

万达信息 (300168)

立足上海的城市信息化软件服务提供商


魏兴耘
 0755-23976213
 weixy1@gtjas.com
 S0880200010167

本报告导读:

公司是城市信息化的软件服务提供商,在政府信息化领域占有 60% 的份额,收入 80% 左右来自上海,主要行业包括电子政务、社会保障、卫生服务、工商管理、民航交通。
投资要点:

- 公司是以公共事务为核心的城市信息化领域的软件和服务提供商。应用软件和服务已占据了上海地区城市信息化领域约 30% 的市场份额,其中在政府信息化领域占有 60% 的份额;在卫生服务的区域卫生领域,公司份额位居榜首,是覆盖医疗机构和人群均最大的服务提供商。
- 公司 09 年收入来自电子政务、社会保障、卫生服务、工商管理、民航交通分别占 25%、27%、11%、23%、7%;来自软件开发、运营服务与系统集成分别占 52%、18%、30%,毛利 75% 来自软件开发。
- 2004 年,公司成为全国首家通过 CMMI5 级评估的企业。自 2002 年以来连续八年被认定为国家规划布局内重点软件企业。公司近三年投入的研发费用都在 5000 万元以上,09 年占销售收入比重达 12%。承担的“面向电子政务领域的应用平台”课题已入选核高基项目。
- 公司在 07-09 年及 10 年上半年来自上海的收入占比分别达到 83%、81%、80%、79%。目前已在北京、深圳、杭州、宁波等城市设立了分支机构,并将设立 7 大区域市场中心,加强全国开拓力度。
- 2009 年中国城市信息化的总体市场投资规模为 435 亿元。在城市化推动下,预计未来三年保持 11% 的复合增速。
- 公司本次共募集 1.96 亿元,拟投入 5 个项目,均是公司目前核心业务系统的系统性升级,将有助于公司提升整体竞争力,扩展业务范围。
- 我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 4.90 亿元、7.01 亿元、10.10 亿元;归属于母公司所有者的净利润分别为 0.52 亿元、0.96 亿元、1.29 亿元;对应 EPS 分别为 0.44 元、0.80 元、1.08 元。
- 目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 38 倍,我们建议的合理的询价区间为 25.62-30.43 元,对应 2011 年的 PE 为 32-38 倍。上市目标价 27.22-32.03 元,对应 2011 年 PE 为 34-40 倍。

建议询价区间

25.62-30.43

上市首日定价区间

27.22-32.03

2011.01.10

发行上市资料

总股本(万股)	9,000
发行量(万股)	3,000
发行日期	2011.01.13
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	民生证券
预计上市日期	2010.1

发行前财务数据

每股净资产(元)	2.59
净资产收益率(%)	5.4%
资产负债率(%)	45.7%

主要股东和持股比例

上海万豪投资有限公司	35.5
上海科技投资公司	16.97
上海长安信息技术咨询开发中心	7.25
上海东方传媒集团有限公司	5.94
上海机场(集团)有限公司	4.93
北京世纪凯悦投资有限公司	3.33
深圳市中庸实业有限公司	3.33
上海精文投资有限公司	2.97
北京赛昂传媒投资有限公司	2.22

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	319	408	490	701	1,010
(+/-)%	6%	28%	20%	43%	44%
经营利润(EBIT)	32	49	61	103	138
(+/-)%	10%	51%	23%	70%	34%
净利润	25	40	52	96	129
(+/-)%	-16%	57%	31%	84%	34%
每股净收益(元)	0.21	0.33	0.44	0.80	1.08
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

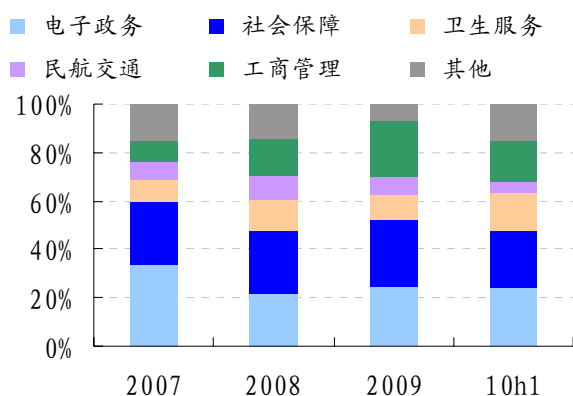
1. 立足上海的城市信息化软件服务商

1.1. 以公共事务为核心的城市信息化软件服务提供商

公司是以公共事务为核心的城市信息化领域的软件和服务提供商。根据上海市软件行业协会统计,公司的应用软件和服务已经占据了上海地区城市信息化领域约 30% 的市场份额,其中在政府信息化领域占有 60% 的市场份额;在卫生服务的区域卫生领域,公司市场占有率位居榜首,是覆盖医疗机构和人群均最大的服务提供商。

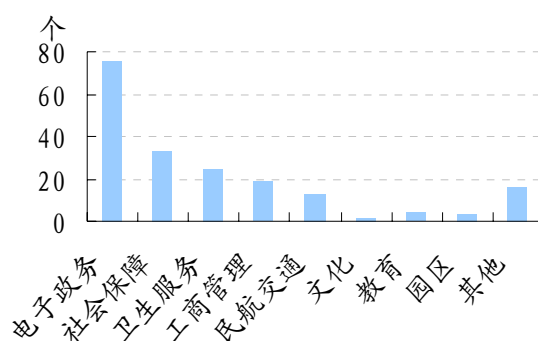
分行业来看,公司收入主要来自电子政务、社会保障、卫生服务、工商管理、民航交通,09 年分别占收入的 25%、27%、11%、23%、7%。软件用户数量分别达 76、33、25、19、13 个。

图 1: 07-10 年公司主营收入按行业构成



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

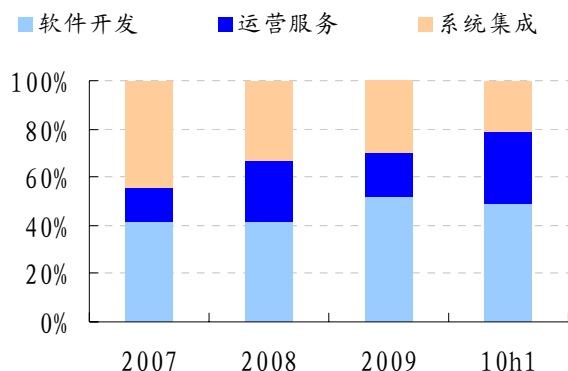
图 2: 公司软件用户数量按行业分布



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

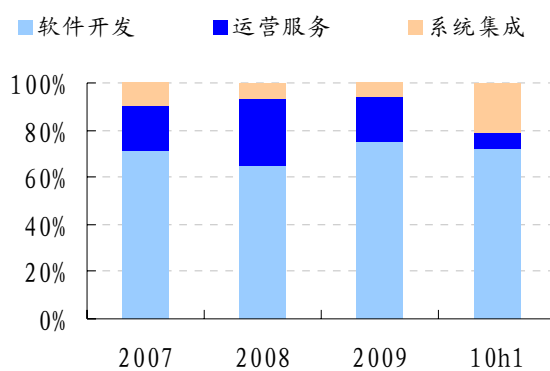
公司业务可划分为软件开发、运营服务与系统集成, 分别占 09 年收入的 52%、18%、30%。由于软件开发毛利率远高于系统集成, 其毛利占比 09 年达 75%。运营服务业务指公司为老客户提供的系统运营维护以及上海财税局企业网上报税的服务项目, 09 年占毛利的 18%。

图 3: 07-10 年公司主营收入按产品构成



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

图 4: 07-10 年公司主营利润按产品构成



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

1.2. 软件开发能力较强 城市信息化的先行者

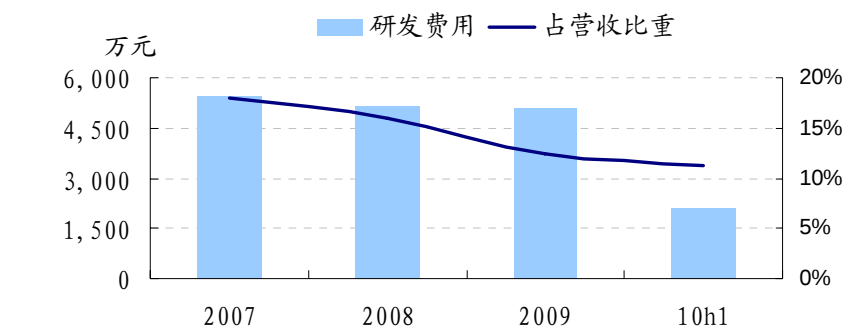
公司软件开发能力突出。2004 年，公司成为全国首家通过 CMMI5 级评估的企业。自 2002 年以来连续八年被认定为国家规划布局内重点软件企业。

公司所承担的“面向电子政务领域的应用平台研发和产业化”课题已入选核高基项目，2010 年度审定预算为 933 万元。

公司召集和参与制定了 7 个国家电子政务标准或指南、6 个卫生部医疗信息化的国家行业标准或指南和 9 个地方信息化标准。公司是全国经过劳动部认证的 8 家核三平台技术支持商之一，将在社保统一应用软件推广实施中占据有利位置。

公司近三年投入的研发费用都在 5000 万元以上，09 年占销售收入比重达 12%。

图 5：公司近三年研发费用投入都在 5000 万元以上



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

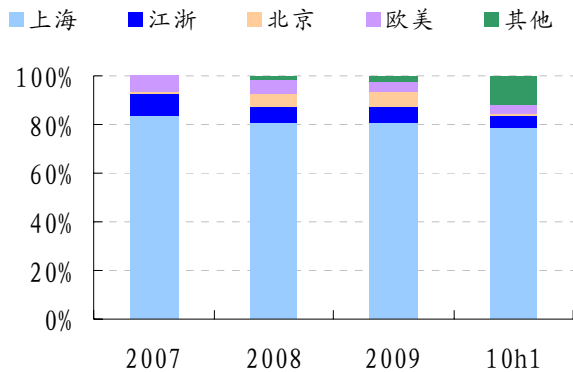
公司是城市信息化建设的倡导者和先行者。如在社会保障领域，公司承建了全国第一个劳动保障一体化信息系统；在医疗卫生服务领域，公司为上海市实现了全国首个三级医院区域临床信息共享系统、为长宁区实现了全国首个实现居民健康档案、临床信息、医学影像整合共享的区级系统的项目建设工作；在电子政务领域，公司首次提出了阳光政务的完整业务模型；在民航空管领域，公司为民航华东空管局构建了国内首家一体化的空管信息系统。

1.3. 上海是主要收入来源 将加强全国开拓力度

公司的营业收入和利润主要来源于上海地区，公司的发展壮大也很大程度上依靠上海地区的长期重要客户。公司在 07-09 年及 10 年上半年来自上海的收入占比分别达到 83%、81%、80%、79%。

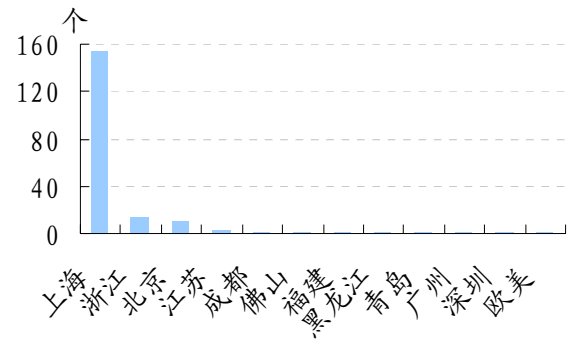
从软件用户数量分布看，上海高达 154 个，浙江、北京、江苏与成都分别有 14、11、3、2 个，其余 6 个省市与欧美分别有 1 个。

图 6: 07-10 年公司主营收入按地域构成



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

图 7: 公司软件用户数量按地域分布



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

公司目前已在北京、深圳、杭州、宁波、扬州、青岛、南京、成都等城市设立了分支机构，并开展了相关业务。未来将建立华北、华东、华南、华中、西南、东北和西北等 7 大区域的市场中心，进一步增强全国市场的区域拓展力度。

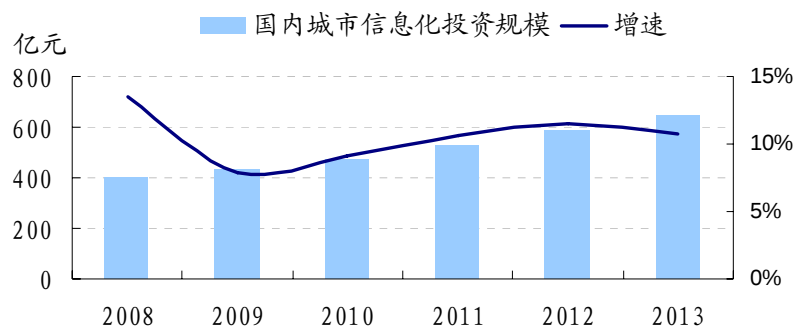
2. 城市化与国家政策驱动行业较快增长

2.1. 城市化推动城市信息化较快发展

我国城市化率上升将是长期趋势。根据国务院发展研究中心专家预测，2020 年我国城市化率将达到 50%-60%。城市信息化则将伴随其进入高峰期。

根据计世资讯预测，2009 年中国城市信息化的总体市场投资规模为 434.85 亿元，增长 7.9%。预计 2013 年将达到 648 亿元。

图 8: 国内城市信息化投资规模 2013 年将达到 648 亿元



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

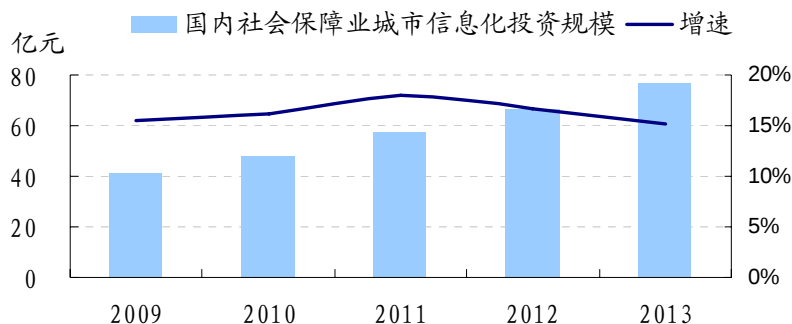
2.2. 政策驱动社保医疗较快发展 电子政务保持稳健成长

金保工程二期建设的重点是通过数据和系统的整合，形成一体化的、以公共服务为中心的数据中心。根据金保工程的发展规划，2009 年将是我国金保工程二期建设的重要立项阶段。金保工程已进入了整

合阶段。按照规划，金保工程二期的试点项目全部在华东地区。

计世资讯预测，2009 年我国社保城市信息化建设整体投入预计为 41.58 亿元，预计 2013 年将达到 77.58 亿元。

图 9：国内社会保障业城市信息化投资规模 2013 年将达到 77 亿元

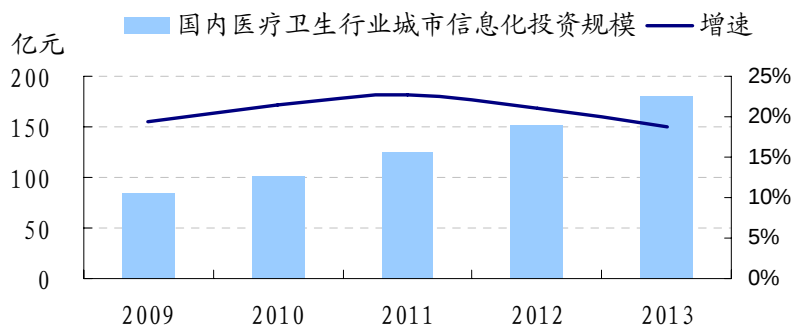


数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

我国的医疗卫生信息化现在处于上升时期。新医改方案的投入带来了行业新的机会。而国家政府部门明确规定，此次医改方案实施将优先采用国内产品，据计世资讯预测，2009 我国医卫行业城市信息化建设整体投入预计为 84.25 亿元，预计 2013 年将达 181 亿元。

新医改方案首次在国家级层面提出信息化，要求在三年内为居民建立统一的电子健康档案。根据计世资讯预测，新医改将配套 8500 亿资金，假设其中 3% 用于医疗卫生信息化，则将有 255 亿的资金。

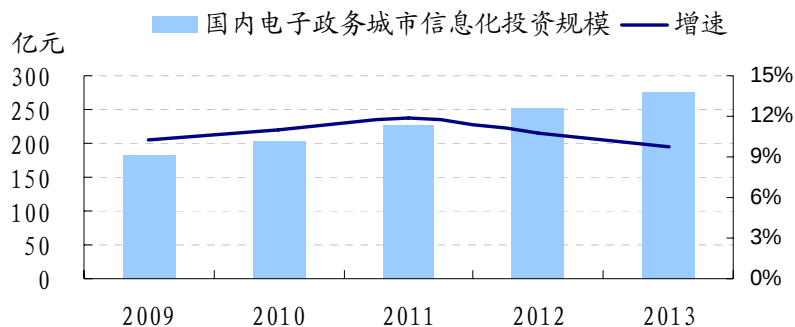
图 10：国内医疗卫生行业城市信息化投资规模 2013 年将达到 181 亿元



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

我国电子政务建设已经经历了一段时间的发展，但随着各种指导性文件的出台，逐步形成了从国家到地方的联动格局。根据计世资讯预测，2009 年我国电子政务城市信息化建设整体投入预计为 182.6 亿元，预计 2013 年将达 275.68 亿元，保持稳健增长。

图 11: 国内电子政务城市信息化投资规模 2013 年将达到 181 亿元



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

3. 募投项目升级公司核心业务系统

公司本次共募集资金 1.96 亿元, 拟投入 5 个项目, 包括综合业务基础平台的建设, 与劳动社保、民航、企业监管、民航四个领域的应用系统升级, 均是对公司目前核心业务系统所作的系统性升级, 将有助于公司提升整体竞争力, 扩展业务范围。

表 1: 募投项目基本情况一览表 (单位: 万元)

序号	项目名称	项目总投资
1	综合业务基础软件平台 V4.0 系统	4,916
2	综合劳动和社会保障 V3.0 系统	4,480
3	民航信息一体化 V2.0 系统	3,863
4	企业综合监管平台 V2.0 项目	3,520
5	医疗卫生信息化 V2.0 系统	2,787
合计		19,566

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

4. 风险因素分析

4.1. 业务集中于上海的风险

公司报告期内来自上海地区的业务收入占比分别为 83.45%、80.55%、80.42%、78.77%。公司很大程度上依靠上海地区的长期重要客户, 如上海市人力资源和社会保障局 (原市社保局、市医保局)、上海市工商局、华东空管局等机构。如果上海地区市场格局出现重大变动, 公司的经营业绩将受到较大影响; 公司所在行业本地化程度往往较高, 如果公司对外扩张不力, 则公司长期成长性会受到影响。

4.2. 税收优惠与政府补贴变化的风险

自 02 年起至 09 年, 公司每年均被认定为“国家规划布局内重点软件企业”, 享受 10% 的企业所得税税率。而根据财政部、税务总局规定, 单位和个人从事技术转让、技术开发业务和与之相关的技术咨询、技术服务取得的收入, 免征营业税。此外, 公司报告期内多

次获得政府各项财政补贴。税收优惠与政府补贴在 07-09 年及 10 年上半年占利润比例分别达到 27%、22%、9%、9%。

如果公司以后不能取得相关认定,或者今后国家税收政策发生变化,或以后公司获得政府补贴减少,将对公司的经营业绩产生一定影响。

4.3. 知识产权风险

我国软件市场尚不成熟,对软件的知识产权保护还比较落后,软件技术被盗版和专有技术流失和外泄的现象很严重。公司产品存在潜在的盗版风险。这将对公司的盈利水平产生不利影响。

5. 盈利预测与估值定价

5.1. 盈利预测

我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 4.90 亿元、7.01 亿元、10.10 亿元;归属于母公司所有者的净利润分别为 0.52 亿元、0.96 亿元、1.29 亿元;对应 EPS 分别为 0.44 元、0.80 元、1.08 元。

表 2: 万达信息分业务收入预测

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
收入预测 (百万元)						
软件开发	125	132	211	248	355	513
运营服务	43	82	73	95	130	193
系统集成	134	105	124	147	216	305
毛利率预测 (%)						
软件开发	50%	48%	46%	49%	50%	53%
运营服务	39%	34%	33%	28%	31%	33%
系统集成	6%	6%	6%	8%	7%	7%

数据来源: 国泰君安证券

表 3: 万达信息盈利预测简表 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入	302	319	408	490	701	1010
营业收入	302	319	408	490	701	1010
二、营业总成本	274	295	366	435	598	870
营业成本	215	221	279	330	469	656
营业税金及附加	6	8	14	16	23	34
销售费用	16	14	16	19	27	43
管理费用	36	43	51	64	79	139
财务费用	2	7	7	5	-1	-3
资产减值损失	0	1	0	0	0	0
三、营业利润	28	26	43	56	105	141
加: 营业外收支	5	3	2	2	2	2
四、利润总额	33	29	44	58	107	144

减：所得税	3	3	4	6	11	14
五、净利润	30	25	40	52	96	129
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	30	25	40	52	96	129
股本	120	120	120	120	120	120
全面摊薄每股收益	0.25	0.21	0.33	0.44	0.80	1.08

数据来源：国泰君安证券

5.2. 估值定价

我们挑选从事电子政务、社会保障业务的 5 家上市公司进行比较。目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 38 倍,我们建议的合理的询价区间为 25.62-30.43 元,对应 2011 年的 PE 为 32-38 倍。上市目标价 27.22-32.03 元,对应 2011 年 PE 为 34-40 倍。

表 4：国内可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
600718.SH	东软集团	31	34	28
300096.SZ	易联众	104	66	48
002474.SZ	榕基软件	103	65	41
300075.SZ	数字政通	71	49	34
300020.SZ	银江股份	92	60	38
	行业平均	80	55	38

数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券

作者简介:**魏兴耘:**

S0880200010167

0755-23976213

weixy1@gtjas.com

厦门大学经济学博士，国泰君安证券电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2010 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

袁煜明（贡献作者）:

S0880110040003

021-38674633

yuanyuming008092@gtjas.com

毕业于清华大学自动化系，工学硕士；2009 年 7 月进入国泰君安，从事计算机行业研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail	gtjaresearch@gtjas.com		