

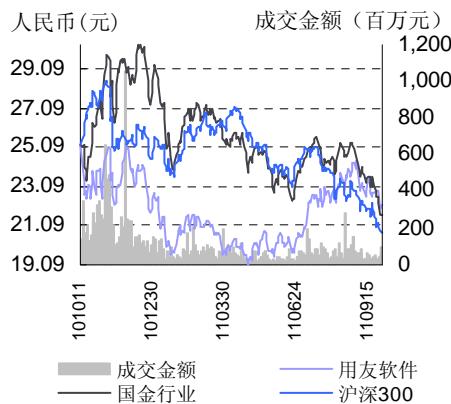
## 从追随到超越——钟的力量

市价(人民币)：22.19元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	815.90
总市值(百万元)	18,104.90
年内股价最高最低(元)	25.36/19.09
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



## 相关报告

- 《竞夸天下无双艳，独立人间第一香》2011.8.28
- 《SaaS一小步，用友一大步——云的梦想》，2011.7.29
- 《左手云、右手钟，再现王者之风》2011.7.8

## 赵国栋联系人

(8621)61038220  
[zhaogd@qjzq.com.cn](mailto:zhaogd@qjzq.com.cn)  
 MSN:zhaogd@gmail.com

易欢欢分析师 SAC 执业编号: S1130511080002

(8621)61038267  
[yihh@qjzq.com.cn](mailto:yihh@qjzq.com.cn)

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
摊薄每股盈利(元)	0.946	0.407	0.717	0.939	1.215
市盈率(倍)	29.25	57.17	28.64	21.86	16.91
股息率	1.08%	0.94%	1.89%	2.47%	3.19%
PE/G(倍)	0.58	-1.30	0.38	0.71	0.58
净资产收益率	23.01%	13.14%	20.93%	24.34%	27.50%
每股净资产(元)	4.11	3.10	3.43	3.86	4.42
市净率(倍)	6.73	7.52	5.99	5.32	4.65
每股经营性现金(元)	0.64	0.60	1.91	1.66	2.19
发行股数(百万股)	627.86	816.13	816.03	816.03	816.03

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 平台的战略意义：**广义的平台战略之于用友，是其再上层楼占领软件产业战略制高点、形成公司生态群落或者随波逐流、分点云时代残羹冷炙的选择；是其打破业绩波动怪圈、稳健经营持续增长的保障；是资本市场再认识、重估值用友的基础。本报告作为用友研究系列的第三篇，从纷繁的社会现象和企业实际需求说起，着眼于用友 PaaS 平台战略定位和发展路径，探究用友从追随到超越之路。
- 从追随到超越的希望：**社会化网络的兴起，改变了企业管理模式，使无疆界组织和自治组织更趋活跃，知识获取和管理的更趋灵活；各行各业非结构化数据和超大量数据对既有架构形成挑战；随时、随地、在任何终端上交互沟通的需要，进一步弱化对个人电脑的依赖。这些大的趋势和变化都是在网络上发端，演绎。在个人电脑时代，微软是行业发展的革命性和垄断性的力量。但在云计算时代，PaaS 将取代微软操作系统的地位，成为整个产业核心。在 PaaS 的开发和应用上，尤其是企业应用，中外公司处于相同的起跑线，用友面临历史性的发展机遇，将可能从长期的技术追随者，一跃而成为行业领导者！
- 路漫漫兮修远：**这注定是一场苦旅。伟库十年间的探索，或许就是为了今天的重新启程；十年前的在线应用，不过是生怕技术落后的担心和树立用友够潮的面子工程的奇妙混合体。受限于思潮、技术、带宽，注定只是跟着玩玩的小角色。但当下的平台战略也远非一蹴而就，从其宏大的战略目标和产业定位来看，还刚刚开始。

## 投资逻辑

- 用友软件 11 年-13 年摊薄 EPS 对应 0.72、0.92、1.2 元，我们给予公司未来 6-12 个月 29.00 元目标价位，相当于 40x11PE，30x12PE。
- 风险详见正文“风险提示”一节，请认真阅读。

## 内容目录

如何看待纷繁的技术世界 .....	3
Facebook Hold 住了什么? .....	3
大数据, 超乎想象 .....	3
互联网: 碎片化生存 .....	4
云时代的战略制高点——PaaS .....	5
从追随到超越——钟的力量 .....	5
PaaS 是什么? .....	5
中国软件产业的整体突围和弯道超越的历史性机遇 .....	6
One World, One UFida, One PaaS .....	8
用友 PaaS 平台盈利模式分析 .....	9
路漫漫兮修远 .....	10
竞争对手, 虎视眈眈 .....	11
风险提示 .....	11
附录: 三张报表预测摘要 .....	12

## 图表目录

图表 1: Facebook 全球联系示意图 .....	3
图表 2: 如何实时处理海量数据? .....	4
图表 3: 应用商店的下载量 .....	4
图表 4: 碎片化应用丰富多彩 .....	4
图表 5: IT 产业生态的变迁, PaaS 类似于 PC 时代的操作系统, 居于核心的地位 .....	5
图表 6: 用友云计算框架, PaaS 承上启下 .....	6
图表 7: 主要国家的云计算规划 .....	7
图表 8: 各地方政府行动积极, 目标豪迈 .....	7
图表 9: 用友云计算的产业生态 .....	8
图表 10: 用友的平台战略 .....	8
图表 11: 个人用户、企业用户、合作伙伴、各子公司都统一到 UU 平台 .....	9
图表 12: 用友 PaaS 服务商业模式分析 .....	9
图表 13: 十年的寻寻觅觅, 只为今朝的重新起航 .....	10
图表 14: 主要竞争对手的分析与对比 .....	11

## 如何看待纷繁的技术世界

### Facebook Hold 住了什么？

- 如果你认为 facebook 不过是泡妞交友的娱乐工具，肯定无法理解为什么奥巴马会要邀请其创始人出席白宫晚宴。究其实质是社会关系在网络世界的真实映射，使得信息的沟通效率和传播速度是现实世界语言交流的十倍百倍。他客观上促进了世界的扁平化，使人们不分种族、等级、地域而平等自由的交流，甚至因而具备了改造世界的能力。其商业价值和社会价值都难以估量！

图表1：Facebook 全球联系示意图



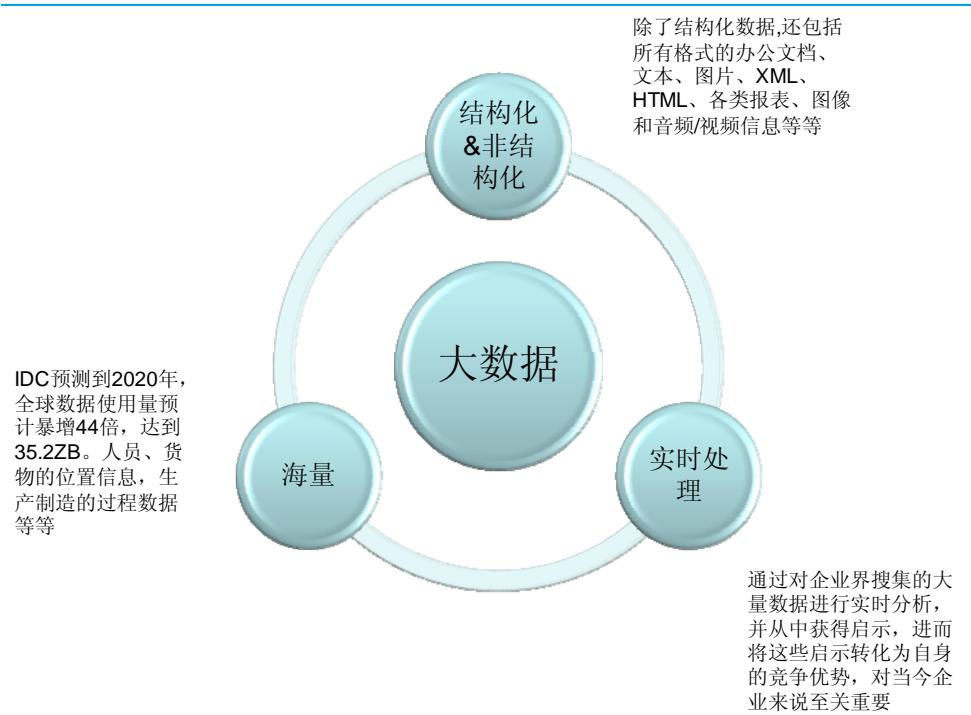
来源：互联网，国金证券研究所

- 扁平化管理一直以来是企业孜孜以求的目标，但囿于管理层级和沟通成本，一直以来难以真正实现。从产业巨头的举动来看，企业 SNS 已经蔚为风潮。IBM 公司在企业管理领域已经转向 SNS，使 Facebook 开创的道路，在企业应用中延伸。
- SAP 收购了为企业提供安全的“社交网站”的 Crossgate 公司。用户可通过其通道安全地传送文件和数据。用户建立 Facebook 式样的商业“页面”，并能与商业合作伙伴“好友”互动；目前在北美、欧洲和中东有 3,000 多位企业用户，遍布美国、德国、英国、法国和意大利。

### 大数据，超乎想象

- 目前企业信息系统记录在案的数据多是静态的、结构化的。比如人员的考勤信息、订单货物运输情况、生产制造的计划等等。但实际上，大量的实时动态数据、非结构化数据并没有得到有效的记录，更谈不上很好的利用。
- 比如在制造业中，数字机床、工业机器人运行数分钟，即可产生几百 G 数据，这些数据可以用于分析设备运行状况，成品质量检测等方面，但现在白白的丢弃掉。在流通行业，如果记录业务员实时位置信息，则可以加强管理，优化路径，降低成本。
- 这些类型的数据往往有两个特点，海量和非结构化。并要求在短短数秒内处理完成。构成对现有体系架构、投资成本的极大挑战。

图表2：如何实时处理海量数据？

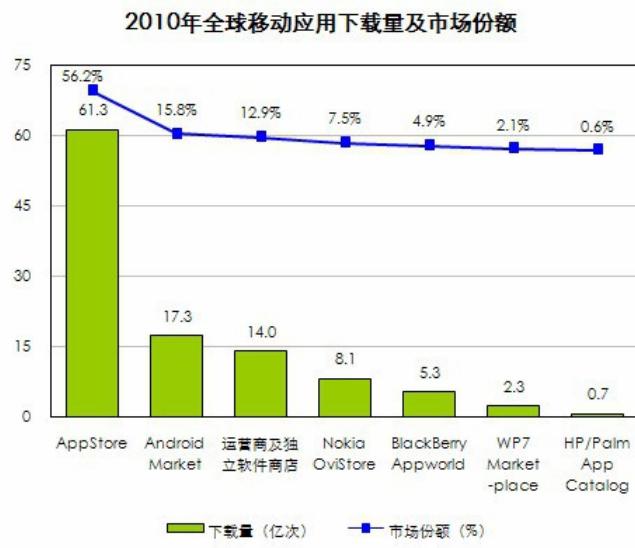


来源：国金证券研究所

### 互联网：碎片化生存

- 根据 IDC 的 2010 年的报告，全球移动应用下载量高达 109 亿次。到 2013 年预计可以达到 210 亿次。不管我们是否愿意，碎片化的小应用，统治了这个行业。不仅仅是玩游戏，记个便签，看看股票、新闻这么简单。部分企业应用已经迁移到智能手机上。人们可以随时随地查看销售数据、审批工作等等。

图表3：应用商店的下载量



图表4：碎片化应用丰富多彩



来源：国金证券研究所

- 问题在于你是打算成为 App Store 上的一款应用，还是打算再造一个应用商店。

## 云时代战略制高点——PaaS

- 看似不相干的社会化网络、大数据、应用程序商店，实则蕴含对企业信息化架构的深层次的要求。未来面向企业的平台，必须兼顾这三个方面的需要。而且足够灵活、稳定。
- 社会化网络的兴起改变了企业管理模式，改变了知识获取和管理的模式，使无疆界组织和自治组织更趋活跃；各行各业非结构化数据和超大量数据对既有架构形成挑战；随时、随地、在任何终端上交互沟通的需要，进一步弱化对个人电脑的依赖。这些大的趋势和变化都在网络上发端，演绎。
- 在个人电脑时代，微软是行业发展的革命性和垄断性的力量。但在云计算时代，PaaS 将取代微软操作系统的地位，成为整个产业核心和战略制高点。在 PaaS 的开发和应用上，用友面临历史性的发展机遇，将可能从长期的技术追随者，一跃而成为行业领导者。

## 从追随到超越——钟的力量

### PaaS 是什么？

- PaaS 是平台即服务的简称。为便于理解，用大家司空见惯的邮件服务来说明。当我们收邮件时，关心的是谁寄来的，内容是什么。不需要理会邮件服务器放在哪里，端口如何设置的问题。现状是各个公司都有安装了邮件服务器，其实是和传统邮局的模式相悖。我们把各个公司的邮件服务器都集中起来，形成一个大的“邮局”，这个邮局就是 PaaS。我们知道邮局是很繁忙的，要能处理大量的“信件”，对最终用户又是简单的。类似，PaaS 平台承担了绝大部分的计算、存储任务，为众多用户提供并发、实时的基础性服务。典型的 PaaS 平台如 Goolge，Amazon，Facebook。

图表5：IT 产业生态的变迁，PaaS 类似于 PC 时代的操作系统，居于核心的地位



来源：国金证券研究所

- 对企业用户而言，PaaS 平台必须提供如下图所示的功能。必须稳定、可靠，安全。必须开放，并且吸引到足够多的合作伙伴。

图表6：用友云计算框架，PaaS 承上启下



来源：用友云战略白皮书 国金证券研究所

### 中国软件产业的整体突围和弯道超越的历史性机遇

- 各国政府高端重视，云计算已经成为全球信息竞争领域的目标点，美、欧、日等发达国家纷纷实施了战略部署。
  - 云计算在美国政府的 IT 政策和战略中扮演越来越重要的角色。2011 年发布的“联邦云计算战略”提出“云优先”策略，旨在推动联邦政府 IT 向云计算迁移。预计联邦政府用于云计算的预算将达 200 亿美元，占 IT 总预算的 25%。目前，美国国防部、联邦政府、宇航局等先后推出各自的云计算计划
  - 欧盟已将研发和推广云计算技术列入“欧洲 2020 战略”，是“欧洲数字化议程”的重要组成部分。预计到 2014 年，欧洲云计算服务总收入达 350 亿欧元，也是节能减排中的各国争先开发的核心技术之一。

图表7：主要国家的云计算规划

国家/地区	主要措施	功能	相关投资
美国	Apps.gov 网站	帮助政府机构降低成本，推动创新，包括商务应用、云计算服务、办公应用和社交媒体软件等。	预计以每年 27% 的幅度增长，由 2009 年 3.7 亿美元增至 2014 年 12 亿美元。
日本	云计算特区计划	计划 2011 年春天 北海道或东北设立云计算特区，将成为日本最大规模数据库。	特区计划投资额最高约是 500 亿日圆。
	“霞关云计算”	通过整合共享功能提高处理速度，增强系统之间的协作，提供安全先进的政府服务。	
韩国	政府发展云计算综合规划	2010-2014 年，四大领域、十大课题：公共部门率先构建政府综合计算机中心及跨政府云平台)、构建民间云服务基础平台(八大试点项目及测试平台)、云技术开发(开发原创技术)、营造发展环境(完善相关法律法规和制度，构建安全及标准化体系等)。	2010-2014 年共投入 6000 亿韩元。
台湾地区	云计算产业发展指导小组	加速催生云端产业链，加速 IT、通讯硬件制造业的转型，带动软件服务业的创新发展。	预计 5 年投入 240 亿元新台币。

来源：国金证券研究所

- **中国政府积极推动云计算战略**，2010 年，国家设立五个重点试点城市，北京、上海、无锡、杭州、深圳，每个城市各有侧重点，目标是发挥集聚效应，抢占全球制高点。但实际是各地方政府情绪高涨，云计算大有全面开花之势。参见图表。
- 北京市政府的中小企业云，交给用友来承接。要求用友来提供相关服务。支持第三方应用。政府最终补贴使用云服务的用户。来推动北京“祥云计划”的发展。

图表8：各地方政府行动积极，目标豪迈



来源：国金证券研究所

- 云计算最早由 Amazon, Google 等企业于 2006 年提出，2008 年形成产业共识。迄今为止，竞争格局未定。IaaS 领域，中国的华为、中兴等企业可

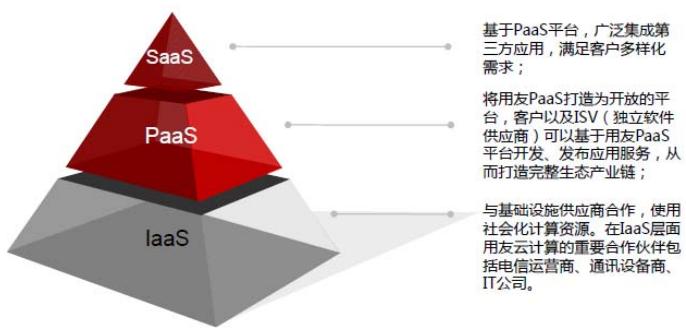
以和思科、EMC 等同台竞技。企业 PaaS 领域，百度、阿里巴巴等互联网企业虽有进军 PaaS 领域的企图，但还没有形成统治性的力量。需要强调说明的是，中国的 PaaS 领域一定是中国公司的天下。（这个理由说起来，够另外一篇文章，不赘述）。SaaS 领域则是百花齐放。

- 所以，在云计算时代，大家又处在一个相同的起跑线。中国企业占据天时（产业演变）、地利（政策支持）、人和（文化，使用习惯）的优势，面临历史性的发展机遇，是软件产业整体突围的最佳时机。

### One World, One UFida, One PaaS

- “云计算真正成熟的标志是 PaaS，我国正处于工业发展的第四阶段：重化工业为重点的阶段。这样的阶段需要通过垂直的工业云服务来彻底改变目前工业制造劳动资产率低下的状态，需要提供大规模的制造平台，并整合大规模工业设备。PaaS 的出现将对此产生彻底性的变革。这会是 PaaS 迈出的第一步吗？”——@伟库杨祉雄
- 上文是直接引用用友伟库公司总裁杨祉雄的一段话。从可以看出，用友的平台战略。用友希望用“一个平台”解决大型企业、中小型企业面临的共同的难题。用无数的 SaaS 应用，解决不同企业个性化应用。

图表9：用友云计算的产业生态

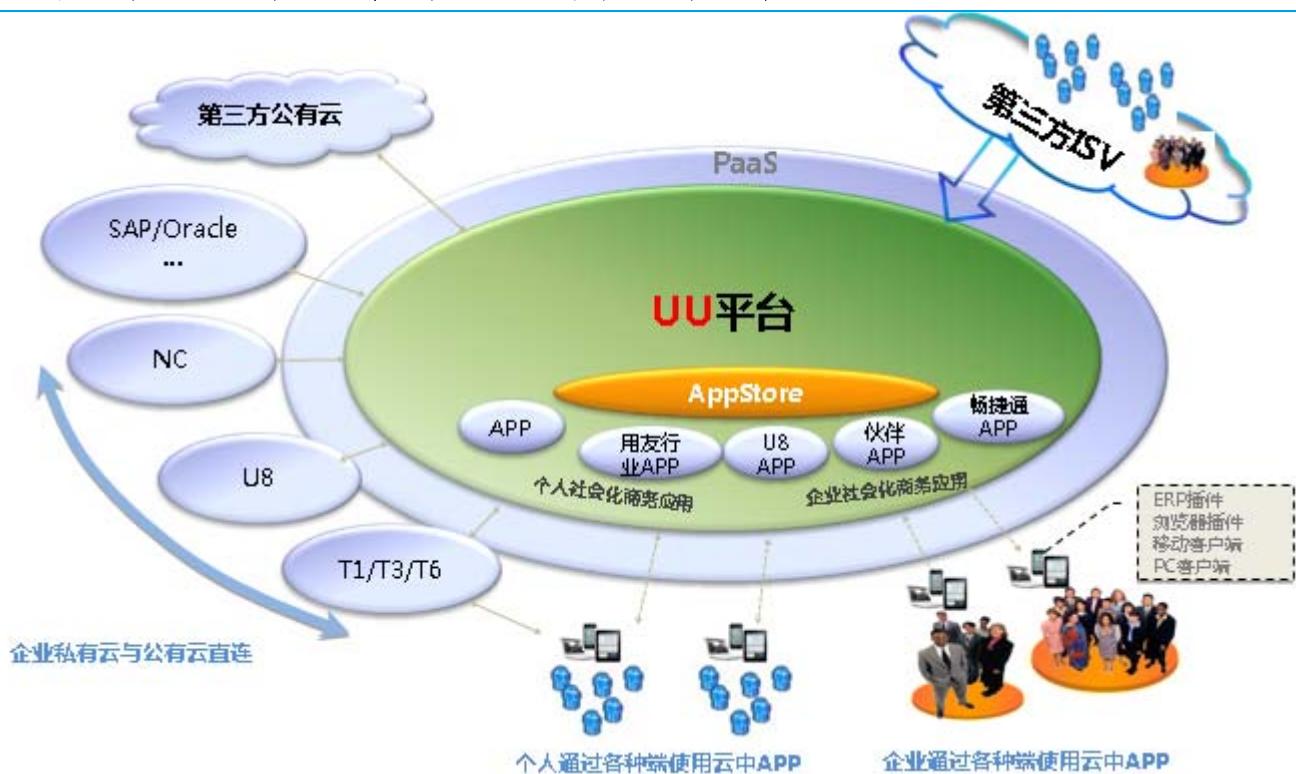


来源：用友云战略白皮书 国金证券研究所

图表10：用友的平台战略



- 对于 IaaS 层，用友与基础设施供应商合作，使用社会化的计算资源，包括电信运营商、通讯设备商、IT 公司等开展全方面的合作。在 PaaS 层，用友打造开放的“UU 平台”，客户和独立的软件供应商可以基于 UU 平台开发、发布应用服务，打造完整的生态产业链。在 SaaS 层，广泛集成第三方应用，满足客户多样化的需求。

**图表11：个人用户、企业用户、合作伙伴、各子公司都统一到UU平台**


来源：用友云战略白皮书 国金证券研究所

### 用友 PaaS 平台盈利模式分析

- 基本盈利模式是向第三方开放开发环境、开发接口、SaaS 部署、运营服务、品牌服务和用户推广。随着平台规模的扩大，平台的价值会呈现加速提升的趋势，因此平台提供商要非常注重整个生态链的培养。我们从平台服务的深度和获取收益的方式进行如下分析：

**图表12：用友 PaaS 服务商业模式分析**

提供的服务内容包含三个层次

- 一、技术层面
- 二、运营层面
- 三、商业推广

**PaaS  
商业模式  
分析**

- 一、收取平台租用费
- 二、收入分成
- 三、入股

从第三方 SaaS 开发商获得收益的方式

来源：国金证券研究所

- **PaaS 平台商提供的服务内容包含三个层次：技术层面、运营层面、商业推广。**
  - ◆ 技术层面的服务包括 CPU、数据库、消息队列等资源的租用，开发环境、编译环境、运行环境的租用，对象组件、事务接口的租用；
  - ◆ 运营层面的服务包含应用部署、安全管理、日常维护、升级优化等事项；

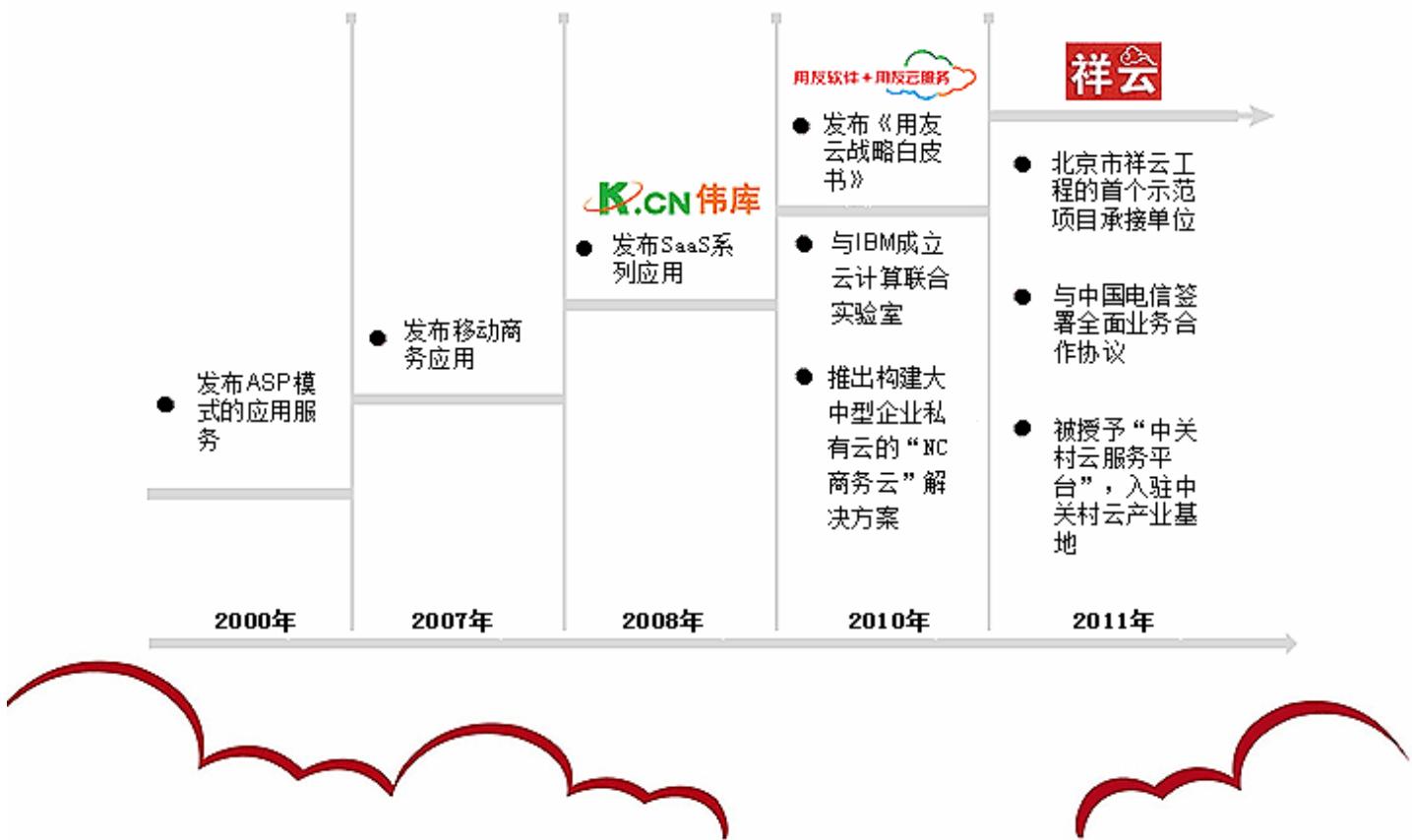
- ◆ 商业推广层面的服务包含 PaaS 平台商用户数据共享、品牌共享、营销活动、应用市场、收费结算等。
- PaaS 平台商可以收取平台租用费、收入分成或者入股的方式从第三方 SaaS 开发商获得收益。
- ◆ PaaS 平台商可以按照 SaaS 服务商使用的平台资源的数量精确计费，如每 CPU 的小时价格、数据库的每 GB 空间的小时价格、消息队列的使用价格、用户数据的使用价格等，这种方式在国内的受欢迎程度并不高。
- ◆ PaaS 平台商也可以不向第三方 SaaS 开发者收取租金，而是与开发者进行收入分成。这种方式在国内较受欢迎，适合 PaaS 平台商培养开发者阵营，平台商实际上获得的收益也比收取租金的方式更高。

除与第三方 SaaS 开发者进行收入分成外，对于前景特别广阔的项目，PaaS 平台商还可以采用入股的方式与 SaaS 开发者共担风险，共享收益。PaaS 平台商的加入可以帮助 SaaS 开发者迅速的将规模做大，甚至还可以向 SaaS 开发者提供融资服务。

### 路漫漫兮修远

- 不少人会问，伟库做了 10 多年，也就那样，现在为什么就行？对此类质疑，我从战略定位和技术演进两个方面来回答。

图表13：十年的寻寻觅觅，只为今朝的重新起航



来源：国金证券研究所

- 首先，战略定位不同。10 年，所谓的 ASP（应用服务托管）仅仅是用友的一项业务，而且做做看的业务。换句话说，在 ASP 上我们不能落伍，能不能发展起来，不知道。要试一试。事实上，国内外，很少有成功的

ASP 企业。而先进的平台战略，伟库是其中最重要的一环，作为整个集团甚至是整个产业的基础平台而存在，获得的资源和关注前所未有的。

- 其次，技术方面，10 年前带宽只有 56Kbps，大部分企业要拨号上网。通俗的说路不行。再者从管理思想，IT 技术本身也没有做好大规模计算的准备。ASP 不过是权宜之计。现在管理思想、政策、带宽、用户需求都已经到了临界点。
- 从用友的发展来看，平台战略是其再上层楼占领软件产业战略制高点或者随波逐流分点云时代残羹冷炙的选择；是打破业绩波动怪圈、稳健经营持续增长的保障；是资本市场再认识、重估值用友的基础。不是做不做，试一试的问题，而是必须作，必须要成功。

### 竞争对手，虎视眈眈

- 在 PaaS 领域，用友的竞争对手不再是传统的软件开发商，而是携海量用户的互联网企业。向百度、阿里巴巴、腾讯等。海外的竞争对手注定在国内少有作为。互联网企业在平台运营，SaaS 服务方面占据先机，用友在企业管理、软件研发方面功力深厚，鹿死谁手尚未可知。但是一场比眼光、比意志、比财力的王者之争。

图表14：主要竞争对手的分析与对比

公司	用友伟库	金蝶友商网	阿里巴巴	Salesforce
注册用户数	100 万（不包括商街数据）	突破 100 万	超过 6100 万	97700 家公司
活跃用户数	10 万	付费用户超过 10 万	超过 100 万	--
主要收入	9372.1 万		55.6 亿	107.19 亿
收费应用数量	5 个	12 个	--	--
增值服务	旺铺助手，畅捷支付等	--	广告	--
定位	全流程电子商务		中介平台。阿里软件失败	自定义开发平台
发展战略	1 万个第三方应用，企业的 App Store，扩展到交易信息平台	盈利路径不清晰	发展付费用友，收取会员费	云服务提供商
渠道策略	自主渠道 三大运营商	自主渠道+代理	自主渠道+代理	自主渠道+代理
优势	100 万企业用户可以平滑迁移。 与三大运营商合作，推广渠道畅通，盈利分成。 活跃分销商 1600 家。	以免费的财务记账应用吸引了大量客户。	流量大，活跃用户多。形成了规模效应。	技术先进，架构灵活。是云计算的先行者。
不足	第三方软件太少。没有吸引到足够的开发者。	产业链未打通。没有吸引到足够的开发者	阿里软件失败，从交易撮合转型到企业管理难度较大。	和尚水土不服。 联手神州数码，最终铩羽而归。

来源：国金证券研究所

### 风险提示

本篇报告的基调是讲清楚用友平台战略。虽然用友在技术积累、企业管理运营等方面占据先机，但平台的研发远非一日之功。主要的风险有：

- 公有云收费用户推广数量达不到预期
  - 综合各方面的数据来看，虽然我们认为云计算已经到了临界点，但仍然存在收费用户数量低于预期的风险。

- 如产品功能达不到用户的要求、云平台的稳定性、扩展性影响用户的使用等等因素皆可能导致此风险变成现实。
- 缺少独立第三方。云计算真正繁荣的标志是 SaaS，没有 ISV 的支持，就缺乏丰富的 SaaS 应用，从而降低平台的吸引力。
- 用户体验差。现在体验为王，如果客户在使用过程中，没有良好的体验，恐怕就会面临客户流失的窘境。

### 致谢

本报告引用国金证券《ICT 专题之二：中国将是云计算革命的最大受益者》报告中的部分内容，再此对陈运红、赵旭翔表示感谢。

### 附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,726</b>	<b>2,347</b>	<b>2,979</b>	<b>4,022</b>	<b>5,246</b>	<b>6,931</b>							
增长率	36.0%	26.9%	35.0%	30.5%	32.1%		货币资金	1,085	1,625	1,398	3,552	4,409	5,594
<b>主营业务成本</b>	<b>-212</b>	<b>-391</b>	<b>-517</b>	<b>-755</b>	<b>-996</b>	<b>-1,338</b>	应收款项	365	573	960	605	789	1,043
% 销售收入	12.3%	16.7%	17.4%	18.8%	19.0%	19.3%	存货	14	12	18	19	25	33
<b>毛利</b>	<b>1,513</b>	<b>1,956</b>	<b>2,462</b>	<b>3,267</b>	<b>4,250</b>	<b>5,594</b>	其他流动资产	65	6	11	10	12	15
% 销售收入	87.7%	83.3%	82.6%	81.2%	81.0%	80.7%	流动资产	1,529	2,215	2,387	4,185	5,235	6,685
营业税金及附加	-48	-63	-81	-109	-143	-189	% 总资产	49.6%	58.0%	50.1%	74.1%	76.6%	79.3%
% 销售收入	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	长期投资	285	57	134	135	134	134
营业费用	-779	-1,050	-1,359	-1,528	-1,941	-2,565	固定资产	548	668	901	990	1,176	1,360
% 销售收入	45.1%	44.7%	45.6%	38.0%	37.0%	37.0%	% 总资产	17.8%	17.5%	18.9%	17.5%	17.2%	16.1%
管理费用	-566	-658	-897	-1,046	-1,427	-1,871	无形资产	712	840	1,295	335	291	253
% 销售收入	32.8%	28.1%	30.1%	26.0%	27.2%	27.0%	非流动资产	1,555	1,604	2,379	1,462	1,602	1,749
息税前利润 (EBIT)	121	184	124	584	739	969	% 总资产	50.4%	42.0%	49.9%	25.9%	23.4%	20.7%
% 销售收入	7.0%	7.9%	4.2%	14.5%	14.1%	14.0%	<b>资产总计</b>	<b>3,084</b>	<b>3,820</b>	<b>4,766</b>	<b>5,647</b>	<b>6,837</b>	<b>8,434</b>
财务费用	8	11	1	34	72	93	短期借款	0	0	205	0	0	0
% 销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.1%	-0.9%	-1.4%	-1.3%	应付款项	622	692	1,170	1,410	1,847	2,447
资产减值损失	-7	-9	-22	-12	-4	-5	其他流动负债	319	500	660	1,236	1,624	2,149
公允价值变动收益	-76	49	0	0	0	0	流动负债	941	1,192	2,035	2,646	3,470	4,596
投资收益	204	244	9	10	10	10	长期贷款	0	0	150	150	150	151
% 销售收入	43.7%	36.2%	2.6%	1.5%	1.2%	0.9%	其他长期负债	23	14	15	0	0	0
息税前利润	121	184	124	584	739	969	<b>负债</b>	<b>964</b>	<b>1,206</b>	<b>2,200</b>	<b>2,796</b>	<b>3,620</b>	<b>4,747</b>
营业利润	250	479	113	616	817	1,067	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,088</b>	<b>2,581</b>	<b>2,526</b>	<b>2,796</b>	<b>3,149</b>	<b>3,605</b>
营业利润率	14.5%	20.4%	3.8%	15.3%	15.6%	15.4%	<b>少数股东权益</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>40</b>	<b>54</b>	<b>68</b>	<b>82</b>
营业外收支	218	195	235	50	50	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,084</b>	<b>3,820</b>	<b>4,766</b>	<b>5,647</b>	<b>6,837</b>	<b>8,434</b>
<b>税前利润</b>	<b>468</b>	<b>674</b>	<b>348</b>	<b>666</b>	<b>867</b>	<b>1,117</b>							
利润率	27.1%	28.7%	11.7%	16.6%	16.5%	16.1%							
所得税	-60	-60	-2	-67	-87	-112							
所得税率	12.9%	8.9%	0.5%	10.0%	10.0%	10.0%							
净利润	408	614	346	599	781	1,005							
少数股东损益	12	20	14	14	14	14							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>395</b>	<b>594</b>	<b>332</b>	<b>585</b>	<b>767</b>	<b>991</b>							
净利率	22.9%	25.3%	11.1%	14.6%	14.6%	14.3%							
<b>现金流量表（人民币百万元）</b>							<b>比率分析</b>						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金净流</b>	<b>330</b>	<b>392</b>	<b>475</b>	<b>1,561</b>	<b>1,358</b>	<b>1,784</b>	<b>每股指标</b>						
资本开支	-51	-259	-297	818	-185	-186	每股收益	0.847	0.946	0.407	0.717	0.939	1.215
投资	-144	24	-393	-1	0	0	每股净资产	4.473	4.110	3.095	3.426	3.859	4.417
其他	179	243	13	10	10	0	每股经营现金流	0.779	0.637	0.600	1.912	1.665	2.186
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-16</b>	<b>8</b>	<b>-677</b>	<b>827</b>	<b>-175</b>	<b>-176</b>	每股股利	1.000	0.300	0.220	0.387	0.507	0.656
股权募资	56	281	1	0	0	0	<b>回报率</b>						
债权募资	0	0	350	-216	0	1	净资产收益率	18.94%	23.01%	13.14%	20.93%	24.34%	27.50%
其他	-238	-150	-387	-18	-326	-424	总资产收益率	12.82%	15.54%	6.97%	10.36%	11.21%	11.75%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-183</b>	<b>131</b>	<b>-36</b>	<b>-234</b>	<b>-326</b>	<b>-423</b>	投入资本收益率	4.91%	6.43%	4.23%	17.51%	19.75%	22.72%
现金净流量	132	531	-239	2,154	857	1,185	<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	27.18%	36.01%	26.92%	35.01%	30.45%	32.12%
							EBIT增长率	-1.77%	52.80%	-32.64%	369.68%	26.62%	31.13%
							净利润增长率	9.70%	50.14%	-44.07%	76.25%	30.99%	29.32%
							总资产增长率	2.52%	23.84%	24.78%	18.48%	21.08%	23.35%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	40.7	61.4	85.2	50.0	50.0	50.0
							存货周转天数	17.4	12.2	10.6	9.0	9.0	9.0
							应付账款周转天数	44.0	55.9	92.6	100.0	100.0	100.0
							固定资产周转天数	107.9	78.7	65.2	47.2	35.2	25.8
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-54.03%	-62.18%	-40.64%	#####	#####	#####
							EBIT利息保障倍数	-14.6	-17.0	-83.3	-17.0	-10.3	-10.4
							资产负债率	31.26%	31.58%	46.16%	49.52%	52.95%	56.28%

来源：公司年报、国金证券研究所



### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	24	25	29
买入	0	0	6	7	8
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.26</b>	<b>1.26</b>

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-07-08	买入	22.25	29.00 ~ 30.00
2 2011-07-29	买入	22.81	29.00 ~ 29.00
3 2011-08-19	买入	23.70	29.00 ~ 29.00
4 2011-08-28	买入	23.90	29.00 ~ 29.00

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有  
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；  
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；  
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10% - 10%；  
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；  
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61356534  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 5599-8803  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B