

6-12个月目标价 **60元**

当前股价 43.89元

投资评级 **买入**

研究员: 薄小明 执业号: S0640208090088

研究员: 高俊芳 执业号: S0640209120109

电话: 0755-83689707

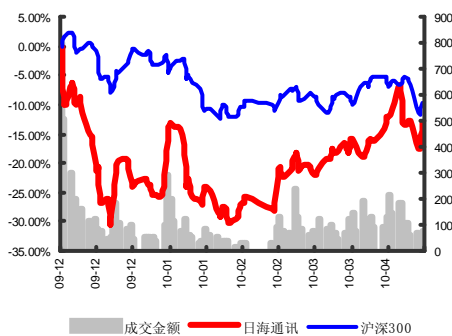
Email: xiaoming-bo@hotmail.com

报告日期: 2010/04/20

基础数据

上证指数	2980.30
总股本(万股)	10000
流通A股(万股)	2500
流通B股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	10.97
总市值(亿元)	43.89
每股净资产(元)	8.32
ROE	8.72%
资产负债率	24.22%
动态市盈率	34.16
市净率	4.62

近一年股价表现



相关报告:

江南金融研究所:

联系人: 邝野、毛艳琼

联系电话: 0755-83778731

地址: 深圳市深南中路3024号航空大厦2902室 (518031)

投资要点:

- 通信网络物理连接设备的需求将呈波浪型梯次推进的趋势,发展空间广阔。近期3G的持续投入仍然是主要的推动因素,FTTx也开始提速,成为新的增长点。中期的主要推动力是FTTx和三网融合,广电系统有望成为第四个全国范围的运营商。长期的需求来源则是4G和物联网的建设,物联网的发展将带来数据处理量的成倍增长,拉动数据中心业务成倍增长,从而给物理连接设备带来巨大的市场机会。
- 2010年行业仍处于高景气阶段,3G和FTTx是主要的推动因素。虽然电信固定资产投资将有所下降,导致通信网络物理连接设备市场的增速较2009年下滑,但仍将维持30%以上的高速增长,市场规模将达到100亿元以上。如果说2009年运营商主要建设的是3G的“中枢神经系统”,那么2010年将主要建设“神经末梢”,向三四线城市、农村地区和室内覆盖倾斜,涉及到的“末端”更多,连接需求将成倍增加。在政策支持、市场需求的拉动和成本下降的驱动下,我国FTTx建设开始提速;按照物理连接设备至少3%的投资比例计算,每年FTTx带来的新增市场将达到15亿元左右。
- 通信网络物理连接设备行业技术壁垒并不算高,但也有相当的认证、经验积累和客户关系等方面的进入壁垒,因而行业竞争格局比较稳定,毛利率也一直保持在30%左右的较高水平。今年的招标中相关企业已经考虑到了钢材涨价的因素,招标价中包含了钢价上涨20%-25%左右的预期,因而我们认为行业今年的毛利率仍能保持30%的水平。
- 在国内3G和FTTx巨大市场机会和日益增长的国际市场空间的带动下,公司自2009年以来进入快速增长期,成长速度取决于产能的扩大。根据规划,募投项目2010年内可以完成建设,2011年达到量产目标。全面达产后,公司产能将扩大一倍以上;公司的核心员工通过易通光公司实现了员工持股,已经形成了有效的激励机制,因而未来两年收入翻番式增长具有很强的确定性。费用率的降低将成为公司净利润增长的又一拉动因素。随着武汉生产基地的建成,预计未来三年公司销售费用率可以下降2个百分点。
- 预计未来三年公司每股收益分别为1.28元、2.03元和2.88元。我们认为可以给予公司2011年30倍的市盈率,理由如下:行业景气度高,公司成长确定,复合增长率超过50%。公司是行业内的龙头企业,具有明显的竞争优势,市场占有率居第一,将继续受益于集采程度的提高。公司股本仅1亿,未来股本扩张潜力很大,应享有一定的溢价。与可比公司新海宜、亨通光电和光讯科技相比,公司盈利能力处于较高水平,而这些可比公司市盈率正常情况下在30倍以上。按照2011年30倍的市盈率,公司6-12个月的目标价位在60元左右,给予“买入”的投资评级。

财务数据与估值

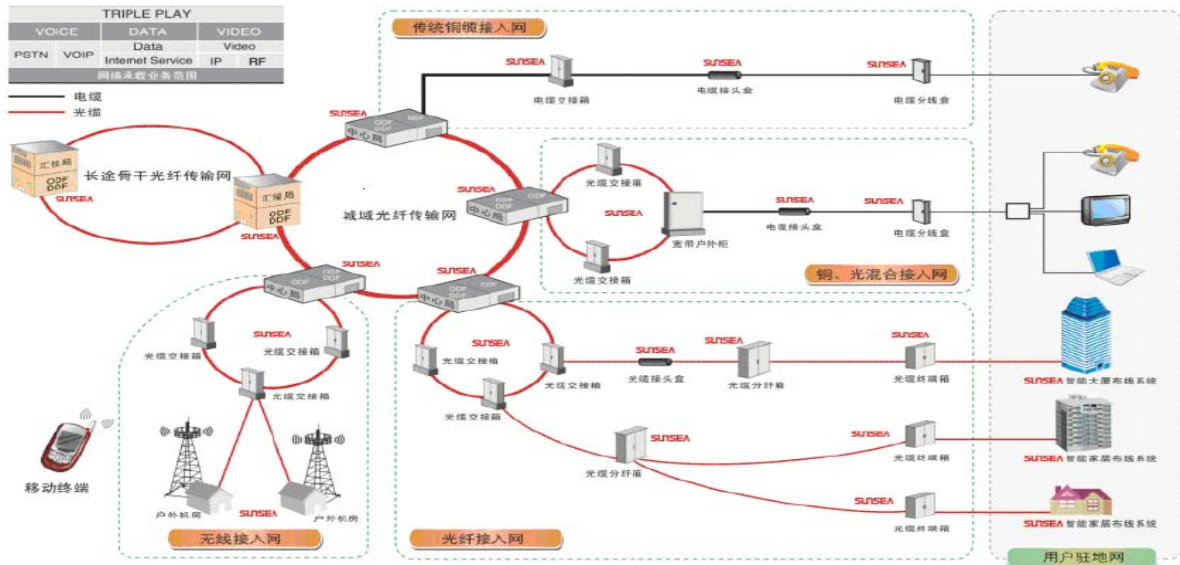
盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	684.97	993.21	1390.49	1807.64
(+/-%)	64.82%	45.00%	40.00%	30.00%
净利润(百万元)	72.54	128.50	203.07	287.59
(+/-%)	104.27%	77.14%	58.03%	41.62%
EPS(元)	0.73	1.28	2.03	2.88
P/E(倍)	60.50	34.16	21.61	15.26
P/B(倍)	5.27	4.62	3.89	3.19

来源: 江南金融研究所

一、公司简介

日海通讯是国内最大的通信网络物理连接设备供应商。物理连接设备为通信主设备之间、通信主设备与线缆之间、线缆之间的数据通信提供传输媒介，并实现相关设备的保护功能，是通信网络系统的基础。公司专注于为国内外电信运营商、电信主设备商和网络集成商提供通信网络连接、分配和保护产品及整体解决方案。

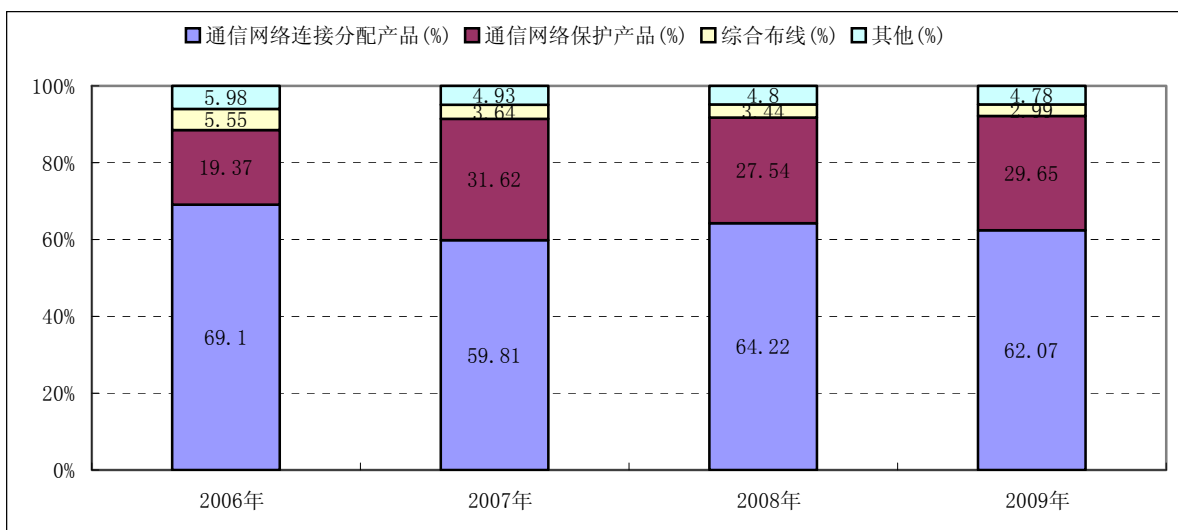
图表 1 日海通讯产品在通信网络中的应用



资料来源：公司公告、江南金融研究所

公司产品可分为保护类、连接分配类和综合布线三大类别，包括铜缆配线产品、光缆配线产品、户外机柜、户外机房及光纤连接器等其他配线产品五大系列。从业务结构上来看，近三年基本保持稳定，其中保护类和连接分配类产品是公司收入的主要组成部分，2009年两者合计占营业收入的比重达到90%以上。

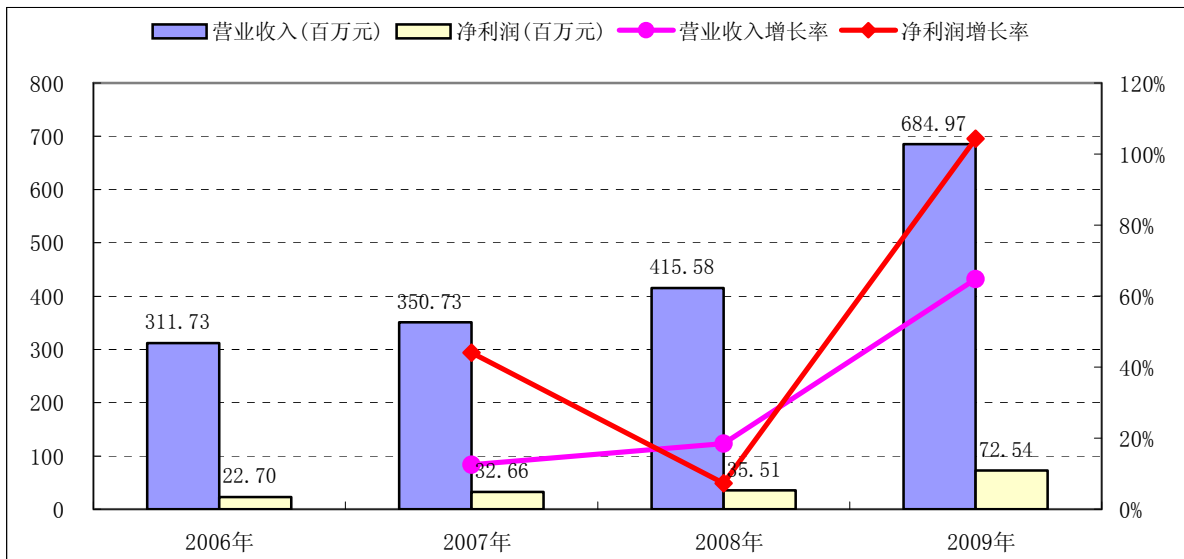
图表 2 日海通讯 2006-2009 年业务结构变化情况



资料来源：公司公告、江南金融研究所

2009年，受国内运营商3G建网和宽带提速需求推动，公司光通信设备和户外设施业务快速增长。海外业务由于金融危机影响，收入下滑了12.56%，但与华为、中兴、爱立信等全球通信主设备商合作进一步提升。公司全年实现营业收入6.85亿元，较上年同期增长64.82%；实现归属于母公司所有者的净利润7254.2万元，较上年同期增长104.27%，增速创近年新高。

图表3 日海通讯营业收入及增长率情况



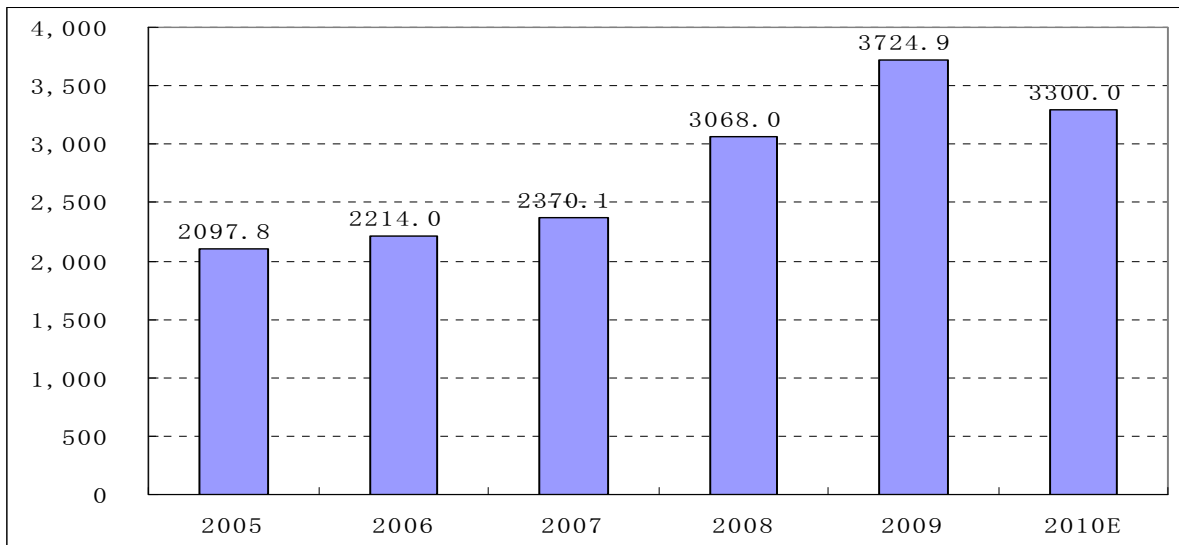
资料来源：公司公告、江南金融研究所

二、行业处于高景气阶段，3G和FTTx是近期增长主力

我国通信设备市场的增长主要受运营商固定资产投资驱动。对比近几年电信固定资产投资规模、物理连接设备市场规模和日海通讯的营业收入，可以发现三者的增长率相关性很高。2005-2006年，国内通信网络物理连接设备行业处于低潮期，主要因为这两年是2G和3G网络建设之间的空白期，电信固定资产投资在2000亿元左右徘徊。2007年后，3G试点建设开始，FTTH试点规模不断扩大，通信网络物理连接设备市场规模增长了18.4%，日海通讯营业收入也增长了12.51%。2008年四季度以来，3G投资大规模启动，公司的营业收入增长也开始提速。2009年，我国完成电信固定资产投资3724.9亿元，同比增长26.1%，创历史新高，相应通信网络物理连接设备市场规模增长了56.6%，公司的营业收入增速也提高到了60%以上。

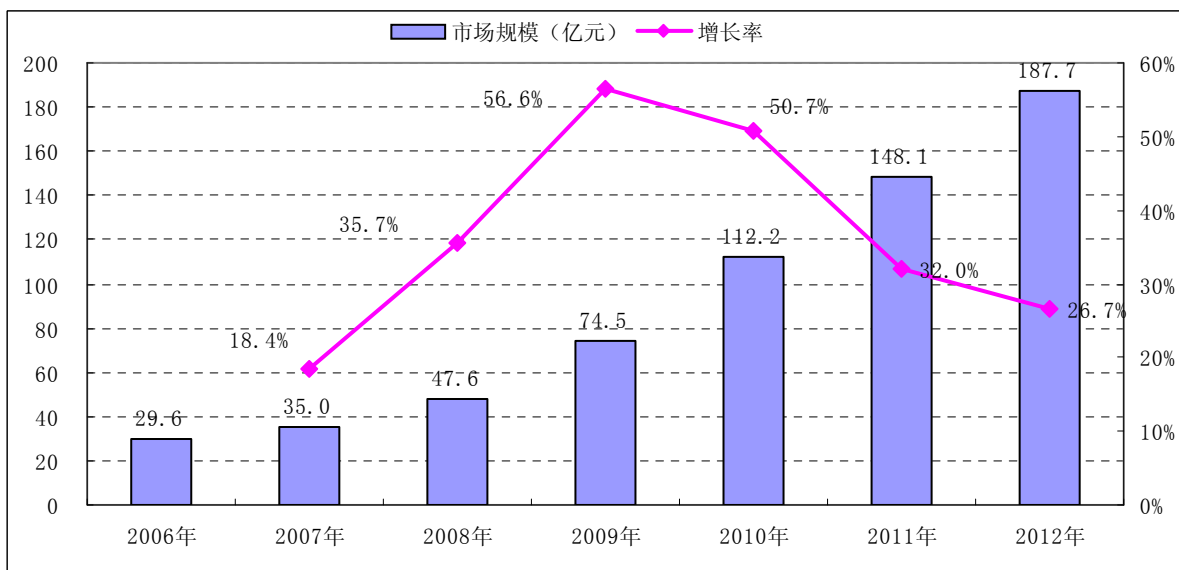
从调研中我们了解到，通信网络物理连接设备的需求将呈波浪型梯次推进的趋势。近期3G的持续投入仍然是主要的推动因素，FTTx也开始提速，成为新的增长点。中期的主要推动力是FTTx和三网融合，广电系统有望成为第四个全国范围的运营商。长期的需求来源则是4G和物联网的建设，物联网的发展将带来数据处理量的成倍增长，拉动数据中心业务成倍增长，从而给物理连接设备带来巨大的市场机会。

图表 4 2005 年-2010 年电信固定资产投资规模 (亿元)



资料来源: 工业和信息化部、江南金融研究所

图表 5 2006~2012 年国内通信网络物理连接设备四子行业合计市场规模



资料来源: 公司公告、江南金融研究所

在 2009 年的 3G 建设大跃进之后, 2010 年国内电信固定资产投资将有所降低。从三大运营商透露的情况来看, 预计全年电信固定资产投资在 3300 亿元左右, 下降幅度超过 10%。我们认为, 2010 年电信固定资产投资有所下降将导致通信网络物理连接设备市场的增速较 2009 年有所下滑, 但行业仍处于高景气阶段, 将维持 30%以上的高速增长, 市场规模将达到 100 亿元以上, 其中 3G 和 FTTx 将是主要的推动因素。

首先, 2010 年的投资规模仍然很大, 且运营商的主要任务在于扩大 3G 部署的范围, 这将增加物理连接设备的需求量。以中国移动为例, 2009 年投入 558 亿元建设了 10 万个 TD 基站, 今年将投资 450 亿元建设 7 万个基站, 同时完成 TD 网络 IP 化, 完善室内覆盖。如果说 2009 年运营商主要建设的是 3G 的“中枢神经系统”, 那么 2010 年将主

要建设“神经末梢”，向三四线城市、农村地区和室内覆盖倾斜，涉及到的“末端”更多，连接需求将成倍增加，因而投资规模虽然低于去年，但对于通信网络物理连接设备的需求反而将保持快速增长。

其次，在政策支持、市场需求的拉动和成本下降的驱动下，我国FTTx建设开始提速，成为新的增长点。政策方面，《电子信息产业调整和振兴规划》提出加快宽带光纤接入网建设；政府工作报告明确指出，2010年三网融合要取得实质性进展。工信部计划4月底前确定三网融合双向进入的试点方案，而三网融合的共同物理基础就是光接入网。市场需求方面，我国宽带用户和互联网用户正处于高速成长阶段，以IPTV为代表的视频类业务的开展，对接入网带宽提出了更高的要求；但我国的宽带接入尚处在低水平阶段，互联网平均速率仅1.774M，排名全球第71位，大部分接入网速度以512K或2M为主。从设备成本方面来看，由于新出现的光纤到楼设备等新型建网模式可以让多个家庭共享一个终端，每户成本下降到500~600元甚至更低，与现有的铜线接入成本基本持平，但是所提供的带宽和业务承载能力却远超传统的DSL接入方式。2009年，我国FTTx实现了跨越式发展，三大运营商建设规模达到1500万线，中国联通更启动了1100万线的全球最大的FTTx招标项目。根据工业和信息化部等7部门发布的《关于推进光纤宽带网络建设的意见》，电信企业将加快光纤宽带接入网络部署。3年内光纤宽带网络建设投资超过1500亿元，新增宽带用户超过5000万。按照物理连接设备至少3%的投资比例计算，每年FTTx带来的新增市场将达到15亿元左右，相对于2009年70亿元左右的现有市场规模，这是一个20%的增量市场。

此外，对于优势厂商来说，海外市场也将是增长的亮点。许多国家尤其是新兴发展中国家和地区仍处于建设与完善通信基础设施的阶段，对通信设备有较大需求。我国通信设备企业在海外市场的拓展已进入规模化阶段，华为、中兴等一批中国企业，已在国际市场上形成包括成本、技术、服务和融资的全面优势，市场份额快速扩大。根据Infonetics的统计，2009年全球无线通信市场份额排名华为以22.1%的市场份额列第二，中兴通讯以12.6%的市场份额列第四。目前，华为和中兴的出口收入占比分别达到75%和60%以上，随着2010年海外电信投资恢复增长，国内物理连接设备企业配套出口的增长空间很大。

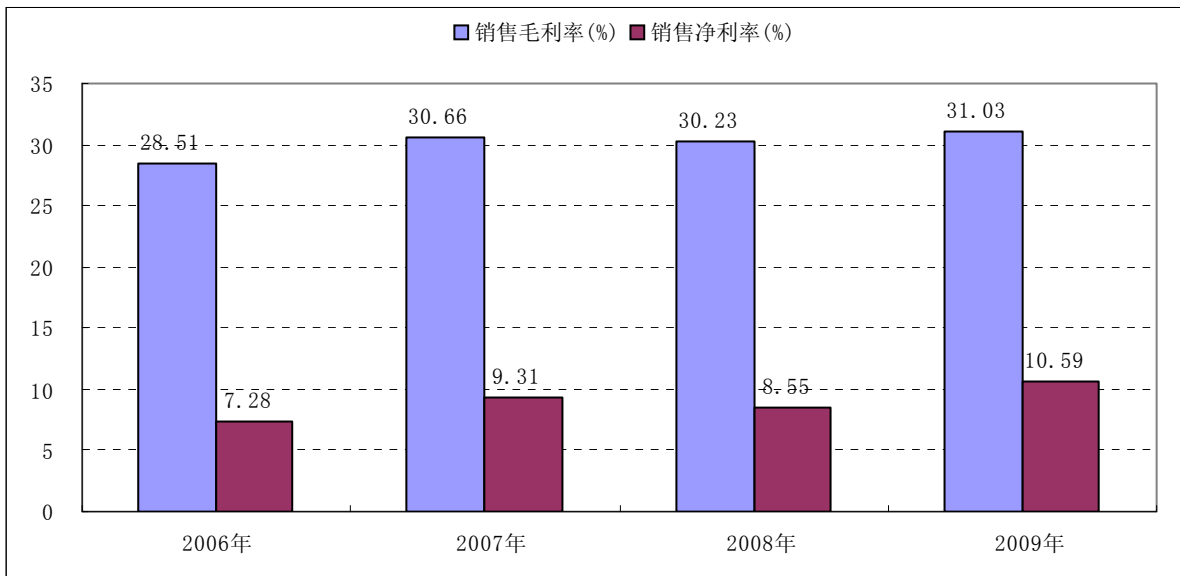
三、行业竞争格局稳定，集采促使市场份额向优势公司集中

调研中我们了解到，通信网络物理连接设备行业技术壁垒并不算高，但也有相当的认证、经验积累和客户关系等方面的进入壁垒，因而行业竞争格局比较稳定。认证方面，如果要通过方案、生产线和产品的全套认证，拿到入网许可证，需要两年的时间，这对新进入厂商来说具有较高的时间成本。生产经验方面，客户往往要求很快的响应速度，一个月之内就要供货完成，且产品有很多个性化的需求，这就要求企业在研发、生产和供应链管理等各方面具有丰富的经验。通信网络连接设备生产商通过相关试用和认证成

为供货商后，客户一般不会轻易更换供应商，新进入者要获得客户的信任与认同需要很长时间。

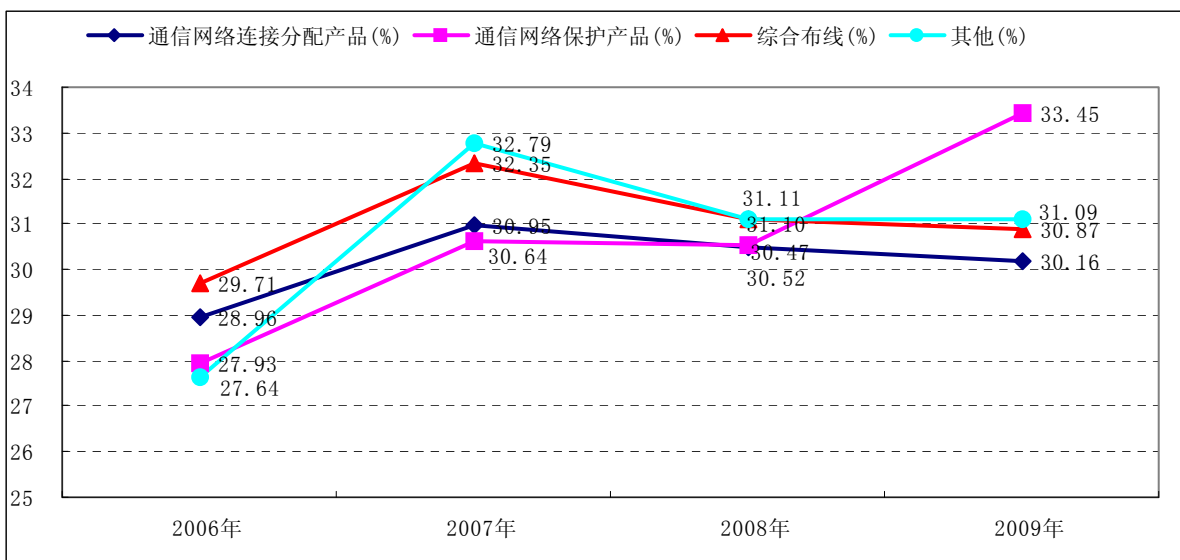
行业竞争格局稳定，主要厂家在招标前一般都会有所沟通，确定一个大家可以接受的毛利率水平，因而行业的毛利率也相当稳定。从日海通讯来看，近三年维持在30%以上的较高水平，与中兴通讯等主设备商的毛利率不相上下。连接设备主要原材料有不锈钢、铝材、铜材和电子元器件等，原材料占成本的比例为70%左右，成为影响毛利率的主要因素。今年的招标中相关企业已经考虑到了钢材涨价的因素，招标价中包含了钢价上涨20%-25%左右的预期，因而我们认为行业今年的毛利率仍能保持30%左右的水平。

图表 6 日海通讯毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、江南金融研究所

图表 7 日海通讯 2006-2009 年分产品毛利率



资料来源：公司公告、江南金融研究所

全球范围内在通信网络物理连接设备制造行业最具实力的公司为美国ADC公司和3M公司，其中ADC公司营业收入达到100亿元左右，是全球最大的通信连接设备企业。国内主要厂商包括日海通讯、南京普天、深圳世纪人、常州太平、宁波隆兴等，其中日海通讯市场份额最大，约为10%左右。

图表 8 日海通讯细分产品排名与竞争对手

主要产品		行业排名和主要竞争对手
连接、分配类产品	光纤连接（ODF）	1. 深圳日海通讯技术股份有限公司 2. 深圳世纪人通讯设备有限公司 3. 宁波隆兴电信设备制造有限公司 4. 南京普天通信股份有限公司 5. 常州太平电器有限公司
	铜缆连接（MDF、DDF）	1. 深圳世纪人通讯设备有限公司 2. 深圳日海通讯技术股份有限公司 3. 南京普天通信股份有限公司 4. 常州太平电器有限公司 5. 宁波隆兴电信设备制造有限公司
保护类产品	户外机房	1. 深圳市华为安捷信电气有限公司 2. 深圳日海通讯技术股份有限公司 3. 常州华奥通信工程有限公司 4. 东莞市一信实业有限公司 5. 南京普天通信股份有限公司
	户外机柜	1. 深圳日海通讯技术股份有限公司 2. 南京普天通信股份有限公司 3. 宁波隆兴电信设备制造有限公司 4. 江苏荣联科技发展有限公司 5. 常州太平电器有限公司

资料来源：公司公告、江南金融研究所

2004年开始，国内电信运营商为了更好的控制采购成本，把控产品质量，集团公司陆续开始实施集中采购。集采实施后，企业技术、价格方面的因素成为获得订单的关键，人脉关系的重要性下降。过去的几年特别是2007年以来，受国内电信运营商集中采购、国内外大型主设备商战略调整影响，国内部分中小通信物理连接设备制造企业在市场竞争中已基本失去竞争优势，被迫退出市场或被其它公司收购。例如广东地区原邮电部属企业已经全部退出，原华海公司被新海宜收购，世纪人公司被美国ADC公司收购。电信重组后，运营商由六家合并到三家，原来仅以个别地区的某个运营商为主要业务来源的

小型设备厂家经营难度加大，也在逐步退出市场。2005年接配线厂家有一百多家，2009年只剩下了40多家，进入集采名单的仅15家左右。市场份额越来越向具备竞争优势的行业领先企业集中，因而龙头企业有望获得高于行业水平的增长速度。

图表 9 运营商集采流程

步骤	集中采购	关键因素
步骤一	省公司提供在网设备使用推荐	存量产品的被使用数量和质量
步骤二	集团公司预选某几家公司技术沟通	整体技术水平，产品和解决方案开发能力
步骤三	集团公司制定技术规范，下达标书	行业技术地位，技术影响能力，标准制定能力
步骤四	集团公司招标	技术、产品、价格、服务等综合实力
步骤五	省公司带量推荐厂家	产品质量、物流配送速度、综合服务能力
步骤六	集团公司分配具体配额	各省公司推荐情况

资料来源：公司公告、江南金融研究所

四、产能扩张带动公司业绩成长

未来三年，在3G和FTTx的推动下，通信物理连接设备行业处于高景气阶段。作为市场份额最大的龙头企业，日海通讯具有明显的竞争优势，并受益于运营商集采，其收入增速将超过行业水平，市场份额将逐年有所上升。在需求充足的情况下，产能的扩大成为公司快速成长的保证。

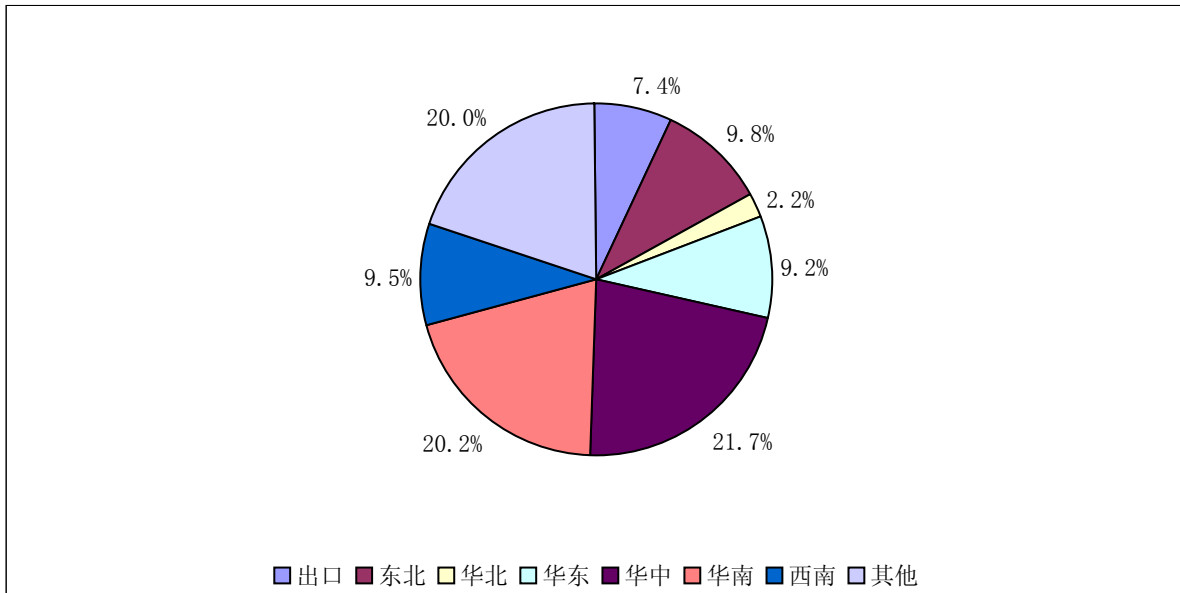
经过调研，我们认为公司主要的竞争优势包括在位优势、市场覆盖优势、快速响应能力和技术创新能力。

在运营商的集采招标中，价格因素只占50%的评分，在网使用量、品牌、产品质量、售后服务等综合因素占有50%的评分。公司市场份额稳居国内第一，在各个运营商中均有着较高的覆盖率，且发展均衡，在位优势非常明显，很容易拿到综合分数的高分。新进入厂商50%的综合分数很低，要通过价格战来拿到订单很不容易。

公司搭建了国内电信运营商、电信主设备商、海外直接销售及综合布线四个销售平台，在全国设有7个销售大区 and 32个销售办事处，200多位专业销售人员对全国各省市电信运营商全面渗透，是同行中唯一进入五大主设备商供应链的企业。公司市场覆盖非常全面，从2009年公司营业收入的地区分布可以看出，全国各大区域基本都实现了规模化销售，分布比较均衡，不存在关系化营销，严重依赖单一区域的情况。因而，公司在快速反应方面具有明显优势，能够及时捕捉客户最新需求，并迅速提供专业解决方案和个性化贴身服务。公司可以做到7天拿出方案，15天提供样品，而国外公司则需要6个月时间才能出样品。由于日海通讯快速响应能力强，客户有新的需求一般都来找公司，近期公司就给上海世博会提供了应急通讯用的相关产品。

日海通讯是国家高新技术企业，公司创始人王文生先生及核心团队具有深厚的通信设备制造行业技术背景。公司拥有一支110人的研发团队，具有丰富的项目经验，所有产品核心技术均系自主研发。公司主持或参与起草10项通信行业标准，共获得专利74项，正在申请的专利44项，其中大部分专利技术处于国内领先水平。

图表 10 日海通讯 2009 年收入的地区分布



资料来源：公司公告、江南金融研究所

在新兴的FTTx领域，公司具有明显的先发优势。公司主要生产光纤连接硬件，主要产品有光纤配线设备（ODF）、户外光缆交接点设备、用户楼内的光纤分配设备/用户端的光纤、光缆管理设备和新型光纤连接器、综合布线等，同时与网络设备和线缆厂家结成战略联盟的合作关系，能为客户提供整体方案和全线产品，并长期对客户的技术支持和服务。日海通讯是国内第一台光缆交接箱和第一台大容量光纤配线架的生产企业。公司在中国电信上海、武汉、广州试点项目中提供FTTH核心产品并全程参与试点工程建设，参与试点积累的经验将有力促进公司新产品开发和生产销售，为公司全面介入FTTx大规模建设打下了良好基础。

在国内3G和FTTx巨大市场机会和日益增长的国际市场空间的带动下，公司自2009年以来进入快速增长期。调研中我们了解到，光通信相关产品将成为今年公司重要的增长点。公司围绕光通信在连接分配方面推出了一批新产品，光器件方面的订单增长很快，超越了预期，今年收入有望翻番，并且毛利率较高。

海外市场方面，短期内由于基数小，增长的带动作用不大，但长期来看则发展空间广阔。公司主要通过与合作设备商借船出海，2009年由于金融危机的影响，实现销售收入8,621.6万元，同比下降12.56%。由于华为中兴在国内都有自己的物理连接配套企业，70%以上的市场机会是给自己下属企业，公司所能获得的市场机会并没有市场预期的大。爱立信由于和ADC等有紧密的合作关系，公司对爱立信的供货仍比较有限，去年

来自爱立信的收入为一千多万，今年有望翻番，但由于基数低，对整体收入贡献不大。但是，目前公司的营收规模仅为ADC的1/14，国际市场空间非常广阔。长远来看，公司有望复制华为等主设备商的成长轨迹，逐步扩大在全球市场的占有率，成为公司长期增长的主要推动因素。

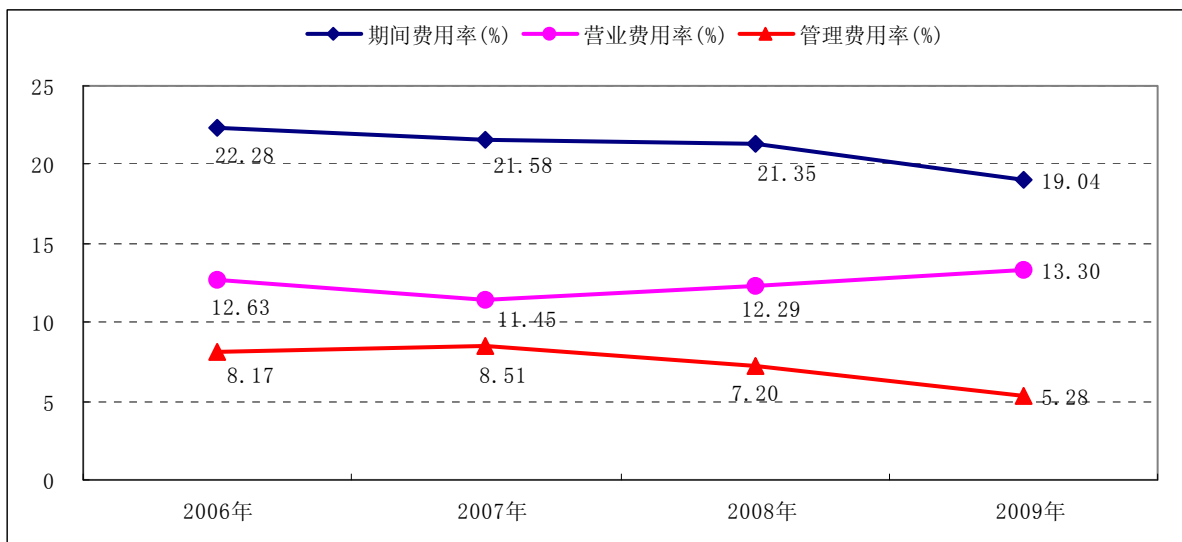
目前，公司需求充足，多数产品线产能利用率达到99%以上，部分需求由于产能不足而无法接单，因而公司成长速度取决于产能的扩大。公司首发募投项目将继续强化公司在通信网络连接、分配、保护解决方案和产品方面的优势，并大力拓展FTTx等新兴市场领域，主要产品投向有户外通信机房、一体化户外通信机柜、宽带连接、FTTx产品及光纤连接器产品。根据规划，募投项目2010年内可以完成建设，2011年达到量产目标。全面达产后，公司产能将扩大一倍以上，因而公司未来两年收入翻番式增长具有很强的确定性。

图表 11 日海通讯新增产能情况

产品	现产能	新增产能	产能增幅
MDF (万回线)	863	300	34.76%
ODF (万芯)	669	730	109.12%
户外机房 (个)	1900	5000	263.16%
户外机柜 (个)	8340	7000	83.93%
综合布线 (套)	198941	330000	165.88%
光纤连接器 (万套)	314	399	127.07%

资料来源：公司公告、江南金融研究所

图表 12 日海通讯费用率情况



资料来源：公司公告、江南金融研究所

公司毛利率有望继续维持在30%左右的较高水平，而费用率的下降就成为公司在收入增长的基础上进一步提升利润增长的另一驱动因素。

管理费用率的下降主要是由于营收增长导致的规模效应所致。2009年，公司引进ERP系统，进一步提升经营管理效率，管理费用率较上年下降了近2个百分点。随着公司在2011年实现收入翻番式增长，管理费用率有望进一步下降。

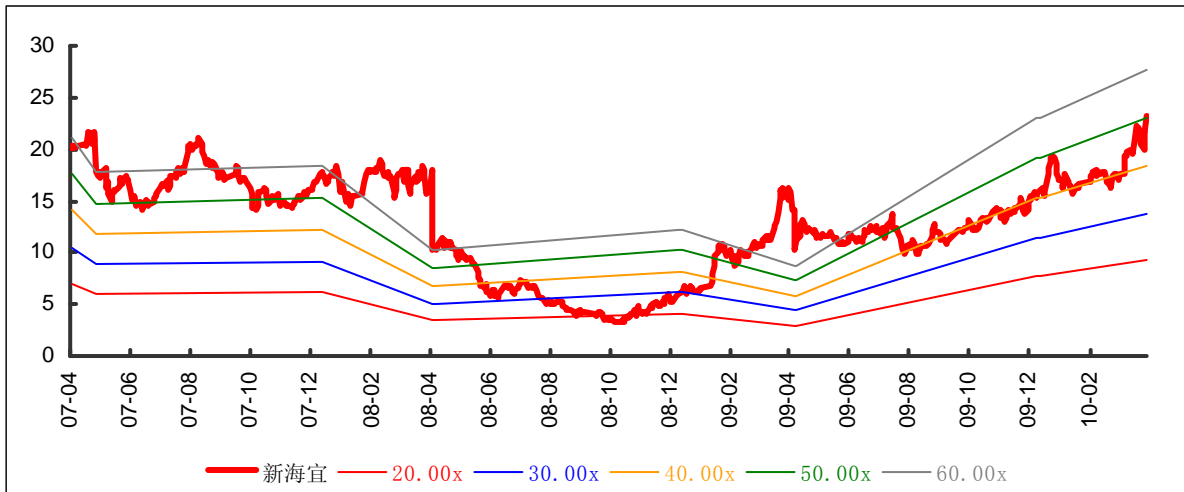
公司的保护类产品是将照明、消防、空调、电源等几大系统安装完毕后才发货，由于体积很大，又全部从深圳集中发货，导致运费高企。运费占销售收入的比例高达4%，销往东北的机房运费占收入的比例更在12%以上。2009年，由于销售迅速增长和提供了配线售后安装服务，公司销售费用较上年增加78.48%，占营业收入比例上升了1.01个百分点。公司发展规划的重要内容就是实现生产和发货的全国布局，准备在中部和北部各建一个供货基地，降低运输费用。公司目前正在武汉建设中部生产基地，建成之后将部分订单的生产就近转移到武汉。预计公司两大生产基地建设完成后，运输费用的下降将使营业费用率下降两个百分点。

五、盈利预测及投资建议

在国内3G和FTTx巨大市场机会和日益增长的国际市场空间的带动下，公司需求充足，进入快速增长期。按照公司的项目投资计划，2011年产能将扩大一倍以上。从公司内部激励因素来看，按照公司制定的考核目标，未来3年年复合增长率达到30%的增长，管理层才能获得相应的奖励；公司的核心员工共49人通过易通光公司实现了员工持股，已经形成了有效的激励机制。因而，我们认为公司未来两年收入翻番式增长具有很强的确定性。在收入增长的情况下，费用率的降低将成为公司净利润增长的又一拉动因素。随着武汉生产基地的建成，未来三年公司销售费用率将下降2个百分点。预计公司未来三年的净利润增长率分别为77.14%、58.03%和41.62%，每股收益分别为1.28元、2.03元和2.88元，对应动态市盈率分别为34.16倍、21.61倍和15.26倍。

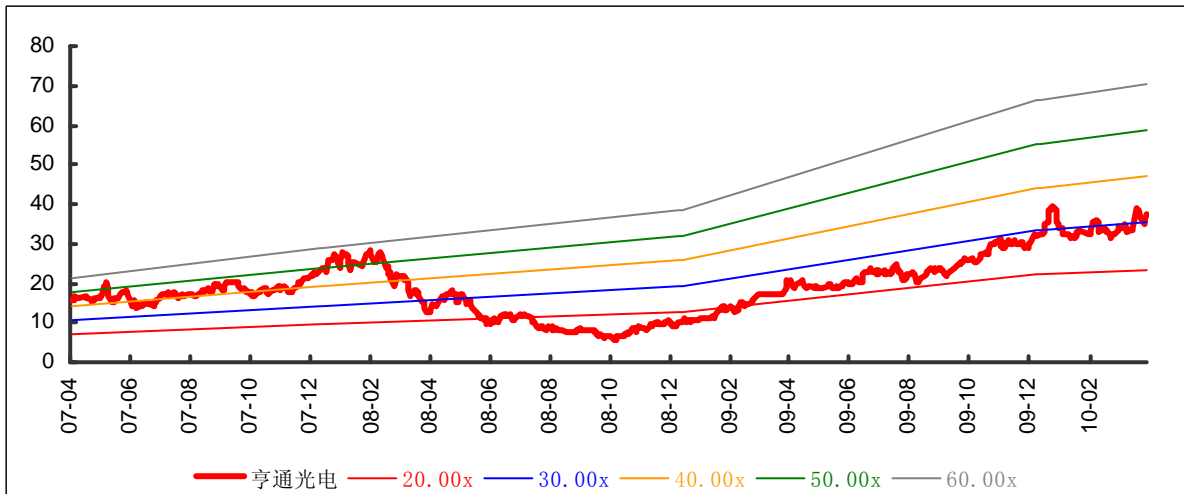
我们认为可以给予公司2011年30倍的市盈率，理由如下：行业景气度高，公司成长确定，复合增长率超过50%。公司是行业内的龙头企业，具有明显的竞争优势，市场占有率居第一，并将继续受益于集采程度的提高。公司股本仅1亿，未来股本扩张潜力很大，应享有一定的溢价。与可比公司新海宜、亨通光电和光讯科技相比，公司盈利能力处于较高水平，而这些可比公司市盈率正常情况下都达到了30倍以上。按照2011年30倍的市盈率，公司6-12个月的目标价位在60元左右，给予“买入”的投资评级。

图表 13 新海宜近年 PE 变动情况



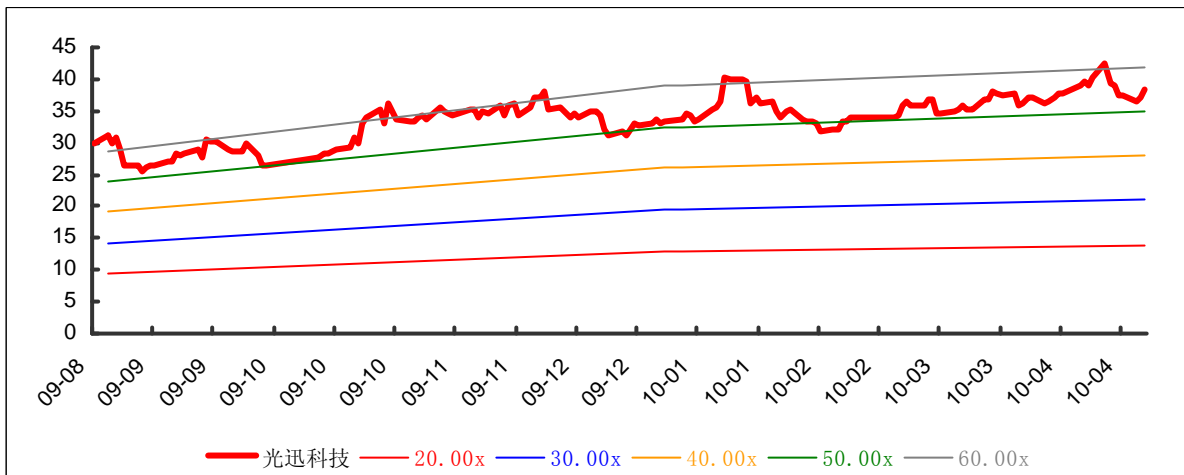
资料来源: Wind、江南金融研究所

图表 14 亨通光电近年 PE 变动情况



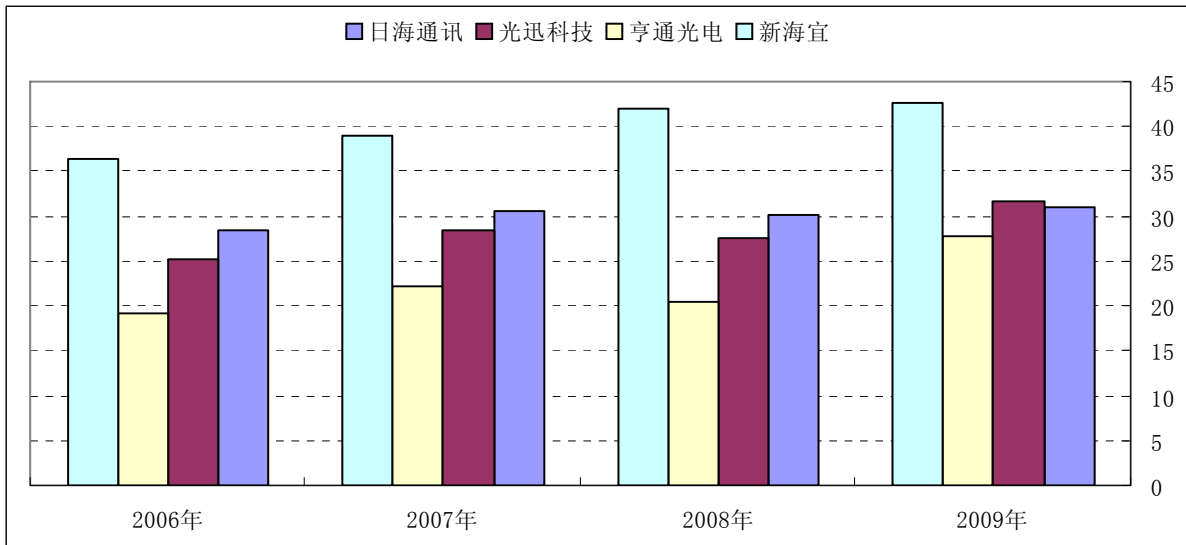
资料来源: Wind、江南金融研究所

图表 15 光迅科技近年 PE 变动情况



资料来源: Wind、江南金融研究所

图表 16 日海通讯与可比公司毛利率对比 (%)



资料来源: Wind、江南金融研究所

图表 17 日海通讯财务报表与财务数据预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1005	1214	1463	1817	营业收入	685	993	1390	1808
现金	631	630	684	808	营业成本	472	685	959	1247
应收账款	288	472	626	811	营业税金及附加	1	1	2	3
其他应收款	12	24	30	38	营业费用	91	122	154	181
预付账款	1	1	1	2	管理费用	36	50	56	63
存货	60	87	122	158	财务费用	3	-9	-9	-10
其他流动资产	13	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	93	155	191	236	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	81	125	168	207	营业利润	80	143	228	324
无形资产	9	12	16	21	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	3	17	7	8	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1098	1369	1653	2053	利润总额	84	146	231	327
流动负债	263	415	522	675	所得税	11	18	28	39
短期借款	0	0	0	0	净利润	73	128	203	288
应付账款	138	227	305	391	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	125	189	217	284	归属母公司净利润	73	128	203	288
非流动负债	3	0	0	0	EBITDA	92	141	228	325
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.73	1.28	2.03	2.88
其他非流动负债	3	0	0	0					
负债合计	266	415	522	675	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	100	100	100	100	成长能力				
资本公积	591	591	591	591	营业收入	64.8%	45.0%	40.0%	30.0%
留存收益	141	260	437	684	营业利润	122.9%	78.4%	59.1%	42.1%
归属母公司股东权益	832	951	1128	1375	归属于母公司净利润	104.3%	77.1%	58.0%	41.6%
负债和股东权益	1098	1366	1650	2050	获利能力				
					毛利率(%)	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
					净利率(%)	10.6%	12.9%	14.6%	15.9%
					ROE(%)	8.7%	13.5%	18.0%	20.9%
					ROIC(%)	35.0%	38.0%	43.4%	48.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	24.2%	30.4%	31.6%	32.9%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.82	2.92	2.80	2.69
					速动比率	3.59	2.71	2.57	2.46
					营运能力				
					总资产周转率	0.89	0.81	0.92	0.98
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	4.04	3.75	3.61	3.58
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.73	1.28	2.03	2.88
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.54	1.25	2.10
					每股净资产(最新摊薄)	8.32	9.51	11.28	13.75
					估值比率				
					P/E	60.50	34.16	21.61	15.26
					P/B	5.27	4.62	3.89	3.19
					EV/EBITDA	41	27	17	12

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	96	54	125	210
净利润	73	128	203	288
折旧摊销	8	6	8	11
财务费用	3	-9	-9	-10
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	11	-56	-88	-79
其他经营现金流	2	-15	10	-0
投资活动现金流	-74	-53	-54	-56
资本支出	31	50	50	50
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-43	-3	-4	-6
筹资活动现金流	478	-1	-17	-31
短期借款	-80	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	25	0	0	0
资本公积增加	544	0	0	0
其他筹资现金流	-11	-1	-17	-31
现金净增加额	501	-1	54	124

分析师简介

薄小明, SAC 执业证书号: S0640208090088

工学硕士、经济学硕士, 2007 年 8 月加入江南证券金融研究所, 从事 TMT 行业的研究。

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, 本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
- 持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
- 卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考

免责条款:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。