

华平股份：关注大客户拓展进度

2010 年年报点评

报告关键点：

- 2010年业绩低于预期
- 客户集中度进一步下降，新增大客户处于产品导入期
- 高送转方案兑现，面临回调压力

报告摘要：

- 2010年业绩低于预期：**公司2010年实现收入1.03亿元，净利润4840.66万元，同比分别增长1.71%和10.29%，每股收益1.32元，低于我们此前的预期。公司的主要收入来源-视频会议系统增长较少，同比增长仅有1.33%，主要原因是公司2010年的新增大客户还处于产品导入期，未形成大订单销售。
- 业绩分配方案：**公司拟以总股本4000万股为基数，按每10股派发现金红利10元（含税），同时以资本公积金向全体股东每10股转增15股。
- 客户集中度进一步下降：**2010年，公司的前五名客户的销售额占总销售额的比例下降12.69%至56.60%，但依赖于中国人寿、农行等大客户的状况仍然存在。2010年，公司在证券领域拓展了国泰君安，在公安领域拓展了消防部门，在银行领域拓展了招商银行上海分行等新客户，预计这些新客户会在2011年及以后在客户所在的行业中形成较好的示范效应，为公司的业务增长带来机会。
- 行业应用升温，公司加大行业定制开发力度：**将多媒体通信技术与行业业务深度结合的应用模式正在持续升温，远程医疗、远程定损、远程教育的应用重塑了相关行业的传统业务模式。针对这一变化，公司拟在2011年加大行业定制开发力度，采取与国家政府部委、军队、消防武警、海关、金融等深入合作定制开发的多种方式，探索适合特定行业市场多媒体通讯商业模式。
- 保持核心技术的领先优势：**2010年6月，公司旗下产品全面支持H.264 High Profile视频压缩技术，该技术可在节省50%带宽的情况下实现同等质量的视频压缩，也可帮助用户在同等带宽条件下，构建更大规模、更高质量的视频通讯系统。
- 盈利预测与投资建议：**基于高送转预期，公司股价前期走势较强。在高送转方案公布后，公司面临一定的回调压力。下调公司2011、2012年EPS至1.7和2.39元，从估值来看，公司2011年的PE已达45倍，下调评级至“增持-B”，目标价89元。但考虑到公司是行业内少数的掌握核心技术的企业，并且其业务模式具备较大弹性，我们仍然看好公司的长期发展前景。
- 风险提示：**国内市场竞争的风险；技术市场化风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	101.7	103.4	147.8	215.7	336.7
Growth(%)	28.1%	1.7%	42.9%	45.9%	56.1%
净利润	43.9	48.4	68.1	95.7	143.7
Growth(%)	59.2%	10.3%	40.7%	40.5%	50.2%
毛利率(%)	76.0%	70.7%	74.2%	76.5%	76.9%
净利润率(%)	43.2%	46.8%	46.1%	44.4%	42.7%
每股收益(元)	1.10	1.21	1.70	2.39	3.59
每股净资产(元)	2.91	20.46	20.15	21.82	24.34
市盈率	77.5	70.2	49.9	35.5	23.7
市净率	29.2	4.2	4.2	3.9	3.5
净资产收益率(%)	37.7%	5.9%	8.5%	11.0%	14.8%
ROIC(%)	85.7%	73.5%	64.5%	85.4%	92.5%
EV/EBITDA	61.7	79.8	49.2	31.2	19.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.8%	1.3%

评级：

增持-B

上次评级： 增持-A

目标价格：

89.00 元

期限： 3 个月 上次预测： 94.50 元

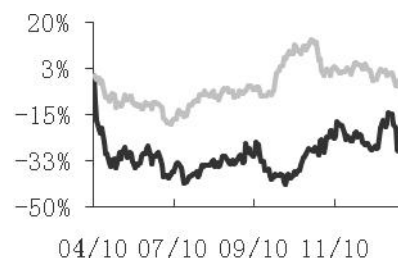
现价（2011 年 01 月 31 日）： 88.00 元

报告日期：

2011-02-01

总市值(百万元)	3,360.00
流通市值(百万元)	840.00
总股本(百万股)	40.00
流通股本(百万股)	10.00
12 个月最低/最高	59.00/114.68 元
十大流通股东(%)	19.10%
股东户数	5,372

12 个月股价表现



— 华平股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.61	35.09	(12.91)
绝对收益	12.68	24.93	(18.14)

侯利

 021-68763972
执业证书编号

行业分析师

 houli@essence.com.cn
S1450209070220

报告联系人

胡又文

 021-68766271
huyw@essence.com.cn

前期研究成果

华平股份：大客户战略收效显著

2010-09-14

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011/1/31		
							2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	101.7	103.4	147.8	215.7	336.7	营业收入增长率	28.1%	1.7%	42.9%	45.9%	56.1%
减: 营业成本	24.4	30.3	38.1	50.7	77.8	营业利润增长率	55.4%	3.9%	64.2%	48.0%	52.3%
营业税费	1.5	1.4	2.2	3.1	4.9	净利润增长率	59.2%	10.3%	40.7%	40.5%	50.2%
销售费用	17.9	17.3	24.5	35.6	55.2	EBITDA 增长率	53.6%	-16.9%	63.8%	56.3%	57.9%
管理费用	19.8	22.9	29.0	41.8	65.0	EBIT 增长率	55.4%	-20.7%	79.5%	57.5%	58.6%
财务费用	-0.1	-9.4	-10.8	-11.0	-11.4	NOPLAT 增长率	59.1%	-10.8%	49.8%	47.0%	55.5%
资产减值损失	0.3	1.5	0.4	0.1	-0.1	投资资本增长率	4.0%	70.8%	11.0%	43.5%	55.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	60.5%	602.6%	-1.5%	8.3%	11.5%
投资和汇兑收益	-	-	0.2	0.2	0.2						
营业利润	37.8	39.3	64.5	95.5	145.5	利润率					
加: 营业外净收支	11.5	14.8	12.0	12.0	16.0	毛利率	76.0%	70.7%	74.2%	76.5%	76.9%
利润总额	49.3	54.1	76.5	107.5	161.5	营业利润率	37.2%	38.0%	43.7%	44.3%	43.2%
减: 所得税	5.4	5.7	8.4	11.8	17.8	净利润率	43.2%	46.8%	46.1%	44.4%	42.7%
净利润	43.9	48.4	68.1	95.7	143.7	EBITDA/营业收入	39.6%	32.4%	37.1%	39.7%	40.2%
						EBIT/营业收入	37.1%	28.9%	36.3%	39.2%	39.8%
资产负债表						运营效率					
货币资金	63.4	727.6	717.2	745.7	776.2	固定资产周转天数	45	49	30	16	10
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	125	174	177	170	175
应收账款	30.6	49.1	37.5	66.0	115.1	流动资产周转天数	313	1,592	1,947	1,377	973
应收票据	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	81	110	83	61	70
预付账款	1.8	2.2	2.2	2.2	2.3	存货周转天数	47	57	59	54	52
存货	11.6	21.1	27.2	37.5	59.7	总资产周转天数	373	1,669	2,004	1,413	995
其他流动资产	0.0	7.3	7.3	7.3	7.3	投资资本周转天数	184	250	233	205	197
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	37.7%	5.9%	8.5%	11.0%	14.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	34.8%	5.8%	8.4%	10.9%	14.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	85.7%	73.5%	64.5%	85.4%	92.5%
固定资产	13.2	15.1	9.7	9.6	9.5	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	17.6%	16.7%	16.6%	16.5%	16.4%
无形资产	5.0	5.8	5.5	5.2	4.9	管理费用率	19.5%	22.2%	19.7%	19.4%	19.3%
其他非流动资产	0.5	0.8	6.1	6.5	6.8	财务费用率	-0.1%	-9.1%	-7.3%	-5.1%	-3.4%
资产总额	125.9	833.0	812.6	880.1	981.8	三费/营业收入	37.0%	29.8%	28.9%	30.8%	32.3%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付账款	1.8	2.7	2.4	2.9	4.0	资产负债率	7.5%	1.8%	0.8%	0.8%	0.8%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	8.1%	1.8%	0.8%	0.8%	0.8%
其他流动负债	6.1	10.7	7.6	7.7	7.9	流动比率	11.70	56.60	129.15	129.06	124.32
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	10.44	55.12	124.72	123.43	116.59
其他非流动负债	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	利息保障倍数	-292.10	-3.19	-4.95	-7.70	-11.75
负债总额	9.5	14.7	6.6	7.1	8.2	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	-	0.51	0.72	1.08
股本	30.0	40.0	40.0	40.0	40.0	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	86.5	778.3	766.0	832.9	933.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.8%	1.3%
股东权益	116.5	818.3	806.0	872.9	973.6						
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	43.9	48.4	68.1	95.7	143.7	EPS(元)	1.10	1.21	1.70	2.39	3.59
加: 折旧和摊销	3.0	4.2	1.1	1.2	1.2	BVPS(元)	2.91	20.46	20.15	21.82	24.34
资产减值准备	0.3	1.5	0.4	0.1	-0.1	PE(X)	77.5	70.2	49.9	35.5	23.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	29.2	4.2	4.2	3.9	3.5
财务费用	0.2	0.0	7.3	-10.8	-11.0	P/FCF	81.2	314.3	58.5	65.6	53.3
投资收益	-	-	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	33.4	32.9	23.0	15.8	10.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	61.7	79.8	49.2	31.2	19.6
营运资金的变动	-0.0	-47.2	-0.5	-38.4	-70.0	CAGR(%)	29.7%	43.7%	44.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	45.3	20.0	58.1	47.4	63.2	PEG	2.6	1.6	1.1	-0.4	-0.2
投资活动产生现金流量	-4.5	-511.0	-0.9	-0.9	-0.9	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-0.0	653.4	-69.6	-17.7	-31.7	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034