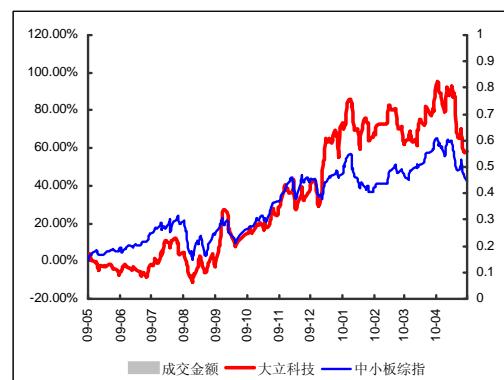


12个月目标价	35元
当前股价	30.61元
投资评级	买入

研究员: 高俊芳(执业证书号:S0640209120109)  
 电话: 0755-83778731  
 Email: junfanggao@tom.com  
 报告日期: 2010.6.6

**基础数据**

上证指数	2554
总股本(亿股)	1.00
实际流通A股(亿股)	0.616
流通B股(亿股)	0
实际流通A股市值(亿元)	17.83
总市值(亿元)	28.95
每股净资产(元)	3.74
ROE	12.3%
资产负债率	33.76%
毛利率	49.5%
净利率	21.1%

**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68号航空大厦2902室  
 (518031)

**报告要点:**

- 令人期待的公司产能驱动型成长开始启程。2009年公司实现营业收入21,422.28万元,较上年同期减少0.39%,不过由于毛利较高的红外热像仪产品销售占比有所提高,同时红外焦平面探测器等主要原材料价格下降,公司产品的毛利率水平有所提升,报告期营业利润、利润总额以及归属于上市公司股东的净利润较上年同期分别增长30.81%、22.59%、15.73%。从公司和市场情况分析,公司利润增长依靠产品结构调整和成本下降来维系的空间越来越小,公司利润今后更多的应该是产能驱动的增长。而产能释放的两个途径一个是焦平面探测器国产化引起的军方需求;另一个则是公司产能扩张之后通过价格优势来打开国内外民用市场。而从一季报的数据看,公司收入开始进入增长快车道。2010年Q1公司营业总收入同比增长73.19%,净利润同比增长40.47%。公司同时预计上半年净利润同比增长20~50%。我们判断民品特别是出口这一块增长随产能开始启动。
- 红外焦平面探测器实现量产只是时间问题。焦平面探测器对公司发展非常重要,目前处于研发测试阶段,虽然还没有产业化,不过已经做出样品,灵敏度没有问题,寿命可能还需要进一步提升。从公司引进人才的迹象分析,实现产业化应该非常有把握。我们判断下半年公司的样品应该有所突破,快的话明年,慢的话2012年估计可以实现量产。
- 市场拓展问题。我们认为,红外热像仪军方订单的大规模放量尚需公司红外焦平面探测器的产业化。而眼下军方的订单更多来自边海防,去年军品规模7,800台,其中边海防300台,今年预计军品规模会超过1500台;民品方面,消费主体还是来自于电力,煤炭行业的需求还需时日,而消防虽然市场增长不错,但是打包经营使得市场呈现封闭的特性。更多的惊喜可能来自于出口方面,去年出口2000台,今年预计可以达到4000台,不过价格可能会下降。
- 投资建议。按照我们盈利预测模型,公司未来三年每股收益分别为0.63元、0.85元和0.98元,对应动态市盈率分别为45.92倍、34.18倍和29.52倍。从公司PE估值水平的波动区间看,我们认为35倍以下水平是相对安全的,基于长期投资的视点,我们认为35倍PE水平(对应股价22.05元)附近给予大立科技“买入”投资评级。我们不排除公司股价今年有超预期表现,所以买入价位适当放宽至22~25元区间
- 股价短期上涨催化剂。新项目的取得以及红外焦平面探测器的国产化进程取得进一步进展。
- 财务数据简表

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	214	300	450	652
收入同比(%)	0%	40%	50%	45%
归属母公司净利润	45	63	85	98
净利润同比(%)	16%	39%	34%	16%
毛利率(%)	49.5%	50.0%	48.0%	45.0%
ROE(%)	12.3%	14.9%	16.7%	16.2%
每股收益(元)	0.45	0.63	0.85	0.98
P/E	63.90	45.92	34.16	29.52
P/B	7.83	6.85	5.71	4.78
EV/EBITDA	58	41	30	24

资料来源: 江南金融研究所

## 1. 我们非常看好红外热像仪市场前景。

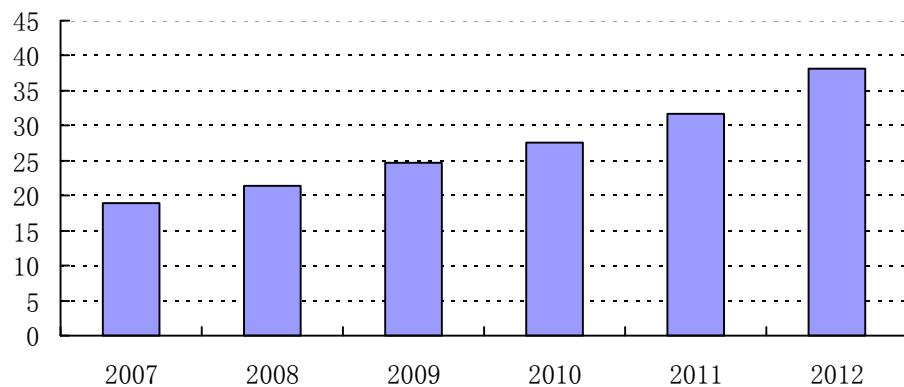
### (1) 全球市场情况

红外热像仪分为军用和民用两大类，这两类市场需求变动趋势如下：军用领域的红外热成像系统是红外技术最早的应用领域，产品以制冷型红外热像仪为主，对探测器的性能要求很高，价格也相对昂贵。目前，军用市场仍然是红外产品的最大市场。从长期发展趋势来看，红外热像仪将装备到各种现代化武器中，目前全球军队数量约为2000万人，即使是按10%的军队、平均每个士兵配备1具红外热像仪、每具红外热像仪按2万美元（目前售价约为2—10万美元）来计算，全球军用红外热像仪市场潜在需求总量超过400亿美元。

根据国际光学学会（SPIE）估计，目前全球军用红外热像仪的实际年需求至少为30亿美元。随着各国加大对军事项目的投入，这一需求还会进一步扩大。由于红外热像仪在民用领域可广泛用于预防检测、消防、制程控制、安防、汽车夜视、环境监测等多个领域。而且随着红外热像仪行业在新领域的应用，未来将渗透到国民经济生活的各个领域，民用领域的红外热像仪市场极有可能呈现出爆发性增长，未来民用潜在需求将高达上千亿美元，超过军用市场需求。根据Maxtech International的预测，到2012年全球民用红外热像仪的有效市场需求将达到38.12亿美元。如果考虑到新的应用领域的开发，其实际的市场需求总量将很可能超过这个预测数。

图表1 07年-12年国际民用红外热像仪有效市场需求预测（单位：亿美元）

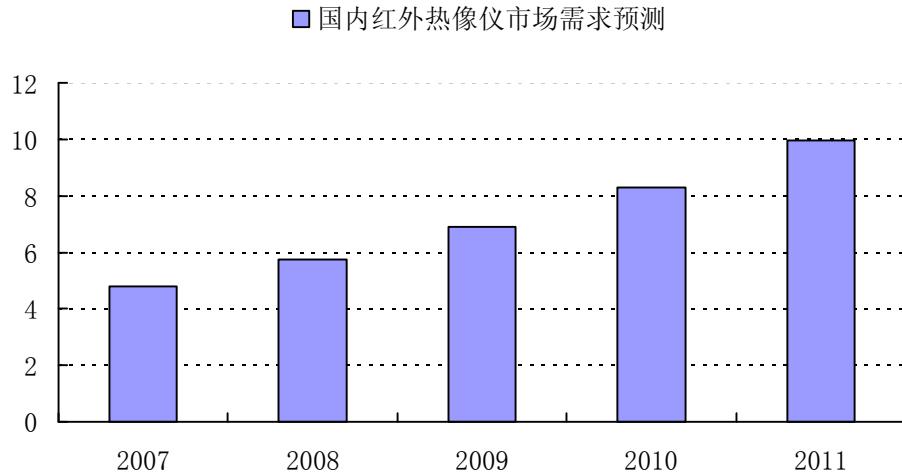
■ 全球民用热像仪需求预测



资料来源：Maxtech International, 江南金融研究所

### (2) 国内方面

从潜在市场需求来看，在军用市场，随着我国国防现代化建设的推进，我国军用红外热像仪的潜在需求将高达230亿元；在民用市场，随着我国国民经济的蓬勃发展，民用红外热像仪市场需求也将快速增长。从长期来看，中国民用红外热像仪市场潜在需求可达数百亿元。从现实有效的市场需求来看，预计2011年中国民用红外热像仪市场的有效需求量可以达到9.95亿元。

**图表2 07年--11年中国红外热像仪有效市场需求预测 (单位: 亿元)**


资料来源: 慧聰网, 江南金融研究所

### (3)红外热像仪市场的供给变动情况

目前, 红外热成像技术已经成熟, 但市场需求还处于不断成熟的过程中, 市场供求关系将维持供略小于求的市场格局。根据Maxtech International 和慧聰网的预测, 最近5 年, 全球民用红外热像仪市场的供给将以13%的速度增长, 中国民用红外热像仪市场供给将以年均18%的速度增长, 预计到2011 年全球民用红外热像仪市场供给将达到30.03 亿美元, 中国民用红外热像仪市场供给将达到9.15 亿元, 仍将保持供小于求的竞争格局。

**图表3 全球和国内民用红外热像仪市场供求情况**

项目	2007	2008	2009	2010	2011
全球 (亿美元)	供给	18.42	20.81	23.52	26.58
	需求	18.93	21.35	24.75	27.58
中国 (亿元)	供给	4.72	5.57	6.57	7.76
	需求	4.80	5.76	6.91	8.29

资料来源: Maxtech International、慧聰网

## 2. 红外热像仪行业公司主要竞争对手

(1)FLIR 公司: 成立于1978 年, 是美国红外热像仪行业的龙头公司, 也是全球最大的红外热像仪生产企业。近几年来, 该公司通过并购同行业的中小企业, 使得公司综合实力大大提高。目前该公司的产品已进入中国市场, 2006年在中国的销量超过500 台。

(2)FLUKE: 该公司是美国一家电子仪器制造公司, 2002 年通过收购RAYTEK进入红外热像仪行业。FLUKE 的红外热像仪产品主要为测温用小型红外热像仪, 目前该公司产品已进入中国市场, 但产品档次稍低。

(3)武汉高德红外技术有限公司: 该公司于2004 年设立, 主要产品为非制冷焦平面红外热成像仪, 其产品主要应用于电力、医疗、消防等领域。相比大立科

技，高德红外的主要竞争优势在于应用技术开发和拥有多元化的全球营销网络两方面。军工资质方面两者均较为完备，大立科技一旦成功量产焦平面探测器，因设备国产化的政策因素及军品采购的特点，大立科技的军品竞争优势将进一步实现质的提升。

①应用技术开发方面，公司凭借先进设计能力和集成技术，测温类产品实现了较国际同类产品更多的功能扩展，开发出了世界第一款手机型红外热像仪产品（M 系列）、世界第一款具有语音控制等多功能集成的专家级红外热像仪产品（TP8）。公司其他型号的红外热像仪在同类产品中也均具有小、巧、精的特点。为进一步拓深产品链、扩大应用层次，根据市场应用的现实需求，综合美国 FLIR SYSTEMS 公司等国际先进厂商的业务发展方向，公司于 2006 年开始着手研制以红外热像仪为核心的综合光电系统：如在原有红外体温检测仪产品基础上成功开发出红外热成像自动搜索测温系统，增加了校温功能、数字图像传输功能、远程监控功能。而标准的综合光电系统产品如新闻采集稳像观测系统样机已研制成功，船载辅助航行热像系统正在进行设计定型。

#### 图表4 公司具有全系统设计能力

光学系统设计	具备多达11 片镜的复杂光学设计能力，掌握透射式、折返式、折叠式等各种光路设计能力，可实现光学系统的单视场、双视场、多视场功能，研制成功国内首创的连续变焦红外光学系统和微扫描光学系统
机械结构件设计	具备满足各种特殊环境要求、与精密光学设计制造技术耦合度高的精密结构件设计技术，可有效的对现有产品结构系统进行低成本改型
电路设计	全面掌握电磁兼容、信号完整性等先进的设计方法，通过运用DSP、FPGA、CPLD等高性能电路技术，已设计出高质量的模拟、数字混合电路和高精度低噪声的模拟电路，已可实现多达16 层的超高密度电路设计
图像处理	独创“小目标跟踪”算法和天地情景模式，拥有基于图像匹配的目标识别技术、电子稳像技术、图像自动跟踪技术，研发出多种智能化处理软件和专业接口图像处理平台

资料来源：招股说明书，江南金融研究所

②多元化国际营销网络及品牌影响力，公司基本建立了多元化经销模式的全球营销网路，有力推动了海外市场销售和促进了行业影响力的提升，目前已在68个国家和地区拥有百余家常年经销商，地区独家分（经）销商与联合品牌销售模式成效显现。同时，具有新颖外观设计和集成功能等特点的多系列、多型号测温类产品群有利于满足不同应用领域、各个消费层次的客户需求，从而促进了公司产品的终端销售。08 年公司的海外销售收入就达到了 3 亿元，已经具有一定的国际品牌影响力。

(4)广州飒特电力红外技术有限公司：该公司于1987 年设立，由北京飒特检测技术有限公司、广州市电力总公司及其它几家电力企业投资设立，其主要产品有测温型红外热像仪、S160 红外热像仪，主要应用于电力、石化等领域。从国内三家主导企业的具体情况来看，核心部件焦平面探测器都从法国进口，后续电路和图像处理软件则能够自行设计开发。而国内这三家外其他的企业基本是代理商或者系统集成商的角色，科研院所则基本集中在军事等研究领域。

民用市场基本由这三家国内公司和国外的几家大公司瓜分，但三家国内公司的份额差不多，国外品牌如FLIR等公司占了中国民用市场35%左右的份额。

另外，技术上大立科技比其他两家公司领先，由于军队属于封闭式竞争市场，获取订单和技术存在一定的人为主观性因素。不过，军方公开招标项目大立科技要么可以直接获得订单，要么合作伙伴拿到，公司提供相关产品，因为公司作为唯一一家连续这么多年盈利企业，技术积累时间长，技术人员流动性很小，经营相对稳定。而相比起来，高德股权集中，经营也不是很稳定，有时赚钱，有时不赚钱。还有，公司在国内市场具有定价权，采购方面的议价能力也较强，从法国采购量占该公司产量10%。由于这个行业厂商相对集中的特性，下游降价没有上游降价快，这样公司毛利就有很强保障。

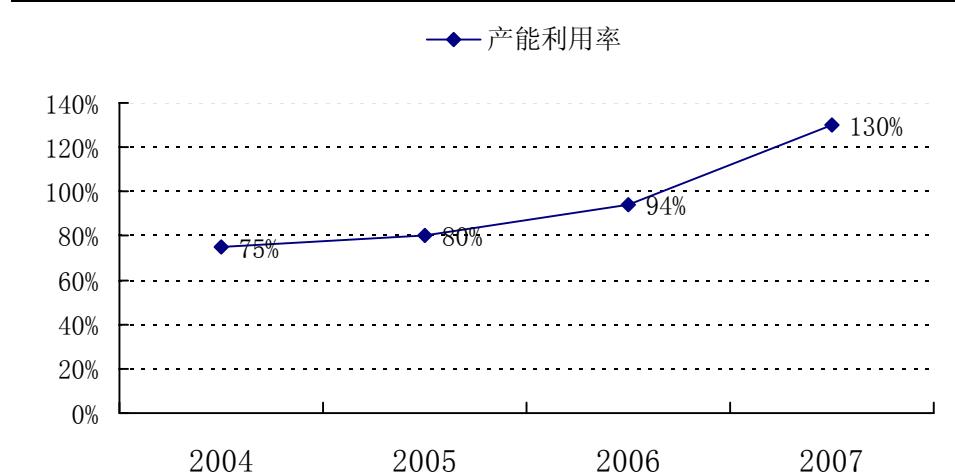
### 3. IPO募投项目在2010年助推公司产能扩张型成长。

#### (1)红外热像仪产业化升级项目

目前，红外热像仪在中国应用最为成熟的领域为军事和电力部门。随着中国经济社会的发展，红外热像仪在消防、制程控制、安防监控等领域的应用将越来越广。受产能不足的限制，目前产品种类主要集中在军用和电力部门，尽管公司已成功研制出消防、安防、制程控制领域应用的红外热像仪，并且这几类红外热像仪市场也将快速增长，但受制于公司的现有产能，公司目前只是进行少量生产，还不能批量向市场提供这几类产品。

作为国内红外热像仪行业的龙头企业，大立科技在市场竞争中已经形成了明显的技术优势和品牌优势，随着红外热像仪产业化升级项目对产能的逐步释放，公司最近两年将迎来产能扩张型成长。

图表5 2004-2007年公司红外热像仪产能利用率



资料来源：公司招股说明书

#### (2)非制冷红外焦平面阵列探测器国产化项目

目前世界上只有美国、法国、日本、以色列四个国家拥有非制冷焦平面探测器产业化生产的能力，其核心技术仅有美国和法国两个国家掌握，日本和以色列则由美国取得技术许可，在其国内生产和有限制地使用。国内焦平面探测器全

部来自于法国，其高端产品对我国禁售，中低端产品价格昂贵，并实行最终用户许可制度。探测器价格的居高不下，决定了红外热像仪整机价格较高，并制约了包括大立在内的红外热像仪企业的发展。

目前，我国非制冷红外探测器民用市场每年以高于20%的速度增长。制约非制冷焦平面探测器市场迅速发展的主要因素是生产技术和价格。目前，市场上最低价的非制冷探测器是 $160 \times 120$  分辨率，50 微米像元尺寸的焦平面阵列。如果在相同的技术指标基础上，价格下降50%；或者价格不变但分辨率提高到 $320 \times 240$ 、或像元尺寸减小到25 微米，都将触发数十倍的市场增长。

另外，还有许多低端市场目前没有得到满足。例如 $80 \times 60$ 、 $64 \times 64$ 、 $16 \times 16$  等类型的低分辨率探测器，目前世界上几个主要的非制冷探测器供应商都不提供。而这些低端焦平面探测器在行人流量、车辆交通流量计数，非接触测温，非重点区域的保安等领域有非常大的市场。

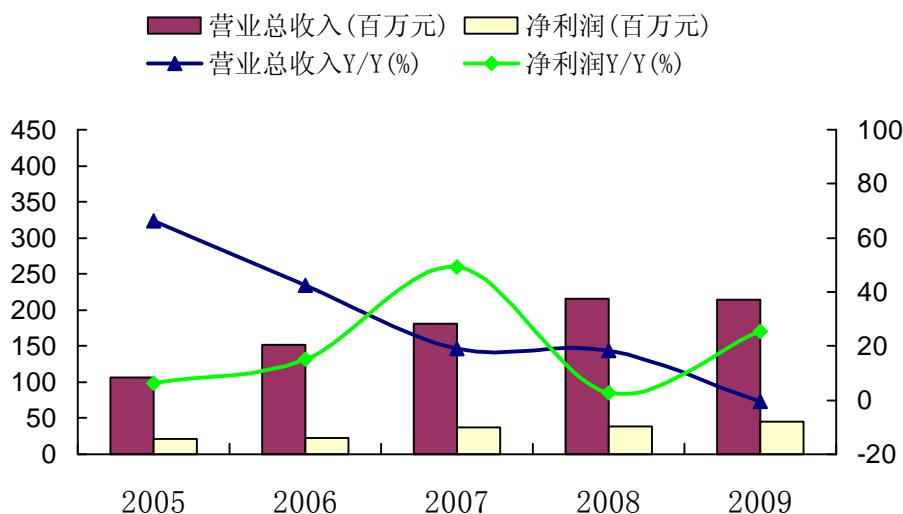
公司焦平面探测器第一代产品的目标市场是对价格敏感的民用市场，包括维护检测、消防、安防监控和司法监督领域。这无疑解决了公司核心原材料采购的风险，并大幅降低国内焦平面探测器的价格，有效提升红外热像仪现有应用领域的市场需求，并有助于提高在其他领域的推广应用速度，并对我国国防现代化建设具有重要的战略意义。

图表6 国内民用红外热像仪应用情况

应用行业	应用原理	应用情况
电力	红外热像仪可以在带电的情况下,从安全的距离测量电力设备的表面热辐射,并将其直观的反映在液晶屏上,这样可以对设备温度超标的程度、设备负荷率的大小、设备的重要性及设备承受机械应力的大小等设备问题进行监测。	红外热像仪已经成为电力行业预防性维护检测的核心工具。主要检测电气装置、变压器、电动机、发电机、连接器等设备的运转情况
石化	石化企业大多数设备处于高温、高压、腐蚀、氧化的恶劣工况下,而且这些设备的工作周期长,维修时间短,往往一旦运行就会长时间不间断。通过红外热像仪,可以清楚地了解设备潜在损坏的分布、大小以及其具体情况,也可以根据这些设备日积月累的状态档案了解到损坏的原因及严重性,从而及时采取行动来减少损失	红外热像仪已用于检测石化企业的管道壁、阀门、板式热交换器、端盖衬里等。
建筑	建筑材料中的湿气会破坏结构的完整性,并且滋生霉菌。红外热像仪可以显示何处潮湿和何处干燥,从而迅速找到问题根源,并进行小规模的或根本无需对建筑物进行拆卸的维修,从而把对居住者的影响降到最低。	建筑物墙体脱落层检测,饰面砖粘贴质量大面积安全扫测,玻璃幕墙及门窗保温、隔热、防渗漏检测,墙面、屋面渗漏检测,结构混凝土火灾受损、冻融冻坏的检测。
煤炭	矿井在透水、煤层自燃前,其周围表现出来的温度分布有异于矿井本身的温度分布,因此可以较早地预知井下透水、火灾事故的发生。电力设备的应用原理也可应用于井下电气设备的检测。	用于检测没煤矿井下隐性火区分布、火源的位置;预防大面积的顶板冒落和采区透水;检测井下中央与采区变电所各种电气设备的状态。
食品	食品产生的细菌通常是在其表面上生长,因此,监测食品的质量和安全,可以通过监测其表面温度来实现。利用红外热像仪,可以在不必接触食品的情况下就能测量其表面温度,从而可以避免食品的交叉感染和损坏。	用于食品质量检测
医疗	很多疾病都会引起温度改变,用红外热像仪检查头部、内脏、四肢血管等部位,可以对炎症、肿瘤、周围神经疾病,作诊断提示或疗效观察,效果较佳。对判断是充血性炎症,还是缺血性炎症的效果也非常明显。	用于医疗检测、手术等

资料来源: 公司招股说明书, 江南金融研究所

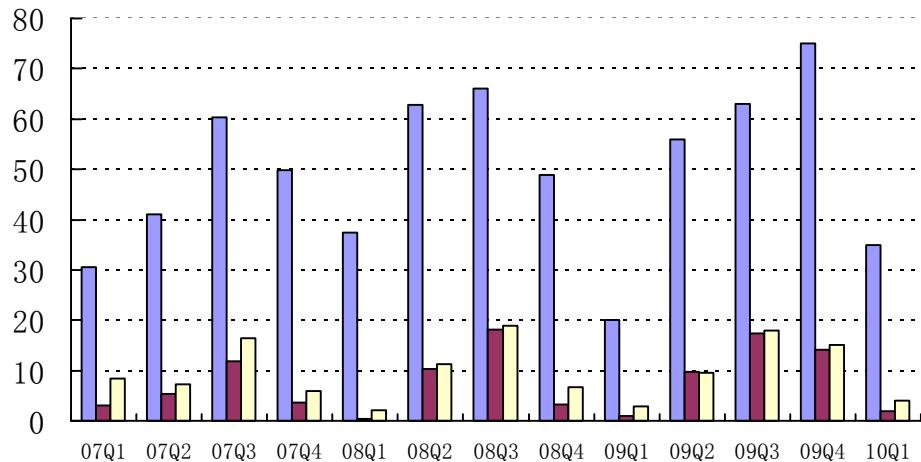
图表 7 2005~2009 年大立科技营业总收入及净利润变动情况



资料来源: 江南金融研究所

**图表 8 2007~2009 年大立科技各季度收入、营业利润、利润变动情况**

■ 营业总收入(百万元) ■ 营业利润(百万元) □ 净利润(百万元)



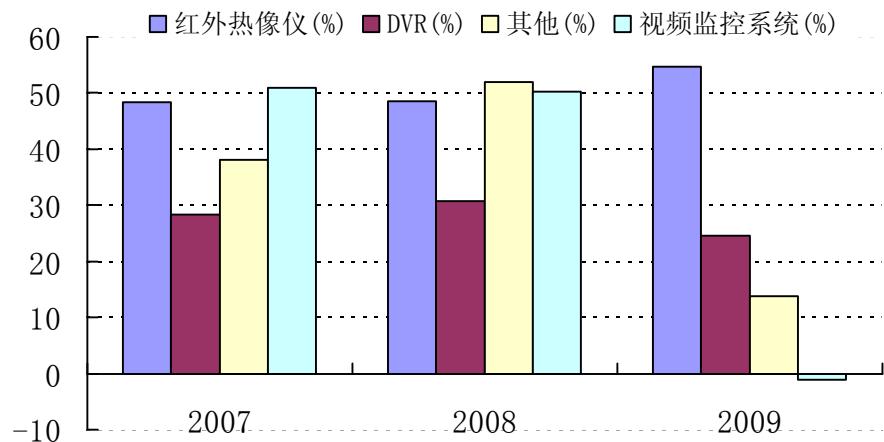
资料来源: Wind, 江南金融研究所

注: 从 10 年 1 季度的数据看, 公司产能推动型成长之路开启。

#### 4. 外协、外购经营模式转化为自制模式, 有利于提升产品质量及进行成本控制, 对公司估值构成支撑。

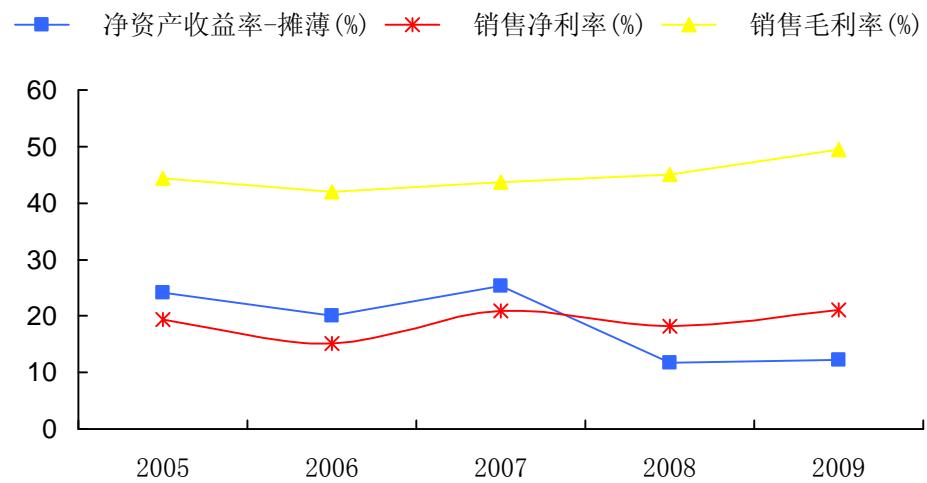
公司生产过程中所需要的多种原材料、零部件, 包括光学镜头、电路板、结构件等, 原来主要从市场上购入成品件或依靠外协来满足生产所需。但是, 零部件外购和外协加工的模式无法充分保证公司产品质量的稳定性和可靠性。例如, 红外光学镜头是红外热像仪的重要元器件之一, 与普通光学镜头相比, 红外光学镜头在材料使用、通光率、折光率等方面均有特殊要求, 目前市场上红外光学镜头的品种较少, 产品匹配性差, 影响了公司产品质量和交货期; 公司产品种类较多, 外购结构件时, 往往很难找到为公司提供各类结构件的厂商, 而且结构件质量和交货时间均难以保证。近几年来, 公司红外热像仪产销量成倍增长, 随着公司的快速发展, 零部件过多地依靠外购和外协加工, 无法充分保证公司产品质量, 影响到公司产品的信誉和品牌。随着IPO募投项目购置红外光学镜头和结构件的加工设备后, 将有利于公司产品质量的提高, 有利于公司的长远发展。

另外, 随着公司生产规模的扩大, 公司购买设备自制光学镜头和结构件的成本(含折旧和制造费用)已经比外购和外协加工的成本低。例如, 光学镜头的自制成本比外购成本低40%左右, 40毫米镜头, 外购价格约为8200元, 自制成本约为5000元左右; 15095主镜筒, 外购价格为1450元, 而公司加工成本只需1050元(该数据取自公司08年招股说明书数据)。

**图表 9 2007~2009 年大立科技分产品毛利变动情况**


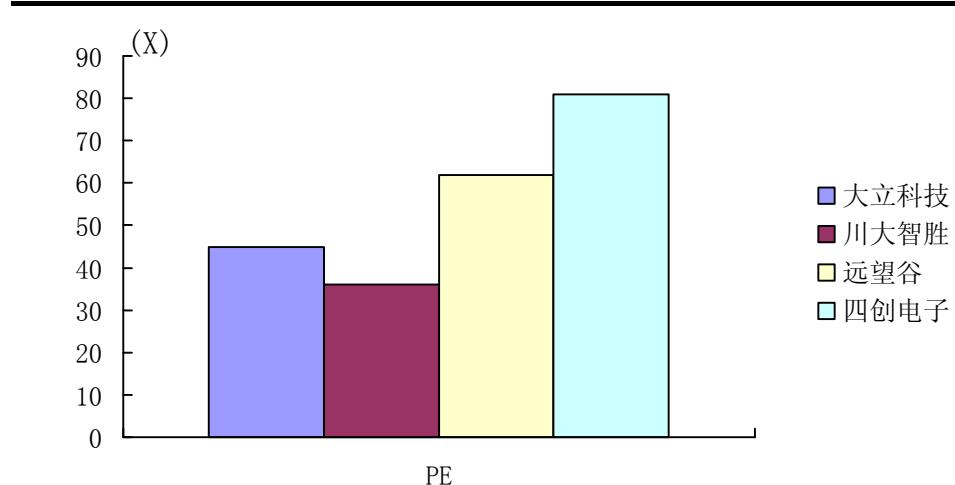
资料来源: Wind, 江南金融研究所

注: 近几年来, 红外热像仪行业保持较高的盈利水平。由于红外热像仪产品研制难度大, 技术壁垒高, 研发实力弱的企业难以进入本行业, 且红外热像仪市场需求呈现快速增长的趋势, 我们判断: 随着关键零组件的自制以及产能规模的扩张, 公司红外热像仪产品毛利将进一步提升。

**图表 10 2003~2009 年大立科技整体净资产收益率、销售毛利率、销售净利率变动情况**


资料来源: Wind, 江南金融研究所

图表11 可比较公司PE估值水平对比 (按照09年EPS测算)



资料来源：公司公告，江南金融研究所

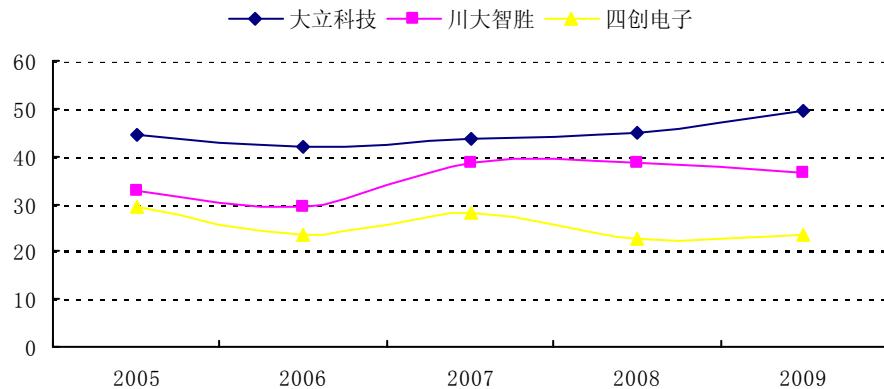
## 5. 公司盈利预测与估值

假设条件：

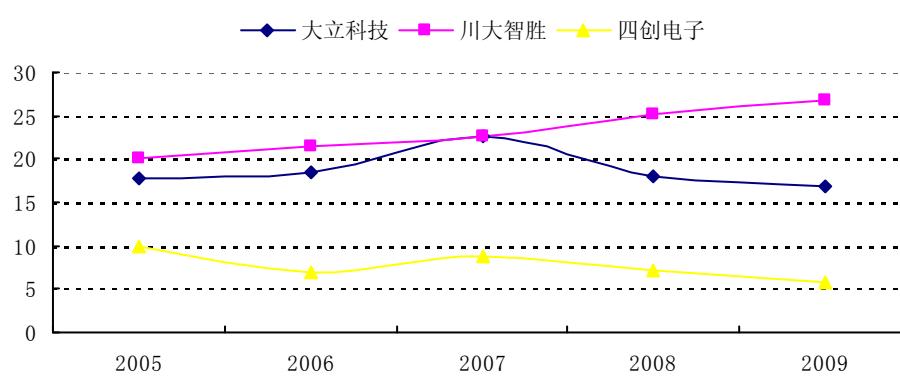
- 国内外经济不发生大的消极波动；
- 公司整体毛利水平随焦平面探测器及经营模式变动而保持稳定；
- 公司IPO项目经济效益达到预期要求。

受益于民用红外热像仪需求的快速增长以及公司在行业的竞争力因素，公司短期和长期来看都具有非常好的成长性，而公司经营模式逐步从外购、外协向自制转移以及未来可能采取哑铃型的生产模式，我们认为这符合行业发展趋势。随着IPO募投项目产能的逐步释放，公司产能驱动成长将开始启程。

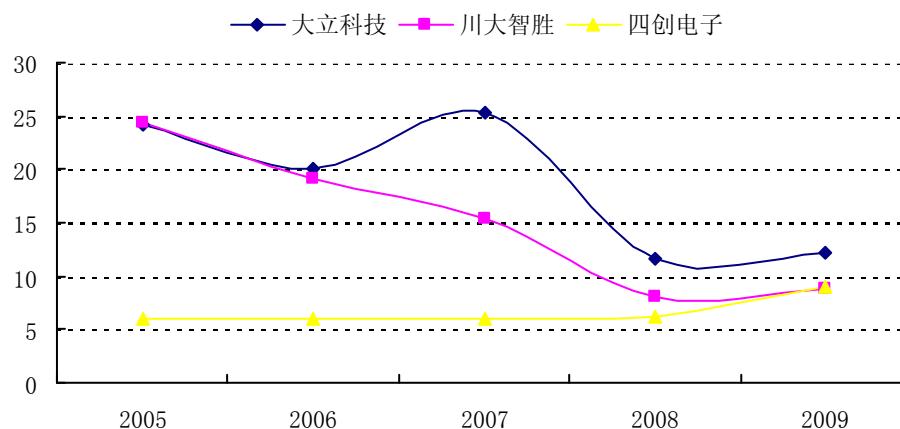
按照我们盈利预测模型，公司未来三年每股收益分别为0.63元、0.85元和0.98元，对应动态市盈率分别为45.92倍、34.18倍和29.52倍。从公司PE估值水平的波动区间看，我们认为35倍以下水平是相对安全的，基于长期投资的视点，我们认为35倍PE水平（对应股价22.05元）附近给予大立科技“买入”投资评级。我们不排除公司股价今年有超预期表现，所以买入价位适当放宽至22~25元区间。

**图表 12 A股可比上市公司毛利率情况分析 (单位: %)**


资料来源: Wind, 江南金融研究所

**图表 13 A股可比上市公司净利率情况分析 (单位: %)**


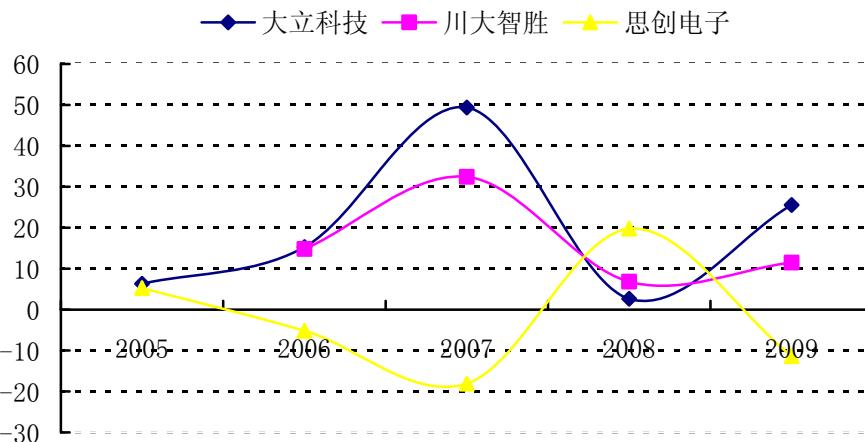
资料来源: Wind, 江南金融研究所

**图表 14 A股可比上市公司净资产收益率(摊薄)情况分析 (单位: %)**


资料来源: Wind, 江南金融研究所

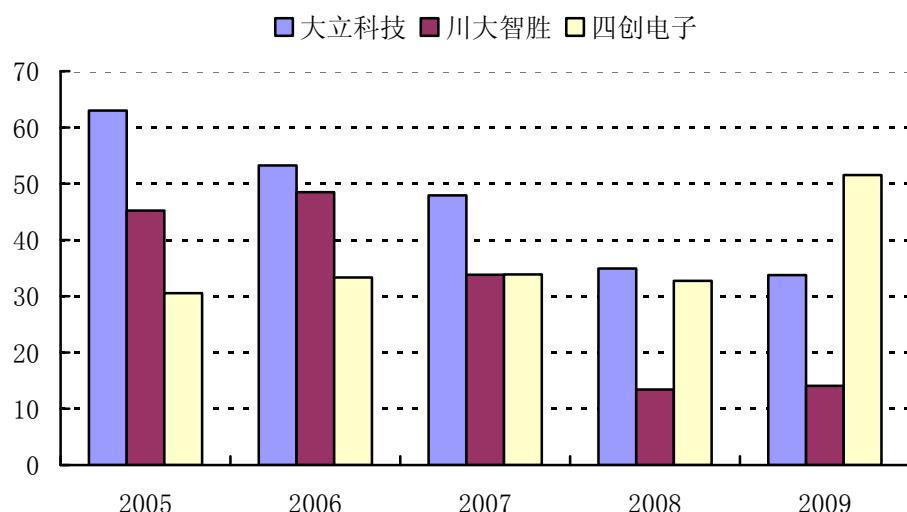
注: 大立科技、川大智胜因为 IPO 原因, 08 年以后 ROE 显著降低。

图表 15 A 股可比上市公司归属于母公司净利润（扣除非经常性损益）增长情况分析（单位：%）



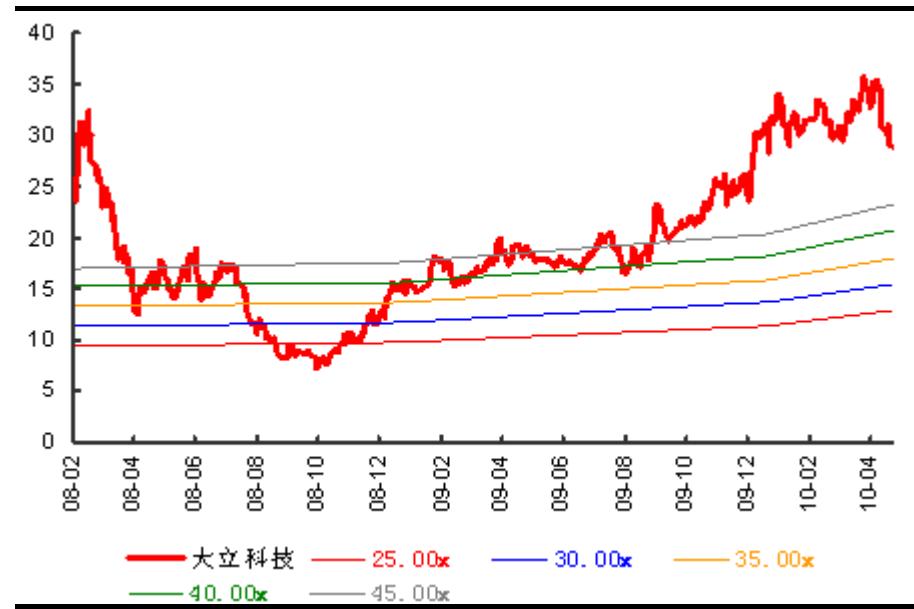
资料来源：Wind, 江南金融研究所

图表 16 A 股可比较公司资产负债率情况对比（单位：%）



资料来源：Wind, 江南金融研究所

图表 17 上市以来大立科技 PE 估值水平变动情况



资料来源：Wind, 江南金融研究所

注：按照目前市场和行业发展趋势，我们判断大立科技PE估值水平合理区间大致应该类似于2008年35~45倍区域，而40倍则是中枢位置。这也支撑了我们上面对大立科技估值水平的逻辑分析和安全边际判断。

**附：大立科技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
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>	214	300	450	652
现金	128	179	136	138	营业成本	108	150	234	359
应收账款	115	129	196	288	营业税金及附加	2	2	3	5
其他应收款	7	9	13	18	营业费用	18	25	38	54
预付账款	9	13	20	30	管理费用	38	52	78	114
存货	178	197	315	496	财务费用	3	4	6	15
其他流动资产	1	3	4	6	资产减值损失	3	4	4	4
<b>非流动资产</b>	<b>119</b>	<b>129</b>	<b>114</b>	<b>111</b>	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	80	81	80	77	<b>营业利润</b>	42	63	87	102
无形资产	15	14	13	12	营业外收入	10	9	10	10
其他非流动资产	23	32	20	20	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>558</b>	<b>659</b>	<b>798</b>	<b>1087</b>	<b>利润总额</b>	52	72	97	112
<b>流动负债</b>	<b>175</b>	<b>225</b>	<b>279</b>	<b>469</b>	所得税	6	9	12	14
短期借款	135	136	195	348	<b>净利润</b>	45	63	85	98
应付账款	28	37	57	87	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	12	52	28	35	归属母公司净利润	45	63	85	98
<b>非流动负债</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	EBITDA	50	71	98	121
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.45	0.63	0.85	0.98
其他非流动负债	13	11	12	12					
<b>负债合计</b>	<b>188</b>	<b>236</b>	<b>291</b>	<b>481</b>					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	100	100	100	100					
资本公积	132	132	132	132					
留存收益	138	191	275	374					
归属母公司股东权益	370	423	507	605					
<b>负债和股东权益</b>	<b>558</b>	<b>659</b>	<b>798</b>	<b>1087</b>					
<b>现金流量表</b>					<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	15	63	-96	-138	<b>成长能力</b>				
净利润	45	63	85	98	营业收入	-0.4%	40.0%	50.0%	45.0%
折旧摊销	5	4	4	5	营业利润	30.8%	49.8%	38.8%	17.1%
财务费用	3	4	6	15	归属母公司净利润	15.7%	39.2%	34.4%	15.7%
投资损失	-0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-41	5	-212	-268	毛利率 (%)	49.5%	50.0%	48.0%	45.0%
其他经营现金流	3	-13	21	13	净利率 (%)	21.1%	21.0%	18.8%	15.0%
<b>投资活动现金流</b>	-31	0	0	0	ROE (%)	12.3%	14.9%	16.7%	16.2%
资本支出	35	0	0	0	ROIC (%)	10.5%	16.0%	14.5%	12.6%
长期投资	0	0	-0	-0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	4	1	0	0	资产负债率 (%)	33.8%	35.8%	36.4%	44.3%
<b>筹资活动现金流</b>	-21	-13	53	139	净负债比率 (%)	71.68%	57.73%	66.97%	72.31%
短期借款	-4	1	59	153	流动比率	2.50	2.36	2.45	2.08
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.49	1.48	1.32	1.02
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.40	0.49	0.62	0.69
其他筹资现金流	-17	-14	-6	-15	应收账款周转率	2	2	2	2
<b>现金净增加额</b>	<b>-37</b>	<b>51</b>	<b>-43</b>	<b>1</b>	应付账款周转率	3.93	4.62	5.02	5.00
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.45	0.63	0.85	0.98
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.63	-0.96	-1.38
					每股净资产(最新摊薄)	3.70	4.23	5.07	6.05
					<b>估值比率</b>				
					P/E	63.90	45.92	34.16	29.52
					P/B	7.83	6.85	5.71	4.78
					EV/EBITDA	58	41	30	24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 分析师简介

高俊芳, SAC 执业证书号: S0640209120109

厦门大学经济系硕士, 2007 年 10 月加入江南证券金融研究所, 从事电子行业的研究。

## 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基准。

## 免责条款:

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、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实客户。

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。