

2011年12月27日

TMT--计算机软件服务

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 12.53

目标价(元): 20.50

天源迪科(300047)

行权条件保留，坚定未来发展信心

投资评级: A--买入(重申)

TMT 组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

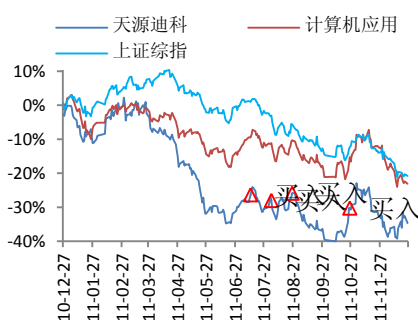
联系人: 陈筱

电话: 021-33938376

公司基本数据

总股本(万股)	15690.00
流通 A 股/B 股(万股)	5550.00/0.00
资产负债率(%)	1.60
每股净资产(元)	6.36
市净率(倍)	1.97
净资产收益率(加权)	3.79
12 个月内最高/最低价	30.1/11.35

股价走势图



相关研究报告

- 1 《转型期盈利受压，网络服务价值仍可期》，2011.10.26
- 2 《费用增长暂拖累业绩，未来有望提盈利》，2011.08.26
- 3 《客户与融资渠道助收购企业搭上华为顺风车》，2011.08.04
- 4 《股权激励计划出炉，凸显稳健增长信心》，2011.07.13

◎事项:

◆**股权激励计划草案修订案通过。**天源迪科（300047）12月26日通过了股权激励计划草案修订案，基本上保留了公司7月12日股权激励计划草案的内容：向激励对象授予520万份股票期权，占公司总股本的3.31%。行权价格为13.72元。首次授予的股票期权自本期激励计划首次授权日起满12个月后将，激励对象应在未来36个月内分三期分别行权获授期权的20%，35%和45%。、主要行权条件为2011-2013年相对于2010年的净利润增长率分别不低于25%、57%、96%，净资产收益率不低于7.5%、8.8%、10.2%。

◎主要观点:

◆**稳健均衡的行权条件维持不变，显公司发展信心。**股权激励计划修订案维持了草案中的行权条件、授权范围及行权价格。按照行权条件，2011-2013年间公司净利润的复合增长率要达到25.15%的水平，高于公司过去3年的复合增速，且持续时间较长，反映了公司对于业绩持续向上的信心，且公司设定的行权期间各年的增速均保持在25%左右的水平。在电信行业投资并不景气的当下，仍维持高速稳健增长的行权条件，凸显了公司管理层对于前景的充分把握与信心。

◆**激励范围广泛，充分保障核心管理和技术团队稳定。**此次的激励对象达106人，包括高级管理人员5名；核心管理、技术及业务人员及其他相关人员101人。加之公司上市之前已持股的6名高管，对公司未来发展及业绩稳定发展具有重要影响的高层管理人员已经基本覆盖。上市以来公司进行了一系列的收购整合，分别从横向与纵向对自身的产业链进行了延展。扩张的业务规模对公司的管理、团队协作与技术整合均提出了较高的要求。因此，该次计划可通过稳定核心团队为公司的外延扩张期提供较为有利的成长保障。

◆**成本适中，业绩影响有效。**假设全部激励对象在各行权期内全部行权，股权激励计划在限制性股票授予日当年、第2年和第3年分别产生管理费用为998.04万元、617.83万元和285.15万元，大约会使净利润减少了5%-10%。对公司的经营业绩较为有限，因此不会影响公司未来三年的稳健发展。所以此次股权激励计划对公司具有更多的正面影响。

	2009A	2010A	2011Q3	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	246.31	247.26	205.13	345.66	454.55	570.46
同比增速(%)	12.35	0.38	43.57	39.80	31.50	25.50
净利润(百万)	57.30	62.19	38.25	96.26	130.04	158.05
同比增速(%)	36.56	8.54	5.39	54.80	35.08	21.54
毛利率(%)	46.61	59.47	55.12	61.30	62.70	67.70
每股盈利(元)	0.37	0.40	0.24	0.61	0.82	1.01
ROE(%)	25.90	6.32	3.79	9.17	11.29	12.43
PE(倍)				20.54	15.28	12.41

移动互联网市场把握新空间，外延式扩张进展良好。目前国内 3G 用户渗透率已经达到 10%，按照国际电信行业规律，中国市场 3G 用户将进入规模化发展阶段，而整个移动互联网产业链也将迎来井喷式发展。由于移动互联网融合了多种技术和通信、互联网、计算机软硬件、商业等产品，其产业链结构更趋复杂和多元，这也给众多的中小型公司带来了发展机遇。在这种背景下，公司利用上市带来的资金优势进行了一系列外延式扩张，10 年并购了广州易杰开拓了其下游的移动互联网业务；11 年初通过收购汇巨信息 40% 的股权以布局三网融合市场，进军广电行业的业务支撑系统；同时收购易星信息 51% 的股权，以开拓金融保险行业的 IT 服务市场；8 月份有收购了金华威数码 45% 的股权，借以通过互联网电子商务平台与众多的 IT 系统集成商和行业客户建立长期协作的伙伴关系。随着移动网络、终端的进一步完善及政府相应政策的出台，具有全面先发布局优势的公司实现高成长概率较高。

看好长期价值，维持买入。虽然目前公司正处于拓展领域的转型期，盈利能力暂时受到压制，但我们持续看好公司强大的营销能力、优质的产品和服务质量以及在移动互联网服务领域明显的先发优势。此次股权激励计划的顺利实施也将为公司持续稳健的成长奠定更多的基础。维持盈利预测，公司 2011-2013 年可实现 EPS 分别为 0.61 元、0.82 元和 1.01 元。目前公司的股价低于行权价格已经低于行权价格，分别对应 2011-2013 年 20.54 倍、15.28 倍和 12.41 倍 PE。给予其合理价位为 20.50 元，对应 12 年 25 倍 PE，维持买入评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	824.86	893.06	973.75	1058.99
现金	679.86	780.94	731.79	842.78
应收账款	124.87	85.60	218.68	177.38
其它应收款	3.87	9.18	8.96	13.55
预付账款	4.77	3.18	6.02	7.07
存货	2.07	9.41	3.17	10.23
其他	9.42	4.75	5.12	7.99
非流动资产	219.75	223.04	256.37	296.78
长期投资	2.44	2.25	2.00	1.67
固定资产	78.73	87.20	99.49	115.53
无形资产	107.48	120.68	138.39	158.94
其他	31.11	12.92	16.49	20.64
资产总计	1044.62	1116.10	1230.12	1355.77
流动负债	22.12	26.68	33.98	35.11
短期借款	0.00	10.00	10.00	6.67
应付账款	8.05	10.79	11.90	18.58
其他	14.07	5.89	12.08	9.86
非流动负债	4.20	2.80	3.73	3.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.20	2.80	3.73	3.58
负债合计	26.32	29.48	37.71	38.69
少数股东权益	10.25	13.68	18.32	23.95
归属母公司股东权益	1008.05	1072.94	1174.09	1293.13
负债和股东权益	1044.62	1116.10	1230.12	1355.77

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	26.56	132.90	21.96	209.57
净利润	64.41	99.70	134.67	163.69
折旧摊销	13.61	17.62	21.69	26.62
财务费用	-11.33	-12.10	-11.86	-11.42
投资损失	0.56	0.19	0.25	0.33
营运资金变动	-41.33	27.45	-122.55	30.21
其它	0.63	0.05	-0.24	0.15
投资活动现金流	-166.83	-21.15	-55.02	-67.51
资本支出	150.23	4.93	32.40	41.04
长期投资	-2.44	0.19	0.25	0.33
其他	-19.04	-16.03	-22.37	-26.13
筹资活动现金流	718.99	-10.68	-16.09	-31.08
短期借款	-20.00	10.00	0.00	-3.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	738.99	-20.68	-16.09	-27.75
现金净增加额	578.71	101.08	-49.15	110.99

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	247.26	345.66	454.55	570.46
营业成本	100.21	133.77	169.55	212.78
营业税金及附加	3.43	2.40	3.32	5.35
营业费用	10.90	18.67	20.00	25.10
管理费用	72.71	90.05	121.14	153.74
财务费用	-11.33	-12.10	-11.86	-11.42
资产减值损失	0.77	1.92	2.51	2.70
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.56	-0.19	-0.25	-0.33
营业利润	69.99	110.77	149.64	181.87
营业外收入	0.94	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	70.69	110.77	149.64	181.87
所得税	6.28	11.08	14.96	18.19
净利润	64.41	99.70	134.67	163.69
少数股东损益	2.22	3.43	4.64	5.64
归属母公司净利润	62.19	96.26	130.04	158.05
EBITDA	63.90	106.79	149.24	185.38
EPS（元）	0.40	0.61	0.82	1.01

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	0.38%	39.80%	31.50%	25.50%
营业利润	15.95%	58.26%	35.08%	21.54%
归属母公司净利润	8.54%	54.80%	35.08%	21.54%
获利能力				
毛利率	59.47%	61.30%	62.70%	62.70%
净利率	26.05%	28.84%	29.63%	28.69%
ROE	6.32%	9.17%	11.29%	12.43%
ROIC	4.53%	7.39%	9.66%	10.96%
偿债能力				
资产负债率	2.52%	2.64%	3.07%	2.85%
净负债比率	0.00%	0.92%	0.84%	0.51%
流动比率	37.29	33.47	28.66	30.16
速动比率	37.20	33.11	28.57	29.87
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.32	0.39	0.44
应收账款周转率	2.37	3.28	2.99	2.88
应付帐款周转率	12.75	14.20	14.94	13.96
每股指标(元)				
每股收益	0.40	0.61	0.82	1.01
每股经营现金	0.25	0.85	0.14	1.33
每股净资产	9.64	6.86	7.55	8.33
估值比率				
P/E	-	20.54	15.28	12.41
P/B	-	1.83	1.66	1.50
EV/EBITDA	30.41	21.82	15.98	12.28

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。