

注意过高估值的风险 ——部分重点公司情况跟踪

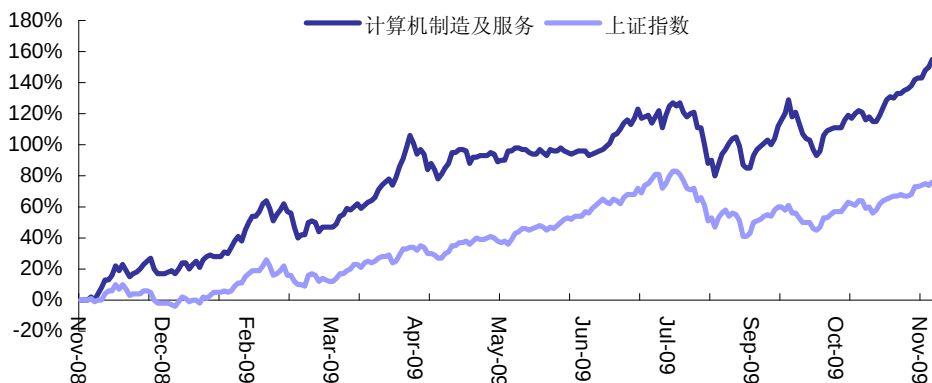
行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

- 近期我们走访卫士通、川大智胜和恒生电子，将调研中了解到的一些情况整理如下。
- 卫士通 09 年前三季度的收入为 1.4 亿元。目前公司握有较多订单，影响全年收入的主要因素是订单执行速度。我们预计今年公司的收入可以达到预期的 2.86 亿元的水平。
- 据《二十一世纪经济报道》报道，卫士通将投资建设安全电子支付服务平台。据了解，此业务还在前期准备阶段。商业推广是第三方独立支付平台提供商面临的重大课题。
- 根据公司公告，川大智胜公司 09 年全年净利润比上年增长 30% 以内。公司未能中标南京和哈尔滨空管自动化系统空管系统并非是开放式竞争型市场，而是一种管理的竞争。三家国内主用设备提供商未来的市场份额会比较均匀。在贵阳和呼和浩特项目中川大智胜的中标概率增大。不过，即使川大智胜中标，由于空管项目的实施周期较长，对今年业绩几无影响。
- 我们确认恒生电子所面向的三个主要市场（证券、基金和银行）的 IT 投入未来会保持稳定，恒生电子在行业内的领先优势会逐步扩大。我们判断未来三年内公司的软件及服务业务收入的可持续增长速度约为每年 20% 至 30%，盈利能力不会显著下降。在 11 月 16 日的调研报告中我们提及恒生电子申报的“核高基”项目已获通过，经核实工信部尚未公布“核高基”中标名单。
- 近期软件板块涨幅较大，截止至 11 月 23 日，申万 II 级计算机应用板块的 2009 年市盈率为 42.49 倍，沪深 300 指数的 2009 年市盈率为 22.27 倍，前者较后者高 90.8%。前者的 2010 年市盈率较后者高 94.2%。2010 年主要软件公司的收入增长确定性较高，但是投资者应注意目前过高估值所隐藏的风险。

最近 52 周股价表现



分析师
龚浩
 021-5010 6003
 gonghao@lhqz.com

张熙
 021-5010 6026
 zhangxi@lhqz.com

近期我们走访卫士通、川大智胜和恒生电子，将调研中了解到的一些情况整理如下。

卫士通

2009 年前三季度的收入为 1.4 亿元，如果要完成董事会在年初定下的 3 亿元的 2009 年收入目标，则第四季度需完成近 1.6 亿元收入。我们的预测是全年收入 2.86 亿元，如此第四季度的收入亦需达到 1.4 亿元，为前三季度之和。

卫士通收入的季节性很强，第四季度的收入占全年收入一半左右。2007 年和 2008 年的第四季度收入分别占当年收入 42.2% 和 55.1%。如果达到我们所预期的全年 2.86 亿元收入，则今年第四季度收入占今年全年 49.6%。

目前公司握有较多的订单，影响全年收入的主要因素是订单执行速度。我们预计今年公司的收入可以达到预期的 2.86 亿元的水平。

今年公司承接的分级保护¹项目较多，未来等级保护²市场真正启动后则有较大的机会。

据《二十一世纪经济报道》报道³，卫士通将投资 0.5 亿元建设支持手机、PC、POS、DTV 等接入，支持 B2B、B2C 电子商务应用的安全电子支付服务平台。据了解，此业务还在前期准备阶段。

我们注意到 2008 年 10 月上海瀚银信息技术有限公司与中国银联发布手机支付业务“手付通”。手付通在移动终端上运行，由手付通应用程序和魔盾卡组成。用户通过应用程序可以完成银行卡之间的转账、缴纳公用事业费、游戏充值、订票、彩票投注等业务；魔盾卡是一个基于手机存储卡（SD 卡）的 IC 加密芯片。所有交易都从用户的手机发起，交易信息由手机端软件从加密智能卡芯片获取，以加密方式保存，通过 GPRS 网络发送到银联平台。在从加密芯片到银联平台之间的任何一点，信息即使被截获，也因无法解密而没有用处。魔盾卡的售价为 188 元，用户需要到瀚银科技在上海的 14 个网点购买并办理开通手续。

卫士通如果要从事与手付通相似的业务，加密技术和与银联的合作关系是其优势。商业推广是第三方独立支付平台提供商面临的重大课题。瀚银科技在上海设立实体门店销售加密 SD 卡，如果要在全国推广则成本浩大。

在三季报中卫士通预计 2009 年全年净利润比上年增长 30% 以内。我们预计 2009 年至 2011 年公司收入分别为 2.86、3.63 亿和 4.61 亿元，净利润分别为 4517、5580 以及 7098 万元，对应每股收益分别为 0.56 元、0.69 元和 0.88 元。我们认为基于手机的电子支付平台有巨大的市场潜力，但是其业务模式尚未固定，

¹ 我国的国家秘密分为秘密、机密、绝密三级，涉密信息系统也按照秘密、机密、绝密三级进行分级管理，其防护水平不低于国家信息安全等级保护三、四、五级的要求。分级保护是国家信息安全等级保护的重要组成部分，是等级保护在涉密领域的具体体现。

² 2003 年，中办、国办转发《国家信息化领导小组关于加强信息安全保障工作的意见》（中办发〔2003〕27 号），提出实行信息安全等级保护，建立国家信息安全保障体系的明确要求。信息系统的安全保护等级分为五级，第五级为最高保护等级。

³ 李昱，切入 3G 成都电子商务欲弱中求胜，

http://e-news.21cbh.com/html/2009-09/18/content_106339.htm，最后访问 11/24/2009

竞争力亦不明朗，2010 年应无法对公司业绩产生实质影响。当前股价所对应 2009 年和 2010 年市盈率分别达到 59 倍和 48 倍，投资者应当注意估值过高的风险。

川大智胜

2009 年前三季度川大智胜的收入同比下降 12.1%，净利润同比增长 51.8%。公司预计 2009 年全年净利润比上年增长 30% 以内。

民航空管局在 9 月下旬公布南京和哈尔滨空管自动化系统招标结果，川大智胜未中标。2009 年 10 月份贵阳和呼和浩特又开始招标。8 月中标的成都民航空管科技发展有限公司隶属于民航总局二所，本次中标是该公司第一次中标供应主用空管系统。目前能够提供主用系统的有三家，除川大智胜外还有中国电子科技集团二十八所和民航总局二所。我们认为空管系统的市场并非是开放式竞争型市场，而是一种管理的竞争。三家国内主用设备提供商未来的市场份额会比较均匀。在贵阳和呼和浩特项目中川大智胜的中标概率增大。不过，即使川大智胜中标，由于空管项目的实施周期较长，对今年业绩几无影响。

川大智胜的车牌自动识别系统可以机动车牌照号码、车型和车标等信息，识别的车辆信息数据通过网络传输到各种应用系统使用。公司估计国内市场的容量达到 20 亿元，目前公司的累计销售金额达到 1 亿元，在北京、深圳、上海、广州和成都等城市得到应用。今年以来国内交通管理市场比较兴旺，川大智胜面临较好的机遇。

公司在空管领域内持续研发，上市后从事的研发项目有民航大型空管自动化主用系统、空中交通流量管理系统和低能见度下可视进近着陆系统等。未来这些产品面临规模更大的市场。

鉴于目前的订单和订单执行速度，我们将川大智胜的 2009 年收入从 1.5 亿元下调为 1.4 亿元，净利润从 4920 万元下调为 3860 万元，每股收益为 0.62 元。维持 2010 年的收入预测，即 2.3 亿元，下调 2010 年的净利润预测，从 7920 万元下调为 5720 万元，对应每股收益 0.92 元。

当前股价所对应 2009 年和 2010 年市盈率分别达到 59 倍和 40 倍，投资者应当注意估值过高的风险。

恒生电子

国内资本市场的信息系统投资每 3 至 5 年是一个周期，2008 年下半年开始新一轮新的周期。在新的信息系统建设周期中，系统架构升级（升级为 SOA 架构）和应用丰富（衍生品和账户系统等新应用）是主要动力。

2005 年至 2007 年恒生电子收入年均增长 55.5%，得益于大熊市之后证券行业的 IT 投资恢复性增长。2005 年之前的大熊市中很多证券公司倒闭，今后的熊市中证券公司大面积倒闭的现象不太可能出现，而且恒生电子的业务结构中银行和基金占收入的比重比 2005 年之前大幅提高，因此恒生电子未来的业绩波动会低于国内 A 股市场投资收益率的波动。

由于在财务管理的 IT 解决方案上坚持长期投入,恒生电子在基础架构的研发上已经领先竞争对手。它在证券公司现有核心系统(即集中交易系统)上没有与竞争对手拉开差距,但是在证券公司新业务的 IT 系统研发上已有领先优势。未来当客户升级系统架构时,恒生电子目前的潜在技术优势就会转化为业绩。

从调研中我们确认恒生电子所面向的三个主要市场(证券、基金和银行)的 IT 投入未来会保持稳定,恒生电子在行业内的领先优势会逐步扩大。我们判断未来三年内公司的软件及服务业务收入的可持续增长速度约为每年 20%至 30%,盈利能力不会显著下降。

在 11 月 16 日的调研报告中我们提及恒生电子申报的“核高基”项目已获通过,经核实工信部尚未公布“核高基”中标名单。

预计 2009、2010 和 2011 年恒生电子的收入为 7.2、8.7 和 10.6 亿元,净利润分别为 2.0、2.4 和 3.0 亿元,每股收益分别为 0.45、0.55 和 0.67 元。目前公司的 2010 年市盈率约为 34 倍,投资者应当注意估值过高的风险。

行业评级

近期软件板块涨幅较大,截止至 11 月 23 日,申万 II 级计算机应用板块的 2009 年市盈率为 42.49 倍,沪深 300 指数的 2009 年市盈率为 22.27 倍,前者较后者高 90.8%。前者的 2010 年市盈率较后者高 94.2%。2010 年主要软件公司的收入增长确定性较高,但是投资者应注意目前过高估值所隐藏的风险。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。