

启明星辰(002439)

具自主知识产权的网络信息安全领航者

询价建议

21.7~24.8 (元)

预计上市定价

26.0~29.8 (元)

主要数据

行业	信息服务业
公司网址	www.venustech.com
大股东/持股	王佳/39.0%
实际控制人/持股	王佳/39.0%
总股本(百万股)	98.8
流通 A 股(百万股)	25
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值 (亿元)	-
流通 A 股市值(亿元)	-
每股净资产(元)	4.6
资产负债率(%)	37.8

研究员

刘武	S1060209090181 0755-22627860 liuwu@pasc.com.cn
邵青	S1060205070049 0755-22622740 shaoqing001@pingan.com.cn
肖燕松	联系人 0755-22625910 Xiaoyansong001@pingan.com.cn

投资要点

■ 国内中高端网络信息安全产品与服务提供商

公司专注于信息安全领域，已从早期的入侵检测和漏洞扫描两个检测产品，发展成拥有较为完整产品线的专业信息安全企业。其积极防御实验室（ADLab）是国内最早成立的攻防技术研究实验室之一。截至 2009 年底，ADLab 通过 CVE 共发布 80 个 Windows、Linux、Unix 操作系统的安全漏洞，居亚洲首位。

■ 信息安全是我国极具发展潜力的新兴产业之一

在信息化发展、信息安全事故不断及政府重视与政策扶持等推动下，国内信息安全市场规模持续膨胀。2009 年中国信息安全市场规模达 93 亿元，同比增长 17%。在细分市场方面，SOC 增速达到 26.9%、UTM 增速达 21.5%。预计未来几年，国内信息安全产品及服务市场仍有望保持 18%左右增速增长。

■ 具自主知识产权的网络信息安全领航者

公司信息安全产品覆盖从威胁识别、检测、控制到审计、违规监管和风险全面管理的各个层面，通过采用多项专利和创新技术，为用户提供全方位的信息安全保障。以中高端信息安全市场为开拓重点，广泛应用于政府、电信、金融、能源、军队、军工等行业。在 IDS/IPS、UTM、SOC 等细分市场领域中的市场占有率连续多年稳居第一。

■ 盈利预测与估值

预计公司 2010-2012 年的收入分别为 3.8、4.9 和 6.4 亿元，净利润分别为 0.61、0.84 和 1.1 亿元，摊薄每股收益分别为 0.62、0.85 和 1.11 元。

未来几年，由于央企将陆续进入对 IT 设备的更新换代期，及十二五规划中 IT 方面的投资有望超过 1200 亿元，作为信息安全领域的龙头企业之一，有望充分分享 IT 投资增加的盛宴。给予公司 2010 年 35-40 倍动态 PE，建议询价区间为 21.7-24.8 元，考虑到近一个月来，平均首日涨幅在 12%左右，因此，以 20%估算，预计上市首日定价区间为 26-30 元。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	273.5	304.1	373.9	488.8	636.3
YoY(%)	16.0	11.2	22.9	30.8	30.2
净利润(百万元)	47.4	51.9	61.2	83.5	109.2
YoY(%)	20.8	12.3	16.9	36.4	30.9
毛利率(%)	65.3	63.7	58.6	58.3	58.0
净利率(%)	17.2	17.4	16.5	17.3	17.4
ROE(%)	16.7	15.8	6.4	8.0	9.5
EPS(摊薄/元)	0.48	0.53	0.62	0.85	1.11
P/E(估值中值/倍)	48.5	44.3	37.5	27.5	20.9
P/B(估值中值/倍)	6.1	5.1	2.4	2.2	2.0

正文目录

正文目录	2
图表目录	3
一、国内网络信息安全领域的主流供应商之一	4
1.1 中高端网络信息安全产品与服务提供商	4
1.2 拥有领先市场份额、自主知识产权等竞争优势	5
1.3 收入增速尚不突出	5
1.4 发行前后股权结构	6
二、信息安全是我国极具发展潜力的新兴产业	6
2.1 信息安全技术是网络时代的保护伞	6
2.2 国内信息安全产品市场结构	7
2.3 国内信息安全发展及市场容量	7
2.4 行业进入壁垒较高，先入企业发展潜力大	10
三、具自主知识产权的网络信息安全领航者	10
3.1 业务涵盖信息安全产品及服务	10
3.2 国内信息安全领域的领导企业	11
3.3 优质客户资源为持续发展奠定基础	11
四、募投项目与盈利预测	12
4.1 募投项目分析	12
4.2 盈利预测	13
4.3 估值分析与询价建议	13

图表目录

图表 1 启明星辰是国内中高端信息安全产品和服务提供商	4
图表 3 受 IT 投资阶段影响，公司营业收入和净利润增速并不突出	5
图表 4 公司收入结构以安全产品为主	6
图表 5 公司发行前后股东概况	6
图表 6 信息安全技术、产品及目标	7
图表 7 中国信息安全产品市场结构（2008）	7
图表 8 我国信息安全市场销售额近几年保持 18%左右增速平稳增长	8
图表 9 我国信息化发展程度较低，后续发展空间仍很大	8
图表 12 境内被植入木马病毒的 IP 地址数目较大	9
图表 13 公司产品系列构成	10
图表 14 公司产品或服务具备全方面安全保障能力	11
图表 15 部分产品公司市场份额国内领先	11
图表 16 公司拥有国内高端客户群体	12
图表 17 公司募投项目完成后产能将大幅提升	12
图表 18 公司营业收入及成本预测	13
图表 19 主要软件类上市公司估值比较	14

一、国内网络信息安全领域的主流供应商之一

1.1 中高端网络信息安全产品与服务提供商

公司专注于信息安全领域，经过多年的发展积累，已从早期的入侵检测和漏洞扫描两个检测产品，发展成拥有较为完整产品线的专业信息安全企业。现已形成安全产品和服务两条业务主线，其中 UTM、IDS/IPS 和 SOC 等产品或服务在国内的市场份额领先，具有较强的竞争优势。

■ 安全产品

公司提供入侵检测系统（IDS）、入侵防御系统（IPS）、防火墙/UTM、漏洞扫描、VPN/净网加密机、网络与数据库审计系统、互联网审计和行为监管系统、内网安全管理、安全管理平台等信息安全产品，并形成安全网关类、威胁检测类、应用监管类、安全工具类和安全管理平台类（SOC）等五大产品类，10 个产品族，100 多个细分产品，能较好的满足客户对网络信息安全的需求。

■ 安全服务

在安全服务方面，公司提供风险管理咨询、专业化风险评估、实时性管理监控、专家型应急响应以及安全认证培训服务等安全服务，已经形成覆盖客户 IT 系统全生命周期安全需求的完整服务体系。

以中高端信息安全市场为开拓重点，公司信息安全产品、安全服务及解决方案广泛应用于政府、电信、金融、能源、军队、教育、军工等行业。在 IDS/IPS、UTM、SOC 等细分领域中的市场占有率连续多年稳居第一。

公司积极防御实验室（ADLab）是国内最早成立的攻防技术研究实验室之一。截至 2009 年底，ADLab 通过 CVE 共发布 80 个 Windows、Linux、Unix 操作系统的安全漏洞，居亚洲首位。在系统漏洞挖掘与分析、恶意代码检测与对抗、精确检测阻断、安全网关、系统脆弱性风险管理等安全管理技术方面形成多项拥有完全自主知识产权的核心技术积累，其中一些技术达到国际先进水平。

图表1 启明星辰是国内中高端信息安全产品和服务提供商



资料来源：公司资料、平安证券研究所

1.2 拥有领先市场份额、自主知识产权等竞争优势

■ 国内信息安全市场领航者

公司是国内少数拥有完全自主知识产权的信息安全企业，已成为国内最具技术创新和产品开发实力的领导厂商之一。其中，IDS/IPS、SOC 和 UTM 等产品在国内市场占有率连续多年位居第一。

公司技术获得国内政府及大中型企业普遍认可。被评为“中国信息安全产业界最受尊重企业”，“2006 年中国自主创新十大影响力品牌”。曾为北京奥组委管理网、北京奥运会官方网站、奥帆委官方网站、央视国际网站（CCTV.com）等提供信息安全服务。

■ 重点科研项目承担者和行业标准制定者

先后实施并完成 30 多项国家级、省部级重点信息安全科研项目，包括国家 863 计划、国家火炬计划、国家级十五攻关项目。独立承担工业和信息化部、科技部等部委重大科研项目 20 多项。此外，承担 18 项国家及行业标准的制定和研究工作，包括：6 项国家标准，12 项行业标准。

■ 全面的自主知识产权产品和服务体系

拥有具有自主知识产权的、较为全面的安全产品线和安全服务模式。覆盖防火墙、VPN、入侵检测/入侵防御、UTM、网关防病毒、安全审计、内网终端安全、漏洞扫描、安全管理平台等主流安全产品市场，并在多个细分市场中保持领先地位。

■ 覆盖行业高端用户群

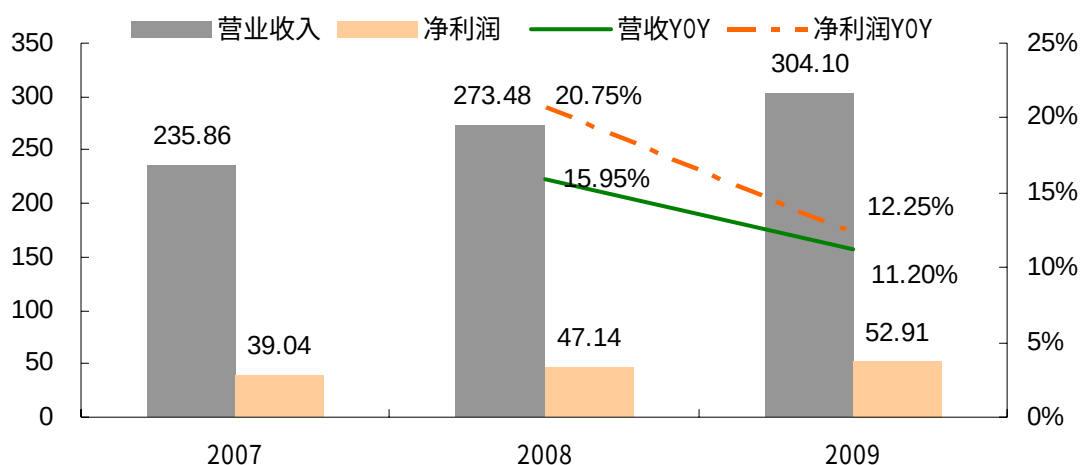
已基本建成全国性的渠道体系，拥有政府部门、央企等国内行业高端用户群。受国内安全信息市场需求特性驱动，公司客户主要集中在政府、电信、金融、能源、军队等领域。

1.3 收入增速尚不突出

由于国内 IT 投入尚以硬件为主影响，信息安全投入在国内 IT 投入的比重不到 2%，远低于欧美国家 2-12% 的投资水平。以及受金融危机影响，公司销售收入并不突出，报告期营业收入复合增长率在 13% 左右。我们认为，预计在国内网络应用进一步提升后，网络安全事故将大大提高人们对信息安全的重视度，因而公司未来营收增速提高的概率较大。

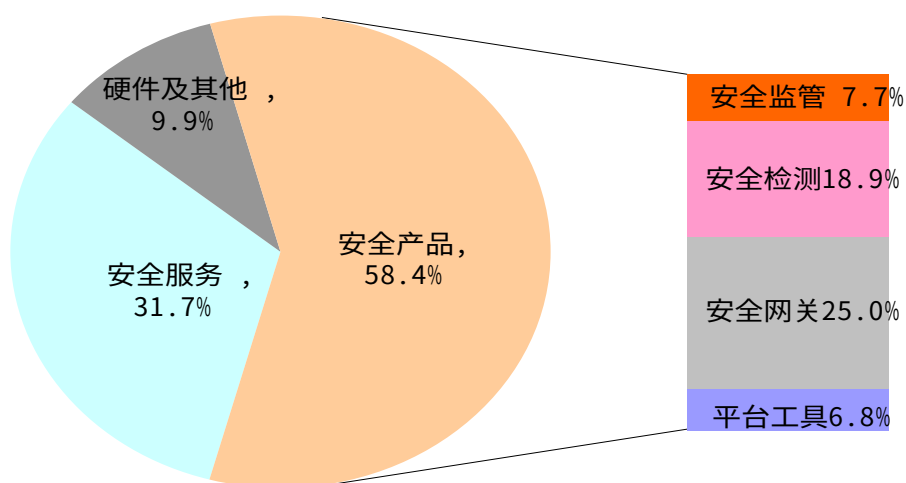
图表3 受IT投资阶段影响，公司营业收入和净利润增速并不突出

单位：百万元、%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表4 公司收入结构以安全产品为主



资料来源：公司资料、平安证券研究所

1.4 发行前后股权结构

公司控股股东为自然人王佳及严立夫妇，其中王佳持有发行后股权为 38.99%，严立持有发行后股权为 8.16%，夫妻合计持有发行后股权为 47.15%。公司第二大股东为 KPCB，该公司还在美国硅谷有较大 PE 投资，如 google 等公司。

图表5 公司发行前后股东概况

单位：百万股、%

	本次发行前		本次发行后	
	持股数量	比例	持股数量	比例
王佳	38.51	52.21%	38.51	38.99%
KPCB	10.54	14.29%	10.54	10.67%
严立	8.06	10.93%	8.06	8.16%
西藏天辰	5.23	7.09%	5.23	5.29%
Ceyuan Ventures	5.05	6.84%	5.05	5.11%
刘恒	0.87	1.18%	0.87	0.88%
茆卫华	0.83	1.12%	0.83	0.84%
邱维	0.82	1.11%	0.82	0.83%
潘重予	0.76	1.03%	0.76	0.77%
社会公众股	-	-	25.00	25.31%
总股本	73.76	100%	98.76	100%

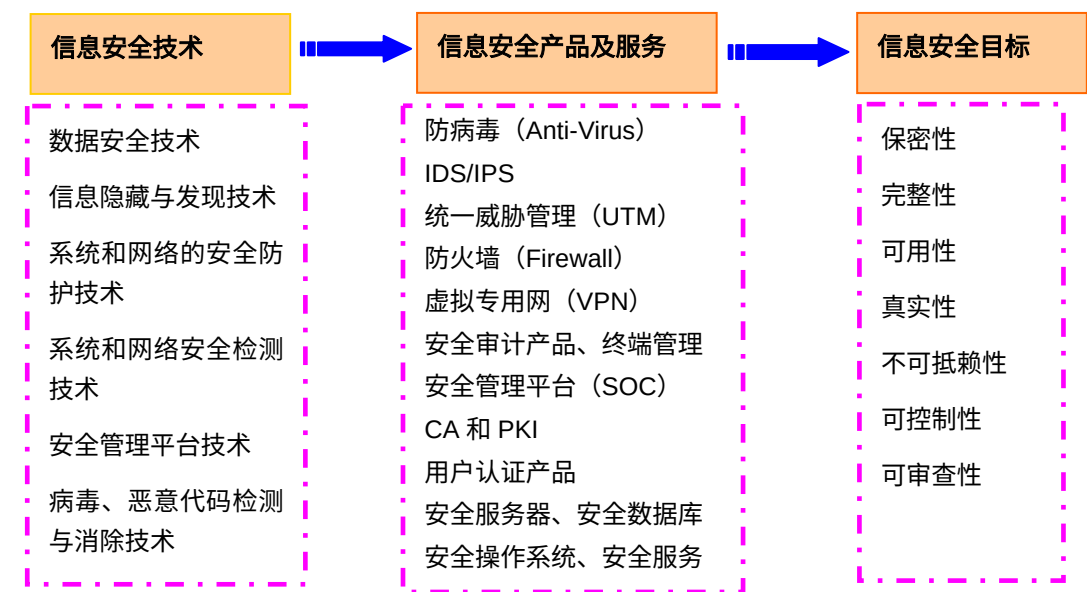
资料来源：公司资料、平安证券研究所

二、信息安全是我国极具发展潜力的新兴产业

2.1 信息安全技术是网络时代的保护伞

信息安全是为数据处理系统建立和采取的技术和管理手段，保护计算机硬件、软件、数据和应用不因偶然和恶意的原因而遭到破坏、更改和泄漏，使系统能够连续、正常运行。随着社会信息化发展的普及，信息资源安全上升到一个崭新高度，与经济、政治安全息息相关。

图表6 信息安全技术、产品及目标



资料来源：公司资料、平安证券研究所

2.2 国内信息安全产品市场结构

目前国内安全信息领域整体表现为：市场规模快速增长，厂商数量众多，市场集中度较欧美要明显偏低，国内注册的信息安全厂商 1000 家左右。由于信息安全涉及细分市场较多，诸如启明星辰、卫士通、网御神州等优势企业在不同的细分市场中，市场集中度较高。

图表7 中国信息安全产品市场结构（2008）

单位：亿元、%

	销售额	份额比	主要企业
防火墙/VPN	22.78	28.7%	启明星辰、东软、天融信、联想网御、Juniper
内容安全管理	16.43	20.7%	瑞星、赛门铁克、趋势科技、冠群金辰、江民
IDS/IPS	7.98	10.1%	启明星辰、安氏领信、绿盟科技、东软
信息加密/身份认证	6.27	7.9%	卫士通、兴唐通信、吉大正元
终端安全管理	5.94	7.5%	启明星辰、北信源、赛门铁克、蓝代斯克
UTM	4.49	5.7%	启明星辰、Fortinet、Crossbeam、WatchGuard
安全管理平台	1.97	2.5%	启明星辰、网御神州、安氏领信、东软、天融信、神州泰岳
安全服务	7.19	9.1%	启明星辰、绿盟科技、安氏领信、天融信
其他	6.23	7.9%	

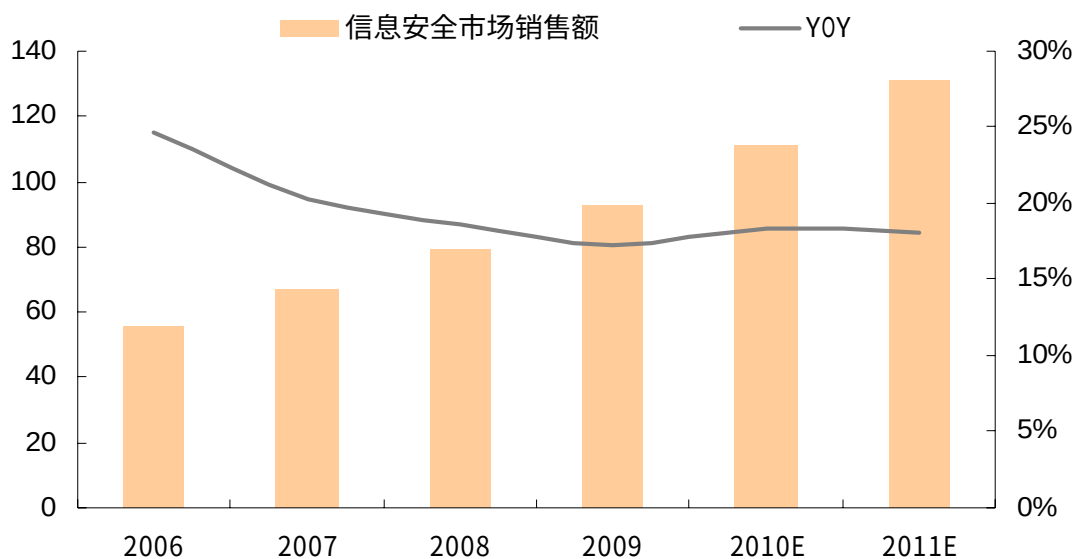
资料来源：公司资料、平安证券研究所

2.3 国内信息安全发展及市场容量

据赛迪顾问研报显示，虽然大部分企业减少 IT 投入，但在信息安全意识提高后，加强 IT 基础设施防御能力成为 IT 投资的重要一环，大大推动了信息安全产品市场发展，国内信息安全市场增长空间持续扩大。2009 年中国信息安全市场规模达 93 亿元，同比增长 17%，远远高于全球信息安全产品市场近 3 年的年增长率。在细分市场方面，SOC 增速达到 26.9%、UTM 增速达 21.5%。

图表8 我国信息安全市场销售额近几年保持18%左右增速平稳增长

单位：亿元、%



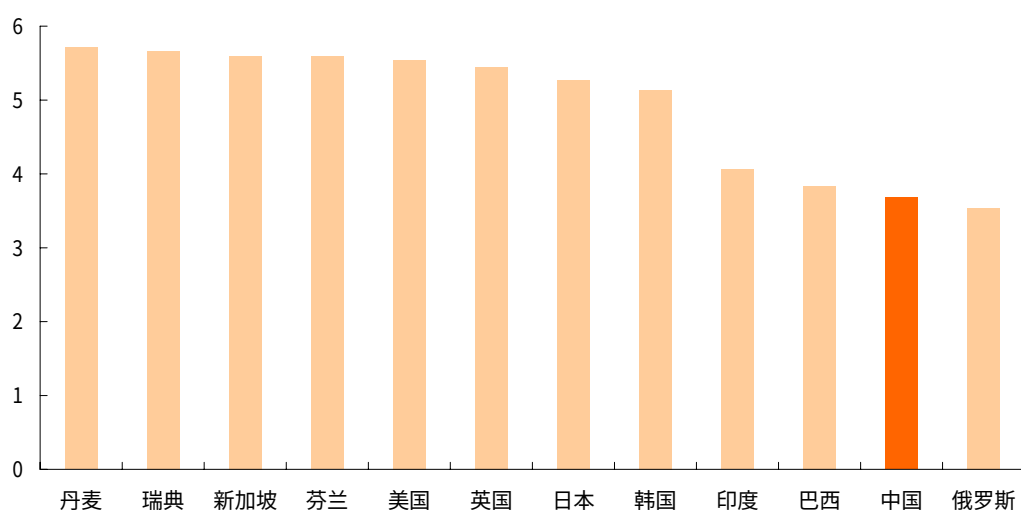
资料来源：公司资料、平安证券研究所

我们认为，驱动国内信息安全行业市场规模快速增长的因素主要有以下方面：

■ 信息化发展催生信息安全需求

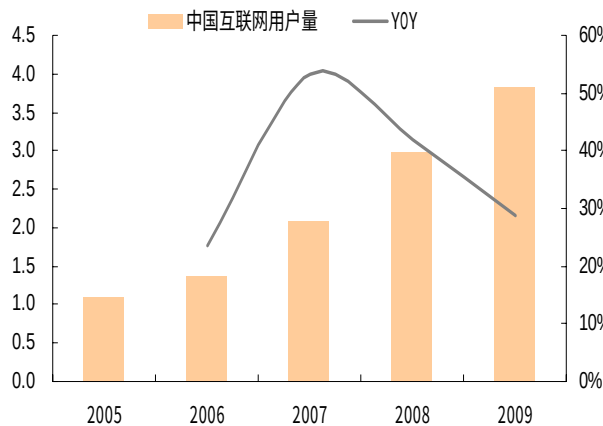
我国信息化发展加速使推动我国软件业、信息安全产品发展的原动力。预计在云计算、物联网等新技术新应用的引领下，国内信息化发展将进一步向深度和广度方面发展，从而引致出更多的安全信息产品或服务市场需求。

图表9 我国信息化发展程度较低，后续发展空间仍很大



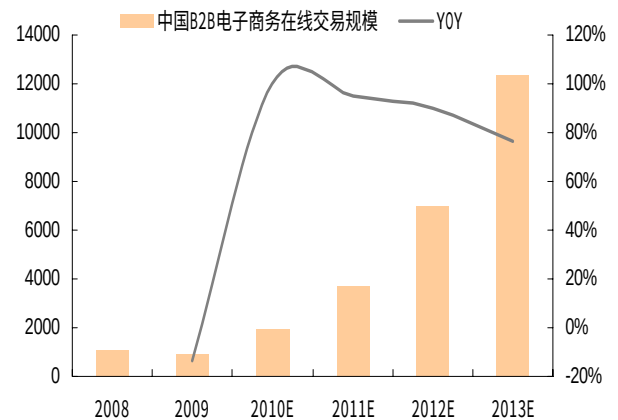
资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表10 我国互联网用户快速增长 单位：亿人



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表11 我国电子商务业快速发展 单位：亿元

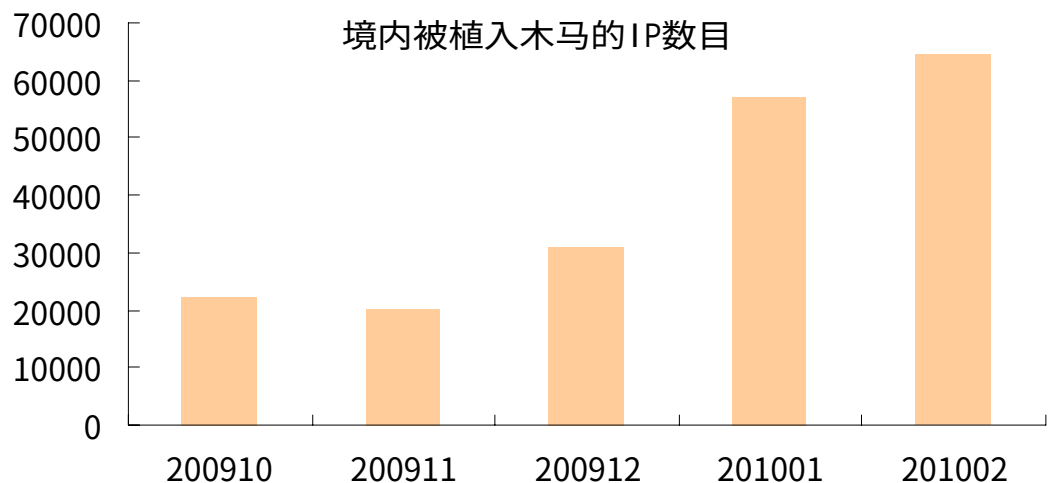


资料来源：公司资料、平安证券研究所

■ 信息安全事故不断提升安全防护意识

近几年，各类垃圾邮件，电脑病毒等事故越来越多，造成的破坏性也越来越大。如，2007 年中国网民收到的垃圾邮件总量为 694 亿封，创历史新高；木马数量比 2006 年增长 22 倍，“灰鸽子”、“AV 终结者”、“盗号者”等木马和病毒在国内大规模爆发；加上各类恶意软件层出不穷，给各类经济经营信息、国家保密信息及个人隐私信息带来威胁，严重影响了个人、企业、政府的正常生活及运营。

图表12 境内被植入木马病毒的IP地址数目较大 单位：个



资料来源：公司资料、平安证券研究所

■ 政府重视和政策扶持产生巨大的推动作用

早在 2007 年，国家公安部、保密局、密码管理局、国务院信息化工作办联合下发《信息安全等级保护管理办法》，并建立信息安全等级保护制度，要求对基础网络和重要信息系统进行有针对性的定级保护，为各类信息安全产品提供广泛的应用空间。

2.4 行业进入壁垒较高，先入企业发展潜力大

信息安全的需求特性决定其进入壁垒较高，技术、资质和品牌等为先入企业构筑较强的堡垒。

■ 技术壁垒

信息安全的核心技术在于“攻防”，即攻击技术和防御技术。攻击技术包括漏洞挖掘、漏洞渗透、木马技术、SQL 注入技术等，防御技术如漏洞检测和加固、木马扫描和杀除、蠕虫发现和清除、SQL 注入攻击阻断等。因此，从事信息安全不仅需要经过长期的积淀和持续跟踪才能够满足客户需要及应对各种变化的安全攻击，此外还需要持续的投入。

■ 资质壁垒

通常国家安全主管部门和行业主管部门，通过各类产品资质认证和服务资质认证来规范市场。如信息安全服务资质和计算机信息系统安全专用产品销售许可证，并需要经严格的测评认证。

■ 品牌壁垒

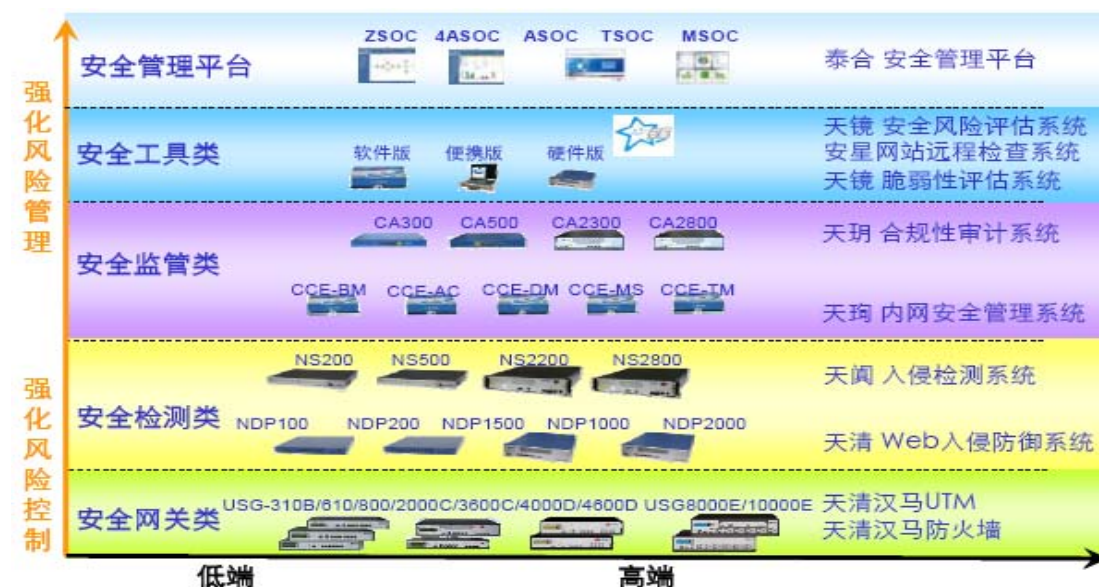
由于事关经济政治利益，因此客户对信息安全企业或产品的要求较高，通常信赖具成功案例或有较高知名度的企业，普遍具有较高的品牌忠诚度。

三、具自主知识产权的网络信息安全领航者

3.1 业务涵盖信息安全产品及服务

一直专注于信息安全领域，已经形成安全产品和安全服务两条业务主线，可较为完备地覆盖客户的网络安全需求。

图表13 公司产品系列构成

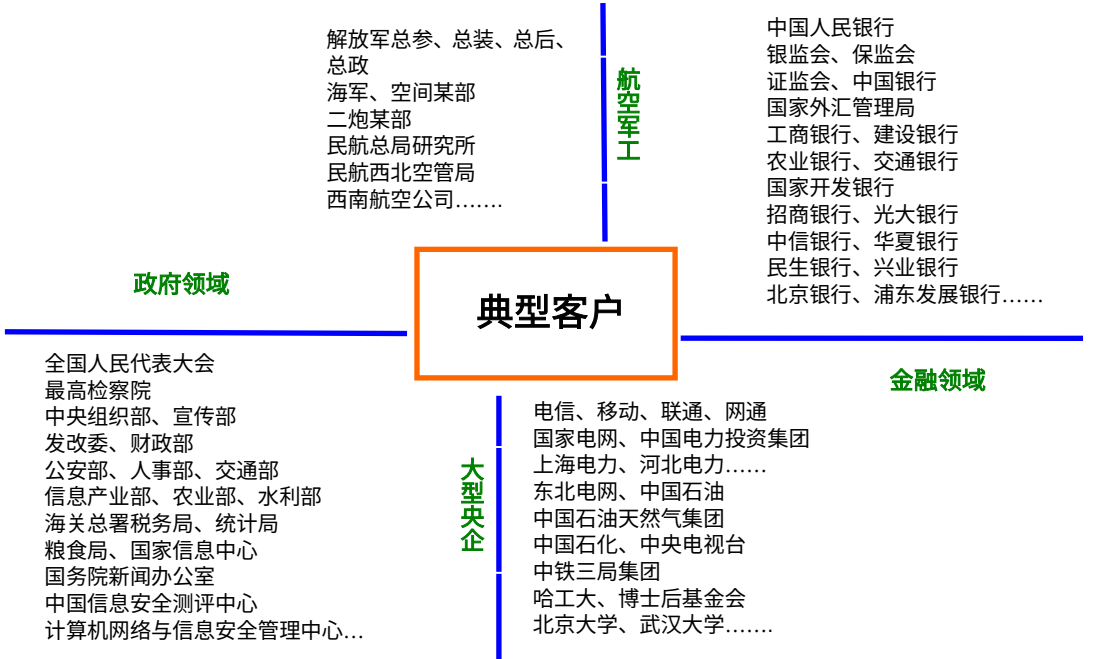


资料来源：公司资料、平安证券研究所

公司安全产品覆盖从威胁识别、检测、控制到审计、违规监管和风险全面管理的各个层面，通过采用多项专利和创新技术，为用户提供全方位的信息安全保障。

此外，能够获得众多高端客户信赖，也进一步说明公司信息安全产品的技术水平处于行业领先水平。我们认为，公司技术实力不需质疑，并且有持续跟进最新技术的基础。

图表16 公司拥有国内高端客户群体



资料来源：公司资料、平安证券研究所

四、募投项目与盈利预测

4.1 募投项目分析

募资主要投资于 UTM 产品、基于 WEB 应用的业务安全系列产品、安全管理系统产品、内网终端安全产品、网络安全服务与运营平台和安全研究和开发中心建设等项目，基本围绕现有强势产品或未来发展潜力较大的领域进行，是公司主营业务产品的技术改造和升级。项目完成后，将进一步巩固公司在业内地位，跟据公司测算，达产后公司产能将大幅提升。

图表17 公司募投项目完成后产能将大幅提升

单位：百万元

项目名称	投资金额	内部收益率	达产后新增销售额
1 全系列 UTM 产品	66.46	29%	902.38
2 基于 WEB 应用的业务安全系列产品	48.06	26%	396.36
3 安全管理系统产品	45.87	28%	896.21
4 内网终端安全产品	28.08	26%	277.66
5 网络安全服务和运营平台	47.33	25%	669.11
6 安全研究和开发中心建设	34.20	-	-
合 计	270.00		3,141.72

资料来源：公司资料、平安证券研究所

4.2 盈利预测

我们认为，公司在 UTM、IDS/IPS、内网终端安全产品等方面具有较强竞争优势，并且这些产品的市场容量较大，预计未来几年仍将是公司收入的主要来源。此外，公司已中标中国移动千兆级 UTM 产品，预计未来公司该类产品销售有望快速增长。

未来几年，由于央企将陆续进入对 IT 设备的更新换代期，以及十二五规划中 IT 方面的投资有望超过 1200 亿元，作为信息安全领域的龙头企业之一，公司有望充分分享 IT 投资增加的盛宴。

图表18 公司营业收入及成本预测

单位：百万元

营业收入	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	234.46	268.90	298.28	367.87	480.84	626.34
安全产品	160.62	180.58	169.78	216.46	296.89	405.31
安全监管	24.38	34.39	22.36	23.48	25.83	28.93
安全检测	86.56	88.45	54.91	64.80	80.35	101.24
安全网关	22.47	29.84	72.69	105.40	163.37	241.79
平台工具	27.21	27.89	19.81	22.78	27.33	33.35
安全服务	39.97	49.55	92.26	106.10	127.32	150.24
硬件及其他	33.88	38.77	36.25	45.31	56.63	70.79
其他业务收入	1.40	4.58	5.82	6.00	8.00	10.00
营业收入合计	235.86	273.48	304.10	373.87	488.84	636.34
YOY		16.0%	11.2%	22.9%	30.8%	30.2%
营业成本						
主营业务成本	95.41	106.30	121.33	152.28	200.80	263.17
安全产品	47.08	55.72	53.11	69.98	100.46	141.04
安全监管	9.32	13.69	6.81	7.51	8.78	10.13
安全检测	27.28	28.47	15.06	18.14	23.30	29.36
安全网关	7.28	10.10	26.16	37.94	60.45	91.88
平台工具	3.19	3.46	5.08	6.38	7.93	9.67
安全服务	18.20	16.14	33.83	39.26	47.11	55.59
硬件及其他	30.13	34.45	34.39	43.04	53.24	66.54
其他业务成本	-8.08	-11.47	-11.03	2.40	3.20	4.00
营业成本合计	87.33	94.83	110.31	154.68	204.00	267.17
YOY		8.6%	16.3%	40.2%	31.9%	31.0%

资料来源：公司资料、平安证券研究所

4.3 估值分析与询价建议

公司主营业务为信息安全产品及服务，与上市公司卫士通同处信息安全领域，但卫士通主要从事密码产品及身份认证。因此，我们主要选取卫士通及软件类企业的估值做参照对启明星辰进行估值。

以 5 月 31 日的收盘价为基准，卫士通 2010-2011 年的动态 PE 分别为 48 倍和 41 倍，主要软件类企业平均 PE 估值为 39 倍和 30 倍。其中，在 35-40 倍估值区间的企业相对较多，因此，给予启明星辰 2010 年 35-40 倍估值可能有一定的参考价值。

根据我们的预测模型，公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.62、0.85 和 1.11 元，对应询价区间为 21.7-24.8 元。从近一个月来中小板、创业板首日上市均价的平均收益率在 12%左右，因此，在市场没有根本改变情况下，预计公司首日上市均价区间在 26-30 元左右。

图表19 主要软件类上市公司估值比较 单位：元/股、倍

	简称	最新价格	每股收益		市盈率	
			2010E	2011E	2010E	2011E
300002	神州泰岳	64.66	1.29	1.76	50.3	36.7
002153	石基信息	35.63	1.02	1.31	35.0	27.2
002253	川大智胜	32.78	0.86	1.28	38.0	25.7
300036	超图软件	38.08	0.60	0.83	63.6	45.9
002063	远光软件	28.10	0.78	1.00	35.9	28.1
600570	恒生电子	16.25	0.44	0.56	37.2	29.3
002261	拓维信息	26.66	0.76	1.00	35.1	26.6
002280	新世纪	19.35	0.92	1.11	42.0	34.7
300047	天源迪科	25.75	0.72	0.95	35.9	27.1
600588	用友软件	21.27	0.59	0.78	36.0	27.2
002065	东华软件	24.50	0.81	1.06	30.4	23.1
002232	启明信息	14.44	0.49	0.69	29.6	20.9
600845	宝信软件	26.67	1.00	1.20	26.8	22.2
002268	卫士通	18.18	0.38	0.45	48.4	40.5
平均水平					38.9	29.7

资料来源：公司资料、平安证券研究所

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	324.67	327.45	888.24	951.35
现金	152.60	134.81	641.54	627.79
应收账款	134.75	143.44	187.09	242.32
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	6.92	21.68	16.17	25.44
存货	19.17	19.38	31.24	39.43
其他流动资产	7.10	11.22	8.14	12.20
非流动资产	189.24	213.80	350.51	451.30
长期投资	3.18	5.58	5.58	5.58
固定资产	147.05	154.81	255.16	354.99
无形资产	24.47	41.97	41.13	40.29
其他非流动资产	14.53	11.44	48.64	50.44
资产总计	513.91	541.25	1238.75	1402.65
流动负债	218.25	200.65	266.31	345.85
短期借款	80.00	40.00	46.40	51.00
应付账款	39.44	46.30	64.97	85.39
其他流动负债	98.81	114.35	154.94	209.46
非流动负债	13.33	3.69	3.69	3.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	13.33	3.69	3.69	3.69
负债合计	231.57	204.34	270.00	349.54
少数股东 权益	-0.40	0.64	1.29	2.18
股本	73.76	73.76	98.76	98.76
资本公积	69.64	71.29	616.29	616.29
留存收益	139.34	191.22	252.41	335.88
归属母公司股东权益	282.74	336.27	967.46	1050.93
负债和股东权益	513.91	541.25	1238.75	1402.65

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	46.76	68.32	86.10	107.93
净利润	47.14	52.91	61.85	84.36
折旧摊销	13.13	22.09	13.29	19.20
财务费用	4.93	2.75	-2.78	-5.12
投资损失	0.21	-0.60	0.00	0.00
营运资金变动	110.07	20.38	495.13	23.30
其他经营现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-33.43	-41.95	-150.84	-120.84
资本支出	33.45	38.95	150.00	120.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	42.04	-43.12	532.78	-41.28
短期借款	80.00	40.00	46.40	51.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	43.22	0.00	25.00	0.00
资本公积增加	65.05	1.65	545.00	0.00
其他筹资现金流	-146.23	-84.77	-83.62	-92.29
现金净增加额	55.37	-16.75	468.04	-54.19

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	273.48	304.10	373.87	488.84
营业成本	94.83	110.31	154.68	204.00
营业税金及附加	5.48	10.49	8.87	12.75
营业费用	92.94	102.16	125.71	164.91
管理费用	49.02	53.54	60.79	73.33
财务费用	4.93	2.75	-2.78	-5.12
资产减值损失	1.39	2.77	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.21	-0.60	0.00	0.00
营业利润	25.09	21.48	24.60	36.97
营业外收入	29.22	37.78	44.86	58.66
营业外支出	2.09	2.18	2.24	2.93
利润总额	52.22	57.08	67.22	92.70
所得税	5.08	4.16	5.38	8.34
净利润	47.14	52.91	61.85	84.36
少数股东损益	-0.20	1.04	0.65	0.89
归属母公司净利润	47.35	51.87	61.20	83.47
EBITDA	37.37	32.28	35.11	51.05
EPS (元)	0.48	0.53	0.62	0.85

主要财务指标

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
成长能力				
营业收入 (%)	15.9	11.2	22.9	30.8
营业利润 (%)	-12.4	-14.4	14.6	50.3
归属母公司股东权益 (%)	89.9	18.9	187.7	8.6
获利能力				
毛利率 (%)	65.3	63.7	58.6	58.3
净利率 (%)	17.2	17.4	16.5	17.3
ROE(%)	16.7	15.7	6.4	8.0
ROIC(%)	13.1	9.5	5.5	6.2
偿债能力				
资产负债率 (%)	45.1	37.8	21.8	24.9
净负债比率 (%)	-25.7	-28.1	-61.4	-54.8
流动比率	1.5	1.6	3.3	2.8
速动比率	1.4	1.5	3.2	2.6
营运能力				
总资产周转率	14.7%	14.4%	10.5%	9.3%
应收账款周转率	52.8%	54.7%	56.6%	56.9%
应付账款周转率	54.2%	64.3%	69.5%	67.8%
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.53	0.62	0.85
每股经营现金流	0.63	0.93	0.87	1.09
每股净资产	3.83	4.56	9.80	10.64
估值比率				
P/E	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257