

证券研究报告

软件开发



分析师 张英娟
021-38565923
zhangyj@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110002

强烈推荐（维持）

海隆软件（002195）

联系人：沈怡
021-38565793
shenyys@xyzq.com.cn

激励条件划定业绩底线 激励对象锁定核心队伍

2011年9月23日

投资要点

事项：

海隆软件（002195）公布限制性股票激励计划。公司拟向激励对象授予不超过 225 万股限制性股票，占公司股本总额 1.12 亿股的 2.01%。其中预留部分为 22 万股，占拟授予股票总量的 9.78%。首期限制性股票的授予价格为 8.95 元/股，系此前 20 个交易日公司股票均价（17.89 元/股）的 50%。

激励计划首期对象为 52 人，占员工总数的 4.51%，均为董事会认定的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的董事、高管、核心管理和技术人员，且均不持有公司首次公开发行前已发行股份。其中公司副总经理和董事兼江苏海隆总经理各获授股票 13 万股，核心经营管理及技术人员 50 人，获授股票 177 万股。预留股份激励对象的确定标准与首期激励对象相同。

本次激励对象获授的限制性股票锁定期为 12 个月，满 12 个月起至 48 个月为解锁期。若达到解锁条件，激励对象可分别在授予日起 12 个月、24 个月和 36 个月后分三期申请解锁股票总量的 30%、30%和 40%。

激励计划需要满足的业绩考核条件为：公司在 2011 年至 2013 年的 3 个会计年度中，年度加权平均净资产收益率分别不低于 16%、17%和 18%，且以 2010 年度净利润为基准，每年的净利润增长率分别不低于 50%、70%和 90%。

简评:

● **激励时点反映行业基本面**

正如我们在 8 月 26 日发布的《海阔凭鱼跃 天高任鸟飞-海隆软件深度报告》中提出的观点,在欧美破冰、对日扩容的需求层面结构性变动背景下,软件外包产业面临重大历史机遇期,311 强震后,优质供应商在对日蓝海市场进入强扩张周期。作为软件板块小市值的纯外包企业,公司投资价值凸显;

● **行权条件划定业绩保守底线**

本次股权激励计划业绩要求为 2011-2013 年的加权平均净资产收益率不低于 16%、17%、18%,以 2010 年度净利润为基准的净利润增速不低于 50%、70%、90%,从公司的业务结构上来看,该要求基本拟合老客户的新增量,反映总包商未来三年发包量安全边际,体现管理层激励诚意;

● **行权对象锁定核心员工队伍**

首期行权对象聚焦公司江苏海隆、华钟计算机、海隆宜通中高层管理人员,该队伍从行业起步阶段就活跃在离岸外包工作一线,拥有丰富项目经验,从行权对象看该方案体现公司战略层面两大意图,一来锁定核心员工队伍,为博弈金融、嵌入式系统、移动电话内容服务三大高毛利、高弹性市场安抚军心,二来加强公司向二三线城市渗透力度,优化员工区域结构,为开拓本土 IT 服务市场配备战略性投入;

● **行权费用敏感性测试**

每股限制性股票 的公允价值	授予日股票 价格	授予 价格	股本	激励方案 授予数量	激励费用	第一年 业绩摊薄	第二年 业绩摊薄	第三年 业绩摊薄
(元)	(元)	(元)	(万)	(万)	(万)	30%	30%	40%
8.23	17.18	8.95	11193	225	1,852	0.05	0.05	0.07
8.73	17.68	8.95	11193	225	1,964	0.05	0.05	0.07
9.23	18.18	8.95	11193	225	2,077	0.06	0.06	0.07
9.73	18.68	8.95	11193	225	2,189	0.06	0.06	0.08
10.23	19.18	8.95	11193	225	2,302	0.06	0.06	0.08
10.73	19.68	8.95	11193	225	2,414	0.06	0.06	0.09
12.73	21.68	8.95	11193	225	2,864	0.08	0.08	0.10
13.23	22.18	8.95	11193	225	2,977	0.08	0.08	0.11
13.73	22.68	8.95	11193	225	3,089	0.08	0.08	0.11
14.23	23.18	8.95	11193	225	3,202	0.09	0.09	0.11
EPS						0.64	0.83	1.16

● **维持“强烈推荐”评级**

预计 2011、2012、2013 年每股 EPS 分别为 0.64、0.83、1.16 元,复合增长率达到 34.8%。按照 11 年 30X - 35X 的行业估值水平,合理价位在 19.2 - 22.4 元之间,考虑到公司的低风险的人员扩张已经开始,我们有充分理由给予 15%的估值溢价(PEG 等于 0.83),公司的合理价位为 22.08 - 25.76 元。维持公司“强烈推荐”评级。

附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	332	572	537	647
货币资金	296	530	474	567
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	25	27	43	52
其他应收款	8	8	11	15
存货	1	5	6	9
非流动资产	27	28	123	113
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	14	13	108	98
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	8	9	9	9
资产总计	359	600	660	760
流动负债	38	214	192	176
短期借款	14	180	150	130
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1	7	11	16
其他	23	27	31	30
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	38	214	192	176
股本	75	112	112	112
资本公积	100	62	62	62
未分配利润	113	170	241	340
少数股东权益	15	18	21	25
股东权益合计	321	386	469	584
负债及权益合计	359	600	660	760

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	45	71	93	129
折旧和摊销	6	2	6	11
资产减值准备	-1	-2	0	0
无形资产摊销	3	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-2	4	8	6
投资损失	0	-2	-2	-2
少数股东损益	2	2	3	5
营运资金的变动	11	-5	14	12
经营活动产生现金流量	41	79	95	137
投资活动产生现金流量	-6	-0	-99	1
融资活动产生现金流量	-10	155	-52	-45
现金净变动	24	234	-56	93
现金的期初余额	272	296	530	474
现金的期末余额	296	530	474	567

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	294	392	536	736
营业成本	176	231	316	442
营业税金及附加	0	1	1	1
销售费用	14	17	23	32
管理费用	62	67	86	113
财务费用	-2	4	8	6
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	2
营业利润	45	75	105	143
营业外收入	10	8	6	8
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	54	82	110	150
所得税	7	9	13	16
净利润	47	73	97	134
少数股东损益	2	2	3	5
归属母公司净利润	45	71	93	129
EPS（元）	0.40	0.64	0.83	1.16

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	52.5%	33.2%	36.8%	37.3%
营业利润增长率	169.0	67.4%	39.4%	37.1%
净利润增长率	123.0	57.7%	30.9%	38.7%
盈利能力(%)				
毛利率	40.3%	41.1%	41.1%	40.0%
净利率	15.4%	18.2%	17.4%	17.6%
ROE	14.8%	19.3%	20.8%	23.2%

偿债能力(%)

资产负债率	10.5%	35.6%	29.0%	23.2%
流动比率	8.81	2.67	2.81	3.67
速动比率	8.77	2.65	2.77	3.62

营运能力(次)

资产周转率	0.87	0.82	0.85	1.04
应收帐款周转率	14.46	14.84	15.25	15.59

每股资料（元）

每股收益	0.40	0.64	0.83	1.16
每股经营现金	0.38	0.71	0.85	1.22
每股净资产	2.73	3.29	4.00	4.99

估值比率（倍）

PE	43.18	27.39	20.92	15.08
PB	6.38	5.29	4.36	3.49

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。