	经营性现金净流量	38.96	57.78	60.48	102.32
减: 营业成本	173.94	188.65	224.41	267.73	投资性现金净流量	1.41	-143.17	2.64	3.10
营业税金附加	2.86	4.02	4.80	5.73	筹资性现金净流量	352.53	-34.88	1.35	1.66
营业费用	8.98	12.07	14.07	16.44	现金流量净额	392.90	-120.28	64.48	107.08
管理费用	15.82	22.53	25.58	29.06	财务指标汇总	2009A	2010E	2011E	2012E
财务费用	1.59	-0.52	-1.35	-1.66	毛利率	0.27	0.30	0.30	0.30
资产减值损失	0.67	2.00	2.00	2.00	三费/销售收入	0.11	0.13	0.12	0.11
加: 投资收益	2.03	0.00	0.00	0.00	EBIT/销售收入	0.17	0.16	0.16	0.17
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	0.17	0.17	0.22	0.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	0.14	0.14	0.15	0.15
营业利润	36.96	39.47	50.26	63.01	ROE	0.07	0.07	0.09	0.10
加: 其他非经	0.99	2.65	3.04	3.56	ROA	0.07	0.07	0.08	0.09
利润总额	37.95	42.12	53.30	66.57	ROIC	0.95	1.10	0.28	0.40
减: 所得税	4.76	5.48	6.93	8.65	销售收入增长率	0.10	0.12	0.19	0.20
净利润	33.19	36.65	46.37	57.92	EBIT 增长率	0.24	0.06	0.25	0.25
减: 少股损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	0.23	0.08	0.56	0.19
归母公净利润	33.19	36.65	46.37	57.92	净利润增长率	0.26	0.10	0.27	0.25
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	总资产增长率	2.65	0.05	0.11	0.14
货币资金	464.40	344.12	408.60	515.68	股东权益增长率	4.74	0.08	0.09	0.11
应收预付款项	63.78	65.37	85.06	90.64	资产负债率	0.19	0.17	0.18	0.21
存货	12.32	19.12	21.68	22.94	投资资本/总资产	0.05	0.26	0.20	0.11
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	0.33	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.46	0.46	0.46	0.46	流动比率	5.08	4.37	4.34	4.06
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	4.97	4.17	4.16	3.91
固资和在建	15.89	156.94	137.95	118.97	总资产周转率	0.42	0.45	0.49	0.51
无资产和开发	6.83	6.12	5.41	4.70	固定资产周转率	15.02	23.41	2.32	3.21
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	13.21	13.61	12.31	13.35
资产总计	563.68	592.13	659.16	753.39	存货周转率	14.12	9.87	10.35	11.67
短期借款	35.40	0.00	0.00	0.00	EBIT	39.41	41.61	51.95	64.91
应付预收款项	70.90	98.10	118.76	155.07	EBITDA	41.25	44.75	69.64	82.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	33.59	33.89	42.55	53.37
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	33.19	36.65	46.37	57.92
负债合计	106.30	98.10	118.76	155.07	EPS	0.46	0.51	0.65	0.81
股本	54.93	54.93	54.93	54.93	BPS	6.40	6.92	7.57	8.38
资本公积	330.50	330.50	330.50	330.50	PE	58.83	53.27	42.10	33.71
留存收益	71.95	108.60	154.97	212.89	PEG	2.88	N/A	N/A	N/A
归属母公司	457.38	494.03	540.40	598.32	PB	4.27	3.95	3.61	3.26
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	27.28	27.89	21.11	15.25
股东权益合计	457.38	494.03	540.40	598.32	EV/EBITDA	26.07	25.93	15.74	11.99
负债和权益合	563.68	592.13	659.16	753.39	ROIC-WACC	0.95	1.04	0.28	0.40

分析师简介:

胡颖: 宏源证券研究所软件与计算机行业研究员, 中国人民大学金融学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。