

盛路通信 (002446. sz)

通信天线国内领先提供商

惠毓伦 研究员
 电话: 020-87555888-323
 eMail: hyl6@gf.com.cn

乔辰 研究助理
 电话: 020-87555888-391
 eMail: qc2@gf.com.cn

通信天线国内领先提供商

公司是国内较早专业从事通信天线制造企业之一, 公司的主要产品包括通信基站天线、高性能微波通信天线、终端天线、射频器件及设备, 下游客户主要为通信运营商及相关设备制造商。公司产品国内市场占有率较高, 具有一定竞争优势。

天线市场需求放大及客户开拓推动公司业绩增长

天线作为通信设备接发信息必备的配件, 从基站、室内分布系统、通信终端都需要相应的天线。将随着通信行业不断发展而有不断扩大的需求, 天线市场需求将逐步放大, 特别是室内分布天线、通信终端天线、微波天线国内外需求都将有明显增加。公司专注于通信天线制造, 近几年在巩固现有合作伙伴基础上, 不断开拓新的客户, 正逐步进入爱立信等主设备商的供货体系。无线市场需求放大及客户开拓将推动公司业绩增长。

盈利预测与投资评级

预计公司 2010-2012 年归属母公司净利润为 5291 万元、6470 万元、7913 万元, 增长率分别为 27%、22%、22%。每股收益分别为: 0.518 元、0.633 元、0.775 元。我们给予公司 2010 年 30-35 倍 PE, 公司合理价值区间为 15.54-18.13 元。预计上市首日价格为 20 元。

风险提示

行业竞争加剧风险; 行业需求放缓风险

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(万元)	30,783.77	39,178.89	45,447.29	54,719.46	66,617.71
EBITDA(万元)	4,872.17	6,372.67	6,872.04	8,021.41	9,455.26
净利润(万元)	3,128.81	4,160.22	5,291.64	6,469.56	7,913.05
净利润增长率	8.22%	32.96%	27.20%	22.26%	22.31%
每股收益(元)	0.41	0.55	0.518	0.633	0.775
市盈率	0.00	0.00	--	--	--
市净率	0.00	0.00	--	--	--
EV/EBITDA	0.00	0.00	34.31	28.02	23.36
每股红利(元)	0.00	0.00	0.05	0.06	0.08
股息率	0.00	0.00	--	--	--

来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	17.82 元
上市价格	20.00 元

股票数据

总股本(万股)	10215.27
流通股本(万股)	2080.00
主要股东:	
	杨华
主要股东持股比例	25.83%
流通 A 股比例	20.36%

财务比率

ROE	23.32%
ROA	13.34%
资产负债率	58.65%
每股净资产(元)	2.34

2009 年报数据

发行信息:

发行价格(元)	17.82
主承销商:	
	西部证券股份有限公司
发行市盈率	46.53

目录索引

一、通信天线国内领先厂商.....	3
二、公司子业务增长分析.....	3
(一) 基站天线需求增长主要来自室内分布天线	3
(二) 微波天线, 紧随NEC, 开拓爱立信, 伴中兴、华为共成长.....	5
(三) 终端天线需求未来将保持较快增长.....	7
三、公司募集项目分析.....	8
四、公司盈利预测及估值.....	9
五、风险提示.....	10

图表索引

图1: 未来几年全球基站天线需求数量及增长率.....	4
图2: 无线覆盖市场规模预测.....	5
表1: 公司主要产品市场占有率.....	3
表2: 近几年公司主要产品收入.....	3
表3: 我国2010年基站建设数量预测(单位: 万个).....	4
表4: 室内分布天线国内外需求及供给(万套).....	5
表5: 国内外主要公司对微波天线需求数量(万套).....	7
表6: 终端天线国内外市场需求及国内厂商产能(万套).....	8
表7: 公司募集资金项目投资情况.....	9
表8: 公司收入及毛利率预测.....	9
表9: 公司可比上市公司估值情况.....	10

一、通信天线国内领先厂商

公司是国内较早专业从事通信天线制造企业之一，公司主营业务为通信天线及射频产品的研发、生产和销售。公司主要产品包括通信基站天线、高性能微波通信天线、终端天线、射频器件及设备，下游客户主要为通信运营商及相关设备制造商。公司产品国内市场占有率较高，从第三方统计数据来看，公司室内、室外基站天线国内市场占有率分别达到29.12%、17.8%，在国内相同产品占比分别列为第一、第二位。

从收入构成来看，2009年公司室内分布天线、室外天线、微波天线、室内终端天线总体收入占比29.79%、25.2%、18.3%、12.97%。公司室内分布天线、微波通信天线、射频器件是公司业务增长的主要来源，而室外天线、终端天线增长较为缓慢。

表 1：公司主要产品市场占有率

	基站天线				
	室内分布天线	室外基站天线	微波通信天线（国际市场）	终端天线	八木天线
2007	9.38%	17.16%	0.94%	1.05%	18%
2008	15.02%	17.47%	1.57%	1.12%	18.42%
2009	29.12%	17.16%	1.77%	1.04%	19.77%

数据来源：公司招股说明书

表 2：近几年公司主要产品收入（单位：万元）

	2007	2008	2009
室内分布天线	2,353.17	4,413.96	11,670.67
室外基站天线	9,256.70	9,719.70	9,874.36
微波通信天线	3,778.17	5,113.06	7,171.67
室内终端天线	4,720.24	5,007.58	5,081.47
射频器件及设备	2,856.49	3,451.15	4,855.49
八木天线	5,526.72	2,895.96	432.39
其他	35.45	17.9	20.78
合计	28,526.94	30,619.31	39,106.83

数据来源：公司招股说明书

二、公司子业务增长分析

（一）基站天线需求增长主要来自室内分布天线

现有通信系统中基站天线主要分为室外基站天线和室内分布天线（即室内基站天线）两种。室外基站天线主要是与室外基站匹配的信号发射天线；室内分布天线则主要用于室内信号覆盖，如吸顶天线、壁挂天线等，整体与整个室内覆盖系统相匹配。近几年随着我国通信设备制造业技术的不断进步，国产基站天线日趋成熟，在历次电信运营商集中采购招标中，

国产基站天线均占95%左右的市场份额。

1、国内基站建设数量将有下降，需求将来自国外

经过2009年三家运营商大规模基站建设，截至2009年底，我国基站数量达到106.6万个，预计2010年我国将新建37.4万个基站，基站总数将达到144万个，新建数量较2009年50.6万个基站建设数量有了明显下降，预计国内相关基站天线需求同比也将有一定下滑。

表 3: 我国 2010 年基站建设数量预测 (单位: 万个)

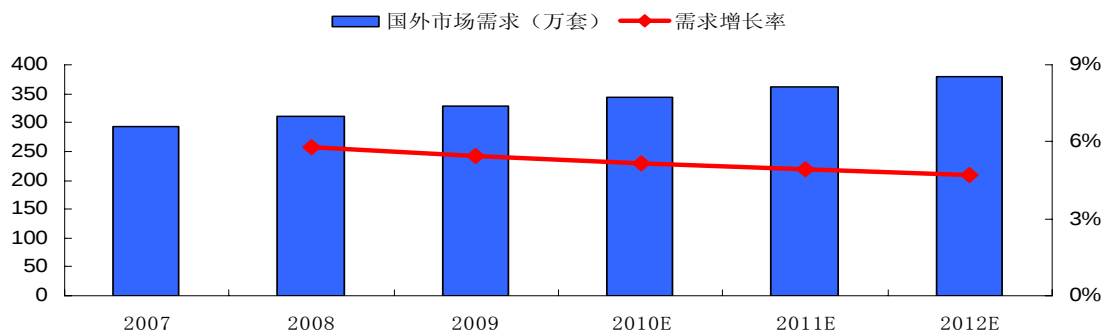
	2008	2009		2010	
	总共	2G	3G	2G	3G
中国联通	15	28.9	9.7	31	16
中国移动	33	40	10	45	25
中国电信	8	10	12	10	17
	56	106.6		144	

数据来源：广发证券发展研究中心

从全球范围来看，发展中国家在未来几年将处于经济高速发展时期，相关通信网络建设需求仍将较旺盛。特别是东南亚、拉美、非洲新兴地区需求仍然非常旺盛，欧洲和日本通信演进LTE等也带来一定需求。国际总体的市场需求将不断上升。根据预测全球需求仍将保持一定增长。

根据公司招股说明书，公司2009年出货量达到21.72万套，市场占有率17%。公司2007-2009年收入基本保持稳定，增长较缓慢。我们认为随着2010年国内基站建设量的减少，公司收入将有一定下降，经过2010年阵痛期，2011年海外收入将出现一定突破，基站天线收入将重新出现增长。

图1: 未来几年全球基站天线需求数量及增长率

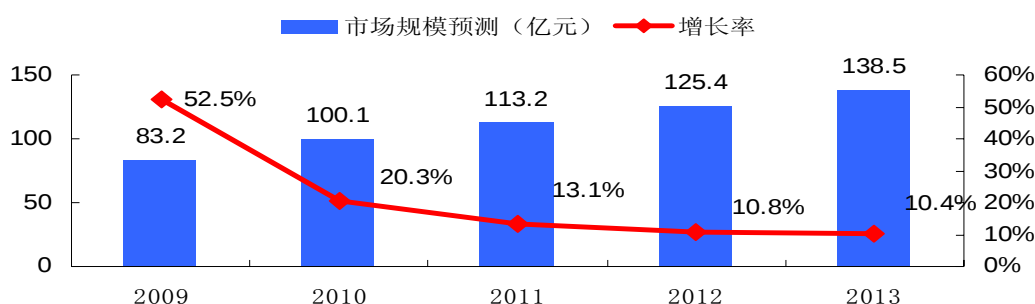


数据来源：广发证券发展研究中心

2、室内分布天线未来仍可保持较快增长

室内分布天线从产业链结构来看，属于室内无线覆盖网优范畴，经过2008-2009年国内运营商大规模基站建设，我们认为后期大规模基站建设的可能性不大，受益于3G用户增加，运营商对无线覆盖重视程度加大，3G制式本身需要更精细的覆盖等因素，相关室内覆盖需求将有明显增加。无线覆盖行业需求未来几年将保持较快增长，根据赛迪顾问预测2010年市场规模为100.1亿元，较2009年规模增长20.3%。

图2：无线覆盖市场规模预测



数据来源：广发证券发展研究中心

室内分布天线作为室内无线覆盖的重要组成部分，其需求增长将基本延续无线覆盖行业需求增长，根据公司招股说明书中预测，2010年国内需求将达1560万套。公司2009年出货量达到379万套，市场占比达到29%。公司市占率由2007年9.38%上升至2009年的29.12%，公司室内分布天线高速增长一方面来自行业需求旺盛，另一方面由于市占率的明显提高。我们认为公司珠三角良好的加工配套系统和产业利于公司规模化和产生成本优势。预计未来公司市占率仍有一定上升空间，但不会像2008、2009年上升这么快，国内市场需求增长及公司市占率仍有提升空间，带来公司室内分布天线未来几年仍可以保持30%的增长率。

表 4：室内分布天线国内外需求及供给（万套）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
国外市场需求	4000	4500	5000	7000	9000	11000
国内市场需求	680	900	1300	1560	1650	1750
国内产能合计	450	680	1050	1250	1300	1360

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）高性能微波天线，紧随NEC，开拓爱立信，伴中兴、华为共成长

国际市场分析：在国际市场上，微波传输在土地私有化国家是唯一经

济型选择，微波天线在发达国家应用比较广泛，新兴市场的印度、巴基斯坦等国家以及非洲、中东地区也正处在通信发展的高峰期，微波天线应用也发展较快。据Ericsson 的研究分析，全球60%的通信系统由无线传输技术连接，美国长途电信70%采用数字微波，仅是AT&T公司的6GHZ 微波站在全国就有3000多个，日本全国50%的长途电话和几乎100%的电视传输均采用数字微波中继传输，意大利、英国、瑞典、德国等国家微波传输的应用规模也非常大。近年来，印度、印尼、巴基斯坦、越南等新兴国家移动通信业发展迅速，成为微波传输系统集成商的重要市场。Ericsson在印度2008年的销售额达到16.6亿美元左右。从全球市场看，2008年全球数字微波通信市场规模约为60亿美元，美国著名微波专业公司哈里斯公司经调研后预计：受益于全球移动带宽的普及与升级，微波通信将在未来4年保持8%的增速，到2012 年将达到80亿美元左右的市场规模。另外世界范围内的微波传输新建和修复、维护业务也为我国微波天线制造商拓宽了市场空间。

国内市场分析：中国通信传输以往主要采用光纤传输，微波天线应用滞后于国外，随着近两年我国地震、海啸、雪灾等自然灾害对光缆的破坏，光缆其易损坏、修复时间长的弱点充分显现，引发了国内通信运营商对微波通信传输设备和天线的市场需求，2008年中国移动开始采购微波设备，微波天线市场呈现出大幅增长的发展势头。3G移动网络的不断推进，点对多点微波通信系统在3G网络中发挥了越来越重要的作用，新一轮以经济型、部署灵活以及短站点间距为特征的网络部署进一步扩大微波天线在我国的应用范围，形成快速增长的国内市场需求。另外数字微波通信系统在广电网、电力专网及各类应急通信系统中都有广泛的应用。我国微波天线市场规模持续增长，近三年保持了年均90%的增长。我们认为未来微波通信市场将面临巨大发展机遇，作为与微波通信设备配套的微波天线也将面临巨大市场需求。

在微波通信市场方面，市场份额主要由日本NEC和Ericsson所占有，这两家公司占据世界上近50%的市场份额，另外，近年来随着华为、中兴的快速发展，相继在微波设备上取得了一定的市场份额。NEC与Ericsson的Pasolink与Minilink微波传输系统的年销售量都突破了45万套。NEC 每年对不同口径、不同频段的微波天线的需求量为80万套左右，近年的年均增长率达到了35%；Ericsson 对各类微波天线的年需求量为70万套左右；华为对微波天线的年需求量为10万套左右，并呈现逐年增长的态势；中兴每年的微波天线需求量为6 万套左右，其需求也是逐年增长。全球微波天线的市场容量在300 万套以上。

从产业链角度分析，微波天线制造企业下游最大的客户群体为通信主设备商。微波天线制造企业的竞争相当于是对这几家大型跨国通信设备系

统集成商市场需求的争夺。尽管微波天线制造企业较多，但是具有自主开发能力，能够研发、制造高性能微波通信天线的公司，全球只有6家：美国Andrew、法国RFS、西安普天、盛路通信、摩比、通宇。因此进口国高性能微波天线产品的竞争格局就是这几家公司微波天线之间的竞争格局。目前，Andrew 和RFS 是世界微波天线市场的主要供应商，但是由于微波天线需求的快速增长，安德鲁和RFS 的产能无法满足NEC、Ericsson 等大型微波系统集成商的需求，加上国内企业具有较低的研发成本与人力成本，产业配套比较齐全，使得国产微波天线的高性价比优势非常明显。与国外厂商相比，公司以较高性价比抢夺市场；而与国内同行业公司相比，公司在高性能微波天线市场具有一定优势。近年公司积极拓展国际市场，继与美国Hyperlink公司、日本日立公司、日本NEC公司建立长期合作关系后，2007年公司分别为ANTEN公司和印度领先的通信运营商Reliance公司大批量供应高性能微波通信天线系列产品，2009年又成功推进与意大利SIAE、美国TRANGO等客户的合作，并获批量订单；同时已开始与爱立信、RFS、诺西等公司进行商务考察与交流，已成为爱立信微波天线全球潜在供应商，如果未来能顺利开拓爱立信全球或者仅是爱立信亚洲市场，公司市场规模将有明显放大。

表 5：国内外主要公司对微波天线需求数量（万套）

	2010		2012	
	年需求	对公司的需求	年需求	对公司的需求
NEC	80	4.4	115.2	6.34
华为	10	3	14.4	4.32
中兴	6	0.9	8.64	1.3
意大利 SIAE	4	0.5	5.76	0.72
以色列 CERAGON	5	0.5	7.2	0.72
美国 TRAMGO	5	0.02	7.2	0.03
印尼 Transtal	3	0.02	4.32	0.03
印尼 PT	4	0.04	5.76	0.06
合计	117	9.38	168.48	13.52

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）终端天线需求未来将保持较快增长

终端天线品种繁多，早期的终端天线以对讲机天线、拉杆天线等为主，后续逐步发展为无线固定台天线、手机天线以及目前的移动数字电视天线、GPS 天线、网卡天线、超小型手机天线等。随着各种电子产品的数字网络化、无线化的迅速发展，各终端天线生产企业为顺应手机、PDA、笔记本电脑、无线LAN 等终端小型天线市场需求，特别是内置蓝牙、移动电视、车载导航产品等产品的应用使终端天线市场发展进一步扩大。该产品作为易耗的终端消费产品，随着经济的发展在国内外均有广阔的市场。

场前景。

固定终端天线的市场需求主要来自于华为、中兴、海信等设备商在无线通信方面解决方案中对终端天线的需求。随着华为ETS 系列无线固定电话在全球市场形成的规模化销售，公司的终端天线的销量得到较大的增长。随着华为、中兴等国内大型设备制造商向海外市场的进一步扩张，公司的固定终端天线将迎来广阔的发展空间。另外随着卫星定位系统的广泛应用，GPS天线市场迅速放大，我国卫星导航应用近几年一直保持每两年翻一番的速度急剧增长。预计我国及全球终端天线未来三年的市场供需预测分析如下表，预计未来几年国内市场仍有较快的需求增长，未来3年复合增长率超过30%。

表 6: 终端天线国内外市场需求及国内厂商产能（万套）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
国外市场需求	170000	185000	185000	220000	250000	300000
国外需求增长率	--	8.82%	0.00%	18.92%	13.64%	20.00%
国内市场需求	58000	65000	72000	109000	135000	178000
国内需求增长率	--	12.07%	10.77%	51.39%	23.85%	31.85%
国内厂商产能	60000	80000	80000	92000	106000	130000

数据来源：公司招股说明书

国内终端天线厂商数量较多，市场份额较为分散，公司市场占有率1%左右，公司竞争对手通宇、摩比、健博通等公司市场份额都在1%以下。终端天线行业是进入壁垒较低的行业。由于目前终端厂商与终端天线厂商之间是一种非排他性的合作关系，所以往往是一家设备终端厂商由多家终端天线厂商提供产品；同时，一家终端天线厂商又同时向多家设备终端厂商提供产品。业内终端天线厂商根据各自的条件，采取了不同的市场定位。公司具有明显的客户优势，公司客户较为集中，与华为、中兴、安费诺（Amphenol）等公司具有多年的配套经验，已经成为他们合格、稳定的供应商，终端天线向他们进行大批量供货，并且占有华为一半左右的订单份额，客户关系良好。公司未来将直接受益于国内需求的放大。

三、公司募集项目分析

公司上市拟发行2600万股，募集资金1.865亿元，公司募集资金用于公司主营相关业务的延伸和拓展，募集资金用于高性能微波通信天线二期工程技术改造项目、移动通信基站天线技术改造项目、终端天线技术改造项目，上述项目体现出公司做大做强通信天线主营的决心，通过项目能实现多种类产品的技术演进和性能提升，提高公司竞争力。另外面对行业回款时间较长，公司补充4000万流动资金。

项目1主要为扩大高性能微波天线产品的生产规模，开发、生产更多适合市场需求的系列产品，以开拓和发展国内外新的市场。项目将新增产能5万套，新增产能较现有产能增长178.57%。项目达产后实现收入13900万元，净利润1722万元，投资财务内部收益率为25.6%，具有良好的经济效益。

项目2对原有移动通信基站天线技术和工艺水平进行优化和升级，采用新一代通信软件开发技术来实现产品的特定功能，并实现部分产品的产能扩张。项目完成后新增移动通信室外基站天线4.5万副/年，室内分布天线40万副/年，整体产能扩张11.13%。项目实现产能后，可以实现收入6844万元，净利润707.9万元，投资财务内部收益率为24.1%。

项目3是对公司现有终端天线技术改造和产能扩张，通过项目实施，可以实现新增产能550万副，产能增长率达到78.57%，达产后每年可以实现营业收入6235万元，净利润700万元，投资财务内部收益率为23.1%。

表 7：公司募集资金项目投资情况（单位：万元）

	建设期（年）	募集资金到位后		
		第一年	第二年	第三年
高性能微波通信天线二期工程技术改造项目	1.5	-	7500	-
移动通信基站天线技术改造项目	1.5	1952	1322	476
终端天线技术改造项目	1.5	1659	1434	307
增加公司流动资金	-	4000		

数据来源：公司招股说明书

四、公司盈利预测及估值

预计公司2010-2012年收入分别为4.54亿元、5.47亿元、6.66亿元，增长率分别为16%、20%、22%（具体产品收入及毛利率见表5）。归属母公司净利润为5291万元、6470万元、7913万元，增长率分别为27%、22%、22%。每股收益分别为：0.518元、0.633元、0.775元。结合公司所处板块的同类上市公司2010年PE在32.66倍左右。我们给予公司2010年30-35倍PE，公司合理价值区间为15.54-18.13元。预计上市首日价格20元左右。

表 8：公司收入（单位：万元）及毛利率预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入					
室内基站天线	4,413.96	11,670.67	15171.87	18964.84	23706.05
室外基站天线	9,719.70	9,874.36	8886.92	9509.01	10459.91
微波通信天线	5,113.06	7,171.67	9323.17	12120.12	15756.16
室内终端天线	5,007.58	5,081.47	6504.28	8130.35	10162.94

射频器件与设备	3,451.15	4,855.49	5341.04	5875.14	6462.66
八木天线	2,895.96	432.39	200	100	50
其他	17.9	20.78	20	20	20
合计	30619.31	39106.83	45447.29	54719.46	66617.71
毛利率					
室内基站天线	24.21%	25.42%	24.5%	24.5%	24.5%
室外基站天线	28.72%	29.6%	28.8%	28%	28%
微波通信天线	34.77%	34.8%	34%	34%	34%
室内终端天线	25.68%	25.93%	25.9%	25%	25%
射频器件与设备	34.69%	32.26%	31.5%	30.5%	30%
八木天线	18.75%	18.69%	18%	18%	18%
其他	20%	6%	8%	8%	8%
综合毛利率	28.31%	29.03%	28.28%	27.91%	27.90%

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

表 9：公司可比上市公司估值情况

	最新价格	每股收益（元）				市盈率			
	（元）	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
东信和平	16.52	0.20	0.39	0.59	0.79	104.52	42.23	28.10	21.00
新海宜	16.05	0.38	0.57	0.79	1.02	45.96	27.92	20.34	15.71
恒宝股份	15.21	0.32	0.34	0.47	0.68	71.43	45.29	32.57	22.43
三维通信	12.90	0.63	0.52	0.68	0.86	35.78	24.89	18.87	14.95
武汉凡谷	13.97	0.61	0.71	0.88	1.08	22.78	19.58	15.89	12.90
光迅科技	31.72	0.78	0.82	1.09	1.40	48.71	38.77	29.22	22.73
日海通讯	34.75	0.94	1.13	1.57	2.10	47.90	30.72	22.15	16.57
星网锐捷	26.02	0.81	0.82	1.04	1.33	42.98	31.71	25.10	19.62
三元达	21.40	0.55	0.53	0.68	0.86	51.80	40.01	31.65	24.81
中创信测	13.21	0.19	0.47	0.62	1.08	69.50	27.87	21.44	12.19
烽火通信	25.05	0.63	0.83	1.10	1.38	42.22	30.23	22.79	18.09
均值						48.63	32.66	22.34	16.75

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

五、风险提示

行业竞争加剧风险

公司所处行业下游客户相对较为集中，如果行业竞争加剧带来公司主要客户丢失，将影响公司未来增长。

行业需求放缓风险

公司产品主要为通信天线，通信天线需求与全球通信行业硬件投资有密切关系，如果行业投入增长放缓，公司业务将受较大影响。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	72.58	175.62	285.90	324.40	
应收账款	132.56	99.61	152.54	165.86	
预付款项	2.09	2.42	-1.07	-0.24	
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	1.35	1.57	1.89	2.30	
存货	64.00	84.84	96.80	121.45	
流动资产合计	293.55	378.34	559.30	638.39	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	123.10	187.10	190.47	177.71	
在建工程	0.00	19.58	4.92	0.98	
无形资产	13.70	13.42	13.15	12.87	
长期待摊费用	0.23	0.50	0.50	0.50	
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	137.77	221.35	209.78	192.81	
资产总计	431.32	599.69	769.08	831.20	
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	
应付票据	38.08	29.68	45.01	49.27	
应付账款	173.51	66.98	162.11	148.05	
预收款项	3.80	3.50	3.69	3.59	
应付职工薪酬	8.11	9.00	9.50	10.30	
应交税费	2.90	2.90	2.90	2.90	
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	4.15	4.15	4.15	4.15	
流动负债合计	250.56	116.21	227.37	218.27	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	2.39	2.00	2.00	2.00	
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	
负债合计	252.96	118.21	229.37	220.27	
股本	76.15	102.15	102.15	102.15	
资本公积	0.00	229.50	229.50	229.50	
盈余公积	15.12	20.42	26.89	34.80	
未分配利润	87.08	129.42	181.17	244.48	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	
负债股东权益总计	431.32	599.69	769.08	831.20	
每股净资产(元)	2.34	4.71	5.28	5.98	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	391.79	454.47	547.19	666.18	
营业成本	277.61	325.96	394.46	480.34	
营业税金及附加	2.20	2.50	3.01	3.66	
销售费用	24.14	27.72	33.11	40.30	
管理费用	38.10	43.17	51.98	63.29	
财务费用	1.10	-4.49	-8.04	-10.14	
资产减值损失	2.20	1.00	1.00	1.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业利润	46.43	58.60	71.68	87.73	
营业外收入	3.39	3.90	4.68	5.61	
营业外支出	0.51	0.24	0.24	0.24	
利润总额	49.12	62.25	76.11	93.09	
所得税费用	7.52	9.34	11.42	13.96	
净利润	41.60	52.92	64.70	79.13	
归属于母公司净利润	41.60	52.92	64.70	79.13	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
每股收益	0.407	0.518	0.633	0.775	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	96.04	-33.74	113.72	36.27	
投资活动现金流量	-74.73	-97.92	-5.00	0.00	
筹资活动现金流量	478.46	234.70	1.57	2.23	
现金及现金等价物净增加额	499.77	103.03	110.28	38.50	
期末现金余额	630.65	175.62	285.90	324.40	
每股经营活动现金流(元)	1.26	-0.33	1.11	0.36	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	27.27%	16.00%	20.40%	21.74%	
营业利润增长率	29.86%	12.53%	18.82%	21.67%	
毛利率	29.14%	28.28%	27.91%	27.90%	
营业利润率	28.58%	27.73%	27.36%	27.35%	
净利率	10.62%	11.64%	11.82%	11.88%	
净资产收益率	26.40%	16.04%	12.67%	13.75%	
总资产收益率	11.05%	10.26%	9.45%	9.89%	
流动比率	1.17	3.26	2.46	2.92	
资产负债率	58.65%	19.71%	29.82%	26.50%	
所得税税率	15.31%	15.00%	15.00%	15.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10 % 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10 % 以上。

相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。