

榕基软件 (002474.SZ)

软件行业

评级：增持 维持评级

公司研究

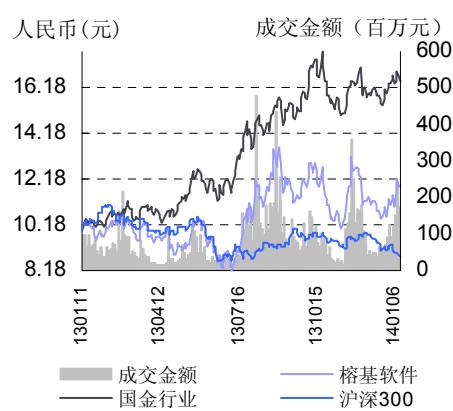
市价（人民币）：11.97元

而今迈步从头越，砥砺奋进再远航；

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	177.66
总市值(百万元)	37.24
年内股价最高最低(元)	13.61/8.18
沪深300指数	2204.85
中小板指数	5926.89



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.152	0.600	0.318	0.417	0.538
每股净资产(元)	11.82	6.36	6.74	7.46	8.27
每股经营性现金流(元)	0.81	0.57	0.87	0.68	0.71
市盈率(倍)	33.85	24.09	37.60	28.73	22.24
行业优化市盈率(倍)	26.96	23.89	48.72	49.21	49.21
净利润增长率(%)	52.99%	4.07%	-20.34%	30.85%	29.22%
净资产收益率(%)	9.75%	9.43%	7.09%	8.37%	9.76%
总股本(百万股)	103.70	207.40	311.10	311.10	311.10

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **电子政务业务，安防、智慧城市、移动办公等新项目不断：**公司作为福建省主要的软件企业，在福建省智慧城市建设中将受益。平潭作为国家级综合实验区，投入巨大，预计公司在包括安防系统、建筑智能化等多项信息化建设中获益。同时，公司预计在金质工程、金环工程、天平工程，福建省移动办公等多个项目中有所斩获。
- **国网业务，电子文件项目将成为支撑：**从13年开始，公司逐渐开始按照10%-15%的比例收取国网SG186协同办公项目的服务费，同时国网开始试点电子文件，将所有需要管控的信息电子化。由于公司在SG186工程的业务基础，与国网有良好合作，预计未来在国网电子文件业务发展中将取得部分项目。
- **三电质检业务，围绕进出口企业开展增值服务：**公司已经累积了4-5万家左右的中小企业进出口用户，特别是国家质检总局的E-CIQ平台也是由公司提供。由于公司占据了中央的质检系统，并拥有大量的中小企业资源，且公司的三电工程业务本身使得用户粘性高，未来公司围绕中小企业可以衍生多样的增值服务。

投资建议

- 考虑到公司在手仍有近10亿现金，未来可以基于此现金做并购、智慧城市项目、创新性业务等。在目前公司的市值规模，拥有此数量现金的软件行业上市公司还是比较少的。所以，我们认为公司的价值应当用市值减去现金来讨论。

估值

- 给予公司“增持”评级，预测公司13-15年EPS为0.32元、0.42元和0.54元，给予去现金后公司14年35倍估值，则公司目标市值是55亿，即6-12个月目标价17.5元。

风险

- 智慧城市项目建设和国网电子文件业务推进低于预期。

郑宏达 分析师 SAC 执业编号：S1130513080002
(8621)60230211
zhenghd@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

公司 14 年各项业务将逐渐恢复

电子政务，安防、移动办公、智慧城市新项目不断

- 电子政务是公司的传统业务，预计有几块领域在 14 年将有突破，值得期待。

- 金质工程：国家质检总局的检验检疫核心系统是由公司负责，这为公司在各地区的分支质检机构的系统建设带来优势，同时也可以在针对进口食品的食品溯源系统建设打下基础。
- 金环工程：公司过去一直在环保数据监测的设备和平台系统。14 年全国环境监测将逐渐铺开。
- 智慧城市——应急智慧系统等：政府级的应急智慧系统公司在 13 年参与多处招投标，预计 14 年将有收获。同时，在福建电力运营中心一期、二期系统建设上，预计公司将继续承接。

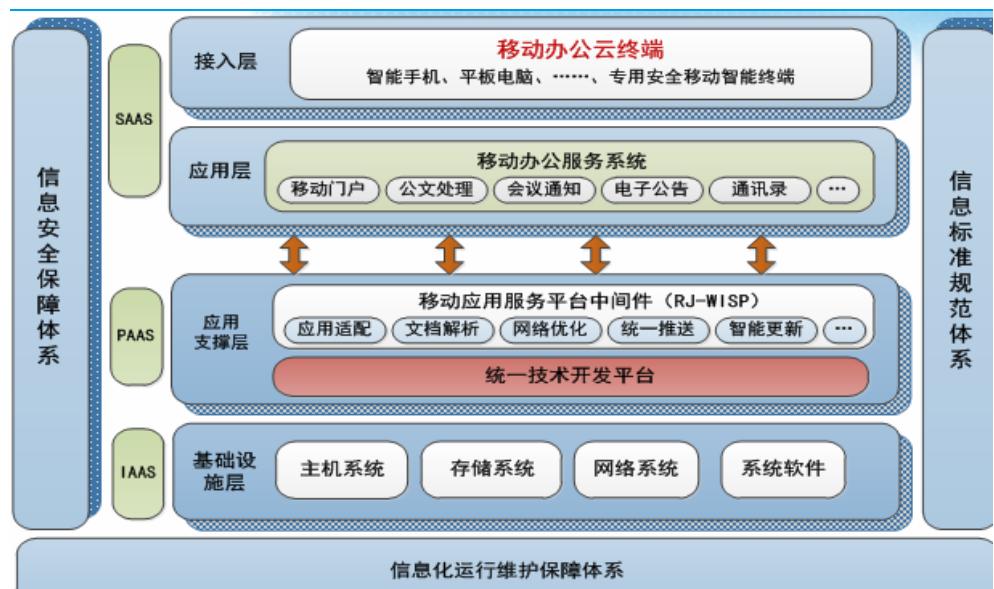
图表1：公司的电子政务架构



来源：公司资料、国金证券研究所

- 安防业务是公司一项新业务，公司已经获得安防工程企业资质、工程设计与施工资质等。平潭是国家级的对台湾合作的实验区，每年几百亿的投入。由于榕基是福建省本地的领先的 IT 公司，预计公司在平潭的包括安防系统、建筑智能化等多项信息化建设投入中将获益。

图表2：公司的移动办公云平台系统



来源：国金证券研究所

- 与运营商合作的福建省政府云平台业务，预计 14 年将开始收入体现。这块业务将以面向公务员和事业单位编制人员移动办公 APP 分成模式为主，

即全省有 27 万公务员和事业单位编制人员，比如公司开发的 APP 产品几个打包价格为 30 元，公司分成 85% 的话，则公司收入在 27 万 *30 元 *85%。预计 14 年福建省主要厅局委办和 9 地市推广。

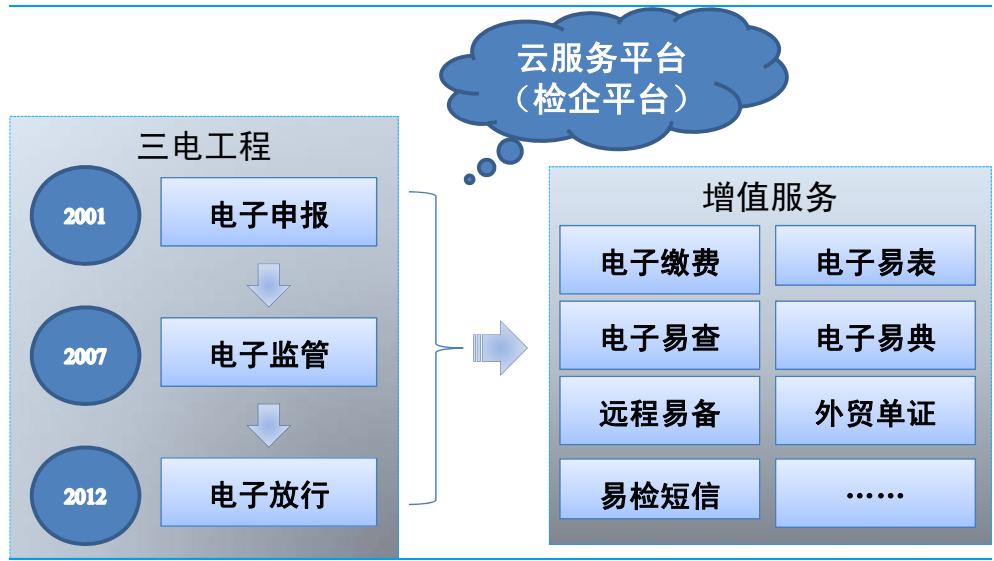
协同管理和信息安全业务，保持平稳

- 协同管理业务，主要是面向国家电网。公司在 13 年开始逐渐收国网协同管理软件的服务费，14 年将开始收 11 年的服务费。国网将从 14 年开始实施电子文件试点，由于公司在 SG186 工程的业务基础，与国网有良好合作，预计未来在国网电子文件业务发展中将取得部分项目。
- 信息安全业务，公司的漏洞扫描产品在国内市场是一流的，安全检测和防护技术较为领先。随着政府、军队对信息安全的重视，公司自主开发的安全检测和防护产品将受益，预计这块业务将保持平稳并逐渐恢复。

三电工程，围绕中小企业业务逐渐开展

- 三电工程方面，公司已经累积了 5 万家左右的中小企业用户，特别是国家质检总局的 E-CIQ 平台也是由公司提供。由于公司占据了中央的质检系统，并拥有大量的中小企业资源，未来公司围绕中小企业可以有创新性的商业模式。

图表3：从三电工程为基础延伸增值服务



来源：公司资料、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	309	433	568	477	438	584							
增长率	40.1%	31.3%	-16.1%	-8.1%	33.3%		货币资金	1,059	1,045	1,072	1,230	1,401	1,559
主营业务成本	-173	-245	-356	-287	-232	-310	应收账款	43	59	79	52	48	64
%销售收入	55.9%	56.6%	62.6%	60.3%	52.9%	53.1%	存货	31	70	135	63	51	68
毛利	136	188	212	190	206	274	其他流动资产	26	13	93	44	36	48
%销售收入	44.1%	43.4%	37.4%	39.7%	47.1%	46.9%	流动资产	1,159	1,187	1,379	1,389	1,536	1,738
营业税金及附加	-3	-3	-4	-4	-4	-5	%总资产	94.6%	90.9%	92.6%	93.1%	94.2%	95.2%
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	长期投资	12	15	18	18	18	18
营业费用	-29	-33	-40	-43	-35	-47	固定资产	31	38	39	37	34	30
%销售收入	9.5%	7.7%	7.1%	9.0%	8.0%	8.0%	%总资产	2.5%	2.9%	2.6%	2.5%	2.1%	1.6%
管理费用	-38	-48	-81	-72	-66	-82	无形资产	22	64	50	45	41	38
%销售收入	12.1%	11.1%	14.2%	15.0%	15.0%	14.0%	非流动资产	66	119	110	102	95	88
息税前利润(EBIT)	67	103	88	71	102	141	%总资产	5.4%	9.1%	7.4%	6.9%	5.8%	4.8%
%销售收入	21.6%	23.7%	15.4%	14.9%	23.3%	24.1%	资产总计	1,226	1,306	1,490	1,491	1,631	1,826
财务费用	4	17	25	23	26	30	短期借款	0	0	0	0	0	0
%销售收入	-1.2%	-4.0%	-4.5%	-4.8%	-6.0%	-5.1%	应付款项	40	58	151	72	64	85
资产减值损失	0	-3	0	0	0	0	其他流动负债	16	22	7	21	19	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	56	80	158	94	83	110
投资收益	4	4	5	4	4	4	长期贷款	0	0	0	0	0	0
%销售收入	4.4%	3.0%	3.5%	3.6%	2.8%	2.1%	其他长期负债	1	1	13	1	1	1
%税前利润	4.4%	3.0%	3.5%	3.6%	2.8%	2.1%	负债	57	81	171	95	84	111
营业利润	75	121	118	98	132	174	普通股股东权益	1,167	1,226	1,319	1,397	1,548	1,715
营业利润率	24.2%	28.0%	20.7%	20.6%	30.2%	29.8%	少数股东权益	1	0	-1	0	0	0
营业外收支	13	12	16	12	12	0	负债股东权益合计	1,226	1,306	1,490	1,491	1,631	1,826
税前利润	87	133	134	110	144	186							
利润率	28.3%	30.7%	23.5%	23.1%	32.9%	31.9%							
所得税	-9	-13	-10	-11	-14	-19							
所得税率	10.4%	10.1%	7.2%	10.0%	10.0%	10.0%							
净利润	78	119	124	99	130	168							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	78	119	124	99	130	167							
净利率	25.3%	27.6%	21.9%	20.8%	29.6%	28.7%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	78	119	124	99	130	168	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.753	1.152	0.600	0.318	0.417	0.538
非现金支出	8	15	20	12	13	13	每股净资产	11.256	11.819	6.359	6.736	7.462	8.269
非经营收益	-3	-18	-26	-14	-16	-16	每股经营现金流	0.810	0.808	0.570	0.874	0.675	0.710
营运资金变动	1	-32	0	83	14	-17	每股股利	0.000	0.600	0.300	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	84	84	118	181	140	147	回报率						
资本开支	-19	-61	-79	6	7	7	净资产收益率	6.69%	9.75%	9.43%	7.09%	8.37%	9.76%
投资	-740	548	-138	0	0	0	总资产收益率	6.37%	9.15%	8.35%	6.64%	7.95%	9.17%
其他	0	18	9	4	4	4	投入资本收益率	5.11%	7.53%	6.17%	4.59%	5.93%	7.38%
投资活动现金净流	-759	504	-208	10	11	11	增长率						
股权募资	912	0	0	-21	21	0	主营业务收入增长率	52.46%	40.11%	31.27%	-16.11%	-8.09%	33.32%
债权募资	-4	0	0	-12	0	0	EBIT增长率	53.95%	53.95%	-14.70%	-18.64%	43.03%	38.05%
其他	-7	-63	-31	0	0	0	净利润增长率	62.61%	52.99%	4.07%	-20.34%	30.85%	29.22%
筹资活动现金净流	901	-63	-31	-33	21	0	总资产增长率	432.49%	6.56%	14.06%	0.11%	9.37%	11.97%
现金净流量	226	526	-121	158	171	158	资产管理能力						
							应收账款周转天数	36.3	31.1	30.0	31.0	31.0	31.0
							存货周转天数	56.6	75.5	105.2	80.0	80.0	80.0
							应付账款周转天数	15.4	25.9	26.1	25.0	25.0	25.0
							固定资产周转天数	36.3	31.1	25.0	27.9	27.6	18.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-90.60%	-85.25%	-81.30%	-88.03%	-90.54%	-90.88%
							EBIT利息保障倍数	-18.4	-5.9	-3.4	-3.1	-3.9	-4.8
							资产负债率	4.66%	6.18%	11.50%	6.34%	5.12%	6.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-03-26	增持	12.33	60.00 ~ 60.00
2 2012-04-05	增持	11.48	N/A
3 2012-04-23	增持	11.44	60.00 ~ 60.00
4 2012-05-28	增持	11.36	N/A
5 2012-06-26	买入	12.15	N/A
6 2012-07-09	买入	13.29	28.00 ~ 28.00
7 2012-08-01	买入	11.51	N/A
8 2012-12-05	买入	8.44	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 6793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD