

湘财证券研究所

TMT 研究小组

李元博

Tel: 021-68634510-8710

Email: lyb2876@xcsc.com

陈 钢

Tel: 021-68634510-8331

Email: cg2012@xcsc.com

合理投资价值区间

28.0~32.7 元

发行上市情况

股本结构

发行股数	2500万股
发行后总股本	9879万股

发行情况

网下发行数量	≤ 500万股
网下发行时间	10.03.02
网上发行数量	≥ 2000万股
网上发行时间	10.03.02
中签率公告日	10.03.04
资金解冻日	10.03.05
主承销商	招商证券

主要股东信息

股东名称	持股比例
中国电子科技集团公司第十五所	62.05%
王秀珍	18%
其他自然人股东	5.06%

投资要点

- **经过 20 余年的发展,形成软件产品、IT 咨询和增值服务三大主营业务格局。**公司前身为太极计算机公司,在 1987 年成立后主要从事超小型机系统研制与生产。1994 年之后,主营业务偏重于计算机系统集成及应用软件开发。2002 年,公司变更为股份有限公司,主营没有发生变化。经过一系列股权变更,公司形成了以发起人中国电子科技集团公司第十五研究所(SLS)控股和自然人持股的股权结构。专注于 IT 产品及服务领域的经营。
- **软件行业在我国处在高速发展期,作为业内领先企业,公司将分享市场份额增加带来的机会。**随着我国信息化建设的深入,软件业迎来了难得的发展机遇。从历史上来看,即使经历了十年一遇的金融危机,我国软件业仍然表现出强劲的上升势头,09 年全年保持 2 位数的同比增长率。工信部预计 2010 年去年营收增速仍然能够保持在 25%左右。从 IDC 的预测来看,我国软件方面的 IT 支出在未来 3 年将保持稳定的增长,年均增速接近 15%。
- **布局重点行业,业绩增长潜力巨大。**公司的客户主要来自政府、公共事业、金融、能源等单位。近些年,这些领域的固定资产投资力度加大,相应地会做多相关领域软件市场规模。根据 CCID 的预测,至 2012 年,上述行业的固定资产投资规模增速仍将保持 15%左右的高速增长。
- **优秀的获取政府订单能力保证公司在竞争中处于有利地位。**在金融领域,主要的竞争对手有金证股份、恒生电子、信雅达;在电力领域,新世纪作为电力、烟草行业的软件产品及服务提供商,竞争力不容小觑;而在政府方面,虽然竞争者众多,但是公司依托中国电子科技集团,容易拿到来自政府方面的订单。从近些年来政府方面收入占比的增加,我们也可以判断,公司未来收入的主要增长点来自政府。
- **资质优势有利于获取大订单。**软件业的蛋糕很大,但是能否拿到订单是所有软件类企业发展中难题。而资质要求在部分程度上将众多软件类企业进行了划分。拥有的资质数量多、质量高,则该企业就有机会获得更多的订单,领先于其他企业在业内树立品牌,增加知名度,从而在竞争中抢得先发优势。
- **盈利预测与估值:**参考 2010 年 A 股上市软件类公司 PE 预测的中位数 33 倍,我们给出公司 2010 的 PE 区间为 30~35 倍,对应合理价值投资区间 28.0~32.7 元。
- **风险因素:**市场竞争风险、毛利率下降的风险。

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1680	2118	2578	3063
收入同比(%)	26%	26%	22%	19%
归属母公司净利润	62	92	120	151
净利润同比(%)	22%	50%	31%	25%
毛利率(%)	15.6%	15.7%	15.7%	15.7%
ROE(%)	26.2%	8.9%	10.4%	11.5%
每股收益(元)	0.62	0.93	1.22	1.53

目录

扎根行业应用的软件与服务提供商	4
行业层面竞争优势来自我国软件业的蓬勃发展	5
公司层面竞争优势来自行业布局	6
布局重点行业，受益IT投资	6
政府订单的获取能力是业绩增长的保证	7
资质优势铸造行业壁垒	8
募投项目增强主营业务竞争实力	8
盈利预测与估值	9
风险提示	10

图目录

图 1 发行前股权结构示意图	4
图 2 营业收入及增速	5
图 3 截至 2009 年收入按行业分类占比情况	5
图 4 我国软件业营收保持高速增长	6
图 5 我国软件支出规模持续增加	6

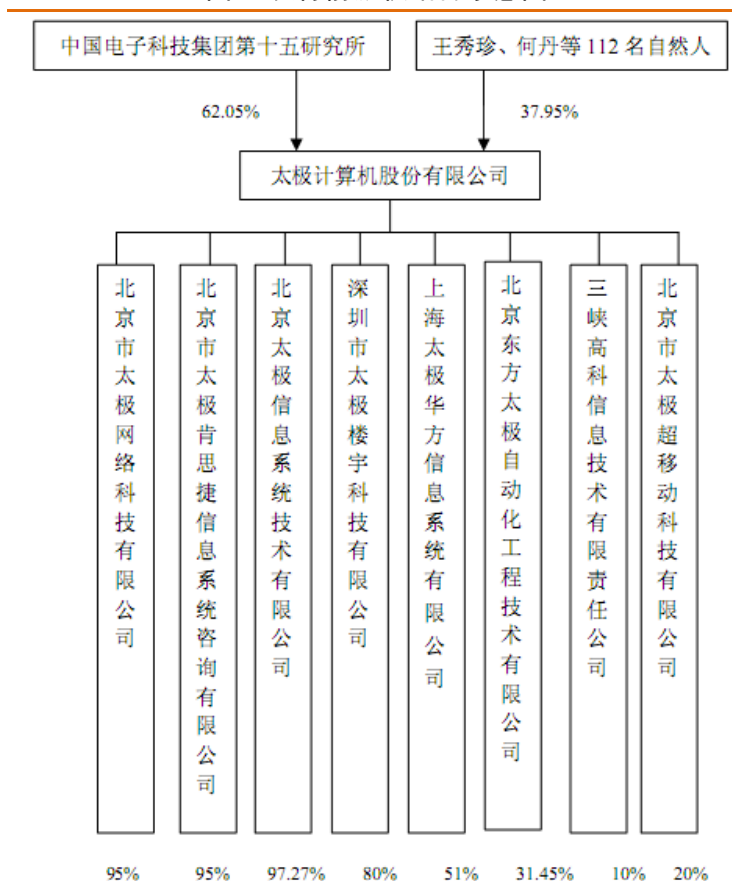
表目录

表 1 重点行业信息化建设投资规模	6
表 2 2008~2010 年重点行业IT市场投资规模预测	7
表 3 扶持政策有利于电子政务市场发展	7
表 4 公司部分资质认证	8
表 5 扶持政策有利于电子政务市场发展	9
表 6 核心假设	9
表 7 创业板IT类公司估值预测	10

扎根行业应用的软件与服务提供商

公司前身为太极计算机公司，在1987年成立后主要从事超小型机系统研制与生产。1994年之后，主营业务偏重于计算机信息系统集成及应用软件开发。2002年，公司变更为股份有限公司，主营没有发生变化。经过一系列股权变更，公司形成了以发起人中国电子科技集团公司第十五研究所（SLS）控股和自然人持股的股权结构。

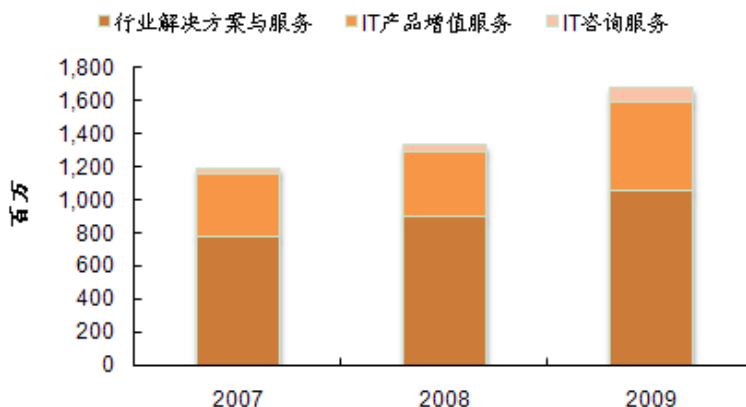
图 1 发行前股权结构示意图



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

公司主要提供行业解决方案与服务、IT咨询、IT产品增值服务等一体化IT服务。其中，行业解决方案与服务是指为客户提供行业应用软件开发、IT基础设施建设、系统集成及系统运行维护等系列服务。IT咨询是指信息化项目总体规划、项目立项咨询、系统设计、总承包管理、工程监理、系统测试等专业服务。IT产品增值服务是指围绕企业级软件系统平台、服务器、存储及系统管理等IT产品的销售及定制开发、系统维护、性能优化等增值服务。

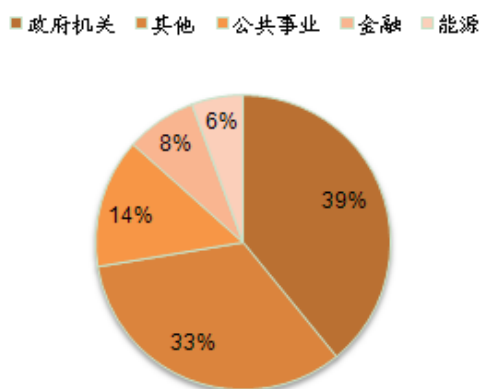
图 2 营业收入及增速



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

公司的行业客户主要来自政府、公共事业、金融、能源等。其中，来自政府机关得收入占比在近三年逐渐提高。对于一般公司来说，政府机关是信用度极高的客户，基本上不存在账款无法回收的风险。并且采购订单数量稳定，有利于公司业绩的保障。

图 3 截至 2009 年收入按行业分类占比情况



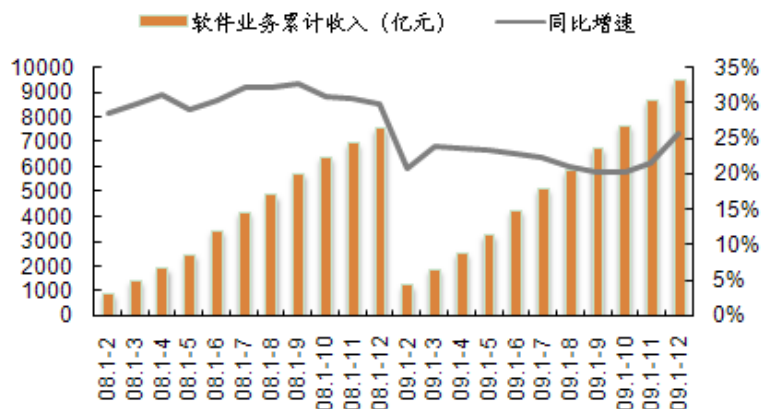
资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

行业层面竞争优势来自我国软件业的蓬勃发展

随着我国信息化建设的深入，软件业迎来了难得的发展机遇。从历史上来看，即使经历了十年一遇的金融危机，我国软件业仍然表现出强劲的上升势头，09年全年保持2位数的同比增长率。工信部预计2010年去年营收增速仍然能够保持在25%左右。

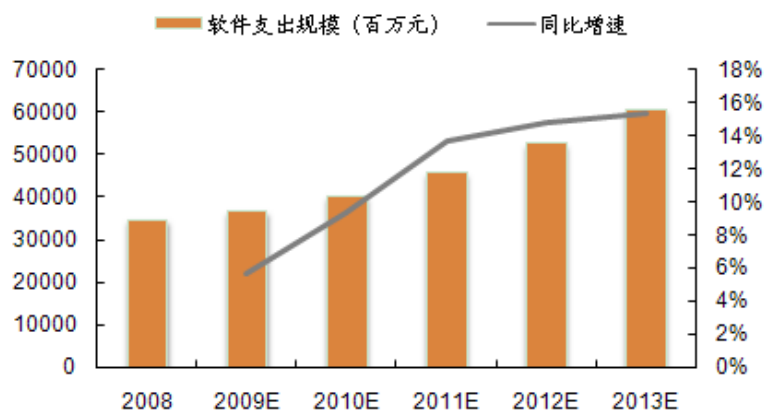
从软件业发展的动因来看，行业信息化程度的加深、现有软件产品功能的升级、企业经营效率提升、产品复杂化程度的提高都对软件产品和服务提出了更高的要求，直接催生了相应需求，促使软件业规模快速地增长。从IDC的预测来看，我国软件方面的IT支出在未来3年将保持稳定的增长，年均增速接近15%。

图 4 我国软件业营收保持高速增长



资料来源：工信部，湘财证券研究所

图 5 我国软件支出规模持续增加



资料来源：IDC，湘财证券研究所

公司层面竞争优势来自行业布局

布局重点行业，受益 IT 投资

从行业的角度来看，我国政府、公共事业、金融、能源、电信等重点行业的信息化建设需求较为旺盛。这和经济高速增长是密不可分的。上述行业IT支出的增加，给从事该领域的软件产品和服务提供商带来了发展机遇。

表 1 重点行业信息化建设投资规模

单位: 亿元	2007	2008	同比增速
政府	663.3	741.6	11.80%
银行	452.6	484.3	7.00%
保险	100.5	107.3	6.80%

证券	127.3	140	10.00%
电力	115.7	130.2	12.50%
石化	84.4	95.4	13.00%
煤炭	44.5	50.7	14.00%
电信	789.4	934.7	18.40%
交通	194.3	242.9	25.00%
医疗	82.7	96.4	16.60%

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

公司的客户主要来自政府、公共事业、金融、能源等单位。近些年，这些领域的固定资产投资力度加大，相应地会做多相关领域软件市场规模。根据CCID的预测，至2012年，上述行业的固定资产投资规模增速仍将保持15%左右的高速增长。

表 2 2008~2010 年重点行业 IT 市场投资规模预测

	累计投资规模 (亿元)	CAGR
政府	5186.8	15.40%
科研	674.3	15.30%
文化传媒	1036.3	13.10%
医疗卫生	657.4	16.60%
银行	3115.2	13.40%
保险	689	22.10%
电力	1097.1	16.50%
石油	757.3	18.40%

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

政府订单的获取能力是业绩增长的保证

公司的主要收入来源是政府、金融、电力等领域。在金融领域，主要的竞争对手有金证股份、恒生电子、信雅达；在电力领域，新世纪作为电力、烟草行业的软件产品及服务提供商，竞争力不容小觑；而在政府方面，虽然竞争者众多，但是公司依托中国电子科技集团，容易拿到来自政府方面的订单。从近些年来自政府方面收入占比的增加，我们也可以判断，公司未来收入的主要增长点来自政府。

再从近些年我国电子政务推广的力度来看：“国家信息化发展战略”、“产业结构调整目录”等政策明确支持我国电子政务的发展，提升政府工作效率；其次，金字工程项目如金审、金质、环保、能源管理等已在08年陆续进入实质性投入阶段，未来数年仍是项目开展期。我们判断，未来数年，来自政府方面的IT订单将继续维持充足的状态。公司的大股东电子科技集团公司第十五研究所，隶属中国电子科技集团公司，国资的背景让公司在竞争政府订单方面具有较强的竞争力。

表 3 扶持政策有利于电子政务市场发展

颁布时间	政策	主要精神
2006	2006-2020 年国家信息化发展战略	将电子政务作为我国信息化发展的重点之一。重点发展业务包括财政、金融、税收、工商、海关、国资监管、质检、食品药品安全等。

2006	国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006 - 2020 年）	提出重点发展现代服务业信息支撑技术及大型应用软件，其中包括电子政务领域的应用。
2007	产业结构调整指导目录（2007 年本）	将电子商务和电子政务技术及系统开发与应作为鼓励类项目。
2007	信息产业“十一五”规划	软件方面加强基础软件和软件应用平台的建设，将电子政务作为示范领域。

资料来源：湘财证券研究所

资质优势铸造行业壁垒

软件业的蛋糕很大，但是能否拿到订单是所有软件类企业发展中难题。而资质要求在部分程度上将众多软件类企业进行了划分。拥有的资质数量多、质量高，则该企业就有机会获得更多的订单，领先于其他企业在业内树立品牌，增加知名度，从而在竞争中抢得先发优势。

公司前身成立于上世纪80年代，经过几十年的发展，拥有较全的资质认证，并且是众多重量级资质的首批获得者。目前，公司拥有包括系统设计、系统集成、涉密集成、信息安全服务、工程监理、安防工程等全面的业务资质，成为国内市场少数可以为用户提供一体化服务的IT服务企业。

表 4 公司部分资质认证

颁发单位	资质名称
国家原信息产业部	首批计算机信息系统集成壹级资质（11 家）
国家保密局	全国涉及国家秘密的计算机信息系统集成甲级资质（15 家）
国家原信息产业部	信息系统工程监理资质（注）
国家原建设部	全国首批电子通信广电行业电子工程类（电子系统）甲级资质
国家原建设部	全国首批建筑智能化系统工程设计专项甲级资质
国家原建设部	建筑智能化工程专业承包壹级资质
国家原建设部	电子工程专业承包壹级资质
中国信息安全产品测评认证中心	信息安全服务资质（安全工程类一级）
中国安全防范产品行业协会	安防工程企业壹级资质
-	通过软件能力成熟度模型集成 CMMI 三级认证
北京市工业促进局	北京市认定企业技术中心
国家人民防空办公室	人防信息系统建设保密项目设计（施工）资质认证书

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

募投项目增强主营业务竞争实力

通过本次A股公开发行，公司计划募集2.8亿左右，用于5个项目的投资。在这些项目中公司已经有了部分成功经验，其中一些项目已经进入实际开发阶段，部分项目已经进入调研阶段。从公司项目开展的经验和研发实力来看，募投项目的成功实施不会有太大的风险。而公司的主营业务集中在政务、电力、金融领域，

募投项目的成功达产有利于增加主营业务收入，从而达到预期的收益水平。

根据公司的预测，募投项目第一年能够给公司带来1.29亿元收入，安全边际率达到42%。在未来3年及更长时间，安全边际率均在50%以上，盈利预测较为合理。

表 5 扶持政策有利于电子政务市场发展

项目名称	项目总投资 (万元)
突发公共事件应急平台	6,031.09
电子政务应用支撑平台	5,992.32
新一代数据中心综合管理系统	5,684.34
电力生产运行监控系统	5,337.58
新一代银行综合业务系统	5,022.15
合计	28,067.48

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

盈利预测与估值

根据对公司业务的分析，我们认为公司三大业务中收入占比较高的行业解决方案与服务、IT咨询服务仍将保持稳定的增长。理由是近些年电子政务领域发展迅速，市场规模不断增加，公司国资大股东的背景和多年积累的项目经验保证公司能够享受市场规模增加带来的业绩增长。并且，电力、金融领域的IT需求随这两个行业的快速增长而相应增加。公司的募投项目集中于公司的优势业务，有利于公司进一步拓宽市场。

毛利率方面，我们认为公司综合毛利率将稳中有升。这是由于毛利率较高的IT咨询服务收入占比不断提升所致。随着公司规模和实力的提升，业务中心会自然地高端的IT咨询进行迁移，这样做一方面可以给公司带来更多的利润空间，另一方面通过咨询服务来促进自有产品的销售。这在世界众多知名公司中均可见一斑，比如IBM、ORACLE。

表 6 核心假设

营业收入 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
行业解决方案与服务	105,886	137,652	172,065	206,478
IT 产品增值服务	53,396	64,075	73,686	84,739
IT 咨询服务	8,733	10,042	12,051	15,064
合计	168,014	211,769	257,802	306,280
营业成本 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
行业解决方案与服务	87,213	112,874	141,437	170,344
IT 产品增值服务	50,737	61,191	70,370	80,926
IT 咨询服务	3,901	4,519	5,423	6,779
合计	141,850	178,585	217,230	258,048
综合毛利率	2008	2009E	2010E	2011E
	15.57%	15.67%	15.74%	15.75%

资料来源：湘财证券研究所

估值方面我们采用PE估值法。参考2010年A股上市软件类公司PE预测的中

位数33倍，我们给出公司2010的PE区间为30~35倍，对应合理价值投资区间28.0~32.7元。

表 7 创业板 IT 类公司估值预测

证券代码	证券简称	PE (2010E)
600446.SH	金证股份	22.8366
600289.SH	亿阳信通	27.5357
002073.SZ	青岛软控	27.9189
600410.SH	华胜天成	29.0122
600718.SH	东软集团	30.432
002065.SZ	东华软件	30.5993
300047.SZ	天源迪科	30.8695
002232.SZ	启明信息	31.9976
600845.SH	宝信软件	32.0562
002093.SZ	国脉科技	34.3166
002153.SZ	石基信息	36.0742
600570.SH	恒生电子	37.9823
002279.SZ	久其软件	38.9303
002230.SZ	科大讯飞	39.8986
002063.SZ	远光软件	39.9236
600588.SH	用友软件	40.6423
002280.SZ	新世纪	42.1811
300010.SZ	立思辰	46.9201
中位数		33.1864

资料来源：Wind，湘财证券研究所

风险提示

市场竞争风险：从事电子政务、电力、金融领域的IT类企业众多，公司虽然具有一定的项目经验优势，但是不排除众多厂商蚕食公司市场份额的风险。

毛利率进一步下降的风险：公司在承接政府方面的订单时不具有议价能力，造成公司的毛利率较低，不排除未来毛利率进一步下降的可能。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	905	1505	1510	1516	营业收入	1680	2118	2578	3063
现金	442	1108	1112	1119	营业成本	1419	1786	2172	2581
应收账款	341	276	276	276	营业税金及附加	24	31	38	45
其他应收款	56	49	49	49	营业费用	46	56	66	76
预付账款	26	30	30	30	管理费用	109	137	157	181
存货	15	17	17	17	财务费用	1	-7	-5	-5
其他流动资产	25	25	25	25	资产减值损失	8	8	8	8
非流动资产	45	189	329	463	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	13	13	13	13	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	15	111	203	290	营业利润	72	108	141	177
无形资产	0	50	100	150	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	18	15	13	10	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	950	1694	1838	1979	利润总额	73	109	143	179
流动负债	700	640	664	654	所得税	11	17	22	28
短期借款	0	0	0	0	净利润	62	92	120	151
应付账款	182	161	172	167	少数股东损益	0	-0	-0	-0
其他流动负债	518	479	492	488	归属母公司净利润	62	92	120	151
非流动负债	14	13	13	13	EBITDA	73	103	144	185
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.83	0.93	1.22	1.53
其他非流动负债	14	13	13	13	主要财务比率				
负债合计	714	653	677	667	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	2	2	1	1	成长能力				
股本	74	99	99	99	营业收入	26.0%	26.0%	21.7%	18.8%
资本公积	2	690	690	690	营业利润	71.0%	49.8%	31.3%	25.6%
留存收益	159	251	371	522	归属于母公司净利润	21.8%	50.1%	30.5%	25.4%
归属母公司股东权益	234	1039	1160	1311	获利能力				
负债和股东权益	950	1694	1838	1979	毛利率(%)	15.6%	15.7%	15.7%	15.7%
现金流量表					净利率(%)	3.7%	4.4%	4.7%	4.9%
单位:百万元					ROE(%)	26.2%	8.9%	10.4%	11.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	-31.3%	-136.7%	220.6%	75.2%
经营活动现金流	142	96	150	152	偿债能力				
净利润	62	92	120	151	资产负债率(%)	75.1%	38.6%	36.8%	33.7%
折旧摊销	0	3	8	13	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	1	-7	-5	-5	流动比率	1.29	2.35	2.27	2.32
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.27	2.32	2.24	2.29
营运资金变动	0	17	26	-7	营运能力				
其他经营现金流	79	-8	0	-0	总资产周转率	2.00	1.60	1.46	1.60
投资活动现金流	-6	-150	-150	-150	应收账款周转率	5	6	9	10
资本支出	6	100	100	100	应付账款周转率	8.79	10.40	13.04	15.26
长期投资	0	0	-0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-50	-50	-50	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.93	1.22	1.53
筹资活动现金流	-1	720	5	5	每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	0.98	1.51	1.54
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.37	10.52	11.74	13.27
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	25	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	688	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1	7	5	5	EV/EBITDA	-6	-4	-3	-2
现金净增加额	136	666	5	7					

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。