

万达信息 (300168)

公司研究/跟踪报告

持续研发投入储备雄厚技术实力

——万达信息 (300168) 研发支出资本化分析

报告摘要:

● 始终重视技术，研发支出占收入比重位于行业前列

公司 2011 年研发支出合计 1.13 亿，占收入的比重为 16%，其中资本化 5675 万，费用化 5687 万。除了募投项目的研发支出进行了资本化之外，正常的研发支出全部进行了费用化。

我们对 53 家公布研发支出的 IT 公司进行统计，公司的研发支出占收入的比重处于第 9 位。前 10 位的公司均是以技术见长，是各自的细分领域的技术领先者，其中除了同花顺和超图软件，其余公司均进行了不同程度的研发费用资本化。此外一些研发支出占收入比重较低（10% 以下）的公司也进行了资本化处理，部分公司资本化的比例远高于费用化的比例。我们认为研发支出资本化已经成为 IT 公司的一个普遍现象。

● 多年的研发投入为公司储备了雄厚的技术实力

早在 2004 年，公司就在国内第一家整体通过了卡耐基梅隆大学研究所的 CMMI5 级评估，并于 2010 年再次通过 CMMI(V1.2) Level5 复评。同时拥有多项行业核心资质：目前仅有 11 家厂商拥有人社部认证的“核三平台”技术资质，公司是最早获得资质的公司之一。参与医疗信息化“十二五”规划起草和国家标准的制定，目前已经是区域医疗领域龙头厂商，市场份额处于行业第一达到 20%，在建项目 51 个，数倍于竞争对手。此外公司提前布局云计算与物联网，对于最新的技术方向有准确的预判。

● 募投项目全部投入软件研发，未进行园区建设等固定资产投资

公司的募投项目全部投入软件研发，通过无形资产摊销进入费用，未进行任何产业园建设、研发中心建设以及分子公司建设等固定资产投资。而同期上市的公司募投项目中几乎都有固定资产投资，比重在 13%-61% 之间，也是通过折旧逐年进入费用。

● 13 年开始的摊销对营业利润率的影响较小

我们假设按照 5 年摊销，13-15 年收入的复合增速为 35%，并且每年进入费用化的研发支出占收入的比重在 9.5% 左右，经测算 13-15 年增加的管理费用分别是 1359、3913、3913 万，对营业利润率的负面影响为 1.1%、2.2%、1.7%。

● 从订单情况推断今年完成业绩目标是大概率事件，维持“强烈推荐”

维持“强烈推荐”评级。预计 2012、2013 年 EPS 为 1.03、1.45 元，对应 2012、2013 年 PE 分别为 26.9、19.1x。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	493	695	962	1270
增长率 (%)	20.7%	40.9%	38.4%	32.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	53	82	124	174
增长率 (%)	33.1%	53.9%	51.3%	40.5%
每股收益 (元)	0.44	0.68	1.03	1.45
PE	63.0	40.7	26.9	19.1

资料来源：民生证券研究院

强烈推荐

维持评级

交易数据 (2012-09-14)

收盘价 (元)	27.70
近 12 个月最高/最低	29.95/18.13
总股本 (百万股)	120.00
流通股本 (百万股)	84.70
流通股比例%	70.58
总市值 (亿元)	33.24
流通市值 (亿元)	23.46

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：尹沿技

执业证书编号：S0100511050001

电话：(8621)68885156

Email: yinyanji@mszq.com

分析师：李晶

执业证书编号：S0100511070003

电话：(8621)68885157

Email: lijing_yjs@mszq.com

相关研究

1、《高送转彰显持续高速增长的信心——万达信息 (300168) 2012 年半年报点评》2012-8-13

2、《订单增长乐观，异地业务占比显著提升——万达信息 (300168) 中国招标网订单跟踪分析》2012-5-21

3、《全面受益于民生信息化投资加速——万达信息 (300168) 深度研究》2011-11-16

一、始终重视技术，研发支出占收入比重高

公司 2011 年研发支出合计 1.13 亿，占收入的比重为 16%，其中资本化 5675 万，费用化 5687 万。除了募投项目的研发支出进行了资本化之外，正常的研发支出全部进行了费用化。

我们对 53 家公布研发支出的 IT 公司进行了统计，公司的研发支出占收入的比重处于第 9 位，仅次于四维图新、同花顺、数字政通、科大讯飞、银之杰、启明星辰、超图软件、川大智胜等。可以看出研发占比高的公司均是以技术见长，是各自的细分领域的技术领先者。其中除了同花顺和超图软件，其余公司均进行了不同程度的研发费用资本化。

表 1: 研发支出占比高的公司基本都进行了资本化

代码	公司	开发支出 (资本化)	研发费用 (费用化)	研发支出 (经调)	研发支出占收入比
002405	四维图新	9710.0	5902.4	35614.8	41%
300033	同花顺		7841.8	7841.8	36%
300075	数字政通	2674.5	1585.0	4259.5	35%
002230	科大讯飞	6898.7	7596.6	14833.7	27%
300085	银之杰	1279.2		2272.8	24%
002439	启明星辰	689.8	4335.9	9363.3	22%
300036	超图软件			5741.0	20%
002253	川大智胜	3087.4	100.1	3187.5	18%
300168	万达信息	5675.0	5687.5	11362.4	16%
300157	恒泰艾普	2729.2	593.1	3365.4	16%

资料来源: wind, 民生证券研究院

此外一些研发支出占收入比重较低 (10% 以下) 的公司也进行了资本化处理，部分公司资本化的比例远高于费用化的比例。

表 2: 一些研发支出占收入比重较低的公司也进行了资本化

代码	公司	开发支出 (资本化)	研发费用 (费用化)	研发支出 (经调)	研发支出占收入比
300212	易华录	2340.8		4025.2	10%
002153	石基信息	3312.1	2423.5	5735.6	8%
002474	榕基软件	2040.2	506.4	3071.4	7%
300096	易联众	614.3	1395.0	2691.5	7%
002232	启明信息	3986.6	3378.5	8199.6	6%
002296	辉煌科技	79.2	1953.1	2032.3	6%
002331	皖通科技	668.8	1615.0	2283.9	5%
300010	立思辰	881.3	1602.9	2484.2	5%
300044	赛为智能	203.0	60.4	978.8	5%
300017	网宿科技	760.8	899.9	2461.5	5%
002195	海隆软件	319.4	1313.7	1753.5	4%
600271	航天信息	862.0	11821.0	12683.0	1%
600410	华胜天成	4293.9	858.0	5151.9	1%

资料来源: wind, 民生证券研究院

我们认为研发支出资本化已经成为 IT 公司的一个普遍现象。随着竞争的日益激烈，国内 IT 公司越来越重视研发投入。仅依靠销售能力以及行业经验构筑的护城河明显已经不够宽，技术壁垒高将成为竞争中的一大优势。因此各个公司都加大了日常研发及募投项目研发的投入力度，并加快了研发进度，力求为后续的持续增长做好充分准备。随之而来的问题就是对当期费用形成了巨大压力，因此在会计准则认定的范围内采取一定比例的资本化成为行业内公司的共同选择。

公司费用化的研发支出保持一个比较平稳的增速，每年按照固定节奏投入，不存在大幅波动的现象。

表 3: 公司费用化的研发支出保持平稳的增速

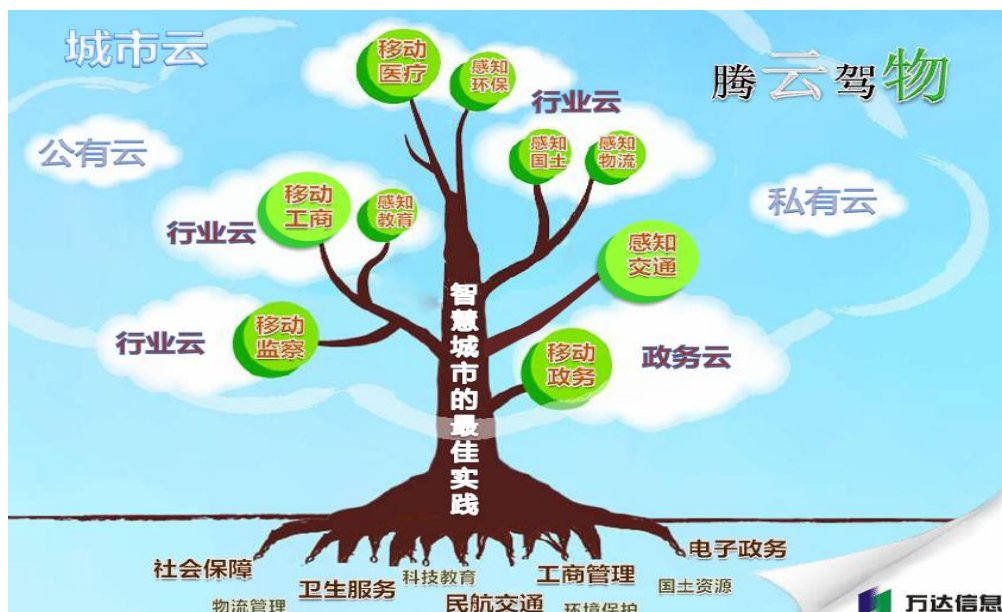
	研发费用	增速
2007	5430.5	
2008	5126.0	-5.6%
2009	5076.1	-1.0%
2010	5294.1	4.3%
2011	5687.5	7.4%

资料来源: wind, 民生证券研究院

多年的研发投入为公司储备了雄厚的技术实力。早在 2004 年，公司就在国内第一家整体通过了卡耐基梅隆大学研究所的 CMMI5 级评估，并于 2010 年再次通过 CMMI(V1.2) Level5 复评。同时拥有多项行业核心资质：目前仅有 11 家厂商拥有人社部认证的“核三平台”技术资质，公司是最早获得资质的公司之一。最早参与医疗信息化“十二五”规划起草和国家标准的制定，目前已经是区域医疗领域龙头厂商，市场份额处于行业第一达到 20%，在建项目 51 个，数倍于竞争对手。

此外公司提前布局云计算与物联网，对于最新的技术方向有准确的预判。公司在早期就参与上海市“云海计划”的试点工程建设，在政务云、健康云等领域拥有丰富的技术储备。并于近期获得国家云计算的第二批示范项目，专注智慧城市方向，并获得项目补助资金 2000 万，期待在智慧城市建设中厚积薄发。

图 1: 多年的研发投入为公司储备了雄厚的技术实力



资料来源: 公司资料, 民生证券研究院

二、募投项目全部投入软件研发

公司的募投项目全部投入软件研发, 通过无形资产摊销进入费用, 未进行任何产业园建设、研发中心建设以及分子公司建设等固定资产投资。我们认为这正是公司注重技术的一个重要表现, 且医疗和社保信息化正处于政府投入的高峰期, 公司的技术储备为后续收入的持续增长奠定了坚实的基础。此外公司加快了募集项目的研发进度, 3个项目今年年底达产, 2个项目13年6月达产, 也说明了公司对未来几年市场开拓的信心, 收入的快速增长足以覆盖无形资产摊销带来的费用增长。

表 4: 公司的募投项目全部投入软件研发

项目名称	计划投入募集资金(万元)	已投入募集资金(万元)
综合业务基础软件平台 V4.0 系统	4,916.00	2,388.66
综合劳动和社会保障 V3.0 系统	4,480.00	2,256.89
民航信息一体化 V2.0 系统	3,863.00	1,747.18
企业综合监管平台 V2.0 项目	3,520.00	1,776.72
医疗卫生信息化 V2.0 系统	2,787.00	1,798.31
软件项目占比		100%

资料来源: wind, 民生证券研究院

同期上市的公司募投项目中几乎都有固定资产建设, 也通过折旧摊销进入费用。根据同期对同期上市的 IT 公司的统计, 与固定资产投资相关的项目占全部募投项目的比重在 13%-61%之间。

表 5: 同期上市的公司募投项目中几乎都有固定资产建设

公司名称	募集日期	固定资产相关项目	投入金额(万)	占全部募投项目 比重
荣之联	2011-12-8	营销服务网络扩建项目	14131	44%
博彦科技	2011-12-26	武汉测试基地建设项目	8949	26%
中科金财	2012-2-20	营销与服务网络建设	3228	19%
迪威视讯	2011-1-14	创新技术研发中心项目	3461	17%
汉得信息	2011-1-24	海外 ERP 软件外包开发中心建设项目	10927	51%
		ERP 运维服务中心建设项目	5007	
中海达	2011-1-27	卫星定位技术研发中心建设项目	5485	23%
捷成股份	2011-2-10	编目服务中心扩建项目	4186	39%
		区域营销中心及信息化管理平台一体化建设项目	3058	
聚龙股份	2011-4-6	研发中心技术改造项目	3100	20%
方直科技	2011-6-20	营销服务中心建设项目	2700	38%
		研发中心建设项目	1200	
新开普	2011-7-20	研发中心升级扩建项目	3466	36%
		营销与客服网络扩建项目	2272	
卫宁软件	2011-8-5	营销服务体系建设项目	1798	13%
中威电子	2011-9-27	数字视频联网监控技术研发中心建设项目	3512	61%
		销售与技术服务区域中心建设项目	3853	
海联讯	2011-11-14	技术支持中心项目	4314	32%
飞利信	2012-1-16	研发中心建设项目	4188	55%
		营销和服务网络建设项目	3567	
荣科科技	2012-2-8	金融 IT 外包服务基地建设项目	3990	31%
蓝盾股份	2012-3-5	研发及培训中心建设项目	2896	14%
同有科技	2012-3-13	研发中心建设项目	4797	58%
		营销服务网络建设项目	3930	
任子行	2012-4-16	研发中心扩建项目	3300	20%
华虹计通	2012-6-7	技术中心建设项目	2100	20%

资料来源: wind, 民生证券研究院

三、摊销对管理费用的影响小

公司的募投项目在达产以后将进入无形资产进行摊销，计入管理费用。我们假设按照 5 年摊销，13-15 年收入的复合增速为 35%，并且每年进入费用化的研发支出占收入的比重在 9.5% 左右，经测算 13-15 年增加的管理费用分别是 1359、3913、3913 万，对营业利润率的负面影响在 1.1%、2.2%、1.7%。

表 6: 摊销对管理费用的影响小

	2012	2013	2014	2015
资本化部分(新增)	11569	2322	0	0
费用化部分	9047	12214	16489	22260
收入	95642	129117	174308	235316
费用化的收入占比	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
实际研发投入	20617	14536	16489	22260
资本化摊销		3681	3913	3913
差额		-1359	-3913	-3913
对利润率的影响		-1.1%	-2.2%	-1.7%

资料来源: 民生证券研究院

分析师与联系人简介

尹沿技，IT行业首席分析师，3年IT行业经验，6年证券行业从业经验；2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名。

李晶，IT行业分析师，管理学学士，3年证券行业研究经验，2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名研究团队成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。