

2010-05-11

高德红外 002414.SZ

主打产品红外热像仪的国内需求正处于高速增长阶段

◇ 报告起因：新股上市

◆ 红外热像仪的国内需求正处于快速增长阶段

过去的数年里，红外热像仪在全球军用市场取得了年均 10% 以上的增长，由于我国军用市场刚起步，因此未来一段时间将取得极快的增速，我们预计这一增速有望达到 30%。另一方面，未来五年，我国民用红外热像仪的年均增速亦有望超过 20%。作为国内最大的红外热像仪生产企业，高德红外将极大的受惠于国内需求的高速增长。

◆ 公司在业内的优势主要体现在收入规模、技术水平和营销渠道上

公司不仅销售规模居国内第一，而且 2006~2008 年收入复合增长率 45.84%，远超全球平均水平，亦超出大立科技同期 39.41% 的热像仪产品收入复合增速。国内领先的技术水平使得公司的产品结构在国内处于领头羊位置，产品均价和毛利率亦高出主要竞争对手。此外，良好的营销网络也是公司的一大优势。

◆ 费用控制能力良好，净利润率水平极高

规模效应及良好的费用控制能力使得公司费用率低于主要竞争对手。其中销售费用率过去四年平均低于大立科技 4.6 个百分点，管理费用率过去四年平均低于大立科技 9.6 个百分点。良好的费用控制能力帮助公司在过去四年里平均净利润率达到了惊人的 37.3%，高出大立科技 18.5 个百分点。

◆ 募集资金项目有望解决产能瓶颈问题

在需求旺盛的情况下，公司目前的发展主要受制于产能瓶颈。如果不考虑 IPO 项目之外进行的其他扩产行为，自 2012 年下半年起，公司产能将比现在增加 118%，自 2013 年下半年起，公司产能将较当前增加 141%。产能的大幅扩张将有效解决产能瓶颈带来的发展受限问题。

◆ 盈利预测与估值

按发行后总股本摊薄计算，我们预计公司 2010 年~2012 年 EPS 分别为 0.56 元、0.67 元和 0.80 元。参考近期发行的十支中小板股票的发行 PE 与 PEG，我们认为公司的合理发行价格区间是 19.47 元~23.37 元。

另一方面，如果参考相同主业的上市公司大立科技目前的估值水平，我们认为如果不考虑大盘及电子板块股价后面可能出现的波动，高德红外上市后的合理价格应在 25.49 元或稍高一些。

主要财务指标预测

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	385	354	464	556	717
同比增速	29.2%	-8.1%	31.2%	19.8%	28.9%
净利润（百万元）	117	138	168	200	240
同比增速	12.2%	17.3%	21.8%	19.1%	20.2%
每股收益	0.39	0.46	0.56	0.67	0.80
ROE（归属母公司） （摊薄）	33.65%	30.41%	7.29%	7.99%	8.76%

合理申购价格	19.47 元 ~ 23.37 元
预计上市合理价	25.49 元
询价日期	5 月 10 日 ~ 5 月 12 日

分析师：

赵磊（执业证书编号：S0930209110229）

021-22169176

zhaol@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	—
发行规模(百万股)	75
发行后总股本(百万股)	300
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2010-05-17
主承销商	华泰联合证券有限责任公司
主要股东	武汉市高德电气有限公司
发行前第一大股东持股	91.16%
发行后第一大股东持股	68.37%

募股资金投向

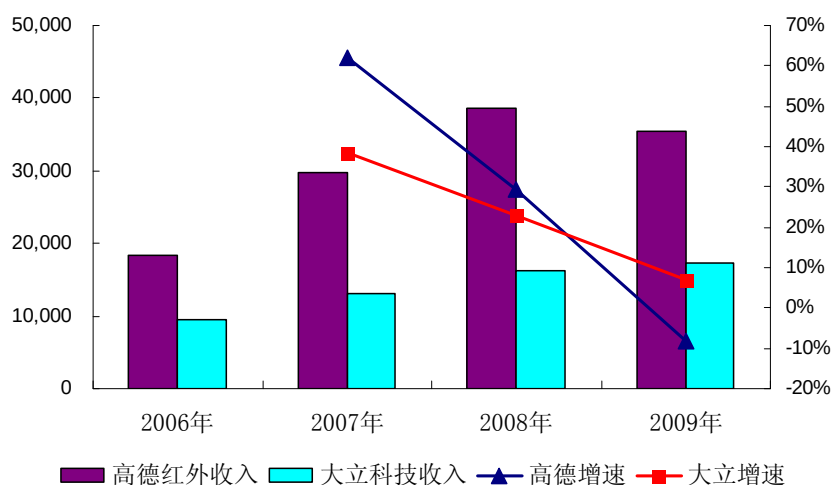
项目名称	金额（百万元）
红外热像仪扩产项目	318.52
红外光学镜片配套项目	95.06
研发与实验中心	61.02
总金额	474.60

相关报告：

一、公司是国内最大的红外热像仪生产企业

国内大多数红外热像仪生产厂商研发实力薄弱，许多厂商实际是国外产品的代理或系统集成商，不具备真正的核心竞争力。拥有自主知识产权，能够独立开发红外热像仪机芯组件、后续电路、图像处理软件的国内厂商主要为武汉高德、大立科技（002214）和广州飒特三家。其中武汉高德的销售规模居国内企业之首。

图表 1 高德红外与大立科技近年收入及增速对比



资料来源：大立科技公开信息 《高德红外招股意向书》 光大证券整理

注：图中大立科技收入及增速数据均为其红外热像仪产品数据

二、红外热像仪市场需求前景广阔

2.1 红外热像仪工作原理

红外热像仪是一种用来探测目标物体的红外辐射，并通过光电转换、电信号处理等手段，将目标物体的温度分布图像转换成视频图像的高科技产品。

红外热像仪的核心器件和技术主要为焦平面探测器、后续电路、图像处理软件等三部分。其中：焦平面探测器用于感知目标物体的温度分布，并转换为微弱的电信号；后续电路将微弱的电信号进行电子学放大和逻辑处理，从而能够清晰地采集到目标物体温度分布情况；图像处理软件则对上述放大后的输出电信号进行处理，呈现为目标物体温度分布的可见光图像。

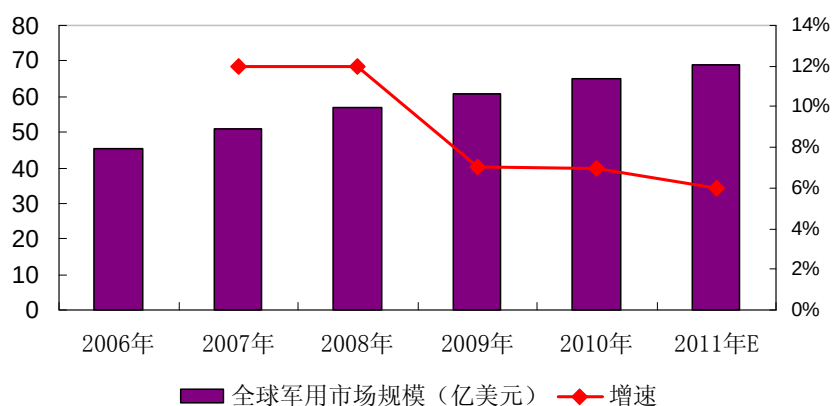
2.2 红外热像仪在军事领域的运用及需求分析

红外线有两个鲜明特点：即红外线成像无需光源和红外线能穿透烟

雾，因此，红外热像仪可应用于军事夜视侦查、武器瞄具、夜视导引、红外搜索及跟踪、卫星遥感等多个领域。

红外热像仪在军事上具有极高的应用价值，其应用范围主要包括：其一，夜视观察装备，如机载前视红外吊舱、单兵夜视眼镜、驾驶员夜间驾驶仪；其二，武器瞄具，如枪瞄、导弹发射瞄准镜；其三，导引装备，如各种先进精确制导导弹导引头；其四，搜索及跟踪，如火控系统、舰载红外搜索与跟踪系统等。这些系统曾在伊拉克战争中发挥了非常重要的作用。

图表 2 全球军用红外热像仪市场规模



资料来源：《高德红外招股意向书》 光大证券整理

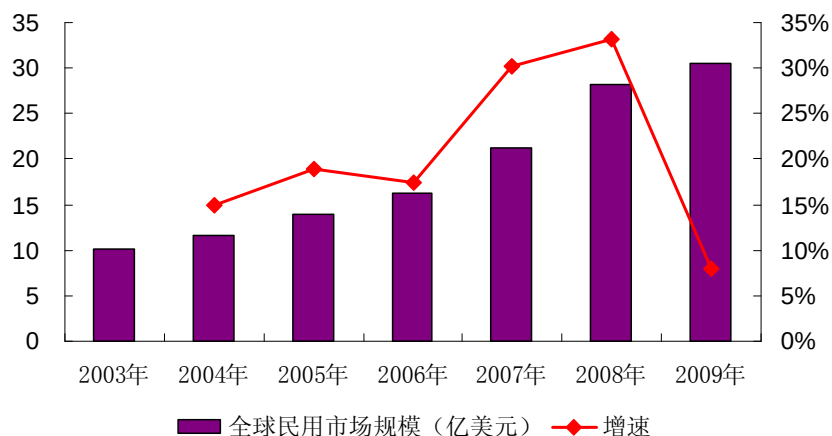
在国内军用市场，目前我国军队红外热像仪的使用率还较低，远远不及美军的装备数量。以伊拉克战争为例，美军在伊拉克战争中平均每个士兵拥有 1.7 具红外热像仪产品。

可以预期的是，未来我国军队装备红外热像仪的数量会逐年大幅递增，其市场前景十分值得期待。

2.3 红外热像仪在民用领域的运用及需求分析

在预防监测领域，许多物质（如机器、设备和食品等）在发生变化、损坏、变质之前，常常会发生温度变化，如发热、霉变，红外热像仪可以将物质表面的这种温度变化清楚地显示出来，从而可以在物质发生损坏、变质之前实现预警。目前，红外热像仪已经在电力、石化、建筑、煤炭、食品、医疗等行业的预防检测中起到了非常重要的作用。

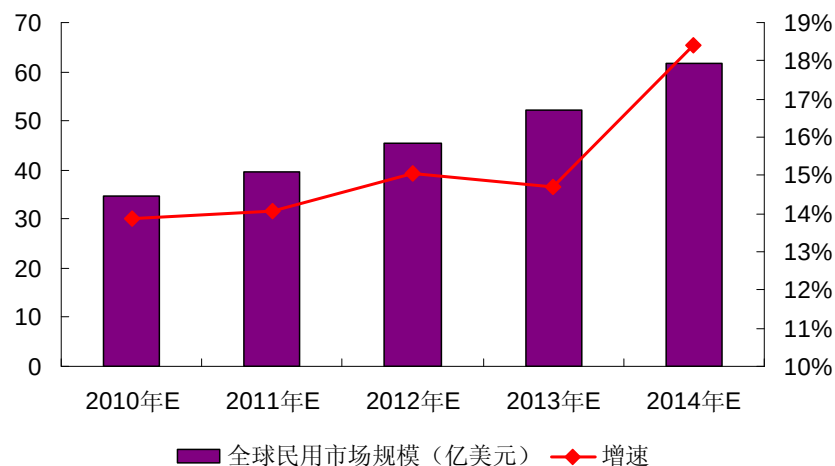
图表 3 2003 年~2009 年全球民用红外热像仪需求



资料来源:《高德红外招股意向书》 光大证券整理

红外热像仪在民用市场消费额的快速增长主要来源于新应用领域的不不断扩大,随着红外热像仪在电力、建筑、执法、消防、车载等行业应用的推广,国际民用红外热像仪行业将迎来市场需求的快速增长期。据权威机构 Maxtech International 的预测,2010 年~2014 年全球民用市场将继续保持稳定的发展趋势,2014 年,民用红外热像仪消费额达到 61.77 亿美元,年均复合增长率达 15%。

图表 4 2010 年~2014 年全球民用红外热像仪需求预测



资料来源:《高德红外招股意向书》 光大证券整理

而国内民用红外热像仪市场还处于行业发展初期,市场规模相对较小,应用领域还主要集中在电力、医疗检疫等几个行业,与国外发达国家相比还有较大差距,但近年国内红外热像仪销售一直保持较高的增长态势。根据中恒远策《中国红外热像仪竞争态势预测报告》预测,未来 5 年,我国民用红外热像仪市场有效需求的年均增长率大约为 20%,高于全球民用红外热像仪市场的增长速度,2012 年,中国红外热像仪市场销售额将接近 15 亿元。而从长期看,中国民用红外热像仪市场容量将达

到 165 亿元。

三、高德红外竞争力分析

3.1 公司在行业内的竞争力概述

1. 公司销售规模居国内第一，增速快于国内及全球平均水平

2006 年以前，武汉高德的红外热像仪市场占有率（以销售数量计）小于大立科技和广州颀特居国内第三，但由于产品单价高，2006 年收入规模已处于领先地位。如今公司红外热像仪无论是销售数量还是收入规模均居国内第一。

根据 Maxtech International 的行业研究报告统计，2006 年~2008 年全球民用红外热像仪市场增长率分别 17.35%、30.18%、33.27%，军用品的增速更低。而武汉高德 2006~2008 年主营业务收入年均复合增长率 45.84%，远超全球平均水平，亦超出大立科技同期 39.41% 的红外热像仪收入复合增速。

2. 技术水平国内领先，研发能力强

高端红外热像仪是一体化设计、一体化生产的。公司已全面掌握光、机、电、图像处理一体化的红外热像仪全系统设计技术，尤其是红外光学系统自主设计技术和图像智能化处理技术国内领先。

公司拥有的先进工艺水平保障了全系统的设计在更小的体积下得以实现。公司开发的 M 系列测温类红外热像仪是世界上第一款手机式的红外热像仪，也是截至目前世界上体积最小、重量最轻的红外热像仪。公司其他型号的红外热像仪在同类产品中也均具有类似的特点。

3. 市场先发和引领优势明显、市场反应迅速

国内大多数红外热像仪厂商并没有自己的全球营销网络，但公司已凭借产品的高性价比优势、客户定制化满意度和产品售后服务的快速响应能力率先在全球 68 个国家和地区建立起了较为完善的全球营销网络。

凭借多年积累的产品全系统设计经验、新产品创新技术、品种齐全的红外焦平面探测器等重要原材料储备和良好的外协供应链管理，公司在供货反应速度处居国内领先水平。无论是批次供应还是定制化改型产品供应，一般均能在一个月内完成，最快可在一周内完成发货，这极大地支持了经销模式下红外热像仪产品的海外终端销售。

3.2 公司与主要竞争对手大立科技的优劣势比较

目前 A 股上市公司大立科技（股票代码 sz.002214）是高德红外在国内的主要竞争对手，我们将高德红外相比大立科技的主要优劣势做一个对比。

高德红外的主要优势:

- 销售规模大于大立科技, 2009 年红外热像仪收入约为大立科技的两倍, 且毛利率 (60.39%) 也较大立科技的红外产品毛利率 (54.76%) 高 5.6 个百分点。

图表 5 高德红外与大立科技毛利率比较

红外产品毛利率	2007 年	2008 年	2009 年
高德红外	51.46%	51.72%	60.39%
大立科技	48.31%	48.49%	54.76%

资料来源:《高德红外招股意向书》 大立科技公开信息

- 高德红外全球营销网络领先竞争对手, 在全球 68 个国家和地区建立了较为完善的全球营销网络。2007 年 2008 年出口额均接近 3 亿元。(2009 年由于国内需求挤占了公司大部分产能, 海外销售占比大幅下降) 而大立科技虽然也有近三分之一的红外热像仪出口, 但均是通过国内中间商转口, 自身并没有完善的海外销售网络。不仅牺牲了部分利润空间, 也缺乏对海外销售渠道的控制。
- 高德红外的销售费用率和管理费用率大幅低于主要竞争对手大立科技。

图表 6 高德红外与大立科技销售费用率和管理费用率比较

费用率比较		2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
销售费用率 (%)	高德红外	2.83	3.86	4.74	3.83
	大立科技	8.90	8.59	7.83	8.35
管理费用率 (%)	高德红外	4.81	3.46	7.14	10.63
	大立科技	11.51	17.84	16.39	17.84

资料来源:《高德红外招股意向书》 大立科技公开信息

我们认为, 除了规模效应带来的费用率下降这一因素外, 良好的全球营销网络和优秀的费用控制能力是高德红外的销售费用率和管理费用率大幅低于竞争对手的更主要原因。

而更高的毛利率和更低费用率确保了高德红外的净利润率大幅领先于竞争对手。2006~2009 年, 高德红外的净利润率分别领先大立科技 29.7、14.3、12.3 和 17.8 个百分点。

高德红外的主要劣势:

我们认为,公司相比主要竞争对手大立科技,在大部分领域都处于优势地位,除了在红外热像仪的核心部件焦平面探测器的研发上。

焦平面探测器是红外热像仪的核心零部件,占到热像仪总成本的一半以上。目前全世界只有美国和法国两个国家有能力批量生产供应。而美国由于对我国的技术封锁,从未向中国出口探测器,目前国内企业所需探测器全部从法国两家公司购买,且实行报批制度。探测器的对外依赖,严重制约了我国红外热像仪产业的发展,亦制约了产品在军事领域的应用面。

焦平面探测器一旦实现国产化,可以在一定程度上摆脱(尽管短时间还不能完全摆脱)对外国部件的依赖。使用国内生产的探测器的红外热像仪可以不受其他国家限制,自由地进入各个市场领域,包括国防和军事领域。另一方面,国产探测器甚至可以打入国际市场,充分发挥中国产品的价格优势,由价格敏感的低端民用市场切入,在取得一定的市场声誉和市场占有率后进入中、高端市场。

另一方面,探测器的国产化亦能大幅降低国内红外热像仪生产企业的成本。我们估算,在其他条件不变的假设前提下,探测器的自给将能提升毛利率约4~5个百分点。

大立科技的探测器研发已进行了多年,2008年上市后又投入了较大的资金于研发工作。目前已初级探测器已基本研发成型,正处于测试改进阶段,预计明年可以正式量产。而在此领域,武汉高德出于相对落后的位置。

四、公司关键经营数据及财务数据分析

➤ 毛利率高于大立科技

我们认为出现这一状况最大的可能因是高德红外的平均产品结构略高于大立科技,2006年高德红外的销量低于大立科技但收入规模却远高于大立科技可以作为一个佐证。

➤ 2009年以前产品以出口为主,但2009年突然变为以内销为主

我们认为出现这种情况的最大可能是,2009年以前国内需求尚未打开,因此公司的产品主要销往海外,但2009年国内需求突然出现爆发式增长,在公司产能不足的情况下,不得不推迟或舍弃相当数量的海外订单而优先保证对国内客户的供货。

➤ 从招股书来看,公司2009年实际产销量均远小于产能,如何会出现上述产能不足的状况

我们认为,这种情况最可能是由产品的季节性或订单的不可预测性造成的。在上半年需求不振且没有大订单的情况下,公司不敢大量生产

形成库存，因此造成开工不足；而后下半年需求迅速反弹或公司接到无法实现预估的大订单，因需求的集中释放而造成阶段性产能不足。此判断是否正确投资者可以从公司未来公布的 2010 年半年报中披露的 2009 年上半年数据得到验证。

➤ **公司销售费用低于大立科技**

我们分析造成这种现象的主要原因除了公司销售收入大于大立科技而形成的规模效应之外，还可能与公司完善的销售渠道有关。此外，如果公司订单以大单为主，也可能造成销售费用率偏低的结果。

➤ **公司管理费用率低于大立科技**

除规模效应外，我们考虑还有可能是因为大立科技在焦平面探测器的研发中投入了大量的研发费用，但在产品最终定型量产以前又无法做资本化处理，因此造成了大立科技的管理费用率更高。

➤ **公司所得税率高于大立科技**

经我们查实，两公司均被认定为高新技术企业，应按 15% 比例缴纳企业所得税。而高德红外的实际税负高于大立科技我们认为最大的可能是两公司可抵免所得税的费用支出上有所差异。

五、募集资金项目分析

公司 IPO 募集资金主要用于三个领域，一是红外热像仪的扩产，二是配套的红外光学镜片的自产，三是研发领域的投入。

公司目前红外热像仪产能为每年 3500 套。按公司在招股书中的计划，扩产项目约于第三年 70% 投产，第四年完全达产。也就是说，如果不考虑公司在本次 IPO 之后进行的其他扩产行为，自 2012 年下半年起，公司产能将增加为 7,638 套/年；自 2013 年下半年起，公司产能将增加到 8,450 套/年。不考虑其他扩产计划，2014 年公司产能将较 2010 年增长 141%，年均复合增速为 28.6%，其中增长主要集中在后三年。

按收入规模算，若公司扩建产能完全达产后将比 2009 年总收入增长 149%，年均复合增速 22.5%；净利润合计增长 56.1%，年均复合增速 10.4%。考虑到产品单价的下降，因此收入增速落后于销量增速，而净利润的增速则滞后于收入的增速。

必须注意的是，由于实际销量有可能与年产量不完全一致（这一差异因下游需求量的波动而产生，通过库存进行管理），因此公司实际业绩可能与上面按产能做出的推算有一定出入。

按照公司在招股书中的预测，本次投入的配套的红外光学镜片项目完全达产后，将有望节约成本 1,685 万元，扣除所得税的影响，有望贡献净利润 1,432 万元。

六、盈利预测与估值

6.1 盈利预测假设与盈利预测

盈利预测假设：

- 公司 2010 年~2012 年实际销量每年分别增长 40%、25%和 35%，其中 2011 年增速较慢是受产能限制，而 2012 年会有少量新增产能投放；
- 热像仪产品均价 2010 年~2012 年每年分别下降 6%、5%和 5%；
- 考虑到成本降低抵消了部分产品降价带来的负面影响，预计 2010 年~2012 年毛利率每年分别下降 5 个、3 个、3 个百分点；
- 随着收入规模的提升，公司未来销售费用率和管理费用率均有小幅下降；
- 除融资带来的相关科目变化外，其他数据均基本保持稳定，不发生大的波动。

盈利预测：

我们预计公司 2010 年~2012 年收入分别为 4.64 亿、5.56 亿和 7.17 亿，三年复合增速 26.5%。

我们预测公司 2010 年~2012 年净利润分别为 1.68 亿、2.00 亿和 2.40 亿，三年复合增速 20.4%。

按发行后总股本摊薄计算，我们预测 2010 年~2012 年 EPS 分别为 0.56 元、0.67 元和 0.80 元。

6.2 公司估值与定价

公司发行价预测：

我们来看最新发行价已确定的十支中小板股票的发行定价。

下面的表格中：2009 年 EPS 按发行后股本摊薄计算，2010 年~2012 年取自万德统计的市场预测均值。

图表 7 近期最新发行的十支中小板股票发行定价情况

近期发行股票	发行价	2009EPS	2010EPS	2011EPS	2012EPS	三年复合增速	2010PE	2010PEG
002412 汉森制药	35.80	0.896	1.187	1.514	1.947	29.55%	30.16	1.02
002411 九九久	25.80	0.627	0.916	1.179	1.754	40.89%	28.16	0.69
002410 广联达	58.00	1.396	1.785	2.109	2.879	27.29%	32.50	1.19
002409 雅克科技	30.00	0.864	0.977	1.398	1.919	30.46%	30.70	1.01
002408 齐翔腾达	28.88	0.892	0.921	1.111	1.325	14.12%	31.36	2.22
002407 多氟多	39.39	0.973	1.063	1.392	1.750	21.59%	37.06	1.72
002406 远东传动	26.60	0.933	0.835	1.049	1.205	8.88%	31.87	3.59
002405 四维图新	25.60	0.396	0.459	0.648	0.875	30.30%	55.81	1.84
002404 嘉欣丝绸	22.00	0.642	0.566	0.819	1.053	17.95%	38.84	2.16
002403 爱仕达	18.80	0.466	0.522	0.757	0.982	28.22%	36.01	1.28
平均							35.25	1.67

资料来源: Wind 光大证券整理

2010PE=发行价/2010EPS 均值

2010PEG=2010PE/三年净利润复合增速

我们看见,按市场一致预期的平均值,如果不考虑公司增长前景,前十支发行的中小板股票的 2010 年平均 PE 为 35.35 倍;若考虑公司增长前景,前十支发行的中小板股票的 2010 年平均 PEG 为 1.67 倍。

如果不考虑高德红外与其他中小板公司在主业上的差异性,那么:

- 按平均 PE 估算,高德红外的合理发行市盈率(2010 年)应在 35.25 倍,对应发行价 $35.25 \times 0.56 = 19.77$ 元。
- 按平均 PEG 估算,高德红外的合理发行市盈率(2010 年)应在 1.67 倍,对应 2010 年 PE34.20 倍,对应发行价 $34.20 \times 0.56 = 19.18$ 元。
- 也就是说,不考虑主业差异性的话,高德红外的合理发行价应在 19.18 元~19.77 元,均值为 19.47 元。

如果考虑高德红外隶属于电子器件行业,而电子行业目前在 A 股中的平均估值高于所有行业,我们认为给公司 20%的溢价是可以令人接受的。因此高德红外的合理发行价上限是 23.37 元。

综上所述,我们认为高德红外的合理发行价格区间是 19.47 元~23.37 元。

公司上市后合理股价预测:

由于公司的主业为红外热像仪,除大立科技外,A 股中没有同类主业的上市公司,因此我们这里主要以大立科技的估值作为参考。

取自万德的数据,目前市场对大立科技 2010 年的 EPS 预测的平均值为 0.637 元,而本报告写作时最后一个交易日 2010 年 5 月 10 日大立科技的收盘价为 28.95 元,对应 2010 年 PE 为 45.45 倍。

在本文的第三部分,我们对比了高德红外与大立科技各自的优缺点。虽然优缺点无法量化,但我们可以得出的大致结论是高德红外优在规模

与费用控制能力，大立科技优在核心配件焦平面探测器的研发进展。我们认为，总体上来说两公司各自的优点明确，高德红外略胜一筹。

因此高德红外的市场合理估值应与大立科技相当或略高于大立科技当前的水平。亦即，如果不考虑大盘及电子板块股价后面可能出现的波动，高德红外上市后的合理价格应在 25.49 元或稍高一些。

七、风险因素分析

对于电子类制造企业，市场需求波动、中长期产品价格下跌趋势以及技术及工艺中可能存在的障碍等因素是行业不可避免的风险。

除了上述风险外，对于高德红外公司本身，我们认为还有如下风险需重点关注：

➤ 原材料采购风险

公司焦平面探测器全部采购自于法国 SOFRADIR、ULIS 的供货，目前还没有同类替代产品。其高端产品对我国仍然禁售，中低端产品价格昂贵，并实行最终用户许可制度，即公司承诺所购买的焦平面探测器应用于民用领域、非进攻性武器。如果法国出口公司改变经营策略、或遇到突发事件，可能会出现减少或停止向公司供货的情形。此外，如果公司订单骤然大增，可能会出现探测器供应不及时或供应不足的风险。

➤ 市场需求增长不达预期的风险

红外热像仪产品在我国仍处于导入期，行业内生产企业的发展依赖于产品需求的增长。虽然产品逐年降价有不可逆转的趋势，但由于目前产品单价仍然较贵，因此市场需求的增长仍受到一定限制。如果未来因为技术进步带来的价格下降无法达到理想状态，那么市场需求的增长仍有可能面临达不到如今预期的风险。

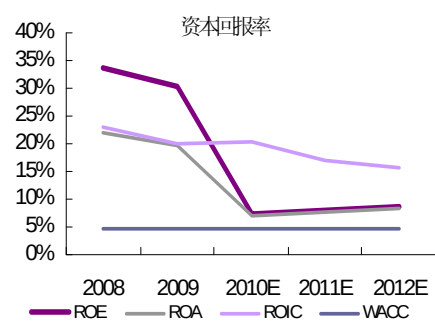
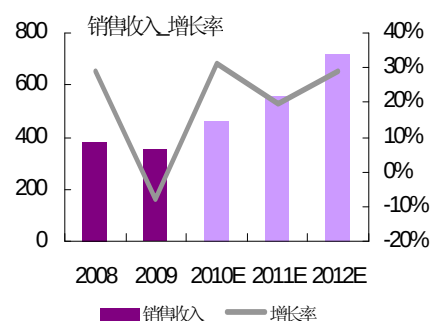
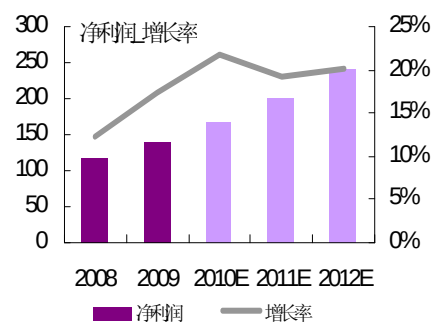
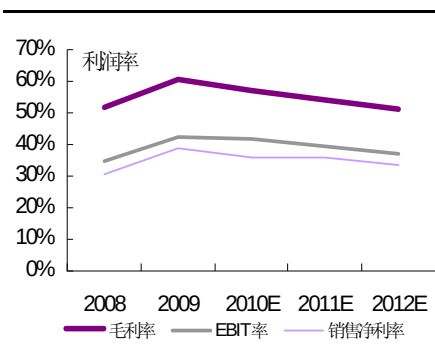
➤ 产能瓶颈带来订单丢失的风险

目前公司产能为 3500 套/年，按我们的预期，2010 年公订单就有可能超出公司的产能。在 IPO 扩产项目投产前，如果公司无法通过外协等方式有效扩大自身的产能，则极可能面临延单、丢单的尴尬状况，这也意味着有可能丢失现有或潜在客户。其结果则是市场占有率发生下降。

➤ 产品结构提升无法完全对冲价格下降带来的毛利率下滑的风险

任何电子产品的价格从中长期来看都是下降的，因此电子制造企业必须通过不断提升自身产品结构来抵消这种毛利率下降的趋势。而产品结构的提升则十分依赖于研发的结果。如果公司未来的新品研发出现某种障碍，则有可能出现产品结构提升不达预期，从而无法抵消老产品价格下降带来的盈利能力下滑的风险。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	385	354	464	556	717
营业成本	185	139	199	255	349
折旧和摊销	5	4	8	11	15
营业税费	2	3	4	4	6
销售费用	18	14	19	21	26
管理费用	28	38	46	53	65
财务费用	10	8	0	-13	-14
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	134	150	196	233	281
利润总额	136	160	197	235	283
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	117.45	137.80	167.83	199.95	240.36

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	536	705	2,382	2,592	2,849
流动资产	461	626	2,163	2,235	2,407
货币资金	48	85	1,638	1,582	1,536
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	187	235	217	260	335
应收票据	0	5	5	6	7
其他应收款	3	7	5	5	6
存货	216	233	239	305	418
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	45	49	138	233	301
无形资产	27	27	25	24	23
总负债	187	252	78	88	105
无息负债	42	37	43	53	70
有息负债	145	215	35	35	35
股东权益	349	453	2,304	2,504	2,744
股本	225	225	300	300	300
公积金	18	32	1,665	1,695	1,731
未分配利润	106	196	339	509	713
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	27	15	199	81	40
净利润	117	138	168	200	240
折旧摊销	5	4	8	11	15
净营运资金增加	118	124	6	140	242
其他	-213	-252	17	-270	-458
投资活动产生现金流	-57	-11	-150	-150	-100
净资本支出	-27	-27	150	150	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-29	15	-300	-300	-200
融资活动现金流	51	30	1,503	13	14
股本变化	209	0	75	0	0
债务净变化	60	70	-180	0	0
无息负债变化	16	-5	7	10	17
净现金流	22	33	1,552	-56	-46

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	29.23%	-8.12%	31.23%	19.76%	28.92%
净利润增长率	12.25%	17.33%	21.79%	19.13%	20.21%
EBITDA 增长率	12.12%	11.13%	25.51%	13.88%	21.79%
EBIT 增长率	8.21%	11.82%	23.87%	12.80%	21.26%
估值指标					
PE	0	0	0	0	0
PB	0	0	0	0	0
EV/EBITDA	1	1	-7	-6	-5
EV/EBIT	1	1	-8	-6	-5
EV/NOPLAT	2	2	-9	-8	-6
EV/Sales	1	1	-3	-3	-2
EV/IC	0	0	-2	-1	-1
盈利能力 (%)					
毛利率	51.87%	60.75%	57.07%	54.23%	51.37%
EBITDA 率	36.07%	43.63%	43.80%	41.65%	39.35%
EBIT 率	34.82%	42.37%	42.04%	39.59%	37.24%
税前净利润率	35.21%	45.35%	42.52%	42.30%	39.44%
税后净利润率 (归属母公司)	30.50%	38.95%	36.14%	35.95%	33.53%
ROA	21.92%	19.55%	7.05%	7.71%	8.44%
ROE (归属母公司) (摊薄)	33.65%	30.41%	7.29%	7.99%	8.76%
经营性 ROIC	22.94%	20.16%	20.28%	16.89%	15.80%
偿债能力					
流动比率	2.47	2.89	49.95	42.12	34.46
速动比率	130.98%	181.42%	4442.75%	3635.93%	2847.19%
归属母公司权益/有息债务	2.41	2.11	65.82	71.53	78.40
有形资产/有息债务	3.49	3.14	67.33	73.35	80.73
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.39	0.46	0.56	0.67	0.80
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.09	0.05	0.66	0.27	0.13
每股自由现金流(FCFF)	0.15	0.14	0.06	-0.30	-0.32
每股净资产	1.16	1.51	7.68	8.35	9.15
每股销售收入	1.28	1.18	1.55	1.85	2.39

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件行业分析师。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。