

海格通信 (002465.SZ)

其他通信设备行业

评级：增持 维持评级

公司研究简报

市价(人民币)：23.30元  
 目标(人民币)：25.20-26.19元

长期竞争力评级：高于行业均值

**市场数据(人民币)**

已上市流通A股(百万股)	85.00
总市值(百万元)	77.47
年内股价最高最低(元)	30.92/19.91
沪深300指数	2375.99
中小板指数	5009.56

**公司基本情况(人民币)**

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.725	0.701	0.836	1.073	1.320
每股净资产(元)	12.78	12.86	13.56	14.51	15.70
每股经营性现金流(元)	0.31	-0.00	0.73	0.46	0.80
市盈率(倍)	56.21	33.02	27.87	21.71	17.66
行业优化市盈率(倍)	40.24	31.87	31.87	31.87	31.87
净利润增长率(%)	13.77%	-3.29%	19.22%	28.34%	22.97%
净资产收益率(%)	5.67%	5.45%	6.16%	7.40%	8.41%
总股本(百万股)	332.51	332.51	332.51	332.51	332.51

来源：公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 公司于7月24日发布2012年上半年业绩快报，实现营业收入4.82亿元，同比增长7.79%；实现净利润1.00亿元，同比增长12.19%。符合我们的预期。综合我们5月份的调研情况，我们判断上半年的主要增长来自于传统业务军用无线电台。这个结构性变化带来了公司综合毛利率提升，公司净利润增速超过收入增速也印证了我们的判断。由于军用电台重新进入增长阶段，公司全年的增长压力较小，随着其他新产品收入在下半年体现，公司未来业绩增长有望逐季提升。全年有望达到20%的净利润增长。

**投资逻辑**

- **军用通讯设备壁垒高、利润好、产品生命周期长：**与民用通讯产品相比，军用通讯产品最显著的特征就是进入壁垒高、利润水平高、产品生命周期长，大类产品接近于永续经营。公司的军用无线电台业务是公司最有价值的业务，也是公司向卫星通信、军用数字集群等业务延伸的基础。
- **卫星导航、卫星通信以及军用数字集群将陆续实现规模销售：**卫星导航、卫星通信、军用数字集群与无线电台通讯一脉相承，公司在这些方向上成功是大概率事件。部分产品已经实现规模销售，预计今年底至明年将会看到更大的起色。
- **大海华民品平台初具规模：**大海华作为公司的民品平台，也已经初具规模，至少能为公司增长起到锦上添花的作用。
- **公司资产状况很好，ROE也将持续回升：**公司上市募集资金30亿元，资产质量很高，但也大幅拉低了ROE水平。随着新投入军工项目陆续实现规模销售，ROE水平有望持续回升，在中期回升至10%以上没有什么悬念。

**投资建议**

- 海格通信是军用无线电通信的龙头企业，技术水平和企业盈利能力经过时间的检验。上市后，公司的净资产由10亿上升至40亿水平，公司资源上了一个台阶；公司军品民品的布局都是前景足够广阔、公司又非常有希望突破的市场，ROE能够持续回升。同时南海局势日趋紧张，将促进军队在军事装备上的投入，也有助于提升市场对其的估值水平。

**估值**

- 综合相对估值和绝对估值，给予公司25.20元-26.19元的估值区间。维持对公司的“增持”评级。

**陈运红** 分析师 SAC 执业编号：S1130511030023  
 (8621)61038242  
 chenyh@gjzq.com.cn

**赵旭翔** 联系人  
 (8621)61038323  
 zhaoxx@gjzq.com.cn

## 内容目录

军用无线电龙头，电台、数字集群、卫星通信布局完整 .....	4
军用电台长期平稳增长，数字化机步师和全国应急通讯网建设是亮点 .....	4
无线电台向数字集群方向演化 .....	4
卫星通信 .....	4
无线电台、数字集群、卫星通信一脉相承，保证公司长期成长 .....	4
北斗导航在 2012-2013 年爆发 .....	5
北斗军队、政府应用进入关键时期，民用还需时日 .....	5
公司具备北斗导航的全产业链整合能力 .....	5
公司北斗业务增长最快的两年将是 2012 和 2013 年 .....	5
民用产品战略布局已经形成，但暂时不宜过高期待 .....	5
未来三年业务发展预测 .....	5
军用无线电台 .....	6
数字集群 .....	6
卫星导航 .....	6
卫星通信 .....	7
民用产品及其他 .....	7
费用预测 .....	8
盈利预测 .....	9
相对估值和绝对估值 .....	9
投资建议和评级 .....	10
附录：三张报表预测摘要 .....	12

## 图表目录

图表 1：预计 2012-2014 年，军用无线电台收入分别为 7.93 亿元、8.97 亿元和 9.86 亿元 .....	6
图表 2：预计 2012 年数字集群收入下滑至 7400 万元，2013-2014 年恢复增长，分别为 9600 万元和 1.34 亿元 .....	6
图表 3：预计 2012、2013 年卫星导航业务增速爆发，预计 2012-2014 年收入分别为 7300 万元、1.32 亿元和 1.72 亿元 .....	7
图表 4：预计 2012-2014 年卫星通信营业收入分别为 800 万元、2400 万元和 6000 万元 .....	7
图表 5：预计 2012-2014 年民用产品及其他项的销售收入分别为 1.85 亿元、2.22 亿元和 2.77 亿元 .....	8
图表 6：2012-2014 年，销售费用率显著下降是费率改善的最重要因素 .....	8

图表 7: 预计 2012-2014 年公司营业收入分别为 11.33 亿元、13.70 亿元和 16.30 亿元 .....	9
图表 8: 预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.84 元、1.07 元和 1.32 元 .....	9
图表 9: 取 $K_a=9.39\%$ , $TV$ 增长率=5%, APV 估值为 26.19 元。 .....	9
图表 10: APV 估值敏感性分析 .....	10
图表 9: 销售预测明细 .....	11

## 军用无线电龙头，电台、数字集群、卫星通信布局完整

### 军用电台长期平稳增长，数字化机步师和全国应急通讯网建设是亮点

- 公司是军用无线电龙头企业，短波、超短波、中长波电台是其主要销售产品。2007-2011年，军用电台及配套系统集成等销售收入保持稳定，基本没有增长。主要原因是2006年以后军用无线电台销售量上升到一个较高的基数，此后军费增长的主要方向并不在通讯领域。
- 根据调研情况，2012年无线电台的需求增速有望提高，除部队常规列装以外，数字化机步师和全国应急通讯网络的建设已经开始。这两项是无线电台需求的最大亮点。
- 2011年第一个数字化机步师已经开始装备，如果未来按照每年两个数字化机步师的装备速度，每个师5000台套无线电台，每台套10万元，每年数字化机步师的无线电台需求量约为10亿元。公司份额约为30%即3亿元，即依靠数字化机步师的新增需求，公司无线电台业务有望重新开始增长。
- 目前全国应急通讯网也已经开始建设，海格通信是副总乘研单位。应急通讯网以短波电台为主，预计也将为公司的无线电通信业务带来不小的新增需求。
- 从订单的角度，公司2011年新增的军用订单为9.4亿元，相比2010年增长32.02%，新增军用订单幅度为历年之最。但2011年订单完成程度较低，因此结转到2012年订单金额超过7亿元。这也将成为公司2012年军品销售收入增长的有力保证。

### 无线电台向数字集群方向演化

- 与民用通信相比，军用无线电通信的发展较为缓慢，也缺乏统一的组网规划和设计。近年来，军用电台逐步开始向数字化和集群化方向演进。数字无线电台替代模拟无线电台的进程已于几年前开始，海格通信销售的无线电台中已经有一小部分是数字电台。
- 专业用户的无线电台逐渐从常规通信（对讲机之间直接通话）向集群通信（对讲机通过基站和交换机实现跨区通信）演进的趋势明确。军用无线电台也开始了这个进程，预计未来几年内军队传统的无线电台平稳增长，更多的新增亮点在于数字集群。
- 公司2011年12月7日公告斥资3.2亿元投入新一代无线通信项目，我们推测是以军用数字集群为主。

### 卫星通信

- 相比传统无线电台通讯方式，卫星通信数据量大、覆盖效果好，适合军队装备。与发达国家相比，我国军用卫星通信的普及率和使用率较低。目前军用卫星通信系统的布局初步完成，但是卫星通信终端的部署才刚刚开始，预计未来几年卫星通信终端行业的出货量将成倍增长。
- 公司自2006年开始投入卫星通信的研发和生产，目前装备到团级的卫星通讯设备已经定型。比公司自行研发弹性更大的是公司2012年1月收购的南京寰坤科技公司，南京寰坤主要生产可装备到单兵的卫星通信产品，是国家二代卫星通信产品重点承研单位，拥有军品供应资质。
- 海格通信收购南京寰坤后，能够加快在卫星通信领域产品布局，以及强化自身在军用卫星通信领域的供货资质。能够形成良好的协同效应。

### 无线电台、数字集群、卫星通信一脉相承，保证公司长期成长

- 从长期来看，军用短波电台、数字集群、卫星通信是传承性很强的三项业务。
- 首先这三项业务均属于军用无线通信领域，技术方向和销售渠道很相近，市场壁垒也都比较高，新竞争对手较难进入。

- 其次，数字集群本身就属于电台的一种方式，只是用集群的方式来组织。无线电台通讯的演进方向也是数字集群，本质上这两项业务是一样的，只是新产品和老产品的关系。
- 再次，卫星通信是无线电台的一种有效的补充，但由于卫星通信成本较高，因此军队短时间内难以批量列装。如果将来卫星通信设备批量列装，有可能对无线电台产生一定的替代。但是对于海格这种同时从事无线电台和卫星通信的企业来说，无论卫星通信装备进程快慢，公司总的销售状况只会向好的方向发展。

## 北斗导航在 2012-2013 年爆发

### 北斗军队、政府应用进入关键时期，民用还需时日

- 从 2012 年 5 月在广州举办的《第三届中国卫星导航学术年会-走向应用的北斗》的调研情况来看，2012-2013 年是北斗产业关键的两年。虽然与 GPS 相比北斗产业链的成熟度仍然较低，北斗芯片、模块成本都高于 GPS，但是自 2012 年以来，北斗芯片、模块下降的速度较快，产业链逐渐成熟达到可应用状态。
- 目前我国已发射北斗卫星 13 颗，年内预计能达到 16 颗，覆盖亚太地区。2012 年是北斗导航应用的重要一年，军队以及政府的应用将进入关键时期。预计自 2012 年起的两三年内，军队和政府的北斗应用需求将会快速增长。来自这两个方面的需求启动会和产业链成熟、成本下降等因素形成良性循环。我们预计，至 2014 年国内北斗产业将初具规模。
- 但是，投资者对北斗民用不应有过高的期待。即使北斗已经在快速发展，但其产业链的成熟度和 GPS 相比仍会有不小的差距，距离大规模民用仍有很长的路要走，民用的商业逻辑也比军用和政府应用要复杂和客观，其内在规律难以意志为转移。

### 公司具备北斗导航的全产业链整合能力

- 海格通信在北斗导航领域持续投入多年，形成“芯片→模块→天线→整机→系统”全产业链布局。2011 年成功为广州市公务车提供北斗定位系统服务，成为北斗二代系统运用到民用导航领域的“示范工程”，实现了向民用导航领域的拓展。可以说海格通信是国内北斗导航领域中全产业链整合能力最强的企业之一。

### 公司北斗业务增长最快的两年将是 2012 和 2013 年

- 我们预计今年和明年将是国内军用、政府用北斗导航系统增长最快的两年，同样也将是公司北斗业务增长最快的两年。
- 至 2014 年，军用、政府用北斗导航将初具规模，继续高速增长的空间有限，因此增速将出现明显的下滑。而届时，北斗导航大规模商用的可能性仍然较低，因此公司导航业务的整体增速基本由军用和政府用需求决定。
- 最终，我们预测公司的导航业务将在 2012、2013 年实现高速增长，2014 年以后实现中速增长。

### 民用产品战略布局已经形成，但暂时不宜过高期待

- 公司在 2011 年收购海华电子 49% 少数股东权益，并向海华电子增资超过 6 亿元，打造民用产业园。未来公司将以海华电子为平台，整合现有民品业务，将海格现有民品业务（海华、集群、导航、软测）迁入海格民用产业科技园。
- 可以说公司已经形成了军用民用两翼的战略布局。但是我们认为，公司的比较优势仍然在军品业务，谨慎起见，投资者暂时不宜对民用业务有过高的期待。

### 未来三年业务发展预测

### 军用无线电台

- 预计 2012-2014 年，军用无线电台收入重新进入增长阶段，分别实现营业收入 7.93 亿元、8.97 亿元和 9.86 亿元，增速分别为 15%、13% 和 10%，毛利率基本上稳定在 56%。

**图表1：预计 2012-2014 年，军用无线电台收入分别为 7.93 亿元、8.97 亿元和 9.86 亿元**



来源：国金证券研究所

### 数字集群

- 预计 2012-2014 年，数字集群业务收入将出现一定波动，分别实现营业收入约 7400 万元、9600 万元和 1.34 亿元，增速分别为 -15%、30% 和 40%，毛利率由 29.43% 上升至 45%。增速波动的原因主要是 2011 年亚运会数字集群订单较大，而 2012 年收购天立通公司销售尚未形成规模。毛利率提升的原因是，由 OEM 摩托罗拉产品变转变为销售自己的产品。

**图表2：预计 2012 年数字集群收入下滑至 7400 万元，2013-2014 年恢复增长，分别为 9600 万元和 1.34 亿元**



来源：国金证券研究所

### 卫星导航

■ 预计 2012-2014 年，卫星导航将实现高速增长，主要是军用和政府使用的北斗导航系统的需求爆发。预计未来三年卫星导航收入规模分别为约为 7300 万元、1.32 亿元和 1.72 亿元，增速分别为 80%、80% 和 30%，毛利率水平维持在 61% 左右。由于军队和政府的需求容量有限，而民用北斗的需求短期难以培育，所以 2012、2013 年高增长后，北斗导航的需求将逐渐回落至平稳增长。

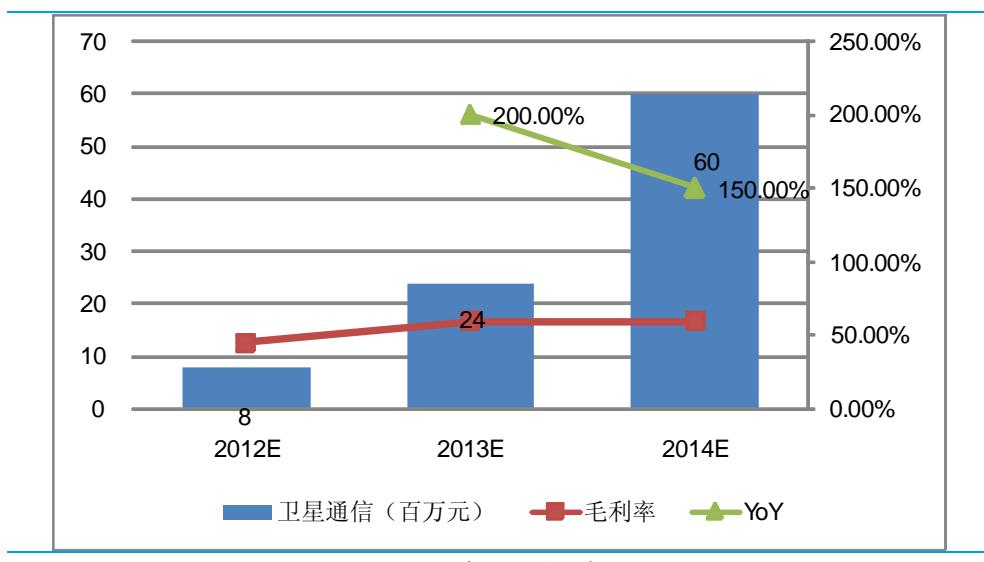
**图表3：预计 2012、2013 年卫星导航业务增速爆发，预计 2012-2014 年收入分别为 7300 万元、1.32 亿元和 1.72 亿元**



### 卫星通信

■ 卫星通信作为军用无线电台的高端替代产品，我们预计 2012 年公司将小批量供货。我们预计 2012-2014 年，公司卫星通信分别实现销售收入 800 万元、2400 万元和 6000 万元，毛利率水平由 2012 年 45% 提升至 2014 年 60%。

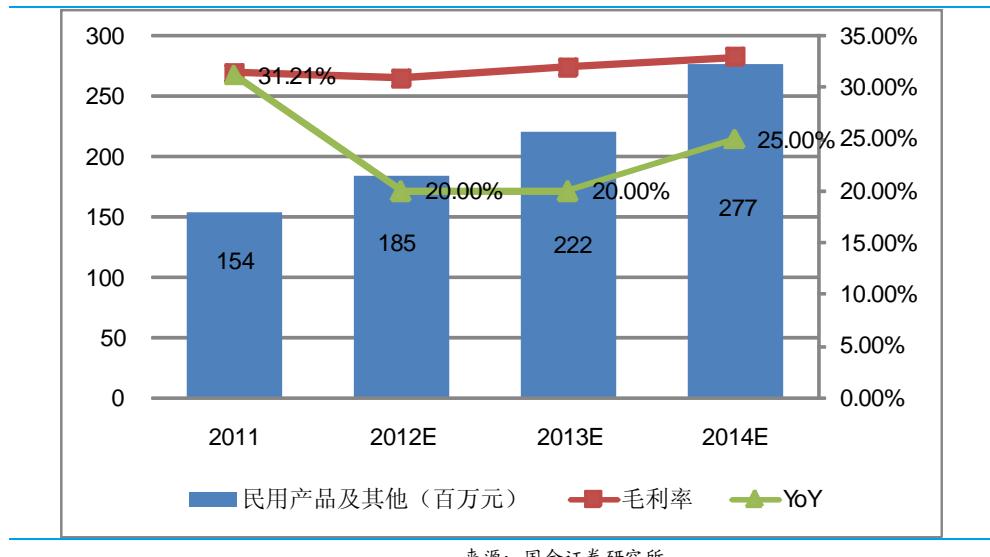
**图表4：预计 2012-2014 年卫星通信营业收入分别为 800 万元、2400 万元和 6000 万元**



### 民用产品及其他

我们认为公司目前的民用产品仍然处于布局阶段，并且公司在民用产品上并不具备明显的比较优势。因此在近期内，我们预计公司难以在民用产品上实现突破。我们预计 2012-2014 年，公司实现民用产品及其他项的销售收入 1.85 亿元、2.22 亿元和 2.77 亿元，增速维持在 20%-25%，毛利率在 31.21% 的基础上小幅提升至 33%。

图表5：预计 2012-2014 年民用产品及其他项的销售收入分别为 1.85 亿元、2.22 亿元和 2.77 亿元

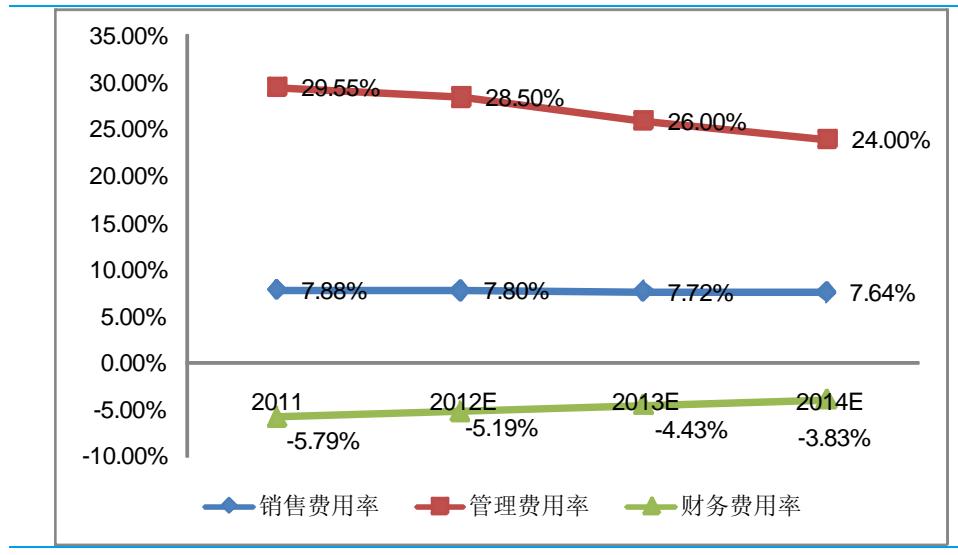


来源：国金证券研究所

## 费用预测

我们预计 2012-2014 年，销售费用率分别约为 7.80%、7.72% 和 7.64%，小幅下降；预计管理费用率分别约为 29.55%、28.50%、26.00% 和 24.00%，下降较为明显，主要原因是经过 2011 年的脉冲式增长后，管理费用的增长趋于稳定，而销售收入增长速度提升；预计财务费用率分别为 -5878 万元、-6071 万元和 -6241 万元，财务费用率分别为 -5.19%、-4.43% 和 -3.83%。

图表6：2012-2014 年，销售费用率显著下降是费率改善的最重要因素



来源：国金证券研究所

## 盈利预测

- 综合以上，我们预计公司 2012-2014 年营业收入分别为 11.33 亿元、13.70 亿元和 16.30 亿元，增长分别为 13.39%、20.91% 和 18.91%；预计 2012-2014 年净利润分别为 2.78 亿元、3.57 亿元和 4.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.84 元、1.07 元和 1.32 元，净利润同比增长分别为 19.22%、28.34% 和 22.97%。

图表7：预计 2012-2014 年公司营业收入分别为 11.33 亿元、13.70 亿元和 16.30 亿元



图表8：预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.84 元、1.07 元和 1.32 元



来源：国金证券研究所

## 相对估值和绝对估值

- 公司主营业务军用通讯产品的进入壁垒、稳定性与持续性，我们认为公司有理由享受比民用产品更高的估值溢价。考虑到公司新产品于 2013 年后逐步实现规模销售，未来的复合增长较为明确，给予  $30 \times 2012\text{EPS}$  的相对估值，25.20 元。
- 我们预计 2012 年平均每股净资产为 14.04 元，25.20 元的估值相当于 1.79 倍 PB。考虑到，公司新的军品将陆续实现规模销售，ROE 持续回升，中长期回升至 15% 以上（上市前为 24%）的可能性较大。1.79 倍 PB 的估值较为安全。
- 另外，假设  $K_a$  为 9.39%， $TV$  增长率为 5%，采用 APV 估值，公司的估值为 26.19 元。之所以取比普通模型更高的  $TV$  增长率，是因为公司的军工业务属性，壁垒高、稳定性好、生命周期长，接近于永续经营。

图表9：取  $K_a=9.39\%$ ， $TV$  增长率=5%，APV 估值为 26.19 元。

### I. APV

每股价值	26.19										TV	合计
企业值	8,798.25										5.0%	
股票价值	8,708.70											
会计年度截止日: 12/31	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	TV	合计
FCF	-39.89	-105.39	58.28	138.84	262.19	358.42	445.78	445.36	621.83	741.29	17,731.77	20,658.48
ITS	0.12	0.00	0.00	0.01	0.02	0.04	0.07	0.10	0.14	0.18	4.24	4.92
PV(FCF)	-36.46	-88.08	44.52	96.96	167.39	209.19	237.84	217.22	277.26	302.15	7,227.55	8,655.55
PV(ITS)	0.11	0.00	0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.00	0.00	1.73	1.97

来源：国金证券研究所

- 分别取  $K_a=10\%$ 、9.39%、9%， $TV$  增长率=4.5%、5%、5.5%，对 APV 估值做敏感性分析如下表

图表10: APV 估值敏感性分析

敏感性--APV

Ka	TV计算方法			1			TV增长率 (%)		
	1. TV增长率 (%)			2. FCF/ITS 倍数 (x)					
	低	中	高	低	中	高	低	中	高
低	9.00%			4.5%			4.5%		
中		9.39%			5.0%			30.00	
高			10.00%			5.5%			20.00
TV增长率 (%)		4.5%		5.0%		5.5%			
Ka	10.00%	9.39%	9.00%	10.00%	9.39%	9.00%	10.00%	9.39%	9.00%
企业值	6,938.99	8,028.22	8,883.39	7,510.72	8,798.38	9,831.70	8,209.51	9,766.53	11,050.96
债务	44.00	44.00	44.00	44.00	44.00	44.00	44.00	44.00	44.00
少数股东权益	45.55	45.55	45.55	45.55	45.55	45.55	45.55	45.55	45.55
股票价值	6,849.44	7,938.68	8,793.84	7,421.18	8,708.83	9,742.16	8,119.97	9,676.99	10,961.42
发行在外股数	332.51	332.51	332.51	332.51	332.51	332.51	332.51	332.51	332.51
每股股票价值	20.60	23.88	26.45	22.32	26.19	29.30	24.42	29.10	32.97

来源：国金证券研究所

■ 综合两种估值方法，我们给予公司区间估值 25.20 元-26.19 元。

### 投资建议和评级

- 海格通信是军用无线电通信的龙头企业，技术水平和企业盈利能力经过时间的检验。上市后，公司的净资产由 10 亿上升至 40 亿水平，公司资源上了一个台阶；公司军品民品的布局都是前景足够广阔、公司又非常有希望突破的市场，ROE 能够持续回升。同时南海局势日趋紧张，将促进军队在军事装备上的投入，也有助于提升市场对它的估值水平。
- 维持对公司的“增持”评级。

**图表11：销售预测明细**

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项目	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>通信产品</b>								
销售收入（百万元）	689.98	793.47	896.62	986.29	1,084.91	1,193.41	1,312.75	1,378.38
增长率(VOY)	-2.98%	15.00%	13.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	5.00%
毛利率	55.46%	56.00%	56.00%	56.00%	56.00%	55.44%	54.89%	54.34%
销售成本（百万元）	307.32	349.13	394.51	433.97	477.36	531.78	592.24	629.42
增长率(VOY)	-4.45%	13.61%	13.00%	10.00%	10.00%	11.40%	11.37%	6.28%
毛利（百万元）	382.66	444.34	502.11	552.32	607.55	661.62	720.51	748.97
增长率(VOY)	-1.77%	16.12%	13.00%	10.00%	10.00%	8.90%	8.90%	3.95%
占总销售额比重	71.01%	70.00%	65.43%	60.52%	56.91%	53.80%	50.88%	47.38%
占主营业务利润比重	79.44%	77.46%	71.27%	65.36%	61.14%	57.38%	53.95%	50.33%
<b>数字集群</b>								
销售收入（百万元）	86.93	73.89	96.06	134.49	174.83	227.28	295.47	384.11
增长率(VOY)	25.72%	-15.00%	30.00%	40.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	29.43%	32.00%	38.00%	45.00%	47.25%	49.61%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）	61.35	50.25	59.56	73.97	92.22	114.52	147.73	192.05
增长率(VOY)	0.35%	-18.10%	18.53%	24.19%	24.68%	24.18%	29.00%	30.00%
毛利（百万元）	25.58	23.65	36.50	60.52	82.61	112.76	147.73	192.05
增长率(VOY)	219.25%	-7.58%	54.38%	65.79%	36.50%	36.50%	31.02%	30.00%
占总销售额比重	8.95%	6.52%	7.01%	8.25%	9.17%	10.25%	11.45%	13.20%
占主营业务利润比重	5.31%	4.12%	5.18%	7.16%	8.31%	9.78%	11.06%	12.91%
<b>卫星通信</b>								
销售收入（百万元）	0.00	8.00	24.00	60.00	108.00	151.20	196.56	245.70
增长率(VOY)			200.00%	150.00%	80.00%	40.00%	30.00%	25.00%
毛利率	0.00%	45.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	59.40%	58.81%
销售成本（百万元）	0.00	4.40	9.60	24.00	43.20	60.48	79.80	101.21
增长率(VOY)			118.18%	150.00%	80.00%	40.00%	31.95%	26.83%
毛利（百万元）	0.00	3.60	14.40	36.00	64.80	90.72	116.76	144.49
增长率(VOY)			300.00%	150.00%	80.00%	40.00%	28.70%	23.75%
占总销售额比重	0.00%	0.71%	1.75%	3.68%	5.67%	6.82%	7.62%	8.45%
占主营业务利润比重	0.00%	0.63%	2.04%	4.26%	6.52%	7.87%	8.74%	9.71%
<b>导航定位</b>								
销售收入（百万元）	40.76	73.38	132.08	171.70	206.04	247.24	296.69	326.36
增长率(VOY)	-9.28%	80.00%	80.00%	30.00%	20.00%	20.00%	20.00%	10.00%
毛利率	61.34%	61.00%	61.00%	61.00%	61.00%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本（百万元）	15.76	28.62	51.51	66.96	80.35	98.90	118.68	130.55
增长率(VOY)	-10.89%	81.58%	80.00%	30.00%	20.00%	23.08%	20.00%	10.00%
毛利（百万元）	25.00	44.76	80.57	104.74	125.68	148.35	178.02	195.82
增长率(VOY)	-8.23%	79.00%	80.00%	30.00%	20.00%	18.03%	20.00%	10.00%
占总销售额比重	4.20%	6.47%	9.64%	10.54%	10.81%	11.15%	11.50%	11.22%
占主营业务利润比重	5.19%	7.80%	11.44%	12.39%	12.65%	12.86%	13.33%	13.16%
<b>民用产品及其他</b>								
销售收入（百万元）	153.95	184.74	221.69	277.11	332.54	399.04	478.85	574.62
增长率(VOY)	31.21%	20.00%	20.00%	25.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	31.48%	31.00%	32.00%	33.00%	34.00%	35.00%	36.00%	36.00%
销售成本（百万元）	105.49	127.47	150.75	185.67	219.47	259.38	306.47	367.76
增长率(VOY)	27.21%	20.84%	18.26%	23.16%	18.21%	18.18%	18.15%	20.00%
毛利（百万元）	48.46	57.27	70.94	91.45	113.06	139.67	172.39	206.86
增长率(VOY)	40.85%	18.17%	23.87%	28.91%	23.64%	23.53%	23.43%	20.00%
占总销售额比重	15.84%	16.30%	16.18%	17.01%	17.44%	17.99%	18.56%	19.75%
占主营业务利润比重	10.06%	9.98%	10.07%	10.82%	11.38%	12.11%	12.91%	13.90%
销售总收入（百万元）	971.63	1133.48	1370.45	1629.58	1906.32	2218.18	2580.32	2909.18
销售总成本（百万元）	489.91	559.86	665.93	784.56	912.62	1065.06	1244.92	1420.99
毛利（百万元）	481.71	573.62	704.52	845.02	993.71	1153.12	1335.40	1488.19
平均毛利率	49.58%	50.61%	51.41%	51.86%	52.13%	51.98%	51.75%	51.16%

来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>949</b>	<b>966</b>	<b>1,000</b>	<b>1,133</b>	<b>1,370</b>	<b>1,630</b>							
增长率	1.7%	3.5%	13.4%	20.9%	18.9%		货币资金	320	3,221	2,886	2,933	2,933	3,101
<b>主营业务成本</b>	<b>-476</b>	<b>-487</b>	<b>-501</b>	<b>-560</b>	<b>-666</b>	<b>-785</b>	应收账款	261	325	403	417	504	555
%销售收入	50.1%	50.4%	50.1%	49.4%	48.6%	48.1%	存货	411	561	679	690	785	903
<b>毛利</b>	<b>474</b>	<b>479</b>	<b>498</b>	<b>574</b>	<b>705</b>	<b>845</b>	其他流动资产	8	13	63	36	42	49
%销售收入	49.9%	49.6%	49.9%	50.6%	51.4%	51.9%	流动资产	1,000	4,119	4,031	4,076	4,263	4,608
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	%总资产	63.9%	87.1%	84.1%	82.5%	80.6%	80.3%
%销售收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	长期投资	55	101	141	142	141	141
<b>营业费用</b>	<b>-61</b>	<b>-60</b>	<b>-79</b>	<b>-88</b>	<b>-106</b>	<b>-125</b>	固定资产	478	471	485	651	808	908
%销售收入	6.4%	6.2%	7.9%	7.8%	7.7%	7.6%	%总资产	30.5%	10.0%	10.1%	13.2%	15.3%	15.8%
<b>管理费用</b>	<b>-211</b>	<b>-244</b>	<b>-295</b>	<b>-323</b>	<b>-356</b>	<b>-391</b>	无形资产	24	29	133	72	77	82
%销售收入	22.2%	25.3%	29.5%	28.5%	26.0%	24.0%	非流动资产	566	609	762	866	1,028	1,133
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>200</b>	<b>171</b>	<b>121</b>	<b>156</b>	<b>236</b>	<b>321</b>	%总资产	36.1%	12.9%	15.9%	17.5%	19.4%	19.7%
%销售收入	21.1%	17.7%	12.1%	13.8%	17.2%	19.7%	<b>资产总计</b>	<b>1,566</b>	<b>4,728</b>	<b>4,794</b>	<b>4,942</b>	<b>5,291</b>	<b>5,741</b>
<b>财务费用</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>58</b>	<b>59</b>	<b>61</b>	<b>62</b>	短期借款	196	25	44	0	0	0
%销售收入	1.1%	0.0%	-5.8%	-5.2%	-4.4%	-3.8%	应付款项	247	316	299	325	351	392
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	其他流动负债	49	16	25	57	60	63
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	492	357	369	383	411	456
<b>投资收益</b>	<b>6</b>	<b>46</b>	<b>40</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	长期贷款	80	0	0	0	0	1
%销售收入	2.6%	17.6%	14.7%	9.8%	7.6%	6.2%	其他长期负债	74	73	104	0	0	0
<b>%税前利润</b>	<b>2.6%</b>	<b>17.6%</b>	<b>14.7%</b>	<b>9.8%</b>	<b>7.6%</b>	<b>6.2%</b>	<b>负债</b>	<b>646</b>	<b>430</b>	<b>473</b>	<b>383</b>	<b>411</b>	<b>457</b>
<b>营业利润</b>	<b>195</b>	<b>217</b>	<b>215</b>	<b>242</b>	<b>325</b>	<b>413</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>865</b>	<b>4,250</b>	<b>4,275</b>	<b>4,510</b>	<b>4,824</b>	<b>5,219</b>
<b>营业利润率</b>	<b>20.5%</b>	<b>22.5%</b>	<b>21.5%</b>	<b>21.3%</b>	<b>23.7%</b>	<b>25.4%</b>	<b>少数股东权益</b>	<b>55</b>	<b>49</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>57</b>	<b>66</b>
<b>营业外收支</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>57</b>	<b>65</b>	<b>70</b>	<b>74</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,566</b>	<b>4,728</b>	<b>4,794</b>	<b>4,942</b>	<b>5,291</b>	<b>5,741</b>
<b>税前利润</b>	<b>237</b>	<b>262</b>	<b>272</b>	<b>307</b>	<b>395</b>	<b>487</b>							
<b>利润率</b>	<b>25.0%</b>	<b>27.2%</b>	<b>27.2%</b>	<b>27.0%</b>	<b>28.9%</b>	<b>29.9%</b>							
<b>所得税</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	<b>-35</b>	<b>-25</b>	<b>-32</b>	<b>-39</b>							
<b>所得税率</b>	<b>8.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>12.9%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>							
<b>净利润</b>	<b>217</b>	<b>243</b>	<b>237</b>	<b>282</b>	<b>364</b>	<b>448</b>							
<b>净利润率</b>	<b>22.3%</b>	<b>25.0%</b>	<b>23.3%</b>	<b>24.5%</b>	<b>26.0%</b>	<b>26.9%</b>							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>217</b>	<b>243</b>	<b>237</b>	<b>282</b>	<b>364</b>	<b>448</b>	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.856	0.725	0.701	0.836	1.073	1.320
非现金支出	34	32	36	43	48	55	每股净资产	3.496	12.780	12.858	13.564	14.507	15.697
非经营收益	4	-36	-36	-96	-100	-103	每股经营现金净流	0.432	0.312	0.000	0.734	0.456	0.803
营运资金变动	-148	-135	-236	15	-160	-133	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>经营活动现金净流</b>	<b>107</b>	<b>104</b>	<b>0</b>	<b>244</b>	<b>152</b>	<b>267</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-34	-32	-38	-81	-139	-87	净资产收益率	24.49%	5.67%	5.45%	6.16%	7.40%	8.41%
投资	0	0	-118	-1	0	0	总资产收益率	13.53%	5.10%	4.86%	5.63%	6.74%	7.64%
其他	0	0	6	30	30	30	投入资本收益率	15.30%	3.67%	2.41%	3.16%	4.44%	5.59%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-34</b>	<b>-32</b>	<b>-151</b>	<b>-52</b>	<b>-109</b>	<b>-57</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	0	3,145	0	0	0	0	主营业务收入增长率	3.90%	1.74%	3.50%	13.39%	20.91%	18.91%
债权募资	14	-252	21	-143	0	1	EBIT增长率	-7.16%	-14.29%	-29.33%	29.24%	50.50%	36.38%
其他	-67	-64	-205	-1	-43	-43	净利润增长率	-2.68%	13.77%	-3.29%	19.22%	28.34%	22.97%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-53</b>	<b>2,829</b>	<b>-184</b>	<b>-145</b>	<b>-43</b>	<b>-42</b>	总资产增长率	0.76%	201.84%	1.39%	3.10%	7.07%	8.50%
<b>现金净流量</b>	<b>20</b>	<b>2,900</b>	<b>-334</b>	<b>47</b>	<b>0</b>	<b>168</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	72.5	97.2	121.1	120.0	120.0	110.0
							存货周转天数	349.4	364.6	451.5	450.0	430.0	420.0
							应付账款周转天数	104.5	129.7	155.8	150.0	130.0	120.0
							固定资产周转天数	166.5	155.3	176.3	192.5	187.8	169.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-4.79%	-74.35%	-65.77%	-64.33%	-60.09%	-58.66%
							EBIT利息保障倍数	19.6	-445.6	-2.1	-2.7	-3.9	-5.1
							资产负债率	41.27%	9.09%	9.86%	7.74%	7.77%	7.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	2	3	6
增持	0	1	2	3	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.38</b>	<b>1.43</b>	<b>1.44</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2011-01-27	<b>增持</b>	33.18	45.00 ~ 50.00
2 2011-12-08	<b>增持</b>	24.35	N/A

来源：国金证券研究所


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 5599-8803  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B