与其为友 方能长久

——北京久其软件投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

一、公司简况

1、发展简介

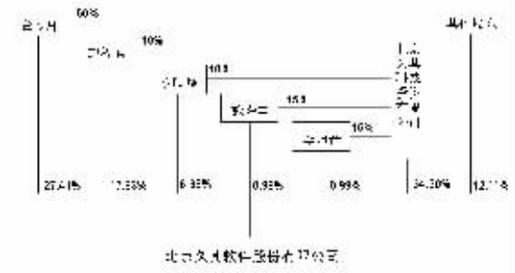
久其软件是由北京久其北方软件技术有限公司于2001年11月30日整体变更设立的股份有限公司，本次发行前股本为4574.0037万股，此次预计将发行1530万股，发行后的总股本大约为6104万股，主要从事报表管理软件、电子政务软件、ERP软件、商业智能软件等管理软件的研究和开发，公司主要客户为国务院部委及直属机构、中央直属企业。

2、公司发展战略

沿着平台化软件开发的发展方向，本着技术创新与用户需求相结合的原则，立足于政府部门和大中型企业集团用户市场，同时积极开拓中小企业用户市场，在继续保持报表管理软件领域优势的基础上，不断延伸产品研发和应用领域，成为领先的报表管理软件、电子政务软件、ERP软件和商业智能软件供应商。

3、股权结构

公司发行前股本4574.0037万股，预计此次发行1530万股，公司发行前的股权结构如下：



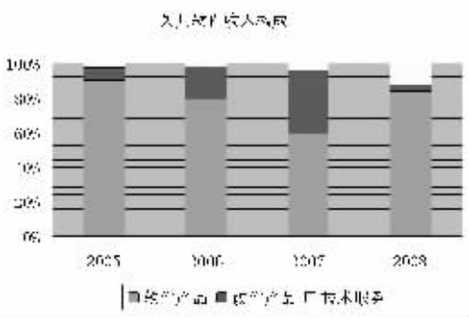
4、主要产品介绍

公司主要为政府部门、企事业单位提供财务决算、统计及决策分析、财务业务一体化管理、全面预算管理、合并报表、关联交易核对、资产管理等方面的解决方案，主要产品涉及了报表管理软件、电子政务软件、ERP软件、商业智能软件等多个管理软件细分领域，并形成了CI、VA、单机统计报表、年度决算软件四大类产品体系：

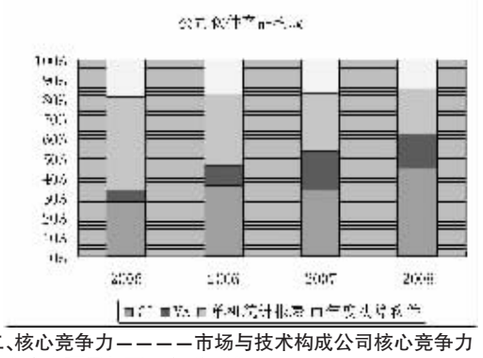
产品名称	功能特征	设计领域
CI	数据采集、数据分析和信息门户为一体的信息管理平台	报表管理软件、ERP软件、商业智能软件、电子政务软件
VA	面向企事业单位基础业务管理和网上办公的财务业务一体化管理软件	ERP软件、电子政务软件
单机统计报表	针对中国地域广阔、企业分布相对分散的应用环境而开发的统计数据采集、汇总与分析工具	报表管理软件、电子政务软件
年度决算软件	针对政府部门年度决算工作设计的管理软件	报表管理软件、电子政务软件

5、收入结构----软件产品构成盈利的重要来源

公司营业收入由软件产品、硬件销售和技术服务三方面构成，其中软件产品是公司主要的收入和盈利来源，硬件销售和技术服务实际是在软件产品销售过程中应客户需求而产生的。



其中软件产品由主要由CI、VA、单机统计报表软件和年度决算软件构成：

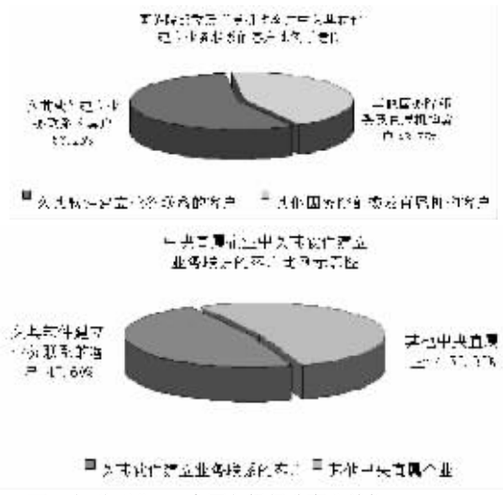


二、核心竞争力-----市场与技术构成公司核心竞争力

1、客户在哪里与下一座“金矿”

1.1 客户在哪里？----国务院部委和中央直属企业，优质且稳定

客户在哪里？这是每一家企业都必须面临的重要问题，解决了这个问题公司就有了清晰的目标。久其软件给了投资者一个很好的答案：国务院部委及直属机构、中央直属企业，这些客户群体就有相当的稳定性。根据公司招股书披露的信息，国务院部委及直属机构、中央直属企业均采用久其软件的年度决算软件产品。其中，有45家国务院部委及直属机构、72家中央直属企业还与公司有更进一步的业务联系，应用了公司其他软件产品，分别占国务院部委及直属机构总数的56.25%和中央直属企业总数的47.68%。



1.2 下一座“金矿”——全国各级行政事业单位

公司的主要产品年度决算软件在国务院部委及直属机构、中央直属企业中取得了难以置信的成功，同时公司其他产品在这些机构中也有很好的市场，那么在满足这些大型机构的需求之外，下一个目标客户在哪里？公司募集资金项目给出了答案：全国各级行政事业单位。目前我国行政事业单位的总资产大约8万亿，净资产大约5万亿元，然而这么庞大的资产却一直以来都处于低效率运作中，原因是多方面的，但加强资产管理却能有效地改变目前这种局面，因此我国各级行政事业单位国有资产管理的信息化工作就非常迫切。

2、技术升级与独特的售后服务是赢得稳固市场的利剑

2.1 技术领先在于积累和改进

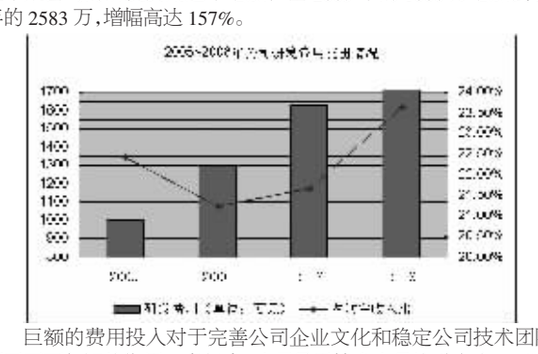
公司是少数真正了解技术的进步在于积累和改进的，平台化的研究模式为公司产品的优化和复制提供了高度的灵活性，主要优势主要体现在以下两方面：

1、用户通过调整软件功能参数的方式就可以快速搭建一个全新的应用系统原型，进行必要的修改和调整之后即可投入使用；

2、由于参数配置工作可以由对技术技能要求不高的人员来完成，从而可以大幅度降低研发成本，同时使公司在产品的适应性、稳定性以及研发周期等方面具有明显优势；

2.2 公司注重技术力量的投入，研发费用逐年增加

作为知识密集型企业，公司深知人才特别是主要技术骨干对公司的重要性，因此公司十分注重研发费用的投入和人才队伍的建设，近三年来公司的研发费用逐年增加，由2005年的1006万增加到2008年的2583万，增幅高达157%。



巨额的费用投入对于完善公司企业文化和稳定公司技术团队起到了不可忽视的作用。多年来，公司骨干技术人员流动率在5%以下，核心人员从没有出现过流失情况，这在人才流动频繁的软件行业中是不多见的。

2.3 常驻外派”独特的服务模式在赢得客户好评的同时，也为公司提供了丰富的研发素材

久其软件建立了完善的服务体系。其中最具特色的是常驻外派服务，即直接派遣技术服务人员常驻客户办公现场的服务方式，可随时响应客户的服务请求，为客户提供细致周到的服务，这不仅可以使用户更为放心，提高解决问题的效率，而且便于深入了解和收集用户的需求信息，及时开发出能够满足用户需求的新产品。

2.4 “1+N”的业务模式非常适合公司现有的客户

“1+N”的业务模式可以从两方面来解释：1、客户方面：公司目前的客户来源主要是在北京的政府部门和大型企业集团，把公司的产品以较低的价格出售给总部或是最高层次的政府部门，然后通过上面部门对下属的影响力来推动产品的进一步销售；2、业务方面：公司以一种优秀且成熟的产品比如报表决算软件先切入客户的需求，成熟后将公司其他N种产品推荐给客户；

综合评价这种“1+N”的业务模型，我们认为具有很强的成本优势和客户忠诚度，同时在特定时期内也能给公司带来爆发式的业绩增长。

三、软件行业：初具规模，成长性好，未来市场潜力巨大

1、我国软件行业

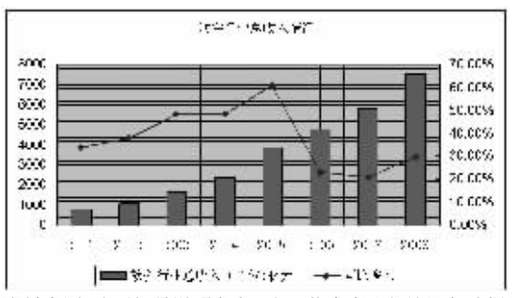
1.1 公司主要产品在所处行业的细分领域具有较强的竞争优势

从公司公开披露的信息来看，公司属于软件极其细分行业的具有领先优势的企业，公司主要产品报表管理软件属于软件行业中子行业管理软件中的增长最快的细分领域之一。

2008年软件行业构成

1.2 我国软件行业抗周期性强，还将保持快速发展的势头

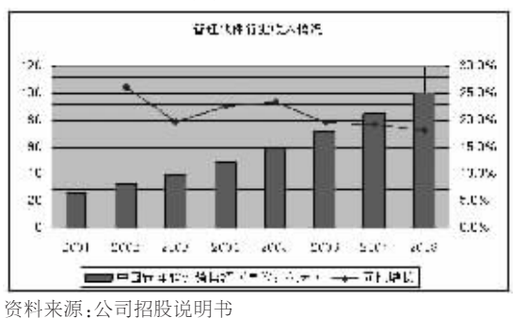
中国软件行业市场总量近年来保持加速增长的趋势，软件销售收入在国内生产总值中所占的比重不断攀升。根据信息产业部《2008年电子信息产业经济运行公报》，2008年中国软件产业完成销售收入7573亿元，同比增长29.8%。自2001年以来中国软件行业的市场规模与增长情况如下图，



资料来源：公司招股说明书和《电子信息产业经济运行公报》

2、多重因素推动我国管理软件持续快速发展

根据CCID《2008年中国报表管理软件市场研究报告》，2008年中国管理软件市场实现销售额100.40亿元，同比增长18.1%。2001年至2008年中国管理软件市场规模增长情况如下：



资料来源：公司招股说明书

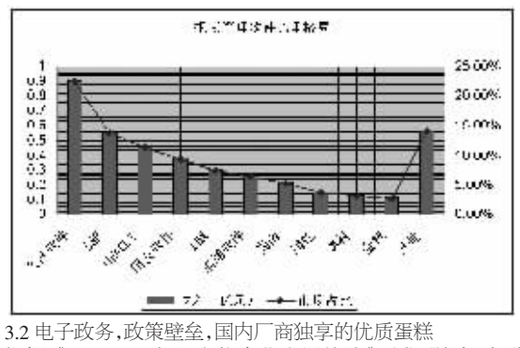
根据招股说明书所分析，中国管理软件市场增长的动力主要来自三个方面：一、集团型企业对集团财务、供应链等管理软件的需求；二、用户信息化走向精细化、全面化引致的产品升级换代、功能模块扩展的需求；三、中低端产品标准化程度提高、价格大幅度下降迎合了中小企业用户需求的上升；同时，基于上述分析，公司预测未来五年中国管理软件市场的年均复合增长率仍将接近20%，即到2012年管理软件的市场规模将达到248亿元。

3、公司产品及细分行业的竞争格局

3.1 报表管理软件，公司市场占有率第一，远超其他企业

发行人的报表管理软件产品属于管理软件中增长最快的细分领域之一。根据CCID《2008年中国报表管理软件市场研究报告》的统计和预测，2008年中国报表管理软件市场规模为4.05亿元，较2007年的3.35亿元增长20.9%，并且未来3年中国报表管理软件市场将以19.0-21.5%的增长率保持稳定增长，到2011年市场规模将达到7.02亿元人民币。

报表管理软件领域市场集中度较高，2008年市场占有率前四位的厂商共占据57.0%的市场份额。其中，发行人以22.5%的市场占有率位列第一；其他市场占有率较高的报表管理软件提供商还有SAP、ORACLE、用友软件，其市场占有率均在10%上下。



3.2 电子政务，政策壁垒，国内厂商独享的优质蛋糕

根据《2006-2020年国家信息化发展战略》要求，财政、金融、税收、工商、海关、国资监管、质检、食品药品安全等业务要不断规范政务基础信息的采集与应用，因此未来我国政府部门对电子政务的需求前景十分广阔。但是由于电子政务的特殊性，国外厂商涉足较少，国内厂商成为电子政务的主要供应商。东软股份、中软、用友软件以及久其软件在政务资产管理和政府信息资源管理的软件产品方面占据较大份额。

3.3ERP软件，各厂商的竞争重地，公司在特定的客户中有很强的竞争优势

ERP软件的市场规模占整个管理软件市场的一半左右，是各管理软件生产商主要竞争的市场，目前用友软件占据市场第一的位置。根据CCID的统计和预测，2008年中国ERP软件市场规模为50.51亿元，较2007年增长17.85%，未来三年将以15.9%的年均复合增长率保持增长。中国ERP软件市场的品牌集中度较高，2006年至2008年排名前十位供应商合计市场份额均达到88%左右，国内软件厂商占据了市场主导地位，国外软件厂商（主要是SAP）则拥有较多高端领域的客户，用友软件、SAP、金蝶国际保持前三名的市场地位。

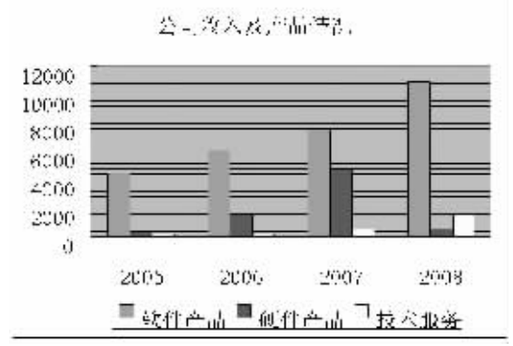
目前公司在ERP领域占有的市场份额不高，但是公司提供的产品，以易于定制、可灵活扩展、适应能力强、响应迅速的优势在集团级应用方面具有很强的竞争力，在资产管理、基建项目资金管理等业务领域以及旅游、酒店、餐饮等特色行业有相当数量的用户群。

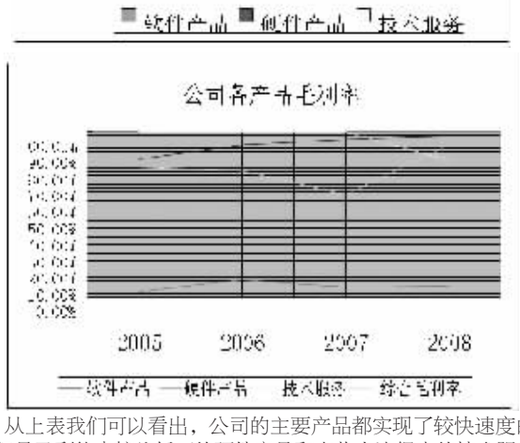
四、公司经营状况分析：收入与利润稳步增长，财务状况良好

1、收入与毛利率——保持快速发展的势头，同时综合毛利率不断提升

近三年，发行人营业收入保持快速增长，2008年、2007年和2006年营业收入分别比前一年增长45.23%、64.76%、55.80%，主要原因是发行人在软件销售、硬件销售及技术服务等主营业务各方面全面增长。

（单位：万元）





从上表我们可以看出，公司的主要产品都实现了较快速度的增长，但是盈利能力较为低下的硬件产品和占收入比很小的技术服务对公司业绩的贡献不大，公司主要的利润来自软件产品，可喜的是公司软件产品的竞争力和盈利能力都在增强，毛利率逐年攀升。同时，我们预计随着公司募集资金的投入公司软件收入的增速仍将达25%以上，因此公司的收入和盈利能力将得到保障。

2、公司费用控制能力优秀，2008年期间费用大幅度增加主要是研发费用和员工工资福利增加。

投资要点

● 我国经济发展水平的提高，促使软件行业高速发展，目前初具规模，后续发展潜力仍然巨大，根据历史数据，我国软件行业的发展速度远超GDP的增长速度，预计未来几年还将保持20%以上的复合增长；

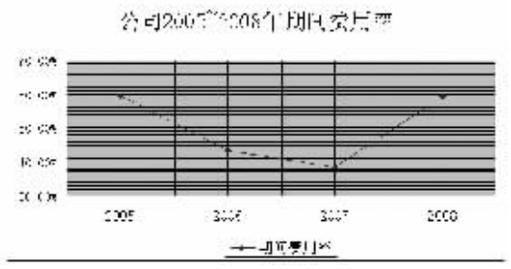
● 公司是管理软件业子行业报表管理软件的龙头，客户主要为国务院部委及直属机构和中央直属企业，非常优质且具有高度稳定性，因此我们认为公司能够保持高于行业增长的发展速度；

● 公司“1+N”的业务拓展模式，在政府部门和大型企业集团中具有明显的优势，通过这种模式的开拓，公司不仅能够把现有的业务推广到下属各级单位，同时也能将新业务切入到客户的需求中去；

● 持续积累与改进的技术和独特的服务模式是公司赢得高端客户的两把利剑，同时我们预计公司这种运营模式将复制到此次募集资金投入的项目中去，也将为公司带来更多的优质客户----全国各级行政事业单位；

● 公司盈利能力稳步增长，利润主要来源软件产品的毛利率逐年提升，硬件产品和技术服务也取得了快速增长，预计随着募集资金投入项目的开展公司利润将得到显著的提升；

● 募集资金项目平均内部收益率高达35%以上，平均投资回收期仅为3.7年，且这些项目面对的客户与公司原来的客户有很大的关联性，因此项目开展的风险较小，预计未来两年公司的每股收益分别为1.03元和1.55元/股，按2009年35.10倍市盈率计算，公司合理股价应该在36.15元左右。



3、公司主要财务指标分析

从公司披露的报表来看，公司盈利能力稳步提高，在净资产逐年增多的情况下，公司ROE也得到了提高，同时我们看到公司净利率的提高远高于毛利率的提高，因此可以判断公司的成本控制能力非常优秀；营运方面，公司应收帐款和存货周转率都处于较好的水平，且公司目前为止不存在大额的应收帐款坏帐；公司有息负债仅2500万，偿债能力极强，资产负债率一直都处于30%以下。此次募集资金后公司的负债率将近一步下降，总之，公司的整体财务状况良好。

久其软件主要财务指标				
	2005	2006	2007	2008
盈利能力				
毛利率	78.34%	76.23%	62.17%	84.18%
净利润率	28.19%	38.98%	32.81%	37.31%
ROE	17.16%	32.65%	31.51%	26.68%
营运能力				
应收帐款周转率	5.31	8.86	9.30	5.34
存货周转率	5.47	1.78	4.51	2.45
偿债能力				
流动比率	2.07	1.19	1.28	2.28
速动比率	1.96	0.94	1.22	2.15
资产负债率	20.96%	46.15%	27.61%	19.51%

五、募集资金项目

公司此次募集资金投入的项目如下：

项目名称	总投资额（万元）	投入期	内部收益率	回报周期
行政事业单位资产管理系统	7970.9	2年	34%	3.94
及其D&A研发与业务生成平台	5915.9	2年	38%	3.9
政府直补一卡通管理系统	4008	2年	35%	3.77
决算报表大厅	2552.3	2年	37%	3.4
久其商业职能套件	1401	2年	35%	4.44
合计	21848.1			

从募集资金投入的可行性分析来看，公司投入的五个项目内部收益率都很高，平均回报周期仅为3.7年，且公司五个项目都是软件产品，如果项目进展顺利那么不仅可以提高公司软件产品占总收入的比重，而且也可以大幅度提升公司的总和毛利率，增强公司的盈利能力。但是，项目投入带来一个关键的问题：项目能否顺利实施？我们认为是完全可能的。首先来看，这个五个项目的目标客户都是政府及相关部门，公司凭借报表管理软件在国务院部委及直属机构、中央直属企业中的良好影响力可以成功的切入其他客户需要的产品。

六、风险因素

1、公司此次募集资金后，为推进公司项目的开展必定要额外聘请大量的员工，这将导致公司的薪酬支出大幅度增加，同时公司规模扩大之后管理费用的控制也面临一定的考验，如果控制不当，则存在管理成本攀升侵蚀公司利润的风险；

2、公司是知识密集型企业，在软件开发中拥有多项专利，但是软件产品由于其易复制性，如果知识产权受到侵害则会对公司的盈利构成重大影响；

七、盈利预测与估值分析

（一）盈利假设

1、宏观经济不止于急剧下滑，增长率维持在8%以上，对软件行业没有造成很大的负面影响；

2、募集资金项目顺利实施，市场开拓取得预期效果，公司软件产品收入未来三年都保持40%以上的增长速度；

3、在项目开展的初期，公司管理费用率会小幅度上升，但随着项目进入收获期，公司的管理费用率甚至期间费用率保持平稳甚至下降；

4、公司税收政策保持不变，实际所得税率维持15%；

		2006	2007	2008	2009	2010
软件产品	营业收入	6097.91	7520.11	10921.95	15836.83	23755.24
	增长率	35.86%	23.32%	45.24%	45%	50%
	毛利率	92.07%	95.16%	95%	95%	95%
	营业成本	483.56	363.97	526.41	791.84	1187.76
硬件产品	营业收入	1518.54	4736.05	521.44	1000	1000
	增长率	314.54%	211.88%			
	毛利率	10.50%	5.68%	6.42%	6%	6%
	营业成本	1359.1	4467.04	487.96	940	940
技术服务	营业收入	135.74	516.13	1576.33	2000	2500
	增长率	12.32%	280.23%	45.31%	26.88%	25%
	毛利率	100%	100%	83.33%	85%	85%
	营业成本	0	0	260	300	375
合计	营业收入	7752.19	12772.29	13019.72	18836.83	27255.24
	营业成本	1842.66	4831.01	1014.93	2031.84	2502.76

在以上前提下，我们预测公司2009~2010年实现业务收入分别为18836.63万和27255.24万元，净利润分别为6307.10万和9434.47万元，同时预计公司成功发行1530万股，按发行之后的股本计算，2009~2010年实现的每股收益分别为1.03和1.55元/股。详细预测见下表：

	2007	2008	2009	2010
营业收入	12772.29	13019.72	18836.83	27255.24
营业成本	4831.01	1014.93	2031.84	2502.76
税金及附加	168.87	298.55	343.19	570.58
期间费用	4891.25	7730.65	9041.68	13082.52
期间费用率	38.30%	59.38%	48%	48%
资产减值准备	18.39	40.80	0	0
投资收益	84.48	0	0	0
营业利润	2954.96	3934.77	7420.12	11099.38
营业外收支净额	1517.75	1228.56	0	0
利润总额	4472.71	5163.34	7420.12	11099.38
所得税	282.53	276.58	1113.02	1664.91
净利润	4166.18	4857.81	6307.10	9434.47
摊薄后每股收益	0.91	1.06	1.03	1.55

（附注：2008年每股收益高达1.06元，原因有1、发行前股本为4574.003万股，而2009年之后的总股本6104.003万股；2、2008年有1228.56万元的营业外收支净额，在2009年之后的预测业绩中保守起见我们假设该科目为0。）

（二）估值分析

久其软件虽然收入结构上分成软件、硬件和技术服务三大块，但是主要利润来源在软件产品销售，因此我们选取软件行业的上市公司进行比较能够比较准确地反映公司的价值。目前在国内资本市场上从事软件开发与销售的公司主要有：

证券简称	2009.7.24收盘价	EPS		P/E	
		2008	2009	2008	2009
东软集团	18.50	0.52	0.67	35.58	37.61
中国软件	26.33	0.29	0.57	90.79	46.19
用友软件	21.29	0.65	0.88	32.75	24.19
远光软件	14.50	0.37	0.45	39.19	32.22
石基信息	35.40	0.69	0.92	51.30	38.48
海隆软件	19.40	0.39	0.46	49.74	42.17
东华软件	15.64	0.43	0.63	36.37	24.82
平均				47.96	35.10

从上面分析来看，软件行业2008和2009年的平均市盈率分别为47.966和35.10倍，同时考虑到公司股本小及未来募集资金投入项目进入收获期之后的快速成长性，我们给予公司2009年35.10倍的PE估值，其合理价位应该在36.15元左右。