

中国擎天软件 (1297 HK, HK\$1.80, 目标价HK\$2.24, 买入) - 江苏领先的政府和企业管理软件供应商

- ❖ **2010-12 年为江苏省独家出口退税软件供应商。**中国擎天软件 (擎天) 自 1998 年以来一直为中国行政和企业应用软件的领先供应商。公司在 2010-12 年为江苏省唯一的出口退税电子申报软件供应商。其产品可以直接连接到江苏省税务局的税收管理系统。因此, 它占了江苏省出口退税电子申报软件产业的全部市场。展望未来, 我们认为产品升级是公司出口退税软件业务成长的主要驱动力。
- ❖ **2011-12 年为江苏省唯一碳排放管理软件开发商。**基于减少温室气体排放的需要, 中国温室气体管理市场正在蓬勃发展。公司亦是 2011-12 年江苏省唯一的碳排放管理软件开发商, 因而享有先发优势。
- ❖ **江苏最大的电子政务软件提供商。**电子政务(e-Government)软件业务持续受惠于政府政策的推动。公司已在江苏电子政务软件市场建立了领先地位, 并已与当地政府建立长期合作关系。
- ❖ **Alibaba.com 和擎天之间的协同效应。**Alibaba.com 在 2011 年收购公司 25 % 的股权权益。在擎天于香港交易所挂牌上市后, Alibaba.com 的股权减少至约 14%。透过 Alibaba.com 对公司的策略性投资, 预期擎天可以利用 Alibaba.com 的庞大客户群及品牌知名度来扩大其产品销售范围, 接触更多的潜在客户。
- ❖ **我们预测擎天在 2013-14 财年每股盈利将分别达到人民币 0.107 元及人民币 0.117 元。**擎天目前估值为 14 财年盈利预测的 12.0 倍。我们以 15.0 倍 14 财年年盈率为公司估值。我们的目标价为 2.24 港元, 股价有 24.6% 的上升潜力。我们的初始评级为 买入。
- ❖ **风险因素: 公司涉及与南华集团 (265 HK) 的法律纠纷。双方于 2000 年成立合资公司, 而南华集团曾起诉擎天违反合资协议的反竞争条款。擎天的中国法律顾问认为此诉讼将不会对公司的财务状况及营运造成重大不利影响。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额 (人民币百万元)	185	227	277	334	396
净利润 (人民币百万元)	59	76	95	120	143
每股收益 (人民币)	0.078	0.102	0.107	0.117	0.139
每股收益变动 (%)	NA	29.7	5.8	8.5	18.8
市盈率(x)	17.9	13.8	13.1	12.0	10.1
市帐率(x)	6.7	4.5	2.2	2.3	2.0
股息率 (%)	6.4	0.0	2.6	2.5	3.0
权益收益率 (%)	37.4	32.7	17.1	18.8	19.3
净财务杠杆率 (%)	13.7	12.6	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

中国擎天软件 (1297 HK)

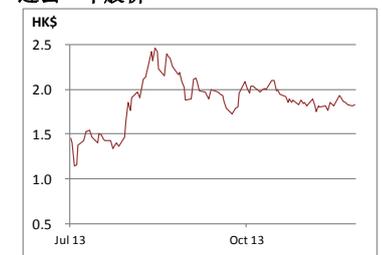
评级	买入
收市价	1.80 港元
目标价	2.24 港元
市值 (港币百万)	1,858
过去 3 月平均交易 (港币百万)	20.59
52 周高/低 (港币)	2.72/1.1
发行股数 (百万股)	1,032.3
主要股东	辛颖梅 (48.6%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-1.6%	-3.9%
3 月	-10.9%	-15.1%
6 月	NA	NA

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	185	227	277	334	396
出口退税软件	31	39	62	76	86
电子政务解决方案	62	63	80	102	128
碳管理解决方案	8	13	16	28	46
信息集成软件	28	56	61	68	72
系统集成解决方案	57	56	57	60	63
销售成本	(77)	(76)	(89)	(107)	(124)
毛利	108	151	188	228	272
增值税退税	9	8	10	15	17
分销及销售开支	(12)	(15)	(17)	(19)	(22)
行政及一般开支	(16)	(21)	(25)	(29)	(34)
研发开支	(16)	(21)	(42)	(54)	(67)
其他营运收入/开支	(7)	(10)	(14)	(5)	(5)
息税前收益	66	93	100	136	162
息税及折旧摊销前收益	89	134	173	235	290
利息收入	1	2	4	5	5
融资成本	(3)	(3)	(2)	(1)	(0)
其他非营运收入/费用	9	1	1	1	1
税前利润	73	94	103	142	168
所得税	(14)	(18)	(8)	(21)	(25)
非控制股东权益	0	0	0	0	0
净利润	59	76	95	120	143

来源：公司资料·招银国际预测

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	73	98	104	166	202
物业、厂房及设备	9	7	5	30	40
无形资产	62	87	95	132	157
递延税项资产	1	1	1	1	2
其他	1	2	2	3	3
流动资产	232	318	595	632	714
现金及现金等价物	48	53	282	244	252
存货	5	1	1	1	1
应收贸易款项	128	201	235	293	351
其他	51	63	77	93	111
流动负债	140	168	126	136	149
借债	69	82	22	12	2
应付贸易账款	33	26	31	35	42
其他	38	60	73	89	105
非流动负债	8	14	17	22	26
借债	0	0	0	0	0
递延税项负债	8	14	17	21	24
其他	0	0	0	1	2
少数股东权益	0	0	0	0	0
净资产总值	157	233	556	640	740
股东权益	157	233	556	640	740

来源：公司资料·招银国际预测

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	76	97	105	142	168
折旧	2	3	3	6	10
摊销	21	37	69	94	118
营运资金变动	13	(64)	(30)	(55)	(51)
利息支出	(3)	(3)	(2)	(1)	(0)
利息收入	1	2	4	5	5
税款支出	(7)	(3)	(5)	(18)	(22)
其他	(8)	(0)	0	0	0
经营活动所得现金净额	96	69	144	174	228
资本支出	(6)	(1)	(1)	(30)	(20)
无形资产的成本	(28)	(63)	(78)	(130)	(143)
其他	31	(13)	(64)	(6)	(6)
投资活动所得现金净额	(3)	(77)	(143)	(166)	(168)
股本的变化	0	0	320	0	0
银行贷款变动	(1)	13	(60)	(9)	(9)
股息	(73)	0	(32)	(36)	(43)
其他	1	0	0	0	0
融资活动所得现金净额	(72)	13	228	(45)	(52)
现金增加净额	21	5	229	(38)	8
年初现金及现金等价物	27	48	53	282	244
外汇差额	0	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	48	53	282	244	252

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
出口退税软件	16.5	17.2	22.3	22.7	21.7
电子政务解决方案	33.3	27.8	28.8	30.5	32.3
碳管理解决方案	4.2	5.9	5.9	8.4	11.7
信息集成软件	15.4	24.6	22.2	20.4	18.3
系统集成解决方案	30.6	24.6	20.7	18.0	16.0
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	58.4	66.6	67.7	68.1	68.7
息税及折旧摊销前收益率	53.7	60.4	64.2	72.2	74.7
营业利润率	40.8	42.6	38.0	42.5	42.5
净利润率	31.8	33.6	34.3	36.0	36.1
有效税率	19.1	18.8	8.0	15.0	15.0

增长 (%)

收入增长	21.4	22.6	22.1	20.8	18.4
毛利增长	47.2	39.7	24.2	21.5	19.6
息税前收益增长	51.7	27.9	9.0	35.1	18.5
净利润增长	26.3	29.7	24.8	26.6	18.8

资产负债比率

流动比率 (x)	1.7	1.9	4.7	4.6	4.8
速动比率 (x)	1.6	1.9	4.7	4.6	4.8
应收账款周转天数	253	323	310	320	323
存货周转天数	23	3	3	3	3
应付帐款周转天数	156	124	125	120	124
现金周期	120	203	188	203	202
净负债/权益比率 (%)	13.7	12.6	净现金	净现金	净现金

回报率 (%)

资本回报率	37.4	32.7	17.1	18.8	19.3
资产回报率	19.2	18.3	13.6	15.1	15.6

每股数据 (人民币)

每股利润	0.078	0.102	0.107	0.117	0.139
每股账面值	0.210	0.311	0.629	0.620	0.717
每股股息	0.090	0.000	0.037	0.035	0.042

来源：公司资料，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。