

公司研究

评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九号
院一号楼六层信达证券研发中心

边铁城

证书编号：S1500210020005

010-63081253

Biantiecheng@cindasc.com

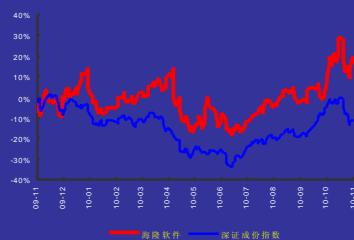
最新价：24.49

目标价：待定

基本数据

52周内股价波动区间（元）	16.0-26.8
最近一月涨跌幅（%）	11.12
总股本（亿股）	0.75
流通A股比例（%）	43.20
总市值（亿元）	18.27
总资产（亿元）	2.80
十大流通股东（%）	19.54

最近一年市场表现



海隆软件： 软件外包业务前景乐观

公司调研报告

2010年11月22日

投资要点：

- ◆ 公司主要从事对日软件外包业务，2009年开始拓展美国市场。
- ◆ 软件外包业务前景乐观。2010年前三季度收入较快增长除合并报表的因素外反映出公司软件外包业务已经恢复增长，预计未来增速还将进一步提升。因为随着日本经济好转，日本经济对日本企业软件外包影响越来越小，而且公司客户所在行业受金融危机影响本来就小且复苏相对较快。同时全球软件外包市场恢复增长，在后金融危机时代，中国离岸软件开发服务外包市场的发展将持续增长。
- ◆ 布局新业务。公司与日本株式会社MTI合资成立了上海海隆宜通信息技术有限公司，专门从事国内手机内容增值服务。日本MTI是日本手机内容服务第一供应商。公司自2001年起开始与MTI合作，承担了MTI手机内容服务开发的全部流程，积累了丰富的开发经验。双方合作可以实现优势互补。
- ◆ 员工利用率有所提升。由于公司这几年人员增长较少（2007员工数为661人，2009年员工数720人），随着业务量增加2010年公司员工利用率也有所提升。软件外包企业主要成本是人力成本，成本和费用与员工数直接相关。2010年业务量随着业务量的增加前三季度总成本占营业收入比为85%，下降了6个多百分点。
- ◆ 总的来看，2010年业务收入和利润较快增长主要还是合并报表造成的，但软件外包业务也的确恢复增长，预计未来软件外包业务增速进一步提升。根据上述分析我们对公司盈利预测进行调整，预计2010-2012年公司的业务收入分别为2.75亿元、3.39亿元和4.35亿元，归属于上市公司股东的净利润为0.4亿元、0.49亿元和0.61亿元，对应的每股收益分别为0.54元、0.66元和0.81元（上次预测分别为0.42元、0.51元和0.66元），目前股价对应的动态市盈率分别为45X、37X和30X，估值水平基本合理，给予“买入”投资评级。

海隆软件主要从事对日软件外包业务，2009年开始拓展美国市场。

1. 软件外包业务前景乐观

2010年前三季度实现营业收入1.97亿元，同比增长53.77%。公司前三季度营业收入快速增长除新合并子公司华钟报表外主要因为公司软件外包业务自上年四季度开始恢复增长，未来有望进一步较快增长。

1.1 日本经济对软件外包业务影响越来越小

虽然日本经济复苏低于预期，但已经恢复到金融危机之前的水平。11月15日本公布的第三季度GDP环比增长0.9%，按年率计算增长3.9%，连续四个季度保持正增长。同时1993年以来日本经济一直处于停滞不前，但日本软件外包业务保持持续增长。

目前日本离岸外包市场的规模为1000亿日元左右，中国是日本依赖程度最高的离岸外包承接地，占日本离岸外包交易额的60%。但从整个庞大的日本信息服务市场来看，离岸外包所占的比例还很小，仅占0.57%，因此日本离岸外包还有很大的增长空间。

1.2 公司客户所在行业受金融危机冲击小

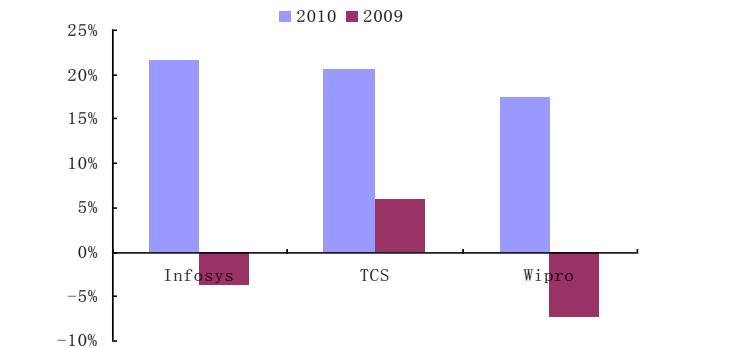
尽管金融危机对日本经济的影响比较大，但对各行业的影响程度是不同的。由于经历了亚洲金融危机，日本政府加强了金融监管，而且长期经济低迷导致金融业发展滞后于全球金融市场的发展，因此在此次全球金融危机中日本金融机构没有遭受太大损失。但金融危机对日本的制造业影响还是显著的，不少电子、汽车企业出现亏损或业绩大幅下滑。

公司的客户主要来自日本金融(包括证券、银行等)、电信、交通等行业，2010年中报数据显示，其中来自金融行业业务收入占比达到48.5%，同比增长了104.7%，说明日本金融行业软件外包开始恢复增长。目前公司拥有一些多年合作的大客户如野村证券、欧姆龙、MTI等，这些客户发包量相当大，公司业务量占比还比较小，因而还有较大的提升空间。

1.3 全球软件外包市场也恢复增长

金融危机对全球软件外包影响严重。以全球最大的软件外包国印度为例，金融危机前印度软件外包企业一直维持在40%以上的增速，金融危机爆发后印度的软件外包行业发展急速放缓。随着全球经济复苏，全球软件外包恢复增长。同样以印度为例，大部分软件外包企业2010年均实现正增长。

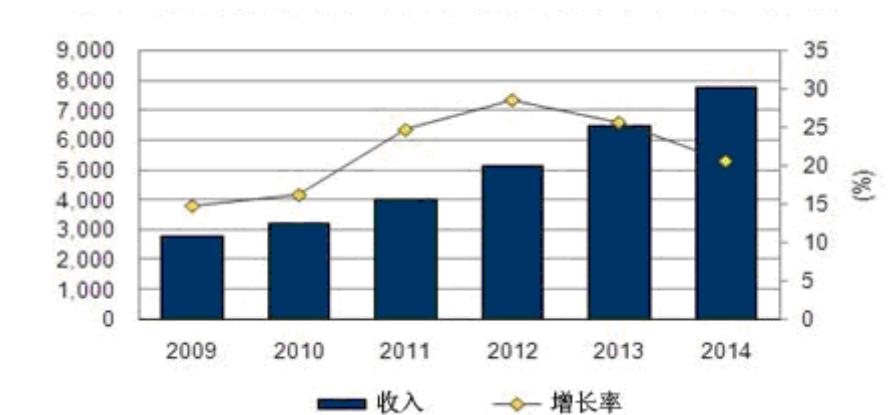
图 1: 印度知名软件外包企业 2010 年 1-9 月销售收入增长情况



数据来源: bloomberg

在后金融危机时代,中国离岸软件开发服务外包市场的发展将持续增长。IDC 研究报告显示,2009 年整体市场容量约达到 27.6 亿美元,同比增长率为 14.7%,预期到 2014 年整体市场容量将达到 75.9 亿美元,复合增长率将达到 22.4%。

图 2: 2009-2014 年中国离岸软件开发市场规模及预测



数据来源: IDC

目前,公司正在开拓美国市场,进展比较顺利,已经拥有了客户,但业务量还比较小,而且美国与日本客户需求差异比较大,短期内贡献收入还比较有限,不会对公司盈利产生大的影响。不过,长期来看美国市场空间比较大,有望成为公司未来业务增长点。

2. 布局新业务

公司与日本株式会社 MTI 合资成立了上海海隆宜通信息技术有限公司,专门从事国内手机内容增值服务。

日本 MTI 是日本手机内容服务第一供应商。公司自 2001 年起开始与 MTI 合作,承担了 MTI 手机内容服务开发的全部流程,积累了丰富的开发经验。双方合作可以实现优势互补。

截至 9 月底,国内 3G 用户总数已达到 3498 万户,较去年有了大幅度的增

长，且新增 3G 用户占新增移动用户的比例接近 28%。9 月新增 3G 用户量环比呈增长态势，说明 3G 用户发展有所加快。根据日本经验，随着 3G 用户量增加，手机游戏、手机阅读、手机视频等 3G 业务将会快速发展起来。公司现在布局手机内容增值服务为公司长期发展奠定了基础。

3. 业务增长使得员工利用率提升

软件外包企业主要成本是人力成本，成本和费用与员工数直接相关。公司 2009 年底员工数达到 720 人，比上年略有增长。但由于业务量下滑使得 2009 年总成本占营业收入之比达到 91.68%（2009 年前三季度为 91.44%），2010 年业务量随着业务量的增加前三季度总成本占营业收入比为 85%，下降了 6 个百分点。

同时，由于公司这几年人员增长较少（2007 员工数为 661 人），随着业务量增加 2010 年公司员工利用率也有所提升。

5. 盈利预测

总的来看，2010 年业务收入和利润较快增长主要还是合并报表造成的，但软件外包业务也的确恢复增长，预计未来软件外包业务增速进一步提升。

根据上述分析我们对公司盈利预测进行调整，预计 2010-2012 年公司的业务收入分别为 2.75 亿元、3.39 亿元和 4.35 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 0.4 亿元、0.49 亿元和 0.61 亿元，对应的每股收益分别为 0.54 元、0.66 元和 0.81 元（上次预测分别为 0.42 元、0.51 元和 0.66 元），目前股价对应的动态市盈率分别为 45X、37X 和 30X，估值水平基本合理，给予“买入”投资评级。

表1：利润预测表

单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	193	275	339	435
增长率	9.7%	42.4%	23.4%	28.3%
营业成本	125	165	204	261
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	11	18	21	27
管理费用	43	56	68	88
财务费用	-3	-2	-2	-2
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	17	39	49	61
营业外收入	7	6	6	6
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	23	45	55	67
所得税	2	4	5	7
净利润	21	40	49	61
少数股东损益	1	0	0	0
归属于母公司净利润	20	40	49	61
EBITDA	19	40	50	63
EPS (元)	0.27	0.54	0.66	0.81

数据来源：信达证券

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址： 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心

邮编： 100031

传真： 0086 10 63081102