

博彦科技 (002649)

软件外包核心供应厂商

	魏兴耘	袁煜明
	0755-23976213	021-38674633
	weixy1@gtjas.com	yuanyuming008092@gtjas.com
编号	S0880511010010	S0880511080003

本报告导读:

公司是欧美离岸外包核心供应商,在 2010 年面向欧洲及北美市场中国离岸软件外包市场占据 4% 的市场份额,位居第 4。

投资要点:

- 公司是欧美离岸外包核心供应商之一,主要客户包括微软、惠普等 IT 巨头,据 IDC 的统计,公司在 2010 年面向欧洲及北美市场中国离岸软件外包市场占据 4% 的市场份额,位居第 4。在 2010 年中国离岸软件外包供应商中占到 2.6% 的市场份额,位居第 8。
- 公司国内优质客户拓展顺利,华为、平安科技、阿里巴巴等成为了公司的重要客户。2010 年和 2011 年上半年,华为分别为公司贡献了 1273 万和 3171 万的营业收入。
- 公司营业收入主要来源于研发工程服务,2011 年上半年占比达到 78.1%。其中产品研发和产品测试服务占比分别为 45.3% 和 30.2%。而企业 IT 应用及服务 2011 年上半年营收占比为 20.6%。2010 年综合毛利率为 38.9%。
- 近年来,中国离岸软件市场增长迅速。据 IDC 预计,2015 年,市场规模将由 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%。
- 公司本次拟公开发行 2500 万股,将募集资金投向“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”及“创新应用服务研发项目”等三个项目。募投项目的实施将增强公司的交付能力,提升技术水平,并有助于实现测试服务的规模化实施。
- 我们预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 6.72 亿元、8.83 亿元和 11.48 亿元;归属于母公司所有者的净利润分别为 0.73 亿元、1.04 亿元、1.55 亿元;对应 EPS 分别为 0.73 元、1.04 元、1.55 元。
- 目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 31 倍,我们建议合理的询价区间为 19.05-21.68 元,对应 2011 年的 PE 为 26-30 倍;上市目标价 21.17-24.09 元,对应 2011 年 PE 为 29-33 倍。

建议询价区间

19.05-21.68

上市首日定价区间

21.17-24.09

2011.12.21

发行上市资料

发行前总股本(万股)	7,500
本次拟发行量(万股)	2,500
发行日期	2011.12.23
发行方式	网下询价,上网定价

保荐机构

预计上市日期

发行前财务数据

每股净资产(元)	4.36
净资产收益率(%)	10.6%
资产负债率(%)	29.4%

主要股东和持股比例

北京博宇冠文管理咨询有限公司	15.69%
北京慧宇和中管理咨询有限公司	14.01%
北京惠通恒和管理咨询有限公司	13.34%
龚遥滨	12.33%
深圳市南海成长创投投资合伙企业(有限合伙)	8.49%
天津维德资产管理合伙企业(有限合伙)	5.09%
仁和(集团)发展有限公司	4.73%
鹏金鼎润(北京)投资咨询有限公司	3.96%
北京明彰信展管理咨询有限公司	3.35%
华软创业投资无锡合伙企业(有限合伙)	2.91%

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	306	429	672	883	1,148
(+/-)%	5%	40%	57%	31%	30%
经营利润(EBIT)	53	61	86	113	164
(+/-)%	58%	15%	42%	31%	45%
净利润	39	55	73	104	155
(+/-)%	56%	43%	32%	42%	50%
每股净收益(元)	0.39	0.55	0.73	1.04	1.55
每股股利(元)	0.20	0.20	0.20	0.21	0.31

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

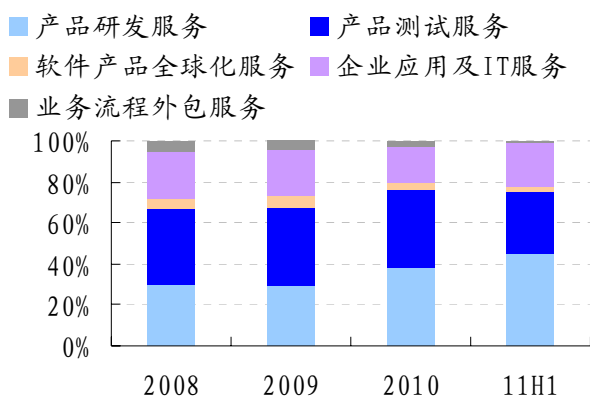
1. 欧美离岸外包核心供应商

1.1. 专注于软件外包服务 研发工程服务为主

公司一直专注于软件与信息服务外包业务。研发工程服务是公司主要营收来源，近年占比一直接近 80%。主要面对全球的大型高科技企业，主要为其下属各分支机构的研发部门提供研发过程中所需的专业外包服务，客户包括微软、惠普、华为等。研发工程服务细分为产品研发服务、产品测试以及产品本地化及全球化服务，其中产品研发服务与产品测试服务分别占 2011 年上半年收入的 45% 和 30%。

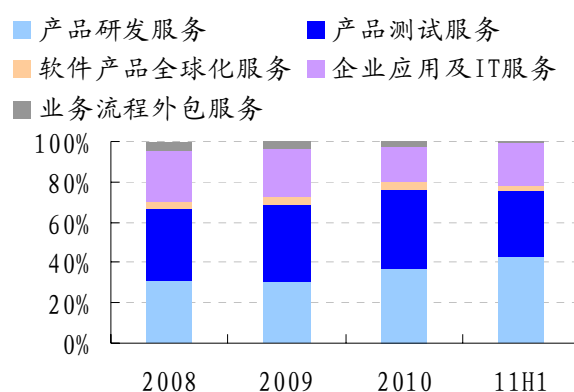
此外公司还有企业应用及 IT 服务业务，主要面向通讯、金融等国际、国内大型的行业客户，2011 年上半年占营收的 21%。

图 1：08-11 年公司主营收入按产品构成



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

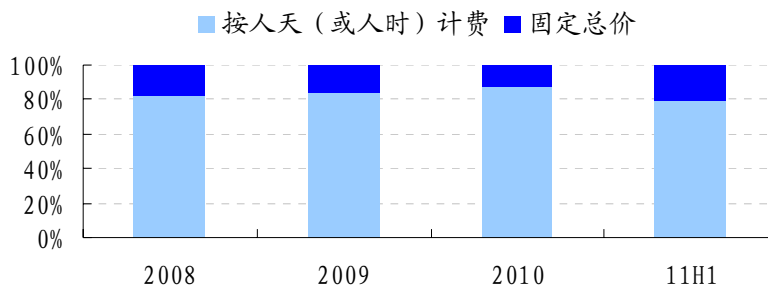
图 2：08-11 年公司主营利润按产品构成



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

公司业务主要以按人天（或人时）计费的项目为主，占到主营业务收入的 80% 以上，公司与全球跨国公司的合作主要采用这种模式。固定总价模式多适用于 ERP 项目实施以及某些国内客户业务。

图 3：公司收入按确认方式分类



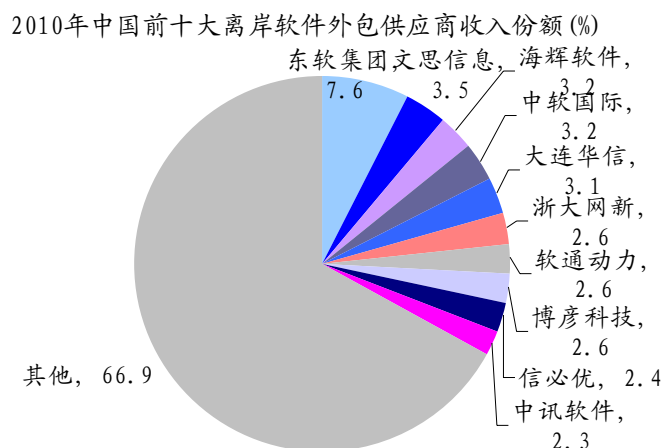
数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

1.2. 居欧美离岸外包份额第 4 主要面向微软惠普等 IT 巨头

根据 IDC 的统计，公司在 2010 年中国离岸软件外包供应商中占到 2.6%

的市场份额，位居第 8。

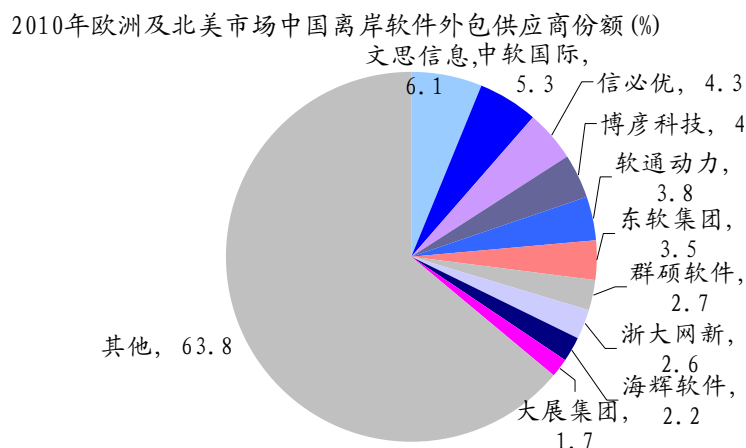
图 4: 公司在 2010 年中国离岸软件外包市场占据 2.6% 的份额位居第 8



数据来源：公司招股意向书，IDC，国泰君安证券

根据 IDC 的统计，公司在 2010 年面向欧洲及北美市场中国离岸软件外包市场占据 4% 的市场份额，位居第 4。

图 5: 公司在 2010 年欧洲及北美市场中国离岸软件外包市场占据 4% 的份额位居第 4



数据来源：公司招股意向书，IDC，国泰君安证券

从公司前五大客户看，近三年占比均在 60% 以上。微软、惠普一直是公司最大的两个客户，近三年与其业务规模逐年递增，收入占比一直分别在 30% 与 20% 左右，公司与其旗下的多家分子公司、多个部门保持合作。

公司自 1995 年成立以来一直与微软保持合作，从最初的本地化业务开始，目前已为微软提供包括产品测试服务、产品研发服务在内的多项全方位服务；公司与惠普的合作至今也已有近十年的历史。

公司其他主要客户业务占比相对分散。2008、2009 年的第三大客户谷歌因其宣布退出中国，2010 业务量有所减少。国内客户是公司 2010 年发展的重点目标。2010 年下半年开始与华为合作，2011 年上半年已达 3171

万元。此外，公司还进一步开拓优质新客户，公司正在拓展的重点新客户包括阿里巴巴、平安科技、IBM、阿朗等大型企业。

表 1: 2008-2011 年公司前五大客户收入占比

2008			2009		
	客户	收入占比	客户	收入占比	
1	微软	28.61	微软	35.97	
2	惠普	21.85	惠普	22.56	
3	谷歌	4.56	谷歌	4.44	
4	Adobe	1.99	Adobe	2.87	
5	IBM	1.98	雅虎	2.14	
	合计	58.99	合计	67.98	
2010			11H1		
	客户	收入占比	客户	收入占比	
1	微软	37.26	微软	30.86	
2	惠普	22.45	惠普	17.61	
3	华为	2.99	华为	9.62	
4	谷歌	2.61	柯达	4.5	
5	柯达	2.6	华夏基金	1.53	
	合计	67.91	合计	64.12	

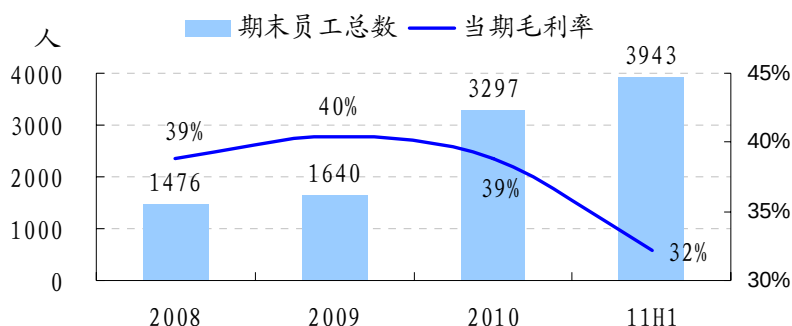
数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

1.3. 2010 年人员翻倍扩张 四高管分散持股

公司在金融危机后进行了人员的大力扩张，2010 年末员工总数达到 3297 人，相比 2009 年末 1640 人增长了 101%，其中工作年限 2 年以下的员工从 1036 人激增 139%至 2480 人。

人员扩张使得公司承接业务能力大为加强，同时也使得毛利率的下降在今年上半年体现出来，从 2009 年的 40%下降至今年上半年的 32%。

图 6: 公司员工总数在 2010 年出现了翻倍增长 毛利率随之下降

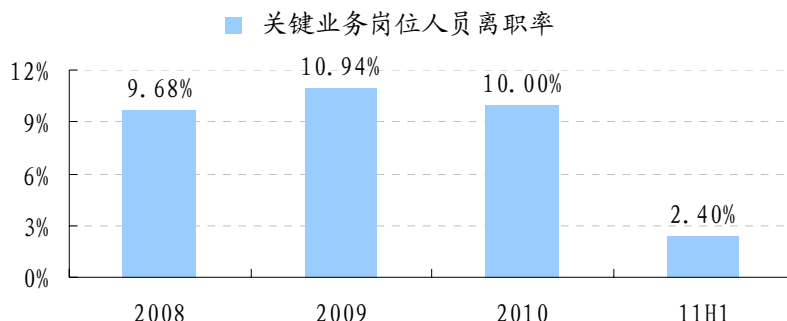


数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

自 1995 年成立以来，公司一直由王斌、张荣军、马强、龚遥滨四位一直在公司担任重要职务的高管共同持股，对公司形成共同控制。公司 40 多名员工也通过员工持股公司持有公司股权。

公司 08 年以来关键业务岗位人员的离职率一直维持在 10% 左右。一般来说，关键业务岗位人员是公司内部从业多年的老员工，基本上都是从内部进行提拔，稳定性较好。

图 7：公司关键业务岗位人员离职率一直在 10% 左右



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

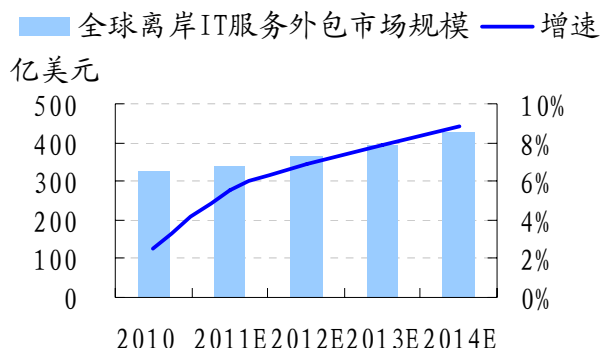
2. 外包服务需求日益提升 中国市场增长迅速

随着部分发达国家的本国适龄劳动力数量持续下滑、各行业面临的竞争和利润压力与日俱增，服务外包和离岸外包服务正成为跨国企业全球布局、应对竞争并提升国际竞争力的重要手段。全球财富 1000 强中 95% 的企业已经制定了公司离岸战略。

据 IDC 预计，2010 年全球离岸 IT 服务外包市场规模达 323 亿美元，而 2014 年将达 428 亿美元，未来 4 年复合增速达 7%。

全球离岸服务外包的发包国主要是欧美和日本等发达国家，美国约占了三分之二，欧盟和日本占了近三分之一。

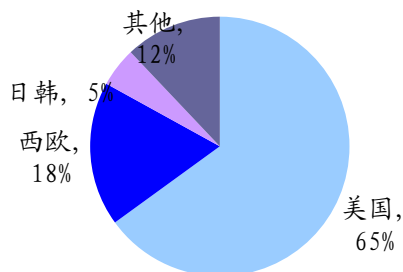
图 8：未来 4 年全球离岸 IT 服务外包市场将保持 7% 的复合增速



数据来源：公司招股意向书，IDC，国泰君安证券

图 9：美国占据了 2009 年全球离岸外包发包方市场的 65%

2009 年全球离岸外包发包方区域分布



数据来源：公司招股意向书，IDC，国泰君安证券

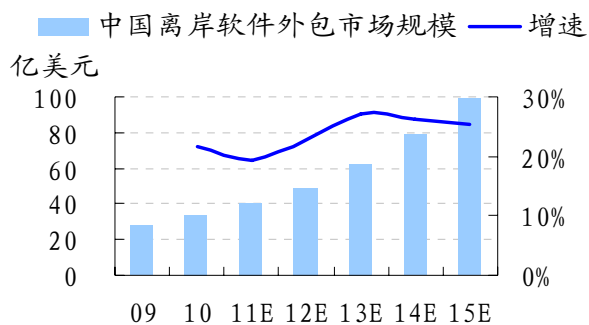
目前，全球有 70 多个国家和地区出台了促进服务外包产业发展的政策，有更多国家加入了接包方市场行列。其中，中国、印度、菲律宾、爱尔兰以及巴西等国由于具有成熟度高、交付能力强等优势，继续成为世界

最关注的离岸外包承接市场；其中，由于印度离岸外包起步较早，且国家政策扶植力度较强的因素，使其发展成为了全球软件外包第一大国，印度软件业 80% 的收入依赖软件外包业务。

中国企业承接的离岸外包服务项目主要是软件外包业务。这些业务包括应用开发和管理、产品开发、解决方案服务、全球化和本地化服务等。近年来也迅速增长。据 2011 年 IDC 的报告，中国离岸软件市场规模将由 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。

从发包结构来看，中国离岸软件外包的发包市场主要集中在北美、西欧和日本等国家。2009 年欧美市场发包金额首次超过日韩市场，2010 年占到 52%，日韩则占到 40%。

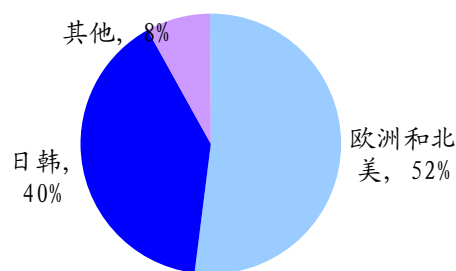
图 10：未来 5 年中国离岸软件外包市场将保持 24% 的复合增速



数据来源：公司招股意向书，IDC，国泰君安证券

图 11：2010 年欧美占中国离岸外包收入来源的 52%

2010 年中国离岸软件外包收入来源地区



数据来源：公司招股意向书，IDC，国泰君安证券

3. 募投项目将加强公司技术水平和交付能力

公司本次拟公开发行 2500 万股，将募集资金投向 3 个项目，包括“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”及“创新应用服务研发项目”。其中交付中心网络扩建项目是对现有服务网络的扩建升级，将优化公司服务中心网络布局并提高交付能力。测试基地建设项目将把公司的测试业务集中到武汉基地，有利于控制成本，发挥规模化优势。创新应用服务研发项目将有力增强公司的技术水平和应用能力，为公司将来在获取新业务方面做好技术储备。

表 2：募投项目基本情况一览表（单位：万元）

序号	项目名称	总投资	使用进度		
			第一年	第二年	第三年
1	全国服务外包交付中心网络扩建项目	20,769	7,482	5,913	7,374
2	武汉测试基地建设项目	11,747	8,237	1,772	1,738
3	创新应用服务研发项目	5,174	2,510	1,613	1,051
合计		37,690	18,228	9,298	10,163

数据来源：招股意向书，国泰君安证券

4. 风险因素分析

4.1. 客户集中风险

2008 年至 2011 年上半年, 公司对前五名客户的销售收入分别占公司营业收入的比例为 59.00%、67.97%、67.92% 和 64.12%。如果大客户战略发展方向发生变化从而转向其他软件外包企业, 或者客户的需求量发生变化, 都将给公司的营收带来风险。

4.2. 人力成本上升风险

近年来, 由于国内通货膨胀的影响, 人们生活成本增加。作为一个人才密集型的行业, 软件行业的人力成本也呈现逐年增长的态势。如果公司不能采取有力措施, 在保障交付质量的前提下, 控制人力成本的上升, 或者不能成功把人力成本上涨的压力转移给客户, 公司将面临毛利率降低, 利润减少的风险。

5. 盈利预测与估值定价

5.1. 盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 6.72 亿元、8.83 亿元和 11.48 亿元; 归属于母公司所有者的净利润分别为 0.73 亿元、1.04 亿元、1.55 亿元; 对应 EPS 分别为 0.73 元、1.04 元、1.55 元。

表 3: 博彦科技分业务收入预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入预测 (百万元)	291.3	305.6	429.3	672.3	882.7	1147.7
产品研发服务	88.55	89.07	163.8	294.84	398.03	529.39
产品测试服务	107.51	117.49	161.58	214.90	275.07	343.84
软件产品全球化服务	13.35	17.08	17.52	18.05	18.59	19.14
企业应用及 IT 服务	67.1	68.2	75.18	135.32	182.69	246.63
业务流程外包服务	14.46	13.53	11.23	9.21	8.29	8.70
毛利率预测 (%)						
产品研发服务	39.3	42.2	37.6	34.0	34.0	35.0
产品测试服务	37.4	39.6	40.3	35.0	35.0	35.0
软件产品全球化服务	31.9	35.1	36.6	32.0	32.0	32.0
企业应用及 IT 服务	43.4	42.1	39.7	32.0	40.0	40.0
业务流程外包服务	31.9	33.3	35.2	32.0	32.0	32.0

数据来源: 国泰君安证券

表 4: 博彦科技盈利预测简表 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	291	306	429	672	883	1148
营业收入	291	306	429	672	883	1148
二、营业总成本	261	261	375	602	777	983

营业成本	178	182	262	445	569	735
营业税金及附加	10	10	14	13	19	25
销售费用	14	10	20	40	66	86
管理费用	56	50	72	87	115	138
财务费用	-1	0	4	11	5	-5
资产减值损失	4	8	2	5	2	4
四、营业利润	6	7	54	71	106	165
加：营业外收支	8	1	6	13	13	13
五、利润总额	33	46	61	84	119	178
减：所得税	6	6	5	10	15	22
六、净利润	27	40	55	73	104	156
减：少数股东损益	2	1	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	25	39	55	73	104	155
股本	23	37	75	75	100	100
全面摊薄每股收益	0.25	0.39	0.55	0.73	1.04	1.55

数据来源：国泰君安证券

5.2. 估值定价

我们挑选包括东软集团等在内的 7 家从事软件外包、软件外包及 IT 服务公司作为可比公司。目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 31 倍，我们建议合理的询价区间为 19.05-21.68 元，对应 2011 年的 PE 为 26-30 倍。上市目标价 21.17-24.09 元，对应 2011 年 PE 为 29-33 倍。

表 5：博彦科技国内可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
600718	东软集团	24.6	22.9	18.3
600797	浙大网新	66	50.8	30.8
002195	海隆软件	29.8	28.6	20.6
002474	榕基软件	41.5	34.4	23.3
300231	银信科技	38.3	30.1	20.8
002065	东华软件	32.4	28.5	21.5
600536	中国软件	21.2	19.1	13.9
行业平均		36.3	30.6	21.3

数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券

作者简介:**魏兴耘:**

执业资格证书编号: S0880511010010

电话: 0755-23976213

邮箱: weixy1@gtjas.com

袁煜明:

执业资格证书编号: S0880511080003

电话: 021-38674633

邮箱: yuanyuming008092@gtjas.com

范国华（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880111080428

电话: 021-38674925

邮箱: fanguohua@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		