

成长前景好 市场即将加速

谨慎推荐

核心观点：

- 全球 IT 业增长, 预计全球 IT 支出 2010 年增长 5.1% 以上, 相比较早时 3.2% 的预测更为乐观。
- 软件业景气增强。按工信部数据, 软件业整体 2010 年 1-6 月份增速在 29.1%, 增速高于上年同期的 22.8%, 高、中、低端均景气增长, 我们预计 2010 年下半年-2011 年仍将持续。
- 空管自动化市场正在高成长初期, 目前项目招标处于高峰期, 十二五规划也将有利于国产化进程。川大智胜(002253)近期会不断获得新订单, 增强投资者的信心和预期。到目前, 民航和军航十一五规划的多数项目尚未实施, 应该在年底之前完成多数项目的招标。
- 建筑施工企业信息化起点非常低, 市场空间广阔。建设部发布了施工总承包企业特级资质新标准, 首次对信息化提出明确要求, 且作为必备条件。预计下一步建设部将会对 6200 家一级资质企业也提出信息化标准要求, 建筑行业管理信息化建设将进入高潮期。
- 管理软件市场持续增长, 行业正在整合中, 优势公司强者更强。
- 计算机行业样本公司未来两年平均复合增长率为 38%, 我们看好计算机行业在 2010 年下半年的表现, 给予谨慎推荐的评级。计算机产业本身热点不断, 必然反映到证券市场。
- 目前证券市场偏暖, 前期 IT 股已经随大盘出现回落, IT 实体产业的积极因素将反应到证券市场上, 故我们对计算机行业 8 月份行业评级为谨慎推荐。
- 我们选择川大智胜(002253)、广联达(002410)、用友软件(600588)作为月度投资组合。川大智胜与广联达具有作为成长股的估值优势, PEG 分别为 1.0 和 1.3, 具吸引力。用友软件历史上走势稳健, 具有良好防守性。
- 川大智胜(002253)的订单正处爆发性增长阶段; 广联达(002410), 市场已经扭转了其负面看法, 股价修复中; 用友软件(600588)存在并购增厚业绩的可能。

月度投资组合：

股票名称	股票代码	权重(%)	股价(元)	EPS (元)			入选投资组合理由
				2009A	2010E	2011E	
川大智胜	002253	50%	34.86	0.45	0.70	1.41	空管、车牌识别市场均进入招标高峰期。
广联达	002410	35%	54.75	1.04	1.67	2.25	相对估值最便宜的科技新股, 同时业绩高成长。
用友软件	600588	15%	22.23	0.41	0.53	0.70	并购加快增长。历史走势稳健, 防守性好。

资料来源：中国银河证券研究部

分析师

王家伟

✉ : wangjiawei@chinastock.com.cn

☎ : (8610) 6656 8272

执业证书编号：S0130209081719

王莉

✉ : wangli_zb@chinastock.com.cn

☎ : (8610) 6656 4039

执业证书编号：S0130210070010

相关研究

1. 2010 年计算机行业报告 10.01

2. 2009 年中期软件行业报告 09.07

投资概要：

8月投资逻辑与投资思路

全球IT业恢复增长，预计全球IT支出2010年增长5.1%以上，而2009年全球IT支出下降了5.2%。国内IT行业景气复苏明显，2010年1-6月份软件产业收入同比增长29.1%，比上年同期的22.8%高出5个百分点，行业景气增强。

空管自动化市场正在高成长前期，十一五规划中的军航、民航空管项目多数尚未执行，下半年将是招标高峰期。国家正在推动低空领域开放政策，对空管需求将是巨大推动。

建筑施工企业信息化起点低，市场空间广阔。建设部发布了施工总承包企业特级资质新标准，首次对信息化提出明确要求，且作为必备条件。建筑行业管理信息化将进入高潮。

管理软件市场持续增长，行业正在整合中，优势公司强者更强。

估值与组合投资建议：

我们选择的计算机行业样本公司2010年的平均预期市盈率水平为32倍，沪深300为13.8倍；2011年平均预期市盈率为24.7倍，沪深300为11.5倍。

计算机行业样本公司未来两年平均复合增长率为38%，我们看好计算机行业在2010年下半年的表现，给予谨慎推荐的评级。计算机产业本身热点不断，必然反映到证券市场。

目前证券市场偏暖，前期IT股已经随大盘出现回落，IT实体产业的积极因素将重新反应到证券市场上，故我们对计算机行业8月份行业评级为谨慎推荐。

我们选择川大智胜（002253）、广联达（002410）、用友软件（600588）作为月度投资组合。川大智胜与广联达具有作为成长股的估值优势，PEG分别为1.0和1.3。用友软件历史上走势稳健，具有良好防守性。

股票权重说明：

建议重点关注：

川大智胜（002253），空管软件国产化趋势将使公司跨越式发展，目前正在招标高峰期，且政府有利政策也在推出，我们给予50%的权重。

广联达（002410），随着算量软件推广应用、计价软件更新升级、定额更新，传统造价软件也将高增长。未来5年将是建筑企业信息化高峰期，公司的项目管理软件市场将急剧扩大。同时公司几乎是最便宜的科技新股。给予35%的权重。

用友软件（600588），并购可使公司发展加速；积极的进取政策有助于公司获得更快增长。作为管理软件龙头企业，公司具独特长期增长性，我们给予15%的权重。

组合表现的催化剂：

川大智胜（002253）：公司获得空管自动化或者地面交通的大订单；或者短期累积订单额迅速上升；新研制的大型空管自动化系统获得认证。

广联达（002410）：投资者加深对公司的认识，化除对于成长空间的担忧。作为新股，与其他新股的估值差异得到修正。

用友软件（600588）：重要并购成功，增厚业绩；公司积极扩张的战略取得显著效果，营业收入增长速度超过费用增长。

主要风险因素：

川大智胜（002253）：虽然订单不断增加，但是如果执行进程缓慢，将影响短期业绩。

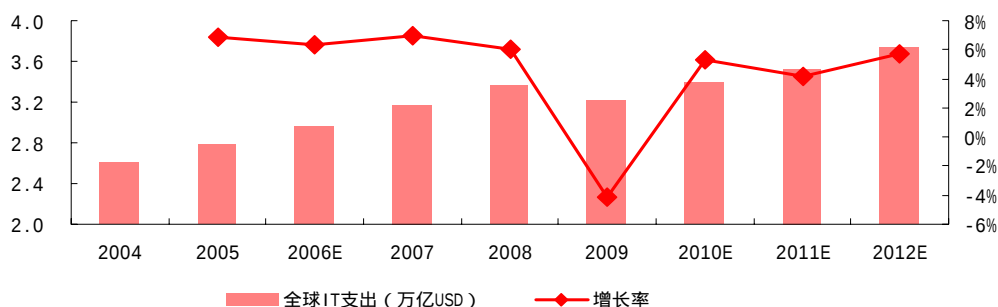
广联达（002410）：新股估值整体性下移幅度过大，将减少公司在相对价值上的优势；管理软件大厂商介入到项目管理软件领域，使竞争加剧。

用友软件（600588）：重要并购计划不成功，将减缓业绩增长。

全球 IT 支出复苏并持续

全球 IT 行业 2010 年增长已恢复，2010 年预计将增长 5.3%，并将持续复苏，2011 年及以后，行业增长率将加快至 4-6%，恢复至金融危机前的增长率水平。从 IT 支出与前期金融危机及其后复苏的时间关系看，IT 支出的变动落后于宏观经济波动，因为企业根据自身的财务状况决定下一步的 IT 支出计划。

图 1：全球 IT 支出及预测

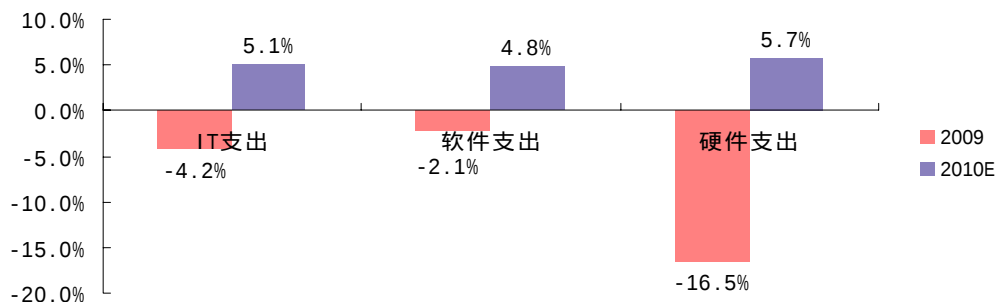


资料来源：中国银河证券研究部，Gartner

如果仅从短期增长率看，2010 年全球硬件 IT 支出增长最为迅猛，预计 5.7%。硬件增长主要是金融危机后反弹所致，2009 年硬件支出下降了 16.5%，2010 年虽大幅反弹性增长但行业规模仍未能恢复到金融危机前的水平。

全球 IT 增长的重心仍然在软件，软件支出表现出强势的持续成长性，在 2009 年金融危机严重冲击下，仅下滑了 2.1%。2010 年支出复苏，预计增长 4.8%，行业规模已超过金融危机前的水平，2011 年增长将加快。

图 2：全球 IT 各子行业 2009-2010E 年支出增长率预测



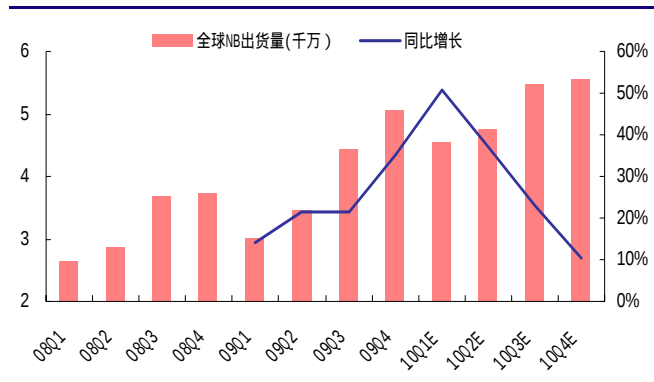
资料来源：Gartner

硬件支出的主流增长仍以笔记本带动，笔记本销量增长约 30%，台式机增长停滞，国内公司除联想外均不能在笔记本市场获得优势，仍以台式机为主，面临困难，扭转尚需时日。

全球 IT 业摆脱了 2000 年高科技泡沫破灭以来的相对低迷景况，新应用、新产品迅速增多。iPad 风靡美国并在全世界供不应求，电子书全球热销并且上游供给不足，视频监控长期保持

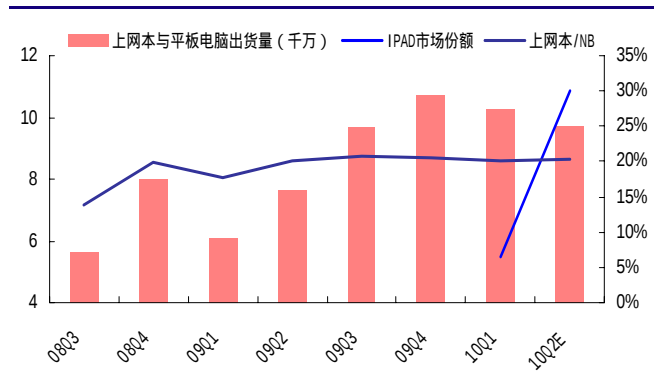
较高速增长，云计算摆脱了长期观望开始进入实质性推广阶段，导航设备正在逐步成为汽车标准配置，两个大国美国和中国都在建设智能电网，已经物联网建设，还有许多新兴应用方兴未艾。

图 3 全球笔记本电脑出货量



资料来源：DRAMeXchange (。。Q1E)

图 4 全球上网本及平板电脑出货量



资料来源：Display

国内软件、集成、服务收入保持强劲增长

2010 年计算机硬件、软件行业复苏，行业增长率均高于 2009 年，景气形势有望在 2010 年下半年继续，并延续到 2011 年。

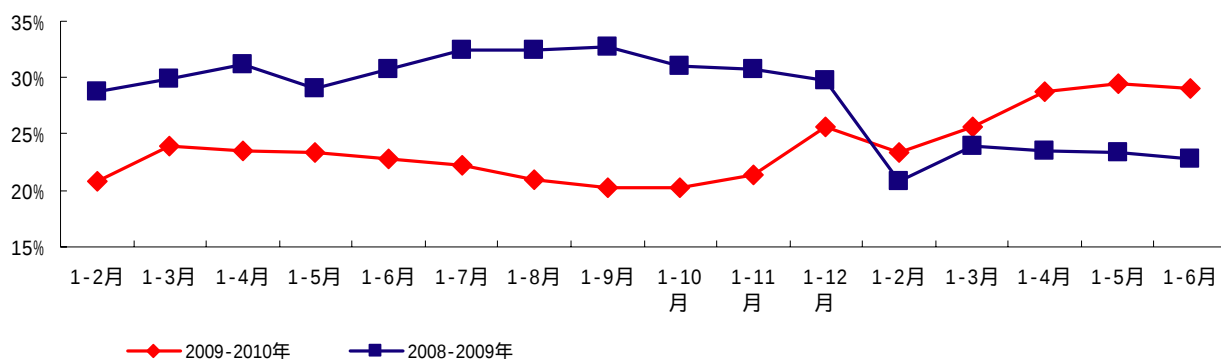
软件业成长性和行业景气均好于硬件。高端需求来自于大型企业和政府，预计下半年到 2011 年软件外包景气会持续增强。硬件产业曾受金融危机影响较为严重，2010 年反弹增长显著，预计到 2011 年增长减速并恢复正常。

中国正在努力进行经济转型，以信息化提升管理的需要推动 IT 需求。企业的 IT 支出特征是，当企业面临劳动力成本上升、人民币升值、原材料价格上涨、同业竞争等压力时，倾向于扩大 IT 支出以提升生产效率减缓压力；而当企业面临财务危机时，就会削减 IT 支出，至少暂时削减；当危机恐惧过去，又会逐渐恢复 IT 支出。过去 2 年多国内大中型企业、沿海小型企业的 IT 支出情况，以及美国金融企业的 IT 支出波动，都表现出这种特征。

企业 IT 支出（包括政府）的另一重要特征是，倾向于先投入硬件，再投入软件，目前国内软件应用投入滞后明显，软件需求后续发展潜力大。

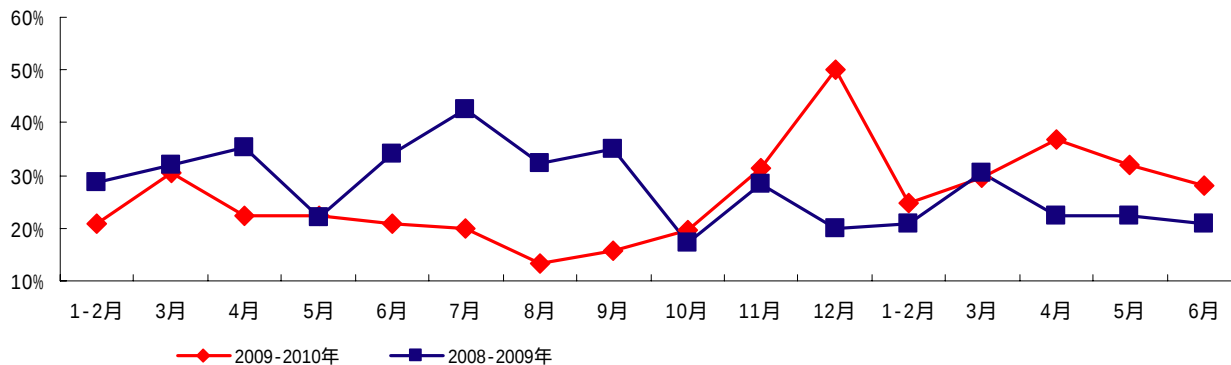
从 2009 年 9-10 月份，软件业收入的月度增长率开始提升，显示软件业景气提升。2010 年国内宏观经济复苏已甚为明显，企业 IT 开支已全面恢复，2010 年软件业将继续保持向好势头，预计将持续到 2011 年。

图 5：国内软件业收入同比增长率的月度累积变化



资料来源：工业和信息化部

图 6：国内软件业收入同比增长率的按月变化



资料来源：工业和信息化部

各领域的 IT 需求情况

2010 年整个软件行业将表现为高、中、低端需求均旺盛。较早前受金融危机影响最多的是低端需求。从 2009 年秋开始，低端软件需求复苏迅速，2010 年维持在高景气状态，下半年也将继续。

以政府部门、大型国有企业为主体的 IT 高端需求持续较强，重心有向软件、应用和服务转移的趋势。

长期看国内软件各子行业中，软件外包因全球产业转移而增长空间广阔，我们认为未来 10 年都可保持较快增长。管理软件仍处于成长期，国内企业信息化程度尚不到 30%，管理软

件的最重要部分 ERP 软件未来 3 年增长速度超过 17%，ERP 软件业较快速的增长再加上行业趋于寡头垄断，为领先企业创造了良好的利润提升空间。系统集成增长速度保持温和，未来 3 年增长率超过 12%，行业内竞争激烈，但是企业盈利能力分化严重，管理严格、成本控制优秀的公司正脱颖而出。

通用硬件行业本来成长性偏弱，受到全球金融危机影响又较多。台式机的市场销售额增长率正趋于停滞，笔记本电脑市场则保持 20% 以上的高增长，上网本增加更快速，iPad 正风靡全球。A 股硬件上市公司在笔记本电脑等新兴市场均处于弱势，不能享受行业高增长的益处。

表 1：国内 IT 行件各领域及子行业的状态及发展

各领域	影响的国内 IT 子行业	行业需求状况	相关软件上市公司
海外金融业	软件外包	2009 年即开始恢复，现稳定增长。	浙大网新（600797）、海隆软件（002195）
海外制造业	软件外包	2009 年 4 季度开始明显好转，2010 年恢复较快增长，2011 年持续。	东软集团（600718）、浙大网新（600797）、海隆软件（002195）
沿海外向型企业	管理软件	需求从 2009 年 3 季度开始恢复，2010 年保持较高景气。	用友软件（600588）、航天信息（600271）
大型垄断企业	管理软件、集成、硬件	硬件需求减速，软件、服务需求旺盛，国产化需求增强。	用友软件（600588）、东华软件（002065）、华胜天成（600410）、远光软件（002063）
大中型企业	管理软件、集成、硬件	IT 需求稳定增加。	用友软件（600588）、东华软件（002065）、华胜天成（600410）、东软集团（600718）
政府、事业单位	管理软件、集成、硬件	IT 需求稳定增加，国产化需求强劲。	用友软件（600588）、东软集团（600718）、东华软件（002065）、中国软件（600536）、航天信息（600271）、川大智胜（002253）
电信业	管理软件、集成、硬件	3G 促使 IT 需求增加。	华胜天成（600410）、亿阳信通（600289）、东软集团（600718）、东华软件（002065）
地理信息和导航	地图数据、地理软、导航设备	需求长期稳定较快增长	四维图新（002405）、超图软件（300036）、合众思壮（002383）
建筑业	管理软件	管理信息化正在启动中，信息化起点低，长期增长。	广联达（002410）、用友软件（600588）

资料来源：中国银河证券研究部

投资机会：高端国产化替代、新兴应用、长期潜在需求

国内 IT 行业的重大机会在于（1）高端 IT 的国产化替代趋势，国家经常给予重要支持政策；（2）新兴产品应用。这样的机会表现在多个方面和多种方式。

空管软件

民航空管自动化领域一直是国内企业的薄弱环节，过去主要依赖进口，随着国内企业技术水平积累和提升，民航总局正在采取有力措施推动相关软件国产化进程。目前在国内所有民航机场中，使用国产空管主用系统的只有 4 家小型机场，从现在开始大部分中小型机场新采购的

空管主用系统都将是国产软件，并在近 1-2 年内很可能还要包括大型机场。对于国内空管软件厂商而言，市场空间将扩大数倍。

川大智胜（002253），国内空管自动化领域的领先企业，是国内两家最重要供应商之一。国内即将迎来空管自动化投入的高峰期，公司将因此获得重大发展。

下半年将继续是空管软件招标高峰期，今年是十一五的最后一年。

建筑行业信息化

建筑企业信息化需求即将迎来爆发式增长。国家正在采取措施促进建筑施工企业信息化建设，建设部发布了施工总承包企业特级资质新标准，首次对特级资质施工总承包企业的信息化提出明确要求，并且作为必须具备的条件。对于现有特级资质施工总承包企业，可以有 2 年多的过渡期（2012 年 3 月），若在过渡期内仍然不能达到标准，将面临资质降级。我们有理由相信，下一步建设部将会对一级资质企业也提出信息化标准要求。国内现有特级资质企业 264 家，一级资质企业 6200 家，可以预期，未来几年将是建筑施工企业信息化建设的高潮期。

中国建筑领域将继续较快发展，而国内建筑施工企业信息化起点非常低，因此发展空间很大。目前发达国家建筑业企业每年信息化的投入为企业收入的 0.3-0.6%，而我国信息化投入最多的前五名建筑业企业（也就是信息化建设最优秀的企业）平均仅为收入的 0.027%，总体差距超过 10 倍。

广联达（002410），随着算量软件的推广应用、计价软件的更新升级、计价软件定额的更新，公司的传统业务——造价软件仍将保持 30% 的增长。公司在工程项目管理软件已投入研究跟踪近 10 年，并在近期为此做了全面准备工作，预计从 2011 年开始，公司将会在项目管理软件市场实现突破性销售进展。

高端 IT 咨询

国内高端 IT 咨询过去一直为 IBM、HP 这样的企业所把持，国内 IT 企业在经历了长期积累之后，正在向高端 IT 咨询扩展。国家也正有此需求，政府、大型企业均属较敏感和重要的部门，迫切需要国内 IT 企业作为服务商。

软件外包继续景气上升

软件外包行业受全球经济影响多，特别是美国和日本经济的影响。2009 年 4 季度随着全球经济复苏，外包软件产业已开始复苏，2010 年实际已全面复苏，我们预计复苏将持续。只要经济走稳，软件和服务外包业务内在的强劲需求就会使行业进入较快增长。

2009 年因日本经济下滑严重，中国对日外包实际出现负增长。2009 年 4 季度日本经济趋于稳定，从日本的软件发包量开始增加。从过去 10 年的情况看，只要日本经济没有陷入严重衰退，软件发包量都会增长。

东软集团（600718），在日本经济企稳过程中，东软将是重要受益者。公司的问题是，2009 年为完成业绩承诺，极力压缩各项成本，2010 年成本费用出现很大反弹，影响了当期业绩。我们估计公司的投资机会可能需要等到 4 季度再观察。

国内中小企业经营复苏 带动中低端软件市场

全球经济已企稳，国内经济向好明显。随着中国经济趋于好转，中小企业的经营状况已明显改善，沿海企业订单增多致使出现招工难。2010 年出口正在改善，预计下半年相应的中小企业 IT 支出也会继续较快增加。

用友软件（600588），国内管理软件市场的领先厂商，产品覆盖了从高端到低端，以及大部分工业、商业领域，以及部分政府部门。2010 年公司的高、中、低端产品销售均保持较好增长，我们预计这种情况将延续到 2011 年。公司向行业软件扩张的策略拓宽了发展空间，并购策略则推动公司加速增长。

政府部门、大型企业需求重心逐渐偏向软件

大型企业 IT 需求保持旺盛，存在强烈的通过信息化提升自身管理水平的需求。政府部门的需求稳定增加。对软件需求保持高度景气的领域主要有：电信、电力、银行、保险、证券、社保、卫生管理、医院、石化、交通等。主要的受益公司有：

东华软件（002065），业务覆盖了很多行业的系统集成和服务、软件，偏重于大型企业和政府。因为公司 2007-2009 年还累积了许多未完成订单，再有公司正处于顺利发展时期，以及对神州新桥的收购及其他并购，预计 2010 年业绩仍能获得 50% 以上增长。

远光软件（002063），面向电力行业最大的财务软件供应商，同时公司电力 ERP 等管理软件方面也有很高的占有率。电网和发电企业正处于信息化建设的较早时期，需求不受宏观经济影响。公司正处于高增长阶段。

投资组合考虑

我们选择川大智胜（002253）、广联达（002410）、用友软件（600588）作为 8 月份投资组合。广联达（002410）仍是市盈率偏低的新股，川大智胜（002253）则具很好的爆发增长力，用友软件（600588）作为管理软件龙头具独特长期价值。

表 2：A 股计算机行业与 A 股市场的估值比较

板块名称	P/E		
	2009A	2010E	2011E
沪深 300	18.2	13.8	11.5
计算机行业（样本公司）	47.8	32.0	24.7

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

表 3：计算机类上市公司估值比较

证券简称	证券代码	EPS			PE			cagr	PEG	评级
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E			
软件外包行业										
东软集团	600718	0.68	0.57	0.69	27.2	32.4	26.8	2.4%	11.15	谨慎推荐
浙大网新	600797	0.11	0.17	0.20	59.5	38.5	32.7	36.1%	1.65	未评级
海隆软件	002195	0.27	0.45	0.58	68.6	41.2	31.9	47.8%	1.44	未评级
管理软件行业										
用友软件	600588	0.41	0.53	0.70	51.8	40.1	30.3	30.7%	1.69	谨慎推荐
石基信息	002153	0.59	1.07	1.32	59.8	33.0	26.7	52.4%	1.14	未评级
恒生电子	600570	0.46	0.60	0.73	34.7	26.6	21.8	26.1%	1.33	未评级
系统集成行业										
华胜天成	600410	0.50	0.58	0.77	27.5	23.7	18.0	24.0%	1.15	未评级
亿阳信通	600289	0.23	0.40	0.51	40.7	23.4	18.3	50.7%	0.80	未评级
东华软件	002065	0.56	0.88	1.09	42.3	26.9	21.7	40.5%	1.04	推荐
专用领域										
远光软件	002063	0.58	0.90	1.17	41.1	26.5	20.4	42.6%	0.97	谨慎推荐
川大智胜	002253	0.45	0.70	1.41	77.5	49.8	24.7	78.5%	0.99	推荐
航天信息	600271	0.66	0.80	0.90	27.6	22.8	20.2	16.9%	1.64	未评级
广联达	002410	1.04	1.80	2.26	64.7	37.4	29.8	49.3%	1.31	推荐

资料来源:WIND, 中国银河证券研究部 注:用友软件为经营性利润

川大智胜 (002253) : 受益于空管软件国产化大趋势

所属行业：软件与集成 分析师：王家炜

川大智胜是国内最为领先的空管软件厂商，约占有民航系统国产品牌市场的 30-40%，占有军航系统三分之二的市场。

表 7：川大智胜 (002253.SZ) 关键指标预测

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	117.1	126.7	188.2	321.0	429.4
EBITDA(百万元)	29.7	27.8	48.7	90.2	122.7
净利润	30.2	33.6	53.0	105.1	145.9
摊薄 EPS(元)	0.58	0.54	0.71	1.40	1.95
PE(X)	56.4	60.7	46.2	23.3	16.8
EV/EBITDA(X)	49.3	66.2	45.3	23.9	16.8
PB(X)	4.5	5.3	5.6	4.6	3.8
ROIC	5.82%	5.03%	8.56%	14.40%	16.48%
总资产周转率	0.34	0.29	0.39	0.54	0.58

注：净利润为归属母公司的净利润

资料来源：公司数据 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测：

国内正在机场建设高峰期，按照民航总局 2008 年底的规划，到 2010 年全国机场建设项目 140 个，其中新建 50 个，迁建 12 个，改扩建 78 个。同时，截止到 2009 年中期，民航和军航十一五规划的多数项目尚未实施，应该在 2010 年底之前完成多数项目的招标。

民航空管软件国产进程已开始，预计全部中小型机场将采用国产软件，部分大型机场也将开始采用国产化软件。长期中，据初步了解，十二五规划的空管投入将比十一五增长 100%。

我们与市场不同的观点：

空管软件需求并非一时，国内空管建设极为落后，需要持续建设，距离实现军民一体化管理的目标还有很长的道路。

公司估值与投资建议：

2010 年预期市盈率为 46 倍，我们更需关注其高增长的订单。维持推荐评级。

股票价格表现的催化剂：

在大型机场中标，或者军用的新产品获得大订单。

主要风险因素：

因项目进度原因，产品订单转化为收入确认的速度有时过慢，影响当期收益。

表 8：川大智胜（002253）财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	239.2	203.0	245.4	294.3	389.4	营业收入	117.1	126.7	188.2	321.0	429.4
应收票据	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3	营业成本	72.0	80.3	112.1	178.2	233.4
应收账款	44.5	56.3	83.7	142.7	190.9	营业税金及附加	2.0	1.3	2.0	3.4	4.6
预付款项	7.8	23.5	23.5	23.5	23.5	销售费用	6.2	9.8	13.6	23.1	30.9
其他应收款	3.1	5.0	5.6	9.6	12.9	管理费用	13.6	15.2	20.3	34.7	46.4
存货	40.5	35.3	49.3	78.4	102.6	财务费用	-0.2	-6.1	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.8	1.9	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	57.0	63.0	58.4	53.6	48.7	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	4.7	1.9	1.7	1.6	1.6	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	21.6	24.3	40.3	81.6	114.1
无形资产	20.8	21.6	19.4	17.3	15.1	营业外收支净额	9.5	10.7	15.3	28.5	38.8
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	31.2	35.0	55.6	110.1	152.9
资产总计	435.5	450.3	524.6	658.7	822.4	减：所得税	1.7	1.0	3.7	7.4	10.2
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	29.5	33.9	51.9	102.7	142.7
应付票据	1.8	0.6	0.9	1.4	1.8	归属于母公司净利润	30.2	33.6	53.0	105.1	145.9
应付账款	5.5	21.4	29.4	46.7	61.2	少数股东损益	-0.7	0.3	-1.2	-2.3	-3.3
预收款项	34.2	26.7	38.0	57.2	83.0	基本每股收益	0.58	0.54	0.71	1.40	1.95
应付职工薪酬	2.6	3.3	3.3	3.3	3.3	稀释每股收益	0.58	0.54	0.71	1.40	1.95
应交税费	2.8	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	1.6	3.2	3.2	3.2	3.2	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	1.6%	8.2%	48.6%	70.6%	33.7%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-4.6%	-13.5%	101%	103%	39.8%
预计负债	7.5	7.4	7.4	7.4	7.4	净利润增长率	15.3%	11.4%	57.8%	98.1%	38.9%
负债合计	58.5	63.3	85.9	129.9	176.2	盈利性					
股东权益合计	377.0	386.9	438.8	528.8	646.2	销售毛利率	38.5%	36.6%	40.4%	44.5%	45.6%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	25.8%	26.5%	28.2%	32.7%	34.0%
净利润	29.5	33.9	51.9	102.7	142.7	ROE	8.0%	8.7%	12.1%	19.9%	22.6%
折旧与摊销	6.5	7.7	8.4	8.5	8.6	ROIC	5.82%	5.03%	8.56%	14.4%	16.5%
经营活动现金流	35.9	25.8	43.9	63.1	121.8	估值倍数					
投资活动现金流	-29.4	-35.2	-1.5	-1.5	-1.5	PE	56.4	60.7	46.2	23.3	16.8
融资活动现金流	146.7	-22.3	0.0	-12.7	-25.2	P/S	14.5	16.1	13.0	7.6	5.7
现金净变动	153.3	-31.7	42.4	48.9	95.1	P/B	4.5	5.3	5.6	4.6	3.8
期初现金余额	85.9	239.2	203.0	245.4	294.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	1.0%
期末现金余额	239.2	207.5	245.4	294.3	389.4	EV/EBITDA	49.3	66.2	45.3	23.9	16.8

资料来源：公司报告，中国银河证券研究部

表 9：川大智胜（002253）DCF 折现模型

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	2006.7	4025.7	8161.4	11411.5	14835.0	17802.0	21006.3	24367.3	27778.7	31112.2
所得税	59.3	269.7	546.8	764.6	993.9	1192.7	1407.4	1632.6	1861.2	2084.5
NOPLAT	2195.5	1947.4	3755.9	7614.6	10646.9	13841.0	16609.2	19598.9	22734.7	25917.6
营运资金净变动	-57.7	-1988.9	-2273.7	-5510.1	-3509.8	-3963.4	-2318.6	-2102.2	-1678.0	-1015.5
资本支出	-322.0	-150.0	-150.0	-150.0	-150.0	-150.0	-150.0	-150.0	-150.0	-150.0
自由现金流	410.9	2176.7	2808.6	7850.5	10600.3	15022.3	18237.5	21806.4	25660.8	29699.0

				估值		g				
						0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	9.25%	Ke	10.3%	WACC	7.37%	52.47	52.47	52.47	52.47	52.47
永续增长率	2%	Kd	0.0%		7.87%	52.47	52.47	52.47	52.47	52.47
终值	16042.9	t	10.0%		8.37%	52.47	52.47	52.47	52.47	52.47
企业价值	328032.6	Rf	4.5%		8.87%	52.47	52.47	52.47	52.47	52.47
非核心资产价值	20302.1	E(Rm)	14.5%		9.37%	52.47	52.47	52.47	52.47	52.47
债务价值	630.48	Rm - Rf	10.0%		9.87%	52.47	52.47	52.47	52.47	52.47
股权价值	327402.2	D/A	0.3%		10.37%	52.47	52.47	52.47	52.47	52.47
股本	7488.0	E/A	99.7%							
每股价值	52.47	Beta	0.58							

资料来源：中国银河证券研究部

川大智胜（002253）战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

川大智胜是国内最为领先的空管软件厂商，约占有民航系统国产品牌市场的 30-40%，占有军航系统三分之二的市场。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 3.8
优势	技术领先于其他国内厂商，竞争对手难以跟上，已有许多产品竞争对手尚未开发出来。主用系统在国内最先获得应用，是主用系统已获得应用的国内 2 家企业之一。在军航系统有绝对优势，深受军方用户信任。	分值：4.5
劣势	与民航总局、空管局无股权或隶属关系，影响竞争力。	分值：2.0
机会	军民一体化空管将以军航为主，十分有利于公司。	分值：4.0
威胁	民航总局下属的 2 家企业有可能取得快速进步，从而平分蛋糕。	分值：4.0

注：分值 1 - 5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	不重要。	分值：3.5
新进入壁垒	空管属于特殊领域，不再可能有新进入者。	分值：5.0
客户力量	客户具有重大决定力量。	分值：2.0
替代产品	无替代产品。	分值：5.0
竞争对手	共有 4 家民航供应商，2 家军航供应商，竞争不激烈。	分值：4.0

注：分值 1 - 5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

广联达（002410）：建筑信息化浪潮推动长期增长

所属行业：软件与集成 分析师：王家伟

广联达是建筑工程造价软件行业的龙头企业，公司核心业务是工程造价软件，在工程造价软件领域占有约一半以上的市场份额。同时公司正在拓展新兴的项目管理软件市场。

表 4：广联达（002410.SZ）关键指标预测

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	230.8	308.6	469.1	616.8	858.0
EBITDA(百万元)	47.9	85.8	149.5	200.8	284.6
净利润	63.6	104.7	179.5	240.7	337.8
摊薄 EPS(元)	0.85	1.40	1.50	2.01	2.82
PE(X)	63.7	38.7	36.1	26.9	19.2
EV/EBITDA(X)	83.0	45.7	31.6	22.5	14.8
PB(X)	24.9	16.4	3.5	3.1	2.7
ROIC	21.46%	27.04%	7.15%	8.78%	11.09%
总资产周转率	1.19	1.12	0.42	0.30	0.38

资料来源：公司数据 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测：

建筑业是支撑我国国民经济支柱产业，未来五年固定资产投资和建筑业将呈稳定增长。国内建筑施工企业信息化起点非常低。建设部发布了施工总承包企业特级资质新标准，首次对信息化提出明确要求，且作为必备条件。预计下一步建设部将会对 6200 家一级资质企业也提出信息化标准要求，建筑施工企业信息化建设将进入高潮期。

我们与市场不同的观点：

市场许多人士认为，造价软件普及率高，公司市场占有率高，造价软件已到天花板。我们认为，公司造价软件通过软件升级、新应用产品及定额库更新仍可保持较高的后续增长。

许多人士担忧，国家对房地产行业的宏观调控将会对公司盈利预测造成影响。我们认为，我国建筑施工企业的信息化水平极低，公司增长主要不来源于新增市场，而是行业信息化。

公司估值与投资建议：

公司 2010 年预期市盈率仅 33 倍，这在自 2009 年秋以来上市新股、次新股的科技股中是非常低的估值。从成长性相对估值看，PEG 只有 1，吸引力明显。维持推荐评级。

股票价格表现的催化剂：

造价软件销售超预期；国家对更多建筑工程企业提出信息化要求。

主要风险因素：

其它大型管理软件厂商进入工程项目管理软件领域将对公司发展造成影响。

表 5：广联达（002410）财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	98.4	156.8	1752.7	1972.7	2279.3	营业收入	230.8	308.6	469.1	616.8	858.0
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	10.2	11.4	17.4	25.9	40.3
应收账款	2.7	3.8	5.7	7.5	10.5	营业税金及附加	4.0	5.7	8.4	11.1	15.4
预付款项	4.0	0.9	-3.6	-10.3	-20.8	销售费用	115.4	139.6	200.8	264.0	353.5
其他应收款	1.3	1.9	2.8	3.7	5.1	管理费用	59.4	73.9	103.7	126.5	175.9
存货	0.6	0.7	1.0	1.5	2.4	财务费用	-0.7	0.4	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	32.5	76.3	93.4	97.4	94.7	投资收益	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	47.4	49.8	24.9	12.4	6.2	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	42.6	77.6	138.8	189.4	272.9
无形资产	26.9	28.2	25.4	22.5	19.7	营业外收支净额	26.1	32.2	49.5	63.2	81.6
长期待摊费用	0.1	0.5	0.5	0.4	0.4	税前利润	68.7	109.7	188.4	252.5	354.5
资产总计	214.0	337.9	1921.8	2126.8	2416.5	减：所得税	4.4	4.1	7.5	10.1	14.2
短期借款	0.0	30.0	0.0	0.0	0.0	净利润	64.3	105.6	180.8	242.4	340.3
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司净利润	63.6	104.7	179.5	240.7	337.8
应付账款	2.5	0.7	1.1	1.7	2.6	少数股东损益	0.8	0.9	1.3	1.8	2.5
预收款项	1.2	1.3	1.6	2.0	2.5	基本每股收益	0.85	1.40	1.50	2.01	2.82
应付职工薪酬	23.4	43.0	43.0	43.0	43.0	稀释每股收益	0.85	1.40	1.50	2.01	2.82
应交税费	0.6	9.5	9.5	9.5	9.5	财务指标					
其他应付款	1.4	4.6	4.6	4.6	4.6	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	31.5%	33.7%	52.0%	31.5%	39.1%
长期借款	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-8.0%	86.6%	78.0%	36.4%	44.1%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	10.4%	64.7%	71.5%	34.1%	40.4%
负债合计	51.6	90.3	58.4	56.8	54.3	盈利性					
股东权益合计	162.4	247.6	1863.4	2070.0	2362.2	销售毛利率	95.6%	96.3%	96.3%	95.8%	95.3%
现金流量表						销售净利率	27.5%	33.9%	38.3%	39.0%	39.4%
净利润	64.3	105.6	180.8	242.4	340.3	ROE	39.1%	42.3%	9.6%	11.6%	14.3%
折旧与摊销	6.1	7.8	10.6	11.4	11.8	ROIC	21.4%	27.0%	7.15%	8.78%	11.0%
经营活动现金流	61.5	141.0	190.9	255.9	354.8	估值倍数					
投资活动现金流	-24.1	-70.1	0.0	0.0	0.0	PE	63.7	38.7	36.1	26.9	19.2
融资活动现金流	-13.8	-12.5	1405.0	-35.9	-48.1	P/S	17.5	13.1	13.8	10.5	7.6
现金净变动	23.6	58.4	1595.9	219.9	306.6	P/B	24.9	16.4	3.5	3.1	2.7
期初现金余额	74.8	98.4	156.8	1752.7	1972.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.6%	0.7%
期末现金余额	98.4	156.8	1752.7	1972.7	2279.3	EV/EBITDA	83.0	45.7	31.6	22.5	14.8

资料来源：公司报告、中国银河证券研究部

表 6：广联达（002410）DCF 折现模型

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	7800.0	12907.6	17738.1	24014.3	29734.7	36276.4	42806.1	49227.1	55626.6	61189.2
所得税	292.5	516.3	709.5	960.6	1189.4	1451.1	1712.2	1969.1	2225.1	2447.6
NOPLAT	3914.5	7507.6	12391.2	17028.5	23053.8	28545.4	34825.3	41093.9	47258.0	53401.5
营运资金净变动	-25.1	3140.5	217.5	412.3	651.7	946.8	1194.1	1476.7	1760.1	2037.6
资本支出	-4614.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
自由现金流	6812.8	13672.0	18578.7	24880.7	30686.1	37222.7	43778.5	50228.3	56650.5	62279.1

						估值				
						0.00%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%
WACC	11.18%	Ke	12.0%							
永续增长率	1%	Kd	4.1%							
终值	27294.6	t	10.0%			7.37%	66.78	66.78	66.78	66.78
企业价值	500800.3	Rf	4.5%		7.87%	7.87%	66.78	66.78	66.78	66.78
非核心资产价值	15681.0	E(Rm)	17.5%		8.37%	8.37%	66.78	66.78	66.78	66.78
债务价值	-84.66	Rm - Rf	13.0%	WACC	8.87%	8.87%	66.78	66.78	66.78	66.78
股权价值	500885.0	D/A	0.0%		9.37%	9.37%	66.78	66.78	66.78	66.78
股本	10000.0	E/A	100.0%		9.87%	9.87%	66.78	66.78	66.78	66.78
每股价值	66.78	Beta	0.58		10.37%	10.37%	66.78	66.78	66.78	66.78

资料来源：中国银河证券研究部

广联达（002410）战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

作为工程造价软件龙头，在建筑行业软件市场，公司市场份额达到 53%，拥有企业客户 9 万多家，直接使用公司产品的人员达 33 万人，客户涵盖建筑设计、施工、审计、咨询、监理、房地产开发等行业及公共基础设施、工业领域等。

目前公司产品线已从单一的预算软件发展到含工程造价管理、项目管理、招投标管理、教育培训与咨询四大业务线在内的 30 余个产品，应用广泛，其中，奥运鸟巢、国家大剧院等多个国家级大型项目中均有深入应用。

广联达的工程造价软件在市场上处于强势地位，是唯一覆盖全国的工程造价软件厂商。公司产品正在逐渐成为行业事实标准。

而工程项目管理软件市场呈现群雄混战局面，市场品牌分散，广联达可以借助造价软件领域的优势及长期积累的建筑行业经验介入到工程项目管理软件市场，而且其已是建筑工程领域知名品牌，独特优势明显。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	工程造价软件市场份额领先于其他国内厂商，竞争对手难以跟上；开发实力强，是极少数拥有自主开发平台的造价软件商之一；在造价软件领域是产品线及功能最齐全的；渠道铺设广，共计 32 家分公司、6 家子公司；有全国定额库；重视教育培训领域，在造价师、预算员群体中口碑好，有形成行业事实标准的趋势。	分值：4.5
劣势	与住建部及其它建设口单位无股权或隶属关系，影响竞争力。	分值：3.0
机会	国内建筑业企业信息化起点非常低，市场空间巨大；国家对具有资质的建筑施工企业提出信息化要求；工程项目管理软件市场较为分散，不存在具有明显竞争力的公司。	分值：5.0
威胁	中国建筑科学院下属的 PKPM 可能通过改善营销在造价软件上取得更高的市场份额；用友、金蝶等较大的管理软件厂商可能会进入工程项目管理软件领域。	分值：3.5

注：分值 1 - 5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.8
供应商力量	不重要。	分值：5.0
新进入壁垒	作为造价软件供应商，核心竞争力很大程度上依赖于其对建筑工程行业背景、业务发展、信息化需求的认知及行业经验的积累，其他软件商无法在短期内赶超，因此，行业具有较高的一定的壁垒。但是管理软件实力厂商还是可以通过并购等方式进入该市场。	分值：3.5
客户力量	客户比较分散，总体议价能力不强，对公司影响不大。	分值：5.0
替代产品	工程造价软件及项目管理软件均存在可替代产品。	分值：2.0
竞争对手	在工程造价软件领域的主要竞争对手有 5 家，其它地方性小公司可不予考虑，但鉴于公司的自主开发平台及细分行业龙头地位，竞争对手不构成威胁；而工程项目管理软件领域当前处于群雄逐鹿的状态，尝试进入该领域的厂商较多，竞争较激烈，但尚不存在具有明显优势的厂商存在。	分值：3.5

注：分值 1 - 5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

用友软件 (600588)：经营性利润将现高增长

所属行业：软件 分析师：王家炜

公司业务覆盖领域广泛，目前政府、大型企业高端需求旺盛，中端需求尚好，中小企业的低端需求复苏。公司执行并购战略以加快发展，同时进入到行业软件领域以扩大发展空间。

表 10：用友软件 (600588.SH) 关键指标预测

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	1725.6	2347.0	3203.7	4238.4	5298.0
EBITDA(百万元)	184.4	252.6	310.1	408.9	493.1
净利润	395.4	593.7	426.9	585.7	734.5
摊薄 EPS(元)	0.85	0.95	0.52	0.72	0.90
PE(X)	25.8	23.2	41.9	30.5	24.3
EV/EBITDA(X)	49.7	48.1	51.4	37.7	29.9
PB(X)	4.8	5.3	5.9	5.1	4.3
ROIC	4.91%	6.43%	6.54%	7.93%	8.39%
总资产周转率	0.56	0.68	0.78	0.88	0.93

资料来源：公司数据 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测：

国内企业信息化远未完成，管理软件市场仍将长期处于成长阶段。管理软件市场规模平均每年增长 20%，其中 ERP 软件每年增长 20%，财务软件增长率为 12%。宏观经济冲击可使增长率在 2009 年暂时降低 2-3 个点，但之后仍将恢复增长。

用友在 ERP 软件和财务软件的市场份额分别为 24.5%和 29.7%，尚无可挑战的竞争对手。行业逐渐趋于集中，用友的市场占有率在未来几年还将保持逐步提升的趋势。

预计公司在 2010 年进行一系列中小型并购，相应利润增加 4500-6000 万元，有可能实现大型并购。

我们与市场不同的观点：

2010 年受低端软件增长迅速影响，公司经营性盈利将大幅增长。

公司估值与投资建议：

因为具有特殊行业地位，公司的市盈率估值一向高于其他 IT 公司。维持谨慎推荐评级。

股票价格表现的催化剂：

大型并购是重要催化剂。

主要风险因素：

现在的积极并购及业务扩张战略，存在导致并购消化不良、或者费用增加过快的风险。

表 11：用友软件（600588）财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1085.1	1625.1	1991.6	2509.1	3213.4	营业收入	1725.6	2347.0	3203.7	4238.4	5298.0
应收票据	2.4	22.8	31.1	41.1	51.4	营业成本	212.3	391.2	533.9	706.4	883.0
应收账款	278.3	510.9	697.4	922.6	1153.3	营业税金及附加	48.0	63.2	86.3	114.2	142.8
预付款项	3.1	2.3	2.3	2.3	2.3	销售费用	778.9	1049.7	1438.4	1881.9	2352.3
其他应收款	83.9	39.1	96.1	127.2	158.9	管理费用	565.7	658.4	929.1	1229.1	1536.4
存货	14.5	11.7	16.0	21.1	26.4	财务费用	-8.3	-10.9	0.0	-1.6	-3.8
其他流动资产	1.3	3.3	3.3	3.3	3.3	资产减值损失	7.0	9.2	10.4	11.6	12.8
长期股权投资	34.6	56.6	56.6	56.6	56.6	公允价值变动收益	-76.5	49.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	510.3	505.8	590.0	655.7	708.7	投资收益	204.3	244.0	9.2	9.2	9.2
在建工程	37.5	162.6	141.6	131.1	125.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	249.9	479.2	214.7	306.0	383.7
无形资产	325.3	333.7	300.3	267.0	233.6	营业外收支净额	218.2	195.0	268.1	356.4	446.9
长期待摊费用	24.8	33.6	30.2	26.9	23.5	税前利润	468.1	674.2	482.7	662.4	830.6
资产总计	3110.0	3819.5	4415.5	5223.1	6216.4	减：所得税	60.3	60.3	43.1	59.2	74.2
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	407.8	614.0	439.6	603.2	756.4
应付票据	0.0	2.6	3.5	4.6	5.8	归属于母公司净利润	395.4	593.7	426.9	585.7	734.5
应付账款	41.0	78.8	106.0	140.3	175.3	少数股东损益	12.3	20.3	12.7	17.5	21.9
预收款项	240.4	288.7	480.9	735.2	1053.1	基本每股收益	0.85	0.95	0.52	0.72	0.90
应付职工薪酬	193.9	306.4	306.4	306.4	306.4	稀释每股收益	0.85	0.95	0.52	0.72	0.90
应交税费	110.7	184.9	184.9	184.9	184.9	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	340.8	321.7	321.7	321.7	321.7	成长性					
其他流动负债	4.5	5.1	5.1	5.1	5.1	营收增长率	27.2%	36.0%	36.5%	32.3%	25.0%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-1.8%	52.8%	17.0%	42.1%	25.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	9.7%	50.1%	-28.1%	37.2%	25.4%
负债合计	989.7	1206.0	1408.5	1698.2	2052.3	盈利性					
股东权益合计	2120.3	2613.5	3007.0	3524.9	4164.1	销售毛利率	87.7%	83.3%	83.3%	83.3%	83.3%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	22.9%	25.3%	13.3%	13.8%	13.9%
净利润	407.8	614.0	439.6	603.2	756.4	ROE	18.6%	22.7%	14.2%	16.6%	17.6%
折旧与摊销	63.6	68.1	94.2	102.1	109.6	ROIC	4.91%	6.43%	6.54%	7.93%	8.39%
经营活动现金流	363.4	400.0	523.9	712.7	929.1	估值倍数					
投资活动现金流	-5.0	8.3	-111.4	-111.4	-111.4	PE	25.8	23.2	41.9	30.5	24.3
融资活动现金流	-181.6	130.3	-46.1	-83.8	-113.3	P/S	5.9	5.9	5.6	4.2	3.4
现金净变动	176.9	538.6	366.5	517.5	704.3	P/B	4.8	5.3	5.9	5.1	4.3
期初现金余额	909.4	1085.1	1625.1	1991.6	2509.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.5%	0.7%
期末现金余额	1086.3	1623.8	1991.6	2509.1	3213.4	EV/EBITDA	49.7	48.1	51.4	37.7	29.9

资料来源：中国银河证券



表 12：用友软件（600588）DCF 折现模型

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	18448.8	21587.6	30679.6	38349.5	47169.9	57075.6	67919.9	79805.9	92574.9	105998.2
所得税	1648.9	1929.5	2742.1	3427.6	4216.0	5101.3	6070.5	7132.9	8274.2	9473.9
NOPLAT	10518.5	16799.9	19658.1	27937.5	34921.9	42953.9	51974.3	61849.4	72673.0	84300.7
营运资金净变动	20903.4	4444.7	-3976.7	1820.2	7611.3	11296.1	16085.9	22116.0	28685.0	36486.1
资本支出	-12058.8	-12060.0	-12060.0	-12060.0	-12060.0	-12060.0	-12060.0	-12060.0	-12060.0	-12060.0
自由现金流	15998.9	13040.7	27903.4	41434.0	53890.2	68431.8	85064.6	103182.8	123336.1	145347.7

WACC	9.25%	Ke	10.3%	估值		g				
						0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
永续增长率	3%	Kd	0.0%	WACC	7.37%	33.11	34.56	36.23	38.19	40.52
终值	79373.2	t	10.0%		7.87%	30.96	32.18	33.57	35.18	37.06
企业价值	2063934.9	Rf	4.5%		8.37%	29.09	30.12	31.28	32.62	34.17
非核心资产价值	367334.8	E(Rm)	14.5%		8.87%	27.44	28.32	29.30	30.43	31.71
债务价值	0.00	Rm - Rf	10.0%		9.37%	25.98	26.73	27.57	28.52	29.60
股权价值	2063934.9	D/A	0.0%		9.87%	24.68	25.33	26.05	26.86	27.78
股本	81621.7	E/A	100.0%		10.37%	23.51	24.08	24.70	25.40	26.18
每股价值	32.87	Beta	0.58							

资料来源：中国银河证券

用友软件（600588）战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

公司是国内管理软件龙头公司，在细分子行业 ERP 软件和财务软件领域分别占有 24.5% 和 29.7% 的市场份额，较多领先于竞争对手。

公司在低端财务软件领域(通软件产品)保持非常好的利润率，在中低端 ERP 市场的(U8、U9 产品)盈利一般，在高端 ERP 市场(NC、U9 产品)投入较多。

在高端领域的竞争对手为海外的 SAP、ORACLE 公司，在中低端市场的主要竞争对手是南方的金蝶。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.3
优势	在中端和低端市场具有完全领先的品牌优势、渠道优势、技术优势、规模优势和规模效益，而且这种优势短期内尚无可挑战。	分值：5.0
劣势	在高端市场弱于 SAP 和 ORACLE，在 ERP 系统的核心部分——制造系统——相比海外企业尚待推广和获得足够多的成熟应用。	分值：4.2
机会	随着不断发展，公司将逐步在中端和高端市场收获丰厚盈利。	分值：4.0
威胁	公司调整其中端产品市场策略，提供更多定制服务，可能使成本过快增长。微软考虑进入中国市场，其产品定位偏于中端。	分值：3.5

注：分值 1 - 5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.5
供应商力量	主要成本就是人员工资，由劳动力市场水平决定。	分值：4.5
新进入壁垒	内资企业已几无新进入可能，尚有少数海外大公司还未进入中国市场，存在进入可能。	分值：4.5
客户力量	客户可选择的供应商较少，但是客户可能使项目延长从而增加成本。	分值：4.0
替代产品	无替代产品。	分值：5.0
竞争对手	SAP、ORACLE 咨询和技术均强于用友，但产品围于高端，且成本上劣势。内资企业只有金蝶的规模可与用友相比较。	分值：4.5

注：分值 1 - 5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

分析师简介

王家伟，现在中国银河证券研究部从事 IT 行业研究。证券业从业经验 9 年，先后在长城证券、中信证券研究部工作，获得 2006 年新财富最佳分析师家电行业第 3 名、2007 年今日投资信息技术行业最佳分析师奖、2008 年今日投资信息技术行业最佳分析师入围奖。

王莉

现在中国银河证券研究部从事 IT 行业研究。自 2006 年进入证券行业，先后在东方基金、日信证券工作。关注成长与价值间的平衡点；工作细致踏实；信息丰富。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6 - 12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6 - 12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908