

相关研究:

- 1、用友软件-以ERP为盾，以云为矛，攻防兼备 2011.7.25
- 2、用友软件 600588-中报点评-乘ERP景气之风 前期高投入带来今日高增长 2011.8.29

投资评级: 买入

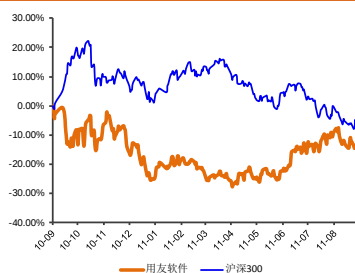
当前价格:	22.86 元
目标价格:	26.22 元
目标期限:	6 个月

市场数据

总股本(百万股)	816
A 股股本(百万股)	816
B/H 股股本(百万股)	0
A 股流通比例(%)	98.7
12 个月最高/最低(元)	27.28/18.88
第一大股东	北京用友
第一大股东持股比例	29.07%
上证综指/沪深 300	2433/2669

注: 2011 年 9 月 23 日数据

近十二个月股价表现



分析师: 朱程辉

执业证书编号: S0500511040001

联系人: 姜国平

(8621) 68634510-8013

jgp3327@xcsc.com

渠道提升业绩, 服务提升价值, “云”提升空间

投资要点:

- **强者恒强, 龙头地位稳固, 产品系列齐全:** ERP 市场壁垒较高, 强者恒强, 近几年竞争格局没有大的变化, 公司连续九年市场份额第一, 并在多个细分领域市场份额第一, 公司形成了覆盖大中小型企业的产品系列, 能提供多个行业的解决方案。
- **ERP 市场高景气有望持续:** 中高端 ERP 的景气恢复需时较长, 目前仅是景气恢复的开端, 还有望持续。中国 ERP 投资水平远远落后发达国家, 有较大提升空间。集团化管控需求和企业管理进步带来的系统升级和完善的需求将推动 ERP 市场继续保持景气。
- **渠道提升业绩:** 从 09 年下半年开始的大规模渠道投入开始提升业绩。“补小鱼用细网”, 公司要服务好中国 4000 万的中小企业和个体工商户, 必须采用下沉的渠道进行贴身的服务。中国 4000 万的中小企业和个体工商户为公司未来快速成长提供了肥沃土壤。
- **服务提升价值:** 公司确立了“软件+服务”的战略, 目前实施服务收入占比提升明显, 是公司向高端化发展的一个标志。经营客户, 深挖客户潜力, 公司的服务收入提升空间很大。行业化经营, 服务更加专业, 公司着力投入医疗、汽车等行业的信息前景较好。
- **云计算提升空间:** 公司借力云计算发力小企业信息化市场, 旺铺助手、畅捷支付等小企业应用初见端倪。公司试水伟库 Pass 平台建设, 尝试面向企业的碎片式应用平台, 提升了公司未来的发展空间。
- **费用控制初见成效:** 2011 年中报中显示一直为市场关注的费用控制问题取得了一定的成效, 两费合计费用率下降 12 个百分点。一方面由于去年费率较高, 另一方面由于公司今年加大了费用控制力度, 采取了转化考核方式、控制人员增速等措施。
- **估值与投资建议:** 我们估计 11-13 年 EPS 分别为 0.69, 0.94, 1.29 元, 维持“买入”评级, 6-12 个月目标价 26.22 元。
- **重点关注事项**

股价催化剂(正面): 重大合同中标。

风险提示(负面): U9 推广不力; 费用控制不力; 行业景气下滑。

财务预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2979	4101	5711	7814
增长率(%)	27%	38%	39%	37%
净利润(百万元)	332	560	770	1051
增长率(%)	-44%	69%	38%	37%
ROE(%)	13.1%	19.3%	22.7%	25.9%
EPS(元)	0.41	0.69	0.94	1.29
P/E	56.19	33.26	24.23	17.74
P/B	7.39	6.41	5.49	4.59
EV/EBITDA	89	41	27	19

目录

1. 公司简介.....	3
1.1. 强者恒强，连续九年位居第一.....	3
1.2. 多个管理软件细分领域排名第一.....	4
1.3. 产品线齐全.....	4
2. ERP 市场高景气有望持续.....	5
2.1. ERP 市场景气程度较高，尤其中高端 ERP 市场.....	5
2.2. 我国目前 ERP 投资水平有较大提升空间.....	6
2.3. ERP 行业景气度升高原因.....	6
2.4. ERP 景气有望持续.....	8
3. 渠道提升业绩.....	8
3.1. “捕小鱼用细网”，下沉的渠道有助于未来业绩的高增长.....	8
3.2. 中国丰富的中小企业资源是公司未来高速增长的土地.....	9
4. 服务提升价值.....	10
4.1. 实施服务占比提升，是公司向高端转变的标志.....	10
4.2. 近身服务，深挖客户.....	10
4.3. 行业化经营，提升服务专业性.....	11
5. “云计算”提升空间.....	12
5.1. 借力“云计算”，发力小企业信息化市场.....	12
5.2. 伟库 PAAS 平台，试水企业云计算应用平台.....	12
6. 费用控制初见成效.....	12
7. 估值与投资建议.....	13
8. 重点关注事项.....	13
8.1. 股价催化剂（正面）.....	13
8.2. 风险提示（负面）.....	14
图表 1：2010 年管理软件厂商在中国销售份额.....	3
图表 2：连续 9 年 ERP 市场份额第一.....	3
图表 3：用友产品线.....	4
图表 4：各国 ERP 及 IT 投资情况.....	6
图表 5：SAP R/3 包含模块.....	8
图表 6：2011 上半年产品收入及增速.....	10
图表 7：2011 上半年各软件产品收入及增速.....	10
图表 8：SAP 2010 年收入结构.....	11
图表 9：财务报表预测.....	15
表格 1：2010 年公司市场份额第一的产品.....	4

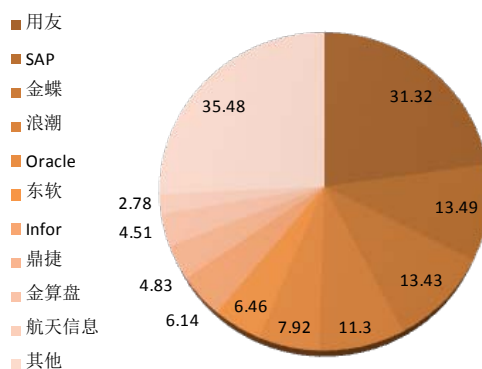
表格 2：用友产品介绍	5
表格 3：高中低端 ERP 产品	5
表格 4：中高端 ERP 软件商及实施商近期业绩增长较快	6
表格 5：收入成本预测	13

1. 公司简介

1.1. 强者恒强，连续九年位居第一

公司是亚太地区最大的企业管理软件供应商，据 CCID 统计公司 2010 年管理软件收入占市场份额的 22.8%，稳居市场第一的位置，收入规模超过第二第三的总和，这已经是公司连续第九年管理软件市场份额位居第一。

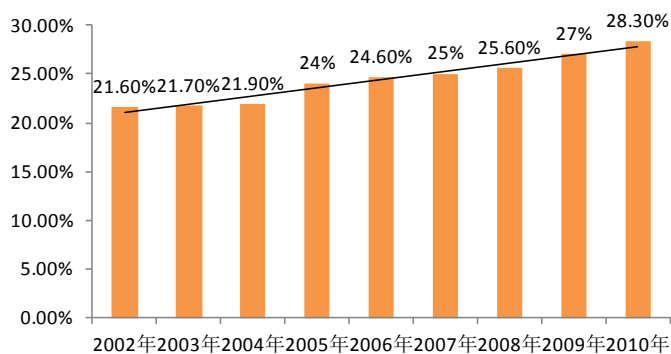
图表 1：2010 年管理软件厂商在中国销售份额



资料来源：CCID，湘财证券研究所

ERP 行业壁垒较高，行业经验和客户积累形成了新进入者的障碍。强者恒强，近两年 ERP 市场的市场份额前六名没有变过，只是市场份额稍有变动。用友九年来龙头地位稳固，市场份额不断上升，凭借巩固的龙头地位和不断上升的市场份额，用友有望取得高于行业平均增速的发展。

图表 2：连续 9 年 ERP 市场份额第一



资料来源：CCID，湘财证券研究所

1.2. 多个管理软件细分领域排名第一

公司无论在整个管理软件收入排名，还是很多管理软件细分领域排名都是市场第一。

表格 1：2010 年公司市场份额第一的产品

领域	市场份额（%）	说明
ERP	28.3	连续九年市场份额第一，营业收入超过市场第二、第三收入的总和
财务软件	27.9	连续二十年市场份额第一
HRM 软件	18.4	中国最大人力资源管理软件商
CRM 软件	16.9	中国最大客户关系管理软件商
EAM 软件	17.4	中国最大资产管理软件商，连续六年市场份额第一

资料来源：CCID，湘财证券研究所

1.3. 产品线齐全

用友已经形成了覆盖高中低端应用需求的产品线，高端的 NC 平台，中端的 U8/U9，低端的 T 系列软件，产品线除 U9 之外都已经进入成熟期。

图表 3：用友产品线



资料来源：公司网站，湘财证券研究所

表格 2：用友产品介绍

产品	定位	介绍
NC	面向大型企业、集团企业解决方案	用友 NC 是为集团与行业企业提供的全线管理软件产品，用友 NC 率先采用 J2EE 架构和先进开放的集团级开发平台 UAP,按照“全球化集团管控、行业化解决方案、平台化应用集成”的设计理念而设计，目前形成了集团管控 6 大领域，10 大行业的 38 个解决方案。
U8/U9	面向中型企业解决方案	作为全球第一款完全基于 SOA 架构的世界级企业管理软件，用友 U9 面向快速发展与成长的中大型制造企业复杂应用，以“实时企业、全球商务”为核心理念，完全适应多组织供应链协同、多工厂制造协同、产业链协同、产品事业部和业务中心的管理模式，更能支持多生产模式的混合生产与规划、多经营模式的混合管理、精益生产、全面成本、跨国财务等深度应用，具有高度灵活的产品架构，帮助企业快速响应变化，支持经营、业务与管理模式的创新。
T1/T3/T6	中小企业应用	T1 针对小企业，单项级应用 T3 针对中小企业，部门级应用 T6 针对中小企业，企业级应用

资料来源：公司网站，湘财证券研究所

2. ERP 市场高景气有望持续

2.1. ERP 市场景气程度较高，尤其中高端 ERP 市场

如果按照 ERP 项目的金额来区分高中低端 ERP 软件，市场上的产品大致可以如下区分：

表格 3：高中低端 ERP 产品

类别	产品
高端	SAP R/3、Oracle EBS
中端	用友 NC、用友 U9、金蝶 EAS、SAP B1
低端	用友通系列、速达、管家婆、航天信息 A6

资料来源：湘财证券研究所

从 2010 年下半年以来中高端 ERP 产品景气程度较高。2011 年上半年公司收入 14.62 亿元，同比增长 60.9%，公司的高端产品 NC 的收入增长达 66.8%，

公司的主要国内竞争对手金蝶上半年收入 8.44 亿元，同比增长 58%。

表格 4：中高端 ERP 软件商及实施商近期业绩增长较快

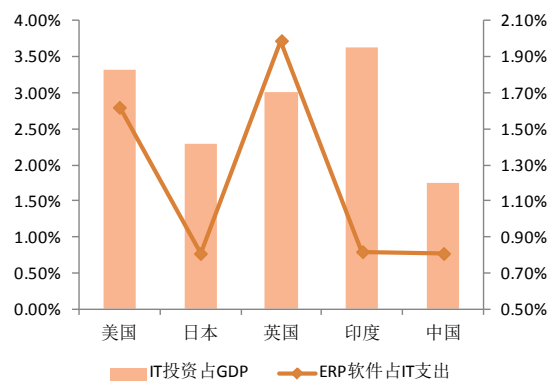
厂商	近期增长情况
用友	2011 年上半年公司收入 14.62 亿元，同比增长 60.9%，公司的高端产品 NC 的收入增长达 66.8%
金蝶	2011 上半年收入 8.44 亿元，同比增长 58%
汉得信息	ERP 实施服务收入 1.5 亿元，比上年同期增长 34.71%
SAP	SAP 亚太及日本区软件收入在 2011 年上半年增长了 33%。
Oracle	Oracle 2011 财年第四季度（2011.3.1-2011.5.31）来自亚太地区的应用软件许可同比增长 41%，2011 财年（2010.6.1-2011.5.31）来自亚太地区的应用软件许可同比增长 33%。

资料来源：Bloomberg，湘财证券研究所

2.2. 我国目前 ERP 投资水平有较大提升空间

中国 IT 投资占 GDP 比重，以及 ERP 投资占 IT 投资比重落后于世界平均水平，有较大提升空间。09 年中国的这两个比例是 1.75%，0.81%，而美国的是 3.31%和 1.62%。

图表 4：各国 ERP 及 IT 投资情况



资料来源：CCID，湘财证券研究所

2.3. ERP 行业景气度升高原因

我们判断近期高端 ERP 市场的高速增长是金融危机后企业 IT 投资恢复性增长与企业发展内在需求增加双重叠加的效果。企业发展内在需求表现在集团管控的需求以及目前管理进步带来的系统完善和升级的需求。

- 经济恢复到高端 ERP IT 投资恢复需要时间较长：从经济恢复到企

业 IT 投资意愿增加，传导到高端 ERP 市场需要时间较长。高端 ERP 由于项目金额较大，一般小的项目几百万元，大型项目几千万，过亿的项目也不在少数，且项目实施对企业的管理和运营影响较大，一般企业高端 ERP 系统决策时比较谨慎，需要经过长时间的研究论证，研究论证时间需要 3-9 个月。决定实施后一般还要经历两次招标，软件标与实施标，两次招标时间总计要 6-9 个月，因此经济恢复到高端 ERP 市场的恢复需要 1 年多的时间。

2008 金融危机发生时，很多企业取消或暂停中高端 ERP 投资。从 2009 年经济开始有所恢复，企业信心逐渐恢复，从 2010 年开始中高端 ERP 市场有所恢复。

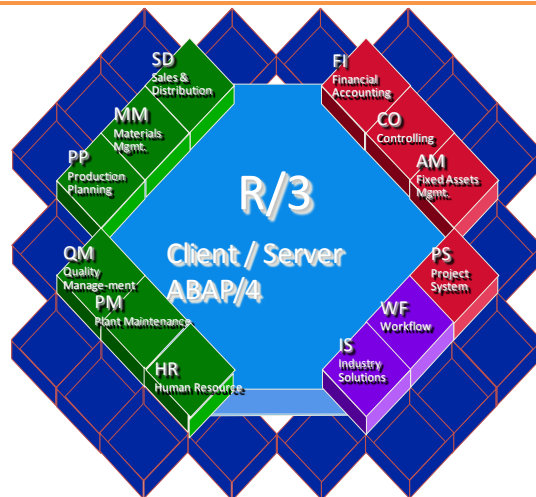
● **集团管控需求带动中高端 ERP 发展：**集团管控需求也是近年来 ERP 快速发展的一个推动力，以前的集团型企业不重视集团信息化的总体规划，各子公司的信息系统比较散乱，缺乏整体规划，信息化程度参差不齐，不利于集团的管控和协调。另外国内集团企业在管理上面临四个主要的问题：一是集团监管力度和实效性不足；二是资金管理松散；第三，预算管理很困难；第四，集团企业中存在大量的信息孤岛。由于这些问题的存在使得集团风险的管控和战略协同困难重重。解决这些问题的手段就是借助 ERP 系统来对加强集团的管控，因此近年来出现了很多集团信息化的中高端 ERP 项目。

● **企业发展和管理完善带来系统升级和完善需求：**

升级需求：一些中小型企业由于以前信息化程度较低，主要解决了会计电算化以及进销存的初级管理。随着企业规模的扩大目前的信息系统不能满足企业发展的需要，而且经过多年的积累企业的管理相对完善，可以适应高级一些的信息系统，就产生了信息系统升级的需求。据 Itpub 09 年的统计，中国的中小企业已经有近 50% 安装了企业管理软件，随着这些企业管理的完善和规模的提升，他们将会有系统升级的需求

完善需求：以前很多企业的信息化仅是个别核心业务的信息化，典型的如 SAP 的五大模块 SD、MM、PP、FI、CO，很多企业甚至 5 大模块也仅仅实施了一部分，后面有升级以及模块完善的需求，例如 SCM、CRM、HR 等，将企业的 ERP 建设成一个覆盖全面的系统。

图表 5：SAP R/3 包含模块



资料来源：SAP，湘财证券研究所

2.4. ERP 景气有望持续

经济结构调整和人工工资的提升，促使企业实施 ERP 提高管理效率，降低库存水平和生产损耗，提高生产效率。集团化企业随着经济的高速增长，下属公司的数量和规模都有了快速增长，企业治理和集团管控问题突出，对于高端 ERP 产品有较高需求。

我们判断企业中高端 ERP 投资的恢复刚刚开始，还将持续；集团化管控以及升级的需求也将继续驱动中高端 ERP 市场的高速发展。

我们预计 2011 年的中高端 ERP 产品增速将超过 20%，市场规模达 66 亿，占整体市场的 77%。

3. 渠道提升业绩

3.1. “捕小鱼用细网”，下沉的渠道有助于未来业绩的高增长

2008 年很多企业受到金融危机的冲击，在三、四季度把信息化项目停了下来，到了 2009 年一季度发现形势好转又开始投入。用友与金蝶等主要面向中低端用户的厂商从 09 年下半年开始都加大了渠道的建设力度。

用友 09 年下半年成立了包括澳门分公司在内的 17 家分公司，10 年又新成立了 71 家地区分公司，渠道覆盖到了二三级城市。人数从 09 年的 8395

人增长到 2010 年的 10689 人。2010 年金蝶分公司数目从 2009 年底的 52 家增至 98 家，员工人数由 5500 人增长至 9500 人。

用友总裁王文京在对日本的考察中发现，如此一个小国，本土的软件商们却在各个地区设立了 20 多家分公司。中国这么大，难道不需要更深度的覆盖？王文京决定，“别的厂商做的是大渔网，我们要做的则是蜘蛛网。”对于软件这种黏性非常强的产品来说，比竞争对手先走一步也就意味着占尽了先机。

用友的服务对象和项目实施模式决定了用友需要下沉的渠道，需要细密的销售网络。由于中小企业数量众多，分布较为分散，要想及时发现商机就需要贴身的服务，与企业保持密切的联系。SAP 和 Oracle 则不同，他们面向大型客户，目标客户数量相对较少，他们只需要在行业里面树立几个灯塔项目作为示范，而且他们实行合作伙伴制，在全国有很多合作伙伴帮其发现商机。

中小型企业为客户主体，原厂实施为主要实施模式的用友选择扩建下沉的销售渠道无疑是正确的选择。公司 10 年完成的大规模渠道扩建在 11 年上半年已经初见成效，未来将支持公司取得高速的发展。

3.2. 中国丰富的中小企业资源是公司未来高速增长的土壤

中国有数量庞大的中小企业，2009 年底我国在工商部门注册的中小企业已达 1023 万户，算上数量更多的个体工商户总量超过 4000 万户。潜在中小企业的管理软件市场是世界最大的，丰富的中小企业资源是公司未来高速发展的土壤。

目前，国内中小企业信息化水平与国外发达国家相比还有明显差距，存在升级和完善的需求，而且每天都有大量新的中小企业出现，为在中小企业信息化有较大优势的用友提供了发展空间。

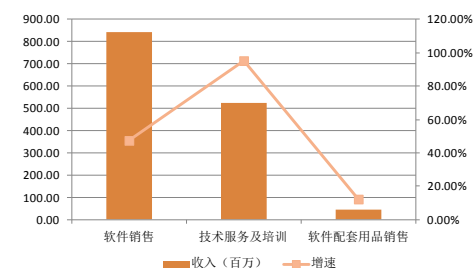
为贴近中小企业提供服务，用友畅捷通目前拥有 2000 多家经销商、150 多家授权服务机构。用友畅捷通拥有“全程服务模式”，根据客户在不同阶段所遇到的信息化管理问题，提供针对性的专业服务，包括经营诊断、在线服务、远程服务、现场服务、用户培训。

4. 服务提升价值

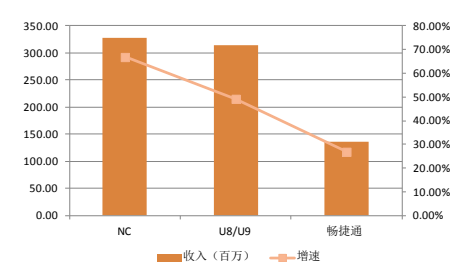
4.1. 实施服务占比提升，是公司向高端转变的标志

公司实施收入占比提高：公司重视项目的咨询与实施，软件许可的比重在下降，2011 年上半年公司 NC 以及 U8/U9 产品的软件销售收入和实施收入接近，而以前实施收入仅占大概 20%。2011 年上半年公司的技术服务与培训业务增长 95.3%，远高于产品的收入增速。

图表 6：2011 上半年产品收入及增速



图表 7：2011 上半年各软件产品收入及增速



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

要想发展成高端 ERP 厂商，仅靠销售标准化产品是不够的，必须有强大的实施队伍。

强大的实施团队是项目成功的关键：首先大型企业管理以及业务流程较为复杂，需要懂管理懂系统的专业人士帮忙梳理；其次大型系统一般较为复杂，需要专业人士进行配置和开发；第三大型企业一般有很多个性化的需求需要专业人士进行评估和开发。

强大的实施团队有助于产品完善：实施团队是最接近客户的人，也是最了解客户需求的人，能最早发现产品的不足，便于提出产品的改进方案。SAP 和 Oracle 每年都会与合作伙伴的实施团队进行一些合作，开发新解决方案或者产品改进。

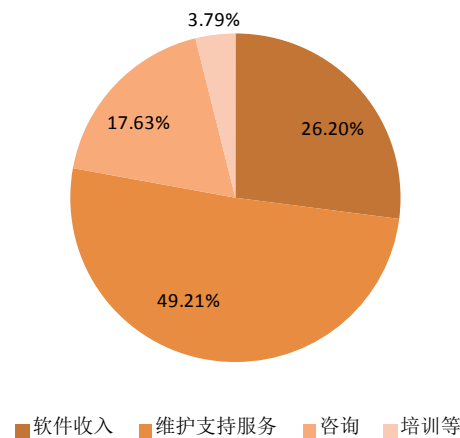
公司实施队伍的扩大，实施收入占比的提升是公司向 SAP，Oracle 等高端 ERP 厂商靠近的一个标志。

4.2. 贴身服务，深挖客户

用友 08 年确定了客户经营战略，从其庞大的客户群资源挖掘服务价值，寻找业务的增长点，变阶段性经营为客户全生命周期经营。国际大型 ERP 软件厂商的服务收入占其收入的 50% 以上，且此块收入较为稳定。如 SAP 的服务收入超过了其总收入的 70%，SAP 的维护收入将近是软件许可收入的两倍。

用友 2010 年技术服务与培训的收入占比仅为 33.09%，仍有很大提升空间。

图表 8：SAP 2010 年收入结构



资料来源：SAP，湘财证券研究所

4.3. 行业化经营，提升服务专业性

用友从 09 年开始加强了行业化经营的步伐，在公司产品事业部中增设了行业产品及解决方案事业部/业务部，引进行业专门人才。针对金融行业的非银行行业，比如证券保险基金，针对电信、装备制造、建筑地产、医疗卫生均有特别投入。针对小型企业应用需求成立了畅捷通。用友着重布局下面两个行业的信息化：

（1） 医疗行业管理软件

看好医疗行业 IT 投入的增长，针对医疗行业的信息化需求，投资 1 亿成立了用友医疗。未来 3 年医疗行业管理软件市场规模将有平均每年超过 20% 的增幅。据 IDC 统计 2009 年我国医疗卫生行业 IT 解决方案的市场规模为 20.3 亿元，较 2008 年增长了 23.7%；预计 2014 年将达到 66.4 亿元，其年均复合增长率为 26.7%。

（2） 汽车行业管理软件

看好汽车行业管理软件市场，包括经销商管理系统 DMS 和整车场的经销商通讯系统 DCS。投入 4.91 亿收购英孚思为公司，英孚思的 DMS 系统 09 年品牌覆盖率达 28.3%，居市场第一。据 CCID 预测未来三年汽车应运行业领域软件的年均增长幅度可达 23.3%，2012 年的市场规模将达到 15.4 亿元。

用友在烟草、政务、医疗、汽车等行业的丰富积累和大力投入将保障用友未来在这几个行业取得不错的业绩。

5. “云计算”提升空间

5.1. 借力“云计算”，发力小企业信息化市场

小企业应用初见端倪：用友的 100 万用户为其云计算的推广提供了保障，用友的用户中有大量的中小企业用户，在长期的合作中用友不断发掘小企业信息化需求，针对小企业的支付和客户管理需求分别研发推出了“畅捷支付”和“旺铺助手”，前者通过与银行以及第三方支付企业合作为小企业及个人解决转账、支付、收款以及多个银行账户管理的问题。后者通过与电信合作推广，为小企业解决了客户管理以及进销存管理的问题，相当于一个小型的 CRM+呼叫中心+进销存管理系统，比较贴合小企业的需求。

增长空间广阔：中国有四千万中小企业和个体工商户，他们的信息化程度普遍较低，而对信息化的需求也日益迫切。公司的畅捷支付和旺铺助手未来有较好的推广前景，以旺铺助手为例，一个用户每月收费 10 元，如果公司明年能推广到 100 万户，则有 1.2 亿的收入，这部分收入具有毛利高和可持续性强的特点，完全区别于公司以前项目制的收费模式。而且未来公司也会挖掘小企业的需求，继续推出其他应用，增长空间广阔。

5.2. 伟库 Paas 平台，试水企业云计算应用平台

用友伟库是全程电子商务平台以外，更增加了新的使命，承担集团云计算平台的建设。未来在伟库 Paas 云平台上不仅可以运行用友自己提供的各种云服务，包括 NC、U9 等的 SaaS 形式服务。还可以提供独立软件供应商 (ISV) 在其上面开发、测试、部署的云计算服务。

用友针对企业应用的云计算应用平台的建设是个有力的尝试，目前国际上缺乏较为成功的案例。毕竟云计算平台的建设属于较新的事物，不确定性较大，我们期待用友能在这一领域开拓出一片天地。

6. 费用控制初见成效

从公司 2011 年中报可以看出公司上半年费用控制初见成效，公司费用率下降十分明显，其中销售费用率从去年同期的 53.8% 下降到 46.5%，管理费用率从去年的 36.7% 下降到今年的 32%。两费合计费用率下降 12 个百分点。费用率下降如此大的幅度主要因为首先公司去年同期扩大规模，投入较大，而产出延迟，从而导致费用率较高；其次公司今年加大了费用控制力度，控制今年的人员增速，将费用纳入考核体系，从原来的收入考核转为利润考核。从而使今年的费用增速远低于收入增速。

7. 估值与投资建议

盈利预测

关键假设：

- 由于渠道投入及行业景气，2011 年软件销售收入增速较快，2011 年软件销售收入增长 36%。
- 由于 U9 推广，以及公司高端项目增多，2011 年公司技术服务与培训收入增长 45%。
- 由于收入增速较快，以及大规模渠道投入的结束，还有公司控制费用力度较大，2011 年营业费用率和管理费用率较 2010 年略有下降，分别为 44%和 28%。

表格 5：收入成本预测

产品	2010A	2011E	2012E	2013E
软件销售	1723.63	2344.14	3234.91	4367.13
增长 YoY	29.71%	36.00%	38.00%	35.00%
毛利率	94.05%	94.50%	95.00%	95.00%
技术服务及培训	985.77	1429.37	2001.11	2801.56
增长 YoY	29.04%	45.00%	40.00%	40.00%
毛利率	73.29%	74.00%	74.00%	74.00%
软件配套用品销售	176.53	211.84	254.21	292.34
增长 YoY	-3.60%	20.00%	20.00%	15.00%
毛利率	15.58%	15.60%	15.60%	15.60%
其他	92.89	116.11	220.61	352.98
增长 YoY	30.57%	25.00%	90.00%	60.00%
毛利率	97.40%	95.00%	95.00%	95.00%
合计	2978.82	4101.46	5710.84	7814.01
增长 YoY	26.92%	37.69%	39.24%	36.83%
毛利率	82.64%	83.29%	84.11%	84.50%

数据来源：湘财证券研究所

我们估计 11-13 年 EPS 分别为 0.69,0.94,1.29 元，维持“买入”评级，6-12 个月目标价 26.22 元。

8. 重点关注事项

8.1. 股价催化剂（正面）

- 重大订单中标

8.2. 风险提示（负面）

- U9 推广不力
- 费用控制不力
- 行业景气度下滑

图表 9：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2387	3406	4053	5363	营业收入	2979	4101	5711	7814
现金	1398	1500	2000	2000	营业成本	517	685	908	1211
应收账款	880	1762	1855	3094	营业税金及附加	81	112	114	156
其他应收款	80	114	159	218	营业费用	1359	1805	2541	3477
预付账款	8	7	9	12	管理费用	897	1148	1599	2149
存货	18	21	27	36	财务费用	-1	4	5	7
其他流动资产	3	3	3	3	资产减值损失	22	17	19	18
非流动资产	2379	2371	2325	2276	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	134	140	140	140	投资净收益	9	8	8	8
固定资产	532	657	676	643	营业利润	113	338	533	803
无形资产	388	444	478	517	营业外收入	236	250	275	300
其他非流动资产	1326	1130	1030	975	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	4766	5777	6379	7638	利润总额	348	586	806	1101
流动负债	2035	2656	2727	3278	所得税	2	3	4	5
短期借款	200	607	297	412	净利润	346	583	802	1096
应付账款	184	208	291	382	少数股东损益	14	24	32	44
其他流动负债	1651	1842	2139	2484	归属母公司净利润	332	560	770	1051
非流动负债	165	150	158	156	EBITDA	197	431	641	920
长期借款	150	150	150	150	EPS (元)	0.41	0.69	0.94	1.29
其他非流动负债	15	0	8	6					
负债合计	2200	2806	2885	3434	主要财务比率				
少数股东权益	40	63	96	140	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	816	816	816	816	成长能力				
资本公积	666	666	666	666	营业收入	26.9%	37.7%	39.2%	36.8%
留存收益	1045	1425	1915	2582	营业利润	-76.4%	198.8%	57.7%	50.6%
归属母公司股东权益	2526	2907	3397	4064	归属于母公司净利润	-44.1%	68.6%	37.5%	36.6%
负债和股东权益	4766	5777	6379	7638	获利能力				
					毛利率 (%)	82.6%	83.3%	84.1%	84.5%
现金流量表					净利率 (%)	11.1%	13.6%	13.5%	13.5%
单位: 百万元					ROE (%)	13.1%	19.3%	22.7%	25.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	8.0%	16.4%	29.9%	30.9%
经营活动现金流	489	-48	1150	338	偿债能力				
净利润	346	583	802	1096	资产负债率 (%)	46.2%	48.6%	45.2%	45.0%
折旧摊销	85	89	103	109	净负债比率 (%)	16.14%	26.96%	15.50%	16.36%
财务费用	-1	4	5	7	流动比率	1.17	1.28	1.49	1.64
投资损失	-9	-8	-8	-8	速动比率	1.16	1.27	1.48	1.62
营运资金变动	28	-792	233	-934	营运能力				
其他经营现金流	40	76	15	68	总资产周转率	0.69	0.78	0.94	1.11
投资活动现金流	-677	-70	-56	-61	应收账款周转率	4	3	3	3
资本支出	342	0	0	0	应付账款周转率	3.94	3.50	3.63	3.60
长期投资	-153	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-488	-70	-56	-61	每股收益 (最新摊薄)	0.41	0.69	0.94	1.29
筹资活动现金流	-34	220	-595	-278	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.60	-0.06	1.41	0.41
短期借款	200	407	-309	115	每股净资产 (最新摊薄)	3.10	3.56	4.16	4.98
长期借款	150	0	0	0	估值比率				
普通股增加	188	0	0	0	P/E	50.41	29.91	21.74	15.92
资本公积增加	-197	0	0	0	P/B	6.63	5.76	4.93	4.12
其他筹资现金流	-376	-187	-285	-392	EV/EBITDA	79	36	24	17
现金净增加额	-224	102	500	0					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。