

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
20.9~24.4 元
发行上市情况
股本结构

发行股数	1750万股
发行后总股本	6853万股

发行情况

网下发行数量	≤ 350万股
网下发行时间	10.03.04
网上发行数量	≥ 1400万股
网上发行时间	10.03.04
中签率公告日	10.03.10
资金解冻日	10.03.11
主承销商	华龙证券

主要股东信息

股东名称	持股比例
陈俭	35.77%
北京电信投资有 限公司	29%
联想投资有限公 司	29%

投资要点

- **优秀的软件与 IT 服务提供商。**公司的前身为北京联信永益科技有限公司，成立于 2002 年。主要从事行业应用软件开发、计算机信息系统集成和专业技术服务等 IT 服务业务。公司深耕电信领域，客户遍及全国，与数十个地区的移动、联通、电信运营商建立了长期的合作关系。在非电信领域，公司积极拓展了烟草行业及国家税务总局、民航管理局、中国铝业等重点客户。
- **公司受益于我国软件业的高速增长。**信息产业是我国鼓励发展的战略性新兴产业，众多的扶持政策和广阔的市场空间给整个行业带来难得的发展机遇。在金融危机期间，为了抵御衰退，《鼓励软件行业 and 集成电路产业发展若干政策》应运而生。这剂强心针让我国软件业在困难重重的 09 年仍然保持 25% 以上的增速。在 2010 年，工信部的目标是维持目前软件业的增长势头，预计增速仍然在 25% 左右。
- **近些年我国电信业的高速发展给公司带来难得的发展机遇。**公司的收入主要来源于通信运营商。移动、联通、电信公司的总部和全国数十个地区的分公司均是公司的主要客户。在我国，通信运营商拥有世界上最大规模的市场，潜在消费潜力非常巨大。随着 3G 的推广，电信业的固定资产投资力度空前加大，相应地带来电信应用系统及软件方面投入的增加。公司主营收入中来自电信方面的占 76%，我国电信业的高速发展迅速扩大了电信业系统及软件市场规模。作为该领域市场份额排名前十的供应商，公司能够分享市场蛋糕做大带来的机遇。
- **ICT 领域市场份额名列前茅，未来有望维持。**ICT 行业在我国虽然起步晚于西方发达国家和地区，但是发展迅速，自 05 年开始，年均增速达到 20%。在该领域，通信运营商凭借资源优势，发展迅速，排名前三的是中国电信系统集成公司、中国联通系统集成有限公司和中国通信服务股份有限公司。目前公司市场份额排名第四。我们认为，公司来自电信领域的收入较高，说明在承接该领域的项目时和同类型公司比具有技术、成本、信誉上的优势。随着我国 ICT 市场的发展，容易在规模上取得较大的突破，从而获得较大的增长。
- **募投项目增强竞争实力。**公司募集资金主要投向五个项目，目前公司已经启动了 IT 服务平台项目和电信运营商下一代业务运营支撑系统项目。公司计划在五个募投项目达产后，能够带来每年净利润 580 万元、1085 万元、1115 万元、1167 万元和 1261 万元。募投项目的实施会进一步增强公司在相关领域的竞争实力。
- **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 20.9~24.4 元。
- **风险因素：**客户集中的风险、税收优惠政策变动的风险。

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	703	776	911	1031
收入同比(%)	10%	10%	17%	13%
归属母公司净利润	46	48	57	66
净利润同比(%)	10%	4%	20%	16%
毛利率(%)	20.5%	19.9%	20.8%	21.9%
ROE(%)	28.4%	7.8%	8.6%	9.0%
每股收益(元)	0.67	0.70	0.83	0.96

目录

优秀的软件与IT服务提供商	4
处在高速增长期的软件业给相关企业带来发展机遇	5
主营业务收入受益于电信业的高速发展	7
ICT领域市场份额名列前茅，未来有望维持	8
募投项目增强主营业务竞争实力	9
盈利预测与估值	10
风险提示	11

图目录

图 1 发行前股权结构示意图	4
图 2 营业收入及净利润水平增长稳定	4
图 3 我国软件业营收保持高速增长	5
图 4 我国软件支出规模持续增加	6
图 5 电信应用系统市场规模持续增加	7
图 6 电信应用软件市场规模持续增加	7
图 7 我国ICT市场规模增长迅速	8
图 8 2008 年中国ICT市场行业分布	9

表目录

表 1 产业政策与受惠的IT行业	5
表 2 2008 年电信应用软件厂商市场排名	8
表 3 ICT领域市场占有率	9
表 4 募投项目	9
表 5 核心假设	10
表 6 IT类公司估值预测	10

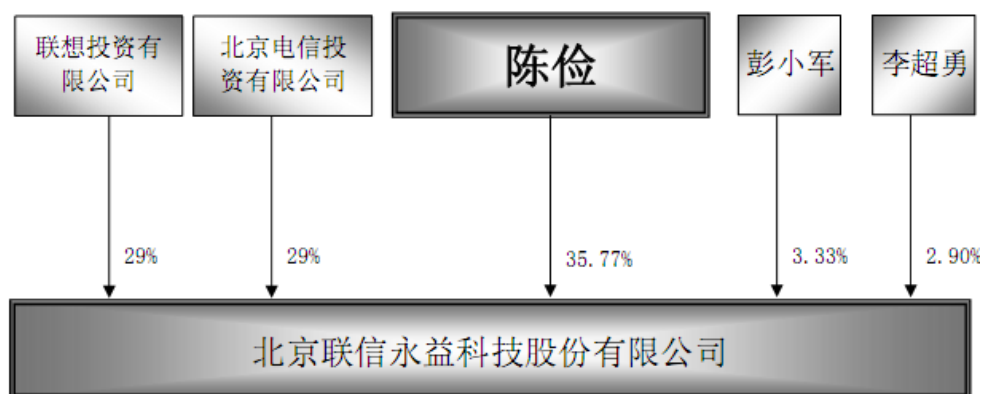
优秀的软件与 IT 服务提供商

公司的前身为北京联想永益科技有限公司，成立于2002年。主要从事行业应用软件开发、计算机信息系统集成和专业技术服务等IT服务业务。

公司在技术创新与产品研发方面均具备很强的实力，并与国际知名IT公司如CISCO、FORTINET、IBM、HP、SUN、ORACLE、BEA、EMC等建立了业务合作伙伴关系。公司曾获得工信部颁发的“2008年中国软件业收入前百家企业”、“中国成长型中小企业100强”、“中国通信业十大成长型中小企业”等众多荣誉称号。公司还成为了2008年奥运通信保障合作伙伴，是奥运主要场馆及场所的WLAN供应商，圆满完成了北京奥运通讯保障工作。

公司深耕电信领域，客户遍及全国，与数十个地区的移动、联通、电信运营商建立了长期的合作关系。在非电信领域，公司积极拓展了烟草行业及国家税务总局、民航空管局、中国铝业等重点客户。

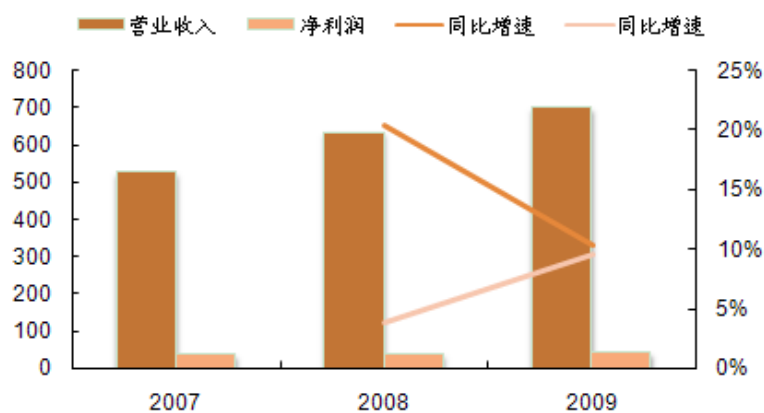
图 1 发行前股权结构示意图



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

公司的营收及净利润增速较为稳定，在近3年两者均保持增长的态势。由于公司的大客户主要来自电信运营商，在08年金融危机期间，恰逢运营商大规模投资阶段，所以公司的营收基本没有受到影响。

图 2 营业收入及净利润水平增长稳定

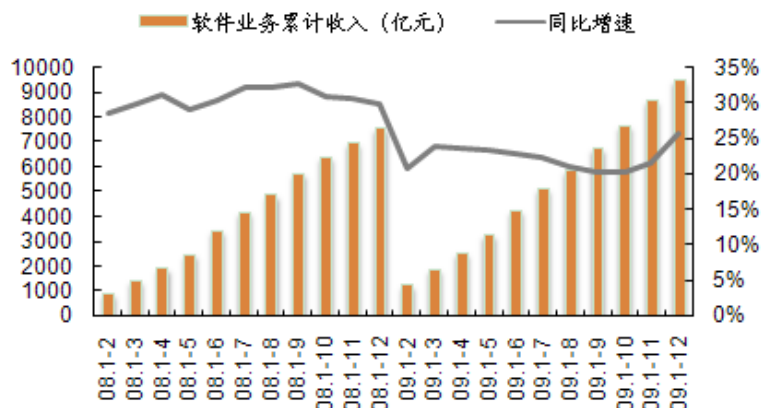


资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

处在高速增长期的软件业给相关企业带来发展机遇

信息产业是我国鼓励发展的战略性新兴产业，众多的扶持政策和广阔的市场空间给整个行业带来难得的发展机遇。在金融危机期间，为了抵御衰退，《鼓励软件行业和集成电路产业发展若干政策》应运而生。这剂强心针让我国软件业在困难重重的09年仍然保持25%以上的增速。在2010年，工信部的目标是维持目前软件业的增长势头，预计增速仍然在25%左右。

图 3 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

表 1 产业政策与受惠的 IT 行业

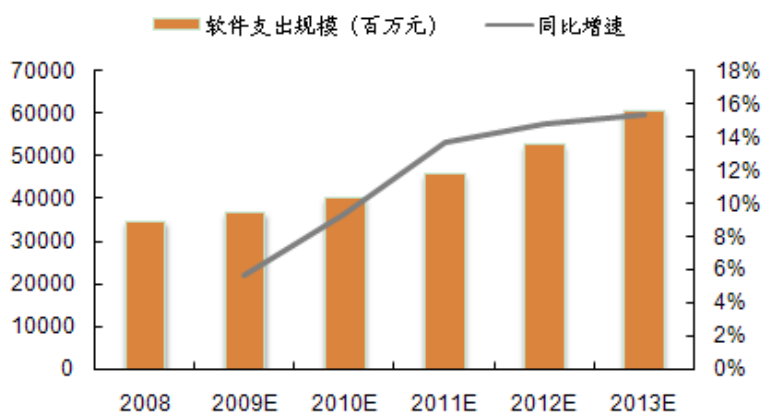
产业政策	发布时间	重要条款	受惠企业
国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要	2006 年	● 加快促进高技术产业从加工装配为主向自主研发制造延伸； ● 大力发展集成电路、软件和新型元器件等核心产业； ● 重点培育光电通信、无线通信、高性能计算及网络设备等信息产业群； ● 建设基于网络的先进计算平台，实现万亿次高性能计算机产业化。	有自主研发实力的计算机整机、高端服务器制造企业，软件企业
《2006-2020 年国家信息化发展战略》	2006 年	● 提高农村网络普及率。整合涉农信息资源，规范和完善公益性信息中介服务； ● 促进信息技术在能源、交通运输、冶金、机械和化工等行业的普及应用，推进设计研发信息化、生产装备数字化、生产过程智能化和经营管理网络化； ● 加快发展网络增值服务、电子金融、现代物流、连锁经营、专业信息服务、咨询中介等新型服务业； ● 加快教育科研、医疗卫生信息化步伐； ● 突破集成电路、软件、关键电子元器件、关键工艺装备等基础产业的发展瓶颈。	具有较强研发实力的计算机制造企业，有医疗、教育、电子政务信息系统集成经验的软件服务类企业
《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020 年）》	2006 年	● 重点研究开发金融、物流、网络教育、传媒、医疗、旅游、电子政务和电子商务等现代服务业领域发展所需的高可信网络软件平台及大型应用支撑软件、中间件、嵌入式软件、网格计算平台与基础设施，软件系统集成等关键技术，提供整体解决方案； ● 重点开发具有先进概念的计算方法和理论，发展以新概念为基础的、具有每秒千万亿次以上浮点运算能力和高效可信的超级计算机系统、新一代服务器系统，开发新体系结构、海量存储、系统容错等关键技术。	行业应用软件类企业，高性能计算机、服务器制造企业

《产业结构调整目录 (2007 年本)》	2007年	● 鼓励大中型电子计算机及高性能微机、工作站、服务器设备制造; ● 集成电路设计、线宽0.35微米及以下大规模数字集成电路制造、1微米及以下模拟、数模集成电路制造及QFP、BGA、PGA、CSP、MCM等高密度封装与测试; ● 新型电子元器件制造; ● 医疗电子产品制造,金融电子设备制造及系统建设; ● 软件开发生产、测试及服务。	服务器制造企业,银行、医疗专用设备制造企业,软件企业
《信息产业“十一五”规划》	2007年	● 进一步提高基础网络特别是宽带接入网络的覆盖率,城镇地区基本实现宽带接入,同时逐步向农村地区延伸; ● 优先发展集成电路设计业;积极发展集成器件制造 (IDM) 模式,鼓励新一代芯片生产线建设,推动现有生产线的技术升级;提升高密度封装测试能力;增强关键设备仪器和基础材料的开发能力; ● 大力发展自主品牌软件产品和服务;加强软件企业开发及质量管理体系建设,提高软件工程化水平;重点支持基础软件、行业应用软件、开发工具、中间件和软件外包;积极发展网络游戏、动漫等新兴数字内容产业;继续推动软件正版化工作; ● 重点支持高性能计算机、高端服务器的研制,积极开展下一代互联网技术和产品的研发生产,加快发展大容量存储产品; ● 重点发展金融、汽车、电力、机床、医疗等应用电子产品和装备。	高性能计算机、服务器制造企业,软件企业,计算机专用设备 (金融、医疗等) 制造企业
《电子信息产业调整振兴规划》	2009年	● 支持骨干企业笔记本电脑研发中心建设和关键部件产业化,提升公共技术服务能力,构建笔记本电脑设计、生产、检测体系; ● 支持高性能计算机、服务器以及关键配套部件的研发和产业化; ● 实施政府国产软件替代计划; ● 支持建设国家软件产业基地 (出口基地) 公共服务平台和辐射国外的软件外包服务平台。	具有研发实力的笔记本厂商,高性能计算机、服务器的研制厂商,软件出口类、外包类企业

资料来源:湘财证券研究所

此外,我国的信息化程度仍然不深。在未来几年,政府机关、军警、事业单位、医疗系统是信息化建设的重点。由于IT技术发展迅猛,产品的更新速度快,这催生了各类企业对现有信息平台的升级需求。根据IDC的预测,未来3年我国软件方面的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 我国软件支出规模持续增加



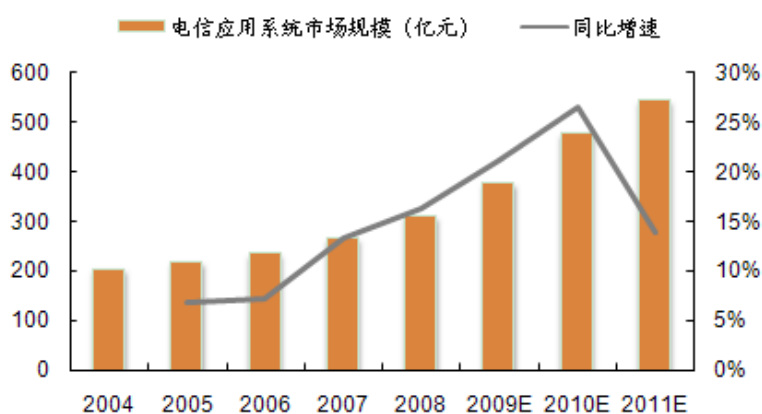
资料来源: IDC, 湘财证券研究所

主营业务收入受益于电信业的高速发展

公司的收入主要来源于通信运营商。移动、联通、电信公司的总部和全国数十个地区的分公司均是公司的主要客户。在我国，通信运营商拥有世界上最大规模的市场，潜在消费潜力非常巨大。随着3G的推广，电信业的固定资产投资力度空前加大，相应地带来电信应用系统及软件方面投入的增加。

根据CCW的统计，电信应用系统市场规模在08年就达到312.40亿元。预计2010年电信应用系统市场规模将达到479.10亿元，同比增速26.60%。在2011年，随着主要电信运营商对于电信应用系统建设进入整合与完善阶段，市场规模增幅将有所放缓，预计2011年电信应用系统市场将达到545.90亿元。

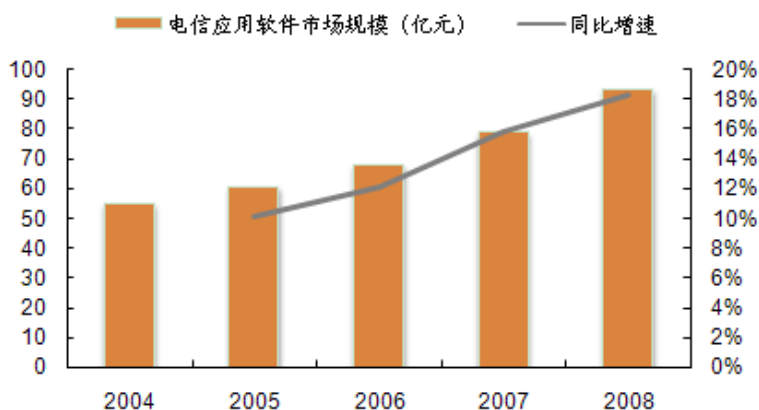
图 5 电信应用系统市场规模持续增加



资料来源：CCW，湘财证券研究所

电信应用软件方面，08年该市场规模就达到93.7亿元，在过去的几年中一直保持较高的增长速度。这是由于电信硬件系统的建设已经基本完成，尤其是GSM网络的成熟，运营商投资的重点从硬件设备转向了软件，来提高服务能力和管理能力，增加综合竞争力。

图 6 电信应用软件市场规模持续增加



资料来源：CCW，湘财证券研究所

公司收入的主要来源是电信业，后者的高速发展迅速扩大了电信业系统及软

件市场规模。作为该领域市场份额排名前十的供应商，公司能够分享市场蛋糕做大带来的机遇。

表 2 2008 年电信应用软件厂商市场排名

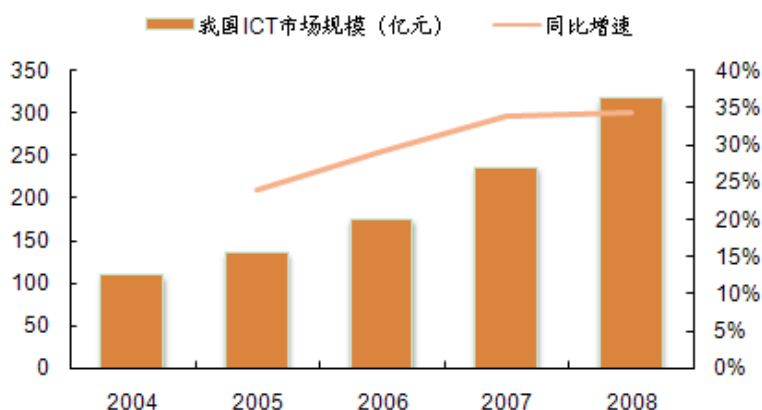
市场排名	企业	份额
1	亚信	7.60%
2	联创	6.40%
3	神码思特奇	4.60%
4	华为	3.80%
5	中兴软创	3.30%
6	东软	2.40%
7	Amdocs 朗新	2.10%
8	亿阳信通	2.10%
9	联信永益	1.48%
10	普信	1.20%
11	其他	65.10%

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

ICT 领域市场份额名列前茅，未来有望维持

ICT服务业务指依托电信资源和利用通信技术，从事相关的软件开发、系统集成、IT系统管理及运营维护外包等服务，目前客户主要是有局域网的企业客户和政府部门。

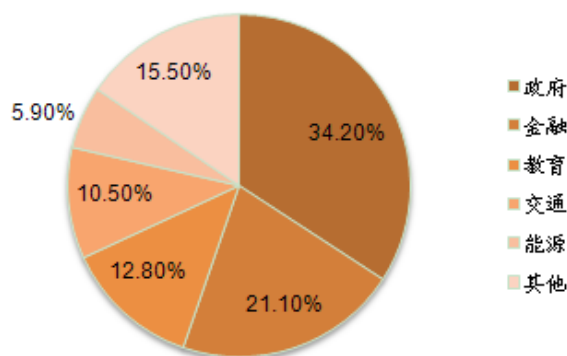
图 7 我国 ICT 市场规模增长迅速



资料来源：CCW，湘财证券研究所

ICT行业在我国虽然起步晚于西方发达国家和地区，但是发展迅速，自05年开始，年均增速达到20%。ICT的行业应用方面，政府、金融、教育、交通、制造业、流通贸易等领域对ICT都有较高的需求，需求中以政府、金融为主。截止2008年，政府行业占整个ICT服务市场的比例为34.20%，金融占21.10%，教育占12.80%。

图 8 2008 年中国 ICT 市场行业分布



资料来源：CCW，湘财证券研究所

在该领域，通信运营商凭借资源优势，发展迅速，排名前三的是中国电信系统集成公司、中国联通系统集成有限公司和中国通信服务股份有限公司。目前公司市场份额排名第四。我们认为，公司来自电信领域的收入较高，说明在承接该领域的项目时和同类型公司比具有技术、成本、信誉上的优势。随着我国ICT市场的发展，容易在规模上取得较大的突破，从而获得较大的增长。

表 3 ICT 领域市场占有率

时间	市场规模 (亿元)	联信永益规模 (亿元)	联信永益占有率
2006 年	176.70	0.78	0.44%
2007 年	236.80	1.45	0.61%
2008 年	318.50	1.71	0.54%

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

公司募集资金主要投向五个项目，目前公司已经启动了IT服务平台项目和电信运营商下一代业务运营支撑系统项目，累计投入265万和538万。其中，IT 服务平台项目属营销和服务平台建设型项目，其他四个项目均为公司主要软件产品的研发项目。

公司计划在五个募投项目达产后，能够带来每年净利润580万元、1085万元、1115万元、1167万元和1261万元。募投项目的实施会进一步增强公司在相关领域的竞争实力。

表 4 募投项目

项目名称	项目总投资 (万元)
联信永益 IT 服务平台	2600
联信永益电信运营商下一代业务运营支撑系统	4895
联信永益电信网络资源管理系统	4710
联信永益数据应用集成系统	4491
联信永益无线数据网络系统	4504

合计

21200

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来源的电信业务、政府业务和烟草业务收入将进一步得到提高。其中电信业务在近3年仍将保持较快发展，这是基于整个电信业在固定资产部分投资建设高峰期过后会将投资重点转向相关的软件部分这样一个判断。尤其是3G网络应用的推广，用户数量积累至更大的规模，带来电信运营管理系统升级优化的刚性需求，未来的市场前景可观。政府部门和烟草行业由于其特殊性，对IT管理系统的需求增长比较稳定。

毛利率方面，我们认为公司综合毛利率将维持现在的水平，这是由于客户的特殊性。系统集成的毛利率是公司三项主营中最高的，达到40%以上。一般的公司系统集成业务毛利率一般在10%左右，高的也不过20%~30%的水平。这是由于公司的客户主要是电信、政府和烟草，尤其前两者，硬件集成业务上属于较为高端的，所以毛利率水平较高。如果公司经营的重点客户不发生大的变化，未来毛利率水平仍将维持。

表 5 核心假设

营业收入 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
系统集成	58,955	64,850	74,578	82,035
技术服务	5,814	6,686	8,692	10,865
自行开发软件	5,472	6,019	7,824	10,172
其他业务收入	45	45	49	51
合计	70,285	77,599	91,143	103,123
营业成本 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
系统集成	52,116	57,717	66,374	73,011
技术服务	3,059	3,677	4,781	6,193
自行开发软件	668	782	1,017	1,322
其他业务收入	17	18	20	21
合计	55,860	62,194	72,191	80,547
综合毛利率	2009	2010E	2011E	2012E
	20.52%	19.85%	20.79%	21.89%

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20.9~24.4元。

表 6 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

客户集中度较高的风险：如果核心客户流失或其生产经营发生重大不利变化，或者新客户的开发过于缓慢，客户过于集中可能会给本公司经营带来一定风险。

税收优惠政策变动的风险：公司享受的增值税退税优惠政策存在变动的风险，会影响公司的净利润水平。

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	391	576	527	578	营业收入	703	776	911	1031
现金	166	342	273	309	营业成本	559	622	722	805
应收账款	92	99	109	119	营业税金及附加	6	6	7	8
其他应收款	11	12	12	12	营业费用	14	16	19	21
预付账款	14	13	13	13	管理费用	74	89	102	115
存货	108	110	120	125	财务费用	5	-5	3	14
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	9	223	718	747	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	2	2	2	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	2	83	341	455	营业利润	45	47	58	68
无形资产	5	55	105	155	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	0	83	270	135	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	400	800	1245	1325	利润总额	51	53	63	73
流动负债	236	189	578	591	所得税	5	5	6	7
短期借款	20	0	374	394	净利润	46	48	57	66
应付账款	111	95	103	99	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	105	94	101	99	归属母公司净利润	46	48	57	66
非流动负债	3	2	2	2	EBITDA	50	44	72	103
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.90	0.70	0.83	0.96
其他非流动负债	3	2	2	2	主要财务比率				
负债合计	239	191	580	594	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	51	69	69	69	营业收入	10.4%	10.4%	17.5%	13.1%
资本公积	0	382	382	382	营业利润	25.6%	4.4%	21.9%	17.2%
留存收益	111	158	215	281	归属于母公司净利润	9.6%	3.9%	19.6%	15.6%
归属母公司股东权益	162	608	665	731	获利能力				
负债和股东权益	400	800	1245	1325	毛利率(%)	20.5%	19.9%	20.8%	21.9%
现金流量表					净利率(%)	6.5%	6.1%	6.3%	6.4%
单位:百万元					ROE(%)	28.4%	7.8%	8.6%	9.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	270.7%	14.2%	7.1%	9.0%
经营活动现金流	61	8	66	80	偿债能力				
净利润	46	48	57	66	资产负债率(%)	59.6%	23.9%	46.6%	44.8%
折旧摊销	0	2	11	21	净负债比率(%)	8.38%	0.00%	64.50%	66.30%
财务费用	5	-5	3	14	流动比率	1.66	3.05	0.91	0.98
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.20	2.47	0.71	0.77
营运资金变动	0	-36	-5	-21	营运能力				
其他经营现金流	10	-0	0	0	总资产周转率	2.03	1.29	0.89	0.80
投资活动现金流	-1	-216	-506	-50	应收账款周转率	10	8	9	9
资本支出	1	166	456	0	应付账款周转率	5.88	6.05	7.30	7.99
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)	0.67	0.70	0.83	0.96
筹资活动现金流	-8	384	371	6	每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.12	0.96	1.17
短期借款	0	-20	374	20	每股净资产(最新摊薄)	2.36	8.88	9.71	10.67
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	18	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	382	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-8	5	-3	-14	EV/EBITDA	-3	-3	-2	-1
现金净增加额	52	177	-69	36					

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。