

高层变动有利推进资产注入

事件：

公司召开第四届董事会第十六次会议，选举于滨先生为第四届董事会董事长，聘任於亮先生为公司新任总经理。

研究结论：

- **新任董事长和总经理的经历更有利于推进公司资产注入。**公司新任董事长于滨先生原先担任航天科工集团总经理助理，新任总经理於亮先生之前担任航天一院院长、党委书记。两位新领导都来自集团层面，在整合集团资源方面更有优势，有利于资产注入的推进以及注入后业务的整合。
- **增值税税控业务可能超预期，变更募投项目显示公司对于税控业务信心。**公司防伪税控系统发卡量持续保持快速增长，全年销量很可能超市场预期，同时公司前期公告拟将 IPO 募投项目中数字技术开发中心建设项目的剩余募集资金约 1.38 亿元投入于税务信息化产品开发及产业化项目，重点投入于汉字防伪技术、金税盘、加解密服务器、开票服务器、普通发票终端和税务信息化集成解决方案等多种税务产品的研发试制及产业化。预期这些项目在五年内将为公司带来 16.8 亿收入和 4.4 亿利润总额，显示了公司对增值税扩围的信心。
- **软件和渠道销售业务全年高增长确定性较高。**公司上半年增长主要动力来自于渠道销售业务和软件业务收入的快速增长以及毛利率的提升。软件业务和渠道销售业务在公司上半年整体毛利增长中的贡献分别高达 35.75% 和 27.12%。公司上半年渠道销售业务仅完成全年计划的 40%，同时近期华迪公司顺利通过 CMMIL3 评估认证，具备走向国际市场的通行证，我们预计全年软件和渠道销售业务将维持上半年的高增长。
- **税控收款机与 IC 卡业务保持快速良好增长势头。**公司上半年税控收款机业务收入同比增长高达 56.26%，只是由于基数较小，对公司整体收入增长的贡献较小，但是这一高增长验证了我们关于 2011 年统一发票将推动公司税控收款机业务高增长的判断。同时公司 IC 卡业务收入和毛利率继续同步提升，在公司整体毛利增长中的贡献达到 15.90%，仅次于软件和渠道销售业务，我们预测未来随着粮食流通安全系统的建设，IC 卡（物联网）业务将成为公司未来业绩增长的重要动力。
- **调整带来买入良机，维持“买入”评级。**我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别是 1.14、1.44、1.85 元，维持 12 个月目标价 34.2 元和“买入”评级。
- **风险因素：**政策风险和市场竞争风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

周军

执业证书编号：S0860210060004

联系人

张乐

8621 × 63325888-6098

zhangle@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2011 年 10 月 11 日）	25.91 元
目标价	34.20 元
总股本/A 股（万股）	9.23/9.23
国家/地区	中国
行业	计算机
报告日期	2011 年 10 月 11 日

股价表现



财务预测

(百万元)

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9,451	11,600	14,050	16,823
同比(%)	26%	23%	21%	20%
归属母公司净利润	908	1,051	1,329	1,709
同比(%)	49%	16%	26%	29%
毛利率(%)	24%	23%	23%	24%
ROE(%)	22%	20%	20%	21%
每股收益(元)	0.98	1.14	1.44	1.85

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5,338	6,803	8,546	11,100	营业收入	9,451	11,600	14,050	16,823
现金	3,745	4,686	6,105	8,167	营业成本	7,208	8,936	10,772	12,778
应收账款	468	581	711	842	营业税金及附加	97	119	144	172
其它应收款	77	147	162	181	营业费用	249	306	371	444
预付账款	208	306	333	400	管理费用	607	731	843	942
存货	670	885	991	1,210	财务费用	-30	-30	-38	-51
其他	170	199	244	301	资产减值损失	42	42	42	42
非流动资产	1,161	1,012	1,292	1,197	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	66	66	66	66	投资净收益	9	-	-	-
固定资产	797	726	1,012	921	营业利润	1,287	1,495	1,916	2,495
无形资产	105	100	95	91	营业外收入	110	135	142	155
其他	193	120	119	119	营业外支出	7	15	22	28
资产总计	6,499	7,815	9,838	12,297	利润总额	1,391	1,615	2,036	2,622
流动负债	1,588	1,560	1,884	2,159	所得税	231	271	338	438
短期借款	8	4	6	5	净利润	1,160	1,344	1,698	2,185
应付账款	355	447	571	649	少数股东损益	252	293	369	476
其他	1,225	1,109	1,307	1,505	归属于母公司净利润	908	1,051	1,329	1,709
非流动负债	49	49	49	49	EBITDA	1,335	1,543	1,964	2,540
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	0.98	1.14	1.44	1.85
其他	49	49	49	49	主要财务比率				
负债合计	1,637	1,609	1,934	2,208	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	673	966	1,335	1,811	成长能力				
股本	923	923	923	923	营业收入	26.2%	22.7%	21.1%	19.7%
资本公积	229	229	229	229	营业利润	38.6%	16.1%	28.2%	30.2%
留存收益	3,037	4,088	5,417	7,126	净利润	48.7%	15.8%	26.5%	28.6%
归属母公司股东权益合计	4,189	5,240	6,569	8,278	获利能力				
负债和股东权益	6,499	7,815	9,838	12,297	毛利率	23.7%	23.0%	23.3%	24.0%
现金流量表					净利率	14.0%	9.6%	9.1%	9.5%
单位:百万元					ROE	21.7%	20.1%	20.2%	20.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	21.5%	19.6%	19.8%	20.2%
经营活动现金流	1,098	915	1,745	2,012	偿债能力				
净利润	1,160	1,344	1,698	2,185	资产负债率	25.2%	20.6%	19.7%	18.0%
折旧摊销	77	77	86	95	流动比率	336.2%	436.2%	453.5%	514.2%
财务费用	1	-30	-38	-51	速动比率	294.0%	379.5%	400.9%	458.1%
投资损失	-9	-	-	-	营运能力				
营运资金变动	-164	-542	-1	-217	总资产周转率	1.6	1.6	1.6	1.5
其它	34	66	-0	0	应收账款周转率	22.0	22.1	21.8	21.7
投资活动现金流	-207	7	-367	-0	应付账款周转率	20.5	22.3	21.2	20.9
资本支出	-211	6	-367	-0	每股指标 (元)				
长期投资	-	-	-	-	每股收益	1.0	1.1	1.4	1.9
其他	4	1	-	-	每股经营现金流	1.2	1.0	1.9	2.2
筹资活动现金流	-386	19	40	50	每股净资产	4.5	5.7	7.1	9.0
短期借款	8	-4	2	-1	估值比率				
长期借款	-	-	-	-	P/E	27.0	23.3	18.4	14.3
普通股增加	-	-	-	-	P/B	5.8	4.7	3.7	3.0
资本公积增加	-2	-	-	-	EV/EBITDA	15.5	13.4	10.6	8.2
其他	-392	23	38	51					
现金净增加额	505	941	1,419	2,061					

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn