



享有更上一级产业链利润，强大市场和成本控制 助力公司长期稳健成长

方正证券研究所证券研究报告

行业分析师：盛劲松

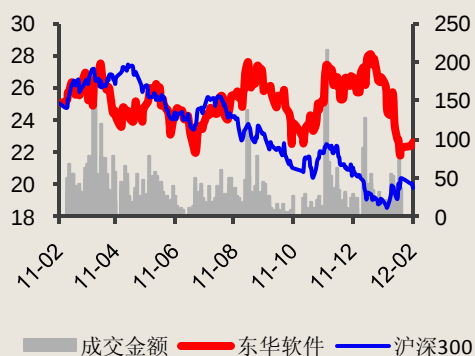
SAC 执业证书编号：S1220511010001

联系人：徐力

电话：(010)68584874

电邮：xuli@foundersc.com

历史表现



股票数据

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	1870.16	2342.01	3022.63	3939.22
(+/-)	20.74%	25.23%	29.06%	30.32%
净利润	317.33	419.50	566.47	793.38
(+/-)	31.66%	32.20%	35.04%	40.06%
EPS(元)	0.74	0.82	1.11	1.55
P/E	0.00	28.23	20.90	14.92

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

东华软件(002065)深度研究报告

公司研究 研究报告
2012.02.01 买入
当前股价：18.69

投资要点

有别于市场的观点

市场普遍认为系统集成类公司技术门槛不高，利润率低，成长性不强。通过深入研究公司，我们认为需要重新认识国内优秀的系统集成公司的商业智慧。系统集成类公司成长的关键点在于市场扩张和成本控制。公司通过投资地方的方式进行行业和地域扩张，符合国家“绿色GDP”的要求，具有可持续和可复制性。健全的管理和低成本工资体系，提高效率，降低成本。公司在3—5年内实现高速稳健的增长是大概率事件。

※国内行业信息化空间巨大，但竞争格局较为分散

众所周知，国内行业信息化的空间巨大，是一个万亿规模的市场，但是由于核心的技术掌握在国外公司的手中，国内公司的优势体现在本土化和个性化的解决方案上。由于技术门槛较低，行业竞争格局较为分散。国内公司发展的关键在于市场渠道上地域扩张和低成本的控制能力。

※家族企业属性和股权激励决定了公司内部动力

薛总家族直接或间接持有公司超过55%的股份，家族利益和公司利益具有一致性。公司2011年12月09日公布股权激励计划，将公司的成长与骨干员工收益结合在一起，使公司形成向上的合力。

※强大的市场能力和成本控制能力助力长期稳健成长

行业信息化具有很强的地域壁垒和行业壁垒，进入的难度较大，地方政府的支持有重要影响。公司在各地进行投资，设立子公司，符合国家产业转型方向，绿色GDP理念，符合地方政府整体利益诉求，地方政府领导的个人调动和升迁，对公司的影响会降低。具有可持续性和可复制性，同时获取多种优惠政策和便于税务安排。公司具有CMM5资质，管理效率高，工资体系有利于降低成本。两者相辅相成，助力公司长期稳健的成长。

※目标价33.3—46.5，首次给予公司“买入”评级

我们预计公司2011—2013的EPS为0.82，1.11和1.55，由于公司具有长期确定的成长，给予30倍PE是合理的。故2012年目标价33.3，2013年目标价为46.5。首次给予买入评级。

※风险提示

宏观经济出现大幅度下滑，人工成本大幅度上升

目录

一	国内行业信息化空间巨大，竞争格局较为分散，关注市场能力和成本控制	4
1	国内信息化的空间巨大，十二五规划重点领域之一	4
2	国内厂商的优势在于本土化，总体竞争格局较为分散	4
3	国内厂家的竞争优势关键在于市场优势和成本控制	5
3.1	死磕国外厂商优势，没有前途，需要找到对方的空隙	5
3.2	建设更上一级的产业链，或能全部享有产业链利润	6
3.3	此种商业模式关键在于市场的强大和成本的控制	6
3.4	虽然“原料”短期缺乏议价能力，但长期受益于“摩尔定律”	6
3.5	IBM 的转型的启示一避其锋芒，扬己所长	6
二	家族企业属性和股权激励决定了公司内部动力强	7
1	家族企业属性使控股股东和公司发展的利益一致	7
2	股权激励给骨干员工戴上“金手铐”	7
三	公司强大的市场能力和成本控制能力构建更高级产业链	7
1	公司的收入表明公司或有意识的构筑更高级的产业链	7
2	强大的市场能力	8
2.1	公司的大客户主要是政府机关和大中型国有单位，政府公关能力重要	8
2.2	公司投资地方符合国家产业转型方向，绿色 GDP 理念，具有可持续性和可复制性	9
3	强大的成本控制能力	11
3.1	强大的管理能力，提高效率	11
3.2	多地子公司，获取地方优惠政策，便于税务安排	11
四	公司将在 3—5 年内保持高速稳健的成长，关键在于如何把外延和内生处理好	12
五	收入成本预测	12
六	估值	13
1	重要财务数据	13
2	估值	13
七	风险提示	13
八	财务预测	13

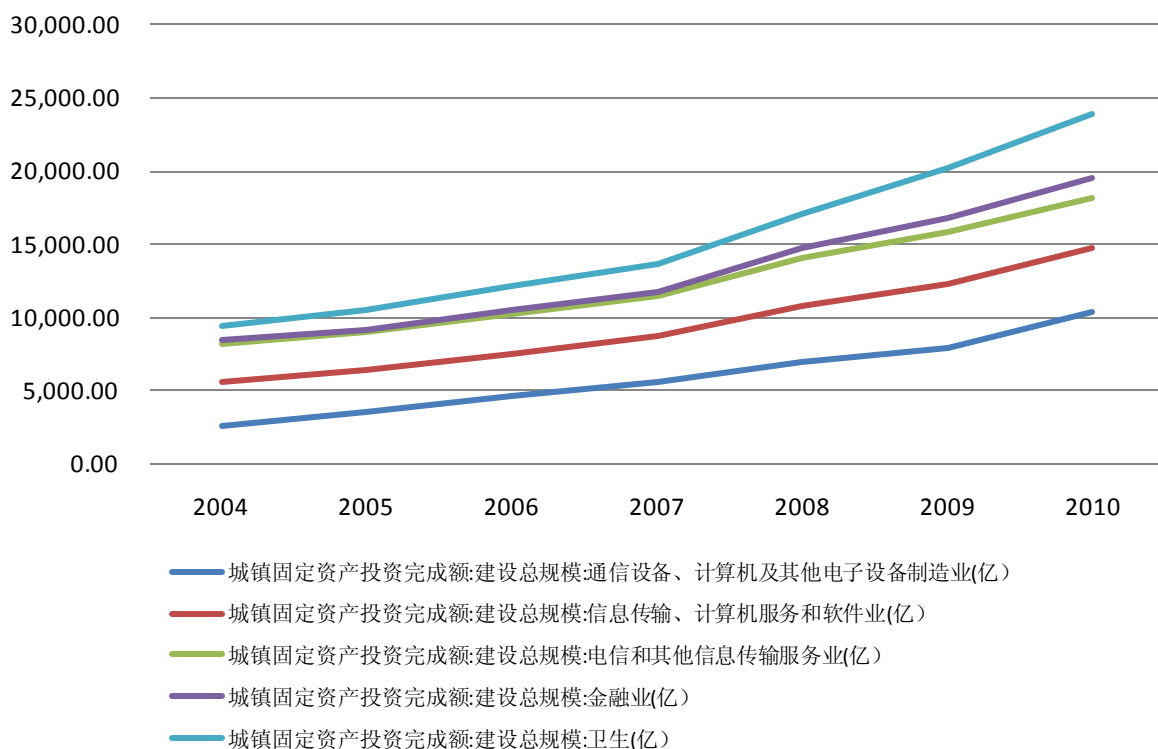
图表目录

图表 1 国内信息化投资巨大，空间广阔	4
图表 2 国内厂家的优势在于行业应用和渠道客户资源	5
图表 3 非常可乐和王老吉的不同结果说明寻找对手空隙的重要	5
图表 4 建设更上一级产业链有可能享有全产业链利润	6
图表 5 前 4 大股东是一致行动人是公司发展的内部动力.....	7
图表 6 收入和利润结构表明公司或有意识的构建新的产业链.....	8
图表 7 政府公关能力对实现市场目标至关重要.....	9
图表 8 多地设立子公司隐含深意，可复制的市场行为	9
图表 9 公司的工资体系和 CMM5 资质证明公司的管理能力和成本控制能力.....	11
图表 10 收入成本预测.....	12
图表 11 重要财务数据.....	13
图表 12 财务预测.....	13

一 国内行业信息化空间巨大, 竞争格局较为分散, 关注市场能力和成本控制

1 国内信息化的空间巨大, 十二五规划重点领域之一

图表 1 国内信息化投资巨大, 空间广阔



数据来源: 国家统计局, 方正证券研究所

信息化在十二五规划中占有重要的地位, 而且和其他行业的产业升级相关性较大。我们预计在今后的 5 年内, 信息化的投资将会保持在高位运行。

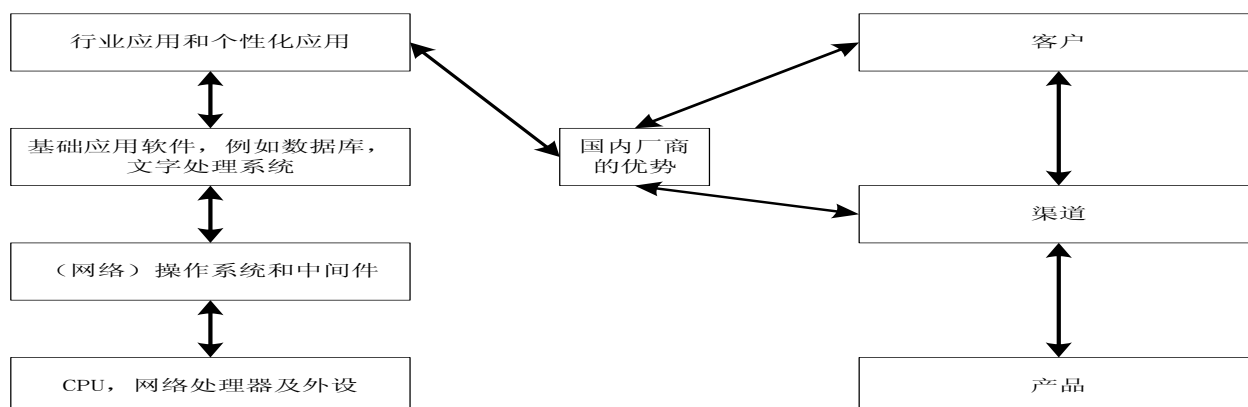
2 国内厂商的优势在于本土化, 总体竞争格局较为分散

中国厂商的优势在与渠道和本土化应用解决方案, 相对而言, 技术门槛较低, 总体竞争格局较为分散。

东华软件（002065）：享有更上一级产业链利润，强大市场和成本控制助力公司长期稳健成长

方正证券
FOUNDER SECURITIES

图表 2 国内厂家的优势在于行业应用和渠道客户资源



数据来源：方正证券研究所

3 国内厂家的竞争优势关键在于市场优势和成本控制

3.1 死磕国外厂商优势，没有前途，需要找到对方的空隙

图表 3 非常可乐和王老吉的不同结果说明寻找对手空隙的重要

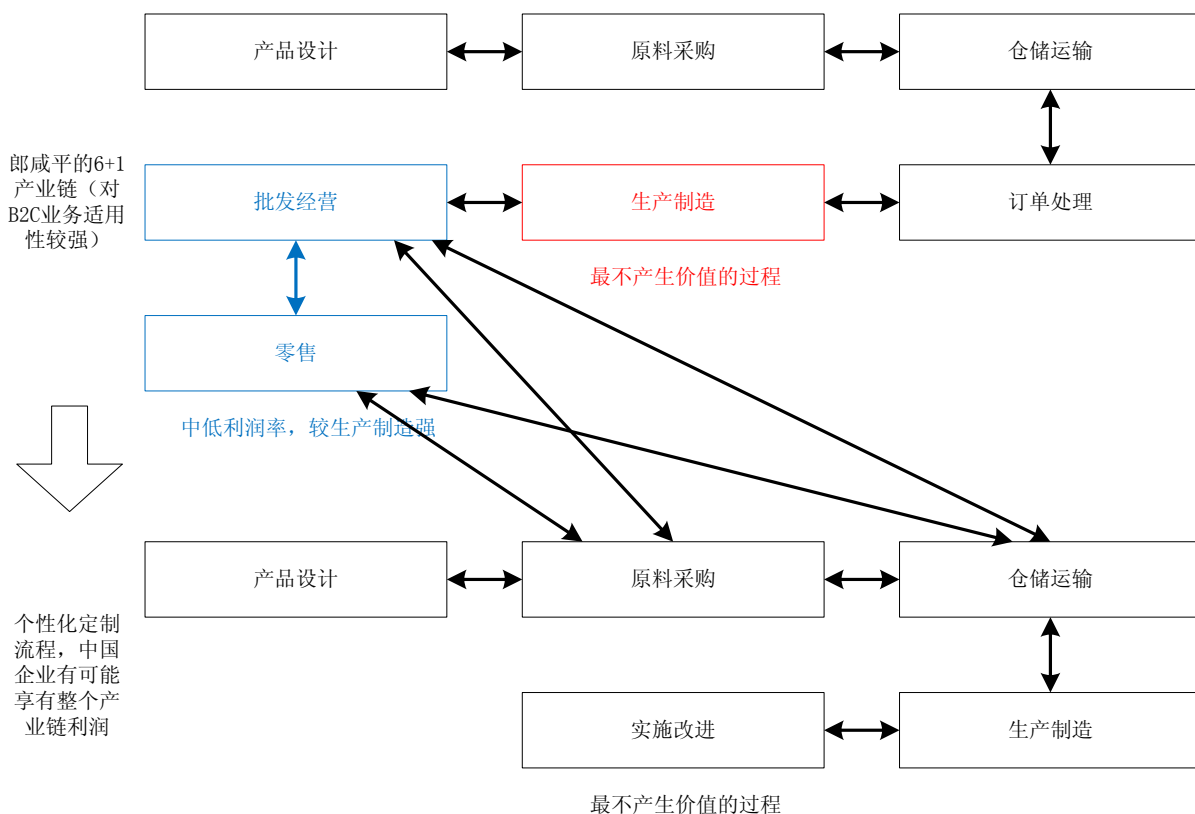


数据来源：互联网，方正证券研究所

3.2 建设更上一级的产业链，或能全部享有产业链利润

郎咸平先生的 6+1 产业链理论说明，利润来自全产业链，生产制造只是其中的一个环节，并不是利润的全部。如果将图表 2 中行业应用和个性化应用以下部分作为“原料”黑盒。重新构造个性化定制流程产业链，中国公司将有可能享有全产业链利润。

图表 4 建设更上一级产业链有可能享有全产业链利润



数据来源：郎咸平，方正证券研究所

3.3 此种商业模式关键在于市场的强大和成本的控制

参看图表 2 国内厂家的优势在于行业应用和渠道客户资源，这种商业模式的关键点在于两点：

- 市场：客户的理解，本地化应用需求，客户或是政府公关。
- 成本：由于“原料”成本较高，且议价能力不强，需要有较强的成本控制能力。

3.4 虽然“原料”短期缺乏议价能力，但长期受益于“摩尔定律”

其中“原料”有很大一块来自硬件的采购，短期内缺乏议价能力，但是长期受益于“摩尔定律”和硬件供应商的竞争。

3.5 IBM 的转型的启示—避其锋芒，扬己所长

IBM 的转型的故事已是业界众说周知的故事，其关键在于放弃薄弱环节，加强自己的优势，系统解决问题的能力。作为强势的外国企业也需要有所取舍，国内的企业更需要取舍。

二 家族企业属性和股权激励决定了公司发展的内部动力强

1 家族企业属性使控股股东和公司发展的利益一致

2011 年中报显示，公司的前 4 大股东为薛总和薛总家族成员控股的法人，是一致行动人。共拥有公司 55.05% 的股份，有强烈的动力将公司经营好。

图表 5 前 4 大股东是一致行动人是公司发展的内部动力

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
北京东华诚信电脑科技发展有限公司	101,918,282	23.04
薛向东	61,290,605	13.86
北京东华诚信工业设备有限公司	56,786,385	12.84
北京合创电商投资顾问有限公司	23,478,654	5.31
中国工商银行-中银持续增长股票型证券投资基金	14,557,261	3.29
张秀珍	13,491,023	3.05
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	10,084,906	2.28
翟曙春	9,790,889	2.21
柏红	9,541,331	2.16
秦芳	8,134,400	1.84
合 计	309,073,736	69.88

数据来源：公司公告，方正证券研究所

2 股权激励给骨干员工戴上“金手铐”

公司 2011 年 12 月 09 日公司发布股权激励计划，将公司的成长与骨干员工收益结合在一起，使公司形成向上的合力。

三 公司强大的市场能力和成本控制能力构建更高一级产业链

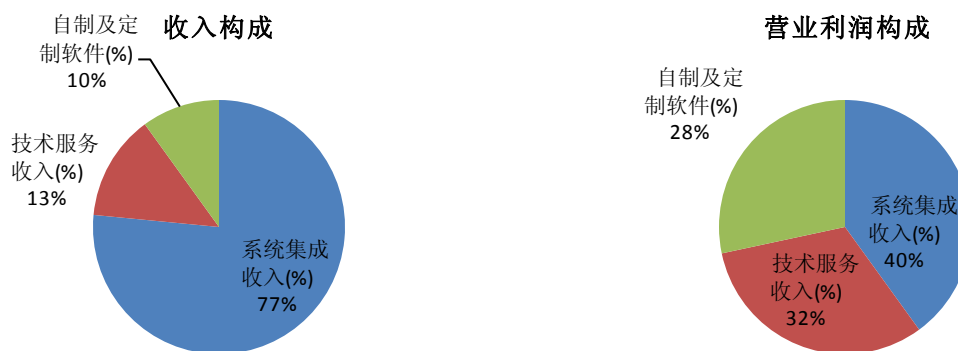
1 公司的收入表明公司或有意识的构筑更高一级的产业链

公司的收入和利润结构表明，公司或有意识的构筑更上一级的产业链，以系统集成成为“原料”，主要的利润来住个性化的服务和开发。

东华软件（002065）：享有更上一级产业链利润，强大市场和成本控制助力公司长期稳健成长



图表 6 收入和利润结构表明公司或有意识的构建新的产业链



报告期	2011 中报	2010 年报	2010 中报	2009 年报	2009 中报
营业收入					
系统集成收入(元)	835,312,378.88	1,292,939,691.27	635,161,728.79	1,100,068,119.77	564,166,517.06
技术服务收入(元)	147,583,878.96	220,722,475.69	87,999,519.67	142,974,914.27	73,569,126.11
自制及定制软件(元)	108,666,021.58	320,201,880.45	109,615,859.86	278,136,032.75	63,581,624.17
营业成本					
系统集成收入(元)	706,282,472.95	1,118,943,883.93	542,893,151.50	959,465,773.46	490,687,314.47
技术服务收入(元)	45,768,317.33	62,318,302.58	36,001,616.54	61,219,627.93	39,713,410.13
自制及定制软件(元)	17,280,833.18	99,823,295.50	20,654,444.63	95,180,465.82	444,116.63
营业利润					
系统集成收入(元)	129,029,905.93	173,995,807.34	92,268,577.29	140,602,346.31	73,479,202.59
技术服务收入(元)	101,815,561.63	158,404,173.11	51,997,903.13	81,755,286.34	33,855,715.98
自制及定制软件(元)	91,385,188.40	220,378,584.95	88,961,415.23	182,955,566.93	63,137,507.54
毛利率					
系统集成收入(%)	15.45	13.46	14.53	12.78	13.02
技术服务收入(%)	68.99	71.77	59.09	57.18	46.02
自制及定制软件(%)	84.10	68.82	81.16	65.77	99.30
收入构成					
系统集成收入(%)	76.20	69.13	73.94	71.02	79.42
技术服务收入(%)	13.46	11.80	10.24	9.23	10.36
自制及定制软件(%)	9.91	17.12	12.76	17.95	8.95
利润构成					
系统集成收入(%)	40.04	31.48	39.56	34.69	43.10
技术服务收入(%)	31.60	28.66	22.29	20.17	19.86
自制及定制软件(%)	28.36	39.87	38.14	45.14	37.04

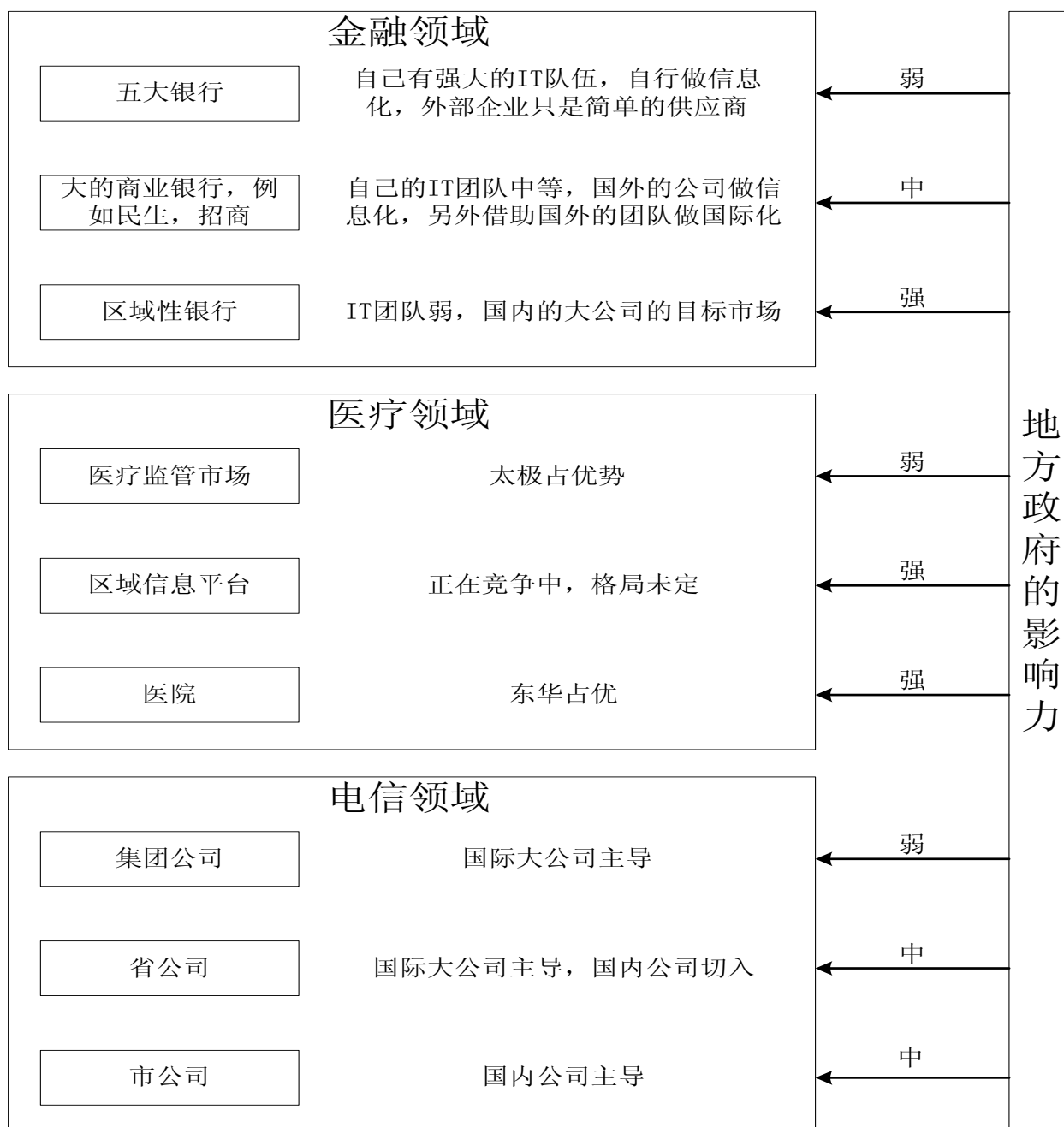
数据来源：公司公告，方正证券研究所

2 强大的市场能力

2.1 公司的大客户主要是政府机关和大中型国有单位，政府公关能力重要

公司的主要收入有三大来源：分别是金融，医疗和电信，政府对其都有一定的影响力，政府公关能力是其实现市场目标的关键。

图表 7 政府公关能力对实现市场目标至关重要



数据来源：方正证券研究所

2.2 公司投资地方符合国家产业转型方向，绿色 GDP 理念，具有可持续性和可复制性

国内对于经济发展已经不单纯的看重规模，也看重质量，地方招商引资的逻辑已经转向“绿色 GDP 理念”。公司在各地进行投资，设立子公司，符合地方政府的整体利益诉求，地方政府领导的个人调动和升迁，对公司的影响会降低。具有可持续性和可复制性。

图表 8 多地设立子公司隐含深意，可复制的市场行为

序号	公司名称	持股比例及是否列入合并报表	注册地	主业
1	北京联银通科技有限公司	100%；是	北京	金融软件开发和信息服务

东华软件（002065）：享有更上一级产业链利润，强大市场和成本控制助力公司长期稳健成长



2	北京东华合创科技有限公司	100%；是	北京	系统集成
3	广州东华合创数码科技有限公司	90%；是	广州	系统集成
4	泰安东华合创软件有限公司	100%；是	山东	系统集成，煤炭行业
5	北京东华合创香港有限公司	100%；是	香港	进出口
6	东华软件工程有限公司	100%；是	安徽	系统集成
7	北京厚盾科技有限公司	100%；是	北京	企业信息化
8	哈尔滨东华软件有限公司	100%；是	哈尔滨	系统集成
9	东华合创软件有限公司	100%；是	天津	系统集成
10	东华软件技术有限公司	100%；是	南京	软件开发，系统集成
11	东华合创科技有限公司	100%；是	安徽	系统集成
12	北京东华厚盾软件有限公司	100%；是	北京	进出口，系统集成
13	北京东华易时科技有限公司	100%；是	北京	进出口
14	北京东华软件开发有限公司	100%；是	北京	软件开发，系统集成
15	内蒙古合创信息技术有限公司	51%；是	内蒙古	系统集成
16	北京神州新桥科技有限公司	100%；是	北京	金融行业系统集成
17	沈阳东华合创科技有限公司	100%；是	辽宁	系统集成
18	西安东华软件有限公司	100%；是	陕西	系统集成
19	山西东华软件有限公司	100%；是	山西	软件和系统集成



数据来源：公司公告，方正证券研究所

3 强大的成本控制能力

3.1 强大的管理能力，提高效率

公司的工资体系为降低成本的工资体系，同时获得 CMM5 资质。根据调研得知，公司平均每天有 2—3 单，全年有近千单定制化的业务需要完成，证明公司管理还是非常到位的。

图表 9 公司的工资体系和 CMM5 资质证明公司的管理能力和成本控制能力



报告期	姓名	职务	持股数(股)	持股变动原因	报酬(元)	公告日期
2010 年报	薛向东	董事长	61,290,605	二级市场买卖	170,000.00	2011-04-27
2010 年报	吕波	董事, 总经理	884,443	二级市场买卖	158,000.00	2011-04-27
2010 年报	夏金崇	董事	398,014	二级市场买卖	152,000.00	2011-04-27
2010 年报	李建国	董事	459,951	二级市场买卖	152,000.00	2011-04-27
2010 年报	郑晓清	董事	0		140,000.00	2011-04-27
2010 年报	杨健	董事	132,698	二级市场买卖	140,000.00	2011-04-27
2010 年报	苏根继	监事	0		120,000.00	2011-04-27
2010 年报	蒋恕慧	监事	0		120,000.00	2011-04-27
2010 年报	刘志华	副总经理	0		102,000.00	2011-04-27
2010 年报	林文平	副总经理	0		102,000.00	2011-04-27
2010 年报	金伟	副总经理	19,576		102,000.00	2011-04-27
2010 年报	黄杏国	副总经理	0		102,000.00	2011-04-27
2010 年报	高书敬	副总经理	0		90,000.00	2011-04-27
2010 年报	甄秀欣	独立董事	0		50,000.00	2011-04-27
2010 年报	吴淼	独立董事	0		50,000.00	2011-04-27
2010 年报	蒋力	独立董事	0		50,000.00	2011-04-27
2010 年报	郭庆旺	独立董事	0		50,000.00	2011-04-27
2010 年报	蔡荣生	独立董事	0		50,000.00	2011-04-27
2010 年报	翟曙春	董事	10,996,800		50,000.00	2011-04-27
2010 年报	郭玉杰	监事	0		30,000.00	2011-04-27
2010 年报	李强	副总经理	0		0	2011-04-27

数据来源：公司公告，方正证券研究所

3.2 多地子公司，获取地方优惠政策，便于税务安排

公司各地的子公司，除了便于市场开拓，本地化服务，同时也给公司合理合法的税务安排余地，降低成本。

四 公司将在 3—5 年内保持高速稳健的成长，关键在于如何把外延和内生处理好

与市场的观点不同，我们认为以强大的市场能力和成本控制为基础，家族企业属性和股权激励为动力，享有更高一级产业链利润，公司在 3—5 年内保持高速稳健成长是大概率事件。

公司为了进行行业和地域扩张，有可能进行外延式发展，处理好被收购公司的整合是公司成长的另一关键。

五 收入成本预测

图表 10 收入成本预测

单位：百万						
营业收入	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电力水利铁路交通行业	220.98	276.12	327.35	392.82	471.38	565.66
计算机服务业	95.45	116.43	117.94	123.84	130.03	136.53
金融保险医保行业	325.14	504.97	686.38	960.93	1,345.30	1,883.43
其他	135.73	151.77	145.43	189.06	245.78	319.52
石油化工行业	47.55	55.76	55.94	58.74	61.68	64.76
通信行业	117.04	134.32	190.12	266.17	372.64	521.70
政府行业	160.99	213.40	242.14	278.47	320.23	368.27
制造业	56.04	68.41	68.55	71.98	75.58	79.35
合计	1,158.92	1,521.18	1,833.86	2,342.01	3,022.63	3,939.22
营业成本	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电力水利铁路交通行业	168.80	203.93	226.93	274.97	329.97	395.96
计算机服务业	72.63	88.07	88.38	92.88	97.52	102.40
金融保险医保行业	249.82	379.87	476.31	672.65	914.81	1,224.23
其他	101.75	111.23	105.37	141.80	179.42	223.66
石油化工行业	34.35	38.18	38.66	41.12	43.17	45.33
通信行业	81.09	91.34	128.15	186.32	260.85	365.19
政府行业	115.26	151.88	167.37	194.93	224.16	257.79
制造业	41.48	50.57	49.91	57.58	60.46	63.48
合计	865.17	1,115.07	1,281.09	1,662.25	2,110.37	2,678.04

数据来源：公司公告，方正证券研究所

六 估值

1 重要财务数据

图表 11 重要财务数据

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1870.16	2342.01	3022.63	3939.22
同比(%)	20.74%	25.23%	29.06%	30.32%
归属母公司净利润	317.33	419.50	566.47	793.38
同比(%)	31.66%	32.20%	35.04%	40.06%
毛利率(%)	29.77%	29.02%	30.18%	32.02%
ROE(%)	20.17%	21.51%	22.51%	23.97%
每股收益(元)	0.74	0.82	1.11	1.55
P/E	0.00	28.23	20.90	14.92
P/B	0.00	6.08	4.71	3.58
EV/EBITDA	-0.84	22.50	17.08	11.23

数据来源：公司公告，方正证券研究所

2 估值

我们预计公司 2011—2013 的 EPS 为 0.82, 1.11 和 1.55, 由于公司具有长期确定的成长, 给予 30 倍 PE 是合理的。故 2012 年目标价 33.3, 2013 年目标价为 46.5。首次给予买入评级。

七 风险提示

宏观经济出现大幅度下滑

人工成本大幅度上升

八 财务预测

图表 12 财务预测

资产负债表					单位:百万元		利润表			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	1909.01	3105.64	4075.25	5220.63	营业收入	1870.16	2342.01	3022.63	3939.22		
现金	432.23	1373.10	1731.15	2299.56	营业成本	1313.41	1662.25	2110.37	2678.04		
应收账款	437.89	381.06	673.05	729.18	营业税金及附加	18.43	21.86	27.80	37.27		
其它应收款	113.77	156.94	179.99	260.07	营业费用	64.83	78.61	104.07	134.80		
预付账款	105.96	173.22	158.44	269.89	管理费用	136.91	152.23	196.47	256.05		
存货	788.79	1021.33	1299.53	1642.28	财务费用	0.18	0.00	0.00	0.00		
其他	30.38	0.00	33.08	19.65	资产减值损失	9.98	0.00	0.00	0.00		
非流动资产	469.80	513.08	565.47	630.02	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00		

东华软件（002065）：享有更上一级产业链利润，强大市场和成本控制助力公司长期稳健成长



					收益				
长期投资	40.72	40.72	40.72	40.72	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	140.73	169.89	217.97	274.34	营业利润	326.42	427.07	583.93	833.06
无形资产	5.58	6.92	8.97	11.57	营业外收入	20.41	21.51	23.25	21.72
其他	282.78	295.54	297.82	303.39	营业外支出	0.66	0.23	0.30	0.39
资产总计	2378.80	3618.71	4640.72	5850.65	利润总额	346.17	448.35	606.88	854.39
流动负债	805.56	1666.42	2123.39	2539.71	所得税	28.84	28.86	40.41	61.02
短期借款	140.00	520.39	1181.68	929.03	净利润	317.33	419.49	566.47	793.37
应付账款	119.05	176.96	181.12	265.66	少数股东损益	0.00	-0.01	0.00	-0.01
其他	546.51	969.07	760.59	1345.02	归属母公司净利润	317.33	419.50	566.47	793.38
非流动负债	0.00	2.16	0.72	0.96	EBITDA	346.17	469.07	635.87	893.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS（摊薄）	0.74	0.82	1.11	1.55
其他	0.00	2.16	0.72	0.96					
负债合计	805.56	1668.58	2124.11	2540.67	主要财务比率				
少数股东权益	2.55	2.54	2.54	2.53	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	1570.70	1947.60	2514.07	3307.45	成长能力				
负债和股东权益	2378.80	3618.71	4640.72	5850.65	营业收入增长率	20.74%	25.23%	29.06%	30.32%
					营业利润增长率	44.16%	30.83%	36.73%	42.67%
现金流量表					单位:百万元	归属于母公司净利润增长率	31.66%	32.20%	35.04%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	获利能力				
经营活动现金流	17.56	665.58	-220.53	924.47	毛利率	29.77%	29.02%	30.18%	32.02%
净利润	317.33	419.49	566.47	793.37	净利率	16.97%	17.91%	18.74%	20.14%
折旧摊销	0.00	20.71	28.99	39.26	ROE	20.17%	21.51%	22.51%	23.97%
财务费用	0.18	0.00	0.00	0.00	ROIC	18.55%	17.00%	15.33%	18.73%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
营运资金变动	-298.96	224.70	-815.87	91.99	资产负债率	33.86%	46.11%	45.77%	43.43%
其它	-1.00	0.67	-0.12	-0.15	净负债比率	8.90%	26.68%	46.96%	28.07%
投资活动现金流	3.02	-64.66	-81.27	-103.66	流动比率	2.37	1.86	1.92	2.06
资本支出	-4.11	39.51	54.94	64.11	速动比率	1.39	1.25	1.31	1.41
长期投资	-2.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
其他	-3.09	-25.16	-26.33	-39.55	总资产周转率	0.86	0.78	0.73	0.75
筹资活动现金流	-2.79	-77.11	9.67	5.05	应收账款周转率	5.40	5.72	5.73	5.62
短期借款	40.00	-36.67	11.11	4.81	应付账款周转率	12.95	11.23	11.79	11.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）				
其他	-42.79	-40.44	-1.44	0.24	每股收益（最	0.74	0.82	1.11	1.55

东华软件（002065）：享有更上一级产业链利润，强大市场和成本控制助力公司长期稳健成长



					新摊薄)				
现金净增加额	17.78	523.81	-292.13	825.87	每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	1.25	-0.42	1.74
					每股净资产(最新摊薄)	3.69	3.81	4.92	6.48
					估值比率				
重要财务指标	单位:百万元				P/E	0.00	28.23	20.90	14.92
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	P/B	0.00	6.08	4.71	3.58
营业收入	1870.16	2342.01	3022.63	3939.22	EV/EBITDA	-0.84	22.50	17.08	11.23
同比(%)	20.74%	25.23%	29.06%	30.32%					
归属母公司净利润	317.33	419.50	566.47	793.38	永续增长率	3.00%	WACC		8.36%
同比(%)	31.66%	32.20%	35.04%	40.06%	终值	19585.68	Ke		10.60%
毛利率(%)	29.77%	29.02%	30.18%	32.02%	企业价值	26587.70	Kd		0.00%
ROE(%)	20.17%	21.51%	22.51%	23.97%	非核心资产价值	1432.80	t		6.44%
每股收益(元)	0.74	0.82	1.11	1.55	债务价值	520.39	Rf		4.00%
P/E	0.00	28.23	20.90	14.92	股权价值	27497.57	Rm		10.00%
P/B	0.00	6.08	4.71	3.58	股本	530.74	Rm-Rf		6.00%
EV/EBITDA	-0.84	22.50	17.08	11.23	每股价值	51.81	Beta		1.10

数据来源：公司公告，方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com