

日期: 2010年2月25日

行业: IT-软件与服务



陈启书
021-53519888-1918
mymailno@hotmail.com

具备一定的行业应用优势

IPO 询价区间 RMB26.92-31.41 元
合理估值区间 RMB29.92-34.90 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 25.00
发行后总股本 (百万股) 98.79
发行方式 网下询价配售 20%
网上定价发行 80%
保荐机构 招商证券

主要股东(IPO 前)

中国电子科技集团第十五所 62.05%
王秀珍 18.00%
其他自然人股东 5.06%
何丹 3.12%
刘淮松 1.42%

收入结构(MRQ)

行业解决方案与服务 63.02%
IT 产品增值服务 31.78%
IT 咨询服务 5.20%

■ 投资要点:

重点行业信息化建设和软件产品与服务需求将日趋增强

政府、公共事业、金融、能源、电信等重点行业信息化建设需求持续旺盛,投入逐年增加,给软件产业发展提供了巨大市场空间。

随着国家重点行业的信息化建设步伐的加快,行业软件产品与服务的市场需求将日趋增强,软件行业将逐渐成为国民经济发展的重要动力和支柱产业,市场容量将与日俱增。

技术和行业积累、企业资质是 IT 服务业未来竞争的关键

软件行业的特点之一是技术升级快,基本上每隔两到三年软件技术就会有一次较大革新。软件行业是技术密集型产业,技术专业性强,没有相当的技术和行业经验积累难以达到;同时,该行业具备一定的客户资源壁垒。企业只有通过长期的技术应用和服务,才能逐步形成稳定成熟的客户群,而新的行业进入者,很难在短期内培养出自己的客户群,因而面临着较大的生存压力。

股票估值

预期未来公司上市后的 6 个月内公司股价对应 2010 年每股收益 (按加权平均股本计算) 的动态市盈率可达 30-35 倍,公司股票合理估值为 29.92-34.90 元。建议公司的 IPO 询价区间为 26.92-31.41 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,680.22	2,135.23	2,728.25	3,312.82
年增长率 (%)	26.01	27.08	27.77	21.43
归属于母公司所有者的净利润	61.50	94.69	132.92	168.11
年增长率 (%)	21.82	53.96	40.38	26.48
基本每股收益 (元)	0.83	1.00	1.35	1.70

注: 有关指标按公司 IPO 后加权平均总股本计算

1. 公司及业务概况

优秀的 IT 服务提供商

公司前身是太极计算机公司，成立于 1987 年。2002 年 9 月由十五所作为主发起人发起设立了该公司。

持有 3% 以上股份的股东为中国电子科技集团公司第十五所，王秀珍、何丹等人。中国电子科技集团公司第十五所持有发行人发行前 62.05% 的股份，是发行人的控股股东、实际控制人。

公司是行业解决方案与服务、IT 咨询与产品增值服务提供商，有三大主要业务类别：行业解决方案与服务、IT 咨询服务与 IT 产品增值服务。客户主要分布在政府、公共事业、金融和能源等领域。

公司提供的服务包括：为政府、公共事业及金融等行业提供解决方案及服务咨询；包括电子政务总体规划、企业信息总体规划在内的 IT 项目咨询与设计服务；提供服务器、数据库、ERP、产品咨询系统运营管理等增值服务。

行业解决方案与服务与 IT 咨询服务这两大业务收入占公司营业收入的绝对份额，06-08 年行业解决方案与服务、IT 咨询服务这两项业务合计占营业收入比例分别为 96.55%、97.11%、96.88%，2008 年行业解决方案与服务、IT 咨询服务占公司营业收入的比例分别为 67.36、29.52%。

2. 行业发展前景

战略性和先导性的产业地位决定了软件行业未来的可持续成长性

软件产业作为 21 世纪国际竞争地位的先导型和战略性产业，是支撑信息社会建设和发展的基础产业和支柱产业，2002 年-2008 年间，我国软件产业收入持续增长，占 GDP 的比重也逐步提升，由 02 年占比 GDP 的 1.07% 上升至 08 年的 2.52%。

工信部编制的《软件产业“十一五”专项规划》中曾指出，软件服务业正日益成为软件产业发展新的增长引擎。全球软件市场的年均增长率将保持在 12% 左右，到 2010 年软件市场规模将达到 1.48 万亿美元，其中软件服务业市场规模将达到 1.1 万亿美元，占主导地位。

《专项规划》中给出的我国软件产业市场目标是国内市场销售额以 30% 左右的速度持续增长，2010 年突破 10000 亿元大关；软件出口超过 100 亿美元。

然而，目前我国软件产业规模占电子信息产业的比重仅为 10%，在全球软件产业中的份额仅为 6%，与我国电子大国的地位不相符。并且，我国软件产业以中小企业为主，06 年规模最大的前 10 家企业软件收入不足 100 亿美元，相比微软、Oracle、SAP 等跨国公司，仍存在很大的差距。

作为国家信息产业十一五期间的重点规划行业，软件行业的市场潜力较大，未来有着较强的可持续成长性。

重点行业信息化建设和软件产品与服务需求将日趋增强

政府、公共事业、金融、能源、电信等重点行业信息化建设需求持续旺盛，投入逐年增加，给软件产业发展提供了巨大市场空间。

根据中国电子信息产业发展研究院的数据显示, 2008 年政府、银行、保险、电力、石化、电信、医疗等领域投资规模分别为 741.6 亿、484.3 亿、107.3 亿、130.2 亿、95.4 亿、934.7 亿和 96.4 亿, 同比分别增长 11.8%、7.0%、6.8%、12.5%、13%、18.4%和 16.6%。

随着国家重点行业的信息化建设步伐的加快, 行业软件产品与服务的市场需求将日趋增强, 软件行业将逐渐成为国民经济发展的重要动力和支柱产业, 市场容量将与日俱增。

根据赛迪顾问预测, 2008 年-2012 年, 中国 IT 市场投资规模将以 17.2% 的年均复合增长率增长, 2012 年市场规模将达到 15,031.1 亿元, 软件及服务的市场规模将达到 7,635.8 亿元。

3. 公司竞争能力

垄断竞争的行业格局及较高的进入壁垒

目前国内软件行业企业数量较多, 但具备一定竞争实力和资质的企业不多, 行业内较为领先的企业数量较少, 行业呈现垄断竞争的市场格局, 行业新进入者面临较高的壁垒, 主要表现在技术、市场准入等方面。

技术、行业积累、企业资质是软件产业未来竞争的关键

软件行业的特点之一是技术升级快, 基本上每隔两到三年软件技术就会有一次较大革新。软件行业是技术密集型产业, 技术专业性强, 没有相当的技术和行业经验积累难以达到; 同时, 该行业具备一定的客户资源壁垒。企业只有通过长期的技术应用和服务, 才能逐步形成稳定成熟的客户群, 而新的行业进入者, 很难在短期内培养出自己的客户群, 因而面临着较大的生存压力。

所以, 具备过硬的技术、研发实力及一定的行业积累是软件行业盈利的基础和保障。

另外, 企业资质越来越成为很多中小软件企业市场竞争的障碍, 具备计算机信息系统集成一级资质、涉及国家秘密的计算机信息系统集成甲级资质、通过 CMM/CMMI 认证的企业具有较强的竞争力。

所以, 市场准入、企业资质就成为了软件行业未来的竞争所在。

成功上市后将有利于提升公司已有的竞争优势

目前软件行业内同公司业务方向和结构较为相似的上市公司主要有中国软件、宝信软件、东华合创、东软集团等, 同它们相比, 公司业务发展资金相对短缺, 科技研发和人才培养的投入有限, 限制了公司已有项目的推广和新项目的研发, 制约了公司业务发展速度。

公司成功上市后, 在品牌影响力方面, 可以更好地树立公司的良好形象, 大幅度提升公司品牌号召力; 在日常运营方面, 可以为公司提供较为充裕的资金储备, 解除其现有的资金瓶颈, 使其在产品的升级换代、新产品的研发、行业横向并购方面及时把握市场机会, 获得发展先机。

4. 业务盈利能力

与相关公司比较，盈利能力一般

在和中国软件、东软集团、宝信软件等软件行业上市公司比较中，公司销售毛利率处于较低水平。由下表可以看出，公司近三年的销售毛利率排名靠后，位居行业末位。

表1 公司和相关公司的销售毛利率比较（单位：%）

证券简称	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年 1-6 月
太极股份	14.93	14.15	15.05	16.27
宝信软件	24.34	24.39	26.57	26.05
东软集团	22.31	27.94	36.54	35.39
中国软件	33.91	32.30	33.34	33.19

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

而在销售净利率方面，公司同样处于较低水平，2006 年公司销售净利率为 1.71%，明显低于行业其他上市公司。而 07、08 和 09 年前三季，公司的销售净利率也出于较低水平。

表2 公司和相关公司的销售净利率比较（单位：%）

证券简称	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年 1-6 月
太极股份	1.71	4.82	3.66	3.60
宝信软件	5.86	7.76	8.86	10.57
东软集团	3.05	7.80	12.73	13.29
中国软件	7.53	6.41	5.13	-2.99

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

具备较快的成长性

2006 年公司实现营业收入 832.94 百万元，2008 年公司实现营业收入 1197.02 百万元，公司 2007 年营业收入相比 2006 年增长了 43.71%，和其他上市公司相比处于较高水平，其 08 年相对于 06 年的年复合增长率达 26.5%。和其他相关上市公司比较，公司营业收入的成长性较为明显。

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	07 年同比增长率	08 年同比增长率	2008 年相对于 2006 年的年复合增长率
太极股份	43.71	11.39	26.52
宝信软件	19.74	17.40	18.56
东软集团	5.17	10.28	16.10
中国软件	35.79	13.44	26.39

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

具备较强的运营能力

从 06 年、07 年、08 年的存货周转天数来看，公司此项数据分别为 29.17、14.06 和 6.19，明显小于行业内其他上市公司。

表4 公司和相关公司的存货周转天数比较 (单位: 天)

证券简称	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年 1-6 月
太极股份	29.17	14.06	6.20	3.73
宝信软件	50.78	51.65	68.83	68.69
东软集团	100.81	70.04	54.03	55.28
中国软件	77.71	65.04	51.63	61.30

资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所

同时, 从应收账款周转天数来看, 公司 2006 年度、2007 年度、2008 年度的应收账款周转天数分别为 71.87 天、57.31 天、65.39 天, 除了和东软集团相当外, 低于行业中其他相关上市公司。这表明, 公司营业周期非常短, 公司营运能力强。

表5 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	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年 1-6 月
太极股份	71.87	57.31	65.39	74.16
宝信软件	89.45	92.78	101.38	117.01
东软集团	67.81	72.18	63.35	72.04
中国软件	104.40	103.99	107.48	142.12

资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所

从总资产周转情况来看, 公司 2006 年度、2007 年度和 2008 年的总资产周转率分别为 1.45 次、1.98 次和 1.96 次, 其总资产周转速度明显高于其他相关上市公司。这显示了, 公司营运能力较强的经营特点。

表6 公司和相关公司的总资产周转率比较 (单位: 次)

证券简称	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年 1-6 月
太极股份	1.45	1.98	1.96	1.09
宝信软件	1.56	1.47	1.34	0.63
东软集团	1.05	1.07	0.88	0.32
中国软件	0.88	0.93	0.89	0.34

资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所

5. 募投项目简述

围绕主业进行拓展

公司本次拟投资五个项目, 均为公司目前行业解决方案中主要的软件产品, 是在公司现有技术力量的基础上改善现有行业解决方案中应用软件的性能和结构、增强现有行业应用软件的功能。

其中, 突发公共事件应急平台项目、电子政务应用支撑平台项目和电力生产运行监控系统项目是公司针对政府、能源领域的既有客户推出的行业解决方案服务, 可以为公司将来相应领域的项目提供整个平台管理和运行环境, 有利于公司主营业务的长久发展。

而新一代数据中心综合管理系统项目和新一代银行综合业务系统项目也是公司现有产品的升级, 是公司适应市场需求推出的更新产品。

很显然, 公司五个项目建设将围绕着目前的主营业务进行拓展。

表7 公司募投项目计划 (单位: 万元)

项目名称	项目投资总额
突发公共事件应急平台项目	6,031.09
电子政务应用支撑平台项目	5,992.32
新一代数据中心综合管理系统项目	5,684.34
电力生产运行监控系统项目	5,337.58
新一代银行综合业务系统项目	5,022.15
合计	28,067.48

资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所

强化公司在应用软件行业的领先地位

公司的募集资金投资项目符合政府、能源、金融等行业应用软件与解决方案的市场需要,符合行业发展方向,且有很大的市场需求。若募集资金项目能按时顺利实施,将有助于提升公司的未来产品开发能力,增强公司在政府、金融、能源等行业解决方案与服务、应用软件产品和领域的竞争力,提高公司的研发实力、服务水平及市场开拓能力,从而进一步提高公司的经营规模、盈利能力和抗风险能力。

随着募集资金投资项目的建成,公司主营业务规模的扩大、将提升公司现有的销售能力和核心竞争力的增强,对提升公司经营业绩有着直接影响。

6. 投资风险因素

市场竞争和地域过于集中的风险

目前公司的主要销售市场集中在华北地区,2008年及2009年1-6月华北地区的主营业务收入占公司主营业务收入分别达到73.71%和77.14%,其中在北京市的主营业务收入占比分别为64.75%和72.82%,北京市是公司的核心市场区域。

由于主要客户分布于北京市及华北地区,导致本公司业务的市场区域比较集中。因此公司存在市场地域过于集中的风险,上述地域的客户需求和市场环境的变化将会对公司的经营有一定的影响。

另外,随着软件企业数量的不断增加,公司在行业内将不可避免的遭遇同行竞争的风险,若公司不能在产品研发、技术创新、融资能力、市场营销、客户服务等方面进一步增强实力,未来将面临更大的竞争压力。如果公司对技术、产品和市场的发展趋势不能正确判断,在关键技术及重要新产品的研发及上市、重要产品方案的选定等方面不能正确把握,可能给公司带来市场竞争力下降和企业发展速度减慢的风险。

财务和税收政策风险

公司的应收账款占总资产比例较大,截至09年6月30日,公司应收账款金额为35,307.70万元,占总资产的比例为53.43%。应收账款增长较快且占资产总额比例较高,占用了公司较多的营运资金,公司存在应收账款难以收回发生的坏账风险。

同时,公司经营性应付项目比例较大,使得公司流动比例偏低、资产负债率高,公司面临一定的资金周转压力和偿债风险。

另外，公司现在为北京市认定的高新技术企业和软件企业，享受 15% 的企业所得税优惠政策和增值税实际税负超过 3% 的部分实行即征即退政策，若未来公司不被相关部门认定为高新技术企业，后者优惠政策发生变化，公司经营业绩将会受到影响。

7. 盈利预测与估值

盈利预测

公司将继续专注于政府、金融和能源等领域的行业解决方案和信息系统集成服务，公司成功上市后将使得公司主营业务的发展获得更有力的推动。初步预计 2010、2011 和 2012 年公司可分别实现营业收入 2,135.23 百万元、2,728.25 百万元和 3,312.82 百万元，同比增长 27.08%、27.77% 和 21.43%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 94.69 百万元、132.92 百万元和 168.11 百万元，同比增长 53.96%、40.38% 和 26.48%；分别实现每股收益（按加权平均股本计算）为 1.00 元、1.35 元和 1.70 元。

表8 公司利润表预测（单位：百万元）

项目（单位：百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,680.22	2,135.23	2,728.25	3,312.82
增长率	26.01%	27.08%	27.77%	21.43%
二、营业总成本	1,607.90	2,034.29	2,585.14	3,130.92
营业成本	1,418.50	1,793.01	2,270.03	2,740.01
营业税金及附加	24.47	32.03	40.92	49.69
销售费用	46.39	64.06	81.85	99.38
管理费用	109.39	145.20	185.52	225.27
财务费用	0.70	-12.81	-9.55	-3.31
资产减值损失	8.43	12.81	16.37	19.88
三、主营业务利润	72.33	100.95	143.11	181.89
增长率	69.39%	39.57%	41.76%	27.10%
收入比	4.30%	4.73%	5.25%	5.49%
公允价值变动净收益				
投资净收益	-0.49			
汇兑净收益				
四、营业利润	71.83	100.95	143.11	181.89
加：营业外净收益	1.28	4.49	4.91	5.32
五、利润总额	73.12	105.44	148.02	187.21
减：所得税	11.38	10.76	15.10	19.10
六、净利润	61.73	94.69	132.92	168.11
少数股东损益	0.23			
归属于母公司所有者的净利润	61.50	94.69	132.92	168.11
增长率	21.82%	53.96%	40.38%	26.48%
收入比	3.67%	4.43%	4.87%	5.07%
七、每股收益：				
调整后的加权平均股本(百万股)	73.79	94.96	98.79	98.79
按加权平均股本计算的基本每股收益（元）	0.83	1.00	1.35	1.70

2010 年 2 月 25 日

按最新股本全面摊薄后的基本每股收益（元）	0.62	0.96	1.35	1.70
增长率	21.82%	53.96%	40.38%	26.48%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

股票估值

目前，和公司业务模式相近的国内上市公司，它们相对于 2008 年、2009 年和 2010 年的动态市盈率均值分别为 71 倍、120 倍和 40 倍。

表9 公司估值比较（单位：元）

股票名称	股票代码	2010-2-22			EPS			PER（倍）		
		股票价格	08A	09E	10E	08X	09X	10X		
中国软件	600536	23.96	0.29	0.23	0.27	116	285	58		
东软集团	600718	25.35	0.89	0.67	0.81	49	37	30		
东华软件	002065	24.62	0.42	0.58	0.79	59	43	31		
CH 平均值						71	122	40		

数据来源：Wind，上海证券研究所

参考相近公司、沪深主板和中小板上市公司动态市盈率情况，基于公司 10-12 年盈利预测及其成长性，预期未来公司上市后的 6 个月内公司股价对应 2010 年每股收益（按加权平均股本计算）的动态市盈率可达 30-35 倍，公司股票合理估值为 29.92-34.90 元。

询价估值

考虑公司未来的成长性和盈利性，以及已上市的中小板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 26.92-31.41 元。

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。

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
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	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
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	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。