



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年8月4日

软件和服务

研究部

陈昊飞

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208020075
chenhf@cicc.com.cn

审慎推荐

东软集团 (600718.SH)

“创新”、“全球化”、“卓越运营”
——东软面向未来发展的战略

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	4,166.1	4,937.7	5,584.2	6,737.3	8,132.2
(+/-%)	12.3%	18.5%	13.1%	20.6%	20.7%
主营业务利润	1,454.1	1,554.1	1,750.1	2,113.6	2,553.9
(+/-%)	7.2%	6.9%	12.6%	20.8%	20.8%
营业利润	671.7	407.5	499.2	604.4	732.3
(+/-%)	33.6%	-39.3%	22.5%	21.1%	21.2%
净利润	640.6	484.7	498.5	603.2	730.5
(+/-%)	30.5%	-24.3%	2.8%	21.0%	21.1%
经常性净利润	521.8	357.2	368.5	463.2	580.5
(+/-%)	7.7%	-31.5%	3.2%	25.7%	25.3%
每股收益 (元)	0.68	0.39	0.41	0.49	0.60
经营性每股收益 (元)	0.55	0.29	0.30	0.38	0.47
市盈率 (倍)	18.7	35.5	34.5	27.4	21.9
市净率 (倍)	2.3	2.8	2.5	2.2	2.0
资产收益率	8.4%	5.2%	4.8%	5.3%	5.7%
权益收益率	12.2%	7.8%	7.2%	8.1%	9.0%

股票信息

股票代码	600797.CH
当前股价	¥10.34
日成交量 (百万股)	6.56
52周最高价/最低价	RMB20.20/10.22
总市值 (百万元)	12.66
发行股数 (百万股)	1,228
流通股数 (百万股)	1,228
主要股东 (持股比例)	东大科技产业集团 (17.6%)

最近股价走势

	1周	1个月	3个月	年初至今
东软集团	-2.8%	-11.1%	-19.6%	-35.7%
上证指数	-2.5%	-1.0%	-7.2%	-5.2%

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资建议:

- 公司从提供“劳动力”向提供“服务+解决方案”的商业模式战略转型将会带动高价值业务快速发展;
- 医疗行业解决方案具有发展潜力将成为未来催化剂;
- 行业应用软件需求上升;
- “IT 服务”借势中国 IT 软件和外包行业“黄金十年”;
- 成本上升明显, 导致盈利能力下降;
- 充足的人力资源储备, 为长期发展奠定基础;
- 对日业务没有受到海啸地震影响, 反而带来更多商机;
- 并购助力海外扩张。

盈利预测:

我们预计东软集团 2011 年和 2012 年的每股收益分别为 0.41 元和 0.49 元, 同比上涨为 2.8% 和 21%。扣除非经常性损益之后的 2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.30 元和 0.38 元, 同比上涨为 3% 和 25.7%。

估值与建议:

目前东软集团股价的市盈率相当于 2011 年每股收益的 25 倍, 估值相对合理。公司目前正在从传统的以提供人力资源为主的模式向以提供服务为主的商业模式进行转移及产业升级, 未来的以提供服务为主的商业将会给公司带来质量更高的利润水平以及更好的回报率, 已经根据公司所处的行业地位, 我们给予公司“审慎推荐”评级。

风险:

人力资源成本上涨以及人民币的不断升值可能会对公司的盈利能力和海外竞争力造成压力。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

从提供“劳动力”向“服务+解决方案”的商业模式战略转型将会带动高价值业务快速发展

2011 年是东软成立的 20 周年，在成立 20 周年之际，东软发布未来的发展战略：东软将在不断发挥过去积累的优势能力之外，加大向以创新与服务驱动成长的公司转变。在未来东软将从以人的规模为基础的增长模式，向以知识资产来驱动增长的模式转变；从以技术为中心的商业模式，向以客户价值为中心的模式转变；从以中国为中心的成长模式向以全球市场机会为中心的模式转变。公司的此次转型也就是“向服务型转型”，过去的模式主要是卖产品、卖技术、卖人力，未来则是卖服务或提供运营，即东软集团帮助客户投入基础设施，然后帮助客户运营这些系统，收取服务费或分享运营收入，这些客户可能是来自医疗、电力、社保或是其他行业。这就像华为在国外某些地方的做法，这些国家的电信运营商财穷势弱，华为免费为其建设基础网络，但与电信运营商进行收入分成。我们认为，随着中国目前人力资源成本的上涨和人民币的不断升值，外向型外包企业将会面临更大的压力，外包行业需要进行产业升级，邻居印度已经在做了这样的事情，Infosys、Tata 等传统的外包公司都已经在高端的咨询、行业应用解决方案、BPO 领域取得了很大成就，越来越多的生意是通过自身的咨询能力所取得的。我们认为，像东软、文思、软通动力这些第一梯队的中国本土外包服务商是时候进行产业升级，我们也可以发现，这些企业都在不同的领域和细分行业中进行着这样的动作，因此我们相信通过这样的产业升级，高价值的业务必将在收入占比中得到迅速的提高，让公司更具核心竞争力和议价能力。

同时，公司将进一步向海外市场拓展，取消内部国内和国外业务线的划分，所有产品与服务都将直接覆盖国际与国内两个市场。在过去的几年中，东软越来越多的业务线进军国际市场，其中在汽车电子、移动终端等细分领域市场，已经成为世界级的服务商。

同时公司管理层发布未来 10 年的发展目标，包括：东软的国际业务收入从目前占东软全部的不到 35%要提升至 60%以上；东软来自于产品与持续服务的收入要占东软整体收入的 50%以上；东软的营业收入要有 5 倍以上的成长；东软在医疗设备、汽车信息系统、移动终端等产品工程解决方案方面成为国际优秀的公司等。

医疗行业解决方案具有发展潜力

东软在 1996 年开始进入医疗行业，目前来自医疗系统的收入占总收入的 16%左右，因为当时整个信息网络基础设施很落后，没有物联网，无线，传感器等技术，公司主要是面向医院提供医疗设备，包括 CT、磁共振、数字 X 线机、彩超等 10 大系列 50 余种医疗产品。随着网络普及，信息化水平的提高医疗信息系统的需求日趋强烈，自 1978 年至今，我国已经进行过 4 个阶段的医疗改革，最近的一次开始于 2007 年，并在 2009 年中央政府决定投资 8500 亿元用于医疗改革，其中医疗信息化建设备受关注。在过去几年，美国医疗服务信息化行业取得了长足发展。Google 跟美国的医疗中心合作，为几百万名社区病人建立了电子档案，医生可以远程监控。微软也推出了一个新的医疗信息化服务平台，帮助医生、病人和病人家属实时了解病人的最新状况。英特尔也在几年前推出数字化医疗平台，通过 IT 手段帮助医生与患者建立互动。IBM 公司也在这方面有很大的努力。目前东软已经可以提供以患者为中心的全面数字化医院解决方案，包括 HIS、CIS、LIS、EMR、PACS、RIS、CAD、远程会诊服务等。在面向个人健康服务方面，东软与大型医院联合提供熙康健康管理系统以及远程医疗服务。

东软在海南的“大健康产业”布局，包括休闲养生、保健康复的现代医疗与健康服务基地，健康信息数据库，以及基于互联网、物联网、医疗设备的信息与健康高科技产业基地三方面内容。海南澄迈县 176 个村里使用的东软“健康一体机”就类似于 IPAD 或者 IPHONE 的模式，作为一个开放的平台，通过软件下载就能实现功能更新，可以监控血压、血糖，可以进行孕妇胎儿监护，并把胎儿的情况通过网络传递给医院，甚至下载软件就变成农村社保报销平台，或者村医培训平台，这就属于典型的云计算应用服务。除此之外，东软还与唐山市合作推出项目总金额约 2 亿的“健康城市”计划。截止目前，东软已经与全国十五个省市相关部门达成协议，采取政企合作模式，推动当地医疗信息化水平。

熙康，由 B2B 服务模式转型为 B2C

移动互联网给软件业带来了极大的机会，在医疗健康产业，东软由过去 B2B 服务模式转型 B2C 领域。熙康作为东软医疗在健康服务领域的解决方案，是一个通过软件技术、医疗设备和互联网的结合，纵向整合区域医疗中心和基层医疗机构的服务资源，为个人和家庭提供包括预防保健、远程监护、医疗救治在内的全生命周期健康保障服务平台。熙康解决方案可以面对城市、企业及个人提供服务，这样的远程医疗监控服务，打破现有健康管理中心服务模式，将医疗设备与远程信息平台相结合，把设备安装到会员企业或家里，专家根据远程上传的数据，提供健康干预指导，使繁琐的健康信息采集和健康风险评估达到程序化、智能化和高效率，并结合网络的健康干预指导，扩大了应用范围。同时该系统还能提供预约就医，绿色通道等服务，解决了患者就医难，等候时间长等问题，提高了患者就医效率，避免了贻误病情。能够有效解决目前中国由于发展不均衡造成的就医难等问题。

熙康功能：

- 远程健康监护无缝链接家庭、社区和医院
- 全方位采集个人健康信息
- 量身打造个性化健康顾问服务
- 高品质全程就医服务

图表 1：熙康解决方案业务模式：



资料来源：公司数据，中金公司研究部

行业应用软件需求上升

东软是最早从事政府软件行业开发的服务商，公司在社保行业拥有 50% 以上的市场份额，同时在财政税收、公安、电力、医疗、工商管理、质量监督等政府细分领域拥有解决方案，我们相信随着中国政府对于电子政务发展的重视程度不断提高，以及原有“十二金”工程无法满足现有及未来融合化的信息服务，各级政府必将大力发展其电子政务及信息化的建设及投入，公司也会因此受益。

除了在政府领域的应用软件开发以外，东软在电信和金融领域也占据一席之地，公司为中国电信行业提供新一代业务支撑系统（BSS）、管理支撑系统（MSS）、运营支撑系统（OSS）；面向 3G 及后 3G 时代所需的电信业务支持和管理需求，推出了可覆盖智能移动设备管理、合作伙伴关系管理、增值服务综合管理平台、在线计费系统等在内的解决方案及系统。业务遍布中国移动、中国电信、中国联通 20 余个省份。在移动增值业务领域，东软为电信运营商提供基于 2.5G 和 3G 的移动数据增值业务承载平台。业务覆盖中国移动总部及中国移动 12 个省份并与 NOKIA、NSN 等国际一流的电信厂商建立长期紧密的合作关系。我们认为，传统 IT 主要行业应用者电信和金融已经从原先的大规模的硬件投入转向为更加重视网络优化，系统效率提升，行业应用解决方案的投入，目前中国在电信领域主要由亚信联创、华为、中兴、神州数码及东软几大服务商提供应用软件及解决方案，行业进入门槛很高，根据我们预测，几大运营商未来在应用解决方案的投入将会保持在 25% 以上的增长水平。

图表 2：2011 三大运营商 IT 支出情况

人民币 百万 运营商	资本性开支			IT 支出		
	2010	2011	同比	2010	2011	同比
中国移动	124,300	132,400	6.52%	8,701	9,268	6.52%
中国联通	70,189	73,012	4.02%	3,710	5,760	55.26%
中国电信	43,037	50,000	16.18%	1,248	1,850	48.23%
合计	237,526	255,412	7.53%	13,659	16,878	23.57%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

在金融领域中，公司为银行提供资产托管业务综合系统、风险管理平台、核心系统全过程测试、IT 服务等多项解决方案与服务。为证券行业提供风险与绩效、企业年金管理、证交所创新试验平台以及软件咨询服务等。为保险行业提供保险核心业务系统以及 IT 服务等业务。中国银行业中，大型银行系统最为成熟，IT 投入比重最大，其实是股份制银行，其资产规模相当于国有商业银行的 1/4，IT 系统也较为成熟，城市商业银行正在努力建设其 IT 系统，政策性银行和邮政储蓄银行 IT 系统较为薄弱，农村银行 IT 系统建设极其薄弱，随着银行信息化建设，城市银行和农村银行将成为银行 IT 应用最重要的需求者和增长动力。根据业界估计，2010 年城商行等区域银行在 IT 方面的投入有 41.8 亿元人民币，2011 年将会达到 47.7 亿元，2007 年-2011 年的复合增长率达到 21.5%。

“IT 服务”借势中国 IT 软件和外包行业“黄金十年”

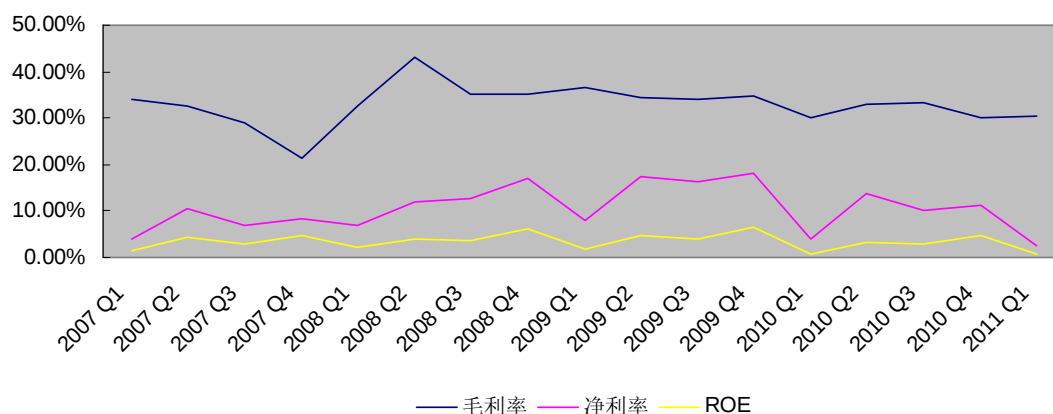
东软凭借多年来为国际化客户提供咨询、维护、开发服务的经验和知识，建立并完善了 On-site, Near-shore, Offshore 离岸开发中心三者结合的服务模式，在全球范围内向客户提供覆盖应用开发与维护项目全生命周期的服务。覆盖的行业包括：电信、公共事业、银行、证券、保险、制造、医疗、教育、交通、流通、媒体、IT、钢铁。另外在 BPO 领域，东软可以为客户提供完整的一站式 BPO 解决方案，从位于企业运营最前端的客户联络中心，到企业内部经营运作的后台支持业务，其中包括 Call Center、Helpdesk、Application Support 等 Front Office 外包服务，以及 HR outsourcing、F&A outsourcing 等 Back Office 外包服务，涵盖了企业经营管理中的各个主要流程，并以数据中心（Data Center）作为技术平台和网络资源的有力支撑，为客户提供多类别、个性化、一站式的 BPO 外包解决方案

2011 年是中国“十二五规划”的开局之年，其中 IT 软件和外包行业在未来的 5 年将会受益于经济发展模式转型，工业化和信息化融合，进一步深化战略性新兴产业的发展等宏观因素。同时，在政策层面，在 2009 年和 2010 年出台多个关于鼓励和支持发展发包产业的政策措施出台后，2011 年又出台《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》（4 号文件）是对于原 18 号文件进行延续和深化，大力发展国际外包产业和积极引导企业将信息技术研发应用业务外包给专业企业。鼓励政府部门通过购买服务的方式将电子政务建设和数据处理工作中的一般性业务发包给专业软件和信息服务企业，鼓励大中型企业将其信息技术研发应用业务机构剥离，成立专业软件和信息服务企业，同时，文件还对于软件外包企业相关税率进行减免。目前国家已经累计批复设立 21 个中国服务外包示范城市，11 个国家软件产业基地和 6 个国家软件出口基地，我们相信中国的软件外包行业将会经历一个“黄金十年”。

成本上升明显，导致盈利能力下降

近两年由于受到人力资源成本上升，以及海外并购项目盈利能力还处于提升阶段，同时公司也加大了在业务商业模式转型、云计算、医疗、电信等行业解决方案的市场投入、资源投入、研发费用和广告宣传，导致营业成本及费用率不断提升，盈利能力有所下降，投资回报率降低。我们认为，中国目前各行业都在面临人力资源成本不断上涨，而且公司正处于业务模式转型，新产品研发期间，以及海外扩张，短期内的盈利能力仍然具有相当的压力。

图表 3: 2007-2011 各项盈利指标



资料来源：公司数据，中金公司研究部

充足的人力资源储备，为长期发展奠定基础

东软目前设立了三所 IT 专业大学,以及成立 IT 人才实训中心,高质量地培养充足的国际化、实用化专业人才,与客户和合作伙伴以及整个产业的发展共享 IT 人力资源发展,目前在校的近 25000 名 IT 专业学生,加上东软人才实训中心,每年能够培养近万人的毕业生,公司可以从中选取最优秀的人才作为公司未来发展的储备。

对日业务没有受到地震海啸影响,反而带来更多商机

3 月 11 日,日本发生强烈地震,并且引发大规模海啸,导致日本东北部地区受灾严重,包括索尼、东芝、尼康等在内的日本主要 IT 企业均已证实受到地震影响,旗下主要工厂在地震后都处于关闭或者停运状态,因此很多投资者则担心中国外包行业会相应受到影响,日本作为中国最重要的发包国之一,对于中国外包行业市场具有举足轻重的作用。同时,对于东软的海外业务,主要是来自日本的合同,不过就目前来自日本的业务并没有受到明显的影响,而且由于灾后重建等因素的影响,来自日本的业务呈现出加速成长的迹象。我们认为,灾后的日本必将要经历一个恢复重建的过程,IT 产业也是日本支柱产业之一,高科技产业的恢复重建比较传统工业所需时间相对较短,也就是说高科技在未来的灾后重建过程中将会领先于其他产业,因此会给中国对日外包服务提供一个短期的增长机会。

并购助力海外扩张

收并购对于 IT 软件和外包公司是一条快速发展的捷径,通过收并购可以获得团队、客户、产品等来加强自身的研发能力、实施能力、客户规模、进入新行业或领域等。我们也可以发现,公司历史上也是通过几次成功的并购进入软件外包领域,并且迅速扩展,占有一席之地。

盈利预测:

我们预计东软集团 2011 年和 2012 年的每股收益分别为 0.41 元和 0.49 元,同比上涨为 2.8%和 21%。扣除非经常性损益之后的 2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.30 元和 0.38 元,同比上涨为 3%和 25.7%。

估值与建议:

目前东软集团股价的市盈率相当于 2011 年每股收益的 25 倍,估值相对合理。公司目前正在从传统的以提供人力资源为主的模式向以提供服务为主的商业模式进行转移及产业升级,未来的以提供服务为主的商业将会给公司带来质量更高的利润水平以及更好的回报率,已经根据公司所处的行业地位,我们给予公司“谨慎推荐”评级。

图表 4：历史和预测的财务数据

(百万元人民币)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,166.1	4,937.7	5,584.2	6,737.3	8,132.2
软件及系统集成	3,426.9	3,877.0	4,458.5	5,350.2	6,420.3
医疗系统	633.4	793.8	992.2	1,240.3	1,550.4
其他	105.7	266.9	133.5	146.8	161.5
<u>同比增长%</u>	12.3%	18.5%	13.1%	20.6%	20.7%
软件及系统集成	16.8%	13.1%	15.0%	20.0%	20.0%
医疗系统	-5.6%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
其他	-1.0%	152.5%	-50.0%	10.0%	10.0%
营业成本	(2,712.0)	(3,383.6)	(3,834.2)	(4,623.8)	(5,578.2)
软件及系统集成	(2,273.6)	(2,724.3)	(3,133.0)	(3,759.6)	(4,511.5)
医疗系统	(391.1)	(495.4)	(619.2)	(774.0)	(967.5)
其他	(47.2)	(163.9)	(82.0)	(90.2)	(99.2)
<u>同比增长%</u>	15.1%	24.8%	13.3%	20.6%	20.6%
软件及系统集成	19.6%	19.8%	15.0%	20.0%	20.0%
医疗系统	-3.3%	26.7%	25.0%	25.0%	25.0%
其他	-5.5%	247.2%	-50.0%	10.0%	10.0%
毛利	1,454.1	1,554.1	1,750.1	2,113.6	2,553.9
毛利率%	34.9%	31.5%	31.3%	31.4%	31.4%
<u>同比增长%</u>	7.2%	6.9%	12.6%	20.8%	20.8%
软件及系统集成	1,153.3	1,152.6	1,325.5	1,590.7	1,908.8
毛利率%	33.7%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%
医疗系统	242.3	298.4	373.0	466.3	582.8
毛利率%	38.3%	37.6%	37.6%	37.6%	37.6%
营业税金及附加	(54.1)	(81.2)	(83.8)	(101.1)	(122.0)
销售费用	(284.6)	(391.9)	(418.8)	(505.3)	(609.9)
管理费用	(534.8)	(713.9)	(781.8)	(943.2)	(1,138.5)
财务费用	(17.5)	0.4	(11.2)	(13.5)	(16.3)
资产减值损失	(12.8)	(5.3)	(5.6)	(6.7)	(8.1)
公允价值变动收益	9.2	(0.7)	(5.6)	(6.7)	(8.1)
投资收益	112.2	46.1	55.8	67.4	81.3
营业利润	671.7	407.5	499.2	604.4	732.3
<u>占主营业务收入%</u>	16.1%	8.3%	8.9%	9.0%	9.0%
<u>同比增长%</u>	33.6%	-39.3%	22.5%	21.1%	21.2%
营业外收入	67.3	160.8	89.3	107.8	130.1
营业外支出	(11.3)	(8.2)	(11.2)	(13.5)	(16.3)
利润总额	727.8	560.1	577.4	698.7	846.2
<u>占主营业务收入%</u>	17.5%	11.3%	10.3%	10.4%	10.4%
<u>同比增长%</u>	35.5%	-23.0%	3.1%	21.0%	21.1%
所得税费用	(76.7)	(52.8)	(63.5)	(76.9)	(93.1)
<u>有效税率%</u>	10.5%	9.4%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	651.1	507.3	513.9	621.9	753.1
<u>占主营业务收入%</u>	15.6%	10.3%	9.2%	9.2%	9.3%
<u>同比增长%</u>	37.8%	-22.1%	1.3%	21.0%	21.1%
归属母公司股东净利润	640.6	484.7	498.5	603.2	730.5
<u>占主营业务收入%</u>	15.4%	9.8%	8.9%	9.0%	9.0%
<u>同比增长%</u>	30.5%	-24.3%	2.8%	21.0%	21.1%
总股本（百万股）	944.3	1,227.6	1,227.6	1,227.6	1,227.6
摊薄后总股本（百万股）	944.3	1,227.6	1,227.6	1,227.6	1,227.6
每股收益（元）	0.68	0.39	0.41	0.49	0.60
<u>同比增长%</u>	30.5%	-41.8%	2.8%	21.0%	21.1%
摊薄后每股收益（元）	0.68	0.39	0.41	0.49	0.60
<u>同比增长%</u>	30.5%	-41.8%	2.8%	21.0%	21.1%
利润调整					
归属母公司股东净利润	640.6	484.7	498.5	603.2	730.5
非经常性损益	118.8	127.5	130.0	140.0	150.0
扣非后母公司股东净利润	521.8	357.2	368.5	463.2	580.5
<u>占主营业务收入%</u>	12.5%	7.2%	6.6%	6.9%	7.1%
<u>同比增长%</u>	7.7%	-31.5%	3.2%	25.7%	25.3%
总股本（百万股）	944.3	1,227.6	1,227.6	1,227.6	1,227.6
摊薄后总股本（百万股）	944.3	1,227.6	1,227.6	1,227.6	1,227.6
每股收益（元）	0.55	0.29	0.30	0.38	0.47
<u>同比增长%</u>	7.7%	-47.3%	3.2%	25.7%	25.3%
摊薄后每股收益（元）	0.55	0.29	0.30	0.38	0.47
<u>同比增长%</u>	7.7%	-47.3%	3.2%	25.7%	25.3%

(百万元人民币)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,615.989	1,687.979	2,139.107	2,595.259	3,110.188
应收款项	786.390	972.524	1,116.847	1,347.470	1,626.431
预付款项	37.435	51.876	55.842	67.373	81.322
存货	297.282	486.824	558.424	673.735	813.215
其他流动资产	113.053	186.623	195.448	235.807	284.625
流动资产合计	2,850.150	3,385.825	4,065.668	4,919.645	5,915.781
固定资产	2,044.233	1,951.392	2,132.045	2,395.765	2,758.023
长期股权投资	577.887	614.836	614.836	614.836	614.836
无形资产及商誉	497.522	784.758	759.986	735.213	710.441
其他非流动资产	239.256	122.068	122.068	122.068	122.068
资产合计	6,209.048	6,858.880	7,694.603	8,787.528	10,121.149
短期借款	0.000	160.000	160.000	160.000	160.000
应付账款	712.497	611.745	766.833	924.753	1,115.641
应缴税费	40.490	0.685	63.512	76.861	93.082
其他流动负债	545.473	1,065.494	1,150.250	1,387.129	1,673.461
流动负债合计	1,298.460	1,837.924	2,140.595	2,548.744	3,042.184
长期借款	152.000	129.000	129.000	129.000	129.000
其他非流动负债	485.697	306.743	325.928	388.824	475.890
负债合计	1,936.157	2,273.667	2,595.523	3,066.568	3,647.074
所有者权益					
股本	944.303	1,227.594	1,227.594	1,227.594	1,227.594
资本公积	646.366	363.003	363.003	363.003	363.003
未分配利润	1,925.127	2,171.819	2,685.687	3,307.566	4,060.682
其他权益	757.095	822.796	822.796	822.796	822.796
所有者权益合计	4,272.891	4,585.212	5,099.080	5,720.960	6,474.076
负债和所有者权益总额	6,209.048	6,858.880	7,694.603	8,787.528	10,121.149

(人民币: 百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	651.1	507.3	513.9	621.9	753.1
固定资产折旧	113.4	151.6	219.7	216.7	214.2
无形资产摊销	15.8	24.8	24.8	24.8	24.8
运营资本减少	65.9	(245.5)	145.6	125.6	151.7
其他	(73.6)	(56.3)	(56.3)	(56.3)	(56.3)
经营活动产生的现金流量净额	772.6	381.9	847.6	932.7	1,087.5
投资收益	256.5	105.2	0.0	0.0	0.0
资本性支出	(351.3)	(333.6)	(400.3)	(480.4)	(576.5)
其他	(41.9)	3.9	3.9	3.9	3.9
投资活动产生的现金流量净额	(136.7)	(224.6)	(396.5)	(476.5)	(572.6)
筹资收到现金	0.0	192.0	0.0	0.0	0.0
其他	(168.3)	(279.6)	0.0	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流量净额	(168.2)	(87.6)	0.0	0.0	0.0
汇率变动	(6.8)	2.3	0.0	0.0	0.0
现金及现金等价物净额增加	460.8	72.0	451.1	456.2	514.9
期末现金及现金等价物余额	1,616.0	1,688.0	2,139.1	2,595.3	3,110.2
期初现金及现金等价物余额	1,155.2	1,616.0	1,688.0	2,139.1	2,595.3

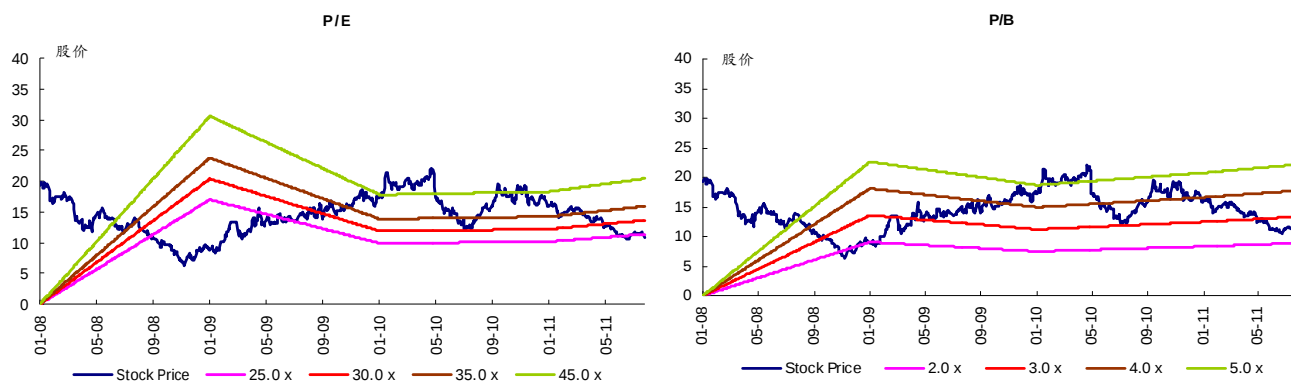
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值

代码	货币	股价 (当地货币)	总市值 (百万美元)	每股收益			市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
中软国际	HKD	3.03	527	-0.04	0.08	0.17	-66.9	32.8	14.8	3.0	2.7	2.2	1.6	1.1	0.8
亚信联创	USD	14.20	1,021	0.92	1.62	1.84	15.4	8.8	7.7	1.1	1.0	0.9	15.6	11.3	9.6
文思创新	USD	18.81	852	0.74	0.96	1.20	25.4	19.5	15.7	2.8	2.7	2.3	30.9	23.9	18.9
柯莱特	USD	11.44	512	0.58	0.88	1.12	19.7	13.0	10.2	2.0	1.9	1.6	18.5	12.4	9.6
海辉	USD	12.94	379	0.49	0.78	1.03	29.5	16.6	12.6	1.4	1.9	1.7	24.9	16.0	11.3
宇信易诚	USD	3.55	66	0.02	0.44	0.52	177.5	8.1	6.8	0.7	n.a.	n.a.	7.2	n.a.	n.a.
软通动力	USD	12.03	634	-0.05	0.54	0.70	n.a.	22.2	17.1	28.1	2.5	2.3	763.0	n.a.	n.a.
东软集团	CNY	10.34	1,940	0.39	0.48	0.58	26.5	21.7	17.7	3.0	2.7	2.5	28.4	25.0	19.8
用友软件	CNY	22.22	2,804	0.41	0.68	0.90	54.2	32.9	24.6	7.2	6.3	5.3	82.8	38.2	27.3
浙大网新	CNY	7.00	902	0.08	0.23	0.32	87.5	30.8	21.7	3.5	3.0	2.5	61.3	28.4	16.1
华胜天成	CNY	14.94	1,165	0.41	0.53	0.70	36.5	28.0	21.4	4.6	4.0	3.4	28.5	n.a.	n.a.
恒生电子	CNY	13.97	1,342	0.35	0.49	0.68	39.9	28.6	20.5	8.8	6.9	5.2	58.1	n.a.	n.a.
神州数码	HKD	12.84	1,773	0.83	0.95	1.12	15.4	13.5	11.5	3.1	2.6	2.1	21.6	13.0	11.2
金蝶	HKD	4.67	1,437	0.11	0.13	0.17	35.6	29.7	22.5	6.4	5.4	4.3	17.0	14.0	10.8
海隆软件	CNY	17.46	302	0.41	0.65	0.90	42.9	27.0	19.3	6.4	n.a.	n.a.	27.5	n.a.	n.a.
中国软件	CNY	17.83	622	0.41	n.a.	n.a.	43.5	n.a.	n.a.	3.1	n.a.	n.a.	63.3	n.a.	n.a.
东华软件	CNY	21.19	1,725	0.62	0.86	1.08	34.1	24.8	19.6	6.9	5.4	4.2	30.7	22.2	17.0

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: 历史市盈率和市净率



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

