

## 润和软件 (300339.SZ) 计算机行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

郑宏达

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

## 做行业解决方案的润和软件 2.0

## 事件

自 4 月 29 日我们发布润和软件公司研究报告《从外包到行业解决方案, 润和 2.0 模式开启》后, 股价涨幅 15%, 喜欢低估值安全边际高但弹性稍弱的投资者可以关注。

## 评论

**润和 2.0, 从外包到行业解决方案:** 我们认为, 区别于传统的以人力外包为主的典型外包模式, 公司已经不能称作一个软件外包公司。目前, 来自国内的 IT 解决方案收入已经占到公司收入的 60%。公司本质是一个有客户基础的 IT 解决方案公司。这类公司很明显的成长路径就是: 外包——解决方案——产品, 毛利率随之逐渐提升, 最终转变为有行业应用基础的产品型公司。润和软件目前走在第二阶段, 即 2.0 版本。

**“地基+柱子”的模式, 软硬一体化的战略道路:** 公司以外包为基础, 积累了优质客户和技术, 是为“地基”; 在此基础上, 将行业化作为战略发展方向, 树立“柱子”。公司通过收购捷科智诚, 进入金融测试领域, 并圈定了众多银行优质客户。在银行系统升级, 国产化方案开始逐渐应用的背景下, 公司有望借助捷科智诚, 在金融信息化领域有所开拓。同时, 面向数字家庭的软硬一体化应用产品, 是公司的一个看点, 预计公司今年有望在整合芯片资源、与内容商合作方面有进展。

**业绩增速逐渐恢复:** 去年是公司业绩的调整年, 13 年收入和净利润增速分别为 25.6% 和 17.7%。由于 4G 建设的投入, 公司客户产品和研发进入新周期, 对外发包量加大; 同时手机产业链洗牌形成比较好的产业结构, 各厂家的外包量增速开始恢复。

**从外围 IT 应用, 切入金融:** 公司在供应链解决方案方面有较深的技术和客户基础, 特别是汽车领域; 因而公司未来有望基于自身提供的供应链 IT 系统, 为用户提供包括汽车金融等在内的供应链金融服务, 通过自身提供的系统和解决方案, 做到整体的透明化和风险可控。

## 投资建议

给予“增持”评级, 预测公司母公司保持两年 30% 的年均复合增速, 按照收购的捷科智诚公司的业绩对赌要求并入计算并摊薄, 假设今年并表半年, 明年并表一年, 因此预测公司 14-15 年 EPS 为 0.46 元和 0.71 元, 目前股价对应 15 年 20 倍。公司换股收购捷科智诚的股价为 13.81 元, 目前股价在此附近, 安全边际高。给予公司 6-12 月目标价 18.5 元, 对应 15 年 26 倍。

**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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>234</b>	<b>380</b>	<b>477</b>	<b>675</b>	<b>960</b>	<b>1,152</b>	货币资金	149	514	433	660	805	1,007
增长率		62.0%	25.6%	41.6%	42.2%	20.0%	应收款项	73	137	218	208	296	356
<b>主营业务成本</b>	<b>-127</b>	<b>-229</b>	<b>-291</b>	<b>-420</b>	<b>-600</b>	<b>-715</b>	存货	0	21	41	34	49	59
%销售收入	54.2%	60.4%	61.1%	62.2%	62.5%	62.0%	其他流动资产	1	7	20	5	7	8
<b>毛利</b>	<b>107</b>	<b>150</b>	<b>186</b>	<b>255</b>	<b>360</b>	<b>438</b>	流动资产	223	679	712	908	1,157	1,430
%销售收入	45.8%	39.6%	38.9%	37.8%	37.5%	38.0%	%总资产	58.4%	79.9%	65.1%	70.2%	75.3%	79.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	长期投资	0	0	1	1	1	1
%销售收入	1.2%	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	119	128	307	305	302	298
<b>营业费用</b>	<b>-15</b>	<b>-27</b>	<b>-32</b>	<b>-38</b>	<b>-48</b>	<b>-58</b>	%总资产	31.1%	15.1%	28.1%	23.6%	19.6%	16.5%
%销售收入	6.4%	7.2%	6.6%	5.6%	5.0%	5.0%	无形资产	39	41	73	77	75	73
<b>管理费用</b>	<b>-38</b>	<b>-61</b>	<b>-88</b>	<b>-95</b>	<b>-120</b>	<b>-138</b>	非流动资产	159	171	382	385	380	375
%销售收入	16.3%	16.0%	18.5%	14.0%	12.5%	12.0%	%总资产	41.6%	20.1%	34.9%	29.8%	24.7%	20.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>51</b>	<b>60</b>	<b>64</b>	<b>120</b>	<b>188</b>	<b>236</b>	<b>资产总计</b>	<b>382</b>	<b>849</b>	<b>1,094</b>	<b>1,293</b>	<b>1,537</b>	<b>1,805</b>
%销售收入	21.8%	15.7%	13.4%	17.7%	19.5%	20.5%	短期借款	97	86	99	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	应付款项	12	65	104	56	80	95
%销售收入	2.6%	1.0%	0.8%	0.0%	-0.7%	-0.9%	其他流动负债	14	21	31	44	62	74
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	123	173	234	100	142	170
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	4	3	111	111	111	111
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	2	13	7	1	1	1
%税前利润	n.a	1.6%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>129</b>	<b>188</b>	<b>351</b>	<b>212</b>	<b>254</b>	<b>282</b>
<b>营业利润</b>	<b>44</b>	<b>54</b>	<b>57</b>	<b>120</b>	<b>195</b>	<b>247</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>250</b>	<b>655</b>	<b>713</b>	<b>1,051</b>	<b>1,253</b>	<b>1,493</b>
营业利润率	18.8%	14.3%	12.0%	17.7%	20.3%	21.4%	少数股东权益	3	7	30	30	30	30
<b>营业外收支</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>29</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>382</b>	<b>849</b>	<b>1,094</b>	<b>1,293</b>	<b>1,537</b>	<b>1,805</b>
<b>税前利润</b>	<b>54</b>	<b>71</b>	<b>86</b>	<b>140</b>	<b>215</b>	<b>267</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	23.0%	18.8%	18.0%	20.7%	22.3%	23.1%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>所得税</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-14</b>	<b>-21</b>	<b>-27</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.4%	8.0%	9.1%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.806	0.854	0.503	0.459	0.705	0.877
<b>净利润</b>	<b>47</b>	<b>66</b>	<b>78</b>	<b>126</b>	<b>193</b>	<b>240</b>	每股净资产	4.338	8.532	4.643	6.166	7.352	8.759
<b>少数股东损益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金净流	0.878	0.748	0.158	0.724	0.757	1.149
<b>归属于母公司的净</b>	<b>46</b>	<b>66</b>	<b>77</b>	<b>126</b>	<b>193</b>	<b>240</b>	每股股利	0.000	0.000	0.350	0.000	0.000	0.000
净利率	19.8%	17.3%	16.2%	18.6%	20.1%	20.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	18.58%	10.01%	10.83%	11.95%	15.40%	16.07%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	12.13%	7.72%	7.06%	9.72%	12.56%	13.30%
<b>净利润</b>	<b>47</b>	<b>66</b>	<b>78</b>	<b>126</b>	<b>193</b>	<b>240</b>	投入资本收益率	12.61%	7.32%	6.08%	9.03%	12.11%	13.01%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	主营业务收入增长率	61.02%	62.00%	25.63%	41.57%	42.24%	20.03%
<b>非经营收益</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	EBIT增长率	47.32%	16.92%	6.76%	87.83%	56.80%	25.93%
<b>营运资金变动</b>	<b>-10</b>	<b>-22</b>	<b>-69</b>	<b>-4</b>	<b>-62</b>	<b>-43</b>	净利润增长率	41.51%	41.31%	17.73%	62.85%	53.62%	24.30%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>51</b>	<b>57</b>	<b>24</b>	<b>123</b>	<b>129</b>	<b>196</b>	总资产增长率	26.98%	122.14%	28.72%	18.23%	18.91%	17.39%
<b>资本开支</b>	<b>-17</b>	<b>-20</b>	<b>-187</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	91.0	93.2	119.4	100.0	100.0	100.0
<b>其他</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	#DIV/0!	16.8	38.8	30.0	30.0	30.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-188</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	应付账款周转天数	31.1	20.3	48.9	20.0	20.0	20.0
<b>股权募资</b>	<b>19</b>	<b>356</b>	<b>0</b>	<b>208</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	185.6	117.2	100.1	69.1	47.3	38.3
<b>债权募资</b>	<b>18</b>	<b>-13</b>	<b>109</b>	<b>-105</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-9</b>	<b>-21</b>	<b>-26</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	净负债/股东权益	-18.94%	-64.41%	-30.07%	-50.78%	-54.08%	-58.86%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>27</b>	<b>322</b>	<b>83</b>	<b>97</b>	<b>1</b>	<b>-8</b>	EBIT利息保障倍数	8.2	15.2	16.4	-8,710.8	-27.0	-22.7
<b>现金净流量</b>	<b>63</b>	<b>364</b>	<b>-80</b>	<b>227</b>	<b>145</b>	<b>203</b>	资产负债率	33.82%	22.16%	32.13%	16.40%	16.55%	15.61%

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-28	增持	18.96	N/A

来源：国金证券研究所



**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方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信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作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD