



东兴证券
DONGXING SECURITIES

转型已见成效 未来充满曙光

——东方通信（600776）深度报告

2012年3月22日

强烈推荐/首次

东方通信

深度报告

报告摘要:

- **逐步剥离传统业务，转型已近成功。**公司于2006年开始了转型发展，从公司2011年年报来看，公司毛利率已经由2006年的2.18%上升到了13.60%，公司逐年递减低毛利率的制造业务，以ATM机器为业务支撑，投入资金努力开展无线数字集群业务。
- **金融电子目前为公司贡献最大利润。**ATM机的销售与运维2011年为公司贡献了超过50%的利润，可以说金融电子业务目前是公司的主体。ATM机市场每年增速20%-25%，增速稳定。目前公司自主品牌与代销品牌市场份额12%左右，市场空间较大。公司从商行到大行再到农信社的营销策略符合市场增速变化，前景看好。
- **无线数字集群经过多年投入终开花。**经过多年研发和投入，2011年公司数字集群业务正式商用，已取得杭州和沈阳的订单，公司还在江苏、浙江、山东等众多省份和地区建立了实验网，今后发展值得期待。公司eTRA数字集群技术是国内唯一的全自主技术系统，符合政策方向。我们认为无线数字集群是公司未来新的盈利增长点。
- **电信增值等其他业务为公司提供较好的现金流。**目前公司电信增值业务以及网优网规业务规模不大，但盈利增速较为稳定，2012年预计利润5000-6000万；电子制造由于未来集群业务的需要保留了17条生产线，每年利润1000万。另外加上其他收益公司在非主营业务上每年收益在8000万左右，为公司主营业务的研发提供了较好的现金流。
- **投资策略。**我们预计公司2012年-2014年的EPS分别为0.26元、0.40元和0.54元，对应PE分别为24倍、16倍和12倍，2013年给予20倍的估值，6个月目标价7.9元，首次给予“强烈推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入(百万元)	2727	3117	2820	2839	3032
增长率(%)	-26.1	14.3	-9.5	0.7	6.8
净利润(百万元)	168	194	331	502	681
增长率(%)	60.3	15.3	70.5	51.9	35.6
每股收益(元)	0.12	0.15	0.26	0.40	0.54
净资产收益率(%)	5.8	7.4	12.6	18.8	25.0
PE	55	42	24	16	12
PB	3.14	3.09	3.05	2.99	2.92

王玉泉

执业证书编号: S1480510120008

TMT 小组负责人

010-66507301

wangyq@dxzq.net.cn

姚毅

联系人

010-66555130

yaoyi@dxzq.net.cn

资产负债表数据

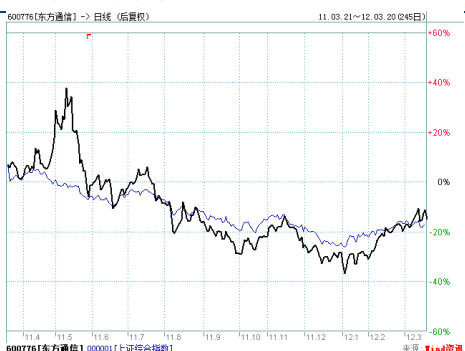
(3.20)

总资产(百万元)	3328.48
股东权益(百万元)	2685.64
每股净资产(元)	2.03
市净率(X)	3.23
负债率(%)	13.31

交易数据

52周股价区间(元)	4.61-10.55
总市值(万元)	825,192.04
流通市值(万元)	602,280.04
总股本/流通A股	1.31
52周日均换手率	1.23

52周股价走势图



目 录

1. 逐步剥离传统业务，转型已近成功	4
1.1 通信电子制造业务逐年下降，转型成为必然	4
1.2 外靠订单内靠研发	5
1.3 目前业务发展良好，转型已近成功	6
2. 金融电子目前为公司贡献最大利润	6
2.1 从贴牌代销到自主品牌的成功变革	7
2.2 策略对路，商业银行—大行—农村信用社	8
2.3 公司地域优势明显，国内厂商份额提高	8
2.4 市场增速稍有减缓，公司收益稳定	9
3. 无线数字集群经过多年投入终开花	10
3.1 在熟悉的业务中寻求突破，全自主技术优势明显	10
3.2 市场前景较其他技术更具优势，公司选择正确	11
3.3 多年投入终开花，杭州沈阳两地香	13
3.4 跑马圈地已然开始，争取两年遍地开花	14
4. 电子制造业务转型，为无线集群发展做出准备	15
5. 网规网优与其他增值业务	15
6. 投资策略	15

表格目录

表 1: 数字集群三种主流运营模式	13
-------------------------	----

插图目录

图 1: 03 年至 06 年公司主营业务收入及毛利率	4
图 2: 06 年至 11 年公司销售毛利率	4
图 3: 2007 年公司各项营业收入占比	4
图 4: 2007 年公司各项营业利润占比	4
图 5: 2011 年公司各项营业收入占比	5
图 6: 2011 年公司各项营业利润占比	5
图 7: 2006 年至 2011 年公司预收款项	5
图 8: 近年公司研发费用情况	6
图 9: 07-11 年国内银行卡发行情况	7

图 10: 07-11 年国内银行卡存取现情况.....	7
图 11: 08-11 年国内 ATM 机情况.....	7
图 12: 08-11 年国内银行卡渗透率.....	7
图 13: 近年公司自主品牌 ATM 机销量情况.....	8
图 14: 2007 年国内 ATM 机市场结构.....	9
图 15: 2008 年国内 ATM 机市场结构.....	9
图 16: 2009 年国内 ATM 机市场结构.....	9
图 17: 2010 年国内 ATM 机市场结构.....	9
图 18: 近年公司金融电子销售收入、利润、利润率和同比增长率.....	10
图 19: 公司 eTRA 政府政务网.....	11
图 20: TETRA 在世界范围内的应用情况.....	12
图 21: 专网、公网用途区别对比.....	12
图 22: 公司对于城市轨道交通行业的解决方案.....	14
图 23: 目前公司数字集群实验网分别情况.....	15

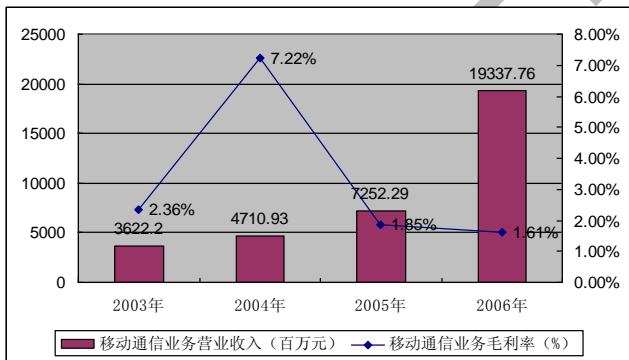
1. 逐步剥离传统业务，转型已近成功

公司曾连续 6 年进入中国 500 家最大工业企业行列，是拥有 10 年以上通信领域成功经验的高科技公司。由于通信设备和终端市场竞争日渐激烈，毛利逐年走低，公司于 2006 年开始了转型发展。从目前公司的发展状况来看，转型已近成功。

1.1 通信电子制造业务逐年下降，转型成为必然

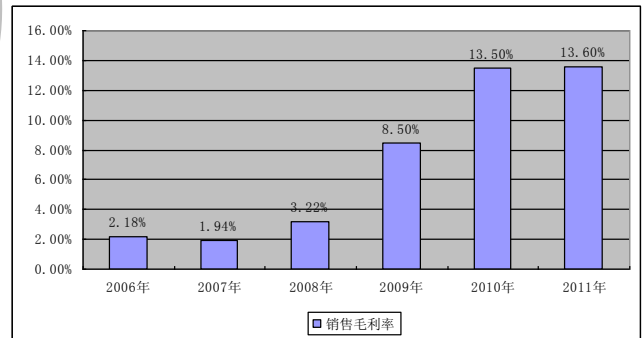
2006 年之前，公司主营业务为通信设备及终端的生产，由于原先的主营业务竞争逐年激烈，且销售价格越来越低，导致公司在主营业务上的毛利率年年走低。

图 1：03 年至 06 年公司主营业务收入及毛利率



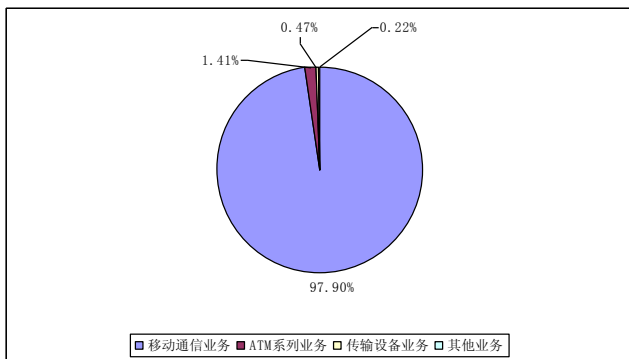
资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 2：06 年至 11 年公司销售毛利率



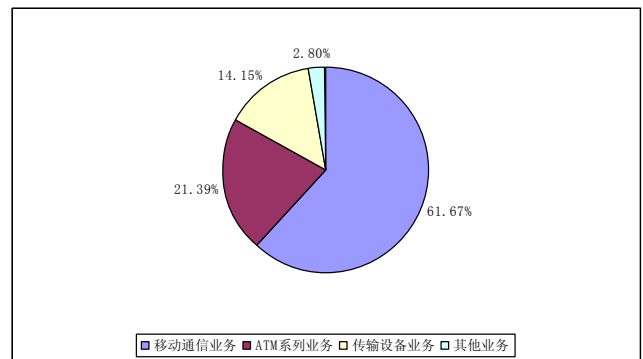
资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 3：2007 年公司各项营业收入占比



资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 4：2007 年公司各项营业利润占比



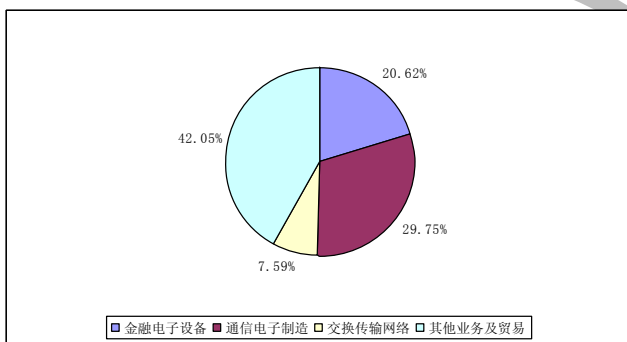
资料来源：公司公告，东兴证券整理

公司曾于 1996 年与德利多富公司签订过 ATM 机技术转让的协议，然后在自主研发的同时为德利多富公司向除四大行外的银行代销机器。2006 年公司自主研发的 POTEVIO 8100 ATM 自动取款机实现了量产，公司于 2007 年开始了向金融电子领域的主营业务转型。金融电子业务以及网规网优等毛利率较高的业务比重逐年增加，同时通信电子

制造的业务渐渐淡出了主力军团。2007年至2011年，ATM机业务的收入占比从1.41%增加到了20.62%，而营业利润占比从21.39%增长到了59.60%，成为目前公司利润最主要的来源。

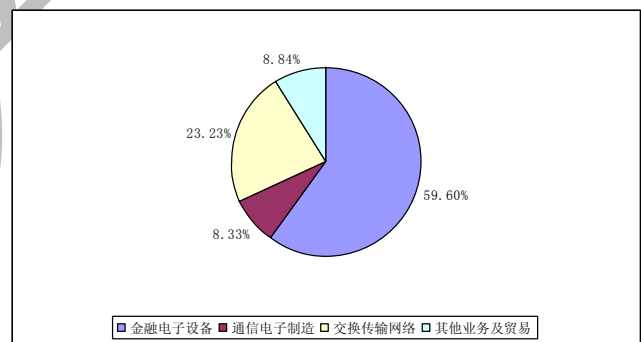
可以说从2006年起，公司逐渐减少了原始业务量，向高毛利的业务做出了产业的转型。从公司2011年年报来看，公司毛利率已经由2006年的2.18%上升到了13.60%，从利润角度来说公司的转型是颇为成功的。

图5：2011年公司各项营业收入占比



资料来源：公司公告，东兴证券整理

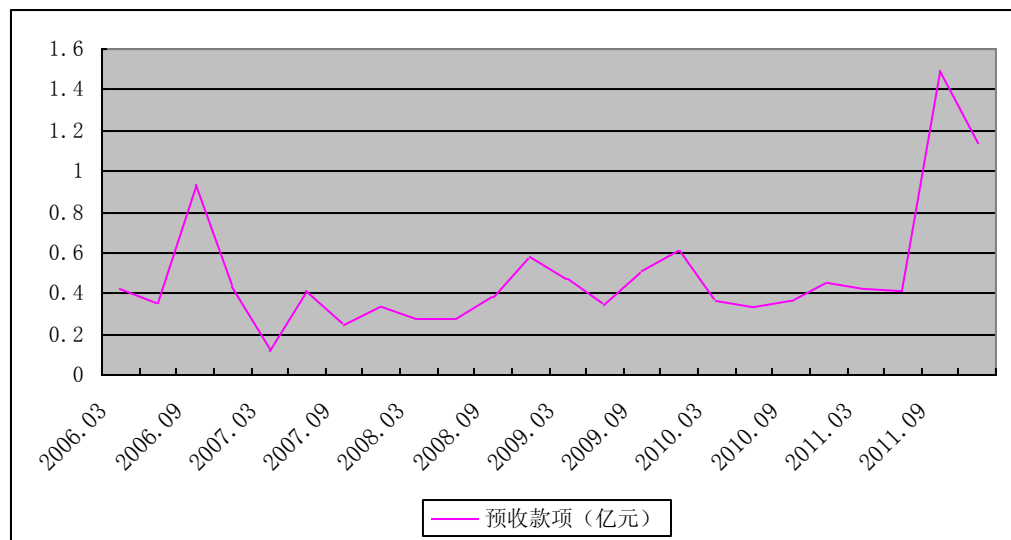
图6：2011年公司各项营业利润占比



资料来源：公司公告，东兴证券整理

1.2 外靠订单内靠研发

图7：2006年至2011年公司预收款项

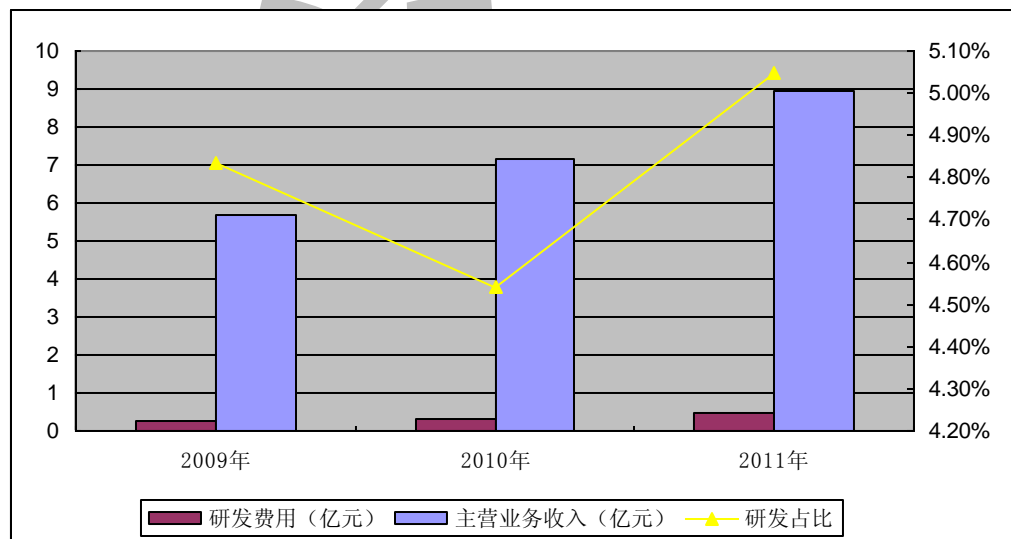


资料来源：公司公告，东兴证券整理

从公司经营来看，目前以订单为衡量公司业绩的标准，由于公司主营业务起步时间不长，所以设备运维的收入目前相对较低，这点我们认为在未来公司业务更加成熟、经营模式更加多样后将会有所改变。根据公司近些年的财务报告来看，公司预收款项在 2011 年第三季度增长了 3 倍多，从这个角度可以看出公司在手订单情况相当不错。

对于公司自身而言，公司近年对于技术持续投入。目前公司主要利润来自金融电子和交换传输网络，近些年公司对于研发的投入占比这两项业务的收入几乎都超过了 4.5%，2011 年公司的研发占比已超过 5%。

图 8：近年公司研发费用情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

公司研发费用除给予 ATM 机研发支持外，几乎全部投入到数字集群的研发中，公司完全自主研发的 eTetra 数字集群自 2007 年立项开始，每年大概得到公司净投入 700 万—1 亿作为研发使用。公司的高投入也得到了回报，2011 年公司分别接到了杭州政务网和沈阳地铁专网项目。

1.3 目前业务发展良好，转型已近成功

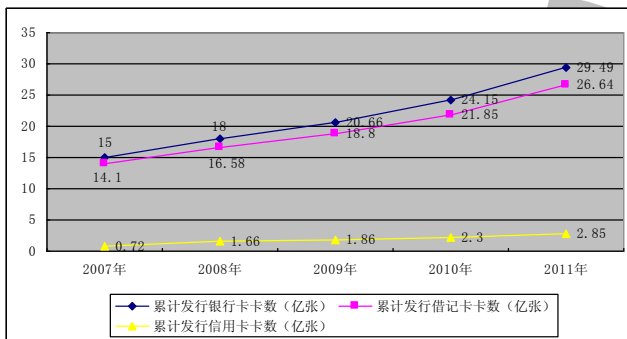
从公司 2011 年 1-3 季度报来看，公司在各项领域的销售情况均比较理想，而且低收益的业务下降速度也比较快，公司的转型目前来看是比较成功的。我们认为公司的策略是非常正确的，逐年递减低毛利率的制造业务，以 ATM 机器为业务支撑，投入资金努力开展无线数字集群业务，这相当于走曲线救国的道路回到公司熟悉的通信领域，现在看来公司未来的发展前景非常乐观。

2. 金融电子目前为公司贡献最大利润

目前公司从事金融电子的业务部门拥有 700-1000 名员工，分别从事产品的研发和运营业务，作为公司人数第二的部门，2010 年为公司贡献了接近 60% 的利润，可以说金融电子业务目前是公司的主体。

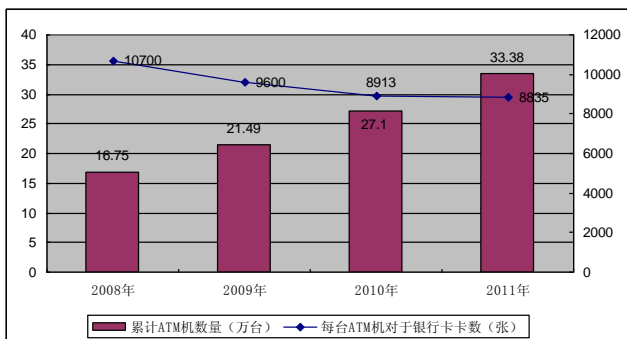
从人民银行披露的信息可以看出，我国目前每年新增的 ATM 机在 25% 左右，增速比较稳定，依靠 ATM 机存取现的金额随着银行卡发行的加大以及其渗透率逐年上升也每年都在增加。这样的市场无论对于 ATM 机生产还是运营厂商来说都具备非常大的利润空间。

图 9：07-11 年国内银行卡发行情况



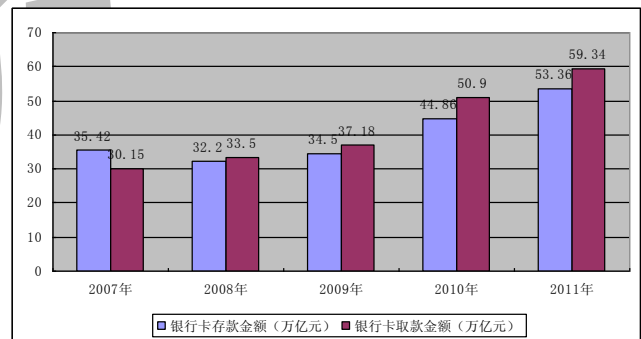
资料来源：人民银行网站，东兴证券整理

图 11：08-11 年国内 ATM 机情况



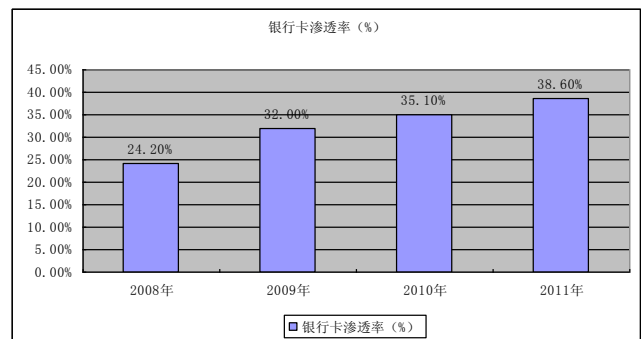
资料来源：人民银行网站，东兴证券整理

图 10：07-11 年国内银行卡存取现情况



资料来源：人民银行网站，东兴证券整理

图 12：08-11 年国内银行卡渗透率



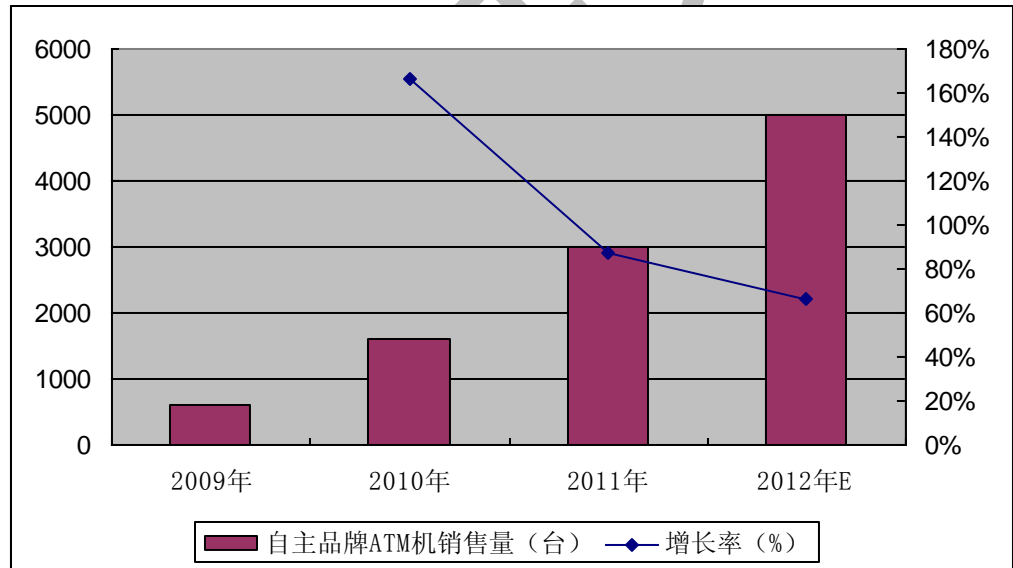
资料来源：人民银行网站，东兴证券整理

2.1 从贴牌代销到自主品牌的成功变革

从公司的历史来看，ATM 机器并不算是公司近年的新业务。1996 年 10 月 10 日，公司已与德利多富信息系统股份公司签订自动柜员机（ATM）技术转让合同。97 年公司基于西门子的生产线正式投产，公司开始了贴牌代销德利多富 ATM 机器的业务。根据与公司的交流我们得知，公司的贴牌代销是有限制的，例如只允许向四大行之外的商业银行、农村信用社等进行销售。这样大大限制了公司对于市场开拓的能力，所

以公司在代销的同时坚持自主研发，并在 2008 年其自主品牌的 POTEVIO 8100 自动取款机得到了量产。目前公司自主品牌的 ATM 机销售已超过销售总数的一半。

图 13：近年公司自主品牌 ATM 机销量情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

从公司自主品牌的销售情况来看，增长非常迅速，仅用了 3 年时间就从几百台的销量增长到了 3000 台，公司今年对于自主品牌 ATM 机的目标定在 4500-5000 台，我们认为无论是从公司产品的占有率还是市场开拓情况都还是比较合理的。

2.2 策略对路，商业银行—大行—农村信用社

从公司目前的销售策略来看，公司 ATM 机销售的最大客户为工商银行和邮政储蓄银行。由于公司开展 ATM 机业务初期销售的种种限制，邮政储蓄银行由于营业网点分布众多，从初期就成为公司最重要的客户。公司 2010 年入围工总行，成为唯一入围工总行的国内厂商。10 年公司对于工总行的销售在 900 台左右，11 年有所增加，预计超过 1000 台。

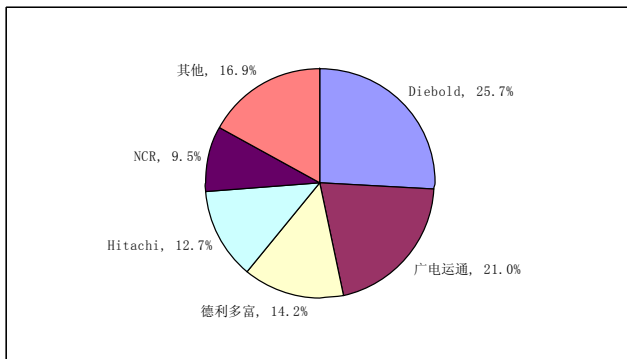
根据公司 2012 年的规划，公司将在今年努力开拓其他大行的市场，同时农村信用社的业务也将是公司近年比较重要的规划。公司 2011 年入围了中国银行的采购名单，虽然销售量偏低，但是高的成长空间还是可预期的。由于城市 ATM 机的市场增速逐年减缓，农村信用社等立足城市外围的客户将成为公司未来重要的销售对象。

2.3 公司地域优势明显，国内厂商份额提高

目前公司运营中的机器在 25,000 台左右，2012 年公司目标 30,000 台左右，其中超过半数以上的机器分布在长三角地区，由此可以看出公司在长三角区域优势明显，且在全国领域内的销售远未及天花板，未来市场发展空间巨大。

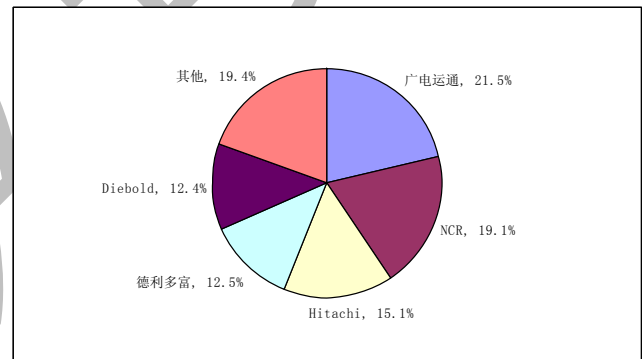
从 2007 年至 2010 年 4 年间国内 ATM 市场的占有率来看，国内品牌占有率日益提高，2010 年国内品牌的占比已超过 1/3。广电运通持续占据国内市场第一的位置，国内其他厂商例如东方通信、御银股份等市场占有率每年都有稳步的增长。

图 14：2007 年国内 ATM 机市场结构



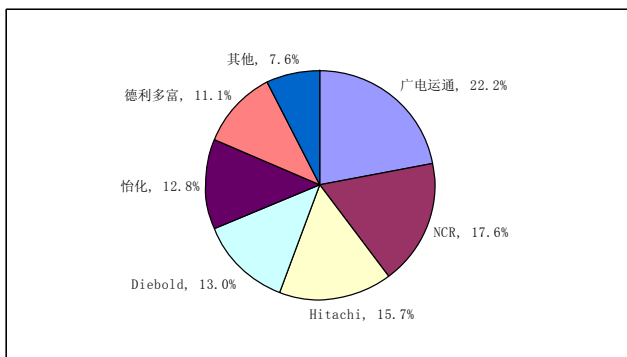
资料来源：《金融时报》，东兴证券整理

图 15：2008 年国内 ATM 机市场结构



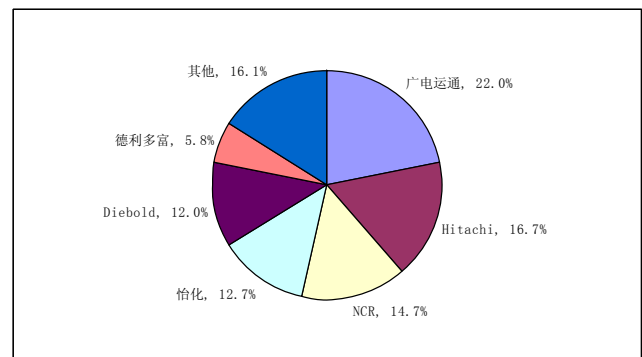
资料来源：《金融时报》，东兴证券整理

图 16：2009 年国内 ATM 机市场结构



资料来源：《金融时报》，东兴证券整理

图 17：2010 年国内 ATM 机市场结构



资料来源：《金融时报》，东兴证券整理

根据统计，公司 2011 年自主品牌的市场份额在 6%-7%，加上代销德利多富的机器数量，公司的市场份额约能占到 12%。2012 年根据公司的销售策略，在保持原有市场的同时重视农村市场的发展，我们预测公司 2012 年市场份额可以提高到 14% 左右。

2.4 市场增速稍有减缓，公司收益稳定

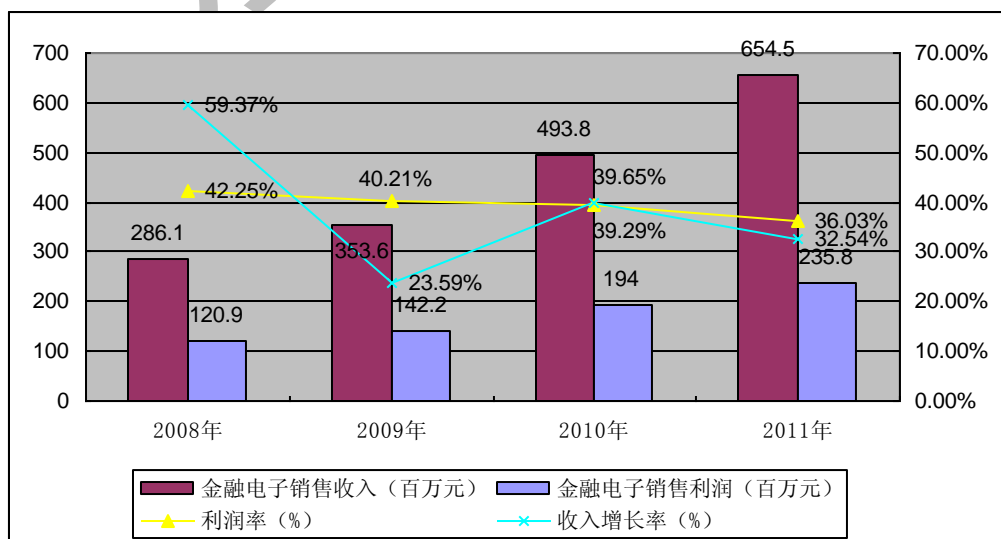
我国近年来金融电子行业发展迅速，ATM 机的保有量也逐年提升，不过和发达国家甚至世界平均水平相比都还有一定的差距。据中国人民银行的统计，2010 年我国每百万人 ATM 机的保有量为 202 台，低于世界平均水平，仅相当于排名前几位的发达国家的 1/6。基于这样的事实，我国 ATM 机的市场还是有非常大的空间的。但是从近些年

来 ATM 机产业的变化能够看出，ATM 机市场增速有逐步下降的趋势，目前市场增速为 20% 左右。随着城市 ATM 机保有量的增大，其增速有了比较明显减缓的趋势，各大行新增网点的增速也逐步缩小，随着网上银行以及移动支付的进一步普及，未来 ATM 机器存取款金额也将会一定量的下降。从上述事实可以看出以各商业银行、邮储、农信为代表的非大行网点增速更高、提供空间更广，另一方面欠发达地区未来提供的空间将会比发达地区大得多。

ATM 机市场未来的发展趋势与公司的商业银行-大行-农信的营销战略相对较为吻合。目前公司 ATM 机运营维护的收入在 8,000 万左右，从对公司的了解情况来看，公司目前已经有了比较完善的专业运维团队，未来会加强机器运营维护的比重，这对于 ATM 机销售市场的增速减缓将会是较好的补充。

公司近年在 ATM 机的销售、运维上的利润率基本均在 40% 以上，且年增速相对稳定，说明公司已经被市场所接纳，扩大市场占有率只是时间的问题。

图 18：近年公司金融电子销售收入、利润、利润率和同比增长率



资料来源：公司公告，东兴证券整理

我们认为，作为目前公司最核心的利润贡献业务，金融电子发展良好，年销售收入屡创新高，且能保持比较高的利润率。未来几年虽然国内市场增速减缓，但是从近些年国内厂商市场占有率稳步提高以及公司符合市场发展的销售策略可以断定，公司金融电子业务未来的业绩足以支撑公司较为健康的毛利率。

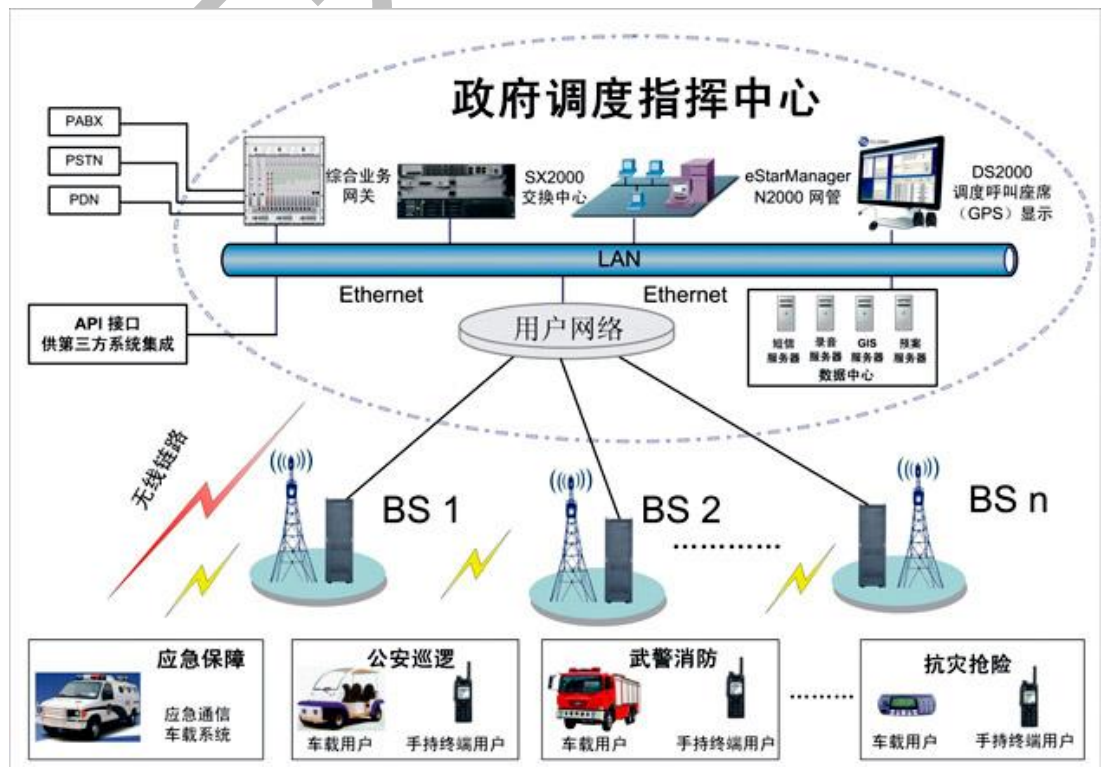
3. 无线数字集群经过多年投入终开花

3.1 在熟悉的业务中寻求突破，全自主技术优势明显

公司曾经参与过 GSM 和 CDMA 设备的研发和制造，作为老牌传统通信设备制造企业，公司没有忘记自身优势以及多年积累的成果。公司从 2007 年开始向金融电子发力的同时也将目光转向了未来更具有发展空间的数字集群业务。未来定位为做自己熟悉的事，这是公司远见和务实的体现。

公司之前与摩托罗拉、高通等公司的合作使公司意识到自主技术在今后业务发展中的重要性。2007 年公司成立无线集群事业部，为了使无线集群技术完全自主，公司在当年曾收购了一个专业集群的研发团队。目前公司的 eTRA 数字集群系统由公司完全自主研发，在功能上公司的 Tetra 网络可以接入其他专网制式的设备，例如模拟设备或 PDT 专网设备。

图 19：公司 eTRA 政府政务网



资料来源：公司网站，东兴证券整理

3.2 市场前景较其他技术更具优势，公司选择正确

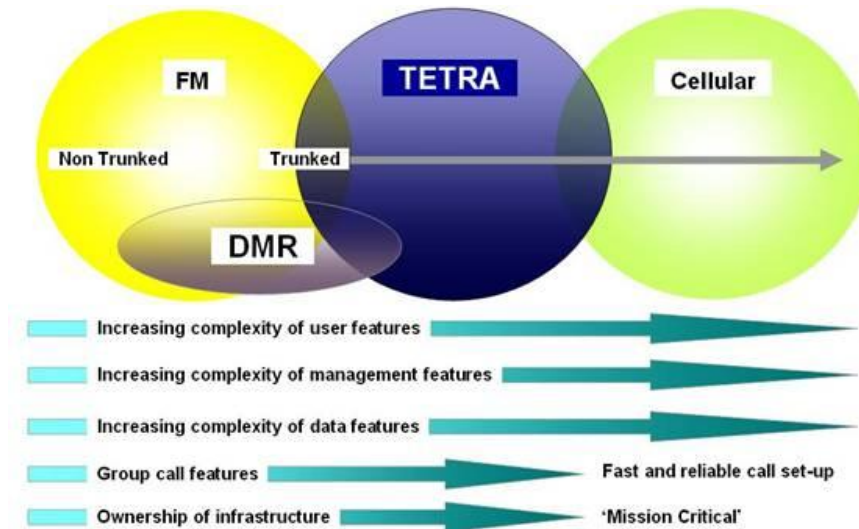
在集群通信领域，有着众多的标准，比如：TETRA、DMR、P25 等等。从目前国际市场来看 TETRA 和 DMR 成为其中的佼佼者。TETRA (Terrestrial Trunked Radio--陆上集群无线电) 数字集群通信系统是 ETSI (欧洲通信标准协会) 设计、制订统一标准的开放性系统。于一九八八年开始投入，如今已成为欧洲的标准，同时也像 GSM 一样，获得包含美国在内的欧洲以外国家及地区采用，相当具有发展潜力。

图 20: TETRA 在世界范围内的应用情况



资料来源:《Tetra 技术白皮书》, 东兴证券整理

图 21: 专网、公网用途区别对比



资料来源:《Tetra 技术白皮书》, 东兴证券整理

TETRA 数字集群通信系统可在同一技术平台上提供指挥调度、数据传输和电话服务, 它不仅提供多群组的调度功能, 而且还可以提供短数据信息服务、分组数据服务以及数字化的全双工移动电话服务。相对于 DMR 技术, TETRA 在频谱效率上具有非常的优势, 以至于虽然应用时间比 DMR 早了 10 年, 但是其市场接受程度仍然较 DMR 为高。在容量上, TETRA 定位于典型的集群系统, 可以提供很大的容量, 允许更多的人/终

端参与其中。在 2001 年和 2002 年，工信部曾发布文件要求国内数字集群系统必须以多家单位共享一个网络的方式建设，频谱在原则上不分配给单独单位独立使用，从这个规则上来看，显然 TETRA 是目前最为适合国内建设的集群系统。

公司对于由公安部牵头推动的 PDT 专网标准也有了产品化的实力，一旦 PDT 标准最终推出，公司将可以在第一时间将系统产品推入市场。由于众多的专网建设例如公共安全等是与国家机密密切相关的，在这种领域很显然公司的纯自主技术相对于外来技术在未来将更具备市场竞争力。

我们认为，公司对于国内数字集群市场是非常了解的，推出的 eTRA 系统也是非常符合市场需要的产品类型，根据我们的了解，公司的专网建设主要针对政府和公共应用等领域，事实上这样的定位是从对 TETRA 本身的属性的了解而决定的。虽然公司并没有配套终端的生产，但是公司与世界第二大集群终端厂商 Sepura 的战略合作使得公司在终端价格上具备一定优势，且与国外大厂的合作对于海外市场的开发是不无益处的。

3.3 多年投入终开花，杭州沈阳两地香

公司从 2007 年成立无线集群事业部开始，就将数字集群业务作为发展的重点进行培养，每年公司在集群业务上的研发投资高达数千万，仅 2011 年公司在此的研发投资就在 8,000 万元以上。

经过多年的隐忍，公司于去年终于在数字集群领域开始发力。目前公司在手沈阳地铁公安无线集群通信系统和杭州市数字集群无线政务专网两个项目。这两个项目第一期将会为公司在今年分别贡献 3000 万左右收入，订单量虽然不算很大，但是对于公司而言却意义重大。

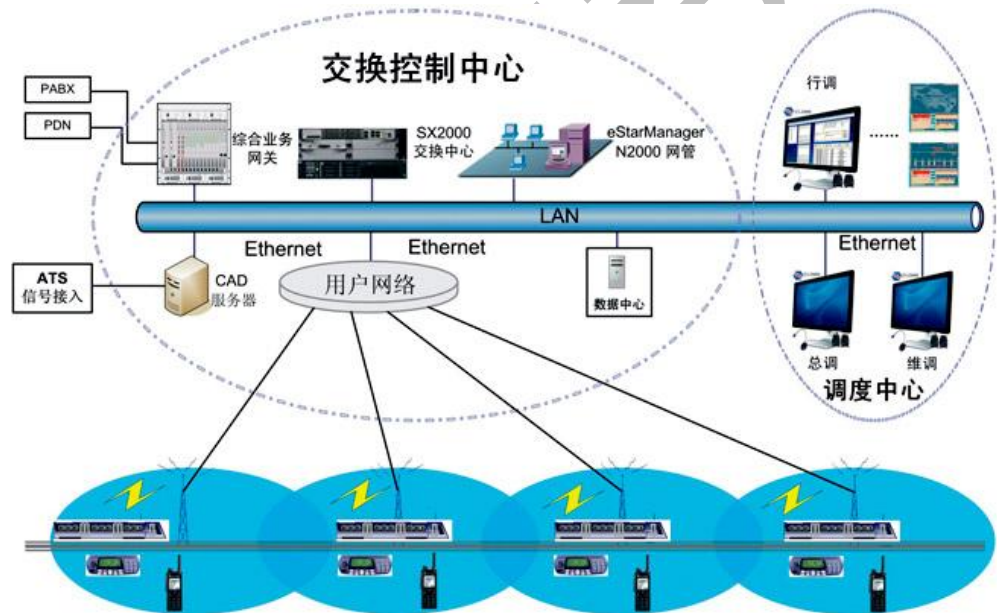
沈阳、杭州两个项目代表了公司分别成功进入了政府和公共应用两个主要应用领域，并且沈阳地铁的项目使得公司市场向长三角外迈出坚实的一步。另外，由于公司之前并没有足够建设专网的经验，这两个项目将为公司为公司在经验上打下牢靠的基础，并为公司在数字集群的建设和盈利模式上给予很好的思考空间。

表 1：数字集群三种主流运营模式

模式	特点	优点	风险
GOGO	政府建设、使用、管理	管理统一、安全保密、指挥协调具有权威性	决策缓慢、缺乏专业技术团队
GOCO	政府投资、专业公司运维	建设速度快、投入使用快	决策缓慢
COCO	公司建网、公司运维、政府采购服务	决策、建设周期短、拥有专业化运维	签订细致的网络服务协议非常重要

资料来源：东兴证券

图 22：公司对于城市轨道交通行业的解决方案



资料来源：《Tetra 技术白皮书》，东兴证券整理

3.4 跑马圈地已然开始，争取两年遍地开花

对于公司而言 2011 年是值得纪念的一年，这一年公司成功打开了数字集群商用的市场。而 2012 年更为重要，开拓和守江山远比打江山要具备挑战的多。目前公司的跑马圈地已经开始：eTRA 系统已经分别在江苏、浙江、山东、辽宁以及一些城市的地铁系统建立了实验网，PDT 网络则在温州进行试商用。公司这种建立实验网的跑马圈地的模式是符合集群网络销售策略的，在各地建立让用户能看得见摸得着的网络实体，是对公司技术能力最好的宣传，并且实验网的建设也将为培养专网用户使用习惯产生帮助。

公司的 eTRA 系统多方面的优势：发展性，eTRA 系统作为纯数字集群系统是符合国家政策和市场发展前景的；兼容性，eTRA 作为纯数字系统拥有非常好的兼容性，既可以接入模拟网络也可以接入其他集群系统，例如 PDT 等；自主性，eTRA 作为公司完全自主研发的 TETRA 网络系统，其自主性决定了其更容易被政府、公安等涉及机密的行业所接受，这与国家近些年极力推介的自主技术相匹配。按照公司现在圈地的规模和我们对公司前景的预期，我们认为在未来 2-3 年公司的集群业务将在各地开花，成为公司利润全新的高增长点。

图 23：目前公司数字集群实验网分别情况



资料来源：东兴证券整理

4. 电子制造业务转型，为无线集群发展做出准备

公司制造业务由于毛利过低，业务已经逐步主动缩减，例如之前与摩托罗拉合资的终端制造业已全部停止。目前公司仍保留着 17 条生产线，主要承接一些模块、医疗电子等产品的代加工，2011 年预计产生不到 2,000 万的利润。根据与公司的交流我们了解到之所以公司没有彻底放弃这些生产线是出于为今后集群等业务做准备的考虑，未来当公司集群业务发展起来，自己的生产线是必须具备的。

5. 网规网优与其他增值业务

目前以 IPS 业务为主的移动增值业务每年能为公司贡献 3,000 万左右的利润，网规网优以及一些软件服务能够贡献 2,000 万的利润，并每年有大概 20% 的增长。虽然这些业务对于公司业绩贡献有限，但是业务已培养了一些固定的客户资源，这将对公司未来的发展颇有益处。

6. 投资策略

我们预计公司 2012 年-2014 年的 EPS 分别为 0.26 元、0.40 元和 0.54 元，对应 PE 分别为 24 倍、16 倍和 12 倍，2013 年给予 20 倍的估值，6 个月目标价 7.9 元，首次给予“强烈推荐”的投资评级。

东兴证券

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	2,727.25	3,116.52	2,819.97	-9.52%	2,839.13	0.68%	3,031.98	6.79%
营业成本	2,359.19	2,692.83	2,331.79	-13.41%	2,183.78	-6.35%	2,182.57	-0.06%
营业费用	99.84	105.06	84.60	-19.47%	85.17	0.68%	90.96	6.79%
管理费用	276.44	245.45	197.40	-19.58%	198.74	0.68%	212.24	6.79%
财务费用	(7.77)	(18.34)	(12.80)	N/A	(14.75)	N/A	(16.35)	N/A
投资收益	65.17	105.11	120.00	14.16%	130.00	8.33%	140.00	7.69%
营业利润	29.84	166.20	305.79	83.99%	482.79	57.89%	667.24	38.20%
利润总额	192.43	199.99	340.79	70.40%	517.79	51.94%	702.24	35.62%
所得税	24.32	6.11	10.22	67.25%	15.53	51.94%	21.07	35.62%
净利润	168.11	193.88	330.56	70.50%	502.26	51.94%	681.17	35.62%
归属母公司所有者的净利润	144.94	187.81	324.56	72.82%	496.26	52.90%	675.17	36.05%
NOPLAT	19.28	143.34	284.19	98.26%	454.01	59.75%	631.36	39.07%
资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	1,111.29	1,177.93	1,382.84	17.40%	1,566.39	13.27%	1,703.11	8.73%
交易性金融资产	50.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	374.97	365.51	270.41	-26.02%	217.80	-19.46%	232.59	6.79%
预付款项	3.93	61.28	107.91	76.10%	151.59	40.47%	195.24	28.80%
存货	176.54	260.57	199.96	-23.26%	187.27	-6.35%	187.16	-0.06%
流动资产合计	1,804.01	1,907.39	1,996.29	4.66%	2,157.07	8.05%	2,354.90	9.17%
非流动资产	1,497.58	1,421.09	1,383.86	-2.62%	1,313.09	-5.11%	1,242.32	-5.39%
资产总计	3,301.59	3,328.48	3,380.15	1.55%	3,470.16	2.66%	3,597.22	3.66%
短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	190.41	189.15	140.55	-25.70%	119.66	-14.86%	119.59	-0.06%
预收款项	44.99	112.76	169.16	50.02%	225.94	33.57%	286.58	26.84%
流动负债合计	607.67	625.08	627.49	0.38%	662.57	5.59%	723.14	9.14%
非流动负债	31.94	17.76	28.56	60.87%	27.87	-2.44%	20.84	-25.22%
少数股东权益	146.13	132.72	138.72	4.52%	144.72	4.33%	150.72	4.15%
母公司股东权益	2,515.84	2,552.92	2,585.38	1.27%	2,635.01	1.92%	2,702.52	2.56%
净营运资本	1,196.34	1,282.30	1,368.80	6.75%	1,494.50	9.18%	1,631.76	9.18%
投入资本 IC	386.06	884.51	721.26	-18.46%	593.33	-17.74%	1,000.13	68.56%
现金流量表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	168.11	193.88	330.56	70.50%	502.26	51.94%	681.17	35.62%
折旧摊销	114.31	53.74	0.00	N/A	70.77	N/A	70.77	0.00%

净营运资金增加	(200.10)	85.97	86.50	0.62%	125.70	45.32%	137.26	9.20%
经营活动产生现金流	245.11	4.89	365.46	7369.87%	492.14	34.66%	601.05	22.13%
投资活动产生现金流	(337.97)	232.13	107.94	-53.50%	124.00	14.88%	134.00	8.06%
融资活动产生现金流	(143.04)	(170.21)	(268.49)	N/A	(432.59)	N/A	(598.33)	N/A
现金净增(减)	(235.90)	66.81	204.91	206.68%	183.55	-10.42%	136.72	-25.52%

东兴证券

分析师简介

王玉泉

清华大学学士、硕士、博士，2008年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

姚毅

加拿大渥太华大学电子工程硕士，4年通信从业经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事通信行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。