

软件开发

署名人: 崔莹

S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

6-12 个月目标价: 18.00 元

当前股价: 12.86 元

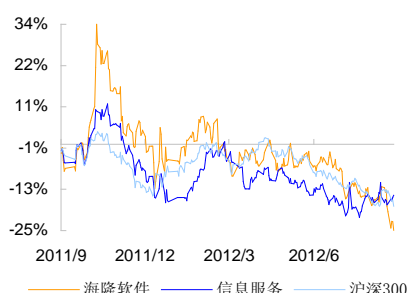
评级调整: 调高

基本资料

上证综合指数	2024.84
总股本(百万)	113
流通股本(百万)	88
流通市值(亿)	11
EPS	0.58
每股净资产(元)	3.28
资产负债率	9.61%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海隆软件	-8.47	-19.55	-19.34
信息服务	1.99	-3.41	-12.00
沪深 300 指数	-5.08	-14.17	-16.50



相关报告

海隆软件 - 对日金融外包驱动业绩高速增长  
2012-04-18

海隆软件 - 参股创投助力外延式扩张  
2011-12-05

海隆软件

002195

强烈推荐

优质软件外包企业迎来配置良机

投资要点:

- 业绩波动中向上: 海隆软件 05-11 年收入与利润增速波动大, 但整体而言呈向上趋势, 收入与利润复合增速分别为 28.9% 和 29%。主要原因是日本大型软件企业在收缩中国软件外包规模时, 以压缩供应商数量为主, 而在扩张中国外包规模时, 主要依靠增加对优秀供应商的单体发包量, 使得项目质量成为优质软件外包企业的核心竞争力。
- 13 年开始收入增速将明显加快。1、野村向中国发包将稳定增长: 未来几年日本大券商处于系统改造阶段, 且野村综研承担的日本证存券管中心结算系统改造项目仍处于推进过程中; 2、关注瑞穗合并的大机会, 瑞穗集团计划 13 年 7 月 1 日启动旗下瑞穗银行和瑞穗实业银行的合并工作, 同时计划统一旗下三家银行的核心系统, 并研发下一代 IT 系统平台, 使得瑞穗总研向中国发包加速; 3、NTT DoCoMo 目前编程人员日益大龄化, 且养老金负担不断加重, 使得其有望成为公司的下一个大型潜力客户。4、12 年 7 月份公司单月招聘人数约 300 人, 按照半年的培训期计算, 这批新增人员将在明年 1 月开始贡献收入。
- 质地最优秀的软件外包企业: 分析显示海隆人均薪酬与人均净利润在可比企业中都处于最高水平, 反应其收入结算方式较好和作业层次较高, 且公司收益质量良好, 人力资源投入与回报比较高, 具备持续增长潜力。
- 日本软件企业向中国发包具有刚性: 成本和人力资源压力是日本 IT 企业进行离岸软件外包的根本原因, 而中国在日本离岸软件外包市场优势明显。目前公司经营一切正常, 一定程度上被市场所“错杀”。
- 盈利预测与投资建议: 预计 12-14 年 EPS 分别为 0.67、0.90 和 1.21 元, 上调评级至强烈推荐, 目标价 18 元, 软件外包行业呈弱周期性, 周期低点正是配置良机。
- 风险提示: 核心人员流失风险

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	391	442	580	754
收入同比(%)	33%	13%	31%	30%
归属母公司净利润	65	75	101	136
净利润同比(%)	44%	15%	36%	34%
毛利率(%)	42.1%	41.8%	42.0%	42.1%
ROE(%)	17.7%	17.3%	19.0%	20.4%
每股收益(元)	0.58	0.67	0.90	1.21
P/E	22.57	19.66	14.48	10.79
P/B	3.99	3.40	2.76	2.20
EV/EBITDA	16	14	10	8

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、业绩波动中向上	3
二、13 年开始收入增速将明显加快	5
2.1 前两大客户拖累 12 年收入增速	5
2.2 13 年开始需求有望加速	6
2.2.1 野村向中国发包将稳定增长	6
2.2.2 关注瑞穗合并的大机会	7
2.2.3 NTT DoCoMo 是下一个大型潜力客户	9
2.3 人力资源扩充确保增长	10
三、质地最优秀的软件外包企业	11
四、日本软件企业向中国发包具有刚性	13
2.1 成本和人力资源压力推动日本离岸软件外包持续扩大	13
2.2 中国承接日本离岸软件外包优势明显	13
五、盈利预测与投资建议	15
图 1: 11 年野村综研 IT 开发人员构成	3
图 2: 近年来野村对中国及公司发包量 (单位: 亿日元)	4
图 3: Star- IV 系统推广计划	6
图 4: 野村综研未来一年订单预计	6
图 5: 瑞穗金融集团业务概览	7
图 6: 瑞穗银行(BK)和瑞穗实业银行(CB)客户整合情况一览	8
图 7: 瑞穗金融集团下一代 IT 系统介绍	8
图 8: 近年来日本 IT 业和整体薪酬变化	13
图 9: 日本业 IT 人才状况	13
图 10: 日本发包方选择接包方的关键点	14
图 11: 日本企业对承接离岸软件外包国家的评价	14
表 1: 海隆软件 05-11 年收入与利润增速 (单位: 百万元)	3
表 2: 野村综研 05-12 年 IT 人员构成及变化	4
表 3: 海隆软件 11 年前五大客户收入 (单位: 百万元)	5
表 4: NTT DoCoMo 历史沿革	9
表 5: NTT DoCoMo 养老金缺口 (单位: 百万日元)	9
表 6: 海隆软件最近 6 个季度收入情况	10
表 7: 人均薪酬比较 (单位: 万元/人/年)	11
表 8: 人均净利润比较 (单位: 万元/人/年)	11
表 9: 经营现金流净额/净利润比较	11
表 10: 经营现金流净额/支付给职工的薪酬分析	12
表 11: 分业务收入与利润预测 (单位: 百万元)	15

## 一、业绩波动中向上

海隆软件 05-11 年收入与利润增速波动大，特别是 09 年净利润下滑 30.5%，但其后 10 年净利润又大幅增长 123%。整体而言业绩呈向上趋势，05-11 年海隆收入与利润复合增速分别为 28.9%和 29%。

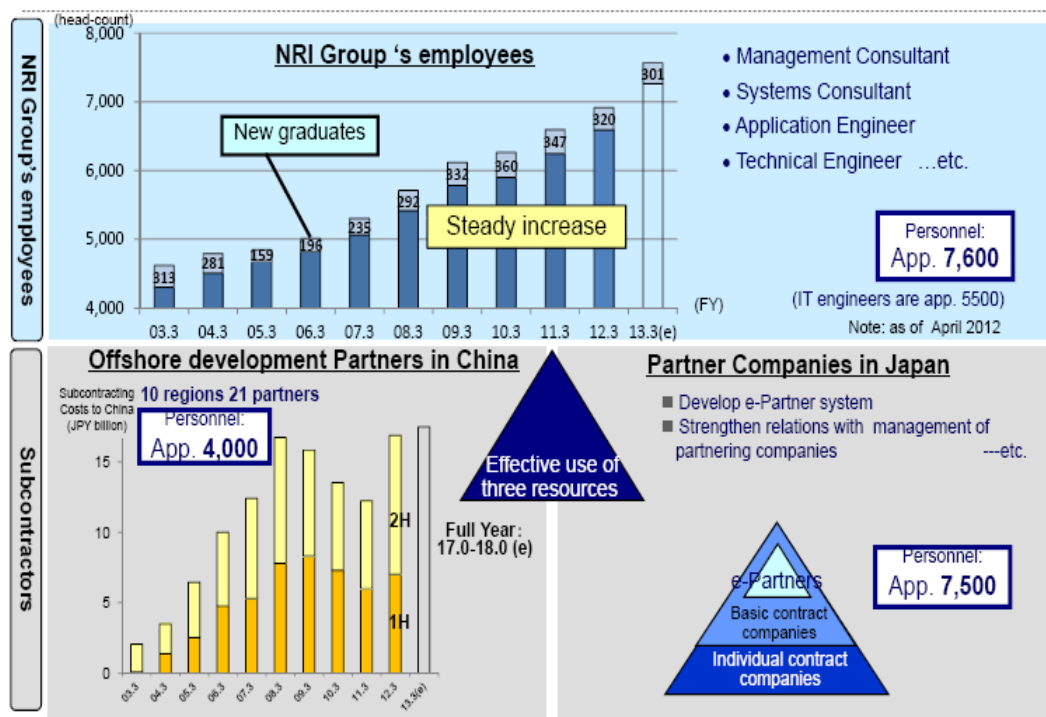
表 1：海隆软件 05-11 年收入与利润增速（单位：百万元）

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	CAGR
收入	85	121	153	176	193	294	391	
收入增速	27.2%	42.8%	26.3%	15.0%	9.7%	52.5%	32.8%	28.9%
净利润	14	20	26	29	20	45	65	
净利润增速	14.0%	44.9%	30.8%	10.1%	-30.5%	123.0%	43.7%	29.0%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

海隆软件业绩波动中向上的原因从其第一大客户野村综研相关资料中可知一二。野村综研 IT 开发人员包括三部分：野村本部、日本外包和中国外包，11 年三块人数分别为 7600、7500 和 4000 人。

图 1：11 年野村综研 IT 开发人员构成



资料来源：野村综研推介材料，中投证券研究所

08-10 年受金融危机等影响，野村综研收入持续下滑，受影响最大的依次是中国外包>日本外包>野村本部，而在 11 年野村综研收入反弹时，恢复性增长最快的也依次为中国外包>日本外包>野村本部，如表 2 所示。

表 2: 野村综研 05-12 年 IT 人员构成及变化<sup>1</sup>

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E
野村本部 (人)		5000	5500	6000	6263	6594	7600	7500
日本外包 (人)		6500	7000	7500	7000	6500	7500	8000
中国外包 (人)		3500	4000	3500	3000	2500	4000	4500
野村收入增速		12.9%	6.1%	-0.3%	-0.8%	-3.6%	2.8%	
野村营业利润率	12.8%	13.6%	15.4%	14.6%	11.8%	11.8%	12.9%	
中国供应商数量(个)		21	24	23	20	21	21	22

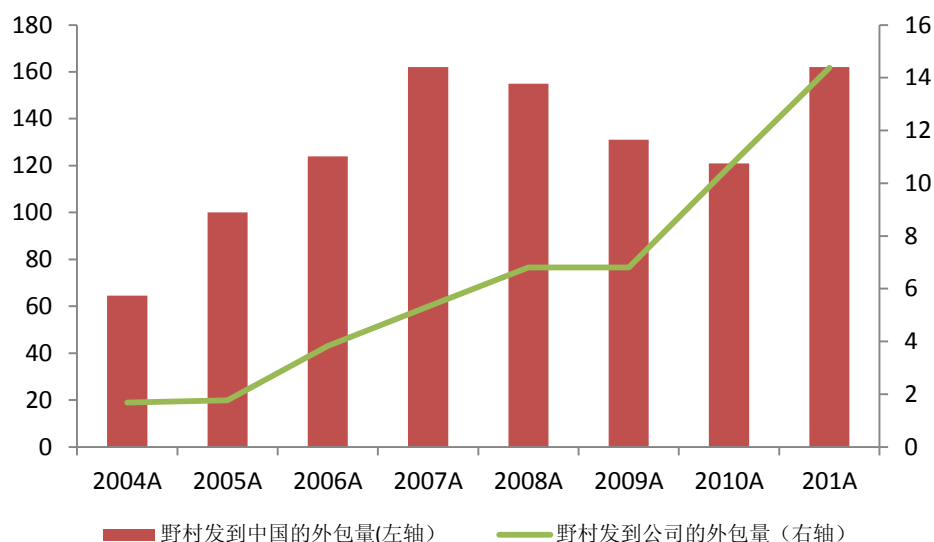
资料来源: 野村综研推介材料, 中投证券研究所

野村综研对中国的发包量与其营业利润率呈正向关系, 说明中国 IT 人员人力成本优势明显, 因此在其需求扩张周期中更加倾向于利用中国的 IT 资源, 而在需求下滑时, 野村综研则倾向于依次保留其本部人员、日本外包人员和中国外包人员。

同时我们注意到, 野村在收缩中国软件外包规模时, 以压缩供应商数量为主, 而在扩张中国外包规模时, 主要依靠增加对优秀供应商的单体发包量, 这使得优秀的对日软件外包企业业绩波动中向上。

此前在我们多次对海隆软件的调研过程中, 海隆高管反复强调其核心竞争力是优秀的项目质量, 从上述分析中不难理解。金融危机后尽管野村向中国发包量连续 3 年出现下降, 但是海隆软件来源于野村的收入却逆势增长。

图 2: 近年来野村对中国及公司发包量 (单位: 亿日元)<sup>2</sup>



资料来源: 野村综研推介材料, 公司资料, 中投证券研究所

<sup>1</sup> 日本财年从 4 月份开始, 与中国有所区别

<sup>2</sup> 按照 1 人民币=12.4 日元计算, 缺少 07、08 年公司来源于野村的明细数据, 做了平滑处理

## 二、13 年开始收入增速将明显加快

### 2.1 前两大客户拖累 12 年收入增速

我们在 11 年报点评中下调了海隆软件的投资评级，主要原因是 12 年公司前两大客户前景不乐观：从之前表 2 可见，野村综研预计 12 年向中国发包总量由 11 年的 4500 人增加到 5000 人，属于“小年”性质，而瑞穗集团 13 年启动合并影响了其 12 年 IT 投资<sup>3</sup>。

12 年上半年公司来源于前两大客户野村综研和瑞穗总研的收入分别为 4960 万、2900 万，同比分别下降 17.4% 和 26.9%，除前述原因外，总包商 IBM 规划失误使得瑞穗总研信用卡项目尚未确认收入，预计对海隆软件上半年收入影响约 3000 万元。

尽管 12 下半年来源于野村综研和瑞穗总研收入有望加速，使得全年来源于两大客户收入合计实现 5-10% 的增长，但这两大客户占海隆软件 11 年收入比例约 50%，其收入增速放缓将拖累公司 12 年整体收入增速。

**表 3：海隆软件 11 年前五大客户收入（单位：百万元）**

客户名称	营业收入	占公司全部营业收入的比例
野村综研	116	29.80%
瑞穗总研	80	20.56%
欧姆龙	31	7.83%
MTI	22	5.75%
第五名客户	19	4.93%
合计	269	68.87%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

<sup>3</sup> 对日软件外包通常一个细分行业只选择一家优质客户进行长期合作，海隆软件为野村综研提供证券系统软件开发与运维外包，为瑞穗总研提供银行系统软件开发与运维外包

## 2.2 13 年开始需求有望加速

### 2.2.1 野村向中国发包将稳定增长

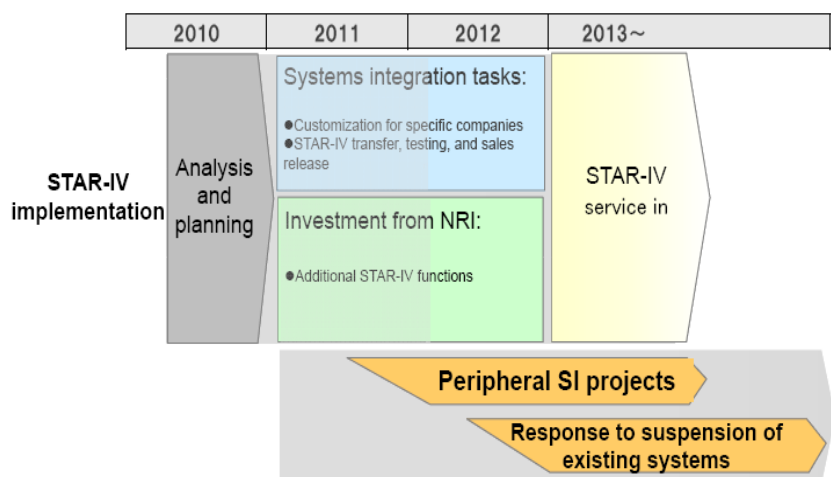
预计野村综研未来几年订单饱满，业务处于扩张期，向中国发包将稳定增长。

首先，未来几年日本大券商处于系统改造阶段，其 IT 架构将由之前独立系统形式改造成标准化的软件包形式，使得野村综研证券行业系统改造机会多多。

其次，野村综研承担的日本证券存管中心 (JASDEC) 结算系统改造项目 (Star-IV 系统) 仍处于推进过程中，目前主要任务是为系统增加新功能及系统测试，同时野村综研未来几年也计划将 Star-IV 系统向日本券商等 JASDEC 会员进行推广。JASDEC 已定于 14 年 1 月开始将结算系统升级到符合 ISO20022《金融服务金融业通用报文方案》，该升级不仅需要进一步增加外围系统，也将更新相关基础设施以实现直通式处理，升级项目同样由野村综研承担。

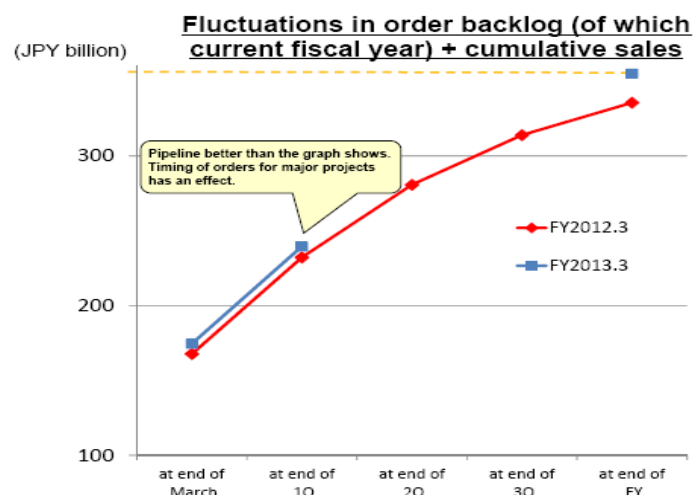
图 3: Star-IV 系统推广计划

- Introduction of STAR-IV at Nomura Securities is proceeding according to plan
- Preparation aimed at implementation of overall testing and release



资料来源：野村综研推介材料，中投证券研究所

图 4: 野村综研未来一年订单预计



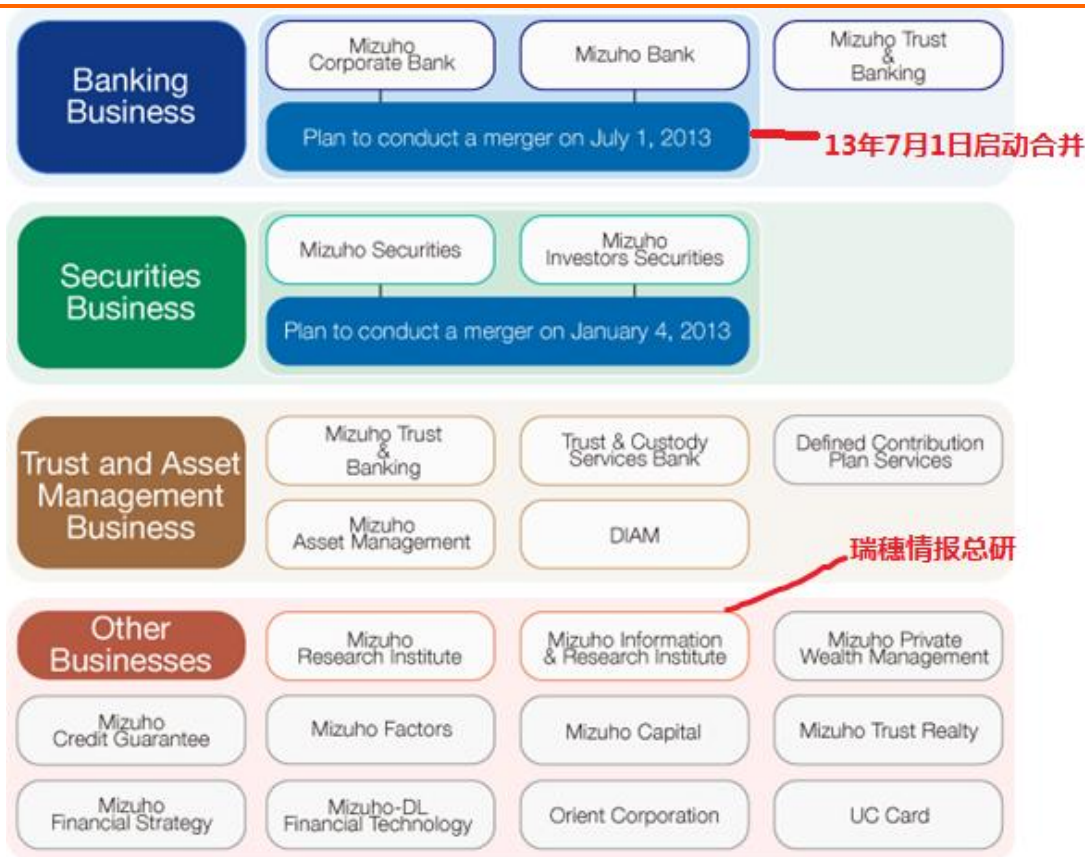
资料来源：野村综研推介材料，中投证券研究所



## 2.2.2 关注瑞穗合并的大机会

瑞穗金融集团计划 13 年 7 月 1 日启动旗下瑞穗银行(Mizuho Bank)、瑞穗实业银行(Mizuho Corporate Bank)的合并工作，相关 IT 系统的整合将主要由同属集团的瑞穗情报总研（Mizuho Information & Research Institute）<sup>4</sup>承担。

图 5：瑞穗金融集团业务概览



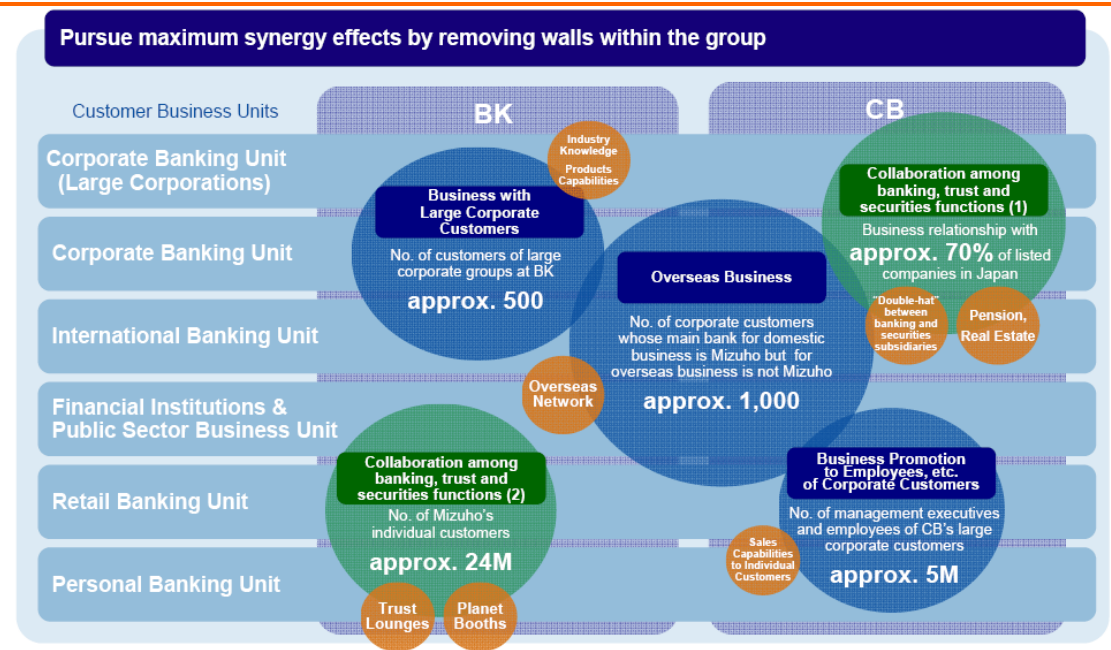
资料来源：瑞穗金融集团网站，中投证券研究所

瑞穗银行(BK)、瑞穗实业银行(CB)的合并涉及到对大企业单元、一般企业单元、国际银行单元、金融机构及公共机构单元、零售银行单元、个人银行单元的客户整合，见下图 6。

11 年 3 月日本大地震后瑞穗银行系统接连发生支付系统故障的问题，不仅使银行声誉受损，而且经济上也蒙受了 30 亿日元的损失，因此我们预计本次两大银行 IT 系统整合投入将更加重视质量而非成本。

<sup>4</sup> 瑞穗情报总研是瑞穗集团全资子公司，主要为瑞穗集团提供 IT 解决方案、项目咨询，现有员工 4500 名，2011 年营业额超过 2000 亿日元。

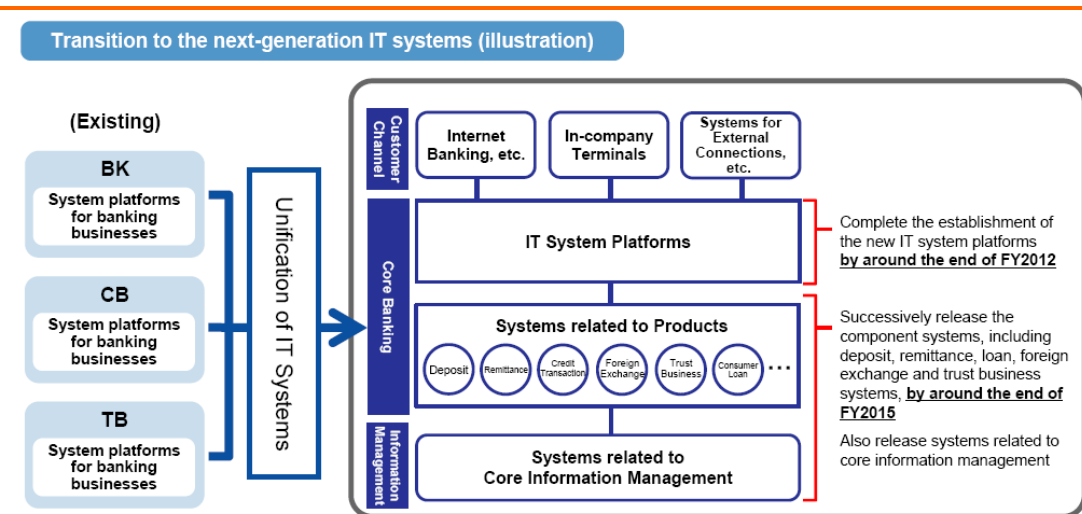
图 6：瑞穗银行(BK)和瑞穗实业银行(CB)客户整合情况一览



资料来源：瑞穗金融集团推介材料，中投证券研究所

同时瑞穗集团计划统一瑞穗银行 (BK)、瑞穗实业银行(CB)和瑞穗信托银行 (TB) 的核心银行系统，并研发下一代 IT 系统平台，**最终目标是在统一的系统平台上集成客户渠道系统、相关的核心银行系统和信息管理系统等，以支持所有类型的银行业务，该项目计划由 12 年底开始持续到 15 年底，主要由瑞穗总研承担。**

图 7：瑞穗金融集团下一代 IT 系统介绍



资料来源：瑞穗金融集团推介材料，中投证券研究所

巨大 IT 开发需求压力下，瑞穗总研向中国发包加速，12 年 5 月瑞穗总研在济南成立了第三个中国研发中心<sup>5</sup>，考虑到新研发中心接包放量至少需要两年，我们预计未来几年海隆软件来源于瑞穗的开发需求将显著增长。

<sup>5</sup> 前两个研发中心分别与大连华信和海隆软件合作成立，第三个研发中心与天公（山东）信息科技有限公司合作成立。



### 2.2.3 NTT DoCoMo 是下一个大型潜力客户

NTT DoCoMo 是日本最大的移动通信企业，截止到 11 年 11 月末，其在国内手机市场占有率约 47.6%。NTT DoCoMo 由 NTTDATA 分离出来，NTT DATA 以对外业务为主，而 NTT DOCOMO 主要是对内服务日本运营商。

**表 4: NTT DoCoMo 历史沿革**

1968 年 7 月 - 开始提供传呼机服务。
1979 年 12 月 - 开始提供汽车电话服务。
1985 年 11 月 - 于同年 4 月民营化的日本电信电话（株）高度通信服务事业本部设立移动体通信事业部。
1988 年 10 月 - 设立 NTT 中央移动通信（株）及各地区移动通信（株）。
1990 年 - 决定自 NTT 中分离其移动体通信业务。
<b>1991 年 8 月 14 日 - 设立 NTT 移动通信企划（株）。</b>
1991 年 11 月 - 设立各地区移动通信企划（株）（北海道、东北、东海、北陆、关西、中国、四国、九州）。
1992 年 4 月 - NTT 移动通信网（株）获得商号地位
1992 年 7 月 - 自 NTT 获得的移动通信事业（手机・汽车电话、传呼机、船舶电话、航空机公共电话）开始营业。
1993 年 7 月 - 自 NTT 移动通信网（株）中分出各地区 DOCOMO（北海道、东北、东海、北陆、关西、中国、四国、九州）8 家分公司，确立了全国 9 社体制（各地区公司的名称是 NTT○○移动通信网（株）：○○内填入地区名称）
<b>1993 年 10 月 - NTT 移动通信网（株）和各地区公司及各地区的业务委托公司合并，</b> 全国 9 家公司在其各自地区营业，确立了分担运营的体制。NTT 移动通信网（株）运营关东・甲信越地区的业务，并也有研究开发的业务。
1998 年 10 月 - 于东京证券交易所第 1 部上市。

资料来源：维基百科，中投证券研究所

NTT DoCoMo 尽管是上市公司，但国有企业性质使其并不追求利润，之前 IT 开发与运维业务不进行外包，目前 NTT DoCoMo 编程人员日益大龄化，且养老金负担不断加重，截止到 12 年 3 月底，**其养老金计划缺口高达 1211 亿日元，发展离岸软件外包逐渐成为“必修课”而非“选修课”。**

截止到 12 年 3 月底 NTT DoCoMo 拥有员工 23289 人，离岸软件外包空间可观，目前海隆软件已经与 NTT DoCoMo 建立了相关联系，由于之前海隆有该领域的软件外包经验，我们认为 NTT DoCoMo 有望成为公司的下一个大型潜力客户，但放量需要时间。（一个大客户的形成要有 3 年左右时间）

**表 5: NTT DoCoMo 养老金缺口（单位：百万日元）**

	2011 年 3 月底	2012 年 3 月底
Liability for employees' retirement benefits	-118,290	-121,187
Prepaid pension cost	39	46
Net amount recognized	-118,251	-121,141

资料来源：NTT DoCoMo 年报，中投证券研究所

## 2.3 人力资源扩充确保增长

软件外包收入增长本质上是人力资源驱动,在 10 和 11 连续两年高增长之后,10 年底、11 年底和 12 年 6 月末海隆软件人数分别为 1015、1289 和 1335 人,最近 1 年以来人数增加不明显,使得公司连续 5 个单季度收入在 1 亿元上下徘徊<sup>6</sup>。

**表 6: 海隆软件最近 6 个季度收入情况**

报告期	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
收入(百万元)		89	98	101	102	102	106
人数(个)	1015				1289		1335

资料来源: Wind, 中投证券研究所

12 年 7 月份公司加大了人力资源扩张力度,单月招聘人数约 300 人,其中江苏海隆软件招聘超过 100 人<sup>7</sup>,南京地区人才竞争弱于上海,也为公司人力资源供应提供了保障。

我们之前接触过海隆软件董事长包叔平先生,包总以长期经营海隆软件企业而非股票为目的,11 年解禁以来从未减持公司股份,因此包总在人员扩张和接单上相当谨慎,7 月单月大规模招聘从侧面也说明未来几年大客户需求之旺盛。按照半年的培训期计算,这批新增人员将在明年 1 月开始贡献收入。

<sup>6</sup> 12Q2 受总包商 IBM 规划失误影响,使得瑞穗总研信用卡项目尚未确认收入,预计对海隆软件收入影响约 3000 万元。

<sup>7</sup> 江苏海隆软件 12 年前 5 个月订单为 4 亿日元,达到 11 年全年的 80%。

### 三、质地最优秀的软件外包企业

分析显示海隆软件人均薪酬与人均净利润在可比企业中都处于最高水平，甚至要优于从事高端 ERP 实施的汉得信息。（薪酬选取现金流量表中支付给职工的薪酬，员工数选取当年年末数据）

表 7：人均薪酬比较（单位：万元/人/年）

	2008A	2009A	2010A	2011A
润和软件	6.6	7.0	6.7	7.7
<b>海隆软件</b>	<b>12.3</b>	<b>14.2</b>	<b>13.4</b>	<b>13.8</b>
汉得信息	10.5	11.7	11.6	10.7
博彦科技				9.4

资料来源：Wind，中投证券研究所

表 8：人均净利润比较（单位：万元/人/年）

	2008A	2009A	2010A	2011A
润和软件	3.6	6.3	4.6	4.3
<b>海隆软件</b>	<b>4.4</b>	<b>2.9</b>	<b>4.7</b>	<b>5.1</b>
汉得信息	3.2	4.5	5.3	5.1
博彦科技				1.5

资料来源：Wind，中投证券研究所

较高的人均利润反应生产效率和作业层次。过去几年海隆软件将与大客户的收入结算方式逐渐由人月计价改成项目结算，通过项目方式节省人月，同时公司是在与主要客户的合作过程中，从概要设计、基本设计开始，到详细设计、开发、测试和维护都会参与其中，作业层次较高。

过去几年对日软件外包企业最高报价为 30 万日元/人月，提高人均利润的核心不是削减薪酬，而是持续改变收入结算方式和提高作业层次。目前项目方式结算收入占海隆软件收入比不足 30%，仍有优化空间。

我们选取经营现金流净额/净利润代表收益质量，海隆软件在可比企业中仍处于最高水平，且收益质量显著优于从事高端 ERP 实施的汉得信息。

表 9：经营现金流净额/净利润比较

	2008A	2009A	2010A	2011A	4 年合计
润和软件	-0.46	2.15	0.53	1.07	1.01
<b>海隆软件</b>	<b>1.28</b>	<b>1.21</b>	<b>0.91</b>	<b>1.23</b>	<b>1.14</b>
<b>汉得信息</b>	<b>1.21</b>	<b>1.21</b>	<b>0.54</b>	<b>0.48</b>	<b>0.74</b>
博彦科技	1.30	1.39	1.06	0.76	1.05

资料来源：Wind，中投证券研究所

软件服务企业最重要的资产是人，以经营现金流净额/支付给职工的薪酬代表软件服务企业投入与回报比（Return On Person）<sup>8</sup>，数据显示海隆软件该指标在可比企业中处于较高水平，润和软件该指标最高源于较最低的薪酬水平。**ROP 较高的软件服务企业具备更强的可持续增长能力。**

**表 10：经营现金流净额/支付给职工的薪酬分析**

	2008A	2009A	2010A	2011A	4 年合计
润和软件	-0.25	1.93	0.37	0.60	0.66
海隆软件	0.45	0.25	0.31	0.46	0.37
汉得信息	0.37	0.47	0.25	0.23	0.31
博彦科技	0.21	0.34	0.24	0.12	0.20

资料来源：Wind，中投证券研究所

<sup>8</sup> 之前国泰君安证券有报告对 ROP 做过类似研究，我们认为选用现金流指标更具参考意义，且不同业务模式核心资产不同，软件产品和服务企业资产是人，系统集成企业资产是人+营运资本，硬件企业资产是人+设备，当分类比较。

## 四、日本软件企业向中国发包具有刚性

### 2.1 成本和人力资源压力推动日本离岸软件外包持续扩大

近年来日本信息技术行业的人力成本压力相对较高，09 年金融危机时人均工资仍逆势增长，10 年经济复苏过程中涨幅也超过整体水平，受 11 年大地震的影响，从事信息服务业的外国人士纷纷回国，进一步加剧了薪酬压力。就人力资源而言，日本社会“少子化”和“高龄化”的问题使 IT 人才面临断档，根据日本信息系统用户协会 JSUA 调查，近年来超过 7 成的企业 IT 人才不足。

图 8：近年来日本 IT 业和整体薪酬变化

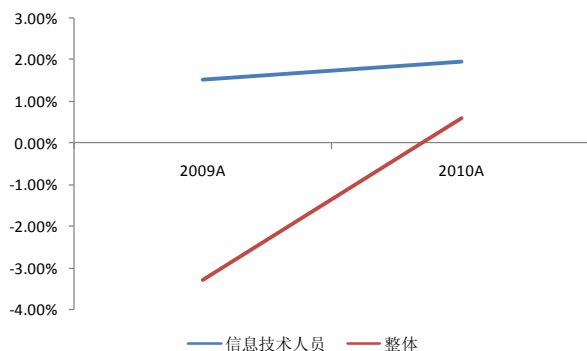
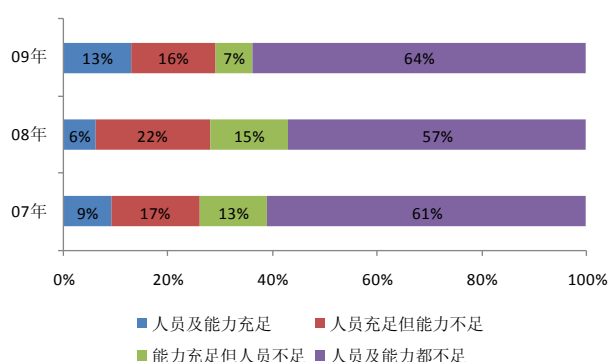


图 9：日本业 IT 人才状况



资料来源：厚生劳动省，日本信息产业协会，日本信息系统用户协会，中投证券研究所

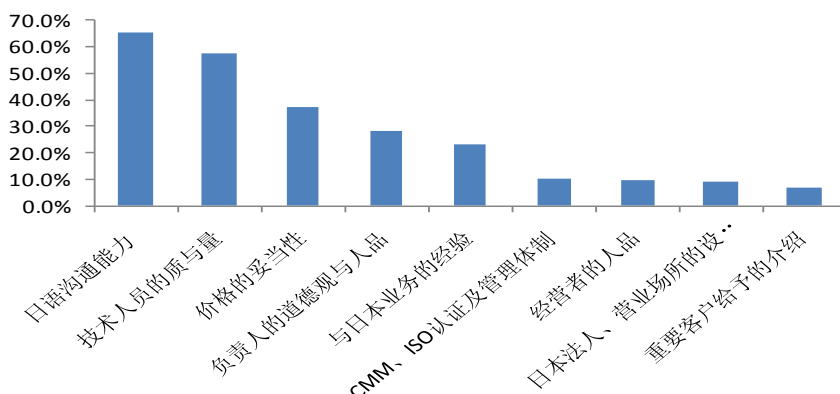
日本情报处理推进机构 IPA 调查显示，在实施离岸外包开发的日本 IT 企业中，有 75% 的企业有意愿进一步扩大离岸外包，有 95% 的企业表示保持离岸外包开发的意愿。

### 2.2 中国承接日本离岸软件外包优势明显

日本 IT 企业选择离岸开发对象时主要注重“日语的沟通能力”、“技术人员的质量”、“价格的妥当性”和“与日本企业的业务经验”等因素。



图 10：日本发包方选择接包方的关键点

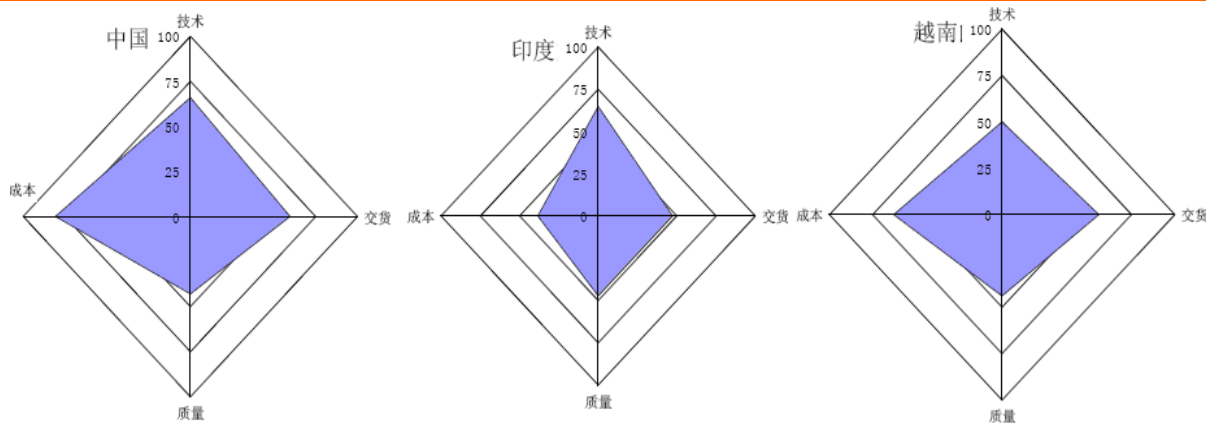


资料来源：日本情报处理推进机构，中投证券研究所

与主要竞争对手相比，中国拥有大量的人才可以用日语进行软件开发；中央和地方政府实施各种支持政策使 IT 技术人员的质和量上都迅速增加；是软件外包成本优势最为明显的国家之一；已经积累了对日软件外包的丰富经验。

从日本企业对承接离岸软件外包国家的评价来看，**中国在成本上优于主要竞争对手印度，技术上优于越南等东南亚国家**，我们认为中国在日本离岸软件外包市场优势明显。

图 11：日本企业对承接离岸软件外包国家的评价



资料来源：日本情报处理推进机构，中投证券研究所

近期受“钓鱼岛事件”影响，海隆软件股价下跌明显，我们认为日本软件企业向中国发包具有刚性，目前海隆软件经营一切正常，一定程度上被市场所“错杀”。

## 五、盈利预测与投资建议

关键建设:

- 1、13 年开始野村综研和瑞穗总研推动公司金融领域收入较快增长, 谨慎起见, 在 12-14 年暂不考 NTT DoCoMo 的业务放量。
- 2、假设生产效率和作业层次提高抵消人力成本上涨, 各业务毛利率保持稳定。
- 3、公司自 2002 年起至 2010 年, 连续 9 年均被认定为“国家规划布局内重点软件企业”, 假设公司 12 年仍能入围。

表 11: 分业务收入与利润预测 (单位: 百万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
金融信息服务业务	230	246	340	458
增长率		7.0%	38.0%	35.0%
毛利率	44.1%	44.0%	44.0%	44.0%
嵌入式软件业务	58	67	77	88
增长率		15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
移动电话内容服务及移动互联网相关业务	43	56	73	94
增长率		30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	40.8%	40.8%	40.8%	40.8%
流通行业软件及系统集成业务	36	43	52	62
增长率		20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	41.1%	41.1%	41.1%	41.1%
电子商务及其他	23	30	39	51
增长率		30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	37.7%	37.7%	37.7%	37.7%
合计	390	442	580	754
增长率		13.3%	31.2%	30.1%
毛利率	42.0%	41.8%	42.0%	42.1%

资料来源: Wind, 中投证券研究所

预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.67、0.90 和 1.21 元, 公司业绩波动中向上, 我们认为 12 年为业绩增速较低点, 根据前述分析, 未来几年业绩波动因素趋弱而向上因素加强, 30%左右的复合增速可期, 上调评级至强烈推荐, 目标价 18 元, 相当于 20 倍 13 年 PE 或 27 倍 12 年 PE, 软件外包行业呈弱周期性, 周期低点正是配置良机。

## 附：财务预测表

## 资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	284	362	445	590
现金	248	320	389	518
应收账款	31	35	46	60
其他应收款	3	4	5	7
预付账款	1	1	2	2
存货	1	2	2	3
其他流动资产	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	140	144	146	148
长期投资	0	0	0	0
固定资产	123	124	124	122
无形资产	10	12	14	16
其他非流动资产	7	8	9	11
<b>资产总计</b>	424	506	591	738
<b>流动负债</b>	41	56	35	41
短期借款	15	25	0	0
应付账款	2	3	3	4
其他流动负债	24	29	32	36
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	41	56	35	41
少数股东权益	16	19	23	29
股本	112	112	112	112
资本公积	66	66	66	66
留存收益	188	252	353	489
归属母公司股东权益	367	431	532	668
<b>负债和股东权益</b>	424	506	591	738

## 现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	81	91	110	143
净利润	66	78	105	142
折旧摊销	9	16	18	20
财务费用	-1	-3	-4	-7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-2	0	-9	-11
其他经营现金流	10	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-118	-20	-21	-22
资本支出	118	15	15	15
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-5	-6	-7
<b>筹资活动现金流</b>	-8	1	-20	7
短期借款	1	10	-25	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	37	0	0	0
资本公积增加	-33	0	0	0
其他筹资现金流	-12	-8	4	7
<b>现金净增加额</b>	-48	72	69	129

## 利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	391	442	580	754
<b>营业成本</b>	226	257	336	436
<b>营业税金及附加</b>	1	1	1	1
<b>营业费用</b>	17	19	24	30
<b>管理费用</b>	76	88	114	147
<b>财务费用</b>	-1	-3	-4	-7
<b>资产减值损失</b>	0	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	72	79	108	146
<b>营业外收入</b>	7	9	12	15
<b>营业外支出</b>	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	79	88	120	161
<b>所得税</b>	13	11	14	19
<b>净利润</b>	66	78	105	142
<b>少数股东损益</b>	1	3	4	6
<b>归属母公司净利润</b>	65	75	101	136
<b>EBITDA</b>	80	93	122	159
<b>EPS (元)</b>	0.58	0.67	0.90	1.21

## 主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	32.8%	13.1%	31.2%	30.1%
营业利润	61.2%	10.0%	36.3%	34.7%
归属于母公司净利润	43.7%	14.8%	35.8%	34.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	42.1%	41.8%	42.0%	42.1%
净利率	16.6%	16.9%	17.5%	18.0%
ROE	17.7%	17.3%	19.0%	20.4%
ROIC	38.8%	43.2%	54.5%	67.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	9.6%	11.0%	6.0%	5.5%
净负债比率	36.48	44.17%	0.00%	0.00%
流动比率	6.98	6.49	12.59	14.47
速动比率	6.94	6.46	12.53	14.41
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.00	0.95	1.06	1.14
应收账款周转率	14	13	14	14
应付账款周转率	156.85	107.58	113.36	112.95
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.67	0.90	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.81	0.98	1.28
每股净资产(最新摊薄)	3.28	3.85	4.75	5.97
<b>估值比率</b>				
P/E	22.57	19.66	14.48	10.79
P/B	3.99	3.40	2.76	2.20
EV/EBITDA	16	14	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-18	海隆软件－对日金融外包驱动业绩高增长
2011-12-05	海隆软件－参股创投助力外延式扩张
2011-10-25	海隆软件-三季报点评：全年业绩有望超预期

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

崔莹, CFA、CPA, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。

重点覆盖公司: 远光软件、恒生电子、用友软件、东华软件、新北洋、广联达、广电运通、软控股份、汉得信息、海隆软件、金证股份、数字政通、信雅达、捷成股份。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434