

国内专业的软件与信息外包服务提供商

研究结论

公司是国内领先的、专业的软件与信息外包企业，2010 年公司在离岸软件外包服务提供商中排名第八。2008-2010 年公司营业收入复合增长 21.40%，净利润复合增长 48.95%。目前业务涵盖信息技术外包（ITO）服务和基于信息技术的业务流程外包（BPO）服务，其中，ITO 业务是公司目前最主要的业务，占 2010 年主营业务收入的 97.38%。

- **国内市占率排名第八，具有较大的成长空间。**公司专注于软件与信息外包服务，特别是在离岸服务外包方面一直走在行业的前沿。根据 IDC 的数据，2010 年公司在离岸软件外包服务提供商中排名第八，市场占有率为 2.6%，在面向欧美的离岸软件外包服务提供商中排名第四，市场占有率为 4%。由于市场集中度较低，公司具有较大的成长空间。
- **紧跟技术的前沿，把握时代脉搏。**公司具备全面的计算机语言开发能力，从公司成立时为微软提供 Win95 本地化服务，到 Java 兴起，服务于谷歌、雅虎、Facebook 等新兴互联网企业，伴随着最近的 iPhone、Android 等移动互联网平台的崛起，以至未来占据主导地位的平板电脑的普及，公司为华为等业内巨头提供全方位的应用开发服务。
- **拥有坚实的客户基础，伴随客户的成长而成长。**在十六年的发展历程中，公司已经积累了丰富的高科技、金融、电信等行业的软件外包经验，在与领先的跨国企业如微软、惠普、Adobe、谷歌的长期合作中，树立了良好的企业品牌及行业口碑，建立了长久的合作关系，在客户中赢得了良好的信誉，部分企业合作历史已经超过十年。坚实的客户基础为公司平稳、健康发展奠定了基础，公司将借国际客户发展之势，伴随客户的成长而成长。
- **募投项目将提高交付能力、优化服务外包中心网络布局。**本次公司募集资金约 34,891.50 万元，投资于博彦科技全国服务外包交付中心网络扩建项目、武汉测试基地建设项目和博彦科技创新应用服务研发项目。项目建成后，将提高公司外包业务的交付能力，进一步提升公司的规模优势和行业地位；同时将拓展二、三线城市，进一步优化服务外包中心网络布局，降低人工成本，增强盈利能力。
- **我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.73 元、1.02 元、1.43 元。**结合公司的成长性和所属行业的平均水平，以公司 2011 年 30-35 倍 PE 计，对应合理估值区间在 21.90 - 25.60 元。
- **风险因素：**公司可能存在客户集中的风险和人力成本上升的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

王天一

执业证书编号：S0860210060001

联系人

郑青

8621×63325888×6092

zhengqing@orientsec.com.cn

发行概况

合理价格区间（元）	21.90 - 25.60
本次发行股数（万股）	2,500
发行后总股本（万股）	10,000
国家/地区	中国
行业	电子行业
报告发布日期	2011 年 12 月 20 日

资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	429	672	883	1110
同比(%)	40%	56%	31%	26%
净利润	55	73	102	143
同比(%)	43%	31%	41%	39%
毛利率(%)	38.9%	33.4%	35.6%	38.3%
ROE(%)	17.8%	7.4%	9.4%	11.6%
每股收益(元)	0.55	0.73	1.02	1.43

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、公司概况	4
二、行业分析	5
1、我国离岸外包市场是增长最快的市场之一	5
2、我国在岸外包市场潜力巨大	6
3、软件外包市场品牌集中度将逐步提高	6
三、公司分析	7
1、国内市占率排名第八，具有较大的成长空间	7
2、紧跟技术的前沿，把握时代脉搏	8
3、拥有坚实的客户基础，伴随客户的成长而成长	9
四、盈利预测与估值分析	10
1、募投项目将提高交付能力、优化服务外包中心网络布局	10
2、盈利预测	10
3、相对估值	12
4、绝对估值	14
5、风险提示	14

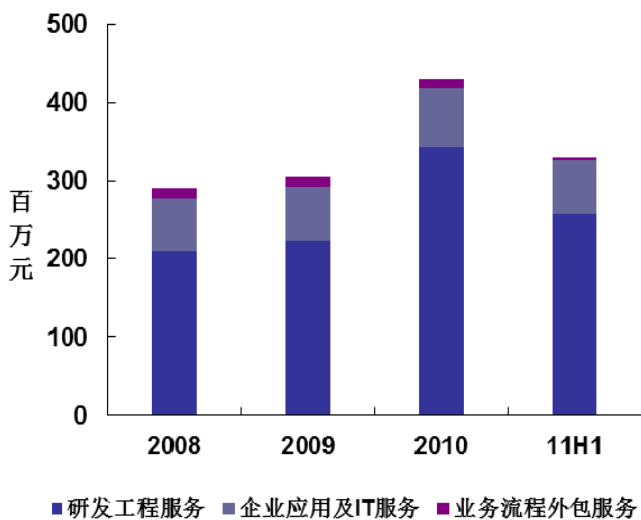
图表目录

图 1：公司各类业务收入变化	4
图 2：公司各类业务毛利率变化	4
图 3：公司发行前的股权结构	5
图 4：2009-2015 年我国离岸软件外包市场规模	6
图 5：2006-2013 年全球家电智能控制器市场规模	8
图 6：2006-2013 年我国家电产品智能控制器市场规模	8
表 1：2010 年我国前十大软件外包商市场份额情况	7
表 2：公司拥有的主要核心技术情况	8
表 3：2011 年上半年销售前五名	9
表 4：2010 年销售前五名	9
表 5：2009 年销售前五名	9
表 6：2008 年销售前五名	9
表 7：募投项目和投资金额（万元）	10
表 8：盈利预测表（百万元）	11
表 9：分业务收入预测表	12
表 10：可比上市公司估值比较	13
表 11：近期在中小板上市公司估值比较	13
表 12：DCF 估值模型	14
附表：财务报表预测与比率分析	15

一、公司概况

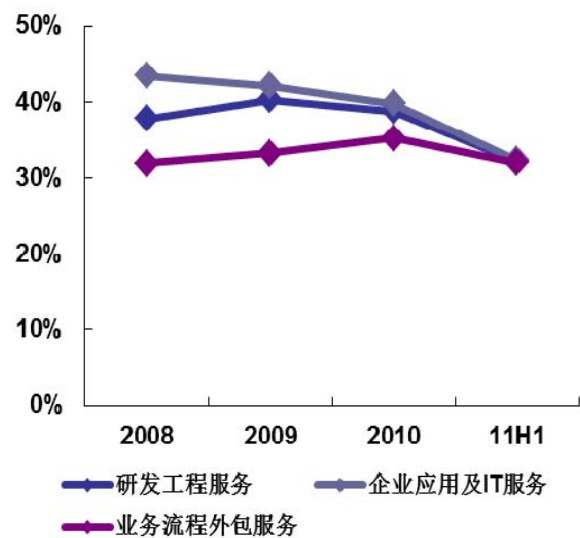
公司前身北京博彦成立于 1995 年，现已发展成为领先的、专业的软件与信息服务外包企业，2010 年公司在离岸软件外包服务提供商中排名第八。2008-2010 年公司营业收入复合增长 21.40%，净利润复合增长 48.95%。目前业务涵盖信息技术外包（ITO）服务和基于信息技术的业务流程外包（BPO）服务，ITO 业务又可细分为研发工程服务、企业应用及 IT 服务。其中，ITO 业务是公司目前最主要的业务，占 2010 年主营业务收入的 97.38%。

图 1：公司各类业务收入变化



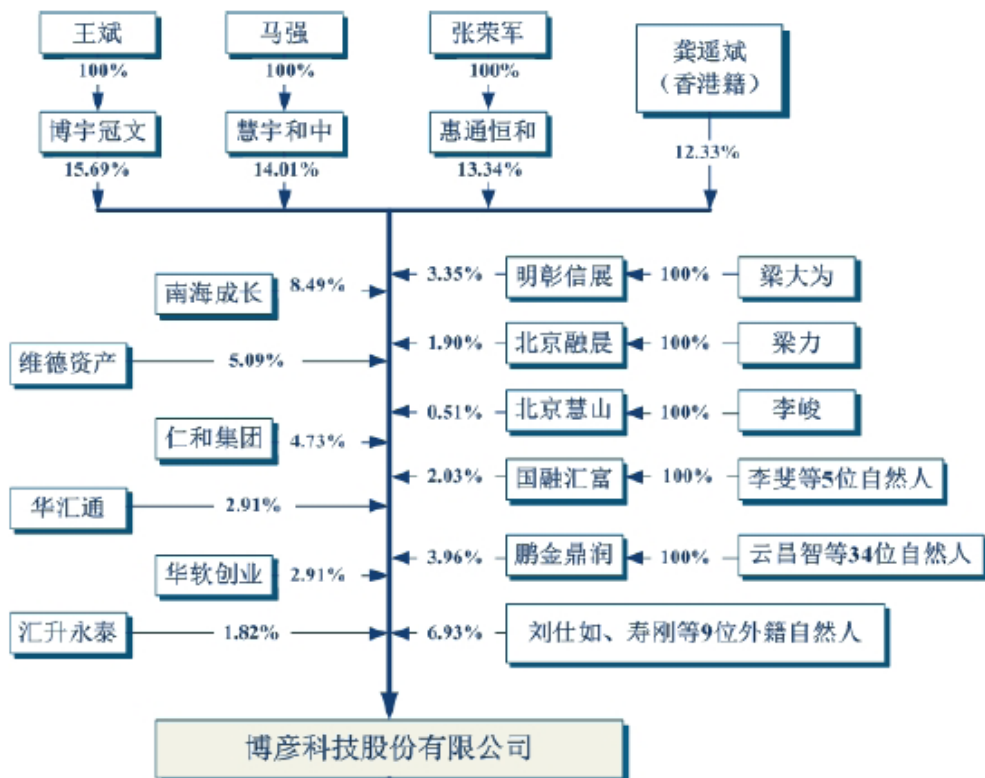
资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 2：公司各类业务毛利率变化



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

本次发行前公司总股本为 7,500 万股，本次发行 2,500 万股，发行后总股本为 10,000 万股。王斌、张荣军、马强、龚遥滨既是为公司发起人也是公司的共同实际控制人，四人分别直接或间接持有公司 15.69%、14.01%、13.34%和 12.33%的股权，合计持股比例 55.37%。

图 3：公司发行前的股权结构


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

二、行业分析

根据软件与信息服务外包承接商的地理分布状况，IT 服务外包可以简单分为两种类型：离岸外包和在岸外包。离岸外包是指客户与为其提供服务的承接方来自不同国家，外包工作跨境完成；在岸外包指客户与为其提供服务的承接方来自同一个国家，外包工作在境内完成。

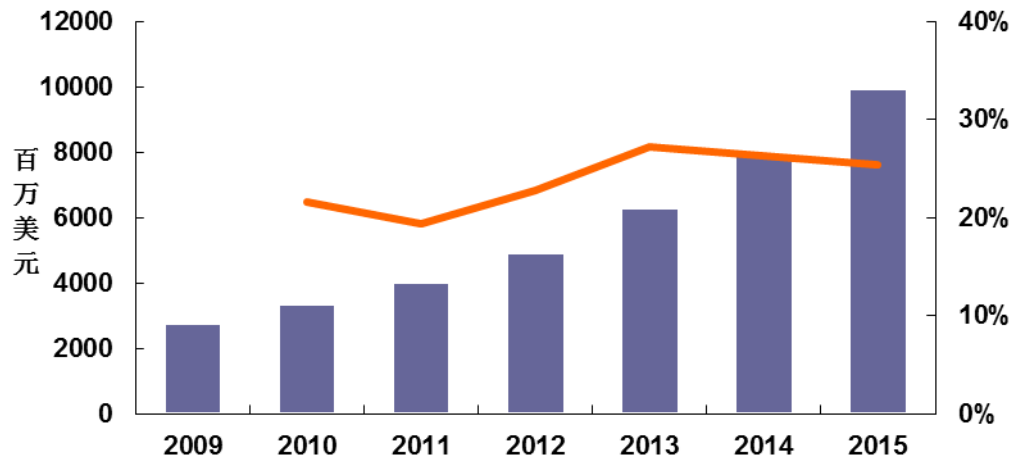
1、我国离岸外包市场是增长最快的市场之一

由于印度离岸外包起步较早，且国家政策扶植力度较强的因素，使其已发展成为全球软件外包第一大国，已占有全球服务外包市场总额的 46%，是全球外包市场的主要竞争者，其中 90% 以上的接包业务来自欧美国家。印度的服务外包比我国早 10-20 年，在规模、人才、技术、沟通、运营管理等方面具有很大的优势。

但近几年，印度的服务外包业面临着成本上升、人员离职率高导致服务质量下降等挑战。而对于欧美的发包方而言，战略上他们非常看重我国广大而且飞速发展的市场，从风险管理上不希望把所有的工作都放在一个国家或地区。在诸多因素的影响下，欧美发包方对我国服务企业的关注度越来越高，我国离岸软件外包市场也得到了迅速增长。根据 2011 年 IDC 的报告，我国离岸软件市场规模

将由 2010 年的 34 亿美元，增长至 2015 年的 99 亿美元，年复合增长率为 24.2%，是 IT 服务领域增长最快的市场之一。

图 4：2009-2015 年我国离岸软件外包市场规模



资料来源：IDC，东方证券研究所

2、我国在岸外包市场潜力巨大

在我国承接离岸外包业务快速发展的同时，受政策积极指引，在岸外包也取得了较快发展。在国家产业结构转型升级、各行业信息化建设不断推进过程中，释放出大量服务需求。软件与信息技术外包的接受程度最高，其中，技术支持与软件开发业务的在岸市场份额最大；业务流程外包的在岸市场也开始启动，以数据中心和呼叫中心业务外包的应用最为广泛，但整体在岸业务流程外包规模仍较小。

根据 Gartner 的调查数据、以及 IMF 公布数据，2009 年我国 IT 服务花费方面的 GDP 只有 0.2%，而同一时期英国为 3.2%，美国为 2.1%，日本为 2.1%，印度为 0.5%。由此也可以看出国内 IT 服务市场还有较大的增长空间。

3、软件外包市场品牌集中度将逐步提高

根据《中国服务外包发展报告》统计数据显示，截至 2010 年 12 月 31 日，我国从事软件与信息外包的公司已达 12706 家，比 2009 年底增加 42.0%。竞争的分散性降低了市场集中度，我国前十名厂商的市场份额之和不到 35%，而在软件与信息外包较为发达国家印度，前四名厂商的市场份额之和将近 40%。随着市场趋于成熟、行业规范程度不断提高以及供需双方了解加深，预计未来我国软件外包市场品牌集中度将逐步提高。

表 1：2010 年我国前十大软件外包商市场份额情况

收入排名	公司名称	市场份额（%）	上市地点	上市时间
1	东软集团	7.6	上海	1996-06-18
2	文思创新	3.5	纽约	2007-12-12
3	海辉软件	3.2	纽约	2010-06-30
4	中软国际	3.2	香港	2003-06-20
5	大连华信	3.1	-	-
6	浙大网新	2.6	上海	1997-04-18
7	软通动力	2.6	纽约	2010-12-14
8	博彦科技	2.6	-	-
9	信必优	2.4	-	-
10	中讯软件	2.3	香港	2004-04-30
	其它公司合计	66.9		

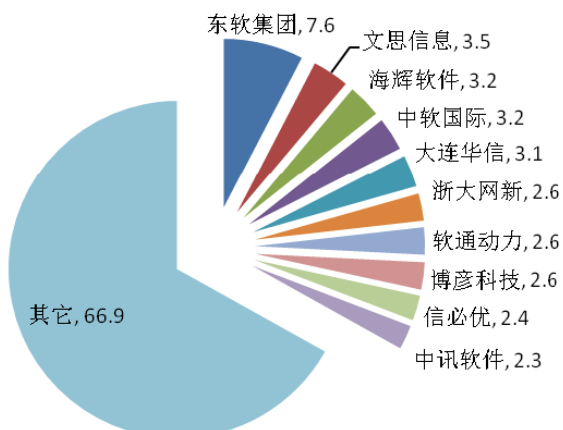
资料来源：IDC，东方证券研究所

2010 年，国内主要软件外包商继续迅速扩张规模，一方面通过收购兼并实现客户资源和业务覆盖面的进一步扩大；另一方面通过融资提升资金实力，为业务拓展做准备。2010 年国内有两家欧美软件外包公司在美国上市。这样，在国内、香港或美国上市的我国软件外包厂商已达到 8 家，分别是东软集团、海辉软件、文思创新、软通动力、中讯软件、中软国际、浙大网新、海隆软件。未来我国软件外包行业的市场竞争将从单纯规模的扩张转向核心业务的强化和品牌的提升。行业内优势企业将通过资本运作，提高行业内的整合规模，软件外包的市场规模将不断扩大。

三、公司分析

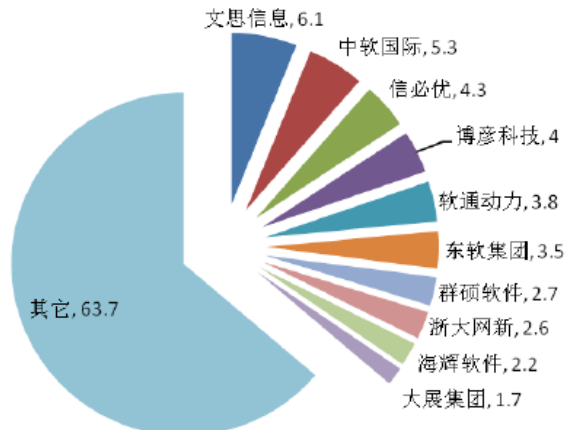
1、国内市占率排名第八，具有较大的成长空间

公司专注于软件与信息服务外包业务，特别是在离岸服务外包方面一直走在行业的前沿。根据 IDC 的数据，2010 年公司在离岸软件外包服务提供商中排名第八，市场占有率为 2.6%，在面向欧美的离岸软件外包服务提供商中排名第四，市场占有率为 4%。由于市场集中度较低，公司具有较大的成长空间。

图 5：2006-2013 年全球家电智能控制器市场规模


2010年中国前十大离岸软件外包供应商收入份额 (%)

资料来源：IDC，东方证券研究所

图 6：2006-2013 年我国家电产品智能控制器市场规模


2010年欧洲及北美市场中国离岸软件外包供应商市场份额 (%)

资料来源：IDC，东方证券研究所

2、紧跟技术的前沿，把握时代脉搏

公司坚持以技术研发促进市场开拓，以离岸经验移植国内为依托，逐步形成和组建多系列信息技术驱动行业发展的经营策略，始终将技术研发工作摆在重要的战略位置。公司具备全面的计算机语言开发能力，从公司成立时为微软提供 Win95 本地化服务，到 Java 兴起，服务于谷歌、雅虎、Facebook 等新兴互联网企业，伴随着最近的 iPhone、Android 等移动互联网平台的崛起，以至未来占据主导地位平板电脑的普及，公司为华为等业内巨头提供全方位的应用开发服务。

表 2：公司拥有的主要核心技术情况

序号	主要技术名称	研发现状
1	智能移动设备的应用技术	已投入使用
2	基于云计算模式的研发管理技术	已投入使用
3	证券交易运营支撑平台	完成开发，处于初试阶段，预计2011年下半年进行终试和推广
4	面向金融业的功能和性能测试解决方案	技术开发中期，预计2011年12月进行中试
5	面向保险行业的解决方案	技术整合阶段
6	移动银行技术和解决方案	技术开发中期，预计2011年底之前完成
7	基于iPhone的移动商务应用	技术开发中期，目前技术力量相对完善，预计2013年底能完成关键模块的开发

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

3、拥有坚实的客户基础，伴随客户的成长而成长

在十六年的发展历程中，公司已经与国际客户形成了相互信任、相互依存、共同成长的伙伴关系，积累了丰富的高科技、金融、电信等行业的软件外包经验，在与领先的跨国企业如微软、惠普、Adobe、谷歌的长期合作中，树立了良好的企业品牌及行业口碑，建立了长久的合作关系，在客户中赢得了良好的信誉，部分企业合作历史已经超过十年。坚实的客户基础为公司平稳、健康发展奠定了基础，公司将借国际客户发展之势，伴随客户的成长而成长。

表 3：2011 年上半年销售前五名

单位名称	金额（万元）	占比
微软（Microsoft）	10,167.15	30.86%
惠普（Hewlett-Packard）	5,800.96	17.61%
深圳市华为技术软件有限公司	3,171.29	9.62%
柯达（Kodak）	1,482.91	4.50%
华夏基金管理有限公司	505.26	1.53%
小计	21,127.57	64.12%

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

表 4：2010 年销售前五名

单位名称	金额（万元）	占比
微软（Microsoft）	15,998.22	37.26%
惠普（Hewlett-Packard）	9,638.94	22.45%
深圳市华为技术软件有限公司	1,285.38	2.99%
谷歌（Google）	1,119.25	2.61%
柯达（Kodak）	1,117.97	2.60%
小计	29,159.77	67.92%

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

表 5：2009 年销售前五名

单位名称	金额（万元）	占比
微软（Microsoft）	10,991.63	35.97%
惠普（Hewlett-Packard）	6,893.42	22.56%
谷歌（Google）	1,356.77	4.44%
奥多比（Adobe）	877.45	2.87%
雅虎（Yahoo）	654.68	2.14%
小计	20,773.96	67.97%

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

表 6：2008 年销售前五名

单位名称	金额（万元）	占比
微软（Microsoft）	8,334.12	28.61%
惠普（Hewlett-Packard）	6,366.73	21.85%
谷歌（Google）	1,328.73	4.56%
奥多比（Adobe）	579.82	1.99%
国际商业机器（IBM）	577.89	1.98%
小计	17,187.29	59.00%

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

四、盈利预测与估值分析

1、募投项目将提高交付能力、优化服务外包中心网络布局

本次公司募集资金约 34,891.50 万元，投资于博彦科技全国服务外包交付中心网络扩建项目、武汉测试基地建设项目和博彦科技创新应用服务研发项目。项目建成后，将提高公司外包业务的交付能力，进一步提升公司的规模优势和行业地位；同时将拓展二、三线城市，进一步优化服务外包中心网络布局，降低人工成本，增强盈利能力。

表 7：募投项目和投资金额（万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金投资额	第一年投资额	第二年投资额	第三年投资额
1	博彦科技全国服务外包交付中心网络扩建项目	20,768.90	20,768.90	7,481.80	5,913.35	7,373.75
2	武汉测试基地建设项目	11,746.60	8,948.60	8,236.61	1,771.84	1,738.11
3	博彦科技创新应用服务研发项目	5,174.00	5,174.00	2,510.00	1,613.00	1,051.00
合计		37,689.50	34,891.50	18,228.41	9,298.19	10,162.86

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

2、盈利预测

我们预期公司发行后 2011-2013 年销售收入分别为 3.46 亿、4.58 亿、6.07 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.37 亿元、0.51 亿、0.68 亿元；对应预测 EPS 分别为 0.62 元、0.85 元、1.13 元。

表 8：盈利预测表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	429	672	883	1110
营业成本	262	448	569	684
营业税金及附加	14	22	29	37
营业费用	20	34	44	55
管理费用	72	84	132	178
财务费用	4	9	-1	1
资产减值损失	2	5	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	54	71	105	151
营业外收入	7	13	13	13
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	61	83	117	163
所得税	5	10	15	20
净利润	55	73	102	143
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	55	73	102	143
EBITA	58	85	119	178
EPS（元）	0.55	0.73	1.02	1.43

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 9：分业务收入预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
研发工程服务					
销售收入（百万元）	223.6	342.9	531.5	691.0	863.7
增长率（YOY）	6.8%	53.3%	55.0%	30.0%	25.0%
毛利率（%）	40.3%	38.8%	33.0%	35.0%	38.0%
企业应用及 IT 服务					
销售收入（百万元）	68.2	75.2	127.8	178.9	232.6
增长率（YOY）	1.6%	10.2%	70.0%	40.0%	30.0%
毛利率（%）	42.1%	39.7%	35.0%	38.0%	40.0%
业务流程外包服务					
销售收入（百万元）	13.5	11.2	12.4	13.0	13.6
增长率（YOY）	-6.5%	-16.9%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率（%）	33.3%	35.2%	32.0%	32.0%	32.0%
合计（百万元）	305.4	429.3	671.7	882.9	1109.9
增长率（YOY）	4.9%	40.6%	56.4%	31.4%	25.7%

资料来源：Wind，东方证券研究所

3、相对估值

我们选取与公司业务模式与特点类似的 7 家公司进行对比，目前行业可比公司 2011 年平均 PE 为 35 倍；同时我们选取近期上市的 20 家中小板公司进行对比，2011 年平均 PE 为 27 倍。以公司 2011 年 30-35 倍 PE 计，对应合理估值区间在 21.9-25.6 元。

表 10：可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
600718.SH	东软集团	23	23	19
600797.SH	浙大网新	66	51	31
002195.SZ	海隆软件	45	29	21
300245.SZ	天玑科技	45	32	23
300170.SZ	汉得信息	51	34	23
300010.SZ	立思辰	45	29	18
300017.SZ	网宿科技	59	44	30
平均		48	35	23

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 11：近期在中小板上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
002622.SZ	永大集团	33	25	19
002623.SZ	亚玛顿	22	20	16
002624.SZ	金磊股份	36	27	21
002625.SZ	龙生股份	32	31	25
002626.SZ	金达威	25	20	17
002627.SZ	宜昌交运	20	18	15
002628.SZ	成都路桥	24	15	11
002629.SZ	仁智油服	36	33	25
002630.SZ	华西能源	34	25	20
002631.SZ	德尔家居	27	19	13
002632.SZ	道明光学	78	37	28
002633.SZ	申科股份	38	33	23
002634.SZ	棒杰股份	40	31	23
002635.SZ	安洁科技	69	42	29
002636.SZ	金安国纪	29	27	20
002637.SZ	赞宇科技	45	26	21
002638.SZ	勤上光电	66	45	32
002639.SZ	雪人股份	32	28	21
002640.SZ	百圆裤业	37	26	20
002641.SZ	永高股份	20	19	13
平均		37	27	21

资料来源：Wind，东方证券研究所

4、绝对估值

我们用 DCF 估值模型计算出的合理股价为 23.87 元，对应 2011 年 PE 为 32 倍。

表 12：DCF 估值模型

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
永续增长率(%)	2%	
贝塔值 (β)	1.050	1.050
无风险利率 (%)	4.00%	4.00%
市场的预期收益率 (%)	9.00%	9.00%
规模风险因子 (%)	2.00%	2.00%
股权资本成本 (K_e)	11.25%	11.25%
债务成本 K_d (%)	6.35%	6.35%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	10.00%	10.00%
WACC	10.76%	10.76%

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
8.76%	28.09	31.23	35.31	40.80	48.59	60.54
9.76%	23.58	25.88	28.78	32.53	37.59	44.77
10.76%	20.02	21.75	23.87	26.54	30.00	34.66
11.76%	17.16	18.48	20.07	22.03	24.49	27.68
12.76%	14.82	15.85	17.07	18.54	20.35	22.62

资料来源：Wind，东方证券研究所

5、风险提示

客户集中的风险

公司的主要客户包括微软、惠普、华为等国内外大型知名企业。2008 年至 2011 年 1-6 月，公司对前五名客户的销售收入分别占公司营业收入的比例为 59.00%、67.97%、67.92%和 64.12%，客户集中可能给本公司经营带来一定风险。若主要客户因经营状况发生变化导致其对公司业务的需求量下降，或转向其他软件服务外包企业，将对公司的生产经营带来一定负面影响。

人力成本上升的风险

随着中国经济的快速发展，城市生活成本的上升，社会平均工资逐年递增，尤其是北京、上海等一线大中城市，具有丰富业务经验的中高端人才工资薪酬呈上升趋势。随着生活水平的提高以及社会工资水平的上涨，公司面临人力成本上升导致利润水平下降的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

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	393	994	945	1035	营业收入	429	672	883	1110
现金	185	741	599	596	营业成本	262	448	569	684
应收账款	84	123	163	206	营业税金及附加	14	22	29	37
其它应收款	11	32	36	45	营业费用	20	34	44	55
预付账款	114	99	146	187	管理费用	72	84	132	178
存货	0	1	1	1	财务费用	4	9	-1	1
其他	0	0	0	0	资产减值损失	2	5	4	4
非流动资产	49	108	278	348	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	27	82	248	312	营业利润	54	71	105	151
无形资产	8	10	12	14	营业外收入	7	13	13	13
其他	13	15	19	22	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	442	1102	1223	1383	利润总额	61	83	117	163
流动负债	94	77	83	87	所得税	5	10	15	20
短期借款	48	27	30	32	净利润	55	73	102	143
应付账款	2	4	5	5	少数股东损益	0	0	0	0
其他	44	47	49	49	归属于母公司净利润	55	73	102	143
非流动负债	37	44	57	71	EBITDA	58	85	119	178
长期借款	27	38	51	64	EPS (元)	0.55	0.73	1.02	1.43
其他	10	6	6	6	主要财务比率				
负债合计	131	122	140	158	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	成长能力				
股本	75	100	100	100	营业收入	40.5%	56.4%	31.4%	25.7%
资本公积	167	735	735	735	营业利润	21.3%	31.1%	47.7%	43.8%
留存收益	72	145	247	390	归属于母公司净利润	42.7%	31.4%	40.8%	39.3%
归属母公司股东权益合计	311	981	1083	1226	获利能力				
负债和股东权益	442	1102	1223	1383	毛利率	38.9%	33.4%	35.6%	38.3%
现金流量表					净利率	12.9%	10.8%	11.6%	12.8%
单位:百万元					ROE	17.8%	7.4%	9.4%	11.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	13.8%	6.7%	7.8%	10.0%
经营活动现金流	59	37	23	74	偿债能力				
净利润	55	73	102	143	资产负债率	29.6%	11.1%	11.5%	11.4%
折旧摊销	0	5	15	26	净负债比率				
财务费用	4	9	-1	1	流动比率	4.17	12.84	11.31	11.87
投资损失	-0	-0	-0	-0	速动比率	4.17	12.83	11.31	11.86
营运资金变动	0	-50	-93	-95	营运能力				
其它	-1	1	0	0	总资产周转率	1.28	0.87	0.76	0.85
投资活动现金流	-193	-62	-182	-92	应收账款周转率	6	6	6	6
资本支出	-138	-60	-180	-90	应付账款周转率	149.24	159.72	137.88	136.60
长期投资	-1	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-55	-2	-2	-2	每股收益	0.55	0.73	1.02	1.43
筹资活动现金流	192	581	17	15	每股经营现金流	0.59	0.37	0.23	0.74
短期借款	22	-21	3	2	每股净资产	3.11	9.81	10.83	12.26
长期借款	27	11	13	14	估值比率				
普通股增加	38	25	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	151	569	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-46	-3	1	-1	EV/EBITDA	-2	-1	-1	-1
现金净增加额	56	556	-142	-3					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn