日期：2014 年 1 月 13 日
行业：IT

上海证券 SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.
陈启书
021-53519888-1918
mymailno@hotmail.com
执业证书编号：S0870510120022

更专业更精细的 ERP 提供商

IPO 询价区间	RMB20.63-24.76 元
合理估值区间	RMB25.79-30.95 元

基本数据（IPO）

发行数量不超过（百万	30.00
发行后总股本（百万股）	100.00
发行方式	网下询价配售 80% 网上定价发行 20%
保荐机构	长江证券

主要股东(IPO 前)

香港 TOP PARTNER	11.48%
香港 STEP BEST	8.92
香港 MEGA PARTNER	4.55
香港 COSMOS LINK	4.33
新藹咨询	0.10%

收入结构（2013Q2）

ERP 相关产品销售	61.30%
其中：自制软件销售	38.05%
外购软硬件销售	23.25%
技术服务	38.70%

报告编号：
首次报告日期：2014 年 1 月 13 日

■ 投资要点：

市场需求增长深化，为行业发展提供有利条件

根据 Gartner（2010）的数据，2010 年我国 ERP 的普及率（常用 ERP/GDP 的比例来表示）仅为 0.015%，约为同期美国相应比例的四分之一左右，低于泰国和印度等发展中国家，这说明我国 ERP 总体应用的广度和深度很低，具有巨大的发展空间。

其中，制造型 ERP 软件市场的需求更加迫切。我国已经成为世界制造大国，制造业相关产值也连续成长。近年来，由于国际竞争加剧、成本上升、人民币升值等因素导致制造业企业生存环境恶化，如何有效的控制成本、提升产品附加值成为制造业企业最为迫切的任务。越来越多的中小型制造企业通过实施 ERP 系统作为改善管理、管控成本和提升竞争力的契机。由于我国制造业企业数量巨大，保障这些企业逐步走向规范也为生产制造管理软件提供商带来了大量的市场机遇。

公司在产品经验和行业知识、研发能力等方面已经具备了一定优势。

公司产品专注于服务生产制造业和贸易流通业，同时触及到其他行业，产品差异化程度较高。公司产品功能模块约有 30-35 个，远高于传统 ERP 软件的财务、库存、采购、分销、制造、人力资源管理六大模块，产品不断完善。

在产业经验和行业知识方面，公司兴起于台湾市场，在台湾地区生产制造 ERP 软件市场有较高的市场份额，积累起相当多的应用典范。这些丰富的经验先后根据大陆市场的需求陆续引进，通过适当的改良快速复制到大陆市场，有效提升了公司开拓大陆市场的效率。

股票估值

预计 2013-2015 年公司可分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.86 元、1.09 元和 1.28 元。预期未来 6 个月内公司股价对应 2013 年动态市盈率可达 30-36 倍，对应合理估值为 25.79-30.95 元/股。建议公司的 IPO 询价区间为 20.63-24.76 元/股。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	995.01	1,053.50	1,201.63	1,425.11
年增长率（%）	*3.78*	*5.88*	*14.06*	*18.60*
归属于母公司所有者的净利润	97.57	103.17	131.04	153.07
年增长率（%）	*3.27*	*5.75*	*27.01*	*16.81*
每股收益（按最新股本摊薄，元）	0.81	0.86	1.09	1.28

注：有关指标按公司 IPO 后总股本计算

一. 公司及其业务简况

公司及其业务前身具有近 30 年丰富经验，是一体化企业管理解决方案与服务供应商。主营业务是以自制 ERP 软件为核心的企业管理软件的研发、销售、实施及服务。客户所在行业以电子、汽车、机械、食品饮料、医药等制造业和批发、零售、连锁分销等流通业为主，分布于 80 多个细分行业。目前，在亚太地区已有累计超过 30,000 家企业客户。

其中自制 ERP 软件产品及其服务为公司的核心产品和服务，占公司营业总额约 70%，按照客户规模可分为适合大、中、小型企业的 3 大系列，主要应用于生产制造和贸易流通行业；主要服务包括为 ERP 及 E-ERP 产品的上线提供软件实施服务、二次开发服务、软件维护合约服务及教育培训等其他增值服务四类。

2010 年度、2011 年度、2012 年度和 2013 年 1-6 月公司分别实现主营业务收入 71,910.64 万元、95,879.02 万元、99,501.16 万元和 50,107.83 万元。2011 年、2012 年和 2013 年 1-6 月分别比上年同期增长 33.33%、3.78%和 5.91%。

图1 公司产品解决方案架构图

数据来源：公司公告，上海证券研究所

二. 行业增长前景

根据中国证监会《上市公司行业分类指引》，公司所属行业为信息传输、软件和信息技术服务业（I），细分行业为软件和信息技术服务业（I65）。目前 ERP 软件行业总体发展强劲。根据计世资讯（CCW Research）的调研数据，2010 年国内管理软件市场整体规模已达 414.3 亿元人民币，比 2009 年 330.9 亿元增长了 25.2%，在 2010 年国内管理软件市场中，ERP 软件产品占有 57.20%的市场份额，市场规模达到 237.0 亿元人民币，远高于财务软件产品及 ERP 衍生软件产品。制造

业是应用 ERP 的主要领域，2008 年至 2010 年，其市场份额占整体 ERP 市场份额均超过 50%。

市场需求增长深化，为行业发展提供有利条件

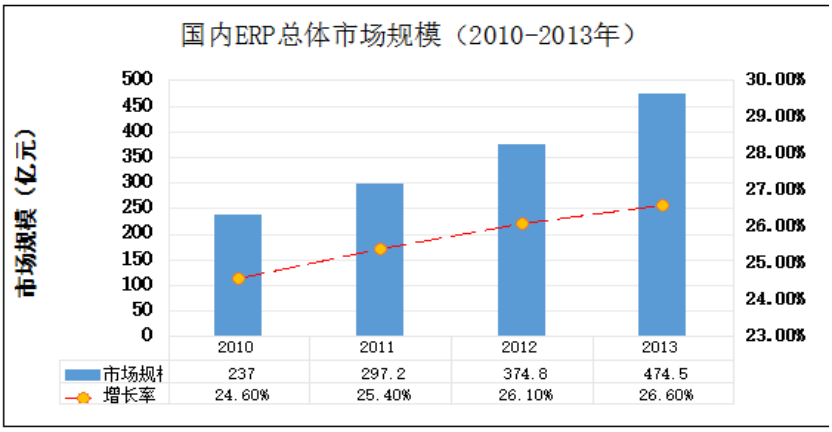
根据 Gartner（2010）的数据，2010 年我国 ERP 的普及率（常用 ERP/GDP 的比例来表示）仅为 0.015%，约为同期美国相应比例的四分之一左右，低于泰国和印度等发展中国家，这说明我国 ERP 总体应用的广度和深度很低，具有巨大的发展空间。

其中，制造型 ERP 软件市场的需求更加迫切。我国已经成为世界制造大国，制造业相关产值也连续成长。近年来，由于国际竞争加剧、成本上升、人民币升值等因素导致制造业企业生存环境恶化，如何有效的控制成本、提升产品附加值成为制造业企业最为迫切的任务。越来越多的中小型制造企业通过实施 ERP 系统作为改善管理、管控成本和提升竞争力的契机。由于我国制造业企业数量巨大，保障这些企业逐步走向规范也为生产制造管理软件提供商带来了大量的市场机遇。

市场规模呈现稳步上升趋势

随着宏观经济的逐步复苏，国内企业用户对 ERP 应用的需求也逐渐恢复并继续成长，制造业信息化和转型升级步伐的加快，对 ERP 投资的增幅将保持一定的水平。2011 年国内 ERP 市场规模为 297.2 亿元，预计 2013 年将达到 474.5 亿元，见下图：

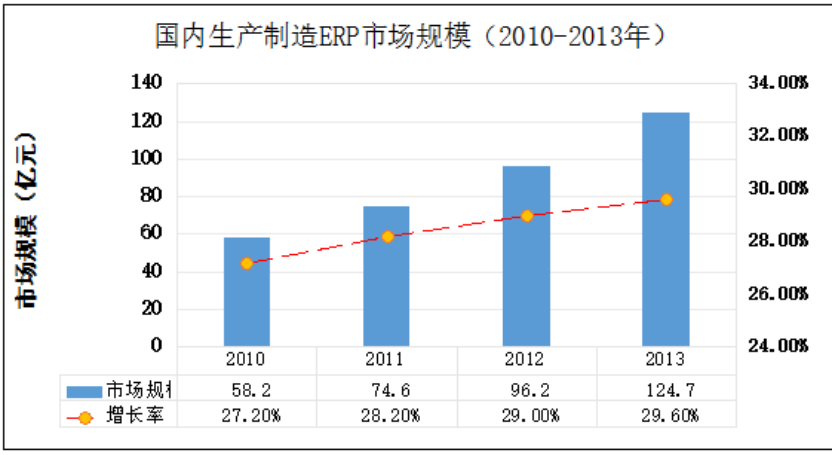
图2　国内 ERP 市场总体规模



数据来源：计世资讯，上海证券研究所

作为整体 ERP 市场的重要组成部分，生产制造型 ERP 市场在未来将同样呈现较高水平成长的趋势。2011 年，市场规模为 74.6 亿元，预计到 2013 年，国内生产制造 ERP 市场规模将达到 120 亿元以上。同时，生产制造 ERP 增长速度将继续领先于国内 ERP 的整体市场，在整个 ERP 市场中占有越来越重要的地位，全面带动国内 ERP 总体市场的发展，见下图：

图3 国内生产制造 ERP 市场总体规模



数据来源：计世资讯，上海证券研究所

三. 公司竞争能力及发展空间

行业内企业数量较多，生产制造 ERP 的市场份额较为集中

目前，国内 ERP 软件市场呈现出垄断竞争的市场格局。具体而言，国内 ERP 软件市场可分为针对大企业或跨国企业的高端大型 ERP 软件市场和中小企业 ERP 软件市场两大部分。高端大型 ERP 软件市场大多被国外 ERP 软件厂商如 SAP、Oracle 等企业所占领。在中小企业 ERP 软件市场，国内厂商占有较大优势，经过十多年的发展，逐步形成了以用友、金蝶、鼎捷、浪潮为代表的国内 ERP 软件厂商，但整体而言，该市场仍以中小软件企业为主，根据软件企业规模呈现出金字塔型的格局。

其中参与生产制造 ERP 市场竞争的厂商既包括 SAP、ORACLE 等国际厂商，也有鼎捷、用友、金蝶、浪潮等国内厂商。市场中前六大厂商累计市场份额约占 70%，国内生产制造 ERP 市场的品牌集中度有所提高。除 SAP 外，各厂商的市场份额均比较接近，竞争格局还未完全清晰。

公司在产品经验和行业知识、研发能力等方面已经具备了一定优势。公司产品专注于服务生产制造业和贸易流通业，同时触及到其他行业，产品差异化程度较高。针对客户企业不同的规模，发行人开发出 ERP 大、中、小型产品系列；根据客户对企业内与企业间的软件延伸应用，陆续开发出 ERP 衍生相关产品，实现了产品间的无缝集成。此外公司产品功能模块约有 30-35 个，远高于传统 ERP 软件的财务、库存、采购、分销、制造、人力资源管理六大模块，产品不断完善。

在产业经验和行业知识方面，公司兴起于台湾市场，在台湾地区生产制造 ERP 软件市场有较高的市场份额，积累起相当多的应用典范，对产业发展过程中问题的产生、演变及解决方案非常熟悉。这些丰富的

经验先后根据大陆市场的需求陆续引进，通过适当的改良快速复制到大陆市场，有效提升了公司开拓大陆市场的效率。

公司具备完整成熟的研发技术实力，在基础研发技术、行业应用技术、软件工程技术、系统集成技术和前沿技术追踪五个方面建立起雄厚的技术与研发实力，涉及 ERP、E-ERP 产品和其他核心技术，形成众多行业的整体解决方案，以确保产品能满足用户的一体化需求，并能与上游、下游进行无缝的软件集成。

公司从事 ERP 软件行业近 30 年，客户多为横跨两岸的企业，累积客户超过三万余家，其中以中小型企业占大多数，以生产制造和贸易流通领域为主，分布于汽车、电子、机械、精细化工、食品和医药等行业。

图4 公司部分优质客户

客户所属行业	子行业	客户名称
生产制造业	电子	七喜控股股份有限公司
		飞毛腿电子有限公司
	精细化工	中国化工集团有限公司
		高鼎化学工业股份有限公司
	光电	国硕科技股份有限公司
		热映光电股份有限公司
	食品	上海克里斯汀食品有限公司
		南京卫岗乳业有限公司
	医药	枝江奥美医疗用品有限公司
		上海康庄医疗器械有限公司
商贸流通业		石头记饰品有限公司
		北京居然之家投资控股集团有限公司

数据来源：公司公告，上海证券研究所

四. 募投项目分析

募投项目围绕当前主营业务进行拓展

公司募集资金投资项目主要围绕主营业务展开。实施完成后所形成的新增生产能力将加强与重要客户的合作关系，有效提升公司产品的技术含量，进一步优化公司的产品结构，增强公司的核心竞争力。

图5 公司募投项目计划（单位：万元）

序号	项目名称	募投资金使用进度		募集资金投资总额
		第一年	第二年	
1	ERP 软件系列产品升级项目	16,120	6,373	22,493
2	运维服务中心平台扩建项目	13,584.50	7,587.50	21,172
3	研发中心扩建项目	6,000	2,000	8,000
合计		35,704.50	15,960.50	51,665

数据来源：公司公告，上海证券研究所

募集资金运用对公司财务状况及经营成果产生积极影响

本次募集资金到位后，公司净资产及每股净资产将大幅增加，增加公司资产规模和经营实力，提升公司持续融资的能力和抗风险的能力；资产负债率将大幅下降，财务结构将进一步优化；本息募集资金投资项目逐步形成生产能力并产生效益后，公司的销售收入、净利润也将随之上升。

五. 风险因素

境外股东和子公司住所地法律、法规发生变化导致的风险

公司的子公司台湾鼎新目前是公司合并报表中营业收入和利润的主要来源，其对台湾地区以外的母公司进行利润分配及汇出的行为受台湾地区《公司法》的约束。两岸经济政治环境的变化具有一定的不确定性，如果台湾地区在大陆地区投资方面的经贸政策发生变化，对在大陆地区投资范围加以限制或向大陆地区分配利润采取较为严格的限制措施，公司将面临生产经营风险。

宏观经济波动风险

宏观经济的波动会影响公司客户自身的经营状况和对未来的预期，从而影响客户在 IT 咨询、ERP 系统建设方面的投资预算。公司客户主要集中在制业和流通行业，受宏观经济波动影响较大，对公司的经营成果和成长性造成了一定影响。

市场竞争风险

近年公司在大陆的市场地位迅速提升，但与国际知名 ERP 企业仍存在一定差距。在大陆地区 ERP 软件行业竞争日趋激烈的情况下，公司同时应对国际知名 ERP 厂商以及国内 众多 ERP 厂商的竞争，面临毛利率下降、无法实现公司发展目标的风险。

技术研发风险

ERP 软件行业正处于快速发展阶段，计算机软硬件技术水平的不断提高、企业需求的转变和对产品要求的提高、行业内激烈竞争的压力等因素都推动业内企业对 ERP 产品不断进行升级改造。未来公司面临技术、产品和市场的发展趋势判断失误，或者技术骨干流失、研发条件落后等原因造成公司的持续研发能力下降的风险。

六. 盈利状况和盈利预测

与相关公司比较 盈利能力一般

在与业务相近的上市公司比较中，公司综合毛利率较高，销售净利润率却比较一般，表明公司净利润的盈利能力较弱。

表1 公司和相关公司的销售毛利率比较（单位：%）

证券简称	2010-12	2011-12	2012-12	2013-6

鼎捷软件	78.87	82.08	82.04	80.52
用友软件	82.64	84.87	84.06	83.18
润和软件	47.09	45.80	39.60	42.55
汉得信息	36.67	33.89	34.80	36.77
石基信息	69.19	65.41	67.05	67.90

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表2 公司和相关公司的销售净利润率比较（单位：%）

证券简称	2010-12	2011-12	2012-12	2013-6
鼎捷软件	7.23	9.64	9.59	9.00
用友软件	11.62	13.36	9.14	4.97
润和软件	22.56	20.15	17.33	18.25
汉得信息	17.52	18.02	17.00	16.90
石基信息	37.47	38.06	38.77	39.03

数据来源：公司公告，上海证券研究所

收入成长性较强，净利润增长迅速

和相关公司相比较，公司营业收入成长性处于中等水平；净利润增长较快。

表3 公司和相关公司的营业总收入增长比较（单位：%）

证券简称	2011 年同比增长率	2012 年同比增长率	2012 年相对于 2010 的年复合增长率
鼎捷软件	33.33%	3.78%	17.63%
用友软件	38.38%	2.74%	19.24%
润和软件	61.02%	62.00%	61.51%
汉得信息	44.14%	34.91%	39.45%
石基信息	18.13%	9.59%	13.78%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表4 公司和相关公司的净利润增长比较（单位：%）

证券简称	2011 年同比增长率	2012 年同比增长率	2012 年相对于 2010 的年复合增长率
鼎捷软件	87.56%	3.27%	39.17%
用友软件	61.67%	-29.28%	6.92%
润和软件	41.51%	41.31%	41.41%
汉得信息	48.19%	28.01%	37.73%
石基信息	23.48%	11.61%	17.39%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

与同类公司相比，公司营运能力较强

公司的存货周转天数较低，存货周转率与同类上市公司相比处于适中水平；应收账款周转天数较低。

表5 公司和相关公司的存货周转天数比较（单位：天）

证券简称	2010-12	2011-12	2012-12	2013-6

鼎捷软件	28.53	28.96	20.76	10.80
用友软件	10.42	11.86	11.36	20.32
润和软件			33.23	31.87
汉得信息	3.74	0.96	3.42	3.37
石基信息	109.65	66.54	67.00	77.12

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表6 公司和相关公司的应收账款周转天数比较（单位：天）

证券简称	2010-12	2011-12	2012-12	2013-6
鼎捷软件	70.48	57.23	74.71	102.10
用友软件	84.05	93.73	109.35	156.54
润和软件	104.75	89.71	91.92	124.14
汉得信息	64.87	68.91	81.92	115.13
石基信息	65.43	80.04	76.87	86.92

数据来源：公司公告，上海证券研究所

从总资产周转情况来看，公司与同类公司相比处于较高水平，公司营运能力较好。

表7 公司和相关公司的总资产周转率比较（单位：次）

证券简称	2010-12	2011-12	2012-12	2013-6
鼎捷软件	1.03	1.25	1.17	0.56
用友软件	0.69	0.81	0.73	0.25
润和软件	0.53	0.69	0.62	0.23
汉得信息	1.50	0.75	0.59	0.29
石基信息	0.63	0.61	0.56	0.24

数据来源：公司公告，上海证券研究所

公司盈利预测

初步预计 2013-2015 年公司可分别实现营业收入 1,053.50 百万元、1,201.63 百万元和 1,425.11 百万元，同比增长 5.88%、14.06%和 18.60%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 103.17 百万元、131.04 百万元和 153.07 百万元，同比增长 5.75%、27.01%和 16.81%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.86 元、1.09 元和 1.28 元。

表8 公司利润表预测（单位：百万元）

项目（单位：百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	995.01	1,053.50	1,201.63	1,425.11
增长率	3.78%	5.88%	14.06%	18.60%
营业成本	178.74	200.16	222.30	256.52
二、营业毛利	816.27	853.33	979.33	1,168.59
增长率	3.72%	4.54%	14.76%	19.33%
毛利率	82.04%	81.00%	81.50%	82.00%
营业税金及附加	7.66	7.06	8.05	9.55
销售费用	463.14	496.20	567.17	674.07
管理费用	224.74	229.66	260.75	307.82

财务费用	-0.52	-3.27	-19.23	-17.10
资产减值损失	21.34	21.07	24.03	28.50
三、主营业利润	99.91	102.61	138.55	165.74
增长率	-5.37%	2.70%	35.02%	19.63%
收入比	10.04%	9.74%	11.53%	11.63%
公允价值变动净收益				
投资净收益	-3.63	-3.63	-3.63	-3.63
汇兑净收益				
四、营业利润	96.28	98.98	134.92	162.11
营业外净收益	32.46	39.00	40.00	42.00
五、利润总额	128.74	137.98	174.92	204.11
减：所得税	33.36	35.83	45.17	52.56
六、净利润	95.38	102.15	129.74	151.55
少数股东损益	-2.19	-1.02	-1.30	-1.52
归属于母公司所有者的净利润	97.57	103.17	131.04	153.07
增长率	3.27%	5.75%	27.01%	16.81%
收入比	9.81%	9.79%	10.91%	10.74%
七、每股收益：				
调整后的加权平均股本(百万股)	90.00	90.00	115.00	120.00
按加权平均股本计算的每股收益（元）	1.08	1.15	1.14	1.28
增长率	2.86%	6.15%	-0.60%	11.94%
PER(X)				
按最新股本摊薄后的每股收益（元）	0.81	0.86	1.09	1.28
增长率	3.27%	5.75%	27.01%	16.81%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

七. 估值及定价分析

同类公司比较分析

目前，和公司业务模式或盈利水平相近的上市公司对应 2012-2015 年的动态市盈率均值分别为 42 倍、32 倍、24 倍和 19 倍。

表9 相关公司估值比较（单位：元/股）

证券代码	证券简称	股价	EPS				PER(倍)			
			2012A	2013E	2014E	2015E	2012A	2013E	2014E	2015E
600588	用友软件	13.82	0.40	0.54	0.68	0.88	35	26	20	16
300339	润和软件	20.22	0.43	0.59	0.78	1.00	47	34	26	20
300170	汉得信息	14.97	0.45	0.59	0.78	1.02	33	25	19	15
002153	石基信息	48.04	0.95	1.14	1.50	2.00	51	42	32	24
	样本均值						42	32	24	19

数据来源：Wind，上海证券研究所（对应股价为 2014-01-10 日收盘价）

股票估值

2011-2012 年间，公司分别实现营业收入同比增长 33.33%和 3.78%；2010-2012 年间，分别实现净资产收益率（ROE，加权）为 21.52%、23.62%

和 19.60%；分别实现每股经营性现金流净额为 1.23 元、1.09 元和 0.48 元。

预计 2013-2015 年公司可分别实现营业收入同比增长 5.88%、14.06%和 18.60%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 5.75%、27.01%和 16.81%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.86 元、1.09 元和 1.28 元。

询价估值

预计 2013-2015 年公司可分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.86 元、1.09 元和 1.28 元。预期未来 6 个月内公司股价对应 2013 年动态市盈率可达 30-36 倍，对应合理估值为 25.79-30.95 元/股。建议公司的 IPO 询价区间为 20.63-24.76 元/股。

考虑公司未来的成长性和盈利性，以及已上市公司发行市盈率情况和上市后的估值水平，建议公司的 IPO 询价区间为 20.63-24.76 元/股，对应 2013 年每股收益的动态市盈率为 24-29 倍（相对于公司合理估值折让了 20%）。

分析师承诺

分析师　陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。