



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

浙大网新 (600797.SH)

“智慧城市”+“智慧服务”
两翼发展的领先中国IT服务商

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	4,854.3	5,548.1	5,672.3	5,811.5	5,935.1
(+/-%)	-7.5%	14.3%	2.2%	2.5%	2.1%
主营业务利润	506.2	635.7	705.2	820.7	990.0
(+/-%)	-20.4%	25.6%	10.9%	16.4%	20.6%
营业利润	66.8	18.7	154.5	111.7	188.7
(+/-%)	-4.0%	-72.0%	727.7%	-27.7%	68.9%
净利润	34.4	68.2	159.1	135.9	201.2
(+/-%)	-51.8%	98.2%	133.2%	-14.6%	48.0%
经常性净利润	-36.4	12.1	79.1	85.9	151.2
(+/-%)	-234.8%	-133.2%	554.1%	8.6%	75.9%
每股收益(元)	0.04	0.08	0.20	0.17	0.25
经营性每股收益(元)	(0.04)	0.01	0.10	0.11	0.19
市盈率(倍)	165.1	83.3	35.7	41.8	28.2
市净率(倍)	3.4	3.3	3.0	2.7	2.5
资产收益率	-0.9%	0.3%	1.7%	1.7%	2.9%
权益收益率	-2.2%	0.7%	4.1%	4.2%	6.6%

股票信息

股票代码	600797.CH
当前股价	¥6.99
日成交量(百万股)	30
52周最高价/最低价	RMB8.77/6.01
总市值(百万元)	5.97
发行股数(百万股)	813
流通股数(百万股)	813
主要股东(持股比例)	网新集团(16.6%)

最近股价走势

	1周	1个月	3个月	年初至今
浙大网新	-8.1%	-2.8%	-3.9%	-3.6%
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：

- 战略转型带动高价值业务步入快速发展轨道；
- “智慧城市”中长期潜力无限；
- “外包服务”借势中国 IT 软件和外包行业“黄金十年”，引领 IT 服务规模快速扩张；
- 股权激励出台，释放生产力，提高生产效率，成为中短期催化剂；
- 具有利润改善空间，股票随利润率提升更具吸引力；
- 减少或剥离硬件分销业务，集中火力发展 IT 服务业务；
- 对日业务没有受到海啸地震影响，反而带来更多商机。

盈利预测：

我们预计浙大网新 2011 年和 2012 年的每股收益分别为 0.20 元和 0.17 元，同比上涨为 133%和-14.6%。扣除非经常性损益之后的 2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.10 元和 0.11 元，同比上涨为 554%和 8.6%。

估值与建议：

目前浙大网新股价市盈率相当于 2011 年每股收益的 35 倍，估值相对合理，考虑到公司正在进行业务的转型，未来 IT 服务业务将会给公司带来质量更高的利润以及更好的回报率，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

目录

战略转型带动高价值业务步入快速发展轨道.....	3
“智慧城市”中长期潜力无限.....	3
什么是“智慧城市”.....	4
浙大网新“智能”+“互联”+“协同”的“智慧城市”解决方案.....	4
“外包服务”借势中国 IT 软件和外包行业“黄金十年”，引领 IT 服务规模快速扩张.....	5
股权激励出台，释放生产力，提高生产效率，成为催化剂.....	6
具有利润改善空间，股票随利润率提升更具吸引力.....	6
建议公司剥离硬件分销业务，集中火力发展 IT 服务业务.....	7
对日业务没有受到地震海啸影响，反而带来更多商机.....	7
成功的收并购为未来发展奠定良好的基础.....	7
盈利预测.....	7
估值与建议.....	7

图表目录

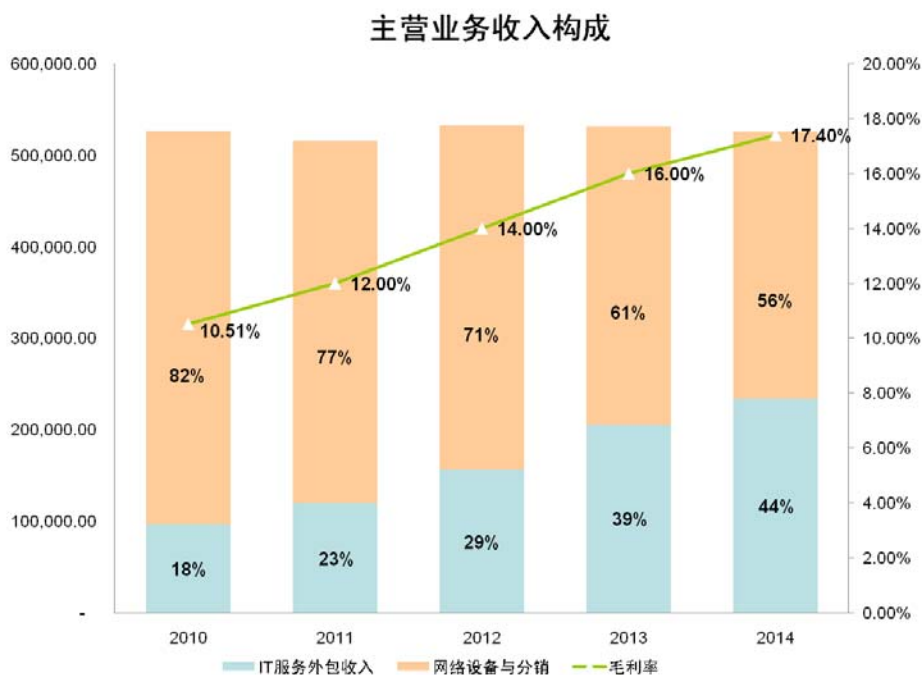
图表 1: 2010-2015 收入构成.....	3
图表 2: 城市信息化到智慧城市的演变:.....	4
图表 3: 浙大网新“智慧城市”架构:.....	5
图表 4: 浙大网新“智慧城市”解决方案:.....	5
图表 5: 浙大网新外包业务主要客户:.....	6
图表 6: 2010 年股权激励政策解锁方案.....	6
图表 7: 2008-2013 扣非后净利润及预测.....	7
图表 8: 2007-2010 年浙大网新收并购项目.....	7
图表 9: 盈利预测.....	8
图表 10: 可比公司估值.....	10
图表 11: 历史市盈率和市净率.....	10

战略转型带动高价值业务步入快速发展轨道

浙大网新在 2009 年剥离机电业务，回归专业化 IT 业务领域，并且在 2010 年完成战略转型，确定了以“智慧城市”+“智慧服务”为主的两个未来发展方向，分别针对中国 IT 服务市场和国际国内 IT 外包服务市场，为此公司正式成立 ITG（IT 服务事业集团）和 OSG（外包服务事业集团）。以此，我们可以发现公司在未来的发展将会坚定的以 IT 服务为主的发展方向。根据公司所指定的发展战略，未来来自于 IT 应用软件及解决方案和外包服务将会成为重点发展的业务及产品，其规模和盈利能力都将获得明显的提升。公司目前已经在中国行业应用软件和解决方案及外包市场中占有相对有利的位置，转型战略的制定顺应了市场及客户的需求，同时在过去 10 多年的积累，客户需求不断的涌现，以及当前国家对于应用软件和解决方案及外包服务的政策支持和推动都将为公司高价值业务的快速发展奠定坚实的基础。

在中国 IT 市场快速发展了 15 年之后，无论是个人还是企业在 IT 的投入方面都发生了巨大的变化，从“重硬件，轻软件和服务”、“硬件带动软件销售”、甚至“卖硬件送软件”等逐步的转化为以软件和服务为核心的发展及主要投入的发展方式，对于中国传统的 IT 企业来讲，转变业务模式，战略转型势在必行。中国传统的 IT 企业大部分是以代理和销售硬件产品起家，不断发展起来的。核心业务在相当长的一段时间内是以硬件为核心的业务模式。同时，客户在投入中及使用中也相对重视硬件的能力和容量，在现有系统不能满足需要的时候，首先考虑的便是增加硬件投入，升级现有系统，而非对现有系统进行优化。根据 Gartner 的统计，在 IT 相对发达的国家如美国和日本，其在 IT 投入中，超过 60% 以上的投入是在软件和服务，而中国的 IT 投入中，有接近 80% 是投资于硬件的。不过，随着客户对于软件和服务的重视程度不断提高，投资于软件和服务的比重在不断的加大。客户也逐渐的意识到，未来 IT 的发展绝对是以应用和体验为主，软件和服务是应用和体验的核心内容，正如当下十分受客户欢迎的 iPhone 手机，其最大的特点是能够为使用者提供众多的应用和非凡的体验，这种功能强大的应用和非凡的体验不是建立在其硬件的基础之上，而是其背后开放的应用平台所能提供的上百万种的应用软件和人性化的操作体验。

图表 1: 2010-2015 收入构成



资料来源：公司数据，中金公司研究部

“智慧城市”中长期潜力无限

“智慧城市”是浙大网新未来发展的一项重点战略，公司从 2010 年开始推进“智慧城市”战略布局，目前已经形成以数字城管、市民一卡通、劳动保障一体化，智能电网等产品为核心领域的“智慧城市”解决方案，并且已经在国内 10 几个城市实施该项目，不过由于“智慧城市”解决方案还不成熟，还处于研发和测试阶段，国家也没有出台相应的标准，短期还无法对公司的盈利给出令人惊喜的表现。但是我们相信，随着产品的不断成熟，政府的认识不断加深，该解决方案将会为公司的中长期发展奠定良好的基础。

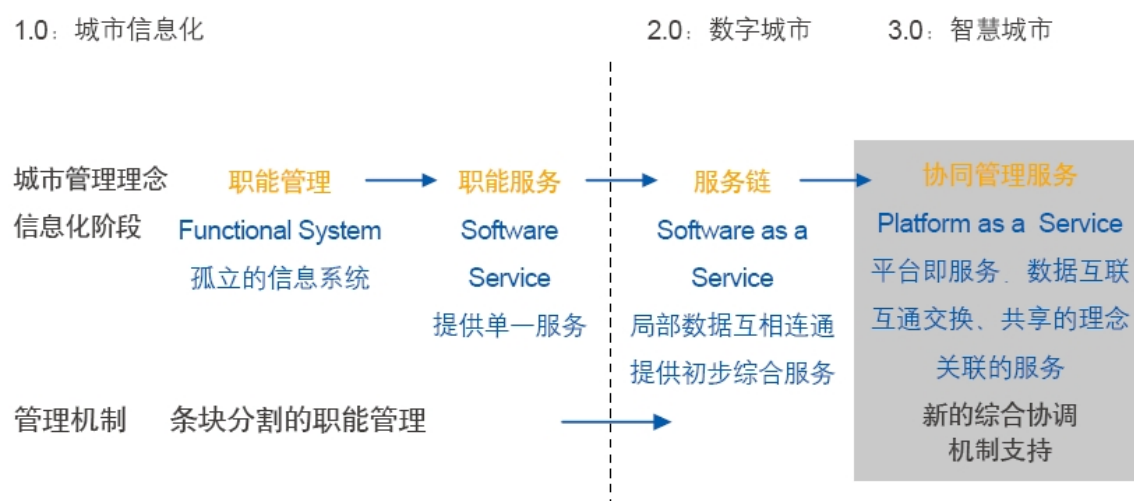
什么是“智慧城市”

如果狭义去理解，“智慧城市”是指充分借助物联网、传感网，涉及到智能楼宇、智能家居、路网监控、智能医院、城市生命线管理、食品药品管理、票证管理、家庭护理、个人健康与数字生活等诸多领域，通过充分发挥 RFID 相关领先技术、电信业务及信息化基础构建城市发展的智慧环境，形成基于海量信息和智能过滤处理的新的生活、产业发展、社会管理等模式，面向未来构建全新的城市形态。

如果从广义的去理解，“智慧城市”通过 IT 技术，把涉及到人们生活、工作、学习等一起活动连接起来，形成一张无形的信息大网，通过所在地强大的运算中心和存储中心，把信息进行智能化分类和整理，供不同的需求提供信息检索、数据分析、辅助决策等智能化功能。所谓“智慧城市”不仅仅是一个城市为单位，他可以是一个地区，一个省，甚至一个国家。

目前在中国所谓之“智慧城市”均是以帮助地方政府解决上世纪 90 年代国家开始的我国电子政务建设的“十二金工程”，解决国家信息化初级阶段出现的问题，提供电子政务的管理水平。但是由于“十二金工程”是以不同国家部委针对自身业务特点进行开发，不同部门之间并没有形成有效地互联互通，因此导致在不同政府职能部门在同一个城市的信息化管理产生独立的“信息孤岛”。大量的信息不能开放使用，不同部门的重复投入非常巨大，信息使用率低下等问题。根据麦肯锡 2008 年发布的报告，到 2025 年，中国将新增 3 亿城市人口，出现 221 座百万人口城市，25 座五百万人口城市，8 座千万人口城市。城市化已经成为中国的国家战略。但是在大力发展城市化进程的今天，城市的信息化建设已经受到“信息孤岛”的制约，解决现有信息互联互通，高效实用成为城市信息化发展突破口。

图表 2：城市信息化到智慧城市的演变：

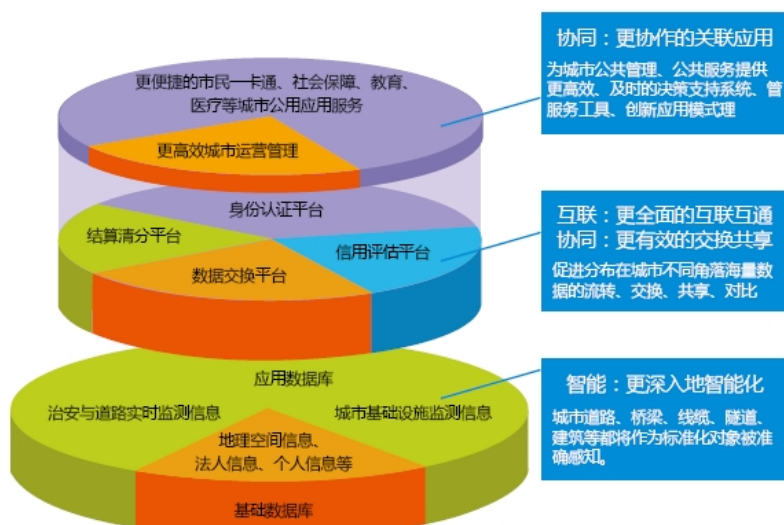


资料来源：公司数据，中金公司研究部

浙大网新“智能”+“互联”+“协同”的“智慧城市”解决方案

浙大网新“智慧城市”理念是围绕城市可持续发展、城乡一体化发展、民生核心需求等关注点，将互联网+物联网等先进信息技术与城市管理运营理念进行有机结合，通过对城市海量信息数据进行实时收集、存储，构建智能化的城市 IT 基础架构，通过数据的互联互通、交换共享、协同的关联应用，为城市治理与运营提供更高效、灵活的决策支持与行动工具，为城市公共应用服务提供更人性化、更便捷的创新应用与服务模式，让现代城市运作更安全、更高效、更便捷、更绿色。

图表 3：浙大网新“智慧城市”架构：



资料来源：公司数据，中金公司研究部

智慧城市的“智能+互联+协同”在建设上强调发挥共用、复用的协同效应。对原有城市信息化系统以“逻辑一体，物理分离”的理念积极实行整合、改造，新建项目则强调“交换共享，资源统筹”的原则，通过改变现有 EPC（工程总承包）为主的建设模式，积极推广 BOT（建设—运营—移交）、BT（建设—移交）、集中运营服务、运营租赁服务等模式，统筹用好现有资金与未来收益的结合。积极引入社会资源进行联营、项目置换等多种方式，尝试引入市场化方式推广服务外包、政务业务外包等模式，以减少政府财政支出，提高行政效率，争取市场运营、实现多赢。从而体现政府的投资收益。

图表 4：浙大网新“智慧城市”解决方案：

智慧的城市基础架构	城市智能交通的解决方案 绿色 IDC 智能电网 智能 IT 基础架构管理工具 智慧的信息共享平台 智能绿色家园
智慧的城市运作管理系统	智慧的楼宇节能管理 智慧的药品安全监管 智慧的数字城管 智慧的城市房地产业务信息共享与业务协同
智慧的城市应用服务	市民一卡通 企业一站式管理

资料来源：公司数据，中金公司研究部

“外包服务”借势中国 IT 软件和外包行业“黄金十年”，引领 IT 服务规模快速扩张

根据公司未来的发展战略，IT 外包业务将会得到大力的发展。目前公司的外包业务主要针对美国、日本和国内市场。提供软件研发、测试、解决方案开发等专业化服务。不同于国内其他外包服务提供商，浙大网新在美国市场是直接与客户签订合同进行项目开发实施，不需要通过总包商转包业务，这样对于公司对于客户的深入起到了非常重要的作用。浙大网新是唯一为华尔街市场持续提供软件服务的中国企业，并浙江大学道富（State Street Corporation）技术中心为依托，浙大网新与美国道富集团建立良好的合资、合作关系。道富集团是浙大网新的长期战略合作伙伴，在全球金融资产服务业中处于领先地位，是全美第一大公共基金公司，第一大养老金管理和服务公司。浙大网新承担了道富集团一系列的核心业务系统开发项目，在开发面向国际市场的金融证券信息系统方面取得了良好的业绩。经过长时间地直接服务于最终用户，并积累相关经验，公司开始在美国市场建立自己的销售团队，并在原有的金融领域外拓展了医疗行业。2010 年 7 月，公司于美国最大医疗保健系统之一的 Marshfield Clinic 旗下的医疗保险机构 Security Health Plan 签订软件集成开发总包超过 1.4 亿元的合作，成为为数不多的进入美国软件集成总

包市场的中国本土外包上之一。在对日外包中，公司经过 2009 年的金融危机之后，在 2010 年日本市场取得了 60% 的同比增长，尤其是在金融领域，公司与野村证券、日立系统和富士电机的合作进一步扩大，同时开始想 BPO 领域进行渗透。

图表 5：浙大网新外包业务主要客户：



资料来源：公司数据，中金公司研究部

中国等软件外包产业还处于发展的初级阶段，经过过去 10 年的快速发展已经初具规模，并成为即印度以外地最大离岸开发基地。根据 IDC 的预测，中国外包市场在 2010 至 2015 将会维持在 25% 以上的发展速度。但是不同于印度的外包产业，主要依赖欧美客户，中国的更多的发包来自于国内客户和市场，内需已经成为中国外包产业最重要的市场及未来增长动力。

股权激励出台，释放生产力，提高生产效率，成为催化剂

公司通过股权激励计划草案，共有 113 人受益。本激励计划所涉及的浙大网新 A 股股票不超过 3000 万股，占其总股本的 3.69%，任一单一激励对象所获授的股票总数不超过公司总股本的 1%。股票来源为浙大网新向激励对象定向发行。激励对象为 113 人，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、子公司高管，以及经公司董事会认定的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的核心营销、技术和管理骨干。限制性股票的授予价格为每股 3.87 元，

图表 6：2010 年股权激励政策解锁方案

	第一次解锁	第二次解锁	第三次解锁
时间	2011 年	2012 年	2013 年
条件	净利润增长率不低于 20%，毛利率不低于 12%	净利润增长率不低于 40%，毛利率不低于 14%	净利润增长率不低于 60%，毛利率不低于 16%
可解锁比例	30%	30%	40%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

此次的股权激励覆盖到公司的中高层管理人员和业务骨干，这些人员对于公司未来的发展起到至关重要的作用。相比较公司原有的靠工资和奖金制度进行激励政策而言，股权激励对于公司和被激励员工可以说是双赢，员工只有提供公司的整体生产效率，降低成本，提高盈利能力才能导致公司估值上升，员工行使股权，才能获得更大收益，这将大大的促进核心员工提高工作热情，释放生产力。同时对于公司管理层提高对核心人员的控制力及业务把握能力也将得到进一步促进。

具有利润改善空间，股票随利润率提升更具吸引力

浙大网新其软件外包和服务业务 2010 年的营业利润率为 35.66%，较上一财年提高了 3.02 个百分点，扣非后的净利润也扭亏为盈。我们相信随着公司重点发展软件 and 外包等高利润业务，降低硬件产品分销等低利润业务，公司整体的盈利能力将会得到明显的提升。外包业务的关键因素是规模和效率，目前公司的外包业务规模与第一梯队的文思创新和软通动力相比较，还有一定的差距。随着中国外包市场的高速发展，欧美客户和中国本土发包量的双重增加，大客户对于外包服务商的能力要求，限制了中小型外包企业的发展，因此公司外包的规模具有很大的提升空间，我们相信公司随着外包业务规模的增加，项目管理能力也将随之提升。另外，公司相关于“智慧城市”的解决方案属于产品型销售，产品具有一定的标准化，随之在更多的城市的实施和应用，产品化率也将随之提高，公司整体的盈利能力会得到明显的提升。

图表 7: 2008-2013 扣非后净利润及预测

(百万元人民币)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
扣非后母公司股东净利润	27.0	(36.4)	12.1	79.1	85.9	151.2
占主营业务收入%	0.5%	-0.8%	0.2%	1.4%	1.5%	2.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

减少或剥离硬件分销业务，集中火力发展 IT 服务业务

目前公司收入中 75%是来自于公司全资控股子公司晓通所贡献，其主要从事系统级产品的分销及集成。很多传统的中国 IT 公司最早期都是从事硬件产品代理业务，那个时期中国的 IT 市场还处于十分空白的阶段，对于基础 IT 产品如计算机，低端网络产品有很大的需求，软件及应用程序还完全被欧美公司所掌握，中国本土公司没有掌握相关技术或产品的开发能力，只能从事贸易类型的业务。在经过若干年的发展之后，市场规模 不断变大，硬件产品市场逐步形成了以分销为主的渠道销售模式，晓通在中国系统级分销市场中紧随神州数码和英迈之后位列第三。但是其规模只相当于神州数码的一半，毛利率也远低于神码的水平。同时，该项业务的主要客户均为大中型企业级客户，以国有企业为主，因此导致该项业务的账期较长，资金需求和占用巨大，利润水平不高，对公司其他业务也无法形成有效地协同作用。加之，当前 IT 应用客户对于其系统的优化需求远远多于新设备的投入需求，产品的能力在不断的加强，但是价格却没有随之升高，硬件产品的投入增速呈现出放缓的迹象，公司已经主动降低硬件业务规模，因此我们认为公司尽快的剥离此业务，把更多的资源投入到以“智慧城市”及“智慧服务”业务中，加大研发力度和创新性，在中国 IT 服务市场快速增长的同时成为行业的领导者。

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，对于浙大网新的外包业务，来自日本的合同额占整体外包业务的 49%，但是，经过和公司管理层的交流，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增长的机会。

成功的收并购为未来发展奠定良好的基础

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。我们认为未来 5 年将会是中国 IT 服务产业进行大规模整合的阶段，行业进入壁垒越来越高，规模化企业的机会变得越来越多，中小型企业将会面临生存的问题。这正好为公司体统一个收并购，扩大规模，产品及实施能力等机会，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。

图表 8: 2007-2010 年浙大网新收并购项目

杭州颐和	Mar-10	中国	3000万人民币	收购金融行业外包业务
Solxyz	Mar-10	日本	2.68亿日元	收购日本外包业务
上海微创	Oct-08	中国	1481万美元	收购欧美外包业务
Comtech	Jan-07	美国	700万美元	收购微软外包业务

资料来源：公司数据，中金公司研究部

盈利预测：

我们预计浙大网新 2011 年和 2012 年的每股收益分别为 0.20 元和 0.17 元，同比上涨为 133%和-14.6%。扣除非经常性损益之后的 2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.10 元和 0.11 元，同比上涨为 554%和 8.6%。

估值与建议：

目前浙大网新股价市盈率相当于 2011 年每股收益的 35 倍，估值相对合理，考虑到公司正在进行业务的转型，未来 IT 服务业务将会给公司带来质量更高的利润以及更好的回报率，我们给予公司“审慎推荐”评级。

图表 9: 盈利预测

(百万元人民币)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,854.3	5,548.1	5,672.3	5,811.5	5,935.1
网络设备与终端	3,647.4	4,394.6	4,262.7	4,049.6	3,644.6
软件外包与服务	980.8	1,127.6	1,409.5	1,761.9	2,290.5
同比增长 %	-7.5%	14.3%	2.2%	2.5%	2.1%
网络设备与终端	9.8%	20.5%	-3.0%	-5.0%	-10.0%
软件外包与服务	3.6%	15.0%	25.0%	25.0%	30.0%
营业成本	(4,348.1)	(4,912.3)	(4,967.1)	(4,990.8)	(4,945.2)
网络设备与终端	(3,508.7)	(4,185.8)	(4,060.2)	(3,857.2)	(3,471.5)
软件外包与服务	(660.7)	(725.5)	(906.9)	(1,133.6)	(1,473.7)
其他	(21.9)	(1.0)	0.0	0.0	0.0
同比增长 %	-5.7%	13.0%	1.1%	0.5%	-0.9%
网络设备与终端	11.4%	19.3%	-3.0%	-5.0%	-10.0%
软件外包与服务	4.0%	9.8%	25.0%	25.0%	30.0%
毛利	506.2	635.7	705.2	820.7	990.0
毛利率 %	10.4%	11.5%	12.4%	14.1%	16.7%
同比增长 %	-20.4%	25.6%	10.9%	16.4%	20.6%
网络设备与终端	138.6	208.8	202.5	192.4	173.2
毛利率 %	3.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
软件外包与服务	320.1	402.1	502.7	628.3	816.8
毛利率 %	32.6%	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%
营业税金及附加	(26.0)	(26.2)	(28.4)	(29.1)	(29.7)
销售费用	(126.5)	(145.6)	(147.5)	(174.3)	(207.7)
管理费用	(348.4)	(385.3)	(397.1)	(464.9)	(534.2)
财务费用	(60.0)	(80.2)	(79.4)	(69.7)	(59.4)
资产减值损失	(39.4)	(20.3)	(22.7)	(23.2)	(23.7)
公允价值变动收益	3.0	(4.4)	(5.7)	(5.8)	(5.9)
投资收益	157.8	44.9	130.0	58.1	59.4
营业利润	66.8	18.7	154.5	111.7	188.7
营业利润率	1.4%	0.3%	2.7%	1.9%	3.2%
同比增长 %	-4.0%	-72.0%	727.7%	-27.7%	68.9%
营业外收入	46.5	72.5	56.7	69.7	83.1
营业外支出	(79.6)	(2.9)	(5.7)	(5.8)	(11.9)
利润总额	33.7	88.2	205.6	175.6	260.0
占主营业务收入 %	0.7%	1.6%	3.6%	3.0%	4.4%
同比增长 %	-64.1%	162.1%	133.0%	-14.6%	48.0%
所得税费用	0.4	(12.3)	(28.8)	(24.6)	(36.4)
有效税率 %	1.2%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	34.1	75.9	176.8	151.1	223.6
占主营业务收入 %	0.7%	1.4%	3.1%	2.6%	3.8%
同比增长 %	-55.7%	122.7%	132.9%	-14.6%	48.0%
归属母公司股东净利润	34.4	68.2	159.1	135.9	201.2
占主营业务收入 %	0.7%	1.2%	2.8%	2.3%	3.4%
同比增长 %	-51.8%	98.2%	133.2%	-14.6%	48.0%
总股本 (百万股)	813.0	813.0	813.0	813.0	813.0
摊薄后总股本 (百万股)	813.0	813.0	813.0	843.0	843.0
每股收益 (元)	0.04	0.08	0.20	0.17	0.25
同比增长 %	-51.8%	98.2%	133.2%	-14.6%	48.0%
摊薄后每股收益 (元)	0.04	0.08	0.20	0.16	0.24
同比增长 %	-51.8%	98.2%	133.2%	-17.6%	48.0%
利润调整					
归属母公司股东净利润	34.4	68.2	159.1	135.9	201.2
非经常性损益	70.9	56.1	80.0	50.0	50.0
扣非后母公司股东净利润	(36.4)	12.1	79.1	85.9	151.2
占主营业务收入 %	-0.8%	0.2%	1.4%	1.5%	2.5%
同比增长 %	-234.8%	-133.2%	554.1%	8.6%	75.9%
总股本 (百万股)	813.0	813.0	813.0	813.0	813.0
摊薄后总股本 (百万股)	813.0	813.0	813.0	843.0	843.0
每股收益 (元)	(0.04)	0.01	0.10	0.11	0.19
同比增长 %	-234.8%	-133.2%	554.1%	8.6%	75.9%
摊薄后每股收益 (元)	(0.04)	0.01	0.10	0.10	0.18
同比增长 %	-234.8%	-133.2%	554.1%	4.8%	75.9%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

(百万元人民币)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	562.895	815.975	1,148.419	1,271.549	1,457.463
应收款项	761.892	851.956	850.841	871.728	890.271
预付款项	162.791	197.084	198.529	203.403	207.730
存货	547.621	700.317	680.673	697.382	712.217
其他流动资产	386.485	323.288	340.336	348.691	356.108
流动资产合计	2,421.685	2,888.620	3,218.798	3,392.754	3,623.789
固定资产	480.039	460.828	481.963	514.024	567.350
长期股权投资	924.131	977.127	977.127	977.127	977.127
无形资产及商誉	47.697	75.903	63.202	50.500	37.798
其他非流动资产	33.791	28.325	28.325	28.325	28.325
资产合计	3,907.342	4,430.805	4,769.415	4,962.729	5,234.389
短期借款	965.403	945.527	945.527	945.527	945.527
应付账款	846.739	944.348	993.417	998.159	989.032
应缴税费	19.341	(12.343)	57.558	49.181	72.788
其他流动负债	303.554	708.193	745.063	748.619	741.774
流动负债合计	2,135.037	2,585.725	2,741.565	2,741.486	2,749.121
长期借款	95.473	99.389	99.389	99.389	99.389
其他非流动负债	13.209	6.289	12.273	54.611	95.073
负债合计	2,243.719	2,691.403	2,853.226	2,895.486	2,943.582
所有者权益					
股本	813.043	813.043	813.043	813.043	813.043
资本公积	204.893	201.635	201.635	201.635	201.635
未分配利润	494.508	552.753	729.539	880.594	1,104.157
其他权益	151.178	171.970	171.970	171.970	171.970
所有者权益合计	1,663.623	1,739.402	1,916.188	2,067.244	2,290.807
负债和所有者权益总额	3,907.342	4,430.805	4,769.414	4,962.729	5,234.389

(人民币: 百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	34.1	75.9	176.8	151.1	223.6
固定资产折旧	30.0	31.7	39.6	40.8	34.1
无形资产摊销	14.1	12.7	12.7	12.7	12.7
运营资本减少	123.3	(125.3)	138.5	(34.2)	(22.7)
其他	(66.7)	26.1	26.1	26.1	26.1
经营活动产生的现金流量净额	134.7	21.1	393.6	196.4	273.8
投资收益	(152.8)	63.0	0.0	0.0	0.0
资本性支出	(69.3)	(50.6)	(60.7)	(72.8)	(87.4)
其他	(239.1)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
投资活动产生的现金流量净额	(461.2)	12.0	(61.2)	(73.3)	(87.9)
筹资收到现金	1,268.4	1,631.0	0.0	0.0	0.0
其他	(1,323.4)	(1,409.1)	0.0	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流量净额	(54.9)	221.8	0.0	0.0	0.0
汇率变动	0.6	(1.9)	0.0	0.0	0.0
现金及现金等价物净额增加	(380.8)	253.1	332.4	123.1	185.9
期末现金及现金等价物余额	562.9	816.0	1,148.4	1,271.5	1,457.5
期初现金及现金等价物余额	943.7	562.9	816.0	1,148.4	1,271.5

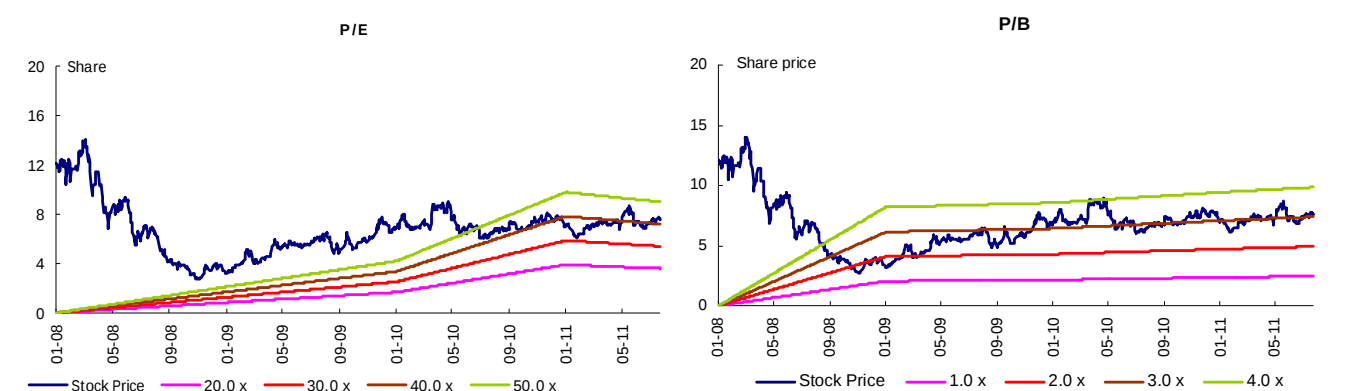
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 10: 可比公司估值

公司名称	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 11: 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/或机构投资者提供。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

