

计算机

署名人: 崔莹

执业证书编号: S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

6-12个月目标价: 25.20元

当前股价: 15.87元

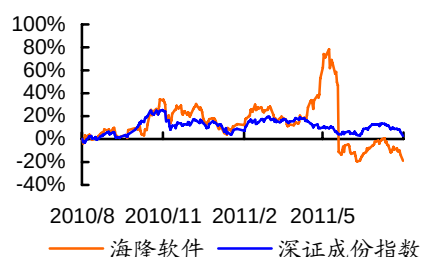
评级调整: 上调

基本资料

深证成份指数	11315.08
总股本(百万)	112
流通股本(百万)	79
流通市值(亿)	12
EPS (TTM)	0.48
每股净资产(元)	2.87
资产负债率	10.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海隆软件	-17.17	-24.68	8.95
深证成份指数	-8.78	-6.68	-4.17



相关报告

《海隆软件-对日软件外包提供安全边际》
2011-6-27

海隆软件

002195

强烈推荐

软件外包高速增长, 移动互联网值得期待

公司发布中报, 上半年实现营业收入 1.87 亿元, 同比增长 56.1%, 实现净利润 0.32 亿元, 同比增长 125.4%; 同时公司预计今年 1-9 月利润同比增长 70%-100%。

投资要点:

- **分行业看:** 金融、制造业和移动内容外包业务上半年均实现了超过 50% 的增长, 主要原因是公司上半年来源于金融领域的野村综研和瑞德总研、制造领域的欧姆龙以及移动内容领域的 MTI 等核心客户业务放量, 这说明公司在这些核心客户中的供应商地位在上升, 公司的项目交付质量更受客户认可, 我们认为这是对于公司长期以来坚持引进高素质人才的肯定。
- **分区域看:** 上半年对日外包业务实现收入 14783 万元, 同比增长 58.5%, 从我们近期的调研情况来看, 日本地震对于对日软件外包企业无负面影响, 日本社会“少子化”和“高龄化”的问题使 IT 人才面临断档, 其离岸软件外包需求具有刚性, 同时日本夏季电荒可能使主要企业扩大对中国的发包量; 国内业务实现收入 3289 万元, 同比增长 62.3%, 主要原因是并表的子公司上海华钟系统集成业务增长较快; 而对美外包业务实现收入 639 万元, 同比增长 4.3%, 目前公司对美外包业务仍处于市场开拓期, 我们对其前景相对乐观。
- **移动互联网业务值得期待:** 公司 10 年成立海隆宜通布局移动互联网业务, 原计划是希望能在 3-5 年内推出几款拥有几百万用户的手机内容软件产品, 据了解, 目前“若若棠”用户数已在百万级别, 超出预期。由于短期内公司对于海隆宜通无财务要求, 因此对于业绩影响有限, 但我们认为公司与 MTI 的合作模式在移动互联网业务领域极具竞争力, 值得期待。
- **公司预计的 1-9 月累计增速与上半年比略有下滑,** 我们认为主要原因是 10 年上半年基数较低, 同时 3 季度通常是公司的业绩低点。我们对公司未来几年增长保持乐观, 我们认为日本软件外包加速的背后是其 IT 人才的断档, 因此其离岸软件外包与经济增长相关性较小, 优秀的对日软件外包企业将脱颖而出。
- **盈利预测与投资建议:** 维持公司 11-13 年 EPS 分别为 0.61、0.84 和 1.12 元, 未来 6-12 个月目标价 25.2 元, 上调评级至强烈推荐。

■ **风险提示:** 国内 IT 业务进程具有不确定性, 人员增加较快带来的团队磨合风险

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	294	424	573	756
同比(%)	52%	44%	35%	32%
归属母公司净利润(百万元)	45	71	97	130
同比(%)	123%	56%	38%	34%
毛利率(%)	40.3%	40.3%	40.0%	40.0%
ROE(%)	14.8%	18.9%	20.7%	21.7%
每股收益(元)	0.39	0.61	0.84	1.12
P/E	40.89	26.19	18.97	14.18
P/B	6.04	4.95	3.92	3.07
EV/EBITDA	31	21	16	12

资料来源: 中投证券研究所

一、公司在核心客户中的供应商地位在提高

公司没有披露前五名客户的具体名称，但是如果从分行业客户及前五名客户的收入规模推算，上半年前两大客户分别为野村综研与瑞穗总研，同时据我们了解上半年公司对制造领域的核心客户欧姆龙¹与移动内容领域的核心客户MTI的外包业务都发展良好。这说明公司在这些核心客户中的供应商地位在上升，公司的项目交付质量更受客户认可，我们认为这是对于公司长期以来坚持引进高素质人才的肯定。

核心客户业务放量：

以公司最大的客户野村综研为例，金融危机后野村向中国发包量连续3年出现下降，但是公司来源于野村的收入却高速增长，11年上半年公司来源于野村的收入达到6005万元。而瑞穗总研就是公司近年来成功开拓的潜在客户²，10年瑞穗首次进入公司前五名客户之列，上半年这块业务实现收入3968万元，超过10年全年。

表 1：近年来主要行业及典型客户收入明细（单位：百万元）

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011H1
金融业（证券、银行、保险）	22.65	39.34	48.56	60.41	78.27	160.32	97.23
典型客户：野村综研	14.29	30.94			54.90	85.64	60.05
典型客户：瑞穗总研						26.36	39.68
制造业（嵌入式软件）	20.62	29.63	38.88	55.92	41.42	40.87	35.52
典型客户：欧姆龙软件	19.40	17.84	21.67	23.41	12.90	23.62	
手机内容服务及相关软件	9.32	17.34	24.63	25.17	26.54	39.08	23.32
典型客户：MTI 株式会社	8.72	15.94			22.28	26.71	

资料来源：公司资料，中投证券研究所

财务指标也显示公司与大客户关系更加密切：

由于国内对日外包企业多属于二、三级分包商，根据经验判断，来源于日本的软件外包业务的价值通常低于欧美，但是图1显示近年来公司人均年收入高于可比企业，我们认为这显示公司与大客户关系密切，从而获得了更好的价格。图2显示公司的应收帐款周转天数显著低于可比公司，我们认为这显示公司与大客户之间有着良好的合作关系，公司更受客户信赖，从而获得了更好的信用政策。

¹ 欧姆龙关联交易金额下降，主要原因是其部分业务的发包方分拆出母公司，因此不计入关联交易

² 据了解瑞穗在日本的总包量超过万人，而公司是其在国内少数几家分包商之一，目前公司服务于瑞穗的团队约200人

图 1: 人均收入比较 (美元/人/年)

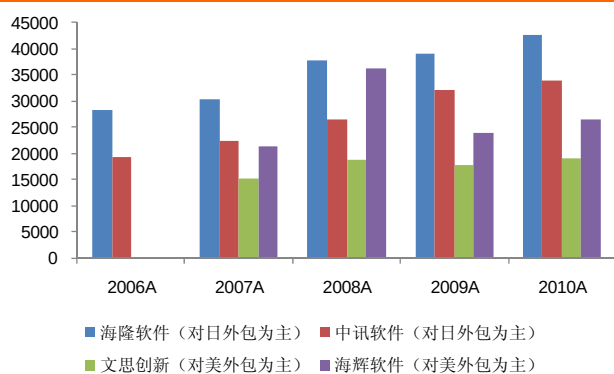
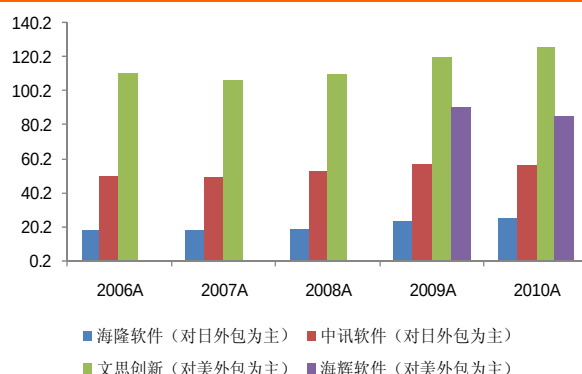


图 2: 应收账款周转天数比较 (单位: 天)



资料来源: bloomberg, 中投证券研究所

公司长期以来坚持引进高素质人才: 根据我们的推算, 公司近年来人均薪酬在软件服务企业中处于最高水平。

表 2: 近年来软件服务公司人均薪酬 (单位: 万元/人/年)

代码	公司名称	2008A	2009A	2010A
002195.SZ	海隆软件	12.9	15.3	16.0
300002.SZ	神州泰岳			9.5
300010.SZ	立思辰			11.9
300017.SZ	网宿科技	4.7	7.8	10.5
600718.SH	东软集团	10.9	9.1	12.0
300170.SZ	汉得信息	11.9	12.0	12.6

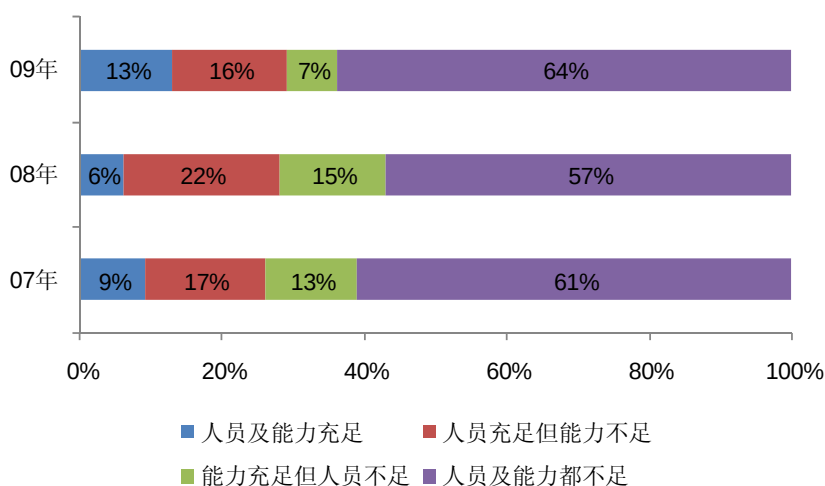
资料来源: wind, 中投证券研究所

二、优秀的对日软件外包企业将脱颖而出

2.1 日本软件外包加速的背后是其 IT 人才的断档

日本情报处理推进机构 IPA《IT 人才白皮书 2010》数据显示，目前日本离岸软件外包规模在 1000 亿日元左右，而根据 IDC 和 GARTNER 的统计，目前日本国内 IT 服务市场规模在 100000 亿日元以上，离岸软件外包占比约 1%，潜力巨大。同时日本社会“少子化”和“高龄化”的问题使 IT 人才面临断档，根据日本信息系统用户协会 JSUA 调查，近年来超过 7 成的企业 IT 人才不足。

图 3：日本业 IT 人才状况



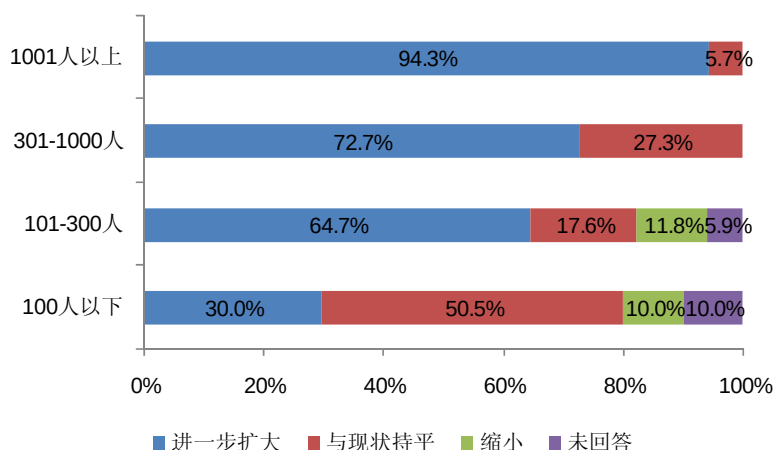
资料来源：日本信息系统用户协会，中投证券研究所

我们认为日本软件外包加速的背后是其 IT 人才的断档，且其外包占 IT 服务市场的比例还很小，因此其离岸软件外包与经济增长相关性较小。

2.2 大客户需求加速，优秀的对日外包企业将脱颖而出

日本情报处理推进机构 IPA 对实施离岸外包开发的日本 IT 企业调查显示，企业规模越大，加大离岸外包的意愿越为强烈；而日本大型 IT 企业在选择接包方上，对于“技术人员的质和量”、“CMM、ISO 认证及管理体制”等指标更加关注。我们通过调研了解，日本大客户在加大离岸外包业务量的同时，也在缩减供应商的数量，以提高项目的交付质量，我们认为这有利于优秀的对日软件外包企业脱颖而出。

图 4：已开展离岸外包企业今后开展离岸外包意向



资料来源：IPA《IT 人才白皮书 2009》，中投证券研究所

图 5：不同规模企业对“技术人员的质和量”关注度

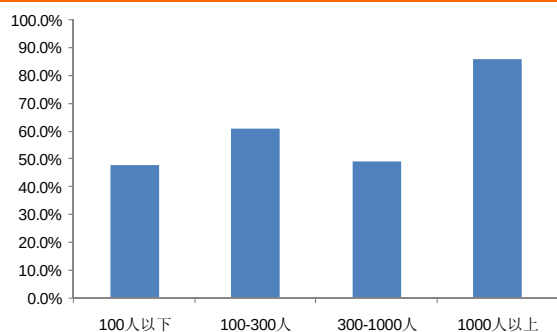
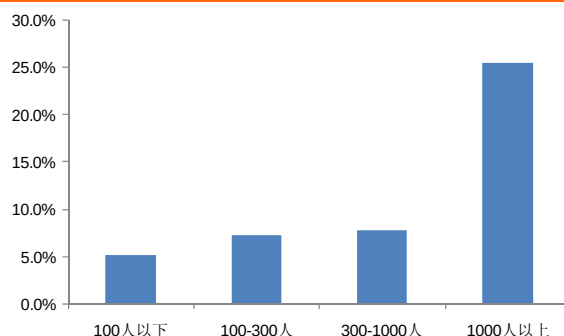


图 6：不同规模企业对“CMM、ISO 认证及管理制度”关注度



资料来源：IPA《IT 人才白皮书 2009》，中投证券研究所

三、毛利率的压力相对较小

毛利率的压力相对较小：如表 1 显示，公司近年来人均薪酬在软件服务企业中处于最高水平，薪酬上涨压力相对较小，虽然对日软件外包的报价没有变化（30 万日元/人/月），但是效率的提高可以实现变向的“涨价”；不同行业有不同的工作量计算规则，例如在金融行业公司的效率优势明显。

同时，在二三线城市成立交付中心也是缓解人力成本上涨压力的方法之一。10 年下半年设立的江苏海隆 11 年上半年实现营业收入 1168 万元，实现净利润 378 万元，业务发展情况良好，成为公司在二三线城市成立交付中心的“样板工程”，预计江苏海隆业务将保持较快的增长，而江苏海隆的成功也将有利于公司在其他地区尝试建立新的交付中心。

四、移动互联网业务值得期待

公司 10 年成立海隆宜通布局移动互联网业务，原计划是希望能在 3-5 年内推出几款拥有几百万用户的手机内容软件产品，据了解，目前“若若棠”用户数已在百万级别，超出预期。由于短期内公司对于海隆宜通无财务要求，因此对于业绩影响有限，但我们认为公司与 MTI 的合作模式在移动互联网业务上极具竞争力，MTI 是日本最大的移动内容提供商，公司与 MTI 在日本移动内容市场合作十年，公司负责产品的开发，MTI 负责市场营销。目前双方面向国内市场的策略是公司主要负责产品开发，MTI 负责用户需求分析，该业务值得期待。

“若若棠”简介³：“若若棠”是一家基于手机应用的免费博客社区，是海隆宜通研发运营的基于青少年手机社区交友的 SNS 社区交友平台，提供免费博客、微博、交友、有奖游戏、邀请好友网赚等内容。完成“若若游世界”的指定内容花费时间最少的会员将获得话费奖励，每成功邀请 5 位用户入会则送 10 元话费奖励。棠元是若若棠唯一通用的虚拟货币，可通过注册、签到、小活动等方式获取。预计该业务的盈利模式将是“免费游戏+收费广告与游戏道具”。

图 7：“若若棠”截图



资料来源：“若若棠”网站，中投证券研究所

³ 资料来源：http://www.taoguba.com.cn/Article/477946/1

五、风险提示

国内 IT 业务推进进程具有不确定性；

人员增加较快带来的团队磨合风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	332	406	508	646	营业收入	294	424	573	756
现金	296	357	441	558	营业成本	176	253	344	454
应收账款	25	36	49	64	营业税金及附加	0	1	1	1
其它应收款	8	10	13	17	营业费用	14	19	25	30
预付账款	1	1	2	2	管理费用	62	87	115	151
存货	1	3	3	5	财务费用	-2	-4	-6	-7
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-0	1	1	1
非流动资产	27	35	41	45	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	14	20	24	26	营业利润	45	68	95	127
无形资产	8	10	12	14	营业外收入	10	14	19	26
其他	5	5	5	5	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	359	441	548	691	利润总额	54	83	114	152
流动负债	38	49	55	62	所得税	7	9	13	17
短期借款	14	0	0	0	净利润	47	73	101	136
应付账款	1	4	4	5	少数股东损益	2	3	4	5
其他	23	45	51	57	归属母公司净利润	45	71	97	130
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	49	70	97	130
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.61	0.61	0.84	1.12
其他	0	0	0	0					
负债合计	38	49	55	62	主要财务比率				
少数股东权益	15	18	22	28	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	75	116	116	116	成长能力				
资本公积	100	62	62	62	营业收入	52.5%	44.2%	35.0%	32.0%
留存收益	131	194	291	422	营业利润	169.0	52.2%	38.7%	34.1%
归属母公司股东权益	306	374	471	601	归属于母公司净利润	123.0	56.1%	38.1%	33.8%
负债和股东权益	359	441	548	691	获利能力				
					毛利率	40.3%	40.3%	40.0%	40.0%
					净利率	15.4%	16.6%	17.0%	17.2%
					ROE	14.8%	18.9%	20.7%	21.7%
					ROIC	93.7%	157.5%	147.5	148.1%
					偿债能力				
					资产负债率	10.5%	11.2%	10.0%	9.0%
					净负债比率	37.30	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.81	8.26	9.23	10.42
					速动比率	8.77	8.21	9.16	10.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.87	1.06	1.16	1.22
					应收账款周转率	14.46	13.81	13.52	13.39
					应付账款周转率	108.89	109.82	83.68	93.11
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.61	0.84	1.12
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.75	0.79	1.07
					每股净资产(最新摊薄)	2.63	3.21	4.04	5.16
					估值比率				
					P/E	40.89	26.19	18.97	14.18
					P/B	6.04	4.95	3.92	3.07
					EV/EBITDA	31	21	16	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434