

# 易联众（300096） 软件行业

## —受益于民生建设的深入和拓展

| 投资评级 | 公司评级 | 收盘价 | 元 |
|------|------|-----|---|
|------|------|-----|---|

### 投资要点:

**易联众是国内主要的民生行业信息化服务提供商。**公司面向政府、衍生机构及社会公众，主要提供以劳动和社保为核心的民生行业信息化服务，具备完整的产品链，覆盖服务对象全面。其“民生网”应用服务平台主要包括五大要素：社保金融卡、用卡环境、自主应用软件、软硬件支撑平台、运维及容灾系统。

**国家财政重点支持民生保障体系，民生IT系统建设市场空间巨大。**近年来政府不断加大对民生行业的投入和扶持力度，初步测算，未来10年左右，实现中共十七届三中全会提出的城乡基本公共服务均等化水平明显提高的目标，需要基本公共服务财政支出年增长5%左右，投资总额估计在15~20万亿。而信息化是实现高效民政的必然手段，可见，民生IT系统建设市场空间巨大。

**公司竞争优势：领先的经营模式和客户资源优势。**公司在经营模式和思想方面具有独特优势：构建“民生一体化综合服务平台”、集成智能社保卡和小额金融支付功能、建设政府、企业、个人多方出资的平台。而经过多年的技术积累和市场开拓，公司已拥有较明显的客户资源优势。公司民生网建设模式可复制性强，除福建外，已经拓展到山西、安徽、广东、湖南、江西、内蒙古等多个省区。在民生行业信息化领域里，公司核心技术优势明显。

公司募集资金主要投向研发中心平台建设与软件升级产业化项目、运维体系及灾备服务平台项目、民生一体化综合信息服务平台项目和社会保障卡及读写终端制作中心项目。**募投项目将提升公司研发能力，拓展主导产品功能，增强公司核心竞争力和盈利能力。**

我们预计公司2010-2012年全面摊薄EPS分别为0.59、0.77、1.02元，参照软件行业的估值，公司合理估值可取10年30-35倍PE，对应估值区间17.7-20.7元。

|           | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 150   | 230   | 331   | 467   |
| 营业收入增长率   | 19.9% | 53.0% | 43.9% | 41.1% |
| 净利润（百万元）  | 31    | 51    | 66    | 87    |
| 净利润增长率    | 34.2% | 60.9% | 30.2% | 32.8% |
| EPS（元）    | 0.37  | 0.59  | 0.77  | 1.02  |
| ROE       | 32.1% | 34.0% | 30.7% | 29.0% |
| EBITDA    | 31    | 53    | 69    | 92    |

2010 年 7 月 13 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)  
 上证指数/深圳成指  
 50 日均成交额(百万元)  
 市净率(倍)  
 股息率

### 基础数据

流通股(百万股)  
 总股本(百万股)  
 流通市值(百万元)  
 总市值(百万元)  
 每股净资产(元)  
 净资产负债率

### 股东信息

大股东名称  
 持股比例

### 52 周行情图

### 相关研究报告

### 联系方式

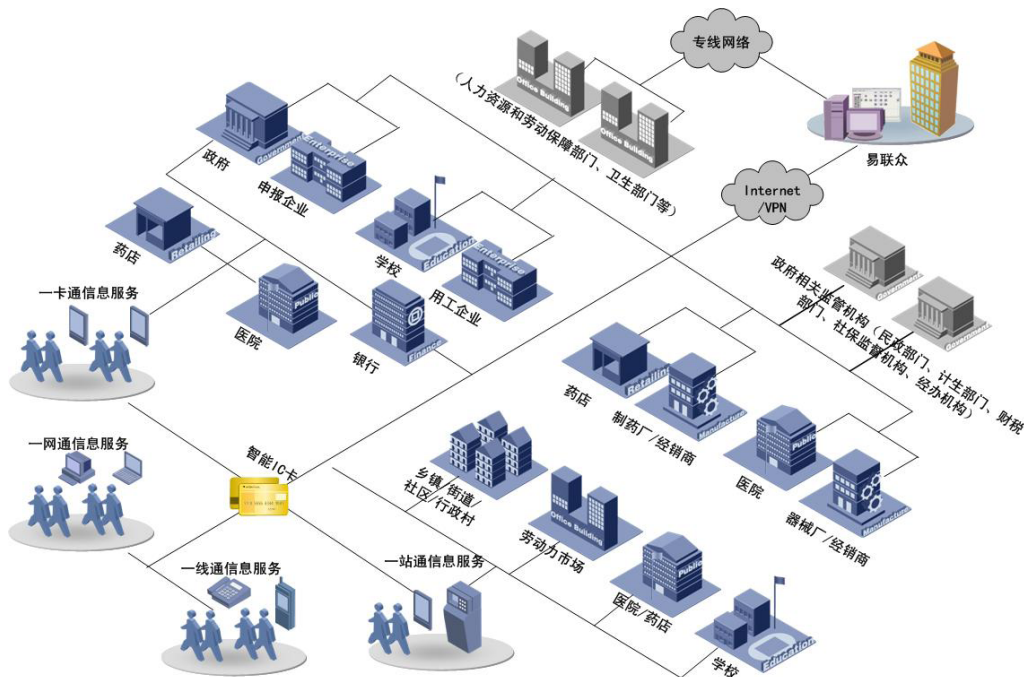
研究员：李芬  
 执业证书编号：S0020109021251  
 电 话：021-51097188-1938  
 电 邮：lifeng@gyzq.com.cn  
 联系人：赵喜娟  
 电 话：(86-21) 51097188-1952  
 电 邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn  
 地 址：中国安徽省合肥市寿春路  
 179 号（230001）

## 第 1 部分 公司概况

易联众是国内主要的民生行业信息化服务提供商。

公司主营“以劳动和社会保障为核心”的民生行业应用解决方案与服务，主要产品和服务包括软件及嵌入式软件（IC 卡）、硬件及系统集成和技术服务外包、民生信息服务等。

图1、公司产品及服务应用方式



资料来源：招股说明书

公司面向政府、衍生机构及社会公众，主要提供以劳动和社保为核心的民生行业信息化服务，具备完整的产品链，覆盖服务对象全面。

表1、公司战略发展及规划

| 2000-2006 年<br>行业基础类业务                                                              | 2006-2009 年<br>衍生业务及服务外包                                                             | 2010-2015 年<br>综合服务平台                                                                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| “以劳动和社会保障（含医疗卫生）为核心的民生行业”为公司的主业发展方向                                                 | 服务对象从以政府部门为主向业务衍生机构与社会公众转变；由软件产品提供商向行业应用解决方案提供商和服务提供商的转型                             | 推动建设起一个功能完善、服务能容丰富的民生信息应用服务网络平台，主导其中的服务市场。。实现公司向信息服务提供商的拓展                            |
|  |  |  |

资料来源：招股说明书

图2、三个阶段的产品变化

| 分类            | 2000-2006 行业基础业务                                     | 2006-2009 衍生业务及服务外包                                                                                                                  | 2010-2015 综合整合服务平台                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------|------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 医疗保障及医疗卫生     | 城镇职工医疗保险系统、城镇居民医疗保险系统、新型农村合作医疗系统                     | <b>行业基础业务产品持续升级</b><br>省、市级金保工程系统<br>其他基础业务系统                                                                                        | <p>研发中心平台建设及软件升级产业化</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>医保、医疗业务软件整合升级</li> <li>养老业务软件整合升级</li> <li>劳动就业软件整合升级</li> </ul> <p>民生一体化综合信息服务平台建设</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>企业、医疗机构、药店、技校信息整合</li> <li>企业、医疗机构、药店、技校应用服务</li> <li>居民信息整合一证、一证、一站、一卡通</li> </ul> <p>运维体系及灾备服务平台建设项目</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>运维主机、存储、网络系统</li> <li>数据及应用容灾系统</li> <li>运维软件及运维服务</li> </ul> <p>社保卡及读写终端制作中心建设</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>卡COS的社保与金融应用</li> <li>卡封装、制作</li> <li>智能读卡器、自助服务信息机升级</li> </ul> |
|               | 医疗保险全省联网实时刷卡结算信息系统、医保医疗费用稽核管理系统、诊疗—药品—服务设施收费目录管理信息系统 | <b>衍生机构业务产品</b><br>医院HIS、LIS、PACS信息管理系统<br>居民健康、电子病历管理系统<br>社区医疗服务综合管理系统<br>医院、药店收费接口管理系统<br>药店综合信息管理系统<br>企事业单位电子申报系统<br>全国技工院校管理系统 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|               | 医保卡制作及应用系统、社会保障卡制作及应用系统                              | <b>衍生公众服务产品</b><br>民生服务自助信息机系统<br>民生短信、语音信息服务系统<br>医保-医院-银行一卡通系统<br>民生信息服务网站系统                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|               | 医保中心主机、存储、网络、安全系统代理销售及集成                             | <b>行业服务外包</b><br>区域医疗保险系统服务<br>跨区域医保联网系统服务<br>跨区域养老系统服务                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 养老保险及其他社会保险   | 企业养老保险管理信息系统、机关事业单位社会保险管理信息系统、农村养老保险管理信息系统           | <b>卡制作应用及相关电子产品</b><br>社会保障COS系统<br>智能多功能读卡器<br>自助服务信息机                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|               | 工伤保险管理系统、生育保险管理系统、失业保险管理系统                           |                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|               | 三险一金—信息管理系统、五险一金—信息管理系统                              |                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|               | 社保中心主机、存储、网络、安全系统代理销售及集成                             |                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 人力资源及劳动就业服务管理 | 劳动力市场管理系统、就业培训管理系统、技能鉴定管理系统                          |                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|               | 人力资源网站管理系统、城乡人力资源数据库及管理信息系统、就业审核管理系统                 |                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

资料来源：招股说明书

图3、公司业务五层结构图





资料来源：招股说明书

其“民生网”应用服务平台主要包括五大要素：社保金融卡、用卡环境、自主应用软件、软硬件支撑平台、运维及容灾系统。它们之间的关系就像一座“金字塔”：纵向来看，上下层之间存在相互依存的关系，每个下层都是上一层的必要支撑。社保金融卡是民生网的介质和纽带，以消费为主的读卡器和以存款为主自助服务圈存终端做为用卡环境，它们与社保金融卡共同构成可循环的金融支付平台，而“民生网”的核心应用也需要硬件支撑和运维保障。横向而言，存在转变关系。社保金融卡从最初的医保卡或社保卡变化为具备金融功能，银证结合的社保金融IC卡；用卡环境的金融功能从无到有；自主应用软件从基础业务软件为主逐渐向衍生业务软件为主变化，软硬件支持平台、运维容灾系统也随之变化。

公司控股股东、实际控制人为公司董事长古培坚先生。发行前，古培坚先生直接持有公司3,064万股，占公司总股本的比例为47.875%。发行后，第一大股东刘双广先生直间接持有的股权比例被稀释为38.12%，仍然为第一大股东。公司通过管理层和核心技术骨干的持股,建立了良好的激励机制，有助于公司稳定持续发展。

**表2、发行前十大股东及员工持股情况**

| 序号  | 姓名  | 所持股份数（股）      | 股份比例     | 担任职务        |
|-----|-----|---------------|----------|-------------|
| 1   | 古培坚 | 30,640,000.00 | 47.8750% | 董事、董事长      |
| 2   | 雷彪  | 5,120,000.00  | 8.0000%  | 董事、总经理      |
| 3   | 杨靖  | 4,000,000.00  | 6.2500%  | —           |
| 4   | 许永锋 | 2,120,000.00  | 3.3125%  | 总经理助理       |
| 5   | 黄晓晖 | 2,000,000.00  | 3.1250%  | —           |
| 6   | 黄文灿 | 1,120,000.00  | 1.7500%  | 副总经理、技术总监   |
| 7   | 吴文飞 | 1,120,000.00  | 1.7500%  | 副总经理        |
| 8   | 郝纪清 | 1,079,680.00  | 1.6870%  | —           |
| 9   | 迟海宁 | 1,000,000.00  | 1.5625%  | —           |
| 10  | 陈益刚 | 960,000.00    | 1.5000%  | —           |
| 11  | 卢苗  | 960,000.00    | 1.5000%  | —           |
| 12  | 郑仁贵 | 960,000.00    | 1.5000%  | 财务总监、董事会秘书  |
| 13  | 刘晓东 | 960,000.00    | 1.5000%  | 社保事业部副总经理   |
| 14  | 江敦忠 | 960,000.00    | 1.5000%  | 山西易联众总经理    |
| 15  | 游海涛 | 960,000.00    | 1.5000%  | 产品与市场发展部总经理 |
| 16  | 施建安 | 960,000.00    | 1.5000%  | 社保事业部常务副总经理 |
| 17  | 罗建森 | 960,000.00    | 1.5000%  | 研发管理部总经理    |
| 18  | 陈江生 | 960,000.00    | 1.5000%  | 社保事业部副总经理   |
| 19  | 张学勤 | 960,000.00    | 1.5000%  | 社保事业部副总经理   |
| 20  | 黎宗辉 | 960,000.00    | 1.5000%  | —           |
| 21  | 饶俊伟 | 960,000.00    | 1.5000%  | —           |
| 合 计 |     | 59,719,680.00 | 93.3120% |             |

资料来源：招股说明书

## 第 2 部分 行业分析

### 需求分析

#### 国家财政重点支持民生保障体系

近年来在我国经济快速发展的基础上，政府将民生行业作为社会建设的重点，不断加大投入和扶持力度，以保障和完善社会民生体系。

**劳动和社会保障方面：**《纲要》明确提出要提高社会保障支出占国内生产总值的比例，加大中央和地方财政对社会保障工作的资金支持力度；到“十一五”期末，城镇基本养老、基本医疗、失业、工伤和生育保险参保人数分别达到2.23 亿、3 亿、1.2 亿、1.4 亿和0.8 亿人以上。为此，未来信息化建设投入主要包括增加基础设施、原有信息化应用系统的更新改造以及运维服务建设，预计到“十一五”末，上述三方面仅政府投资部分，年均投入将分别增加至30 亿元、12 亿元和11 亿元。

**医改方面：**未来三年内中央及各级政府将投入8,500 亿元，支持医疗卫生体制改革，这对包括信息化建设在内的医药及医疗相关产业发展起到了极大地促进作用，也为本行业软件、行业应用解决方案及服务提供商的发展提供了巨大机遇。

**劳动就业需求：**按照《纲要》要求，“十一五”期间全国城镇实现新增就业4,500万人，城镇登记失业率控制在5%以内，转移农业劳动力4,500 万人，到2011 年失业登记和失业保险监测数据将覆盖到90%以上的失业人员，为此，中央政府计划投入433亿元促就业。这些规划在对劳动就业信息化领域提出较高要求的同时，也必将带动劳动、就业相关市场的飞速发展。

农村就业、医疗、养老问题以及基于网络平台的衍生产品及服务需求也给民生信息服务带来了契机。

民生行业涉及民众的衣、食、住、行等各个方面，依托劳动和社会保障信息网络平台为民生行业提供各类信息化产品及服务，是今后行业发展的必然趋势。科技改变生活，当更先进复杂的网络、信息处理技术应用于民生行业各个领域后，人民生活将会更加便利、简捷，信息化市场也将不断扩大。

2010年全国政协十一届二次会议中，有关专家提案“以城乡基本公共服务均等化为目标，进一步加大基本公共服务的投资计划。”初步测算，未来10年左右，实现中共十七届三中全会提出的城乡基本公共服务均等化水平明显提高的目标，需要基本公共服务财政支出年增长5%左右，投资总额估计在15~20万亿。按照这个测算，未来3年左右在已确定的8500亿医疗卫生体系建设支出的同时，在教育领域需要投入1.3万亿左右的投资，在基本社会保障领域需要投入2.2万亿左右的投资。这三项支出总投资约4.4万亿，占财政总支出的20%左右。由此，未来3年的居民消费率大概可以提高十多个百分点；未来10年，可初步建立一个惠及13亿人的基本公共服务体系。从而，走出一条以扩大内需为主线的改革发展新路子。

#### 民生IT系统建设市场空间巨大

我国民生行业信息化建设将成为未来5—10 年信息产业发展的焦点产业，整个市场将保持30%以上的高速增长。根据发达国家经验，在成熟的劳动和社会保障体系下，信息化建设投入为人均50 美元，而在此基础上衍生出的民生行业信息化领域市场容量，将数倍于劳动和社会保障信息化领域。按照国内人均50 元人民币测算，未来我国劳动和社会保障行业的信息化市场容量将达到600 亿元左右，同时也将催生并带动约同样规模的其它衍生市场，保守估计我国民生行业信息化市场的总容量将超过千亿。尤为重要的是，由

于具有对劳动者“记录一生、管理一生和服务一生”的重要功能，劳动和社会保障信息化行业被誉为“永远不会饱和”的行业。

## 行业竞争格局

我国劳动和社会保障信息化领域经过20多年的发展，已经初步形成了一定的行业基础和市场格局，**行业的进入壁垒较高**。主要体现在：

- 1、**资质认证要求**。目前资格认证主要包含三大类，包括社会保险管理信息系统核心平台前台技术支持商资格、“劳动99 三版软件”前台技术支持商资格和新型农村社会养老保险信息系统前台技术支持商资格，国内同时拥有三大类技术支持商资格认证的公司只有7家。
- 2、**行业应用经验及技术壁垒**。由于劳动和社会保障信息化服务对象除传统的社会机构、就业机构、劳动机构外，还包括参保单位、社会公众、定点机构、银行、税务、民政、财政、工商等，是一个多层次、立体化的范畴，由此所产生的业务流、数据流、信息流构成信息系统技术研发的基础。行业内企业一般都通过长期的技术应用和服务逐步形成自身稳定成熟的客户群，新进入者难以快速超越。
- 3、**行业内高素质的技术人才和管理人才相对有限**，随着劳动和社会保障信息化领域的不断延伸，企业需要培养更多的技术人才对原有系统进行升级，满足日益复杂的市场需求。同时研发和市场开拓也需要大量的资金投入。

本行业面对的客户主要是政府机关，**购买者有较强的议价能力**。目前，下游行业的信息化建设已被列入国家信息化总体战略布局中，对本行业的发展具有较大的促进作用。此外，随着网络信息及运维服务平台的进一步建设，不同地区的信息交换及共享将被实现，在此平台上衍生出的民生服务产品将进一步推动本行业的快速增长。

上游行业基本为完全竞争市场，不存在供应瓶颈。其中电子元器件、网络设备的市场价格呈现下滑趋势，对本行业发展比较有利。

**代替品的威胁一般**。受差异化需求和转换成本高昂的影响，客户粘度较高，其他企业进入现有细分市场会有一定难度，具有技术优势和客户资源优势的企业，能够有效阻止其他竞争对手的渗透。

**竞争对手**：在基础类业务上，由于只有取得核心平台前台支持商资质的公司才能参与，因此该部分市场的市场份额被目前拥有资质的十三家公司所占据。主要公司为东软集团股份有限公司、四川久远银海软件股份有限公司、广州华南资讯科技有限公司和易联众等。

目前易联众在福建省民生网建设中占据了绝对领先地位，省内市场份额在80%以上，在东南和华中地区拥有较高的市场占有率。东软集团的传统优势区域在于东北地区。银海的主要市场在西南地区。华南资讯公司的主要市场在广东，广西地区，广东地区其市场占有率达40%左右。浙大网新主要占据了浙江市场。这种地方割据的局面主要是由于各个省份社保、医保的政策差异造成的。在民生行业信息化的早期，20世纪90年代，民生行业信息化刚刚起步的时候，各地的社保部门独立招标，单独建设IT系统，参与平台建设的IT集成商众多。这造成中央，省，地市三级IT系统平台标准不一致，无法实现有效的互联互通，无法做到“同人同城同库”，而数据库的统一，个人信息在全省，全国的共享是实现全省互联，异地经办的基础。此外，由于解决方案提供商需要依据国家社保医保的相关政策来研发应用软件，前些年国家政策的频繁变动也限制了方案提供商的发展壮大。人保部对信息系统建设制定了统一标准，采取严格准入制度后，地方割据的局面有所改

观。不入围的厂家渐渐在竞争中走下坡路，入围厂家不断扩大市场份额。厦门易联众就拿下了湖南、山西省级社保平台建设的订单，拓展了安徽、广东、江西、内蒙古等省（市、区）。东软集团也在华南地区拿下了众多订单，华南地区市场占有率提升到30%左右。银海软件也扩张了西北地区和华中地区的市场份额。

在衍生类业务方面，如社保金融卡、民生服务自助圈存终端、各衍生机构的业务应用以及基于此的民生增值信息服务和民生金融小额支付等，易联众暂无竞争对手。

## 第3部分 竞争优势

### 领先独特的经营模式

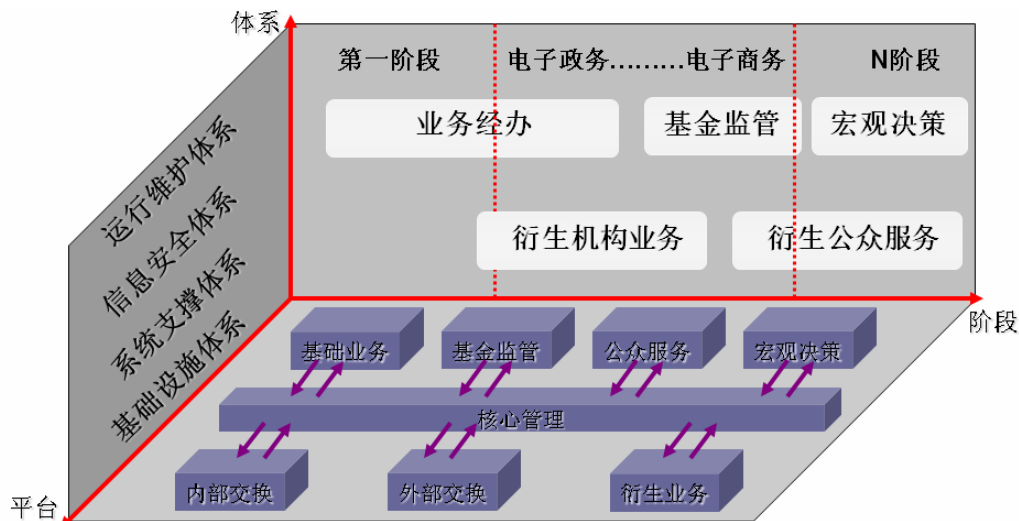
公司在经营模式和思想方面具有独特优势。基于对民生行业有较为深刻的认识和了解，公司自成立以来，一直围绕构建一个以公司产品和服务为主体的市场化的“民生网”应用服务平台（民生信息化网络服务平台ASP）而制定发展战略、确立经营模式，因此公司的经营更加面向市场、面向业务衍生机构、面向社会公众，对政府部门的依赖相对较小。在“民生服务平台”建设中，政府或电信运营商出资建设基础软件平台和网络环境，银行和企业共同出资发卡，布置读卡机具、自助终端的全员付款局面，也解决了政府预算有限的难题。

图4、社保卡在小额金融支付中的作用



资料来源：招股说明书

图5、应用平台与公司业务延伸发展





资料来源：招股说明书

从图3的五层业务结构可以清晰的捋顺公司的**纵深的盈利模式**：

- 1、**社保卡**：首先是发卡量的增加直接带来销售收益；其次“一卡多用”的用卡需求可以产生衍生增值应用的聚变效应。
- 2、**用卡环境**：读卡器、圈存终端等硬件产品的布设可以直接带来收益；后期的运营维护公司同样可以提供服务，从而获取服务收入；后续的增值服务可待继续开发
- 3、**自主应用软件**：以软件的开发为核心，后期维护、租赁和增值信息服务，以及金融支付分成，都能为公司带来多重收入。
- 4、**平台建设**：通过民生一体化综合信息平台建设，借助短信、语音、网站、自助终端等工具，为社会公众提供有效、及时、准确的民生信息服务（包括但不限于劳动和社会保障信息查询、经办业务办理、就业信息、药疗一药品一健康信息、金融支付服务、民生相关信息查询等）获得直接或分成回报，从而实现公司综合信息服务业务收入和利润的大幅增长。
- 5、**运维容灾系统**：为大型系统提供综合运行维护及应用容灾服务，进一步强化技术服务外包能力，增强公司获取订单的能力和客户粘度。

从**广度**上而言，公司可在在更广阔的区域内，利用公司已有的技术优势、产品和服务优势和知识管理能力，低成本的复制已经成熟的商业模式。目前，公司已经开始将福建省的成功经验开始复制到山西、安徽、广东、湖南、江西、内蒙古等地。

同时，公司也在促成领域内优质上下游资源共赢合作，目前已经开始与台湾方面合作搭建两岸结算平台，既有利于对台商的服务和效率提升，又开发了新的业务品种。

目前，公司已经完成对产品技术、网络人群、应用市场、运营模式等核心要素的原始积累，构筑了市场竞争壁垒，特别是在福建，已初步形成“民生网”的形态。而在同行业市场中，具备专业的产品技术及全面覆盖各类服务对象（B2G、B2B、B2C）的公司中只有易联众一家。

### 客户资源优势

经过多年的技术积累和市场开拓，公司已拥有较明显的客户资源优势。目前公司业务主要分布在福建、山西、安徽、广东、湖南、江西、内蒙古等省（市、区），公司劳动和社会保障信息化业务已发展到全国50多个地市，涵盖的人口约1.5亿。

民生行业的客户资源是公司持续创造价值的基础，基于公司技术先进、项目成功率高、丰富的产品链等优势，公司客户粘度高，而庞大的客户资源，为公司未来成长提供了有效的保障。

### 核心技术优势：

公司坚持自主创新，在民生行业信息化领域拥有国内领先的技术和研究成果。公司拥有的核心技术主要包括企业服务总线、数据整合工具、集成开发工具、嵌入式架构、智能报表工具、企业应用框架等。

公司自主研发的应用软件多次荣获国家、省、市各级荣誉，先后承担国家级火炬计划项目2项，福建省618项目2项，厦门市科技计划项目2项、厦门市火炬计划项目2项等。目前公司拥有软件著作权51项；拥有专利3项，已申请并获受理专利4项。

公司是国家高新技术企业，拥有国家人力资源与社会保障部颁发的“社会保险管理信息系统核心平台前台技术支持商”、“劳动力市场管理信息系统前台技术支持商”和“新型农村社会养老保险信息系统前台技术支持商”三项认证，全国同时拥有三项认证的企

业仅有7家。公司取得了国家人力资源与社会保障部颁发的《社会保障（个人）卡COS检测合格证书》以及银行卡检测中心颁发的《PBOC2.0钱包存折/借贷记复合应用IC卡检测合格证书》。

## 第4部分 募投项目提升公司盈利能力

本次募集资金投资项目为公司现有主导产品升级项目以及以公司核心技术为基础延伸开发的新产品及服务项目，通过研发平台及升级项目的实施，公司的研发实力将得到大幅度提升，主导产品的功能更为全面，进一步迎合市场需求；通过运维服务平台和民生信息平台的建设，不仅能够增强公司的核心竞争力，提高公司的盈利能力，而且将为民众提供更为丰富多样的服务，引领市场需求；通过实现社会保障卡及读写终端核心模块的自生产，在增强卡的应用功能基础上，降低了公司的经营成本。

公司募集资金主要投向研发中心平台建设与软件升级产业化项目、运维体系及灾备服务平台项目、民生一体化综合信息服务平台项目和社会保障卡及读写终端制作中心项目。募投项目将提升公司研发能力，拓展主导产品功能，增强公司核心竞争力和盈利能力。

**表 3、募投项目情况**

| 募投项目               | 总投资(万元)  | 新增年均营业收入 | 新增年均税后利润 | 投资回收期 | 建设期 |
|--------------------|----------|----------|----------|-------|-----|
| 研发中心平台建设与软件升级产业化项目 | 5,217.02 | 5,070    | 1,414    | 3.58  | 2 年 |
| 运维体系及灾备服务平台项目      | 4,989.72 | 6,400    | 2,361.52 | 3.84  | 2 年 |
| 民生一体化综合信息服务平台项目    | 4,811.10 | 4,987    | 1,927    | 3.67  | 2 年 |
| 社会保障卡及读写终端制作中心项目   | 3,761.23 | 10,990   | 1,847    | 2.78  | 1 年 |

数据来源：招股说明书

募投项目完全投产后，公司的收入结构将会发生巨大变化。当前，公司收入主要来源是基础平台建设和智能社保卡的销售收入，其中基础平台软硬件集成收入占比约 70%，IC 卡销售收入约占 17.5%。技术服务收入占比为 12.5%。募投项目完全投产后，来自基础平台软硬件集成收入占比会降低到 40%左右，IC 卡收入约占 25%左右，技术服务收入占比将提高到 20%左右，而来自民生一体化平台增值服务收入会达到 15%左右；新的收入结构摆脱了基础平台建设收入占比过大的局面，高毛利率的技术服务收入和增值服务收入占比大大增加，优化了公司整体收入结构。

募投项目增强了公司研发能力，扩大了公司产品覆盖的行业和受众；改善了公司收入结构，培育新的利润增长点，提高公司整体毛利率；募投资金到位后可以减少公司财务费用，降低资产负债率，优化财务结构，降低财务风险。公司综合竞争力和抗风险能力大大提高。

预计项目全部投产之后，公司年新增营业收入 25,820 万元，年新增净利润 6,622 万元，公司的盈利能力和竞争力将大大提高。

## 第 5 部分 盈利预测和估值分析

| 资产负债表     | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 利润表      | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产      | 121   | 187   | 286   | 416   | 营业收入     | 150   | 230   | 331   | 467   |
| 现金        | 38    | 95    | 153   | 226   | 营业成本     | 93    | 136   | 200   | 288   |
| 应收账款      | 66    | 67    | 97    | 138   | 营业税金及附加  | 2     | 3     | 5     | 7     |
| 其它应收款     | 7     | 11    | 16    | 23    | 营业费用     | 3     | 5     | 7     | 9     |
| 预付账款      | 2     | 0     | 0     | 0     | 管理费用     | 24    | 37    | 54    | 75    |
| 存货        | 8     | 14    | 20    | 29    | 财务费用     | 1     | -1    | -2    | -3    |
| 其他        | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失   | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 非流动资产     | 48    | 40    | 36    | 32    | 公允价值变动收益 | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资      | 0     | -1    | -0    | -0    | 投资净收益    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产      | 39    | 35    | 31    | 27    | 营业利润     | 27    | 50    | 67    | 91    |
| 无形资产      | 4     | 4     | 4     | 4     | 利润总额     | 37    | 59    | 77    | 101   |
| 其他        | 5     | 2     | 2     | 2     | 所得税      | 4     | 7     | 9     | 12    |
| 资产总计      | 169   | 227   | 322   | 449   | 净利润      | 32    | 52    | 68    | 89    |
| 流动负债      | 49    | 57    | 84    | 121   | 少数股东损益   | 1     | 1     | 2     | 2     |
| 短期借款      | 6     | 0     | 0     | 0     | 归属母公司净利润 | 31    | 51    | 66    | 87    |
| 应付账款      | 24    | 41    | 60    | 86    | EPS (元)  | 0.37  | 0.59  | 0.77  | 1.02  |
| 其他        | 19    | 16    | 24    | 35    | 现金流量表    | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 非流动负债     | 15    | 15    | 15    | 15    | 经营活动现金流  | 17    | 60    | 56    | 70    |
| 长期借款      | 15    | 15    | 15    | 15    | 净利润      | 32    | 52    | 68    | 89    |
| 其他        | 1     | 0     | 0     | 0     | 折旧摊销     | 3     | 4     | 4     | 4     |
| 负债合计      | 65    | 72    | 99    | 136   | 财务费用     | 1     | -1    | -2    | -3    |
| 少数股东权益    | 6     | 7     | 9     | 11    | 投资损失     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本        | 64    | 86    | 86    | 86    | 营运资金变动   | -20   | 12    | -14   | -20   |
| 资本公积      | 25    | 284   | 284   | 284   | 其它       | 1     | -7    | -0    | -0    |
| 留存收益      | 26    | 76    | 142   | 230   | 投资活动现金流  | -25   | 3     | 0     | 0     |
| 归属母公司股东权益 | 98    | 149   | 215   | 302   | 资本支出     | 26    | 0     | 0     | 0     |
| 负债和股东权益   | 169   | 227   | 322   | 449   | 长期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 主要财务指标    | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 其他       | 1     | 3     | 0     | 0     |
| 营业收入      | 19.9% | 53.0% | 43.9% | 41.1% | 筹资活动现金流  | 15    | -6    | 2     | 3     |
| 毛利率(%)    | 38.4% | 40.9% | 39.6% | 38.3% | 短期借款     | 5     | -6    | 0     | 0     |
| ROE(%)    | 32.1% | 34.0% | 30.7% | 29.0% | 长期借款     | 15    | 0     | 0     | 0     |
|           |       |       |       |       | 普通股增加    | 13    | 22    | 0     | 0     |
|           |       |       |       |       | 资本公积增加   | 8     | -22   | 0     | 0     |
|           |       |       |       |       | 现金净增加额   | 7     | 57    | 58    | 74    |

我们预计公司 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 0.59、0.77、1.02 元，参照软件行业的估值，公司合理估值可取 10 年 30-35 倍 PE，对应估值区间 17.7-20.7 元。



## 国元证券投资评级体系：

### (1)公司评级定义

|      | 二级市场评级                           |   | 公司质地评级           |
|------|----------------------------------|---|------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上   | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平  |
| 推荐   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间 | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间   | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平  |
| 回避   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上    |   |                  |

### (2)行业评级定义

|    |                                         |
|----|-----------------------------------------|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上    |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上    |

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn