



上市公司半年报点评

证券研究报告
信息服务—软件

增持 维持

宝信软件 (600845)

2011 年 8 月 2 日

营收增速回升 盈利有望前低后高

计算机与通信行业首席分析师: 陈美凤
SAC 执业证书编号: S0850209080672

chenmf@htsec.com
021-23219409

联系人: 蒋科
jiangk@htsec.com
021-23219474

8 月 1 日收盘价: 16.39 元 6 个月目标价: 20.00 元

事件:

公司今日公布 2011 年半年报: 1H2011 公司实现营业收入 14.4 亿元, 同比增 17.6%; 营业利润同比降 0.8%; 归属于母公司净利润为 1.24 亿元, 同比增 5.0%, EPS 为 0.36 元。系统集成和服务外包业务较快成长驱动营收增长加速, 软件开发业务毛利率降低以及坏账计提导致利润增速低于营收增速。

点评:

营收增长提速。1H2011, 公司营收同比增 17.6%, 明显高于 1Q2011 6.8% 的营收增速。分业务看, 软件开发同比增 14%, 系统集成业务同比增 51%, 服务外包同比增 20%, 智能交通同比增 14%。系统集成业务本期增速较高, 但我们认为并不能形成趋势; 服务外包增长相对较快, 离岸软件外包应是主要驱动因素, 而运维业务增长估计比较稳健; 软件开发业务本期增长平稳, 可能原因是能源管理中心等新业务未能在本期集中确认。考虑到能源管理中心和机电产品等新兴业务大多确认在软件开发分类中, 我们判断下半年软件开发增速有望得到提升。

综合来看, 公司上半年营收增速与我们的全年营收增速预测比较接近。公司在半年报中提到“上半年新签合同形势良好, 为全年经营预算目标完成奠定有效基础”。我们估计公司上半年新签合同同比增速超过 20%。我们相信随着新总经理的意志在下半年得到更好的体现, 公司全年营收增速达到预期的可能性较大。

软件开发业务毛利率明显下降, 需要持续跟踪。公司本期综合毛利率为 24.3%, 同比下降约 2.4 个百分点, 是净利增速低的最主要原因。其中, 软件开发业务毛利率为 22.8%, 同比下降 4.4 个百分点, 对综合毛利率影响最大。公司软件开发业务中包含较多自动化硬件, 硬件比例的波动会导致毛利率波动。从前五年的情况看, 公司软件开发业务年度毛利率在 24~26% 之间波动, 今年上半年较低的毛利率可能只是偶然的因素导致, 需要进一步观察。长期来看, 能源管理中心和机电产品等自主产品业务占比将逐步提升, 有助于推高毛利率。值得注意的是, 本期服务外包业务毛利率高达 50.5%, 同比上升 16.5 个百分点, 可能原因是离岸外包业务负荷率提升以及运维业务定价提高。

期间费用升幅不大, 符合预期。本期公司销售费用和管理费用同比分别上升 15.2% 和 14.3%, 接近我们对公司全年费用涨幅的预计。鉴于公司目前在渠道建设和研发投入上并无大的变化, 我们估计公司全年费用增幅将在预期之内。得益于欧元资产升值, 公司本期实现汇兑收益 751 万。出于谨慎考虑, 我们假设公司全年财务费用仍为正。

维持“增持”投资评级。我们维持公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.80 元、1.00 元和 1.25 元的预测。我们将公司中期营收增长加速理解为新总经理上任后更加注重业绩的积极信号。软件开发业务毛利率能否在下半年回升是公司今年盈利能否达到我们预期的关键因素。历史上看, 公司上、下半年的盈利通常是前高后低。考虑到新总经理在今年 5 月份才上任, 我们判断今年公司盈利前低后高的概率较大。我们认为公司市盈率水平进一步下降的可能性不大, 而后续定期报告若能验证盈利持续改善的判断, 公司估值有望得到提升。我们仍以 25 倍的 2011 年市盈率和 20 倍的 2012 年市盈率给予公司股票 20.00 元的 6 个月目标价, 维持“增持”的投资评级。

主要不确定性。下半年软件开发业务毛利率未能如期改善; 新管理层执行力不如预期。

表 1 宝信软件利润表预测（万元）

	2010	1H2011	YoY(%)	2Q2011	YoY(%)	QoQ(%)	2011E	2012E	2013E
主要业务营业收入：									
软件开发	182252	101742	13.9	N/A	N/A	N/A	215058	258069	309683
系统集成	20217	15960	50.6	N/A	N/A	N/A	25536	29366	33771
服务外包	34181	14854	20.0	N/A	N/A	N/A	41017	49220	59064
智能交通	17784	9805	14.0	N/A	N/A	N/A	21341	25609	30731
工程设计	3456	2002	18.2	N/A	N/A	N/A	3975	4571	5257
营业收入	258144	144372	17.6	71188	31.1	-2.7	307180	367090	438760
减：营业成本	190651	109281	21.4	53171	40.1	-5.2	227566	271820	324737
毛利	67493	35091	7.0	18017	10.3	5.5	79614	95270	114023
毛利率（%）	26.1	24.3	-2.4	25.3	-4.8	2.0	25.9	26.0	26.0
主营业务税金及附加	2454	1557	45.3	910	123.3	40.8	2866	3430	4105
营业费用（销售费用）	9102	4476	15.2	2251	12.3	1.2	10376	11932	13841
营业费用/收入（%）	4	3	-0.1	3	-0.5	0.1	3	3	3
管理费用	35695	16296	14.3	8269	15.8	3.0	41049	47206	54759
管理费用/收入（%）	14	11	-100.3	12	-1.5	0.6	13	13	12
财务费用	217	-860	-4526.3	-283	-994.2	-51.1	217	217	217
资产减值损失	587	423	373.2	423	373.2		698	834	997
加：公允价值变动收益	0	0		0			0	0	0
投资收益	1796	25	-118.2	9	-109.0	-47.4	1976	2174	2391
营业利润	21236	13226	-0.8	6454	-1.7	-4.7	26385	33824	42495
营业外收入	4012	1438	90.2	965	111.7	104.2	4255	4304	5283
减：营业外支出	90	46	-3.6	14	-64.4	-57.5	90	90	90
利润总额	25158	14617	4.1	7405	6.0	2.7	30549	38039	47688
减：所得税	2336	2155	-1.9	1093	-1.9	3.0	2902	3721	4674
减：少数股东损益	252	106	51.6	46	-42.0	-23.6	306	381	478
净利润	22570	12357	5.0	6266	8.2	2.9	27341	33937	42535
EPS(元)	0.66	0.36		0.18			0.80	1.00	1.25

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、广联达、科大讯飞、海隆软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、立思辰、汉得信息

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。