

其它计算机应用

罗延军

0755-82026730

luoyanjuan@cjis.cn

信雅达

600571

强烈推荐

业务升级带给公司高速发展的机会

从 09 年 8 月公司承接大连商业银行票据流程作业项目,我们发现公司传统业务面临升级的机会,于 12 月 15 日对公司进行了首次调研。

投资要点:

6-12 个月目标价: 12.25 元

当前股价: 8.29 元

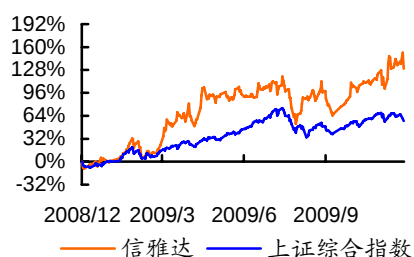
评级调整: -

基本资料

上证综合指数	3050.52
总股本(百万)	195
流通股本(百万)	195
流通市值(亿)	17
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.73
资产负债率	54.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
信雅达	7.25	16.89	15.17
上证综合指数	-5.73	5.10	9.11



相关报告

- 公司作为浙江省首家在国内主板上市的软件公司,从事软件产品的研究开发、系统集成、运营服务,业务主要面向银行领域,“中国软件欧美出口工程”试点企业,是商用密码产品生产定点单位,流程管理系统是银行、保险未来几年大力发展的业务,公司核心业务面临巨大的发展机会。
- 经过过往三年业务徘徊,公司 09 年大力发展核心业务,纵向来看,票据后台作业系统、通用性支付密码器、POS (通过国际 EMV 认证) 为公司三大核心产品,由核心产品进入行业市场,衍生出 BPO、运营服务、系统集成等业务,横向来看,传统银行业务由于城商行的兴起和票据业务升级带来爆发性增长,从公司网站可知,2009 年公司业务迎来转机,发展迅速,已承建中国工商银行、招商银行、深圳发展银行、广东发展银行、人保、平安保险等。
- 占用资金比较大的环保业务,公司将有的放矢,采用有选择的接单,控制规模,加强成本控制,以盈利为目标,预计 09 年将不亏损 (08 年亏 4000 万),明年将小幅盈利。
- 内部治理方面,公司对子公司进行了整顿,公司管理费用率下降很快 (22%下降到 18%),项目团队人员供不应求,公司人员 09 年已达到 500 人 (不包括子公司,06 年 184,07 年 364,08 年 340 人),根据软件企业的特点,公司业务发展趋势正走出低谷,进入高速增长期。
- 公司票据流程处理系统竞争对手主要有华道、金北方、三泰电子 (公司离职人员带去的),公司在项目实施、软件方面具备较大优势。
- 公司业务面临爆发性增长的机会,我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.11 元、0.35 元、0.60 元,净利润复合增长率超过 50%,参照同等规模软件企业估值,给予 10 年 35 倍 PE,合理价格 12.25,首次给予强烈推荐评级。

风险提示:

公司面临快速发展的机会,行业投资及内部管理提升需密切跟踪。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	569	619	787	1028
同比(%)	33%	9%	27%	31%
归属母公司净利润(百万元)	-29	21	67	118
同比(%)	-454%	-29%	223%	75%
毛利率(%)	28.6%	34.6%	40.4%	44.4%
ROE(%)	-9.1%	6.1%	16.5%	22.4%
每股收益(元)	-0.15	0.11	0.35	0.60
P/E	-56.94	80.06	24.78	14.19
P/B	5.21	4.90	4.09	3.17
EV/EBITDA	-67	35	12	7

资料来源: 中投证券研究所

经过 5 年的沉淀，公司业务迎来拐点

公司作为浙江省首家在国内主板上市的软件公司，一直致力于自主产权软件的开发和应用服务，是国内专业从事软件产品的研究开发、系统集成、运营服务的高科技企业，拥有国家计算机信息系统集成一级资质企业，国家规划布局内重点软件企业，中国软件业百强企业，中国电子政务 IT 百强企业，“中国软件欧美出口工程”试点企业（软件外包型 A 类），是经国家密码管理委员会批准的商用密码产品生产定点单位。

全国布局，公司在北京、上海、深圳、宁波等主要大中城市设有二十一家办事处和十五家控股子公司，产品在工行、农行、建行、中行、交行、中信、浦发及城商行等银行，保险、税务、工商、交通、教育、司法、电力等行业和政府部门获得广泛应用，成为国内著名的软件开发商和系统集成商。

公司拥有一支高素质的专业队伍，具有强劲的技术开发、技术创新的能力。同时与微软、IBM、柯达、惠普、汉王、AVAYA、华为、思科等公司在 CTI 技术、图像处理技术等领域进行了密切的合作，与浙江大学联合组建了“浙江大学—信雅达计算机信息安全技术研究中心”。并设有博士后科研工作站。

公司在电子文档影像、电子政务、电子商务和信息安全等领域日益突显自身的核心技术优势，形成了 OCR 前的表单图像预处理和关键信息提取、数字水印识别、条码识别、自主产权的密码算法、板卡通用呼叫中心平台、板卡通用 IPCC 平台、基于 VOICEXML 的 IVR 平台等核心技术，并在工作流技术、内容管理技术、海量存储技术等不断推出和开发新产品，逐步形成了工作流、文档管理系统、VPN、视频卡、无线 POS 等产品。公司目前共获得两项国家专利、三项科技进步奖、两项国家 863 计划、三个国家重点新产品、八项国家级火炬计划项目、一项国家重点技术改造“双高一优”导向计划项目，一项“国家振兴软件行动计划产业化项目”，一项“信息产业部电子发展基金”，一项“工作流软件金软件奖”，拥有五十多项自主知识产权的软件著作权。

公司根据自身的基础与特色，实施新形势下相关软件多元化的发展战略，建设发展覆盖银行、证券、保险、电子政务、税务、电力、电信、烟草、交通等多行业的应用软件业务群，打造包括工作流、文档管理系统、VPN、视频卡、无线 POS 等产品业务群，同时，积极建设软件外包服务和运营业务群，形成产品软件、应用软件、外包软件、运营软件四大品牌，进一步确立公司在相关业务领域的领先地位。

2009 年是公司不平凡的一年

经过过往三年业务徘徊，公司 09 年大力发展核心业务，纵向来看，票据后台作业系统、通用性支付密码器、POS（通过国际 EMV 认证）为公司三大核心产品，由核心产品进入行业市场，衍生出 BPO、运营服务、系统集成等业务，横向来看，传统银行业务由于城商行的兴起和票据业务升级带来爆发性增长，从公司网站可知，2009 年公司业务迎来转机，发展迅速，已承建中国工商银行、招商银行、深圳发展银行、广东发展银行、人保、平安保险等。

占用资金比较大的环保业务，公司将有的放矢，采用有选择的接单，控制

规模,加强成本控制,以盈利为目标,,预计09年将不亏损(08年亏4000万),明年将小幅盈利。

内部治理方面,公司对子公司进行了整顿,09年4月,关闭了5家不盈利的子公司,公司管理费用率下降很快(22%下降到18%),项目团队人员供不应求,公司人员09年已达到500人(不包括子公司,06年184,07年364,08年340人),根据软件企业的特点,公司业务发展趋势正走出低谷,进入高速增长长期。

2009年是公司不平凡的一年,公司董事长郭华强先生当选为“品质杭商”,其面向电子商务的核心技术软件获2008年度全国商业科技进步一等奖,荣获2009年度“China Sourcing 第二届优秀外包企业 BPO 十强”称号,入选浙商全国500强和杭州市信息服务业十强企业及2008年度杭州市服务外包出口成长前十名企业,获2008年度最佳雇主企业称号,信用卡中心信审信贷全程电子化(无纸化)系统和基于VPN的嵌入式无线支付终端系统的产业化项目被科技部立项为2008-2009年国家级火炬计划项目,面向现代服务业的钱塘平台软件研制及应用推广及电子商务技术支撑体系研究与应用两项目均获得浙江省科技进步一等奖,电子影像 workflow 管理平台荣获2008浙江名牌称号,信用卡中心信审信贷全程电子(无纸化)系统获杭州市科技进步二等奖。

业务上,公司承建中国工商银行会计业务流程再造项目,中标广东发展银行后台业务流程再造项目,承建的深圳发展银行全行集中事后监督系统成功上线,中标大连银行同城票据提回集中处理系统项目,中标招商银行会计流程改造系统项目,300MW 机组电除尘器出口印度 中国出口印度第一个排放达标,有线 POS 终端获 EMV 等认证,中标安徽中行电话转帐业务系统及终端机具招标项目,中标信达证券档案电子化外包服务项目,中标苏州农行会计集中监控外包服务项目。

盈利预测

参照公司中报、季报及调研情况,将自行设计的产品销售(PoS机+密码器)和外购产品销售(扫描仪+交换机)合并为商品销售。

公司分业务收入预测如下

	2008 (万元)	2009 (万元)	2010 (万元)	2011 (万元)	2008 毛利率	2009 毛利率	2010 毛利率	2011 毛利率
自行软件	2283.03	2283.03	3424.55	4451.91	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
系统维护	424.80	552.24	828.36	1242.54	100.00%	85.00%	90.00%	95.00%
商品销售	13055.70	15666.84	23500.26	35250.39	22.29%	22.00%	22.00%	22.00%
软件服务	9613.37	11536.04	17880.87	26821.30	97.39%	97.00%	98.00%	99.00%
环保产品	30680.40	30987.20	31916.82	33512.66	2.66%	11.00%	12.50%	13.00%

资料来源:公司年报、中投证券研究所

公司业务面临爆发性增长的机会,我们预测公司09-11年EPS为0.11元、0.35元、0.60元,净利润复合增长率超过50%,参照同等规模软件企业估值,给予10年35倍PE,合理价格12.25,首次给予强烈推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010	2011
流动资产	437	483	556	680	营业收入	569	619	787	1028
现金	114	120	126	139	营业成本	406	405	469	572
应收账款	116	130	163	214	营业税金及附加	6	9	10	14
其它应收款	16	24	26	37	营业费用	44	48	60	78
预付账款	4	11	9	13	管理费用	129	117	138	175
存货	176	182	216	256	财务费用	17	12	17	19
其他	10	15	15	20	资产减值损失	17	13	14	15
非流动资产	298	373	477	577	公允价值变动收益	0	-0	0	-0
长期投资	89	89	89	89	投资净收益	-9	-2	4	3
固定资产	98	168	260	359	营业利润	-59	12	84	159
无形资产	26	11	-3	-17	营业外收入	29	20	20	23
其他	85	105	130	146	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	735	856	1033	1257	利润总额	-31	31	103	181
流动负债	357	432	499	546	所得税	6	3	12	22
短期借款	135	181	231	210	净利润	-37	28	91	159
应付账款	84	105	109	141	少数股东损益	-8	7	24	42
其他	137	146	159	195	归属母公司净利润	-29	21	67	118
非流动负债	41	59	78	96	EBITDA	-24	47	130	218
长期借款	40	58	77	95	EPS (元)	-0.15	0.11	0.35	0.60
其他	1	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	397	492	577	642	会计年度	2008	2009	2010	2011
少数股东权益	17	24	48	89	成长能力				
股本	195	195	195	195	营业收入	33.4	8.9%	27.1	30.6
资本公积	77	77	77	77	营业利润	-745.	-78.9	573.1	89.7
留存收益	49	70	137	255	归属于母公司净利润	-453.	-28.9	223.1	74.6
归属母公司股东权益	320	341	408	526	获利能力				
负债和股东权益	735	856	1033	1257	毛利率	28.6	34.6	40.4	44.4
现金流量表					净利率	-5.2%	3.4%	8.6%	11.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	-9.1%	6.1%	16.5	22.4
经营活动现金流	-14	55	92	178	ROIC	-20.1	6.8%	18.5	25.4
净利润	-37	28	91	159	偿债能力				
折旧摊销	18	22	29	40	资产负债率	54.1	57.4	55.8	51.1
财务费用	17	12	17	19	净负债比率	47.15	49.92	54.91	48.66
投资损失	9	2	-4	-3	流动比率	1.22	1.12	1.11	1.25
营运资金变动	-24	1	-72	-60	速动比率	0.71	0.68	0.66	0.76
其它	3	-11	31	22	营运能力				
投资活动现金流	-67	-95	-140	-142	总资产周转率	0.81	0.78	0.83	0.90
资本支出	22	100	150	150	应收账款周转率	3	4	4	4
长期投资	-79	-5	2	-1	应付账款周转率	4.99	4.28	4.37	4.57
其他	-125	0	12	6	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	59	46	55	-23	每股收益(最新摊薄)	-0.15	0.11	0.35	0.60
短期借款	4	46	50	-21	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	0.28	0.47	0.91
长期借款	19	18	19	18	每股净资产(最新摊薄)	1.65	1.75	2.10	2.70
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-2	0	0	0	P/E	-56.9	80.06	24.78	14.19
其他	38	-18	-13	-20	P/B	5.21	4.90	4.09	3.17
现金净增加额	-22	6	6	13	EV/EBITDA	-67	35	12	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

罗延军, 中投证券研究所计算机行业分析师, 6 年行业经历, 11 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 同方股份、用友软件、东软股份、安泰科技、宏图高科、南天信息

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434