

深度报告

万讯自控(300112)

合理价位: 15.50-19.00 元 发行价: 17.43 元

2010年8月27日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	71.63/14.40
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
上证综指/深圳成指	2,603.48/11,009.49
发行价格(元)	17.43
发行股本(百万股)	18.00

财务数据

净资产值(百万元)	120.79
每股净资产(元)	1.69
资产负债率	16.81%

相关研究报告:

分析师: 余爱斌

电话: 0755-82133400

E-mail: yuab@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207060202

分析师: 黄海培

电话: 021-60933150

E-mail: huanghpei@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210060045

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

新股分析

从“总经销”到“独立研发”的华丽转型

● 专注自动化仪器仪表细分领域

万讯自控生产经营自动化仪器仪表、计算机软件、自动化工程;经营进出口业务。主要产品有电动执行器、流量计、信号调理仪表、控制阀和其他仪器仪表等。09 年收入 1.3 亿,毛利率 50%,其中信号调理仪表毛利率 70%。实际控制人为傅宇晨董事长。

● 下游投资增速稳定,上游销售收入增速有保障

产品下游涉及冶金、有色金属、化工、石油、电力、建材、环保、水处理、制药等行业,多属于第二产业,第二产业固定资产增速近十年来始终没有低于 20%。如果下游固定资产投资最终转换为对上游的需求,未来几年仪器仪表行业增速将能够保持在 20%。

● 从“总经销”到“独立研发”的华丽转型

在寻找合作伙伴上,万讯自控将目标锁定细分专业领域的小型龙头公司。这类公司产品有技术,缺乏跨国销售网络,万讯自控可以发挥自身销售网络团队优势,引进产品,取得双赢局面。之后,经过四个阶段,不断拥有更强的技术研发实力、承担更多的技术研发分工,做到从“总经销”到“独立研发”的华丽转型。

● 募投资金主要用于项目扩产

募集可用资金约 2.9 亿元,其中 9400 万投向智能仪表、电动执行器、流量计三大类产业化项目。12 年部分达产,13 年全面达产。由于市场集中度很低,公司产品又具有技术优势,达产后需求不是问题。

● 合理价值在 15.5-19 元/股之间

我们预计万讯自控 10-12 年 EPS 为 0.53 元、0.72 元、0.81 元。预计公司未来三年(2010-2012 年)净利润的 CAGR 达 23%。我们认为公司合理的投资价值区间在 15.5-19 元/股之间,对应 10 年 PE 为 29-36 倍。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	131.56	136.30	172	199	234
(+/-%)	17.54%	3.61%	25.9%	15.7%	18.0%
净利润(百万元)	19.98	26.40	38	51	58
(+/-%)	18.14%	32.13%	44.4%	35.0%	12.3%
每股收益(元)	0.37	0.49	0.53	0.72	0.81
EBIT Margin			26.2%	30.8%	29.7%
净资产收益率(ROE)	23.58%	25.18%	8.4%	10.3%	10.5%
市盈率(PE)	46.78	35.41	32.7	24.3	21.6
EV/EBITDA			28.3	20.9	18.4
市净率(PB)	11.03	8.92	2.76	2.50	2.26

内容目录

合理价值区间	5
绝对估值法: 15.5-19 元/股	5
合理估值区间: 15.5-19 元/股	5
公司简介: 专注自动化仪器仪表细分领域	6
自动化仪器仪表行业的急先锋	6
收入稳步增长, 产品保持高毛利率	8
发行后, 傅宇晨董事长依然为第一大股东	10
行业前景: 下游投资增速稳定, 上游销售收入增速有保障	11
工业自动化仪器仪表是自动化领域不可或缺的一部分	11
下游行业多属于第二产业, 近十年来固定资产投资增速高	11
细分产品市场销售复合增长超过 20%	12
市场集中度低, 整合是大趋势	13
竞争优势: 从“总经销”到“独立研发”的华丽转型	14
“避强击弱”选择合作伙伴	14
从“总经销”到“独立研发”四部曲	14
募投资金投向分析	16
资金主要用于项目扩产	16
盈利预测: 2012 年后进入高速增长通道	17
预计 10、11、12 年 EPS 0.53 元、0.72 元、0.81 元	17
核心假设	17
2010-2013 年分项收入及损益表预测	18
投资风险	19
附表 1: 财务预测与估值	20
附表 2: 近期创业板上市公司估值及首日涨幅一览	21
国信证券投资评级	22
免责条款	22

图目录

图 1: 重载型电动执行器	6
图 2: 楼宇执行器	6
图 3: 流量计	7
图 4: 控制阀	7
图 5: 阀门定位器	7
图 6: 信号调理仪表	8
图 7: 其他仪器仪表	8
图 8: 2010 年收入进入稳步增长期	9
图 9: 各产品收入占比	9
图 10: 整体毛利率达到 50%	9
图 11: 公司 10 年预计净利率达到 23%	9
图 12: 发行后, 傅宇晨董事长依然为第一大股东	10
图 13: 公司产品属于自动化仪器仪表和自控系统子行业	11
图 14: 下游行业以石化、有色冶金、电力为主	12
图 15: 近十年来固定资产投资增速高	12
图 16: 电动执行器销售额及同比增长	12
图 17: 流量计销售额及同比增长	12
图 18: 控制阀销售额及同比增长	12
图 19: 信号调理仪表销售额及同比增长	12
图 20: 国际合作四阶段示意图	14
图 21: 国际合作公司目前所处阶段	15
图 22: 募投项目及预期收益	16
图 23: 近期创业板上市公司估值及首日涨幅	21

表目录

表 1: 绝对估值的基本假设条件	5
表 2: DCF 绝对估值法显示公司合理价值区间为 21.28-25.18 元/股.....	5
表 3: 主营产品市场占有率及竞争对手	13
表 4: 国际合作模式四阶段分工	14
表 5: 2010-2013 年万讯自控分项收入预测明细	18
表 6: 2010-2013 年万讯自控损益表预测	18

合理价值区间

绝对估值法：15.5-19 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。

表 1: 绝对估值的基本假设条件

行业平均 Beta	1.1	Kd	4.51%
无风险利率	3.0%	有效税率	15.00%
风险溢价	6.500%	E/(D+E)	60.00%
Ke	10.24%	WACC	7.95%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: DCF 绝对估值法显示公司合理价值区间为 21.28-25.18 元/股

G \ WACC	6.9%	7.4%	7.95%	8.4%	8.9%
2.8%	21.86	19.69	17.96	16.56	15.39
2.7%	21.03	19.06	17.47	16.17	15.08
2.5%	20.29	18.49	17.02	15.81	14.78
2.4%	19.64	17.98	16.62	15.48	14.52
2.2%	19.04	17.51	16.24	15.18	14.27

资料来源：国信证券经济研究所

合理估值区间：15.5-19 元/股

从公司来看，万讯自控运营模式及自身研发实力，在自动化仪器仪表行业中独树一帜。未来伴随募集资金项目投产，以及产品应用领域拓宽，公司具备良好的成长性。我们预计公司未来三年（2010-2012 年）净利润的 CAGR 将达 23%。

我们认为公司合理的投资价值区间在 15.5-19 元/股之间，对应 10 年 PE 为 29-36 倍。

公司简介：专注自动化仪器仪表细分领域

自动化仪器仪表行业的急先锋

公司成立于 1994 年，生产经营自动化仪器仪表、计算机软件、自动化工程；经营进出口业务。主要产品有电动执行器、流量计、信号调理仪表、控制阀和其他仪器仪表等。流量计和物液位仪表用于信息采集，类似人类五官的作用；信号调理仪表用于信号处理，类似人类神经系统；电动执行器和控制阀用于控制执行，类似四肢的作用。

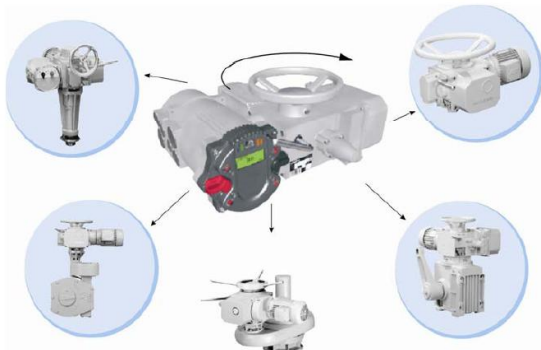
1，电动执行器

电动执行器，根据控制系统发出的信号，调控阀门或其他节流装置，对阀门或其他节流装置进行精确定位，实现对介质的流量控制，实现对生产过程中温度、压力、流量、物位和成份等过程参数的调节控制。被大量运用于高温、高湿度、高腐蚀性、有毒性、高电磁干扰、有振动的工业环境。

根据驱动负载的大小，电动执行器可分为轻载型电动执行器、重载型电动执行器和楼宇执行器，楼宇执行器主要用于高楼调节空调风口和控制冷热水阀门等的终端装置。万讯自控是电动执行器产品系列最全的公司之一，具有完整的产品线。

图 1：重载型电动执行器

重载型电动执行器



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 2：楼宇执行器

楼宇执行器



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

2，流量计

流量计是用于测量管路中流体流量（流体体积/时间）的仪表。主要应用于工业生产中对工艺管路中各种气体、液体介质的流量测量。

按测量方法可分为：容积式流量计、差压式流量计、浮子流量计、涡轮流量计、电磁流量计、流体振荡流量计、热式流量计等。万讯自控生产和销售的流量计产品主要为均速管流量计（属于差压式流量计）和热式流量计。

图 3: 流量计

流量计产品



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

3, 控制阀

控制阀包括控制阀门和阀门定位器。控制阀门接受控制系统发出的信号, 控制介质的流量, 实现对生产过程中温度、压力、流量、物位和成份等过程参数的调节控制。阀门定位器是气动控制阀的关键控制附件, 与气动控制阀配套使用, 每一台气动调节阀配一台阀门定位器。它接受外部控制信号对气动执行器的行程进行定位控制, 实现对气动调节阀阀门开度的控制。

万讯自控的阀门定位器为智能阀门定位器, 具有三断保护和防雷等独创功能, 达到国际先进水平。

图 4: 控制阀

控制阀产品系列



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图 5: 阀门定位器

智能阀门定位器



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

4, 信号调理仪表

信号调理仪表, 用于对控制系统和现场仪表的信号传送进行隔离、配电、浪涌保护(避雷)和转换变送。在工业控制系统、水处理、环保和轨道交通等领域, 信号调理仪表的使用量大, 一个信息点需要至少一个信号调理仪表。

信号调理仪表包括各种信号隔离器、配电器、浪涌保护(避雷)器、安全栅、

温度变送器、电量变送器等。万讯自控的信号调理仪表品种规格齐全，基本涵盖了全部信号调理仪表品种，是国内同类产品领域产品系列最完整的厂商之一。

图 6: 信号调理仪表



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

5, 其他仪器仪表

其他仪器仪表包括磁翻板液位计、振棒物位开关、磁致伸缩液位计、雷达/导波雷达液位计等。上述仪表被用于控制系统对生产过程中物液位的测量，实现对产品生产过程的质量、效率和安全控制。

图 7: 其他仪器仪表

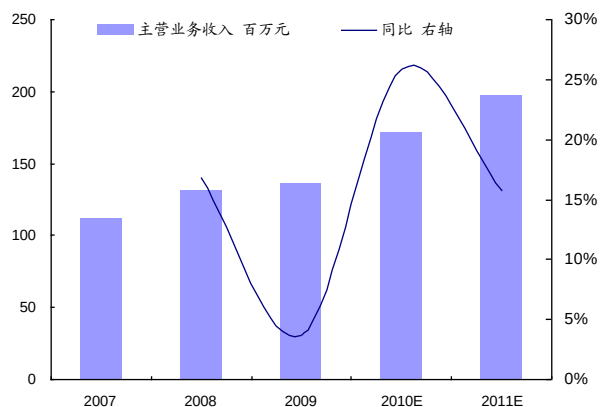


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

收入稳步增长，产品保持高毛利率

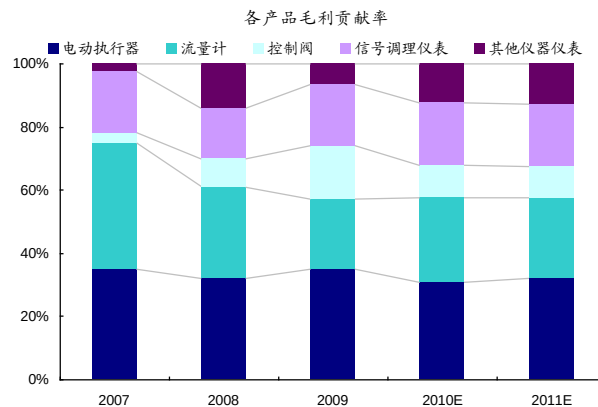
09 年收入 1.3 亿，毛利率 50%，其中信号调理仪表毛利率 70%。

图 8: 2010 年收入进入稳步增长期



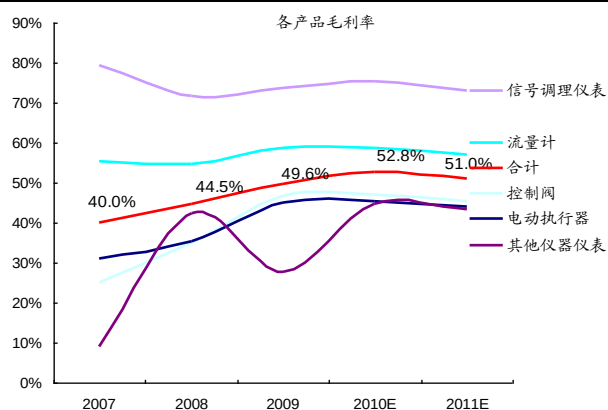
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 9: 各产品收入占比



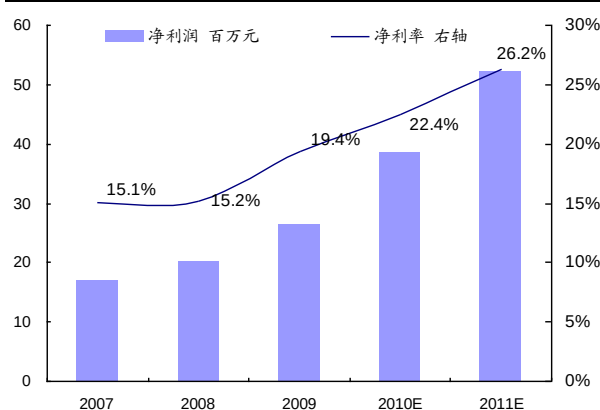
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 10: 整体毛利率达到 50%



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 11: 公司 10 年预计净利率达到 23%

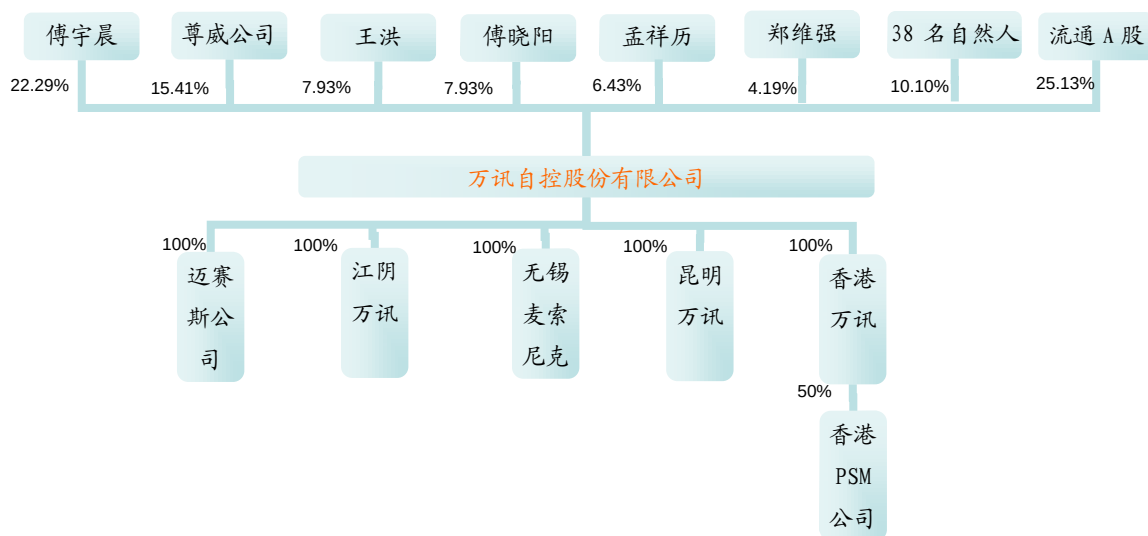


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

发行后，傅宇晨董事长依然为第一大股东

公司总股本 7163 股，发行 1800 万股，占发行后总股本的 25.15%。发行后，公司实际控制人依然为傅宇晨董事长及其家族。

图 12：发行后，傅宇晨董事长依然为第一大股东



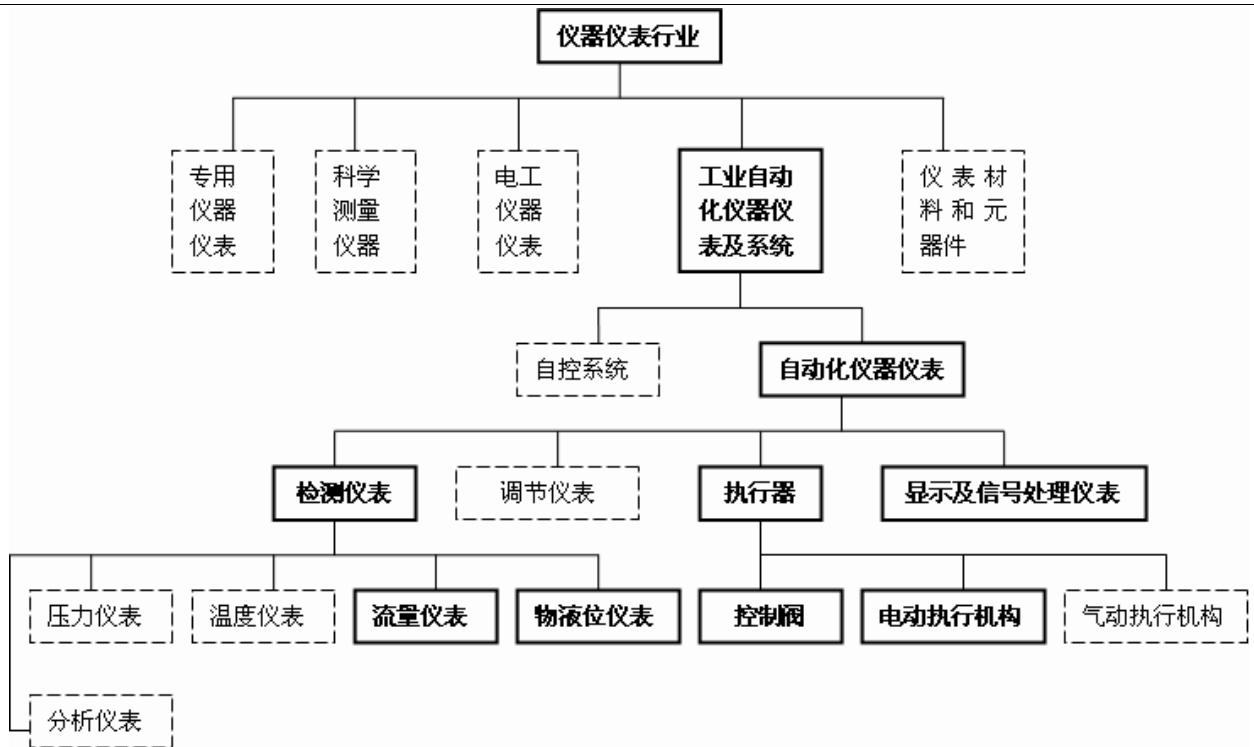
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

行业前景：下游投资增速稳定，上游销售收入增速有保障

工业自动化仪器仪表是自动化领域不可或缺的一部分

按产品的服务和应用领域分，可将仪器仪表行业细分为工业自动化仪器仪表及系统、科学测试仪器、专用仪器仪表、电工仪器仪表、仪表材料和元器件等。而其中只有工业自动化仪器仪表具有自行决策和控制功能，是工业自动化领域不可或缺的一部分。

图 13：公司产品属于自动化仪器仪表和自控系统子行业



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

下游行业多属于第二产业，近十年来固定资产投资增速高

产品下游涉及冶金、有色金属、化工、石油、电力、建材、环保、水处理、制药等行业，多属于第二产业，规模庞大、技术复杂、连续性要求高，需要大量运用工业自动化技术和工业自动化仪器仪表。

第二产业固定资产增速近十年来维持高位运行，始终没有低于 20%。如果下游固定资产投资最终转换为对上游的需求，未来几年仪器仪表行业增速将能够保持在 20%。

图 14: 下游行业以石化、有色冶金、电力为主

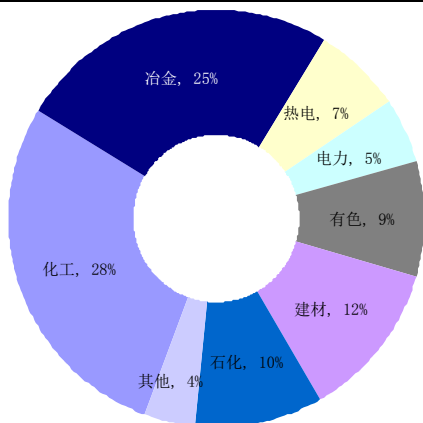
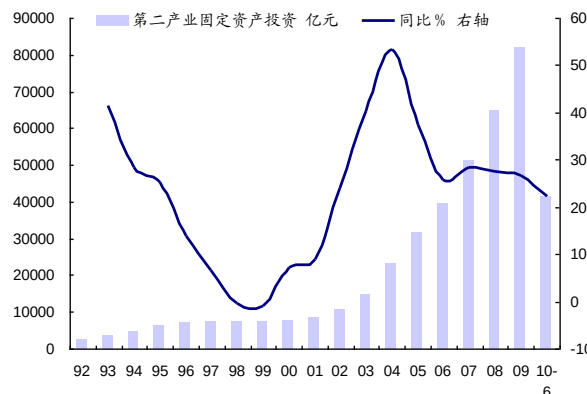


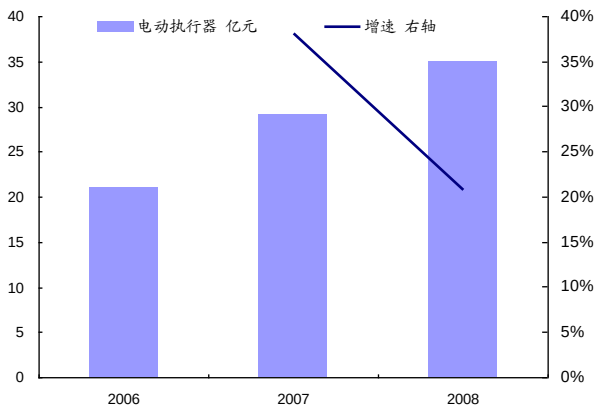
图 15: 近十年来固定资产投资增速高



细分产品市场销售复合增长超过 20%

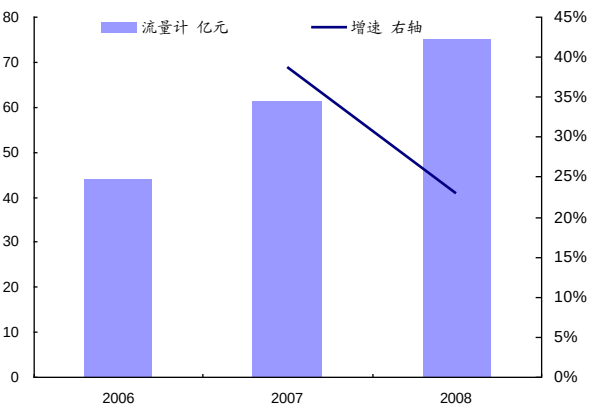
据环球 HZResearch《中国工业自动化仪器仪表行业及相关细分产品调研报告》，06-09 年国内仪器仪表行业的年销售额占全球年销售额的平均比例达 26.24%，国内年销售额的年均复合增长率达 23.6%。万讯自控四类产品所在细分行业 06-08 销售收入复合增长率均超过 20%。

图 16: 电动执行器销售额及同比增长



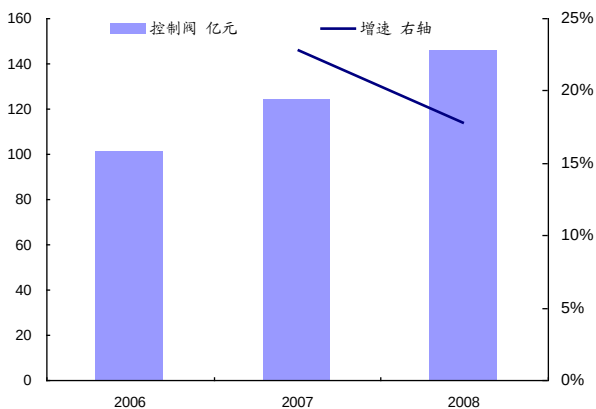
资料来源: HZResearch, 国信证券经济研究所

图 17: 流量计销售额及同比增长



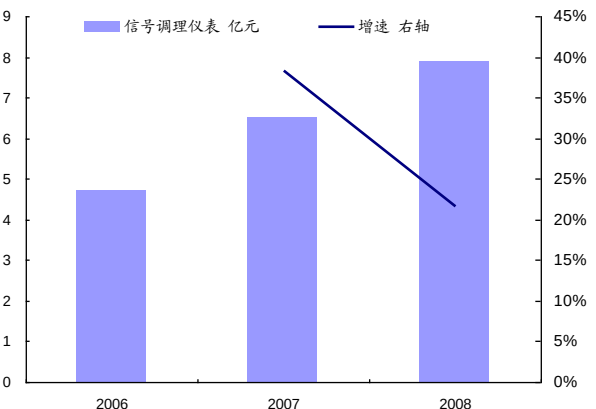
资料来源: HZResearch, 国信证券经济研究所

图 18: 控制阀销售额及同比增长



资料来源: HZResearch, 国信证券经济研究所

图 19: 信号调理仪表销售额及同比增长



资料来源: HZResearch, 国信证券经济研究所

市场集中度低，整合是大趋势

中国仪器仪表行业有超过4300家企业，其中有将近90%是年销售额不足5000万的小企业，行业集中度低。

仪器仪表是需要投入大量资金用于研发和销售的行业，未来将朝着高精尖技术方向发展，没有高端技术的小企业将在经济浪潮中被淘汰，剩余的中大型企业将会不断整合，以提高资源利用效率。

表 3: 主营产品市场占有率及竞争对手

	产品名称	2006	2007	2008	国外主要竞争对手	国内主要竞争对手
仪器仪表行业市场份额		0.18%	0.15%	0.14%		
	电动执行器	1.63%	2.92%	2.92%	英国罗托克、德国欧码、瑞士博力谋	重庆川仪、自仪股份、温州特福隆
	流量计	0.41%	0.55%	0.55%	美国艾默生、美国 Veris	西安中航流量研究所、南京瓦特科技
细分产品 市场份额	信号调理仪表	1.69%	1.79%	1.79%	英国 MTL、德国 P+F	重庆宇通仪器仪表、北京维盛新仪、 南京优信电气、上海辰竹仪表
	控制阀	0.001%	0.002%	0.002%	美国 FISHER、德国萨姆森、日本工装	吴忠仪表、自仪股份、鞍山自控仪表、 重庆川仪

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

竞争优势：从“总经销”到“独立研发”的华丽转型

“避强击弱”选择合作伙伴

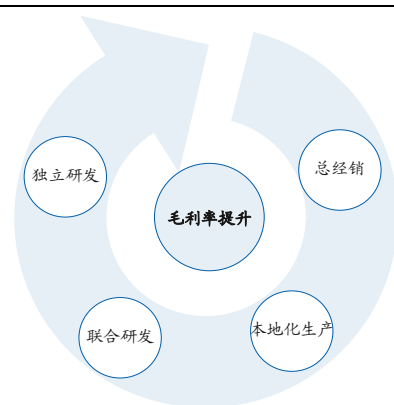
国内仪器仪表企业缺乏高端技术，与国外存在较大差距，但劳动力成本低，销售网络优势明显。整个行业处于引进国外先进技术，进而大规模生产、销售的格局。不少企业首选知名度高的跨国集团或大型专业公司进行合作，以市场换技术，在学习技术的同时，分享国内的销售网络。但此类合作往往难以维系，当国外集团或大公司渗透到销售网络之后，便与国内合作者变成竞争关系。他们不断开发出新产品，通过销售网络进入国内市场，而国内合作者在技术淘汰后则会面临巨大的生存压力。

在寻找合作伙伴上，万讯自控避开跨国集团和大公司，将目标锁定细分专业领域的小型龙头公司。第一，这类公司产品有技术，代理经销回报率高。第二，这类公司缺乏跨国销售网络，万讯自控可以发挥 140 人的销售网络团队优势，引进产品，而不用担心销售网络被占有。这类模式具有可持续合作基础，能够取得双赢局面。

从“总经销”到“独立研发”四部曲

万讯自控的国际合作模式可分为四个阶段，万讯在每一阶段拥有比前一阶段更强的技术研发实力、承担更多的技术研发分工。

图 20：国际合作四阶段示意图



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

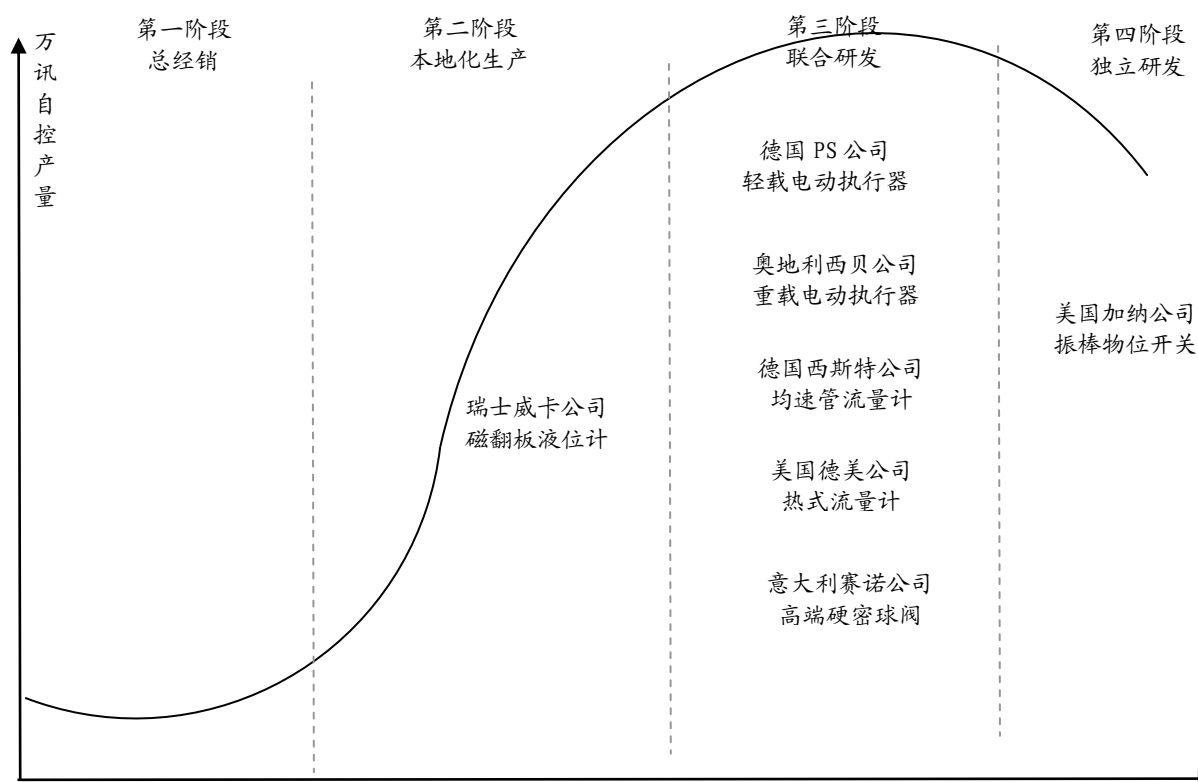
表 4：国际合作模式四阶段分工

合作阶段	第一阶段： 国内独家销售	第二阶段： 本地化生产	第三阶段： 联合研发	第四阶段： 独立研发
国际合作 伙伴	提供全部研发设计	提供部分专有技术及专利	提供部分专有技术及专利	提供合作产品的国际市场技术需求、部分研发费用
万讯	负责技术推广及技术服务。	提供制造技术的研究开发及应用，负责技术推广及技术服务。	提供合作产品的部分专有技术及专利，对合作产品进行创新性的研发与设计，负责合作产品的技术推广及技术服务；对部分产品进行重新开发与设计。	自主进行对产品全新的研究、开发和设计，负责产品的技术推广及技术服务。

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

万讯自控目前有七家国际合作伙伴，处于不同合作阶段。

图 21: 国际合作公司目前所处阶段



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

目前处于第一阶段的合作公司还在寻找过程中，虽然有几家候选公司，但还需要时间考察。一旦发现一个新产品，产品生命周期一般在十年左右，将持续改善万讯自控盈利能力，但也会出现长时间找不到合作伙伴的风险，这会对公司未来持续增长带来负面影响。

募投资金投向分析

资金主要用于项目扩产

公司此次拟发行 1800 万股,募集资金 3.1 亿,可用资金约 2.9 亿元,其中 9400 万投向智能仪表、电动执行器、流量计三大类产业化项目。12 年部分达产, 13 年全面达产。由于市场集中度很低,公司产品又具有技术优势,达产后需求不是问题。

图 22: 募投项目及预期收益

	投资额 万元	产品	分类	现有 产能	目标 产能	投产	达产	均价 元	营业收入 万元	毛利率	总利润 万元	净利润 万元
自主 产品	2539	信号调理仪表	信号调理仪表	60000	100000			230				
		电量变送器		-	43000			350	3805	30%	1128	814
		阀门定位器	控制阀	-	25500			350	893		265	191
国际 合作 产品	4115	轻载执行器	电动执行器	5000	8500	2012年	2013年	5900				
		重载执行器		800	1500			24000	8615	21%	1828	1370
	2878	均速管流量计	流量计	2000	3600			14500				
		热式流量计		-	1700			5500	6155	25%	1523	1142
合计	9531								21908		5422	4012

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

盈利预测：2012 年后期进入高速增长通道

预计 10、11、12 年 EPS 0.53 元、0.72 元、0.81 元

我们预计 10、11 和 12 年分别实现主营业务收入 1.7 亿元、2 亿元、2.3 亿元，同比分别增长 26%、16%、18%。净利润分别为 0.38 亿元、0.51 亿元、0.58 亿元，对应 EPS 分别为 0.53 元、0.72 元、0.81 元。

核心假设

10 年整体经济复苏期，收入增长较快，达到 25%。11-12 年为扩产项目蛰伏期，收入增长较慢，达到 15-18%。13 年扩产项目全面达产开始进入高速成长期，收入增长可达 30%。

2010-2013 年分项收入及损益表预测

表 5: 2010-2013 年万讯自控分项收入预测明细

	2010E	2011E	2012E	2013E	11VS10	12VS11	13VS12
电动执行器							
销售收入 (百元)	611,458.0	733,749.6	880,499.5	1,144,649.4	20.0%	20.0%	30.0%
毛利率 (%)	45.4%	44.0%	42.7%	41.4%	-1.4%	-1.3%	-1.3%
流量计							
销售收入 (百元)	409,414.0	450,355.4	495,390.9	644,008.2	10.0%	10.0%	30.0%
毛利率 (%)	58.7%	56.9%	55.2%	53.6%	-1.8%	-1.7%	-1.7%
控制阀							
销售收入 (百元)	201,272.0	221,399.2	254,609.1	330,991.8	10.0%	15.0%	30.0%
毛利率 (%)	46.9%	45.5%	44.1%	42.8%	-1.4%	-1.4%	-1.3%
信号调理仪表							
销售收入 (百元)	236,937.0	272,477.6	313,349.2	407,353.9	15.0%	15.0%	30.0%
毛利率 (%)	75.2%	72.9%	70.8%	68.6%	-2.3%	-2.2%	-2.1%
其他仪器仪表							
销售收入 (百元)	247,193.0	296,631.6	385,621.1	501,307.4	20.0%	30.0%	30.0%
毛利率 (%)	44.8%	43.5%	42.2%	40.9%	-1.3%	-1.3%	-1.3%
合计							
销售收入 (百元)	1706274.0	1974613.4	2329469.8	3028310.7	15.7%	18.0%	30.0%
毛利率 (%)	52.8%	51.0%	49.2%	47.7%	-1.8%	-1.8%	-1.5%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 6: 2010-2013 年万讯自控损益表预测

单位: 百万元	2010E	2011E	2012E	2013E	11VS10	12VS11	13VS12
业务收入	171.6	198.6	234.3	304.6	15.7%	18.0%	30.0%
业务成本	81.0	97.2	119.0	159.2	20.1%	22.4%	33.8%
毛利率 (%)	52.8%	51.0%	49.2%	47.7%	-1.8%	-1.8%	-1.5%
营业税金及附加	1.0	1.2	1.4	1.8	15.7%	18.0%	30.0%
费用率 (%)	25.1%	18.3%	17.9%	18.1%	-6.8%	-0.4%	0.2%
销售费用	22.3	13.1	15.4	19.9	-41.2%	17.4%	29.4%
销售费用率 (%)	13.0%	6.6%	6.6%	6.5%	-6.4%	0.0%	0.0%
管理费用	22.3	25.8	28.9	37.6	15.7%	12.1%	30.0%
管理费用率 (%)	13.0%	13.0%	12.4%	12.4%	0.0%	-0.7%	0.0%
财务费用	-1.6	-2.6	-2.4	-2.5	61.9%	-6.6%	4.1%
财务费用率 (%)	-0.9%	-1.3%	-1.0%	-0.8%	-0.4%	0.3%	0.2%
营业外收支	2.0	2.1	2.2	2.3	5.0%	5.0%	5.0%
税前利润	49.6	66.9	75.1	91.8	35.0%	12.3%	22.2%
税前利润率 (%)	28.9%	33.7%	32.1%	30.1%	4.8%	-1.6%	-1.9%
所得税	7.4	10.0	11.3	13.8	35.0%	12.3%	22.2%
有效税率 (%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	38.1	51.5	57.8	70.6	35.0%	12.3%	22.2%
净利润率 (%)	22.2%	25.9%	24.7%	23.2%	3.7%	-1.2%	-1.5%
每股收益 (元)	0.53	0.72	0.81	0.99	35.0%	12.3%	22.2%

资料来源: 国信证券经济研究所

投资风险

(1) 扩产项目晚于预期。扩产项目产能扩张都在一倍以上，2 年后达产，一旦下游需求出现衰退，可能出现供大于求的现象，对公司成长造成负面影响。

(2) 引进新合作伙伴遇到障碍。目前国际合作伙伴仍在引进过程中，但也有可能迟迟找不到合适的合作伙伴，会影响到新产品的开发，以及未来长期发展战略。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	19	429	433	486	营业收入	136	172	199	234
应收款项	29	38	43	49	营业成本	68	81	97	119
存货净额	25	28	33	39	营业税金及附加	1	1	1	1
其他流动资产	9	10	12	14	销售费用	20	22	13	15
流动资产合计	82	505	536	589	管理费用	19	23	27	30
固定资产	26	51	87	112	财务费用	0	(2)	(3)	(2)
无形资产及其他	9	8	7	7	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	2	1	1	1
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	0	1	1	1
资产总计	122	569	635	711	营业利润	30	48	65	73
短期借款及交易性金融负债	0	80	82	83	营业外净收支	1	2	2	2
应付款项	6	9	10	13	利润总额	31	50	67	75
其他流动负债	11	14	15	17	所得税费用	5	7	10	11
流动负债合计	17	102	107	113	少数股东损益	0	4	5	6
长期借款及应付债券	0	10	21	33	归属于母公司净利润	26	38	51	58
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	10	21	33	现金流量表 (百万元)				
负债合计	17	112	128	146		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	4	8	14	净利润	26	38	51	58
股东权益	105	453	499	551	资产减值准备	(2)	4	1	1
负债和股东权益总计	122	569	635	711	折旧摊销	3	3	5	6
					公允价值变动损失	(2)	(1)	(1)	(1)
					财务费用	0	(2)	(3)	(2)
					营运资本变动	0	(5)	(8)	(9)
					其它	2	(0)	4	4
					经营活动现金流	27	39	52	60
					资本开支	(2)	(30)	(40)	(30)
					其它投资现金流	0	0	(15)	15
					投资活动现金流	(3)	(30)	(55)	(15)
					权益性融资	0	314	0	0
					负债净变化	0	10	11	12
					支付股利、利息	(7)	(4)	(5)	(6)
					其它融资现金流	(5)	80	2	2
					融资活动现金流	(18)	400	7	8
					现金净变动	7	409	5	52
					货币资金的期初余额	13	19	429	433
					货币资金的期末余额	19	429	433	486
					企业自由现金流	25	7	9	26
					权益自由现金流	20	98	24	42

资料来源：国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.49	0.53	0.72	0.81
每股红利	0.12	0.05	0.07	0.08
每股净资产	1.95	6.32	6.97	7.70
ROIC	25%	30%	32%	30%
ROE	25%	8%	10%	10%
毛利率	50%	53%	51%	49%
EBIT Margin	21%	26%	31%	30%
EBITDA Margin	23%	28%	33%	32%
收入增长	4%	26%	16%	18%
净利润增长率	32%	44%	35%	12%
资产负债率	14%	20%	21%	23%
息率	0.7%	0.4%	0.6%	0.6%
P/E	35.4	32.7	24.3	21.6
P/B	8.9	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	31.0	28.3	20.9	18.4

附表 2：近期创业板上市公司估值及首日涨幅一览

图 23：近期创业板上市公司估值及首日涨幅

证券代码	证券简称	发行价 元	上市日期	首发PE	10PE	11PE	12PE	首日涨幅%
300094.SZ	国联水产	14.38	2010-07-08	57.52	37.03	28.35	22.72	-0.63
300096.SZ	易联众	19.80	2010-07-28	63.87	52.89	38.96	29.80	47.63
300097.SZ	智云股份	19.38	2010-07-28	45.07	48.97	38.56	30.29	52.48
300095.SZ	华伍股份	22.56	2010-07-28	36.98	37.52	27.45	21.49	64.01
300098.SZ	高新兴	36.00	2010-07-28	44.72	33.58	25.56	19.94	12.36
300101.SZ	国腾电子	32.00	2010-08-06	59.26	90.12	65.02	48.23	118.47
300100.SZ	双林股份	20.91	2010-08-06	40.21	39.26	32.13	25.83	77.67
300099.SZ	尤洛卡	48.65	2010-08-06	49.44	56.83	36.46	27.41	60.12
300103.SZ	达刚路机	29.10	2010-08-12	43.43	46.63	34.43	28.00	58.76
300102.SZ	乾照光电	45.00	2010-08-12	70.31	64.26	40.84	29.87	77.07
300104.SZ	乐视网	29.20	2010-08-12	66.36	56.81	41.49	30.95	47.12
300106.SZ	西部牧业	11.90	2010-08-20	51.74	79.44	60.51	46.59	151.93
300107.SZ	建新股份	38.00	2010-08-20	61.29	65.04	43.61	30.74	44.74
300105.SZ	龙源技术	53.00	2010-08-20	53.46	70.25	49.76	36.59	57.70
300109.SZ	新开源	30.00	2010-08-25	61.22	82.79	68.27	42.26	120.00
300108.SZ	双龙股份	20.48	2010-08-25	53.14	52.24	37.15	26.54	52.93
300110.SZ	华仁药业	13.99	2010-08-25	50.38	57.99	41.81	31.74	55.33
平均值				53.44	57.15	41.79	31.12	64.57

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	