投资评级

中性（首次）

公司基本情况

最新收盘价(元)	23.38
总股本(万股)	23,520
流通股本(万股)	5,920
总市值(亿元)	54.99
流通市值(亿元)	13.84
52 周高(元)	57.63
52 周低(元)	22.58
第一大股东	JHL INFINITE LLC
持股比例（%）	35.9%
每股净资产(元)	15.16
资产负债率	3.6%

股价走势图

研发部

何阳阳
SAC 执业证书编号：S1340510120005
联系电话：010-68858150
Email: heyangyang@cnpsec.com

上半年收入显著低于预期，下半年仍有望发力

——英飞拓（002528）半年报点评

- 2011 年上半年公司实现营业收入 15904 万元，同比下降 20.6%；实现营业利润 2708 万元，同比下降 37.2%；实现归属于母公司净利润 3107 万元，同比下降 33%。基本每股收益为 0.21 元。公司预计 1-9 月份净利润同比下滑 30%以内。上半年不进行利润分配。

- **上半年收入显著低于预期。**10 年上半年上海世博会带动华东地区安防器材需求大增，公司获得世博会及上海地铁多条线路安防监控产品订单，仅华东地区收入接近 1 亿，今年上半年无明显拉动因素，导致华东地区收入锐减 51%；其它地区营收表现基本正常；海外市场收入下降 20%，推测与海外经济复苏迟滞，部分项目延迟交付有关。整体而言，在安防行业仍保持快速增长的背景下，公司受制于宏观紧缩政策导致部分合同项目进度放缓，而营销体系扩充建设尚未取得成效，上半年收入表现显著低于预期。

- **下半年仍有望发力。**公司在山东、安徽等地市场下半年将陆续取得进展，预计将顺利消除上海周边地区需求放缓的不利因素，带动华东地区收入恢复增长。海外市场暂缓的项目也将于下半年恢复。公司下半年将进入发力阶段，我们预计公司全年收入仍可实现约 7.5%的增长。

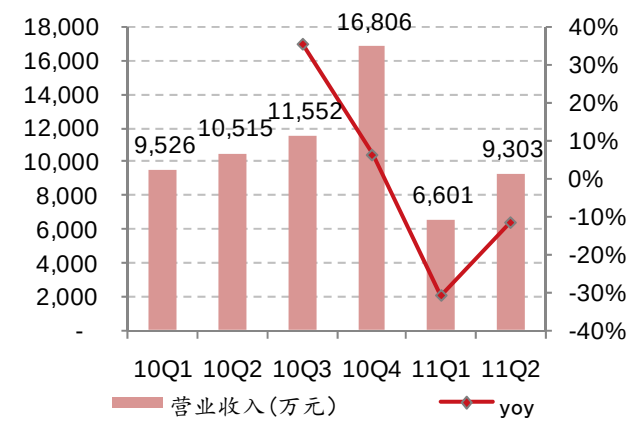
- **产品盈利能力基本维持稳定。**分产品来看，主要业务监控器材收入达到 1.36 亿元，同比下降 13%，产品结构变化使得毛利率提升 1.32 个百分点至 57.8%；光端机收入为 2182 万元，同比下滑 48%，毛利率也大幅下降 5 个百分点至 57.5%；综合毛利率上半年为 57.9%，产品盈利水平保持在稳定的较高水平。

- **销售、管理费用支出同比大幅增长。**公司销售、管理费用率高于同行上市公司。上半年公司仍维持在研发、营销领域的高投入，销售、管理费用分别同比增长 34%和 4%，加剧利润下滑幅度。财务费用受益于超募资金充沛，实现收入 2198 万元。

- **盈利预测与投资评级。**我们下调对公司的盈利预测，预计 2011 年至 2013 年的 EPS 分别是 0.58 元、0.84 元和 1.13 元，对应 PE 分别为 41 倍、28 倍和 21 倍。公司产品线完善，产品定位较高端，在安防领域具备较强的竞争力，受益于安防行业的确定性发展，公司长期增长前景仍可期待。短期而言，公司仍处于投入期，估值无优势，暂时给予“中性”的投资评级。

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	377	484	520	768	1065
(+/-)	19.5%	28.5%	7.5%	47.7%	38.6%
归属母公司股东净利润	80	118	135	197	267
(+/-)	38.9%	46.9%	15.0%	45.2%	35.7%
每股收益(EPS)	0.73	1.07	0.58	0.84	1.13
ROE	37.0%	9.5%	6.0%	8.2%	10.5%
市盈率(P/E)	32	22	41	28	21

图表 1：公司季度收入（万元）趋势

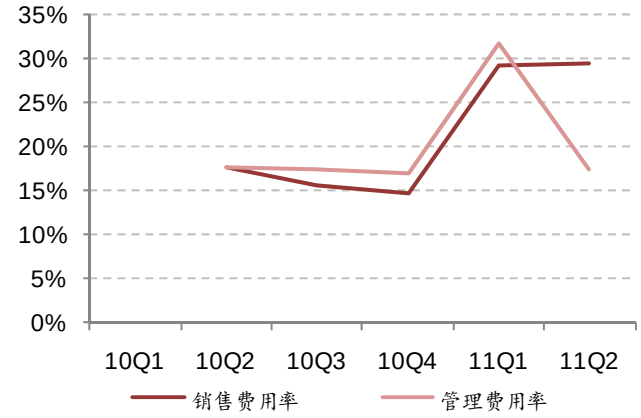


资料来源：Wind，中邮证券研发部

图表 2：公司季度净利润（万元）情况和毛利率趋势

资料来源：Wind，中邮证券研发部

图表 3：公司季度期间费用率走势



资料来源：Wind，中邮证券研发部

图表 4：公司季度经营现金流情况

资料来源：Wind，中邮证券研发部

图表 5：公司盈利预测表（单位:万元）

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	**284**	**2229**	**2266**	**2309**	**2498**
货币资金	64	1938	1959	1858	1875
应收票据和账款	103	152	156	230	319
预付款项	4	2	5	8	11
存货	105	132	140	207	287
其他	7	5	5	5	5
非流动资产	**83**	**83**	**142**	**259**	**284**
固定资产	73	70	128	243	267
无形资产	6	6	7	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0
其他	5	7	7	7	7
资产总计	**367**	**2312**	**2408**	**2568**	**2781**
流动负债	**110**	**82**	**84**	**106**	**133**
短期借款	9	10	0	0	0
应付票据和账款	40	32	42	61	85
预收账款	17	4	5	8	11
其他	45	37	37	37	37
非流动负债	**0**	**1**	**1**	**1**	**1**
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	1	1	1	1
负债合计	**110**	**83**	**85**	**107**	**134**
股本	110	147	235	235	235
资本公积	5	1822	1734	1734	1734
留存收益	143	261	356	493	680
归属母公司股东权益	**258**	**2230**	**2325**	**2462**	**2649**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	**257**	**2228**	**2323**	**2461**	**2648**
负债和股东权益合计	**367**	**2312**	**2408**	**2568**	**2781**

现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	57	25	108	61	119
税后经营净利润	80	118	135	197	267
折旧摊销	3	5	11	13	25
财务费用	1	0	-33	-28	-28
存货的减少	-25	-28	-9	-67	-80
应收款项变化	-38	-55	-7	-77	-92
应付款项变动	34	-19	11	22	27
其它	-0	-1	0	0	0
投资活动现金流	-1	-2	-70	-130	-50
资本支出	0	0	-70	-130	-50
其他	-1	-2	0	0	0
筹资活动现金流	-29	0	-17	-31	-52
短期债务	-14	0	-10	0	0
长期债务	-25	0	0	0	0
股权筹资	0	0	0	0	0
其他	10	0	-8	-31	-52
现金净增加额	27	23	21	-101	17

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	377	484	520	768	1065
减:营业成本	157	207	228	342	483
营业税金及附加	1	1	2	2	3
营业费用	62	78	95	124	166
管理费用	70	84	92	126	162
财务费用	1	-0	-33	-28	-28
资产减值损失	3	4	3	4	5
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	85	110	134	198	274
营业外收入	4	10	12	15	15
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	88	120	146	213	289
所得税	8	3	11	16	22
净利润	80	118	135	197	267
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**80**	**118**	**135**	**197**	**267**

主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入增长率	19.5%	28.5%	7.5%	47.7%	38.6%
EBITDA 增长率	28.0%	30.2%	-2.6%	63.3%	47.8%
净利润增长率	38.9%	46.9%	15.0%	45.2%	35.7%
总资产增长率	28.0%	529.5	4.2%	6.6%	8.3%
获利能力					
毛利率	58.4%	57.3%	56.2%	55.5%	54.7%
期间费用率	35.2%	33.3%	29.5%	29.0%	28.2%
净利率	21.3%	24.3%	26.0%	25.6%	25.1%
所得税率	8.6%	2.1%	7.5%	7.5%	7.5%
ROE	37.0%	9.5%	6.0%	8.2%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	30.0%	3.6%	3.5%	4.2%	4.8%
流动比率	2.57	27.07	27.08	21.78	18.83
速动比率	1.77	25.73	25.45	20.41	17.22
营运能力					
存货周转率	1.68	1.75	1.68	1.97	1.95
应收账款周转率	4.45	3.81	3.38	3.98	3.87
总资产周转率	1.15	0.36	0.22	0.31	0.40
每股指标（元）					
每股收益	0.73	0.80	0.58	0.84	1.13
每股净资产	2.34	15.16	9.88	10.46	11.26
每股红利	0.00	0.24	0.17	0.25	0.34
每股经营现金	0.52	0.17	0.46	0.26	0.50
估值指标					
P/E	32.08	29.18	40.59	27.96	20.60
P/B	10.01	1.54	2.37	2.23	2.08
EV/EBITDA	61.94	63.37	64.64	40.19	27.25

数据来源：公司公告，Wind，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

推荐：　　预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；

谨慎推荐：　预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；

中性：　　预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；

回避：　　预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

强于大市：　预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：　　预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；

弱于大市：　预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

推荐：　　预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；

谨慎推荐：　预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；

中性：　　预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；

回避：　　预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为5.6亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于2002年，从事单一经纪业务。2006年4月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009年3月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009年10月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009年10月21日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010年11月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工200余名，保有客户数量5万余人，管理客户资产逾50亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。