

中国软件 (600536.SH) 软件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

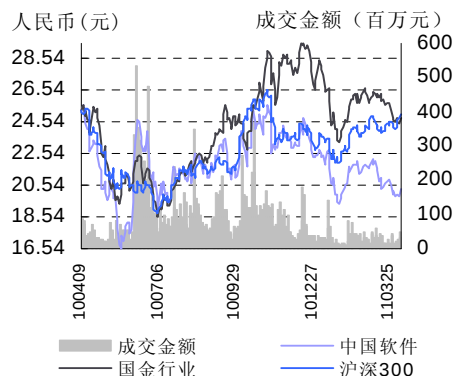
市价(人民币): 20.32元

目标(人民币): 26.70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)	161.31
总市值(百万元)	4,586.10
年内股价最高最低(元)	25.61/16.54
沪深300指数	3353.36
上证指数	3030.02



相关报告

1. 《拟出售中软国际股份,加速发展自主软件》, 2010.9.28
2. 《增资上海中标,备战基础软件》, 2010.9.20
3. 《核高基第一批专项资金正式下达》, 2010.6.29

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

国产软件龙头, 迎来业绩增长拐点

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.064	0.411	0.577	0.888	1.272
每股净资产(元)	4.52	5.78	6.39	6.98	8.10
每股经营性现金流(元)	0.25	-0.16	0.56	1.11	0.96
市盈率(倍)	368.06	55.18	35.96	23.37	16.32
行业优化市盈率(倍)	56.57	56.57	56.57	56.57	56.57
净利润增长率(%)	-68.97%	541.80%	40.28%	53.85%	43.23%
净资产收益率(%)	1.42%	7.11%	9.02%	12.72%	15.69%
总股本(百万股)	225.69	225.69	225.69	225.69	225.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司各项业务毛利率显著提升:** 公司 2010 年各项业务毛利率显著的提升, 综合毛利率提升 5.00%, 来自于效率提升以及对长城软件的整合取得初步成果。
- **服务化转型明显:** 2010 年公司从软件向服务转型的趋势明显, 扣除中软国际公司的服务化业务增长 20%以上。同时服务业务的内涵也由原来的软件外包扩展到各种深度 IT 运营服务, 公司从单一客户处的盈利能力增强。
- **持续投入基础软件与国家利益绑定:** 公司长期投入操作系统、数据库等基础软件的研发, 这种与国家共担风险的行为必将使公司成为国家战略引导的最大受益者。核高基等项目资金的持续下达, 以及政府对国产基础软件市场的扶持, 将使得公司的自主软件产品进入快速增长的良性轨道。
- **出售中软国际带来丰厚回报:** 公司战略性地出售中软国际收回投资, 将在数年内持续增厚公司 EPS。同时, 集中资金和资源突破自主软件产品, 将有助于进一步确立公司在国家战略推动下的国产软件龙头企业的地位。
- **未来业绩亮点:** 公司在巩固行业解决方案业务的前提下, 快速发展服务化业务以及自主软件产品在内因外力作用下取得突破, 是公司未来三年的主要增长点。同时由于公司的业绩弹性很高, 持续提升管理效率, 降低销售和管理费用率也将改善公司的盈利能力。

估值和投资建议

- 我们预测公司 2011、2012、2013 年 EPS 为 0.58 元 (增 40.28%)、0.89 元 (增 53.85%) 和 1.27 元 (增 43.23%)。给予公司 2012 年 30×EPS 估值 26.70 元。给予公司“买入”评级。

内容目录

2010 年业绩简评	4
细分业务及其他分析	4
细分业务收入	4
毛利率分析	5
投资收益和营业外收入	5
扣除中软国际后的情况	6
对营业收入的影响	6
对费用率的影响	7
2010 年系列事件	8
立足行业解决方案，增长看服务化转型和基础软件突破	8
行业解决方案仍是比重最大的业务	8
服务化转型持续	9
基础软件将突破，未来业绩最大增长点	9
投资收益可维持三年，营业外收入可持续	10
三项费用率预测	10
中国软件是弹性最高的软件类公司	11
盈利预测与估值	11
投资建议	12
附录：三张报表预测摘要	13

图表目录

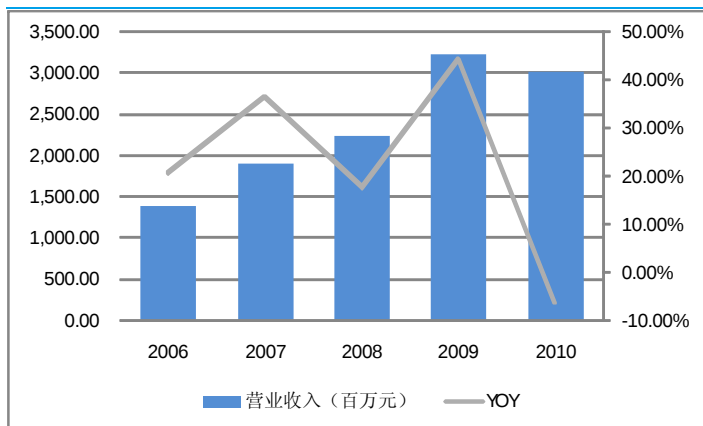
图表 1：2006-2010 公司营业收入	4
图表 2：2006-2010 公司净利润	4
图表 3：2006-2010 各项业务营业收入（旧分类）	5
图表 4：2009-2010 各项业务营业收入对比（新分类）	5
图表 5：2005-2010 各项主营业务毛利率（旧分类）	5
图表 6：2009-2010 各项主营业务毛利率（新分类）	5
图表 7：扣除中软国际前后 2010 年公司各业务营业收入	6
图表 8：扣除中软国际后服务化业务规模测算（百万元）	7
图表 9：扣除中软国际前后的三项费用率	7
图表 10：行业解决方案收入预测（2010 年含中软国际）	9
图表 11：服务化业务收入预测（2010 年含中软国际）	9
图表 12：自主软件产品收入预测（2010 年含中软国际）	10
图表 13：三项费用率预测（2010 年含中软国际）	11

图表 14: 已公布 2010 年报的若干软件公司市销率对比.....	11
图表 15: 销售预测明细	12

2010 年业绩简评

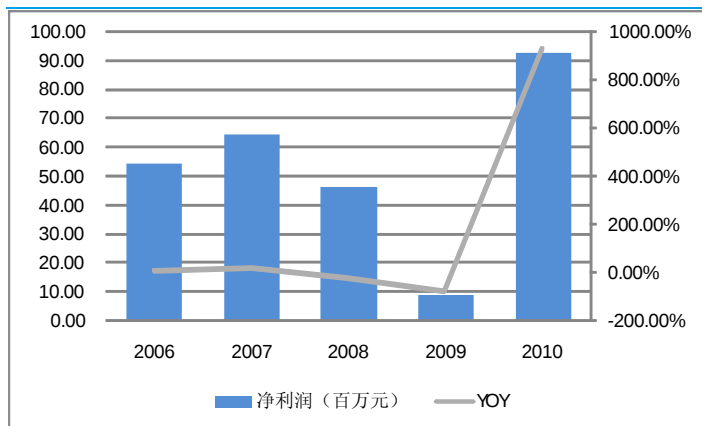
- 2010 年公司营业收入为 30.29 亿元，实现上市公司股东净利润 9284 万元，EPS 为 0.41 元。对比调整后的 2009 年业绩，营业收入减少 6.32%，净利润增加 928.57%。营业收入下降的原因来自于公司于 2010 年 10 月出售中软国际的股票，10-12 月不再合并中软国际。另外，公司 2009 年年报公布的营业收入为 24.29 亿元，但 2010 年收购长城软件属同一控制下企业合并，因此对 2009 年的营业收入进行了调整，调整为 32.34 亿元。公司净利润增加的主要原因是处置中软国际股权带来的投资收益。
- 2010 年中软国际的营业收入为 16.01 亿元，中软香港的营业收入为 10.54 亿元。中软香港的绝大部分收入来源于中软国际，并且只合并了中软国际 1-9 月份的收入。因此，若合并中软国际全年收入，公司的营业收入约为 36 亿元。

图表1：2006-2010 公司营业收入



来源：公司年报,国金证券研究所

图表2：2006-2010 公司净利润

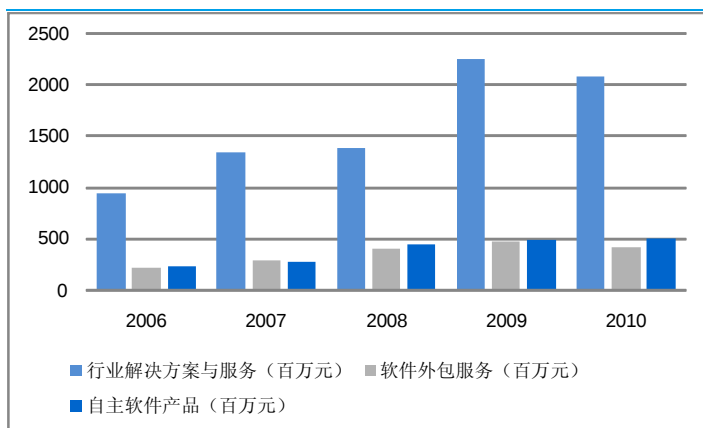


细分业务及其他分析

细分业务收入

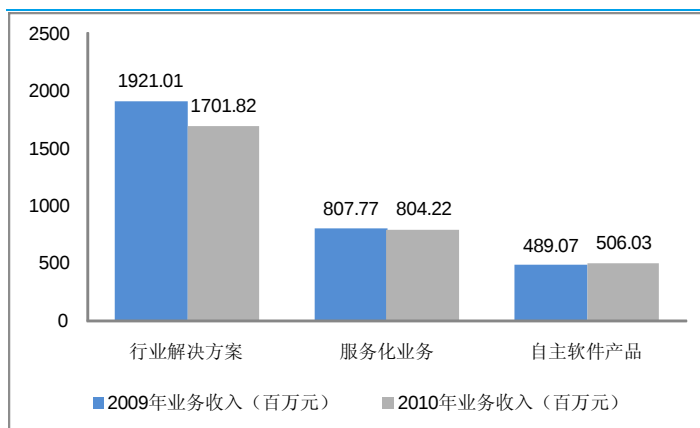
- 从细分业务上看，2010 年公司自主软件产品收入 5.06 亿元（增 3.47%）、行业解决方案与服务 20.87 亿元（减 7.60%），软件外包服务 4.19 亿元（减 10.86%）。由于中软国际的主要业务集中在行业解决方案与服务和软件外包服务，所以扣除中软国际 10-12 月收入后，对公司行业解决方案和服务、软件外包服务业务产生影响。
- 公司在 2010 年调整了新的业务分类方法，将三类业务分别调整为：自主软件产品、行业解决方案、服务化业务，即将原来与行业解决方案较紧密的服务转至服务化业务名下，体现了公司向服务业务转型的整体思路。在新的业务分类体系下，2010 年公司实现自主软件产品收入 5.06 亿元（增 3.47%）、行业解决方案 17.02 亿元（减 11.41%）、服务化业务 8.04 亿元（减 0.44%）。对比“服务化业务”和“软件外包业务”，同样是仅合并了中软国际 2010 年 1 月-9 月的收入，“服务化业务”收入基本没有下降，这说明公司除软件外包以外的运营服务、城市公共服务、IT 增值服务、金融信息服务和物流信息服务等增长较快。这充分体现了公司向服务型公司转型的战略思路。

图表3: 2006-2010 各项业务营业收入 (旧分类)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

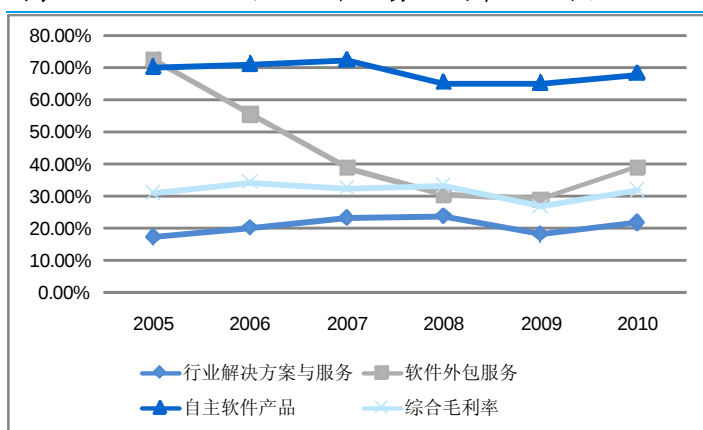
图表4: 2009-2010 各项业务营业收入对比 (新分类)



毛利率分析

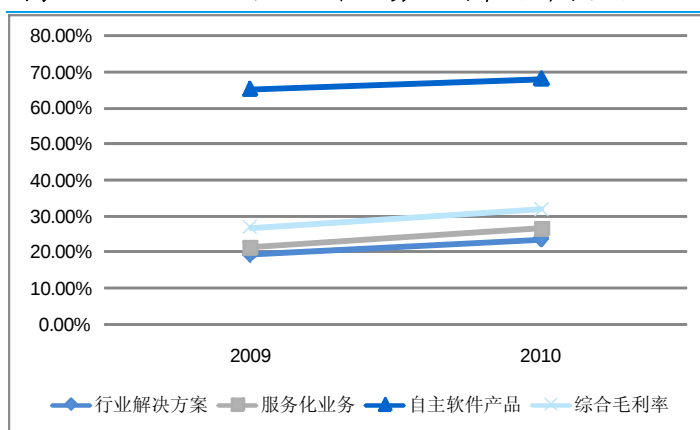
- 2010 年公司各项业务毛利率显著提升, 自主软件产品毛利率由 65.25% 上升到 68.17%, 行业解决方案与服务的毛利率由 18.12% 上升到 21.68%, 软件外包服务毛利率由 29.1% 上升到 38.88%; 在新的业务分类下行业解决方案的毛利率由 19.41% 上升到 23.56%, 服务化业务的毛利率由 21.42% 上升到 26.65%。所有产品的综合毛利率由 26.88% 上升到 31.88%。
- 自主软件产品随着基础软件、通用产品和高端应用产品的逐渐成熟, 毛利率保持在高位, 稳中有升。
- 行业解决方案毛利率的提升来源于公司收购长城软件后, 长城软件业务盈利能力的改善。今后随着中国软件和长城软件在市场、技术、产品、服务、人才等多方面实现整合, 行业解决方案的毛利率将逐渐回升到中国软件收购长城软件之前的水平。
- 服务化业务毛利率的提升来源于, 软件外包业务和深度 IT 服务的毛利率的提升, 软件外包业务的毛利率提升幅度大于深度 IT 服务。其原因在于中软国际的软件外包服务目前已初具规模效应, 而深度 IT 服务是公司目前重点发展方向, 处于跑马圈地的扩张期。

图表5: 2005-2010 各项主营业务毛利率 (旧分类)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表6: 2009-2010 各项主营业务毛利率 (新分类)



投资收益和营业外收入

- 公司 2010 年实现投资收益 6400 万, 其中 5813 万来自于子公司中软香港出售中软国际 5000 万股股权。截至 2010 年 12 月 31 日, 中软香港仍持有 1.95 亿股中软国际股权。2011 年 Q1, 公司再次出售 3000 万股中软国际, 持股降至 1.65 亿股。

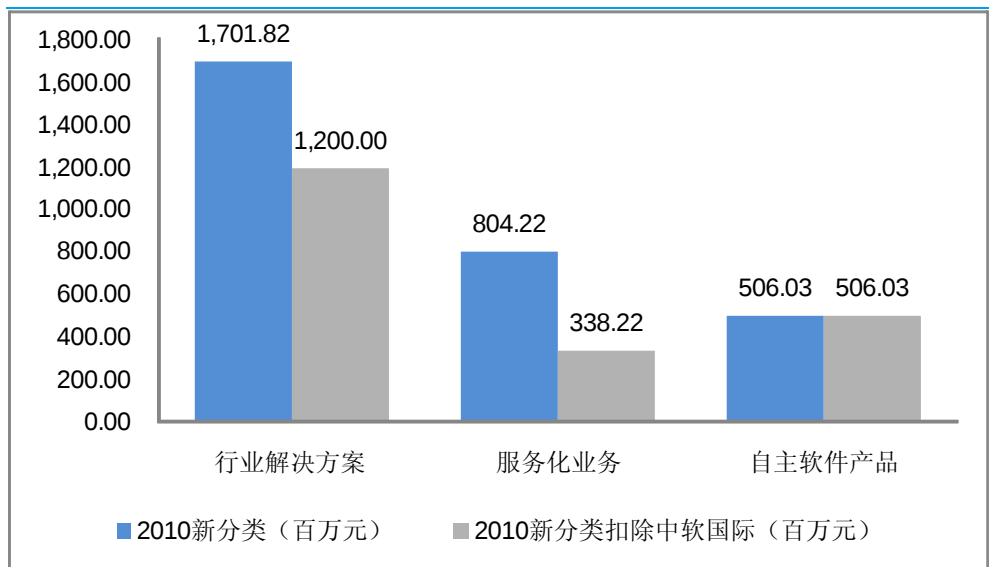
- 2010 年公司营业外收入 1.35 亿元，其中大部分为退税、重大专项补助。这是由于公司长期在自主数据库和操作系统软件上进行投入，和国家利益绑定，在国产基础软件的起步阶段，会长期得到政府的研发补贴。

扣除中软国际后的情况

对营业收入的影响

- 由于 2011 年公司不再合并中软国际的报表，因此我们对公司 2010 年业绩扣除了中软国际后进行分析。中软国际对公司营业总收入的影响为 10 亿元左右，扣除中软国际后，公司 2010 年的营业收入约为 20.3 亿元。中软国际对公司“行业解决方案”的影响约为 5 亿元，对“服务化业务”的影响约为 4.66 亿元。扣除中软国际后，公司的自主软件产品收入仍为 5.06 亿元，而行业解决方案的收入降至约 12 亿元，服务化业务收入降至约 3.38 亿元。

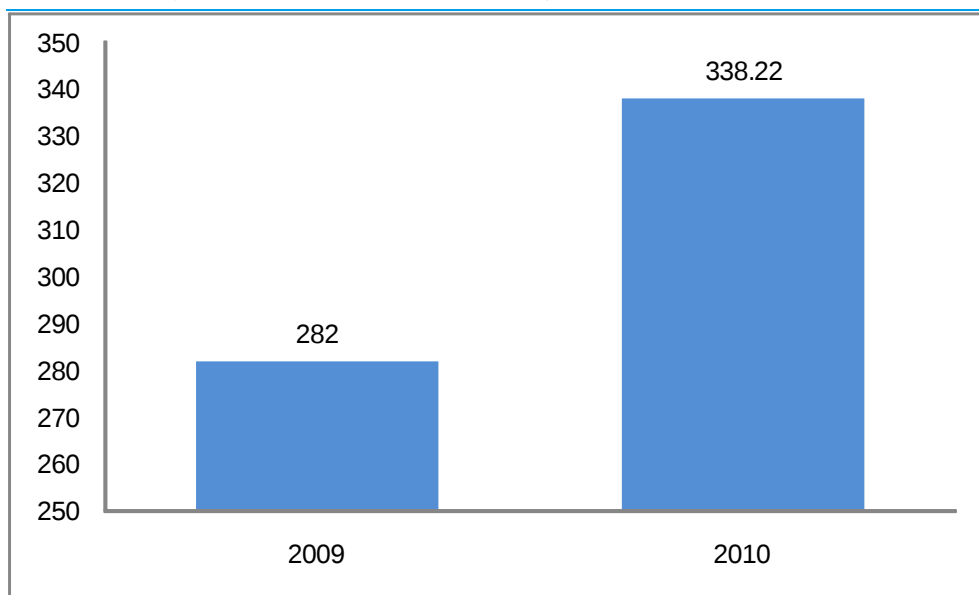
图表7：扣除中软国际前后 2010 年公司各业务营业收入



来源：公司年报,国金证券研究所

- 回顾 2009 年公司“服务化业务”收入约为 8.08 亿元，其中中软国际“外包开发服务”收入为约为 4.56 亿元，同时因行业解决方案而产生的服务化业务至少为 7000 万元。扣除中软国际，公司 2009 年“服务化业务”收入最多为 2.82 亿元。因此扣除中软国际，2010 年公司的“服务化业务”至少增长 20%以上。

图表8: 扣除中软国际后服务化业务规模测算 (百万元)

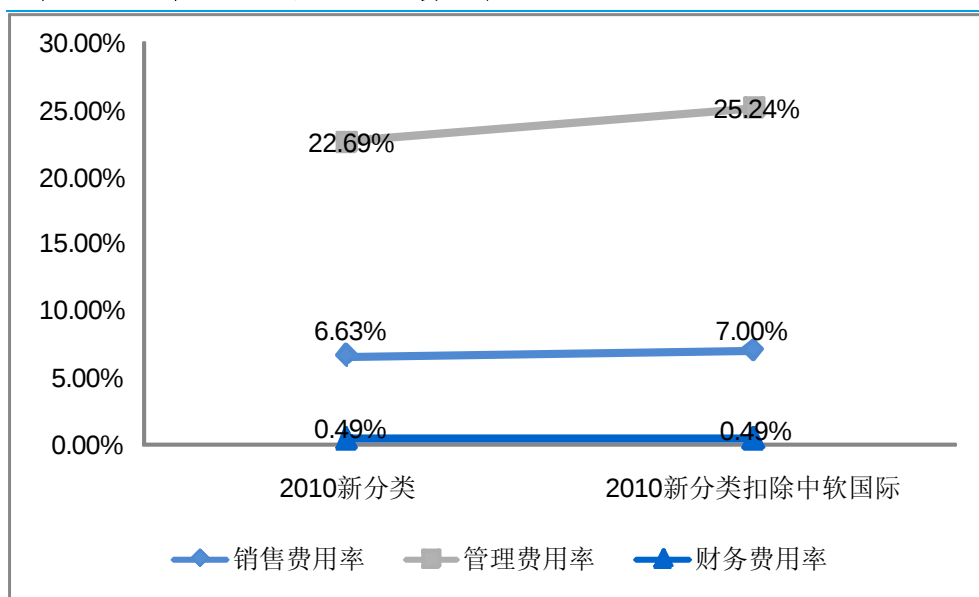


来源: 公司年报, 国金证券研究所

对费用率的影响

- 合并中软国际, 公司 2010 年三项费用为, 销售费用 2.01 亿元, 管理费用 6.87 亿元, 财务费用 1491 万元; 三项费用率分别为 6.63%、22.69%、0.49%。
- 2010 年中软国际三项费用率为, 销售费用率 5.88%、管理费用率 17.52%、财务费用率 0.51%。根据 M1-M9 约 10 亿元的营业收入, 测算合并的三项费用为, 销售费用 5883 万元、管理费用 1.75 亿元、财务费用 506 万元。
- 扣除中软国际, 公司 2010 年三项费用为, 销售费用 1.42 亿元、管理费用 5.12 亿元、财务费用 985 万元; 三项费用率为 7.00%、25.24%、0.49%。扣除中软国际后, 公司的管理费用率和销售费用率上升的原因是, 自主软件产品的研发和销售投入较高, 而中软国际没有这项业务。

图表9: 扣除中软国际前后的三项费用率



来源: 国金证券研究所

2010 年系列事件

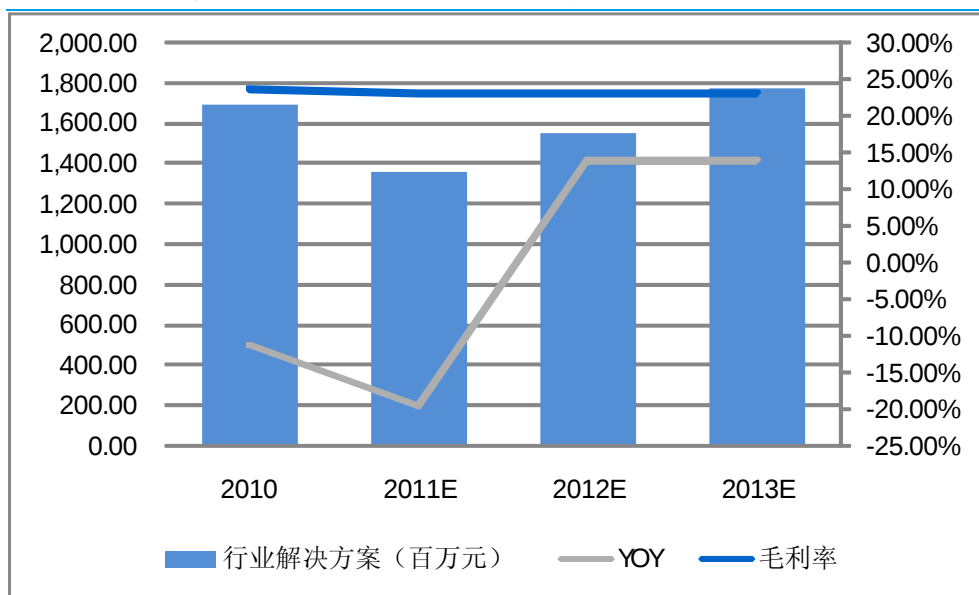
- 2010 年公司收购长城软件、获得了核高基第一批专项资金、增资上海中标软件、出售中软国际等一系列事件均有较大的意义。
 - 收购长城软件彻底解决了中国电子信息产业集团下中国软件与长城软件之间的同业竞争问题。本次收购完成后，中国软件把长城软件纳入整体发展规划，在市场、技术、产品、服务、人才等多方面实现整合，实现优势互补，对扩大公司业务规模，增强公司的综合实力，提高公司行业解决方案软件龙头的地位起到了非常积极的作用。
 - 2010 年 6 月公司获得核高基项目第一批专项资金，共计 1737 万元。第一批核高基专项资金的下达，宣告了市场预期已久的核高基资金下发打开了序幕。公司在“面向领域的应用平台研发及产业化”和“国产基础软件重大应用示范”两个核高基课题中担任牵头承担单位。所获资金占课题总金额的 69.16%和 88.92%。这不仅验证了公司的龙头地位，同时验证了我们前期的观点，即能与国家共担风险、不断投入的大型央企，才有可能成为国家战略引导的最大受益者。
 - 2010 年 9 月公司和普华软件各对上海中标软件增资 8500 万元，增资后中标软件的注册资本增长至 2.5 亿元，公司对操作系统及桌面系统类基础软件增大投入，显示了其在相关领域取得突破的决心，也有利于公司顺利通过国家核高基项目验资。
 - 公司 2010 年 9 月授权中软香港一年之内出售其持有的中软国际 2.45 亿股股票，这使得公司能够在未来的几年内产生投资收益 3 亿元，增厚业绩 1.33 元。公司通过出售软件外包业务，可以收回投资资金，集中资源投入自主软件产品、行业解决方案和服务业务，尤其是基础软件这一重点方向。

立足行业解决方案，增长看服务化转型和基础软件突破

行业解决方案仍是比重最大的业务

- 在未来的几年内，公司的行业解决方案仍是公司占比最大的业务，对公司保持业务规模和软件龙头地位起着举足轻重的作用。同时，公司的服务化转型以及基础软件销售，也有赖于行业解决方案业务带来的忠实客户。我们预计在未来的几年内，该项业务将保持 14%增速，毛利率将稳定在 23%。2011、2012、2013 年公司行业解决方案收入为 13.68 亿元、15.60 亿元、17.78 亿元。

图表10：行业解决方案收入预测（2010 年含中软国际）

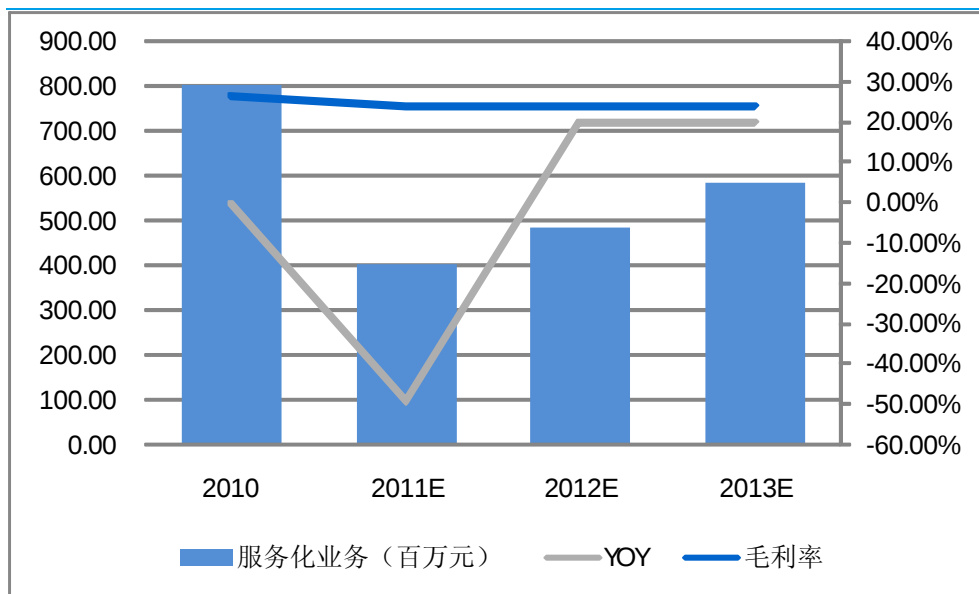


来源：国金证券研究所

服务化转型持续

- 与行业解决方案保持稳步增长相比，我们预测公司服务化业务的能够以更快的速度增长。增长的动力一方面来自于公司服务化战略的全面推进，另一方面来自于公司出售了中软国际以后部分业务的快速恢复。保守预测公司服务化业务在 2011、2012、2013 年将保持约 20% 的增长率，实现收入 4.06 亿元、4.87 亿元、5.84 亿元，毛利率将稳定上升至 24%。

图表11：服务化业务收入预测（2010 年含中软国际）



来源：国金证券研究所

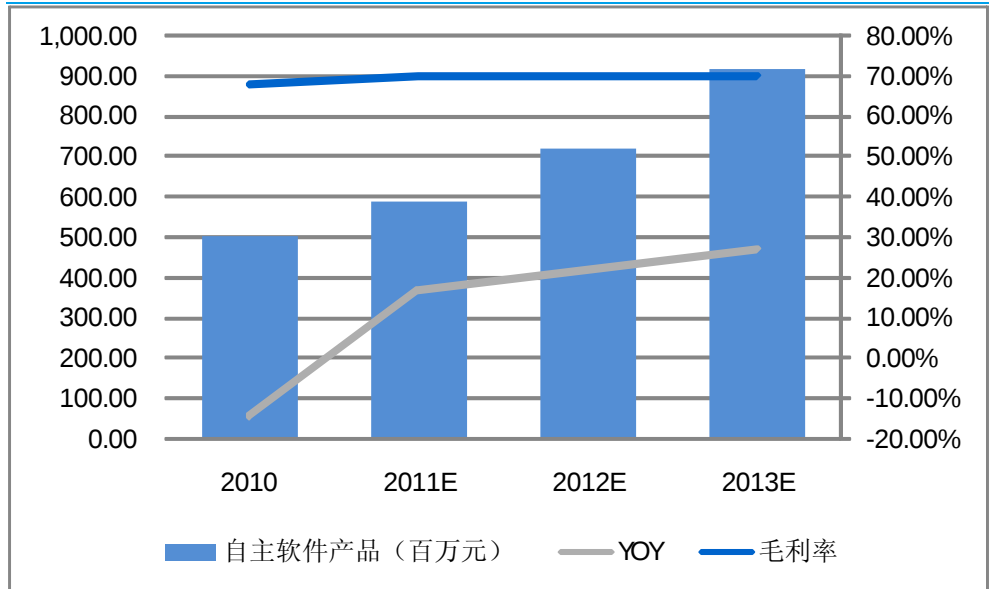
基础软件将突破，未来业绩最大增长点

- 公司自主软件产品包括基础软件、行业通用软件和高端应用软件几个方向。其中，操作系统和数据库等基础软件体现了公司在长期发展战略上和国家利益保持一致，与国家共担风险、不断投入。随着政府对自主基础软件产业的孵化，以及公司在研发经费和采购订单上获得扶持，公司的自主软件产品将呈现加速增长趋势。我们预计 2011、2012、2013 年公司自主

软件产品业务增速为 17%、22%、27%，实现收入 5.92 亿元、7.22 亿元、9.17 亿元，毛利率也将从 68.17% 上升至 70%。

- 2012 年以后，自主软件产品将成为公司增长最快，毛利率最高的业务，因此也是对公司业绩增长贡献最大的业务。

图表12：自主软件产品收入预测（2010 年含中软国际）



来源：国金证券研究所

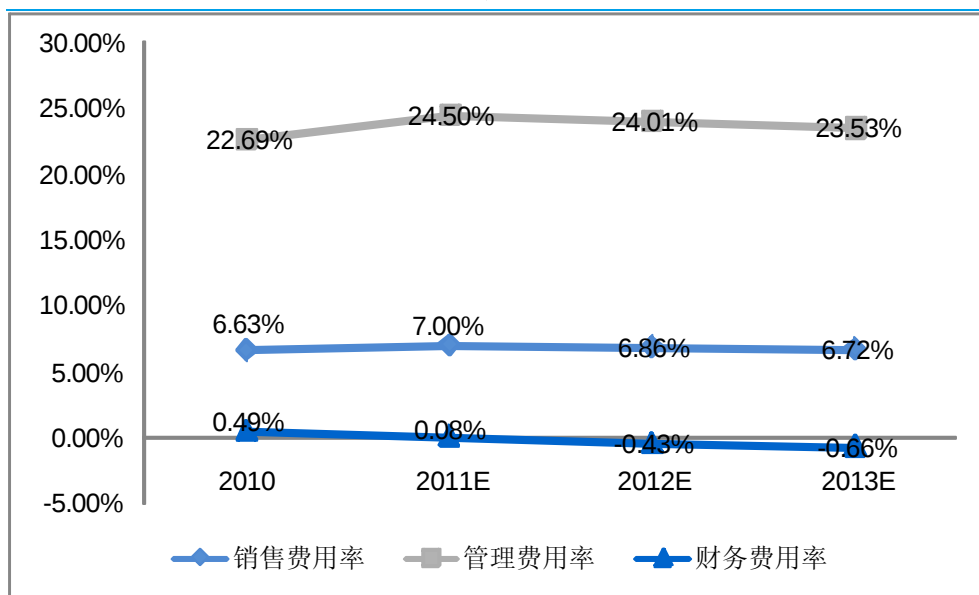
投资收益可维持三年，营业外收入可持续

- 公司于 2010 年出售 5000 万股中软国际股票后，仍剩余 1.95 亿股。2011 年 Q1，公司再次以 2 港元/股价格出售 3000 万股，投资收益约为 3500 万元，至此公司持有的中软国际股票为 1.65 亿股。我们认为公司处置中软国际的过程是一个相对较长的过程，可以带来未来三年的比较丰厚的投资收益。我们谨慎预计 2011、2012、2013 年公司的投资收益为 4000 万元、4400 万元、4840 万元。
- 2010 年首批核高基项目资金下达仅仅是打开了核高基项目资金下达的序幕，后续批次及 2010 年度、2011 年度启动课题的专项资金还将陆续下发。我们认为核高基作为一项重要的国家战略，将贯穿十二-五、十三-五始末，因此公司的营业外收入是可长期持续的。除核高基资金以外，公司每年仍有其他项目专项补助以及退税收入，我们预计公司 2011、2012、2013 年能获得 1.1 亿元、1.32 亿元、1.58 亿元营业外收入。

三项费用率预测

- 扣除中软国际后，公司 2010 年的三项费用率为销售费用率 7%、管理费用率 25.24%、财务费用率 0.49%。我们预计未来几年随着营业收入的扩大和公司管理水平的改善，三项费用率将在现有水平上稳步下降。

图表13: 三项费用率预测 (2010 年含中软国际)

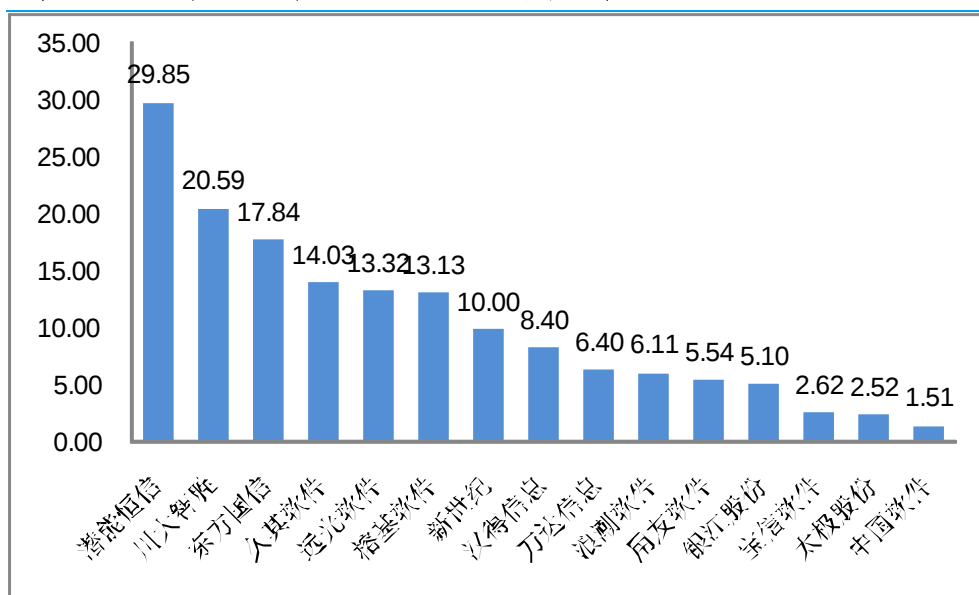


来源: 国金证券研究所

中国软件是弹性最高的软件类公司

- 公司 2010 年营业收入为 30.29 亿元, 截至 2011 年 4 月 8 日, 市值为 45.84 亿元, 市销率为 1.51 倍。
- 根据申万行业软件开发行业分类, 我们提取若干已公布 2010 年年报的公司进行比较, 公司的市销率最低。
- 这从一个侧面说明了公司的潜力和弹性很大, 一旦业绩出现拐点, 公司的估值优势便充分显现。随着公司服务化业务和自主软件产品的快速增长, 整合长城软件后的协同效应显现, 以及公司管理效率的提升, 2011 年将成为公司业绩改善的拐点。

图表14: 已公布 2010 年报的若干软件公司市销率对比



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

盈利预测与估值

- 我们预测公司 2011、2012、2013 年分别实现营业收入 23.66 亿元、27.69 亿元、32.80 亿元，对应的 EPS 为 0.58 元（增 40.28%）、0.89 元（增 53.85%）和 1.27 元（增 43.23%）。
- 销售预测明细如下

图表15：销售预测明细

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2009	2010	2010新分类	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
行业解决方案										
销售收入（百万元）	1,454.33	2,087.37	1,701.82	1,368.00	1,559.52	1,777.85	2,026.75	2,269.96	2,542.36	2,796.59
增长率（YOY）	5.26%	-7.60%	-11.41%	-19.62%	14.00%	14.00%	14.00%	12.00%	12.00%	10.00%
毛利率	24.36%	21.68%	23.56%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
销售成本（百万元）	1,100.05	1,634.83	1,300.87	1,053.36	1,200.83	1,368.95	1,560.60	1,747.87	1,957.62	2,153.38
增长率（YOY）	4.45%	48.61%	23.50%	-35.57%	14.00%	14.00%	14.00%	12.00%	12.00%	10.00%
毛利（百万元）	354.27	452.54	400.95	314.64	358.69	408.91	466.15	522.09	584.74	643.22
增长率（YOY）	7.88%	27.74%	27.43%	-30.47%	14.00%	14.00%	14.00%	12.00%	12.00%	10.00%
占总销售额比重	60.27%	69.30%	56.50%	57.82%	56.32%	54.21%	51.69%	50.36%	50.09%	50.49%
占主营业务利润比重	43.73%	47.13%	41.76%	38.07%	36.56%	34.32%	31.73%	30.40%	29.99%	30.14%
软件外包服务（服务化业务）										
销售收入（百万元）	469.70	418.68	804.22	405.87	487.04	584.45	701.34	806.54	887.20	931.56
增长率（YOY）	17.87%	-10.86%	-0.44%	-49.53%	20.00%	20.00%	20.00%	15.00%	10.00%	5.00%
毛利率	29.10%	38.88%	26.65%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本（百万元）	333.02	255.90	589.90	308.46	370.15	444.18	533.02	612.97	674.27	707.98
增长率（YOY）	19.89%	-23.16%	91.24%	20.54%	20.00%	20.00%	20.00%	15.00%	10.00%	5.00%
毛利（百万元）	136.68	162.78	214.33	97.41	116.89	140.27	168.32	193.57	212.93	223.57
增长率（YOY）	13.24%	19.09%	120.03%	-40.16%	20.00%	20.00%	20.00%	15.00%	10.00%	5.00%
占总销售额比重	19.46%	13.90%	26.70%	17.15%	17.59%	17.82%	17.89%	17.89%	17.48%	16.82%
占主营业务利润比重	16.87%	16.95%	22.32%	11.79%	11.91%	11.77%	11.46%	11.27%	10.92%	10.48%
自主软件产品										
销售收入（百万元）	489.07	506.03	506.03	592.06	722.31	917.33	1,192.53	1,431.04	1,645.69	1,810.26
增长率（YOY）	9.56%	3.47%	3.47%	17.00%	22.00%	27.00%	25.00%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	65.25%	68.17%	68.17%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
销售成本（百万元）	169.95	161.07	161.07	177.62	216.69	275.20	357.76	429.31	493.71	543.08
增长率（YOY）	9.97%	-5.23%	-9.32%	10.27%	22.00%	27.00%	30.00%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利（百万元）	319.12	344.96	344.96	414.44	505.62	642.13	834.77	1,001.72	1,151.98	1,267.18
增长率（YOY）	9.34%	8.10%	-16.76%	20.14%	22.00%	27.00%	30.00%	20.00%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	20.27%	16.80%	16.80%	25.02%	26.09%	27.97%	30.42%	31.75%	32.43%	32.69%
占主营业务利润比重	39.39%	35.92%	35.92%	50.14%	51.53%	53.90%	56.82%	58.33%	59.09%	59.38%
销售总收入（百万元）	2413.11	3012.07	3012.08	2365.92	2768.87	3279.63	3920.62	4507.54	5075.24	5538.41
销售总成本（百万元）	1603.03	2051.79	2051.84	1539.44	1787.67	2088.33	2451.38	2790.15	3125.59	3404.44
毛利（百万元）	810.08	960.28	960.24	826.49	981.19	1191.31	1469.25	1717.39	1949.65	2133.97
平均毛利率	33.57%	31.88%	31.88%	34.93%	35.44%	36.32%	37.47%	38.10%	38.41%	38.53%

来源：国金证券研究所

投资建议

- 我们给予公司 2012 年 30 × P E 估值 26.7 元，给予公司“买入”评级。

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	2,241	2,429	3,029	2,366	2,769	3,280
增长率		8.4%	24.7%	-21.9%	17.0%	18.4%
主营业务成本	-1,494	-1,612	-2,061	-1,539	-1,788	-2,088
% 销售收入	66.7%	66.4%	68.1%	65.1%	64.6%	63.7%
毛利	747	817	968	826	981	1,191
% 销售收入	33.3%	33.6%	31.9%	34.9%	35.4%	36.3%
营业税金及附加	-45	-41	-49	-40	-49	-61
% 销售收入	2.0%	1.7%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%
营业费用	-128	-161	-201	-166	-190	-220
% 销售收入	5.7%	6.6%	6.6%	7.0%	6.9%	6.7%
管理费用	-510	-547	-687	-580	-665	-772
% 销售收入	22.7%	22.5%	22.7%	24.5%	24.0%	23.5%
息税前利润 (EBIT)	64	68	31	41	77	138
% 销售收入	2.8%	2.8%	1.0%	1.7%	2.8%	4.2%
财务费用	-26	-16	-15	-2	12	22
% 销售收入	1.2%	0.6%	0.5%	0.1%	-0.4%	-0.7%
资产减值损失	-33	-120	-26	-18	-12	-9
公允价值变动收益	54	-48	-32	0	0	0
投资收益	9	10	64	40	44	48
% 税前利润	7.3%	-21.2%	40.8%	23.4%	17.4%	13.6%
营业利润	68	-105	22	61	121	199
营业利润率	3.0%	n.a	0.7%	2.6%	4.4%	6.1%
营业外收支	59	57	135	110	132	158
税前利润	127	-48	157	171	253	357
利润率	5.7%	n.a	5.2%	7.2%	9.2%	10.9%
所得税	-12	-19	-20	-26	-38	-54
所得税率	9.4%	n.a	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	115	-67	136	145	215	303
少数股东损益	68	-82	44	15	15	17
归属于母公司的净	47	14	93	130	200	287
净利率	2.1%	0.6%	3.1%	5.5%	7.2%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	115	-67	136	145	215	303
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	77	168	96	60	53	51
非经营收益	-38	54	-18	-124	-172	-207
营运资金变动	-35	-98	-250	44	153	69
经营活动现金净流	119	57	-35	126	250	217
资本开支	-104	-87	-65	137	112	137
投资	-76	-31	-291	-48	-30	-30
其他	1	-19	0	40	44	48
投资活动现金净流	-180	-137	-357	129	126	156
股权募资	0	412	122	0	-42	0
债权募资	14	-97	271	-311	-133	1
其他	-48	-39	-45	13	-27	-27
筹资活动现金净流	-34	277	348	-299	-202	-26
现金净流量	-94	196	-44	-44	174	347

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	511	707	744	700	874	1,221
应收款项	815	871	639	730	830	962
存货	183	204	274	169	186	206
其他流动资产	144	120	99	94	109	127
流动资产	1,653	1,903	1,756	1,693	2,000	2,517
% 总资产	63.9%	66.7%	66.1%	66.0%	69.5%	73.9%
长期投资	73	86	410	458	487	517
固定资产	400	416	356	328	310	292
% 总资产	15.5%	14.6%	13.4%	12.8%	10.8%	8.6%
无形资产	452	436	126	82	79	77
非流动资产	935	951	902	871	879	888
% 总资产	36.1%	33.3%	33.9%	34.0%	30.5%	26.1%
资产总计	2,588	2,854	2,658	2,563	2,879	3,404
短期借款	339	249	383	133	0	0
应付款项	670	666	620	608	869	1,070
其他流动负债	109	119	59	135	176	228
流动负债	1,118	1,034	1,062	876	1,045	1,298
长期贷款	4	0	0	0	0	1
其他长期负债	150	193	61	0	0	0
负债	1,273	1,226	1,123	876	1,045	1,299
普通股股东权益	635	1,020	1,305	1,443	1,575	1,829
少数股东权益	681	608	229	244	259	276
负债股东权益合计	2,588	2,854	2,658	2,563	2,879	3,404

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.289	0.064	0.411	0.577	0.888	1.272
每股净资产	3.935	4.517	5.783	6.394	6.977	8.105
每股经营现金净流	0.740	0.252	-0.156	0.557	1.107	0.963
每股股利	0.060	0.014	0.020	0.100	0.120	0.144
回报率						
净资产收益率	7.34%	1.42%	7.11%	9.02%	12.72%	15.69%
总资产收益率	1.80%	0.51%	3.49%	5.08%	6.96%	8.43%
投入资本收益率	3.23%	4.61%	1.38%	1.91%	3.57%	5.56%
增长率						
主营业务收入增长率	17.63%	8.39%	24.71%	-21.89%	17.03%	18.45%
EBIT增长率	-11.44%	6.49%	-55.02%	34.35%	87.85%	78.73%
净利润增长率	-28.01%	-68.97%	541.80%	40.28%	53.85%	43.23%
总资产增长率	6.20%	10.26%	-6.87%	-3.56%	12.30%	18.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	109.0	110.0	81.9	100.0	98.0	96.0
存货周转天数	52.3	43.8	42.3	40.0	38.0	36.0
应付账款周转天数	88.3	87.9	75.3	90.0	92.0	94.0
固定资产周转天数	65.2	62.5	42.9	50.3	40.5	32.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.23%	-17.88%	-23.54%	-33.61%	-47.67%	-57.97%
EBIT利息保障倍数	2.4	4.3	2.0	20.6	6.5	-6.4
资产负债率	49.17%	42.98%	42.26%	34.16%	36.29%	38.16%

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	0	0	0	0
买入	0	0	1	1	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

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 2010-03-22	买入	25.82	N/A
2 2010-04-27	买入	22.36	N/A
3 2010-06-28	买入	20.93	27.23 ~ 27.23
4 2010-06-29	买入	21.31	27.23 ~ 27.23
5 2010-09-20	买入	20.85	N/A
6 2010-09-28	买入	21.84	N/A

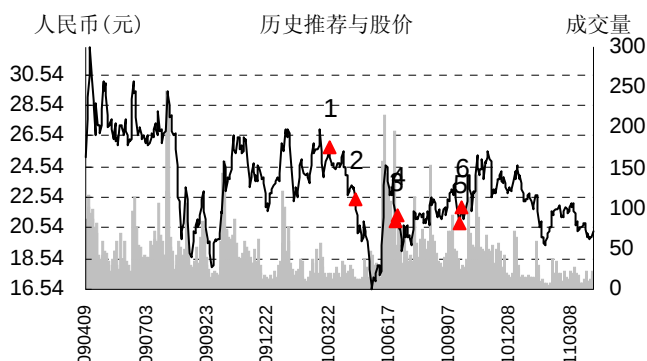
来源：国金证券研究所

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)-61356534

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: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

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: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室