

2013年03月19日

博彦科技 (002649) 深度报告

——内生外延并举扩张

报告原因：上市公司调研

增持

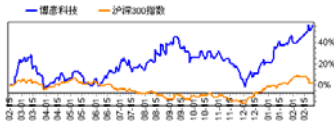
首次评级

市场数据:	2013年03月18日
收盘价(元)	19.77
一年内最高/最低(元)	26.75/12.61
上证指数/深证成指	2240/8999
市净率	3.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	805

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2012年09月30日
每股净资产(元)	5.97
资产负债率%	7.61
总股本/流通A股(百万)	150/39
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

龚浩 A0230512050001
gonghao@swsresearch.com

研究支持
刘洋 A0230112080012
liuyang2@swsresearch.com

联系人

王喆
(8621)23297818x7249
wangzhe@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2011	686	60	72	30	0.48	34.9	8.3	42	40
2012Q3	555	10	63	26	0.42	32.3	7.0	--	--
2012E	818	19	95	32	0.63	32.7	10.2	31	41
2013E	1427	74	139	47	0.93	32.6	13.6	21	22
2014E	1873	31	176	27	1.18	32.2	15.5	17	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

- 国内软件外包企业的发展方式可分为规模优先和效率优先两种模式，公司采用内生加外延的方式扩大规模。2008-2011年，博彦科技收入复合增长率33%，归属于母公司所有者的净利润复合增长率42%，员工数量复合增长率约为49%，收入规模已跻身国内离岸软件外包商前十位。
- 投资者关心软件外包来自大客户的需求是否可持续增长。外包服务商进入大客户后，客户扩充业务线并扩张地域，服务商的收入来源会从单个部门渗透到多个部门。博彦科技来自大客户微软的收入复合增长率31%，双方的合作始于微软中国，发展至微软总公司，后续延伸到微软以色列研发和微软丹麦，诠释了软件服务公司典型的成长方式。金融、互联网行业发展迅速、人力成本高企、服务类型复杂，这与当初培育惠普、微软两大客户的环境类似。我们认为未来大客户来自互联网和金融行业。
- 博彦科技在公告中表明对于外延扩张的积极态度。2007年以来，公司有多起收购、部分收购或团队整合案例。收购战略看重地域均衡与获取资质：对ESS、Extend Logic、大展信息的收购分别拓展印度、美国与日本业务，对紫光咨询、北京网鼎的收购分别获取SAP培训授权、计算机系统集成一级资质。2012年后，公司收购更注重业务模式互补，例如北京网鼎、大展信息、杰杰科技，我们预计未来的收购和团队整合延续这个方向。
- 公司提供高科技就业岗位获得政府补贴的商业模式在外包行业中普遍存在，文思科技、软通动力、海辉软件情形类似。预计未来地域渗透带来更多补贴。
- 我们预计博彦科技2012-2014年收入分别为8.2、14.3、18.7亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为0.95、1.39、1.76亿元，全面摊薄每股收益为0.63、0.93、1.18元。首次评级为“增持”，现价对应的2012、2013和2014年市盈率分别为31、21和17倍。

投资案件

投资评级与估值

我们预计博彦科技 2012-2014 年收入分别为 8.2、14.3、18.7 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 0.95、1.39、1.76 亿元，全面摊薄每股收益为 0.63、0.93、1.18 元。对应的 2012-2014 年净利润分别同比增长 33%、46%、27%。

DCF 模型显示博彦科技的内在价值为 23.57 元。2013 年 3 月 18 日价格 19.77 元对应的 2012、2013 和 2014 年市盈率分别为 31、21 和 17 倍。首次评级为“增持”。

关键假设点

2012-2014 年来自微软的收入增长为 19%、29%、25%，来自惠普的收入增长为 15%、20%、22%，来自微软与惠普以外的内生收入增长为 4%、17%、45%，大展额外增加净利润 0.04、0.33、0.40 亿元。

公司寻求更多外延扩张但尚未计入盈利预测。

有别于大众的认识

投资者关心软件外包来自大客户的需求是否可持续增长。我们认为，外包服务商进入大型客户后，客户扩充业务线并扩张地域，服务商的收入来源会从单个部门渗透到多个部门，博彦科技来自微软和惠普的业务诠释了典型的成长方式。

投资者关心收购增厚业绩。我们认为，2010 年以前的收购注重低市盈率换取规模，2012 年以后收购和整合的北京网鼎、大展、杰杰科技注重业务模式互补，更重质量。

投资者关心政府补贴占利润总额比例提高。通过与文思科技、软通动力、海辉软件比较，通过提供高科技就业岗位获得政府补贴的商业模式在外包行业中普遍存在。博彦科技在各地设立分子公司，在当地招聘员工，预计地域渗透带来更多补贴。

股价表现的催化剂

较好的定期报告，外延扩张或者新团队整合。

公司核心骨干 1 月增持，增持价约为 18 元。

核心假设风险

日本业务占公司收入比重约 20%，日元汇率贬值可能影响公司经营。

目 录

注重规模的软件外包商.....	4
内生增长源自客户扩张.....	6
收购逐渐注重业务互补.....	8
政府补贴持续增长.....	9
给予“增持”评级.....	11
核心假设风险.....	14

图表目录

表 1: 服务外包公司有两种发展路径.....	4
表 2: 博彦科技发展注重规模.....	4
图 1: 博彦科技位居 2010 年中国离岸软件外包供应商收入份额前十位.....	5
表 3: 博彦科技 2009-2011 年效率下降.....	5
图 2: 典型软件外包公司效率与业务地域来源有关.....	6
表 4: 博彦科技逐步承接微软各地域的外包需求.....	7
图 3: 博彦科技承接惠普各部门外包需求.....	7
表 5: 博彦科技收购拓展业务、地域与资质.....	8
图 4: 政府补助占利润总额比重提高.....	9
图 5: 可比公司 2008-2011 年政府补贴占税前利润比例提高.....	10
表 6: 补贴项目数、补助金额逐年提高.....	10
表 7: 博彦科技分业务营收和毛利率预测 (百万元、%).....	12
图 6: 2008-2012 年博彦科技应收账款占收入比重提高.....	14

注重规模的软件外包商

博彦科技为高科技、金融、能源等行业提供 IT 综合服务，业务涵盖咨询服务、产品开发和测试、企业应用服务、业务流程外包等。上市时的主要客户是微软、惠普、华为、谷歌等，并在互联网、金融等行业积累客户。

国内软件外包企业的发展方式可分为规模优先和效率优先两种模式（见表 1）。

表 1：服务外包公司有两种发展路径

	人均收入和利润	人员规模	人才培养	竞争	人才离职率
效率优先	高	小	难	不激烈	低
规模优先	低	大	易	激烈	高

资料来源：申万研究

相比注重效率的模式，博彦科技董事长王斌认为，“软件外包是一个凭借规模产生利润的行业，高端业务往往工作量并不大，自然就很难产生效益¹”，因此博彦科技选择规模优先的道路（见表 2）。2008-2011 年，公司收入复合增长率 33%，归属于母公司所有者的净利润复合增长率 42%，员工数量复合增长率约为 49%²，发展注重规模。而以中讯软件、海隆软件为代表的公司，人员复合增长率低于 35%，人均收入超过 25 万元，发展依靠效率提高。

表 2：博彦科技发展注重规模

	08-11 收入复合增长率	08-11 利润复合增长率	08-11 人员复合增长率	人均收入	人均经常性 税前利润
中讯软件	1%	13%	-20%	28.3	4.1
海隆软件	30%	31%	24%	33.9	6.3
海辉软件	30%	---	38%	21.5	1.8
中软国际	31%	21%	44%	17.2	1.5
博彦科技	33%	42%	49%	16.7	1.2
文思创新	40%	11%	40%	13.7	1.0
软通动力	51%	---	44%	16.4	1.3

注*：海辉软件业绩波动大，且已与文思合并

注**：业绩波动大，07-10 年亏损

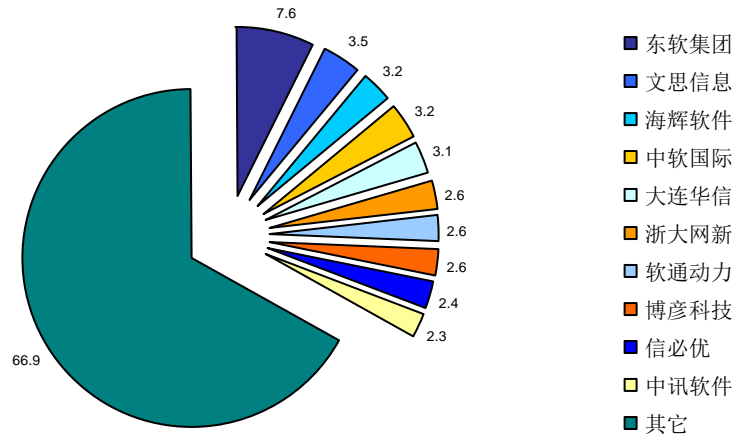
资料来源：Wind, Bloomberg, 申万研究

博彦科技采用内生加外延的方式扩大规模。2010 年，公司收入规模已跻身国内离岸软件外包商前十位（见图 1）。

¹ 乐天，博彦科技董事长王斌：“野蛮”成长的背后，新前程，2008 年第 12 期

² 假设大展信息并入后，2012 年底员工数量 6200 人

图 1: 博彦科技位居 2010 年中国离岸软件外包供应商收入份额前十位



资料来源: IDC, 申万研究

规模扩大并未提高经营效率。2009-2011 年, 博彦科技人均收入、人均营业利润、人均净利润不高且趋于下降 (见表 3), 一个可能的原因是低利润率的华为业务影响效率。剔除华为业务后, 2010、2011 年效率略微提高。另一个可能的原因是面向不同地域客户开展外包服务的利润率不同: 日本客户最高, 美国客户其次, 国内客户最低。在主要软件外包服务商中, 文思创新的人均营业利润最低, 国内业务占收入比重最多; 海隆软件人均营业利润最高, 约 80% 收入来自日本; 博彦科技、海辉软件的人均营业利润居中, 后者国内业务占比更低, 因而人均营业利润也稍高 (见图 2)。

表 3: 博彦科技 2009-2011 年效率下降

		2009A	2010A	2011A
全公司	人均收入(万元)*	19.6	17.4	16.7
	人均营业利润(万元)	2.9	2.2	1.2
	人均净利润(万元)	2.5	2.2	1.7
剔除华为**	人均收入(万元)	19.6	17.4	17.2
	人均营业利润(万元)	2.9	2.3	1.4
	人均净利润(万元)	2.5	2.3	2.0

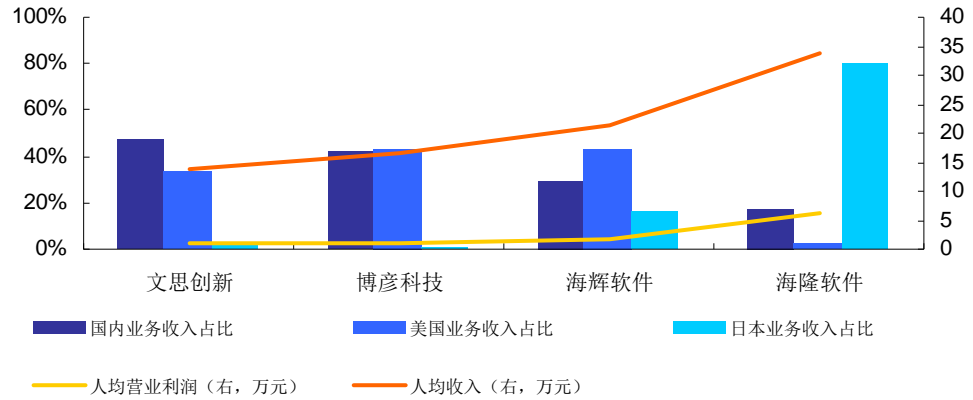
注*: 用该年年初与年尾平均人数计算人均收入、人均营业利润、人均净利润

注**: 据年报前五名客户收入情况, 我们推测 2009-2011 年华为业务人数为 10/150/900 人, 并假设华为业务净利润率为 0%

资料来源: 公司年报, 申万研究

2011 年, 博彦科技约 50% 收入来自国内且趋于提高, 效率下降在情理之中。若公司未来缩减华为业务, 效率将提高。若公司未来扩大海外业务比重, 效率也将提高。

图 2：典型软件外包公司效率与业务地域来源有关



注 1：由于软通动力、中软国际、润和软件与华为业务标准影响分析，未计入此三家公司

注 2：文思创新、博彦科技、海辉软件、海隆软件分别采用 2010、2011、2012、2011 年数据，即最近一次有详细地区收入分类的年报数据。

资料来源：bloomberg, Wind, 申万研究

内生增长源自客户扩张

2009-2012 年，公司收入复合增长率 39%，归属于母公司所有者的净利润复合增长率 35%。其中，2012 年外延并购首次显著增厚利润，预计北方网鼎和大展信息合计净利润贡献 420 万元³。剔除外延并购和上市募集资金存款利息贡献，2009-2012 年公司内生净利润复合增长率 26%⁴。

2008-2011 年，博彦科技前五名客户收入占比为 50%-70%。外包服务商进入大型客户后，客户扩充业务线并扩张地域，服务商的收入来源会从单个部门渗透到多个部门。2008-2011 年，博彦科技来自大客户微软的收入复合增长率 31%，双方的合作诠释了软件服务公司典型的成长方式。

公司于 1995 年首次承接微软公司 Windows95 操作系统的本地化和测试项目，之后承接 IE 系列、Outlook 系列、Small Business Server 操作系统汉化订单⁵。根据公司招股说明书和 2011 年年报，2007 年 1 月，双方签订合同期五年的《微软全球主要供应商协议和知识产权交付》；2009 年 7 月，继续签订合同期三年的《微软主要源代码协议》；2011 年 8 月，再次签订合同期五年的《微软外包服务主合同》。双方合作关系还表现在博彦科技 2003 年 11 月和 2011 年 10 月分别获得微软杰出本地化奖和最高等级金牌认证合作伙伴资格。

³ 2012 年 8 月，博彦科技收购北京网鼎 30% 股权，预计当年利润贡献 20 万元；同月收购大展信息，预计利润贡献 400 万元。

⁴ 公司 1 月上市募集资金扣除发行费用 5 亿元，预计存款利息约 1600 万元。剔除北京网鼎和大展信息净利润贡献 420 万元、存款利息的税后利润贡献 1360 万元后，2012 年内生净利润为 7700 万元。

⁵ 王鹏斌，博彦科技的创新之路，中国科技财富，2008 年第 11 期

微软成长伴随业务线或地域扩张，长期稳定的客户关系引导博彦科技承接新部门的外包需求（见表4）。2008-2011年，来自微软中国的外包收入平稳，但来自微软总公司的收入从868万元提高到1.3亿元。微软以色列研发中心、微软丹麦从2010年起也取得收入。每年4月，微软外包事业高峰论坛均披露微软对中国软件外包支出，2008-2011年博彦科技占取的市场份额从12%上升至15%。

表4：博彦科技逐步承接微软各地域的外包需求

	2008A	2009A	2010A	2011A
微软中国	7467	8209	8521	5790
微软总公司	868	2783	7417	12842
微软以色列研发	-	-	33	16*
微软丹麦	-	-	28	-
总体（万元）	8334	10992	15999	18632
微软总外包市场（百万美元）	100	142	162	200
占微软外包量比重**	12.2%	11.3%	15.0%	14.8%

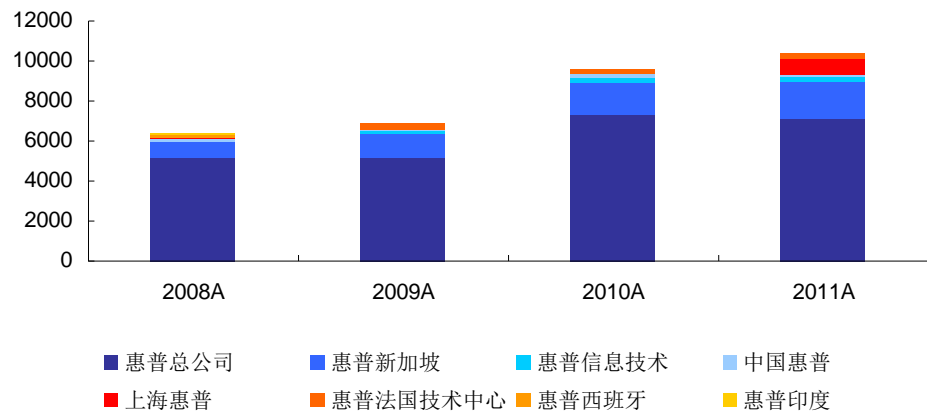
注*：以2011年半年报业务量估算全年业务量

注**：以历年年末美元兑人民币汇率折算公司占微软外包两比重

资料来源：Wind，公司历年年报，申万研究

微软的案例并非偶然，惠普与博彦科技和合作方式非常类似（见图3）：2011年惠普新加坡、上海惠普外包量均超过800万元，惠普信息技术、惠普法国技术中心的需求也在培育。根据2011年半年报，我们估计2011年来自惠普的总收入为1.0亿，对应2008-2011年收入复合增长率17%。

图3：博彦科技承接惠普各部门外包需求



资料来源：公司历年公告，申万研究

内生增长既来自在现有大客户内部拓展不同部门，也来自培育新客户。博彦科技招股说明书描述“正在拓展的重点新客户包括阿里巴巴集团、平安科技、IBM、阿尔卡特-朗讯等大型企业”，在2011年年报指出“积极拓展和培育如华夏基金、中国平安和工商银行等优质客户”，并预计“未来三年，公司在金融、电信等新领域的业务将取得长足的发展”。

商务部中国服务外包研究中心主任蹇芳莉认为，“随着银行、保险公司、证券公司等金融行业主体的业务扩大，金融服务外包的需求与日俱增。加强管理、控制风险，使服务外包价值最大化，从而提高企业的核心竞争力，是业界关注的焦点”⁶。而目前我国金融服务外包市场规模仅仅只有 150 亿元，仅占全球金融服务外包市场份额的 0.2%⁷。

企业涉足以电商为代表的互联网行业，常面临技术瓶颈、团队组建、客户服务、商品线上管理等问题。外包服务商可从传统企业收获渠道规划、网站建设、电商运营、营销推广、客户服务、仓储物流等服务需求⁸。

我们认为未来大客户来自互联网和金融行业，原因是金融、互联网行业发展迅速、人力成本高企、服务类型复杂，这与当初培育惠普、微软两大客户的环境类似。

收购逐渐注重业务互补

IDC 预测 2012 年中国离岸软件外包市场规模为 50 亿美元并在未来 5 年以 25.3% 的复合增长率攀升⁹。乐观投资者倾向于以市场整体规模衡量软件外包公司的成长性，而忽视了市场极为割裂的事实：根据商务部数据，截止 2011 年底，全国服务外包企业有 16 939 家¹⁰，从业人员在百人以下的企业约为企业总数 70%。分散市场为收购提供了可能。

公司在招股说明书表明了收购的积极态度：“根据自身业务发展的需要，适时通过兼并、收购、股权置换等方式对外扩张”，“兼并和扩充计划以扩大和提升主营业务为原则”。

2007 年以来，公司收购、部分收购或团队整合了印度 ESS、紫光咨询、Extend Logic、北京网鼎、大展信息和杰杰科技（见表 5）。公司的收购战略看重地域均衡与获取资质：对 ESS、Extend Logic、大展信息的收购分别拓展印度、美国与日本业务，对紫光咨询、北京网鼎的收购分别获取 SAP 培训授权、计算机系统集成一级资质。

表 5：博彦科技收购拓展业务、地域与资质

时间	标的	业务	地域	资质	价格	收购市盈率
2007	印度 ESS	ERP 咨询	印度	-	220 万美元 ¹¹	2008 年 4 倍
2008	紫光咨询	ERP 咨询	国内	SAP 培训授权	930 万元收购 90% 股本	2010 年 6 倍
2010	Extend Logic	智能手机开发测试	美国	-	-	-
2012	北京网鼎	项目集成	国内	计算机系统集成一级资质	1721 万元收购 30% 股本	19 倍
2012	大展信息	对日服务外包	日本	对日业务口碑	3.6 亿人民币	15 倍
2013	杰杰科技	互联网设计和前端业务外包	国内	-	-	-

资料来源：公司招股说明书，互联网资料，申万研究

⁶ 金融服务外包“谋变”，上海金融报，2011/10

⁷ 金融外包需求加快释放，中国投资咨询网，2012/10

⁸ 传统零售触网，电商外包受宠，比特网，2013/3

⁹ 中国离岸软件外包市场 2012-2016 年预测与分析，IDC，2012/7

¹⁰ 中国服务外包发展报告 2012，中国服务外包研究中心，2012/6

¹¹ 软件外包遭遇寒流 博彦科技频频亮剑，中国新闻网，2008/6

博彦科技 2010 年前的收购历史代表了当时典型服务外包公司的收购策略，即以低市盈率收购当期快速增长的业务。根据公司招股说明书，2009-2010 年 ESS 相应业务亏损，2008-2009 年紫光咨询业务亏损，收购难称成功。

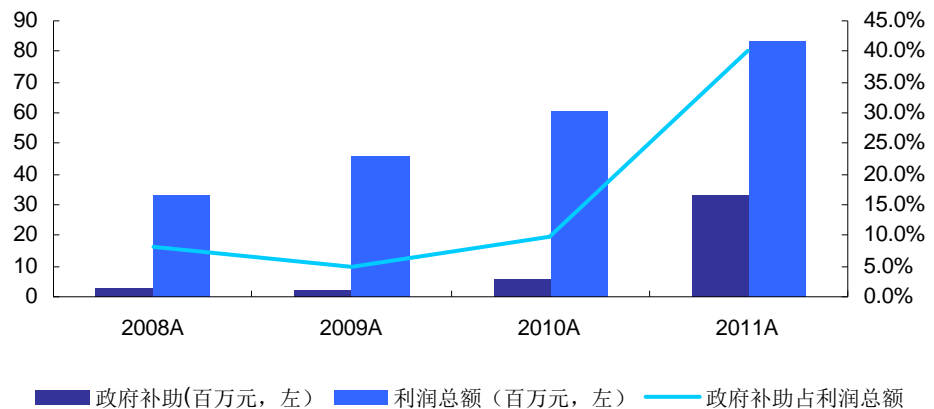
公司 2012 年后的收购更注重业务模式互补。北京网鼎具备计算机系统集成一级资质，可申请国企、央企总包项目并为主业贡献软件开发与测试需求。大展信息主要面向对日外包，收入增速不快但可以提供稳定的现金流。当期高于十倍的收购市盈率也表明收购并非价格优先。

公司 2013 年整合杰杰科技团队。团队整合比整体收购代价低、灵活性高。我们预计类似的团队整合将更多出现。

政府补贴持续增长

2008-2011 年，博彦科技政府补贴占利润总额比例从 5% 提高至 40% (见图 4)。投资者质疑政府补贴促进利润增长的方式在行业内是否普遍，担心补贴取消对公司净利润的影响。

图 4：政府补助占利润总额比重提高

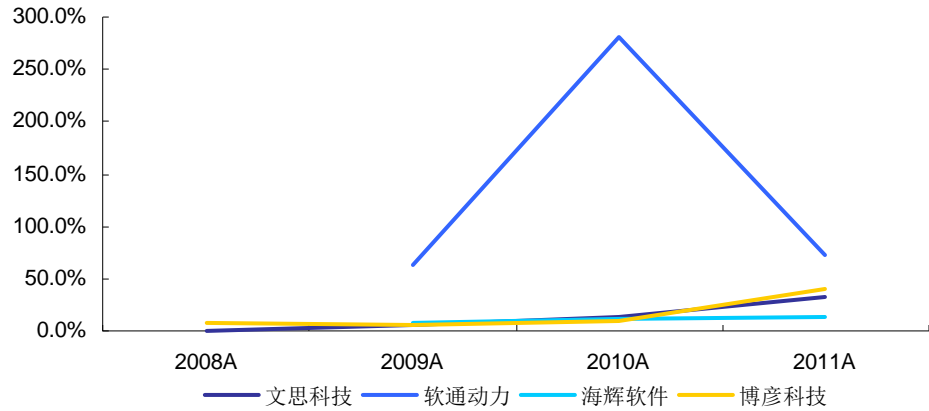


资料来源：Wind，申万研究

通过提供高科技就业岗位获得政府补贴的商业模式在外包行业中普遍存在。文思科技、软通动力、海辉软件 2008-2011 年政府补贴¹²大幅提高（见图 5），年均复合增长率均超过 60%。

¹² 文思科技和软通动力的政府补贴一部分抵扣营业成本，一部分计入其它营业收入。海辉软件的政府补贴计入综合费用。

图 5: 可比公司 2008-2011 年政府补贴占税前利润比例提高



注: 软通动力 2010 年税前利润为负, 才用其绝对值计算比例

资料来源: Bloomberg, Wind, 申万研究

博彦科技在各地设立分子公司, 在当地招聘员工, 政府以补贴形式给予奖励, 因此补助总金额迅速增长 (见表 6)。

表 6: 补贴项目数、补助金额逐年提高

		2008A	2009A	2010A	2011A
母公司	补助项目数	6	4	7	19
	发文并补助单位数	2	4	4	9
	补助金额 (万元)	265	153	344	2634
上海博彦	补助项目数	1	1	2	10
	发文并补助单位数	1	1	2	6
	补助金额 (万元)	0.1	58	110	151
天津博彦	补助项目数	0	1	0	
	发文并补助单位数	0	1	0	
	补助金额 (万元)	0	16	0	
武汉博彦	补助项目数	0	0	4	4
	发文并补助单位数	0	0	3	3
	补助金额 (万元)	0	0	135	245
西安博彦、成都博彦、 博彦诺赛、江苏博彦、 杭州博彦	补助项目数	0	0	0	6
	发文并补助单位数	0	0	0	5
	补助金额 (万元)	0	0	0	304

资料来源: 公司招股说明书, 公司 2011 年报, 申万研究

衡量软件外包企业是否可持续获得财政补贴标准可参照政府发文。以《财企 (2010) 64 号》¹³和《京商务服贸字 (2009) 14 号》¹⁴为例, 入围标准参照企业规模、人才培养能力、国际咨询认证等综合能力, 资金支持金额参照人才数量、认证数量等指标。2011 年底, 博彦科技收入 6.9 亿元, 员工数量近 5000 人, 通过 ISO20000、

¹³ 《财政部商务部关于做好 2010 年度支持承接国际服务外包业务发展资金管理工作的通知》, 财企 (2010) 64 号

¹⁴ 《发展配套资金管理办法 (暂行) 实施细则的通知》, 京商务服贸字 (2009) 14 号

ISO27001、ISO9001、CMMI5 资质认证，可视为满足近乎所有补贴标准，财政补贴下滑的概率低。

公司在 2011 年年报中表述“提升在国内市场的销售网络和营销渠道，分布在二三线城市的子公司业务逐步发展”。地域渗透带来更多补贴，补贴是外包企业的盈利模式。

给予“增持”评级

我们预计博彦科技 2012-2014 年收入分别为 8.2、14.3、18.7 亿元，同比分别增长 19%、74%、31%。扣除收购大展信息影响后，2012-2014 年收入分别为 7.5、9.1、12.3 亿元，同比分别增长 10%、21%、35%（见表 7）。

2008-2011 年来自微软的收入年均复合增长率为 31%。收入增长既来自微软中国、微软总公司的业务转移，也来自新部门的需求培养。微软亚太研发集团主席张亚勤认为，微软是中国市场上规模最大的软件外包商，一直采取外包与内部研发并重的策略，对华外包花费几乎占据了在华研发总开支的 30%¹⁵。我们预计 2012-2014 年来自微软的收入增长为 19%、29%、25%。

2008-2011 年来自惠普的收入年均复合增长率为 19%。收入增长既来自惠普总公司、惠普新加坡平稳的业务转移，也来自上海惠普、惠普法国技术中心等部门的新兴需求。惠普业务区别于为微软业务的一个因素是两大传统部门（惠普总公司、惠普新加坡）的需求增速较低。我们预计 2012-2014 年来自惠普的收入增长为 15%、20%、22%。

在微软与惠普业务以外，金融和互联网行业的外包需求方兴未艾。我们预计 2012-2014 年来自微软与惠普以外的内生收入增长为 4%、17%、45%。其中，2014 年的增长基于金融和互联网行业客户培育有突破的预测。

根据 2012 年 8 月 20 日公告，博彦科技收购 Achievo Corporation 旗下 6 家子公司股权（简称大展）。2011 年 Achievo Corporation 收入为 6269 万美元，净利润为 335 万美元。假设 2012-2014 年其收入分别同比增长 25%、5%、25%，净利润分别同比增长 42%、10%、21%；再假设 2012 年并表约 1.5 个月而 2013-2014 年全年并表，预计 2012-2014 年大展额外增加净利润 0.04、0.33、0.40 亿元。

¹⁵ 孔凡元，2011 微软中国外包事业高峰论坛启幕，中国新闻网，2011/4/22

表 7：博彦科技分业务营收和毛利率预测（百万元、%）

		2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
汇总	收入	684.9	817.9	1426.6	1873.4	2369.9
	YoY		19.4%	74.4%	27.6%	26.5%
	毛利率	34.7%	32.5%	32.5%	32.2%	32.1%
微软	收入	186.5	221.4	285.5	355.5	425.4
	YoY	--	18.8%	28.9%	24.5%	19.7%
	毛利率	--	50.0%	50.0%	49.4%	49.4%
惠普	收入	104.4	120.0	144.4	176.4	212.5
	YoY	--	14.9%	20.3%	22.2%	20.5%
	毛利率	--	27.2%	27.4%	26.4%	26.4%
其它内生	收入	393.9	410.7	478.3	693.4	922.0
	YoY	--	4.2%	16.5%	45.0%	33.0%
	毛利率	--	25.5%	28.8%	28.7%	28.9%
大展	收入	0.0	65.8	518.4	648.0	810.1
	YoY	--	--	687.5%	25.0%	25.0%
	毛利率	--	30.0%	28.0%	28.0%	28.0%

注：微软、惠普和其它内生业务的 2011 年收入来自估测

资料来源：Wind，申万研究

公司 2008-2011 年的净利润率介于 9%-13% 之间。我们预计 2012 年全年净利润率为 12%，并预计 2013-2014 年约为 10%。预计 2012-2014 年归属于母公司所有者的净利润分别为 0.95、1.39、1.76 亿元，全面摊薄每股收益为 0.63、0.93、1.18 元。

DCF 模型显示博彦科技的内在价值为 23.57 元（见表 8、表 9）。3 月 18 日收盘价 19.77 元对应的 2012-2014 年市盈率为 32、21、17 倍，内在价值对应的 2012-2014 年市盈率分别为 37、25 和 20 倍。首次给予“增持”评级。

我们在 2013 年 1 月 28 日远光软件报告《盈利能力堪比茅台》中定义了计算机公司的风险资产收益率¹⁶。博彦科技 2010-2011 年风险资产收益率为 18.2%、18.6%，在计算机行业中处于中等水平。拖累 2011 年风险资产收益率的主要因素是 1.5 亿元应收账款和 0.7 亿元预付款项。2008-2012 年应收账款占收入比重提高，是公司经营风险所在。

¹⁶风险资产回报率 = 净利润 / (总资产 - 货币资金 - 交易性金融资产 - 可供出售金融资产 - 持有至到期投资 + 短期贷款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 长期贷款 + 长期债券)，风险资产回报率其实是扣除了无风险货币资金的总资产回报率。

表 8：博彦科技 FCFF 估值过程

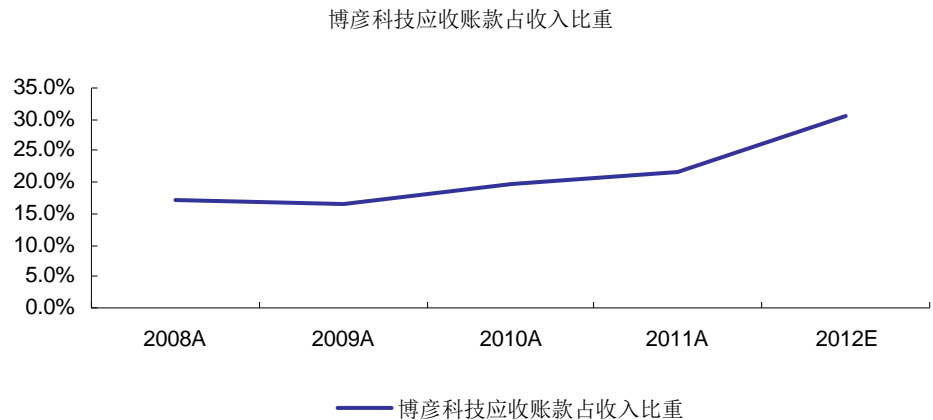
FCFF 估值过程													
百万元	历史	显性阶段			半显性阶段			递减过渡阶段			永续		
	11A	12E	13E	14E	15E	16E	17E	18E	...	26E	27E	28E	
收入	686	818	1,427	1,873	2,421	3,129	4,044	5,116	...	14,685	14,978	15,278	
收入增长率	32.8%	59.7%	19.3%	74.4%	31.3%	29.2%	29.2%	29.2%	...	4.7%	2.0%	2.0%	
EBIT	60	58	120	157	206	270	354	454	...	1,450	1,498	1,528	
EBIT margin	18.1%	8.7%	7.1%	8.4%	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%	...	9.9%	10.0%		
减：现金税	8	8	16	20	29	38	50	64	...	203	210	214	
有效税率	13.9%	13.0%	13.0%	13.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	...	14.0%	14.0%	14.0%	
NOPLAT	51	51	105	136	177	232	304	390	...	1,247	1,288	1,314	
期末投入资本	291	307	408	464	636	886	1,237	1,698	...	12,243	15,004	15,304	
ROIC	17.6%	16.4%	25.6%	29.4%	27.8%	26.2%	24.6%	23.0%	...	10.2%	8.6%	8.6%	
企业自由现金流	(29)	34	4	80	4	(17)	(47)	(71)	...	(1,021)	(1,472)	1,014	
折现值	—	31	3	63	3	(11)	(29)	(40)	...	(297)	(394)	271	

资料来源：申万研究

表 9：博彦科技 FCFF 估值结果

FCFF 估值结果		
百万元, 元, 百万股	价值	比例
显性半显性价值	(1,164)	-36%
终值	3,727	115%
核心企业价值	2,563	79%
加：非核心长期投资	0	0%
货币资金	667	21%
交易性金融工具净值	0	0%
企业总价值	3,230	100%
减：付息债务	93	3%
少数股东权益价值	(0)	0%
少数股东权益	(0)	
少数股权 PB	1.00	
股权价值	3,138	97%
总股本	150	
每股价值	2011 年末	20.92
最新每股价值	2013-3-18	23.57

资料来源：申万研究

图 6：2008-2012 年博彦科技应收账款占收入比重提高

注：根据 2012 年三季度应收账款额估计年末应收账款为 1.5 亿元

资料来源：Wind，申万研究

核心假设风险

收购大展后，我们预计日本业务收入占公司总收入的比重达到 20%。日元汇率贬值是影响公司经营的潜在因素之一。对日外包企业采用远期结汇、与客户商谈共同承担风险、与客户重新议价、使用其它货币结算等方式对抗汇率风险。公司 2013 年 1 月 31 日已公告子公司北方新宇 2013 年开展以套期保值为目的的外币远期结售汇业务。

合并损益表

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	429	686	818	1,427	1,873
惠普收入	--	104	120	144	176
微软收入	--	186	221	286	355
其它内生收入	--	394	411	478	693
大展收入	--	0	66	518	648
营业总成本	375	636	749	1,313	1,724
营业成本	262	447	550	962	1,271
惠普成本	--	76	87	105	130
微软成本	--	92	111	143	180
其它内生成本	--	280	306	341	495
大展成本	--	0	46	373	467
营业税金及附加	14	15	11	19	24
销售费用	20	42	57	100	131
管理费用	72	116	139	214	281
财务费用	4	10	(11)	7	7
资产减值损失	2	6	3	12	9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	54	49	69	114	150
营业外收支	6	34	40	46	53
利润总额	61	83	109	160	203
所得税	5	12	14	21	26
净利润	55	72	95	139	176
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司所有者的净	55	72	95	139	176

资料来源:申万研究

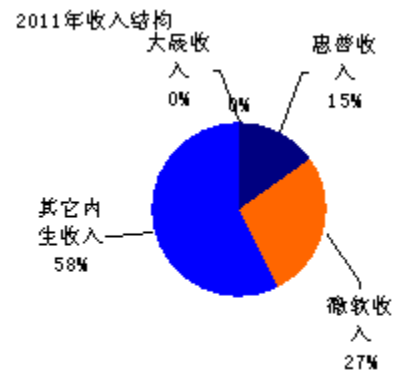
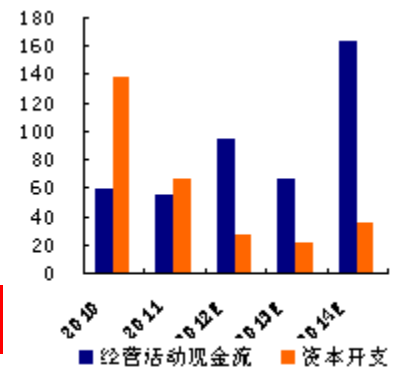
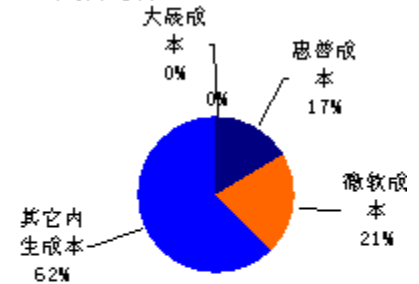
合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	55	72	95	139	176
加: 折旧摊销减值	14	23	18	32	35
财务费用	4	8	(11)	7	7
非经营损失	(0)	(0)	0	0	0
营运资本变动	(23)	(48)	(8)	(112)	(56)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	59	55	95	66	162
资本开支	137	65	27	21	35
其它投资现金流	(1)	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(193)	(66)	(27)	(21)	(35)
吸收投资	176	523	0	0	0
负债净变化	49	(3)	7	10	4
支付股利、利息	32	23	21	49	69
其它融资现金流	(1)	(2)	0	0	0
融资活动现金流	192	495	(14)	(39)	(65)
净现金流	56	480	54	6	63

资料来源:申万研究

关键假设

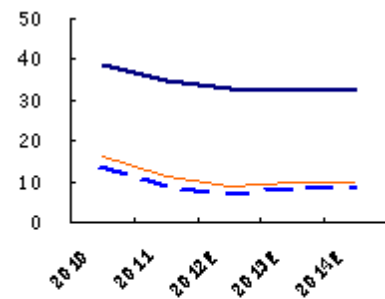
	2011	2012E	2013E	2014E
--	------	-------	-------	-------

收入结构

2011年成本结构


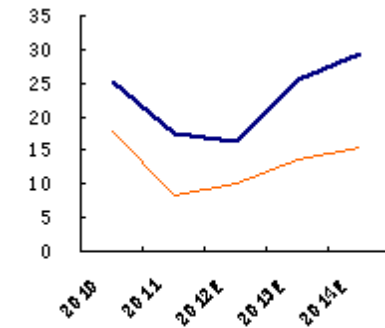
合并资产负债表

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	393	896	969	1,128	1,278
现金及等价物	185	667	720	726	789
应收款项	209	230	247	400	486
存货净额	0	0	1	2	3
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	27	100	110	108	114
无形资产及其他资产	21	34	36	39	42
资产总计	442	1,030	1,114	1,275	1,435
流动负债	94	132	146	200	241
短期借款	48	60	60	60	60
应付款项	38	59	73	127	168
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	37	33	41	51	55
负债合计	131	165	187	251	296
股本	75	100	100	100	100
资本公积	167	646	646	646	646
盈余公积	1	7	15	27	41
未分配利润	68	112	167	252	352
少数股东权益	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
股东权益	311	865	928	1,024	1,139
负债和股东权益合计	442	1,030	1,114	1,275	1,435

资料来源:申万研究

经营利润率(%)


EBIT Margin EBITDA Margin 毛利率

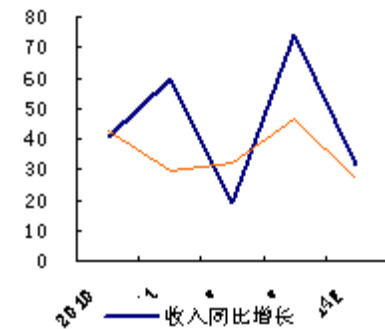


ROIC ROE

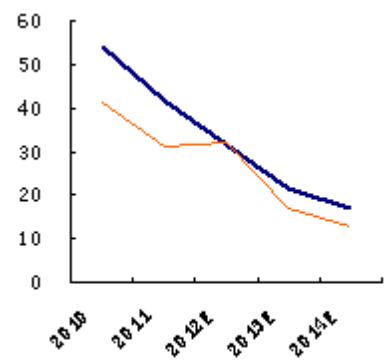
重要财务指标

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标(元)					
每股收益	0.37	0.48	0.63	0.93	1.18
每股经营现金流	0.39	0.36	0.63	0.44	1.08
每股红利	0.00	0.00	0.21	0.28	0.41
每股净资产	2.08	5.77	6.19	6.83	7.59
关键运营指标(%)					
ROIC	25.2	17.6	16.4	25.6	29.4
ROE	17.8	8.3	10.2	13.6	15.5
毛利率	38.9	34.9	32.7	32.6	32.2
EBITDA Margin	16.3	11.2	9.0	9.8	9.7
EBIT Margin	13.6	8.7	7.1	8.4	8.4
收入同比增长	40.5	59.7	19.3	74.4	31.3
净利润同比增长	42.7	29.5	32.2	46.8	26.9
资产负债率	29.6	16.1	16.7	19.7	20.6
净资产周转率	1.38	0.79	0.88	1.39	1.64
总资产周转率	0.97	0.67	0.73	1.12	1.31
有效税率	8.7	13.9	13.0	13.0	13.0
股息率	0.0	0.0	1.1	1.4	2.1
估值指标(倍)					
P/E	53.9	41.6	31.5	21.5	16.9
P/B	9.6	3.4	3.2	2.9	2.6
EV/Sale	6.7	3.5	2.9	1.7	1.2
EV/EBITDA	41.1	31.3	32.0	16.9	12.6

资料来源:申万研究



收入同比增长 净利润同比增长



P/E EV/EBITDA

信息披露

证券分析师承诺

龚浩：信息。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材

料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。