

新华锦 (600735) 小锡球助公司实现困境翻转

行业分类：电子材料

2010.08.10

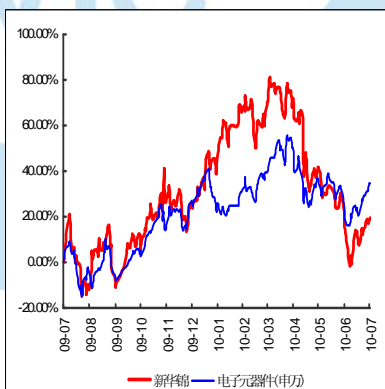
研究员：高俊芳
(执业证书编号：S0640209120109)
电话：0755-83778731
联系人：刁志学
电话：0755-83520492
Email：diaozhixue@163.com

6~12月目标价	14.50
当前股价	10.80
投资评级	买入

基础数据

上证综指	2595
总股本(亿股)	2.09
实际流通A股(亿股)	1.13
流通B股(亿股)	0
实际流通A股市值(亿元)	12.20
总市值(亿元)	20.57
每股净资产(元)	1.05
ROE(2009)	11.5%
资产负债率	75.68%
毛利率	7.6%
净利率	1.1%

近一年公司股价表现



投资要点：

- 行业虽小，高壁垒和进口替代特征使得企业未来几年增长空间依然广阔。随着全球IC封装产业开始向大陆逐步转移和终端电子产品的快速成长，封装用锡球的需求量开始大幅度增长；另外，来自行业内部的变化，例如随着下游电子产品对于轻薄短小的要求，PDIP、SOP、QFP等封装技术逐步被BGA、CSP封装技术所取代，基于上述分析，我们判断新华锦的锡球业务替代空间巨大。
- 政府引导及企业追逐利润驱动下的进口替代。金融危机之后，从产业升级的角度看，大陆电子产业介入上游关键材料已经开始破冰，典型的如液晶产业上的彩虹股份（玻璃基板）、永太科技（液晶）；而PCB产业上我们看到的则是封装领域的新华锦（金属材料锡球）。如果从厂商追逐利润的角度出发，经过多年积累和危机给予的机遇，追逐上游高毛利的材料业务成为眼下国内电子制造业的一大趋势。产业链上则表现为向上游拓展和整合，以此来增强自身竞争力。
- 日月光认证通过拉开进口替代的序幕。目前公司已经通过日月光的认证，并已经开始接受订单；华硕、富士康的认证已进入最后阶段，Amkor等企业的认证也在有序推进。下游用户认证的进展一方面说明公司产品的竞争力，另一方面也降低了未来公司业绩预测的不确定性。总体来看，公司的进口替代序幕已经拉开。
- 买入评级。按照我们盈利预测模型，新华锦未来三年（2010~2012）EPS分别为0.28、0.45、0.57元。考虑到未来PCB行业的发展态势和公司所处产业链的位置，我们倾向于给予公司40倍PE估值水平，未来12个月目标价位上看至14.5元，给予“买入”的投资评级。
- 风险提示：送样检测及小批量、大批量测试时间超出我们预期；其他封装厂认证问题能否顺利；千住金属扩产降价等。

财务数据简表

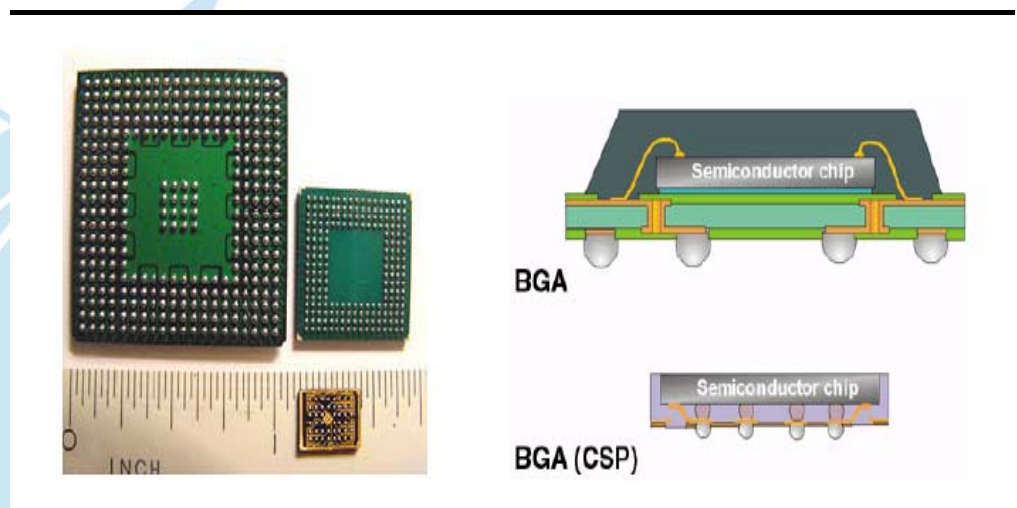
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2202	2532	3038	3342
收入同比(%)	-1%	15%	20%	10%
归属母公司净利润	25	59	95	119
净利润同比(%)	437%	134%	61%	26%
毛利率(%)	7.6%	12.0%	15.0%	16.0%
ROE(%)	11.5%	21.2%	25.4%	24.2%
每股收益(元)	0.12	0.28	0.45	0.57
P/E	89.92	38.36	23.85	18.96

一、小锡球进口替代空间巨大。

锡球是新型封装中不可缺少的重要材料，它是满足电气互连以及机械互连要求的一种新型连接方式。由于近年 BGA 及 CSP 得到迅速的发展，它取代了传统的插脚封装、导线架封装形式，从而在锡球方面起到了电气互连及机械支撑的重要作用。由锡球连接的 BGA、CSP 等封装器件，大量使用于笔记本电脑、手机、PDA、DSC、LCD 及 3C 产品等，这给锡球产品提供了广阔的应用市场及发展前景。

近年，世界焊锡球市场发展势头强劲。2008 年全世界锡球产量达到 3200 亿粒/月。尽管在 2008 年~2009 年世界半导体业受到全球金融危机的严重冲击，但锡球产品的市场需求今后几年仍为较快增长的趋势。

图表 1 BGA 封装锡球示意图



资料来源：网站，中航金融研究所

注：BGA封装（Ball Grid Array Packaging，球栅阵列封装）是半导体封装行业中成长最快的子行业，BGA封装方式是将IC晶片固定在一片IC基板上，在基板的下方植入锡球作为IC对外的连接。传统的封装方式（如SOP/LCC/QFP等）对外的连接是透过IC两侧或四周的引线框。随着IC的集成度越来越高，轻薄短小的消费特性要求引脚数越来越高，传统封装方式已经难以满足要求。BGA封装透过锡球的连接，可以将引脚分布在整片IC上面。从实际例证来看，同样一块IC载板，LCC封装引脚数为84个，QFP引脚可达到216个，而BGA引脚数可以达到超过1000个。除了引脚优势之外，较佳的散热性能、体积萎缩性能以及与较低电感干扰效应都是BGA封装技术的优势。BGA封装已经成了增长最迅速的主流封装技术，其产值占整体封装产业持续上升。重要的是，在主流的封装技术中，未来3~5年还没有出现新的替代技术。

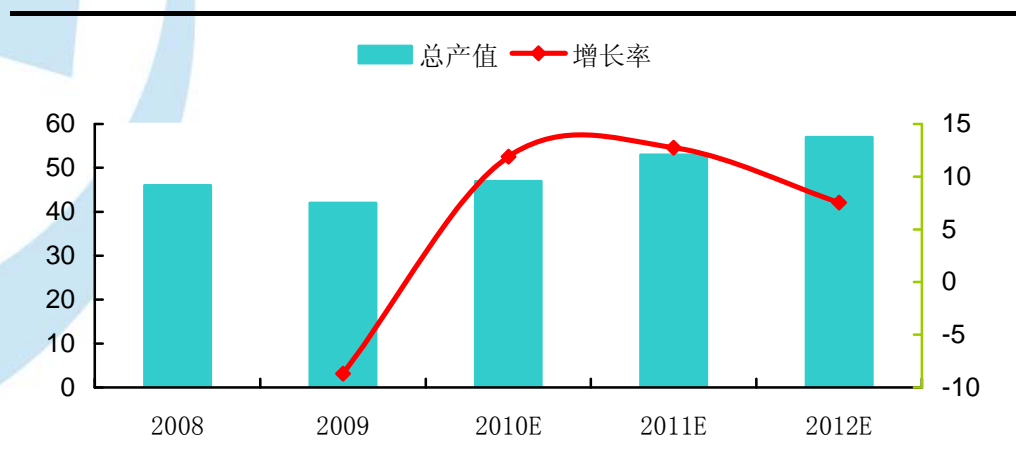
从供需角度分析，按照研究机构Cartner的预估，全球半导体封装产业（包括IDM以及外包封测厂）2010年的总产值大约在458亿美元水平，其中BGA封装所占产值约为55%。折算下来相当于全球BGA总产值约为252亿美元。以行业内一般预估BGA

锡球占封装营收的6~7%推断，BGA锡球市场规模大致在16亿美元水平。再加上连接器厂商的需求以及SMT厂商适用修补用锡球，预估全球锡球市场规模在20亿美元。增幅方面，由于BGA增长速度远高于行业增长速度（10~15%），Cartner认为BGA锡球的行业增长速度在20%左右水平。

而根据日本富士总研所统计，2004 年全球锡球市场规模约9609 亿粒/月（BGA锡球+CSP 锡球），较1999 年的2309 亿粒/月，复合增长率达33%。受2008、2009 年全球经济危机影响，估计致近6 年全球复合增长率有所下降，若按15%增速计算，则目前全球市场规模已达14000 亿粒/月（约合17 万亿粒/年）。全球BGA 约30%以上用于封装测试产业，另30%以上用于半导体连接组件等。2009年，全球中高端集成电路封装测试产业市场规模约660 亿美元，其中BGA（BGA+CSP）及锡材料占比约10%，即产值约66 亿美元。按照图表4锡球占比9%测算，那么全球锡球市场规模大致在（66+150）*9%=19.44亿美元，其中150取自半导体连接件等需求规模约150 亿美元，我们也按照9%占比来进行近似估算。随着全球经济企稳复苏、电子产品市场的不断扩大、以及大型芯片小型化，未来锡球产品仍拥有较大的市场空间，高增速有望保持，富士总研所预计增速在20%左右，高于封装行业增速。

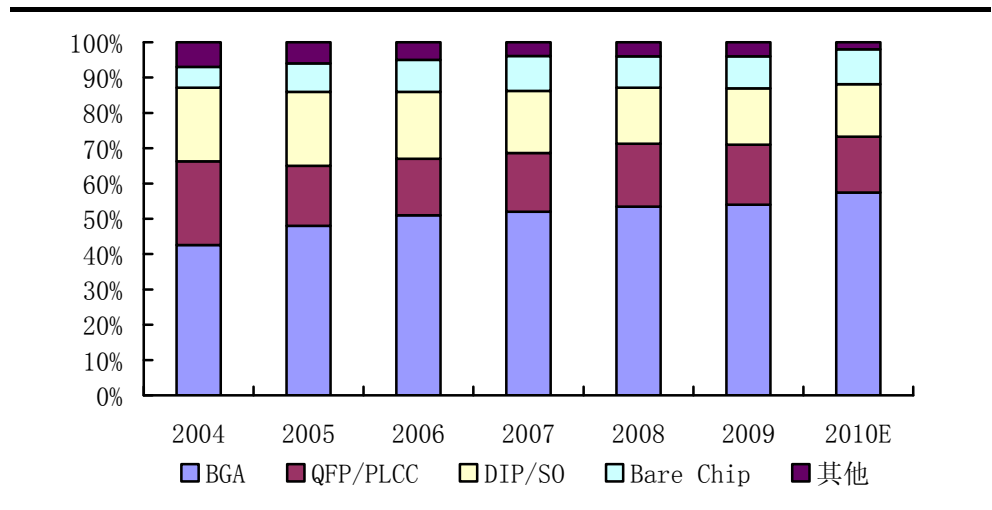
上述两家机构的预测数据基本接近，我们从保守的角度出发，取全球锡球市场规模大致18亿美元，未来三年增速在15%水平。

图表2 全球半导体封装产业恢复增长



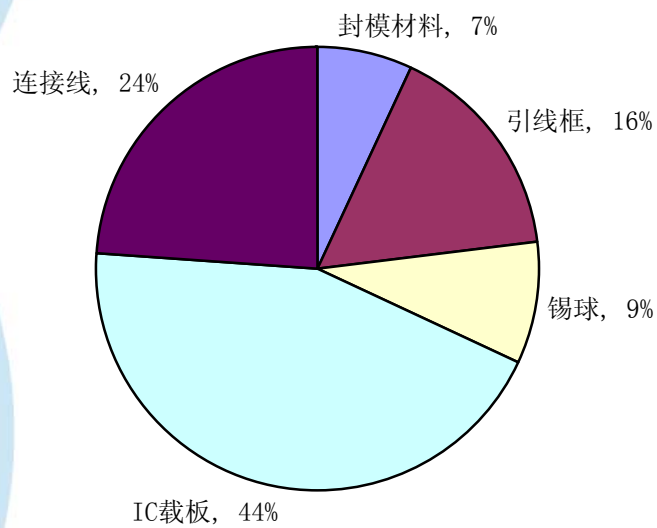
资料来源: Cartner, 中航金融研究所

图表3 BGA在封装产值中的比重变动



资料来源：IEK，中航金融研究所

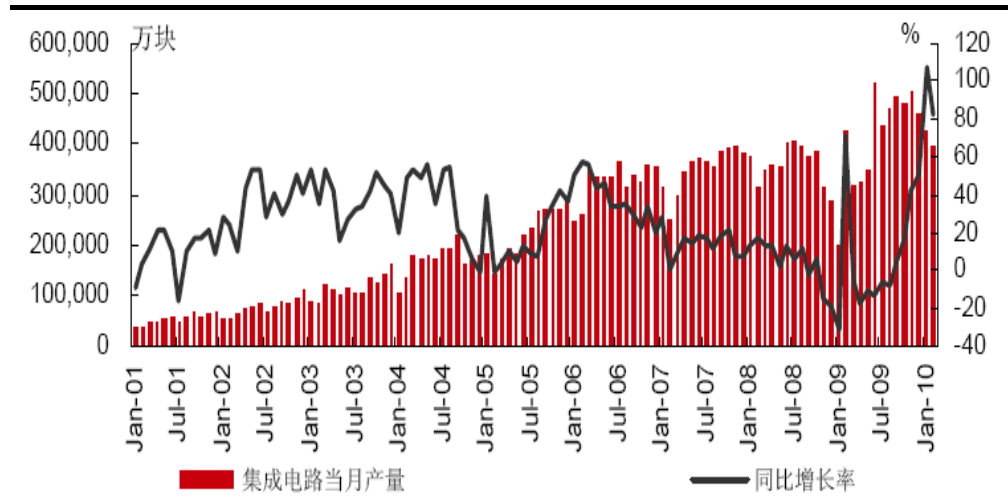
图表4 中、高端半导体封装材料比重



资料来源：IEK，中航金融研究所整理

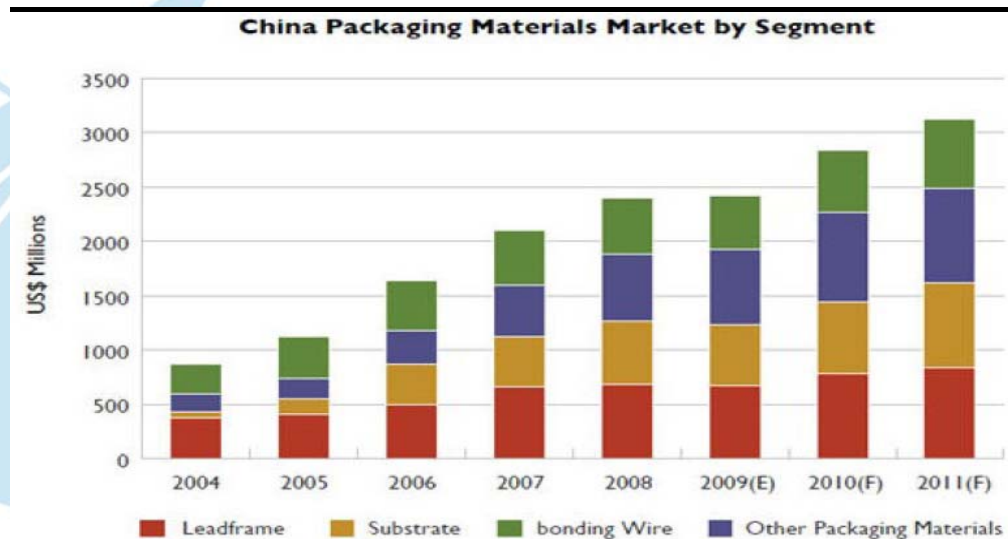
注明：如果计入低端封装产品，大致锡球占比在6~7%左右。这和上面的数据并不矛盾。

图表5 中国集成电路市场情况



资料来源: WIND, 中航金融研究所

图表 6 中国半导体封装材料市场情况



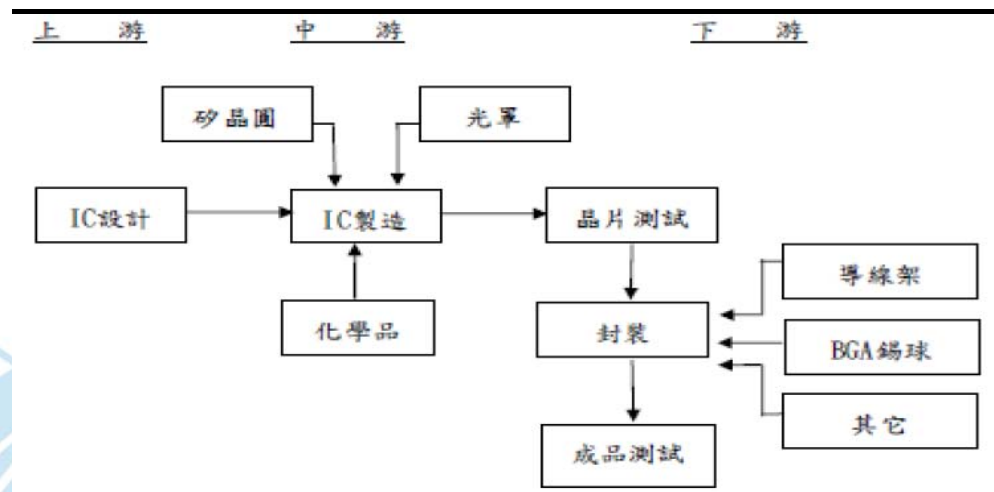
资料来源: SEMI Industry Research and Statistics, December 2009, 中航金融研究所整理

随着全球半导体和集成电路封装巨头在国内建厂, 国内 BGA 锡球市场需求空间巨大。按照有关机构做的假设分析, 未来 3-5 年内中国大陆封装产能有可能占到全球 30%, BGA 锡球市场有可能占到全球 20%, 这样折算下来国内对 BGA 锡球的需求规模将达到 6 万亿粒/年以上。

来自中国半导体行业协会统计的数据, 2007 年中国大陆的集成电路封装测试业产值约 92 亿美元 (但多为中低端产品), 已接近台湾水平。随着近几年全球集成电路封装测试产业产能向中国的不断转移, 同时在终端电子应用市场快速成长的

推动下，大陆封装测试业正在高速增长，2004-2011 年的年均复合成长率约为 20% 以上，乐观机构预计，大陆目前已远超台湾，成为全球最大的封装测试产业基地。随着 2007 年 6 月台湾经济部放开台湾半导体封装测试企业赴大陆投资，台资封测企业在大陆的投资大规模提升。在这种背景下，全球前 20 大半导体厂商，如英特尔、意法半导体、瑞萨等，均已在大陆进行了封装测试项目的投资。

图表 7 IC 封装产业链



资料来源：网站，中航金融研究所

图表 8 全球封测产业逐步向中国大陆转移（包含高端产品）

全球封测企业向大陆投资时间表
2007 年，日月光收购大陆封测厂威宇科技（6000 万美元）、NXP 苏州厂 60% 股权（2610 万美元）
2008 年 2 月，日月光 3000 万美元增资上海封测厂
2009 年，全球第二大半导体封装测试企业 Amkor 在大陆投资设厂

资料来源：中航金融研究所整理

我们判断：随着全球 IC 封装产业开始向大陆逐步转移和终端电子产品的快速成长，封装用锡球等金属材料的替代空间巨大；另外，来自行业内部的变化，例如随着下游电子产品对于轻薄短小的要求，PDIP、SOP、QFP 等封装技术逐步被 BGA、CSP 封装技术所取代，这无疑也为新华锦的半导体材料业务打开了广阔的需求空间。

二、进口替代本质上是企业追逐利润的结果。

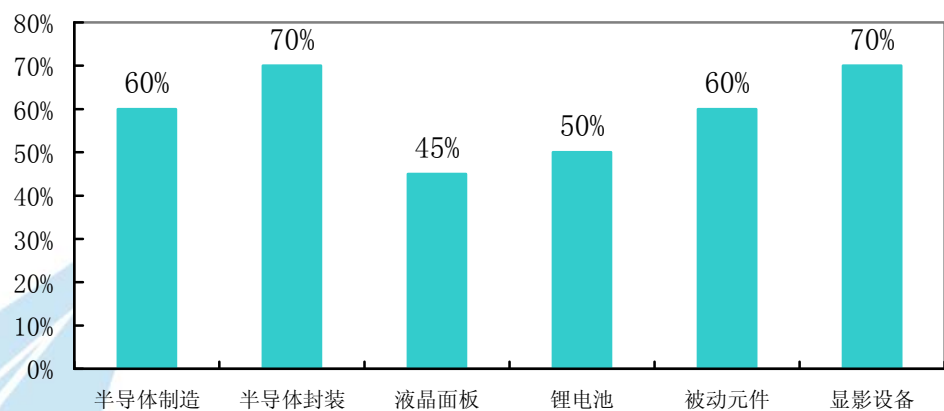
透过液晶产业链我们看到，彩虹股份在玻璃基板上面完全是靠自身研发和工艺积累来实现的。如康宁之类的厂商并没有利用国内人力资本、土地及其他要素优势来进行产能转移，其全球布局完全是根据各地的面板线产能来配套的，而且自主建厂，严防技术工艺外泄。从封装用的金属锡材料来看，由于担心技术外泄，全球四大厂商至今没有在国内投资建厂。由于危机来的过于突然和危机后这波行业景气更多的来自于国内政策刺激、新消费电子（如智能手机等）的兴起以及厂商补库存的需要，日企竞争策略保守，扩产相对谨慎也许是正确的。其实，大部分的掌握产业链上微笑曲线左上端的日企其竞争策略就是固守高端，退出中低端、放弃追逐市占率。许多行业供需出现失衡、元器件涨价等现象在行业景气度短期内被政策或者新应用（如智能机）带动起来的时候，缺货无疑是一种正常现象。再看液晶方面的诚志股份、永太科技等，都是靠自身来实现进口替代的。回到封装领域的锡球材料，也是新华锦依靠“并购”来获得这方面的技术和资源的，这有点类似于长虹之于等离子技术。其实，除了第二波“代工性质”的制造业，国内廉价劳动力和资源禀赋由于极具优势而且没有多少技术壁垒的情形下出现产业转移外，更上游高技术壁垒高毛利的材料领域，寡头垄断格局下，基本不存在产能转移。

我们认为，进口替代本质上是国内厂商追逐毛利的过程。从 PCB 产业链的角度看，随着 HDI 板和 PDIP、SOP、QFP 等封装技术在国内的逐步成熟，更高端的 IC 载板和 BGA、CSP 等封装产业必然成为有远见企业的战略布局重点。从我们对产业内相关企业的了解来看，主流的 PCB 厂商都有计划上 IC 载板生产线的计划，而长电科技、通富微电以及华天科技也都在逐步提升自身的封装技术和工艺，BGA 和 CSP 等封装将是他们未来盈利赢利成长战略重点。从动力因素上进行分析，进口替代是和技术、生产工艺相结合的。当然，市场、利润空间以及政策扶持等因素也是非常重要的原因。

当国内企业在低端甚至部分中端激烈竞争的同时，事实上国内庞大的中游元器件产能已经积累起足够的材料需求市场，这种情形下有能力进入上游关键材料领域的企业在政策、地方政府以及资本市场的扶持下，必然进入下一波进口替代的“蓝海”领域。如果技术能够被攻克，那么长期以来被日企等占据的关键材料领域不仅

会像关键元器件一样成为国内下一波电子业成长的动力，而且在完善我国电子行业产业链以及提升产业整体竞争力方面起到非常正面的作用。这也是政府信息产业“十一五”规划和2020年中长期规划纲要要把电子材料作为主要政策扶持子行业的重要原因。到公司层面则是税收方面的优惠和政府的科研补助，最重要的则是资本市场的宽松带来融资的便利。

图表9 日企在半导体材料领域所占市场份额



资料来源：中航金融研究所整理

三、产业的特征使得高毛利可以继续维持。

从电子行业来看，材料的性能往往决定终端产品的质量与附加值，下游客户对于电子材料质量的要求非常严格，相关产品的开发周期与认证时间长、程序复杂。不过，一旦能够进入主流厂商供应链体系，下游厂商一般不会轻易更换供应商。相对新进厂商而言，较长的认证期相当于树立了相当高的进入壁垒。封装产业中，用户对其关键材料供应商的认证过程复杂而严苛。一般需要经过熟悉阶段（建立信任）、报价阶段、送样检测阶段、企业管理认证阶段、小批量测试订单认证、大批量订单，直至建立稳定供货关系。整个过程大约需要3-5年，这在资金上对于大多数不具备资金实力的企业来说也设置了门槛，因为认证本来就难，而认证到放量又是一个漫长的过程。另外，行业内封装厂一般都是3~6个月和锡球厂结算货款，资金压力非常大。之前肯麦特07年日月光认证通过而产能停顿以及后来常州项目的流

产，甚至最终和新华锦的合作都跟资金压力有很大关系。

从行业内部竞争格局看，电子上游材料品种繁多，单一企业很难掌握全面性的知识和工艺，这样就形成许多的细分子行业。而在各个细分子行业常常形成寡头垄断的竞争格局，行业龙头的市场份额往往很高，对于后来者这无疑相当于非常高的介入门槛。

具体到封装用锡球市场，由于制造方面对真圆度、光亮度、导电和机械连接性、球径公差、含氧量以及良品率等工艺要求较高，另外进入下游厂商供应链所需要的认证过程至少需要3~5年，所以该细分市场长期以来一直被国外四大厂商（千住金属（60%市场份额）、日铁微金属、Alpha、升茂）垄断。在日本厂商较为谨慎的扩产态度下，下游BGA封装的快速成长导致未来锡球的供应并不乐观，高毛利的态势继续维持应该是大概率事件。

从国内锡球产业的现状来看，由于中国内地的BGA、CSP新型封装业的发展，使得国内锡球市场需求在今后几年将会有较大地增加。中国内地在2006年锡球产量约为480亿粒/月。在2007年~2008年期间，又出现了多家新建的锡球生产厂家。尽管我国在锡球的生产能力上有了较大幅度的增加，但是在实际生产量上并没有相应的大幅度增长。其主要原因，一方面是由于其市场遇到世界金融危机影响，另一方面，我国高档IC封装增长步伐不大，同时国内的锡球质量有待提高所至。在2008年中国内地锡球产量为520亿粒/月，约将占全球生产总量的15.3%。而具体到BGA用锡球产品，则90%以上来自于进口。技术问题一直是困扰国内厂商的最大障碍。BGA锡球生产工艺有裁切和喷吹两种，其核心技术一直被日本、美国以及台湾垄断，全球主要生产厂商为日本千住、美国Alpha Metal及住友金属等。其中日本千住垄断全球约60%的BGA锡球市场，为防止技术外溢，全球BGA锡球的前四大生产商都没有到大陆建厂。

新华锦材料科技公司近几年通过引进、消化国外技术，目前已经形成完善的技术支持体系，技术工艺能力达到国际先进水平，是国内少数可以量产的企业。其前身肯麦特（上海）材料科技有限公司的锡球制造方法，于2009年获得国家知识产权局授权的发明专利。通过该技术工艺可以制造出高真圆度、高良品率（95%以上）的锡球，制造成本降低明显；而且在后续应用方面具有上板焊固精密度高的优点，可以大幅提升产品竞争力。同时，公司对产品采取100%全检测，使得良品率进一步

提升，产品质量得到保障。从图表10我们可以看出公司产品与日本千住金属产品在物理工艺方面并没有明显差距。

图表 10 新华锦与日本千住锡球规格对比

公司	球径 (mm)	公差 (mm)	真圆度	公司	球径 (mm)	公差 (mm)	真圆度
新华锦	0.50-0.76	<0.015	<1.5%	日本千住	0.50-0.76	<0.020	<1.5%
	0.40-0.45	<0.010			0.30-0.45	<0.010	
	0.25-0.35	<0.007					
	0.10-0.20	<0.005			0.10-0.25	<0.005	

资料来源：网站，中航金融研究所整理

四、日月光认证通过拉开进口替代的序幕。

2009年9月，公司与王晶晶和刘忆平共同出资设立了新华锦“青岛”材料科技有限公司（以下简称“材料科技公司”），该公司注册资本为500万元，其中公司出资51%。材料科技公司主营产品为：半导体和贴片封装锡球用有铅及无铅锡球（BGA、CSP锡球），SMT插件表面粘着用的锡膏、锡丝、锡条，电镀锡球等。

材料科技公司的前身为肯麦特（上海）材料科技有限公司（以下简称“肯麦特”）为外商独资企业，其与台湾肯麦特精密科技股份有限公司同属新加坡中国科技发展（集团）有限公司控股的二个锡制品专业制造企业。目前公司锡材产品产能情况：公司拥有喷射和切割两种BGA锡球生产线，设计总产能约100万kk/年（即约10000亿粒/年）（其中两条线在建），另有锡条、锡膏、锡丝、电镀锡球共4300吨。

从调研的情况看，公司产品具有以下三个优势：（1）交货周期短，由于国外产品运输路径较长，交货周期一般约为3个月的时间，而公司产品的交货周期最多1个月；（2）服务质量好，前面我们已经提到国外生产企业很少提供对外服务，而公司为下游需求客户提供了快捷方便的服务；（3）产品售价低，公司的产品销售价格一般参照日本千住的价格，并比其产品降低15~20%。另外，目前国内尚无可以生产和匹敌的竞争对手，对于最大的竞争对手日本千住而言，我们不排除他可能采取降价的方式维持市场份额，但由于其生产成本明显高于公司，另外在交货周期和服务快捷方便方面与公司存在较大差距。所以，在拓展国内外市场方面，尤其是国内市场方面，公司产品具有自身的相对优势，未来发展前景广阔。另外，从日

月光等封装厂的角度看，他们也乐于新华锦这样的公司成长起来，多一个选择的同时议价能力也随之提高。从这一角度，对于新华锦和日月光无疑是一件双赢的事情。

据了解，目前公司已经通过日月光的认证，并已开始接受订单；华硕、富士康等知名企业的认证已进入最后阶段，Amkor 等企业的认证工作也在有序推进，在中国大陆拥有明显的先发优势，鲜有竞争者。预计未来有望实现进口替代，甚至出口国外。

日月光是全球最大的封装测试厂商，约占5%的市场份额，通过其认证对于公司后续争取其他企业认证具有重要意义。不过客观地说，尽管上海日月光已将新华锦列入公司重点供应商之一，但对新华锦放量依然是一个很长的过程，这有懒于新华锦产品的品质以及双方的磨合，对于市场上乐观预计日月光计划逐步将其80%的订单转移过来的说法我们保持谨慎。我们的看法是，下游用户认证的进展说明公司产品的确具有竞争力，这在一定程度上降低了未来公司业绩预测的不确定性。不过话说回来，由于锡球占比不大，而对于日月光这样的大厂来说，品质才是第一位的，在千住等市场地位依然牢固的情形下，指望很快大规模放量给新华锦有点不现实。这也是困扰我们对于公司前景分析的最大难点所在。说的跟透彻一点，这也正是千住等四家公司维持产能不扩张，不到大陆设厂，严防技术外泄等的底气所在。

五、估值分析

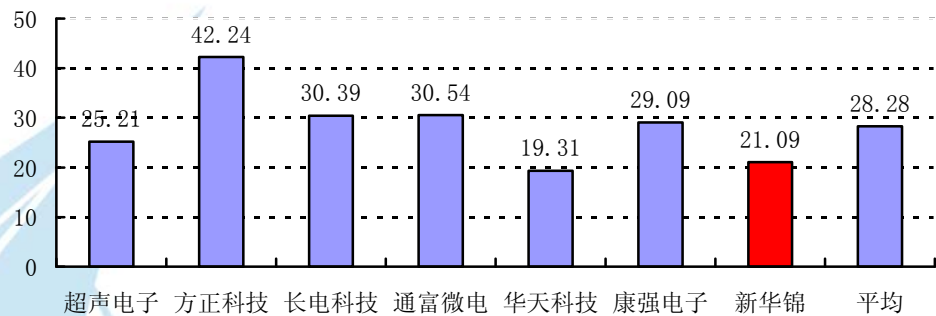
从公司锡材深加工业务存在巨大的市场空间和进口替代潜力来看，若公司能够顺利打开市场，随着订单的扩大和客户的增加，该项业务（特别是BGA 锡球加工）可望迅速晋升为公司盈利的绝对主力。公司届时将实现困境翻转，并从一家贸易公司蜕变为一家电子材料公司。我们假设在其他业务不拖累公司整体业绩前提下，按照我们盈利模型，2010-2012公司EPS分别可以达到0.28、0.45、0.57元，对应PE水平分别为38.36、23.85、18.96倍。从公司所处的行业景气度、产业链位置及未来成长性综合分析，我们倾向于给予公司电子材料业务40倍PE水平，这相当于同类的彩虹股份、永太科技等公司的估值水平。其他业务我们采用保守的估值方式，给予1元每股的PB估值水平，未来12个月公司股价上看至14.5元。

图表11 A股电子材料上市公司估值情况

简称	最新价格 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
				TTM	10E	11E	TTM	10E	11E	
永太科技	50.80	67.82	17.02	0.0000	0.7334	1.3325	114.35	69.27	38.12	7.75
新宙邦	43.94	47.02	11.86	0.0000	0.7584	1.0278	73.69	57.94	42.75	5.17
彩虹股份	15.49	65.24	63.64	-1.6210	0.0702	0.5615	-9.56	220.62	27.66	9.05
三安光电	45.81	254.41	70.49	0.5235	0.5735	0.8306	87.51	79.87	55.16	15.96
新华锦	9.55	19.96	10.76	0.1443	0.2828	0.4520	66.14	33.92	21.09	9.11
指数中值	13.03	36.48	26.12	0.1709	0.3582	0.5121	51.88	46.16	33.26	5.45

资料来源：WIND, 中航金融研究所整理（数据采用7月28日）

图表12 封装产业上市公司2011年动态PE估值水平



资料来源：WIND, 中航金融研究所整理

注：新华锦处于封装产业链的上游，竞争相对不激烈，毛利率高而且稳定，理应享受高于行业平均水平的估值水平。

按照其他机构的类比估值方式：参考台湾升贸科技上市初期相对估值水平（该公司2003~2008年5年复合增长率约22%，上市初期3年内，其估值相对台湾综指持续溢价50%~150%，根据Wind市场一致预期2011年整体A股PE约14.5倍，按照溢价120% 32倍计算，该业务价值约为14.93元/股。两种估值方法得出的结果比较接近。

附：

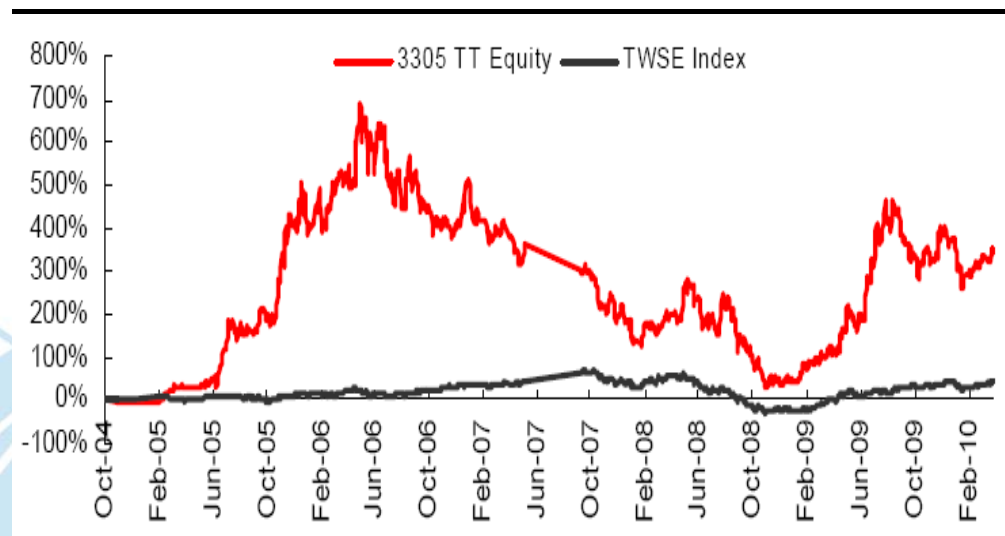
台湾升贸科技公司主营产品即焊锡棒、锡球、焊锡丝、焊膏、BGA锡球等锡加工产品，与材料公司基本一致。

该公司成立于1978年；2001年成功开发出BGA/CSP/FLIP CHIP锡球等产品，开始进入BGA锡球市场；2005年6月在台湾交易所上市。

成功进入BGA 锡球领域以来,伴随全球暨台湾半导体行业的迅速发展,以及进口替代的逐步实现,公司产能迅速扩张,2008 年其BGA 锡球产能是2003 年的9 倍,五年复合增长率达54%,同期锡球价格亦稳步提升,年均增速约4%,产值增速约70%。但该公司发展重点为锡膏、锡条等锡制品,约占总产值的85%。5 年来,公司整体产值复合增长率约22%。

估值方面:该公司上市初期(3 年内),其估值相对台湾综指持续溢价50%-150%。

图表13 升贸科技(3305)上市以来股票收益率与同期台湾加权指数收益率走势



资料来源:公司公告,中航金融研究所整理

六、风险因素

尽管我们看好封装上游材料锡球的市场空间以及新华锦的进口替代前景,但是客观分析公司未来该业务和业绩仍然存在非常大的不确定性。这主要体现在以下几方面:

1. 尽管公司顺利通过日月光认证,不过送样检测、小批量、大批量测试耗时较长,在封装产能紧张的情形下,日月光等封装厂切出一块产能给公司做测试目前看存在一定难度,这势必会延误科技公司业绩的释放。另外,在没有正常量产数据分析的情形下,公司产品品质还存在一定的未知因素,这也是风险所在;
2. 日月光认证的通过对于公司开拓其他厂商有一定的帮助,但是每个封装厂都有自己的测试体系,能否顺利通过其他封装企业,存在一定不确定性;
3. 假如新华锦材料公司一切经营顺利,千住金属等会不会扩厂降价等,还需要一定时间的观察;
4. 公司其他业务盈利能力会不会恶化,在母公司对上市公司业绩承诺期过后,今年业绩不确定性在加大。

附：财务预测表

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	795	968	1275	1623	营业收入	2202	2532	3038	3342
现金	293	391	597	874	营业成本	2035	2228	2583	2807
应收账款	160	182	220	242	营业税金及附加	3	3	4	4
其他应收款	98	119	143	157	营业费用	82	94	113	125
预付账款	28	33	36	46	管理费用	36	43	51	56
存货	214	241	277	302	财务费用	18	17	9	-0
其他流动资产	2	1	2	2	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	372	367	339	321	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	44	47	46	46	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	210	196	181	165	营业利润	29	147	278	350
无形资产	72	69	65	61	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	45	57	47	48	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1167	1335	1613	1944	利润总额	30	147	278	350
流动负债	875	926	982	1032	所得税	10	22	56	70
短期借款	438	392	399	403	净利润	20	125	223	280
应付账款	290	329	384	413	少数股东损益	-5	66	128	161
其他流动负债	147	205	199	215	归属母公司净利润	25	59	95	119
非流动负债	9	0	0	0	EBITDA	65	181	305	367
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.16	0.28	0.45	0.57
其他非流动负债	9	0	0	0					
负债合计	883	926	982	1032	主要财务比率				
少数股东权益	65	131	259	420	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	155	209	209	209	成长能力				
资本公积	123	69	69	69	营业收入	-1.1%	15.0%	20.0%	10.0%
留存收益	-59	-0	95	214	营业利润	259.6%	407.1%	89.2%	25.8%
归属母公司股东权益	219	278	372	491	归属于母公司净利润	436.9%	134.4%	60.8%	25.8%
负债和股东权益	1167	1335	1613	1944	获利能力				
					毛利率(%)	7.6%	12.0%	15.0%	16.0%
					净利率(%)	1.1%	2.3%	3.1%	3.6%
					ROE(%)	11.5%	21.2%	25.4%	24.2%
					ROIC(%)	8.8%	45.4%	67.5%	80.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	75.7%	69.4%	60.9%	53.1%
					净负债比率(%)	49.56%	42.32%	40.68%	39.08%
					流动比率	0.91	1.04	1.30	1.57
					速动比率	0.66	0.78	1.01	1.27
					营运能力				
					总资产周转率	1.93	2.02	2.06	1.88
					应收账款周转率	13	14	14	13
					应付账款周转率	7.04	7.20	7.25	7.04
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.12	0.28	0.45	0.57
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.06	0.76	0.99	1.30
					每股净资产(最新摊薄)	1.05	1.33	1.78	2.35
					估值比率				
					P/E	89.92	38.36	23.85	18.96
					P/B	10.31	8.13	6.06	4.59
					EV/EBITDA	37	13	8	7

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-13	159	206	271
净利润	20	125	223	280
折旧摊销	18	17	17	17
财务费用	18	17	9	-0
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	-117	22	-58	-27
其他经营现金流	48	-22	15	1
投资活动现金流	-11	2	2	2
资本支出	13	0	0	0
长期投资	1	0	-0	-0
其他投资现金流	3	2	2	2
筹资活动现金流	20	-62	-2	4
短期借款	92	-46	8	4
长期借款	-4	0	0	0
普通股增加	0	54	0	0
资本公积增加	24	-54	0	0
其他筹资现金流	-93	-17	-9	0
现金净增加额	-4	98	206	277

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。

分析师简介

高俊芳, SAC 执业证书号 S0640209120109, 经济学硕士, 2007 年 10 月加入中航证券金融研究所, 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。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)
联系电话: 0755-83689524

公司网址: www.avicsec.com
传真: 0755-83688539

免责声明:

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中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航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中航证券。未经中航证券事先书面授权, 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。中航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, 而中航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中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航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独立判断。中航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中航证券及关联公司的立场。

中航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。中航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。