

分析师: 王晓艳

执业证书编号: S0050510120012

Tel: 010-59355907

Email: wangxiaoay@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街 5 号新盛
大厦 7 层(100140)

信息设备

合理估值区间(元) 15.06 元-15.55 元

发行上市资料

发行价格(元)	
发行市盈率(倍)	
发行股数(万股)	1700
发行后总股本(万股)	6800
发行日期	2012/2/8
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	平安证券
上市日期	

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	2.29
总股本/流通 A 股(万股)	5100/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0

2011 年 6 月 30 日

相关研究

荣科科技(300290.SZ)

扎根东北的 IT 服务企业

投资要点

- 公司是扎根东北的 IT 服务企业, 在东北地区 IT 服务领域仅次于东软集团。主要提供数据中心第三方服务、重点行业信息化解决方案以及金融 IT 外包服务
- 公司所在 IT 服务行业未来三年年均增长将超过 25%, 到 2013 年末将达到 170 亿元的规模。
- 持续的创新能力、丰富的行业经验、东北地区广泛的网点、丰富的客户资源以及优秀的服务团队是公司的竞争优势。资金实力不足与品牌全国知名度不足暂时是公司的竞争劣势。
- 募投项目将着手于市场拓展与服务能力提升方面。具体包括提升数据中心 IT 服务能力、拓展数据中心服务市场; 对社保医疗行业信息化解决继续升级; 建立金融 IT 外包服务基地以及补充营运资金等。
- 除继续强化东三省的服务网点建设以外, 公司将以现有技术、经验、客户为基础, 辐射更广的范围, 远期将建设全国 11 个区域的服务网络。
- 预计 2011 年至 2013 年公司主营业务收入增长 56.4%, 30.6%, 31.4%; 归属于母公司所有者净利润增速为 19.24%, 34.30%, 33.89%, 2012 年至 2013 年稀释每股收益分别为 0.83 元及 1.11 元。合理估值区间为 15.06 元至 15.55 元之间。对应 2012 年 PE 在 18.1 倍-18.7 倍之间。

盈利预测

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万)	109.45	161.90	253.17	330.66	434.57
增长率(%)	10.72	47.91	56.38	30.61	31.42
净利润(百万)	14.87	35.29	42.08	56.52	75.67
增长率(%)	103.60	137.39	19.24	34.30	33.89
EPS(元)	0.64	0.73	0.83	0.83	1.11
毛利率□%)	24.04	34.94	33.06	32.44	32.43
净资产收益率(%)	46.55	35.35	29.36	12.92	14.75

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2008A	1.46	1.31	68.43	-	-
2009A	1.87	1.81	50.57	3.33	22.39
2010A	2.33	2.13	39.02	4.65	15.85

来源: 招股说明书、民族证券

正文目录

一、扎根东北的 IT 服务企业	4
二、实际控制人是付艳杰与崔万涛	5
三、IT 服务行业将持续稳步增长	6
3.1、国内 IT 服务市场未来三年年均增长将超过 25%	6
3.2、我国数据中心服务市场将持续增长	7
3.3、社保医疗信息化市场规模将呈现持续增长态势	8
3.4、金融 IT 外包服务市场将维持平稳增长	9
四、区位优势明显，立足东北、放眼全国	10
4.1 主要竞争对手情况	10
4.2 公司市场占有率	11
1、占据东北地区数据中心第三方服务市场超过 5%	11
2、公司所占东北地区社保医疗行业信息化解决方案市场份额快速增长	11
3、公司所占东北地区金融 IT 外包服务市场已处于领先地位	11
4.3 技术和创新是主要竞争优势，资金和品牌是劣势	11
1、公司具有持续的技术和服务创新能力	11
2、行业经验丰富，东北地区服务网点多	12
3、拥有软件人才以及行业人才，团队优秀	12
4、客户资源丰富	12
5、资金实力不足是较为明显的竞争劣势	12
6、品牌知名度仍待提升	12
五、公司财务分析	13
5.1 营业收入稳步增长	13
5.2 毛利率水平通过收入结构改善而逐年提升	14
5.3 相比同类上市公司盈利能力处于行业中游	14
六、募投项目分析	16
6.1 数据中心 IT 服务能力提升及市场拓展项目	16
6.2 社保医疗行业信息化解决方案研发升级项目	16
6.3 金融 IT 外包服务基地建设项目	17
6.4 其他与主营业务相关的营运资金项目	17
七、合理估值区间 15.06 元-15.55 元	18
八、风险提示	20

图表目录

图 1: 发行前公司股权结构	5
图 2: 2012 年至 2014 年国内 IT 服务市场年均增长率将超过 25%	6
图 3: 国内数据中心服务整体市场规模及增长率	7
图 4: 东北地区数据中心第三方服务市场规模及增长率	7
图 5: 社保医疗行业信息化解决方案市场规模及增长率	8
图 6: 东北地区社保医疗行业信息化解决方案市场	8
图 7: 国内金融 IT 外包服务市场规模及增长率	9
图 8: 东北地区金融 IT 外包服务市场规模及增长率	9
图 9: 公司营业收入稳步增长	13
表 1: 公司提供的三类 IT 服务	4
表 2: 发行后实际控制人并未发生变化	5
表 3: 数据中心第三方服务市场的竞争对手	10
表 4: 社保医疗行业信息化解决方案市场的竞争对手	10
表 5: 金融 IT 外包服务市场的竞争对手	10
表 6: 目前数据中心第三方服务占收入比重最大	13
表 7: 辽宁地区业务是公司营业收入的主要来源	13
表 8: 毛利率水平通过收入结构改善而提升	14
表 9: 综合毛利率水平处于中游	14
表 10: 行业信息化解决方案服务毛利率大幅高于可比公司	15
表 11: 本次募集资金所用项目	16
表 12: 主营业务收入预测表	18
表 13: 相关财务预测数据	18
表 14: 可比公司相对估值取值	19
附录: 财务预测表	21

一、扎根东北的 IT 服务企业

公司是东北区域领先的 IT 服务提供商之一，向客户提供的服务包括：数据中心集成建设与运营维护的第三方服务（以下简称“数据中心第三方服务”）、重点行业信息化解决方案以及金融 IT 外包服务，具体服务内容情况如下表：

表 1：公司提供的三类 IT 服务

IT 服务类型		服务内容	主要客户
数据 中心 第三方 服务	数据中心集 成建设服务	系统集成方案设计、机房一体化建设、智能化综合布线、产品选型、软硬件详细配置、软硬件供货、软硬件安装调试、软硬件培训、技术咨询、技术服务等综合服务。	电信、电力、社 保医疗、交通运 输等行业以及 政府机构
	数据中心运 营维护服务	通过对数据中心软硬件环境和网络系统的监控、维护及优化调整，保障数据中心持续、高效、安全、稳定的运行。	
重点行业信息化解决方案		提供全方位、系统化的综合信息化解决方案，满足客户日常经营活动、管理活动等多元化需求。	社保医疗、电力 行业为主
金融 IT 外 包服务	IT 运营外 包服务	全面响应金融机构从规划设计、软件开发到系统集成、运维服务的全阶段信息化需求，通过一整套金融机构 IT 系统解决方案的设计和实施，以满足用户复杂且快速发展的业务需求。	银行、农村信用 社、期货公司等 金融机构
	IT 管理外 包服务	针对全行业金融机构某一方面的特定需求，提供的高度专业化、流程化、标准化 IT 外包服务，其核心目的是通过专业化信息系统的应用，以提升银行系统的管理和运营效率，包括金融综合业务系统解决方案（金融流程软件开发）和灾备中心外包服务。	

数据来源：公司招股说明书，民族证券

上述三类业务围绕不同用户的不同层次需求展开，业务实质均属于 IT 服务范畴。三类业务之间的具体关系如下：

1、数据中心服务为公司积累了丰富的系统集成和运维服务经验以及雄厚的客户资源，为公司向重点行业信息化和金融 IT 外包领域拓展建立了基础。

2、行业信息化解决方案业务的核心是面向重点行业用户提供应用软件开发服务，既体现了公司在系统集成和运营维护基础上的技术和服务升级，也构成公司金融 IT 外包服务的技术基础。

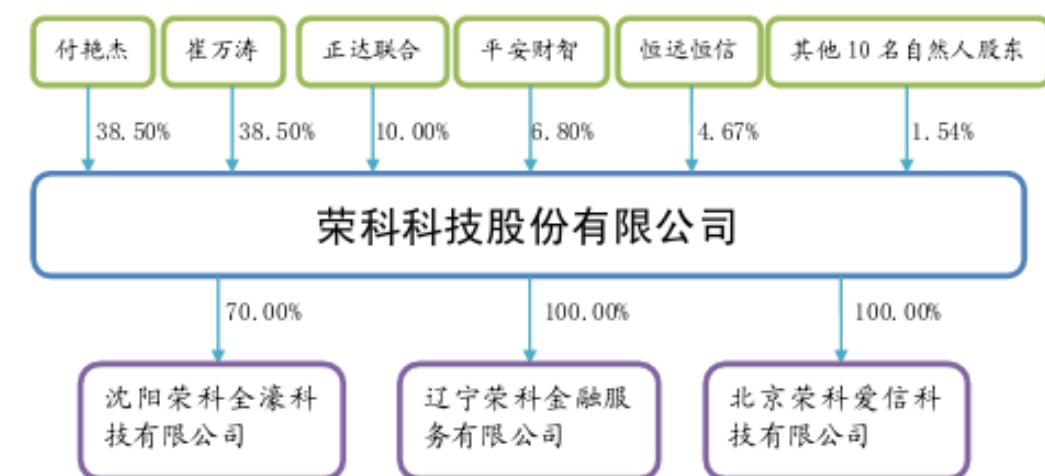
3、金融 IT 外包服务顺应行业的发展趋势，实现了技术升级和模式创新。具体服务内容涵盖了 IT 系统集成、IT 运营维护和应用软件开发等环节

多年以来，公司积累了包括金融、社保医疗、电信、电力以及交通运输等多个行业的众多高端用户，其中，浦发银行沈阳分行、中国联通辽宁省分公司、中国电信辽宁省电信分公司、中国移动辽宁省分公司、辽宁省电力、营口港务及省内部分地区的人力资源与社会保障机构等均与公司保持了长期合作关系。公司在服务于高端用户的过程中，进一步提升服务能力，强调模式创新，带动公司的持续快速增长，2008 年度至 2010 年度，公司净利润复合增长率超过 100%。自成立以来，公司专注于 IT 服务业务，主营业务未发生变化。

二、实际控制人是付艳杰与崔万涛

公司成立于2005年,本次发行前总股本为5100万股,付艳杰与崔万涛分别持有公司38.5%的股权,且在2010年11月19日,二人已签署《实际控制人一致行动协议》。发行前具体股权架构如下图所示:

图1: 发行前公司股权结构



数据来源:公司招股说明书,民族证券

本次拟公开发行股份数量不超过1700万股,不超过发行后公司总股本25%。本次发行前后公司股本变化情况如下表所示。发行后,付艳杰与崔万涛的持股比例将分别稀释至28.873%,但二者持股之和为57.75%的股份,仍处于绝对控股地位。

表2: 发行后实际控制人并未发生变化

股东姓名	本次发行前		本次发行后	
	持股数(股)	持股比例(%)	持股数(股)	持股比例(%)
付艳杰	19,633,357	38.497	19,633,357	28.873
崔万涛	19,633,357	38.497	19,633,357	28.873
正达联合	5,099,961	10.000	5,099,961	7.500
平安财智	3,468,037	6.800	3,468,037	5.100
恒远恒信	2,379,956	4.666	2,379,956	3.500
其他10位自然人	785,332	1.540	785,332	1.155
社会公众投资者	-	-	17,000,000	25.000
合计	51,000,000	100.000	68,000,000	100.000

数据来源:公司招股说明书,民族证券

三、IT服务行业将持续稳步增长

3.1、国内IT服务市场未来三年年均增长将超过25%

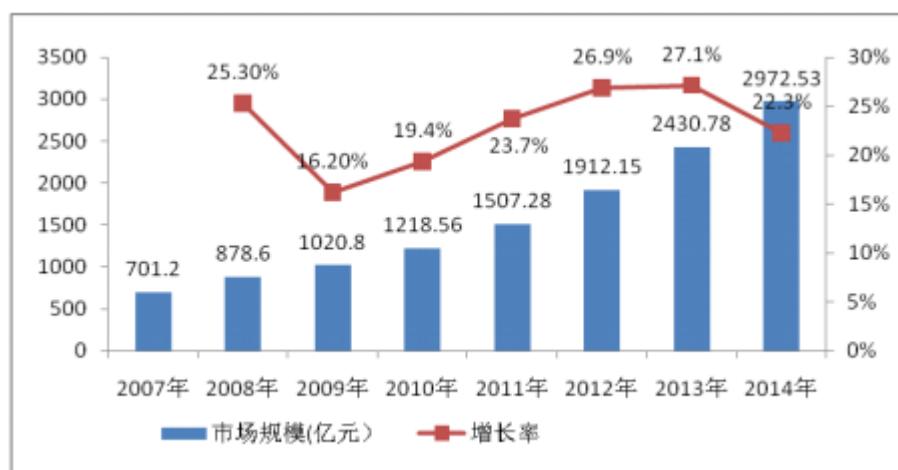
国内IT服务市场核心驱动因素如下：

- 企业不断实施着ERP、SCM、CRM、决策支持和知识管理等各种各样的应用解决方案。不仅要求IT服务能够支持业务运营，而且还要求提高IT系统的运转效率，实现更多功能，帮助业务部门能够更好地达到业务目标。
- IT系统已成为公司运营的核心，存在着通过信息化手段实现数据集中、数据安全和整体IT规划的刚性需求。
- 在IT系统规模不断膨胀、异构化程度不断提高的情况下，IT系统在企业经营管理中的重要程度和管理难度也不断提升，用户对于IT服务的投入以及对于IT服务提供商的技术能力、响应速度和服务质量的要求也不断提高。
- 目前大多数公司内部IT部门无法具备及时获得全面市场信息、保障内部信息安全以及完善管理和业务流程的能力。

近年来，全球IT服务行业迅猛发展。2009年全球IT服务市场规模为7631亿美元，据Gartner测算，在美国，软件和服务的投入占整体IT投入的比例已接近70%。中国的IT服务市场起步较晚，但近年来发展迅速。中国加入WTO后，国内企业面对全球竞争的压力，迫切需要利用信息化手段改造自身的业务流程和管理流程，提高竞争力。国家也加大了对企业信息化的引导和支持工作，提出了“信息化带动工业化”的方针。近十年来，国内IT服务产业有了突飞猛进的发展。随着“后危机时代”中我国经济的复苏以及各行业信息化需求的增加，国内的IT服务市场具有巨大的发展潜力，即将进入高速增长时期。

2009年，国内IT服务行业的市场规模已经超过1000亿元，较2008年增长16.20%。国内IT服务市场已经成长成为中国IT市场重要的构成部分之一。如下图，据计世资讯测算，未来三年，我国IT服务市场年均增长率将超过25%。

图2：2012年至2014年国内IT服务市场年均增长率将超过25%



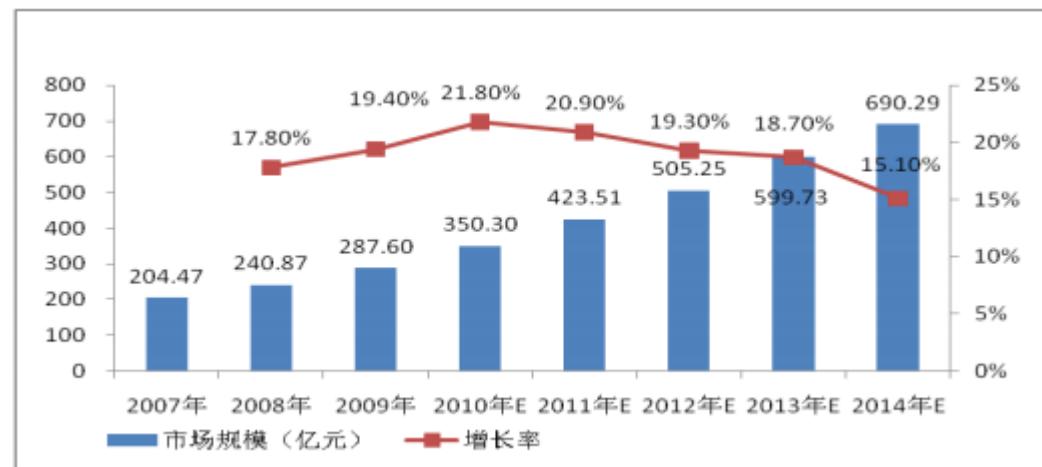
数据来源：计世资讯，民族证券

在IT服务市场整体高速发展的情况下，公司所处的数据中心服务市场、重点行业信息化解决方案市场以及金融行业IT外包服务市场同样处于高速增长期，市场规模不断扩大。

3.2、我国数据中心服务市场将持续增长

随着数据中心应用的不断深入以及IT基础设施越来越复杂，用户对数据中心运行的稳定性和安全性要求也越来越高。同时，随着信息孤岛、数据安全、节能环保、成本控制等问题的逐步显现，用户在其数据中心的集成建设与运营维护上普遍存在专业性、运维人才、运营经验等方面不足的问题，对专业的数据中心服务需求愈加迫切，数据中心服务市场面临快速增长。2009年国内数据中心服务的总体市场规模为287.60亿元人民币，同比增长19.40%。

图3：国内数据中心服务整体市场规模及增长率



数据来源：计世资讯，民族证券

数据中心服务市场发展呈现以下几个特点：①行业发展差异性显著，电信、金融等行业仍是主要应用领域；②区域发展差异性明显，东北地区呈现后发式快速发展；③数据中心服务向本地化、智能化方向发展。

图4：东北地区数据中心第三方服务市场规模及增长率



数据来源：计世资讯，民族证券

在政策扶持以及各重点行业信息化需求的带动下，目前市场规模较小的地区数据中心服务未来的增长速度将超过其它地区，具有更大的市场增长潜力。以东北地区为例，由国家发改委等部委联合颁布的《东北振兴计划》中提出“立足自主创新，促进产业集聚，加强国际合作，实施一批高技术产业化项目，构建高技术产业链，努力形成一批具有核心竞争力的先导产业和产业集群”，政府将大力支持东北区域的老工业基地的产业调整和信息化发展，在未来几年，东北地区将会产生大量数据中心的建设及改造升级需求，从而带动数据中心第三方

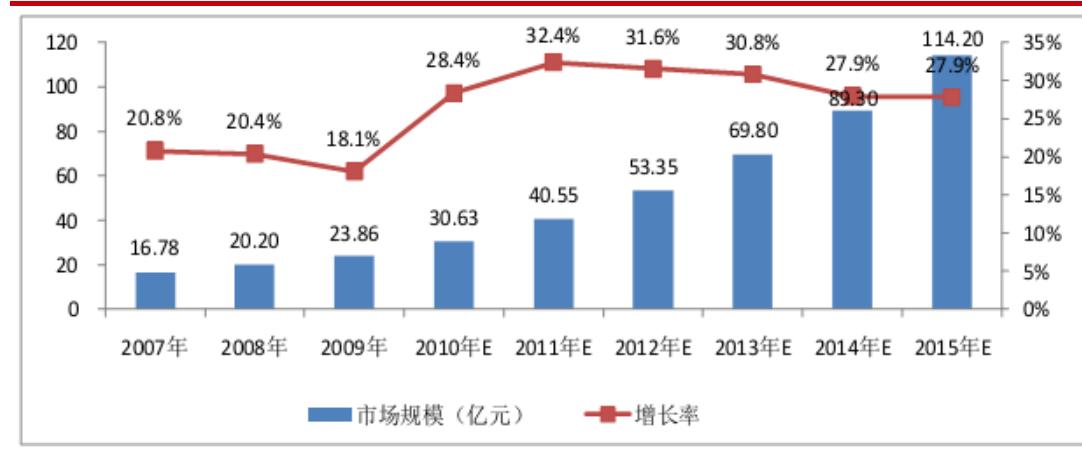
服务市场的发展。

计世资讯预计到 2014 年，东北区域数据中心第三方服务市场规模将达到 38.07 亿元，市场规模将呈现后发式增长，增长率将逐步超过其它区域。

3.3、社保医疗信息化市场规模将呈现持续增长态势

社保医疗行业信息化是公司重点行业信息化解决方案市场的代表。在“金保工程”和医疗体制改革的持续推动下，社保医疗行业信息化建设市场规模呈现快速增长趋势。2009 年社保医疗行业信息化建设总体投资为 131.8 亿元，其中信息化解决方案市场容量为 23.86 亿元，预计到 2015 年信息化解决方案市场规模将会达到 114.20 亿元，呈现持续高速增长态势。

图 5：社保医疗行业信息化解决方案市场规模及增长率



数据来源：计世资讯，民族证券

其中，东北地区社保医疗行业信息化解决方案市场也将保持快速增长趋势，预计到 2015 年，东北地区的社保医疗信息化解决方案市场规模将会达到 12.90 亿元，年复合增长率超过 30%。

图 6：东北地区社保医疗行业信息化解决方案市场



数据来源：计世资讯，民族证券

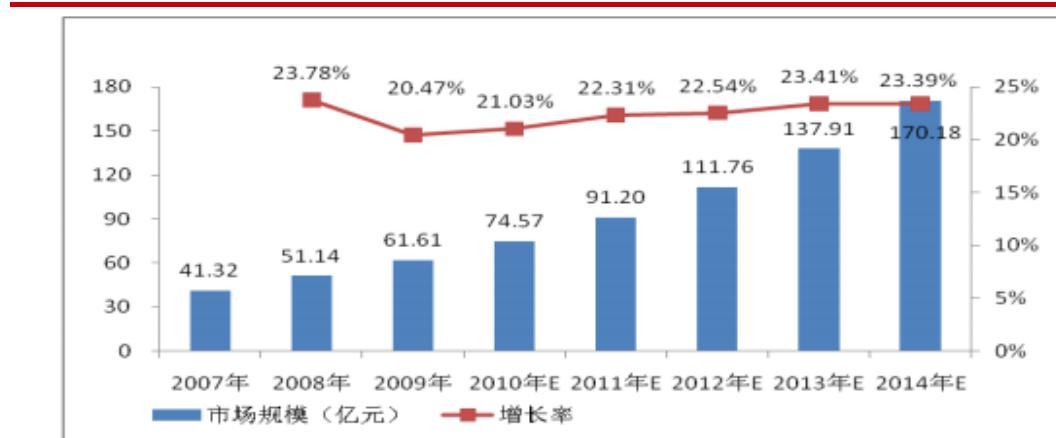
未来，社保医疗行业信息化解决方案市场的发展将存在如下几个趋势：①区域医疗平台是未来医疗信息化的发展方向；②新型农村合作医疗信息系统发展潜力巨大；③社保医疗行业用户对 IT 服务的要求将不断提高。

3.4、金融 IT 外包服务市场将维持平稳增长

随着全球金融机构对 IT 系统的应用需求不断提升, IT 系统开发、运营维护等工作量逐渐增加, 网络应用环境日趋复杂。出于专业、高效、降低成本等方面的考虑, 全球金融机构正逐渐将目光转向外包服务。2009 年 9 月, 国家商务部等六部委联合出台了《关于金融支持服务外包产业发展的若干意见》, 要求金融机构抓住国家产业政策支持外包服务产业加快发展的有利时机, 全方位提升金融外包服务产业发展的水平。作为金融外包服务市场中重要的组成部分, 国家政策的引导对金融 IT 外包服务产业快速发展提供了有力支持。

近年来, 在金融企业 IT 外包需求增加和国家相关政策支持下, 国内金融 IT 外包服务市场快速发展。2009 年国内金融 IT 外包服务市场规模为 61.61 亿元, 同比增长率为 20.47%, 预计 2010 年-2014 年国内金融 IT 外包服务市场的复合增长率将达到 22.91%。

图 7: 国内金融 IT 外包服务市场规模及增长率



数据来源: 计世资讯, 民族证券

东北地区金融 IT 外包服务市场也已进入快速发展时期。发改委发布的《东北地区振兴规划》中明确指出要加快发展金融业, 加强信用体系建设, 营造良好的金融生态环境, 大力推进城市商业银行改革、改组、改造, 深化农村信用社改革。2011 年 1 月, 辽宁省第十一届人大《政府工作报告》中, 强调要在铁岭地区做大做强金融后台服务基地。上述相关政策为东北地区金融 IT 外包服务行业的快速发展提供了重要的政策保障。东北地区金融 IT 外包服务市场未来增长潜力巨大, 预计 2010-2014 年东北区域金融 IT 外包服务将以年均 24.93% 的速度增长。

图 8: 东北地区金融 IT 外包服务市场规模及增长率



数据来源: 计世资讯, 民族证券

四、区位优势明显，立足东北、放眼全国

4.1 主要竞争对手情况

公司数据中心第三方服务在东北地区的竞争对手主要为：东软集团、华胜天成、上海天玑以及其他规模较小的本地服务商。

表 3：数据中心第三方服务市场的竞争对手

竞争对手	主营业务	服务领域
东软集团	IT 咨询服务、应用开发和维护、第三方 ERP 咨询与实施、专业测试及性能工程服务、本地化服务、IT 基础设施服务、业务流程外包 (BPO)、IT 教育与培训等服务业务	电信、电力、金融、政府、制造业与商贸流通业、医疗卫生、教育、交通等
华胜天成	IT 产品化服务、应用软件开发、系统集成及增值分销等多种 IT 服务业务	电信、金融、教育、制造、能源、交通、政府及军队等
上海天玑	提供远程服务和现场服务相结合的全面 IT 基础设施运维服务以及整体 IT 基础设施外包服务	政府机构及大中型企事业单位

数据来源：公司招股说明书，民族证券

公司社保医疗行业信息化解决方案业务在东北地区的主要竞争对手是东软集团、大连华信等，目前东软集团在该市场市场占有率较高。

表 4：社保医疗行业信息化解决方案市场的竞争对手

竞争对手	主营业务
东软集团	东软集团是参与研发社保信息化两大平台的主要公司之一，具有多年的行业解决方案研发经验，公司规模较大，其社保医疗信息化产品覆盖全国十几个省，是全国最大的社保医疗信息化解决方案提供商。
大连华信	大连华信是东北地区领先的行业信息化解决方案提供商，其社保医疗行业信息化解决方案开展时间较早，成熟度较高，已成功应用于 1000 余家参保单位。

数据来源：公司招股说明书，民族证券

公司金融 IT 外包服务业务在东北地区的主要竞争对手 IBM、HP 等国际知名厂商和神州数码融信、高伟达等国内厂商。

表 5：金融 IT 外包服务市场的竞争对手

竞争对手	主营业务
IBM、HP 等国际知名厂商	具有国际先进的 IT 外包服务管理模式和运营经验，某些大型的项目和涉外业务外包目前只能由 IBM、HP 等全球性服务商提供。
神州数码融信	神州数码融信是神州数码旗下的专业 IT 服务公司，在中国拥有广泛的客户基础，与各类银行形成了长期战略合作伙伴关系。现有员工 1000 多人，分布于北京、上海、广州、深圳、西安、香港等地，是中国本土最大的金融 IT 服务供应商。
高伟达	高伟达是国内为数不多的与国际厂商有多个实际项目合作的金融软件公司之一，也是少数能够提供“现代银行整体解决方案”的服务商之一，并同时拥有具 30 多种独立知识产权的自有软件产品。目前，高伟达有超过 90 个金融客户、500 个分支机构的客户群。

数据来源：公司招股说明书，民族证券

4.2 公司市场占有率

1、占据东北地区数据中心第三方服务市场超过 5%

在东北地区市场，公司凭借灵活的市场运营机制、大量通过原厂技术认证的工程师队伍、畅通的备件渠道和高效的备件管理，以及在电信、电力、交通等行业良好的客户资源，已经在东北市场占据领先地位。**2008 年、2009 年和 2010 年，公司在东北地区数据中心第三方服务市场的市场占有率为 5.74%、5.11% 和 5.62%，基本保持稳定。**公司将通过在不同城市建设备件中心、组建服务团队的方式，逐步扩大了公司的服务覆盖面，进一步提高公司的市场占有率。

2、公司所占东北地区社保医疗行业信息化解决方案市场份额快速增长

我国社保行业信息化建设中，主要信息化解决方案产品都由国家劳动和社会保障部统一组织开发，开发完成后，先在试点地区推广使用，待产品应用稳定成功后，再向全国进行推广和本地化实施。目前，我国社保行业主要信息化解决方案提供商包括东软集团、利博赛、四川银海、浙大网新、荣科科技、万达信息和华南资讯等企业。

从东北地区看，社保行业信息化解决方案主要由东软集团、公司、大连华信等企业进行开发。**2008 年、2009 年和 2010 年，公司在东北地区社保医疗行业信息化解决方案市场的占有率为 0.85%、2.58%、3.22%，呈现快速增长的态势。**公司的社保医疗行业信息化解决方案已逐步获得客户认可，随着公司研发能力的进一步提升，公司在社保医疗行业信息化解决方案市场的占有率将会不断提升。

3、公司所占东北地区金融 IT 外包服务市场已处于领先地位

作为本土企业中在东北地区金融 IT 外包服务的先行者，公司已经建立了一定的先发优势，积累了一些优质客户和服务经验。凭借灵活的市场运营机制，多年金融行业服务经验的工程师队伍，以及良好的金融行业客户资源，公司已经在东北地区市场占据领先地位，**2008 年、2009 年和 2010 年，公司在东北地区金融 IT 外包服务市场的占有率为 14.04%、11.19%、11.89%。**公司不断通过服务模式和服务内容上的创新，满足金融机构全方位、个性化的需求，并通过和铁岭北方金融后台服务基地的合作，拓宽业务开展的渠道，从未来趋势上看，随着公司募集资金投资项目的顺利开展，公司将进一步巩固在东北地区的领先地位。

4.3 技术和创新是主要竞争优势，资金和品牌是劣势

1、公司具有持续的技术和服务创新能力

公司是国家级高新技术企业、双软企业，具有 CMMI 三级资质、系统集成二级资质、智能建筑三级资质等。公司注重“以客户和市场需求为导向”建设研发创新体系，从研发理念、组织机构、研发流程和管理制度进行了系统的构建，以保持技术的不断进步，并于 2010 年 8 月被批准组建辽宁沈阳荣科系统集成创新工程技术研究中心。公司持续进行研究开发与技术成果转化，**目前已经拥有软件著作权 104 项，软件产品登记证书 24 个。**公司坚持把提高自主创新能力摆在突出位置，同东北大学、辽宁大学、沈阳航空航天大学、沈阳计算机技术研究所等高校及科研院所建立了长期稳定的合作关系，以保持和提高企业的技术创新能力。

作为东北地区领先的 IT 服务提供商之一，公司在不断提升研发能力的同时，在服务内容和服务模式上也坚持不断创新。在传统的数据中心服务基础上，**公司自主研发的绿色智能监控系统将很好的满足客户节能减排、先发预警等要求，大大提高了服务效率。**另外，针对金融行业复杂的信息化需求，公司以先进的外包服务模式介入该行业，为金融机构提供专业化、系统化的 IT 服务，响应金融机构全方位的 IT 需求。金融 IT 外包服务方面的运营外包模式已经确立并将成为公司未来重要的利润增长点。

2、行业经验丰富，东北地区服务网点多

公司具备较强的产品研发能力、快速的反应能力和全面的技术服务能力。公司凭借多年来在金融、社保医疗、电信、电力、交通运输等行业和政府机构等信息化重点应用领域的实践经验积累，能根据客户的行业特点和业务模式，结合国内外先进的IT服务经验和技术，快速分析客户的需求。

公司在北京、铁岭建立了全资子公司，在长春、哈尔滨、大连等地设立办事处，逐步搭建起覆盖北方地区的销售和服务网络，具备快速的反应能力；通过覆盖北方地区的服务网络，公司能够持续跟踪并及时发现客户的潜在需求，向客户提供持续性的技术支持和服务；公司具备较为全面的技术服务能力，可以针对重点行业客户提供规划、研发、集成、运维等一体化的IT服务，实现客户信息化需求与IT服务的有效衔接。

3、拥有软件人才以及行业人才，团队优秀

公司目前拥有一批资深的系统分析员和软件开发人员，其中具有大学本科以上学历人员70%以上。与此同时，公司还拥有一批长期从事金融、社保、电信、电力和政府等信息化重点应用领域的行业专家，在行业背景和行业经验方面具有深厚的积累。公司以战略管理为核心，不断培养和引进高素质的高级职业管理人才，逐渐形成了专业化、职业化的管理团队。

4、客户资源丰富

公司在发展过程中积累了一大批信息化重点应用领域的优质客户，主要覆盖在金融、社保医疗、电信、电力等行业以及政府部门，如浦发银行沈阳分行、营口银行、黑龙江省农信社、辽宁省农信社、中国联通辽宁省分公司、中国联通吉林省分公司、中国联通黑龙江省分公司、中国电信辽宁省电信分公司、辽宁省电力和辽宁省人保厅等，并与上述客户建立了长期稳定的战略合作关系。自2005年进入IT服务市场以来，新的客户逐年增加，服务市场份额逐年增大，目前与大多数客户持续合作年限已经超过3年。公司与优质客户的合作有力地推动了公司技术水平的不断提高和服务手段的不断改进，同时也保障了业务的持续稳定发展。

5、资金实力不足是较为明显竞争劣势

公司经营资金主要依靠自有资金和银行贷款，与跨国以及国内大型IT服务提供商相比，在资本规模上存在较大差距。随着公司经营规模迅速扩大，资金短缺问题已经成为制约公司快速发展和进入其他区域市场的瓶颈。我国的IT服务市场正处于快速发展阶段，为了抢占市场份额和高端客户群体，形成更为突出的先发优势，公司正在建立覆盖全国的服务和营销网络，需要大量资金用于全国服务网络的建设、人员招募与培训、服务体系升级等。同时，为了获得持续的竞争优势，公司需要不断加大数据中心监控管理系统、服务流程管理系统、行业信息化解决方案等方面的研发投入，公司现有的资金状况已经严重制约了公司的快速发展。

6、品牌知名度仍待提升

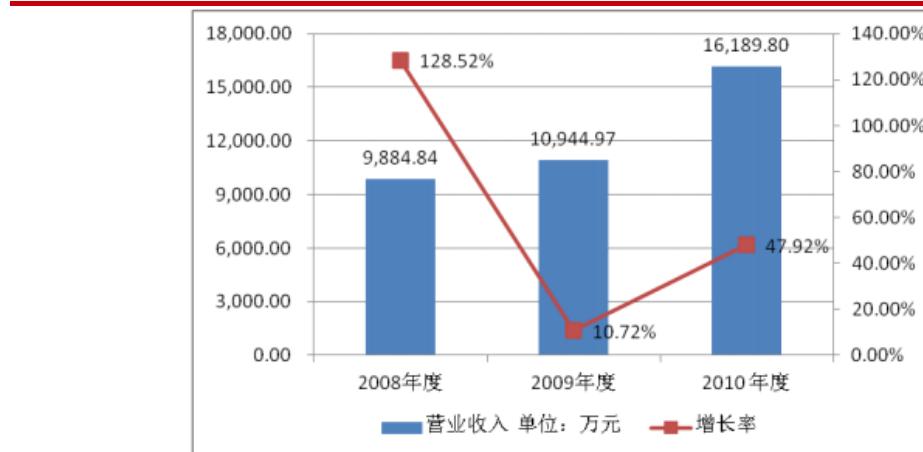
公司目前已经在金融、社保医疗、电信、电力等细分行业内具有较高的品牌影响力，尤其在东北区域已经成为仅次于东软集团的行业品牌，但从全国范围看，公司在行业内的品牌影响力和大型IT服务提供商仍有较大差距。公司的品牌知名度的提升，迫切需要通过建设和完善由东北三省到北方区域再到全国的营销网络体系来实现。

五、公司财务分析

5.1 营业收入稳步增长

2008 年至 2011 年 6 月，公司营业收入快速增长，分别实现营业收入 9885 万元、1.09 亿元、1.62 亿元和 1.01 亿元，2008 年度至 2010 年度年均复合增长率为 27.98%。2008-2010 年具体变动趋势如下图：

图 9：公司营业收入稳步增长



数据来源：公司招股说明书，民族证券

从营业收入的产品结构来看，数据中心第三方服务收入占比最大。在数据中心第三方服务收入保持稳定增长的同时，公司面向社保医疗行业提供行业信息化解决方案和面向金融行业用户提供一体化的 IT 外包服务的高层次 IT 服务收入增长迅速。

表 6：目前数据中心第三方服务占收入比重最大

项 目	2011 年 1-6 月		2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	金额 (万元)	所占 比重	金额 (万元)	所占 比重	金额 (万元)	所占 比重	金额 (万元)	所占 比重
数据中心第三方服务	6,013.02	59.15%	7,955.49	49.14%	5,592.89	51.10%	5,096.48	51.56%
其中：运营维护服务	1,442.11	14.19%	2,398.63	14.82%	2,602.95	23.78%	1,481.77	14.99%
系统集成服务	4,570.91	44.96%	5,556.86	34.32%	2,989.95	27.32%	3,614.71	36.57%
行业信息化解决方案	1,325.59	13.04%	2,369.12	14.63%	585.31	5.35%	227.23	2.30%
金融 IT 外包服务	2,798.66	27.53%	5,400.07	33.35%	4,139.89	37.82%	4,310.57	43.61%
其他	28.53	0.28%	465.12	2.87%	626.88	5.73%	250.55	2.53%
合 计	10,165.80	100.00%	16,189.80	100.00%	10,944.97	100.00%	9,884.84	100.00%

数据来源：公司招股说明书，民族证券

表 7：辽宁地区业务是公司营业收入的主要来源

项 目	2011 年 1-6 月		2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	金额 (万元)	所占 比重	金额 (万元)	所占 比重	金额 (万元)	所占 比重	金额 (万元)	所占 比重
辽 宁	9,120.28	89.72%	14,842.24	91.68%	9,478.37	86.60%	9,609.50	97.21%
吉 林	228.65	2.25%	445.61	2.75%	222.18	2.03%	168.09	1.70%
黑 龙 江	196.56	1.93%	600.59	3.71%	690.62	6.31%	62.81	0.64%
北 京	565.95	5.57%	209.26	1.29%	534.54	4.88%	1.78	0.02%
其 他	54.36	0.53%	92.10	0.57%	19.26	0.18%	42.66	0.43%
合 计	10,165.80	100.00%	16,189.80	100.00%	10,944.97	100.00%	9,884.84	100.00%

数据来源：公司招股说明书，民族证券

从营业收入的区域结构来看，目前辽宁地区业务是公司营业收入的主要来源。报告期内公司来自辽宁地区的收入保持了较高的增长速度，公司在该市场具有领先地位和较强的竞争

优势。另外，公司已经在北京成立子公司，以便于周边其他区域市场的有效开拓。目前公司已与吉林、黑龙江等地客户建立了良好的合作关系，未来公司将继续通过提高服务层次和对客户服务需求的进一步挖掘，实现其他区域市场收入的快速增长。

5.2 毛利率水平通过收入结构改善而逐年提升

从 2008 年至 2011 年 6 月，公司综合毛利率稳步提升，从 2008 年 17.20%，2009 年 24.04%，2010 年的 34.94%，提升到 2011 年 1-6 月的 38.51%。公司各类产品毛利率差别较大，其中数据中心运营维护服务和行业信息化解决方案服务的毛利率较高，数据中心系统集成服务的毛利率处于较低水平，金融 IT 外包服务的毛利率因提供业务内容的不同而存在一定波动。报告期内公司综合毛利率逐年提高，主要原因是公司各年度产品收入结构变动，高毛利率产品占比逐年增加所致。

表 8：毛利率水平通过收入结构改善而提升

项 目	2011 年 1-6 月			2010 年度			2009 年度			2008 年度		
	收入占比%	毛利占比%	毛利率%	收入占比%	毛利占比%	毛利率%	收入占比%	毛利占比%	毛利率%	收入占比%	毛利占比%	毛利率%
数据中心第三方服务	59.15	51.28	33.38	49.14	30.55	21.72	51.10	58.99	27.75	51.56	57.00	19.02
其中：运营维护服务	14.19	20.90	56.73	14.82	21.34	50.33	23.78	49.98	50.52	14.99	30.42	34.91
系统集成服务	44.96	30.38	26.02	34.32	9.21	9.37	27.32	9.02	7.93	36.57	26.57	12.50
行业信息化解决方案	13.04	27.50	81.21	14.63	40.54	96.79	5.35	20.75	93.30	2.30	13.31	99.61
金融 IT 外包服务	27.53	21.19	29.64	33.35	26.41	27.67	37.82	18.35	11.66	43.61	28.04	11.06
其他	0.28	0.03	4.58	2.87	2.50	30.46	5.73	1.91	8.00	2.53	1.66	11.23
综合毛利率	100.00	100.00	38.51	100.00	100.00	34.94	100.00	100.00	24.04	100.00	100.00	17.20

数据来源：公司招股说明书，民族证券

5.3 相比同类上市公司盈利能力处于行业中游

公司综合毛利率逐年提升，目前以达行业中游水平，但是距离上市公司平均数尚存在一定的距离。公司报告期内盈利能力的逐年增强，2010 年度综合毛利率在可比公司中，除低于天源迪科、易联众、银之杰三家上市公司外，高于东软集团、华胜天成和太极股份，处于中等水平。

表 9：综合毛利率水平处于中游

可比公司	2010 年度	2009 年度	2008 年度
东软集团	31.47%	34.90%	36.54%
华胜天成	19.40%	19.30%	21.03%
太极股份	15.83%	15.57%	15.05%
天源迪科	59.59%	46.61%	36.42%
易联众	40.17%	38.41%	38.11%
银之杰	65.12%	65.15%	63.58%
上市公司平均	38.60%	36.66%	35.12%
荣科科技	34.94%	24.04%	17.20%

数据来源：公司招股说明书，民族证券

按业务来比较。公司 2008 年度至 2010 年度数据中心第三方服务中的系统集成服务业务毛利率略低于可比上市公司平均水平，主要是公司通过为客户提供 IT 服务中最基础的系统集成业务，持续挖掘客户的 IT 服务需求，以获得增值更高的其他 IT 服务业务，因此在系统集

成服务项目中会对客户给予一定的价格优惠，使得公司的系统集成服务业务毛利率略低。

公司数据中心第三方服务中的运营维护服务业务毛利率与可比上市公司的平均毛利率水平比较接近。

公司行业信息化解决方案的毛利率高于可比上市公司平均水平，主要是公司行业信息化解决方案包括通用软件销售和定制化软件销售，公司已将通用软件的开发费用进行了费用化处理，而定制化软件基本是在公司已有的研发成果上开发，成本相对也较低，因此报告期内该项业务的毛利率超过了 90%，处于最高水平。

表 10：行业信息化解决方案服务毛利率大幅高于可比公司

项目	可比公司	2010 年度	2009 年度	2008 年度
系统集成服务	华胜天成	10. 42%	12. 54%	17. 20%
	太极股份	4. 68%	4. 98%	6. 26%
	天源迪科	13. 77%	11. 92%	7. 23%
	易联众	15. 69%	18. 86%	18. 89%
	银之杰	13. 29%	15. 10%	19. 60%
	上市公司平均	11. 57%	12. 68%	13. 84%
	荣科科技	9. 37%	7. 93%	12. 50%
运营维护服务	华胜天成	38. 23%	34. 72%	37. 25%
	天源迪科	73. 02%	69. 84%	66. 85%
	易联众	61. 26%	59. 57%	41. 76%
	银之杰	54. 92%	56. 50%	53. 04%
	上市公司平均	56. 86%	55. 16%	49. 73%
	荣科科技	50. 33%	50. 52%	34. 91%
行业信息化解决方案	华胜天成	21. 99%	21. 49%	15. 65%
	天源迪科	64. 92%	62. 65%	65. 76%
	易联众	45. 44%	52. 56%	46. 12%
	银之杰	77. 08%	82. 21%	82. 16%
	上市公司平均	52. 36%	54. 73%	52. 42%
	荣科科技	96. 79%	93. 30%	99. 61%

数据来源：公司招股说明书，民族证券

六、募投项目分析

本次募集资金拟用于如下表所示的项目。总投资额约 1.29 亿元，其中第一年需运用资金总计约为 8980 万元；第二年所用资金总计约为 3890 万元。此外，本次募集资金拟投资项目已在相关部门备案，环保相关部门也已出具审批意见同意公司本次募集资金投资项目的建设。

表 11：本次募集资金所用项目

序号	项目名称	投资额	募集资金运用进度	
			第一年	第二年
1	数据中心 IT 服务能力提升及市场拓展项目	4,702.05	3,467.79	1,234.26
2	社保医疗行业信息化解决方案研发升级项目	4,178.08	2,593.37	1,584.71
3	金融 IT 外包服务基地建设项目	3,990.03	2,918.90	1,071.13
4	其他与主营业务相关的营运资金			

单位：（万元）

数据来源：公司招股说明书，民族证券

6.1 数据中心 IT 服务能力提升及市场拓展项目

本项目是在公司现有业务与技术积累的基础上，针对数据中心集成建设和运营维护服务业务进行服务能力的全面提升和加强，并且通过拓展客户渠道，实现公司数据中心第三方服务业务由区域市场向全国市场的拓展。

具体包括备件中心建设项目、营销服务体系建设项目、数据中心智能监控系统研发项目等三个子项目。

(1) 备件中心建设项目一方面提供配套的备件库支持营销网络的建设，从而实现本地化快速响应的服务目标；另一方面则根据数据中心智能监控系统项目的需求，为各地备件库建立相配套的保障体系，从而更好的应对客户的突发需求。

(2) 营销服务网络体系建设项目计划在国内包括沈阳总部在内的 11 个区域建设营销服务机构，每个区域中心建设技术支持部，负责本区域各分公司的技术支持任务。项目的建设将分两个阶段进行。项目的第一阶段，依托沈阳总部优势，建设包括辽宁、吉林、黑龙江、北京和内蒙古在内的东北及周边区域的营销体系，以积累一定的人才储备和市场地位；项目的第二阶段公司将逐步将业务拓展山东、河南、山西、陕西、四川等市场，以打造全国性的服务品牌，保持行业领先地位。同时，公司将结合公司营销体系的建设情况，逐步完备技术支持部和备件库，积极在每个区域推进公司的全国化战略。

(3) 数据中心智能监控系统由公司自主研发，该平台通过对监控数据的归集和分析，预先发现故障隐患，提前采取措施，变被动式管理为主动式管理。该子项目属于研发升级项目，与公司现有智能监控系统产品相比，加入了节能降耗技术的运用，以打造绿色数据中心为目标，从而降低传统数据中心的能耗，提高数据中心运行的性能，综合提升数据中心第三方服务的水平。

6.2 社保医疗行业信息化解决方案研发升级项目

本项目是公司结合多年来从事社保医疗信息化解决方案开发的经验及资源，根据未来市场和客户的需求进行的前瞻性的研发项目，其目的是提升公司在社保医疗行业系统的研发能力，巩固公司在该领域的竞争地位。

具体来说，包括 4 个主要社保医疗系统平台，分别为社会保障综合管理平台、医院信息管理(HIS)系统、区域医疗信息平台和新型农村合作医疗管理信息系统。

(1) 社会保障综合管理平台建设主要为了解决社保应用集成过程中所遇到的问题。

(2) 医院信息管理系统项目是在公司现有医院信息管理系统的基础,对原有系统功能的进一步完善和升级。

(3) 区域医疗信息平台将分散在不同机构的健康数据整合为一个逻辑完整的信息整体,满足与其相关的各种机构和人员需要,从而实现区域内医疗卫生信息的互联互通、资源共享。

(4) 新型农村合作医疗管理信息系统主要用于支撑新农合省级业务应用,包含省级平台、市级平台和县级平台三级平台。

6.3 金融 IT 外包服务基地建设项目

本项目的总目标是建设金融 IT 外包服务基地,为金融行业客户提供一体化的后台综合服务解决方案。具体来说,主要包括以下三个建设子目标:

(1) **建设银行流程软件研发服务中心**,为银行客户提供流程软件开发和服务。

(2) **建设金融行业数据中心**,为金融行业客户提供数据中心外包服务。

(3) 在上述两中心的基础上,进一步打造**金融行业一体化的 IT 外包服务中心**,为金融客户提供支撑其正常业务运转所需要的技术服务,包括 IT 需求整体咨询、解决方案规划设计、应用系统开发、软硬件系统集成和运营维护等。

6.4 其他与主营业务相关的营运资金项目

由于公司营业收入增长迅速,预计未来几年内仍将保持较快的增长速度,对营运资金的需求较大,使得公司需要通过募集资金补充其他与主营业务相关的营运资金,以满足公司业务规模不断扩大的需要。营运资金的补充将为实现公司业务发展目标提供有力的资金保障。

七、合理估值区间 15.06 元-15.55 元

预计 2011 年至 2013 年营业收入增长 56.4%，30.6%，31.4%；其中数据中心运维服务收入分别增长 50%，35%，35%；数据中心集成服务收入增长分别为 90%，30%，30%；行业信息化收入增长分别为 35%，35%，40%；金融 IT 外包服务以 30% 的速度匀速增长；其他收入的增长则维持在 10% 左右。

毛利率方面，预计除行业信息化毛利率回归正常范围之外，其他毛利率均维持现有水平。综合毛利率在 2011 年至 2013 年分为 56.4%，30.6%，31.4%。

详细预测数据可参见下表。

表 12：主营业务收入预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
数据中心运维服务						
收入 (百万元)	14.8	26.1	24.0	36.0	48.6	65.6
增长率 (%)		76.0	-8.0	50.0	35.0	35.0
毛利率 (%)	34.9	50.5	50.3	50.0	50.0	50.0
数据中心集成服务						
收入 (百万元)	36.2	30.0	55.8	106.0	137.8	179.2
增长率 (%)		-17.0	86.0	90.0	30.0	30.0
毛利率 (%)	12.5	7.9	9.4	11.5	10.0	10.0
行业信息化						
收入 (百万元)	2.3	5.9	23.7	32.0	43.2	60.5
增长率 (%)		158.0	305.0	35.0	35.0	40.0
毛利率 (%)	99.6	93.3	96.8	93.0	90.0	85.0
金融 IT 外包						
收入 (百万元)	43.1	41.4	53.8	69.9	90.9	118.2
增长率 (%)		-4.0	30.0	30.0	30.0	30.0
毛利率 (%)	11.1	11.7	27.7	30.0	30.0	30.0
其他						
收入 (百万元)	2.5	6.3	4.6	9.3	10.2	11.2
增长率 (%)		150.0	-26.0	100.0	10.0	10.0
毛利率 (%)	11.2	8.0	30.5	30.0	30.0	30.0
合计						
收入 (百万元)	98.9	109.6	162.0	253.3	330.8	434.8
增长率 (%)		10.9	47.8	56.4	30.6	31.4
毛利率 (%)	17.2	24.0	34.9	33.1	32.4	32.4

数据来源：公司招股说明书，民族证券

根据上述假设，对利润表相关数据做出预测，主要财务预测数据如下表所示：

表 13：相关财务预测数据

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	161.90	253.17	330.66	434.57
增长率(%)	47.92	56.38	30.61	31.42
归属于母公司的净利润(百万元)	35.29	42.08	56.52	75.67
增长率(%)	137.39	19.24	34.30	33.89
毛利率(%)	34.94	33.06	32.44	32.43
净资产收益率(%)	34.86	29.36	12.92	14.75
EPS(元)*	0.73	0.83	0.83	1.11

*说明：2012 年及以后为稀释 EPS

数据来源：公司招股说明书，民族证券

使用可比公司法对其进行估值。结合公司业务，选取同为 IT 服务类的上市公司如下表所示，按 2012 年 2 月 1 日收盘价格，以及市场对上述公司 EPS 的 2012 年以及 2013 年的业绩预测，可计算得到 2012 年及 2013 年上述 7 家可比公司的市盈率，通过取中位数可得，市场赋

予同类公司的 2012 年市盈率最有可能落在 18 左右，而赋予同类公司 2013 年的市盈率则最有可能落在 14 这一位置。

表 14：可比公司相对估值取值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS预测值		PE	
			2012	2013	2012	2013
300245.SZ	天玑科技	23.36	1.29	1.78	18	13
300253.SZ	卫宁软件	32.11	1.38	1.93	23	17
300168.SZ	万达信息	18.90	1.04	1.45	18	13
600588.SH	用友软件	16.68	0.93	1.22	18	14
600718.SH	东软集团	8.11	0.46	0.58	18	14
300085.SZ	银之杰	8.34	0.40	0.53	21	16
300096.SZ	易联众	11.45	0.56	0.74	20	16
中位数					18	14
最大值					23	17
最小值					18	13

数据来源：Wind，民族证券

通过选取不同年份的 PE 值可以将行业增长幅度的大致范围囊括其中。据我们预测，2012 年，公司稀释每股收益为 0.83 元；2013 年公司稀释每股收益为 1.11 元；按上述中位数计算，对应股价范围为 **15.06 元-15.55 元** 之间。

八、风险提示

一、市场相对集中风险

报告期内公司来自东北地区的收入占公司营业收入的比重分别为 99.55%、94.94%、98.14% 和 93.90%。目前，公司主要面向东北地区的重点行业用户提供 IT 服务。如果公司不能有效拓展其他市场区域、不能保持和提升在东北地区市场的占有率以及东北地区 IT 服务市场发生重大不利变化，都将影响公司业务的持续快速发展。

二、主要客户集中的风险

公司客户主要集中在电信行业、金融行业、电力行业和社保医疗机构、政府部门。公司报告期内对前五名客户的收入额占全部营业收入比例分别为 63.86%、49.51%、39.35% 和 50.71%，客户集中度处于较高水平。如果公司的服务质量、响应速度以及整体技术水平、后续技术服务能力和持续创新能力不足，对客户的正常业务经营造成影响，公司对主要客户收入额将受到影响，进而影响到公司的盈利水平。

三、季节性波动的风险

公司的主要客户通常采取预算管理和产品集中采购制度，一般为当年四季度及次年一季度制订次年年度预算和投资计划，立项、招标通常集中在次年上半年，其招标、采购和实施具有明显的季节性特征。如 2008 年度至 2010 年度公司四季度营业收入占全年比例为：44.52%、56.37%、45.34%；四季度净利润占全年的比例为：39.78%、82.08%、53.30%。公司的收入主要在四季度实现，因此公司存在业绩季节性波动风险。

四、税收优惠政策变动影响公司业绩的风险

公司享受软件企业税收优惠政策。报告期内，公司因享受优惠政策而增加的净利润分别为 103.49 万元、239.53 万元、581.91 万元和 139.46 万元，占归属于母公司所有者净利润的比重分别为 14.17%、16.11%、16.49% 和 8.29%。若上述优惠政策发生变动或公司不能通过相关复审认定，使得公司无法税收优惠政策，将对公司未来的盈利状况产生影响。

五、应收账款风险

最近三年年末，公司应收账款总额分别为 3170.07 万元、3661.73 万元和 3575.64 万元，占当期营业收入的比例分别为 32.07%、33.46% 和 22.09%，占比较高。如果公司客户的财务状况发生恶化或者经济形势发生不利变化，不能完全排除应收账款发生坏账的风险；同时应收账款总额维持在较高水平，对公司的流动资金形成了较大占用，可能存在因应收账款增加引起现金流量不足的风险。

六、控制权风险

本次发行前，作为公司的共同实际控制人付艳杰和崔万涛合计持有总股本的 76.99%。本次发行完成后，付艳杰和崔万涛将合计持有公司 57.75% 的股份，仍处于绝对控股地位。二人可以利用其控制地位，通过行使表决权方式或其他方式对公司的发展战略、经营决策、人事安排、关联交易和利润分配等重大事宜施加影响，有可能损害公司和其他股东的权益。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	132	181	484	569
现金	75	91	366	414
应收账款	39	60	79	104
其他应收款	4	7	10	13
预付账款	3	4	6	7
存货	11	18	24	31
其他	0	0	0	0
非流动资产	34	55	72	95
长期投资	0	0	0	0
固定及无形资产	33	53	70	92
其他	1	2	2	3
资产总计	166	236	556	663
流动负债	57	84	110	141
短期借款	7	7	7	7
应付账款	44	48	78	93
其他	6	29	26	42
非流动负债	8	8	8	8
长期借款	8	8	8	8
其他	0	0	0	0
负债合计	65	92	118	149
少数股东权益	2	2	2	2
归属母公司股东权益	100	142	436	512
负债和股东权益	166	236	556	663

利润表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	162	253	331	435
营业成本	105	169	223	294
营业税金及附加	2	3	4	6
销售费用	6	9	13	17
管理费用	11	25	30	38
财务费用	0	1	-2	-2
资产减值损失	-1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	38	45	60	81
利润总额	40	48	65	86
所得税	5	6	8	11
净利润	35	42	57	76
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	35	42	57	76
EBITDA	40	47	61	82
EPS (元)	0.73	0.83	0.83	1.11

主要财务比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力 (增长率)				
营业收入	48%	56%	31%	31%
营业利润	145%	17%	35%	34%
归属母公司净利润	137%	19%	34%	34%
盈利能力				
毛利率	35%	33%	32%	32%
净利率	22%	17%	17%	17%
ROE	35%	29%	13%	15%
ROIC	75%	54%	54%	55%
偿债能力				
资产负债率	39%	39%	21%	23%
净负债比率	-60%	-53%	-80%	-78%
流动比率	2.3	2.2	4.4	4.0
速动比率	2.1	1.9	4.2	3.8
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.3	0.8	0.7
应收账款周转率	4.4	5.1	4.7	4.8
应付帐款周转率	4.8	4.9	4.6	4.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.8	0.8	1.1
每股经营现金	0.8	0.8	0.8	1.0
每股净资产	2.0	2.8	6.4	7.5
估值比率				
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-1.0	-1.2	-5.4	-4.6

资料来源：公司年报，民族证券

注：（1）从 2012 年开始计算摊薄 EPS；（2）2012 年筹资活动现金流中新发股票股价按 14 元计算。

分析师简介

王晓艳，管理学硕士，管理科学与工程专业，物流研究方向。具有证券行业投资咨询业务执业资格，五年证券行业从业经历，对交通运输行业具有全面、系统性的理解和独到的见解，注重从本质分析和挖掘行业的投资机会。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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、复印件或制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。