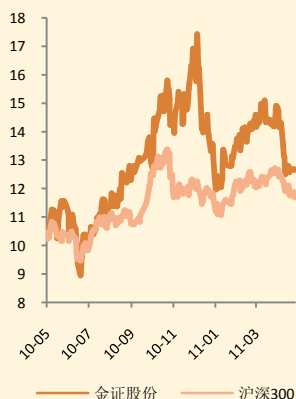


湘财证券研究所
行业研究部
朱程辉 分析师

执业编号：S0500511040001

Tel: 021-68634518-8228

E-mail: zch3280@xcsc.com


基础数据（2011. 5. 9）

收盘价(元)	12.67
总股本(百万)	137.44
流通股本(百万)	137.44
总市值(亿元)	17.41
流通市值(A股, 亿元)	17.41
每股净资产(元)	3.38

投资要点
□ 公司公布股票期权激励计划草案

公司拟向激励对象授予 400 万份股票期权，占总股本的 2.91%，股票来源为公司向激励对象定向发行金证股份股票。首次授予 360 万份，预留 40 万份。激励对象共计 69 人，占当前公司在册员工总数 1333 人的 5.18%。授予期权的行权期自授予日后 12-60 个月分四期执行，每期可行权数量为授权数量的 25%。

表 1：股票期权在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	本次获授的股票期权 份数(万份)	占本次授予期权 总数的比例	占目前总股本的 比例
王开因	董事	8	2%	0.06%
杜同舟	副总裁、营销总监	8	2%	0.06%
周永洪	财务总监	8	2%	0.06%
吴晓琳	副总裁	8	2%	0.06%
杜玉巍	技术总监	8	2%	0.06%
王凯	董秘（拟聘）	8	2%	0.06%
其他中层管理人员、核心技术（业务）人员 共计 63 人		312	78%	2.27%
预留期权数		40	10%	0.29%
合计		400	100%	2.91%

资料来源：公司公告、湘财证券研究所

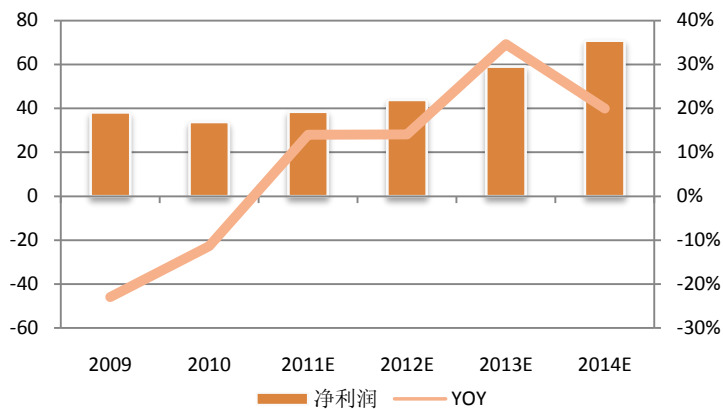
首次授予的股票期权行权价格确定为 14.37 元。考核条件为以 2010 年净利润为基数,2011-2014 年增长率不低于 14%、30%、75%和 110%，各年净资产收益率不低于 7.8%、8.5%、9.5%和 10%。净利润取值为扣非后净利润和净利润孰低者。

□ 考核条件显现公司扭转盈利下滑的态度

公司 2009-2010 年的营业收入同比增长为 11.41%、29.6%，但扣非后归属母公司的净利润同比下降 22.95%和 11.35%，折算后的净资产回报率为 9%和 7.3%。本次激励计划的的行权条件要求 2011-2013 年净利润同比增长率达到 14%、14%和 34.6%，净资产回报率稳步提高，显示公司期望扭转盈利持续下滑的态度，并对公司未来稳健成长提出要求。

图 1、净利润及增速的达标要求

单位：百万元



数据来源：湘财证券研究所

□ 期权成本摊销影响当年净利润增长

公司以当前股价测算的首次授予期权成本为 1550 万元，分 5 年进行摊销。2010 年公司的扣除非经常性损益后的净利润为 3372 万元，因公司净利润基数较低，2011-2013 年摊销占比 2010 年净利润 8.9%、17.9% 和 10.9%，预计摊销因素将对当年净利润增长产生影响。

表 2：期权公允价值情况测算

期权批次	期权份数 (万份)	期权理论价值 (元/份)	期权公允价值 (万元)
第一个行权期	90	3	276
第二个行权期	90	4	360
第三个行权期	90	5	428
第四个行权期	90	5	486
期权公允价值	360	—	1,550

资料来源：公司公告、湘财证券研究所

表3：期权成本摊销情况测算

期权份额 (万份)	期权成本 (万元)	2011 年 (万元)	2012 年 (万元)	2013 年 (万元)	2014 年 (万元)	2015 年 (万元)
360	1550	300	605	369	205	70.88

资料来源：公司公告、湘财证券研究所

□ 方案聚焦核心人员，短期激励效果有待观察

本次激励计划授予对象为 69 人，其中 6 名高管各获得 8 万份期权，其余 63 名核心人员平均各获得近 5 万份期权。假设第一个行权期股价比行权价增长 50%，按照每期可行权数量 25% 的要求，高管和核心人员可获得溢价为 14.37 万元和 8.98 万元，收益不具备明显的吸引力，方案的激励效果有待进一步观察。公司目前的股价低于行权价格，且方案推出的时机安排在市场短期调整之时，存在管理层认为当前股价被低估的可能。

□ 盈利预测与评级

股权激励方案的出台，有利于将公司利益和管理层利益凝聚在一起，整体偏利好。预计公司 2011-2013 年全面摊薄 EPS 分别为 0.32、0.37、0.44 元，对应当前股价 PE 为 39、35、28 倍，给予“增持”评级。

□ 风险提示

高毛利的金融软件+服务受资本市场影响增长低于预期。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	721	903	961	1118
现金	313	338	315	363
应收账款	123	145	171	205
其他应收款	19	24	28	32
预付账款	33	58	71	82
存货	198	286	330	387
其他流动资产	35	52	46	50
非流动资产	155	142	132	127
长期投资	7	7	7	7
固定资产	96	86	77	67
无形资产	6	5	3	2
其他非流动资产	46	45	46	51
资产总计	876	1045	1093	1245
流动负债	354	471	531	612
短期借款	8	12	9	6
应付账款	148	169	206	243
其他流动负债	197	290	316	363
非流动负债	14	12	13	13
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	14	12	13	13
负债合计	367	483	544	625
少数股东权益	46	55	65	78
股本	137	137	137	137
资本公积	135	135	66	66
留存收益	190	235	280	339
归属母公司股东权益	462	507	484	543
负债和股东权益	876	1045	1093	1245

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7	41	34	44
净利润	48	53	60	74
折旧摊销	11	11	11	11
财务费用	-15	-4	-4	-5
投资损失	-2	-1	-2	-2
营运资金变动	-56	-26	-33	-36
其他经营现金	20	8	1	0
投资活动现金流	-38	-24	15	6
资本支出	21	0	0	0
长期投资	-18	5	-3	1
其他投资现金	-35	-19	12	7
筹资活动现金流	2	8	-72	-1
短期借款	8	4	-3	-3
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	-69	0
其他筹资现金	-6	4	-0	2
现金净增加额	-29	25	-23	48

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1586	1877	2223	2656
营业成本	1320	1547	1834	2189
营业税金及附加	12	14	17	20
营业费用	52	64	75	90
管理费用	168	201	238	283
财务费用	-15	-4	-4	-5
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	2	1	2	2
营业利润	47	55	63	78
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	52	60	67	82
所得税	4	6	7	8
净利润	48	53	60	74
少数股东损益	9	9	10	13
归属母公司净利润	39	45	50	61
EBITDA	44	62	70	84
EPS (元)	0.28	0.32	0.37	0.44

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	29.6%	18.3%	18.4%	19.5%
营业利润	-12.1%	16.4%	13.3%	24.1%
归属于母公司净利润	-4.5%	14.7%	12.6%	21.8%
获利能力				
毛利率(%)	16.8%	17.6%	17.5%	17.6%
净利率(%)	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%
ROE(%)	8.4%	8.8%	10.4%	11.3%
ROIC(%)	15.1%	21.9%	22.6%	25.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	41.9%	46.2%	49.8%	50.2%
净负债比率(%)	2.18%	2.52%	1.67%	0.94%
流动比率	2.04	1.92	1.81	1.83
速动比率	1.48	1.31	1.19	1.20
营运能力				
总资产周转率	1.85	1.95	2.08	2.27
应收账款周转率	15	14	14	14
应付账款周转率	9.81	9.75	9.79	9.75
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.32	0.37	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.30	0.25	0.32
每股净资产(最新摊薄)	3.36	3.69	3.52	3.95
估值比率				
P/E	44.81	39.07	34.69	28.49
P/B	3.77	3.43	3.60	3.21
EV/EBITDA	33	24	21	17

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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。