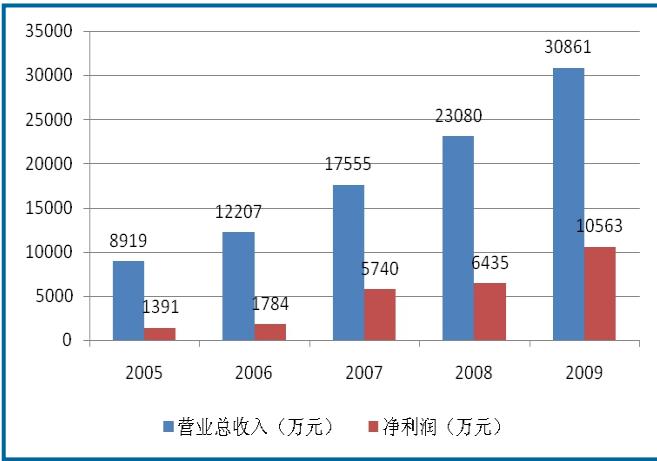
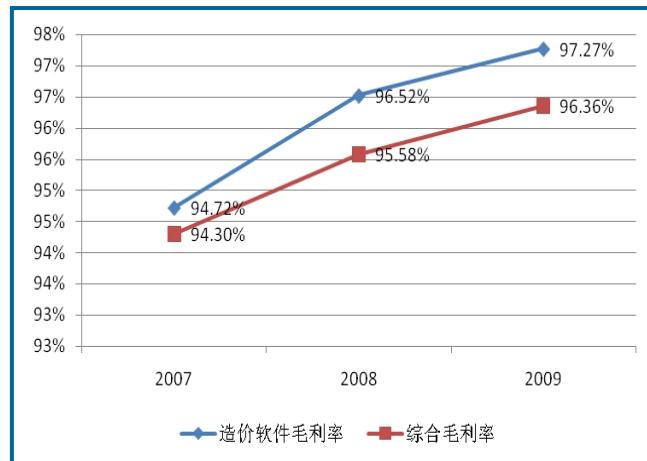


上海市公司债券管理条例

公司近三年的收入和净利润



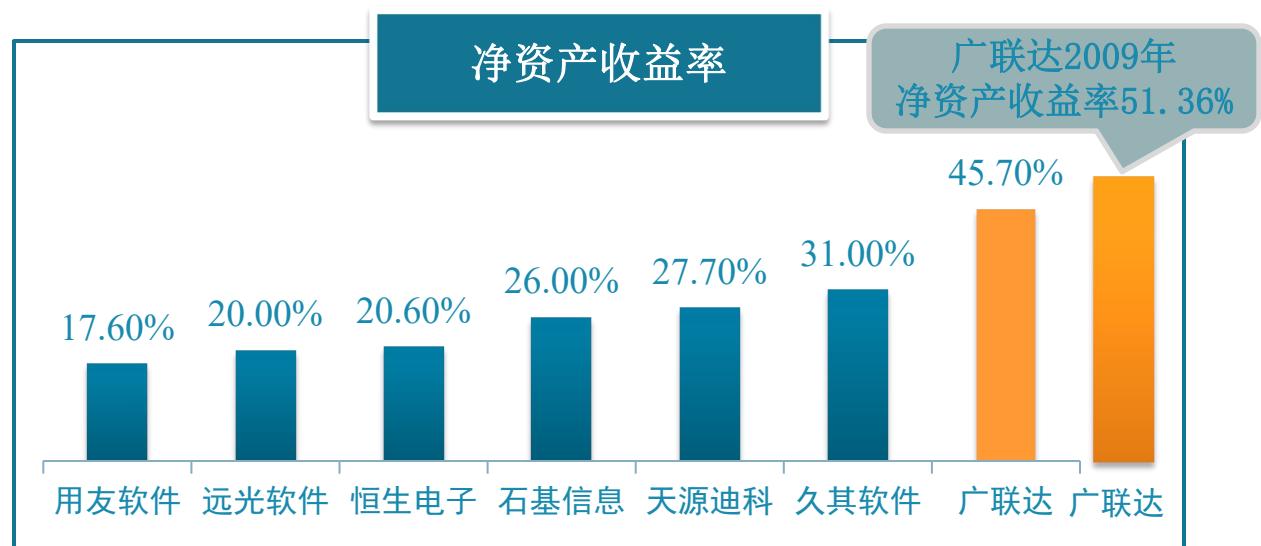
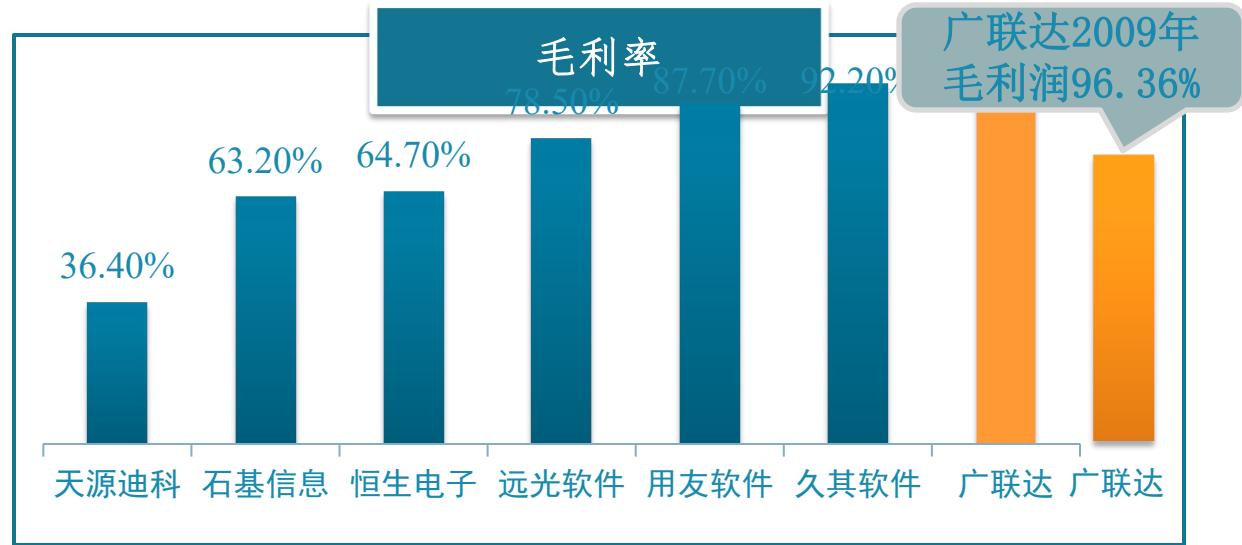
公司近三年主营业务毛利率

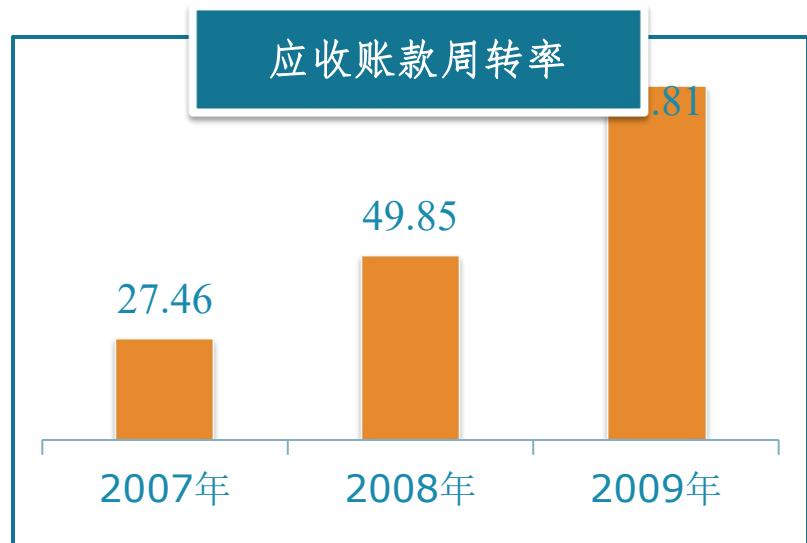
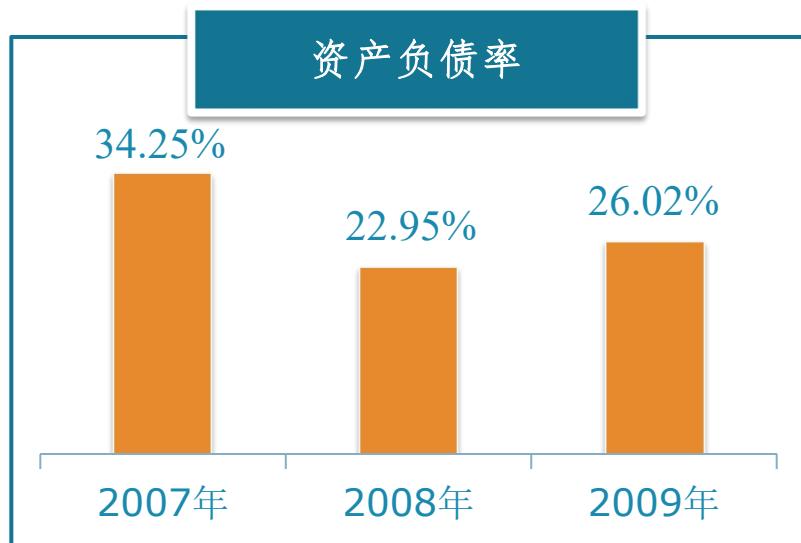


公司处于高速成长期

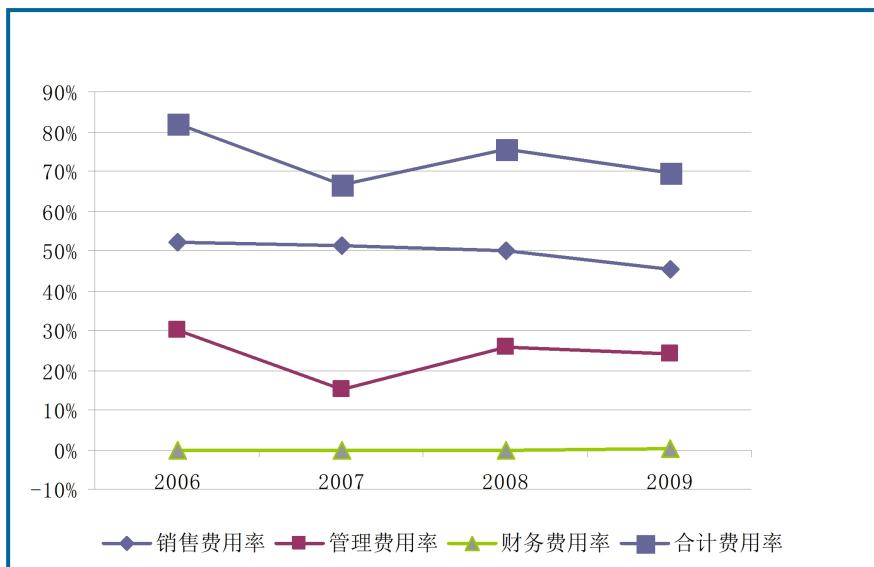
- 受惠于近年来建筑行业的高速发展和工程造价信息化应用的不断普及与深入，公司最近五年的营业收入和净利润一直保持了高速增长的态势，主营收入和净利润的复合增速分别为36.39%和66.0%。
- 公司主营业务软件产品全部为自行开发产品，附加值较高。最近三年，公司的综合毛利率稳步增长

毛利率、净资产收益率均处于领先位置
盈利能力居同业前列





近四年公司期间费用情况



- 销售费用中固定部分的占比不断增加。随着销售收入的不断增加，销售费用率稳步下降。
- 我们预期随着公司销售规模进一步扩大，公司的费用率将持续下降。

盈利能力

我们认为，公司正处于高速增长期，盈利能力远强于行业内可比公司的平均水平。

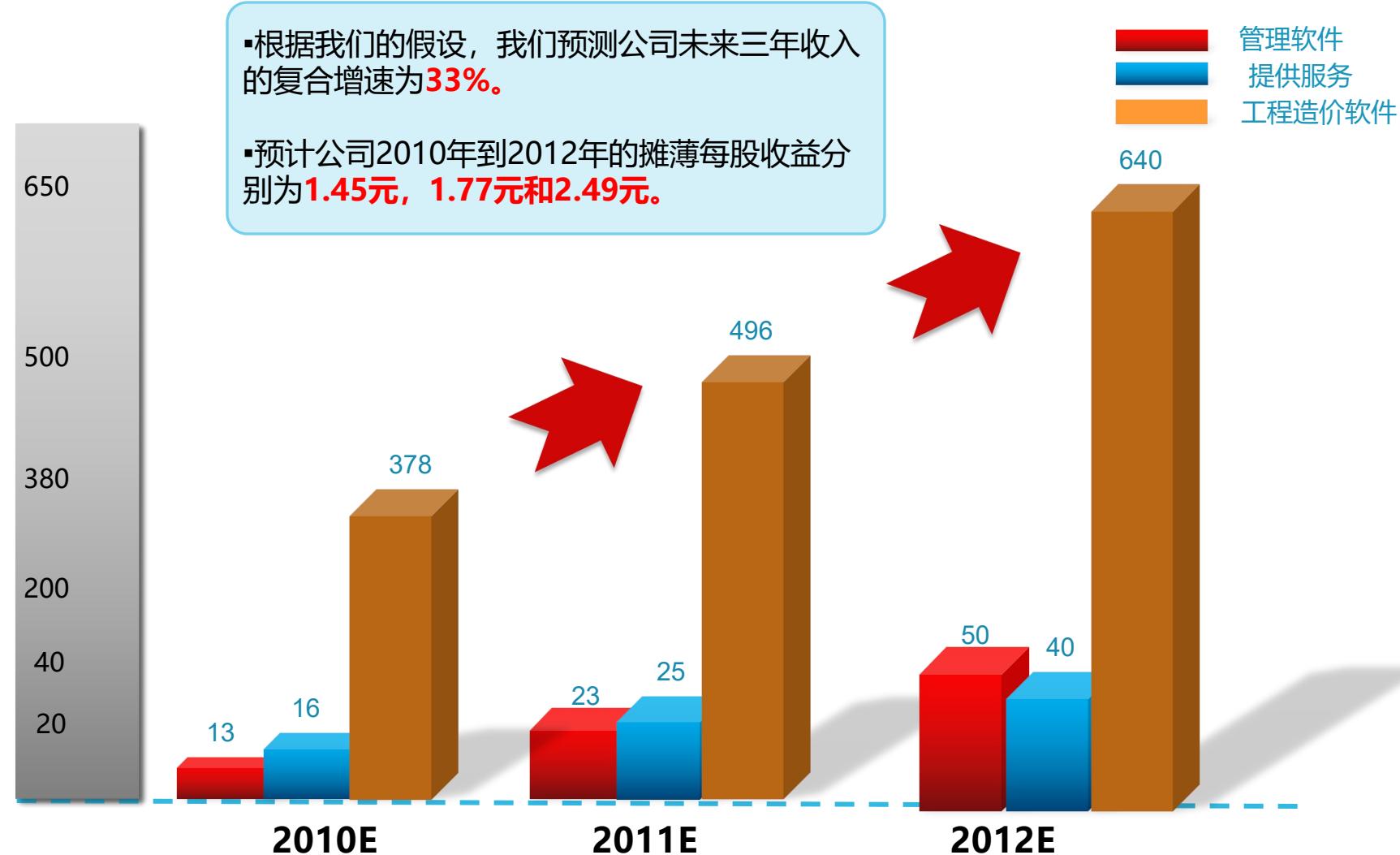
盈利质量

公司的期间费用控制能力出色，未来的三项费率有望进一步下降。现金流与盈利表现相符合。

盈利预测 的假设

- ✓根据报告中对行业和公司基本面分析的结果，对未来行业增速，公司市场份额变化进行假设，得出未来N年公司各项业务的收入增速
- ✓根据行业竞争格局，公司和上下游的议价能力等因素，假设公司毛利率的变动情况；
- ✓根据公司募投项目，资产负债情况，市场拓展计划和实际税率等，假设公司的期间费用，税收，营业外收支的变动情况。

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
项目管理软件产品收入	3. 17	5. 14	7. 65	13. 01	23. 42	49. 50
增速	22. 9%	61. 8%	49. 0%	70. 0%	80. 0%	111. 4%
提供服务收入	7. 76	5. 55	10. 86	16. 29	25. 26	40. 41
增速	35. 3%	28. 5%	96. 0%	50. 0%	55. 0%	60. 0%
造价软件产品收入	164. 61	220. 12	290. 09	387. 27	496. 88	640. 38
增速	44. 7%	33. 7%	31. 8%	33. 5%	28. 3%	28. 9%
营业总收入	175. 55	230. 80	308. 61	416. 58	545. 48	730. 29
增速	43. 8%	31. 5%	33. 7%	35. 0%	30. 7%	33. 37%



▪根据我们的假设，我们预测公司未来三年收入的复合增速为**33%**。

▪预计公司2010年到2012年的摊薄每股收益分别为**1.45元，1.77元和2.49元**。

■ 管理软件
■ 提供服务
■ 工程造价软件

相对估值

根据我们对公司2010年的业绩预测，我们给予公司35 - 38倍的动态市盈率，对应的股票内在合理价值区间为**50.75元 – 55.1元**。

评价表示	市值(亿元)	EPS(元)			PE(X)		
		2009E	2010E	2012E	2009E	2010E	2011E
恒生电子	102	0.45	0.57	0.71	51	40	32
石基信息	84	0.80	1.04	1.30	47	36	29
用友软件	186	0.47	0.66	0.86	63	44	35
久其软件	31	0.95	1.24	1.63	54	41	31
远光软件	47	0.49	0.67	0.87	50	36	28
启明信息	45	0.31	0.53	0.70	57	33	25
均值	83	0.58	0.78	1.01	54	38	30
广联达		1.04	1.45	1.78			



DCF

按照我们的假设条件，我们计算得到的
DCF估值结果是**54.70元/股**。

预测项目	预测值	预测项目	预测值
无风险利率	3.5%	法定所得税率	15%
BETA	1.10	债务成本	4.51%
市场预期收益率	10.0%	债务比例	21.09%
股权成本	10.65%	WACC	9.36%

营业税注意行业税收优惠政策等!

注意管理费用构成项目有哪些?

营业收入	营业收入增长率(%)	31.48%	33.71%	34.98%	30.94%	33.92%
营业成本	营业成本的销售百分比(%)	4.4%	3.7%	3.71%	3.65%	3.65%
营业税金及附加	营业税金及附加/营业收入 (%)	1.73%	1.84%	1.79%	1.79%	1.79%
营业费用	营业费用/营业收入(%)	50.02%	45.23%	44.92%	43.05%	41.99%
管理费用	管理费用绝对值	59.36	73.92	95.32	105.32	126.32

利润表的假设要点

- ✓ 营业税金：对行业税收政策的了解，对于未来的假设，我们需要判断该公司是否能够继续获得政策的扶持。
- ✓ 管理费用主要是管理和研发人员的薪资，对未来的预测主要是根据其募投项目中研发项目的投入分配，对市场扩张的需求的预计。

营业外收入不可忽视退税收入等可持续性的营业外收入！

营业外收入		26.84	33.73	45.35	7.40	7.40	7.40
营业外支出		0.70	1.57	1.02	0.00	0.00	0.17
税率	实际税率(%)	6.33%	3.75%	12.00%	11.80%	11.80%	13.00%

剩余盈利要及时转化为分红或再投资！

固定资产、在建工程、工程物资						
新增固定资产投资(百万)	用户自定义	22.83	193.75	118.71	50.00	
新增在建工程(百万)	用户自定义	12.44				
在建工程转固定资产	比率(%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	

利润表的假设要点

- ✓ 营业外收入部分容易被忽略，所谓“营业外”，就是主营收入以外的收入和支出，这里面有一些虽然不是主营收入，但也会长期存在的条目，在预测中依然要体现出来！
- ✓ 企业生产经营，获得利润后，除了扩大生产经营规模等正常运营支出外，要及时将剩余利润转化为分红或者投资（包括对固定资产和无形资产的投资），否则大量的现金的机会成本巨大。

高速成长期末的现金流一定要进入稳定状态！

1、历史和预测FCFF		历史FCFF				预测FCFF					
		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
项目(单位：百万元)	预测方法										
EBIT	来自利润分配表	45.46	41.86	77.96	106.18	169.06	248.85	292.20	344.95	413.94	496.73
息前税后利润(NOPLAT)	构稽计算	40.48	39.21	75.04	93.44	149.11	219.49	254.21	300.11	360.13	432.16
加：折旧与摊销	来自现金流量表	5.09	6.07	7.80	16.34	31.90	49.31	58.75	64.37	69.99	75.61
营业现金毛流量	构稽计算	45.57	45.28	82.83	109.77	181.01	268.80	312.96	364.48	430.12	507.77
减：追加营运资本	来自营运资本	-8.13	0.24	-30.95	12.39	-9.25	-11.26	-7.44	-8.95	-11.78	-14.00
经营现金净流量	构稽计算	53.70	45.04	113.78	97.39	190.25	280.06	320.40	373.43	441.90	521.77
减：资本支出	来自资本投资	20.30	27.83	46.15	35.27	193.75	118.71	50.00	50.00	50.00	50.00
加：资产减值准备	来自现金流量表	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
FCFF	构稽计算	33.40	17.21	67.63	62.12	-3.50	161.35	270.40	323.43	391.90	471.77

DCF估值表的假设要点

- ✓ 如果在预测阶段的自由现金流不断增加，那么你就可能遇到问题了，可能的原因是，随着公司每年收入和利润的增长，你在假设时候没有及时的进行分红和再投资，这样导致大量的现金留在公司账户上。
- ✓ 在高速增长期的末期，我们一定要将现金流弄到合理的水平上，不然，基数过高或者过低，进入永续增长期后，折现回来的总自由现金流会差异非常大。

永续增长率要慎重假设！

新股的贝塔值可用行业平均代替！

两阶段假设参数须一致！

2、永续增长阶段FCFF									
永续增长率(%)	3.00%	永续增长阶段FCFF		485.92					
3、WACC和折现									
项目	预测方法	高速增长阶段	永续增长阶段			债务成本			
贝塔值(β)	最近2年β	1.100	1.100			债务溢价	构稽计算		1.81%
无风险利率(%)	预测值	3.50%	3.50%			法定所得税税率	预测值		15.00%
市场的预期收益率(%)	预测值	10.00%	10.00%			债务成本	构稽计算		4.51%
股权资本成本(Ke)	构稽计算	10.65%	10.65%			权益、债务比率			
债务成本Kd(%)	预测值	4.51%	4.51%			债务权益比D/E	债务价值/I		26.73%
债务比率D/(D+E)(%)	预测值	21.09%	21.09%			权益比率	E/(D+E)		78.91%
WACC	构稽计算	9.36%	9.36%			债务比率	D/(D+E)		21.09%

DHF估值表的假设要点

- ✓ 所谓永续增长，是假设整个宏观经济，整个行业和该企业进入成熟阶段后，业绩能够以某个稳定的增长率增长。这个数值很重要，对估值结果能够产生很大的影响，假设时一定慎重。
- ✓ 在贝塔值是指公司股价和全市场指数波动性之间的相关性。理论上是可以通过长时间段的回归分析得出的，但是很多公司刚上市不久，股价还没有回归其合理的价值区间，因此，一般考虑用行业整体水平和市场指数之间的相关性来替代。

敏感性分析：给投资者自主判断的区间

		永续增长率				
		1. 00%	2. 00%	3. 00%	4. 00%	5. 00%
WACC	4. 36%	124. 33	172. 11	290. 37	1073. 72	-574. 28
	5. 36%	93. 23	117. 64	162. 76	274. 44	1014. 22
	6. 36%	73. 86	88. 31	111. 37	154. 00	259. 53
	7. 36%	60. 68	70. 04	83. 69	105. 49	145. 80
	8. 36%	51. 15	57. 59	66. 45	79. 37	99. 98
	9. 36%	43. 96	48. 60	54. 70	63. 08	75. 31
	10. 36%	38. 36	41. 81	46. 21	51. 98	59. 92
	11. 36%	33. 88	36. 53	39. 80	43. 96	49. 43
	12. 36%	30. 23	32. 30	34. 80	37. 90	41. 85
	13. 36%	27. 21	28. 85	30. 80	33. 17	36. 11
	14. 36%	24. 66	25. 98	27. 54	29. 39	31. 64

DCF估值结果的要点

- ✓ 我们的结论是内在每股价值这个表格中的结果，还需要呈现给投资者的是DCF的敏感性分析表格，说明的是当永续增长率和WACC取不同值的时候，DCF估值变动的范围，这个矩阵可以供投资者自行选择他们认为合理的WACC和永续增长率，判断DCF估值结果。