

TMT 行业

榕基软件 (002474)

调研报告

评级: 买入

收盘价 (元) 39.72
 目标价 (元) 63.00

四引擎齐发力, 近两年高速成长几成定局

市场数据

投资要点:

52 周内高 55.85
 52 周内低 36.05
 总市值(百万元) 4118.96
 流通市值(百万元) 1032.72
 总股本(百万股) 103.70
 A 股(百万股) 103.70
 一已流通(百万股) 26.00
 一限售股(百万股) 77.70
 B 股(百万股)

- 公司是通用电子政务应用软件最具竞争力的企业之一, 专注于发展政府、质检、军事机关、电力和电信等行业应用软件的研发、推广, 及相关计算机信息系统集成和服务业务。在电子政务业务领域的历史已超过 11 年, 能够提供一体化电子政务应用平台和整体电子政务解决方案。
- 公司是国家电网“SG186”工程中子模块“任务协同”模块的独家供应商。每年能够确认的收益在 1~2 亿元左右, 能够保证公司在该领域 2~3 年的订单需求。
- 公司与国家电网公司投资共同成立的合资公司亿榕信息中标“SG186”工程子模块“办公协同”模块, 合同金额预计高达10亿元。公司将分享投资收益和软件转包收益。
- 公司的手持式漏洞扫描设备在军方受到好评, 后续的升级产品预计将为该项业务到来翻番收益。
- 风险提示: 1、核心技术人员流失, 导致公司研发能力下降; 2、公司在国家电网和质检总局的项目订单进度和收入确认出现迟滞状况; 3、募投项目进展低于预期, 影响公司业务发展。
- 盈利预测及估值分析。公司在今后的2~3年中会处于高速发展阶段, 预计公司2011~2013年EPS将分别达到1.22、1.75和2.39元。给予公司“买入”评级。

相对市场表现



TMT 行业研究员

李明选

证书编号 S0120511030005

8621-68761616-8518

limx@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

重要财务指标

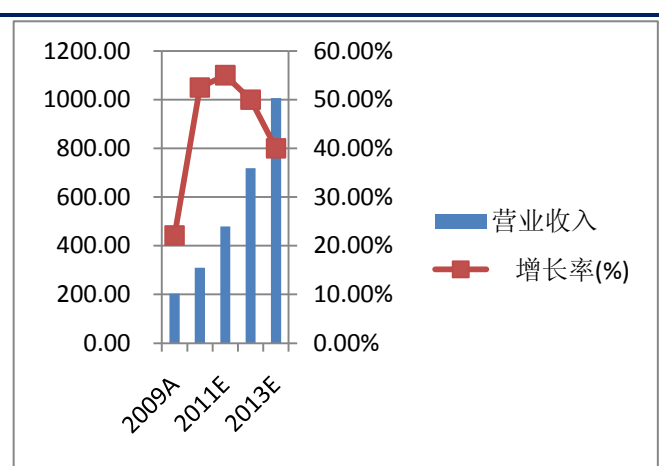
单位: 百万元

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	202.68	309.00	478.95	718.43	1005.80
YoY (%)	22.13%	52.46%	55.00%	50.00%	40.00%
净利润	48.02	78.09	126.49	181.16	247.31
YoY (%)	22.81%	62.61%	61.98%	43.21%	36.52%
毛利率 (%)	46.74%	44.08%	46.94%	46.94%	46.94%
ROE (%)	26.18%	6.69%	9.78%	12.28%	14.36%
摊薄 EPS (元)	0.463	0.753	1.220	1.747	2.385

最大看点：公司近两年高速成长几成定局

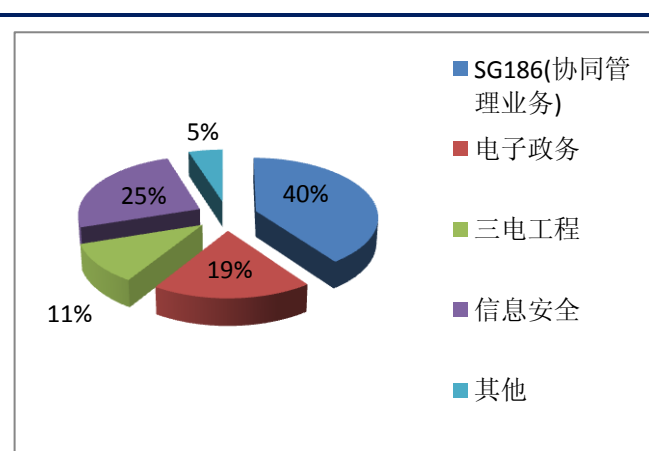
公司 2010 年实现营业收入 3.09 亿元，同比增长 52%；归属于上市公司股东净利润为 7200 万元，同比增长 54%。公司收入增长迅速，高于市场普遍预期。根据本次调研情况，我们预计公司在今后两三年将迎来各项业务的集中爆发期，业绩年复合增长率达到 45%~65%是大概率事件。

图表 1 公司营业收入增长情况 单位（百万元）



资料来源：德邦证券研究所

图表 2 2011 年公司各项业务预测占比情况



资料来源：德邦证券研究所

- 公司在国家电网的“SG186”工程中分得了一大杯羹。“SG186”工程是国家电网大规模的信息化建设项目，工程涵盖八大业务范围，涉及六大信息化系统，建成后对国网整体的运营效率和管理质量将是极大的提升。公司是“任务协同”模块的独家供应商，有约 3 个多亿的合同份额。此外值得注意的是，公司与国家电网合资成立的亿榕信息公司（公司持股 35%）中标了“办公协同”模块的建设项目。该模块最终将覆盖全国约 2300 个县的电网终端，按照每个终端费用 40 万元计算，合计合同金额高达约 10 亿元。公司在其中除了能获得投资收益外，可见的软件转包业务收入也在 3~5 亿间，所以今后 3 年间公司每年在协同软件领域能够确认的收入约在 1.5~2 亿之间。

图表 3 协同软件市场增长情况 单位（亿元）



资料来源：汉鼎咨询、德邦证券研究所

- 三电工程为公司带来稳健收益。目前在三电工程领域主要有三家服务商，与公司业务形成直接竞争的是九城公司（该公司市场占有率超过 70%，公司市场占有率大约 25%）。另一家公司信城通的业务处于服务链的后端部分，政策服务性更强一些，与公司业务不构成正面竞争。因为目前外贸领域“跑马圈地”的时代已基本结束，所以公司与九城的市场份额相对稳定，复加外贸公司的业务人员一旦熟悉某供应商的软件界面和流程，更换服务商的动力就会很小，所以三电工程带给公司的盈利将会很稳健，并且随着外贸的增长而稳定增长。预计今年三电工程能带给公司的营收大约在 7000~8000 万。

图表 4 电子申报、电子监管企业增长情况 单位（万家）



资料来源：汉鼎咨询 德邦证券研究所

图表 5 三电工程市场规模增长情况 单位（亿元）



资料来源：汉鼎咨询 德邦证券研究所

- 信息安全是公司业务的亮点之一，近年来增长迅速。公司虽然不以信息安全起家，与国内专业的信息安全公司诸如启明星辰、绿盟、天融信、瑞星公司相比并无优势，但公司巧妙地以漏洞扫描为切入点，楔入信息安全市场，细分市场占有率超过 20%。公司根据军品市场特点，设计研发了手持式漏洞扫描产品，获得军方的大额订单。军品在整个信息安全产品线上占到 60% 以上的比例。公司今年会以漏洞扫描为基础推出风险评估和 WEB 数据分析系统产品。如果这两项产品达产并顺利推出的话，预计今年公司在信息安全领域的营收将达到约 5000 万元。

图表 6 信息安全市场增长情况 单位（亿元）



资料来源：汉鼎咨询、德邦证券研究所

表格 2 公司财务报表

财务和估值数据摘要					
单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	202.68	309.00	478.95	718.43	1005.80
增长率(%)	22.13%	52.46%	55.00%	50.00%	40.00%
归属母公司股东净利润	48.02	78.09	126.49	181.16	247.31
增长率(%)	22.81%	62.61%	61.98%	43.21%	36.52%
每股收益(EPS)	0.463	0.753	1.220	1.747	2.385
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.508	0.810	0.146	1.471	1.048
销售毛利率	46.74%	44.08%	46.94%	46.94%	46.94%
销售净利率	23.81%	25.33%	26.52%	25.32%	24.69%
净资产收益率(ROE)	26.18%	6.69%	9.78%	12.28%	14.36%
投入资本回报率(ROIC)	50.20%	63.00%	86.56%	74.82%	132.83%
市盈率(P/E)	85.77	52.74	32.56	22.74	16.65
市净率(P/B)	22.45	3.53	3.18	2.79	2.39
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
报表预测					
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	202.68	309.00	478.95	718.43	1005.80
减: 营业成本	107.95	172.80	254.15	381.22	533.71
营业税金及附加	1.43	2.56	3.97	5.96	8.34
营业费用	20.66	29.42	45.60	68.40	95.76
管理费用	29.32	37.53	58.17	87.26	122.16
财务费用	0.88	-3.62	-24.06	-26.52	-30.09
资产减值损失	-0.14	-0.44	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	3.52	3.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.11	74.64	141.12	202.11	275.92
加: 其他非经营损益	6.80	12.68	0.00	0.00	0.00
利润总额	52.91	87.32	141.12	202.11	275.92
减: 所得税	4.65	9.05	14.11	20.21	27.59
净利润	48.27	78.27	127.01	181.90	248.33
减: 少数股东损益	0.24	0.18	0.52	0.74	1.01
归属母公司股东净利润	48.02	78.09	126.49	181.16	247.31
资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	89.75	1049.89	1089.10	1268.11	1406.88
应收和预付款项	57.77	66.49	172.27	185.87	315.53
存货	22.31	31.30	57.90	75.90	111.42
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	8.27	12.16	12.16	12.16	12.16

投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	25.01	30.75	24.68	18.61	12.53
无形资产和开发支出	16.56	21.82	18.94	16.07	13.20
其他非流动资产	0.00	0.06	0.03	0.00	0.00
资产总计	219.68	1212.46	1375.07	1576.72	1871.72
短期借款	4.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	29.75	40.40	76.00	95.75	142.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1.35	3.55	3.55	3.55	3.55
负债合计	35.10	43.95	79.55	99.29	145.96
股本	77.70	103.70	103.70	103.70	103.70
资本公积	1.28	880.94	880.94	880.94	880.94
留存收益	104.48	182.58	309.07	490.22	737.54
归属母公司股东权益	183.46	1167.22	1293.71	1474.87	1722.18
少数股东权益	1.12	1.30	1.81	2.56	3.57
股东权益合计	184.58	1168.52	1295.53	1477.43	1725.75
负债和股东权益合计	219.68	1212.46	1375.07	1576.72	1871.72
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	52.65	84.01	15.14	152.50	108.68
投资性现金净流量	-15.08	-759.20	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-36.02	901.12	24.06	26.52	30.09
现金流量净额	1.55	225.92	39.21	179.02	138.77

资料来源:德邦研究所

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
 中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
 回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅≥20%

增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 > 10%

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作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作出任何形式的担保。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前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。