

## 用友软件 (600588.SH) 软件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 18.18元

目标(人民币): 29.00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)	14,833.12
年内股价最高最低(元)	24.37/16.03
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



## 相关报告

1. 《左手云，右手钟，再再现王者之风》，2011.07.19
2. 《SaaS一小步，用友一大步——云的梦想》，2011.07.28
3. 《从追随到超越——钟的力量》，2011.10.10

赵国栋 分析师 SAC 执业编号: S1130512010003  
(8639)10702427  
zhaogd@gjzq.com.cn

易欢欢 分析师 SAC 执业编号: S1130511080002  
(8621)61038267  
yihh@gjzq.com.cn

## 从十亿到百亿——王的意志

## 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	0.660	0.950	1.215
市盈率(倍)	29.25	57.17	31.11	21.63	16.90
股息率	1.08%	0.94%	0.97%	0.97%	3.19%
PE/G(倍)	0.58	-1.30	0.50	0.49	0.60
净资产收益率	23.01%	13.14%	18.56%	22.05%	24.97%
每股净资产(元)	4.11	3.10	3.56	4.31	4.87
市净率(倍)	6.73	7.52	5.77	4.77	4.22
每股经营性现金(元)	0.64	0.60	1.49	1.22	1.85
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

- 11年7月份我们一篇《左手云、右手钟——再现王者之风》的报告，揭开揭示公司“云+端”战略的序幕；《SaaS一小步，用友一大步——云的梦想》重点强调客户端的发展逻辑；《从追随到超越——钟的力量》则意在论述公司在平台侧的认知和发展；本篇《从十亿到百亿——王的意志》结合公司三大募投项目、国家十二五规划、产业演进的内在逻辑，展望公司百亿之路！
- 中国的产业规模已经具备容纳百亿营收软件企业的沃土，IT产业演进的历史逻辑为公司发展预留了充足的空间，我国本土信息服务企业必将整体性的崛起。谁将率先越过管理、产品、人才三大障碍，成为百亿营收的大型软件公司？我们认为只有用友可以承担这一历史性的责任，也只有用友可以把握这一历史性的机遇！
- 第一，公司拥有广泛的客户群体，涉及政府、企业、个人信息化的方方面面需求。这是万亿级别的市场，面临历史性的发展机遇。第二，公司在产品方面的积累，无出其右者；从增发募投的三个项目来看，公司清晰的认知大数据时代的三大发展趋势，洞悉产品、平台、服务三者之间相互依存、相互促进的微妙关系。第三公司无论在企业治理结构、业务管理能力、软件工程成熟度等方面都处于国内企业的领先水平，历经磨难、几度淘洗、日臻成熟。第四，最重要的是以王文京为代表的管理团队，面临海外巨头压境不退缩，面临巨大诱惑不动摇，决意带领公司再上层楼的本土意志和百亿雄心。

## 投资建议与估值

- 公司12年-13年摊薄EPS对应0.95、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30x12PE，24x13PE。给予买入评级。

## 风险

- 详见正文风险提示一节，请认真阅读。

## 内容目录

三大募投项目内在关系 .....	4
从信息化总体发展趋势中看用友的发展空间 .....	5
宏观层面：工业化与信息化交织融合，万里长征走出了第一步 .....	5
中观层面，不同产业信息化水平参差不齐浪逐浪高 .....	6
微观层面：企业应用系统融合、分化、扩展，难有终期。 .....	7
新技术发展趋势对传统的信息系统提出挑战 .....	8
千元智能手机及平板电脑普及，对企业信息化提出新的挑战 .....	8
大数据技术的快速发展，使大量的非结构化数据的管理成为可能 .....	8
新一代的产品的融合与智慧 .....	9
PaaS 平台承载的历史使命——占据云时代的战略制高点 .....	10
One World, One UFida, One PaaS .....	11
外包——行业垂直一体化 .....	12
风险提示 .....	14
录：三张报表预测摘要 .....	15

## 图表目录

图表 1：募投项目简要分析 .....	4
图表 2：在中国工业化和信息化交织融合的历史阶段，注定信息化企业承载双重使命和经历双重磨砺 .....	5
图表 3：工业化与信息化融合序曲 .....	6
图表 4：中国信息化总支出比全球平均水平低 50% .....	6
图表 5：中国软件业务收入占 GDP 比例逐年升高 .....	6
图表 6：中国软件服务收入增速已大幅超越 GDP 增速 .....	6
图表 7：不同的行业信息化成熟度及 IT 热点 .....	7
图表 8：行业服务内容及发展路径 .....	7
图表 9：大中型企业各部门信息化渗透率 .....	7
图表 10：中小企业信息化渗透率仅为 6% .....	7
图表 11：云计算全球市场规模 .....	8
图表 12：云计算——发现企业市场的长尾 .....	8
图表 13：智能手机和平板电脑的出货量将超过 PC .....	8
图表 14：思科对全球移动数据流量的预测（EB/月） .....	8
图表 15：融合大数据处理技术，是公司下一代产品的重要功能 .....	9
图表 16：企业信息化建设成熟度 .....	10
图表 17：新技术在大中型企业中的应用状况 .....	10
图表 18：决策层对信息化认知普遍提升 .....	10

图表 19: 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 .....	11
图表 20: 用友云计算框架, PaaS 承上启下 .....	11
图表 21: 个人用户、企业用户、合作伙伴、各子公司都统一到 UU 平台 .....	12
图表 23: 外包业务模式 .....	13

### 三大募投项目内在关系

- 根据 12 年 3 月 10 号，公司发布的《非公开发行预案》中披露的信息来看，公司计划投入 8 亿，开发下一代企业与政府应用系统（后文简称下一代）；投入 7 亿，搭建用友云服务中心（后文简称云中心）；投入 3.5 亿，建立外包服务中心（后文简称外包）。其中下一代和云中心项目在北京建设，外包中心在南昌建设。
- 通过这三个募投项目，我们分析发现公司的产品、平台、服务的思路逐渐清晰。这三个项目，是打造未来承接百亿营收的基础工程，奠定公司未来 5 到 10 年的核心竞争力，也是拉开和竞争对手差距的关键举措。三大募投项目分别对应公司三大能力建设，分别是产品能力建设、平台运营能力建设、和服务能力建设。产品是公司拓展服务业务的基础；平台是公司决胜互联网时代的核心；服务则会带动产品销售和平台的推广。
- IT 业界一直在沿着两个主题发展，第一就是如何以更低的成本为更多的用户提供更多的服务；第二，如何为单一用户提供更多的一揽子的服务。第一个问题的解决方案就是云计算的业务模式，第二个相关多元化，提供整体解决方案。
- 用友 2009 提出“云+端”的战略总体上方向是符合产业的发展趋势的。我们在前三篇报告中都有提及。不在赘述。但是，2011 年，IT 界发生巨大的变化。第一大数据概念的提出，非结构化数据处理的挑战；第二移动设备的销量超过传统 PC 的销量；第三，社会化网络的兴起；第四，电子商务的高歌猛进。这些变化趋势对公司传统的产品带来新的挑战。人力资源成本的不断攀升，海外巨头竞争压力，是公司运营的严峻考验。
- 公司能否打破依赖人力资源扩张才能增加收入的怪圈？公司能否 5 年内跃升到百亿营收？关键的关键就在于公司对于未来产业方向的认知，在于公司战略选择和落地执行的能力。通过这三个募投项目，我们还是欣慰的看到公司不但精准的把握产业演进趋势，更是举公司之力大胆投入。

图表1：募投项目简要分析

募投项目	能力建设	客户类型	面临的问题	应达到的目标	战略意义
下一代	产品能力建设	大中型企业客户 政府 行业客户	产品系列多 版本分散 研发成本高企 实施成本高昂 维护成本高昂	完善、智慧、实时的应用系统 技术架构统一 数据模型统一 用户体验统一	产品，版本稳定的产品是公司根基，是承担公司向服务转型的基石。
云中心	平台能力建设	中小型客户	缺乏统一的 PaaS 服务支持	建立面向中小企业的互联网操作系统。	平台是中小企业服务的核心
外包中心	服务能力建设	大中型企业客户 政府 行业客户	——	提供呼叫中心服务、业务外包服务和 IT 外包服务。	为企业提供垂直一体化服务的基础

来源：国金证券研究所

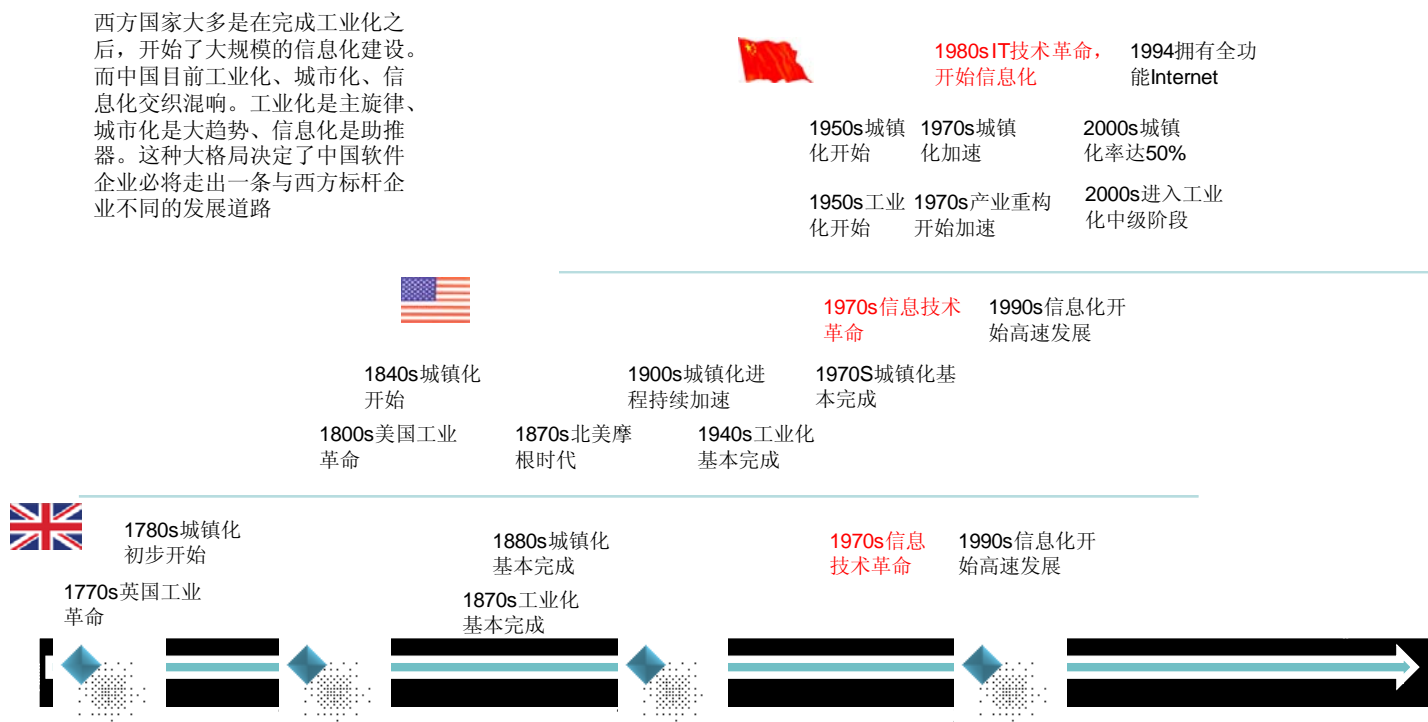
- 产品由分散走向统一，具体而言是技术架构统一、核心数据统一、用户体验统一，需要支持大数据处理、移动设备与 PC 一致、支持全程电子商务等；平台是云计算时代整个产业的核心，公司在 PaaS 领域大笔投入使得用友可能从长期的技术追随者，一跃而成为行业领导者；外包是公司围绕大中型企业客户、政府，开展全面服务的最新尝试。符合产业发展趋势。

## 从信息化总体发展趋势中看用友的发展空间

### 宏观层面：工业化与信息化交织融合，万里长征走出了第一步

- 宏观层面，以英美为例，西方国家大多是在完成工业化之后，开始了大规模的信息化建设。而中国目前工业化、城市化、信息化交织混响。工业化是主旋律、城市化是大趋势、信息化是助推器。这种大格局决定了中国软件企业必将走出一条与西方标杆企业不同的发展道路。

图表2：在中国工业化和信息化交织融合的历史阶段，注定信息化企业承载双重使命和经历双重磨砺



来源：国金证券研究所根据公开信息整理

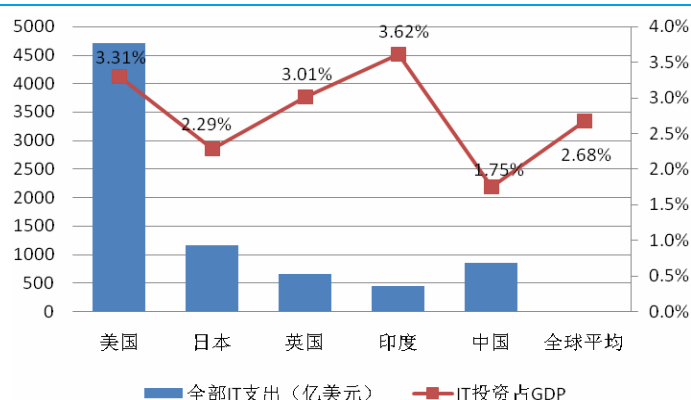
- 自第三次工业革命以来，信息化技术在五个方面与工业化深度融合，1 信息技术与设计、制造技术的融合；2 信息技术与传统工业的融合；3 信息技术与服务业的融合；4 信息化与企业生产、经营、管理的融合；5 信息化与资源、能源供给体系的融合；从英美的信息化发展历程来看，中国的两化融合，还仅仅是宏伟篇章的序曲，是万里长征的第一步。中国的信息化支出总水平，低于全球平均的水平的一半。
- 总体而言中国软件业务收入占 GDP 在稳步提升，软件业收入增速已经大幅超越 GDP 增速。即使在 2009 年金融危机期间，软件业的发展速度是 GDP 发展速度的 3 倍。2010 年，软件业务发展增速是同年 GDP 增速的 2.5 倍。

图表3：工业化与信息化融合序曲



来源：CCW 国金证券研究所

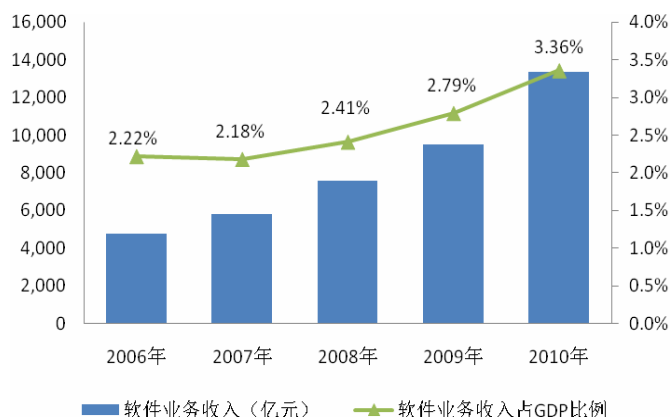
图表4：中国信息化总支出比全球平均水平低 50%



### 中观层面，不同产业信息化水平参差不齐浪逐浪高

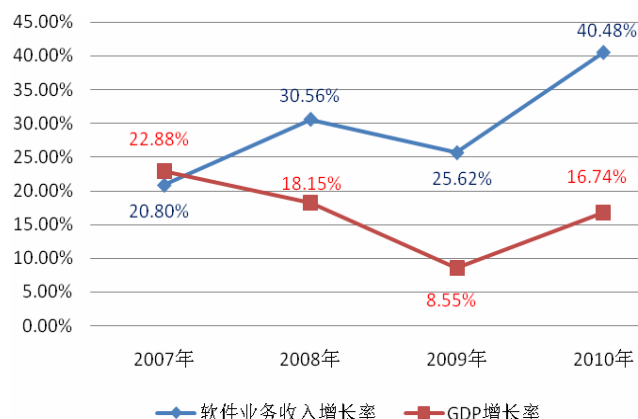
- 不同行业的信息化成熟度差别巨大。银行业 IT 成熟度整体水平最高，随着几大行先后完成数据大集中的建设，银行 IT 的重心逐渐转移到以风险控制为核心的 IT 治理领域。服务内容逐渐以服务为主。像医疗领域，患者的档案集中管理系统还是空白，医院的 HRP 建设处于起步阶段。服务内容将以建设为主。

图表5：中国软件业务收入占 GDP 比例逐年升高



来源：国金证券研究所根据统计局数据整理

图表6：中国软件服务收入增速已大幅超越 GDP 增速



- 整体的发展趋势是应用系统从分散走向集中，从建设走向运营，从重视硬件到重视软件应用。因为不同产业的信息化发展阶段不同，建设重点不同。期间孕育巨大的发展空间。尤其是成熟度较低的行业，其发展空间、发展速度要大于发展成熟的行业。

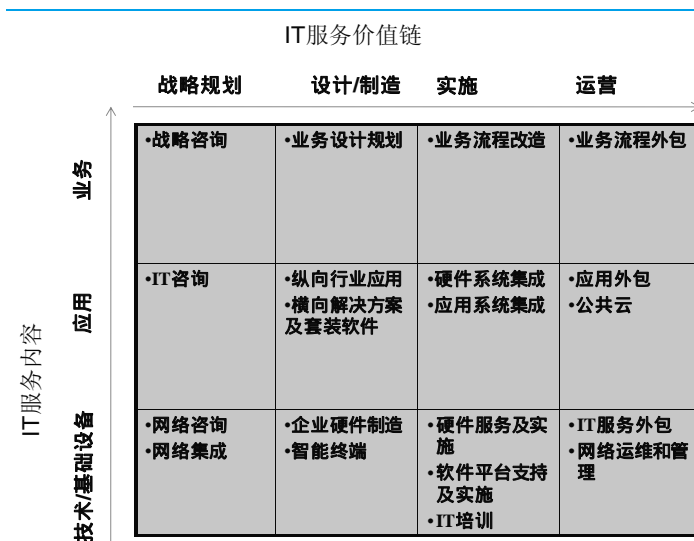


图表7：不同的行业信息化成熟度及 IT 热点

行业	服务内容	市场空间	建设热点	复 增长率
金融	服务为主	480.0	IT 治理 商业智能	8.25%
电信	服务为主	476.4	数据挖掘 客户管理	12.25%
政务	建设为主	462.2	G2G 建设 G2B 建设	5.48%
医疗	建设为主	153.4	档案管理 HRP	31.95%
电力	建 为主	123.0	财务 监控	8%
交通	建设为主	384.6	软件占比上升	26.38%

来源：国金证券研究所根据公开资料整理

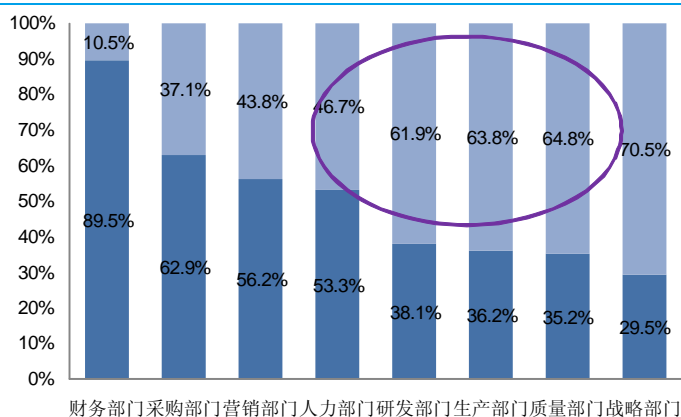
图表8：行业服务内容及发展路径



微观层面：企业应用系统融合、分化、扩展，难有终期。

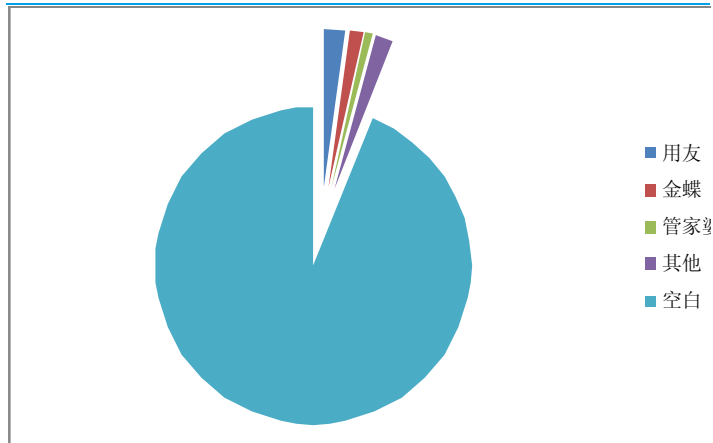
- 大中型企业的信息系统大部分经历了从无到有的过程，因此各个部门、各生产环节使用不同开发商提供的产品或者工具。这些产品和工具由于设计理念、遵循的标准不尽相同，造成企业信息化的孤岛现象。因此对于大中型企业而言，IT部门的主要任务是应用系统的整合、优化、升级。
- 企业的各个部门因工作性质不同，对信息化应用程度也不相同。财务是最早使用计算机的部门。目前 89.5%企业财务信息化已经较成熟。相反战略部门甚至还没有使用信息化产生的数据进行企业决策的意识。研发部门、生产部门、质量部门、战略部门是当下信息化热点领域。

图表9：大中型企业各部门信息化渗透率



来源：工信部电子一所 用友软件 国金证券研究所

图表10：中小企业信息化渗透率仅为 6%

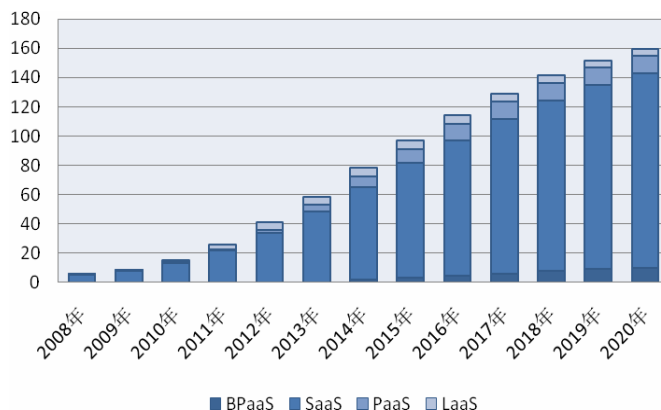


- 中小企业因数量众多且支付不了高昂的费用，一直游离于信息化大潮的边缘。云计算的普及和电子商务对中小企业的培育，公司为中小企业提供服务的成本大大降低，长尾理论，得以应用在中小企业服务市场。
- 历史上，IBM，HP，SAP，Oracle 等巨头数次尝试以各种方式为中小企业提供服务，但都难有斩获。现在这个市场正处于爆炸性增长的前夜。

## 新技术发展趋势对传统的信息系统提出挑战

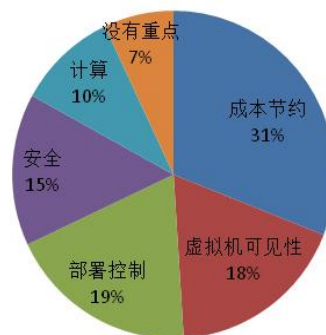
- 云计算将低了 IT 操作的复杂性和应用部署的门槛；电子商务在提升社会效率的同时，更对企业内部运营效率提出更高要求；终端革命使企业随时随地接入网络。看似不相关的诸多因素叠加，企业信息化正处于从量变到质变的临界点。

图表11：云计算全球市场规模



来源：IDC 国金证券研究所

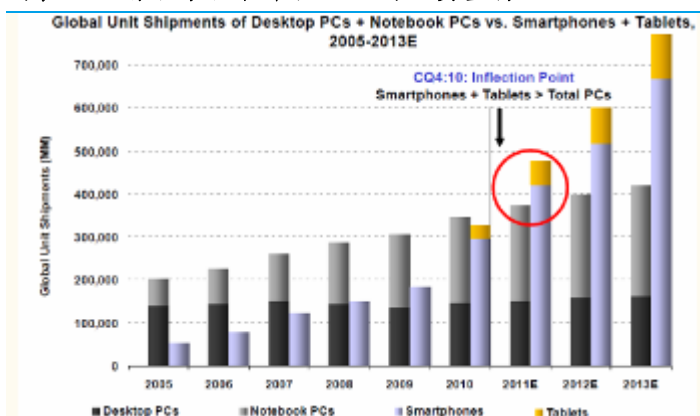
图表12：云计算——发现企业市场的长尾



## 千元智能手机及平板电脑普及，对企业信息化提出新的挑战

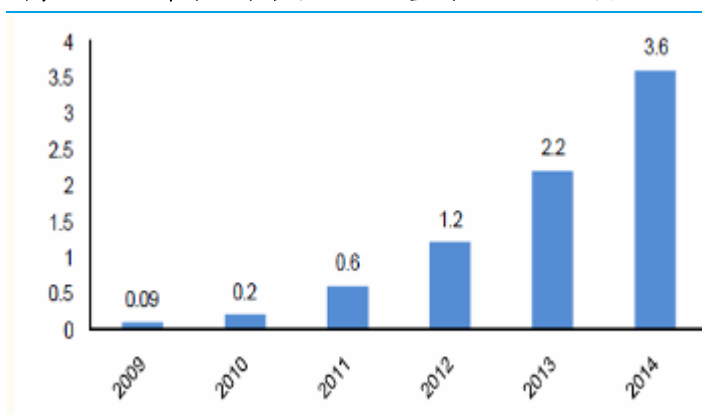
- 智能手机、平板电脑，甚至具备网络功能的照相机、摄像机等泛互联网设备日益普及。2011 年，平板电脑加上智能手机的出货量预计将超越传统的 PC。

图表13：智能手机和平板电脑的出货量将超过 PC



来源：KPCB 国金证券研究所

图表14：思科对全球移动数据流量的预测 (EB/月)



- 智能手机的普及、各类专用终端的智能化、移动化趋势，为企业随时随地接入信息网络奠定物质基础。同时对企业信息化建设提出新的挑战。

## 大数据技术的快速发展，使大量的非结构化数据的管理成为可能

- 随着产业界的日益重视和大数据技术的快速发展，企业开始重视对非结构化数据的管理和访问。用友下一代信息系统，需要具备处理各种类型非结构化数据的能力。



图表15：融合大数据处理技术，是公司下一代产品的重要功能



来源：国金证券研究所

- 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。

### 新一代的产品的融合与智慧

- 综上所述，公司必须从产业发展角度，来应对技术革新、企业发展带来的挑战，也必须从信息化黄金十年角度具备迎接历史机遇的能力。公司通过研发下一代产品，为公司扩展服务奠定基础；通过平台建设占据产业发展的制高点；通过外包建设，用户提供垂直一体化的综合服务。
- 因为一些历史的原因，用友的各大产品线技术实现并不统一。带来研发、实施、维护成本居高不下。现在面临移动计算、大数据、社会化网络等新技术、新思潮的挑战，公司必须推出融合的产品平台支持不同业务，降低成本。具体而言要做到三个统一：技术架构统一、核心数据统一、用户体验统一。依据企业信息化程度分析，新一代产品必须支持第四阶段战略级融合应用。

图表16：企业信息化建设成熟度



来源：国金证券研究所 用友软件

### ■ 信息化成熟度分析

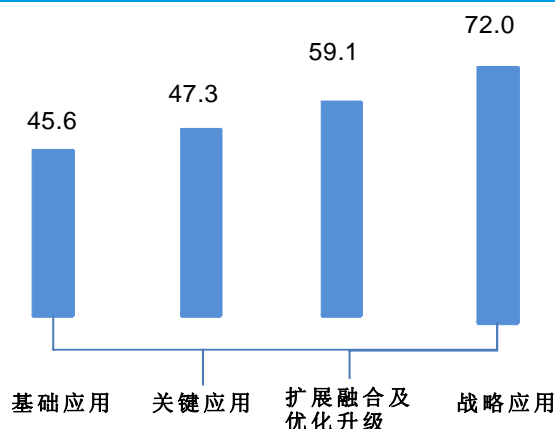
为了准确全面的反应大中型企业信息化现状，预测其发展趋势，我们采用信息化指数来衡量企业在信息化建设的成熟度。从企业信息化应用状态、应用范围和应用效益三大维度来衡量企业信息化水平。企业信息化成熟度划分为四个阶段：

图表17：新技术在大中型企业中的应用状况



来源：用友技术白皮书 国金证券研究所

图表18：决策层对信息化认知普遍提升



### PaaS 平台承载的历史使命——占据云时代的战略制高点

■ 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 Google，Amazon，Facebook。

图表19: 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20: 用友云计算框架, PaaS 承上启下



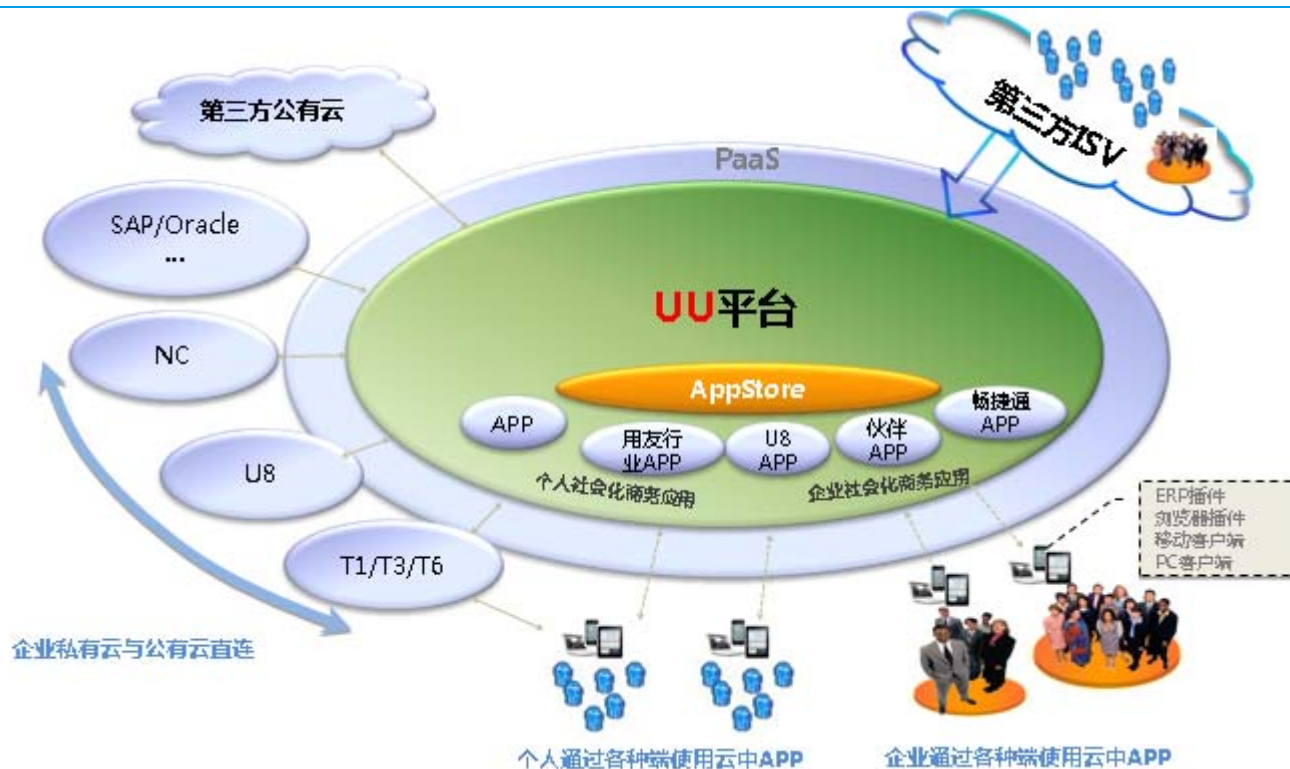
来源: 用友云战略白皮书 国金证券研究所

### 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？”——@伟库杨社雄

图表21：个人用户、企业用户、合作伙伴、各子公司都统一到 UU 平台



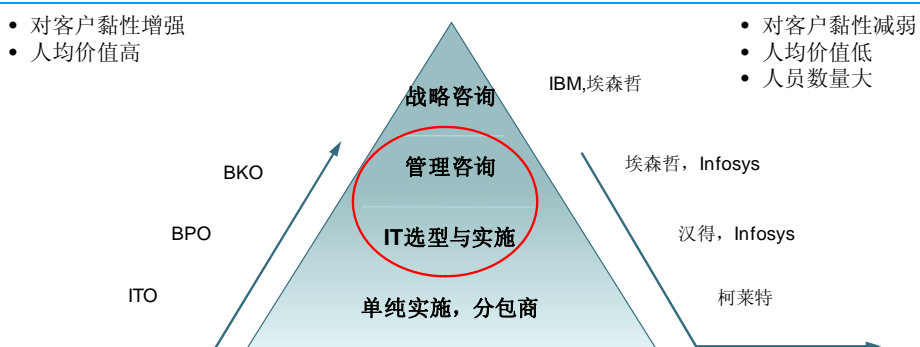
来源：用友云战略白皮书 国金证券研究所

## 外包——行业垂直一体化

- 单独的低端人力外包模式，已经为资本市场所摒弃。但是用友外包从高端切入，作为对大客户提供整体解决方案的一环，其战略意义就不言自明了。用友垂直整合高端咨询、解决方案、产品、运维等能力，为用户提供完整解决方案。这种垂直一体化的整合能力，将使得公司在未来获得巨大的竞争力。

图表22: 外包业务模式

- 对客户黏性增强
- 人均价值高



- 对客户黏性减弱
- 人均价值低
- 人员数量大

来源: 国金证券研究所

- 据 CCID 统计, 2010 年, 我国业务流程外包(BPO)市场规模为 92 亿元, 同比增长 52.3%; 信息技术外包(ITO)市场规模为 127 亿元, 同比增长 29%。CCID 预测, 到 2013 年, 我国业务流程外包(BPO)市场规模将增加到 342 亿元, 年均增长率 50%以上; 信息技术外包(ITO)市场规模将增加到 288 亿元, 年均增长率 30%以上。
- 对于外包业务, 我们给与持续的关注和研究。



## 风险提示

公司三大募投项目虽然气魄宏大，但是最大的风险是能否吸引、挽留住足够多的人才。从我们接触到的各个产品条线、各个级别的人员来看，用友人才整体水平要高于一般的软件企业。但是用友的战略目标也远远高于其他企业。所以人才问题，将会用友未来 5 年内核心问题和最大风险之一。其他风险因素罗列如下：

- PAAS 平台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。
- 人力成本上升
  - 人员成本上升是中国企业普遍面临的问题。从上文分析的人均费用、人均创收、人均创利指标来看，用友有很大的提升空间。紧缩费用、增加员工收入、利用股权激励、提升发展空间等手段综合运用，方能有效规避这一风险。
- 大企业病风险。
  - 在于用友的部分代理商、客户交流的时候，大家居然不约而同的认为用友是国企。他们口中的国企意味着效率低下，机构臃肿，人浮于事。用友是不折不扣的股份制公司，为什么有如此评价值得深思。
  - 目前信息化处于加速发展周期，某些领域大鱼吃小鱼，大企业有优势；但在移动互联网时代，快鱼吃慢鱼的现象也不断上演。用友如何持续的保持高增长，是改变市场估值，改变保守形象的关键因素。
  - 企业执行力可能难以达到预期。综合分析而言，市场空间大，技术已经准备好，但能否实现爆发性的增长，还要看企业各个层级是否有昂扬的斗志和坚决的执行力。
- 提示
  - 募集资金会带来部分利息收入，推测将增厚业绩；
  - 募投项目和传统业务协同，可能会带来正向收益；
  - 不排除未来研发费用资本化的可能性。



**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,726	2,347	2,979	4,107	5,346	7,060
增长率		36.0%	26.9%	37.9%	30.2%	32.1%
主营业务成本	-212	-391	-517	-622	-760	-1,101
%销售收入	12.3%	16.7%	17.4%	15.1%	14.2%	15.6%
毛利	1,513	1,956	2,462	3,486	4,586	5,959
%销售收入	87.7%	83.3%	82.6%	84.9%	85.8%	84.4%
营业税金及附加	-48	-63	-81	-112	-145	-192
%销售收入	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
营业费用	-779	-1,050	-1,359	-1,848	-2,352	-3,036
%销售收入	45.1%	44.7%	45.6%	45.0%	44.0%	43.0%
管理费用	-566	-658	-897	-1,232	-1,604	-2,047
%销售收入	32.8%	28.1%	30.1%	30.0%	30.0%	29.0%
息税前利润 (EBIT)	121	184	124	293	485	684
%销售收入	7.0%	7.9%	4.2%	7.1%	9.1%	9.7%
财务费用	8	11	1	33	70	95
%销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.1%	-0.8%	-1.3%	-1.3%
资产减值损失	-7	-9	-22	-12	-4	-5
公允价值变动收益	-76	49	0	0	0	0
投资收益	204	244	9	8	10	10
%税前利润	43.7%	36.2%	2.6%	1.3%	1.1%	0.9%
营业利润	250	479	113	322	562	783
营业利润率	14.5%	20.4%	3.8%	7.8%	10.5%	11.1%
营业外收支	218	195	235	292	315	334
税前利润	468	674	348	614	877	1,117
利润率	27.1%	28.7%	11.7%	15.0%	16.4%	15.8%
所得税	-60	-60	-2	-61	-88	-112
所得税率	12.9%	8.9%	0.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	408	614	346	553	789	1,006
少数股东损益	12	20	14	14	14	14
归属于母公司的净利润	395	594	332	539	775	992
净利率	22.9%	25.3%	11.1%	13.1%	14.5%	14.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	408	614	346	553	789	1,006
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	71	77	107	113	98	94
非经营收益	-194	-332	-28	-239	-315	-334
营运资金变动	46	33	50	792	425	747
经营活动现金净流	330	392	475	1,219	997	1,514
资本开支	-51	-259	-297	1,060	80	98
投资	-144	24	-393	-1	0	0
其他	179	243	13	8	10	10
投资活动现金净流	-16	8	-677	1,067	90	108
股权募资	56	281	1	0	0	0
债权募资	0	0	350	-216	0	1
其他	-238	-150	-387	-18	-174	-174
筹资活动现金净流	-183	131	-36	-234	-174	-173
现金净流量	132	531	-239	2,052	914	1,449

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,085	1,625	1,398	3,450	4,364	5,813
应收款项	365	573	960	618	804	1,062
存货	14	12	18	15	19	27
其他流动资产	65	6	11	8	10	13
流动资产	1,529	2,215	2,387	4,091	5,196	6,915
%总资产	49.6%	58.0%	50.1%	73.7%	76.4%	79.8%
长期投资	285	57	134	135	134	134
固定资产	548	668	901	990	1,176	1,360
%总资产	17.8%	17.5%	18.9%	17.8%	17.3%	15.7%
无形资产	712	840	1,295	335	291	253
非流动资产	1,555	1,604	2,379	1,462	1,602	1,749
%总资产	50.4%	42.0%	49.9%	26.3%	23.6%	20.2%
资产总计	3,084	3,820	4,766	5,553	6,798	8,664
短期借款	0	0	205	0	0	0
应付款项	622	692	1,170	1,453	1,860	2,475
其他流动负债	319	500	660	993	1,207	1,986
流动负债	941	1,192	2,035	2,446	3,066	4,461
长期贷款	0	0	150	150	150	151
其他长期负债	23	14	15	0	0	0
负债	964	1,206	2,200	2,596	3,216	4,612
普通股股东权益	2,088	2,581	2,526	2,903	3,515	3,971
少数股东权益	33	33	40	54	68	82
负债股东权益合计	3,084	3,820	4,766	5,553	6,798	8,664

**比率分析**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.847	0.946	0.407	0.660	0.950	1.215
每股净资产	4.473	4.110	3.095	3.557	4.306	4.865
每股经营现金净流	0.779	0.637	0.600	1.493	1.222	1.855
每股股利	1.000	0.300	0.220	0.200	0.200	0.656
回报率						
净资产收益率	18.94%	23.01%	13.14%	18.56%	22.05%	24.97%
总资产收益率	12.82%	15.54%	6.97%	9.70%	11.40%	11.44%
投入资本收益率	4.91%	6.43%	4.23%	8.50%	11.69%	14.64%
增长率						
主营业务收入增长率	27.18%	36.01%	26.92%	37.88%	30.16%	32.06%
EBIT增长率	-1.77%	52.80%	-32.64%	136.11%	65.23%	41.00%
净利润增长率	9.70%	50.14%	-44.07%	62.28%	43.81%	27.96%
总资产增长率	2.52%	23.84%	24.78%	16.51%	22.43%	27.44%
资产管理能力						
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	46.2	34.5	25.3
偿债能力						
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	-8.8	-6.9	-7.2
资产负债率	31.26%	31.58%	46.16%	46.76%	47.31%	53.23%

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	3	8	18
买入	0	0	1	2	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.20	1.20	1.21

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
5 2011-10-11	买入	21.83	28.00 ~ 30.00
6 2011-10-31	买入	20.59	28.00 ~ 28.00
7 2011-12-25	买入	17.96	N/A
8 2012-01-31	买入	16.45	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方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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信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惟一因素。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或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038271

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: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金  
融中心 34B