

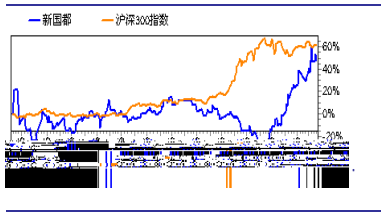
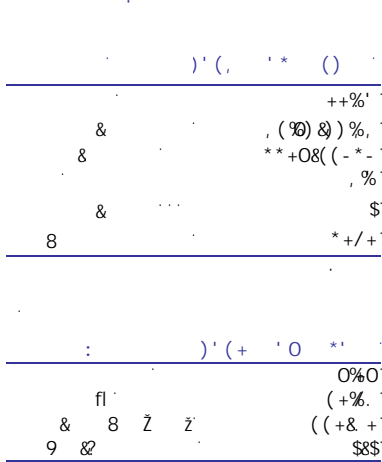
2015 03 12

(300130)

Ž

Ž

GF J



)' ((\$)' (*
)' (' ('
)' (*)' (+)' (*
)' ' + \$)' ('
)' ' / \$)' ' O
)' ' / \$)' (')' ' ,

2015

GF J
 + * ' (* ' % :
 (*)
 GF J 8GGC < G8P
 (((* *
 GF J + * ' (. . % :
 + * ' (* ' % : + . O
 () /

2014

)' (* ()' (+
)' (+ \$)' (.
 - % 0% ((% (+% ' % * ' % . ' % O (% -
 (% + (* - (- , fl

Ž / -) (Ž *) O . / (/ 2 . * O ('
 cl Z_Xe^7 j n j i \ j \ X i Z _ % f d '
 / -) () *) O . / (/ '
 Ž Ž
 http://www.swsresearch.com

	2013	14Q1-03	2014E	2015E	2016E
fl	+00	+')'	- . O	O *'	(# * *'
fl	' % *	* - % *	* - %	*) % O) , %
fl	\$ / % / . . . . .	( + % / . . . . .	) O %) * %) / %
&	' % /	' % /	' % *	' %	' % O
fl	* / %	+ (%	+ (%	+ (%	+ (%
I F < fl	, %	+ %	- % %	/ %
	O /		- *	, /	, (.

(*, %
)' (, ' %/ + ' *, %
+*' (*' %:)' (, * ()
(' % , ' fl (, %
)' (, (-) *) +
() O
, %

()' (+\$)' (-
,)/ , ') + .)' (* , fl)' (+\$)' (-
, fl (+% *(% *O%
)% +, % -) %

)' (+ @
)' ' +\$)' ('
@)' ' /\$)' ' O
)' ' /\$)' (')' ' , @

)' (,)' (,

)' (, (' GF J G) G

1				
1	POS	.....		5
2	IT	.....		6
3		.....		8
4	2014	.....		10
5	135.2		" "	
		.....		13

.

1: 2010-2013

1 POS

2

2: IT

3:POS

4:

3

5: 135.2

1 POS

GF J

GF J

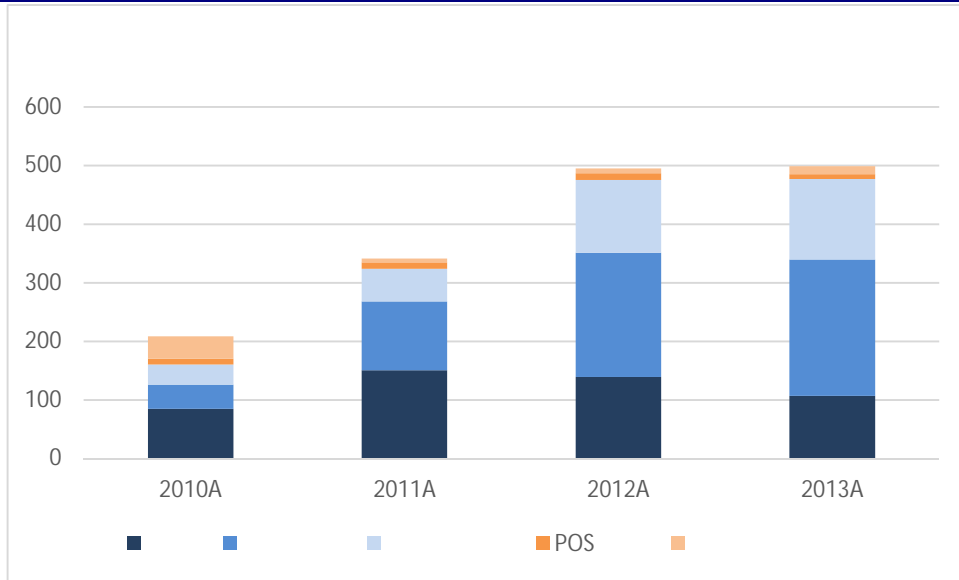
行业研究

行业研究

行业研究

行业研究

1: 2010-2013



行业研究

行业研究

行业研究

行业研究

行业研究

行业研究

行业研究

行业研究

1 POS

公司	2012	2013	2014
安图仪器	55.3	58.1	54.6
蓝盾医疗	11.9	12.5	13.2
迈迪电气	11.3	12.0	12.7
精科仪器	9.4	10.0	10.6
中泰医疗	8.0	8.5	9.0
博科仪器	7.5	8.0	8.5
金域医学	6.3	6.7	7.1
三友医疗	6.2	6.6	7.0
博雅生物	5.3	5.6	5.9
康泰生物	5.2	5.5	5.8
和邦生物	5.2	5.5	5.8
博生制药	4.9	5.2	5.5
东富药业	4.7	5.0	5.3
普洛药业	4.5	4.8	5.1
普华药业	4.4	4.7	5.0
博安生物	4.2	4.5	4.8
康普药业	4.1	4.4	4.7
康泰药业	4.1	4.4	4.7
康拓药业	4.1	4.4	4.7
康平药业	4.1	4.4	4.7
康华药业	4.1	4.4	4.7
康源药业	4.1	4.4	4.7
康达药业	4.1	4.4	4.7
康隆药业	4.1	4.4	4.7
康泰生物	4.1	4.4	4.7
博生制药	4.1	4.4	4.7
东富药业	4.1	4.4	4.7
普洛药业	4.1	4.4	4.7
普华药业	4.1	4.4	4.7
博安生物	4.1	4.4	4.7
康普药业	4.1	4.4	4.7
康泰药业	4.1	4.4	4.7
康拓药业	4.1	4.4	4.7
康平药业	4.1	4.4	4.7
康华药业	4.1	4.4	4.7
康源药业	4.1	4.4	4.7
康达药业	4.1	4.4	4.7
康隆药业	4.1	4.4	4.7

2 IT

公司	2012	2013	2014
神州信息	16.7	17.5	18.3
华宇软件	15.8	16.6	17.4
东软集团	14.9	15.7	16.5
用友网络	14.0	14.8	15.6
金事通	13.1	13.9	14.7
拓尔思	12.2	13.0	13.8
汉王信息	11.3	12.1	12.9
朗玛信息	10.4	11.2	12.0
拓尔思	9.5	10.3	11.1
汉王信息	8.6	9.4	10.2
朗玛信息	7.7	8.5	9.3
拓尔思	6.8	7.6	8.4
汉王信息	5.9	6.7	7.5
朗玛信息	5.0	5.8	6.6
拓尔思	4.1	4.9	5.7
汉王信息	3.2	4.0	4.8
朗玛信息	2.3	3.1	3.9
拓尔思	1.4	2.2	3.0
汉王信息	0.5	1.3	2.1

2

公司	2012	2013	2014
神州信息	16.7	17.5	18.3
华宇软件	15.8	16.6	17.4
东软集团	14.9	15.7	16.5
用友网络	14.0	14.8	15.6
金事通	13.1	13.9	14.7
拓尔思	12.2	13.0	13.8
汉王信息	11.3	12.1	12.9
朗玛信息	10.4	11.2	12.0
拓尔思	9.5	10.3	11.1
汉王信息	8.6	9.4	10.2
朗玛信息	7.7	8.5	9.3
拓尔思	6.8	7.6	8.4
汉王信息	5.9	6.7	7.5
朗玛信息	5.0	5.8	6.6
拓尔思	4.1	4.9	5.7
汉王信息	3.2	4.0	4.8
朗玛信息	2.3	3.1	3.9
拓尔思	1.4	2.2	3.0
汉王信息	0.5	1.3	2.1

2012

公司	2012	2013	2014
神州信息	16.7	17.5	18.3
华宇软件	15.8	16.6	17.4
东软集团	14.9	15.7	16.5
用友网络	14.0	14.8	15.6
金事通	13.1	13.9	14.7
拓尔思	12.2	13.0	13.8
汉王信息	11.3	12.1	12.9
朗玛信息	10.4	11.2	12.0
拓尔思	9.5	10.3	11.1
汉王信息	8.6	9.4	10.2
朗玛信息	7.7	8.5	9.3
拓尔思	6.8	7.6	8.4
汉王信息	5.9	6.7	7.5
朗玛信息	5.0	5.8	6.6
拓尔思	4.1	4.9	5.7
汉王信息	3.2	4.0	4.8
朗玛信息	2.3	3.1	3.9
拓尔思	1.4	2.2	3.0
汉王信息	0.5	1.3	2.1

行业研究

行业研究

行业研究

行业研究

行业研究

行业研究

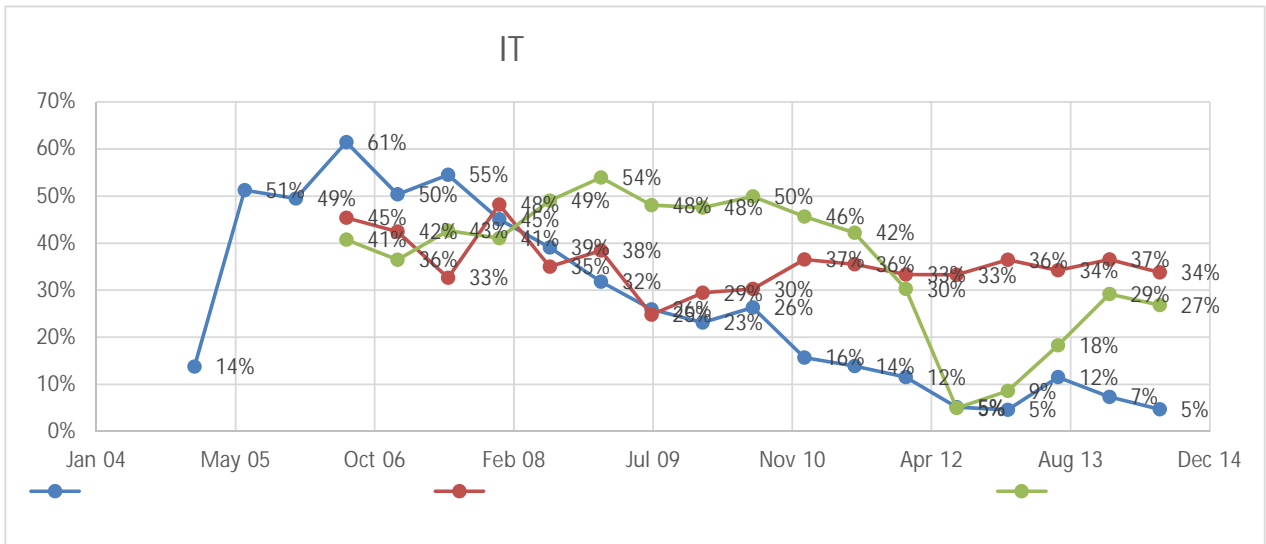
行业研究

行业研究

行业研究

行业研究

2: IT



(

)

N'e[

/ ' fl

)' ('

5

)' ()

行业研究

2) ' +

行业研究

3) ' /)%

(, ,'

)' ()'

)' (*'

4) ' ,

)' -

O'DN'

5) ' (

)' ()

)' (+ () (')

() (/)

(/)

)' (,

Ⓢ)' (+ ()

)' (+ () /

Ⓢ

3

GF J

)' /'

+*' (*' % :

*

GF J

)''

GF J

8GGC<'G8P

) (*

)' (+ (((*

GF J

8GGC<'G8P

GF J

F)F

0

6

)' (,)

(*

7

GF J

8

)' (+ (((*

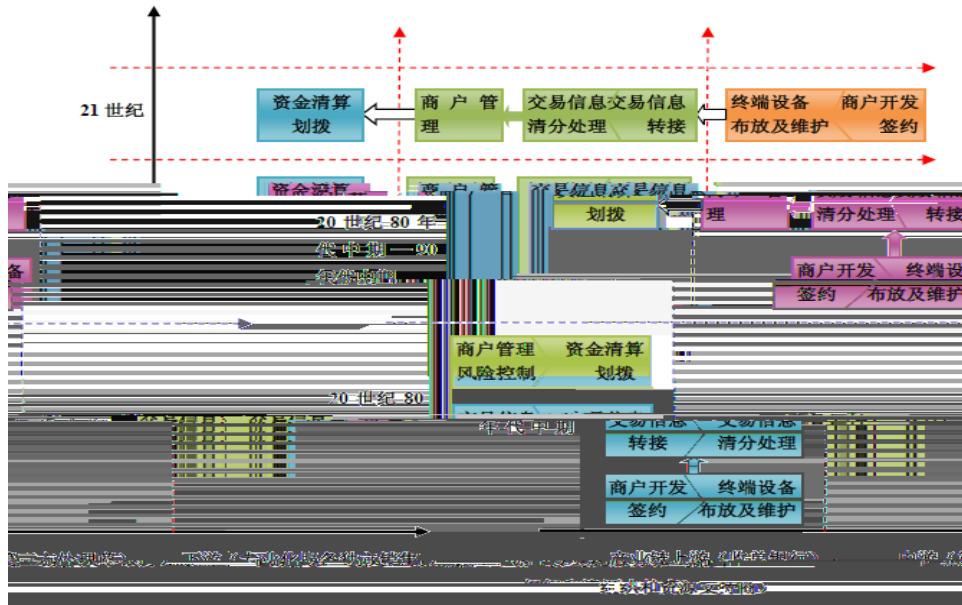
)' (+ (((/

9

)' (+ 0)

)' (+&O&+

3:POS



)' (+ (((*

+*' (. . % :

GF J ((

() (* (+

(,)' (+ * . 0

+ (

/

(,)

() /

10

)' (+&((&)+

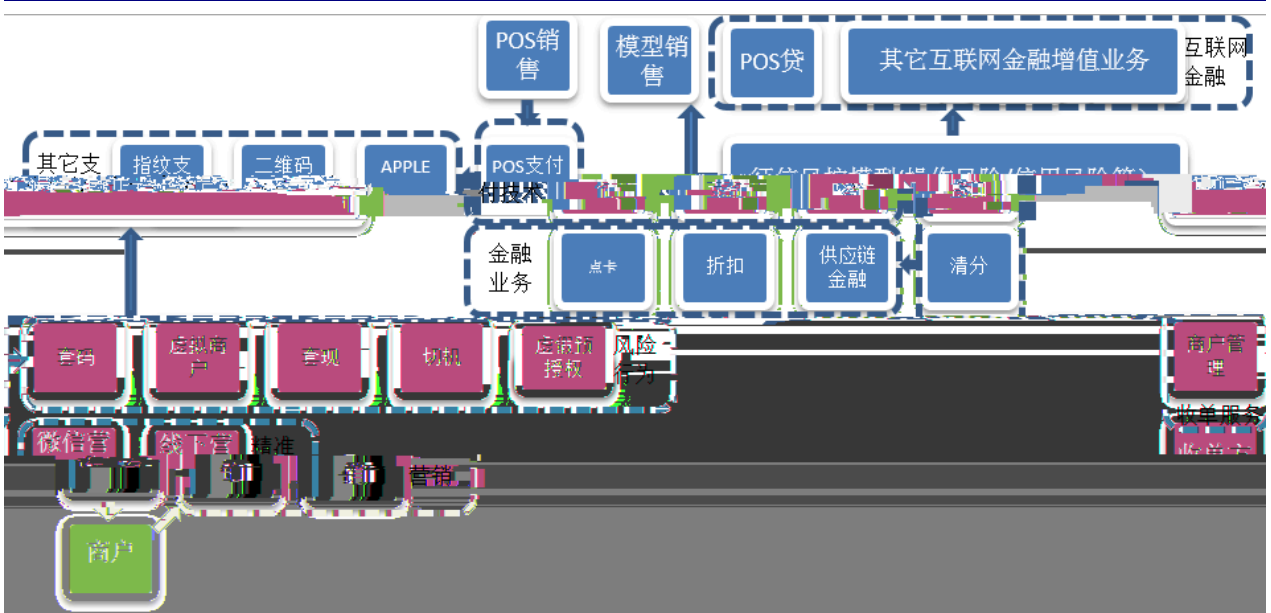
11

GF J

GF J

+

4:



N e[

4 2014

GF J

GF J

GF J

O' fl

GF J

)' ((\$)' (* GF J

+ ' . , . /

/(* - * + - ()

GF J

)' ((\$)' (*

* .

)' ((\$)' (*

. 0, , , - -- / (0

), (-)' (*

)' (*

((-)' ((\$)' ()

- (.)' (*

GF J

)' (+ \$)' (,

GF J

*' fl ** fl

)' (+ \$)' (,

,)' (+

16

)' (* GF J

() -)' (* (

)' () & (' &) +

17

)' () GF J

)' ((\$) (\$)'

() -)' ((. *+% +0%)' (+\$)' (-
,)/ , ') +.)' (* , fl

3

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
	*+(% +0, % +00%			- . 0' ' 0' + ' ' ((*+ ' (+* . ' ') , %fl) - %fl			
Pf P	- *%fl	++%fl	' %fl	*- %fl	**%fl	' , %fl	) - %fl
GF J	*) , +. , % +. . %			--+ ' ' / , ' ' ((' (' (+ ' ' ' ') %fl			
Pf P	(') %fl	+ - %fl	' %fl	*0%fl	* (%fl ') , %fl	) . %fl	
	/ (* ' - * + ' - () ' , , - ' ' ,) / ' ' , ') ' +. / ' ' + ' % ' , , % ' . / % ' ((0% ' ' (- , % ' ') (0% ' ') 0) % ' (, ((* 0 ' (' - % ' (/) ' ') + 0 ' ') / - ' * + ' ' +. % ' . ' % ' 0 (% ' ((, % ' (, ' % ' ') ' ' % ') , ' % ' + ' fl * - fl (/ fl * ' fl ** fl * ' fl * ' fl . 0, ' , , - ' -- / ' ,) / ' , ') ' +. . ' + , * ' (0% ') , % ' (- % ' * + % ' + 0% ' - ' % ' . , % ' ((.) ()) ** % ') 00' * / + ' + 0) ' - * (' /) + ' - . * ' , 0. ' , - . ' , * 0 ' , () ' + / - ' (+ % ' * (% ' * 0% ' ,) % ' . (% ' 0 - % ' () 0% ' , - () + ' (* . (/) ') + ' *)) ' +) 0' /) + ' - . * ' , 0. ' , - . ' , * 0 ' , () ' + / - ' - % ' (/ % ')) % ' *) % ' + , % ' -) % ' // % ' GF J ((% ((% / , () (+ (- Pf P - * % fl ++ % fl ' % fl \$* . % fl (+ ' % fl (- % fl (+ % fl , % / % (+ % (' (. ' (0) (Pf P - * % fl ++ % fl ' % fl \$) 0% fl . ' % fl ((% fl (' % fl						

POS Wind

)' ((\$) ' (* /) + - . * , 0. (+ %
* (% * 0% GF J)' (+ \$) ' (- ,) %
(% 0 - % , - , * 0 , () , fl
)' (+ \$) ' (- *) % + , % -) %
, - . , * 0 , ()
GF J)' (+ \$) ' (-

4

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	
	*+)	+0,	+00	- . 0	0' *'	((**'	(+* -'	
)/*	+ , .	+//'	- ++'	/+)'	('* .	(* (*'	
	(-'	)0,	*('	*0-	,)0'	-- ,	/+ -'
	, *%' fl	+ ' %' fl	* /%' fl	+ (%' fl	+ (%' fl	+ (%' fl	+ (%' fl	
	-		+			0	()	
	(%' fl	(%' fl	' %' fl	' %' fl	' %' fl	' %' fl	' %' fl	
	-'	-'	..'	0,	() -'	(, 0')' (
	(. %' fl	(, %' fl	(, %' fl	(+%' fl	(+%' fl	(+%' fl	(+%' fl	
	--'	0+'	(' 0'	(, . .	(/ . . .)(*'), /	
				() .	(,)'	(0, .), +'	
	PF P'	(0%' fl	(0%' fl) (0' fl	(- %' fl)' %' fl)/%' fl	*' %' fl
	ž(+ž	ž)' ž	ž, ž	ž(+ž	ž)' ž	ž)' ž	ž'(ž	
	,	-'	+	+	+))	
	((((((\$+	\$	
	, 0'	* /	))'	* -	-)'	0*	() +'
) ,	*'	* ,	* -	* . .	* /	* /	
	'	('	'	'	((
	/+	- /	, ,	. *	00'	(*'	(- (
	/	/)	((((. '	(. '	
	. -	-'	, ,	. (//'	((*'	(+ +	
	. -	-'	, ,	. (//'	((*'	(+ +	
	PF P'	*' %' fl	\$)' %' fl	\$ /%' fl) 0%' fl) +%' fl)/%' fl).' %' fl
	' %-	' %*	' % /	' %))	' % .	' % 0	(%-	

2014

Wind,

)' ((\$)' () # - . fl +. fl
 (((fl +) fl)' (* (- fl)' (+ \$)' (.
 ' %' ' %, ' % / ' % +)' (+ \$)' (-
 (-)' fl) / fl ++ fl)' fl (+ fl +
)' (+ \$)' (. - % 0% ((% (+ %
 ' % (' % / (% * (% + ' %) ' % . ' % 0
 (% -
)' ())' (*)' (+ (Ofi (. fl (. fl
)' (+ + % * - fl

'%+)' (*)' ((
/)%)' (*)' (+
 ' %+ (%-
 ' %'

5

135.2

"

"

)' (, ' %/ +' *, %
1 (,

+ ' fl

⊗

, '''')' (* · ()'
)' (, _ ''''
)' (, (-) *
) + () 0
 /, %

+* ' (*' %:)' (, * ()
(' % , ' fl (, %

(* , %

(-, fl

5:

135.2

GF J	*, %	\$\$	+ ' O
	/,		(O
	(, %		(%O
	(* , %		

Wind,

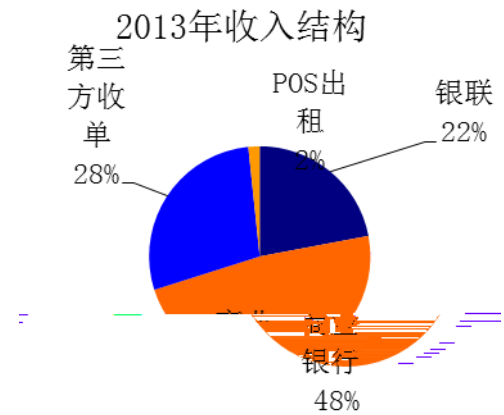
合并损益表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
	495	499	679	903	1,133
	139	107	182	248	286
	212	233	299	384	492
	124	137	182	242	322
POS	11	8	5	12	14
	8	14	10	17	19
	457	488	643	842	1,037
	0	310	396	529	665
	--	--	106	145	168
	--	--	175	225	289
	--	--	106	142	189
POS	--	--	3	7	8
	--	--	6	10	11
	6	4	5	7	9
	76	76	95	126	159
	94	109	156	187	213
	(20)	(15)	(13)	(12)	(12)
	6	4	4	4	2
	0	0	0	0	0
	1	11	1	1	(4)
	38	22	36	62	93
	30	34	36	37	37
	68	57	73	99	130
	8	2	1	11	17
	60	55	71	88	113
	(0)	(0)	0	0	0
	60	55	71	88	113

关键假设

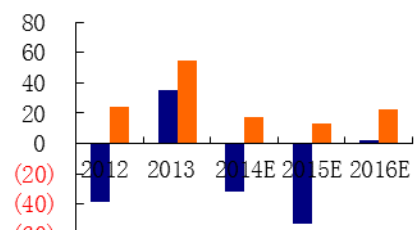
	2014E	2015E	2016E
--	-------	-------	-------

收入结构



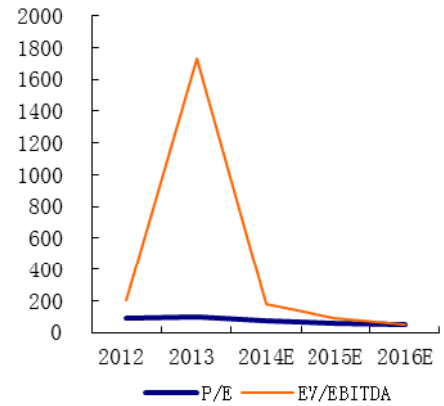
资本开支与经营活动现金流

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
	60	55	71	88	113
	12	10	8	10	11
	(18)	(13)	(13)	(12)	(12)
	(4)	(10)	6	(1)	4



EBIT Margin	3.7	(0.7)	3.3	5.5	7.5
	44.9	0.8	35.9	33.1	25.5
	(20.6)	(8.7)	30.1	23.5	28.0
	19.4	17.3	20.1	23.8	25.5
	0.50	0.48	0.62	0.77	0.90
	0.40	0.40	0.49	0.59	0.67
	11.8	3.8	1.5	11.0	12.5
	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3
()					
P/E	89.8	98.3	75.6	61.2	47.8
P/B	5.5	5.2	4.9	4.6	4.3
EV/Sale	9.5	9.4	7.0	5.3	4.3
EV/EBITDA	202.2	#####	179.6	87.6	51.6

相对估值(倍)



#

00' '-,

Zf d gcXeZ\7 j n j i \j \Xi Z_%f d

n n n %n j i \j \Xi Z_%f d

9l p)'
 F l kg \i] f i d ,)'
 Ž \i k i Xč , ,)'
 Ž e [\i g \i] f i d ž , ,)'

F m \i n \^ \^_ k
 Ž \i k i Xč
 Ž e [\i n \^ \^_ kž

k g 1&n n n %n j i \j \Xi Z%f d

#