

分析师: 王晓艳
执业证书编号: S0050510120012
Tel: 010-59355422
Email: wangxiaoy@chinans.com.cn
地址: 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)



润和软件 (300339. SZ)

专注于供应链、智能手机软件及智能电网领域的高端外包服务商

投资要点

- 公司主要聚焦于“供应链管理软件”、“智能终端嵌入式软件”和“智能电网信息化软件”等三个专业外包服务领域,目前已拥有丰通(日本)、PASCO(日本)、ORACLE(美国)等国际客户,以及苏宁电器、波司登、百胜咨询、华为技术、捷开通讯、南瑞集团、江苏电力等国内客户。
- 公司软件外包所在的三个子行业未来均有较大的发展潜力。其中,国际行业经验有助于供应链管理软件外包市场份额的提升,智能终端嵌入式软件外包市场处在发展初期;智能电网新一轮 2 万亿投资将拉动外包市场发展。
- 公司是专业化的高端软件外包服务商,项目合同中直接接包与项目外包占比较大。公司具备直接接包的市场开拓能力,精细化的项目外包管理能力,人才优势以及区位优势。
- 与同类公司比较而言,公司规模较小,但享受较高的毛利率与净利率;营业收入增长率及净利润增长率位于行业前列;但营运能力和人均销售收入均处于行业中游水平。
- 合理估值区间: 18.13-20.55 元。 预计 2012 年-2014 年,公司营业收入将达 3.4 亿元、4.9 亿元、7.2 亿元;对应 EPS 为 0.88 元、1.28 元 1.81 元。目标价格区间对应 2011 年 PE 为 30-34 倍。
- 风险提示: 毛利率下滑,应收账款数额较大,市场开拓不利等。

信息服务

合理估值区间(元) **18.13-20.55**

发行上市资料

发行价格(元)	20.39
发行市盈率(倍)	41.21
发行股数(万股)	1919
发行后总股本(万股)	7674
发行日期	2012/7/10
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	中信证券
上市日期	

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	4.34
总股本/流通 A 股(万股)	5755/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0
2011 年 12 月 31 日	

相关研究

盈利预测

项目	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	145.50	234.28	341	494	726
增长率(%)	35.99	61.02	46	45	47
净利润(百万)	32.78	46.39	69	100	142
增长率(%)	17.65	41.50	46	45	41
EPS(元)	0.63	0.81	0.88	1.28	1.81
毛利率(%)	47.09	45.79	46	46	46
净资产收益率(%)	17.74	18.58	9.78	12.44	14.94

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2009A	1.19	0.00	44.39	2.69	0.00
2010A	1.77	0.00	37.77	3.44	0.00
2011A	1.82	0.00	33.82	4.01	0.00

来源: 招股说明书、民族证券

正文目录

专注于供应链管理、智能手机软件及智能电网领域外包	4
实际控制人为周红卫和姚宁	4
简要 SOWT 分析	5
优势：直接接包与项目外包占比较大	5
劣势：规模小、资本金薄弱	5
机会：公司软件外包所在的三个领域均有较大发展	5
威胁：行业市场集中度低，未来竞争可能加剧	6
财务分析	7
规模：公司目前规模较小，可享受初期成长收益	7
盈利能力：公司盈利能力较强，处于行业领先水平	7
成长能力：公司具备较高成长性	8
营运能力：位于行业中游	9
人均创收：处于行业平均水平	9
财务预测	10
收入分项预测	10
毛利率预测	10
费用率预测	11
利润表预测	11
股价合理范围：18.13-19.95 元之间	11
路演推介纪要	13
毛利率高的主要原因	13
智能终端嵌入式软件高增长的主要原因	13
供应链管理软件高增长的主要原因	13
人员工资水平与增长计划	13
对地区的依赖性	14
募投项目	15
风险提示	15

图表目录

图 1：公司股权关系	4
表 1：人员规模对比	7
表 2：营业收入规模对比（单位：百万美元）	7
表 3：毛利率对比（单位：%）	8
表 4：销售净利率对比（单位：%）	8
表 5：营业收入增长率对比（单位：%）	8
表 6：净利润增长率对比（单位：%）	9
表 7：应收账款周转率对比（按“当年营业总收入/当年应收账款”计算；单位：次）	9
表 8：人均销售收入（单位：万元人民币）	9
表 9：软件开发业务收入预测（单位：百万元人民币）	10

表 10: 软件开发业务收入预测对应增长率	10
表 11: 营业收入预测 (单位: 百万元人民币)	10
表 12: 软件开发业务毛利率预测	10
表 13: 综合毛利率预测	10
表 14: 费用率预测	11
表 15: 利润表预测简表	11
表 16: 可比公司估值指标 (市值单位: 百万元人民币, EPS 单位元人民币)	12
表 17: 募投项目概况 (百万元)	15
附录: 财务预测表	16

专注于供应链管理、智能手机软件及智能电网领域外包

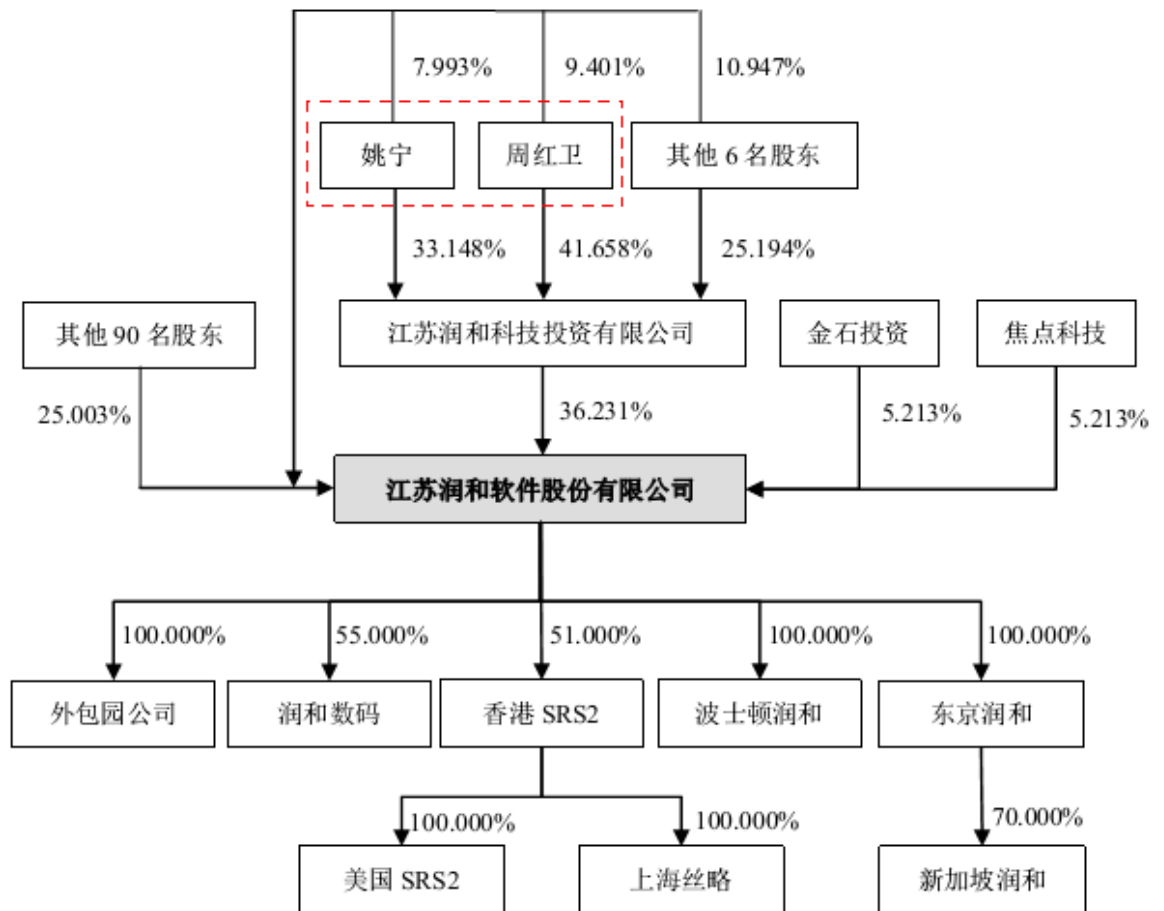
公司致力于打造专业化软件外包高端品牌。目前，公司业务兼顾国际、国内两个市场，主要聚焦于“供应链管理软件”、“智能终端嵌入式软件”和“智能电网信息化软件”等三个专业领域，业务内容以行业解决方案为基础，涵盖咨询、设计、开发、测试、维护等软件全生命周期作业。目前，公司已拥有丰通 syscom（日本）、PASCO（日本）、ORACLE（美国）等国际客户，以及苏宁电器、波司登、百胜咨询、华为技术、捷开通讯、南瑞集团、江苏电力等国内客户。

实际控制人为周红卫和姚宁

周红卫与姚宁曾共同就职于日本恒星（南京）电脑系统有限公司、宏图东方信息系统有限公司；公司董事孙强及马玉峰也有类似经历。自 2006 年至今周红卫担任公司董事长兼总裁；姚宁任公司常务副总裁兼技术总监。公司本次拟公开发行 1919 万股，占发行后总股本的 25.007%。

公司主要股权结构如图所示：

图 1：公司股权关系



注：虚线框内为公司实际控制人

数据来源：招股说明书，民族证券

简要 SOWT 分析

优势：直接接包与项目外包占比较大

与竞争对手相比，公司竞争优势主要表现在如下方面：

- 1、**专业化高端软件外包服务能力。**
- 2、**直接接包的市场开拓能力。**2009-2011 年公司直接接包业务收入占软件开发收入的比例分别为 72.88%、77.94%和 87.09%。
- 3、**精细化项目外包管理能力。**公司软件外包业务主要为项目外包。2009-2011 年公司项目外包业务收入占当期软件外包业务总收入的比例均超过 85%。
- 4、**人才优势。**公司的核心团队成员大都拥有 10 年以上从事软件外包服务的工作经历，经验丰富。
- 5、**区位优势。**南京市人才资源丰富，人均拥有大学生比例位于全国各城市第一。南京市的人才资源具有成本低和人员流动率低等优势。

劣势：规模小、资本金薄弱

公司在资本实力、服务市场规模、软件开发人员规模等方面与境内外大型软件外包公司相比，还存在一定的差距，而且，规模实力相对偏小也制约着公司进一步提升其高端软件外包服务提供商的市场定位要求，限制了公司跨越式发展空间。同时，由于行业内不少企业通过境内外资本市场上市融资实现快速扩张，加剧了本公司的竞争压力。

机会：公司软件外包所在的三个领域均有较大发展

- 1、**智能终端嵌入式软件外包市场处于发展的初步阶段。**近年来，以智能手机、平板电脑、数字电视机顶盒、车载信息终端设备为代表的智能终端产业化发展迅速，带动嵌入式软件市场呈现快速的生长。目前，嵌入式软件提供商都处于发展的初步阶段，市场发展迅速，市场竞争程度较低。随着智能终端设备产业化发展与成熟度提升，嵌入式软件市场将迎来高速增长和激烈竞争的时代。专业化与规模化能力较高的第三方嵌入式软件提供商将成为未来市场的主角。
- 2、**国际行业经验有助于供应链管理软件外包市场份额提升。**随着供应链管理软件的日益普及和用户对其认识的加深，供应链管理软件呈现出服务整合能力要求更强、功能特点要求更高、用户群体不断扩张、行业覆盖不断延伸的发展趋势，这既预示着供应链管理软件外包市场潜力巨大，也对供应链管理软件外包业务的提供者提出更高的专业化要求，兼顾国际行业经验与持续性资源投入的专业品牌服务商有望在这一细分市场中赢得更大的发展空间。
- 3、**智能电网的新一轮投资将带动外包市场发展。**2009 年，国家电网公司首次公布了“智能电网”发展计划，将在 2020 年前完成智能电网改造。其中，2011-2015 年是全面建设阶段，预计投资 2 万亿元。数据显示，电网建造过程中，智能化方面的投资将达每年 660-680 亿元，这使电网对 IT 支撑产生了强烈需求，智能电网将成为拉动电力行业信息化需求新的增长点。

可以预计，在“十二五”期间，专业从事智能电网信息化的软件外包公司将会从中受益，得到快速的发展。

威胁：行业市场集中度低，未来竞争可能加剧

- 1、人民币升值将给软件外包行业带来较大压力。
- 2、知识产权保护力度的薄弱将降低中国软件企业在国际外包市场上的竞争力。
- 3、国内软件外包管理技术水平与国际相比存在差距。
- 4、行业市场集中度较低，未来行业内的竞争将可能加剧。

财务分析

目前中国软件外包行业已有若干上市公司，其中在国内 A 股上市的有海隆软件（002195）、东软集团（600718）、博彦科技（002649）、浙大网新（600797）；在香港及海外上市的有中软国际（0345.HK）、中讯软件（0299.HK）、海辉软件（HSFT）、文思信息技术（VIT）、软通动力（ISS）；另外，大连华信于 2008 年提交 A 股 IPO 招股意向书申报稿。

规模：公司目前规模较小，可享受初期成长收益

与同类公司比较人员规模小，如表 1 所示。

表 1：人员规模对比

		2008	2009	2010	2011
600718 CH Equity	东软集团	13884	15760	17358	20121
VIT US Equity	文思信息	5457	8347	11044	14958
354 HK Equity	中软国际	4816	7759	10940	14496
ISS US Equity	软通动力			9285	12510
HSFT US Equity	海辉软件	2781	3819	5521	7321
002649 CH Equity	博彦科技				4893
600797 CH Equity	浙大网新	4105	3390	4630	4600
299 HK Equity	中讯软件	3201	2550	2303	1616
002195 CH Equity	海隆软件	668	720	1015	1289
300339 CH Equity	润和软件	327	427	709	1098

资料来源：wind, Bloomberg, 民族证券

与同类公司比较营业收入规模小，如表 2 所示。

表 2：营业收入规模对比（单位：百万美元）

		2008	2009	2010	2011
600797 CH Equity	浙大网新	751	707	816	903
600718 CH Equity	东软集团	528	602	718	875
354 HK Equity	中软国际	142	162	237	347
VIT US Equity	文思信息	103	148	212	283
ISS US Equity	软通动力	82	134	197	283
HSFT US Equity	海辉软件	101	91	147	219
002649 CH Equity	博彦科技	41	43	61	104
299 HK Equity	中讯软件	84	82	78	88
002195 CH Equity	海隆软件	28	31	47	62
300339 CH Equity	润和软件	10	17	23	37

资料来源：wind, Bloomberg, 民族证券

盈利能力：公司盈利能力较强，处于行业领先水平

与同类公司比较，公司 2011 年享受的高毛利率水平最高，如表 3 所示。

表 3: 毛利率对比 (单位: %)

		2008	2009	2010	2011
002195 CH Equity	海隆软件	40.7	35.2	40.2	42.0
ISS US Equity	软通动力	33.2	34.2	36.2	36.1
HSFT US Equity	海辉软件	30.2	35.8	36.7	35.0
VIT US Equity	文思信息	38.7	37.8	38.5	34.8
002649 CH Equity	博彦科技	36.8	38.4	36.8	33.4
354 HK Equity	中软国际	27.9	30.5	32.1	32.5
600718 CH Equity	东软集团	35.8	34.0	30.3	29.1
299 HK Equity	中讯软件	30.7	30.2	24.7	26.0
600797 CH Equity	浙大网新	11.6	9.9	11.0	12.6
300339 CH Equity	润和软件	33.9	47.0	46.9	45.8

资料来源: Bloomberg, 民族证券

与同类公司比较, 公司 2011 年销售净利率仅次于中讯软件; 如表 4 所示。

表 4: 销售净利率对比 (单位: %)

		2008	2009	2010	2011
0299.HK	中讯软件	19.9	16.3	11.3	27.2
002195.SZ	海隆软件	16.6	10.9	16.1	16.9
002649.SZ	博彦科技	9.2	13.0	12.9	10.4
HSFT.O	海辉软件	-10.6	8.1	8.2	8.2
VIT.N	文思信息	15.8	14.5	14.1	7.8
600718.SH	东软集团	12.7	15.6	10.3	7.4
ISS.N	软通动力	0.1	6.7	-1.6	6.7
0354.HK	中软国际	6.4	-11.5	-2.5	4.8
600797.SH	浙大网新	1.5	0.7	1.4	2.3
300339 CH Equity	润和软件	19.2	25.0	22.6	20.2

资料来源: WIND, 民族证券

成长能力: 公司具备较高成长性

表 5: 营业收入增长率对比 (单位: %)

		2008	2009	2010	2011
002649.SZ	博彦科技		4.9	40.5	59.7
HSFT.O	海辉软件	59.7	-9.2	60.3	49.4
ISS.N	软通动力	126.4	63.0	46.6	43.9
0354.HK	中软国际	21.2	12.3	45.0	43.0
VIT.N	文思信息	63.7	44.2	42.9	33.8
002195.SZ	海隆软件	15.0	9.7	52.5	32.8
600718.SH	东软集团	10.3	12.3	18.5	16.5
0299.HK	中讯软件	16.5	-3.6	-4.0	12.6
600797.SH	浙大网新	-3.6	-7.5	14.3	5.9
300339 CH Equity	润和软件	-	75.6	36.0	61.0

资料来源: WIND, 民族证券

与同类公司比较, 公司 2011 年营业收入增长率最高, 如表 5 所示。

与同类公司比较, 公司 2011 年净利润增长率处于行业中游水平。如表 6 所示。

表 6: 净利润增长率对比 (单位: %)

		2008	2009	2010	2011
ISS.N	软通动力	101.0	9133.7	-135.2	692.2
0354.HK	中软国际	-45.1	-300.1	68.3	375.6
0299.HK	中讯软件	13.1	-20.9	-33.2	170.0
600797.SH	浙大网新	-53.1	-51.8	98.2	81.0
HSFT.O	海辉软件	-1064.2	168.7	63.8	48.5
002195.SZ	海隆软件	10.1	-30.5	123.0	43.7
002649.SZ	博彦科技		55.5	42.7	29.5
600718.SH	东软集团	18.2	30.5	-24.3	-13.9
VIT.N	文思信息	69.0	33.0	38.9	-25.7
300339 CH Equity	润和软件	-	109.2	17.7	41.5

资料来源: WIND, 民族证券

营运能力: 位于行业中游

与同类公司比较, 公司 2011 年应收账款周转率处于中游水平, 如表 7 所示。

表 7: 应收账款周转率对比 (按“当年营业总收入/当年应收账款”计算; 单位: 次)

		2008	2009	2010	2011
002195.SZ	海隆软件	18.9	12.6	11.6	12.7
600797.SH	浙大网新	4.8	6.9	7.0	7.1
0299.HK	中讯软件	4.4	5.1	5.5	6.4
600718.SH	东软集团	5.3	5.7	5.1	5.0
002649.SZ	博彦科技	5.8	6.0	5.1	4.6
HSFT.O	海辉软件	4.4	3.5	3.1	3.6
VIT.N	文思信息	2.6	2.2	2.4	2.2
0354.HK	中软国际	2.1	2.1	2.0	2.0
ISS.N	软通动力	2.6	1.8	1.8	1.8
300339 CH Equity	润和软件	1.3	3.1	2.9	3.5

资料来源: WIND, 民族证券

人均创收: 处于行业平均水平

与同类公司比较, 公司 2011 年人均创收处于行业中游水平。如表 8 所示。

表 8: 人均销售收入 (单位: 万元人民币)

		2008	2009	2010	2011
600797 CH	浙大网新	127.9	121.7	119.8	127.7
299 HK	中讯软件	17.2	23.0	24.3	35.2
002195 CH	海隆软件	26.3	26.8	29.0	30.3
600718 CH	东软集团	26.7	26.4	28.4	28.6
HSFT US	海辉软件	17.2	18.3	11.3	19.3
354 HK	中软国际	16.9	12.7	10.1	15.5
ISS US	软通动力			9.9	14.6
002649 CH	博彦科技				14.0
VIT US	文思信息	8.7	8.5	9.2	12.2
300339 CH Equity	润和软件	18.6	25.1	20.5	21.3

资料来源: Bloomberg, WIND, 民族证券

财务预测

收入分项预测

表 9：软件开发业务收入预测（单位：百万元人民币）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
供应链管理软件	49	69	104	141	182	238
智能终端嵌入式软件	12	18	65	118	205	352
智能电网应用软件	14	23	32	43	56	72
其它软件	22	25	20	25	29	37
软件开发业务收入合计	97	134	220	327	472	700

资料来源：招股说明书，民族证券

表 10：软件开发业务收入预测对应增长率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
供应链管理软件	40%	51%	36%	29%	31%
智能终端嵌入式软件	53%	265%	82%	74%	72%
智能电网应用软件	61%	38%	36%	30%	30%
其它软件	13%	-20%	25%	18%	24%
软件开发业务收入合计	38%	64%	49%	44%	48%

资料来源：招股说明书，民族证券

表 11：营业收入预测（单位：百万元人民币）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
软件开发业务	97	134	220	327	472	700
外购产品销售	10	10	12	13	20	24
其他业务收入	0	1	2	1	2	2
公司收入合计	107	145	234	341	494	726

资料来源：招股说明书，民族证券

毛利率预测

表 12：软件开发业务毛利率预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
供应链管理软件	55%	53%	48%	48%	47%	47%
智能终端嵌入式软件	55%	53%	52%	51%	50%	49%
智能电网应用软件	48%	47%	44%	43%	43%	42%
其它软件	46%	46%	39%	37%	37%	36%
软件开发业务收入合计	52%	51%	48%	48%	47%	47%

资料来源：招股说明书，民族证券

表 13：综合毛利率预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
软件开发业务	52%	51%	48%	48%	47%	47%
外购产品销售	0%	1%	4%	4%	4%	4%
其他业务收入	0%	56%	49%	49%	48%	48%
公司收入合计	47%	47%	46%	46%	45%	46%

资料来源：招股说明书，民族证券

费用率预测

表 14：费用率预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
财务费用率	4.03%	2.60%	2.65%			
销售费用率	4.30%	6.19%	6.44%	6.8%	6.80%	6.80%
管理费用率	13.76%	16.65%	16.34%	17%	17%	17%
所得税率		10%	12.50%	15%	15%	15%

资料来源：招股说明书，民族证券

利润表预测

表 15：利润表预测简表

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	234	341	494	726
营业成本	127	184	269	395
营业税金及附加	3	4	6	9
销售费用	15	23	34	49
管理费用	38	58	84	123
财务费用	6	-3	-11	-12
营业利润	44	74	111	159
利润总额	54	81	118	167
所得税	7	12	18	25
净利润	47	69	100	142
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	46	68	99	139
EBITDA	58	82	115	170
EPS（元）	0.81	0.88	1.28	1.81

资料来源：招股说明书，民族证券

股价合理范围：18.13-19.95 元之间

从规模来看。公司规模较小，目前人数规模与海隆软件（002195）相当，参见表 1；但公司营业收入规模较海隆软件（002195）差距较大，参见表 2；由可比市值法可知，从规模的角度来看，公司的市值规模不应超过海隆软件。

从盈利能力和成长性角度来看，目前公司享受较高的毛利率和净利率，预计未来三年可持续；而营业收入增速和净利润增速也居于可比 A 股公司的前列。应给予公司平均水平以上的市盈率估值水平。计算可得，截止到 2012 年 7 月 9 日，参见表 16；可比 A 股公司平均市盈率为 29.17 倍。

综上所述，给予公司 30-34 倍静态市盈率，按发行后股本摊薄 2011 年净利润，则可计算出公司股价为 18.13-20.55 元，对应总市值为 13.92-15.77 亿元之间，小于海隆软件 18.35 亿元的市值。

表 16：可比公司估值指标（市值单位：百万元人民币，EPS 单位元人民币）

		市值	PETTM	PE2011	EPS2011
600797 CH	浙大网新	3,789	75.89	30.68	0.15
299 HK	中讯软件	997	6.5	3.3	0.14
002195 CH	海隆软件	1,835	27.52	28.24	0.58
600718 CH	东软集团	10,349	23.35	24.81	0.34
HSFT US	海辉软件	2,897	20.4	14.9	3.88
354 HK	中软国际	2,487	23.4	21.3	0.08
ISS US	软通动力	2,208	39.3	218.8	0.19
002649 CH	博彦科技	2,361	31.52	32.96	0.64
VIT US	文思信息	2,774	28.9	19.7	3.30
A 股公司平均				29.17	

注：数据采集日期为 2012 年 7 月 9 日北京时间 15:00；计算含美元、港元与人民币汇率价差，可能对市值、EPS 及 PE 的计算有影响；部分 A 股数据经过 wind 校验。

资料来源：Bloomberg, wind, 民族证券

路演推介纪要

毛利率高的主要原因

专业化、高端化的结果。

从市场方面来看：国际市场毛利率高于国内市场毛利率，公司国际业务占比大。

从合同来源方面看：一手包占比大（87%），二手包占比小，前者毛利率大。

从作业方式来看：合同类型，90%以上是项目外包，而非人才派遣，后者毛利率低。

智能终端嵌入式软件高增长的主要原因

2012-2013 年，智能终端高增长性，增长来源于：

- 1、解决方案而非单个软件的增长；
- 2、产业链的延伸（芯片厂商的软件需求外包，芯片软件解决方案）
- 3、终端厂商需求（他们在结构设计、外观设计方面有优势，但是软件方面会选择外包）。公司定位于智能终端产业链的软件服务端。
- 4、2011 年相比 2010 年同比增长 260%（在中国），基数低。
- 5、2012 年增长 80%以上，目前来看没有太大问题，一方面来自老客户的增长，一方面来自新客户的拓展。
- 6、增长点在于盈利模式的变化（向解决方案及产品方式转型，与终端数量挂钩，按软件许可销售）

供应链管理软件高增长的主要原因

2012-2013 年，供应链管理的成长性来源：

- 1、北美，主要与 Oracle/SAP 战略合作，提供咨询服务。
- 2、日本，大客户（规模客户）战略，与知名企业合作，拿到他们更多的再生需求（如 TOYOTA）
- 3、北美、日本为离岸外包；国内基本为整体外包。
- 4、国内，餐饮连锁（KFC、必胜客）、医药供应链有大客户，下一代店面运营管理系统近期目标是推广 6000 家；远期目标是推广到 20000 家。
- 5、波司登羽绒服的合作进一步深化。
- 6、供应链管理软件营业构成：老客户，一批世界五百强客户，持续的 IT 投入，存在标杆效应，不仅带来新的订单，也为开发新客户起到示范作用。
- 7、公司优势：1、标杆客户、2、管理经验、3、云+端（供应链的云端与终端（与嵌入式移动互联网联系起来）

供应链产品方面，有套装+定制两种类型。套装：与 Oracle/SAP 配合，来做服务，美国居多。定制方面，有自有产品及解决方案（国内+日本），如连锁、百胜等；国内 80%以上是自有产品。来自日本的收入未来三年增长更快，丰田已经开始增长，今年在 3000 万水平上，占日本方面的比例较大。

人员工资水平与增长计划

- 1、人均工资水平，在南京地区算是比较高的。目前在 8-10 万。

- 2、预计提供专业化、高端化，细分领域高端服务。
- 3、预计 2012 年人数增加 30%-40%；业绩增长 50%的可能性较大；
- 4、对于日本和美国，对高端服务的需求可以出家到 40 万日元或 5000 美金一个月。
- 5、分包体系建立，不是单船出海，而是联合舰队。过去三年，分包体系逐渐建立好，从指标上来看，第一人均附加值增加，毛利增加，目前分包比例不算高。

对地区的依赖性

江苏客户占国内收入 20-30%；主要是：江苏电力，国电南瑞，波士顿羽绒，以及江苏政府。

募投项目

表 17：募投项目概况（百万元）

项目名称	项目总投资	募集资金投入	第一年	第二年	第三年
智能终端嵌入式软件外包中心扩建项目	100.7	100.7	19.91	32.89	47.89
供应链管理软件外包中心扩建项目	65.07	65.07	19.34	23.29	22.44
其他与主营业务相关的营运资金					

资料来源：招股说明书，民族证券

风险提示

人均创收处于行业中游水平，但毛利率却处在行业高位，公司若不能持续保持现有合同结构、人员结构及工资水平，则将面临毛利率下滑的风险。

目前公司销售净利率仅次于中讯软件，投资者需警惕公司销售净利率回归行业中值的风险。

另外还包括市场风险、应收账款金额较大的风险、汇率变动风险、税收优惠和政府补助政策变化风险，人力资源风险、技术风险等。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	223.42	629.22	638.58	661.10	营业收入	234	341	494	726
现金	149.35	521.29	482.48	431.63	营业成本	127	184	269	395
应收账款	66.33	96.65	139.78	205.48	营业税金及附加	3	4	6	9
其他应收款	0.51	0.73	1.07	1.57	销售费用	15	23	34	49
预付账款	7.23	10.54	15.25	22.41	管理费用	38	58	84	123
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	6	-3	-11	-12
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	1	1	1	2
非流动资产	159.00	229.24	335.80	491.85	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0	0	0	0
固定及无形资产	156.84	226.85	332.61	487.79	营业利润	44	74	111	159
其他	2.16	2.39	3.19	4.06	利润总额	54	81	118	167
资产总计	382.42	858.45	974.38	1152.95	所得税	7	12	18	25
流动负债	122.83	144.89	158.92	193.44	净利润	47	69	100	142
短期借款	97.30	97.30	97.30	97.30	少数股东损益	1	1	2	2
应付账款	9.79	25.92	29.36	49.38	归属母公司净利	46	68	99	139
其他	15.74	21.68	32.26	46.76	EBITDA	58	82	115	170
非流动负债	6.53	7.63	9.20	11.60	EPS (元)	0.81	0.88	1.28	1.81
长期借款	4.11	4.11	4.11	4.11					
其他	2.42	3.52	5.09	7.49	主要财务比率	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	129.35	152.52	168.12	205.04	成长能力				
少数股东权益	3.41	4.62	6.37	8.84	营业收入	61.02%	45.71%	44.63%	47.00%
归属母公司股东权益	249.66	701.31	799.89	939.07	营业利润	44.47%	68.20%	48.66%	44.08%
负债和股东权益	382.42	858.45	974.38	1152.95	归属母公司净利	41.51%	46.28%	45.28%	41.19%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	45.80%	46.20%	45.46%	45.59%
单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	20.15%	20.23%	20.32%	19.52%
经营活动现金流	42.66	64.26	69.84	112.29	ROE	18.65%	9.78%	12.44%	14.94%
净利润	47.21	69.06	100.33	141.66	ROIC	20.73%	20.37%	19.14%	19.48%
资产减值损失	0.57	0.83	1.19	1.75	偿债能力				
折旧摊销	7.14	10.33	15.14	22.21	资产负债率	33.82%	17.77%	17.25%	17.78%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	-17.99%	-58.98%	-46.63%	-34.05%
财务费用	6.21	-3.00	-11.00	-12.00	流动比率	1.82	4.34	4.02	3.42
投资损失	0.14	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.82	4.34	4.02	3.42
营运资本变化	-18.53	-12.61	-35.34	-40.61	营运能力				
递延税款变化	-0.08	-0.33	-0.47	-0.72	总资产周转率	0.69	0.55	0.54	0.68
投资活动现金流	-6.52	-80.22	-121.24	-177.53	应收帐款周转率	4.01	4.19	4.18	4.20
资本支出	-6.38	-80.22	-121.24	-177.53	应付帐款周转率	9.96	10.30	9.71	10.01
其他投资	-0.14	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	26.63	387.91	12.57	14.39	每股收益	0.810	0.884	1.285	1.814
短期借款	14.38	1.11	1.57	2.39	每股经营现金	0.88	0.84	0.91	1.46
新发股份	18.54	383.80	-0.00	0.00	每股净资产	4.34	9.14	10.42	12.24
分红	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
少数股东融资	-0.09	0.00	0.00	0.00	P/E	24.69	22.62	15.57	11.03
财务费用	-6.21	3.00	11.00	12.00	P/B	4.61	2.19	1.92	1.63
现金净增加额	62.77	371.95	-38.82	-50.85	EV/EBITDA	21.10	15.07	11.13	7.89

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。