

# 华数传媒 (000156.SZ) 广播影视行业

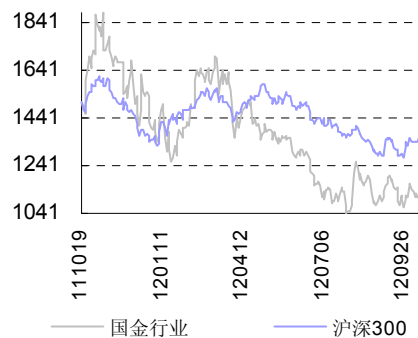
新股研究

## 高成长新媒体运营商

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据 (人民币)

发行价(元)	8.98
发行A股数量(百万股)	36.00
总股本(百万股)	1,097.03
国金广播影视指数	1120.60
沪深300指数	2336.08
深证成指	8798.20



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.550	0.879	0.170	0.238	0.324
每股净资产(元)	-2.53	-1.71	-0.27	1.80	4.66
每股经营性现金流(元)	-0.01	-0.18	-0.45	2.07	2.70
市盈率(倍)	0.81	1.42	7.35	5.25	3.85
行业优化市盈率(倍)	97.74	85.71	58.36	58.36	58.36
净利润增长率(%)	118.37%	-43.33%	78.51%	39.98%	36.25%
净资产收益率(%)	-61.18%	-51.45%	-582.06%	122.24%	64.23%
总股本(百万股)	118.94	118.94	1,097.03	1,097.03	1,097.03

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资要点

- **互动电视用户发展空间大，多元渠道竞争制胜关键在内容：**有线数字电视、IPTV、互联网电视、智能电视皆有可能提供集“直播+互动点播+应用”于一体的视听体验。国内有线双向网络覆盖用户已达7650万，天威视讯、杭州华数当地互动电视渗透率已达30%之上；基于有线双向网推广互动电视业务潜力空间大。IPTV、互联网电视、智能电视多元渠道崛起背景下，互动电视业务竞争激烈。参考海外市场案例，成为主导视频业态的渠道，关键在于内容与服务的竞争优势突出。
- **公司新媒体业务已成主要利润增长点，浙江互动电视用户数与UP值齐升前景确定：**新媒体业务尤其是互动电视高速增长已成为公司收入与利润增长的主要驱动。浙江地区网络基础好、用户质量优，杭州互动电视用户订阅率已达30%；随着浙江省网整合带来1100万用户注入上市公司，华数传媒在杭州地区的主动营销与互动电视综合服务可复制至全省；浙江省互动电视用户渗透率具备持续提升前景带来UP上升空间。
- **基于付费用户的内容优势与创新能力突出，全国市场开拓及多屏运营奠定大视频时代市场份额：**公司新媒体业务的内容平台产品设计与运营较为成熟，而基于付费用户的稳定现金流为内容资源的持续投入提供支撑；较以广告为主要盈利模式的视频网站具备更高的单用户产值，更易于实现基于投入产出比的内容资源投入，保持内容创新优势。公司内容平台在有线网络、互联网电视、智能电视不同渠道均已实现全国性输出。公司基于规模化电视屏用户体验，持续的内容与服务创新将奠定大视频时代市场地位。
- **浙江省网资产5年内注入，华数集团宽带网络业务资产24个月内注入：**公司已获得承诺，华数集团与浙江网络7名股东在5年内将浙江网络已完成整合并持有的资产和业务置入上市公司；华数集团旗下的宽带网络业务在24个月内由华数传媒通过收购资产的方式纳入上市公司。

### 投资建议

- 我们预测公司2012-2014年EPS分别为0.16、0.23、0.31元，年业绩增速分别达54%、40%、32%，三年复合增长率42%。
- 考虑到华数传媒“内容平台+网络运营”业态，基于自有用户基础上新媒体业务获得高增长，较目前A股可比标的百视通对现金流掌控能力更强；且未来五年业绩承诺

公司上市合理价格为6.72元。

王铮

分析师 SAC 执业编号：S1130511060001  
(8621)61038285  
wang\_zheng@gjzq.com.cn

## 内容目录

行业：互动电视用户发展空间大，多元渠道竞争制胜关键在内容.....	4
互动电视普及率迅速提升，有线网络双向互动电视用户渗透率提升空间大..	4
互动电视、IPTV、智能电视竞争激烈，内容与服务为制胜关键.....	5
公司：新媒体业务已具规模，深耕浙江、面向全国、多屏运营 .....	7
公司概况:股东产业背景雄厚，新媒体业务已成为利润主要增长点 .....	7
投资要点:浙江省网资产 5 年内注入，宽带网络业务资产 24 个月内注入.....	9
投资要点:网络基础与用户质量优，浙江互动电视用户渗透率有望持续提升..	9
投资要点:内容优势与创新能力突出，基于付费模式的现金流支撑内容投入	10
投资要点:实现全国市场与多屏运营，承担 NGB 融合业务创新研发.....	10
成长空间 .....	11
省网注入与互动电视用户渗透率提升带来浙江省用户数与 UP 值齐升前景	11
全国市场开拓及多屏运营奠定多元渠道格局下的市场占有率.....	11
互联网视听、新媒体广告等业务将渐成规模 .....	11
盈利预测与估值定价 .....	11
盈利预测 .....	11
估值定价 .....	11
风险提示 .....	12
附录：三张报表预测摘要 .....	15

## 图表目录

图表 1：视听渠道多元化的变革 .....	4
图表 2：电视综合人口覆盖率 .....	5
图表 3：有线电视用户数与入户率 .....	5
图表 4：有线双向网络覆盖用户情况（万户） .....	5
图表 5：有线双向互动电视订购用户数（万户） .....	5
图表 6：天威视讯用户终端数（万）与互动电视渗透率.....	5
图表 7：歌华有线用户数（万）与互动电视渗透率 .....	5
图表 8：IPTV 用户宽带渗透率.....	6
图表 9：江苏省、上海与杭州市 IPTV 用户渗透率 .....	6
图表 10：美国 IPTV、香港 IPTV、国内 IPTV 与国内互动电视发展市场环境..	6
图表 11：华数传媒股权结构与华数集团下属企业股权关系图 .....	7
图表 12：华数新媒体业务范围 .....	8
图表 13：公司近三年有线电视网络业务收入（万元） .....	8
图表 14：公司近三年新媒体业务收入（万元） .....	8

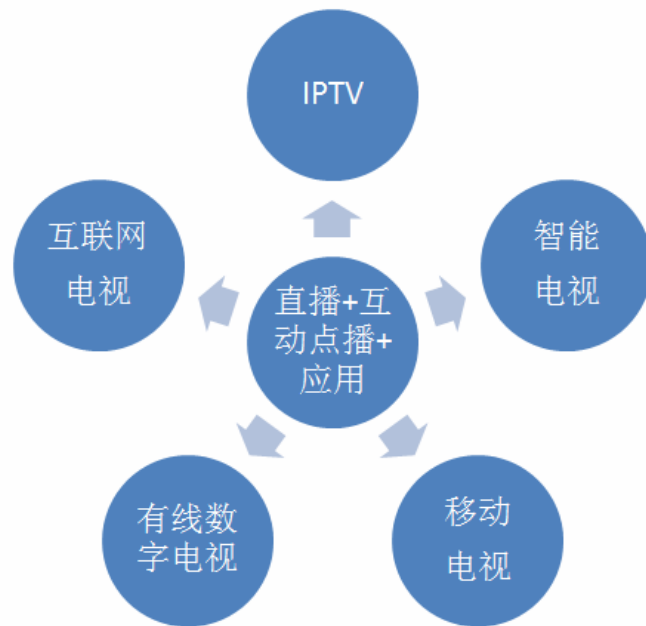
图表 15: 浙江省网络用户情况 .....	10
图表 16: 华数传媒已控股网络互动电视用户渗透率 .....	10
图表 17: 盈利预测表 .....	13
图表 18: 行业估值表 .....	14

行业：互动电视用户发展空间大，多元渠道竞争制胜关键在内容

互动电视普及率迅速提升，有线网络双向互动电视用户渗透率提升空间大

- 视听渠道多元化、用户体验从单向的内容直播转变为集“直播+互动点播+应用”为一体是视听传输渠道正在发生且仍处于持续变革中的大趋势；新的视听潮流中，有线数字电视、IPTV、互联网电视、智能电视皆有可能提供丰富的内容与应用体验。我国电视综合人口覆盖率接近 98%，电视节目直播服务需求已接近饱和；“互动点播+应用”为新媒体渠道开发与耕耘的重点，互动电视普及率正在迅速提升。

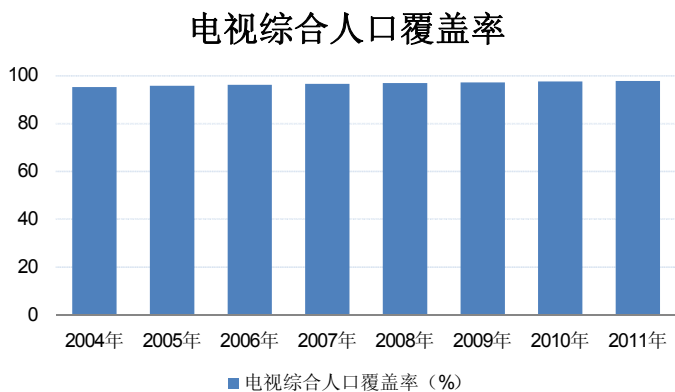
图表1：视听渠道多元化的变革



来源：国金证券研究所

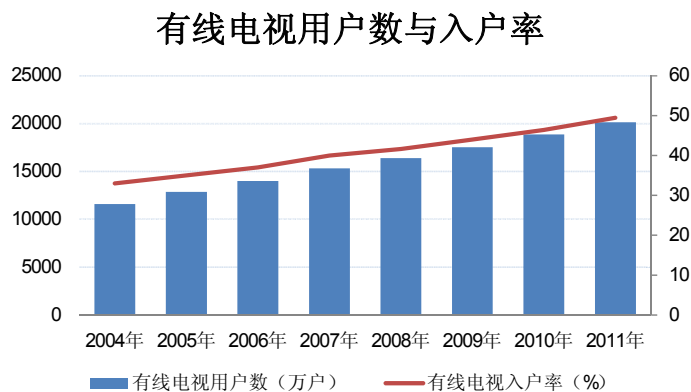
- 基于有线网络提供交互电视服务有赖于双向网络覆盖率的提升；2011年底国内双向网络覆盖用户数约 7650 万；双向互动电视订购用户达 883 万，过去两年高速增长。已订购双向互动电视服务的用户数在全部有线网络用户中占比仅 4.38%，渗透率较低，增长空间巨大。近年来国内双向网络改造相对缓慢钳制了有线网互动增值业务的开拓速度，但在已改造网络覆盖用户基础中推广互动电视业务潜力空间仍然很大，增速则取决于运营商的作为。

图表2: 电视综合人口覆盖率

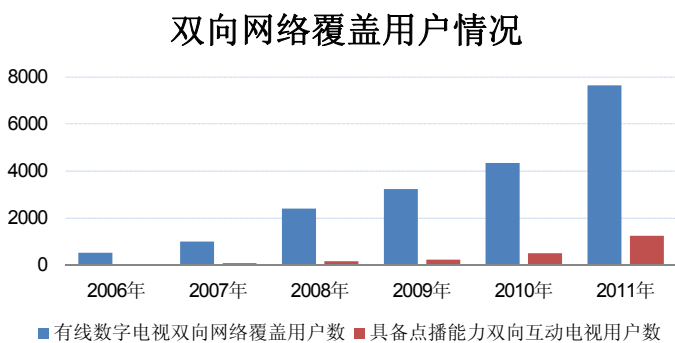


来源: 广电总局, 国金证券研究所

图表3: 有线电视用户数与入户率

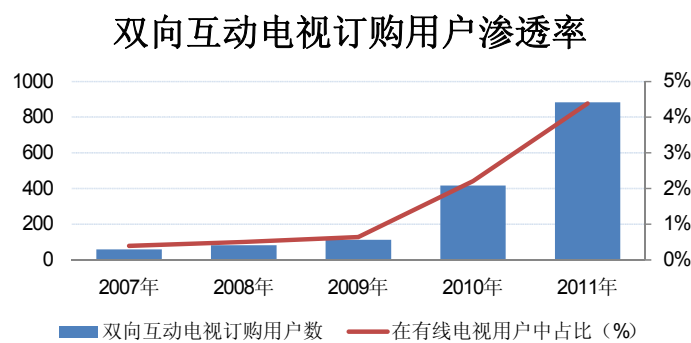


图表4: 有线双向网络覆盖用户情况 (万户)



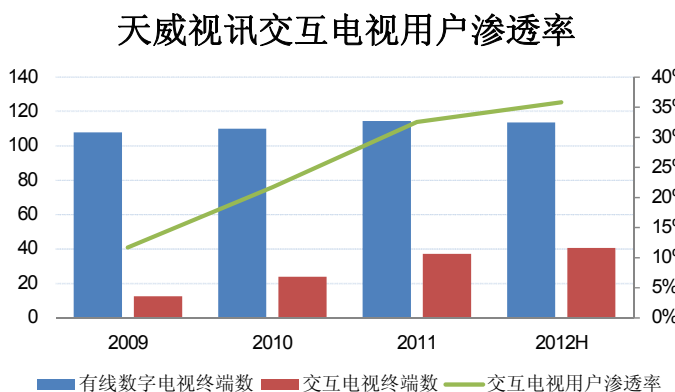
来源: 广电总局, 络达咨询, 国金证券研究所

图表5: 有线双向互动电视订购用户数 (万户)



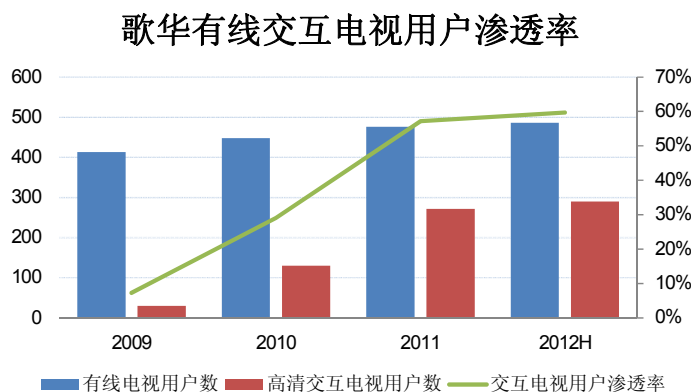
■ 2012年6月, 天威视讯、歌华有线的互动电视用户渗透率分别在36%、60%左右; 华数传媒基于杭州有线网络用户, 所发展的互动电视用户渗透率也已达30%。国内互动电视业务开拓领先的有线网络运营商互动电视用户渗透率达较高水平。

图表6: 天威视讯用户终端数 (万) 与互动电视渗透率



来源: 公司资料, 国金证券研究所

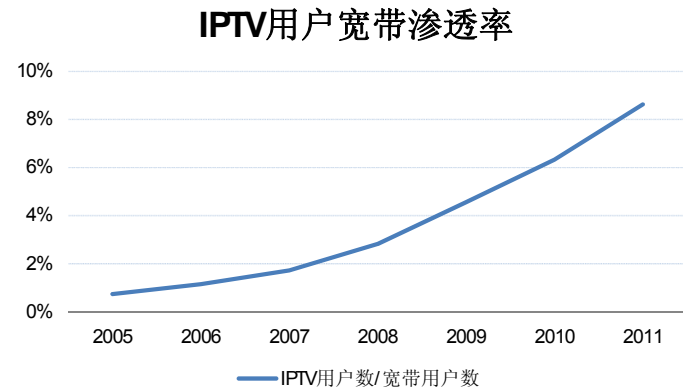
图表7: 歌华有线用户数 (万) 与互动电视渗透率



互动电视、IPTV、智能电视竞争激烈, 内容与服务为制胜关键

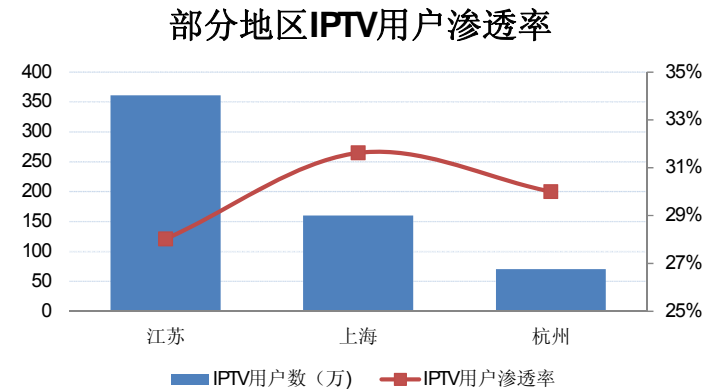
- IPTV、互联网电视、智能电视等新渠道崛起后，基于有线网的互动电视面临激烈的竞争。尤其是IPTV以“直播+交互式播放”为卖点，与电信或有线网络的基础业务捆绑销售，定价具竞争力，商业模式成熟；并依托电信实现市场快速开拓；与有线互动电视形成正面竞争。在与宽带业务捆绑销售策略的作用下，江苏、上海等地区IPTV的宽带渗透率已在30%左右。
- 参考美国与香港市场IPTV与有线网络的竞争格局；成为主导视频业态的渠道，关键在于所运营内容资源的竞争优势突出。Google、苹果等海外巨头在进入智能电视业态时，也须寻求广泛的内容支持。多元新媒体渠道PK战中，内容与服务为制胜的关键。

图表8: IPTV用户宽带渗透率

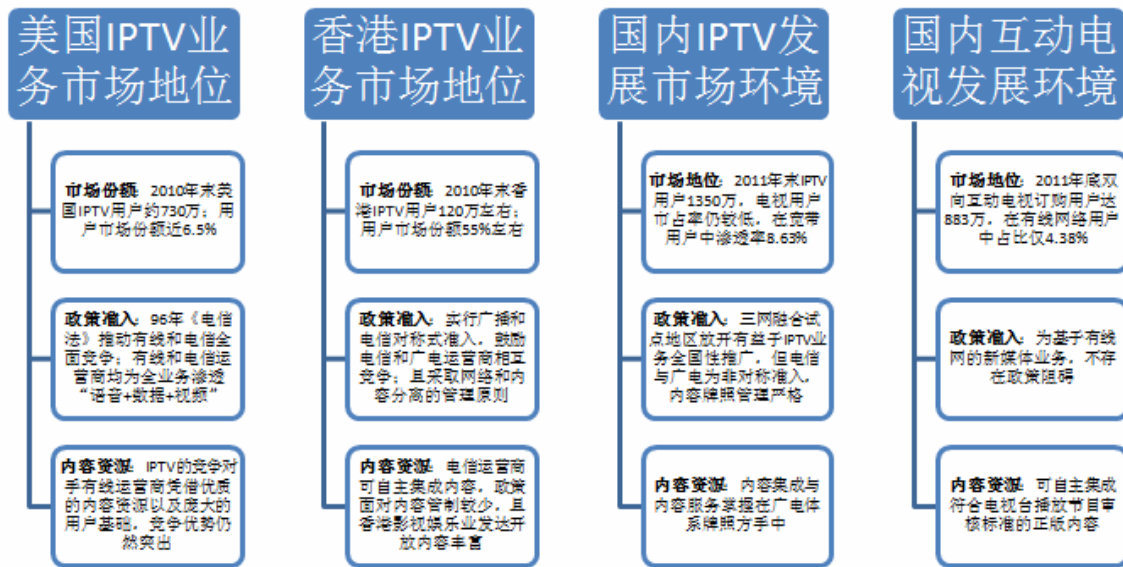


来源: 工信部, 国金证券研究所

图表9: 江苏省、上海与杭州市IPTV用户渗透率



图表10: 美国IPTV、香港IPTV、国内IPTV与国内互动电视发展市场环境



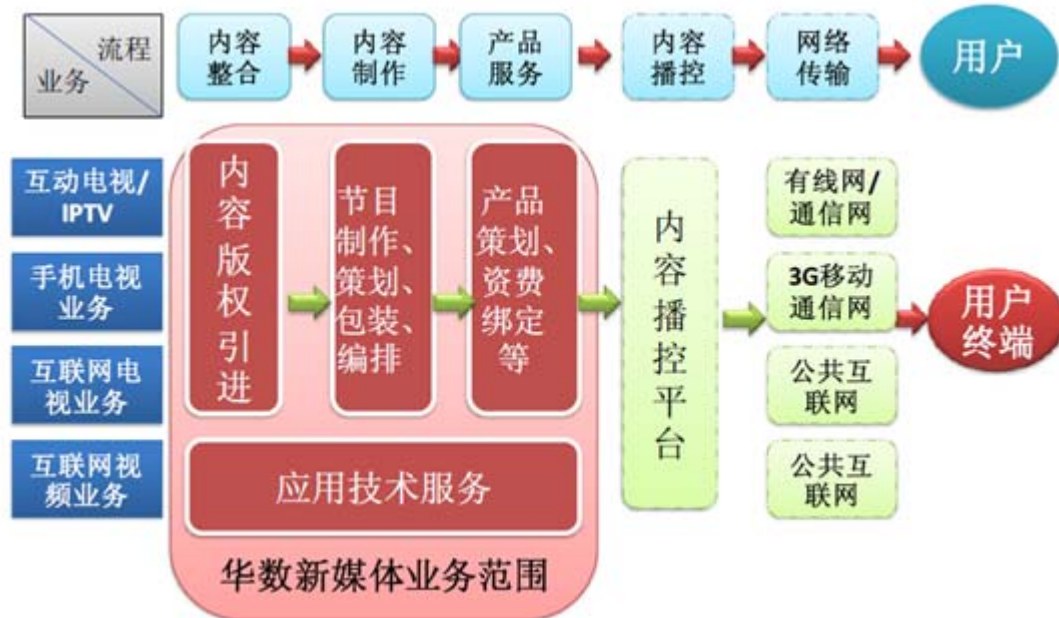
来源: 行业资料, 国金证券研究所



过广电总局批准的集成播控平台审核后通过不同网络提供给终端用户。

- 杭州地区有线电视网络业务主要包含在杭州市八区五县开展有线网络建设、节目内容传输服务。

图表12：华数新媒体业务范围

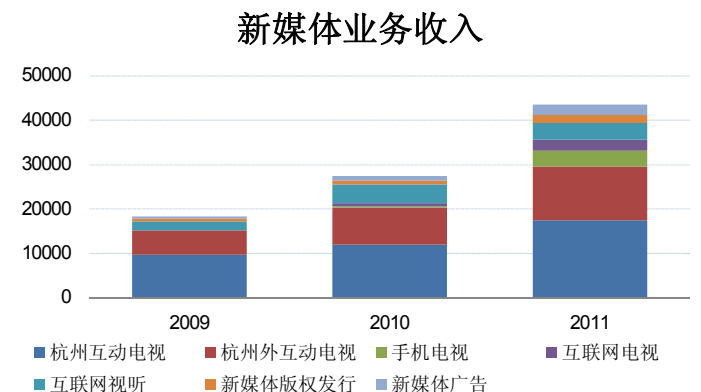
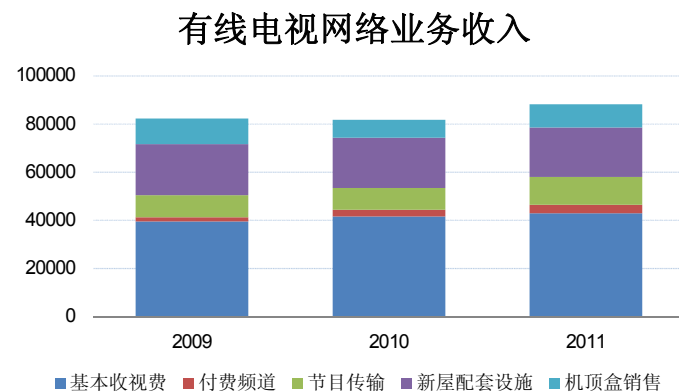


来源：公司资料，国金证券研究所

- 目前华数传媒的收入结构仍以有线网络业务为主，但过去三年有线网络与新媒体业务的收入比例从 4.5:1 演变至 2:1；新媒体业务为营业收入增长的主要驱动，收入占比快速提升，且为利润的主要增长点。
- 公司有线网络业务收入平稳增长，主要的增长驱动来自有线电视基本收视费的平稳增长，2010、2011 年基本收视费收入增速分别为 5.16%、3.26%。
- 而过去两年，新媒体业务收入增速分别达 50%、59%；其中杭州地区互动电视收入增速分别为 23%、46%；杭州以外地区互动电视收入增速分别为 53%、44%；手机电视、互联网电视、新媒体版权发行、新媒体广告等业务经过三年培育也渐成规模。

图表13：公司近三年有线电视网络业务收入（万元）

图表14：公司近三年新媒体业务收入（万元）



来源：公司资料，国金证券研究所

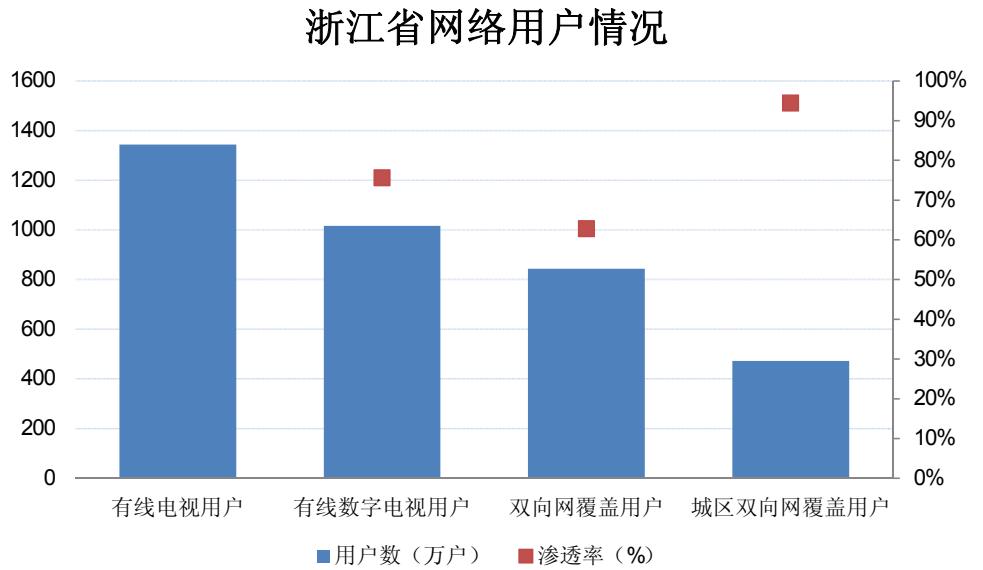
**投资要点:浙江省网资产 5 年内注入, 宽带网络业务资产 24 个月内注入**

- 华数集团持有浙江网络和新昌华数数字电视的股权, 为浙江省数字电视发展的省级主体; 为避免浙江网络与华数传媒的潜在同业竞争, 华数集团及浙江网络的其他 7 名股东已承诺, 在 5 年内将浙江网络已完成整合并持有的资产和业务以适当的方式置入上市公司。
  - 浙江网络整合第一阶段嘉兴、金华、湖州、丽水 4 市的广播电视公司以各自所持当地有线网络全部股权与华数集团共同发起成立“浙江华数广电网络股份有限公司”。目前, 浙江网络的设立已经完成。
  - 第二阶段市级广播电视有线网络加入预计于 2012 年底完成。
  - 第三阶段县级广播电视有线网络加入, 完成浙江网络的整合, 预计将于 2013 年 3 月底前完成。
  - 不含杭州地区的 234.6 万户用户, 浙江网络整合完成后将拥有 1100 多万户用户。
- 华数集团旗下的宽带网络业务与华数传媒存在潜在同业竞争; 双方承诺在 24 个月内由华数传媒通过收购资产的方式将宽带网络业务及其对应的资产纳入上市公司范围。
  - 收购的资产将包括: 1. 网通信息港的宽带网络业务及其对应资产; 2. 富阳华数网通信息港有限公司 100% 股权; 3. 余杭网通 85% 股权; 4. 桐庐网通 27.71% 股权; 5. 临安网通 35.22% 股权。

**投资要点:网络基础与用户质量优, 浙江互动电视用户渗透率有望持续提升**

- 浙江地区网络基础好、用户质量优, 杭州互动电视用户订阅率已达 30%; 随着浙江一省一网整合完成逐步注入上市公司, 华数传媒在杭州地区的主动营销与互动电视综合服务可复制至全省; 浙江省互动电视用户渗透率具备持续提升前景。
  - 截止 2011 年 10 月底, 浙江省有线电视用户数为 1343.83 万, 其中数字电视用户 1016.24 万, 数字化率 75.62%。浙江全省双向化网络覆盖用户 844.01 万户, 双向化覆盖率为 62.8%; 其中城区双向化覆盖用户 472.7 万户, 双向化覆盖率为 94.4%。

图表15: 浙江省网络用户情况



来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 华数的互动电视业务于 2004 年起步, 由于主动营销策略得当, 2005 年即拥有约 10 万互动电视用户数; 目前在杭州用户中渗透率已达 30%, 且用户粘性高, 续订率 80%。目前华数下属控股临安、余杭等地有线网络互动用户渗透率都仍有较高提升空间; 而随着浙江省网资产逐步注入, 在浙江非杭州地区互动电视用户渗透率亦有望在未来几年实现持续提升。

图表16: 华数传媒已控股网络互动电视用户渗透率

	有线电视用户数 (万户)	入户率	互动电视用户数 (户)	互动电视用户渗透率
富阳华数	24.00	98%	13473	5.61%
萧山华数	38.60	95%	32597	8.44%
余杭华数	30.95	100%	26065	8.42%
建德华数	13.00	95%	10917	8.40%
淳安华数	13.00	91%	8731	6.72%
临安华数	17.00	98%	14212	8.36%
桐庐华数	14.00	98%	10707	7.65%

来源: 公司资料, 国金证券研究所

**投资要点: 内容优势与创新能力突出, 基于付费模式的现金流支撑内容投入**

- 华数传媒新媒体业务的内容平台产品设计与运营已较为成熟, 内容优势与创新能力领先; 其基于付费用户的稳定现金流为内容资源的持续投入提供支撑; 较以广告为主要盈利模式的视频网站, 付费模式的互动电视/IPTV 具备更高的单用户产值, 更易于实现基于投入产出比的内容资源投入。
- 华数传媒已建成全国最大的数字化节目内容媒体资源库; 提供超千部电影, 新片大片引进速度快, 且有 50% 左右的院线片为全国独家; 拥有热门剧集近 15000 小时, 超过 20000 小时的精彩节目。
- 华数拥有全国领先的多媒体采编中心, 可保证重要新闻电视播出后 1 小时内, 即可拆条上线; 拥有央视、凤凰、各省市台热门资讯; 所有新闻实时录制, 精选上线; 每天编辑 100 多条 3 分钟以下新闻资讯视频。

**投资要点: 实现全国市场与多屏运营, 承担 NGB 融合业务创新研发**

- 在自有网络发展互动电视用户之外，华数传媒同时拥有 IPTV 地方性牌照与互联网电视全国运营牌照；其内容平台在有线网络、互联网电视、智能电视不同渠道均已实现全国性输出；服务范围涉及 20 多个省 100 多个城市，并与 70% 的互联网/智能电视厂商实现合作。华数集团已成立专门的新媒体业务研究团队，基于规模化电视屏用户体验，研发内容与服务产品先发优势突出；持续的内容与服务创新将奠定公司在多屏时代多元新媒体渠道格局下的行业地位。
- 三网融合背景下，广电系加大 NGB 投入力度；而华数传媒承担广电总局“国家数字电视开放实验室”的运营，并受委托建立首个“国家下一代广播网(NGB)融合业务创新实验室”。

## 成长空间

### 省网注入与互动电视用户渗透率提升带来浙江省用户数与 UP 值齐升前景

- 浙江省网整合用户持续注入将带来 1100 万户以上的用户数增量；而浙江全省互动电视用户渗透率仍较低，在浙江非杭州地区互动电视业务的开拓，将带来 UP 的持续提升前景。

### 全国市场开拓及多屏运营奠定多元渠道格局下的市场占有份额

- 华数内容平台已输出至全国 20 个省 100 余城市，并在互联网电视、智能电视、手机电视等多元渠道实现运营；其先发优势与市场开拓将奠定多元渠道格局下的市场占有份额。

### 互联网视听、新媒体广告等业务将渐成规模

- 伴随宽带业务注入，互联网视听业务在浙江地区仍有良好的发展前景；而随着内容平台覆盖面的持续扩大，新媒体广告业务将释放规模。

## 盈利预测与估值定价

### 盈利预测

- 公司承诺 2011-2015 年业绩分别为 0.09、0.14、0.21、0.25、0.28 元；2011 年实际实现业绩 0.11 元。我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.16、0.23、0.31 元，年业绩增速分别达 54%、40%、32%。

### 估值定价

- PEG 估值：按照我们的业绩预测，公司三年的复合增长率达 42%，在 2012 年 0.16 业绩预测基础上，以三年 PEG 对公司进行估值，合理价格为 6.72 元。
- PE 估值：以当前传媒板块新媒体业务标的百视通为估值参考，当前百视通 2012 年 PE 为 34.09 倍，华数传媒合理价格为 5.45 元。
- 考虑到华数传媒“内容平台+网络运营”业态，基于自有用户基础上新媒体业务获得高增长，较百视通对现金流掌控能力更强；且未来五年业绩承诺达成可能性较高，今明两年业绩确定性更强，资本市场对确定性给予的溢价，我们采用 PEG 估值法，判断公司上市合理价格为 6.72 元。

#### 风险提示

- 新媒体市场开拓低于预期。

图表17: 盈利预测表

盈利预测表(单位: 百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>一、营业总收入</b>	<b>1,018.59</b>	<b>1,293.77</b>	<b>1,662.14</b>	<b>2,117.58</b>	<b>2,702.94</b>
营业收入	1018.59	1293.77	1,662.14	2,117.58	2,702.94
有线电视网络收入	817.53	881.59	924.66	971.46	1010.41
基本收视维护费	415.73	429.29	450.75	473.29	487.49
付费频道	28.15	35.33	44.17	55.21	66.25
节目传输	90.63	115.74	121.52	127.60	133.98
新屋配套设施建设	208.61	205.48	209.59	213.78	218.05
机顶盒销售	74.40	95.76	98.63	101.59	104.64
新媒体业务收入	274.59	435.46	707.48	1096.11	1692.53
杭州地区互动电视	119.54	174.80	262.20	367.07	513.90
杭州以外互动电视	83.78	120.70	205.20	328.32	492.47
手机电视	2.67	35.78	71.55	128.79	231.83
互联网电视	7.46	25.11	50.23	90.41	162.73
互联网视听	41.85	37.29	46.62	55.94	67.13
新媒体版权发行	8.74	18.05	36.09	72.19	144.37
新媒体广告	10.56	23.73	35.60	53.39	80.09
<b>二、营业总成本</b>	<b>973.58</b>	<b>1,206.58</b>	<b>1,483.20</b>	<b>1,856.53</b>	<b>2,351.18</b>
营业成本	619.82	753.55	959.05	1,196.43	1,516.35
<b>毛利率</b>	<b>39.15%</b>	<b>41.76%</b>	<b>42.30%</b>	<b>43.50%</b>	<b>43.90%</b>
营业税金及附加	31.70	41.74	51.53	65.64	83.79
营业税金及附加比率	3.11%	3.23%	3.10%	3.10%	3.10%
销售费用	153.90	212.75	265.94	338.81	432.47
销售费用率	15.11%	16.44%	16.00%	16.00%	16.00%
管理费用	109.40	139.47	178.68	227.64	290.57
管理费用率	10.74%	10.78%	10.75%	10.75%	10.75%
财务费用	49.53	52.48	20.00	20.00	20.00
资产减值损失	9.23	6.58	8.00	8.00	8.00
<b>三、其他经营收益</b>	<b>-7.51</b>	<b>1.47</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-7.51	1.47	1.00	1.00	1.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>37.50</b>	<b>88.66</b>	<b>179.94</b>	<b>262.05</b>	<b>352.76</b>
<b>营业利润率</b>	<b>3.68%</b>	<b>6.85%</b>	<b>10.83%</b>	<b>12.37%</b>	<b>13.05%</b>
加: 营业外收入	29.10	48.09	30.00	30.00	30.00
减: 营业外支出	7.99	5.69	5.00	5.00	5.00
<b>五、利润总额</b>	<b>58.60</b>	<b>131.07</b>	<b>204.94</b>	<b>287.05</b>	<b>377.76</b>
减: 所得税	10.38	11.98	20.49	28.70	37.78
所得税率	17.71%	9.14%	10.00%	10.00%	10.00%
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>48.22</b>	<b>119.09</b>	<b>184.44</b>	<b>258.34</b>	<b>339.99</b>
减: 少数股东损益	-2.74	-0.14	1.00	1.00	1.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>50.96</b>	<b>119.23</b>	<b>183.44</b>	<b>257.34</b>	<b>338.99</b>
<b>净利润率</b>	<b>5.00%</b>	<b>9.22%</b>	<b>11.04%</b>	<b>12.15%</b>	<b>12.54%</b>
<b>七、每股收益(元)</b>	<b>0.05</b>	<b>0.11</b>	<b>0.17</b>	<b>0.23</b>	<b>0.31</b>

来源: 国金证券研究所

**图表18: 行业估值表**

行业	代码	简称	投资评级	总市值(亿元)	每股收益EPS				收盘价		PE		
					11A	12E	13E	14E	12/11YOY	13/12YOY	2012/10/18	12PE	13PE
影视	300027.SZ	华谊兄弟	增持	93.50	0.34	0.54	0.68	0.87	60.96%	25.93%	15.46	28.63	22.74
	300133.SZ	华策影视	买入	61.76	0.40	0.56	0.78	1.05	39.67%	39.29%	16.08	28.71	20.62
	300251.SZ	光线传媒	暂无	57.41	0.73	0.95	1.21	1.53	30.30%	27.37%	23.81	25.06	19.68
	300291.SZ	华录百纳	增持	29.46	1.41	1.83	2.40	2.85	30.09%	31.15%	49.10	26.83	20.46
	300336.SZ	新文化	暂无	23.71	0.65	0.90	1.20	1.54	38.05%	33.33%	24.70	27.44	20.58
广告公关营销	300058.SZ	蓝色光标	买入	95.41	0.31	0.60	0.80	1.05	96.60%	33.33%	24.05	40.08	30.06
	002400.SZ	省广股份	暂无	43.45	0.51	0.70	0.95	1.15	36.23%	35.71%	22.54	32.20	23.73
	600386.SH	北巴传媒	增持	28.91	0.44	0.43	0.56	0.73	-1.62%	30.23%	7.17	16.67	12.80
新媒体	600637.SH	百视通	增持	183.54	0.32	0.48	0.68	0.90	51.61%	41.66%	16.48	34.09	24.07
	300104.SZ	乐视网	中性	86.74	0.31	0.48	0.62	0.81	53.02%	29.17%	20.75	43.23	33.47
有线网络	002238.SZ	天威视讯	暂无	39.47	0.37	0.41	0.46	0.53	10.81%	12.20%	12.32	30.05	26.78
	600037.SH	歌华有线	暂无	68.71	0.26	0.28	0.31	0.33	7.69%	10.71%	6.48	23.14	20.90
平面媒体	600880.SH	博瑞传播	增持	61.86	0.63	0.70	0.78	0.86	11.61%	11.43%	9.85	14.07	12.63
	601098.SH	中南传媒	增持	181.76	0.45	0.52	0.60	0.70	16.41%	15.38%	10.12	19.46	16.87
	601928.SH	凤凰传媒	买入	212.24	0.29	0.39	0.44	0.50	33.88%	12.82%	8.34	21.38	18.95
动漫	002292.SZ	奥飞动漫	中性	80.94	0.32	0.37	0.43	0.56	14.65%	16.22%	19.76	53.41	45.95
	均值			<b>84.304</b>	<b>0.483</b>	<b>0.634</b>	<b>0.807</b>	<b>0.997</b>	<b>33.123%</b>	<b>25.371%</b>	<b>17.94</b>	<b>29.03</b>	<b>23.14</b>
	中值			<b>65.284</b>	<b>0.385</b>	<b>0.530</b>	<b>0.682</b>	<b>0.865</b>	<b>32.089%</b>	<b>28.268%</b>	<b>16.28</b>	<b>28.04</b>	<b>20.76</b>

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)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>752</b>	<b>873</b>	<b>1,038</b>	<b>1,662</b>	<b>2,118</b>	<b>2,703</b>
增长率		16.2%	18.8%	60.2%	27.4%	27.6%
<b>主营业务成本</b>	<b>-641</b>	<b>-780</b>	<b>-915</b>	<b>-959</b>	<b>-1,196</b>	<b>-1,516</b>
<b>% 销售收入</b>	<b>85.3%</b>	<b>89.3%</b>	<b>88.2%</b>	<b>57.7%</b>	<b>56.5%</b>	<b>56.1%</b>
<b>毛利</b>	<b>111</b>	<b>94</b>	<b>123</b>	<b>703</b>	<b>921</b>	<b>1,187</b>
% 销售收入	14.7%	10.7%	11.8%	42.3%	43.5%	43.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-52</b>	<b>-66</b>	<b>-84</b>
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	3.1%	3.1%	3.1%
<b>营业费用</b>	<b>-66</b>	<b>-32</b>	<b>-40</b>	<b>-266</b>	<b>-339</b>	<b>-432</b>
% 销售收入	8.8%	3.6%	3.8%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>管理费用</b>	<b>-33</b>	<b>-35</b>	<b>-38</b>	<b>-179</b>	<b>-228</b>	<b>-291</b>
% 销售收入	4.4%	4.1%	3.7%	10.8%	10.8%	10.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>42</b>	<b>207</b>	<b>289</b>	<b>380</b>
% 销售收入	1.2%	2.8%	4.1%	12.5%	13.7%	14.1%
<b>财务费用</b>	<b>-23</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-2</b>
% 销售收入	3.0%	1.7%	1.4%	1.0%	0.8%	0.1%
<b>资产减值损失</b>	<b>-16</b>	<b>22</b>	<b>1</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<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>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>77</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
% 税前利润	0.0%	38.9%	8.3%	0.5%	0.3%	0.3%
<b>营业利润</b>	<b>-29</b>	<b>109</b>	<b>39</b>	<b>183</b>	<b>266</b>	<b>371</b>
营业利润率	n.a	12.5%	3.8%	11.0%	12.6%	13.7%
<b>营业外收支</b>	<b>122</b>	<b>90</b>	<b>80</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
<b>税前利润</b>	<b>93</b>	<b>199</b>	<b>119</b>	<b>208</b>	<b>291</b>	<b>396</b>
利润率	12.3%	22.7%	11.4%	12.5%	13.8%	14.7%
<b>所得税</b>	<b>-8</b>	<b>-14</b>	<b>-13</b>	<b>-21</b>	<b>-29</b>	<b>-40</b>
所得税率	8.2%	7.0%	11.3%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>净利润</b>	<b>85</b>	<b>185</b>	<b>105</b>	<b>188</b>	<b>262</b>	<b>357</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>84</b>	<b>184</b>	<b>104</b>	<b>187</b>	<b>261</b>	<b>356</b>
净利率	11.2%	21.1%	10.1%	11.2%	12.3%	13.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>85</b>	<b>185</b>	<b>105</b>	<b>188</b>	<b>262</b>	<b>357</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>28</b>	<b>-12</b>	<b>8</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>22</b>
<b>非经营收益</b>	<b>25</b>	<b>-114</b>	<b>5</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-19</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-143</b>	<b>-60</b>	<b>-61</b>	<b>-253</b>	<b>-29</b>	<b>-39</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>57</b>	<b>-53</b>	<b>247</b>	<b>321</b>
<b>资本开支</b>	<b>131</b>	<b>48</b>	<b>-1</b>	<b>-18</b>	<b>-14</b>	<b>-15</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>76</b>	<b>27</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>131</b>	<b>125</b>	<b>26</b>	<b>-18</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-73</b>	<b>-116</b>	<b>-21</b>	<b>231</b>	<b>-197</b>	<b>-214</b>
<b>其他</b>	<b>-19</b>	<b>16</b>	<b>-1</b>	<b>-20</b>	<b>-36</b>	<b>-23</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-91</b>	<b>-101</b>	<b>-22</b>	<b>212</b>	<b>-234</b>	<b>-237</b>
<b>现金净流量</b>	<b>35</b>	<b>23</b>	<b>61</b>	<b>141</b>	<b>0</b>	<b>70</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>53</b>	<b>77</b>	<b>59</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>270</b>
<b>应收款项</b>	<b>81</b>	<b>89</b>	<b>70</b>	<b>183</b>	<b>228</b>	<b>288</b>
<b>存货</b>	<b>28</b>	<b>26</b>	<b>46</b>	<b>131</b>	<b>164</b>	<b>208</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>12</b>	<b>33</b>	<b>51</b>	<b>79</b>	<b>98</b>	<b>123</b>
<b>流动资产</b>	<b>175</b>	<b>225</b>	<b>226</b>	<b>593</b>	<b>689</b>	<b>889</b>
% 总资产	49.6%	75.5%	79.0%	86.6%	85.2%	86.0%
<b>长期投资</b>	<b>16</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>固定资产</b>	<b>107</b>	<b>41</b>	<b>38</b>	<b>62</b>	<b>82</b>	<b>98</b>
% 总资产	30.4%	13.9%	13.3%	9.0%	10.1%	9.5%
<b>无形资产</b>	<b>49</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>43</b>
<b>非流动资产</b>	<b>177</b>	<b>73</b>	<b>60</b>	<b>92</b>	<b>119</b>	<b>144</b>
% 总资产	50.4%	24.5%	21.0%	13.4%	14.8%	14.0%
<b>资产总计</b>	<b>352</b>	<b>297</b>	<b>286</b>	<b>685</b>	<b>809</b>	<b>1,033</b>
<b>短期借款</b>	<b>340</b>	<b>233</b>	<b>181</b>	<b>413</b>	<b>215</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>162</b>	<b>51</b>	<b>58</b>	<b>181</b>	<b>228</b>	<b>289</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>331</b>	<b>310</b>	<b>246</b>	<b>118</b>	<b>146</b>	<b>182</b>
<b>流动负债</b>	<b>834</b>	<b>594</b>	<b>486</b>	<b>712</b>	<b>589</b>	<b>471</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>836</b>	<b>596</b>	<b>486</b>	<b>712</b>	<b>589</b>	<b>472</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>-486</b>	<b>-301</b>	<b>-203</b>	<b>-32</b>	<b>214</b>	<b>554</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>352</b>	<b>297</b>	<b>286</b>	<b>685</b>	<b>809</b>	<b>1,033</b>

**比率分析**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
<b>每股收益</b>	0.710	1.550	0.879	0.170	0.238	0.324
<b>每股净资产</b>	-4.090	-2.534	-1.708	-0.269	1.796	4.657
<b>每股经营现金净流</b>	-0.036	-0.014	-0.177	-0.446	2.073	2.701
<b>每股股利</b>	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
<b>净资产收益率</b>	-17.36%	-61.18%	-51.45%	-582.06%	122.24%	64.23%
<b>总资产收益率</b>	23.98%	61.98%	36.48%	27.23%	32.29%	34.43%
<b>投入资本收益率</b>	-5.75%	-35.55%	-209.94%	48.32%	59.85%	60.85%
<b>增长率</b>						
<b>主营业务收入增长率</b>	32.77%	16.17%	18.80%	60.18%	27.40%	27.64%
<b>EBIT增长率</b>	N/A	173.44%	74.27%	389.46%	39.68%	31.38%
<b>净利润增长率</b>	338.81%	118.37%	-43.33%	78.51%	39.98%	36.25%
<b>总资产增长率</b>	-0.15%	-15.52%	-3.71%	139.11%	18.04%	27.78%
<b>资产管理能力</b>						
<b>应收账款周转天数</b>	11.3	9.7	10.7	20.0	20.0	20.0
<b>存货周转天数</b>	12.6	12.7	14.3	50.0	50.0	50.0
<b>应付账款周转天数</b>	10.9	8.4	5.6	10.0	10.0	10.0
<b>固定资产周转天数</b>	52.0	17.1	13.4	11.2	10.5	9.1
<b>偿债能力</b>						
<b>净负债/股东权益</b>	-59.41%	-52.39%	-61.31%	-780.91%	6.96%	-48.06%
<b>EBIT利息保障倍数</b>	0.4	1.6	3.0	12.3	17.5	169.8
<b>资产负债率</b>	237.35%	200.30%	169.57%	103.98%	72.86%	45.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

**定价区间的说明:**

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;  
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;  
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

**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方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信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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B