

2014年11月17日

东华软件 (002065.SZ)

收购至高通信 提升“云+端”整体解决方案能力

事件: 公司拟向章云芳、刘玉龙等9名交易对方发行股份及支付现金购买至高通信100%股权,对价8亿元,对应2014年承诺净利润11.7倍PE;同时拟向不超过10名特定投资者非公开发行股份募集配套资金2亿元。

点评:

- **至高通信是国内领先的行业移动信息化解决方案提供商。**至高通信主要向银行、军警和政府等行业客户提供移动信息化的解决方案,客户包括交通银行、农业银行、浦发银行、新华社、中国科学院信息工程研究所、成都三零瑞通、北京北斗星通等知名企事业单位,客户资源丰富稳定。至高通信原股东承诺2014-2017年扣非净利润分别不低于6840、8438、10544、12653万元。
- **先发优势明显,新产品极具市场前景。**作为国内最早的一批专业从事移动信息化解决方案服务的企业,至高通信在移动信息化领域竞争力极强,储备了大量新产品,如与中国科学院信息工程研究所合作的海云安全智能终端项目、与国防科技大学电子科学与工程学院合作的“军用智能手持式读写终端”项目、以及自主开发的北斗一二代一体机等。此外,还与国产芯片厂商展开密切合作,从芯片的底层对信息进行加密,实现密文的信息传输。考虑到目前行业级移动信息化产品仍处于发展初期,至高产品拥有明显的先发优势,且面向的主要是军工行业,市场前景广阔。
- **协同效应强,显著提高公司“云+端”整体解决方案能力。**公司收购至高通信的协同效应主要体现在:一方面,至高通信主要面向金融、军警、政府等领域,与公司原有客户群体具有较强的协同性;另一方面,至高通信在移动终端产品上实力较强,可以提升公司在终端方面的服务能力,使其拥有了“云+端”的整体解决方案,利于其在传统优势的金融、医疗、电力、能源、教育等行业进行业务拓展。
- **投资建议:**收购至高通信将显著增厚公司利润,同时将其业务延伸至军警领域,并显著提高“云+端”的整体解决方案能力。我们调整2014-2015年备考EPS至0.73元和0.94元。公司停牌期间申万计算机指数上涨21%,公司当前股价对应2014、2015年PE仅为24和18倍,在板块中处于最低位,维持“买入-A”评级,6个月目标价25元。

➤ **风险提示:** 管理风险、整合风险、新产品不达预期风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,491.4	4,422.9	6,089.1	7,745.3	9,860.6
净利润	569.2	770.9	1,092.9	1,415.6	1,817.6
每股收益(元)	0.38	0.51	0.73	0.94	1.21
每股净资产(元)	2.52	3.49	3.83	4.59	5.44
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	45.2	33.3	23.5	18.2	14.1
市净率(倍)	5.3	4.9	4.5	3.7	3.2
净利润率	16.3%	17.4%	17.9%	18.3%	18.4%
净资产收益率	20.6%	20.8%	19.0%	20.6%	22.3%
股息收益率	1.2	1.0	0.9%	1.1%	2.1%
ROIC	29.0%	32.1%	33.1%	26.6%	28.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

系统集成及IT咨询

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

25.00元

股价(2014-11-17)

17.14元

交易数据

总市值(百万元)	25,215.71
流通市值(百万元)	22,661.33
总股本(百万股)	1,511.14
流通股本(百万股)	1,322.18
12个月价格区间	16.27/45.72元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-22.73	-66.98	-29.48
绝对收益	-17.60	-58.23	-20.28

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-68766271

报告联系人

汤扬扬

021-68765335

tangyy@essence.com.cn

相关报告

业绩符合预期 三季度增长提速——东华软件2014年三季度报点评	2014-10-30
业绩低于预期 下半年有望提速——东华软件2014年中报点评	2014-08-29
行业龙头开创智慧城市运营模式先河	2014-05-28

一、并购标的主营业务介绍：

至高通信是国内领先的行业移动信息化解决方案提供商。至高通信主营业务是以定制化、专业化的移动终端及应用软件为载体，协助客户构建安全、高效的移动业务运营及管理平台。至高通信专注于金融、军警、政府等领域，深入挖掘客户需求，在国内率先成功推出了金融移动业务办理、警务稽查执法、军用特种移动通讯、政府移动舆情监测等多种解决方案。

客户资源丰富。客户包括交通银行、农业银行、浦发银行、苏州银行、新华社、中国科学院信息工程研究所、成都三零瑞通、北京北斗星通等知名企业事业单位，客户资源丰富稳定。

图 1：至高通信主营业务收入结构（分产品）

产品类型	2014 年 1-6 月		2013 年		2012 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
解决方案	6,178.84	56.55%	11,298.74	45.94%	4,571.92	59.18%
移动终端	3,941.00	36.07%	12,371.98	50.30%	2,698.01	34.92%
软件销售	806.63	7.38%	533.33	2.17%	456.00	5.90%
技术服务	-	-	390.06	1.59%	-	-
合计	10,926.47	100.00%	24,594.11	100.00%	7,725.93	100.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

业绩承诺：至高通信原股东承诺 2014-2017 年扣非净利润分别不低于 6840、8438、10544、12653 万元。

表 1：至高通信 2014-2017 年业绩承诺

年份	2014E	2015E	2016E	2017E
业绩承诺（万元）	6,840	8,438	10,544	12,653

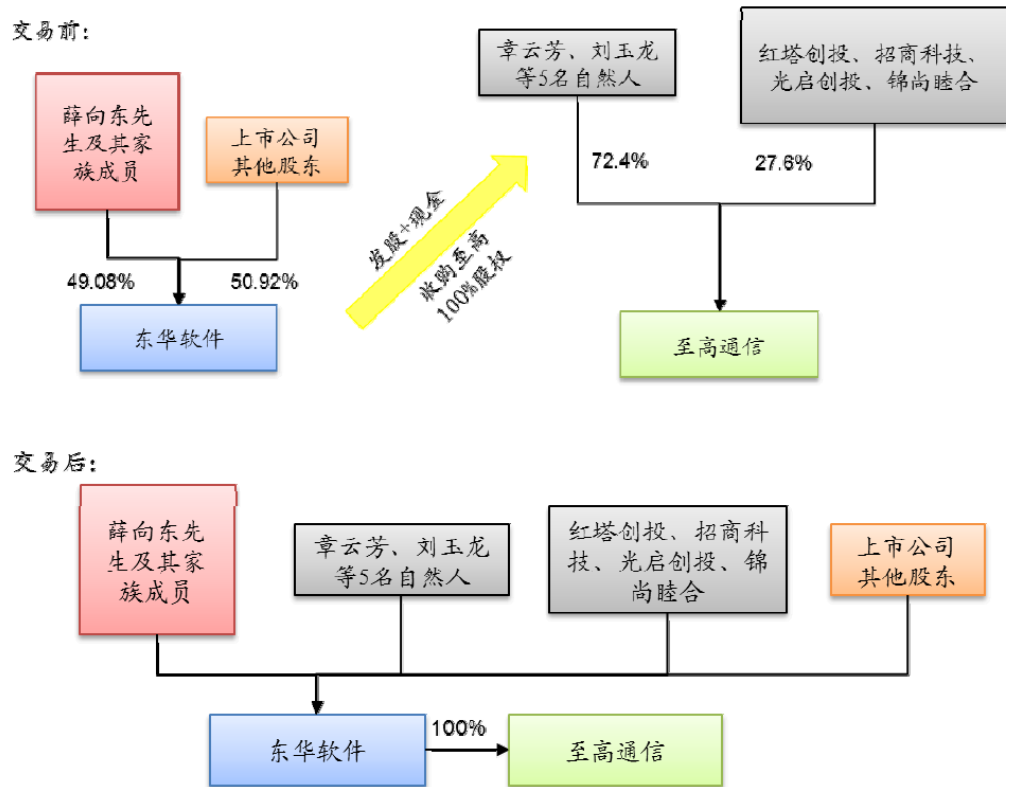
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

二、并购方案

公司拟向章云芳、刘玉龙、苏美娴、杨铭、李旭东、招商科技、红塔创投、光启创投、锦尚睦合 9 名交易对方发行股份及支付现金购买其合计持有的至高通信 100% 股权，股份数量合计 29,898,553 股，发行价格 18.73 元/股，对价 8 亿元，对应 2014 年承诺净利润 11.7 倍 PE；其中现金支付比例为 30%，股份支付比例为 70%。

同时，公司拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金 2 亿元，股份数量合计不超过 11,862,396 股，发行价格 16.86 元/股。

图 2：并购完成后至高通信股权结构变化



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：交易方案

股东	股权比例	总对价 (万元)	现金对价 (万元)	股份数 (股)
章云芳	58.92%	47,136.00	11,042.40	19,270,475
刘玉龙	4.00%	3,196.00	-	1,706,353
苏美娴	4.00%	3,196.00	958.8	1,194,447
杨铭	4.00%	3,196.00	958.8	1,194,447
深圳市招商局科技投资有限公司	5.10%	4,080.00	2,040.00	1,089,161
红塔创新投资股份有限公司	15.00%	12,000.00	6,000.00	3,203,416
深圳市光启松禾超材料创业投资合伙企业(有限合伙)	5.00%	4,000.00	2,000.00	1,067,805
新疆锦尚睦合股权投资有限合伙企业	2.50%	2,000.00	1,000.00	533,902
李旭东	1.50%	1,196.00	-	638,547
合计	100.00%	80,000.00	24,000.00	29,898,553
配套融资		20,000.00		11,862,396
总计		100,000.00		41,760,949

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3: 并购前后业绩情况

并购前	2012	2013	并购后	2014E	2015E	2016E
并购公司净利润	9.19	34.60	业绩补偿承诺净利润	68.40	84.38	105.44
并购公司净利润增速		276.51%	业绩补偿承诺净利润增速	97.71%	23.36%	24.96%
并购公司收入	92.50	303.23	母公司净利润	1024.53	1331.23	1712.16
并购公司收入增速		227.83%	合并后备考净利润	1092.93	1415.61	1817.60
			合并后备考 EPS	0.73	0.94	1.21

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月17日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,491.4	4,422.9	6,089.1	7,745.3	9,860.6	成长性					
减:营业成本	2,397.3	2,920.4	3,992.8	5,032.5	6,351.8	营业收入增长率	35.0%	26.7%	37.7%	27.2%	27.3%
营业税费	19.9	12.9	24.4	46.5	69.0	营业利润增长率	27.8%	40.8%	45.3%	31.2%	29.8%
销售费用	146.4	170.4	231.4	323.8	424.0	净利润增长率	35.2%	35.4%	41.8%	29.5%	28.4%
管理费用	336.7	443.4	608.9	774.5	986.1	EBITDA 增长率	29.8%	43.3%	42.0%	28.4%	27.6%
财务费用	14.0	37.7	30.4	25.2	18.0	EBIT 增长率	28.8%	43.9%	42.4%	30.0%	28.9%
资产减值损失	11.4	39.0	40.1	18.9	33.0	NOPLAT 增长率	36.1%	38.7%	38.6%	28.4%	27.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.1%	34.4%	59.8%	20.2%	24.9%
投资和汇兑收益	1.9	-	-	-	-	净资产增长率	22.0%	34.3%	54.8%	19.7%	18.5%
营业利润	567.6	799.0	1,161.2	1,524.0	1,978.7	利润率					
加:营业外净收支	48.5	54.7	53.2	48.9	40.9	毛利率	31.3%	34.0%	34.4%	35.0%	35.6%
利润总额	616.1	853.7	1,214.4	1,572.9	2,019.6	营业利润率	16.3%	18.1%	19.1%	19.7%	20.1%
减:所得税	46.9	82.9	121.4	157.3	202.0	净利润率	16.3%	17.4%	17.9%	18.3%	18.4%
净利润	569.2	770.9	1,092.9	1,415.6	1,817.6	EBITDA/营业收入	17.9%	20.2%	20.8%	21.1%	21.1%
						EBIT/营业收入	16.7%	18.9%	19.6%	20.0%	20.2%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	23	30	30	23	16
货币资金	476.0	1,301.6	1,572.8	1,540.1	1,445.4	流动营业资本周转天数	154	163	178	200	208
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	299	330	327	308	287
应收帐款	1,179.0	2,022.9	2,212.4	2,607.5	3,586.5	应收帐款周转天数	85	115	113	101	102
应收票据	71.1	23.5	133.5	169.8	216.1	存货周转天数	131	106	95	103	102
预付帐款	137.6	220.2	220.2	220.2	220.2	总资产周转天数	380	408	410	386	347
存货	1,339.8	1,260.6	1,969.0	2,481.8	3,132.4	投资资本周转天数	234	240	260	277	267
其他流动资产	-	64.3	64.3	64.3	64.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	20.6%	20.8%	19.0%	20.6%	22.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.2%	12.8%	13.9%	16.2%	17.7%
长期股权投资	40.6	38.9	41.0	41.0	41.0	ROIC	29.0%	32.1%	33.1%	26.6%	28.2%
投资性房地产	5.5	-	16.7	16.7	16.7	费用率					
固定资产	235.6	501.7	508.6	465.9	418.8	销售费用率	4.2%	3.9%	3.8%	4.2%	4.3%
在建工程	16.1	21.6	41.3	57.0	53.6	管理费用率	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
无形资产	16.4	68.5	64.0	59.8	55.9	财务费用率	0.4%	0.9%	0.5%	0.3%	0.2%
其他非流动资产	483.6	485.9	1,015.8	1,015.8	1,015.8	三费/营业收入	14.2%	14.7%	14.3%	14.5%	14.5%
资产总额	4,010.5	6,009.6	7,859.7	8,739.9	10,266.8	偿债能力					
短期债务	236.3	209.8	246.3	247.3	248.3	资产负债率	31.0%	38.2%	26.8%	21.2%	20.6%
应付帐款	269.7	364.7	361.0	455.0	574.3	负债权益比	45.0%	61.8%	36.7%	27.0%	25.9%
应付票据	116.6	214.6	164.1	206.8	261.0	流动比率	2.57	3.21	4.39	4.59	5.04
其他流动负债	527.1	598.2	530.4	530.4	530.4	速动比率	1.50	2.38	2.99	2.98	3.22
长期借款	-	-	700.0	310.0	390.0	利息保障倍数	41.55	22.17	39.18	61.40	110.83
其他非流动负债	-	768.5	2.8	2.8	2.8	分红指标					
负债总额	1,244.5	2,295.2	2,108.4	1,856.2	2,110.7	DPS(元)			0.15	0.19	0.36
少数股东权益	0.1	-	-	-	-	分红比率	18.6%	17.9%	20.0%	20.0%	30.0%
股本	690.0	694.3	1,499.7	1,499.7	1,499.7	股息收益率			0.9%	1.1%	2.1%
留存收益	2,076.0	3,020.2	4,251.5	5,384.0	6,656.3						
股东权益	2,766.0	3,714.4	5,751.3	6,883.7	8,156.1						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	569.1	770.8	1,092.9	1,415.6	1,817.6	EPS(元)	0.38	0.51	0.73	0.94	1.21
加:折旧和摊销	45.4	63.8	77.9	81.3	84.5	BVPS(元)			3.83	4.59	5.44
资产减值准备	11.4	39.0	40.1	18.9	33.0	PE(X)	45.2	33.3	23.5	18.2	14.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)			4.5	3.7	3.2
财务费用	6.5	12.8	38.3	30.4	25.2	P/FCF			-26.8	-396.7	91.3
投资损失	-1.9	-	-	-	-	P/S			4.2	3.3	2.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	18.6	12.9	20.0	15.5	12.3
营运资金的变动	-452.5	-632.7	-1,214.1	-826.3	-1,535.4	CAGR(%)	35.5%	33.1%	28.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	166.1	313.8	27.3	714.7	417.7	PEG	1.3	1.0	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-87.8	-383.1	-100.5	-50.1	-30.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-49.2	895.5	884.2	-697.3	-482.3	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 分析师声明

胡又文声明, 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。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034