



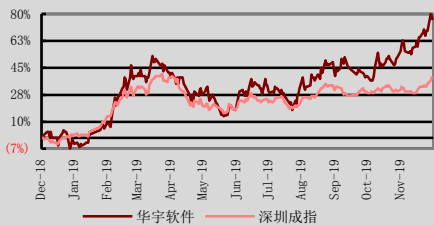
300271.SZ

买入

市场价格：人民币 26.30

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	76.4	12.8	25.5	78.1
相对深证成指	32.4	6.8	20.0	41.3

发行股数(百万)	809
流通股(%)	71
总市值(人民币 百万)	21,287
3 个月日均交易额(人民币 百万)	201
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
邵学	18

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以 2019 年 12 月 19 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

华宇软件

法院信息化龙头，信创新驱动显著

华宇软件是法院信息化软件龙头厂商，并在电子政务领域深耕多年，陆续收购万户网络和联奕科技进军政务办公自动化和教育信息化领域。公司连续 11 年在法院信息化市场占据份额第一位置，保持长期稳定增态势；信创领域迎来行业重大机遇，并已具备先发优势。首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- 公司是法院信息化龙头企业。根据《IDC 中国电子政务研究报告》，华宇软件已经连续 11 年在法院、检察院信息化领域市场占有率第一。过去 10 年公司保持归母净利润同比正增长，且增速普遍在 30% 以上，行业竞争力可见一斑。
- 在信创产业具备长期布局优势，进入首批集成厂商名录或先发优势。2015 年收购万户网络，成为国内最大的政务网络办公系统供应商之一。2016-2017 获评首批“信息系统集成及服务大型一级企业”，具备信息安全集成、运维、开发服务资质。2019 年公司和旗下 TAS、IM、输入法等产品获得更深入的政府客户需求。随着 2020 年政府在集成、OA 等相关领域的投入加大，预计公司该业务面临极高弹性，成为公司新的增长驱动力。而且由于需要和国产化软硬件适配，因此先发优势将成为重要护城河，后续竞争优势有望巩固。
- 教育信息化业务市场广阔，标的公司增长稳定。公司 2017 年收购联奕科技进军教育市场，主要面向高校提供校园门户入口系统、校园服务中心等产品。2014~2018 年，联奕科技的营收和净利润稳步增长，净利润率保持在 20% 以上。

估值

- 预计公司 2019-2021 年净利润分别为 6.3 亿、8.1 亿和 10.0 亿，EPS 分别为 0.78 元、1.00 元和 1.24 元，对应估值分别为 34 倍、26 倍和 21 倍。公司国产替代具备先发优势，随着 2020 年政府需求全面展开，有望迎来高弹性增长，目前估值水平仅反映法院 IT 业务传统增速，存在明显低估，首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 信创投入延迟；公司份额低于预期；教育业务增速不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,338	2,708	3,536	5,752	9,712
变动(%)	28	16	31	63	69
净利润(人民币 百万)	381	498	630	810	1,005
全面摊薄每股收益(人民币)	0.471	0.615	0.778	1.001	1.241
变动(%)	11.7	30.6	26.5	28.6	24.0
全面摊薄市盈率(倍)	55.8	42.8	33.8	26.3	21.2
价格/每股现金流量(倍)	43.3	66.5	20.3	(155.0)	17.5
每股现金流量(人民币)	0.61	0.40	1.29	(0.17)	1.50
企业价值/息税折旧前利润(倍)	47.2	40.7	29.7	25.3	21.3
每股股息(人民币)	0.047	0.034	0.060	0.066	0.089
股息率(%)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,338	2,708	3,536	5,752	9,712
销售成本	(1,414)	(1,558)	(2,023)	(3,443)	(6,197)
经营费用	(499)	(658)	(875)	(1,550)	(2,662)
息税折旧前利润	425	492	637	759	853
折旧及摊销	(106)	(104)	(130)	(147)	(161)
经营利润 (息税前利润)	319	389	507	612	692
净利息收入/(费用)	8	7	12	1	(29)
其他收益/(损失)	88	135	153	251	409
税前利润	414	531	672	864	1,072
所得税	(40)	(42)	(53)	(68)	(85)
少数股东权益	(6)	(9)	(11)	(14)	(18)
净利润	381	498	630	810	1,005
核心净利润	380	497	629	809	1,004
每股收益 (人民币)	0.471	0.615	0.778	1.001	1.241
核心每股收益 (人民币)	0.470	0.614	0.777	1.000	1.240
每股股息 (人民币)	0.047	0.034	0.060	0.066	0.089
收入增长(%)	28	16	31	63	69
息税前利润增长(%)	43	22	30	21	13
息税折旧前利润增长(%)	32	16	29	19	12
每股收益增长(%)	12	31	27	29	24
核心每股收益增长(%)	9	31	27	29	24

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	414	531	672	864	1,072
折旧与摊销	106	104	130	147	161
净利息费用	(8)	(7)	(12)	(1)	29
运营资本变动	(13)	(90)	409	(39)	1,031
税金	(46)	(51)	(53)	(68)	(85)
其他经营现金流	38	(167)	(99)	(1,041)	(992)
经营活动产生的现金流	492	320	1,047	(137)	1,216
购买固定资产净值	82	102	110	104	107
投资减少/增加	(1,305)	81	19	28	23
其他投资现金流	528	(445)	(220)	(208)	(214)
投资活动产生的现金流	(695)	(263)	(91)	(76)	(84)
净增权益	(38)	(28)	(49)	(54)	(72)
净增债务	60	6	(66)	679	875
支付股息	38	28	49	54	72
其他融资现金流	632	(70)	162	(53)	(101)
融资活动产生的现金流	692	(64)	96	626	774
现金变动	489	(6)	1,052	413	1,905
期初现金	810	1,297	1,303	2,355	2,767
公司自由现金流	(203)	58	955	(214)	1,132
权益自由现金流	(151)	57	878	464	2,035

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,297	1,303	2,355	2,767	4,673
应收帐款	845	1,208	1,231	2,933	3,933
库存	516	677	777	1,780	2,754
其他流动资产	28	40	55	101	184
流动资产总计	2,690	3,240	4,426	7,591	11,553
固定资产	260	256	248	229	213
无形资产	387	489	482	463	426
其他长期资产	86	44	32	17	(7)
长期资产总计	734	789	763	709	632
总资产	5,131	5,831	6,997	10,119	14,027
应付帐款	296	431	388	1,114	1,496
短期债务	60	39	0	491	1,133
其他流动负债	963	1,018	1,489	2,469	4,203
流动负债总计	1,319	1,489	1,877	4,073	6,832
长期借款	0	0	0	188	420
其他长期负债	42	25	33	29	31
股本	809	809	809	809	809
储备	3,188	3,638	4,219	4,975	5,908
股东权益	3,998	4,447	5,028	5,785	6,717
少数股东权益	67	69	58	44	26
总负债及权益	5,131	5,831	6,997	10,119	14,027
每股帐面价值 (人民币)	4.94	5.49	6.21	7.15	8.30
每股有形资产 (人民币)	4.46	4.89	5.62	6.57	7.77
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.53)	(1.56)	(2.91)	(2.58)	(3.85)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.2	18.2	18.0	13.2	8.8
息税前利润率(%)	13.6	14.4	14.3	10.6	7.1
税前利润率(%)	17.7	19.6	19.0	15.0	11.0
净利率(%)	16.3	18.4	17.8	14.1	10.3
流动性					
流动比率(倍)	2.0	2.2	2.4	1.9	1.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.7	1.9	1.4	1.3
估值					
市盈率(倍)	55.8	42.8	33.8	26.3	21.2
核心业务市盈率(倍)	56.0	42.8	33.8	26.3	21.2
市净率(倍)	5.3	4.8	4.2	3.7	3.2
价格/现金流(倍)	43.3	66.5	20.3	(155.0)	17.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	47.2	40.7	29.7	25.3	21.3
周转率					
存货周转天数	122.7	139.7	131.2	135.5	133.5
应收帐款周转天数	113.5	138.3	125.9	132.1	129.0
应付帐款周转天数	37.9	49.0	42.3	47.6	49.0
回报率					
股息支付率(%)	10.0	5.5	7.8	6.6	7.2
净资产收益率(%)	13.0	11.8	13.3	15.0	16.1
资产收益率(%)	7.2	6.5	7.3	6.6	5.3
已运用资本收益率(%)	3.2	2.9	3.3	3.5	3.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测