



上市公司新股研究报告

证券研究报告
信息技术—信息服务

建议询价区间：20.60-25.75 元

博彦科技（002649）

2011 年 12 月 20 日

欧美软件外包领先企业

计算机行业首席分析师：陈美凤
SAC 执业证书编号：S0850511020002
chenmf@htsec.com
021-23219409
联系人：蒋科
jiangk@htsec.com
021-23219474

1. 公司股权结构较为简单，管理层控制力较强

博彦科技成立于 1995 年，自成立以来专注于软件与信息服务外包业务，业务涵盖研发工程服务、企业应用与 IT 服务以及业务流程外包，客户范围覆盖信息技术、金融、能源、交通和公用事业等多个行业。

公司股权结构较为简单，主要股东为博宇冠文、惠宇和中、惠通恒和等 14 位法人股东和龚遥滨、刘仕如等 10 位自然人股东。公司的实际控制人为王斌、马强、张荣军、龚遥滨等 4 位自然人，通过一致行动协议合计可控制公司发行后约 41.5% 的股份，对公司的控制力较强。4 位实际控制人均为公司高管，且持股比例较高，同时公司多位核心员工持有公司股份，我们认为这一股权安排有利于公司的团队稳定和长期业务发展。目前公司旗下有 13 家全资子公司——上海博彦、成都博彦、武汉博彦、天津博彦、杭州博彦、江苏博彦、西安博彦、美国博彦、博彦国际、日本博彦、ESS（印度）、博彦诺赛和博彦信诺，其中美国博彦、博彦国际和上海博彦的经营状况对公司业绩有一定影响，同时公司旗下还有 1 家控股子公司——紫光博彦。

表 1 IPO 前后博彦科技股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	股份数（万股）	持股比例（%）	股份数（万股）	持股比例（%）
博宇冠文	1176	15.7	1177	11.8
惠宇和中	1051	14.0	1051	10.5
惠通恒和	1001	13.3	1001	10.0
龚遥滨	925	12.3	925	9.2
南海成长	636	8.5	636	6.4
维德资产	382	5.1	382	3.8
仁和集团和刘仕如等	2329	31.1	2329	23.3
社会公众股	-	-	2500	25.0
合计	7500	100.0	10000	100.0

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

2. 中国软件外包市场有望保持较快增长

公司是国内领先的软件与信息服务外包厂商。根据 IDC 的研究，近年来中国离岸软件外包市场增长迅速，中国离岸软件外包市场规模有望由 2010 年的 34 亿美元增长至 2015 年的 99 亿美元，年均复合增长率为 24.2%，是 IT 服务领域增长最快的市场之一。

我们判断未来中国软件与信息服务外包市场的驱动力主要来自于两个方面：其一，欧美外包业务的快速增长，根据 IDC 的研究，2010 年我国来自欧美发包市场的业务规模为 17.3 亿美元，同比增长 31.2%，未来欧美市场对中国的发包规模仍有望保持较快增速；其二，在岸外包有较大发展潜力，目前中国 IT 服务花费占 GDP 比重仍然较低，根据 Gartner 和

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

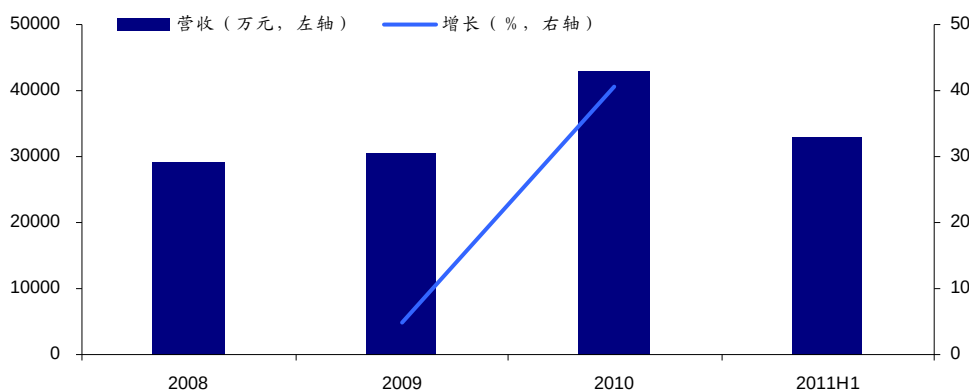
IMF 的数据，2009 年中国 IT 服务花费只占 GDP 的 0.2%，而同期英美分别为 3.2%和 2.1%，中国国内 IT 服务市场增长空间较大，未来在岸软件外包市场值得期待。

3. 公司在国内 ITO 市场占据领先地位

公司自成立以来一直专注于软件与信息服务外包业务，业务分为提供信息技术外包（ITO）和基于信息技术的业务流程外包（BPO），其 ITO 业务又可细分为研发工程服务和企业应用及 IT 服务。公司 2008 年~2011 年上半年来自研发工程服务业务的收入占营业收入的比重分别为 71.9%、73.2%、79.9%和 78.1%，毛利占比则分别为 69.9%、72.9%、79.7%和 78.0%，是公司营收和利润的主要来源。

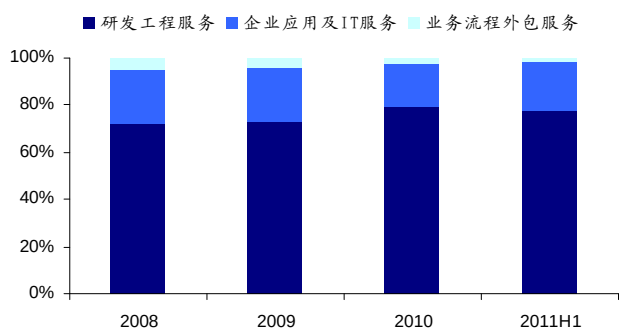
公司在国内 ITO 外包行业具有领先地位，根据 IDC 的数据，公司 2010 年在离岸软件外包服务提供商中排名第八。我们认为公司的主要竞争优势在于：其一，具有良好的客户资源，公司自创立之初即为微软、惠普等国际知名 IT 企业提供 IT 外包服务，与客户建立了良好的合作关系，部分企业合作历史已经超过十年；其二，业务具备一定的客户粘性，公司提供的产品研发服务多数是与客户的产品研发团队一起完成产品的设计、开发、测试等，业务类型具有一定的连续性，从而具有一定的客户粘性；其三，业务布局较为完善，公司目前已在上海、成都、武汉、天津、杭州、江苏和西安等地成立了全资子公司，同时在美国、香港、日本和印度等地进行了国际化业务布局，较为完备的业务有助于增强公司的离岸软件外包市场的竞争力。

图 1 博彦科技营收及成长（2008 -2011H1）



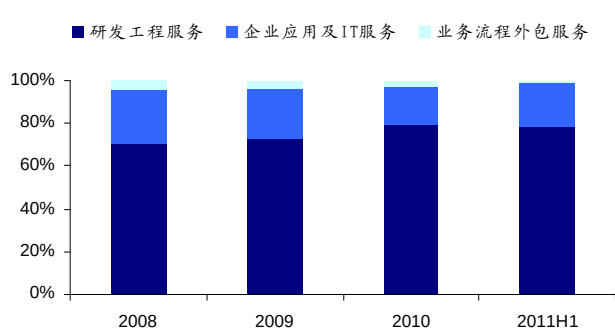
资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 2 博彦科技营收结构（2008 -2011H1）



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 3 博彦科技毛利结构（2008 -2011H1）



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

4. 公司募投项目分析

公司本次拟公开发行 2500 万社会公众股，用以投资全国服务外包交付中心网络扩建项目、武汉测试基地建设项目和创新应用服务研发项目等 3 个项目，项目总投资约 37690 万元，计划使用募集资金约 34892 万元。其中，全国服务外包交付

中心网络扩建项目是对公司现有的服务外包中心网络进行拓展，从而能进一步提升公司的交付能力并缩短交付周期。武汉测试基地建设项目有助于集中公司的测试业务，从而降低人力成本并充分发挥测试业务集约化、规模化的优势。创新应用服务研发项目则有望增强公司的技术水平和应用能力，将公司的业务规模扩张与技术储备、市场开发相结合，从而提升公司的市场竞争力和盈利能力。

表 2 募投项目

项目名称	募集资金投资（万元）
全国服务外包交付中心网络扩建项目	20769
武汉测试基地建设项目	8949
创新应用服务研发项目	5174
合计	34892

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

5. 建议询价区间为 20.60-25.75 元

我们预测 2011 年-2013 年，公司 EPS 分别为 0.71 元、1.03 元和 1.40 元，未来三年净利润年均复合增长率约为 36.1%。考虑到公司在行业内具有一定的领先地位，且今后三年业绩增速较快，我们认为合理的询价区间为 20.60-25.75 元，对应 2012 年市盈率约为 20-25 倍。

风险提示：客户较为集中的风险；人民币汇率波动风险；市场竞争加剧风险；应收账款占比较高带来的坏账风险。

表 3 博彦科技利润表预测（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	29133	30562	42934	67031	87500	112352
YoY(%)	n/a	4.91	40.48	56.13	30.54	28.40
减：营业成本	17804	18207	26246	44021	57828	73273
毛利	11329	12355	16687	23010	29672	39079
毛利率（%）	38.9	40.4	38.87	34.33	33.91	34.78
主营业务税金及附加	980	1010	1423	1269	1657	2127
营业费用（销售费用）	1391	1028	1990	3978	5401	6796
营业费用/收入（%）	4.8	3.4	4.6	5.9	6.2	6.0
管理费用	5615	5034	7200	9231	12772	16072
管理费用/收入（%）	19.3	16.5	16.8	13.8	14.6	14.3
财务费用	-121	33	420	1175	-1000	-800
资产减值损失	424	784	237	474	569	683
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	3039	4466	5417	6882	10273	14201
营业外收入	308	292	681	1227	1472	1766
减：营业外支出	49	204	33	0	0	0
利润总额	3297	4555	6066	8109	11744	15967
减：所得税	609	575	525	1014	1468	1996
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	2688	3979	5540	7095	10276	13971
EPS（元）	0.27	0.40	0.55	0.71	1.03	1.40

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

注：EPS 均按发行后总股本进行摊薄。

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、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

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。