

云时代用友价值重估

买入 维持

目标价格：20.00 元

投资要点：

互联网对传统行业的冲击越来越深入，零售、通信、金融、医疗、教育，掌握了客户资源，借助互联网手段可以更方便的对客户需求进行多维度的挖掘和服务，这个趋势正从 2C 向 2B 蔓延，拥有大量用户资源的软件企业价值面临重估。

报告摘要：

- 互联网与云计算时代，客户资源变现方式更灵活。** 淘宝、京东、腾讯等 To C 的互联网巨头从提供图书、服装、家电到教育、旅游、医疗，再到基金保险理财，围绕用户需求的多维度挖掘和服务。未来很多企业需求也可以通过互联网来得到满足，软件、通信、金融、培训等，企业客户资源的变现方式也更为灵活。中国拥有超过 1200 万的小微企业，接近 4000 万的个体工商户，未来围绕如此数量庞大的企业用户群的软件、通信、金融、培训等领域市场空间巨大。
- 去 IOE 背景下平台价值凸显。** 用友 UAP 平台是一个先进的集成开发平台，支持各行业应用开发，在去 IOE，自主可控的信息安全背景下，国产的先进开发平台的价值将会凸现。
- 2014 进军新业务，打开新空间。** 公司公告 2014 年将发展互联网金融与虚拟运营商业务，我们认为这是公司需求客户多维度满足，深度价值挖掘的一个开始，未来将会更加精彩
- 传统软件业务转型，打造良好生态圈。** 经济环境下滑，用友传统的成长方式遇到一定瓶颈，软件业务开始转向良好生态圈的打造，发展实施外包，壮大合作伙伴，良好生态圈将是用友新一轮增长的推动力。
- 投资建议。** 预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.53, 0.68, 0.88 元，公司存在业务合作，战略投资，并购等多重投资机会。是长期投资标的，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	4122.16	4235.21	4673.00	5420.00	6396.00
增长率 (%)	38.38	2.74	10.34%	15.99%	18.01%
归母净利润(百万)	536.78	379.60	509.09	647.58	839.76
增长率 (%)	61.67	-29.28	34.11%	27.20%	29.68%
每股收益	0.56	0.39	0.53	0.68	0.88
市盈率	33	48	35	27	21

计算机行业研究组

分析师：

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

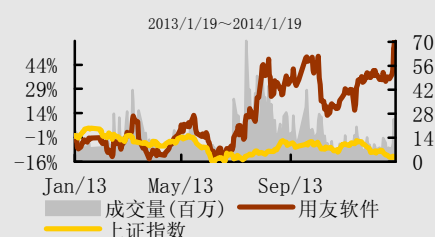
Email: yihuanhuan@hysec.com

姜国平(S1180513070003)

电话：021-51782232

Email: jiangguoping@hysec.com

市场表现



相关研究

《用友软件：涉足新业务打开新空间》

2014/1/15

《广联达：深挖建筑信息领域，长期高速增长》

2013/10/28

目录

一、互联网时代客户资源价值重估.....	4
（一）互联网对传统行业的冲击正在深入，得小微者得天下	4
（二）多年经营积累庞大企业客户群体	6
（三）争做云服务时代的领导者，迈向千亿之路	6
（四）互联网金融助力小微企业	10
（五）虚拟运营商与主业全面协同，打开新空间	12
1、政策逐渐落地，牌照加速发放	12
2、潜在空间广阔，百亿市场开启	12
3、移动转售商中唯一企业管理专家	13
4、协同发展路径清晰，有望服务全产品线	14
二、去 IOE 背景下平台价值重估	15
三、传统软件业务转型，打造良好生态圈	16
四、投资建议：	17

插图

图 1: 阿里巴巴紧随技术变革.....	4
图 2: 阿里金融业务对传统金融的冲击	5
图 3: 互联网使得跨界变得更容易, 用户数是基础.....	5
图 4: 用友软件多个细分市场排名第一.....	6
图 5: 用友发展的三个阶段, 两次转型.....	7
图 6: 用友云服务产业链.....	7
图 7: 中国拥有庞大的小微企业用户群.....	8
图 8: 企业社交管理价值模型.....	9
图 9: IT 企业营收突破十亿百亿门槛需要的时间	9
图 10: 阿里金融的核心商业逻辑.....	10
图 11: 阿里小贷的业务模式.....	11
图 12: 金电联行供应链融资模型.....	11
图 13: 金电联行供应链融资流程.....	11
图 14: 移动转售业务在美国覆盖率.....	13
图 15: 不同业务重点移动转售公司占比.....	14
图 16: 用友 UAP 平台关键特性.....	15
图 17: UAP 软件生态系统.....	16

表格

表 1 : 第一批十一家获试点批文企业.....	12
--------------------------	----

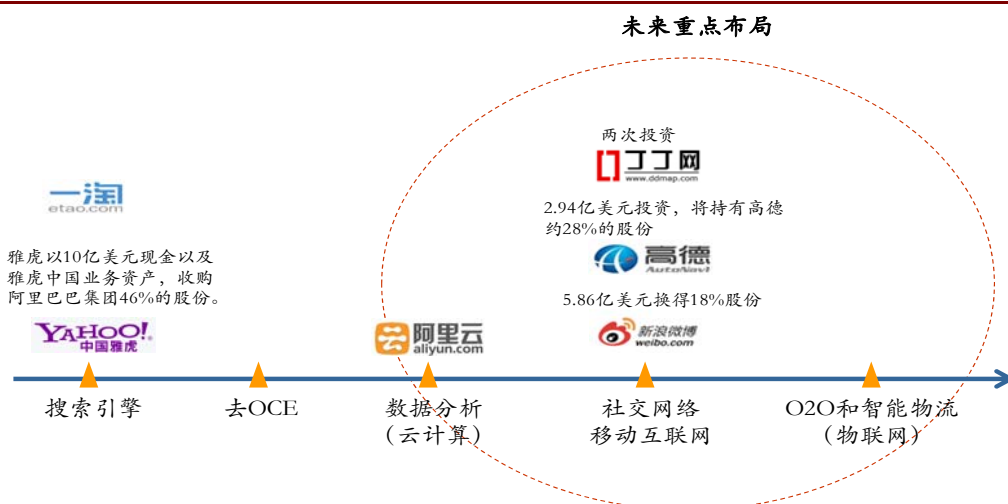
一、互联网时代客户资源价值重估

（一）互联网对传统行业的冲击正在深入，得小微者得天下

互联网对零售、通信、金融、教育、医疗的影响越来越深入。BAT 巨头凭借客户资源的优势，向更多领域进军。以阿里为例，平台提供的商品从服装、食品、百货延伸到旅游、教育，13 年延伸到金融领域，一款“余额宝”引发了互联网金融的大讨论，引发了活期存款大搬家。其跨界成功的重要因素便是其庞大的用户基数。

在面向个人用户的互联网应用中，谁把握住了草根阶层的需求，对广大草根阶层形成高度粘性，谁就能胜出，所谓得屌丝者得天下。而在面向企业用户的互联网应用中，我们认为更广大的空间在于小微企业，了解小微企业的需求，形成高度粘性，必将胜出。金蝶已经与阿里巴巴展开合作，提供针对中国电子商务企业的专业级财务管理软件。随后又宣布云之家公有云产品将永久免费，并且不限制企业使用人数，剑指企业互联网应用市场。软件企业竞争的战场已经开始从软件包市场向互联网市场转移。

图 1：阿里巴巴紧随技术变革



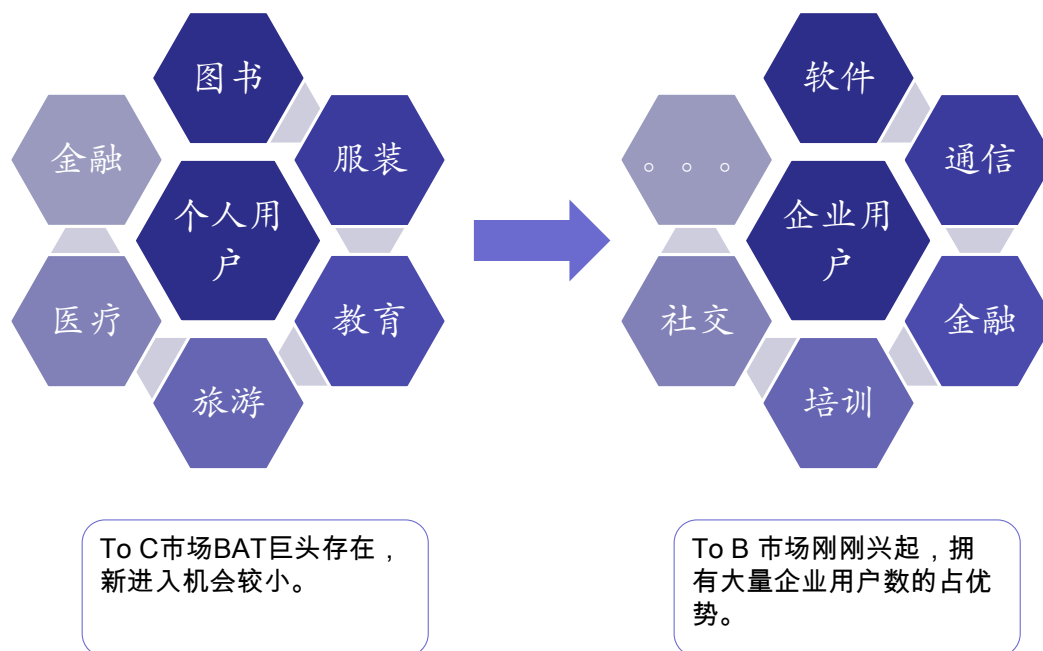
资料来源：互联网公开资料，宏源证券

图 2：阿里金融业务对传统金融的冲击



资料来源：互联网公开资料，宏源证券

图 3：互联网使得跨界变得更容易，用户数是基础



资料来源：宏源证券

（二）多年经营积累庞大企业客户群体

用友软件长期扎根于中国 ERP 市场，连续 10 年占据中国 ERP 软件市场份额第一的位置。是亚洲最大 ERP 企业。

图 4：用友软件多个细分市场排名第一



资料来源：CCID2011-2012，宏源证券

ERP 软件市场份额持续增长，2011 年超过总份额的 30%；管理软件、ERP 软件领域，用友市场份额均超过市场第二、第三位的总和；管理软件、ERP 软件连续 10 年荣获第一名；财务软件连续 21 年荣获第一名；EAM 软件连续 7 年荣获第一名；

用户客户覆盖中国及亚太地区 180 万家企业，其中包括中国 500 强企业中超过 60% 的公司，以及超过 150 万家的中小企业客户。

（三）争做云服务时代的领导者，迈向千亿之路

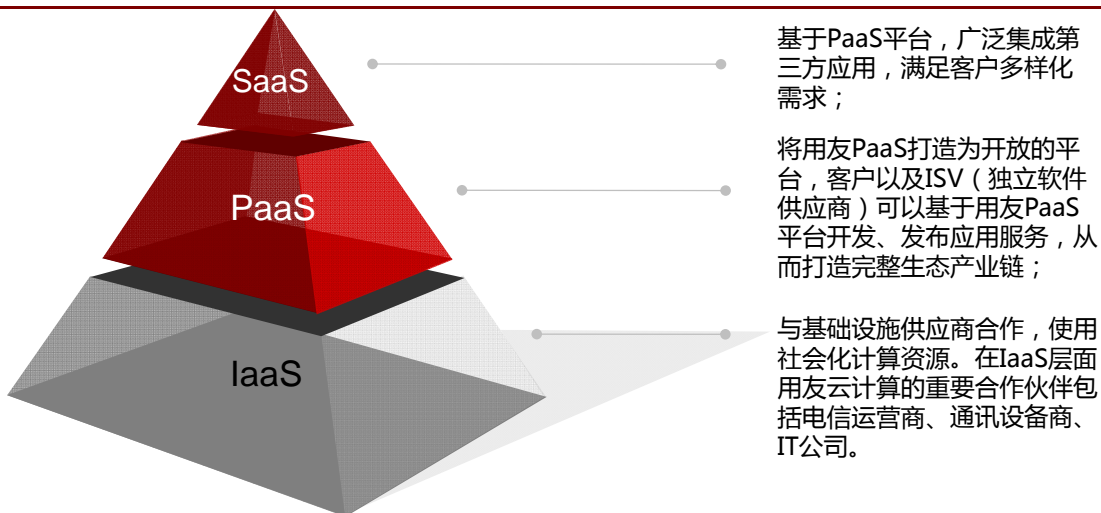
在用友过去的 25 年中，概括来讲经历了三个阶段，两次转型：从 1988 年创立开始，用友一直在财务软件领域耕耘了十年；20 世纪 90 年代末到 2010 年完成 ERP 软件普及之前，用友又在 ERP 软件领域做了十年；此后至少 5~6 年里，用友将努力发展为移动互联网下的云平台、云服务提供商。未来几年管理软件行业会诞生云服务商领导企业，因此 2014~2016 年也必将是用友关键的三年。

图 5：用友发展的三个阶段，两次转型



资料来源：宏源证券

图 6：用友云服务产业链



资料来源：公司资料，宏源证券

根据公开数据我国拥有超过 1200 万户的小微企业，个体工商户注册登记的超过 4000 万户，没有注册的约 2000 万户，如此庞大的基数为云服务商提供了巨大的发展空间。

图 7：中国拥有庞大的小微企业用户群



资料来源：互联网资料，宏源证券

企业正在发生社会化演变，其发展更依赖产业链环境和社会资源，成为社会目标与经营活动的结合体。用友企业社区是一个开放的企业商务社交网络，面向企业和商务人士，提供各类与办公商务有关的 APP Store 服务，帮助其更加精准的开展对外营销、服务、人力、采购等社会化业务；与客户、伙伴、产业链、员工等实现紧密高效的沟通，产生更多互动和协作。帮助企业和个人拓展与维系社会化商务关系，推动企业社会化转型。

企业社区通过用友云应用中心（APP Store）为用户提供了丰富的云应用服务，涉及营销服务、信息服务、电子商务、协同工作、内部管理等多个领域，助力企业开展各类对外业务、参与社会化互动。目前，企业社区中非常受欢迎的核心云服务有：微博通——企业微营销平台；轻博——企业新闻资讯发布平台；你问——企业在线问答平台；

根据 IDC 的预测，2016 年全球企业社交软件市场将达 45 亿美元，年复合增长率高达 42.4%。到 2015 年，几乎所有的企业都会使用内置的社交服务产品。

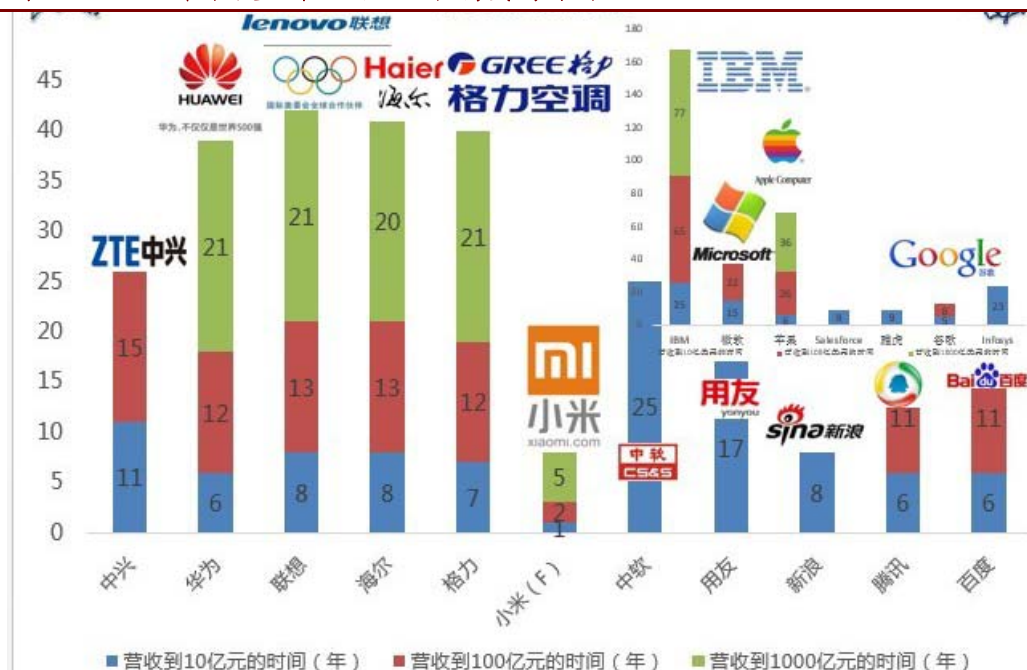
图 8：企业社交管理价值模型



资料来源：公司资料，宏源证券

回顾国内 IT 企业发展路径，传统 IT 硬件企业超过 100 亿元需要 12 年左右，传统软件企业则遥遥无期，如果不是走并购的外生式发展道路，100 亿元似乎很难看到；互联网企业则仅需要 10 年左右，而小米借互联网的力量仅用 2 年时间便实现了收入 100 亿的突破。用友如果能成功转型为云服务提供商的领导者，业绩增速将大大加快。凭借庞大的用户基数和潜在的用户群，收入规模有望快速突破百亿，迈向千亿市值之路。

图 9：IT 企业营收突破十亿百亿门槛需要的时间



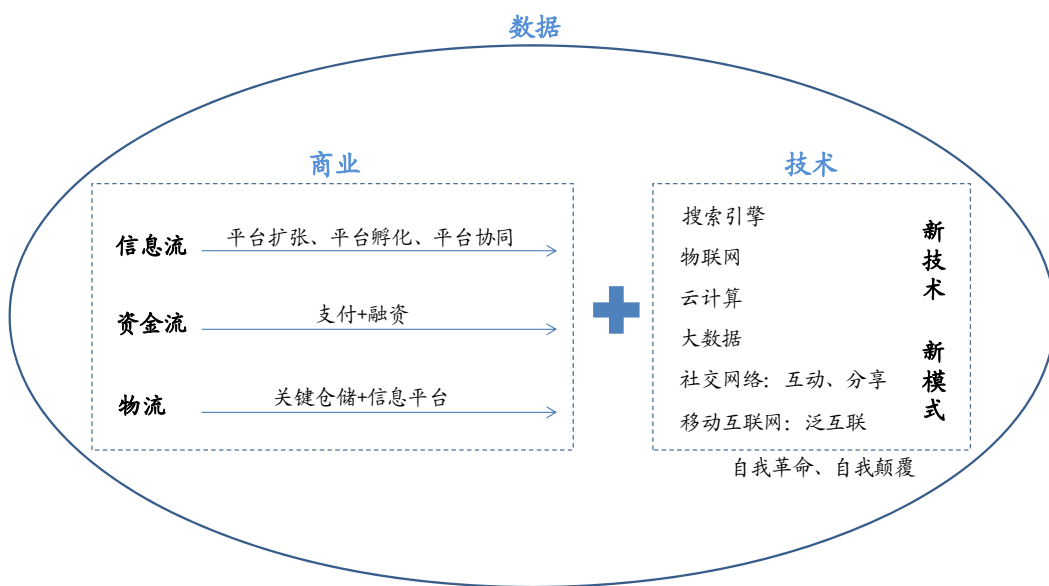
资料来源：互联网资料，宏源证券

（四）互联网金融助力小微企业

公司公告指出在 2014 年公司将继续加快发展支付业务；结合主营业务软件及客户优势，开展其它互联网金融服务。

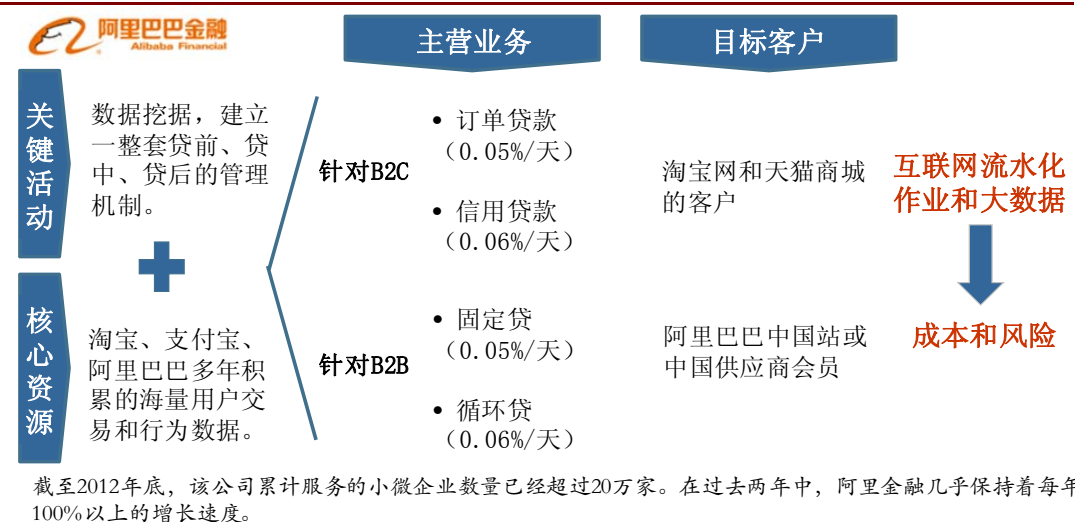
电商巨头涉足互联网金融：2013 年是互联网金融大讨论、大爆发、大创新的一年，阿里、腾讯、百度等互联网巨头不仅涉足了面向个人用户的基金、保险、理财的销售，更涉足了企业融资市场。阿里凭借对平台上企业的经营情况的了解开展小贷业务，京东凭借对供应商的信用和经营情况的掌握对其提供融资服务，京东宣称平台上万家供应商可凭采购、销售等数据快速获得融资，3 分钟内即可完成从申请到放款的全过程；且无需任何担保和抵押，能有效地提高企业营运资金周转。一号店等电商企业也开始对供应商提供融资服务。这些电商企业开展金融业务的核心便是其对融资对象的真实情况的掌握，降低了风险。另外通过互联网的方式进行融资，不需要进行大量线下的调查走访，降低了经营成本。

图 10：阿里金融的核心商业逻辑



资料来源：互联网公开资料，宏源证券

图 11: 阿里小贷的业务模式



资料来源: 互联网公开资料, 宏源证券

IT 企业凭借信息与客户优势参与融资服务已经渐成趋势: 汉得信息凭借经营过程中积累的上千家大型企业, 正在尝试进入供应链金融领域。而与汉得信息有相似背景的金电联行已经在供应链金融领域实现突破, 在成立后的六年, 金电联行一共帮助数百家企业从民生银行获得总计约 20 亿的信用贷款。

图 12: 金电联行供应链融资模型



资料来源: 互联网资料, 宏源证券

图 13: 金电联行供应链融资流程



资料来源: 互联网资料, 宏源证券

在小微企业所有的困境中, 融资难问题仍然被排在了首位。全国中小微企业创造了 80% 的就业、60% 的 GDP 和 50% 的税收, 而小微企业获得的贷款在全部贷款中的比例仅为 20% 左右。银监会数据显示, 截至 2013 年 5 月末, 全国小微企业贷款余额 16 万亿元, 占全部贷款的比重从 2012 年末的 21.95% 上升到 22.22%。

13 年 7 月国务院副总理马凯在全国小微企业金融服务经验交流电视电话会议上表示“要着力强化对小微企业的增信服务和信息服务, 搭建综合信息共享平台, 健全融资担保

体系，大力发展贷款保证保险和信用保险业务，形成“小微企业-信息和增信服务机构-商业银行”利益共享、风险共担的新机制。”

用友软件在财务软件市场占据 85% 的市场份额，拥有庞大的用户基数，未来有望在企业信息和增信平台业务上有所拓展。

（五）虚拟运营商与主业全面协同，打开新空间

2014 年 1 月 14 日，公司公告第五届董事会 2014 年第一次会议决议。决定结合公司主营软件和云服务业务的优势，与子公司畅通信息技术股份有限公司、用友金融信息技术有限公司等共同出资设立用友移动通信技术服务有限公司。

1、政策逐渐落地，牌照加速发放

根据《移动通信转售业务试点方案》的定义，移动转售业务是从拥有移动网络的基础电信业务经营者购买移动通信服务，重新包装成自有品牌并销售给最终用户的移动通信服务。

2013 年 12 月 26 日，工信部向 11 家民营企业发放了首批移动通信转售业务试点批文。这是在 2013 年 1 月 8 日发布了《移动通信转售业务试点方案》之后，移动转售业务推广又一重大突破，标志着移动转售业务正式进入实行阶段。

表 1：第一批十一家获试点批文企业

公司名称	从事主业	备注
天音通信有限公司	移动通信产品分销	上市公司
浙江连连科技有限公司	手机话费现金充值服务平台	
北京乐语世纪通信设备连锁有限公司	移动通信产品分销	纳斯达克上市
京东叁佰陆拾度电子商务有限公司	电子商务	
北京北纬通信科技股份有限公司	移动增值服务、手机游戏	上市公司
北京万网志成科技有限公司	互联网应用服务	阿里巴巴旗下
北京迪信通通信服务有限公司	移动通信产品分销	
北京分享在线网络技术有限公司	电信运营商运营支撑服务	
巴士在线控股有限公司	数字媒体	
话机世界数码连锁集团股份有限公司	移动通信产品分销	
北京华翔联信科技有限公司	个性化的通信集成解决方案	清华控股旗下

资料来源：公开资料，宏源证券

前期，中国电信已经与 16 家民营企业，中国联通已经与 14 家民营企业，中国移动已经与 17 家民营企业签署了合作意向与商业合同（其中部分公司与三家运营商均有签署协议）。包括用友软件、鹏博士等上市公司也在其中，预期移动转售牌照将在年后加速发放。

2、潜在空间广阔，百亿市场开启

移动转售业务最早在 20 世纪 90 年代出现，最为成功的范例为英国维珍（Virgin）集团与德国电信合资成立的维珍移动（Virgin Mobile），经过多年的运营，目前该公司已经拥有数千万级的用户，在欧洲各国均有较大的影响，其中在法国所有的运营商中排名第四，堪与传统运营商一较高下。

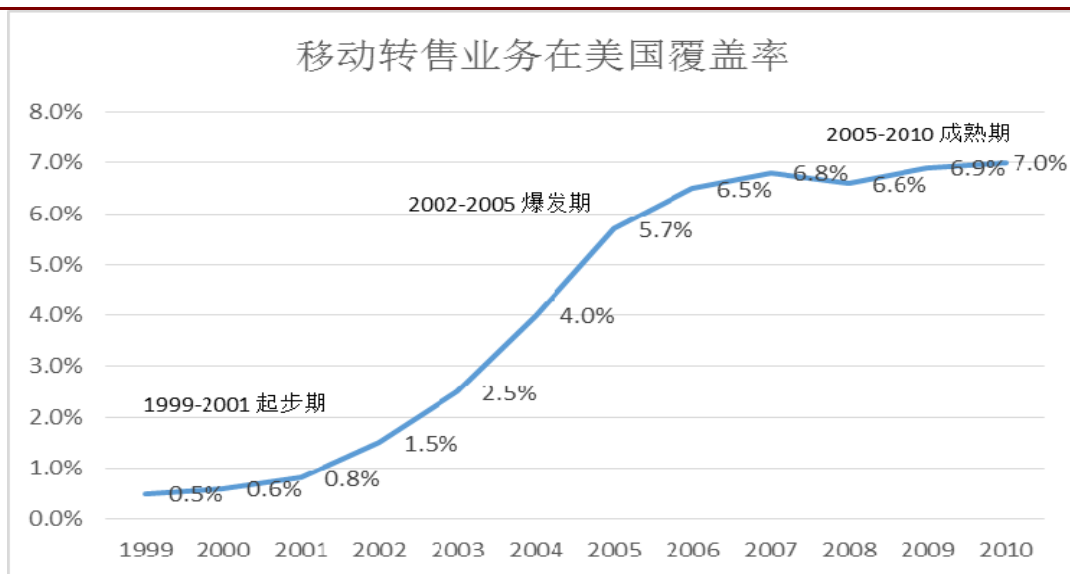
根据在成熟市场的经验，移动转售商从起步到成熟通常需要的时间是 5-7 年，稳定后的用户渗透率大概在 7% 左右。其中会经历 3 个阶段：

一起步期。此时移动转售业务影响力较小，且企业尚在摸索合适的业务模式，覆盖率低，发展中问题较多。

二爆发期。此时转售商业模式逐渐明确，知名度迅速上升，业务增速迅猛，大多数用户在此阶段获得，复合增长率达到 80%-100%。

三成熟期。此时用户结构和市场竞争进入稳定阶段，转售商增速接近于传统运营商增速。

图 14：移动转售业务在美国覆盖率



资料来源：Informa Telecoms & Media，宏源证券

我国人口众多，通信行业空间较大。根据工信部的预测，到“十二五”期末，我国固定和移动电话总计达到 15 亿左右，规模居全球首位。根据三大电信运营商公布的年报数据推测，目前中国的电信运营行业的收入规模已经超过 1 万亿元，净利润超过 1500 亿元，如果按照 15 亿用户数量进行计算，ARPU 约为 60 元。

考虑我国移动转售业务目前已经有了一定的影响力，且知名企业参与众多，我们认为起步期的时间会短于成熟市场。根据市场咨询公司预测，到 2015 年我国移动转售业务覆盖率有望达到 1%，市场规模超过 100 亿元，用户数超过 1500 万。2020 年有望可达 1000 亿元的市场规模。

3、移动转售商中唯一企业管理专家

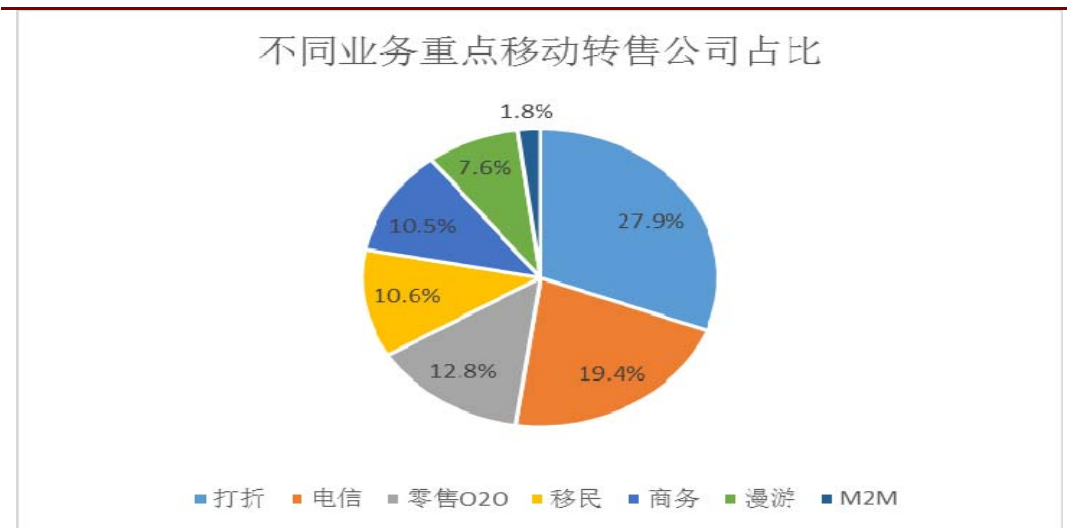
移动转售商是社会服务精细化的产物，相对于传统的电信运营商而言，移动转售商的优势在于其摆脱了通信网络重资产建设的束缚，能够集中精力为用户提供最合适的服务。通过专业的市场定位和创新性的增值服务，移动转售商能够获得优质的客户资源和极高的客户黏性。

第一批十一家获得移动转售试点和其他获批呼声较高的企业多为通信设备分销商，通信服务提供商和电子商务企业等，而用友是其中唯一一家在企业管理领域积累深厚的企

业。在商务领域具有无可比拟的先天优势。

根据成熟市场的经验,以商务应用为业务重点的移动转售业务占整个市场规模的 10% 左右,由上文对市场规模的估算可知在 2015 年商务领域的移动转售业务市场规模有望达到 10 亿元左右,2020 年达 100 亿元。鉴于用友目前已经拥有了过 180 万家企业用户和对企业应用的深入理解,作为目前可预见的唯一进军移动转售业务的企业专家,我们谨慎乐观的估计用友软件会占有商务领域移动转售市场 25% 的份额,再考虑采用用友 ERP 系统的其他企业也有可能助推该项业务,我们认为未来用友在移动转售领域直接的收入有望达到 30 亿元以上的规模。

图 15: 不同业务重点移动转售公司占比



资料来源: Wireless Intelligence, 宏源证券

4、协同发展路径清晰，有望服务全产品线

用友软件拥有国内最齐全的产品线,包括针对大型企业的 NC6,针对小企业的畅捷通等,客户涉及几乎所有行业。不同的企业有不同的移动通信需求,用友拥有近 30 年的 ERP 实施经验,对各个行业和大规模的企业都有丰富的服务经验,因此我们认为在移动转售业务上用友也会为不同的企业量身打造不同的方案,为客户提供最专业的移动通信服务,并与其丰富的产品线实现良好的协同效应。

对于规模较大的企业,基于对公司管理和行业特性的深刻理解,用友可以为客户提供高度定制化的方案,与公司现有的管理系统和本身行业的特点产生良好的互动。比如对于在内部信息保密安全上有要求的企业,用友可以为客户提供保密安全性优先的通信服务。而对于人员较多的制造业公司,用友的移动服务可以与生产流程结合,打造制造业企业的内部通讯网络,提升工作效率。

而对于小微企业,移动转售业务可以与畅捷通产品打包出售,为小微企业提供性价比最高的企业管理,通信一体化方案。

此外移动转售业务还可以为现有的财税,营销,协同,支付四朵云向移动端扩展提供

流量上的便利，助力公司的云端战略和移动端战略。

因此我们认为移动转售业务与公司的各条产品线均有较强的协同效应，是公司丰富的企业管理领域经验和大量的客户资源积累的又一次变现，未来有望成为公司的重要收入来源，开启公司发展新篇章。

二、去 IOE 背景下平台价值重估

用友的 UAP 平台是用友从多年的应用软件研制过程中提炼出设计模型、模板、开发工具、应用开发框架、中间件、基础技术类库及研发模式等成果，以可视化和集成化的开发模式，提供完整的覆盖软件全生命周期的开发、集成、运行、管理等功能于一体的统一软件平台。

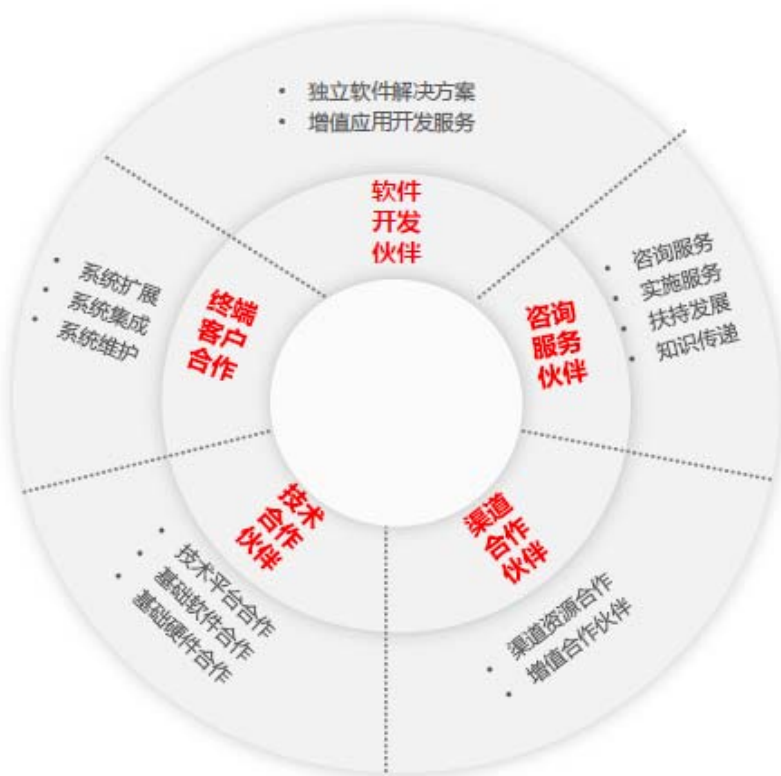
图 16: 用友 UAP 平台关键特性



资料来源：公司资料，宏源证券

用友的合作伙伴和客户可以基于 UAP 平台方便的进行企业软件开发，动态建模、内存计算、报表系统等功能方便开发者构建功能强大的软件。

图 17: UAP 软件生态系统



资料来源：公司资料，宏源证券

基于 UAP 开发的 NC 产品和解决方案在很多特大型企业有了成功应用，比如中国邮政集团财务、人力数据管理流程的全国集中管理，全国 31 个省、市、自治区以及 800 多个地市、3000 多个县的业务数据全部集中于 NC 平台上成功应用。面对国内的大数据量大开发应用，系统经受住了考验，为企业运营决策提供了有力的支撑。

作为一个基础的软件开发平台 UAP 不仅局限于开发企业应用，政府、医院、电信等各行业的应用都可以在上面进行开发，随着用友合作伙伴的发展和生态圈的构建，UAP 平台的使用范围将越来越广泛。在去 IOE 的时代背景下，构建自主可控的软件开发环境尤为重要，用友的 UAP 平台的价值将会更加凸显。

三、传统软件业务转型，打造良好生态圈

经济环境下滑，用友传统的增长方式遇到一定瓶颈，软件业务开始转向良好生态圈的打造，发展实施外包，壮大合作伙伴，良好生态圈将是用友新一轮增长的推动力。

引入分销，聚焦产品：公司以往 NC 和 U8，U9 系列产品很多项目都是自己实施，这样对于保障项目质量，维持良好口碑非常有效。但是带来的问题也显而易见，随着业务的增长，实施人员的数量增长较快，而一旦经济下滑，则会面临实施人员开工不足，效益下降的情况。公司 13 年开始实施引入分销，聚焦产品的战略。引入分销合作伙伴，加大分销考核力度，对原有部分实施人员进行分流。

这些措施在 14 年有望对业绩的改善产生作用。

四、投资建议：

我们认为随着互联网冲击的深入,软件厂商借力互联网进行跨界的可能性和可行性大大增加。其拥有的大量客户资源和行业管理经验的价值将会更加凸显。用友软件在 2014 年存在业务合作, 战略投资, 并购等多重投资机会, 我们长期看好。

预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.53, 0.68, 0.88 元, 维持“买入”评级

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3199.06	3430.52	4207.12	4602.96	营业收入	4235.21	4673.00	5420.00	6396.00
现金	1697.04	1838.36	2309.91	2389.32	营业成本	674.89	701.00	803.00	945.00
应收账款	1306.43	1419.21	1661.03	1958.53	营业税金及附加	79.73	87.85	101.35	118.97
其它应收款	86.93	97.95	115.77	137.21	营业费用	1937.58	2116.87	2428.16	2814.24
预付账款	29.39	0.00	23.43	8.46	管理费用	1274.91	1397.23	1598.90	1854.84
存货	19.75	23.64	26.67	30.30	财务费用	56.55	56.70	56.31	58.90
其他	59.52	51.37	70.31	79.13	资产减值损失	60.60	60.75	65.99	84.18
非流动资产	2957.24	2969.80	3081.03	3281.45	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	176.63	221.12	253.60	285.85	投资净收益	5.60	6.42	6.57	6.98
固定资产	863.23	888.55	948.44	1049.99	营业利润	156.56	259.02	372.85	526.86
无形资产	414.68	436.74	482.61	547.56	营业外收入	287.01	311.00	352.00	408.00
其他	1502.69	1423.40	1396.38	1398.04	营业外支出	2.53	1.78	1.84	2.05
资产总计	6156.29	6400.32	7288.16	7884.40	利润总额	441.03	568.25	723.01	932.81
流动负债	2869.26	2851.94	3367.79	3413.57	所得税	53.88	51.65	65.72	84.79
短期借款	1010.00	1100.00	1200.00	1300.00	净利润	387.15	516.59	657.29	848.02
应付账款	289.18	250.06	333.83	378.00	少数股东损益	7.55	7.50	9.70	8.25
其他	1570.08	1501.89	1833.96	1735.57	归属母公司净利润	379.60	509.09	647.58	839.76
非流动负债	213.55	154.12	131.02	112.72	EBITDA	469.92	785.42	945.63	1168.38
长期借款	158.76	125.47	97.87	73.85	EPS (摊薄)	0.40	0.53	0.68	0.88
其他	54.79	28.65	33.15	38.86	主要财务比率				
负债合计	3082.81	3006.07	3498.81	3526.28	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	79.91	87.41	97.12	105.37	成长能力				
归属母公司股东权益	2993.57	3306.84	3692.23	4252.75	营业收入增长率	2.74%	10.34%	15.99%	18.01%
负债和股东权益	6156.29	6400.32	7288.16	7884.40	营业利润增长率	-49.51%	65.45%	43.95%	41.31%
					归属于母公司净利润增长率	-29.28%	34.11%	27.20%	29.68%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	84.06%	85.00%	85.18%	85.23%
单位: 百万元					净利率	9.14%	11.05%	12.13%	13.26%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	12.44%	15.74%	18.03%	20.61%
经营活动现金流	0.00	655.69	1011.15	742.14	ROIC	9.52%	11.83%	13.44%	15.22%
净利润	387.15	516.59	657.29	848.02	偿债能力				
折旧摊销	0.00	188.52	198.82	215.05	资产负债率	50.08%	46.97%	48.01%	44.72%
财务费用	56.55	56.70	56.31	58.90	净负债比率	41.95%	37.04%	35.12%	32.33%
投资损失	-5.60	-6.42	-6.57	-6.98	流动比率	1.11	1.20	1.25	1.35
营运资金变动	-104.09	-108.64	109.75	-372.84	速动比率	1.11	1.19	1.24	1.34
其它	-334.01	8.94	-4.47	0.00	营运能力				
投资活动现金流	-406.03	-203.60	-298.86	-408.59	总资产周转率	0.73	0.74	0.79	0.84
资本支出	229.72	3.15	69.62	162.56	应收账款周转率	0.31	0.30	0.31	0.31
长期投资	13.73	44.49	32.49	32.25	应付账款周转率	2.61	2.60	2.75	2.66
其他	-162.57	-155.96	-196.76	-213.78	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	198.82	-310.76	-240.73	-254.15	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.53	0.68	0.88
短期借款	520.00	90.00	100.00	100.00	每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	0.68	1.05	0.77
长期借款	-21.24	-33.29	-27.60	-24.02	每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.54	3.95	4.54
其他	-299.95	-367.47	-313.13	-330.13	估值比率				
现金净增加额	-207.21	141.33	471.55	79.40	P/E	35.96	26.57	20.89	16.11
					P/B	4.56	4.09	3.66	3.18
					EV/EBITDA	28.45	16.62	13.40	10.86
重要财务指标					永续增长率	3.00%		WACC	9.22%
单位: 百万元					终值	10320.29		Ke	10.60%
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	企业价值	15909.18		Kd	6.21%
营业收入	4235.21	4673.00	5420.00	6396.00	非核心资产价值	2059.48		t	9.09%
同比(%)	2.74%	10.34%	15.99%	18.01%	债务价值	1280.85		Rf	4.00%
归属母公司净利润	379.60	509.09	647.58	839.76	股权价值	16600.40		Rm	10.00%
同比(%)	-29.28%	34.11%	27.20%	29.68%	股本	959.25		Rm-Rf	6.00%
毛利率(%)	84.06%	85.00%	85.18%	85.23%	每股价值	17.31		Beta	1.10
ROE(%)	12.44%	15.74%	18.03%	20.61%					
每股收益(元)	0.40	0.53	0.68	0.88					
P/E	35.96	26.57	20.89	16.11					
P/B	4.56	4.09	3.66	3.18					
EV/EBITDA	28.45	16.62	13.40	10.86					

作者简介:

易欢欢: 宏源证券研究所副所长(机构客户部副总经理), 战略新兴产业 首席分析师, 聚焦计算机与互联网行业。

毕业于北京大学通信与信息系统硕士, 应用数学学士, 2011 年水晶球、新财富最佳分析师第一名, 2012 年水晶球最佳分析师非公募第一名, 新财富最佳分析师第二名, 2013 年新财富最佳分析师第二名。

代表作: 大数据时代系列报告、云计算系列报告、北斗地理信息、智能交通系列报告

个股: 首度挖掘易华录、广联达、捷成股份、北信源、中海达、太极股份, 覆盖东软集团、用友软件

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。