

6-12个月目标价

A股：18-20元

B股：10港元

当前股价

A股：12.14元

B股：5.58港元

投资评级

A股：**买入**

B股：**买入**

研究员：薄小明 执业号：S0640208090088

电话：0755-83689707

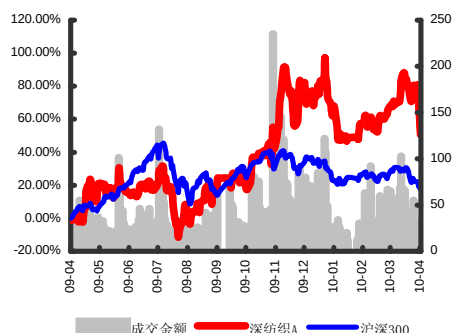
Email：xiaoming-bo@hotmail.com

报告日期：2010/05/13

基础数据

上证指数	2710.51
总股本（万股）	24512.40
流通A股（万股）	19569.90
流通B股（万股）	4942.50
流通A股市值（亿元）	23.76
总市值（亿元）	26.19
每股净资产（元）	2.06
ROE（2010Q1）	2.25%
资产负债率	35.12%
动态市盈率	82.53
市净率	6.58

近一年股价表现



相关报告：

《向液晶显示行业转型》2010.03.31

《五措施确保新项目成功》2010.04.29

江南金融研究所：

联系人：邱野、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

近期我们对深纺织进行了实地调研，并与公司部分客户就偏光片产业的发展趋势、国内偏光片市场的前景和深纺织偏光片产品的情况等进行了交流。

投资要点：

- **下游客户对国内偏光片配套需求强烈。**偏光片产业转移的路径与LCD面板产业转移的路径一致。随着TFT-LCD面板产业向我国的转移，偏光片的进口替代即将到来。由于国外偏光片供货保障度较低，下游客户普遍有强烈意愿配套使用国产偏光片，中低档产品中国产偏光片已经占有相当比例。客户对于国内偏光片市场的前景非常看好，预计国内市场在未来3-5年内的年TFT偏光片需求量将达5000多万平方米，市场规模达到100亿元以上。
- **新项目成功的关键是产品质量和良品率。**公司在偏光片的关键技术、配方、工艺诀窍和良品率控制方面都有较深的积累，良品率达到93%。公司新线生产的TFT-LCD偏光片尺寸将远大于现有产品，技术要求也高于现有产品。目前，公司已经试制出合格样品，但在大规模生产条件下产品质量和性能是否满足要求，良品率能否保持在较高水平成为项目盈利的关键。公司从设备、生产技术和原材料等方面采取了五项保障措施，确保新线取得预期的经济效益。
- **新项目是公司偏光片业务发展的转折点。**下游大客户需要大规模、稳定的偏光片供应。目前客户对公司偏光片反映的主要问题包括产能低、规模小、质量有差距，导致客户对公司产品信心不足。新项目将彻底改变公司偏光片业务发展慢、小而弱的局面，成为重要的转折点。首先，生产规模将扩大5倍以上，规模扩大是公司成为偏光片主流供应商的基本条件，并可带来规模经济效益。其次，公司将引入韩国先进设备，在设备得到保障的基础上引入国外一流技术专家，提高新产品开发能力，使偏光片业务获得质的提升。更重要的是公司已经将偏光片作为转型的战略方向和核心业务，明确了做大做强偏光片业务的决心，有利于提高客户的信心，获得大额稳定的订单。
- **维持深纺织A“买入”评级，并强烈推荐深纺织B。**我们认为国内偏光片进口替代的时机已经成熟，在外部需求充足和公司自身准备充分的情况下，深纺织TFT-LCD偏光片项目成功的概率很大，而项目的成功将彻底改变公司的基本面，使公司转型到高科技、高成长行业。我们维持此前报告对公司投资逻辑的分析和“买入”的投资评级。按照对公司各业务板块的估值，我们坚持深纺织A股6-12个月18-20元的目标价。同时，深纺织B股目前的价格仅相当于公司所持物业的价值，未能反映偏光片业务的巨大潜力。在人民币升值和国际板可能推出的背景下，我们也强烈推荐深纺织B股。

➤ **股价催化剂：**定向增发获批、公司更名、新线取得阶段性进展

➤ **风险提示：**新线产品质量和良品率风险

➤ **财务数据与估值（考虑增发摊薄）**

盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	488.07	589.98	631.40	1651.50
(+/-%)	34.03%	20.88%	7.02%	161.56%
净利润(百万元)	38.02	52.24	63.08	186.80
(+/-%)	-17.34%	37.41%	20.76%	196.11%
EPS(元)	0.11	0.15	0.18	0.53
P/E(倍)	113.41	82.53	68.34	23.08
P/B(倍)	8.74	6.58	6.04	4.82

来源：江南金融研究所

近期我们对深纺织进行了实地调研，并与公司部分客户就偏光片产业的发展趋势、国内偏光片市场的前景和深纺织偏光片产品情况等进行了交流。

我们主要的新认识有以下几点：

第一，偏光片产业发展的趋势。偏光片产业转移的路径与 LCD 面板产业转移的路径一致。偏光片产业结构分化趋势增强，大尺寸产品尤其是电视成为增长的主要驱动因素。偏光片内置化趋势明显，与下游面板厂垂直整合的偏光片企业将取代独立偏光片企业占据行业主导地位。

第二，深纺织在偏光片领域有较多的积累。偏光片工艺与纺织业有一定的相通之处，公司的偏光片生产技术是自主研发出来的，没有出现过专利纠纷。公司在偏光片的关键技术、配方、工艺诀窍和良品率控制方面都有较深的积累，良品率达到 93%。

第三，客户对国内偏光片配套需求强烈。由于国外偏光片供货的保障程度很低，下游客户普遍有强烈意愿配套使用国产偏光片产品，中低档产品中国产偏光片已经占有相当比例。客户对于国内偏光片市场的前景非常看好，认为市场需求不成问题。

第四，新项目成功的关键是质量和良品率。公司新线生产的 TFT-LCD 偏光片尺寸远大于现有产品，技术要求也高于现有产品。目前，公司已经试制出合格样品，但在大规模生产条件下产品质量和性能是否满足要求，良品率能否保持在较高水平成为项目盈利的关键。公司从设备、生产技术和原材料等方面采取了五项保障措施，确保新线取得预期的经济效益。

第五，新项目建设是公司偏光片业务发展的转折点。下游大客户需要大规模、稳定的偏光片供应。目前客户对公司偏光片反映的主要问题包括产能低、规模小、质量有差距，导致客户对公司产品信心不足。新项目将彻底改变公司偏光片业务发展慢、小而弱的局面，成为偏光片业务发展重要的转折点。首先，生产规模将扩大 5 倍以上，规模扩大是公司成为偏光片主流供应商的基本条件，并可带来规模经济效应。其次，公司将引入韩国先进设备，TFT-LCD 偏光片使用进口原材料提高质量，在设备得到保障的基础上引入国外一流技术专家，提高新产品开发能力，使偏光片业务获得质的提升。更重要的是公司已经将偏光片业务作为转型的战略方向和核心业务，明确了做大做强偏光片业务的决心，有利于提高客户的信心，获得大额稳定的订单。

综合评估，我们认为国内偏光片进口替代的时机已经成熟，在外部需求充足和公司自身准备充分的情况下，深纺织 TFT-LCD 偏光片项目成功的概率很大，而项目的成功将彻底改变公司的基本面，使公司转型到高科技、高成长行业。我们维持此前报告对公司投资逻辑的分析和“买入”的投资评级。按照对公司各业务板块的估值，我们坚持深纺织 A 股 6-12 个月 18-20 元的目标价。同时，深纺织 B 股目前的价格仅相当于公司所持物业的价值，未能反映偏光片业务的巨大潜力。在人民币升值和国际板可能推出的背景下，我们也强烈推荐深纺织 B 股。

我们从公司及其客户处了解到的详细信息如下：

一、偏光片产业的发展趋势

偏光片产业转移的路径与LCD面板产业转移的路径基本一致。LCD面板产业于1995年-2000年从日本向韩国和台湾转移,相应地偏光片产业也随之转移到韩国和台湾。1999年5月台湾第一家偏光板厂商力特光电投产,而韩国则于2000年开始进军TFT用偏光板市场,首家厂商LG化学于2000年3月量产。从我国的情况来看,成为全世界最大的TN、STN-LCD面板生产基地也相应带动了TN、STN系列偏光片的国产化进程。因而,我们判断随着TFT-LCD面板产业向我国的转移,TFT用偏光片的进口替代即将到来。

偏光片产业结构分化趋势增强,大尺寸产品尤其是电视成为增长的主要驱动因素。目前,TFT用偏光片已经占到了整体市场的95%以上,而LCD电视用偏光片则占到了10英寸以上大尺寸偏光片市场的50%以上。根据Displaybank的数据,从增长速度来看,电视用偏光片的增速也超过了显示器和笔记本电脑用偏光片,带动大尺寸(宽幅)偏光片市场急剧扩大。因而,要在偏光片领域做大做强,必须投产宽幅生产线,介入大尺寸TFT-LCD偏光片市场。

图表 1 大尺寸TFT-LCD偏光片需求结构(千平方米)

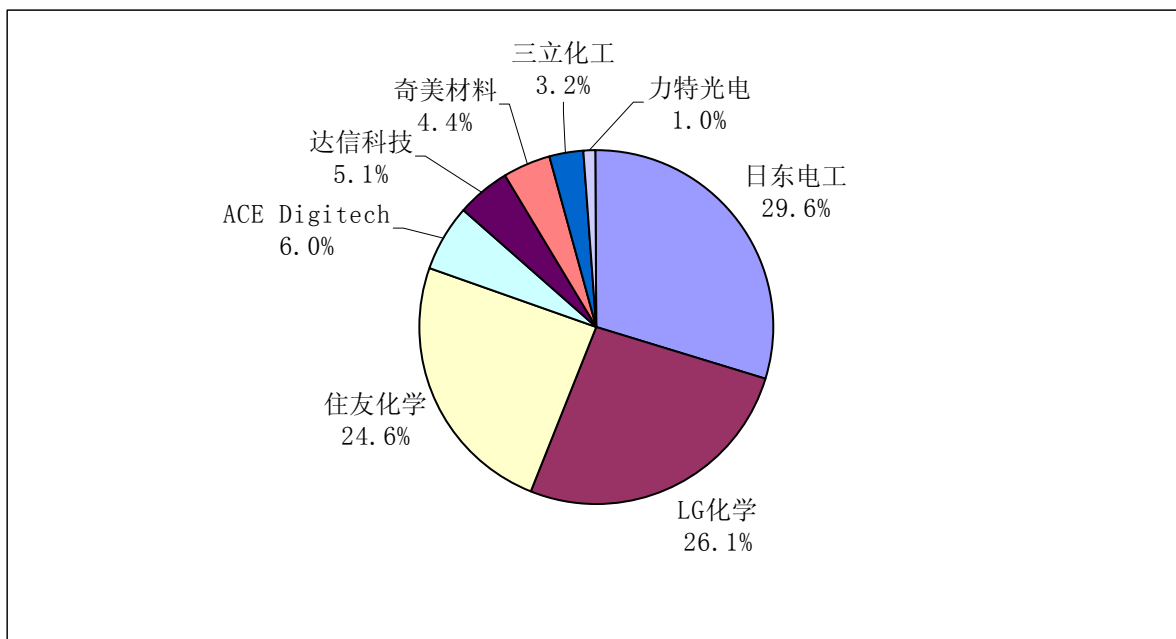
	2008		2009				2010	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
电视	27,117	23,759	22,440	30,231	33,899	36,860	32,900	36,408
显示器	14,378	11,441	12,130	16,084	16,675	16,430	15,130	16,122
笔记本	6,376	5,124	4,380	6,076	6,578	6,631	6,281	6,844
其他	470	431	469	501	519	539	501	539
合计	48,342	40,755	39,420	52,892	57,673	60,459	54,812	59,912

资料来源: Displaybank、江南金融研究所

偏光片内置化趋势明显,与下游面板厂垂直整合的偏光片企业将取代独立偏光片企业占据行业主导地位。垂直整合关键零组件已成为面板制造商降低材料成本的最佳策略,而由面板厂支持的偏光片企业也获得了超常规的发展。LG化学、Ace Digitech、奇美材料和达信科技等面板厂内置的偏光片企业成长迅速,目前已经占据了4成以上的市场份额,其中LG化学已经超越了日东电工成为市场份额最大的偏光片企业。

深纺织投资的TFT-LCD偏光片项目以大尺寸的宽线为主,宽线产能达到600万平方米;同时,拥有两条TFT-LCD面板生产线的深超科技成为公司股东,意味着公司一定程度上参与了下游面板厂的垂直整合,需求保障度高。我们认为,公司偏光片项目符合行业发展和产业转移的趋势,发展前景看好。

图表 2 2009 年三季度偏光片厂商的市场份额

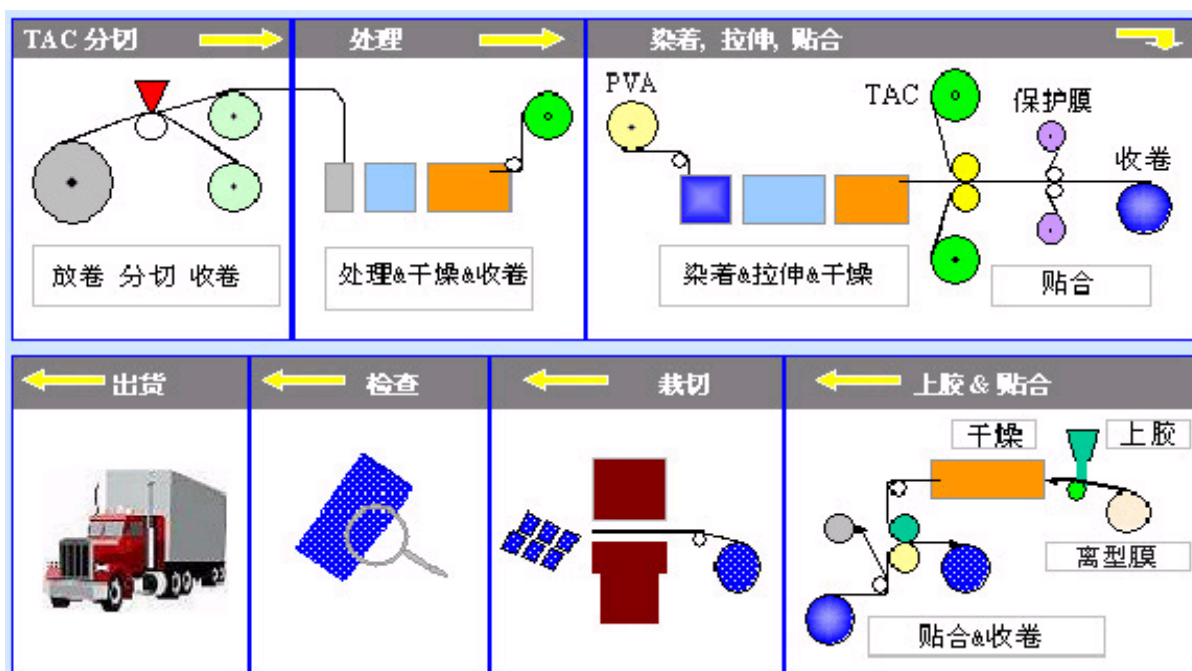


资料来源：Displaybank、江南金融研究所

二、深纺织进入偏光片产业的背景

深纺织于1994年上市，募集资金11892万元，投资项目之一就是与美方合资生产液晶显示器用偏光片，投资金额380万美元。项目的起因是美国几名华裔博士在深圳一展会上展示了偏光片试验线项目，公司发现该项目后决定进行投资。

图表 3 偏光片生产工艺流程



资料来源：纬达光电网站、江南金融研究所

当时，公司主要基于两个考虑：一是纺织服装行业竞争激烈，公司上市后筹划转型，我国已经开始介入LCD产业，而偏光片主要只有日本在生产，韩国和台湾尚未进入，公司认为该项目市场前景良好，并有国家政策支持；二是偏光片的主要工艺是染着、拉伸、涂胶和贴合等，与公司主业纺织工艺中的印染、涂布等工艺具有一定的相通性。三星旗下生产偏光片的Ace Digitech也是隶属于第一毛织有限公司，而第一毛织是韩国著名的毛纺织布和成衣制造商之一，于2000年进军电子材料市场。

三、深纺织偏光片业务发展历程

深纺织偏光片业务发展的主要时间节点和重要事件：

1995年，公司与美方几名博士合作成立深圳盛波偏光器件有限公司，持有75%的股份。试验两年之后，并没有做出符合技术要求的产品，美方合作人员自愿放弃了在合资公司中的股份。

1998年，公司组织技术人员进行攻关，到1999年生产出国内第一张TN偏光片，被科技部列入1999年度国家重点新产品。经国家有关部门检测，公司偏光片产品的性能技术指标达到国际同类产品先进水平，可替代进口产品，使我国成为继日本、韩国之后世界第三个具有LCD用偏光片生产技术的国家。

2000年，乐凯公司在高交会上发现了深纺织的偏光片项目。此前乐凯已经成立了一个研发偏光片的团队，但没有掌握生产工艺和技术。深纺织与乐凯合资成立了深纺乐凯光电子材料有限公司，占有55%的股权。

2001年公司启动二号线建设，获国家计委1000万元国债资金支持，国债资金部分的股权转让给了国投高科，后又划归乐凯集团，导致深纺织在深纺乐凯中的股权占比下降到47.95%。2001-2003年，公司受到日韩偏光片边角料的冲击，伤害很大。国内某些进口商将日韩厂商的废料以极低的价格进口后进行裁剪加工，再在国内市场上低价销售，对公司的偏光片产品形成了严重冲击，导致三年亏损了1000多万元。

2004年，公司偏光片业务开始正常化，实现净利润665.6万元。这一方面是因为公司苦练内功，提高技术水平，另一方面进口的边角料产品批次和规格都很不稳定，对下游客户的产品造成了不利影响，导致客户又转回到深纺乐凯的产品。

2006年，二号线正式建成。公司做出了战略调整，将资源向偏光片产业倾斜。此后几年，公司的偏光片业务稳定发展。

2008年，公司通过二期改扩建项目，投资8000万元建设三号线，用于生产中小尺寸TFT型偏光片和高端TN/STN型偏光片。2009年9月，三号线完成试生产，TN、STN产品已批量生产，并试产了TFT产品。

2009年，公司决定将发展重点转移到TFT-LCD用偏光片上。6月23日，公司收购了乐凯集团持有的深纺乐凯全部股权。10月启动了非公开发行A股股票工作，计划募

集资金总额不超过 8.5 亿元，所募集资金将全部用于 TFT-LCD 用偏光片项目，将分别投资一条窄幅和一条宽幅 TFT-LCD 用偏光片生产线。11 月，公司 TFT-LCD 用偏光片项目正式奠基。

图表 4 公司偏光片业务 2001-2009 年经营情况

时间	收入	净利润
2001 年	-	-708 万元
2002 年	-	-429 万元
2003 年	-	-101 万元
2004 年	5186.3 万元	665.6 万元
2005 年	6285.7 万元	947.7 万元
2006 年	8977.6 万元	782.7 万元
2007 年	11193.1 万元	1005.5 万元
2008 年	13165.8 万元	939 万元
2009 年	13459.9 万元	905 万元

资料来源：公司历年公告、江南金融研究所

四、国内偏光片的市场空间

由于除电视之外，LCD 在其他应用领域中已经基本完成了替代，Displaybank 和 DisplaySearch 等机构均预计未来几年偏光片需求增速将有所下降。但由于面板产能向中国的大规模转移，我国国内偏光片需求则处于爆发性增长的前夜。

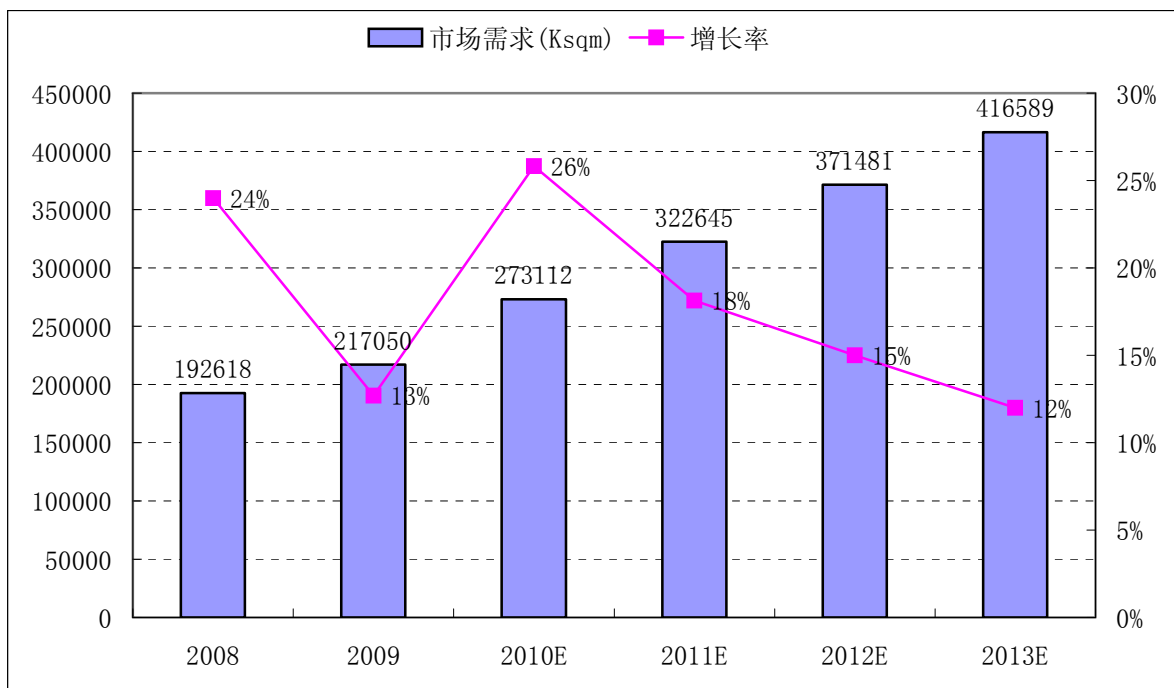
根据国内面板产能的开出情况，国内市场在未来 3-5 年内的年 TFT 偏光片需求量将达 5000 多万平方米。随着液晶面板的产业转移和“彩电下乡”政策的出台，在未来 8-10 年内，预计宽幅 TFT 偏光片的市场需求将达到 1 亿平方米。按照 5000 万平方米的需求量和 30-40 美元/平方米的价格，国内偏光片的市场规模可以达到 100 亿元以上，而 100 亿元的市场仅相当于目前 LG 化学或者日东电工的年销售规模。我国面板企业的偏光片多来自于日东电工，日东电工表示将可能逐步退出偏光片行业，未来 3-5 年由我国偏光片企业拿到 50-100 亿元的市场份额具有较大的可能性。

一条月产能为 10 万片的 8.5 代线，一年需要偏光片面积超过 1000 万平方米，需要至少两条宽幅偏光片生产线与其配套。长远来看，如果一半的 LCD 产能实现偏光片国内配套，需要 9-11 条宽幅生产线。因而，公司新项目成功后，完全可以通过复制实现快速增长，发展空间十分广阔。

从我们了解的情况看，客户对国内偏光片配套需求非常强烈。下游客户普遍有强烈意愿配套使用国产偏光片产品，中低档产品中国产偏光片已经占有相当比例。客户对于国内偏光片市场的前景同样非常看好，认为市场需求不成问题。

目前，深纺织 TN 和 STN 系列产品的主要客户包括比亚迪、信利和美国显示等。新投资的窄线项目主要潜在客户是比亚迪、天马和美国显示等，宽线主要与国内的 7.5-8.5 代线对接。

图表 5 全球偏光片市场需求与增长率预测



资料来源：Displaybank、江南金融研究所

五、公司的优势与不足

公司境外的竞争对手主要包括日东电工、住友化学、LG化学、力特光电等，国内的竞争对手主要有佛山纬达、温州侨业和三利谱光电。深纺织目前是国内生产经验最丰富、规模最大的偏光片企业，但与日东电工等领先企业相比，即使新线全部投产后，公司的产能也仅仅达到1000万平方米，发展空间非常广阔。

与国内竞争对手相比，深纺织的竞争优势主要体现在技术领先和下游需求有保障。与国外竞争对手相比，深纺织的竞争优势主要是供货保障度高和售后服务及时，在成本方面公司也有一定的优势。而客户对公司偏光片反映的主要问题包括产能低、规模小、质量有差距，导致客户对公司产品信心不足。

新项目将彻底改变公司偏光片业务发展慢、小而弱的局面，成为重要的转折点。首先，生产规模将扩大5倍以上，规模扩大是公司成为偏光片主流供应商的基本条件，并可带来规模经济效应。其次，公司将引入韩国先进设备，TFT偏光片使用进口原材料提

高质量，在设备得到保障的基础上引入国外一流技术专家，提高新产品开发能力，使偏光片业务获得质的提升。更重要的是公司已经将偏光片业务作为转型的战略方向和核心业务，明确了做大做强偏光片业务的决心，有利于提高客户信心，获得大额稳定的订单。

图表 6 深纺织竞争对手基本情况

	进入时间	生产规模	产品种类
深纺织	1995 年	280 万 m ²	TN/STN、TFT、偏光眼镜用偏光片
纬达光电	2004 年	100 万 m ²	TN/STN、偏光眼镜用偏光片
温州侨业	2001 年	150 万 m ²	TN、FSTN 系列偏光片
三利谱光电	2007 年	-	FSTN、CSTN、TFT 系列偏光片
日东电工	-	17200 万 m ²	TN/STN、TFT 系列偏光片
力特光电	1998 年	5200 万 m ²	TN/STN、TFT 系列偏光片

资料来源：江南金融研究所

图表 7 深纺织的竞争优势与不足

相对于国内竞争对手的优势	技术在国内领先。良品率达到93%，是863计划TFT-LCD用偏光片工程化课题实施单位，是国内唯一一家申请到国家发改委补助的偏光片企业。
	下游需求保障度高。偏光片项目可以看作是与深超科技共建。
	与供应商关系良好。
相对于国外竞争对手的优势	价格低。TN/STN 产品价格低于国外产品 30%-50%，TFT 系列产品较国外产品也有一定的价格优势。
	供货保障度高。国外偏光片企业很多已经附属于面板企业，与国内面板企业有竞争关系，供货不能保证。
	付款条件好。国内企业采购国外偏光片，经常需要提前全额付款，而公司可以给予面板企业一定的账期。
	售后服务好。国外企业对于中国客户的售后服务响应很慢。公司作为本土企业，在反应速度方面具有天然优势。
不足	产能低、规模小
	关键技术上需要提高
	管理上需要进一步精细化
	信息化水平需要提高

资料来源：江南金融研究所

六、保障新项目成功的措施

公司新项目的下游需求充足,因而项目成功的关键就是能否大规模稳定的生产出合格产品。综合公司及客户反映的信息,我们认为新线成功的关键是质量和良品率。目前,公司的良品率达到92%-93%,部分产品达到94%-95%的高水平。但公司新线生产的TFT-LCD偏光片尺寸远大于现有产品,电脑、液晶电视等大尺寸显示器对显示效果要求更高,要求偏光片具有更高的透过率、偏光度以获得更高的对比度、色饱和度,同时达到更小的能量消耗。TFT偏光片要求偏光度大于99.9%,透过率大于43%,明显高于TN偏光片。目前,公司已经试制出合格的TFT偏光片样品,但在大规模生产条件下质量和性能是否满足要求,良品率在尺寸扩大后能否保持在较高水平成为项目盈利的关键。

公司从设备、生产技术和原材料等方面采取了五大保障措施,确保新产品符合质量要求,确保新线取得预期的经济效益。公司采取了五项措施,主要包括:

建立偏光片市级研发中心,与院校和TCL等下游厂商合作进行研发攻关。

采用国际一流厂商的先进设备,获得相关的技术服务。采用日本进口的膜材料。公司TN系列产品用的是乐凯等国内公司的膜材料,导致产品质量和国外相比有一定差距。TFT用偏光片的膜材料国内目前还不能供应,公司将使用进口材料,提高产品质量。

聘请日本顶尖技术专家进行项目开发。

聘请台湾具有丰富偏光片生产经验的技术团队参与工艺操作,规模达到十人,主要人员作为公司的技术顾问,并为公司培训操作人员。

通过在二号线上实验、三号线上中试,公司已掌握TFT-LCD偏光片生产工艺,做出了相关产品,绝大部分性能指标均达到国外同类产品的水平,已经将样品提供给天马等下游客户试验。下半年将提前在三号线上量产并提供给客户试用,为新建项目的投产打好基础。

目前,公司TFT-LCD偏光片项目进展顺利,厂房已经开始勘探设计和施工。上月公司也已经与引进的技术人才签订了协议。

七、未来降价风险

针对未来产能开出后可能面对的降价风险,我们的观点如下:

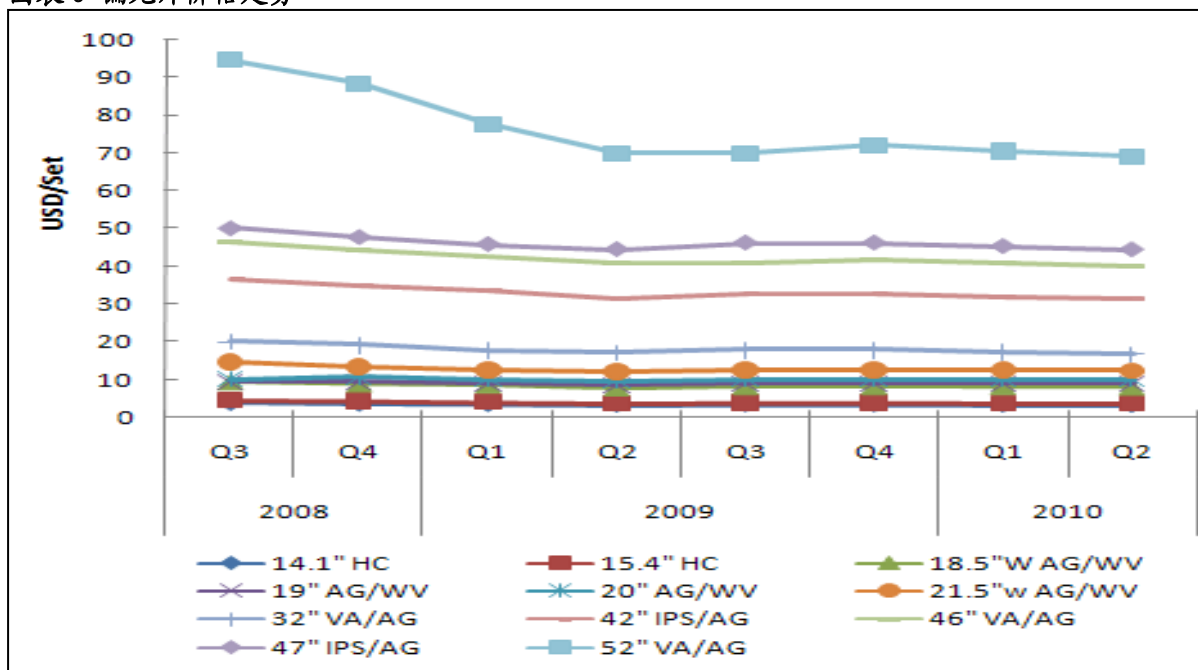
偏光片降价的压力不大。从历史经验来看,偏光片作为上游关键原材料在“液晶周期”中降价压力小于面板。2008年以来,除个别大尺寸产品以外,偏光片整体的价格走势比较稳定,深纺织的偏光片在金融危机中价格下降不到5%。不同于玻璃基板等高毛利率原材料,一流厂商如日东电工偏光片的毛利率目前也只有百分之十几,自身降价的空间也较小,难以通过大幅度降价打垮国内厂商。

在国内LCD原材料产业初具规模后,国家可能出台相关税收政策,对进口原材料征收一定的进口税,这将降低进口偏光片的价格竞争力。

公司在项目规划时正好遇到金融危机导致面板价格大幅下跌，测算新项目收入和利润时已经充分考虑了未来降价的风险，预测较为保守。

公司对未来降价压力有充分预期，认为国内市场空间很大，将通过与下游客户联合研发、组合营销、本土服务来稳定客户；目前，公司在技术、产品开发和管理上都有很大的改进空间，可以通过技术和管理上的提升、扩大生产规模利用规模经济效应来因应降价风险。

图表 8 偏光片价格走势



资料来源：Displaybank、江南金融研究所

八、产能释放情况与收入预测

按照规划，公司三号线今年可以达产七成左右，开始释放业绩，而新线在2012-2013年才能达产。公司表示将加快项目进度，尽快投产并达产。根据公司新产线达产的时间节点，我们预测了偏光片业务未来四年的收入情况。

图表 9 深纺织三号线和新线达产的时间节点

时间	产线达产情况
2010年	三号线年初正式结转固定资产，预计达产70万平方米左右。部分产能将用于生产3D偏光片，利润较高。下半年进行TFT-LCD偏光片的试生产，并交付客户试用。新线将进行产品前期研发、厂房施工和设备定制等工作。
2011年	三号线全面达产。 新线3月底设备进厂，安装调试需要5-6个月时间，然后进行2个月左右的试车，到年底完成试车。

2012年	新线进行半年左右的试生产和良品率爬坡，预计6月新线正式量产，全年产能达到设计产能的一半以上。
2013年	新线达产。

资料来源：江南金融研究所

图表 10 深纺织未来四年偏光片收入预测（亿元）

	2010年		2011年		2012年		2013年	
	达产率	收入	达产率	收入	达产率	收入	达产率	收入
一二号线	100%	1.35	100%	1.30	100%	1.20	100%	1.00
三号线	70%	1.19	100%	1.70	100%	1.70	100%	1.70
新线	0%	0	0%	0	50%	11.25	100%	22.50
合计		2.54		3.00		14.15		25.20

资料来源：江南金融研究所

九、定向增发进展

公司于2009年12月21日向中国证监会报送了非公开发行A股的申请，并于2009年12月23日获得中国证监会出具的行政许可申请受理通知书。公司原来预计4月份能够上会，但由于第十一届发审委4月届满，而新一届发审委刚刚成立，正在培训学习。目前预计5月份能够上会，审批过程正常进展中，并无重大变化。

图表 11 深纺织财务报表与财务数据预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	237	242	244	506	营业收入	488	590	631	1651
现金	101	100	100	100	营业成本	401	480	510	1317
应收账款	39	34	30	101	营业税金及附加	4	5	5	14
其他应收款	23	35	40	92	营业费用	14	18	13	33
预付账款	30	23	27	77	管理费用	45	53	51	91
存货	42	49	46	131	财务费用	2	6	10	14
其他流动资产	2	1	2	5	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	565	727	917	983	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	46	46	46	46	投资净收益	27	31	29	29
固定资产	220	468	673	741	营业利润	42	59	72	212
无形资产	50	46	42	38	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	250	168	157	158	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	803	970	1162	1489	利润总额	43	59	72	212
流动负债	246	289	423	570	所得税	5	7	9	25
短期借款	101	130	283	287	净利润	38	52	63	187
应付账款	52	46	49	141	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	93	114	91	142	归属母公司净利润	38	52	63	187
非流动负债	63	25	25	25	EBITDA	59	123	182	362
长期借款	25	25	25	25	EPS (元)	0.16	0.15	0.18	0.53
其他非流动负债	38	0	0	0					
负债合计	309	314	448	595	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	245	355	355	355	成长能力				
资本公积	119	119	119	119	营业收入	34.0%	20.9%	7.0%	161.6%
留存收益	129	181	239	420	营业利润	51.9%	42.6%	20.8%	196.1%
归属母公司股东权益	493	655	713	894	归属于母公司净利润	-17.3%	37.4%	20.8%	196.1%
负债和股东权益	803	970	1162	1489	获利能力				
					毛利率(%)	17.9%	18.7%	19.2%	20.3%
					净利率(%)	7.8%	8.9%	10.0%	11.3%
					ROE(%)	7.7%	8.0%	8.8%	20.9%
					ROIC(%)	14.2%	11.2%	9.9%	21.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	38.5%	32.4%	38.6%	40.0%
					净负债比率(%)	40.81%	49.20%	68.81%	52.48%
					流动比率	0.96	0.84	0.58	0.89
					速动比率	0.77	0.65	0.46	0.63
					营运能力				
					总资产周转率	0.71	0.67	0.59	1.25
					应收账款周转率	17	13	13	18
					应付账款周转率	11.32	9.82	10.77	13.87
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.11	0.15	0.18	0.53
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.11	0.37	0.53
					每股净资产(最新摊薄)	1.39	1.85	2.01	2.52
					估值比率				
					P/E	113.41	82.53	68.34	23.08
					P/B	8.74	6.58	6.04	4.82
					EV/EBITDA	46	22	15	8

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	47	39	133	188
净利润	38	52	63	187
折旧摊销	15	58	100	136
财务费用	2	6	10	14
投资损失	-27	-31	-29	-29
营运资金变动	15	-5	-20	-176
其他经营现金流	5	-41	9	56
投资活动现金流	-66	-173	-272	-171
资本支出	60	300	300	200
长期投资	28	-97	0	0
其他投资现金流	21	30	28	29
筹资活动现金流	36	133	139	-17
短期借款	55	28	154	4
长期借款	25	0	0	0
普通股增加	0	110	0	0
资本公积增加	50	0	0	0
其他筹资现金流	-94	-6	-15	-20
现金净增加额	17	-1	0	0

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。