

天源迪科(300047)

BSS 系统是公司业务突破口

——天源迪科调研报告

评级: 买入
上次评级: 首次
目标价格: 42.75
上次预测:
当前价格: ¥ 28.54
2010.11.15

✍ 崔健 CFA
☎ 86-22-28451618
SAC No S1150207100102
✉ bhzcj@hotmail.com

核心观点: 预计明年业绩增速将加快

投资要点:

● 国内市场运营商重组诱发变局

运营商重组、3G 业务的发展也使得运营商对电信支撑系统的投资加大。2009 年,我国电信支撑系统市场规模为 108.5 亿元,同比增长 34.3%。其中业务支撑系统占比达到 58.7%。

● 公司电信软件业务增长迅速

公司面向电信行业提供业务支撑系统以及企业数据仓库类应用软件产品,在近三年抓住运营商重组和 3G 业务发展的时机,电信业务取得了高速增长,2009 年公司实现电信行业软件收入 1.39 亿元,同比增长 59%。

● 电信行业是公司业务的主要突破口

公司未来的成长性主要来源于三个方面:开拓电信市场、增值业务、开拓新领域,此外公司在积极寻求并购对象,争取通过收购兼并迅速扩大盈利规模。公司募集资金项目建设期为 2 年,项目全部投产后公司预计将每年新增营业收入 2.65 亿元,年新增净利润 8161.2 万元,是公司 2009 年净利润的 1.42 倍。

● 预计明年业绩增速将加快

预计 2010-2012 年,公司将分别实现营业总收入 2.48、3.32 和 4.2 亿元,同比分别增长 0.66%、34%和 26.48%;分别实现归属于母公司所有者净利润 0.71、0.99 和 1.29 亿元,同比分别增长 24.7%、39.2%和 29.4%;对应每股收益分别为 0.68、0.95 和 1.23 元/股。

● 估值及投资建议

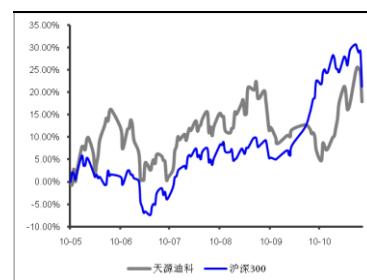
在目前的市场环境下,公司 2011 年合理动态的市盈率区间应该在 40-45 倍之间,合理的价值区间为 38-42.75 元/股,我们给予公司“买入”的投资评级。

● 风险提示

技术开发风险、产品线不完善和市场占有率偏低的风险。

单季度业绩	元/股
1Q/2010	0.03
2Q/2010	0.12
3Q/2010	0.20
4Q/2010E	0.33

最近半年走势图



公司简介:
公司是电信行业 BSS 系统,公安行业信息化提供商。

相关报告

首次

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	219	246	248	332	420
(+/-)%	43%	12%	1%	34%	26%
经营利润 (EBIT)	46	64	71	101	132
(+/-)%	2%	39%	11%	43%	31%
净利润	42	57	71	99	129
(+/-)%	4%	37%	24%	39%	29%
每股净收益 (元)	0.54	0.74	0.68	0.95	1.23
每股股利 (元)	0.15	0.30	0.10	0.14	0.18

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	68	94	888	917	988	营业收入	219	246	248	332	420
应收票据	1	1	2	1	2	营业成本	139	132	105	135	166
应收账款	65	84	74	104	133	营业税金及附加	1	0	3	5	6
预付款项	2	2	2	1	1	销售费用	2	7	12	16	20
其他应收款	4	6	5	7	10	管理费用	31	44	57	76	96
存货	19	2	7	10	9	财务费用	1	2	-8	-8	-9
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	11	18	26	66	112	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	28	54	67	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	10	34	58	营业利润	43	60	77	107	139
无形资产	18	35	28	21	14	营业外收支净额	3	2	3	3	3
长期待摊费用	2	2	0	-88	-133	税前利润	46	62	79	110	143
资产总计	197	257	1074	1133	1270	减：所得税	4	6	8	10	14
短期借款	10	20	10	5	3	净利润	42	57	72	100	129
应付票据	2	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	42	57	71	99	129
应付账款	7	8	10	9	12	少数股东损益	0	-1	0	0	1
预收款项	4	0	1	0	-3	基本每股收益	0.54	0.74	0.68	0.95	1.23
应付职工薪酬	0	3	3	6	11	稀释每股收益	0.54	0.74	0.68	0.95	1.23
应交税费	1	2	2	3	3	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	0	1	1	1	1	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	43.2%	12.3%	0.7%	34.0%	26.5%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	1.7%	38.9%	10.5%	42.8%	31.4%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	3.5%	36.6%	24.7%	39.2%	29.4%
负债合计	25	38	27	24	27	盈利性					
股东权益合计	173	219	1046	1135	1250	销售毛利率	36.4%	46.6%	57.6%	59.4%	60.6%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	19.1%	23.3%	28.8%	29.9%	30.6%
净利润	42	57	72	100	129	ROE	24.3%	26.2%	6.8%	8.8%	10.3%
折旧与摊销	3	8	59	64	71	ROIC	23.04%	24.27%	6.05%	8.00%	9.57%
经营活动现金流	2	65	131	121	163	估值倍数					
投资活动现金流	-15	-34	-80	-80	-80	PE	52.8	38.7	41.8	30.0	23.2
融资活动现金流	-4	-5	758	-5	-8	P/S	10.1	9.0	12.0	9.0	7.1
现金净变动	-18	26	809	36	75	P/B	12.8	10.1	2.9	2.6	2.4
期初现金余额	98	68	94	888	917	股息收益率	0.1%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%
期末现金余额	80	93	903	924	992	EV/EBITDA	43.7	30.0	16.3	12.6	9.8

目 录

1. 公司简介	5
1.1 行业应用软件及服务提供商	5
1.2 公司不存在实际控制人	5
1.3 行业解决方案提供商	5
2. 行业需求存在持续增长潜力	6
2.1 技术演进和运营商重组为电信支撑系统带来新的发展	6
2.1.1 国际市场逆市稳步增长	6
2.1.2 国内市场运营商重组诱发变局	6
2.2 金盾工程促进公安行业信息化投入	9
3. 电信行业是公司业务的主要突破口	9
3.1 电信软件业务增长迅速	12
3.2 公安行业维持业务规模	13
3.2 通过募集资金项目全面提升业务发展能力	14
4. 竞争优势	16
4.1 具有核心技术	16
4.2 电信行业应用软件标准制定参与者	16
5. 风险提示	16
5.1 技术开发风险	16
5.2 产品线不完善和市场占有率偏低的风险	16
6. 盈利预测	17
6.1 盈利预测关键假设	17
6.2 预计明年业绩增速将加快	17
7. 估值及投资建议	17

图 目 录

图 1	公司盈利模式	5
图 2	近三年全球电信支撑系统市场规模加速增长	6
图 3	我国电信支撑系统投入加快增长	7
图 4	业务支撑系统投资占比不断提高	7
图 5	中国电信投资占比排名第二	7
图 6	东部沿海地区投资比重大	8
图 7	天源迪科在国内 BSS 市场中占有一席之地	8
图 8	国内公安行业软件投资稳定增长	9
图 9	收入主要来源于电信和公安两个行业	10
图 10	2009 年公司收入的业务构成	10
图 11	公司毛利的业务构成	10
图 12	公司各业务毛利率情况	11
图 13	系统集成业务被公司主动削弱	12
图 14	公司电信软件业务高速增长	13
图 15	BSS 四大产品线收入贡献占比较为平均	13
图 16	公司在公安新一代出入境管理软件市场占有率较高	14
图 17	公安行业软件业务	14

表 目 录

表 1	发行后股权结构	5
表 2	公司主要产品线和市场占有情况	11
表 3	公司 IPO 项目盈利能力预测情况	15
表 4	同类公司估值水平	17

1. 公司简介

1.1 行业应用软件及服务提供商

天源迪科成立于 1993 年 1 月 18 日，主营业务是面向电信、公安等行业提供应用软件产品的开发、生产和销售，此外公司还从事计算机软、硬件系统集成，技术支持与服务等业务。

1.2 公司不存在实际控制人

在公司限售股股东中有自然人股东 8 名，法人股股东 1 家，公司的部分董事、监事、高级管理人员及其他核心人员共计 26 人通过法人股股东（天泽投资）间接持有公司股份。由于公司股权结构比较分散，因此公司不存在控股股东和实际控制人。

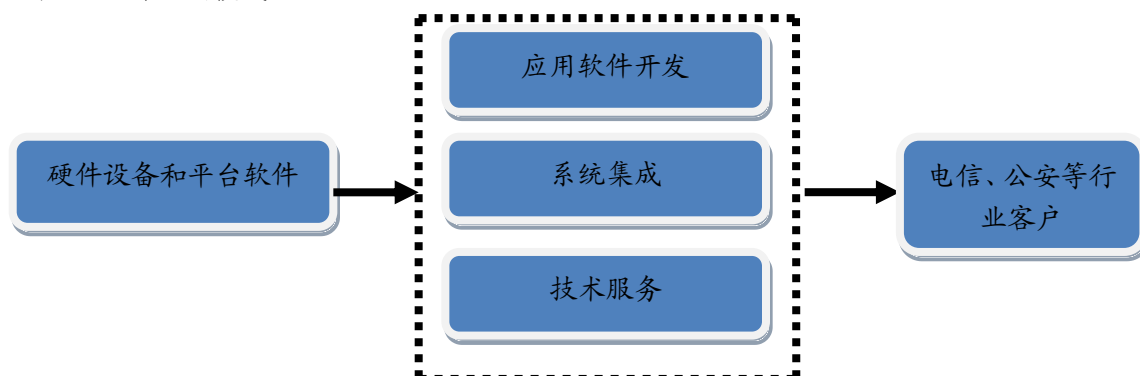
表 1 发行后股权结构

股东名称	持股数量(万股)	持股比例
陈友	1,538	14.70%
吴志东	1,217	11.63%
陈鲁康	1,048	10.02%
深圳市天泽投资有限公司	997	9.53%
李谦益	811	7.76%
谢晓宾	811	7.76%
李堃	500	4.78%
王怀东	500	4.78%
杨文庆	338	3.23%
流通 A 股	2,700	25.81%
合计	10,460	100.00%

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

1.3 行业解决方案提供商

图 1 公司盈利模式



资料来源：渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司主要面向电信和公安等行业提供系统集成、软件和服务并收取相关费用。公司建立了比较有特色的服务式营销模式，因此对客户响应速度较快，从而有效提高了客户满意度。在软件产品和集成服务定价方面，公司主要采用成本加成的方法确定销售价格，由于客户为保证服务供应商服务和产品质量的稳定，一般会保证供应商获得较为合理的利润率水平，因此公司产品和服务的毛利率近几年较为稳定。

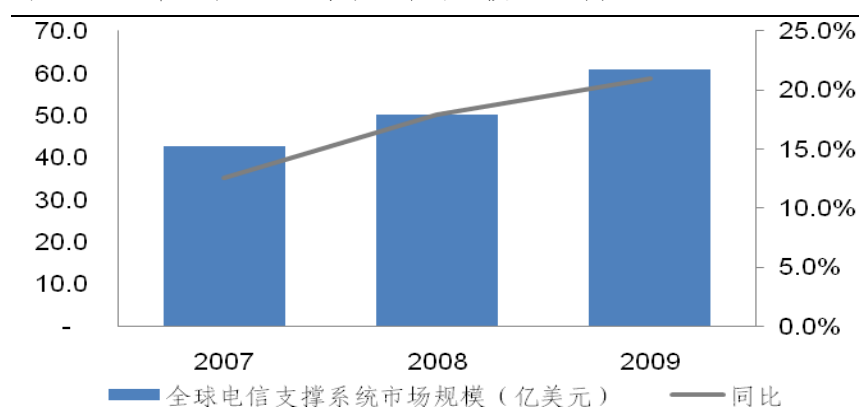
2. 行业需求存在持续增长潜力

2.1 技术演进和运营商重组为电信支撑系统带来新的发展

2.1.1 国际市场逆市稳步增长

尽管有全球金融危机的冲击，由于客户规模的持续增长，近 3 年全球电信支撑系统市场规模呈现加速增长的态势。2009 年全球电信支撑系统的市场规模达到 60.71 亿美元，同比增长 20.98%，增长的动力主要来源于亚太地区，特别是中国和印度电信市场的发展。

图 2 近三年全球电信支撑系统市场规模加速增长



资料来源：CCID

2009 年，北美市场在全球电信支撑系统投入中占比超过 50%，欧洲市场占比超过 25%，Amdocs、Convergys、Comverse 等三家公司在北美和欧洲的市场占有率很高，基本上主导了这些地区电信支撑系统的发展。

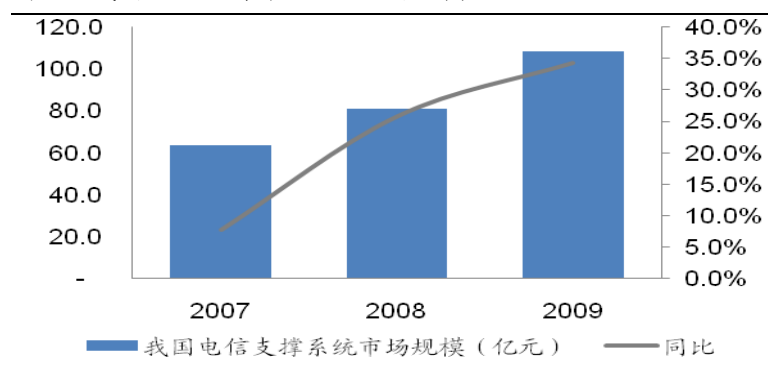
2.1.2 国内市场运营商重组诱发变局

2009 年是我国的 3G 元年，三大运营商重组完成后，市场进入全业务竞争时代。全业务的运营需要各方面的整合、完善和支持，3G 业务的发展也衍生出各种新技术的应用和个性化业务的推出，业务和人员的整合使得运营商对电信支撑系统的整合需求十分迫切，由此催生了大规模的系统升级、优化等 IT 投入。

2009 年 3G 牌照的发放在很大程度上推动了中国电信市场支撑系统的建设，中国联通进行 OCS

招标，中国移动推进 NGBOSS，中国电信全面完善天翼支撑系统等均加快了市场的发展。各运营商在支撑系统上纷纷加大投入，并且支撑系统的建设朝着集中化、服务化的方向发展，支撑系统正从面向业务的支撑逐渐转向面向客户的支撑，以求达到“以客户为中心”的发展目标。2009 年，我国电信支撑系统市场规模为 108.5 亿元，同比增长 34.3%。

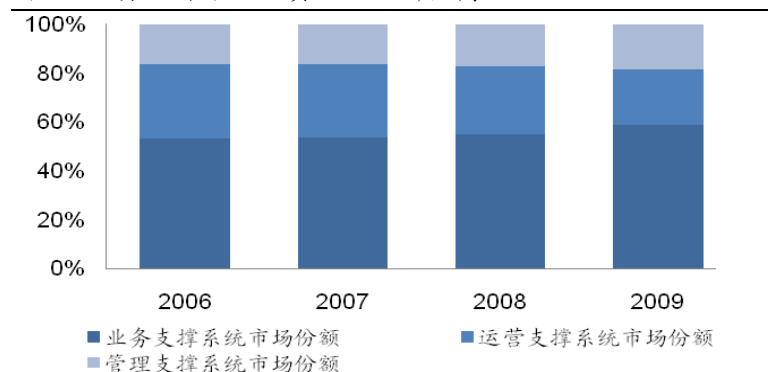
图 3 我国电信支撑系统投入加快增长



资料来源：CCID

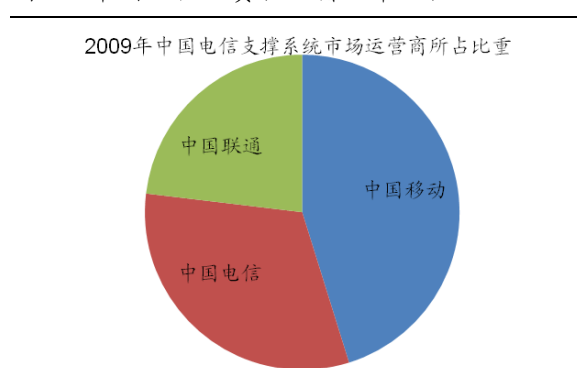
由于各运营商进入全业务运营时代，支撑系统的全业务整合首先要求扩大业务支撑系统的投资，因此从支撑系统的投资构成来看，业务支撑系统近几年投资比重不断上升，2009 年占支撑系统投资的比重上升至 58.7%。

图 4 业务支撑系统投资占比不断提高



资料来源：CCID

图 5 中国电信投资占比排名第二位

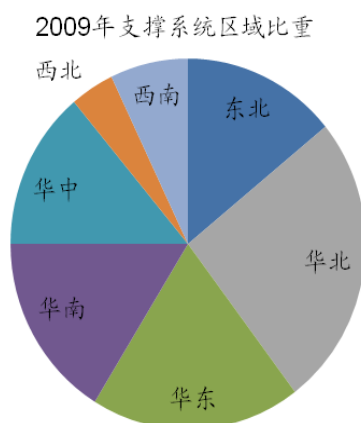


资料来源：CCID

从三大运营商的投资规模来看，中国移动投资的比重最大，中国电信的投资占到第二位，2009年占比达到 31.7%。由于中国移动采用 TD-SCDMA 标准，其基础网络建设与其服务的客户数量不成比例，因此中国移动投资规模是三大运营商最大的，而中国电信作为移动通信市场的新兵则积极投资以图获得更高的市场份额。

从电信支撑系统投资的地区分布来看，东部沿海地区投资比重最大，而中西部地区比重偏小，2009 年华中、西北、西南等中西部地区投资比重仅为 25%，而天源迪科的客户多集中于这些地区。

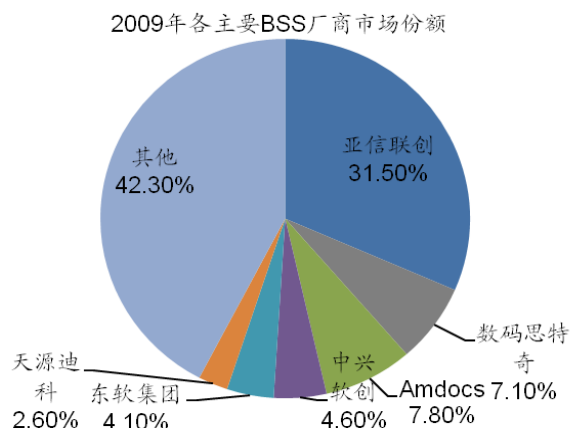
图 6 东部沿海地区投资比重大



资料来源：CCID

从业务支撑系统（BSS）市场竞争者的市场占有率来看，由于亚信集团在 2010 年 7 月 1 日完成了与联创科技的合并，亚信联创成为全球第二大电信 BOSS 企业，亚信联创在 2009 年底合计占有国内 BSS 系统 31.5% 的市场份额，是市场的绝对领先者。根据计世资讯的统计结果，2009 年天源迪科在 BSS 市场的占有率为 2.6%，由于局限于中国电信和中国联通的中西部市场，因此天源迪科的市场占有率偏低。

图 7 天源迪科在国内 BSS 市场中占有一席之地



资料来源：CCID、渤海证券研究所整理

由于 BSS 系统供应商的转换成本高，因此主流厂商所占有的区域市场部分已经相对固定，新进入者的发展难度很大。但是电信行业的重组、电信业务支撑系统的升级，使部分地区的运营支撑系统出现了代替和替换，系统模块的添加也使得新的系统供应商具备了更多的市场拓展能力。目前，电信行业的发展已经处于新的竞争格局和业务发展方向上，三大运营从单一业务竞争转向全业务竞争，对移动电话、固定电话、宽带网络等全业务的融合能力，已成为运营商吸引客户、提升竞争力的重要发展策略。全业务融合要求将手机、固话、宽带三种业务实现统一管理，帐户融合与缴费合并，为客户提供无缝、融合信息服务的信息化市场已成为运营商竞争的焦点之一，为面向全业务打造新一代的电信行业业务支撑系统是各个运营商当前发展的重点之一。

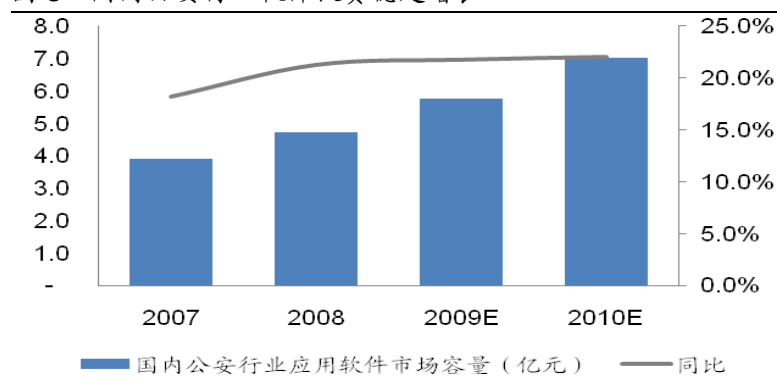
3G 在我国经过将近两年的发展，电信运营商的支撑系统供应商初步形成了新的竞争格局。在中国电信集团业务支撑系统市场，准实时计费帐务、实时在线计费、客户关系管理、数据仓库系统的入围厂商分别有六家、五家、七家、五家，各入围厂商分别占据一定的市场份额，新厂商进入难度较大。而中国联通集团实时在线计费类和新一代 BSS 市场格局也已初步形成，入围厂商分别有七家和五家。天源迪科均成为上述市场的入围厂商之一，其业务的发展具备了相应的资质要求，市场竞争的有序化为公司开展业务创造了较好的发展环境。

2.2 金盾工程促进公安行业信息化投入

公安部为适应在现代经济和社会条件下打击犯罪、维护社会治安、提高办公效率和执法能力以及为社会提供信息服务的需求，提出了“金盾工程”的建设计划和“科教强警”的战略决策。2001 年“金盾工程”正式启动一期建设，2008 年“金盾工程”开始了二期建设，“金盾工程”二期以平台建设、资源整合、信息共享为主线，全力推动应用普及和深化，妥善解决发展不平衡问题，全面提高公安信息化应用的整体水平。

据赛迪咨询预计，2009 年我国公安行业软件投资约为 5.76 亿元，同比增长 21.78%。公安行业信息化在金盾工程推动下，保持了较为平稳的发展态势。

图 8 国内公安行业软件投资稳定增长

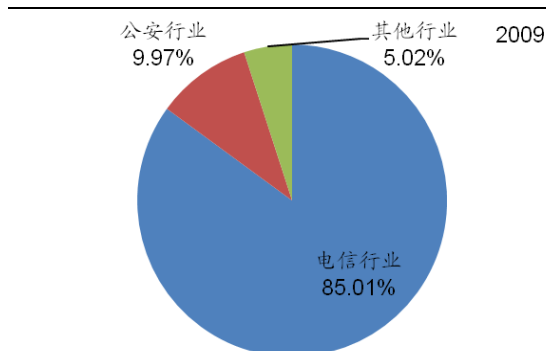


资料来源：CCID、公司公告

3. 电信行业是公司业务的主要突破口

公司以销售自主研发的系列化行业应用软件为主，并以系统集成服务作为产品的有力支撑。目前，公司服务的行业客户主要是电信和公安两个行业，其他行业业务的占比较小，2009 年其他行业收入占比仅为 5.02%。

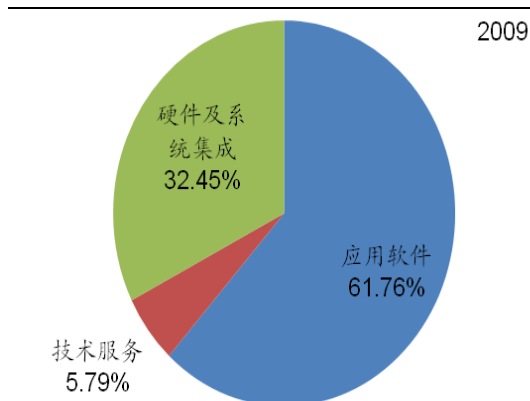
图 9 收入主要来源于电信和公安两个行业



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

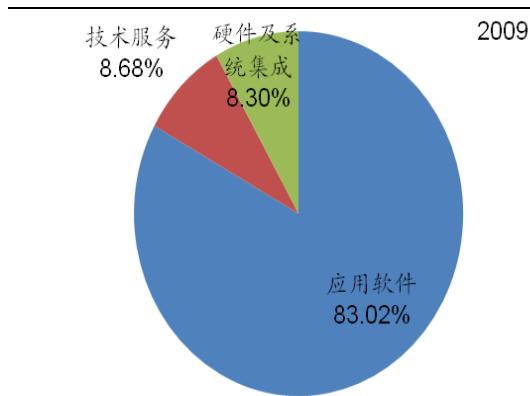
从公司收入的业务构成来看，2009 年公司收入 61.76% 来源于软件业务，软件业务毛利贡献则高达 83.02%。2009 年软件和技术服务占公司毛利的比重高达 91.7%。

图 10 2009 年公司收入的业务构成



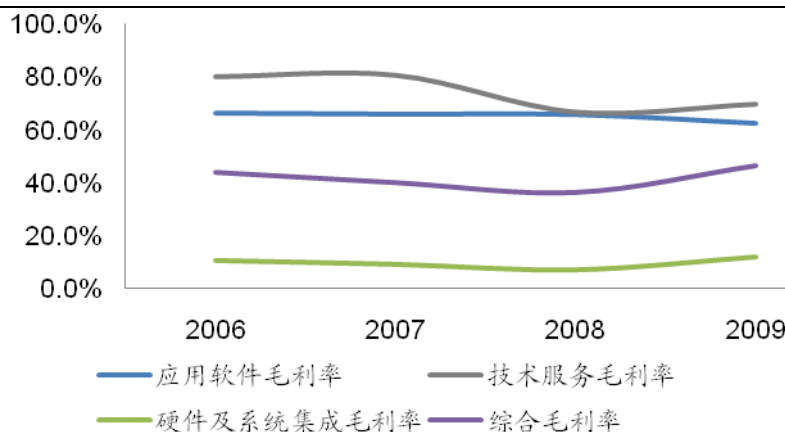
资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

图 11 公司毛利的业务构成



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

图 12 公司各业务毛利率情况



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

在电信行业应用软件产品方面，公司专注于电信行业业务支撑系统以及企业数据仓库类应用软件产品的研发、销售和服务，其中电信行业业务支撑系统主要有准实时计费帐务类、实时在线计费类、客户关系管理类等应用软件；在公安行业，公司主要提供公安基础业务类和综合应用类应用软件系统解决方案及服务咨询；此外公司还为电信行业、公安行业客户提供基于应用软件产品支撑配套的系统集成及技术服务，形成了满足客户需求的完整解决方案，同时公司也为国内其他行业大型信息化建设工程提供系统集成服务。

表 2 公司主要产品线和市场占有情况

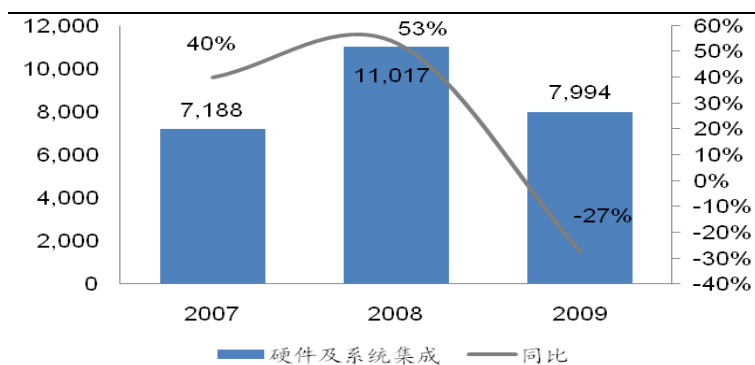
客户	项目	拥有省份数
中国电信集团	准实时计费类	5 个，安徽、西藏、贵州、广西、青海
	实时在线计费类（预付费）	其中实时在线计费软件 5 个，陕西、安徽、四川、湖北、西藏；统一充值平台 4 个，陕西、安徽、青海、西藏
	客户关系管理类软件	5 个，四川、安徽、西藏、陕西、青海
	数据仓库类	7 个，安徽、四川、陕西、西藏、广西、海南、青海
中国联通集团	准实时计费帐务类	2 个，重庆、广西
	实时在线计费	6 个，安徽、河南、青海、海南、宁夏、天津
	客户关系管理类	2 个，重庆、广西
公安行业	公安基础业务类	新一代出入境管理信息系统 4 个，上海、湖北、贵州、广西
	公安综合应用类	

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

公司的系统集成业务主要为电信、公安及其他行业的客户提供基于公司软件产品的运行环境配套工程服务，保证运行环境的稳定和高效，形成面向电信、公安及其他行业客户需求的完整解决方案，从而有效提升公司知名度和整体品牌形象，进一步扩大公司应用软件开发的市场占有率。

由于系统集成业务垫资多、收款难，利润率低，公司从 2009 年开始主动放弃部分系统集成类业务而专注于软件和服务业务的发展。公司放弃了代理 HP 产品联合投标的第一投标人位置，从而造成公司集成业务下降幅度很大，2010 年前三季度，公司系统集成业务下滑将近 80%。

图 13 系统集成业务被公司主动削弱



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

3.1 电信软件业务增长迅速

我国电信行业业务支撑系统（BSS）软件市场已经形成严格的产品准入制度，进入该市场必须通过电信运营商的入围测试，行业准入门槛高，电信运营商每个产品一般仅有 5-8 家入围厂商。因此，在一般情况下新进入者拓展业务的难度较大，供应商的市场份额一般较为稳定。但是，由于电信运营商重组和 3G 牌照的发放，造成了市场的重新洗牌以及新需求的拓展，天源迪科抓住这一难得的历史机遇在 2009 年取得了市场突破，公司不仅扩展了对中国电信的业务，而且成功打开了中国联通的 BSS 市场。

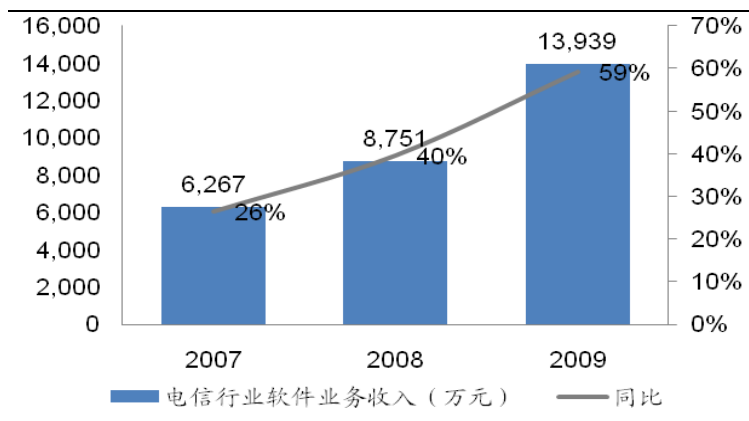
3G 业务的实时、多样、复杂、个性、智能化特征对业务支撑系统提出了更高要求，因此，支撑系统市场在 2009 年出现了新的竞争格局。而公司则通过了中国电信集团、中国联通集团的入围测试，公司凭借与 HP 合作研发的实时在线计费系统软件和其他软件产品成功拓展了客户。目前公司已成为中国电信集团准实时计费帐务系统六家入围厂商之一、实时在线计费系统五家入围厂商之一、客户关系管理系统七家入围厂商之一、数据仓库系统五家入围厂商之一、统一充值平台八家入围厂商之一；是中国联通集团实时在线计费系统七家入围厂商之一、联通新一代 BSS 五家入围厂商之一。截至 2009 年底，公司在电信行业的客户包括中国电信集团下属的 9 家省级公司和中国联通集团的 8 家省级分公司，2010 年上半年公司成功打开了上海电信计费系统市场，公司依靠实时计费系统有望打开广州市场，目前公司在中国电信广州市场测试中排名前列。

公司电信行业软件收入在近三年逐渐取得了高速增长，2009 年公司实现电信行业软件收入 1.39 亿元，同比增长 59%。从各产品线的收入贡献看，四大产品线的收入贡献占比较为平均，从各产品线的收入增速来看，除准实时计费帐务类软件增长较缓慢外，其他三个产品线增速都十分明显。

尽管 2010 年电信行业固定资产投资下降了约 30%，公司的业务发展也受到了一定影响，但是由于公司获得了更多高毛利率的项目，因此，全年业绩增长将较为确定。2010 年前三季度公司在安徽市场上收入增长 20% 左右，四川市场则基本持平，体现出公司业务具备一定的抗风险能

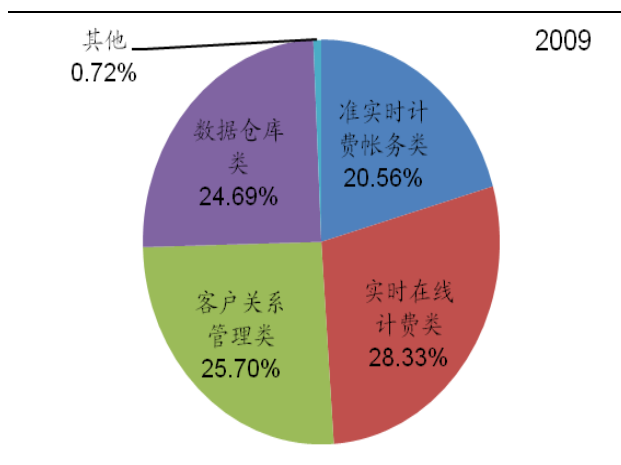
力。

图 14 公司电信软件业务高速增长



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

图 15 BSS 四大产品线收入贡献占比较为平均



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

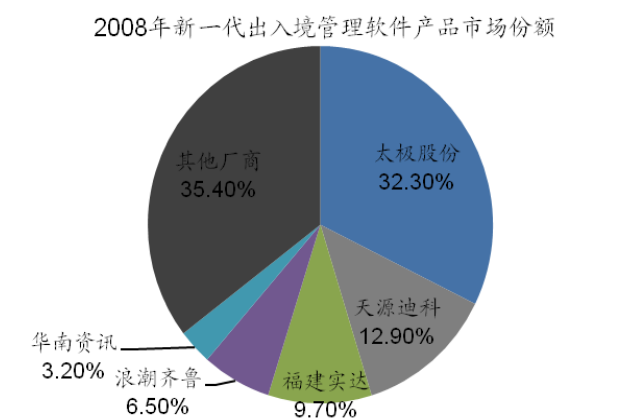
3.2 公安行业维持业务规模

公安行业软件市场也已形成严格的市场准入制度，进入该市场的部分软件产品必须通过公安部组织的入围测试。公司面向公安行业的软件产品主要包括公安基础业务类的新一代出入境管理信息软件、道路交通管理软件；公安综合应用类的信息综合查询/比对软件、数据交换与集成平台软件。

目前公司是公安行业新一代出入境管理软件五家入围厂商之一，是机动车/驾驶人管理系统的入围厂商和产品供应商，公司的新一代出入境管理软件产品在 2008 年市场占有率排名第二位。城市道路交通管理软件已成功应用于上海市公安道路交通管理的交通违法、交通事故、机动车辆查控、道路机动车流量分析等业务。信息综合查询/比对软件产品，已经在北京、上海、天津、青岛、大连等全国二十多个中心城市的公安部门及相关的政府机关中得到广泛应用，在该类别

产品的细分市场上占据领先地位。

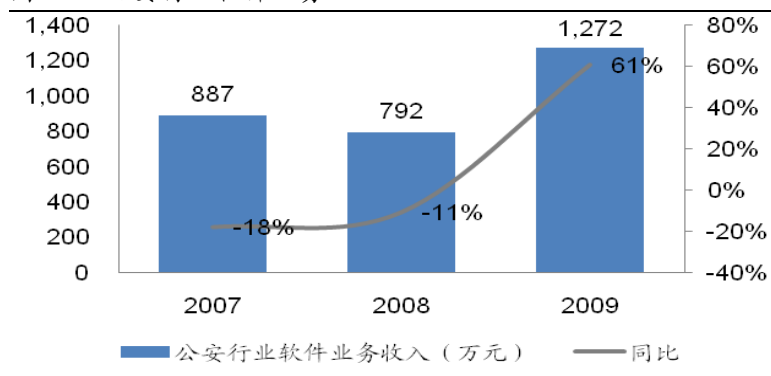
图 16 公司在公安新一代出入境管理软件市场占有率较高



资料来源：公司公告

由于公安行业信息化投入主要靠国家“金盾工程”以工程项目的方式推动，因此投入规模偏小，持续性较差，而且地方保护的门槛较高。从而造成公司在产品和市场突破方面进展较慢，近几年该业务基本是维持规模的状况，公司依靠逐渐提高软件在收入中的贡献比重来提升赢利能力。2009 年公司公安行业业务实现收入 2454.89 万元，同比下降 6.22%，其中实现软件业务收入 1272.02 万元，同比增长 60.7%。

图 17 公安行业软件业务



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

3.2 通过募集资金项目全面提升业务发展能力

目前我国电信行业在支撑系统建设方面与发达国家电信运营商相比还有一定的差距。据统计国外一个成熟的运营商在电信支撑系统方面的投入要占其总投入的 5%-10%，新兴的运营商这一比例则高达 20%，而我国电信运营商在这方面的投资却只有 2%~3%，因此，我国电信支撑系统市场仍有很大的发展潜力。

目前我国电信行业对 BSS 系统投入的正常增长率在 20%以上，但各省的投资增速则有一定差别。而公安行业在我国金盾工程的推动下，随着公安行业信息化水平和认知度的提高，其信息

化投入的持续性将加强。

在电信和公安行业具备较好发展环境的情况下，公司通过 IPO 募集资金项目升级、拓展现有的软件产品（前四项）并试图开发出新的软件产品（后两项），这些项目均是瞄准行业的新需求，有利于提高公司的产品竞争力，丰富公司产品线和扩大业务规模。

在 3G 和全业务运营时代，电信运营商将会构建融合计费支撑体系，以实现全网、全业务融合支撑的业务目标，公司 IPO 项目中融合计费系统正是为了应对这一需求，该产品一旦推出将会提升公司的竞争能力，从而使得公司获得更多的市场份额。而新一代运营支撑系统（NGOSS）则是由电信管理论坛（TMF）于 2000 年提出、并由全球电信运营商和设备供应商共同推动和发展的一整套支持新一代电信运营企业 OSS 的体系架构。电信运营商可以利用 NGOSS 建议的支持系统和系统框架，构建出适合未来新业务发展和企业流程管理需要的信息化管理体系，在不断变化的通信发展格局中，满足用户对通信质量和服务质量的要求。在提高电信运营商从面向业务的传统型网络业务提供商向面向客户的综合型信息服务提供商的战略转型过程中，体现出多方面的竞争优势。

表 3 公司 IPO 项目盈利能力预测情况

项目名称	拟投入募集资金 (万元)	产品单价	年销售数量	预计年均销售 收入(万元)	年均净利润(万 元)
融合计费系统项目(前段+后端)	4,827.00	2 元/户	2523.2 万户	5,046.40	1,521.50
企业智能决策支持平台项目(BI)	4,719.00	216 万/套	21.8 套	4,708.80	1,595.45
客户关系管理系统项目(CRM)	4,411.00	270 万/套	17.8 套	4,806.00	1,510.80
基于构架和构件库的电信业务中间件平台项目	2,671.00	180 万/套	14.8 套	2,664.00	766.70
新一代电信运营支撑系统项目	5,353.00	3.5 元/户	1477.8 万户	5,172.30	1,520.65
情报线索分析系统项目	4,033.00	140 万/套	29 套	4,060.00	1,246.10
合计	26,014.00			26,457.50	8,161.20

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

公司募集资金项目建设期为 2 年，项目全部投产后公司预计将每年新增营业收入 2.65 亿元，年新增净利润 8161.2 万元，是公司 2009 年净利润的 1.42 倍。

公司未来的成长性主要来源于三个方面：第一，开拓市场，公司凭借产品和服务拓展中国电信和中国联通的省级新客户，甚至进入中国移动市场。此外，公司计划开拓东南亚等海外市场，公司计划到 2012 年海外业务收入占到总收入的 10%以上；第二，增值业务，公司于 2010 年 5 月收购广州易杰数码 51%的股权，该公司拥有全国增值业务牌照，依托公司的技术基础以及电信运营商良好的合作关系，未来将积极发展电信增值业务，形成新的业绩增长点；第三，开拓新领域，公司计划抓住 3G、三网融合发展的机会，努力拓展行业客户面，争取把业务拓展至广电、电力、水务、煤气保险、金融等行业，目前公司在广电系统已经有所突破。

此外，由于公司仍存有大量超模资金，因此仍在积极寻求并购对象，争取通过收购兼并，实现业务、客户的拓展，并迅速提高净利润增长的速度。由于电信支撑系统竞争格局的变化，公司有望通过收购兼并的方式获得其他相对弱小厂商的市场，从而达到扩大市场占有率的目的，并且公司有望通过收购兼并，迅速扩大业务规模，进入 OSS 和 MSS 市场，从而成为更加全面的电信支撑系统供应商。

4. 竞争优势

4.1 具有核心技术

公司已经连续三年被评为国家规划布局内重点软件企业，享受 10% 的所得税优惠。公司目前已取得 49 项计算机软件著作权证书，34 个软件产品登记证书、11 项科技成果，具有国家信息产业部计算机信息系统集成资质二级证书。公司与 HP 合作开发的实时在线计费类软件处于国际先进水平，并且是融合计费的核心组成部分，公司的业务开拓和产品升级具备较好的技术优势。

4.2 电信行业应用软件标准制定参与者

公司作为中国电信集团 IT 核心合作伙伴，曾多次参与中国电信集团软件规范的编制。通过参与制定电信行业应用软件标准和规范，可以使公司第一时间掌握行业发展方向，并提前进行产品开发，在核心技术的研发上走在行业前沿。

5. 风险提示

5.1 技术开发风险

公司的 IPO 项目有两项新产品，从技术和市场而言，公司都较为陌生，因此，这两个项目存在技术开发和市场开拓的风险。

5.2 产品线不完善和市场占有率偏低的风险

公司在行业中的市场地位偏低，亚信联创、中兴、华为等 4、5 家厂商在资金实力、产品线丰富程度、市场占有率上都明显强于天源迪科，而且公司在 OSS、MSS 市场还没有取得市场突破，如果公司不能通过发展迅速占有其他更弱小公司的市场份额，将在与龙头厂商的竞争中处于不利地位。

6. 盈利预测

6.1 盈利预测关键假设

- 1、公司能够继续被评为国家规划布局内重点软件企业，维持 10% 的所得税率；
- 2、公司 IPO 项目能够顺利开发并达到预期盈利能力；
- 3、公司系统集成业务在 2010 年严重衰退后，未来几年能够维持缓慢增长，毛利率基本稳定；
- 4、不考虑公司收购兼并的影响。

6.2 预计明年业绩增速将加快

由于运营商今年投资速度减缓，放缓了对项目的确认速度，前三季度公司完成的部分项目尚未得到确认，预计在 4 季度结算期，公司完成的项目将大规模确认收入，因此我们看好公司 2010 年 4 季度业绩。

预计 2010-2012 年，公司将分别实现营业总收入 2.48、3.32 和 4.2 亿元，同比分别增长 0.66%、34% 和 26.48%；分别实现归属于母公司所有者净利润 0.71、0.99 和 1.29 亿元，同比分别增长 24.7%、39.2% 和 29.4%；对应每股收益分别为 0.68、0.95 和 1.23 元/股。

7. 估值及投资建议

A 股市场上具有电信行业 BOSS 系统业务的软件类公司主要有 3 家（剔除以通信设备业务为主的中兴通讯），在公安行业信息化领域与天源迪科具有相同产品线的主要有 2 家，由于公司增值业务规模不大，暂不选取该类公司进行估值比较。与行业 2011 年平均 40 多倍的动态市盈率相比，天源迪科被明显低估，考虑到公司并购等潜在刺激因素，其估值水平存在超越行业平均水平的可能。

我们认为，在目前的市场环境下，公司 2011 年合理动态的市盈率区间应该在 40-45 倍之间，合理的价值区间为 38-42.75 元/股，我们给予公司“买入”的投资评级。

表 4 同类公司估值水平

代码	公司名称	EPS			BVPS	收盘价	P/E			P/B
		2009	2010E	2011E			2009	2010E	2011E	
600289	亿阳信通	0.15	0.21	0.29	2.62	12.86	87.90	60.98	43.77	4.91
300002	神州泰岳	0.86	1.20	1.62	7.73	68.28	79.70	57.10	42.10	8.83
600718	东软集团	0.52	0.52	0.56	3.32	17.40	33.35	33.46	31.07	5.24

002368	太极股份	0.62	0.95	1.37	9.74	46.66	74.96	49.30	34.04	4.79
600756	浪潮软件	0.16	0.21	0.26	3.94	16.31	101.94	77.67	62.73	4.14
300047	天源迪科	0.55	0.68	0.95	9.33	28.54	52.10	41.97	30.04	3.06
	行业平均						71.66	53.41	40.63	5.16

资料来源：资料来源：Wind、渤海证券研究所 2009 年 EPS 按最新股本摊薄

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn
huangfeng@bhzq.com

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn
xiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn