

向国际一流的专业打印机厂商迈进

报告要点

■ 迅速成长的专业打印机厂商

新北洋主要产品为面向行业客户的专业打印机,是国内唯一掌握热打印核心技术的企业。其产品在零售、医疗、交通、金融、电信等众多行业得到广泛应用。其中,在铁路火车票打印领域市场占有率超过 60%,在邮政条码标签打印领域市场占有率超过 90%。业绩的迅速增长和市场份额的提升表明公司已经迅速成长为与国际企业同场竞技的专业打印机厂商。

■ 专业打印机—受益信息化水平的提升

专业打印机与 PC 或特定通讯网络联接的特点表明其与信息化水平密切相关,而未来零售业的扩张、医改对信息化的推进、铁路的高速扩张对信息化设备需求的提升使我们有理由对专业打印机市场前景充满期待。

■ 新北洋—迎来高速增长期

我们判断新北洋将迎来高速增长期,其主要理由基于三点:第一,在热打印逐步成为专业打印领域核心技术的背景下,新北洋的业务定位决定了其市场前景广阔。第二,与国际厂商相比,公司快速响应客户个性化定制需求优势、服务优势以及成本优势决定了其进口替代趋势十分明朗。第三,在高铁加速发展的背景下,新北洋垄断了高铁窗口客票打印机市场,该市场预计能为公司带来 6 亿元以上的收入,从而成为公司未来业绩加速增长的引擎。

■ 给予“推荐”评级

我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.85 元、1.21 元,虽然公司估值较高,但业绩高增长将逐步消除高估值风险,给予公司“推荐”评级。

主要财务指标

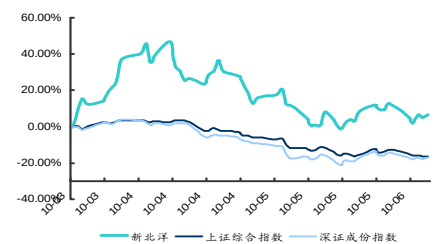
	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	315	449	606	812
增长率(%)	13.45%	43%	35%	34%
归属母公司所有者净利润(百万元)	85.6	127.8	180.8	244.9
增长率(%)	41.79%	49%	41%	35%
每股收益(元)	0.571	0.852	1.205	1.633
净资产收益率(%)	32.4%	10.4%	13.1%	15.4%
每股经营现金流(元)	0.70	0.80	1.17	1.63

当前股价: 38.38
 信息技术行业评级 看好

公司基本数据 2010.6.23

总股本(万股)	15000
流通 A 股/B 股(万股)	3800/0
资产负债率	49.31%
每股净资产(元)	1.79
市盈率(当前)	67.49
市净率(当前)	21.54
12 个月内最高/最低价	54.99/34.35

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

分析师:
 马先文
 (8627)65799506
 maxw@cjsc.com.cn
 执业证书编号: S0490209080256
 联系人:
 杨靖风
 (8621) 68751636
 yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

迅速成长的专业打印机厂商	4
专业打印—受益信息化水平的提升	6
新北洋—迎来高速增长期	8
业务定位决定市场前景	8
出口形势向好	10
高铁专业打印成为国内最大亮点	10
竞争力持续增强，进口替代趋势明朗	12
盈利预测与估值	13

图表目录

图 1: 新北洋近几年收入 6

图 2: 新北洋近几年净利润 6

图 3: 各大行业信息化投入同比增速 7

图 4: 全球专业打印机销量 8

图 5: 中国专业打印机销量 8

图 6: 新北洋业绩驱动因素 8

图 7: 新北洋历年毛利率 9

图 8: 公司近三年出口收入 10

图 9: 中国高铁规划路线图 10

图 10: 中国高铁里程 11

图 11: 新北洋竞争优势 12

图 12: 新北洋历年研发投入 13

表 1: 公司产品应用领域 4

表 2: 办公打印机与专业打印机比较 4

表 3: 新北洋各大产品市场份额 5

表 4: 各大行业信息化建设推进专业打印机需求 6

表 5: 成熟和新兴行业对专业打印机需求分析 7

表 6: 热打印与其他打印技术比较 9

表 7: 新北洋盈利预测假设 14

公司财务报表及指标预测 15

迅速成长的专业打印机厂商

新北洋业务主要定位于具有高附加值和高成长性的专业打印机领域，是国内专用打印机领域唯一全面掌握核心技术的企业。其产品包括收据/日志打印机、条码/标签打印机和嵌入式打印机三大门类。公司产品已广泛应用于商业零售、餐饮、娱乐、医疗、金融、电信、制造、交通等众多行业。从表 1 中可看出，公司下游客户分布十分广泛，而这也规避了其收入依赖单一产业的风险。

表 1: 公司产品应用领域

应用领域	具体应用
零售业	超市、商场、便利店购物收据打印、日志、优惠券打印。商品标签打印、超市电子秤标签打印、超市存包小票打印
餐饮、娱乐业	后厨点菜单打印、前台结算收据打印、娱乐及服务点播单打印
医疗	药店收据打印、医院挂号单、取药单打印、住院日消费单打印、药品标签打印
金融、电信	信息查询打印、排队叫号机排队号码打印、纸质充值卡打印、ATM 收据打印、自助发票打印、日志存根打印
彩票	福利彩票、体育彩票打印
政府	固定资产管理标签打印
邮政、物流	包装箱标签打印
制造业	产品标签打印
交通	火车票、汽车票、船票、登机牌打印
旅游业	信息查询打印，如地图、出租车、宾馆信息打印
其他	停车场计费单打印、医疗器械输出信息打印、自助缴费机票据打印、电影票、旅游门票、加油站收据打印

资料来源：长江证券研究部

与我们通常所说的日常办公打印机不同的是，专业打印机主要面向行业客户，且产品需根据客户个性化需求进行定制。从市场竞争角度来看，办公打印机竞争更为激烈，而这也导致了其毛利率较专业打印机更低。更为重要的是，由于针式打印、喷墨打印和激光打印技术均被国外厂商垄断，国内厂商只能依靠组装的方式实现销售，赚取微薄利润，且在利润较高的行业领域存在原材料受制于人的缺陷。而对于新北洋而言，由于公司掌握了热打印核心技术，在专业打印领域具备了与国外厂商同场竞技的实力，在邮政、铁路等众多领域占有一席之地。

表 2: 办公打印机与专业打印机比较

指标	办公打印机	专业打印机
客户	个人、企业	行业客户居多
市场竞争度	激烈	相对不激烈
产品成熟度	标准化	定制化
技术实现手段	激光和喷墨技术较多	热打印技术为主
厂商品牌	HP、canon 等	APSON、ZEBRA、新北洋等
市场空间	以替换为主	新增市场仍然较多
毛利率	低	较高

资料来源：长江证券研究部

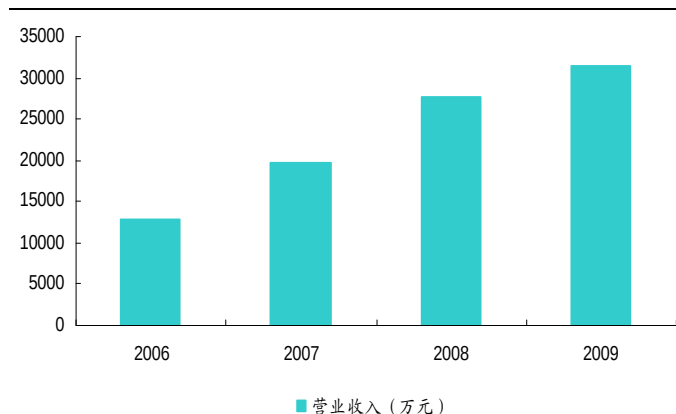
事实上，新北洋目前在收据/日志打印、条码/标签打印、嵌入式打印领域均处国产品牌第一名，与 EPSON、STAR、ZEBRA 等国际知名厂商市场差距也在逐步缩小，目前新北洋在铁路火车票打印领域市场占有率超过 60%，在邮政条码标签打印领域市场占有率超过 90%，这进一步反映了公司在专业打印领域实力非同一般。

表 3：新北洋各大产品市场份额

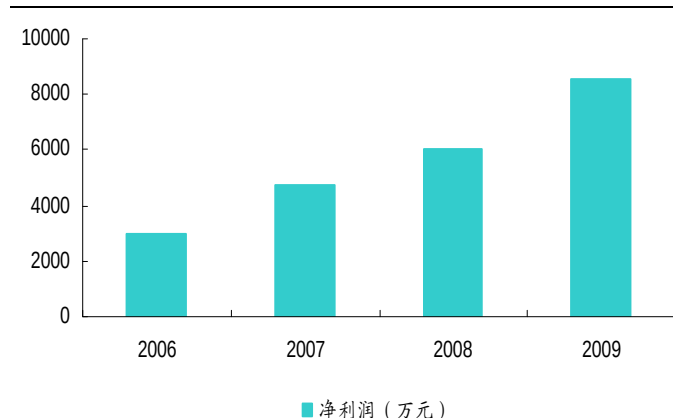
产品名称	厂商名称	市场份额
收据/日志打印机	EPSON	32.10%
	STAR	15.30%
	新北洋	8.50%
	佳博	7.10%
	研科	6.80%
	博施	5.90%
	思普瑞特	4.90%
	莹浦通	4.10%
	中崎	3.80%
	ZEBRA	20.40%
条码/标签打印机	SATO	17.10%
	ARGOX	15.80%
	新北洋	11.20%
	TEC	7.90%
	GODEX	6.60%
	TSC	5.30%
	博思得	4.60%
	铁科研	2.00%
嵌入式打印机	EPSON	36.60%
	SEIKO	23.50%
	STAR	12.60%
	新北洋	6.50%
	BIXOLON	6.10%
	FUJITSU	4.80%
	CITIZEN	4.10%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

在新北洋市场份额逐步提升的背景下，其业绩表现也非同凡响，公司近三年收入和净利润均保持了高速增长势头，这与国际知名厂商 EPSON、ZEBRA 形成了鲜明对比。我们认为，公司业绩持续增长至少可说明两点：一是产品需求仍较旺盛。二是公司产品竞争力逐步增强，进口替代趋势较为明朗。

图 1：新北洋近几年收入


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：新北洋近几年净利润


资料来源：公司公告，长江证券研究部

专业打印—受益信息化水平的提升

与传统的日常办公打印一样，专业打印同样是输出文字和图形信息，不同之处在于专业打印输出的是与特定行业相关的信息，而并非日常办公打印输出的通用文字信息。由于专业打印机通常与 PC 或特定软件及通讯网络相连，因此专业打印机的需求与下游行业信息化的推进密切相关。

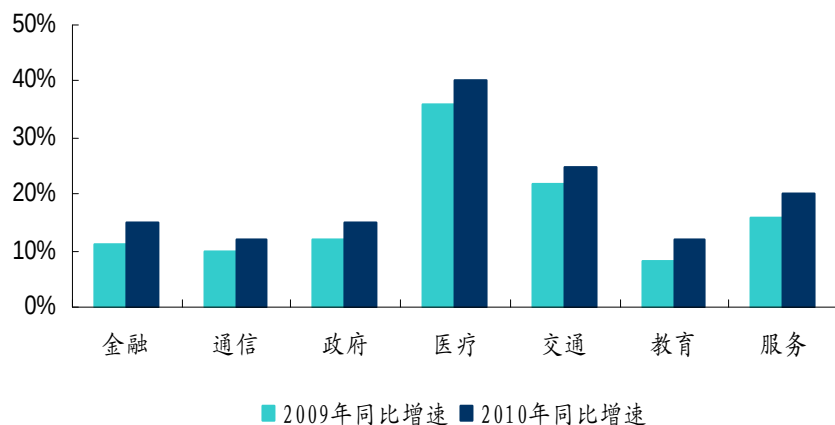
从各大行业信息化推进速度来看，零售、餐饮、医疗、政府、交通等众多领域在金融危机之后加快了信息化建设步伐，如医改对信息化的推进、政府对固定资产的信息化管理、制造业的物品追溯等，这些无疑将会加快专业打印机的需求。

表 4：各大行业信息化建设推进专业打印机需求

应用领域	具体应用
零售业	库存管理、收据管理、消费者行为分析应用推动了打印机的普及。
餐饮、娱乐业	前台结算、后台点菜信息化促进打印机普及，
医疗	从挂号、取药、住院信息化流程建设推进专业打印机逐步普及
金融、电信	金融、电信为方便客户办理业务，提升工作效率，采用信息化的手段普及自助设备，从而对打印机需求上升。
彩票	通过联网方式方便客户兑换中奖，普及打印设备
政府	对固定资产管理采用信息化手段，从而对标签打印有庞大需求。
邮政、物流	对物品在转送过程中的信息化管理对标签打印有庞大需求
制造业	产品从库存、出厂、消费过程中的信息化管理产生标签打印需求。
交通	方便乘客上车和车票管理对客票打印有较大需求。
旅游业	方便游客进行的各种信息输出打印
其他	各行业对信息管理的需求会产生对专业打印的需求。

资料来源：长江证券研究部

图 3: 各大行业信息化投入同比增速



资料来源: IDC, 长江证券研究部

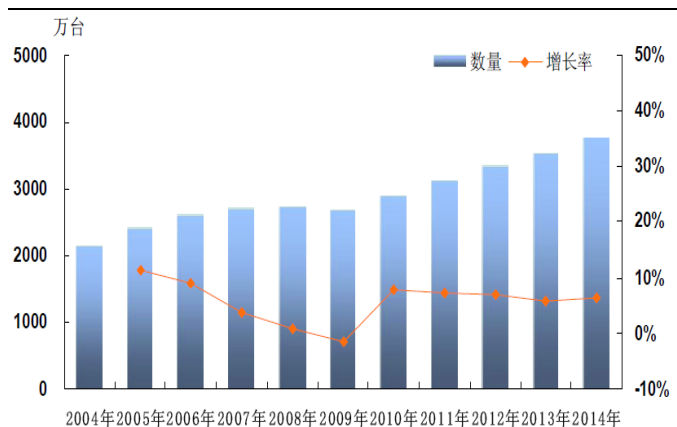
信息化的加速从宏观角度佐证了专业打印机市场的良好前景,而各大行业的事件驱动(如物品溯源、超市数量在二三线城市的快速增长、金融、通信行业加大对自助设备的采购)则从微观角度说明专业打印机市场需求仍然十分旺盛。我们认为,专业打印机的需求与信息化也即与信息量的输出密切相关,从长远来,信息量在未来将是爆炸式的增长,而行业的应用也将从传统行业(如零售、制造业、物流、交通)向新兴行业(如金融、通信、医疗、餐饮等)逐步延伸。

表 5: 成熟和新兴行业对专业打印机需求分析

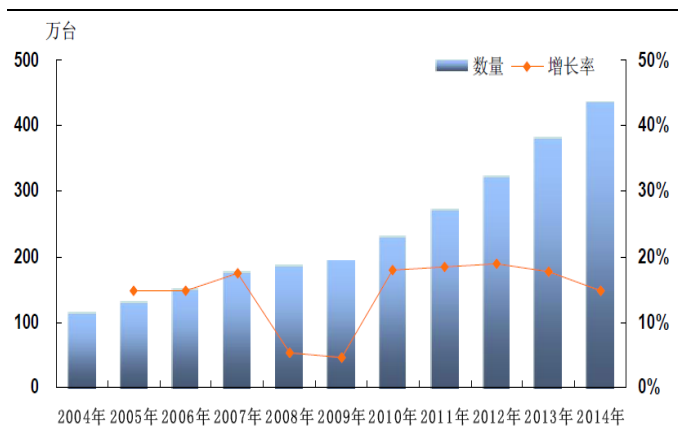
	商业零售	增长因素
成熟行业	POS 机的进一步普及,超市、便利店、百货商场、3C 卖场、电子卖场数量的增长	
	交通运输	新建铁路、公路的快速增长以及城际铁路、地铁条码磁读写车票的使用对打印机的需求呈现高速增长
	工业/制造业	物品的动态跟踪、溯源加大对打印需求
	现代物流	金融终端自助设备、金税工程的推进加大对嵌入式打印机的需求
新兴行业	金融	金融终端自助设备、金税工程的推进加大对嵌入式打印机的需求
	餐饮	餐饮连锁店的增长、餐饮管理系统在各大酒店的推广会加大收据/日志打印机的需求。
	医疗	医疗行业信息化建设加速推进、医疗设备的更新换代对条码、嵌入式打印机需求大幅增长。
	通信	自助设备的高速增长加大对嵌入式打印机需求。

资料来源: 长江证券研究部

在各大行业信息化加速推进和新兴行业应用逐步普及的背景下,中国专业打印机市场即将迎来快速增长期。虽然金融危机使专业打印机市场09年增速降为4.7%,但随着经济形势好转,市场将迎来新一轮快速增长期。预计2009-2014 年年均复合增长率将达到14.4%,2014 年销量将达到437.6 万台,销售额将达到32.6 亿元。与欧美等国家相比,中国专业打印机市场增速更快,其主要原因在于中国需求主要来自新增市场,而欧美则主要来自保有量的更换。

图 4：全球专业打印机销量


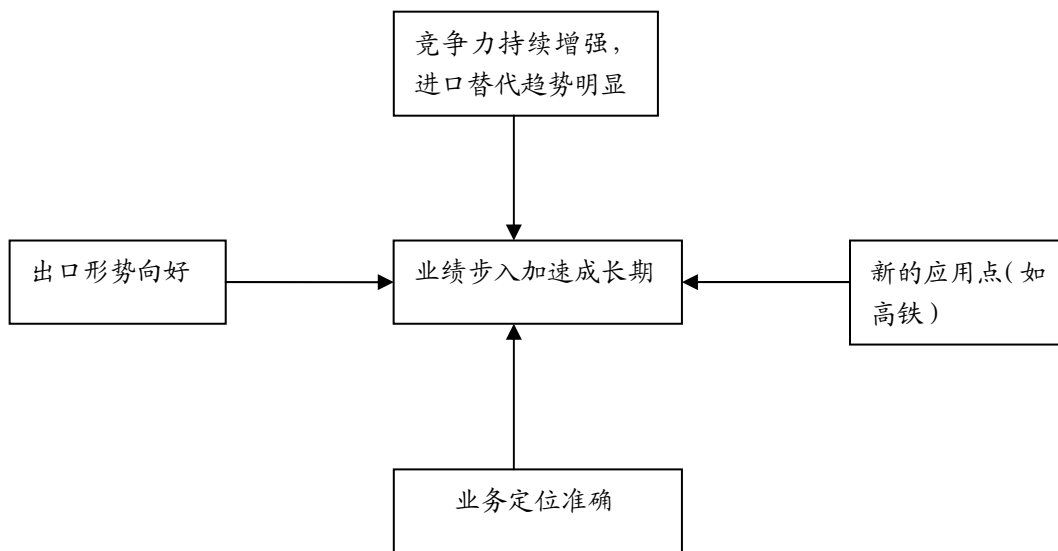
资料来源：CCIA，长江证券研究部

图 5：中国专业打印机销量


资料来源：CCIA，长江证券研究部

新北洋—迎来高速增长期

在专业打印机市场前景向好的背景下，作为国内唯一掌握热打印核心技术的厂商，我们认为其业绩面临加速发展的机遇。而其业绩增长的因素可从四方面加以分析：一是公司的业务定位非常准确，二是公司竞争力持续增强，产品替代进口趋势明显。三是出口形势逐步好转，四是国内出现了新的应用点。

图 6：新北洋业绩驱动因素


资料来源：长江证券研究部

业务定位决定市场前景

新北洋的业务定位在一定程度上决定了其市场前景和近几年业绩的快速增长，而其业务定位不得不从其技术渊源谈起。从打印技术分类而言，可分为针式打印、喷墨打印、激光打印和热打印。由于热打印具备打印速度快、噪声低、打印头寿命高、易维护、使用成本低、适应

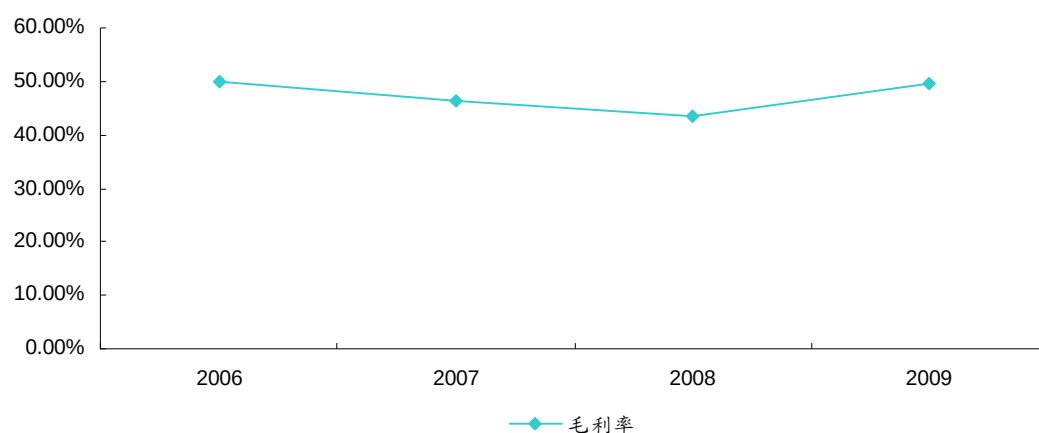
大负荷应用的特点正好迎合了众多专业打印领域的需求（如条码打印要求低成本、高速、高质量、实时批量打印、易操作、高可靠性等，收据/日志打印要求高速化、高性能、高可靠性、能适应不同的环境等），而基于喷墨、激光和针式的普通办公打印机则无法做到这一点。对于新北洋而言，由于公司恰恰掌握了热打印核心技术（主要是控股公司山东华菱掌握了打印头的核心技术），在专业打印领域可完全自主研发、生产。与国内众多通过组装方式生产打印机的企业相比，一方面规避了核心技术受制于人的缺陷，同时也决定了公司产品具备较高的毛利率，并维持稳定。事实上，基于热打印技术的专业打印与基于喷墨、激光打印技术的日常办公打印相比，其毛利率明显高出一截，我们认为其内在原因在于：办公打印为通用性产品，市场规模数十倍于专业打印市场，各大厂商均以低价策略抢占市场份额，同时，由于惠普、佳能等厂商对办公打印机的耗材采取排他性的垄断策略（主要是其他耗材无法与原装打印机兼容），虽然产品毛利率低，但通过耗材仍然能赚取高额利润。而专业打印的定制化特点决定产品附加值更高，专业打印机耗材为通用性产品，厂商无法通过耗材赚取高额利润，其产品毛利率较高也就在情理之中了。

表 6：热打印与其他打印技术比较

打印方式	优点	缺点
激光打印	高速、低噪音、打印质量高；	体积大、使用及维护成本高、不能拷
喷墨打印	低噪音、打印质量较高、适应多种幅宽打印；	体积较大、综合成本高、高速打印时打印质量下降、不能拷贝打印。
针式打印	结构简单、使用耗材成本低、可拷贝打印；	噪声大、打印速度低、打印质量粗糙
热打印	结构简单、打印速度快、噪声低、打印头寿命高、易维护、使用成本低、适应大负荷应用。	普通热敏纸打印内容不能长时间保存、不能拷贝打印。

资料来源：长江证券研究部

图 7：新北洋历年毛利率



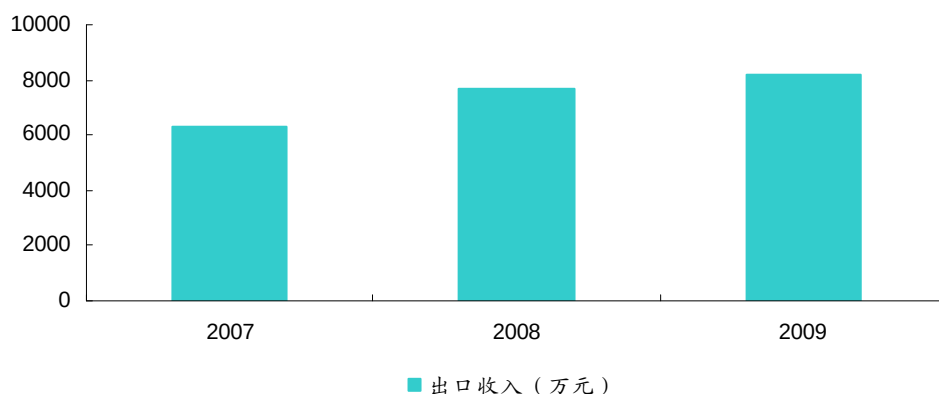
资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为，正是基于热打印在专业打印领域的广泛运用，公司产品才具备了广阔的市场前景。事实上，除在多层拷贝打印领域外，专用打印市场基本由热打印技术所占领。据CCIA 报告统计预测：2008 年，在全球专用打印机市场中热打印机的销量占比为67%，2014 年，占比将上升到81%。因此，技术替代也为公司产品打开了市场空间。

出口形势向好

公司营业收入中的27%来自出口，出口收入已成为公司重要组成部分，由于全球专业打印市场仍处于增长期，这为公司出口奠定了良好基础。虽然经过09年金融危机，公司出口增速有所放缓，但随着经济的逐步复苏，出口有望重回快速增长势头。公司出口已销往欧洲、北美、亚太的多个国家和地区，虽然目前国外市场被EPSON、ZEBRA等国际厂商垄断，但与国外厂商相比，低成本、产品性价比高则是其主要竞争优势，国外的市场占有率有望逐年提升。

图 8：公司近三年出口收入



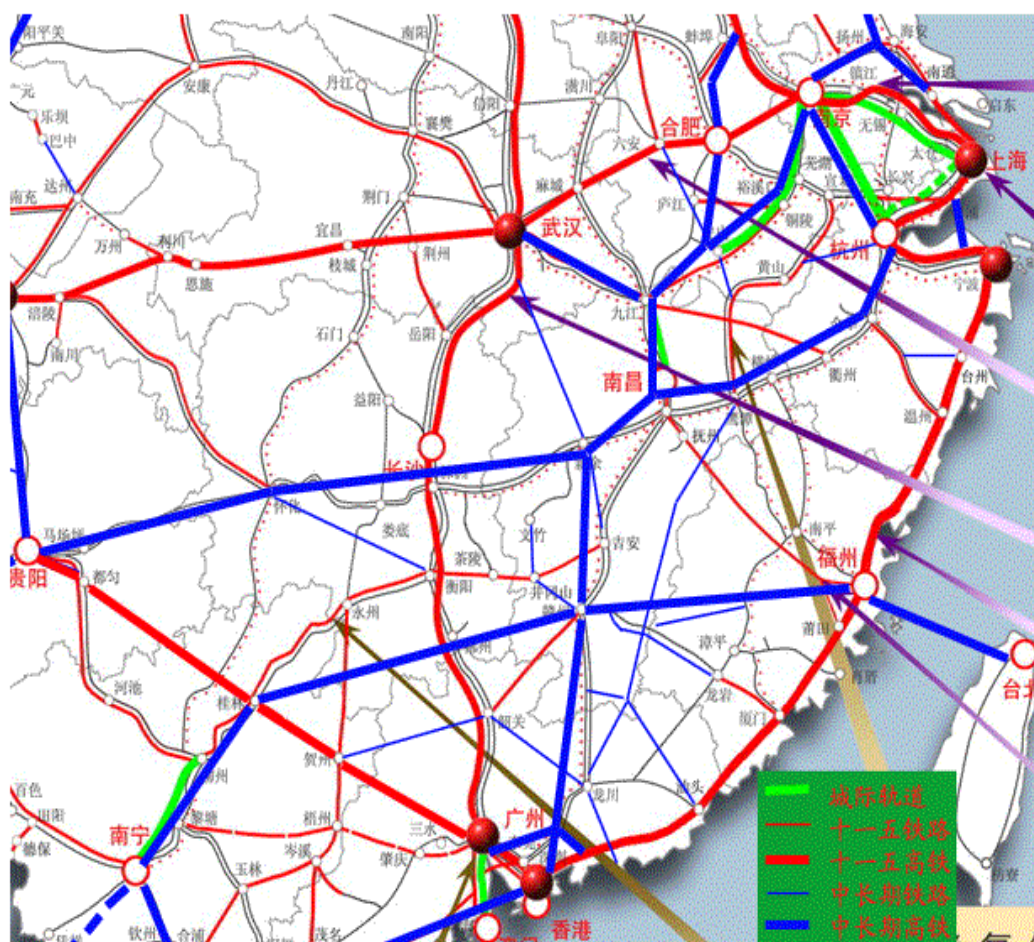
资料来源：公司公告，长江证券研究部

高铁专业打印成为国内最大亮点

目前市场最为关注的是公司未来几年在高铁领域新增的专业打印市场，我们认为，高铁专业打印机市场将成为公司未来最大的看点，其主要原因基于两点：第一，中国高铁未来几年将步入加速投入期。第二，公司目前垄断了高铁窗口客票打印机市场、自助售票机（AFC）打印模块，并且开始涉足AFC整机和验票的闸机机芯市场，前景十分广阔。

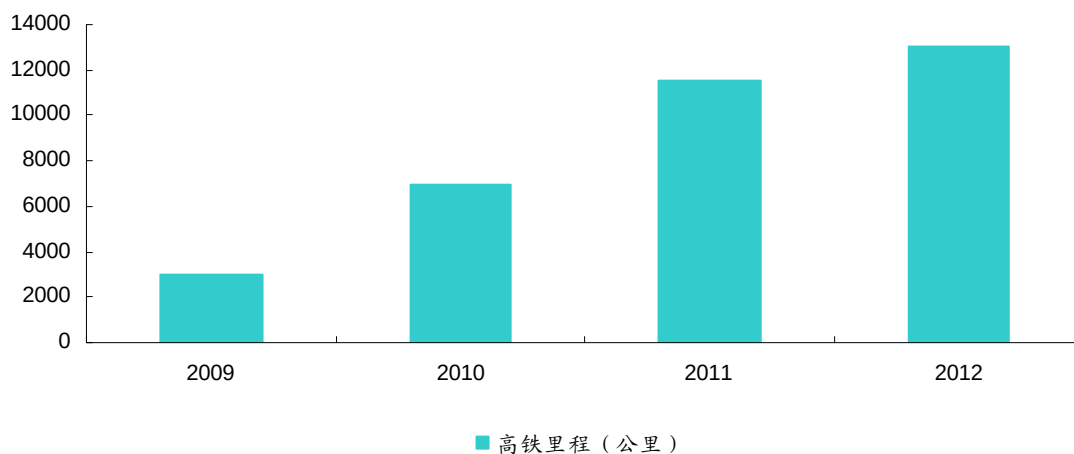
首先，从中国高铁建设规划来看，既武广高铁、郑西高铁、京津城际列车开通后，中国高铁的建设步伐已陡然加快。事实上，至2012年，中国将建成“四纵四横”的高铁客运专线。届时，中国高铁总里程将达到1.3万公里，高铁将覆盖我国经济最发达、人口最密集的地区，这将给广大旅客的出行带来极大的便利。（“四纵”客运专线为：北京—上海客运专线，贯通京津至长江三角洲东部沿海经济发达地区；北京—武汉—广州—深圳客运专线，连接华北和华南地区；北京—沈阳—哈尔滨(大连)客运专线，连接东北和关内地区；杭州—宁波—福州—深圳客运专线，连接长江、珠江三角洲和东南沿海地区。“四横”客运专线为：徐州—郑州—兰州客运专线，连接西北和华东地区；杭州—南昌—长沙客运专线，连接华中和华东地区；青岛—石家庄—太原客运专线，连接华北和华东地区；南京—武汉—重庆—成都客运专线，连接西南和华东地区）。

图 9：中国高铁规划路线图



资料来源：中国铁路网，长江证券研究部

图 10：中国高铁里程



资料来源：中国铁路网，长江证券研究部

在高铁加速发展的背景下，新北洋在该领域将迎来绝佳发展机遇，由于新北洋垄断了高铁领域窗口客票打印机和 AFC 售票设备打印模块，高铁的加速发展无疑将加大窗口客票打印机和 AFC 的需求，而这将成为公司未来几年利润的重要增长点。事实上，公司 09 年来自于高铁的收入（主要以窗口客票打印机为主）为 4500 万左右，而这仅仅是武广高铁和京津城际

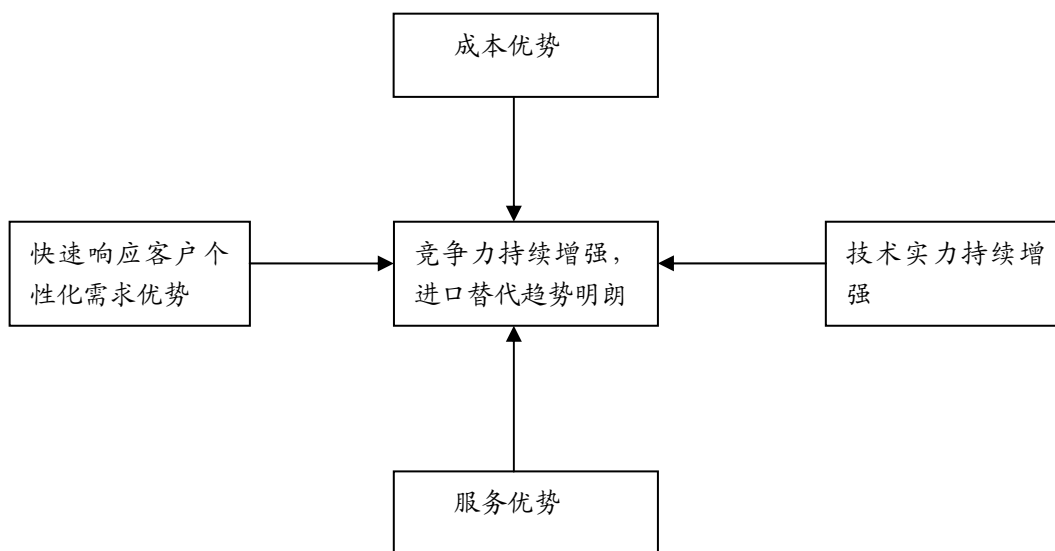
的收入，如果按照 1.3 万公里计算，市场规模约为 5 亿元。此外，由于未来高铁客票将会逐步以磁编码介质票为主，而目前国内代理售票点的老式打印机并无磁编码打印功能，因此，从长远来看，代理售票点打印机的更换将进一步打开高铁专业打印机的市场空间，总体规模预计约为 6 亿元。同时，由于磁编码介质票有自动验票功能，从便利性而言，磁编码介质票无疑加快了乘客的通行速度，故当前传统客票向磁编码客票过渡的可能性仍将存在，从而会对传统的客票打印机带来庞大的更换需求，若该市场被打开，新北洋所面临的市场将远远不仅仅局限于高铁。

需要说明的是，新北洋为何能成为高铁领域客票打印机的垄断厂商，其原因主要基于两点：第一，与国外厂商同类产品相比，公司产品具有明显的成本优势，同时国家也鼓励自主知识产权产品在铁路领域的推广。第二，由于高铁打印机对打印速度、客票防伪等方面有特殊要求，因此高铁打印机需要定制，专用性较强，而国外厂商并无兴趣对其进行定制研发，因而其产品无法满足中国高铁对客票的特殊打印要求。尤其在新北洋产品进入武广高铁、京津城际路线后，其打印机的各项指标已经成为了事实上的行业标准，其他厂商已无机会再与之竞争。

竞争力持续增强，进口替代趋势明朗

迄今为止，新北洋能在邮政、铁路客票领域占有较高的市场份额，归根结底，主要在于公司产品能快速响应客户的个性化需求，在技术实力不断增强的背景下，其成本优势也得以体现，而这也导致公司产品在不同领域不断替代进口。我们认为，在服务、技术、成本和快速响应客户个性化需求等优势逐步体现的基础上，公司竞争力将持续增强，产品替代进口也是大势所趋。

图 11：新北洋竞争优势



资料来源：长江证券研究部

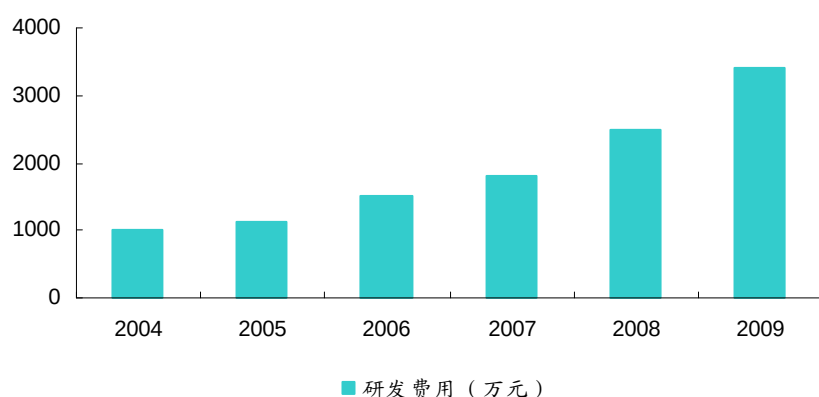
我们认为，由于产品主要面对行业用户，且在不同行业产品门类不一，故售后服务将成为公司制胜的关键。公司制定了“快速为客户提供优质的产品和服务”的竞争战略，在北京、上海、沈阳、成都、西安、广州设有六大客户服务中心，建有完备的快速响应机制与多层次的

客户服务体系，拥有专业、规范的技术支持与售后服务队伍，可根据不同客户需求提供点到点的支持和增值服务，服务速度和质量与国际厂商相比具有明显优势。

服务优势固然重要，但更为重要的是，公司能快速响应不同行业客户的定制化需求，而国际厂商EPSON、ZEBAR等均为通用型产品，对国内行业客户新出现的定制化需求并无动力进行专门研发，故其产品并不能适应中国某些客户的特殊要求（如高铁对打印速度、打印质量的要求，用于厨房带有防水功能的收据/日志打印机），而这也成为公司产品逐步替代进口的主要原因。事实上，正是对客户个性化需求的深度把握，新北洋产品在逐步替代进口并成为行业内的标准（如高铁客票打印已成为事实上的标准、扫描打印一体功能，已经成为国内新一代彩票投注机的标准配置）。我们认为，随着行业客户对打印需求的多样化，未来公司产品进口替代趋势仍将延续。

服务优势和快速响应客户的定制化需求为公司进口替代奠定了基础，但客户需求的不断变化需公司不断投入来保持技术优势。新北洋近几年在研发上投入持续增长，09年研发投入达3394万元，研发投入的不断增长使公司技术能够始终维系在第一阵营，专业打印机核心技术与国外厂商并无明显差距。

图 12：新北洋历年研发投入



资料来源：公司公告，长江证券研究部

综上，我们认为，新北洋作为国内唯一掌握热打印核心技术的厂商，技术较国内其他企业远远领先，与国外厂商相比具备服务、成本和对客户需求定制化快速响应的优势。从长远来看，在国内众多领域将会逐步取代进口产品，市场份额有望得到进一步提升。

盈利预测与估值

由于高铁专业打印加速增长较为确定，而出口形势好转以及进口替代趋势较为明朗，我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.85、1.21 元，公司业绩未来几年迎来快速增长，目前股价对应 2010、2011 年 PE 分别为 45、32 倍，虽从估值看优势不明显，但业绩高速增长将会逐步消除高估值带来的风险，我们给予公司“推荐”评级。

表 7：新北洋盈利预测假设

		2009A	2010E	2011E	2012E
收据/日志打印机	收入	11,672.24	16,341.14	21,243.48	27,616.52
	收入增长率		40.00%	30.00%	30.00%
	成本	6,662.51	9,314.45	11,896.35	15,189.09
	毛利率	42.92%	43.00%	44.00%	45.00%
条码/标签打印机	收入	8,033.92	15,264.45	24,423.12	36,634.68
	收入增长率		90.00%	60.00%	50.00%
	成本	2,668.87	4,884.62	8,059.63	12,089.44
	毛利率	66.78%	68.00%	67.00%	67.00%
相关产品	收入	6,227.38	6,850.12	7,535.13	8,288.64
	收入增长率		10.00%	10.00%	10.00%
	成本	3,865.33	4,247.07	4,671.78	5,138.96
	毛利率	37.93%	38.00%	38.00%	38.00%
嵌入式打印机	收入	4,056.69	4,462.36	4,908.59	5,399.45
	收入增长率		10.00%	10.00%	10.00%
	成本	1,700.56	1,874.19	2,061.61	2,267.77
	毛利率	58.08%	58.00%	58.00%	58.00%
其他业务收入	收入	1,278.43	1,661.96	2,160.55	2,808.71
	收入增长率		30.00%	30.00%	30.00%
	成本	810.27	1,080.27	1,404.36	1,825.66
	毛利率	36.62%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：长江证券研究部

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	315	449	606	812
营业成本	159	216	283	368
毛利	156	233	323	444
% 营业收入	49.6%	51.9%	53.3%	54.6%
营业税金及附加	3	4	5	7
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	30	42	56	73
% 营业收入	9.4%	9.3%	9.2%	9.0%
管理费用	59	83	109	142
% 营业收入	18.8%	18.5%	18.0%	17.5%
财务费用	7	0	-6	-6
% 营业收入	2.1%	-0.1%	-1.1%	-0.7%
资产减值损失	1	2	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	13	15	17	19
营业利润	71	118	174	244
% 营业收入	22.4%	26.3%	28.7%	30.0%
营业外收支	24	25	28	30
利润总额	95	143	202	274
% 营业收入	30.1%	31.8%	33.3%	33.7%
所得税费用	9	14	20	27
净利润	86	129	182	246
归属于母公司所有者的净利润	85.6	127.8	180.8	244.9
少数股东损益	1	1	1	1
EPS（元/股）	0.57	0.85	1.21	1.63
现金流量表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流净额	104	120	175	245
取得投资收益	11	0	0	0
收回现金				
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	-10	-10	-10
固定资产投资	-94	-204	-206	-208
其他	2	0	0	0
投资活动现金流净额	-92	-214	-216	-218
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	858	0	0
银行贷款增加（减少）	87	-60	0	0
筹资成本	25	-19	-21	-31
其他	-49	0	0	0
筹资活动现金流净额	62	780	-21	-31
现金净流量	75	686	-62	-4

资料来源：长江证券研究所

资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	123	809	747	743
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	73	102	138	185
存货	33	44	58	75
预付账款	1	1	2	3
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	233	961	953	1016
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	78	93	109	128
投资性房地产	7	7	7	7
固定资产合计	108	303	491	670
无形资产	94	99	104	108
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	3	0	0	0
其他非流动资产	7	7	7	7
资产总计	529	1471	1670	1936
短期贷款	60	0	0	0
应付款项	52	70	92	119
预收账款	1	2	3	4
应付职工薪酬	0	0	0	0
应交税费	11	16	23	31
其他流动负债	42	51	66	87
流动负债合计	165	139	184	241
长期借款	96	96	96	96
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	261	235	280	337
归属于母公司	264	1231	1385	1593
所有者权益				
少数股东权益	4	4	5	7
股东权益	268	1236	1390	1600
负债及股东权益	529	1471	1670	1936
基本指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	0.571	0.852	1.205	1.633
BVPS	2.36	10.99	12.36	14.22
PE	67.26	45.05	31.85	23.50
PEG	1.60	1.07	0.76	0.56
PB	16.26	3.49	3.10	2.70
EV/EBITDA	69.89	38.51	26.70	18.78
ROE	32.4%	10.4%	13.1%	15.4%

分析师介绍

马先文，华中科技大学财务金融硕士，武汉理工大学计算机科学学士，从事计算机行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。