

集行业大成，初现行业解决方案厂商雏形

---东华软件(002065)调研报告

民生精品---调研报告/计算机及信息服务业

2012年11月15日

报告摘要:

● 系统集成领域海纳百川，没有天花板

由于目前中国整体信息技术渗透率还很低，很多面向细分行业的小型软件公司将伴随着行业信息化率的提升而长大。但是，一旦公司成长到一定规模，市场天花板就触手可及。而较之垂直领域的软件公司，系统集成/行业解决方案类公司在短期内很难触碰到市场天花板，市场空间较大。相对于垂直行业领域，系统集成领域海纳百川，没有天花板。

● 东华软件不仅是系统集成，更是行业解决方案提供商

东华软件不仅仅只是做系统集成，更是行业解决方案提供商。提供行业解决方案的关键是能够提供贴近行业需求的软件。公司纯粹的系统集成收入从2006年的84%降至目前的69%左右，且公司在金融、医疗等行业具有完整、成熟的软件开发经验，软件占比较高；而在石油、煤炭、电力等行业的硬件占比较高。

● 客户粘性、软件服务能力及成本控制能力是长期竞争力的来源

公司多年来净利润增速维持在30%左右，且毛利率、净利率高于其他系统集成公司。我们认为有以下原因：(1) 客户IT支出粘性较强。公司下游多半是政府、央企，IT支出粘性大于市场型企业（如用友），在经济下行期间受到的负面影响相对较小；(2) 行业多元化，有效分散风险。多行业、多领域的系统集成商业模式有效抵御经济下行风险。(3) 以客户为导向的商业策略使得客户粘性较大，软硬结合的销售策略使得公司具有较好的议价能力。(4) 强大的销售能力。公司采用大客户销售战略，对销售采取净利润考核制度，激励机制较好，销售能力优于同业。(5) 优异的成本控制能力。一方面人员本地化、金字塔化有效节约了人力成本；另一方面，公司高管低调高效的管理风格有效控制了管理费用的增长。近年来，公司的收入增速一直快于员工增速，而人均净利润则不断提升。

● 受订单规模增大及经济下行影响，公司营业效率有所下降，但管理良好

(1) 公司的商业模式决定了公司毛利高于同业；(2) 销售收现率反映公司收入增长并非依赖应收账款；(3) 存货增长与订单增速匹配；(4) 受订单规模增大及经济下行影响，营运效率有所下降，但内部管理依然良好；(5) ROIC稳定，ROE提升空间极大。

● 东华初现行业整合者和解决方案提供商的雏形，看好长期发展前景

我们认为，在中国信息化率不断提升的背景下，东华正在展现其作为一个行业整合者和行业解决方案提供商所需特质。一旦东华形成基于客户需求的整体方案交付能力，为客户提供一揽子的解决方案，就有可能转型成为类似于IBM一样的综合服务厂商，成为行业的集大成者。我们坚定看好东华长期发展前景。

● 盈利预测和评级

到目前为止，除了增发中止以外，年初我们选择东华作为首选标的的主要因素（经济下行期间大型企业的IT支出具有粘性）并没有发生显著变化。我们维持前期盈利预测，预计摊薄后2012-2013年EPS分别为0.85元/1.15元，对应PE分别为15x/12x。在前期大跌之后，公司估值急剧下降，我们维持“强烈推荐”，建议积极关注。

● 风险提示

(1) 宏观经济下行导致行业需求下滑；(2) 宏观经济下行导致回款较慢。

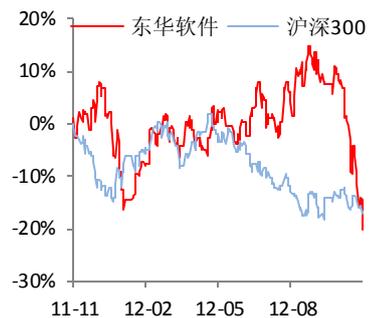
强烈推荐

维持评级

交易数据 (2012-11-14)

收盘价(元)	13.1
近12个月最高/最低	19/12.73
总股本(百万股)	689.97
流通股本(百万股)	590.65
流通股比例%	85.61
总市值(亿元)	90.39
流通市值(亿元)	77.37

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：尹沿技

执业证书编号：S0100511050001

电话：(8621)68885156

Email: yinyanji@mszq.com

分析师：卢婷

执业证书编号：S0100511010007

电话：(8610)85127655

Email: luting@mszq.com

相关研究

目录

一、东华软件是 A 股软件板块两家实现跨行业、跨地域的 IT 公司之一	3
二、深入行业应用，系统集成没有天花板	3
1、软件行业的分类	3
2、中国软件公司多半面向垂直领域，市值较小	4
3、面向垂直领域的软件公司长大后就会遇到天花板，系统集成则海纳百川，没有天花板	4
三、公司不仅仅是系统集成，更是行业解决方案提供商	5
1、连年来公司软件占比持续攀升	5
2、深入行业应用，软硬件占比灵活配置	5
四、客户粘性、软件服务能力及成本控制能力是长期竞争力的来源	6
1、商业模式决定了公司毛利高于同业	7
2、销售收现率反映公司收入增长并非依赖应收账款	7
3、存货增长与订单增速匹配	7
4、受经济下行及订单规模增大影响，营运效率有所下降，但内部管理依然良好	8
5、ROIC 稳定，ROE 提升空间极大	8
五、2012 年年初将东华作为大票首选标的原因到目前为止并未发生显著变化，重申“强烈推荐”	9
1、目前价位对应 2012-2013 年 PE 分别为 15x/12x，重申“强烈推荐”	9
2、东华正在展现其作为一个行业整合者和行业解决方案提供商所需特质，看好公司长期发展前景	9
六、风险提示	10
插图目录	11
表格目录	11

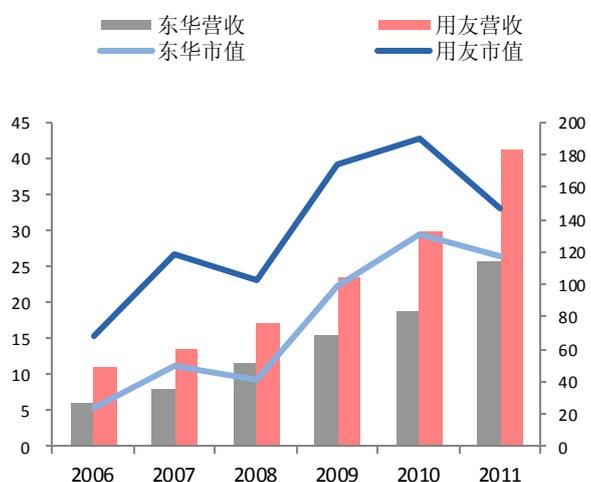
我们近期组织了东华软件的现场调研和电话会议沟通。我们的观点汇总如下：(1) 较之垂直领域的软件公司，系统集成/行业解决方案类公司在短期内很难触碰到市场天花板，市场空间较大；(2) 东华软件是系统集成行业中最优质的公司，且正在展现其作为一个行业整合者和行业解决方案提供商所需的特质，公司的客户粘性、软件服务能力及成本控制能力是长期竞争力的来源；(3) 行业需求方面，来自金融医疗及政府的 IT 投入增长依然较为稳定，业绩增长确定，预计摊薄后 2012-2013 年 EPS 分别为 0.85 元/1.15 元，目前价位对应 2012-2013 年 PE 分别为 15x/12x，重申“强烈推荐”。

我们认为，在中国信息化率不断提升的背景下，东华正在展现其作为一个行业整合者和行业解决方案提供商所需特质。一旦东华形成基于客户需求的整体方案交付能力，为客户提供一揽子的解决方案，就有可能转型成为类似于 IBM 一样的综合服务厂商（硬件+软件产品+服务+咨询），成为行业的集大成者。我们坚定看好东华长期发展前景。

一、东华软件是 A 股软件板块两家实现跨行业、跨地域的 IT 公司之一

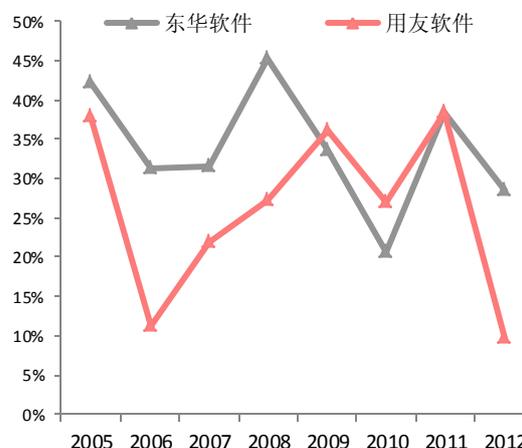
A 股 IT 行业成功实现了跨行业、跨地域的两家软件公司，有且仅有两家公司：其一为用友软件（产品化软件）；其二为东华软件（系统集成）。

图 1：用友和东华都是软件行业中少数达到百亿市值的公司



资料来源：wind、民生证券研究院

图 2：东华软件营收增速稳定性强于用友



资料来源：wind、民生证券研究院

二、深入行业应用，系统集成没有天花板

1、软件行业的分类

为了更好的说明问题，我们首先梳理一下 IT 行业的分类。如果以产品形态划分，相关公司可以分为：(1) 纯粹的软件产品类公司，如用友、广联达、石基信息、四维图新、恒生电

子、远光软件等，软件产品占比在 50%以上；（2）系统集成公司，如华胜天成、太极股份、东华软件、荣之联等，系统集成占比在 50%以上。值得注意的是，各家公司由于软硬占比不同，业务模式也有很大差别。（3）运维、服务类公司，如汉得信息、天玑科技、银信科技等。

以商业模式划分：（1）license 模式，典型如用友；（2）项目工程模式，如东华软件。更为典型的，甚至类似建筑施工企业的，如易华录、银江股份、汉鼎股份等。

以行业领域划分：（1）跨行业通用型，如用友；（2）行业专用型，如广联达。

2、中国软件公司多半面向垂直领域，市值较小

中国 A 股上市的 IT 公司面临着三大困难：

（1）很少有公司能横跨（横向）两个以上行业，上市公司多半是行业垂直（纵向）领域软件（比如，广联达—建筑行业；石基信息—酒店行业；恒生电子—金融行业；远光—电力行业；卫宁—医疗行业等等）；

（2）跨区域拓展也并不容易，大多数公司仍然处于基于优势区域的基础上，向其他区域拓展的阶段。比如荣科科技在东北的地域优势，天玑科技在华东的客户优势，易联众在福建的优势；

（3）很少有公司能够很少有公司市值能够达到百亿。截止 9 月底，市值过百亿的只有同方、航信、用友、东华、东软；而软件板块经历前期下跌后，市场过百亿的只剩下同方、航信和用友，东华的市值已经降至 90 亿左右。

3、面向垂直领域的软件公司长大后就会遇到天花板，系统集成则海纳百川，没有天花板

由于目前中国整体信息技术渗透率还很低，因此各个行业的技术渗透率有极大的提升空间，很多面向细分行业的小型软件公司将伴随着行业信息化率的提升而长大。但是，一旦公司成长到一定规模，市场天花板就触手可及。要扩大市场规模，就必须考虑：

（1）跨行业（典型如软控）、跨地域（甚至开拓海外市场。典型如软控）；

（2）或者是商业模式的转型（典型如用友）。

较之垂直领域的软件公司，系统集成/行业解决方案类公司在短期内很难触碰到市场天花板，市场空间较大。因此很多公司遇到发展瓶颈后进入系统集成/行业解决方案领域。比如：

（1）用友进入医疗领域（HIS+区域信息化医疗平台+HRP），从而与东华、东软、万达、卫宁等公司的医疗信息化业务发生交集；

（2）博彦提出外包转型的路径之一来自切入行业应用（而非仅仅提供基础测试、系统服务等）。

由此可以看出，相对于垂直行业领域，系统集成领域海纳百川，没有天花板。

三、公司不仅仅是系统集成，更是行业解决方案提供商

1、连年来公司软件占比持续攀升

东华软件不仅仅只是做系统集成，更是行业解决方案提供商。提供行业解决方案的关键是能够提供贴近行业需求的软件。

公司纯粹的系统集成收入从 2006 年的 84% 降至目前的 69% 左右。而市场一直拿来与东华比较的华胜天成，今年中期系统集成收入占比仍然达到 74%。

表 1：公司纯粹的系统集成收入从 2006 年的 84% 下降至 2012 年的 69% 左右

收入构成，%	2006	2007	2008	2009	2010	2011	1H2012
系统集成收入	84.35	79.12	75.82	71.02	69.13	71.48	69.11
技术服务收入	7.34	6.72	12.04	9.23	11.8	13.64	13.74
自制及定制软件	8.31	9.59	9.47	17.95	17.12	14.37	13.73

资料来源：公司报告、民生证券研究院

2、深入行业应用，软硬件占比灵活配置

总的来说，公司在金融、医疗等行业具有完整、成熟的软件开发经验，软件占比较高；而在石油、煤炭、电力等行业的硬件占比较高。

（1）金融领域：公司为银行提供全套解决方案，从核心业务系统到银行管理系统，以及其他增值服务系统（比如灾备和数据安全等），包括银行软件系统及数据中心建设。公司提供的主要客户对象是股份制商业银行和各地城市商业银行。而未来 3-5 年，中国城市商业银行并购重组催生 IT 系统投资机会，金融行业的区域整合使得系统需求大大增加。公司对银联通、神州新桥的并购，说明公司将着力拓展金融行业。另外，随着公司在金融行业业务量的提升，规模化和复用性降低成本，使得金融行业毛利率稳步上升。

（2）医疗领域：公司主要做 HIS 系统。目前公司在全国三甲医院 HIS 系统市场份额达到 50% 以上，是国内第一流的 HIS 厂商，未来仍有进一步拓展的市场空间。另外，在新医改的背景下，公司也在积极拓展各地区域医疗信息化平台市场。

（3）政府部门：智慧城市理念的提出，加快了城市信息化进程。在此背景下，政府行业的信息化建设投入将会增大，进而推动系统集成厂商的业务发展。随着信息化的深入，政府部门的信息化需求不再局限于 OA、视频会议等层面，而是拓展至应急、安保、医保等领域。由于多年积累，公司在政府层面的资金积累、人脉积累都有助于公司在这个领域获得发展。硬件方面，今年以来，公司参与较多平安城市建设项目；软件方面，公司获得北京市交通部门应急指挥软件平台订单，以及水利部山洪预警系统咨询及开发订单，都预示着公司在政府部门 IT 信息化领域还将大有可为。

表 2：公司持续将资源灵活配置到最好的行业中，金融保险医疗收入占比持续提升

收入构成占比，%	2006	2007	2008	2009	2010	2011	1H2012
金融、保险、医疗行业	11.94	18.51	28.06	32.60	36.70	42.31	43.93
电力、水利行业	21.38	24.81	19.07	17.83	17.50	16.26	16.82

通信行业	16.29	13.30	10.10	8.67	10.16	10.58	13.54
政府行业	12.64	14.99	13.89	13.78	12.94	11.28	6.62
其他行业	9.43	15.76	11.71	9.80	7.77	7.15	6.27
计算机服务业	7.60	2.50	8.24	7.52	6.30	5.70	4.62
制造业	9.15	4.95	4.84	4.42	3.66	3.45	2.83
石油、化工行业	11.57	5.19	4.10	3.60	2.99	2.74	1.95

资料来源：公司报告、民生证券研究院

四、客户粘性、软件服务能力及成本控制能力是长期竞争力的来源

公司多年来净利润增速维持在 30%左右，且毛利率、净利率高于其他系统集成公司。我们认为有以下原因：

（1）客户 IT 支出粘性较强。公司下游多半是政府、央企，IT 支出粘性大于市场型企业（如用友），在经济下行期间受到的负面影响相对较小；

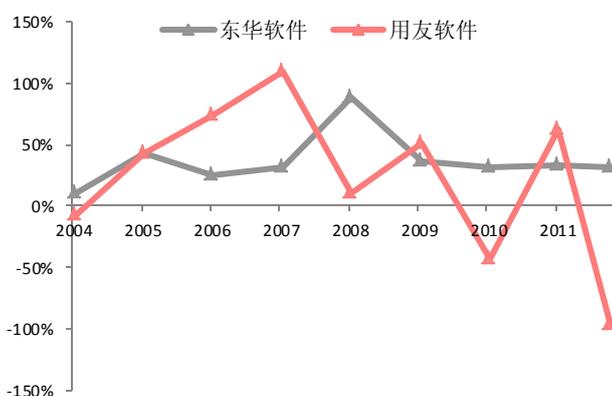
（2）行业多元化，有效分散风险。多行业、多领域的系统集成商业模式有效抵御经济下行风险。

（3）以客户需求为导向的商业策略使得客户粘性较大，软硬结合的销售策略使得公司具有较好的议价能力。

（4）强大的销售能力。公司采用大客户销售战略，对销售采取净利润考核制度，激励机制较好，销售能力优于同业（公司副总多半是销售部门出身，大多拥有股权）

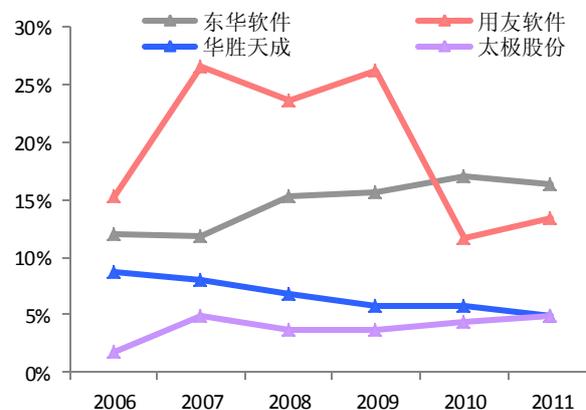
（5）优异的成本控制能力。一方面人员本地化、金字塔化有效节约了人力成本；另一方面，公司高管低调高效的管理风格有效控制了管理费用的增长。近年来，公司的收入增速一直快于员工增速，而人均净利润则不断提升。

图 3：东华软件连年净利润增速在 30%左右



资料来源：wind、民生证券研究院

图 4：东华软件净利率在 15%左右，高于其他系统集成厂商



资料来源：wind、民生证券研究院

表 3: 公司人均产出指标高于同业

人均产出	东华软件	用友软件	华胜天成	太极股份	浪潮信息
2005/12/31	131.17	19.82	192.49	n.a.	57.76
2006/12/31	94.16	21.86	220.98	n.a.	91.86
2007/12/31	112.89	21.97	159.68	n.a.	87.25
2008/12/31	84.22	22.22	193.14	n.a.	92.5
2009/12/31	88.31	27.96	99.1	147.78	100.5
2010/12/31	82.28	27.87	86.8	146.77	101.15
2011/12/31	87.76	32.73	101.19	138.44	101.88

资料来源: wind、民生证券研究院

表 4: 公司人均净利润高于同业

人均净利润	东华软件	用友软件	华胜天成	太极股份	浪潮信息
2005/12/31	16.61	1.96	17.33	n.a.	0.37
2006/12/31	11.24	3.37	19.22	n.a.	0.86
2007/12/31	13.4	5.84	12.7	n.a.	1
2008/12/31	12.91	5.09	13.25	n.a.	1.89
2009/12/31	13.74	7.07	5.57	5.41	0.37
2010/12/31	13.96	3.11	4.42	6.52	3.21
2011/12/31	14.28	4.26	4.56	6.8	6.24

资料来源: wind、民生证券研究院

1、商业模式决定了公司毛利高于同业

公司毛利高于行业平均水平的主要原因在于: (1) 公司软件占比高于其他系统集成公司; (2) 由于深度贴近客户业务应用, 公司往往以软件和整体咨询业务切入客户诉求, 其后对客户系统集成就具有一定的议价能力。

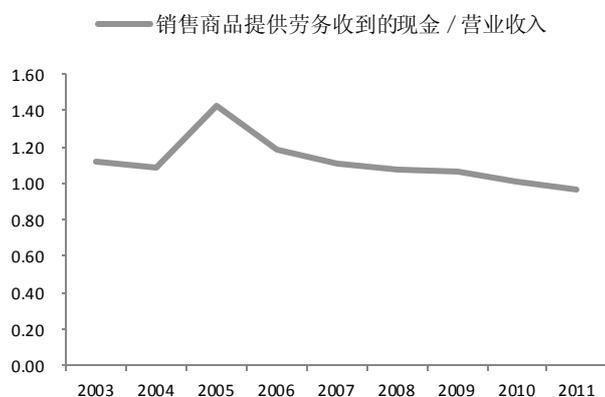
2、销售收现率反映公司收入增长并非依赖应收账款

市场一直认为公司的现金流情况不佳, 而我们观察销售收现率这个指标, 公司连年来保持在 1 左右。虽然公司的比例小于 1.17, 考虑到营业税的因素, 我们认为这个比例说明公司的收入并不是依赖应收账款获得的。

3、存货增长与订单增速匹配

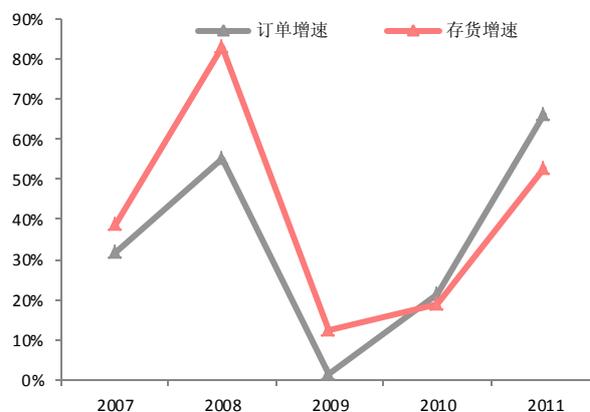
公司的存货构成主要是在产品, 也即系统集成项目中已代用户采购并发往现场、处于安装调试阶段、未经最终验收的产品增加。公司存货的增长主要源于订单的增长。

图 5: 公司销售收现率保持在 1 以上



资料来源: wind、民生证券研究院

图 6: 公司存货增长与订单增长匹配



资料来源: wind、民生证券研究院

4、受订单规模及经济下行增大影响，营运效率有所下降，但内部管理依然良好

由于下游客户主要是政府的缘故，以及受到宏观经济形势的影响，公司今年应收账款增加较多，但我们认为风险整体可控。

一方面，由于公司项目的不断增加，以及订单金额的扩大，项目实施周期被拉长；另一方面，经济下行使得下游占款增多，因此应收账款周转率有所下降。但注意到公司的流动资产周转率稳步上升，从侧面反映出公司较好的内部管理能力。

5、ROIC 稳定，ROE 提升空间极大

公司 ROE 常年保持在 18% 以上，ROIC 维持在 17% 左右，考虑到公司并没有充分使用杠杆（截止 2011 年底公司权益乘数仅为 1.49%），在公司发行可转债后，以及资产周转率改善以后，预计公司 ROE 还有很大的提升空间。

图 7: 公司应收账款周转率有所下降但流动资产周转率上升

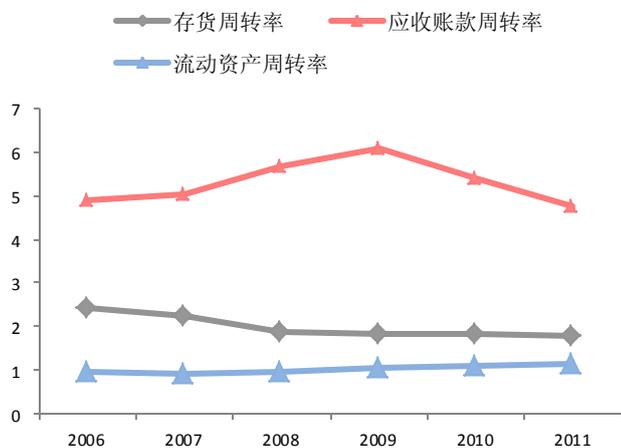
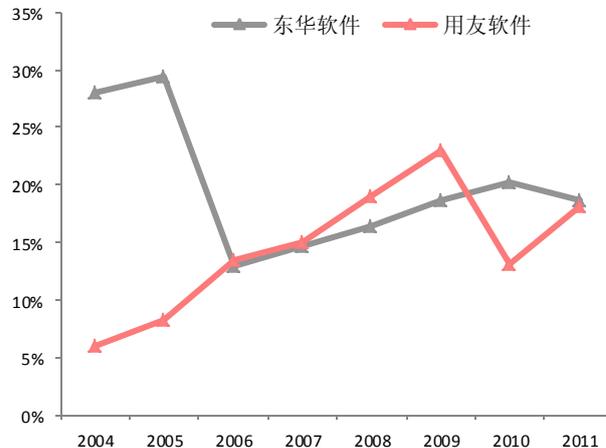


图 8: 公司 ROE 维持在 18% 以上



资料来源：wind、民生证券研究院

资料来源：wind、民生证券研究院

五、2012 年年初将东华作为大票首选标的原因到目前为止并未发生显著变化，重申“强烈推荐”

1、目前价位对应 2012-2013 年 PE 分别为 15x/12x，重申“强烈推荐”

回顾今年年初，我们将东华软件作为软件行业大市值公司首选标的主要原因在于：

（1）在经济不景气的背景下，政府、央企的 IT 支出具有一定粘性，收缩力度小于中小企业（对比用友）。因此，我们认为公司业绩确定性更强，另外，去年留存订单也为今年业绩提供了较高保障。虽然公司在现金流上有所牺牲（从行业三季报看这是普遍现象），但订单需求仍然较为稳定。

（2）年初公司公布股权激励方案，行权条件为 2012-2014 年扣非后净利润 CAGR 将达到 35%（超出市场预期），股票期权的行权价格为 21.59 元/股（摊薄后为 16.6 元）。极高的股权激励行权条件彰显了管理层信心。

（3）增发。公司 6 月 4 日公布增发预案，发行价不低于 19.18 元/股，募集资金总额不超过 6.92 亿元。

到目前为止，除了增发中止以外，当初我们选择东华作为首选标的主要因素并没有发生显著变化。我们维持前期盈利预测，预计摊薄后 2012-2013 年 EPS 分别为 0.85 元/1.15 元，对应 PE 分别为 15x/12x。在前期大跌之后，公司估值急剧下降，我们维持“强烈推荐”，建议积极关注。

2、东华正在展现其作为一个行业整合者和行业解决方案提供商所需特质，看好公司长期发展前景

我们认为：

（1）公司所在行业市场空间足够大，增速长期维持在 25% 以上；

（2）公司的商业模式无需转型。目前公司的商业模式被证明是行之有效的，对客户具有较强粘性。

（3）公司所需要进一步努力的，是深入行业应用，为行业提供解决完整方案，从单纯的系统集成厂商向行业解决方案厂商（硬件+软件产品+服务+咨询）逐步转型。

回顾 IBM 前总裁郭士纳在《谁说大象不能跳舞》一书中对 IBM 转型原因的阐述：用户面对繁杂的软硬件整合问题将感到越来越捉襟见肘，迫切希望能够得到整体的解决方案，这也是 IBM 向软件服务业转变的雏形。而 IT 行业发展的趋势是产业逐渐细分，各种硬件、软件逐步发展和分化，形成一个个的细分需求和市场，IT 业变得越来越复杂。在这种背景下，IBM 看到，在未来的十年中，客户将逐渐看重那些能提供整体解决方案——即能将各种供应商所提供的电脑零部件和软件进行整合的技术方案，以及能将技术整合到一个企业流程中的公司。

信息技术产业将变成以服务为主导的产业，而并不以技术为主导。因此，IBM 成功转型成为行业的整合者，和综合服务方案提供商。

我们认为，在中国信息化率不断提升的背景下，东华正在展现其作为一个行业整合者和行业解决方案提供商所需特质。一旦东华形成基于客户需求的整体方案交付能力，为客户提供一揽子的解决方案，就有可能转型成为类似于 IBM 一样的综合服务厂商，成为行业的集大成者。我们坚定看好东华长期发展前景。

六、风险提示

主要风险在于：（1）宏观经济下行导致行业需求下滑；（2）宏观经济下行导致回款较慢。

插图目录

图 1: 用友和东华都是软件行业中少数达到百亿市值的公司	3
图 2: 东华软件营收增速稳定性强于用友	3
图 3: 东华软件连年净利润增速在 30%左右	6
图 4: 东华软件净利率在 15%左右, 高于其他系统集成厂商	6
图 5: 公司销售收现率保持在 1 以上	8
图 6: 公司存货增长与订单增长匹配	8
图 7: 公司应收账款周转率有所下降但流动资产周转率上升	8
图 8: 公司 ROE 维持在 18%以上	8

表格目录

表 1: 公司纯粹的系统集成收入从 2006 年的 84% 下降至 2012 年的 69% 左右	5
表 2: 公司持续将资源灵活配置到最好的行业中, 金融保险医疗收入占比持续提升	5
表 3: 公司人均产出指标高于同业	7
表 4: 公司人均净利润高于同业	7

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	2,586	3,512	4,838	6,711
减：营业成本	1,783	2,451	3,362	4,717
营业税金及附加	26	35	48	67
销售费用	113	133	169	235
管理费用	194	263	410	530
财务费用	7	4	2	(4)
资产减值损失	18	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	444	625	846	1,166
加：营业外收支净额	17	17	22	31
三、利润总额	461	642	867	1,197
减：所得税费用	40	57	74	102
四、净利润	421	585	794	1,095
归属于母公司的利润	421	585	794	1,095
五、基本每股收益 (元)	0.61	0.85	1.15	1.59

主要财务指标

项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	19.46	19.25	14.03	9.94

成长能力:

营业收入同比	38.30%	35.78%	37.77%	38.72%
营业利润同比	36.0%	40.7%	35.4%	37.9%
净利润同比	32.65%	38.87%	35.76%	38.02%

营运能力:

应收账款周转率	4.75	5.30	6.04	6.06
存货周转率	2.60	2.76	3.04	3.03
总资产周转率	0.90	1.00	1.15	1.18

盈利能力与收益质量:

毛利率	31.0%	30.2%	30.5%	29.7%
净利率	16.3%	16.6%	16.4%	16.3%
总资产净利率 ROA	12.5%	16.1%	16.5%	16.8%
净资产收益率 ROE	18.6%	21.3%	22.4%	23.6%

资本结构与偿债能力:

流动比率	2.39	2.72	2.97	3.21
资产负债率	32.4%	29.3%	28.9%	28.7%

每股指标:

每股收益	0.61	0.85	1.15	1.59
每股经营现金流量	0.11	0.80	0.35	0.40
每股净资产	3.29	3.98	5.13	6.72

资产负债表

项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	450	727	1,052	1,534
应收票据	68	14	20	28
应收账款	651	673	928	1,287
预付账款	89	92	95	100
其他应收款	138	241	331	460
存货	1,202	1,343	1,842	2,585
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2,598	3,091	4,268	5,993
长期股权投资	41	40	40	40
固定资产	214	214	217	220
在建工程	9	6	4	3
无形资产	6	6	5	5
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	758	543	545	546
资产总计	3,356	3,633	4,813	6,540
短期借款	204	98	98	97
应付票据	69	101	138	194
应付账款	170	168	230	323
预收账款	569	702	886	1,141
其他应付款	16	13	18	26
应交税费	19	20	20	20
其他流动负债	41	55	68	87
流动负债合计	1,088	1,138	1,439	1,868
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,088	1,138	1,439	1,868
股本	531	690	690	690
资本公积	588	429	429	429
盈余公积	120	120	120	120
未分配利润	1,029	1,507	2,301	3,396
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	2,267	2,746	3,540	4,635
负债和股东权益合计	3,356	3,884	4,979	6,503

现金流量表

项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	76	553	244	279
投资活动现金流量	(58)	(1)	(2)	(2)
筹资活动现金流量	(3)	(109)	(3)	3

资料来源: 民生证券研究院

分析师与行业专家简介

尹沿技，IT行业首席分析师，3年IT行业经验，8年证券行业从业经验；2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名。

卢婷，IT行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。4年证券研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。