

2012 年 2 月 8 日

胡嘉铭

James@e-capital.com.cn

目标价(元) 21.50

公司基本资讯

产业别	IT 服务
A 股价 (12/02/08)	17.05
深证成分指数 (12/02/08)	9557.58
股价 12 个月高/低	23.15/14.45
总发行股数 (百万)	111.93
A 股数 (百万)	88.09
A 市值 (亿元)	15.02
主要股东	欧姆龙(中国)有限公司(17.94%)
每股净值 (元)	3.10
股价/帐面净值	5.50
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	11.07 -19.00 17.02

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

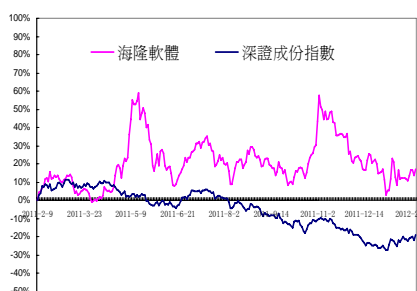
产品组合

金融 IT 服务	52.0%
制造业	19.0%
手机内容及移动互联网	12.5%
流通业	6.3%
电子商务	10.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.32%
----	-------

股价相对大盘走势



海隆软件(002195.SZ) (首次评级) Buy 买入

对日软件外包领先企业，大客户订单释放推动业绩成长

结论与建议：

公司是华东地区对日软件外包的龙头企业，公司业绩大幅提升的最主要动力，来自于野村、瑞穗等核心客户外包业务的快速增长，预计 2012 年这一成长模式仍可持续发酵。在国内市场公司已成功切入移动互联网业务，有望成为未来新的增长点。

我们预计公司 2011-2013 年实现净利润 0.70 亿元、0.97 亿元和 1.31 亿元，YOY+55.81%、37.18%和 35.52%。每股 EPS 为 0.63 元、0.86 元和 1.17 元，2012 年 P/E 为 19 倍，首次评级给予“买入”投资建议，目标价 21.5 元（2012 年 25×）。

■ **华东对日软件外包龙头企业：**公司由上海交通大学和欧姆龙合资设立的软件外包企业，是华东主要的对日软件出口基地。客户主要为野村综研（NRI）、瑞穗情报综研（MHIR）、MTI、欧姆龙等日本大型 IT 解决方案提供商，并与之建立了长期稳定的合作关系。

■ **离岸软件外包市场前景看好：**在政策的积极扶持下，经过多年发展，中国 IT 服务外包行业的竞争力不断提升，2010 年中国离岸软件开发市场规模达到 33.57 亿美元，YOY+21.6%，预计 2105 年市场规模近 100 亿美元，CAGR 24.2%。长期以来日本一直是我国离岸软件外包最主要的发包国之一，由于受老龄化和出生率低下的影响，导致日本 IT 人才缺乏，未来其 IT 服务外包业务量将不断增加。

■ **核心客户外包规模快速扩大：**由于野村综研、瑞穗情报综研等核心大客户的外包规模持续扩大，公司日本业务呈现快速增长的态势，1H2011 公司来自日本市场的营收增速达到 58.5%。公司核心客户，经过长期的合作，认可了公司的开发能力和竞争实力，我们认为公司日本业务快速增长的态势在未来两年内仍可持续。

■ **股权激励计划获批：**公司以 8.95 元的价格对 52 名激励对象授予 203 万股限制性股票。股权激励方案的落实，有利于公司股东、管理层与技术骨干的利益一致化，提高员工凝聚力和稳定性，进一步增强竞争实力。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2011-2013 年实现净利润 0.70 亿元、0.97 亿元和 1.31 亿元，YOY+55.81%、37.18%和 35.52%。每股 EPS 为 0.63 元、0.86 元和 1.17 元，2012 年 P/E 为 19 倍。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011F	2012F	2013F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	20	45	70	97	131
同比增减	%	-30.49%	122.99%	55.81%	37.18%	35.52%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.272	0.606	0.629	0.863	1.170
同比增减	%	-30.49%	122.99%	3.87%	37.18%	35.52%
A 股市盈率(P/E)	X	61.07	27.39	26.37	19.22	14.18
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.1	0.10	0.20	0.20
股息率 (Yield)	%	0.60%	0.60%	0.60%	1.21%	1.21%

营运分析

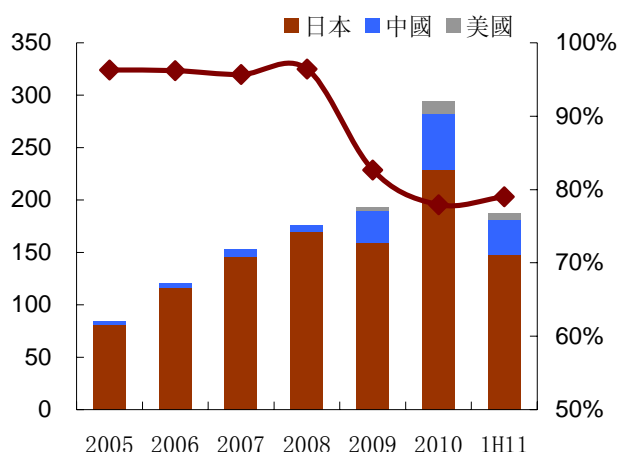
■ 对日软件外包领先企业，日本业务收入占比近 8 成

公司是由上海交通大学和欧姆龙合资设立的软件外包企业，前身为上海欧姆龙计算机有限公司，公司自成立以来一直专注于对日软件外包业务，是华东主要的对日软件出口基地。

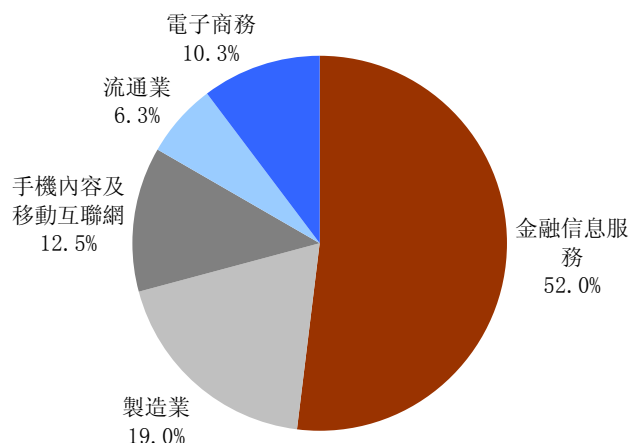
公司客户主要为野村综研（NRI）、瑞穗情报综研（MHIR）、MTI、欧姆龙等日本大型 IT 解决方案提供商，并与之建立了长期稳定的合作关系。软件开发领域涉及证券、银行、保险、手机内容、物流、交通控制、Internet 系统及业务应用系统等。

09 年之前，公司日本业务收入占比一直高达 95% 以上。随着公司加大国内和欧美业务开发力度并取得突破，近几年来日本业务收入占比才开始逐步下降，但目前仍接近 80%。2011 年前三季度，公司实现营收 2.88 亿元，YOY+46.73%，净利润 0.48 亿元，YOY+92.28%。公司预告 2011 年净利润增幅为 50%-80%。

图 1：分地区营收结构及日本收入占比 单位：百万元/% 图 2：分业务收入结构 单位：%



资料来源：公司，群益证券(2012.01)



资料来源：公司，群益证券(2012.01)

■ 2015 年中国离岸软件外包市场规模接近 100 亿美元，CAGR+24.2%

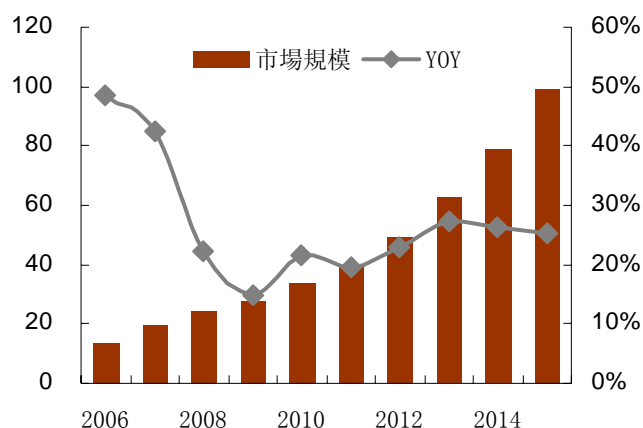
IDC 数据显示，2010 年全球离岸 IT 服务外包市场规模达到 323 亿美元，预计未来 5 年仍可保持 7% 左右的增速。而在政策的积极扶持下，经过多年发展，中国 IT 服务外包行业的竞争力不断提升，2010 年中国离岸软件开发市场规模达到 33.57 亿美元，YOY+21.6%，预计 2105 年市场规模近 100 亿美元，CAGR 24.2%。

中国离岸 IT 服务外包的主要市场是日本、和欧美，业务以软件外包为主，由于语言的关系，长期以来日本一直是我国离岸软件外包最主要的发包国之一，由于受老龄化和出生率底下的影响，导致日本 IT 人才缺乏，预计未来其 IT 服务外包业务量将持续增加。

目前我国离岸软件外包行业的市场集中度仍较低，2010 年前十大大离岸软件外包企业的份额仅为 33%。虽然业内企业众多，但由于软件外包市场规模巨大，目前国内企业所占的份额仍很低，且领先企业均有各自的长期合作客户，直接竞争较少。

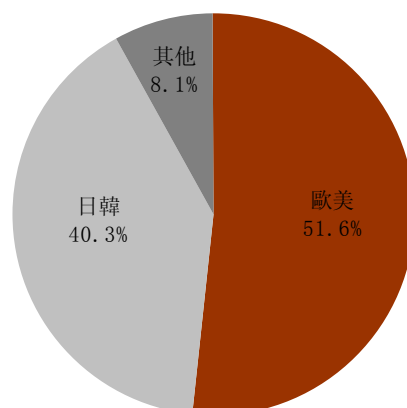
图 3: 中国离岸软件外包市场规模

单位: 亿美元/%



资料来源: IDC, 群益证券(2012.01)

图 4: 中国离岸软件外包发包地区结构 (2010 年) 单位: %



资料来源: IDC, 群益证券(2012.01)

■ 核心客户外包规模持续扩大, 日本业务有望延续快速增长态势

08、09 年受金融危机影响, 公司日本业务增速有所放缓, 但从 2010 年起, 随着野村综研、瑞穗情报综研等核心大客户的外包规模持续扩大, 公司日本业务呈现快速增长的态势, 1H2011 公司来自日本市场的营收增速达到 58.5%, 年初日本大地震并未对公司的日本业务造成明显的影响。

公司的第一大客户是野村综研, 尽管金融危机后野村综研对中国的外包业务量并没有明显增长, 但 2010 年和 1H2011 的收入贡献的同比增幅分别高达 56% 和 87%。主要是因为: 第一, 公司承接的业务主要是证券网上交易系统, 2011 年以来, 野村开始为其客户更新证券交易和支持系统; 第二, 金融危机后野村在中国的外包服务商和人员数量呈下降趋势, 公司收入规模反而大幅提升, 说明其在野村的中国外包商中的重要性显著提升, 导致市场份额快速提高。

08 年 9 月公司与瑞穗情报综研在上海成立了合作开发中心, 经过 2 年多的磨合, 2H2010 来自瑞穗综研的业务开始上量, 1H2011 业务规模继续明显放大, 达到 3968 万元, 而 2010 年全年仅为 2636 万元。

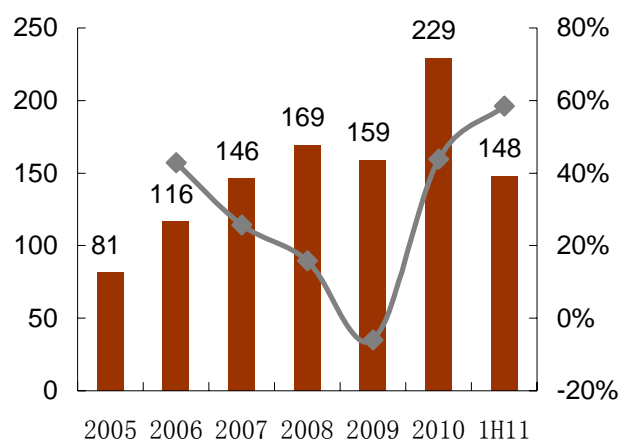
公司的核心客户, 经过长期的合作, 认可公司的开发能力和竞争实力, 其对公司释出的外包业务规模持续扩大, 我们认为公司日本业务快速增长的态势在未来两年仍得以持续。

图 5: 公司日本业务收入及增速

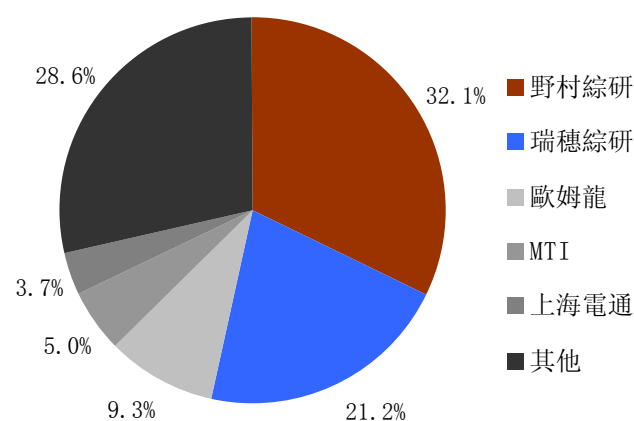
单位: 百万元/%

图 6: 前 5 大客户收入占比 (1H2011)

单位: %



资料来源：公司，群益证券(2012.01)



资料来源：公司，群益证券(2012.01)

■ 联手 MTI 发力国内移动互联网业务，成长空间大

经过 2009-2011 三年的 3G 导入期，目前国内 3G 用户已达到 1.28 亿户，预计 2013 年 3G 用户规模将超过 3.5 亿户，渗透率达到 30%。2012 年 3G 应用有望进入爆发式增长阶段，易观国际的数据显示，预计国内移动互联网市场规模在未来 3 年内可保持 50%以上的增速，2013 年市场规模将达 3200 亿元。

公司 2010 年初与 MTI 合资成立海隆宜通公司（公司持股 55%），积极布局国内移动互联网业务。MTI 是日本最大的 3G 手机内容提供商，在手机内容服务领域有着丰富的经验，公司自 2001 年以来一直为其提供 3G 内容的软件外包业务，具有丰富的开发经验，两者的合作使得海隆宜通具有独特的竞争优势。

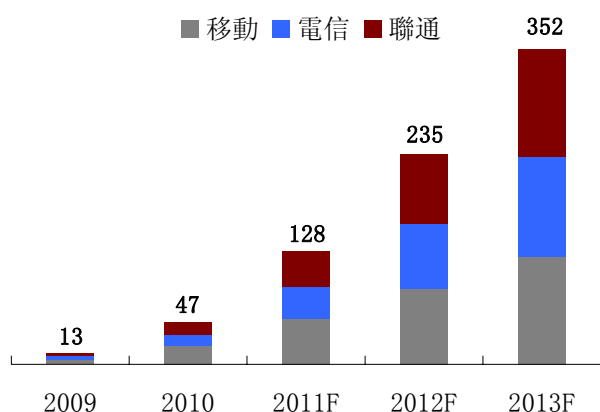
目前海隆宜通的手机交友社区平台“若若棠”已正式上线，主要应用包括“游戏大厅”、“若若书棠”、“日志广场”和“微博广场”，目前已有“热血校园”、“若若游世界”、“猜数字”、“点点乐”和“疯狂大话”等多款游戏产品在“游戏大厅”上线。除了个人社交游戏产品外，公司还有企业社区、业务统一推广平台、微博平台、炫彩快信、短信 WAP 推广系统等企业和运营商级别的 3G 产品，未来公司还将继续引入日本市场的成熟产品。

通过与三大运营商和手机品牌的合作运营与定制，虽然尚处于业务推广期，但已取得了明显的成效，注册用户规模已达数百万。我们看好国内移动互联网的发展前景，但考虑到市场竞争日趋激烈，且公司相关业务刚刚起步，未来的业务发展仍存在较多的不确定性。

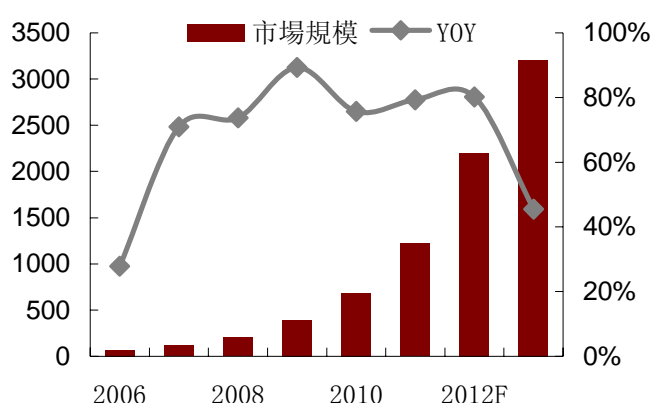
图 7：中国 3G 用户规模预测

单位：百万户 图 8：中国移动互联网市场规模预测

单位：亿元，%



资料来源：运营商，群益证券(2012.01)



资料来源：易观，群益证券(2012.01)

■ 股权激励计划获批，参股艾云慧信创投

1月9日公司以8.95元的价格对52名激励对象授予2203万股限制性股票。2011-2013年的业绩目标是加权平均净资产收益率不低于16%、17%和18%，以2010年的净利润为基础，净利润增长率不低于50%、70%和90%。股权激励方案的落实，有利于公司股东、管理层与技术骨干的利益一致化，提高员工的凝聚力和稳定性，进一步增强竞争实力。

目前国内软件外包行业的领先企业基本都已实现在境内外资本市场的IPO，利用融资的优势，通过并购实现规模扩张，已成为主要的竞争手段之一。公司于2011年底投资2000万元（持有9.9%的股权）参与设立上海艾云慧信创业投资公司，艾云慧信的重点投资对象为软件、IC等IT领域的成长型企业。

盈利预测

公司是华东地区对日软件外包的龙头企业，2010年以来野村、瑞穗等核心客户的订单呈现快速增长态势，是公司业绩提升的最主要动力，预计2012年这一成长模式仍可持续发酵。公司已切入国内移动互联网业务，有望成为未来新的增长点。

我们预计公司2011-2013年实现净利润0.70亿元、0.97亿元和1.31亿元，YOY+55.81%、37.18%和35.52%。每股EPS为0.63元、0.86元和1.17元，2012年P/E为19倍，首次评级给予“买入”投资建议，目标价21.5元（2012年25×）。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011F	2012F	2013F
营业额	193	294	432	577	728
经营成本	125	176	257	346	440
营业费用	11	14	24	31	33
管理费用	43	62	82	104	124
财务费用	-3	-2	-1	-1	-1
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	17	45	70	97	132
税前利润	23	54	83	114	155
所得税	2	7	11	15	20
少数股东权益	1	2	2	3	4
净利润	20	45	70	97	131

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011F	2012F	2013F
货币资金	272	296	330	382	466
应收帐款	15	25	33	43	56
存货	2	1	2	2	2
流动资产合计	293	332	375	442	544
固定资产合计	14	14	15	15	16
非流动资产合计	22	27	47	48	50
资产总计	315	359	422	490	594
流动负债合计	37	38	39	40	41
长期负债合计	0	0	0	0	0
负债合计	37	38	39	40	41
股本	10	15	16	17	19
少数股东权益	75	75	112	112	112
股东权益合计	278	321	383	450	553
负债和股东权益总计	315	359	422	490	594

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011F	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	25	43	67	92	124
投资活动产生的现金流量净额	14	-11	-21	-25	-29
筹资活动产生的现金流量净额	-11	-10	-12	-15	-11
现金及现金等价物净增加额	25	24	34	52	84

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。