

2012年09月03日

TMT—计算机应用

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 26.35

目标价(元): 33.25

# 润和软件(300339)

旺盛需求撬动快速成长

投资评级: A--买入

TMT: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-68778306

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

联系人: 刘智

电话: 021-68778308

邮箱: liuzhi@cnhbstock.com

联系人: 陈筱

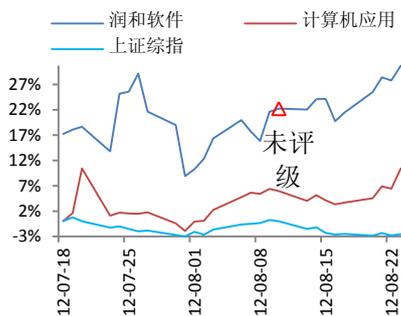
电话: 021-68778317

邮箱: chenxiao@cnhbstock.com

## 公司基本数据

总股本(万股)	7674.00
流通A股/B股(万股)	1919.00/0.00
资产负债率(%)	34.14
每股净资产(元)	4.75
市净率(倍)	5.61
净资产收益率(加权)	8.94
12个月内最高/最低价	28.0/21.78

## 股价走势图



## 相关研究报告

1 《智能终端领域需求旺盛, 拉动业绩超预期》, 2012.08.10

## ◎不同之处:

◆下游三大领域的旺盛需求拉动公司快速成长; 优异的直接接包和项目接包能力维持公司高盈利水准。外包领域在政策的持续扶持下整体保持 20%以上的增速, 而润和所专注的供应链管理软件、智能终端嵌入式软件和智能电网信息化软件三大领域得益于国家政策的重点扶持以更快速度成长。特别是随着智能终端的爆发, 其嵌入式软件的需求呈高速增长态势。此外, 突出的直接接包和项目接包能力是公司维持高毛利的根本, 其盈利能力仍将维持高水准。

## ◎投资要点:

◆外包行业维持高景气, 专注细分领域企业将更快成长。经过近五年来高速增长, 外包行业正在进入稳定增长期, 规模化和专业化已经成为行业趋势, 专注细分领域进行市场开拓的企业将在未来赢得更快的发展, 公司专注三大高增长的业务领域, 合作研发突出, 精细化程度高, 有望在未来实现更快成长。

◆专注三大领域技术研发, 竞争优势凸显。公司定位高端的专业化外包服务商, 针对技术积累较为雄厚的三大业务方向, 通过技术创新不断提升研发实力; 并努力在三大领域寻求与国际化大公司合作, 借机进入高端化服务行列。陆续与华为技术、丰通 syscom、Oracle、苏宁电器、波司登、百胜咨询, 丰田汽车等达成深入合作, 经过数年专业化研发和项目积累, 三大领域竞争力日益凸显。

◆智能终端有望助力公司实现超预期。新技术推动平板电脑、智能手机、车载终端、互动电视机顶盒等终端市场需求旺盛, 公司在此领域细分市场技术研发实力突出, 上半年实现 114.44%的同比增长, 同时新增 Airbiquity 等国际新客户, 与丰田汽车也有望在此领域合作。该领域的超高速增长推动公司实现超预期。

◆逆市上涨已达 12%, 仍给予买入评级。预计公司 12-14 年可实现 EPS 分别为 0.94 元、1.33 元和 1.84 元, 对应当前 28.03 倍、19.81 倍和 14.32 倍 PE。公司自我们首次看好以来逆市上涨已达 12%, 鉴于公司成长潜力, 可享溢价。我们仍给予买入评级, 合理目标价 33.25 元, 对应 2013 年 25 倍 PE。

◎关键假设: 主营业务毛利保持 46%左右, 智能终端业务 90%左右增速。

◎风险提示: 人力成本上升、应收账款增加、汇率波动或是主要风险。

	2010A	2011A	2012Q2	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	145.50	234.28	156.82	345.92	488.44	695.34
同比增速(%)	36.00	61.02	71.22	47.65	41.20	42.36
净利润(百万)	32.78	46.39	23.71	72.26	102.36	141.27
同比增速(%)	17.66	41.51	60.28	55.77	41.67	38.01
毛利率(%)	47.09	45.80	44.09	46.45	46.12	46.28
每股盈利(元)	0.60	0.81	0.31	0.94	1.33	1.84
ROE(%)	17.52	18.65	4.10	22.37	24.14	24.95
PE(倍)	0.00	0.00		28.03	19.81	14.32

## 正文目录

<b>1. 软件外包前景广阔，专注企业潜力更大</b>	<b>4</b>
1.1. 外包服务发展意义重大，政策支持将持续	4
1.2. 中国外包优势显现，市场规模持续快速增长	5
1.3. 行业变革加剧，专注利于往价值链高端转移	7
<b>2. 质地优良，竞争优势明显</b>	<b>8</b>
2.1. 南京位置优越，利好稳定发展	8
2.2. 客户集中度低利于持续稳定发展	9
2.3. 专注研发能力提升，凸显高端定位实力	9
<b>3. 专注三大业务领域，高成长之路看得见</b>	<b>12</b>
3.1. 供应链管理需求旺盛，技术优势明显	12
3.1.1. 多因素助推供应链管理专业软件市场高速增长	12
3.1.2. 技术创新优势明显，有望成为行业重要受益者	13
3.2. 智能终端业务持续向好，有望助力超预期	16
3.2.1. 智能终端需求爆发，推动嵌入式软件市场规模激增	16
3.2.2. 技术创新优势明显，有望成为行业重要受益者	19
3.3. 深入研发合作，智能电网业务或实现突破	22
<b>4. 公司预测与估值</b>	<b>22</b>
4.1. 核心假定	22
4.2. 财务预测	23
4.3. 估值比较和合理定价	23
<b>5. 风险分析</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 中国离岸软件外包 2012 年有望提速 (单位: 亿美元/%)	6
图 2: 中国离岸软件外包地区结构 (2010 年)	6
图 3: 软件业营收保持稳定高速增长	7
图 4: 中国整体吸引力有望持续增强	7
图 5: 软件业营收保持稳定高速增长	8
图 6: 软件业营收保持稳定高速增长	9
图 7: 少数领先企业具有往价值链高端转移的能力	11
图 8: 公司直接接包比例超 70%	11
图 9: 接包模式保证了公司毛利率和净利润率较高水平	12
图 10: 中国物流及供应链管理市场规模发展迅速	13
图 11: 未来 5 年中国物流供应链专业软件市场保持高速增长	13
图 12: 丰富的自主开发项目为供应链管理业务高速成长打下坚实基础 (表 1)	14
图 13: 丰富的自主开发项目为供应链管理业务高速成长打下坚实基础 (表 2)	15
图 14: 公司供应链管理业务保持持续快速增长态势	16
图 15: 2012 年全球平板电脑出货量将翻番	17
图 16: 智能手机 2012 年出货量将超过 PC	18
图 17: 中国智能手机市场份额持续提升	18
图 18: 2012 年中国智能手机出货量有望突破 2 亿台	18
图 19: 中国车载终端市场规模增速不断加快	19
图 20: 丰富的自主开发项目为供应链管理业务高速成长打下坚实基础 (表 2)	20

图 21: 公司智能终端嵌入式软件业务呈爆发增长态势 .....	21
表 1: 政策红利推动软件与信息服务外包行业持续快速发展 .....	4
表 2: 公司客户集中度低利于持续稳定发展 .....	9
表 3: 专注三大核心领域, 研发实力持续提升 .....	10
表 4: 研发实力支撑销售和服务模式创新 .....	11
表 5: 公司供应链管理软件开发实力将持续提升 .....	16
表 6: 公司智能终端嵌入式软件业务研发实力正持续提升 .....	21
表 7: 财务预测表 (单位: 百万元) .....	23
表 8: 可比软件公司 PE 估值水准横向比较 .....	23

[\(本报告共有图 21 张, 表 8 张\)](#)

## 1.软件外包前景广阔，专注企业潜力更大

### 1.1.外包服务发展意义重大，政策支持将持续

近年来，国家深刻认识到软件与信息服务外包行业对国家经济发展及结构转型的重要作用，不断从各个层面推进行业的可持续发展，商务部、国务院办公厅、国家工业和信息化部等陆续出台各项政策扶持软件与信息服务外包行业。

- (1) 承接软件与信息服务外包对中国产业结构调整具有重要的推动作用，能够创造条件促进发展中国家以制造业为主的工业经济向服务经济升级，推动增长方式由粗放型向集约型发展。
- (2) 当前中国服务业对国民经济和就业的贡献率不足，服务业增加值在GDP比重偏低。与发达国家相比，中国的服务业发展水平较低。因此，面临国际市场服务外包发展的机遇，积极承接服务外包可以扩大服务业规模，提高服务业效率，增加服务业的品种和档次，真正实现服务业现代化，增加服务业在三次产业中的比重，使中国的服务业实现由传统向现代的转变。
- (3) 中国企业承接国际软件与信息服务外包有助于学习和吸收转移发包方的国际先进经验和先进技术，积累先进的技术经验并在此基础上进行二次创新，从而增强自身的核心竞争力。
- (4) 中国的贸易总额虽然突破了1万亿美元，但服务贸易自1995年以来始终处于逆差状态，且有进一步扩大的趋势。大力发展以软件外包为主的服务贸易，尤其是鼓励中国企业承接离岸服务外包业务，可以作为中国转变外贸增长方式的重要手段。

表 1: 政策红利推动软件与信息服务外包行业持续快速发展

序号	文件名称	发布时间	主要内容	颁布单位
1	《关于促进服务外包产业发展的复函》	2009.01	批复北京、天津、上海、重庆、大连、深圳、广州、武汉、哈尔滨、成都、南京、西安、济南、杭州、无锡等 20 个城市确定为中国服务外包示范城市，并在这试点城市实行优惠政策措施，包括税收试点、特殊工时工作制、资金支持、基础设施建设扶持、通关监管模式、融资、保险、证券等方面金融支持政策，以及建立国际服务外包业务人才库和服务外包人才网络招聘长效机制等人才政策。	国务院
2	《关于金融支持服务外包产业发展的若干意见》	2009.09	积极推进多层次资本市场建设，创新融资品种，为符合条件的服务外包企业特别是具有自主创新能力的服务外包企业提供融资平台。加大对服务外包企业的上市辅导力度，力争支持一批有实力、发展前景好、就业能力强的服务外包企业在国内资本市场上市融资，提升我国服务外包企业的国际竞争力。	国家 6 部委
3	《关于鼓励服务外包产业加快发展的复函》	2010.04	对技术先进型服务企业所得税优惠政策放宽认定条件，将服务业务收入占本总收入 70% 的比例降低到 50%。加快财政资金支持力度，由原来每年 1 次拨付改为 2 次拨付，加快企业获资金支持。大力支持符合条件服务外包企业境内特别是创业板上市。同时减轻服务外包企业负担，对符合条件的外包企业纳入“五缓四减三补贴”政策范围。加大海外高层次服务外包人才引进力度，制定我国国际服务外包产业发展规划（2011-2015），完善服务外包统计制度。	国务院
4	《关于示范城市离岸服务外包业	2010.07	决定自 2010 年 7 月 1 日起至 2013 年 12 月 31 日止，对注册在北京等 21 个中国服务外包示范城市的企业从事离岸服务外包业务取	财政部

	务免征营业税的通知》		得的收入免征营业税。	
5	《关于支持和鼓励服务外包企业海外并购的若干意见》	2010.09	政策对于服务外包企业海外并购符合对外经济技术合作专项资金规定条件的,给予资金支持;鼓励金融机构创新产品和服务支持服务外包企业间的横向整合、服务外包企业与产业上下游相关企业的纵向整合。探索发行服务外包中小企业集合债券、票据;支持各类社会资金通过参控股或投资方式支持服务外包企业发展;鼓励各类担保机构联合提供担保服务,提高服务外包企业信用等级。	商务部
6	《关于技术先进型企业服务企业有关企业所得税政策问题的通知》	2010.11	决定自2010年7月1日起至2013年12月31日止,在北京等21个中国服务外包示范城市,对经认定的技术先进型企业,减按15%的税率征收企业所得税;经认定的技术先进型企业发生的职工教育经费支出,不超过工资薪金总额8%的部分,准予在计算应纳税所得额时扣除;超过部分,准予在以后纳税年度结转扣除。	财政部
7	《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》	2011.01	支持企业“走出去”建立境外营销网络和研发中心,推动集成电路、软件和信息服务出口。大力发展国际服务外包业务。商务部要会同有关部门与重点国家和地区建立长效合作机制,采取综合措施为企业拓展新兴市场创造条件。	国务院
8	《第十二个五年规划纲要》	2011.03	明确指出国家将推动加强信息服务,提升软件开发应用水平,着力提升软件和服务外包等服务业。	国务院
9	《软件和信息技术服务业“十二五”发展规划》	2012.04	积极承接全球离岸服务外包业务,提升服务外包企业承接和交付能力、管理能力与国际市场开拓能力。巩固软件开发离岸外包,支持软件和信息技术服务出口。	工信部
10	《中国国际服务外包产业“十二五”发展规划纲要》	未定	目标是服务外包额在2015年达到800亿美元。2010年我国的服务外包额是145亿美元左右。在“十二五”规划中,服务外包产业发展的政策支持和促进力度只会加强而不会削弱。国内市场的巨大潜力更加明显,服务外包与服务贸易的发展为产业转型提供较大空间,战略性新兴产业的发展也为外包的发展搭建了新的技术平台支撑。	商务部

资料来源:相关政府网站,华宝证券研究所

## 1.2. 中国外包优势显现, 市场规模持续快速增长

由亚太总裁协会、中国商务部国际贸易经济合作研究院、中国服务外包研究中心、云南省商务厅、昆明市人民政府共同主办的全球外包大会2012年7月28日在昆明召开。大会发布的《昆明宣言》称,预计未来5到8年,中国服务外包企业就业人数将达到2000万人,中国将成为全球离岸外包第一承接国家。

2011年,中国国际服务外包完成额为238.3亿美元,占全球国际服务外包市场的23%。商务部中国服务外包研究中心副主任金世和说,中国目前已成为仅次于印度的第二大离岸服务外包承接国。

### 1、政策支持营造了良好的行业发展氛围

基于经济结构转型等的考虑,包括中央政府、地方政府,以及各级软件行业协会都高度重视软件外包(出口)工作,这为这个产业的发展创造了很好的条件和环境,在政策层面上,信产部和国务院的有关部门一直在研究新的软件政策,正在联合出台促进软件政策的一系列措施,从信贷支持、促进企业合作,建设公共平台、人才培养等方面帮助企业增强外包出口能力。

## 2、国内市场需求旺盛吸引更多发包企业

中国已经成为全球重要的经济体，全球及亚洲影响力持续增长，国内市场需求持续旺盛，成为各跨国公司重要的战略阵地，在中国大力布局新业务，机遇本地化优势的考虑，更多的公司希望将外包地放在中国，以利于其开拓中国和亚洲市场。

## 3、相关支持性产业发展良好

一个软件公司的竞争优势不仅由内部决定，而且来源于公司的外部。中国电子信息产业经过近 30 年的发展，产业基础已处于全球较高水平，我国庞大优质的电子制造基础为我国发展嵌入式系统提供了广阔空间和机遇。

## 4、新技术发展提升了国内软件技术水平

伴随着物联网、云计算、新一代通信技术等新技术的不断出现，以及国内 10 年来软件技术整体实力的进一步提升，目前国内软件技术发展已逐渐优于印度等其他国家，不断吸引企业将中国作为首选发包地。

首届京交会期间，首个权威发布会上出炉的《中国服务外包发展报告 2012》指出，到 2015 年，中国国际服务外包将达 900 亿美元，占全球市场份额近 50%，年均增长在 40%左右，市场规模持续快速增长，国内软件外包企业将持续受益行业高速增长。

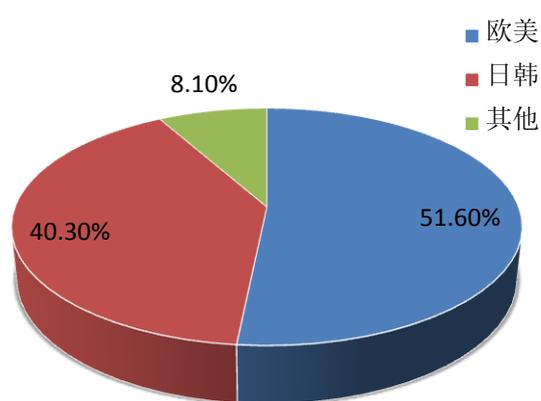
IDC 预测，2011 年底全球离岸 IT 服务外包的市场达到 340 亿美元，增速达到 5.5%，比 2010 年的增速提高了 3 个百分点；到 2014 年，该市场的规模将是 427 亿美元，且年增速达到 8.8%。同时 IDC 预计：未来 5 年欧美对中国的软件离岸外包将以复合增速 29%的速度增长，而日韩业务的增速将保持在 17.7%的复合水平。

法国兴业银行研究所提供的数据也显示，主导世界的美国和欧洲主要的软件和服务公司在整个亚太战略和新兴市场收入的布局中，都把中国列为了发展的重中之重，在未来的 3-5 年内预计将中国的业务份额提高 1-2 个百分点，对应的份额上的增长是 50%到 200%。随之加大的为适应中国市场的产品和相应的运营投资都将惠及中国的离岸外包市场。

图 1：中国离岸软件外包 2012 年有望提速（单位：亿美元/%） 图 2：中国离岸软件外包地区结构（2010 年）



资料来源：IDC，华宝证券研究所



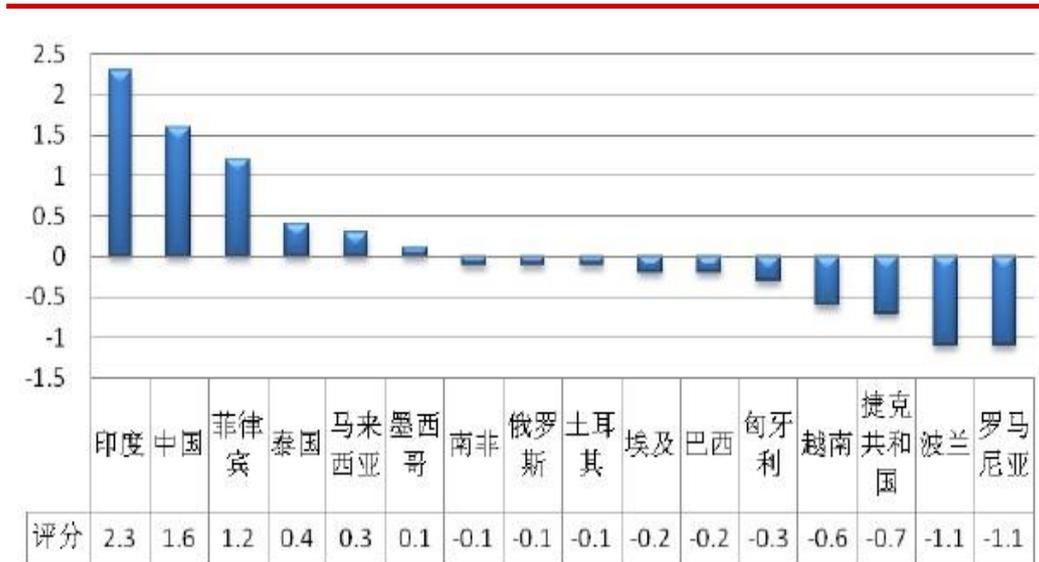
资料来源：IDC，华宝证券研究所

图 3: 全球离岸 IT 服务外包市场规模高速增长



资料来源: IDC, 中国服务外包发展报告, 华宝证券研究所

图 4: 中国整体吸引力有望持续增强



资料来源: Booz&Co. 5 C Framework. Booz&Co. 分析, NASSCOM, 华宝证券研究所

上图所标示的吸引力比较, 中国排名第二, 表明中国在国际软件与信息服务外包市场具有较强的竞争力。目前, 中国凭借丰富的劳动力资源及劳动力成本比较优势, 在软件外包行业正处于蓬勃发展阶段, 中国软件外包的主要目标市场是欧美和日本。

### 1.3.行业变革加剧, 专注于往价值链高端转移

过去五年是国内软件外包行业发展快速增长期, 经过近五年的发展, 国内软件服务外包行业正在进入新的发展阶段, 行业变革正在加速, 未来 3-5 年两类企业有望在竞争中赢得先机:

#### (1) 行业集中度将进一步提高

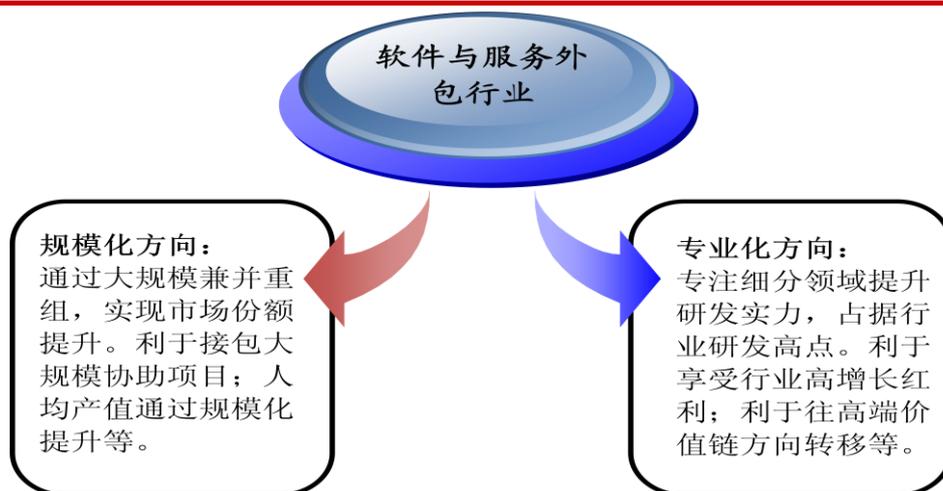
据商务部数据显示, 目前行业内存在的大小一万多家企业。十分分散和良莠不齐的格局对全行业未来的发展是不利的。未来领军企业相对于中小型同业公司的领先优势将逐渐加大。行业内价值链不同阶段的竞争格局会逐渐清晰。行业竞争格局会从分散逐渐转

向集中。未来 3-5 年内行业中企业的数量或许不会明显下降，但排名前十位的公司所占的市场份额却会逐渐增大。行业内竞争格局的层次化将会逐渐显露出来。行业集中度的变化，将会促使排名前几大的公司向产业链的更高端拓展业务。

## (2) 行业价值链向高端转移

行业价值链向拥有全球化交付能力的专业性和技术性优势明显的领先企业转移。单纯的成本优势和地域优势，将不足以保证企业在未来竞争中守住市场地位。优化管理手段、创新服务理念，提升技术水平，将成为企业成功的关键。

图 5：软件与服务外包行业变革加剧，两类企业有望赢得先机



资料来源：华宝证券研究所

## 2.质地优良，竞争优势明显

### 2.1.南京地理位置优越，利好稳定发展

作为软件与信息服务外包企业，公司地处南京，地理位置相对优越，南京的特殊性给公司带来了许多发展优势，利于公司稳定可持续发展：

#### (1) 人才优势

软件外包企业作为知识密集，人才是软件外包企业发展的根本，只有能吸引到优秀的人才，公司才具有可持续发展的动力。公司地处南京，高校数量众多，人均拥有大学生比例位于全国各城市第一，无论从质量还是数量上都是国内领先的。并且，相对于北京、上海等一线城市大城市，南京市的人才流动率较低；

#### (2) 成本优势

软件外包企业作为人才密集型企业，其主要的经营成本是人力成本。随着中国经济的快速发展，城市生活成本的上升，社会平均工资逐年递增，尤其是北京、上海等一线城市大中城市，具有丰富业务经验的中高端人才工资薪酬呈上升趋势。而公司地处南京，相对于京沪地区成本优势较为明显；

#### (3) 政策优势

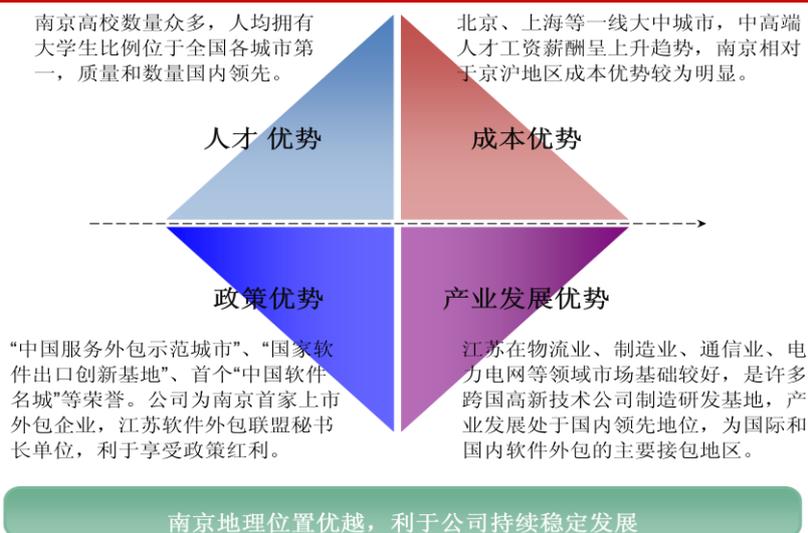
在政策方面，南京市已把服务外包十二五规划列入南京市国民经济“十二五”规划体系，成为“中国服务外包示范城市”、“国家软件出口创新基地”、“国家工业化和信息化融合试点城市”、首个“中国软件名城”等荣誉，在税收等政策方面

推动优势明显。公司是南京首家上市软件外包公司，是江苏软件外包联盟秘书长单位，龙头地位确保了公司在政策支持方面所具有的特殊优势；

#### (4) 产业发展优势

公司为长三角地区核心区域江苏省的省会城市南京，江苏在物流业、制造业、通信业、电力电网等领域市场基础较好，同时也是许多跨国高新技术公司制造研发基地，产业发展处于国内领先地位，目前已成为国际软件外包的主要接包地区，国内软件外包的主要发包地区。

图 6: 公司地处南京，优势较多



资料来源：华宝证券研究所

## 2.2. 客户集中度低利于持续稳定发展

对于软件外包企业，客户集中度风险是其中较为主要的风险之一，主要客户因经营状况发生变化导致其对公司业务的需求量下降，或转向其他软件服务外包企业，将对公司的生产经营带来较为明显的影响。相对于国内主要上市软件外包企业，公司前五名客户营收占比为 23.71%，第一名客户占比仅 5.63%，大客户依赖度较低，从而保证了公司业绩的持续稳定性，利于公司长期可持续发展。

表 2: 公司客户集中度低利于持续稳定发展

序号	前五名客户	海隆软件	博彦科技	润和软件
1	第一名	23.79%	24.95%	5.63%
2	第二名	13.91%	16.32%	4.83%
3	第三名	9%	13.14%	4.61%
4	第四名	5.01%	6.11%	4.42%
5	第五名	4.28%	2.59%	4.22%
6	合计	55.99%	63.10%	23.71%

资料来源：相关公司公告，华宝证券研究所

## 2.3. 专注研发能力提升，凸显高端定位实力

专注三大业务领域研发能力提升，专业化高端定位基础坚实。专业化高端软件外包供应商是公司的定位，公司专注于“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”等三个核心专业领域，历经数百个国际、国内行业项目的成功实施，已具备对所服务专业领域的深刻行业理解，并在专业领域内构建了复合型知识运用能力，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。

表 3: 专注三大核心领域，研发实力持续提升

项目名称	新技术或新产品开发项目	项目目标	目前主要客户	备注
供应链管理软件	基于RFID 的物流仓储管理系统	开发一套基于RFID 技术的物流仓储管理系统,实现自动化的货物进出和跟踪管理。	丰通 syscom (日本)、PASCO (日本)、Oracle (美国)、苏宁电器、波司登、百胜咨询, 丰田汽车等	丰田汽车 (新增客户)
	供应链管理通用决策分析模型	针对供应链管理特点, 提取通用的决策分析模型, 基于润和通用商业智能平台, 研发出一套标准化的解决方案。		
智能终端嵌入式软件	指南针连锁选址及商圈分析平台产品升级	在第一版指南针商业连锁选址及商圈分析平台产品基础上, 进一步进行功能完善, 使产品功能更标准化, 界面及操作更优化。	华为技术、捷开通讯、BTI (加拿大)、Airbiquity 公司等国内外智能终端嵌入式设备制造商和应用服务提供商	Airbiquity 公司 (新增客户)
	智能手机平台开发套件	开发一套适合iPhone、Android 等平台的开发套件, 集成公司在流媒体控制、即时通信、OA 办公应用、数据库集成方面技术优势, 形成一套标准化开发套件, 方便上层应用开发。		
	飞影手机视频分享软件升级	在一代的飞影手机视频分享软件中, 增加更多用户实时交互功能, 可以实现语音和视频的现场直播功能。		
	MWP APP TOOLS	是一个可视化手机前端 GUI 设计器。它类似于Delphi/VB 设计器, 能够让应用程序开发者快速设计和创建手机UI 应用程序, 其中还包括一套手机UI 感知组件 (muicomponent)。		
	J2EE 快速开发框架技术平台	基于J2EE 的快速开发框架技术平台, 针对客户个性化要求, 比如客户指定的框架, 能够快速的对开发平台进行修改并对应。		
智能电网信息化软件	变电站设备状态监测与分析系统	基于新一代面向服务架构 (SOA) 的变电站设备状态监测与分析系统, 实现了对变电站各类设备各类特征数据的全面监测和信息的综合应用, 为运行检修、生产管理提供专业化、差异化以及智能化的应用服务。	南瑞集团、南方电网和江苏电力等企业	

资料来源: 招股说明书, 半年报, 华宝证券研究所

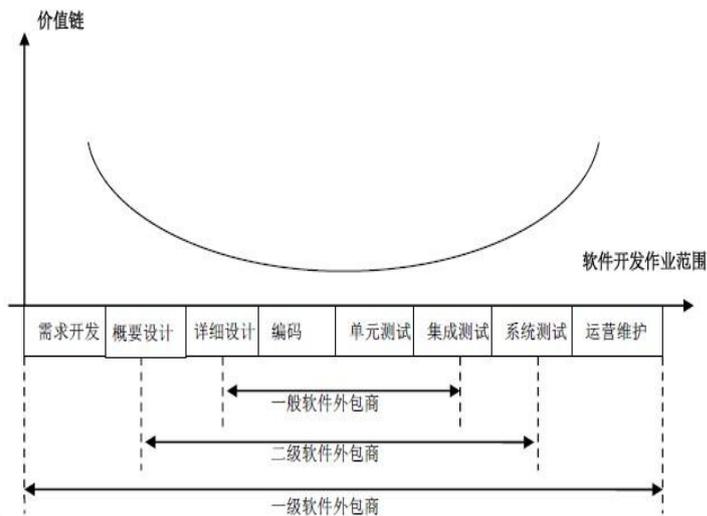
研发实力支撑销售和服务模式创新。伴随着公司研发实力的提升, 公司不断优化销售模式和服务模式, 巩固直接接包和项目外包服务模式, 利于实现其专业化高端化软件外包服务商定位, 从而实现跨越式成长。2011 年公司直接接包比重超过 70%, 项目外包服务收入的比例超过 85%。

表 4: 研发实力支撑销售和服务模式创新

业务模式	细分模式	主要内容	附加价值	备注
销售模式	直接接包	指公司承接的软件外包项目,是由国际、国内的最终客户将其软件外包项目通过委托的方式向公司提供。	业务附加值相对较高	润和软件主要以直接接包和项目外包服务为主,2011年直接接包比重超过70%,项目外包服务收入的比例超过85%。
	间接接包	公司承接的软件外包项目,是由系统集成商或软件供应商将其已获取第三方的软件外包项目的全部或部分业务通过项目分包的方式予以提供。	业务附加值相对较低	
服务模式	项目外包服务	指客户将其软件外包业务整体或部分通过项目的方式外包给公司,由公司按客户的需求搭建项目环境,并按约定的进度与质量要求将软件或服务交付给客户。软件外包项目的项目进度、人员安排、质量控制等相关的项目管理工作由公司自行管理和安排。	接包方对项目资源调度空间大,可通过各种手段提升生产力获取更高的项目利润;但同时也对市场开拓与项目管理能力、行业知识、技术储备要求较高	
	人力外包服务	指客户将其软件外包业务中的部分工作通过人力外包的方式外包给公司,由公司提供符合客户要求的技术人员到客户的软件开发项目组中。软件外包项目的项目进度、人员安排、质量控制等相关的项目管理工作由客户统一管理和安排。	项目管理工作主要由发包方统一管理和安排,对接包方项目管理能力要求低,接包方的收益固定,一般相对较低	

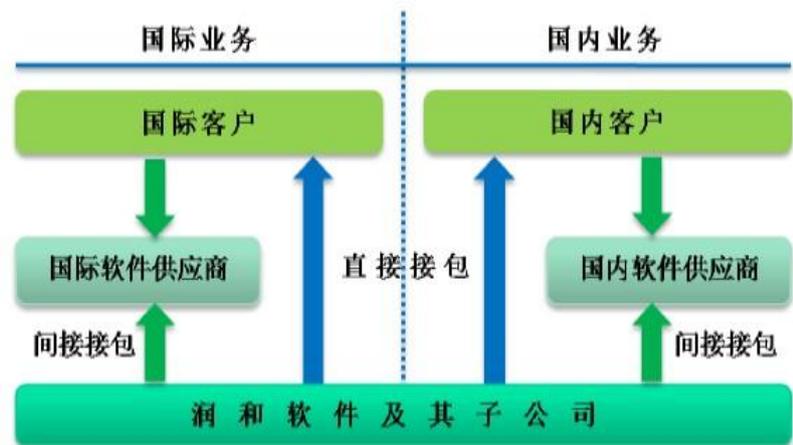
资料来源: 华宝证券研究所

图 7: 少数领先企业具有往价值链高端转移的能力



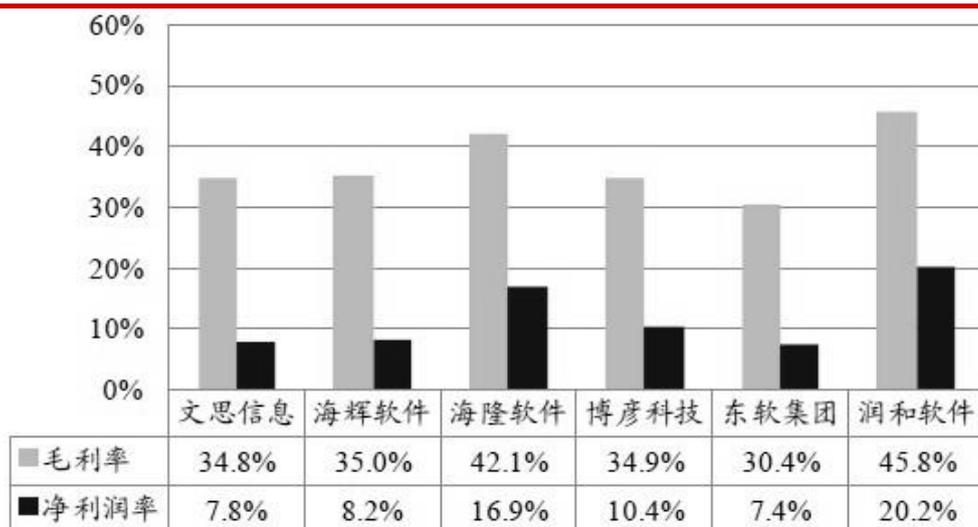
资料来源: 招股说明书, 华宝证券研究所

图 8: 公司直接接包比例超 70%



资料来源: 招股说明书, 华宝证券研究所

图 9：接包模式保证了公司毛利率和净利润率较高水平



资料来源： Wind，华宝证券研究所

### 3. 专注三大业务领域，高成长之路看得见

不同于其他外部公司的项目驱动模式，公司以现有技术作为依托、专注于应用领域广、市场前景好的供应链管理软件、智能终端嵌入式软件和智能电网信息化软件三大领域。目前三大领域行业规模、增长速度均处所有行业前列，公司专注在这些行业深入耕作，尽享行业高增长盛宴。

(1) 伴随着物流行业以及企业精细化运作的发展，供应链管理市场规模正在保持 25% 左右的增速，物流供应链专业软件 2015 年市场规模就将突破 40 亿元；

(2) 伴随着智能手机、平板电脑、智能电视以及其他智能终端的爆发式增长，嵌入式软件市场需求强劲，未来五年有望保持 35% 以上的复合增速；

(3) 伴随着国家坚强型智能电网建设的加速，智能化方面的投资将达每年 660 亿元-680 亿元，这使电网对 IT 支撑产生了强烈需求，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。

#### 3.1. 供应链管理需求旺盛，技术优势明显

##### 3.1.1. 多因素助推供应链管理专业软件市场高速增长

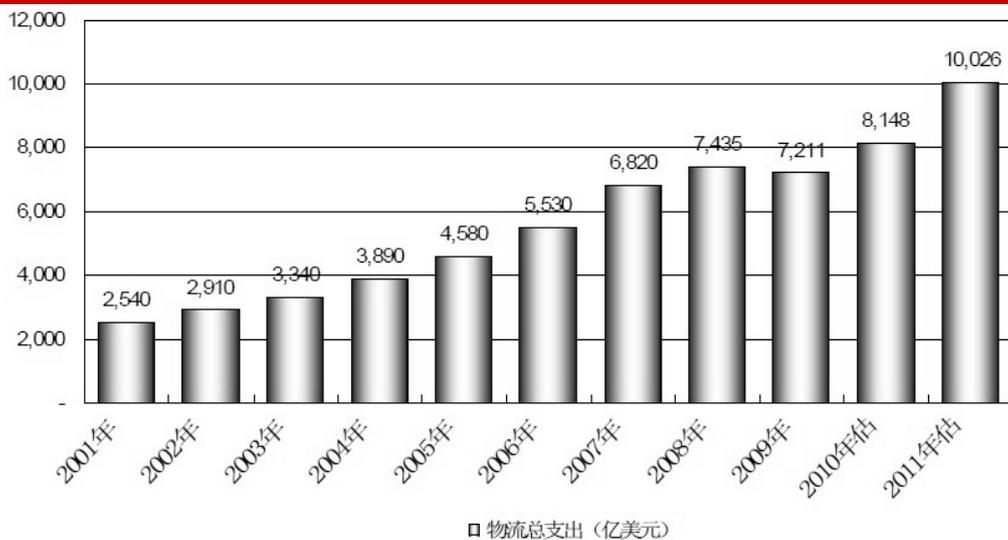
全球著名咨询机构 AMR Research 报告显示，从全球角度看，2008 年—2012 年的 5 年内，全球供应链管理软件市场销售额年增长率将保持在 7% 以上，到 2012 年市场销售额将达到 92 亿美元，持续增长的动力来自于新业务重点（如无线 IC 标签）和市场竞争压力下企业增加对供应链项目的技术创新开支。

**物流及供应链管理市场需求旺盛，带动相关软件需求提升。**根据深圳市物流和供应链管理协会的预计，到 2011 年中国物流及供应链管理市场价值将达到 10,026 亿美元，仅次于美国，将成为全球第二大物流及供应链管理服务市场。

从应用的维度，物流供应链专业软件则可以从满足不同行业以及不同物流需求的角度，分为外贸、石油化工、机械、烟草、第三方物流、流通、纺织、医药、食品饮料等行业解

决方案以及冷链物流、回收物流、售后服务物流、分销物流、生产物流、资产物流、采购物流、逆向物流、军事物流、物流公共信息平台等解决方案。

图 10: 中国物流及供应链管理市场规模发展迅速



资料来源: 深圳市物流和供应链管理协会, 华宝证券研究所

国家《物流业调整与振兴规划》市场效益开始显现, 专业软件市场规模高速增长。根据博科资讯物流供应链研究中心对中国物流供应链专业软件市场的多年研究监测, 未来 5 年中国物流供应链专业软件市场保持高速增长, 到 2012 年, 增长率将达到最高 23.4%, 2015 中国物流供应链专业软件市场规模将突破 40 亿元。

同时, 供应链管理软件业呈现出新的特点: (1) 细分市场结构中, 高端市场增速逐步放缓, 其需求主要来源于服务和深化应用; (2) 中端市场继续保持高速增长, 广大的制造业企业, 国际贸易企业 and 专业第三方物流等应用主体对物流供应链专业软件将爆发出极大的热情; (3) 低端市场由于用户为中小企业, 信息化预算较少, 处在整合时期, 市场呈现稳步增长。到 2012 年, 中端市场对物流供应链专业软件的需求将超过高端市场, 2013 年将进一步拉大距离, 超出近一个亿的市场销售额, 这一特点也给予了公司新的发展机遇。

图 11: 未来 5 年中国物流供应链专业软件市场保持高速增长



资料来源: 博科资讯, 华宝证券研究所

### 3.1.2. 技术创新优势明显, 有望成为行业重要受益者

根据市场发展，公司不断升级供应链解决方案，通过融入移动嵌入式软件技术，支持供应链管理中手机终端、手持式设备的使用，借助通信及电力监控领域积累的视频监控、RFID 等相关技术，为企业提供量身定制“智能供应链管理软件”，树立了公司在供应链管理领域独特的竞争优势。

- (1) 在国际市场方面，2009 年，公司在日本市场上通过竞争获得了世界 500 强企业——丰田集团所属商社丰田通商株式会社专属信息化服务公司（丰通 syscom）的全球供应链系统软件外包订单，进入到国际软件外包产业链的高端，目前，公司与丰通 syscom 的业务合作日益紧密，并正在扩展至丰田集团旗下丰田汽车的信息化建设领域。此外，公司通过整合 GIS 数据分析技术，为供应链管理软件中网点开拓环节提供高端的决策工具，借此在日本市场成为日本东京证券交易上市的、全球领先的 GIS 综合服务供应商 PASCO 的直接客户。
- (2) 在国内市场上，2008 年服装行业龙头企业波司登通过充分对比，最终选择了公司提供的供应链管理软件解决方案，且公司与波司登的业务合作关系一直持续至今。通过整合 GIS 数据分析技术，为供应链管理软件中网点开拓环节提供高端的决策工具，赢得百胜咨询、苏宁电器等国内商业连锁行业龙头企业的信任，成为其供应链系统中网点开发、扩张决策工具解决方案提供商。

图 12: 丰富的自主开发项目为供应链管理业务高速增长打下坚实基础（表 1）

编号	项目名称	开发时间	项目概述
<b>供应链管理软件</b>			
1	汽车零部件全球供应链管理系统	2009 年~2011 年	该系统是为国际大型汽车制造商开发的基于全球汽车零部件的供应链管理系统，系统包括从零配件订购、物流管理、仓储管理以及财务等供应链相关的综合管理系统。
2	新贸易系统	2009 年	该系统是为国际大型汽车制造商开发的供应链知识管理系统，包括知识数据管理、供应链数据分析和辅助决策等功能。
3	Tex Logix 系统	2009 年~2011 年	该系统是为国际大型汽车制造商与中国生产厂商开发的供应链管理系统，系统提供零配件的采购订单管理，并通过与中国境内的物流公司及第三方仓储等系统对接管理，完成零配件从国际市场到中国生产商的全过程供应链管理。
4	TT-Touch 系统	2008 年~2011 年	该系统是为国际大型流通企业开发的集成报关系统、财务系统等系统的供应链管理系统，包括财务系统接口、海外生产国的报关系统接口等功能。
5	服装供应链管理系统	2007 年~2011 年	该系统是为国内大型服务制造企业开发的供应链、生产计划的管理信息系统，包括供应商管理、生产计划管理、分销商管理、数据分析和辅助决策等功能。
6	钢铁贸易供应链管理系统	2010 年~2011 年	该系统是为国内大型钢铁贸易企业开发的供应链管理系统，包括订货管理、物流管理、库存管理、销售管理、配送管理等功能。
7	医药分销智能分析系统	2008 年~2009 年	该系统是为国内大型医药流通企业开发的医药分销智能分析系统，包括数据收集、统一建模、报表分析决策支持等功能。
8	数控物流成套发货系统	2008 年~2009 年	该系统是为全球大型电气集团开发的物流发货包装系统，包括订单管理、客户管理、包装管理、发退货管理、财务管理等功能。
9	精密仪器营销管理系统	2009 年	该系统是为国际大型精密仪器制造商开发的全球营销管理系统，包括销售计划管理、销售活动管理、原材料供应预先分析管理、售后服务管理、客户管理等功能。

资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

图 13: 丰富的自主开发项目为供应链管理业务高速增长打下坚实基础 (表 2)

编号	项目名称	开发时间	项目概述
10	机械设备供应链管理系统	2009 年~2010 年	该系统是为国际大型机械设备制造商开发的全球供应链管理系统, 包括订单管理、产品管理、付款管理、法律管理、保证金管理、成本管理、库存管理、采购管理等功能。
11	包装发运系统	2009 年~2010 年	该系统是为全球大型机电设备制造商开发的包装发运系统, 包括发运通知管理、包装管理、发运管理、OS 管理、报表管理等功能。
12	仓库管理系统	2010 年	该系统是为全球多元化电气公司开发的仓库管理系统, 包括基础数据管理、上架管理、下架管理、盘点管理、分拣管理、移库管理、监控管理、card 管理、生产管理、提醒管理等功能。
13	店铺导航系统	2007 年~2008 年	该系统是为国外银行开发的基于地理信息系统的银行各经营点、银行 ATM 站地图导航信息系统。
14	MarketPlan	2008 年~2009 年	该系统是为国外连锁企业开发的基于地理信息系统的连锁开店计划管理信息系统, 主要包含了顾客、店铺的管理, 最佳出店位置的处理, 店铺距离和时间商圈分析, 顾客商圈分析, 市场占有率, 哈夫模型分析, 商圈集计, 分析结果报表输出等功能。
15	连锁店铺管理信息系统	2009 年~2011 年	该系统是为国外连锁企业开发的基于地理信息系统的连锁店铺管理信息系统。
16	商圈分析管理信息系统	2008 年~2011 年	该系统是为国外连锁企业开发的基于地理信息的商圈分析和信息管理信息系统。
17	连锁开发管理系统	2007 年~2011 年	该系统是为国际连锁企业开发的开店寻址与管理分析系统, 主要模块功能有: 网络规划、开店选址、报批、资产管理、系统报表、系统管理、工具箱、基础数据管理等功能模块。
18	连锁门店管理系统	2010 年~2011 年	该系统是为国际连锁企业开发的连锁门店管理系统, 包括对其网络开发、新址开发、资产管理流程中的所有关键的信息化数据, 并持续维护其相关基本资料。
19	连锁门店员工 HR 管理系统	2010 年~2011 年	该系统是为国际连锁企业开发的连锁门店 HR 管理系统。
20	连锁开发决策支持系统	2008 年~2011 年	该系是为国内电器连锁企业开发的连锁开发决策支持系统, 包含商业规划、门店开发、履约、合同管理等子系统。

资料来源: 招股说明书, 华宝证券研究所

专注研发能力提升, 业务复制有望实现超预期。公司经过供应链管理领域长期的实践积累, 目前已经在汽车、餐饮服务、医疗精密设备、服装领域取得一定成绩, 而这几个领域均为供应链管理软件需求规模最大的几大领域, 公司有望在保持技术创新优势的同时, 通过高质量客户服务和项目经历优势将业务复制到领域内其他公司, 实现业绩高速增长, 目前公司已经在与多家项目企业进行业务商谈, 未来有望继续保持较快增速。

图 14: 公司供应链管理业务保持持续快速增长态势



资料来源: 招股说明书, 2012 年半年报, 华宝证券研究所

表 5: 公司供应链管理软件开发实力将持续提升

项目名称	新技术或新产品开发项目	项目目标	备注																																	
供应链管理软件	基于RFID 的物流仓储管理系统	开发一套基于RFID 技术的物流仓储管理系统, 实现自动化的货物进出和跟踪管理。	供应链管理业务现有开发人员 470人																																	
	供应链管理通用决策分析模型	针对供应链管理特点, 提取通用的决策分析模型, 基于润和通用商业智能平台, 研发出一套标准化的解决方案。																																		
募投项目		项目目标	备注																																	
供应链管理软件外包中心扩建项目	①建成覆盖中国、日本、北美等主要地区的供应链管理软件外包服务团队, 扩充管理团队、市场团队、开发团队和研发团队, 供应链管理软件外包业务规模将进一步扩大, 新增年销售收入可望超过10,000 万元。 ②建设更为专业的供应链管理软件开发构件库, 以供应链管理软件专业外包开发过程中的可集成产品、组件、类库、模型以及其他技术成果对开发作业团队提供强有力的专业技术支持, 形成高效生产率与优异的交付质量来持续提升市场竞争力, 增加公司软件外包服务的附加值。		<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">编号</th> <th rowspan="2">部门</th> <th colspan="3">项目新增人数</th> </tr> <tr> <th>第一年</th> <th>第二年</th> <th>第三年</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1</td> <td>管理团队</td> <td>7</td> <td>9</td> <td>7</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td>市场团队</td> <td>4</td> <td>6</td> <td>4</td> </tr> <tr> <td>3</td> <td>开发团队</td> <td>122</td> <td>135</td> <td>126</td> </tr> <tr> <td>4</td> <td>研发团队</td> <td>15</td> <td>17</td> <td>15</td> </tr> <tr> <td colspan="2">合计</td> <td>148</td> <td>167</td> <td>152</td> </tr> </tbody> </table>	编号	部门	项目新增人数			第一年	第二年	第三年	1	管理团队	7	9	7	2	市场团队	4	6	4	3	开发团队	122	135	126	4	研发团队	15	17	15	合计		148	167	152
	编号	部门	项目新增人数																																	
第一年			第二年	第三年																																
1	管理团队	7	9	7																																
2	市场团队	4	6	4																																
3	开发团队	122	135	126																																
4	研发团队	15	17	15																																
合计		148	167	152																																

资料来源: 招股说明书, 2012 年半年报, 华宝证券研究所

### 3.2.智能终端业务持续向好, 有望助力超预期

#### 3.2.1.智能终端需求爆发, 推动嵌入式软件市场规模激增

终端需求爆发, 专业化与规模化外包服务商成为重要受益者。智能终端嵌入式软件主要是指在智能手机、平板电脑、互动电视机顶盒、汽车电子终端等智能终端上开发数据通讯、商业管理、多媒体播放等各类软件。进入 20 世纪 90 年代以来, 以计算机技术、通

信技术和软件技术为核心的信息技术取得了迅猛的发展并实现渗透性应用，由于嵌入式系统应用广泛，嵌入式软件在整个软件产业中占据了重要地位，并受到世界各国的广泛关注。

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增长。由于智能终端设备制造商通常专注于设备的研发、设计与制造，嵌入式软件需求一般会外包给专业的软件公司。随着智能终端信息化、智能化程度的提升，智能终端嵌入式软件外包市场的份额将逐步增加。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。

图 15: 2012 年全球平板电脑出货量将翻番



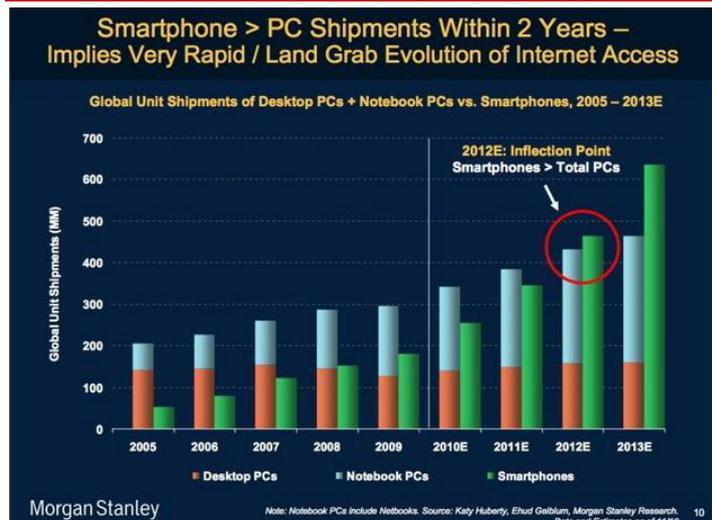
资料来源: Gartner, 华宝证券研究所

华强电子产业研究所最新报告称，2012 年中国手机厂商的智能机出货量将达到 2 亿台，占全球智能手机 30% 的市场份额，是 2011 年的四倍。其中排名前 10 位的中国厂商将占 80% 的出货量，而仅华为和中兴两家就将占 45% 的出货量。而 2011 年中国厂商的智能机出货量为 4800 万台，占全球智能手机 10% 的市场份额。

美国 VDC (英文名: Venture Development Corp., 为美国一家拥有 30 年市场调查经验的科技行业及策略咨询公司) 报告显示，中国智能手机嵌入式应用软件在 2010 年的市场规模达到 83 亿元人民币，在未来几年内将保持 35% 以上的复合年均增长率，预计在 2014 年将达到 217 亿元人民币。

根据 IDC 的相关产业报告分析，预计未来车载信息终端设备的嵌入式应用软件市场的复合年均增长率超过 35%，2015 年市场规模将达到 76 亿人民币。

图 16: 智能手机 2012 年出货量将超过 PC



资料来源: Morgan Stanley, 华宝证券研究所

图 17: 中国智能手机市场份额持续提升

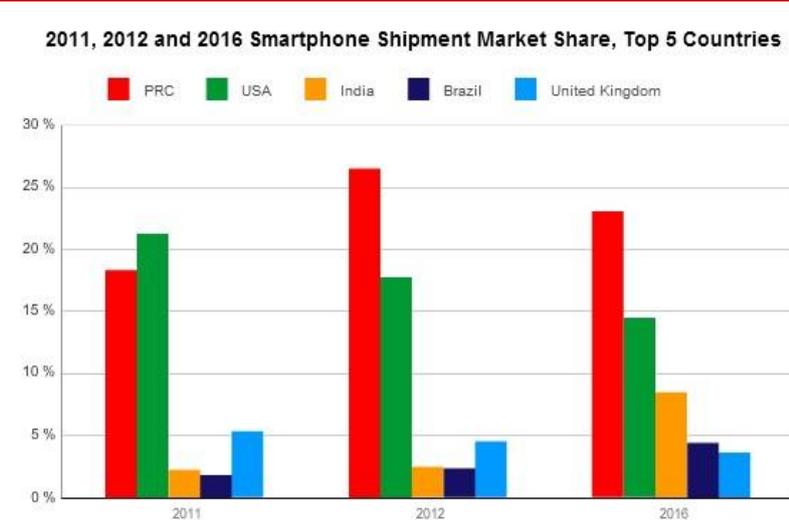


图 18: 2012 年中国智能手机出货量有望突破 2 亿台

2012 年中国品牌厂商智能手机出货量预测 (单位:百万台)			
排名	公司	2012 出货量预测	2011 年出货量
1	华为	53	19
2	中兴	37	13
3	ICL/Alcatel	14	1.4
4	金立	12	/
5	酷派	12	7
6	联想	11	4
7	天语	8	/
8	小米	6	1
9	OPPO	4	/
10	康佳	3	/
前 10 大合计		160	45.4
其它中国厂商		40	2.6
中国厂商总计		200	48
备注: 统计包括内销和出口数据以及 2G 智能手机数据			

资料来源: 华强电子产业研究所, 华宝证券研究所

图 19: 中国车载终端市场规模增速不断加快



资料来源: 中安顾问, 华宝证券研究所

全球及国内智能手机、平板电脑、车载终端、互动电视机顶盒等智能终端正呈快速增长态势, 尽管无法根据智能终端的数量来判定其嵌入式软件市场的规模, 但伴随着终端产品智能化、互动化的不断深入, 期嵌入式软件的市场规模增速定将高于终端增速, 从而可见智能终端嵌入式软件市场规模的爆发增长态势。

### 3.2.2. 技术创新优势明显, 有望成为行业重要受益者

公司凭借在智能终端嵌入式领域已有的技术实力, 并借助在供应链管理领域积累的丰富行业经验(如 GIS、RFID 等), 获得众多国内一流通信产品制造商和运营商的青睐, 成为华为技术、捷开通讯, BTI (加拿大) 公司, Airbiquity 公司等行业龙头企业的直接客户, 为其提供基于智能移动嵌入式的软件解决方案。

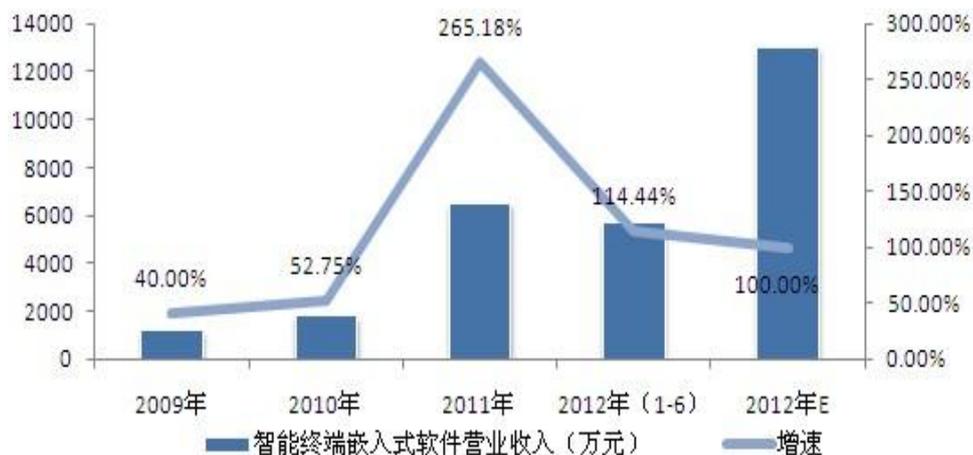
图 20: 丰富的自主开发项目为供应链管理业务高速增长打下坚实基础 (表 2)

项目名称	开发时间	项目概述
手机即时通信软件	2008 年	该系统是为国外移动运营商开发的在手机上实现可以和 Skype PC 客户端无缝互通的即时通信软件, 包括语音通话、即时文字、文件传输、网络会议等功能。
电信全球眼客户端	2009 年	该系统是为网络公司开发的监控视频播放的手机视频监控软件, 包括实时视频浏览、云台控制和告警布/撤防等功能。
边缘通信服务器嵌入式系统	2008 年~2009 年	该系统是为国际网络设备供应商开发的网络系统的高清流媒体前端服务器系统。包括流量控制、数据传输、QoS、视频压缩、视频解码、定制化和区域化广告投放等功能。
智能机顶盒系统	2010 年~2011 年	本系统是为国际网络设备供应商要求参考 Google TV 风格自行设计开发的机顶盒嵌入式软件系统。功能体验类似 Google TV。
家庭多媒体系统	2010 年	本系统是为国际网络设备供应商基于 Android 技术开发的机顶盒嵌入式软件系统, 包括通过手机、PC 等设备控制机顶盒实现在电视上进行媒体播放、家庭相册收藏、智能家居、语音与视频通话等功能。
条形码识别系统	2010 年	本系统是为国际网络设备供应商基于 Android 技术开发条形码数图像的采集并识别条形码等的嵌入式软件系统, 包括服务网络交换、产品信息查询、产品信息展现、产品概要介绍、商家报价、商品图片以及商品网络搜索等功能。
音乐客户端系统	2010 年	本系统是为国际移动运营商开发的音乐业务展现和使用门户系统, 包括在线浏览、播放、订购、下载、搜索、收藏、推荐/赠送、评论、本地管理等功能。
智能终端应用管理系统	2010 年~2011 年	本系统是为电信运营商开发的基于 IP 网络的智能终端应用管理系统, 包括网络部署终端应用服务器、终端部署应用门户客户端、业务应用推送、广告推送、内容管理、控制终端桌面等功能。
Android 版高清智能播放器软件系统	2011 年	本系统是为智能终端设备提供商开发的 DVD 播放器的播放软件。通过该软件可以在智能终端上可以播放 ISO 文件、本地 U 盘上的影音文件、数字照片等。该软件支持 samba、nfs、ftp 等协议与家庭其他 PC/PAD/Phone 等信息设备, 交换媒体文件, 支持通过 wifi、lan 播放在线视频、音频。
智能终端 SNS 平台软件	2011 年	本系统是为智能终端设备提供商开发的 SNS 交流系统, 系统基于 J2ME 平台, 实现了微博社区类应用等功能, 主要包括动态微薄、IM (即时聊天)、好友社区关系构建、个人资料管理等模块。

资料来源: 招股说明书, 华宝证券研究所

研发能力和客户优势明显, 市场竞争力突出。华为终端、TCL 均为公司长期服务客户, 他们均为中国智能终端出货量排名前五的企业, BTI (加拿大) 和 Airbiquity 公司也成为公司重要合作客户, 同时与丰田汽车在智能终端领域的合作也有望开启, 细分领域客户优势明显。同时, 公司将技术创新发挥到极致, 不断提升研发实力, 在各类智能终端领域市场竞争力日益突出。未来在智能终端嵌入式软件需求的拉动下公司业绩有望超预期。

图 21: 公司智能终端嵌入式软件业务呈爆发增长态势



资料来源: 招股说明书, 2012 年半年报, 华宝证券研究所

表 6: 公司智能终端嵌入式软件业务研发实力正持续提升

项目名称	新技术或新产品开发项目	项目目标	备注																																	
智能终端嵌入式软件	指南针连锁选址及商圈分析平台产品升级	在第一版指南针商业连锁选址及商圈分析平台产品基础上, 进一步进行功能完善, 使产品功能更标准化, 界面及操作更优化。	智能终端嵌入式软件业务现有开发人员 350 人																																	
	智能手机平台开发套件	开发适合 iPhone、Android 等平台的开发套件, 集成公司在流媒体控制、即时通信、OA 办公应用、数据库集成方面技术优势, 形成一套标准化开发套件, 方便上层应用开发。																																		
	飞影手机视频分享软件升级	在一代的飞影手机视频分享软件中, 增加更多用户实时交互功能, 可以实现语音和视频的现场直播功能。																																		
	MWP APP TOOLS	是一个可视化手机前端 GUI 设计器。它类似于 Delphi/VB 设计器, 能够让应用程序开发者快速设计和创建手机 UI 应用程序, 其中还包括一套手机 UI 感知组件。																																		
	J2EE 快速开发框架技术平台	基于 J2EE 的快速开发框架技术平台, 针对客户个性化要求, 比如客户指定的框架, 能够快速的对开发平台进行修改并对应。																																		
募投项目		项目目标	备注																																	
智能终端嵌入式软件外包中心扩建项目	<p>① 建成覆盖中国、日本、北美等主要地区的智能终端嵌入式软件外包服务团队, 通过优化现有运营管理体系, 扩充管理团队、市场团队、开发团队和研发团队, 智能终端嵌入式软件外包业务规模将迅速扩大, 新增年销售收入可望超过 16,000 万元。</p> <p>② 项目实施后, 公司将进一步完善在智能手机、平板电脑、数字电视机顶盒、车载信息终端设备等细分领域嵌入式软件的研发、设计、开发、测试环境, 提升对具有自主知识产权中间件或组件技术的研发能力, 扩大需求开发、概要设计及系统测试、软件维护等高端外包作业规模, 提高开发效率, 提升软件品质, 增加公司软件外包服务的附加值。</p>		<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">编号</th> <th rowspan="2">部门</th> <th colspan="3">项目新增人数</th> </tr> <tr> <th>第一年</th> <th>第二年</th> <th>第三年</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1</td> <td>管理团队</td> <td>7</td> <td>11</td> <td>16</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td>市场团队</td> <td>7</td> <td>11</td> <td>16</td> </tr> <tr> <td>3</td> <td>开发团队</td> <td>112</td> <td>181</td> <td>255</td> </tr> <tr> <td>4</td> <td>研发团队</td> <td>14</td> <td>22</td> <td>32</td> </tr> <tr> <td colspan="2">合计</td> <td>140</td> <td>225</td> <td>319</td> </tr> </tbody> </table>	编号	部门	项目新增人数			第一年	第二年	第三年	1	管理团队	7	11	16	2	市场团队	7	11	16	3	开发团队	112	181	255	4	研发团队	14	22	32	合计		140	225	319
	编号	部门	项目新增人数																																	
第一年			第二年	第三年																																
1	管理团队	7	11	16																																
2	市场团队	7	11	16																																
3	开发团队	112	181	255																																
4	研发团队	14	22	32																																
合计		140	225	319																																

资料来源: 招股说明书, 2012 年半年报, 华宝证券研究所

### 3.3. 深入研发合作，智能电网业务或实现突破

**智能电网投入规模巨大，专业电力信息化服务企业持续受益。**国家电网在十二五期间将投资上万亿打造坚强智能电网，形成以坚强网架为基础，以通信信息平台为支撑，以智能控制为手段，包含电力系统的发电、输电、变电、配电、用电和调度各个环节，实现“电力流、信息流、业务流”的高度一体化融合。国家电网公司公布数据显示，在发展规划的三个阶段中总投资预计超过4万亿，第一阶段（2009年-2010年）预计投资5,500亿元；第二阶段（2011年-2015年）预计投资2万亿元；第三阶段（2016年-2020年）预计投资1.7万亿元。其中，智能化方面的投资将达每年660亿元-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。

**智能电网业务呈持续快速增长态势。**智能电网信息化软件是公司随着国家电网改造和智能电网的提出而确定的核心业务领域，2008年公司与江苏电力初次合作，当年实现智能电网信息化软件的突破。2009年以来公司抓住智能电网发展的机遇，积极与南瑞集团、江苏电力等企业和机构合作，实现了智能电网信息化软件业务的快速发展。近三年，智能电网信息化软件开发业务增长较快，营业收入由2009年的1,430.62万元增加到2011年的3,173.16万元，复合年均增长率为48.93%，已成为公司软件开发业务的重要组成部分。

**深化技术研发合作，客户优势有望助力实现突破。**公司在智能电网信息化软件领域的市场开发中，充分结合自身在智能终端移动嵌入式领域、视频处理技术领域及GIS数据分析上的优势，为智能电网提供具有适应性、预测性的智能电网信息化软件。在这一领域，公司已与国内知名的电力厂商南瑞集团和江苏电力等企业形成多年的合作伙伴关系。南瑞集团和江苏电力在全国的电力信息化行业中地位显著，南瑞集团是上海证券交易所上市公司国电南瑞的第一大股东，从一家事业性质的科研院所起步，经过20多年四个阶段的发展历程，如今，拥有十多项“全国第一”的南瑞集团公司已跻身世界电力自动化行业“第一方阵”；江苏电力为江苏省规模最大的国有企业，也是国家电网公司系统规模最大的省级电力公司。公司正在积极推进与南瑞集团和江苏电力的研发合作，不断提升自身研发实力，未来有望在此领域内实现新突破。

## 4. 公司预测与估值

### 4.1. 核心假定

综合分析行业市场机遇以及公司行业技术研发实力，考虑公司募投项目和未来战略侧重点，在此基础上我们预测公司的未来发展状况。

▲ **智能终端嵌入式业务：**此项业务市场需求旺盛，公司客户优势和技术研发能力较为突出，12年有望实现营收翻番，未来三年有望保持50%以上的高速增长。

▲ **供应链管理业务：**此项业务是公司研发能力最为突出的一项业务，在服装、医疗精密设备、餐饮等领域均有最为高端服务客户，项目示范优势明显，未来有望持续保持40%左右的较高增速。

▲ **智能电网软件业务：**十二五期间电力信息化投入确定、投资额最大，公司此项业务开展时间较短，但服务于南瑞集团和江苏电力等行业大客户，伴随着合作的日益深入，未来几年来自此业务的增速有望持续提升，未来三年复合增速有望保持50%左右的较高增速。

▲公司毛利率水准：公司主营业务近三年综合毛利率均在 46%左右，伴随着公司业务结构的优化和技术研发实力提升带来高附加值，公司未来三年主营业务有望继续保持 46%左右的较高水准，或略有提升。但外购产品销售和房屋出租业务营收较大，从而一定程度上影响了公司综合毛利率，预计未来三年公司综合毛利率有望继续保持目前水准，或略有下降。

▲费用情况：公司作为软件外包行业企业，人员增长是业务增长必要条件，但公司仍谨慎通过人员增长来提升业绩，注重人均产值的提升，未来三年两项费用率占比将保持在 23%左右。

## 4.2. 财务预测

表 7：财务预测表（单位：百万元）

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	234.28	345.92	488.44	695.34
营业成本	126.98	185.25	263.16	373.50
营业税金及附加	2.90	4.50	6.20	9.18
营业费用	15.09	25.94	36.54	50.06
管理费用	38.29	58.05	81.37	114.04
财务费用	6.21	-3.06	-8.90	-5.56
资产减值损失	0.57	1.04	1.32	1.98
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.14	-0.07	-0.11	-0.09
营业利润	44.10	74.13	108.65	152.04
营业外收入	9.86	7.77	8.82	8.29
营业外支出	0.10	0.11	0.10	0.10
利润总额	53.86	81.80	117.36	160.23
所得税	6.66	8.85	13.60	17.95
净利润	47.21	72.95	103.76	142.28
少数股东损益	0.82	0.69	1.40	1.63
归属母公司净利润	46.39	72.26	102.36	140.65
EBITDA	55.28	100.29	135.70	178.82
EPS（摊薄）	0.81	0.94	1.33	1.83

资料来源：华宝证券研究所

根据我们的核心假定，我们预测公司 2012-2014 年营业收入分别为 3.46 亿元、4.88 亿元和 6.95 亿元。分别增长 47.65%、41.20%和 42.36%。实现净利分别为 7295 万元、10376 万元和 14228 万元，EPS 分别为 0.94 元、1.33 元和 1.83 元。

## 4.3. 估值比较和合理定价

2012 年-2014 年公司的 PE 估值分别为 28.03 倍、19.81 倍和 14.32 倍。鉴于公司成长潜力和突出的盈利能力，我们认为公司可享溢价。我们认为公司合理目标价为 33.25 元，对应 2013 年 25 倍 PE，给予“买入”投资评级。

表 8：可比软件公司 PE 估值水准横向比较

证券代码	证券简称	最新日期	收盘价	EPS			PE		
				TTM	2012E	2013E	TTM	2012E	2013E
002649.SZ	博彦科技	2012-08-31	18.06	0.53	0.68	0.97	33.91	26.59	18.60

002195.SZ	海隆软件	2012-08-31	14.33	0.60	0.75	0.97	23.78	19.10	14.75
600797.SH	浙大网新	2012-08-31	4.09	0.05	0.08	0.12	75.82	38.27	30.14
002063.SZ	远光软件	2012-08-31	15.20	0.54	0.64	0.86	28.00	23.83	17.68
002474.SZ	榕基软件	2012-08-31	18.28	0.64	0.83	1.14	28.47	22.03	15.98
300170.SZ	汉得信息	2012-08-31	16.20	0.63	0.80	1.08	25.53	20.33	15.04
300339.SZ	润和软件	2012-08-31	26.35	0.88	0.94	1.33	29.94	28.03	19.81
均值			16.07	0.52	0.66	0.91	36.01	26.75	19.11

资料来源: Wind, 华宝证券研究所

## 5.风险分析

### ▲人力成本大幅增长风险

公司最主要的成本是人力成本, 伴随着募投项目的进行和业务的大规模增长, 公司每年将保持 30% 左右人员增速, 人员薪酬也呈不断增长态势, 尽管公司努力提升单位产能和控制人员结构, 但公司的研发费用和销售费用也不可避免带来一定的上涨。

### ▲汇率波动风险

2009 年度、2010 年度及 2011 年度软件开发业务收入中, 公司国外收入占比分别为 54.76%、47.60% 和 42.09%, 而公司 2009 年度、2010 年度及 2011 年度的汇兑损益分别为 -84.51 万元、99.82 万元和 -22.73 万元, 波动较大。伴随着公司国际业务的不断增长, 应收占比或将有所提升, 同时随着人民币汇率形成机制的逐步市场化, 未来人民币汇率波动可能加大, 从而给本公司的收益带来更大的不确定性。

### ▲应收账款增加风险

公司 2009、2010 和 2011 年公司应收账款净额分别为 3,423.22 万元、5,043.83 万元和 6,632.84 万元, 分别占同期公司总资产的 14.01%、16.75% 和 17.34%。应收账款客户尽管主要为国内、国外资信程度较高的最终客户, 但信用期相对较长, 伴随公司业务的持续增长, 可能面临坏账风险。

## 附录：三大报表预测值

### 资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	223.42	309.08	404.14	616.53
现金	149.35	175.29	258.25	355.67
应收账款	66.33	119.41	133.09	233.19
其它应收款	6.34	12.13	11.55	23.79
预付账款	0.51	1.79	0.59	3.33
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.90	0.45	0.67	0.56
<b>非流动资产</b>	159.00	161.11	150.89	143.08
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	119.11	152.09	153.00	161.56
无形资产	37.73	35.94	33.39	31.21
其他	2.16	-26.92	-35.50	-49.69
<b>资产总计</b>	382.42	470.19	555.03	759.62
<b>流动负债</b>	122.83	136.68	120.08	182.86
短期借款	96.00	75.50	85.75	80.63
应付账款	6.50	37.21	14.86	65.53
其他	20.33	23.96	19.47	36.70
<b>非流动负债</b>	6.53	7.49	5.17	4.07
长期借款	4.11	3.46	1.94	0.44
其他	2.42	4.03	3.23	3.63
<b>负债合计</b>	129.35	144.17	125.25	186.93
少数股东权益	3.41	4.10	5.50	7.13
归属母公司股东权益	249.66	321.92	424.28	565.55
<b>负债和股东权益</b>	382.42	470.19	555.03	759.62

### 现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	35.64	63.16	75.91	113.13
净利润	47.21	72.95	103.76	142.91
折旧摊销	0.00	18.09	19.92	22.76
财务费用	6.21	-3.06	-8.90	-5.57
投资损失	0.14	0.07	0.11	0.09
营运资金变动	-17.96	-24.93	-38.95	-47.07
其它	0.04	0.04	-0.02	0.01
<b>投资活动现金流</b>	0.62	-20.31	-9.79	-15.05
资本支出	2.47	0.53	-9.43	-8.20
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.09	-19.78	-19.22	-23.25
<b>筹资活动现金流</b>	26.71	-16.91	16.83	-0.66
短期借款	41.00	-20.50	10.25	-5.13
长期借款	-23.87	-0.65	-1.51	-1.51
其他	9.59	4.24	8.10	5.97
<b>现金净增加额</b>	62.97	25.94	82.96	97.42

### 利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	234.28	345.92	488.44	695.34
营业成本	126.98	185.25	263.16	373.50
营业税金及附加	2.90	4.50	6.20	9.18
营业费用	15.09	25.94	36.54	50.06
管理费用	38.29	58.05	81.37	113.34
财务费用	6.21	-3.06	-8.90	-5.57
资产减值损失	0.57	1.04	1.32	1.98
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.14	-0.07	-0.11	-0.09
<b>营业利润</b>	44.10	74.13	108.65	152.75
营业外收入	9.86	7.77	8.82	8.29
营业外支出	0.10	0.11	0.10	0.10
<b>利润总额</b>	53.86	81.80	117.36	160.94
所得税	6.66	8.85	13.60	18.03
<b>净利润</b>	47.21	72.95	103.76	142.91
少数股东损益	0.82	0.69	1.40	1.64
<b>归属母公司净利润</b>	46.39	72.26	102.36	141.27
<b>EBITDA</b>	55.28	100.29	135.70	179.52
<b>EPS (元)</b>	0.81	0.94	1.33	1.84

### 主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	61.02%	47.65%	41.20%	42.36%
营业利润	44.00%	68.10%	46.56%	40.59%
归属母公司净利润	41.51%	55.77%	41.67%	38.01%
<b>获利能力</b>				
毛利率	45.80%	46.45%	46.12%	46.28%
净利率	20.15%	21.09%	21.24%	20.55%
ROE	18.65%	22.37%	24.14%	24.95%
ROIC	13.71%	18.06%	19.84%	21.38%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.82%	30.66%	22.57%	24.61%
净负债比率	40.07%	24.48%	20.61%	14.31%
流动比率	1.82	2.26	3.37	3.37
速动比率	1.82	2.26	3.37	3.37
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.81	0.95	1.06
应收帐款周转率	4.01	3.72	3.87	3.80
应付帐款周转率	11.74	8.48	10.11	9.29
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.81	0.94	1.33	1.84
每股经营现金	0.46	0.82	0.99	1.47
每股净资产	4.40	4.25	5.60	7.46
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	28.03	19.81	14.32
P/B	0.00	5.91	4.48	3.36
EV/EBITDA	-0.76	18.10	12.83	9.13

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

## 华宝证券 TMT 研究团队简介:

### 团队宗旨:

专注于基础研究、系统研究和独立研究；力求研究在时机和效力上的及时性，在结论和判断上的客观性；致力于为投资者深度挖掘 TMT 行业内长期成长和价值低估的机会。

### 核心成员:

**吴炳华:** 南理工无线电工学学士、华东师大经济学硕士。科研工作 4 年，证券从业经历 8 年。曾就职德邦证券，首席分析师。现任华宝证券 TMT 首席分析师，团队负责人，主要负责 TMT 各领域的研究和管理工作。

**周正刚:** 复旦大学材料科学学士、理学硕士。中兴通讯任职 8 年，曾担任系统工程师、商务经理等职务；后在龙旗科技任 2 年商务副总监，2011 年加入华宝证券，主要研究方向为电子和通信。

**陈筱:** 南昌大学信息与计算科学学士、复旦大学经济学硕士。对人口结构和经济发展间关系有较深入的研究，2010 年加入华宝证券，主要研究方向为计算机行业和文化传媒。

**刘智:** 同济大学控制软件工程方向硕士。对计算机集成制造系统和企业信息化建设领域有较为深入的研究，2011 年加入华宝证券，主要研究方向为计算机行业和电子行业。

华宝证券 TMT 团队覆盖范围:		
计算机行业	重点买入	兆日科技、润和软件、东软集团、天源迪科、东软载波、榕基软件
	其他覆盖	潜能恒信、广联达、天玑科技、科大讯飞、焦点科技、世纪瑞尔、华胜天成、易华录、数字政通、梅安森、聚龙股份、银江股份、汉鼎股份、万达信息、易联众、捷成股份、东华软件
通信行业	重点买入	鹏博士、新海宜
	其他覆盖	日海通信、拓维信息、中兴通讯、永鼎股份、光迅科技、盛路通信、三六五网
电子行业	重点买入	兆驰股份、金龙机电
	其他覆盖	远望谷、台基股份、中瑞思创、卓翼科技、星星科技、欧菲光、长信科技、欣旺达、劲胜股份、瑞丰光电
文化传媒	重点买入	光线传媒、百视通
	其他覆盖	蓝色光标、省广股份、天舟文化、新文化、华录百纳、华策影视、中南传媒、华谊兄弟、腾邦国际

**说明:** 重点买入评级的公司是我们出过深度研究报告并持续跟踪的公司，当月仍处于重点推荐状态。另外，此表原则上一月调整一次，任何调入的重点买入公司均从我们覆盖范围产生。若在月度中有调入主要有两个原因：1 是因为新增深度评级报告且首次强烈买入；2 是覆盖中的公司出现大跌导致价值严重低估。

## 投资评级的说明

### - 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

### - 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

### 机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-6877 8081

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

### 风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。