



2009年2月18日

推荐

软件及服务

中金公司研究部

分析员: 李源 lilisa@cicc.com.cn

赵苏 zhaosu@cicc.com.cn

联系人: 邱爽 qius@cicc.com.cn

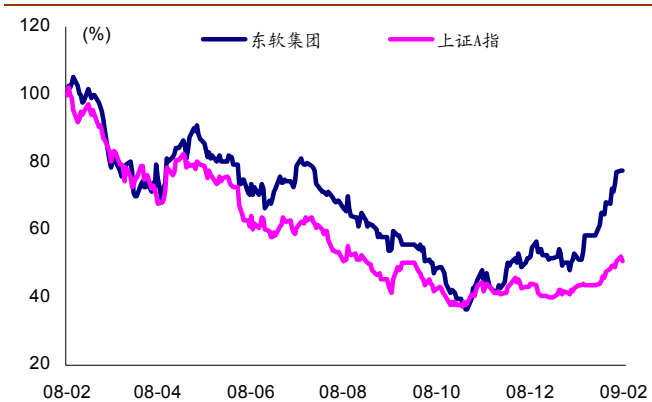
主要财务指标

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	3,150.3	3,365.4	4,215.8	5,033.2	6,030.3
(+/-%)	13.4%	6.8%	25.3%	19.4%	19.8%
主营业务利润	855.6	1,053.9	1,431.5	1,702.5	2,059.7
(+/-%)	12.2%	23.2%	35.8%	18.9%	21.0%
营业利润	261.2	427.3	555.7	716.9	933.5
(+/-%)	53.7%	63.6%	30.1%	29.0%	30.2%
净利润	195.9	415.1	484.4	658.0	848.6
(+/-%)	43.4%	111.9%	16.7%	35.8%	29.0%
每股收益 (元)	0.207	0.440	0.513	0.697	0.899
市盈率 (倍)	84.8	40.0	34.3	25.3	19.6
市净率(倍)	2.3	5.5	4.7	4.0	3.3
资产收益率	3.9%	7.5%	7.9%	9.4%	10.4%
净资产收益率	8.9%	13.7%	13.8%	15.8%	16.9%

A股

股票代码	600718.CH
当前股价	人民币 17.60
日成交量 (百万股)	10.22
52周最高价/最低价	人民币 24.43/8.03
总市值 (百万元)	16,620
发行股数 (百万股)	944
流通股数 (百万股)	252
主要股东 (持股比例)	东北大学科技产业集团 (17.62%)

近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

东软集团(600718/17.60 元)

停牌公告收购大连华信, 长期看好

东软集团公告与大连华信计算机协商合并事项, 09年2月17日起停牌。待召开董事会公布具体方案后复牌。

并购在意料之中, 但对象超出预期。我们初步判断, 合并的原因可能包括: ①东软集团加强日本业务的渗透, 在市场低迷时低价收购; ②大连华信08年上市被否, 且遇到金融风暴, 主动寻求资本市场化; ③强强联手, 共创外包巨人。

大连华信同样是对日外包强手。大连华信在对日外包领域同样领先, 仅次于东软集团; 大连华信客户集中度相对较高; 公司股权较为分散, 实际控制人为刘军先生等6名高管。我们预计大连华信08年的收入有望接近7亿元, 净利润约1.4亿元左右。

强强联手深耕日本, 外包巨人轮廓渐显。东软和华信的合并具有较强的协同效应: ①均面向日本客户, 业务类型互补; ②两公司合并, 减少新客户开发成本, 并且避免竞争; ③区位优势加强; ④合并后东软员工总数接近20000人, 在国内外包企业中已经一枝独秀, 在全球外包市场中, 与印度企业的规模拉近。

初步判断交易方式及对价, 比较正面。我们预计大连华信估值在14亿元~29亿元区间内。我们认为方案可能为换股吸并, 并给与部分现金选择权, 与东软集团整体上市时相同。我们初步测算, 成收购大连华信后将对东软集团08年每股收益产生一定增厚。

整合存在一定风险, 执行力是关键。我们认为东软与华信的整合有一定可行性, 关键看公司的执行力。

维持“推荐”。根据我们对东软2009年和2010年分别0.697元和0.899元的每股收益预测, 按照停牌前17.6元的收盘价, 市盈率分别达到25.3倍和19.6倍, 相对合理; 考虑换股吸并产生的增厚, 有望进一步拉低。对于东软集团, 尽管市场担心, 随着日本经济的下滑, 短期内日本发包量有可能降低。但我们看得更长远, 与华信合并后, 公司将成长为国内软件外包领域的龙头, 对日外包市场份额达到20%左右。随着公司对外包领域各项业务的规模化、和管理程序化, 公司未来也有望向欧美市场拓展。在全球经济转暖时, 公司目前收并购所作的布局, 将促使其业绩迅速提升, 因此我们维持“推荐”的投资评级。

东软集团公告与大连华信计算机协商合并事项，09 年 2 月 17 日起停牌。待召开董事会公布具体方案后复牌。

并购在意料之中，但对象超出预期

我们对软件外包行业一直以来的观点是，行业集中度有待提高。其中有实力的企业，如东软有望通过收并购快速成长为行业龙头。因此东软集团的收并购在我们的意料之中。

但本次公告与大连华信计算机合并，超出我们预期。我们初步判断，合并的原因可能包括：①东软集团加强日本业务的渗透，在市场低迷时低价收购；②大连华信 08 年上市被否，且遇到金融风暴，主动寻求资本市场化；③强强联手，共创外包巨人。

大连华信同样是对日外包强手

大连华信在对日外包领域同样领先，仅次于东软集团（表 1）。

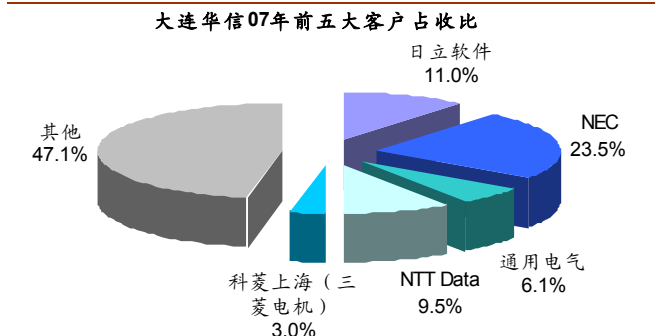
表 1：东软及大连华信 07 年国内外外包排名情况

整体排名	公司	市场份额(%)	对日排名	公司	市场份额(%)
1	东软集团	7.4	1	东软集团	12.3
2	海辉软件	3.6	2	中讯软件	6.2
3	中讯软件	3.2	3	大连华信	5.6
4	大连华信	3.0	4	上海中和	2.9
5	中软国际	2.9	5	海辉软件	2.7
6	文思创新	2.8	6	大展集团	2.3
7	大展集团	2.5	7	浙大网新	2.0
8	浙大网新	1.9	8	海隆软件	2.0
9	软通动力	1.5	9	软通动力	1.7
10	博彦科技	1.5	10	中软国际	1.2

资料来源：IDC，中金公司研究部

大连华信客户集中度相对较高，主要包括 NEC、日立软件、NTT Data、野村综研和科菱上海等，这些客户在日本本土软件厂商排名领先（图 1）。

图 1：大连华信前五大客户占收比



资料来源：公司招股书，中金公司研究部

表 2：日本本土软件厂商 06 年排名情况

排名	厂商	排名	厂商
1	NTT DATA	11	NEC 网络和系统集成
2	佳能	12	株式会社 CSK 系统
3	大塚商会	13	NEC Fielding
4	DAIWABO	14	TIS
5	野村综研	15	日立情报系统
6	日本 UNISYS	16	日立电子服务
7	伊藤忠	17	富士软件
8	NTT COMWARE	18	富士通商用系统
9	东芝	19	新日铁系统集成株式会社
10	富士通	20	日立软件工程

资料来源：日经杂志，中金公司研究部

公司股权较为分散，实际控制人为刘军先生等 6 名高管（图 3）。

根据大连华信招股书，2007 年收入实现 5.52 亿元，净利润 1.25 亿元。我们根据行业判断，估计其 08 年的收入有望接近 7 亿元，考虑宏观经济有所影响，净利率略降至 20% 计算，08 年净利润约 1.4 亿元左右。

表 3：大连华信财务情况

(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008E
收入	353.3	429.3	552.2	700.0
其中：外包收入	328.4	400.8	510.0	n.a.
收入增长率		21.5%	28.6%	26.8%
外包增长率		25.8%	26.3%	n.a.
毛利率	35.9%	33.4%	35.6%	n.a.
净利	83.3	91.9	124.6	140.0
增长率		10.4%	35.6%	12.4%
净利率	23.6%	21.4%	22.6%	20.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

强强联手深耕日本，外包巨人轮廓渐显

东软和华信的合并具有较强的协同效应：

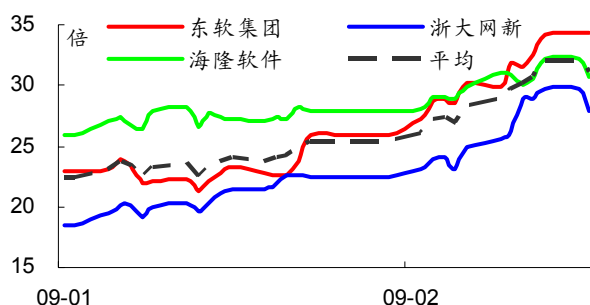
- ✓ 均面向日本客户，业务类型互补。东软主要从事嵌入式软件外包，主要客户为电子产品厂商，如家电、手机、汽车电子等；而华信主要从事制造、流通和金融等各行业以及公共事业管理软件的分包；合并后对日外包市场份额接近 20%；
- ✓ 两公司合并，减少新客户开发成本，并且避免竞争。
- ✓ 区位优势加强：华信总部在大连，而东软也以沈阳和大连为主要基地，两家公司合并后在本地资源得到加强，并且全国布局有望互相补充；
- ✓ 目前，东软集团员工总数接近 15000 人，华信员工总数 07 年底也接近 3000 人，后并后员工总数接近 20000 人，在国内软件外包企业中已经一枝独秀，在全球外包市场中，与印度龙头的规模拉近。

初步判断交易方式及对价, 比较正面

由于数据较少, 且具体方案未定, 我们只能根据大连华信的招股书作初步对价测算, 结果比较正面, 约有 6%~21% 的收益增厚。当然, 这仅是我们自己做出的粗略计算, 但略有增厚的可能性较大。

- ✓ 从大连华信的交易定价来看, 国内外包行业 08 年平均估值在 20~30 倍之间 (图 2)。按照这一估值, 如果给予 30~50% 的折扣, 大连华信估值在 14 亿元~29 亿元区间内。

图 2: 年初至今国内软件行业估值



资料来源: 彭博资讯, Wind, 中金公司研究部

表 4: 大连华信估值

(亿元)		估值折扣		
		30%	40%	50%
行业估值	20x	19.6	16.8	14.0
	25x	24.5	21.0	17.5
	30x	29.4	25.2	21.0

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

- ✓ 从交易方式上, 我们认为方案可能为换股吸并, 并给与部分现金选择权, 与东软集团整体上市时相同。2008 年 3 季度末, 东软集团账面现金 7.8 亿元; 由于公司正常经营还需要现金储备, 且我们认为公司贷款发放现金对价的可能性较低, 因此 20% 以下的现金发放比例可能性较大 (表 5)。

- ✓ 按照停牌前 1 日收盘价 17.6 元 (与整体上市时相同) 计算, 公司需要增发 0.6~1.7 亿股, 使得总股本达到 10.1~11.1 亿股, 每股收益 0.564~0.620 元, 相对目前我们预测的东软集团 08 年每股 0.513 元的收益预测, 增厚 10~21%。
- ✓ 如果增发价按照停牌前 20 日平均收盘价 14.41 元计算, 公司需要增发 0.8~2.0 亿股, 使得总股本达到 10.2~11.5 亿股, 每股收益 0.546~0.612 元, 相对目前我们预测的东软集团 08 年每股 0.513 元的收益预测, 增厚 6%~19%。

表 5: 东软支付现金对价预测 (假设增发价为 17.6 元)

(亿元)		华信估值 (亿元)				
		29.0	25.0	21.0	18.0	14.0
现金比例	0%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	10%	2.9	2.5	2.1	1.8	1.4
	20%	5.8	5.0	4.2	3.6	2.8
	30%	8.7	7.5	6.3	5.4	4.2
	40%	11.6	10.0	8.4	7.2	5.6

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 6: 东软增发股份预测 (假设增发价为 17.6 元)

(亿股)		华信估值 (亿元)				
		29.0	25.0	21.0	18.0	14.0
现金比例	0%	1.6	1.4	1.2	1.0	0.8
	10%	1.5	1.3	1.1	0.9	0.7
	20%	1.3	1.1	1.0	0.8	0.6
	30%	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
	40%	1.0	0.9	0.7	0.6	0.5

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 7: 东软总股本预测 (假设增发价为 17.6 元)

(亿股)		华信估值 (亿元)				
		29.0	25.0	21.0	18.0	14.0
现金比例	0%	11.1	10.9	10.6	10.5	10.2
	10%	10.9	10.7	10.5	10.4	10.2
	20%	10.8	10.6	10.4	10.3	10.1
	30%	10.6	10.4	10.3	10.2	10.0
	40%	10.4	10.3	10.2	10.1	9.9

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 8: 增发后每股收益预测 (假设增发价为 17.6 元)

(元)		华信估值 (亿元)				
		29.0	25.0	21.0	18.0	14.0
现金比例	0%	0.564	0.575	0.588	0.597	0.610
	10%	0.572	0.583	0.594	0.603	0.615
	20%	0.581	0.591	0.601	0.609	0.620
	30%	0.590	0.599	0.608	0.615	0.625
	40%	0.599	0.607	0.615	0.621	0.630

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 9: 增发后每股收益增厚预测 (假设增发价为 17.6 元)

		华信估值 (亿元)				
		29.0	25.0	21.0	18.0	14.0
现金比例	0%	10%	12%	14%	16%	19%
	10%	11%	14%	16%	17%	20%
	20%	13%	15%	17%	19%	21%
	30%	15%	17%	18%	20%	22%
	40%	17%	18%	20%	21%	23%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 10：东软支付现金对价预测（假设增发价为 14.41 元）

		华信估值（亿元）				
		29.0	25.0	21.0	18.0	14.0
现金比例	0%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	10%	2.9	2.5	2.1	1.8	1.4
	20%	5.8	5.0	4.2	3.6	2.8
	30%	8.7	7.5	6.3	5.4	4.2
	40%	11.6	10.0	8.4	7.2	5.6

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 11：东软增发股份预测（假设增发价为 14.41 元）

		华信估值（亿元）				
		29.0	25.0	21.0	18.0	14.0
现金比例	0%	2.0	1.7	1.5	1.2	1.0
	10%	1.8	1.6	1.3	1.1	0.9
	20%	1.6	1.4	1.2	1.0	0.8
	30%	1.4	1.2	1.0	0.9	0.7
	40%	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 12：东软总股本预测（假设增发价为 14.41 元）

		华信估值（亿元）				
		29.0	25.0	21.0	18.0	14.0
现金比例	0%	11.5	11.2	10.9	10.7	10.4
	10%	11.3	11.0	10.8	10.6	10.3
	20%	11.1	10.8	10.6	10.4	10.2
	30%	10.9	10.7	10.5	10.3	10.1
	40%	10.7	10.5	10.3	10.2	10.0

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 13：增发后每股收益预测（假设增发价为 14.41 元）

		华信估值（亿元）				
		29.0	25.0	21.0	18.0	14.0
现金比例	0%	0.546	0.559	0.573	0.585	0.600
	10%	0.555	0.568	0.581	0.591	0.606
	20%	0.565	0.577	0.589	0.599	0.612
	30%	0.576	0.586	0.597	0.606	0.617
	40%	0.587	0.596	0.606	0.613	0.623

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 14：增发后每股收益增厚预测（假设增发价为 14.41 元）

		华信估值（亿元）				
		29.0	25.0	21.0	18.0	14.0
现金比例	0%	6%	9%	12%	14%	17%
	10%	8%	11%	13%	15%	18%
	20%	10%	12%	15%	17%	19%
	30%	12%	14%	16%	18%	20%
	40%	14%	16%	18%	19%	21%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

整合存在一定风险，执行力是关键

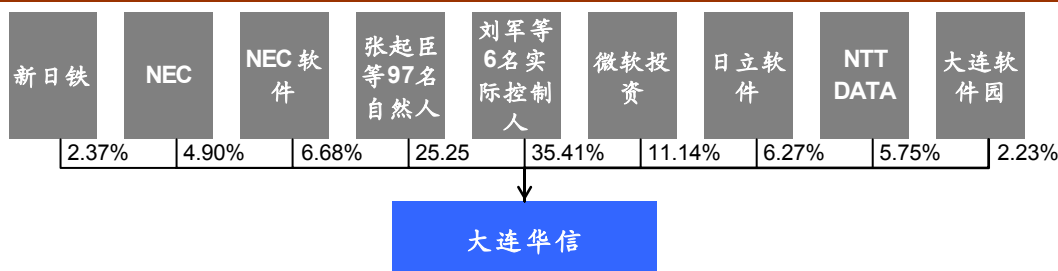
我们也认为，外包领域中较大规模的收并购，在整合中由于文化、管理等各方面原因，存在整合失败风险，给公司带来经营上的负面影响，一般会使收入难以达到预期增长，费用控制不下来，利润率明显下降。

但对于东软与华信，我们认为其整合有一定可行性，关键看公司的执行力：①尽管华信人员规模超过 3000 人，但东软规模更大，控制权冲突较小；②两公司主要客户均在日本，公司文化相近；③尽管目标市场均在日本，但业务重合较少，互补性强，整合难度小；④合并后，由于华信管理核心持股，其事业发展和存续公司的利益仍然统一；另外，我们判断原有的业务结构变化不大，因此整合相对简单。

维持“推荐”

根据我们对东软 2009 年和 2010 年分别 0.697 元和 0.899 元的每股收益预测，按照停牌前 17.6 元的收盘价，市盈率分别达到 25.3 倍和 19.6 倍，相对合理；考虑换股吸并产生的增厚，有望进一步拉低。对于东软集团，尽管市场担心，随着日本经济的下滑，短期内日本发包量有可能降低。但我们看得更长远，与华信合并后，公司将成长为国内软件外包领域的龙头，对日外包市场份额达到 20% 左右。随着公司对外包领域各项业务的规模化、和管理程序化，公司未来也有望向欧美市场拓展。在全球经济转暖时，公司目前收并购所作的布局，将促使其业绩迅速提升，因此我们维持“推荐”的投资评级。

图 3: 大连华信股权结构



资料来源: 公司招股书, 中金公司研究部

表 15: 东软集团盈利预测

(百万人民币)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	07 vs. 06	08 vs. 07	09 vs. 08	10 vs. 09
主营业务收入	3,150.3	3,365.4	4,215.8	5,033.2	6,030.3	6.8%	25.3%	19.4%	19.8%
- 软件及系统集成	2,516.2	2,510.5	3,364.7	4,067.9	4,908.6	-0.2%	34.0%	20.9%	20.7%
- 外包	785.8	1,135.1	1,554.5	1,921.1	2,398.2	44.5%	36.9%	23.6%	24.8%
- 解决方案	1,730.4	1,375.3	1,810.2	2,146.8	2,510.4	-20.5%	31.6%	18.6%	16.9%
- 医疗系统	527.8	692.5	694.8	814.7	976.2	31.2%	0.3%	17.3%	19.8%
- 物业	103.3	155.8	148.0	140.6	133.6	50.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
占收比									
- 软件及系统集成	79.9%	74.6%	79.8%	80.8%	81.4%	-5.3%	5.2%	1.0%	0.6%
- 外包	24.9%	33.7%	36.9%	38.2%	39.8%	8.8%	3.1%	1.3%	1.6%
- 解决方案	54.9%	40.9%	42.9%	42.7%	41.6%	-14.1%	2.1%	-0.3%	-1.0%
- 医疗系统	16.8%	20.6%	16.5%	16.2%	16.2%	3.8%	-4.1%	-0.3%	0.0%
- 物业	3.3%	4.6%	3.5%	2.8%	2.2%	1.4%	-1.1%	-0.7%	-0.6%
毛利率	28.2%	32.6%	35.2%	35.0%	35.4%	4.4%	2.5%	-0.1%	0.3%
- 软件及系统集成	25.5%	32.0%	33.7%	33.8%	34.2%	6.5%	1.7%	0.0%	0.5%
- 外包	57.0%	49.0%	48.0%	44.0%	43.0%	-8.0%	-1.0%	-4.0%	-1.0%
- 解决方案	11.4%	16.4%	21.4%	24.6%	25.8%	5.1%	5.0%	3.2%	1.2%
- 医疗系统	36.7%	35.6%	40.0%	40.0%	40.0%	-1.2%	4.4%	0.0%	0.0%
- 物业	48.8%	48.0%	43.0%	40.0%	40.0%	-0.8%	-5.0%	-3.0%	0.0%
主营业务税金及附加	(33.3)	(45.0)	(50.6)	(60.4)	(72.4)	35.0%	12.5%	19.4%	19.8%
主营业务利润	855.6	1,053.9	1,431.5	1,702.5	2,059.7	23.2%	35.8%	18.9%	21.0%
费用	(630.3)	(687.6)	(905.9)	(1,015.6)	(1,156.3)	9.1%	31.7%	12.1%	13.9%
费用率	20.0%	20.4%	21.5%	20.2%	19.2%	0.4%	1.1%	-1.3%	-1.0%
营业费用	(239.7)	(270.0)	(316.9)	(369.6)	(431.1)	12.6%	17.4%	16.7%	16.6%
营业费用率	7.6%	8.0%	7.5%	7.3%	7.1%	0.4%	-0.5%	-0.2%	-0.2%
管理费用	(353.9)	(374.1)	(529.3)	(607.6)	(688.1)	5.7%	41.5%	14.8%	13.2%
管理费用率	11.2%	11.1%	12.6%	12.1%	11.4%	-0.1%	1.4%	-0.5%	-0.7%
财务费用	(42.0)	(30.6)	(19.7)	(19.1)	(14.1)	-27.1%	-35.6%	-3.1%	-26.4%
资产减值损失	5.3	(12.9)	(40.0)	(19.3)	(23.1)	n.m.	210.4%	-51.8%	19.8%
投资收益	14.1	61.0	30.0	30.0	30.0	334.1%	-50.8%	0.0%	0.0%
营业利润	261.2	427.3	555.7	716.9	933.5	63.6%	30.1%	29.0%	30.2%
营业利润率	8.3%	12.7%	13.2%	14.2%	15.5%	4.4%	0.5%	1.1%	1.2%
增长率%	53.7%	63.6%	30.1%	29.0%	30.2%	9.8%	-33.5%	-1.0%	1.2%
营业外收入	69.3	46.5	60.0	70.0	80.0	-32.8%	28.9%	16.7%	14.3%
营业外支出	(12.0)	(2.6)	(40.0)	(5.0)	(5.0)	-78.1%	1415.7%	-87.5%	0.0%
税前利润	318.4	471.2	575.7	781.9	1,008.5	48.0%	22.2%	35.8%	29.0%
占主营业务收入%	10.1%	14.0%	13.7%	15.5%	16.7%	3.9%	-0.3%	1.9%	1.2%
所得税	(51.4)	(53.2)	(86.4)	(117.3)	(151.3)	3.4%	62.3%	35.8%	29.0%
有效税率	16.2%	11.3%	15.0%	15.0%	15.0%	-4.9%	3.7%	0.0%	0.0%
少数股东损益	(71.1)	(2.9)	(4.9)	(6.6)	(8.6)	-95.9%	69.3%	35.8%	29.0%
净利润	195.9	415.1	484.4	658.0	848.6	111.9%	16.7%	35.8%	29.0%
净利率	6.2%	12.3%	11.5%	13.1%	14.1%	6.1%	-0.8%	1.6%	1.0%
每股收益 (元)	0.207	0.440	0.513	0.697	0.899	111.9%	16.7%	35.8%	29.0%

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

表 16: 可比公司估值对比

	股价	总市值 (百万美元)	销售规模 (百万美元)	市盈率					利润增长率	PEG
	09-2-17	09-2-17	2007A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	FY10/FY08	2010E
软件外包										
A股可比公司										
东软集团	CNY 17.60	2,430	419	84.8x	40.0x	34.3x	25.3x	19.6x	32.4%	0.8x
浙大网新	CNY 4.81	572	793	32.0x	25.7x	28.0x	23.2x	18.1x	24.2%	1.0x
海隆软件	CNY 13.18	144	22	48.6x	37.1x	29.4x	23.0x	18.3x	26.9%	0.9x
A股可比公司中值				48.6x	37.1x	29.4x	23.2x	18.3x	26.9%	0.9x
印度可比公司										
Infosys	INR 1,179.10	13,689	2,817	26.2x	17.0x	14.6x	11.5x	11.1x	15.0%	0.8x
Tata Consultancy	INR 482.50	9,573	3,788	15.9x	11.2x	9.2x	8.8x	8.4x	4.7%	1.9x
Wipro	INR 208.60	6,191	3,041	14.2x	10.1x	9.3x	8.3x	8.1x	7.7%	1.1x
Satyam	INR 49.30	674	1,315	2.8x	2.3x	1.9x	1.5x	1.5x	15.1%	0.1x
HCL	INR 108.85	1,478	1,230	10.1x	5.4x	5.8x	5.4x	5.6x	1.7%	3.1x
Tech Mahindra	INR 241.25	595	594	10.7x	22.8x	4.0x	3.2x	3.4x	8.7%	0.4x
Mphasis	INR 150.35	637	357	16.0x	17.2x	-	6.5x	6.5x	-	-
Rolta	INR 88.70	289	144	9.4x	8.2x	6.1x	5.3x	3.9x	25.5%	0.2x
Patni	INR 104.65	272	546	5.9x	3.0x	3.6x	4.1x	4.0x	-5.7%	-0.7
Top4中值				15.1x	10.7x	9.3x	8.6x	8.2x	11.3%	0.9x
印度可比公司中值				10.7x	10.1x	5.9x	5.4x	5.6x	8.2%	0.6x
港股可比公司										
中讯软件	HKD 0.60	86	73	9.2x	5.8x	5.8x	5.3x	4.7x	10.9%	0.5x
中软国际	HKD 0.58	75	105	12.8x	9.5x	7.2x	6.0x	5.2x	17.4%	0.3x
香港可比公司中值				11.0x	7.7x	6.5x	5.7x	5.0x	14.1%	0.4x
欧美可比公司										
Infosys-ADR	USD 26.38	15,106	2,817	-	-	0.3x	0.2x	0.2x	16.1%	0.0x
Wipro-ADR	USD 6.77	9,910	3,041	-	-	0.3x	0.3x	0.3x	8.6%	0.0x
Satyam-ADR	USD 1.91	644	1,315	-	-	0.0x	0.0x	0.0x	18.7%	0.0x
Vance Info	USD 4.99	186	63	-	22.7x	12.6x	10.3x	8.4x	22.7%	0.5x
IBM	USD 93.84	125,746	98,786	15.1x	12.8x	10.8x	10.3x	9.5x	6.4%	1.6x
Accenture	USD 30.95	22,996	21,453	18.8x	15.0x	11.7x	11.1x	10.3x	6.7%	1.6x
CA	USD 18.65	9,677	3,943	69.1x	84.8x	14.8x	12.1x	11.3x	14.8%	0.8x
Cap Gemini	EUR 24.79	4,568	10,995	11.2x	8.2x	7.3x	9.1x	8.8x	-8.6%	-1.1
CSC	USD 39.58	5,996	14,855	13.9x	17.6x	10.2x	9.7x	9.4x	3.9%	2.5x
ACS	USD 48.56	4,737	5,772	16.7x	19.2x	13.7x	13.1x	11.5x	9.3%	1.4x
Unisys	USD 0.69	250	5,653	-	-	-	11.1x	14.7x	-	-
Perot Systems	USD 12.15	1,468	2,612	18.1x	12.9x	12.6x	12.5x	11.0x	7.2%	1.7x
欧美可比公司中值				16.7x	16.3x	10.8x	10.3x	9.5x	8.6%	0.8x
软件外包公司中值				15.1x	14.0x	9.3x	8.9x	8.4x	10.1%	0.8x

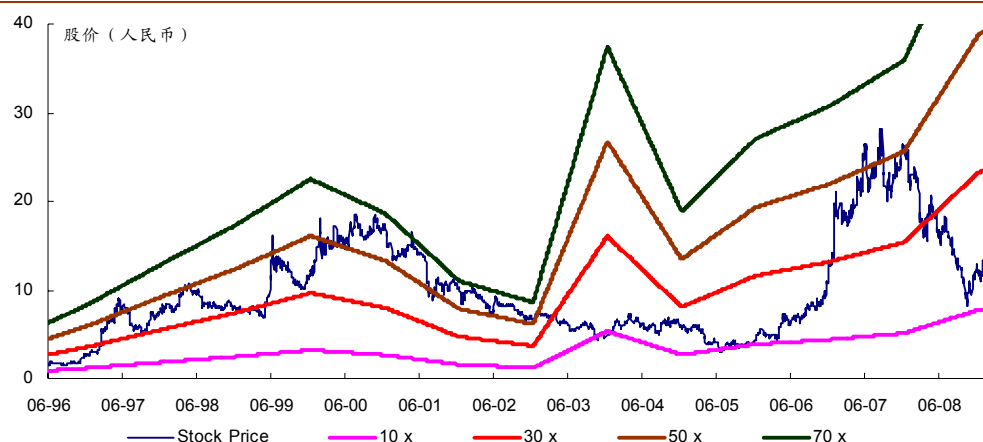
资料来源：彭博资讯，Wind，中金公司研究部

表 16 (续): 可比公司估值对比

	股价	总市值	销售规模	市盈率					利润增长率	PEG
	09-2-17	(百万美元) 09-2-17	(百万美元) 2007A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	FY10/FY08	2010E
A股其他软件公司										
软件产品及行业应用										
用友软件	CNY 24.22	1,653	193	75.6x	44.4x	32.7x	24.8x	18.2x	33.8%	0.7x
浪潮软件	CNY 6.00	163	87	64.5x	150.0x	60.7x	39.2x	31.1x	39.8%	1.0x
航天信息	CNY 27.57	2,481	698	41.8x	31.7x	26.8x	19.3x	17.5x	23.9%	0.8x
怡亚通	CNY 24.50	885	262	57.6x	74.2x	32.7x	25.1x	22.9x	19.6%	1.3x
石基信息	CNY 60.81	996	40	118.7x	67.3x	43.1x	30.4x	20.9x	43.6%	0.7x
国电南瑞	CNY 23.50	876	157	52.0x	42.1x	33.0x	26.5x	21.0x	25.4%	1.0x
宝信软件	CNY 18.75	572	265	56.2x	35.9x	23.2x	17.6x	13.9x	29.3%	0.6x
青岛软控	CNY 16.74	697	73	53.6x	35.7x	22.4x	16.6x	12.5x	34.0%	0.5x
亿阳信通	CNY 11.21	577	128	46.3x	31.5x	24.1x	17.9x	15.5x	24.9%	0.7x
新大陆软件	CNY 5.28	349	124	57.9x	27.8x	18.2x	12.7x	11.4x	26.3%	0.5x
恒生电子	CNY 14.76	641	82	80.3x	34.7x	32.2x	23.9x	16.5x	39.6%	0.6x
远光软件	CNY 16.51	265	22	46.9x	32.7x	26.0x	19.7x	15.6x	29.2%	0.7x
延华智能	CNY 11.22	131	29	38.7x	36.2x	40.2x	38.0x	31.5x	13.0%	2.9x
中值				56.2x	35.9x	32.2x	23.9x	17.5x	29.2%	0.7x
系统集成										
华胜天成	CNY 12.75	781	325	35.7x	30.0x	27.5x	21.2x	16.9x	27.6%	0.8x
东华合创	CNY 18.55	770	116	72.8x	55.6x	32.3x	24.2x	19.2x	29.7%	0.8x
太工天成	CNY 12.76	292	74	49.8x	51.6x	-	-	-	-	-
中国软件	CNY 11.14	263	274	32.1x	27.8x	25.9x	22.5x	19.6x	14.7%	1.5x
中值				42.7x	40.8x	27.5x	22.5x	19.2x	27.6%	0.8x
A股其他软件公司中值				53.6x	35.9x	29.8x	23.2x	17.9x	28.4%	0.7x

资料来源: 彭博资讯, Wind, 中金公司研究部

图 4: 东软集团历史价格市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。