



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 28 日

软件及服务

研究部

赵苏

分析员

zhaosu@cicc.com.cn

推荐

东软集团(600718.CH)

半年报业绩符合预期，乐观看待收购

主要财务信息

(百万元)	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	2,778.0	3,150.3	3,365.4	3,711.3	4,254.7	5,166.9	
(+/-%)		13.4%	6.8%	10.3%	14.6%	21.4%	
主营业务利润	762.3	855.6	1,053.9	1,310.6	1,499.4	1,819.7	
(+/-%)		12.2%	23.2%	24.4%	14.4%	21.4%	
营业利润	169.9	261.2	427.3	502.6	653.6	878.8	
(+/-%)		53.7%	63.6%	17.6%	30.0%	34.5%	
净利润	136.6	195.9	415.1	490.8	635.7	848.6	
(+/-%)		43.4%	111.9%	18.2%	29.5%	33.5%	
每股收益(元)	0.145	0.207	0.440	0.520	0.673	0.899	
市盈率(倍)	145.5	101.5	47.9	40.5	31.3	23.4	
市净率(倍)	1.7	2.3	6.6	5.8	4.9	4.1	
资产收益率	3.0%	3.9%	7.5%	8.8%	10.1%	11.5%	
净资产收益率	8.5%	8.9%	13.7%	14.4%	15.7%	17.3%	

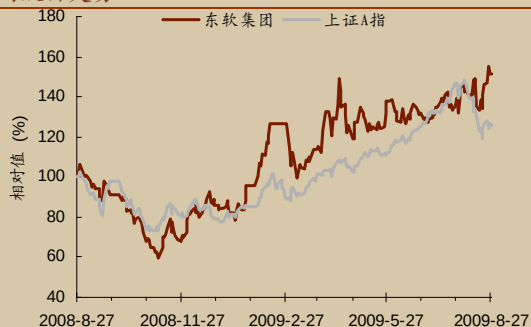
股票信息

	A股
股票代码	600718.CH
当前股价	人民币21.05
日成交量(百万股)	0
52周最高价/最低价	人民币22.45/8.03
总市值(百万元)	19,878
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%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
600718.CH	+7.67	+8.84	+9.86	+79.45
上证A指	+1.18	-14.26	+11.89	+61.74
软件及服务	-4.22	-4.16	+2.00	+67.65

52周股价走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

半年报符合预期：

东软集团上半年收入同比增长8.4%至17.8亿元，净利润同比增长31.6%至2.37亿元，与我们分别为7.9%和29.6%的增速预期基本一致。其中，2季度收入同比增长13%，较1季度的3.1%恢复增长；经营性净利润同比增长9.5%，略好于我们仅有2.3%的预期，主要是费用率单季度同比下降6.2个百分点，好于预期。

对收购 Nokia 软件供应商乐观不忘谨慎：

我们对本次收购表示乐观，认为估值合理，意义重大；但提示投资者注意整合中可能存在的风险，如收入增厚可能未达预期，关键人员流失等。

发展趋势：

根据我们对外包需求3Q见底4Q反弹的判断，我们对东软3季度业绩期望不会太高，但认为全年仍可轻松实现6.38亿元净利润的承诺。

盈利预测调整：

维持2009/10年分别为0.673元和0.899元的每股收益预测，根据收购略上调外包收入，但考虑到整合中可能增加相关重组等费用，同时略上调管理费用。

估值与建议：

目前市盈率分别为31.3倍和23.4倍，仍处于历史合理水平；而从长期价值投资角度来看，目前股价显然严重低估了公司作为国内软包行业龙头，持续快速增长的潜力。重申“推荐”的投资评级。

半年报符合预期：

东软集团上半年收入同比增长 8.4% 至 17.8 亿元，净利润同比增长 31.6% 至 2.37 亿元，与我们分别为 7.9% 和 29.6% 的增速预期基本一致。其中，2 季度收入同比增长 13%，较 1 季度的 3.1% 恢复增长；经营性净利润同比增长 9.5%，略好于我们仅有 2.3% 的预期，主要是费用率单季度同比下降 6.2 个百分点，好于预期。

正面：

- 外包业务人民币计价我们计算同比增长 16.2%，符合我们预期，但好于市场平均 10% 左右的预期。
- 费用率上半年同比下降 1.2 个百分点，2 季度单季同比下降 6.2 个百分点，费用控制效果较好。

负面：

- 国内解决方案业务同比增长仅为 11%，而数字医疗业务同比下降 9.3%。
- 毛利率上半年同比下降 3 个百分点，其中 2 季度环比下降 1.8 个百分点，主要是国内解决方案和数字医疗业务影响。

公告收购 3 家 Nokia 软件供应商

东软集团同时公告将收购 MSW、Almitas 和 SRL 3 家主要为 Nokia 提供手机相关软件服务的厂商。我们对这一收购持乐观态度，但同时提示投资者可能存在的风险。

图表 1：2008 年 3 家厂商基本信息

(万欧元)	主营业务	净资产	收入	净利润	员工(人)
MSW	智能手机软件开发	71	1,539	1.1	-
Almitas	移动通信软件开发	30	119	0.0	-
SRL	智能手机软件开发及测试	2	34	0.1	-
合计		- 102	1,693	1.2	204

资料来源：公司公告，中金公司研究部

交易细节

交易本身来说，收购价 900 万欧元，根据 2010/11 年实际经营情况，最多追加对价 300 万欧元。我们判断交易会在 10 月 31 日前完成，否则可能被取消（图表 2 为交易细节，图表 3 为收入预测）。

图表 2：交易细节

(万欧元)	MSW	Almitas	SRL	合计
购买价格	350	430	120	900
追加对价 1	追加对价 1 = (2010 年 3 家总营收 / 1900) * 200 若 2010 年 3 家总营收低于 1500，则追加对价 1 为 0 追加对价 1 上限为 200			
追加对价 2	追加对价 2 = (2010 及 2011 年 3 家总营收之和 / 4150) * 300 - 追加对价 1 若 2010 及 2011 年 3 家总营收之和低于 3000，则追加对价 2 为 0 追加对价 2 与追加对价 1 总和的上限为 300			
对价上限				1200

资料来源：公司公告，中金公司研究部

交易估值合理

3 家公司截止 08 年底合计净利润和合计净资产仅分别为 1 万欧元和 102 万欧元，即使按照最低 900 万欧元的收购价，收购市盈率和市净率也分别达到了 900 倍和 8.82 倍，似乎估值过高。我们认为合理的原因在于：

- 净利润较低的原因之一在于欧洲员工工资高，若将低端业务离岸发回国内完成，利润率将大幅提升。按行业平均 15% 的净利率计算市盈率降为 3.54 倍。
- 按照人头计算，收购价人均约 36 万元人民币。保守按照 18 万元/人年的一般国内外包行业收费标准，2 年即可收回投资。

图表 3：3 家厂商收入预测

(万欧元)	2008A	2009E	2010E	2011E	09vs08	10vs09	11vs10
收入	1,692	1,580	1,900	2,251	-7%	20%	18%
MSW	1,539	856	1,030	1,220	-44%	20%	18%
Almitas	119	566	680	806	376%	20%	19%
SRL	34	158	190	225	365%	20%	18%
息税前利润率	11.3%	2.6%	8.4%	12.6%			
MSW	13.9%	2.6%	8.3%	12.6%			
Almitas	-17.6%	2.7%	8.4%	12.7%			
SRL	-5.9%	2.5%	8.4%	12.4%			

资料来源：公司公告，中金公司研究部

搭建欧洲平台关键一步，意义深远

这次收购对象都是为 Nokia 手机及操作系统进行软件开发的厂商，但对东软集团的积极意义不仅限于 Nokia 相关业务：

- 仅从 Nokia 相关业务来讲，金融危机以来东软集团接包量不降反而快速增长 40% 以上，公司在 Nokia 的供应商中从 Top40 提升到 Top15，通过收购有望获得更多份额，目前已经和印度厂商在同一级别。而从 Nokia 来讲，在 08 年底全面收购 Symbian 以来，越来越重视在软件和系统方面的投入。同时供应商规模要从之前的超过 100 家，今年要集中到 100 家以内。70~80% 的业务量将发给 Top15 之中。
- 公司以 Nokia 为成功合作案例，可以吸引欧洲移动通信、工业控制和汽车电子等行业众多企业兴趣，开拓当地市场。
- 以所收购公司为平台，搭建在案/近岸和离岸更为完善的外包业务平台，使市场、开发和交付更合理。
- 获得高端人次，带动和提升整体技术及管理水平。

可能存在的风险

但对本次收购保持乐观的同时，也要对可能存在的风险保持谨慎：

- 公司给出预测比较乐观，但不排除收购后 Nokia 考虑东软市场份额通过收购得到提高，要与其它供应商平衡，主动降低新增份额的可能。
- 软件公司最重要的资产就是人才。不排除由于文化不和其他原因，被收购公司核心员工离职的可能。

图表 4: 2009 年上半年业绩分析

(百万人民币)	YoY data			Quarterly data				中金简评	
	1H2008	1H2009	YoY %	2Q2008	1Q2009	2Q2009	QoQ %	YoY %	
主营业务收入	1,643.1	1,781.4	8.4%	886.4	779.9	1,001.5	28.4%	13.0%	与我们的预期基本一致
- 软件及系统集成	1,286.0	1,456.0	13.2%	-	-	-	-	-	
- 外包	553.7	643.3	16.2%	-	-	-	-	-	外包增速符合我们预期，高于市场平均10%的预测
- 解决方案	732.3	812.7	11.0%	-	-	-	-	-	
- 医疗系统	302.4	274.2	-9.3%	-	-	-	-	-	
- 物业	51.5	47.3	-8.1%	-	-	-	-	-	
- 其他	3.2	3.9	22.3%	-	-	-	-	-	
占收比									
- 软件及系统集成	78.3%	81.7%	3.5%	-	-	-	-	-	
- 外包	33.7%	36.1%	2.4%	-	-	-	-	-	
- 解决方案	44.6%	45.6%	1.1%	-	-	-	-	-	
- 医疗系统	18.4%	15.4%	-3.0%	-	-	-	-	-	
- 物业	3.1%	2.7%	-0.5%	-	-	-	-	-	
- 其他	0.2%	0.2%	0.0%	-	-	-	-	-	
主营业务成本	(1,012.7)	(1,150.9)	13.6%	(502.8)	(495.8)	(655.1)	32.2%	30.3%	
- 软件及系统集成	(812.6)	(961.1)	18.3%	-	-	-	-	-	
- 医疗系统	(175.2)	(167.3)	-4.5%	-	-	-	-	-	
- 物业	(22.6)	(19.9)	-12.0%	-	-	-	-	-	
- 其他	(2.3)	(2.7)	17.6%	-	-	-	-	-	
毛利	630.4	630.52	0.0%	383.5	284.13	346.39	21.9%	-9.7%	
- 软件及系统集成	473.4	494.9	4.5%	-	-	-	-	-	
- 医疗系统	127.2	106.9	-15.9%	-	-	-	-	-	
- 物业	28.9	27.4	-5.1%	-	-	-	-	-	
- 其他	0.9	1.2	33.9%	-	-	-	-	-	
毛利率	38.4%	35.4%	-3.0%	43.3%	36.4%	34.6%	-1.8%	-8.7%	毛利率下降主要由于国内解决方案和数字医疗业务影响
- 软件及系统集成	36.8%	34.0%	-2.8%	-	-	-	-	-	
- 医疗系统	42.1%	39.0%	-3.1%	-	-	-	-	-	
- 物业	56.1%	58.0%	1.9%	-	-	-	-	-	
- 其他	28.6%	31.3%	2.7%	-	-	-	-	-	
主营业务税金及附加	(20.1)	(22.6)	12.6%	(10.9)	(10.2)	(12.4)	21.2%	13.6%	
主营业务利润	610.3	607.9	-0.4%	372.6	273.9	334.0	21.9%	-10.4%	
费用	(395.5)	(407.6)	3.1%	(209.4)	(233.4)	(174.2)	-25.4%	-16.8%	
费用率	24.1%	22.9%	-1.2%	23.6%	29.9%	17.4%	-12.5%	-6.2%	
营业费用	(132.7)	(134.6)	1.5%	(65.0)	(68.7)	(65.9)	-4.2%	1.3%	
营业费用率	8.1%	7.6%	-0.5%	7.3%	8.8%	6.6%	-2.2%	-0.8%	
管理费用	(234.6)	(243.4)	3.8%	(113.9)	(131.3)	(112.1)	-14.7%	-1.6%	
管理费用率	14.3%	13.7%	-0.6%	12.8%	16.8%	11.2%	-5.6%	-1.7%	
财务费用	1.8	(13.4)	-849.2%	(1.3)	(18.7)	5.3	-128.3%	-516.2%	
资产减值损失	(30.0)	(16.2)	-46.1%	(29.2)	(14.7)	(1.5)	-89.7%	-94.8%	
公允价值变动	0.0	11.5	n.a.	0.0	14.8	(3.3)	n.a.	n.a.	
投资收益	9.3	55.5	499.8%	4.0	10.1	45.5	350.7%	1029.9%	
营业利润	224.1	267.4	19.3%	167.2	50.6	201.9	299.2%	20.8%	
营业利润率	13.6%	15.0%	1.4%	18.9%	6.5%	20.2%	13.7%	1.3%	
营业外收入	27.06	11.87	-56.1%	21.0	5.0	6.9	37.5%	-67.3%	
营业外支出	(33.3)	(0.6)	n.m.	(33.0)	(0.4)	(0.2)	-55.9%	-99.5%	
税前利润	217.9	278.7	27.9%	155.3	55.2	208.6	278.0%	34.4%	
占主营业务收入 %	13.3%	15.6%	2.4%	17.5%	7.1%	20.8%	13.8%	3.3%	
所得税	(60.0)	(42.0)	-30.1%	(48.9)	(7.3)	(34.6)	372.4%	-29.2%	
有效税率	27.5%	15.1%	-12.5%	31.5%	13.3%	16.6%	3.3%	-14.9%	
少数股东损益	22.5	0.6	n.a.	21.6	2.9	(2.3)	n.a.	-110.5%	
占税后利润 %	-14.2%	-0.3%	14.0%	-20.3%	-6.0%	1.3%	7.3%	21.6%	
净利润	180.3	237.4	31.6%	128.0	65.6	171.8	161.8%	34.2%	
净利率	11.0%	13.3%	2.3%	14.4%	8.4%	17.1%	8.7%	2.7%	
每股收益 (元)	0.191	0.251	31.6%	0.136	0.069	0.182	161.8%	34.2%	
经营性净利润*	216.7	237.4	9.5%	128.0	102.0	171.8	68.5%	34.2%	略好于我们预期，主要是费用率单季度同比下降，好于预期

* 剔除 3636 万元地震损失。

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：盈利预测

(百万人民币)	2006A	2007A	2008A	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	3,711.3	4,254.7	5,166.9	6.8%	10.3%	14.6%	21.4%
- 软件及系统集成	2,516.2	2,564.0	2,933.5	3,379.4	4,175.1	1.9%	14.4%	15.2%	23.5%
- 外包	785.8	1,070.1	1,258.1	1,486.2	1,903.2	36.2%	17.6%	18.1%	28.1%
- 解决方案	1,730.4	1,493.8	1,675.4	1,893.2	2,271.8	-13.7%	12.2%	13.0%	20.0%
- 医疗系统	527.8	692.5	671.1	764.5	877.2	31.2%	-3.1%	13.9%	14.7%
- 物业	103.3	103.3	100.4	102.4	104.4	0.0%	-2.8%	2.0%	2.0%
占收比									
- 软件及系统集成	79.9%	76.2%	79.0%	79.4%	80.8%	-3.7%	2.9%	0.4%	1.4%
- 外包	24.9%	31.8%	33.9%	34.9%	36.8%	6.9%	2.1%	1.0%	1.9%
- 解决方案	54.9%	44.4%	45.1%	44.5%	44.0%	-10.5%	0.8%	-0.6%	-0.5%
- 医疗系统	16.8%	20.6%	18.1%	18.0%	17.0%	3.8%	-2.5%	-0.1%	-1.0%
- 物业	3.3%	3.1%	2.7%	2.4%	2.0%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.4%
毛利率	28.2%	32.6%	36.5%	36.5%	36.4%	4.4%	3.9%	-0.1%	0.0%
- 软件及系统集成	25.5%	30.9%	35.2%	35.5%	35.5%	5.3%	4.3%	0.3%	0.0%
- 外包	57.0%	49.0%	48.0%	48.0%	48.0%	-8.0%	-1.0%	0.0%	0.0%
- 解决方案	11.4%	17.8%	25.6%	25.7%	25.0%	6.4%	7.8%	0.1%	-0.7%
- 医疗系统	36.7%	35.6%	39.7%	40.0%	40.0%	-1.2%	4.1%	0.3%	0.0%
- 物业	48.8%	56.6%	54.7%	40.0%	40.0%	7.8%	-1.9%	-14.7%	0.0%
主营业务税金及附加	(33.3)	(45.0)	(45.5)	(52.1)	(63.3)	35.0%	1.1%	14.6%	21.4%
主营业务利润	855.6	1,053.9	1,310.6	1,499.4	1,819.7	23.2%	24.4%	14.4%	21.4%
费用	(630.3)	(687.6)	(833.9)	(895.8)	(990.9)	9.1%	21.3%	7.4%	10.6%
费用率	20.0%	20.4%	22.5%	21.1%	19.2%	0.4%	2.0%	-1.4%	-1.9%
营业费用	(239.7)	(270.0)	(287.5)	(308.8)	(353.0)	12.6%	6.5%	7.4%	14.3%
营业费用率	7.6%	8.0%	7.7%	7.3%	6.8%	0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.4%
管理费用	(353.9)	(374.1)	(517.1)	(552.5)	(601.5)	5.7%	38.2%	6.8%	8.9%
管理费用率	11.2%	11.1%	13.9%	13.0%	11.6%	-0.1%	2.8%	-0.9%	-1.3%
财务费用	(42.0)	(30.6)	(4.5)	(8.5)	(5.3)	-27.1%	-85.3%	89.6%	-37.8%
资产减值损失	5.3	(12.9)	(24.8)	(26.0)	(31.1)	n.m.	92.3%	4.9%	19.6%
投资收益	14.1	61.0	34.6	50.0	50.0	334.1%	-43.2%	44.3%	0.0%
营业利润	261.2	427.3	502.6	653.6	878.8	63.6%	17.6%	30.0%	34.5%
营业利润率	8.3%	12.7%	13.5%	15.4%	17.0%	4.4%	0.8%	1.8%	1.6%
增长率 %	53.7%	63.6%	17.6%	30.0%	34.5%	9.8%	-46.0%	12.4%	4.4%
营业外收入	69.3	46.5	68.6	81.2	100.3	-32.8%	47.4%	18.3%	23.5%
营业外支出	(12.0)	(2.6)	(34.0)	(5.0)	(5.0)	-78.1%	1189.8%	-85.3%	0.0%
税前利润	318.4	471.2	537.2	729.7	974.1	48.0%	14.0%	35.8%	33.5%
占主营业务收入 %	10.1%	14.0%	14.5%	17.2%	18.9%	3.9%	0.5%	2.7%	1.7%
所得税	(51.4)	(53.2)	(64.9)	(87.6)	(116.9)	3.4%	21.9%	35.0%	33.5%
有效税率	16.2%	11.3%	12.1%	12.0%	12.0%	-4.9%	0.8%	-0.1%	0.0%
少数股东损益	(71.1)	(2.9)	18.5	(6.4)	(8.6)	-95.9%	-738.8%	-134.8%	33.5%
净利润	195.9	415.1	490.8	635.7	848.6	111.9%	18.2%	29.5%	33.5%
净利率	6.2%	12.3%	13.2%	14.9%	16.4%	6.1%	0.9%	1.7%	1.5%
每股收益 (元)	0.207	0.440	0.520	0.673	0.899	111.9%	18.2%	29.5%	33.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 盈利预测调整

(百万人民币)	2009E			2010E		
	Before	After	Change, %	Before	After	Change, %
主营业务收入	4,218.8	4,254.7	0.8%	5,053.1	5,166.9	2.3%
- 软件及系统集成	3,343.6	3,379.4	1.1%	4,061.5	4,175.1	2.8%
- 外包	1,450.4	1,486.2	2.5%	1,789.7	1,903.2	6.3%
- 解决方案	1,893.2	1,893.2	0.0%	2,271.8	2,271.8	0.0%
- 医疗系统	764.5	764.5	0.0%	877.2	877.2	0.0%
- 物业	102.4	102.4	0.0%	104.4	104.4	0.0%
占比						
- 软件及系统集成	79.3%	79.4%	0.2%	80.4%	80.8%	0.4%
- 外包	34.4%	34.9%	0.6%	35.4%	36.8%	1.4%
- 解决方案	44.9%	44.5%	-0.4%	45.0%	44.0%	-1.0%
- 医疗系统	18.1%	18.0%	-0.2%	17.4%	17.0%	-0.4%
- 物业	2.4%	2.4%	0.0%	2.1%	2.0%	0.0%
毛利率	36.5%	36.5%	0.0%	36.5%	36.4%	0.0%
- 软件及系统集成	35.5%	35.5%	0.0%	35.5%	35.5%	0.0%
- 外包	48.0%	48.0%	0.0%	48.0%	48.0%	0.0%
- 解决方案	25.9%	25.7%	-0.2%	25.7%	25.0%	-0.6%
- 医疗系统	40.0%	40.0%	0.0%	40.0%	40.0%	0.0%
- 物业	40.0%	40.0%	0.0%	40.0%	40.0%	0.0%
主营业务税金及附加	(51.7)	(52.1)	0.8%	(61.9)	(63.3)	2.3%
主营业务利润	1,487.1	1,499.4	0.8%	1,780.6	1,819.7	2.2%
费用	(882.6)	(895.8)	1.5%	(949.0)	(990.9)	4.4%
费用率	20.9%	21.1%	0.1%	18.8%	19.2%	0.4%
营业费用	(308.1)	(308.8)	0.2%	(350.7)	(353.0)	0.6%
营业费用率	7.3%	7.3%	0.0%	6.9%	6.8%	-0.1%
管理费用	(540.2)	(552.5)	2.3%	(562.6)	(601.5)	6.9%
管理费用率	12.8%	13.0%	0.2%	11.1%	11.6%	0.5%
财务费用	(8.5)	(8.5)	0.0%	(5.3)	(5.3)	-0.3%
资产减值损失	(25.8)	(26.0)	0.8%	(30.4)	(31.1)	2.3%
投资收益	50.0	50.0	0.0%	50.0	50.0	0.0%
营业利润	654.4	653.6	-0.1%	881.5	878.8	-0.3%
营业利润率	15.5%	15.4%	-0.2%	17.4%	17.0%	-0.4%
增长率 %	30.2%	30.0%	-0.2%	34.7%	34.5%	-0.2%
营业外收入	80.3	81.2	1.1%	97.5	100.3	2.8%
营业外支出	(5.0)	(5.0)	0.0%	(5.0)	(5.0)	0.0%
税前利润	729.7	729.7	0.0%	974.1	974.1	0.0%
占主营业务收入 %	17.3%	17.2%	-0.1%	19.3%	18.9%	-0.4%
所得税	(87.6)	(87.6)	0.0%	(116.9)	(116.9)	0.0%
有效税率	12.0%	12.0%	0.0%	12.0%	12.0%	0.0%
少数股东损益	(6.4)	(6.4)	0.0%	(8.6)	(8.6)	0.0%
净利润	635.7	635.7	0.0%	848.6	848.6	0.0%
净利率	15.1%	14.9%	-0.1%	16.8%	16.4%	-0.4%
每股收益 (元)	0.673	0.673	0.0%	0.899	0.899	0.0%

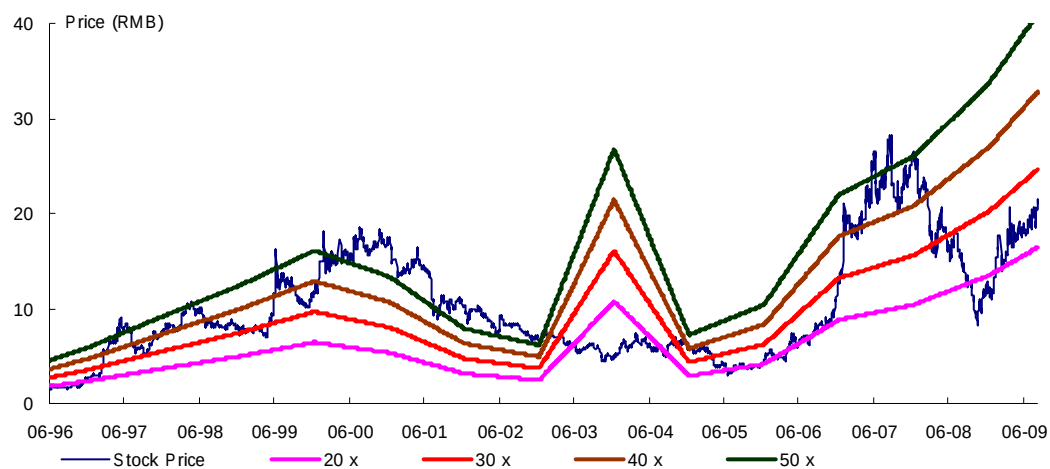
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 7：可比公司估值

	股价	总市值 (百万元)	销售规模 (百万元)	市盈率			利润增长率		PEG
	2009-8-27	2009-8-27	2008A	2007A	2008A	2009E	2010E	FY10/FY08	2010E
A股可比公司									
东软集团	CNY 21.05	19,878	n.a.	47.9x	40.5x	31.3x	23.4x	31.5%	1.0x
浙大网新	CNY 5.44	4,423	5,221	29.0x	61.9x	26.1x	46.7x	15.1%	1.7x
海隆软件	CNY 17.88	1,334	176	50.4x	45.8x	39.2x	34.6x	15.0%	2.6x
A股可比公司中值				47.9x	45.8x	31.3x	34.6x	15.1%	1.7x
港股可比公司									
中讯软件	HKD 0.87	855	n.a.	8.4x	7.5x	9.2x	6.8x	4.6%	2.0x
中软国际(经营性)	HKD 0.92	819	867	14.1x	22.1x	22.7x	15.6x	19.2%	1.2x
港股可比公司中值				11.3x	14.8x	16.0x	11.2x	11.9%	1.6x
美股中国概念股可比公司									
文思创新	USD 14.00	4,261	701	59.5x	34.9x	27.4x	19.8x	32.7%	0.8x
东南融通	USD 25.77	8,986	450	-	-	26.8x	21.0x	-	-
亚信科技	USD 18.03	5,627	1,199	33.4x	42.9x	21.6x	17.6x	56.1%	0.4x
美股中国概念股可比公司中值				46.4x	38.9x	26.8x	19.8x	44.4%	0.6x
印度可比公司									
Infosys	INR 2,191.80	175,449	23,316	31.7x	26.9x	21.8x	20.1x	15.7%	1.4x
Tata Consultancy	INR 547.75	149,752	31,596	25.4x	21.3x	18.8x	17.0x	12.0%	1.6x
Wipro	INR 568.70	116,449	27,909	27.6x	25.1x	20.7x	18.9x	15.4%	1.3x
Satyam	INR 114.30	18,768	11,836	5.3x	4.5x	15.3x	9.8x	-31.9%	-0.5
印度可比公司中值				25.4x	23.2x	16.6x	17.0x	13.7%	1.4x
日本可比公司									
NTT DATA	JPY 310,000	63,456	78,406	17.2x	28.6x	16.0x	18.3x	24.8%	0.6x
NRI	JPY 2,270	37,272	24,979	17.1x	16.4x	16.8x	17.6x	-3.5%	-4.7
NEC	JPY 331	49,028	336,941	74.7x	29.9x	-	-	-	-
FUJITSU	JPY 636	96,075	389,024	12.8x	27.2x	-	25.9x	2.5%	-
日本可比公司中值				17.1x	27.9x	16.4x	18.3x	10.6%	-2.0
欧美可比公司									
IBM	USD 118.36	1,060,027	708,000	16.2x	13.0x	-	11.1x	8.5%	-
Accenture	USD 34.99	175,432	172,944	17.0x	12.6x	13.1x	12.7x	-0.3%	-38.1
CA	USD 22.46	80,375	29,220	102.1x	23.2x	14.7x	13.4x	31.2%	0.5x
Cap Gemini	EUR 34.15	48,777	84,904	11.2x	10.9x	15.9x	13.8x	-11.1%	-1.4
CSC	USD 49.40	51,199	n.a.	22.0x	-	12.2x	10.0x	-	-
欧美可比公司中值				19.9x	17.1x	14.7x	12.7x	11.3%	0.4x
软件外包公司中值				23.7x	22.5x	16.5x	13.8x	15.0%	1.2x

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8: 历史市盈率区间



资料来源：公司数据，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。