安信证券
ESSENCE SECURITIES

询价定价报告

公司新股分析/证券研究报告　　三六五网(300295)

长三角区域性房地产门户网站

三六五网新股分析报告

建议询价区间:
32.00 － 40.10 元

上市首日定价区间:
35.60 － 44.50 元

报告日期: **2012-02-24**

报告关键点:

- 公司是长三角区域性房地产门户网站，在已开城市的精耕细作能力较强
- 房地产网络营销市场规模有望保持快速增长，公司未来增长在于横向复制进入其他城市
- 预计12-14年全面摊薄EPS为1.78、2.38、2.94元，建议询价区间32.0-40.1元

报告摘要:

- **建议询价区间32.0-40.1元。**预计12-14年全面摊薄EPS分别为1.78、2.38、2.94元，三年复合增长率29.5%。综合考虑A股互联网企业的估值水平以及近期创业板上市公司的发行市盈率，我们给予12年20-25倍目标PE，公司合理价值35.6-44.5元；给予10%的发行折价，对应询价区间32.0-40.1元。
- **长三角区域性房地产门户网站。**公司运营的365地产家居网已在南京、杭州、合肥、苏州、无锡、常州、芜湖、昆山设立了8个站点，目前已是长三角地区房地产家居网络营销服务龙头企业。2010年网站日均覆盖用户642人/百万人，市场占有率为3.18%，全国范围内排名第五。
- **房地产网络营销市场规模有望保持快速增长。**05-10年我国房地产网络广告收入复合增长率35%。未来数年，互联网对传统媒体的替代效应有望驱动房地产网络营销市场保持快速增长，减少房地产行业盈利水平及营销支出波动的影响。
- **公司在已开站城市的精耕细作能力较强。**公司网站流量与搜房、新浪乐居等全国性地产门户相比差距较大，这主要由于公司站点尚局限在华东8市，而从已开站城市的平均用户覆盖数来看，公司领先于竞争对手，凸显了较强的精细化经营特点。地产市场具有很强的地域性，网络营销服务商每进入一个城市都要部署一定的地面推广人员来拓展广告客户、采集市场资讯与进行线下营销活动。这种商业模式使得地产网络营销的规模经济效应弱于其他互联网领域，限制了全国性门户“赢家通吃天下”的现象。
- **公司未来增长在于横向复制进入其他城市。**此次募投项目规划在2012年新建上海、西安与重庆分站。此外，公司将进一步扩张区域，计划2015年覆盖50个左右城市。我们将关注公司跨区域扩张的进程，尤其是在上海等竞争对手已经重点覆盖城市的竞争策略。
- **风险提示:** 公司对外扩张可能面临竞争对手的阻力，房地产宏观调控力度超预期的风险。

发行数据

总股本(万股)	4,000
发行数量(万股)	1,335
网下发行(万股)	265
网上发行(万股)	1,070
保荐机构	国信证券股份有限公司
发行日期	2012-03-01
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

胡光辉	24.67%
陕西华商传媒集团有限责任公司	15.52%
邢炜	15.20%
章海林	9.23%
南京网景投资管理有限公司	7.00%
李智	6.51%
徐非	6.21%
李东	3.15%
沈丽	1.56%

侯利　**高级行业分析师**
021-68763972　houli@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020031

报告联系人
田俊维　021-68763702
tianjw@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	148.7	229.6	319.9	412.5	518.5
Growth(%)	*49.3%*	*54.4%*	*39.3%*	*29.0%*	*25.7%*
净利润	49.0	72.3	95.1	126.7	156.9
Growth(%)	*56.9%*	*47.6%*	*31.5%*	*33.3%*	*23.8%*
毛利率(%)	94.7%	94.3%	94.0%	93.8%	93.6%
净利润率(%)	33.0%	31.5%	29.7%	30.7%	30.3%
每股收益(元)	(¥1.23)	(¥1.81)	(¥1.78)	(¥2.38)	(¥2.94)
每股净资产(元)	(¥3.40)	(¥4.81)	(¥13.79)	(¥15.69)	(¥18.04)
净资产收益率(%)	36.0%	37.4%	12.9%	15.1%	16.3%

敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 房地产家居网络营销服务提供商，近三年收入快速增长

公司是长三角地区具有竞争力的房地产家居网络营销服务提供商。公司成立于2006 年 1 月 17 日，由南京总站以及苏州站、无锡站、合肥站、芜湖站、杭州站、常州站等六个分站组成。根据易观国际公布的数据显示，本公司 2010 年新房品牌网络广告市场规模为 0.98 亿元，市场占有率为 3.18%。根据 ALEXA 提供的中国房产网站各月流量数据显示，公司 2010 年日均用户覆盖数为 642 人/百万人，在全国房地产类专业网站中排名第五。

公司三年营业收入快速增长。2010 年度公司实现营业收入 148.67 百万元，同期增长 49.29%，其中网络营销业务收入 137.10 百万元；2011 年度公司营业收入为229.59 百万元，同期增长 54.43%，其中网络营销业务收入为 224.20 百万元。

公司主营业务包括由新房网络营销服务、二手房网络营销服务、家居网络营销服务、房地产研究咨询服务等四类，分别由四个相应的网络子平台提供。

1）新房网络营销服务

新房网络营销服务主要包括信息发布、网络广告等网络营销基础服务，楼盘推荐、团购等网络营销增值服务，以及整合式网络营销服务。2011 年公司的新房网络营销服务总收入为 171.02 百万元，占比 74.49%。

2）二手房网络营销服务

二手房网络营销服务主要包括房源信息发布、广告推广等网络营销基础服务，租售宝、网络经纪人等网络营销会员服务，以及培训服务等网络营销增值服务。截至 2010年 12 月 31 日，该平台月均二手房买卖房源发布量达到 68.3 万条，月均租房房源发布量达到 69.8 万条，租售宝会员超 2120 家，经纪人近 1.4 万人，该平台每天访问超过120 万次。2011 年公司的二手房网络营销服务总收入为 21.12 百万元，占比 9.2%。

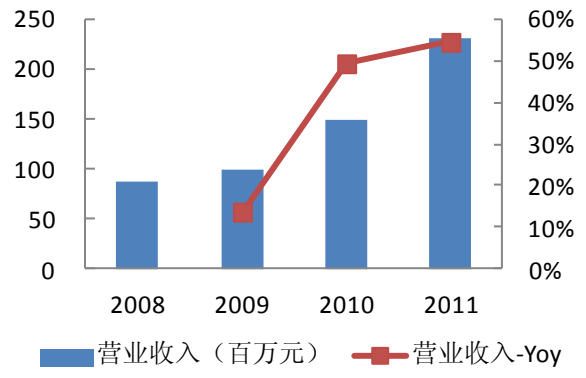
3）家居网络营销服务

家居网络营销服务主要包括产品和服务信息发布、广告推广等网络营销基础服务，家居宝会员服务，以及网络营销顾问服务、推荐商家服务等网络营销增值服务。截至2010 年 12 月 31 日， 365 家居商城入驻商家 600 余家，全年访问人次达 792 万。2011 年公司的家居网络营销服务总收入为 22.54 百万元，占比 9.82%。

4）房地产研究咨询服务

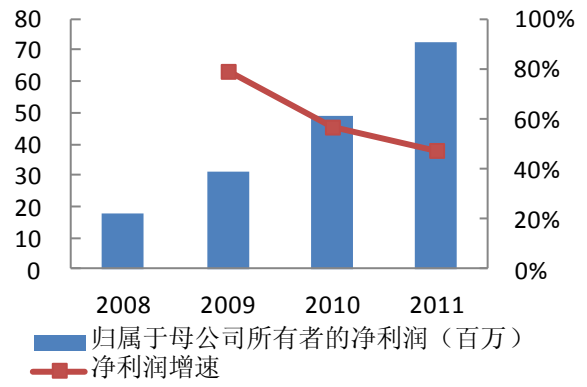
房地产研究咨询服务主要包括对自身网络营销服务提供研究支持、外提供研究咨询等服务。2011 年公司的研究咨询服务总收入为 5.3879 百万元，占比 2.35%。

图 1：公司 08-11 年收入 CAGR 为 38%



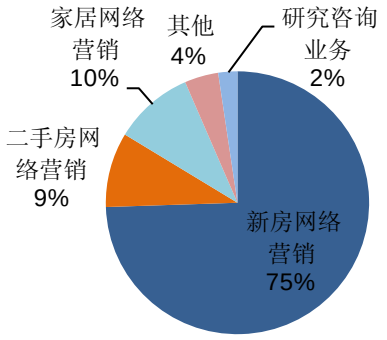
资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

图 2：公司 08-11 年净利润 CAGR 为 61%



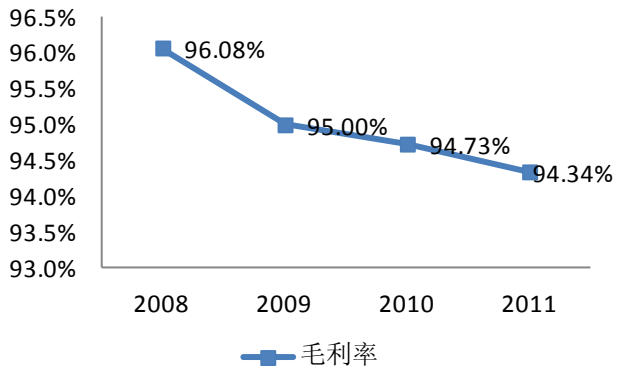
资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

图 4：新房网络营销业务收入占比达到 3/4



资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

图 4：公司综合毛利率近四年都维持较高水平



资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

公司股权结构有利于灵活的管理和发展。本次发行前公司股权分布较为均匀，持有、实际支配公司股份表决权比例最高的人为胡光辉，其持有的股份占本次发行前股份总数的 24.67%。

表 1：本次发行 1335 万股，发行后总股本 5335 万股

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（股）	持股比例	持股数（股）	持股比例
胡光辉	9,869,008	24.67%	9,869,008	18.50%
陕西华商传媒集团有限责任公司	6,209,316	15.52%	6,209,316	11.64%
邢炜	6,080,111	15.20%	6,080,111	11.40%
章海林	3,693,494	9.23%	3,693,494	6.92%
南京网景投资管理有限公司	2,799,896	7.00%	2,799,896	5.25%
其他自然人股东	11,348,175	28.38%	11,348,175	21%
本次发行的股份	-	-	13,350,000	25.02%
合计	40,000,000	100.00%	53,350,000	100.00%

资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

2. 传统营销转向网络营销，房地产家居网络营销服务行业成长迅速

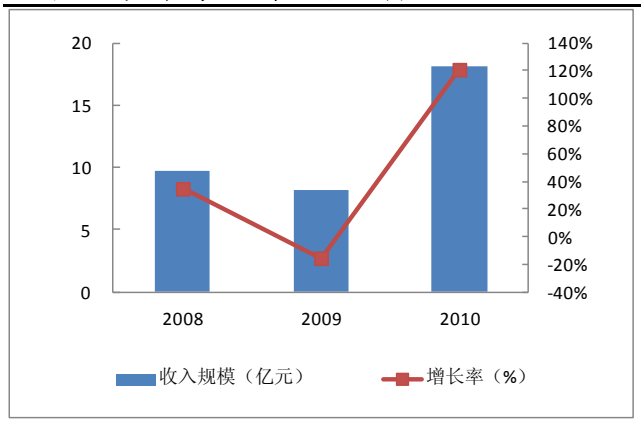
我国房地产家居行业市场空间广阔。由于我国工业化水平和城市化水平还很低，随着我国经济的发展和城市化进程的加快，我国商品房市场还将有较大发展空间。二手房市场和家居行业受房地产行业的带动，近年来也保持了较快的发展速度，未来存在巨大的市场成长空间。

传统营销将向网络营销转移。由于房地产家居网络营销与传统营销相比，无论在营销成本上，还是在营销效果上都具有较强的比较优势。据《2009 年中国传媒产业发展报告》显示，自 2004 年以来，我国网络广告收入增长速度远高于传统媒体广告收入。房地产网络广告投放费用自 2001 年以来保持高速增长态势，其增长速度远高于房地产广告投放费用总额的增长速度。

我国房地产家居网络营销服务行业成长迅速。网络广告作为房地产家居网络营销

服务平台目前主要收入来源，自 2003 年以来保持快速增长态势。据艾瑞网监测统计，2003 年，房地产网络广告收入为 0.8 亿元，2008 年上升至 9.7 亿元， 2009 年行业出现了短暂的下滑，但 2010 年迅速上升至 18.1 亿元，7 年时间上涨了 21.63 倍，复合增长率达 56.14%。

图 5：我国房地产网络广告收入增长迅速



数据来源：艾瑞咨询监测统计，安信证券研究中心

3. 公司处于行业在长三角地区的领先地位，软件技术达到国内先进水平

公司的竞争优势主要有两个：1）已开站城市的平均用户覆盖数大，用户黏着度高；2）应用软件原始创新，技术达到国内先进水平。

公司在长三角地区取得了行业领先地位。房地产和家居商品的地域性和价值大的属性特点弱化了本行业的网络规模经济效应，决定这一行业短期内难以出现“赢家通吃”和“输家通盘”的竞争格局。本公司近几年发展迅速，目前在南京地区已经占据绝对领导地位，在苏州、合肥、芜湖、无锡等长三角地区城市也颇具竞争力。

公司在已开站城市的平均用户覆盖数大。从已开站城市的平均用户覆盖数来看，发行人领先于搜房网、搜狐焦点、新浪房产等主要竞争对手，体现了发行人根据房地产家居行业地域性特点，重点发展在已进入城市购房消费群体中的专业影响力。

表 2：公司在已开城市的平均用户覆盖数远远领先于其他竞争对手

网站名称	已开城市个数	用户覆盖数	已开城市平均用户覆盖数
搜房	314	3768	12
搜狐焦点	71	1899	27
新浪房产	120	934	8
安居客	25	720	29
三六五网络	7	642	92

资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

公司的用户黏着度高。站点经营采取精细化经营的策略，注重网站黏着度；对外扩张采取谨慎的扩张策略，注重利用有限的资源做精做细已设站点，而后再考虑对外扩张。

表 3：公司日人均页面浏览量高于其他竞争对手

网站名称	2011 年 8 月 1 日	7 日平均	90 日平均
	人均页面浏览量	人均页面浏览量	人均页面浏览量
三六五网络	6.8	14.5	16.7
搜房网	10.5	12.6	10.6
搜狐焦点	6.9	4.8	5.5
新浪乐居	2.6	3.5	4.8

资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

公司拥有的计算机软件著作权属于原始创新，技术达到国内先进水平。公司主要有十个应用技术，而公司 2010 年度涉及上述技术的收入占营业收入比例较高。2008 年底，公司引入网站内容管理系统（简称“CMS”），针对房地产家居行业资讯信息流特点，对 CMS 系统分阶段进行了技术升级和改造，有利于向网站用户提供信息搜索、查询、行业资讯、房地产知识库、业主的互动交流等服务，从而大幅提升网站用户对本网站的粘性和忠诚度。

4. 公司未来增长点在于巩固现有竞争力，开设新城市站点

募集资金将用于房地产家居网络营销平台升级项目、新布点城市建设项目、技术中心建设项目、365 学院项目。此次发行，公司拟募集 22,062.4 万元，主要用于四大项目，希望进一步有效提升公司核心竞争力，扩大公司在各区域的市场份额，最终实现公司“发展成为全国领先的第三方房地产家居网络营销服务平台运营商”的战略目标。

表 4：募集资金用于房地产家居网络营销平台升级项目、新布点城市建设项目、技术中心建设项目、365 学院项目

序号	项目名称	募集资金投入总额（万元）	建设期
1	房地产家居网络营销服务平台升级项目	13,403.10	1 年
2	重点城市布局项目	3,999.50	1 年
3	技术中心建设项目	3,459.50	0.5 年
4	365 学院项目	1,200.30	1 年
合计		22,062.4	-

资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

公司升级平台性能，巩固现有竞争力。房地产家居网络营销服务平台升级项目是对现有平台的升级改造，以提高平台的整体承载能力，提高运行的稳定性、可靠性和安全性，将能够满足客户对新房网络营销服务、二手房网络营销服务、家居网络营销服务的更多需求。

公司将开设新城市站点，扩大市场份额。公司将通过新建上海分站，完成长三角重点城市的布局，以巩固公司在长三角地区的竞争优势地位；通过新建西安和重庆分站，着手开拓西南和西北市场，为公司全国性布局做好铺垫。

5. 主要风险点

1）**市场竞争可能会使公司对外扩张受阻。**公司在经营规模及市场占有率上与搜房网、搜狐焦点网等房产网站相比仍有一定差距。虽然房地产和家居产品具有地域性

和价值量大的特点弱化了该行业的网络规模经济效应，但行业仍然存在一定的网络规模经济效应。其他规模较大竞争对手与公司间的竞争可能会使公司对外扩张受阻，而公司现有市场增长空间有限，这将对公司未来业绩成长性带来不利。

2）房地产行业宏观调控可能会使公司陷入困境。房地产和家居行业是公司所处行业的下游行业，其为典型的周期性传统行业，比较容易受到国家宏观调控的影响。这可能会使公司陷入以下两个困境：一是国家宏观调控过松，房价上涨过快，投机投资行为过度，造成供不应求，开发企业此时在营销推广上不会太多投入；二是国家调控力度过大，使房地产行业过度低迷，大批企业出现倒闭，企业将缺乏资金进行营销推广，或使得公司应收账款无法收回，形成坏账。

6. 盈利预测及估值：建议询价区间 32.0-40.1 元

预计 12-14 年全面摊薄 EPS 分别为 1.78、2.38、2.94 元。根据对房地产家居网络营销市场规模以及公司跨区域扩张的预测，我们预计 12-14 年公司收入分别为 3.20 亿元、4.13 亿元、5.19 亿元，三年复合增长率 31.2%；12-14 年公司归属于母公司股东净利润分别为 0.95 亿元、1.27 亿元、1.57 亿元，三年复合增长率 29.5%，对应全面摊薄 EPS 分别为 1.78、2.38、2.94 亿元。

表 5：公司分业务收入成本预测，预计 11-13 年收入复合增长率 31.2%

单位：百万元	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	**88**	**100**	**149**	**230**	**320**	**413**	**519**	**645**
YoY		**13.7%**	**49.3%**	**54.4%**	**39.3%**	**29.0%**	**25.7%**	**24.4%**
1 线上业务	69	88	137	224	313	403	508	632
2 线下业务	18	11	12	5	7	9	11	13
营业成本	**3**	**5**	**8**	**13**	**19**	**25**	**33**	**42**
YoY		**44.9%**	**57.3%**	**65.8%**	**46.9%**	**33.5%**	**29.8%**	**28.4%**
1 线上业务	2	4	7	11	17	22	29	38
2 线下业务	1	1	1	2	2	3	4	5
毛利率	**96.1%**	**95.0%**	**94.7%**	**94.3%**	**94.0%**	**93.8%**	**93.6%**	**93.4%**

资料来源：Wind，安信证券研究中心

A 股 5 家可比公司 12 年平均估值 31 倍。公司属于互联网垂直门户行业。目前房地产门户网站中搜房网及新浪乐居（并入中房信）已在美国上市，而两地的估值体系差异较大，可比性不强。A 股上市公司中，我们选取东方财富、乐视网、上海钢联、生意宝、焦点科技 5 家互联网企业作为可比公司，上述 5 家公司 12 年平均 PE 为 31 倍。其中东方财富估值隐含市场对第三方基金销售业务的预期，乐视网估值隐含其进入互联网电视领域的预期。相对而言，上海钢联、生意宝、焦点科技的估值参考意义更强一些。

近期创业板上市公司发行价格对应的 12 年平均 PE 19 倍。

综合考虑公司所处的行业地位及成长性，我们给予 12 年 20-25 倍目标 PE，公司合理价值 35.6-44.5 元；给予 10%的发行折价，对应询价区间 32.0-40.1 元。

表 6：同行业可比公司 12 年平均 PE 31 倍

23-Feb	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS 2010A	EPS 2011E	EPS 2012E	EPS 2013E	P/E 2010A	P/E 2011E	P/E 2012E	P/E 2013E
互联网										
东方财富	23.22	49	0.32	0.52	0.65	0.90	73	45	36	26
乐视网	39.99	88	0.32	0.59	0.86	1.09	126	68	47	37
上海钢联	32.20	13	0.67	0.93	1.30	1.78	48	35	25	18
生意宝	14.50	23	0.32	0.38	0.49	0.59	46	38	30	25
焦点科技	43.95	52	1.28	1.68	2.16	2.84	34	26	20	15
可比公司均值							65	42	31	24

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 7：近期创业板上市公司发行价格对应的 12 年平均 PE 19 倍

简称	上市日期	行业	发行价格	EPS 2011	EPS 2012	发行市盈率 2011	发行市盈率 2012
华录百纳	2012-02-09	信息服务	45.00	1.41	2.05	31.9	22.0
荣科科技	2012-02-16	信息服务	11.11	0.62	0.82	17.8	13.5
利德曼	2012-02-16	医药生物	13.00	0.46	0.60	28.5	21.8
朗玛信息	2012-02-16	信息服务	22.44	1.02	1.45	21.9	15.5
飞利信	2012-02-01	信息服务	15.00	0.52	0.70	28.7	21.3
安科瑞	2012-01-13	机械设备	30.00	1.26	1.72	23.8	17.5
国瓷材料	2012-01-13	化工	26.00	0.68	1.07	38.2	24.3
苏交科	2012-01-10	建筑建材	13.30	0.54	0.76	24.7	17.4
温州宏丰	2012-01-10	机械设备	20.00	1.16	1.49	17.2	13.4
汇冠股份	2011-12-29	电子	17.20	0.60	0.84	28.6	20.5
金明精机	2011-12-29	机械设备	25.00	0.90	1.25	27.9	20.0
南通锻压	2011-12-29	机械设备	11.00	0.51	0.68	21.6	16.1
和晶科技	2011-12-29	电子	15.60	0.61	0.84	25.7	18.6
华昌达	2011-12-16	机械设备	16.56	0.65	0.88	25.4	18.9
平均值						25.9	18.6

资料来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2012-02-23

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**148.7**	**229.6**	**319.9**	**412.5**	**518.5**
减: 营业成本	7.8	13.0	19.1	25.5	33.1
营业税费	10.9	17.6	24.5	31.6	39.8
销售费用	48.7	68.5	102.4	130.4	161.8
管理费用	21.9	42.9	61.1	78.4	101.1
财务费用	-0.9	-1.5	-6.5	-11.2	-12.8
资产减值损失	-0.2	0.5	-0.8	-0.2	-0.1
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	**60.5**	**88.7**	**120.1**	**158.0**	**195.7**
加: 营业外净收支	0.8	0.3	0.3	0.4	0.4
利润总额	**61.3**	**89.0**	**120.4**	**158.4**	**196.1**
减: 所得税	12.0	16.6	25.3	31.7	39.2
净利润	**49.0**	**72.3**	**95.1**	**126.7**	**156.9**
资产负债表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
货币资金	122.1	163.4	710.1	805.8	924.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	17.4	29.4	42.2	52.0	66.8
应收票据	-	0.5	0.3	0.4	0.7
预付帐款	-	-	-6.5	-9.4	-14.4
存货	-	-	-	-	-
其他流动资产	1.7	3.0	-5.8	-7.7	-11.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	7.5	10.1	13.0	14.8	15.5
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
其他非流动资产	0.4	2.8	1.5	1.5	1.9
资产总额	**149.4**	**209.7**	**755.2**	**857.9**	**984.0**
短期债务	-	-	5.0	5.0	5.0
应付帐款	1.2	0.3	2.7	2.7	3.0
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	8.2	13.0	8.9	10.0	10.6
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	**12.5**	**16.4**	**18.6**	**19.9**	**20.4**
少数股东权益	**1.0**	**1.0**	**1.0**	**1.0**	**1.0**
股本	40.0	40.0	53.4	53.4	53.4
留存收益	96.0	152.3	682.3	783.7	909.2
股东权益	**137.0**	**193.3**	**736.6**	**838.0**	**963.5**
现金流量表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
净利润	49.3	72.3	95.1	126.7	156.9
加: 折旧和摊销	2.0	2.9	3.2	4.3	5.4
资产减值准备	-0.2	0.5	-0.8	-0.2	-0.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-0.9	-1.6	-6.5	-11.2	-12.8
投资收益	-	-	-	-	-
少数股东损益	0.3	-	-	-	-
营运资金的变动	4.3	-12.2	-3.1	-2.6	-8.2
经营活动产生现金流量	**54.6**	**63.2**	**87.8**	**117.1**	**141.2**
投资活动产生现金流量	**-2.9**	**-5.9**	**-6.1**	**-6.1**	**-6.1**
融资活动产生现金流量	**-6.0**	**-16.0**	**459.7**	**-14.2**	**-18.6**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	49.3%	54.4%	39.3%	29.0%	25.7%
营业利润增长率	60.0%	46.6%	35.4%	31.6%	23.9%
净利润增长率	56.9%	47.6%	31.5%	33.3%	23.8%
EBITDA 增长率	58.6%	45.8%	30.4%	29.4%	24.7%
EBIT 增长率	59.9%	46.1%	30.4%	29.3%	24.6%
NOPLAT 增长率	57.1%	46.2%	27.1%	30.9%	24.5%
投资资本增长率	-14.0%	85.7%	128.4%	23.6%	22.3%
净资产增长率	46.2%	41.1%	281.1%	13.8%	15.0%
利润率					
毛利率	94.7%	94.3%	94.0%	93.8%	93.6%
营业利润率	40.7%	38.6%	37.5%	38.3%	37.7%
净利润率	33.0%	31.5%	29.7%	30.7%	30.3%
EBITDA/营业收入	41.3%	39.0%	36.5%	36.6%	36.3%
EBIT/营业收入	40.1%	37.9%	35.5%	35.6%	35.3%
运营效率					
固定资产周转天数	17	14	13	12	11
流动营业资本周转天数	15	18	37	48	49
流动资产周转天数	282	265	527	690	627
应收帐款周转天数	37	36	39	40	40
存货周转天数					
总资产周转天数	305	282	543	704	639
投资资本周转天数	39	33	51	61	60
投资回报率					
ROE	36.0%	37.4%	12.9%	15.1%	16.3%
ROA	33.0%	34.5%	12.6%	14.8%	15.9%
ROIC	282.2%	479.8%	328.4%	188.2%	189.7%
费用率					
销售费用率	32.7%	29.8%	32.0%	31.6%	31.2%
管理费用率	14.7%	18.7%	19.1%	19.0%	19.5%
财务费用率	-0.6%	-0.7%	-2.0%	-2.7%	-2.5%
三费/营业收入	46.9%	47.8%	49.1%	47.9%	48.2%
偿债能力					
资产负债率	8.3%	7.8%	2.5%	2.3%	2.1%
负债权益比	9.1%	8.5%	2.5%	2.4%	2.1%
流动比率	(¥11.33)	(¥12.00)	(¥39.87)	(¥42.31)	(¥47.30)
速动比率	(¥11.33)	(¥12.00)	(¥39.87)	(¥42.31)	(¥47.30)
利息保障倍数	(¥(68.87)	(¥(57.05)	(¥(17.61)	(¥(13.15)	(¥(14.32)
分红指标					
DPS(元)	(¥-)	(¥0.40)	(¥0.36)	(¥0.48)	(¥0.59)
分红比率	0.0%	22.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率					
业绩和估值指标	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
EPS(元)	(¥1.23)	(¥1.81)	(¥1.78)	(¥2.38)	(¥2.94)
BVPS(元)	(¥3.40)	(¥4.81)	(¥13.79)	(¥15.69)	(¥18.04)
PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PB(X)	-	-	-	-	-
P/FCF	-	-	-	-	-
P/S	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
CAGR(%)	37.0%	29.4%	27.4%	24.5%	25.2%
PEG	-	-	-	-	-
ROIC/WACC	89.3	151.8	103.9	59.6	60.0
REP	-	-	-	-	-

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	**上海联系人**	**梁涛**	**上海联系人**
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**马正南**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	**北京联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	**深圳联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034