

新股研究

询价报告

申购建议: 申购

## 三五互联 (300051): 基于 SaaS 模式的软件服务提供商

### 核心观点

#### 询价结论:

我们预计公司 09-11 年摊薄每股收益为 0.64 元、0.89 元和 1.27 元。我们认为公司发行后合理的 10 年动态 PE 区间为 40-45 倍, 对应公司二级市场股价的合理区间为 35.60 元-40.05 元。建议一级市场询价区间为 32.04 元-36.05 元。

#### 主要依据:

1、公司为软件服务提供商, 主营业务为通过 SaaS (Software as a Service) 模式向客户提供企业邮箱、电子商务网站建设、网络域名、外办公自动化系统 (OA)、客户关系管理系统 (CRM) 等软件产品及服务。公司拥有自主研发的应用软件系统, 主要客户群为国内中小企业。公司是目前业内少数以直销模式为主的软件运营服务提供商之一。2007 年公司域名业务国内市场份额为 8.7%, 排名第四; 2008 年公司企业邮箱业务在国内的市场份额为 19.9%, 排名第一。

2、2001 年至 2008 年我国软件产业规模的年均复合增长率高达 39.1%, 产业规模扩张迅速。2009 年 1-11 月我国软件行业实现收入 8701.6 亿元, 同比增长 21.4%。尽管 2009 年软件产业规模增速有所下滑, 但我国的软件产业目前仍处于高速发展期。在国内外经济企稳复苏以及国内产业政策大力支持的背景下, 我国软件产业规模未来仍有广阔的上升空间。

3、根据 CCID 的数据, 2007、2008 年中国面向企业级用户的 SaaS 市场规模的年均增速维持在 25% 以上; 2009 至 2011 年, 中国企业级 SaaS 市场将有望保持 30% 以上的高增长, 2011 年市场规模将达 376.21 亿元, 市场前景广阔。

#### 风险提示:

公司可能存在以下风险:

- (1) 募集资金投资项目的效益风险。
- (2) 互联网、系统、数据安全风险。

#### 发行数据:

项目	数值
发行股本 (万股)	1350
发行后总股本 (万股)	5350
发行日期	2010-2-2
建议询价区间 (元)	32.04-36.05

#### 国都证券研究所

北京市东城区东直门南大街 3 号国华投资大厦

联系人: 姜瑛、曹源

电话: 010-84183292

E-mail: caoyuan@guodu.com

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

## 1、本次发行一般情况

**表 1 公司此次发行概况**

公司名称	厦门三五互联科技股份有限公司
公司简称	三五互联
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010-2-2
申购代码	300051
本次发行股数(万股)	1350
发行方式	采用网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式或中国证监会核准的其他方式
正常发行后总股本(万股)	5350
每股收益(2008)年(元)	0.71
发行后全面摊薄每股收益(2008年)(元)	0.53
发行前每股净资产(元)	2.09

数据来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

## 2、公司概况

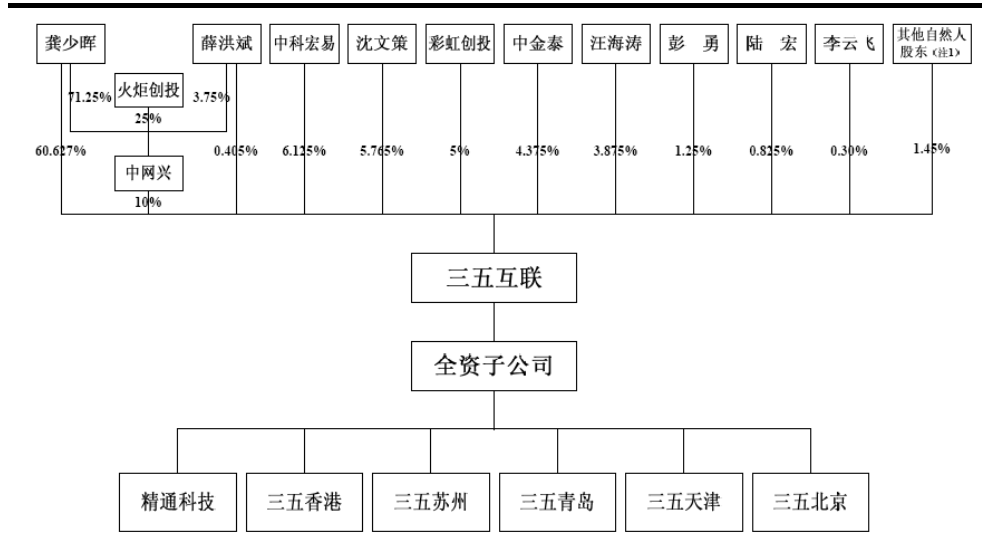
### 2.1 公司简介

公司为软件服务提供商, 主营业务为通过SaaS (Software as a Service) 模式向客户提供企业邮箱、电子商务网站建设、网络域名、外办公自动化系统(OA)、客户关系管理系统(CRM)等软件产品及服务。公司拥有自主研发的应用软件系统, 主要客户群为国内中小企业。公司是目前业内少数以直销模式为主的软件运营服务提供商之一。2007年公司域名业务国内市场份额为8.7%, 排名第四; 2008年公司企业邮箱业务在国内的市场份额为19.9%, 排名第一。

### 2.2 公司股权结构

龚少晖先生为公司的实际控制人, 任公司董事长兼总经理。龚少晖直接持有公司2425.08万股股份, 占发行前公司总股本比为60.63%; 此外龚少晖还通过中网兴间接持有公司股份285万股, 占发行前公司总股本比为7.13%。

图 1：公司股权结构图



数据来源：公司招股意向书、国都证券研究所

### 2.3 公司主要财务指标

表2 公司主要财务指标

财务指标	2009.6.30	2008.12.31	2007.12.31	2006.12.31
流动比率	1.91	2.24	1.19	0.85
速动比率	1.91	2.24	1.19	0.85
资产负债率（合并）	31.54%	36.96%	58.21%	87.07%
资产负债率（母公司）	19.73%	17.62%	28.38%	53.78%
应收账款周转率（次）	76.65	155.83	336.35	153.03
息税折旧摊销前利润（万元）	2146.52	3873.01	3267.53	1218.91
归属于发行人股东的净利润（万元）	1530.72	2831.25	2615.04	867.35
归属于发行人股东扣除非经常性损益后的净利润（万元）	1517.46	2758.85	2530.25	800.55
利息保障倍数	112.44	25.46	19.88	51.83
每股经营活动产生的现金流量（元/股）	0.56	0.54	1.14	0.86
每股净现金流量（元/股）	-0.07	-0.08	0.83	0.66
基本每股收益（元/股）	0.38	0.71	0.73	0.22
归属于发行人股东的每股净资产（元/股）	2.09	1.96	1.25	0.6
净资产收益率	18.27%	36.08%	52.45%	144.83%

数据来源：公司招股意向书、国都证券研究所

### 2.4 募集资金投向

本次发行预计募集资金约14721万元，主要投向企业邮局升级、CRM管理软件、互联技术支持与营销中心提升等项目。

**表3 公司募集资金投向 (单位: 万元)**

项目名称	第一年	第二年	第三年	投资总额
三五互联企业邮局升级项目	4021.95	1147.98	734.07	<b>5904.00</b>
三五互联 CRM 管理软件项目	2437.28	1075.86	715.86	<b>4229.00</b>
三五互联技术支持与营销中心提升项目	2390.00	1830.80	367.20	<b>4588.00</b>
<b>合计</b>	<b>8849.23</b>	<b>4054.64</b>	<b>1817.13</b>	<b>14721.00</b>

数据来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

### 3、行业概况

公司属于软件与服务行业。2001年至2008年我国软件产业规模的年均复合增长率高达39.1%，产业规模扩张迅速。在国内外经济形势困难重重的2008年，我国软件产业实现收入7572.9亿元，较07年增长30.57%，体现出良好的防御性。国际金融危机对我国软件产业的不利影响在2009年有所显现。2009年1-11月我国软件行业实现收入8701.6亿元，同比增长21.4%，增速较去年同期降低9.4个百分点。尽管2009年软件产业规模增速有所下滑，但我国的软件产业目前仍处于高速发展期。在国内外经济企稳复苏以及国内产业政策大力支持的背景下，我国软件产业规模未来仍有广阔的上升空间。

SaaS (Software as a Service) 是伴随着互联网的发展和应用程序的成熟而兴起的一种新兴的软件应用及服务模式。通过SaaS模式，用户可以随时随地通过互联网获得提供商提供的应用软件产品及服务，并将其应用于企业自身的经营管理活动。目前SaaS模式在全球正处于快速普及及高速增长阶段。

随着中国经济的迅猛发展和互联网应用在国内的快速普及，中国中小企业软件运营服务需求近几年保持持续快速的增长；于此同时大型企业对于SaaS模式的认可度也在不断提高。根据CCID的统计数据，2007、2008年中国面向企业级用户的SaaS市场规模的年均增速维持在25%以上；值得一提的是2008年虽然受全球金融危机的影响，但SaaS市场规模仍达160.60亿元。CCID预测，2009至2011年，中国企业级SaaS市场将有望保持30%以上的高增长，2011年市场规模将达376.21亿元，市场前景广阔。

## 4、盈利预测

表 4 公司未来三年业绩预测 (单位: 万元)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
<b>一、营业总收入</b>	<b>8001.23</b>	<b>9761.82</b>	<b>11559.95</b>	<b>12623.47</b>	<b>16410.51</b>	<b>21333.66</b>
营业收入	8001.23	9761.82	11559.95	12623.47	16410.51	21333.66
<b>二、营业总成本</b>	<b>7077.25</b>	<b>7080.82</b>	<b>8465.78</b>	<b>8618.21</b>	<b>10789.51</b>	<b>13322.35</b>
营业成本	3047.61	2697.37	3026.56	3029.63	3774.42	4266.73
营业税金及附加	249.39	373.57	495.23	472.45	614.18	798.43
销售费用	2312.94	2636.08	3433.88	3749.79	4874.73	6337.15
管理费用	1436.68	1238.42	1354.52	1262.35	1805.16	2346.70
财务费用	30.63	135.38	146.49	100.99	-278.98	-426.67
资产减值损失	0.00	0.00	9.10	3.00	0.00	0.00
<b>三、其他经营收益</b>						
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	51.99	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>923.98</b>	<b>2732.99</b>	<b>3094.18</b>	<b>4005.26</b>	<b>5621.00</b>	<b>8011.31</b>
加: 营业外收入	6.97	96.67	98.01	25.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	60.28	9.57	17.84	5.00	0.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	<b>870.66</b>	<b>2820.09</b>	<b>3174.34</b>	<b>4025.26</b>	<b>5621.00</b>	<b>8011.31</b>
减: 所得税	69.56	217.57	343.09	603.79	843.15	1201.70
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>801.11</b>	<b>2602.52</b>	<b>2831.25</b>	<b>3421.47</b>	<b>4777.85</b>	<b>6809.62</b>
减: 少数股东损益	-66.25	-12.52	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>867.35</b>	<b>2615.04</b>	<b>2831.25</b>	<b>3421.47</b>	<b>4777.85</b>	<b>6809.62</b>
<b>七、每股收益</b>						
<b>每股收益 (摊薄)</b>	<b>0.16</b>	<b>0.49</b>	<b>0.53</b>	<b>0.64</b>	<b>0.89</b>	<b>1.27</b>

数据来源: Wind、国都证券研究所

## 5、估值定价

我们预计公司 09-11 年摊薄每股收益为 0.64 元、0.89 元和 1.27 元。

我们选取了行业内 6 家可比上市公司进行估值比较。这 6 家可比上市公司 09 年 PE 均值为 60.17 倍, 10 年动态 PE 均值为 43.45 倍。我们认为公司发行后合理的 10 年动态 PE 区间为 40 - 45 倍, 对应公司二级市场股价的合理区间为 35.60 元 - 40.05 元。考虑到限售期的影响, 我们在合理价值区间上给予 10% 的折扣, 建议一级市场询价区间为 32.04 元 - 36.05 元。

**表 5 可比上市公司市盈率（按 2010 年 1 月 27 日收盘价计算）**

证券简代码	证券简称	08PE	09PE(E)	10PE(E)
002073.SZ	青岛软控	49.45	36.16	27.85
002315.SZ	焦点科技	109.30	89.27	59.88
002279.SZ	久其软件	66.78	56.03	42.90
002063.SZ	远光软件	64.38	51.46	38.94
300017.SZ	网宿科技	93.85	66.02	43.69
300010.SZ	立思辰	80.53	62.08	47.42
-	平均	<b>77.38</b>	<b>60.17</b>	<b>43.45</b>

数据来源：Wind、国都证券研究所

## 6、风险提示

**募集资金投资项目的效益风险。**公司募集资金投资项目之一为客户关系管理系统（CRM）项目。目前国内基于SaaS模式的CRM软件应用模式尚处于起步阶段，基于对中国未来市场的良好预期，众多软件商已开始介入该领域。由于目前国内用户对于基于SaaS模式的CRM软件应用的认识和理解尚存不足，该市场启动并进入快速增长阶段的时间点存在一定的不确定性。该项目存在一定的投资效益风险。

**互联网、系统、数据安全风险。**计算机系统的稳定和数据的安全对于软件运营服务提供商的正常运营起着重要作用。若发生设备和机房故障、软件漏洞、误操作或越权操作、网络攻击、电力供应、自然灾害、恐怖行为、军事行动等意外事项，则可能导致公司业务数据丢失或系统崩溃，进而造成服务中断，严重影响公司的信誉，甚至可能造成公司业务的停顿。公司目前已建立了完善的信息安全防范、监控和应急体系，并采取灾难备份、安全评估等机制，以提升信息安全管理质量，防范互联网、系统、数据安全等风险。

**免责声明：**本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。