

2010-10-21

软件与服务

信雅达 600571.SH

打造流程银行 BPO 产业链

- ◇ 我国 BPO 产业正处于爆发性增长前期
- ◇ 信雅达作为流程银行软件和金融 BPO 龙头，具备独特的投资价值

◆我国 BPO 行业面临“黄金十年”机遇，金融 BPO 成为火车头

近年来，我国对服务外包产业尤其是 BPO（业务流程外包）的扶持力度越来越大，在印度、爱尔兰等国发展 BPO 产业的成功经验之下，“十二五”期间国家将扶持 BPO 产业成为调整经济结构的重要力量。金融行业的 BPO 需求最大、成长最快，而我国的金融 BPO 在总量和档次上还处于较低水平，成长前景巨大。

◆信雅达以影像软件为核心，帮助银行实现业务流程再造

2005 年，银监会提出了“流程银行”的概念。要实现流程银行，需要影像软件的支持，而信雅达是我国市场占有率最高的银行影像软件与 workflow 软件供应商之一。近年来，公司将应用软件渗透到银行的业务流程中，发展出了专业性较强的解决方案。公司还把影像软件和 BPO、金融机具结合起来，形成了强大的协同优势。

◆打造国内最完善的金融行业 BPO 产业链

2003 年以来，公司建成了包括单据录入、数据处理、客户关怀、银行会计、稽核、征信的在内的一整套 BPO 产业链，已经拥有包括国内主要商业银行、保险公司在内的近百家客户，2008-2009 年连续入选全国 BPO 十强企业。在技术含量较高、毛利率较高的远程 BPO 和实时 BPO 领域，公司也走在全国前列。

◆金融机具持续成长，环保业务控制发展

在银行卡迁移的背景下，POS 机的需求持续上升，公司的金融机具业务（主要是其中的嵌入式系统）将维持快速增长。环保业务仍然占据公司收入的大部分，但是毛利率较低而且占用资金较多，公司未来将控制其规模。公司的战略是收缩环保业务，加强金融 IT 业务，这一战略有利于股东的长期价值。

◆维持“买入”评级，目标价位 18 元

我们对公司 2010-2012 年 EPS 的预测为 0.30 元，0.53 元和 0.72 元；在此期间，公司净利润的复合增速为 77.5%。我们预计 2011-2013 年公司净利润的复合增速为 42.5%，赋予其 0.8 倍 P/E/G，即 34 倍 2011 年 P/E，得到目标价位 18 元，维持评级“买入”。信雅达是我们在金融 BPO 乃至整个 BPO 行业的首选投资标的。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	569	594	588	642	710
营业收入增长率	33.43%	4.47%	-0.98%	9.03%	10.60%
净利润（百万元）	-29	25	59	103	140
净利润增长率	-453.94%	-185.63%	135.98%	74.44%	35.75%
EPS（元）	-0.15	0.13	0.30	0.53	0.72
ROE（归属母公司）	-9.15%	7.26%	14.63%	20.33%	22.74%
P/E	-75	88	37	21	16
P/B	7	6	5	4	4
EV/EBITDA	-77	-99	30	16	11

维持

买入

当前价格	11.86 元
目标价格	18.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦 (执业证书编号：S0930209050199)

联系人：

裴培

021-22169043

peipei@ebsecn.com

浦俊懿

021-22169117

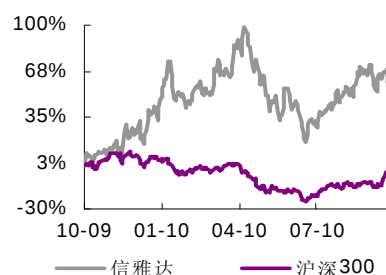
puijunyi@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	195
总市值(百万元)	2,198
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低（元）	14.45/7.30
近 3 月日均成交量(百万股)	6.05

主要股东 杭州信雅达电子有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-11.22	2.41	67.32
绝对收益	6.75	28.26	68.71

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

我国 BPO 行业面临“黄金十年”机遇

服务外包，是企业将IT系统开发、运营维护、应用管理、业务流程优化等交给专业服务商完成，从而达到专注核心业务、降低成本、提高效率的行为，可以分为信息技术外包（ITO）和业务流程外包（BPO）两大类。服务外包是知识密集型的现代服务业，具有技术含量高、附加值大、资源消耗低、环境污染少、吸纳就业能力强等优势；发展服务外包，有利于转变经济发展方式、促进“资源节约型社会”建设，实现可持续发展。在“十一五”以前，我国政策扶持的重点集中在ITO领域；但是，受到印度、爱尔兰、墨西哥等国发展BPO产业的经验鼓舞，近年来我国出台了一系列对BPO的扶持政策，BPO成为与ITO并列的重点行业。

在“十一五”期间，国家发改委、商务部、财政部、工信部、人民银行等先后出台了八项与服务外包直接相关的政策文件，分别从税收政策、投融资政策、人才政策、企业扶持政策、公共服务体系政策等方面营造有利于服务外包产业的政策环境，并且鼓励政府和国企将非核心业务外包出去。商务部、财政部等在文件中明确指出，服务外包包括信息技术外包(ITO)和业务流程外包(BPO)，两者都是政策扶持的重点。

图表 1：近年来我国对服务外包的各项鼓励政策

时间	鼓励与扶持政策	政策主要内容
2006.10	《关于实施服务外包“千百十工程”的通知》	十一五期间建设 10 个具有国际竞争力的服务外包基地，推动 100 家跨国公司将服务外包转移到中国，培育 1000 家取得国际资质的大中型服务外包企业，2010 年服务外包出口额比 2005 年翻两番。
2008.2	《关于支持承接国际服务外包业务发展相关财税政策的意见》	积极发挥公共财政职能，支持外包基地建设、外包人才培养，鼓励外包企业获取资质认证、开拓国际市场、承接高端国际外包，扶企业做大做强
2009.1	《关于促进服务外包产业发展问题的复函》	批准北京等 20 个城市为服务外包示范城市，实施特殊工时工作制、培训支持、鼓励政府与企业业务外包等支持措施。
2009.4	《关于技术先进型服务企业有关税收政策问题的通知》	2010 年 7 月 1 日-2013 年 12 月 31 日，对 20 个服务外包示范城市的技术先进型服务企业减按 15% 税率征收企业所得税。
2009.9	《关于金融支持服务外包产业发展的若干意见》	做好服务外包产业的金融服务工作，加强金融产品和服务创新、拓展外包企业直接融资途径、保险创新、改进外汇管理等。
2009.9	《关于鼓励政府和企业发包促进我国服务外包产业发展的指导意见》	鼓励政府、企业及相关主管部门通过购买服务等方式，将数据处理等不涉及秘密的业务外包给专业公司，培育国内服务外包产业。
2010.4	《关于鼓励服务外包产业加快发展的复函》	在税收、金融服务、财政资金支撑、人才培养和引进等方面加强对服务外包企业的支持
2010.7	《关于示范城市离岸服务外包业务免征营业税的通知》	2010 年 7 月 1 日-2013 年 12 月 31 日，对注册在北京等 21 个服务外包示范城市的企业的离岸服务外包收入免征营业税。

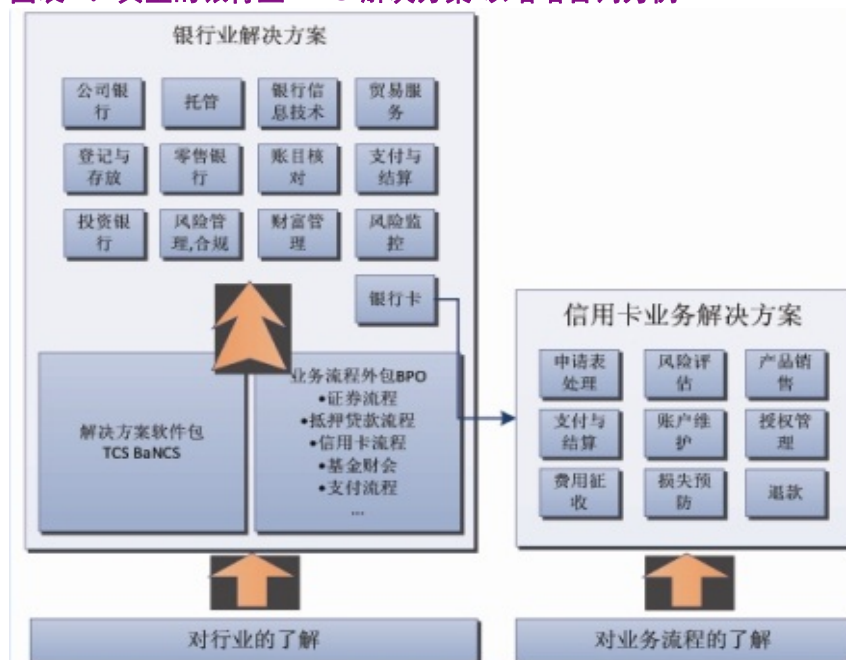
资料来源：政府文件，光大证券研究所

国务院办公厅在两份关于服务外包产业的复函中，特别指出要扶持数据处理、呼叫中心等BPO业务。财政部、工信部、发改委等九部委联合下发的《关于鼓励政府和企业发包促进我国服务外包产业发展的指导意见》中，强调了“鼓励政府和企业将数据处理等不涉及秘密的业务外包给专业公司”，并提出要将“部分流程性业务发包给专业的服务供应商”。这说明国家政策已经从早期的以扶持ITO为主，转向了ITO与BPO并举。我们相信，除了呼叫中心、数据处理两项典型的BPO业务，还会有更多、更高端的BPO业务得到国家政策的点名扶持。

在国内外，金融行业都是对服务外包需求最旺盛的行业。根据Gartner的统计，2005年全球金融业的服务外包需求为1413亿美元，占整个市场的23%。在中国，根据工信部2007年的统计，金融行业占据了服务外包需求的26.7%。我国金融企业对BPO的需求走在了所有行业的前列。一方面，金融行业具备人力成本高昂、业务流程复杂、后台业务规模庞大等特点，非常适合开展BPO；另一方面，“十二五”期间我国的信用卡、银行理财、寿险、财险等新兴金融业务增长强劲，带来了大量的单据录入、数据处理和客户关怀需求，BPO成为了满足以上需求的最佳途径。

金融BPO虽然是国内最大、发展最快的BPO子行业，但是仍然存在低端业务占比较大、远程外包和实时外包比例较低等问题，与印度、爱尔兰等BPO大国还有较大差距。问题的关键在于国内金融机构对BPO的思想准备不足，没有充分意识到BPO为节约成本带来的重大意义。目前大部分国内银行只对信用卡中心进行了大幅度的外包，对省级运营中心进行了一定程度的外包，而在风险管理、信贷征信、事后监督等领域的发包量很少。而以塔塔咨询(TCS)为代表的印度金融BPO企业，早已建立了涵盖银行各个业务部门、前中后台业务的一体化BPO解决方案。

图表 2：典型的银行业 BPO 解决方案-以塔塔咨询为例



资料来源：TCS，光大证券研究所

事实上，四大国有银行在 2009 年的管理费用均在 800 亿元以上，我们估计其中至少 30%是非核心业务产生的费用；假设四大国有银行将 20%的非核心业务外包，即可为 BPO 企业带来数十亿到 200 亿的收入。加上股份制商业银行、保险公司、证券投资基金等可供外包的非核心业务，我们认为中国金融 BPO 市场的远期规模有望超过 500 亿元。由此可见，中国的金融 BPO 发展的高峰期刚刚开始，市场潜力不可限量。

以影像软件为核心，帮助金融业实现流程再造

2005 年10 月中国银监会主席刘明康提出了“流程银行”的概念。“流程银行”是相对于传统的“部门银行”的一种全新的银行模式，是以客户为中心再造业务流程，进而以业务流程为中心再造组织、管理和决策流程，从而最终在市场末端和决策高端架设起合适的、直接的业务流程。

业务流程再造需要实行数据大集中，将前台和后台业务分开，降低成本并控制风险。在以上过程中，影像应用软件发挥着重大作用，因为该软件可以将纸质业务流变为电子业务流，从而实现前台、后台业务的分离。目前，我国银行的业务流程再造还处于初级阶段，影像软件的市场刚刚兴起；但是随着时间的推移，影像软件的作用将持续提升。一家大型国有商业银行进行影像 workflow 改造需要花费10-15亿元，其他银行则需要1000万-1亿元不等；全国各类银行的影像 workflow 改造将花费62-108亿元，其中影像软件厂商获得的订单将在30-63亿元，市场前景颇为诱人。

图表 3：国内影像 workflow 再造市场规模（单位：亿元）

银行类别	数量	项目规模	总规模	影像软件订单规模
大型国有商业银行	5	10-15	15-22	4.5-6.6
股份制商业银行	12	0.5-1	4-7	2.4-4.2
城市商业银行	136	0.2-0.5	22-54	17.6-43.2
农村商业银行	22	0.2-0.3	4-6	3.6-5.4
城市信用社	22	0.1-0.2	2-4	1.8-3.6
农村信用社及其他	4965	-	15	-
合计			62-108	29.9-63

资料来源：《2009 年中国金融年鉴》，光大证券研究所

信雅达是最早涉足银行流程软件的国内软件企业之一，经过多年的耕耘，形成了包括影像处理、集中作业、信息安全、风险管理等在内的一整套解决方案产品线，而影像软件是其中的核心。基于强大的影像采集系、数据采集和工作流系统平台，信雅达开发了适应银行前台和后台的应用软件，从而形成了针对各种特定需求的解决方案。

相对于国内其他银行影像软件开发商，信雅达具备两大特点：第一，信雅达的软件产品线最齐全，涵盖了银行从前台到后台的方方面面，近年来还在风险控制、征信审批等专业领域有所建树，而竞争对手的产品多局限在某一方面；第二，信雅达将影像软件与 BPO、金融机具等结合起来，产生了协同效应，例如工行就同时是公司的软件、BPO 和 POS 机具的大客户。以上优势在短期内尚无人能够撼动。

近年来，公司的应用软件与银行业务流程的结合度越来越高，形成了风险管理、信用卡征信、信贷审批等专业性较强的软件产品；在系统平台方面，公司通过其特有的工作流管理系统(SunFlow)和业务规则引擎(SunRules)，实现了业务流程的分离、重组和监控，为银行业务流程再造打下了坚实的基础。这是公司在银行领域持续发展的关键所在。

图表 4：信雅达金融行业应用解决方案与软硬件系统

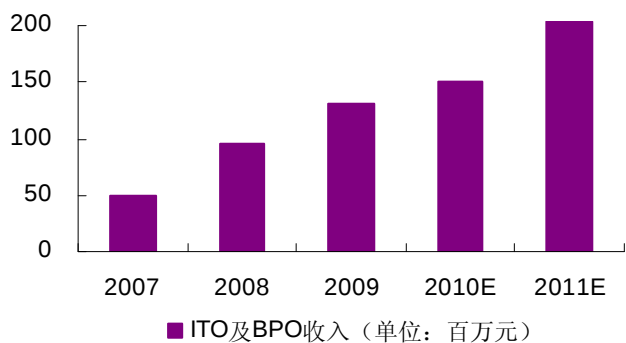


资料来源：公司报告，光大证券研究所

打造国内最完善的金融行业 BPO 产业链

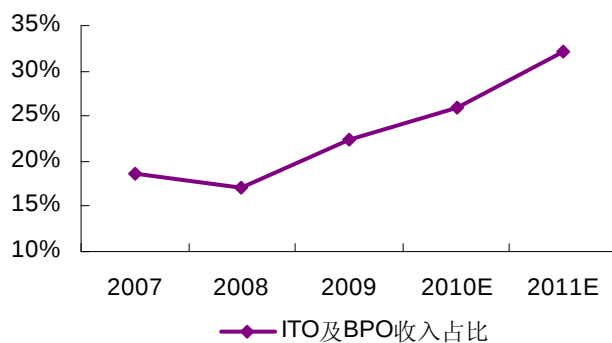
信雅达于 2003 年进入 BPO 市场，2005 年确定了 BPO 业务长期发展战略，即依托公司在影像软件、工作流软件和信息安全方面的技术积累，建设现代化的影像扫描和数据处理中心，并利用多年来服务金融客户的经验，将服务延伸到银行会计、稽核、信贷、信用卡、保险单据、保险理赔等业务领域。2008-2009 年，信雅达连续当选“中国 BPO 企业十强”，目前已经拥有包括国有银行、大型保险公司在内的近百家客户。

图表 5：信雅达 ITO 及 BPO 收入不断攀升



资料来源：公司报告，光大证券研究所

图表 6：ITO 及 BPO 收入占比逐渐上升



资料来源：公司报告，光大证券研究所

2007 年，信雅达的软件服务收入（包括 ITO、BPO 和部分嵌入式系统）仅为 5000 万元，占公司营业收入的 18.6%；2009 年，软件服务收入已经达到 1.3 亿元，占营业收入的 22.3%，其中 BPO 收入 7000 多万元。我们预计 2011 年公司的软件服务收入将突破 2 亿元，占营业收入的比重达到 32%，其中 BPO 收入的占比会不断提升。

公司的主要 BPO 客户是保险公司和商业银行，主要业务集中在单据录入、数据处理、档案整理、会计稽核和事后监督，它们都与公司擅长的影像软件和工作流系统密切相关。在利用信雅达的软件实行业务流程再造之后，将一部分重复性较高、IT 色彩较强的流程外包出去，是金融机构顺理成章的选择，而信雅达也随之由软件开发商扩展为业务流程外包商，在国内率先建立了“金融 BPO 全流程解决方案”。

图表 7：信雅达的金融行业 BPO 产品线

客户类别	业务流程外包产品线
保险公司	新契约、卡单录入保全；理赔医疗账单录入；档案整理扫描；客户关怀
商业银行	票据审核；票据扫描；作业中心；事后监督；现金清点；内容管理
商业银行信用卡中心	申请件整理；申请件扫描；数据录入；征信服务；申请进度查询
证券公司、基金公司	证券、基金资料录入；证券档案扫描、检索；档案管理；客户关系管理

资料来源：公司资料，光大证券研究所

从工作地点的角度，BPO 可以划分为驻场 BPO 和远程 BPO 两部分。驻场 BPO 是指服务外包商派遣人员到客户现场提供服务，收费方式一般是按人数和工作时间计费；远程 BPO 是指服务外包商在自己设立的数据处理中心为客户提供服务，收费方式一般是按照任务工作量计费。除了单据扫描必须在现场完成之外，其他 BPO 业务都可以在远程完成，关键是服务外包商要有过硬的相关技术实力。远程 BPO 的最大好处是节省了金融机构的场地和管理开支，并且可以利用数据处理中心的集约化能力，为客户提供更高效、更高质量的服务。

目前我国的金融 BPO 以驻场 BPO 为主，而信雅达除了具备驻场服务团队之外，还是国内最大的远程 BPO 提供商之一。公司在杭州、苏州、合肥、大连都有远程数据处理中心，共有 2700 个座席，并且具备多中心调度和灾备能力。公司的远程 BPO 业务规模和技术实力，在国内只有华道数据可以相提并论，其他竞争对手都相去甚远。由于远程 BPO 需要以强大的影像切割、影像传输和安全技术为后盾，竞争对手很难在短期内弥补差距，我们认为公司的优势地位还将持续数年。

图表 8：信雅达的远程 BPO 运营中心布局

地点	设施	职能
杭州	800 座席、3000 多平方米	金融数据处理中心
苏州	1000 座席、6000 多平方米	数据处理中心、呼叫中心
合肥	500 座席、2000 多平方米	金融数据处理中心
大连	400 座席	海外业务

资料来源：公司资料，光大证券研究所

从业务对象的性质看，BPO又可划分为历史BPO和实时BPO。历史BPO就是对客户历史上产生的单据、档案等进行录入、整理，该业务与客户的业务流程并不直接相关，所以毛利率较低，而且一旦完成就不可再生；实时BPO则是对客户在业务流程中的单据、数据进行实时处理，由于这类单据具备较强的时效性，所以毛利率一般较高，而且将随着客户新业务的产生而再生。最近两年，公司BPO业务中历史业务的比例较大，但是实时业务的比例正在攀升。随着国内金融机构经营思路的转变，越来越多的业务流程被外包出去，我们认为实时业务终将占据公司BPO业务的绝大部分，这将有利于提高毛利率和用户黏性。

金融机具业务持续增长，环保业务控制发展

金融机具（包括POS机和支付码器）是信雅达近年一项高速发展的业务。近年来，银行卡迁移成为了我国金融机具市场的一件大事。今年5月19日，央行对PBOC 2.0标准进行了进一步修订，增补了非接触式通讯规定和小额支付规范，修订完善了借贷记功能，形成了最新的金融IC卡标准，我国的银行卡迁移工作即将由准备阶段进入到大规模实施阶段。

银行卡迁移涉及的改造主要包括三方面：卡片的升级、金融机具的改造和银行主机系统的改造。由于POS机为银行卡提供了必要的使用环境，其升级是金融IC卡推广使用的前提条件，我们认为POS终端的改造将早于银行卡的升级而完成，2010-2012年将是POS机改造的高峰期。作为我国较大的E-POS生产厂商，公司面临着历史性的机遇。

公司的金融机具的主要客户是工行、建行。公司在这一领域的运营模式是“软件自主，硬件外包”，以开发嵌入式系统为主，硬件主要采用外购。过去几年，农行、邮储行推广E-POS的力度较大，工行相对落后，但是今年以来有加强的趋势，这对公司的E-POS业务是有利的。我们预计2010-2012年公司POS机出货量的复合增速将超过40%。

环保业务一直是公司收入占比最高的业务，但是由于毛利率低下，对利润的贡献非常有限。在成本方面，环保业务受到钢材价格的影响较大，毛利率常有剧烈波动，可预见性较低；在现金流方面，公司此前的环保客户多集中在印度等发展中国家，收入结算周期较长，挤占了大量运营资金，而且蕴含着一定的坏账风险。目前，公司对环保业务的发展战略是“控制规模、调整结构”，将环保业务的收入和资金占用限制在一定程度，并且加大对国内电厂二次改造等小规模订单的倾斜度。我们认为，以上战略意味着公司将集中精力和资源发展金融IT业务，符合公司现阶段的要求，从中长期看将有利于提升股东价值。

维持评级“买入”，目标价位 18 元

我们预计公司的环保设备收入在未来几年会略有下降，但是由于公司对客户的选择性提高，毛利率有望维持在较高水平，而且对营运资金的占用程度会大幅度降低。在金融服务外包快速发展的背景下，软件服务业务将成为收入和利润的火车头，其中BPO的比重将远远超过ITO。由于银行业务流程再造速度的加快，以及POS、支付码器等金融机具嵌入式系统发货量的增加，公司的软件销售收入增速也会很快。由于公司缩小系统集成和硬件销售规模，同时将金融机具生产全面外协，外购商品销售收入会大大减少，但是毛利率会有一定程度的提升。

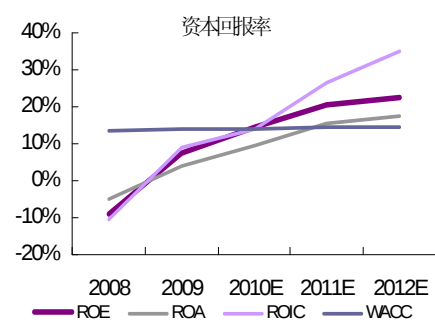
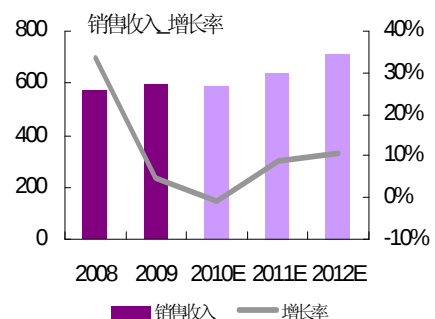
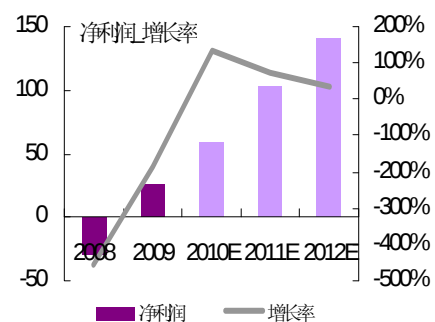
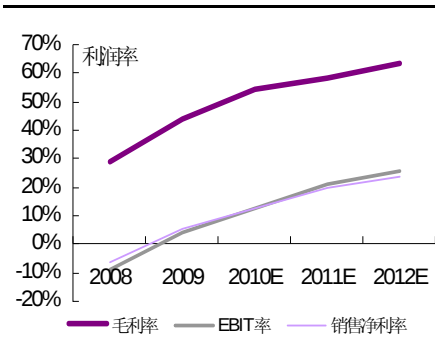
图表 9：信雅达主营业务收入及费用预测（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
环保设备	282.80	268.66	247.17	217.51
毛利率	30.1%	31.5%	27.0%	25.0%
软件服务	131.34	151.04	203.91	275.27
毛利率	83.7%	83.5%	85.5%	85.0%
软件销售收入	22.72	68.15	92.00	119.61
毛利率	100.0%	100.00%	100.00%	100.00%
外购商品销售收入	145.85	87.51	83.13	78.98
毛利率	24.0%	33.0%	33.0%	32.0%
系统维护收入	5.21	6.78	8.47	10.59
毛利率	100.0%	100.00%	100.00%	100.00%
营业收入	587.9	582.1	634.7	702.0
营业收入增速	4.9%	-1.0%	9.0%	10.6%
综合毛利率	43.9%	54.0%	58.1%	63.2%
销售费用率	7.9%	10.7%	9.5%	9.6%
管理费用率	23.5%	24.5%	23.5%	24.0%

资料来源：光大证券研究所

综上所述，我们对信雅达 2010-2012 年 EPS 的预测为 0.30 元，0.53 元和 0.72 元；在此期间，公司净利润的复合增速为 77.5%。我们预计 2011-2013 年公司净利润的复合增速仍能达到 42.5%，考虑到 BPO 和 POS 机具的放量还存在一定的不确定性，赋予其 0.8 倍 P/E/G，即 34 倍 2011 年 P/E，得到目标价位 18 元，维持评级“买入”。信雅达是我们在金融 BPO 乃至整个 BPO 行业的首选投资标的。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	569	594	588	642	710
营业成本	406	333	270	269	261
折旧和摊销	4	-62	2	4	5
营业税费	6	7	7	7	8
销售费用	44	47	63	61	68
管理费用	129	140	144	151	170
财务费用	17	14	9	7	5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-9	-9	2	0	0
营业利润	-59	17	65	127	178
利润总额	-31	37	87	149	200
少数股东损益	-8	6	15	24	30
归属母公司净利润	-29.32	25.10	59.24	103.33	140.28

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	735	777	769	821	969
流动资产	437	489	499	524	647
货币资金	114	118	129	195	337
交易型金融资产	1	0	0	0	0
应收帐款	116	139	152	140	141
应收票据	9	5	6	6	7
其他应收款	16	10	21	22	25
存货	176	212	186	155	133
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	89	102	102	102	102
固定资产	98	100	137	160	183
无形资产	26	24	23	22	21
总负债	397	410	327	252	262
无息负债	210	274	223	232	242
有息负债	187	136	105	20	20
股东权益	337	367	442	569	707
股本	195	195	195	195	195
公积金	97	98	109	128	153
未分配利润	29	53	102	186	269
少数股东权益	17	22	37	60	90

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-14	83	36	188	208
净利润	-29	25	59	103	140
折旧摊销	4	-62	2	4	5
净营运资金增加	-22	-11	49	-39	-13
其他	33	131	-75	119	76
投资活动产生现金流	-67	-9	16	-30	-30
净资本支出	-26	-24	30	30	30
长期投资变化	89	102	0	0	0
其他资产变化	-131	-86	-14	-60	-60
融资活动现金流	59	-68	-40	-92	-36
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	35	-51	-31	-85	0
无息负债变化	73	64	-51	10	10
净现金流	-23	6	11	66	142

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	33.43%	4.47%	-0.98%	9.03%	10.60%
净利润增长率	-453.94%	-185.63%	135.98%	74.44%	35.75%
EBITDA 增长率	-1769.86%	-21.63%	-430.24%	84.45%	35.93%
EBIT 增长率	484.74%	-151.43%	81.85%	85.01%	36.10%
估值指标					
PE	-75	88	37	21	16
PB	7	6	5	4	4
EV/EBITDA	-77	-99	30	16	11
EV/EBIT	-68	56	31	16	12
EV/NOPLAT	-57	67	37	19	14
EV/Sales	4	4	4	3	3
EV/IC	6	6	5	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	28.64%	43.99%	54.03%	58.14%	63.23%
EBITDA 率	-8.17%	-6.13%	12.68%	21.46%	26.37%
EBIT 率	-8.89%	4.38%	12.32%	20.90%	25.72%
税前净利润率	-5.49%	6.15%	14.84%	23.26%	28.23%
税后净利润率 (归属母公司)	-5.15%	4.22%	10.07%	16.11%	19.77%
ROA	-5.08%	3.95%	9.65%	15.45%	17.57%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-9.15%	7.26%	14.63%	20.33%	22.74%
经营性 ROIC	-10.43%	9.05%	13.85%	26.35%	34.90%
偿债能力					
流动比率	1.22	1.25	1.62	2.26	2.67
速动比率	73.02%	71.12%	101.78%	158.76%	212.53%
归属母公司权益/有息债务	1.71	2.54	3.86	25.42	30.85
有形资产/有息债务	3.76	5.51	7.11	39.89	47.36
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	-0.15	0.13	0.30	0.53	0.72
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.16	0.26
每股经营现金流	-0.07	0.43	0.18	0.96	1.07
每股自由现金流(FCFF)	0.15	0.38	0.08	0.75	0.84
每股净资产	1.65	1.78	2.08	2.61	3.17
每股销售收入	2.92	3.05	3.02	3.30	3.65

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信运营及通信设备行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。