

分析师： 陈志坚 (8621)68751090 chenzj@cjsc.com

执业证书编号： S0490208040136

联系人： 彭琦 (8621)68751090 pengqi@cjsc.com.cn

## “笑傲江海”：国内铝电解电容器旗舰上市

### 事件描述

南通江海电容器股份有限公司将于近期在深圳证券交易所中小板首次公开上市，基本情况如下：

- 江海股份拟采用网下向询价对象询价配售和网上资金申购定价发行相结合的方式公开发行为 4,000 万股人民币普通股（A 股），占发行后总股本（16000 万股）的 25%
- 我们预计公司 2010 年到 2012 年 EPS 分别为 0.557, 0.748, 1.002 元，考虑给予 33-38 倍 PE，相对应股价为 18.38-21.66 元，建议询价区间为 16.54-20.1 元。考虑目前中小板一级市场申购状况，最终报价可能达到 19.84-24.12 元

### 事件评论

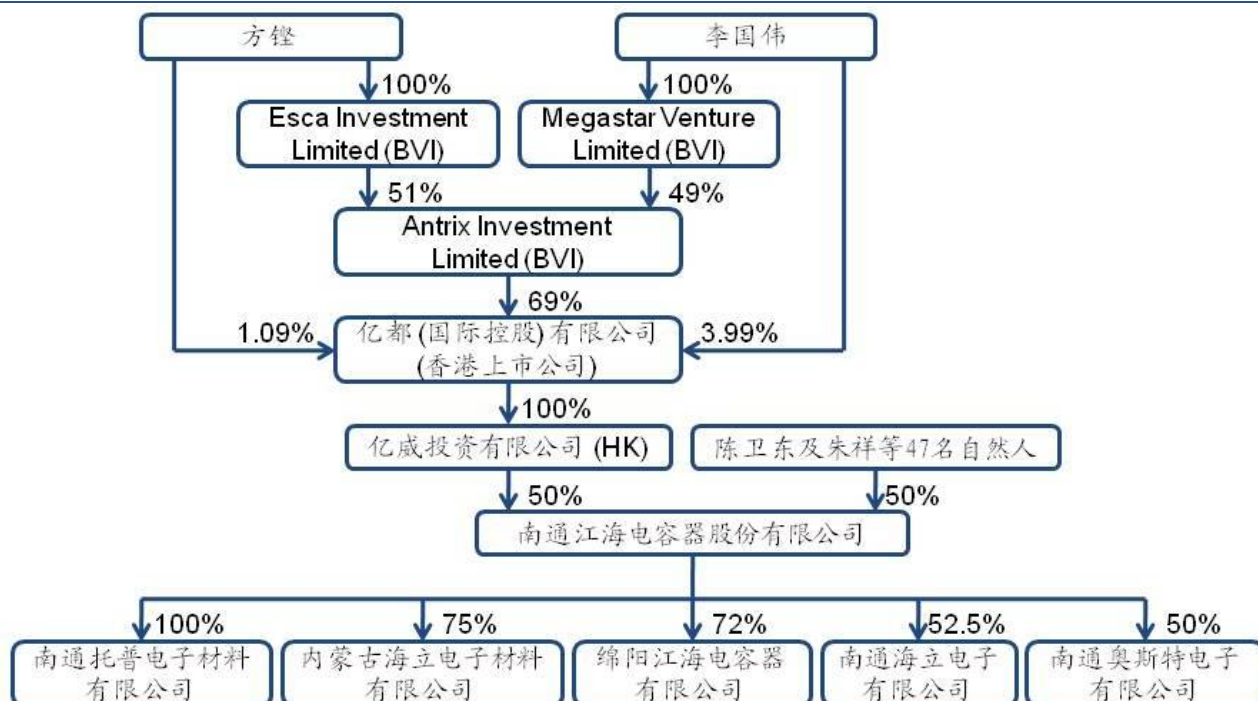
### 公司概况

#### 股权结构

南通江海电容器股份有限公司前身为成立于 1958 年 10 月的南通江海电容器厂，2002 年 8 月 9 日通过向原电容器厂经营层整体转让电容器厂资产的方式由集体企业改制为南通江海电容器有限公司。2005 年 12 月 22 日—2007 年 7 月 6 日，香港亿威投资有限公司分三次向江海有限增资 1 亿元并取得了 50% 的股份。2008 年 8 月 8 日江海有限整体变更设立为股份公司。

公司由法人股东香港亿威（港方股东）和陈卫东等 47 名自然人股东（中方股东）联合发起设立，双方各持有公司发行前 50% 的股份，对公司形成共同控制。

截止截至 2010 年 6 月 30 日，公司共拥有南通托普电子材料有限公司、内蒙古海立电子材料有限公司和绵阳江海电容器有限公司 3 家控股子公司，以及南通海立电子有限公司和南通奥斯特电子有限公司 2 家合营公司。其中绵阳江海主要从事电容器的生产，南通托普和内蒙古海立主要生产电容器的原材料及部件，南通海立和南通奥斯特主要为公司进行 OEM 贴牌生产。

**图 1: 发行前公司股权结构**


资料来源：招股意向书，长江证券研究部

**表 1: 发行前后公司股本结构变化情况**

| 股东类别           | 发行前              |                | 发行后               |                |
|----------------|------------------|----------------|-------------------|----------------|
|                | 持股数量（万股）         | 比例             | 持股数量（万股）          | 比例             |
| <b>有条件限售股份</b> | 12,000.00        | 100%           | 12,000.00         | 75.00%         |
| 香港亿威           | 6,000.00         | 50%            | 6,000.00          | 37.50%         |
| 陈卫东等47人        | 6,000.00         | 50%            | 6,000.00          | 37.50%         |
| <b>无条件限售股份</b> |                  |                | 4000.00           | 25.00%         |
| 本次发行社会公众股      |                  |                | 4000.00           | 25.00%         |
| <b>合计</b>      | <b>12,000.00</b> | <b>100.00%</b> | <b>16,000.000</b> | <b>100.00%</b> |

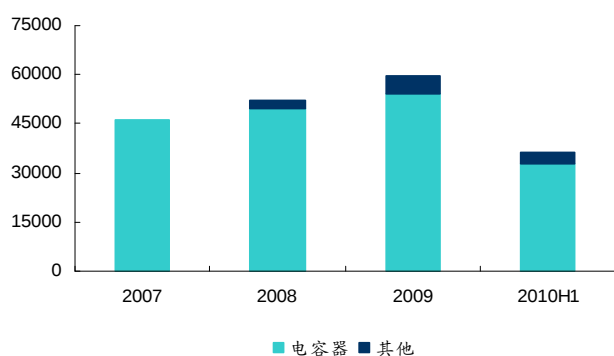
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

## 主营业务分析

公司专注于电容器及其材料、配件的研发和生产，主要产品为铝电解电容器系列产品及其主要的原材料化成箔，广泛应用于数字家电、工业控制、军工等领域。

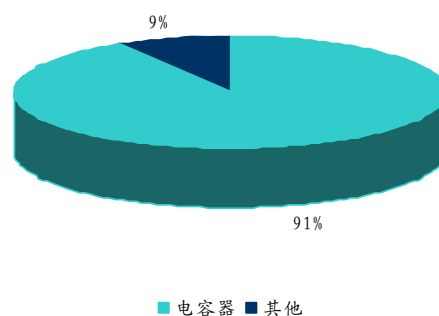
公司从事铝电解电容器生产和销售多年，自 1993 年开始公司的销售收入就一直在全国铝电解电容企业中排名第一，按 2007 年的销售收入排名，公司是唯一一家进入全球前 8 名的国内企业，是国内铝电解电容业的龙头企业，公司的主营业务收入也主要来自电容器产品的销售。

图 2: 主营业务收入构成 (单位: 万元)



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

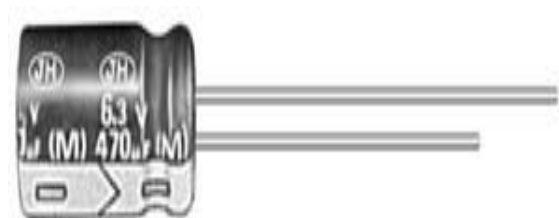
图 3: 2009 年主营收入占比



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

公司的铝电解电容器产品按引出方式可以分为引线式、焊片式及焊针式、螺栓式三种，下游主要为消费电子和工业领域。消费类铝电解电容器主要用于电视、音响、显示器、计算机及空调等消费类市场，工业类铝电解电容器主要用于工业和通讯电源、专业变频器、数控和伺服系统、风力发电及汽车等工业领域。目前公司的产品具有完整的生产线，其中焊片式和螺栓式产品为主打，引线式产品主要用于产品配套。

图 4: 引线式电容器



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

图 5: 螺栓式电容器



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

图 6: 焊片式及焊针式电容器

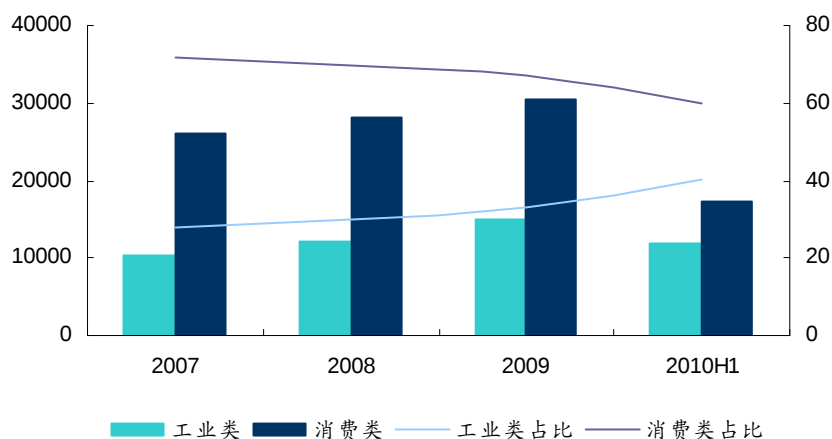


资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

在消费类领域，公司的电容器占了韩国三星电子公司的铝电解电容器总采购额的 27%，2010 年将会有进一步的增加，预计达到 30% 左右。同时，公司已经通过了格力、美的、海尔、海信和松下等空调制造商变频技术核心部件高压电容器的认证，以及 GE、惠普等厂商在变频洗衣机用电容器的认证。

由于工业类产品下游行业发展迅速，公司的主营逐渐向高技术附加值高毛利率的高功率工业类电容器倾斜。目前公司产品占世界著名的 UPS、变频器、工业和通讯电源厂商 EMERSON 网络能源公司铝电解电容器总采购额的 95%，占德国西门子公司高压变频器生产部门铝电解电容器采购额的 80%，在其他一些世界知名工业品厂商的采购份额也在不断上升。

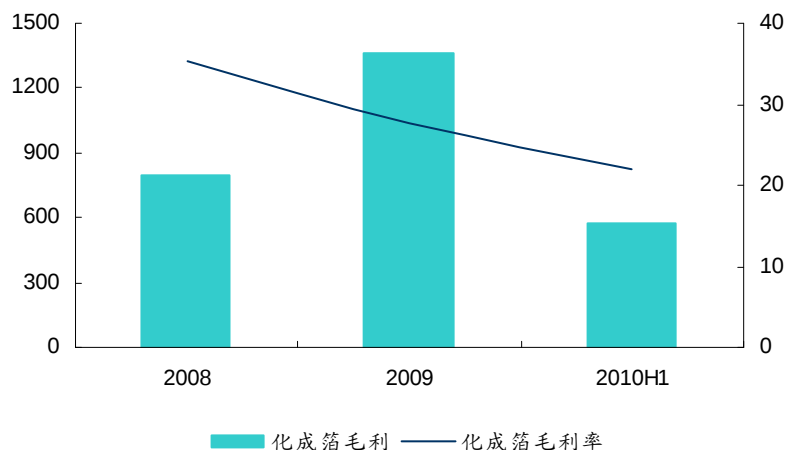
图 7：自产电容器销售收入（单位：万元）



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

控股子公司内蒙古海立电子材料有限公司引进了日立 AIC 公司的无机酸化技术，主营高压化成箔产品，于 2008 年 3 月投产，募投项目将进一步增加化成箔的产能，产能的扩张除一部分公司自用以外，其余出口。

图 8：化成箔毛利润及毛利率（单位：万元）



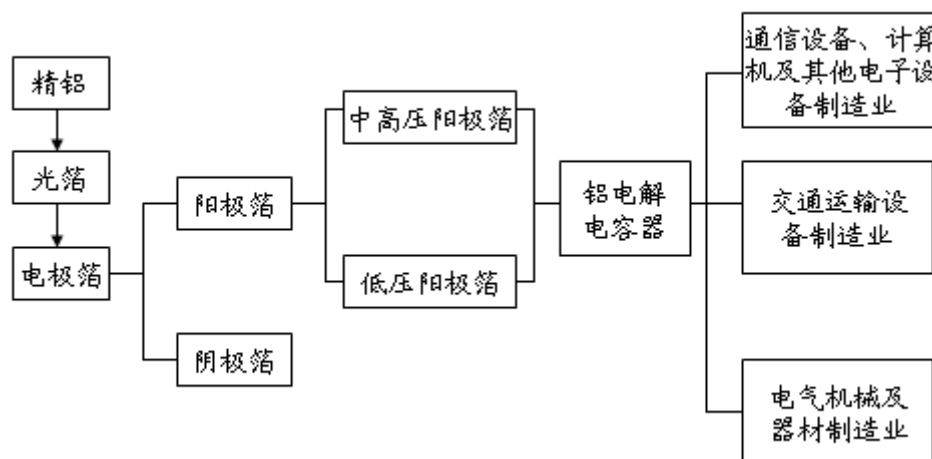
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

## 行业分析

### 得益于终端市场的不断发展，铝电解电容器行业发展前景值得看好

在国内消费升级和国外产能转移的双重利好因素下，我国铝电解电容器行业的前景持续向好。同时，2009 年，中国政府推出了 4 万亿投资计划，其中 2 万亿的铁路投资计划、2-3 千亿的 3G 建设计划和“家电下乡”计划也对公司所处的铝电解电容器行业形成了实质性利好。

图 9：公司所处行业的上下游产业链



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司的铝电解电容器主要应用在消费类电子产品、通讯、汽车、电力等行业。其中消费类电子行业占总消耗量的 44%，是铝电解电容器的最大市场；其次是工业设备，包括各类变频设备，占 23% 左右；通讯、汽车等行业也占 5%-7% 的比例。

据中国电子元件行业协会信息中心估计，2010 年-2012 年我国铝电解电容器市场规模将保持 5%-9% 的增长速度，预计到 2012 年我国铝电解电容器的产量将达到 1000 亿只，国内市场需求量将达 1280 只，市场规模将达 122 亿人民币。

由于近年来消费电子产品发展迅速，包括 CRT 电视向 LCD 电视的转变，以及 3G 技术带来的电子设备的更新换代都使得铝电解电容器的需求旺盛。Windows 7 系统引起的换机风潮对这股旺盛的需求起了进一步的推动作用。

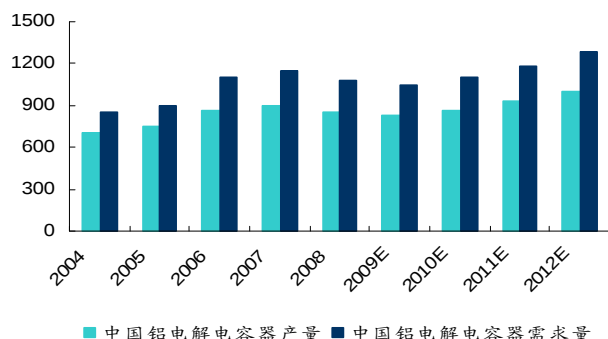
在工业类电子产品方面，铝电解电容器也受到来自集成电路、整机电路的改进以及在高压高频、小容量应用领域中的其他电容器的互相渗透，但铝电解电容器凭借其优异的技术特性在未来的电容器市场中仍然牢牢占据 30% 以上的份额。

由于低碳时代的来临，工业类产品领域涉及的风力发电等新兴环保能源行业在过去的几年里一直保持快速增长的势头，近 10 年来，全球风电累计装机容量的年均增长率接近 30%。2009 年全球风电装机总量达到 157.9 千兆瓦，较上年增加了 37.5 千兆瓦，增长 31%，其中，中国风电装机容量连续第 5 年实现 100% 增长。该领域对高性能铝电解电容器的需求将极大的推动铝电解电容器行业的发展。

轨道交通建设，节能灯和新能源汽车等行业的快速发展都为公司未来业绩增长的带来动力。

**图 10：中国铝电解电容器产量与需求量**

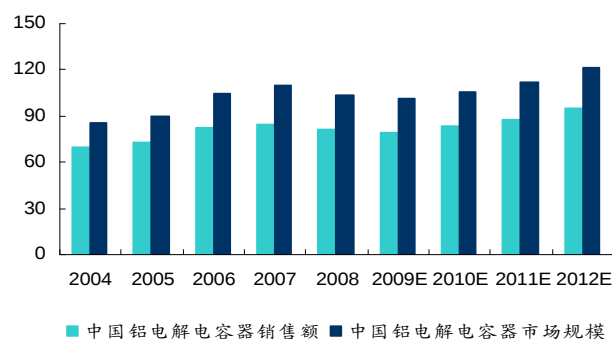
(单位：亿只)



资料来源：招股意向书,长江证券研究部

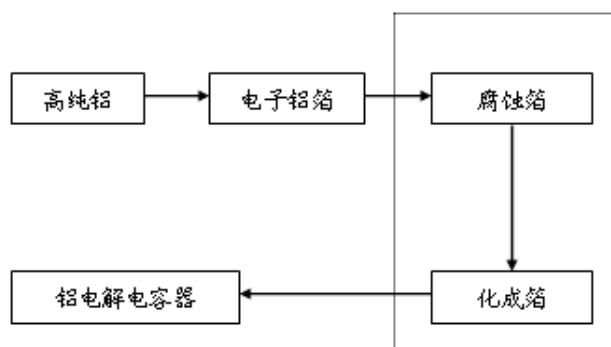
**图 11：中国铝电解电容器销售额与市场规模**

(单位：亿元)

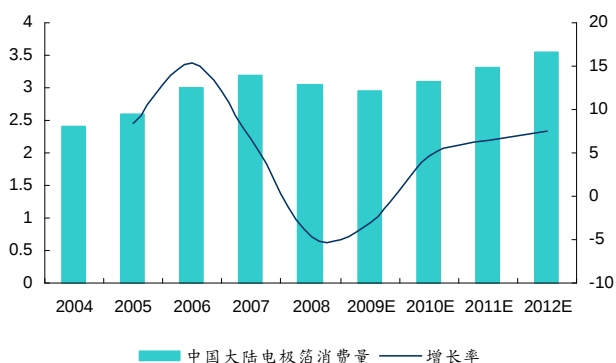


资料来源：招股意向书,长江证券研究部

电极箔是铝电解电容器的关键原材料。根据中国电子元件行业协会信息中心估计，在2006年中国大陆境内的电极箔实际消费量达3万吨以上，占全球电极箔消费量的40%以上，2007 年达到3.2 万吨，2008 年受全球金融危机的影响下降为3.05 万吨，预计2009 年将达2.96 万吨，2010 年起将恢复增长，2012年将达3.55 万吨。目前国内电极箔的技术水平不高，高性能的电极箔大部分为外国公司垄断，且技术对国内封锁，价格居高不下。

**图 12：公司化成箔产业链**


资料来源：招股意向书,长江证券研究部

**图 13：中国大陆电极箔消费量发展 (单位：万吨)**


资料来源：招股意向书,长江证券研究部

## 行业竞争格局

铝电解电容器行业和电极箔行业属于技术密集型和知识密集型行业，属于市场化较为充分的行业，其中铝电解电容器厂商主要集中在日本、中国大陆、台湾地区以及韩国。随着国内大企业不断的进行技术创新，产品区域逐渐高端化，凭借强大的技术储备及市场营销网络支持，在高端客户方面占据了较大的优势；在中档产品领域主要是一些台资与境内外资企业拼性价比；在低档产品领域主要是大量小型民营拼价格。

表 2: 2007 年工业用电容器销售和排名情况

| 公司名称            | 地区 | 按工业用销售额排名 | 工业用铝电解销售额 (百万美元) |
|-----------------|----|-----------|------------------|
| chemi_con (NCC) | 日本 | 1         | 450.92           |
| nichicon        | 日本 | 2         | 183.69           |
| Hitachi_AIC     | 日本 | 3         | 127.48           |
| Rubycon         | 日本 | 4         | 94.56            |
| CDE             | 美国 | 5         | 55.00            |
| Epcos           | 德国 | 6         | 52.84            |
| Rifa_bhc        | 瑞典 | 7         | 48.76            |
| Jianghai (本公司)  | 中国 | 8         | 45.25            |

资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

表 3: 2007 年-2009 年行业内主要企业电容器业务销售及毛利情况

| 企业   | 2009 年    |           | 2008 年    |           | 2007 年    |           |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|      | 营业收入 (万元) | 营业毛利 (万元) | 营业收入 (万元) | 营业毛利 (万元) | 营业收入 (万元) | 营业毛利 (万元) |
| 东阳光铝 | 23864.14  | 4507.98   | 27488.59  | 4104.80   | 4971.95   | 599.48    |
| 风华高科 | 52900.99  | 14423.74  | 65315.70  | 12520.74  | 79258.31  | 12945.28  |
| 法拉电子 | 75294.50  | 24544.64  | 54691.51  | 17186.42  | 56417.69  | 20168.25  |
| 铜峰电子 | 17416.52  | 460.73    | 17197.94  | 756.77    | 17648.35  | - 619.26  |
| 德普科技 | 31459.60  | 4217.20   | 23759.60  | 4612.10   | 28756.70  | 8634.30   |
| 本公司  | 54070.94  | 9713.92   | 49797.85  | 6965.38   | 46412.42  | 6099.10   |

资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

在国内政策刺激以及国外产能转移的双重影响下, 我国已经逐渐成为电子元器件的生产大国。由于近年来全球电子制造业继续保持高速发展以及行业国际一体化趋势的日趋明显, 我国铝电解电容器的进出口额持续快速增长, 但是, 国产电容器不能完全满足国内市场, 尤其是在中高档产品区, 导致我国铝电解电容器进出口贸易逆差逐年增加。

## 公司看点

### 客户以国际大公司为主, 军工订单有望放量

公司的客户多为国际知名大公司, 如三星, ABB, UBS, 西门子等, 客户结构稳定。目前已公司已占 EMERSON 网络能源公司铝电解电容器总采购额的 95%, 占到德国西门子公司高压变频器生产部门铝电解电容器采购额的 80%, 在其他工业名品公司的采购份额占比也在逐年提升。

公司同时还通过了 GJB9001A 军品质量认证等质量认证, 在军用品领域公司是国内铝电解电容器仅有的三家拥有军用电子元器件质量认证的企业之一, 公司通过高品质的产品积极向军品市场渗透和发展。

表 4: 2007 年-2009 年行业内主要企业电容器业务销售及毛利情况

| 厂商                  | 证书            |
|---------------------|---------------|
| 三星电子                | 环保伙伴认证、优秀供应链奖 |
| 艾默生网络能源有限公司         | 优秀供应商、质量优秀奖   |
| 西门子 (上海) 电气传动设备有限公司 | 产品合格认证        |
| LG 电子               | 产品合格电子认证      |
| 林肯公司                | 产品合格认证        |
| 四川长虹电器股份有限公司        | 免检供应商         |
| 创维电子                | 十佳供应商         |

青岛海信电器股份有限公司  
深圳市中兴通讯有限公司  
欧瑞传动电器有限公司  
日立 AIC 公司  
EFORE 电子

十佳供应商  
优秀供应商  
优秀供应商  
产品合格认证  
优秀供应商

资料来源：招股意向书,长江证券研究部

## 产品技术国内领先

公司通过与国际同行合资合作以及与国内高校等产学研合作，长期致力于新技术的研发，于 2007 年被国家科技部认定为国家火炬计划重点高新技术企业。公司开始至今已经自主开发获得国家专利 5 项，另有 9 项专利正处于申请过程中。研发的新产品中，国家重点新产品 7 项，获省科技进步二等奖 1 项，市科技进步奖多项，同时，公司积极参与创新基金等项目。

目前公司的 CD13H, 超高电压 600 伏级电容器产品，国内唯一，而全球只有日本的两家企业可以生产 600 伏产品。汽车用电容产品可以达到 125 度耐温，在国内处于顶尖水平。而固体铝电解产品可在很多领域同薄膜电容产品竞争。整体产品技术处于国内领先地位。

## 产品多领域开花结果

公司在产品结构上的采用消费类和工业类产品并驾齐驱的方式。在消费类电子产品领域，率先抓住消费类电子产品结构调整升级带来的机遇，大力开拓平板电视及变频技术市场。在工业类产品领域，公司逐步增加高技术含量高附加值的工业类产品比重。

公司经过多年的努力，在多个领域的技术和产能储备已等来开花结果之时。未来业绩释放的动力将在变频家电，工业用变频器，太阳能和风能，铁路机车等领域的高附加值产品。

## 上下游产业链整合提高企业竞争力

由于电极箔是铝电解电容器的关键原材料之一，占铝电解电容器生产成本的 30%-70%，是电解电容器产业链中最具价值及最具技术含量的部分之一。

公司于 2007 年 4 月与日本日立 AIC 株式会社、日本六棱产业株式会社、香港亿威共同出资设立了内蒙海立电子材料有限公司，这标志着公司向上游化成箔行业的发展迈出了坚实的一步。公司这一产业链的延伸既降低了成本，同时也提高了产品品质的稳定性，使得公司的产品有更强的竞争力。

子公司引进了日立 AIC 公司的无机酸化技术，供应高压化成箔产品，于 2008 年 3 月投产，实现原材料部分自供能力。目前公司正在积极推动电解电容器用电极箔二期工程，将加大原材料的自供能力，强化公司产业链的垂直一体化优势。

## 公司经营状况

### 主营业务收入和净利润均保持高增长，毛利率高于行业均值

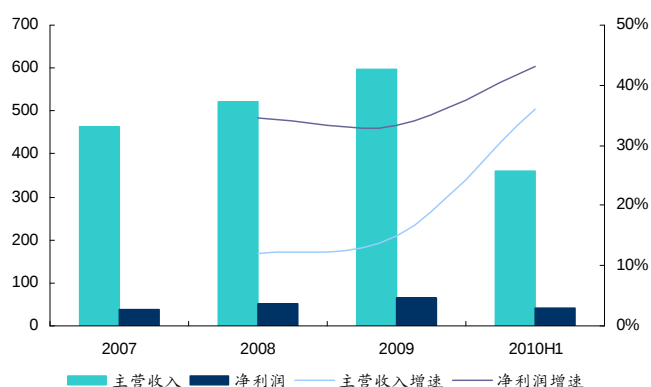
尽管报告期内有金融危机的不利影响，公司的主营业务收入和净利润均保持了良好的增长势头，其中净利润的同比增长率保持在 30%以上。这主要得益于公司在开发新的产品、进入新的市场领域方面取得了成效。2008 年内蒙古海立

化成箔生产线的投产成为公司新的利润增长点，2008 年、2009 年和 2010 年 1 - 6 月化成箔在主营业务收入中分别占了 4.33%、8.27%和 7.23%。

同行业上市公司中，法拉电子自产主要原材料之一的金属化膜，具有成本优势，因此毛利率较高；2007 年-2009 年，公司毛利率高于除法拉电子外的同行业三家上市公司平均值。

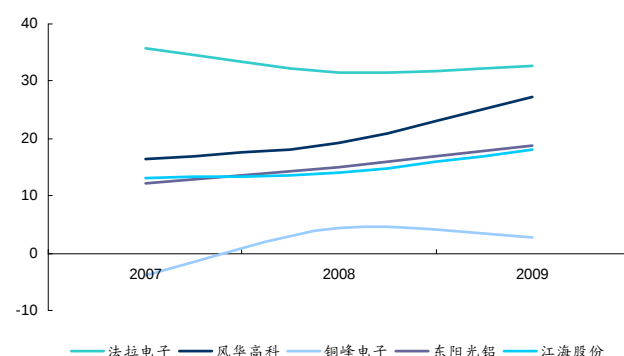
另外公司固定资产中房屋建筑物、机器设备的折旧年限普遍低于其他上市公司，如果公司折旧年限按平均值测算，将减少主营业务成本约为 400 万元，相应增加毛利率约 0.7 个百分点。

图 14：公司主营收入与利润（单位：万元）



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

图 15：同行业上市公司毛利率对比



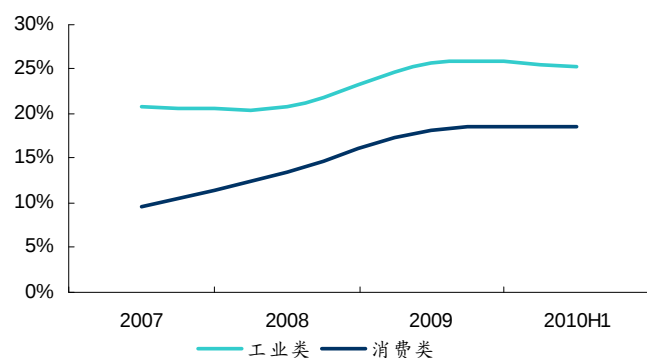
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

## 积极优化产品结构

报告期内，公司毛利率逐年上升一方面说明了公司优化产品结构的战略得到了有效实施；另一方面表明公司议价能力较强，能够将成本上涨的部分转移给下游行业。

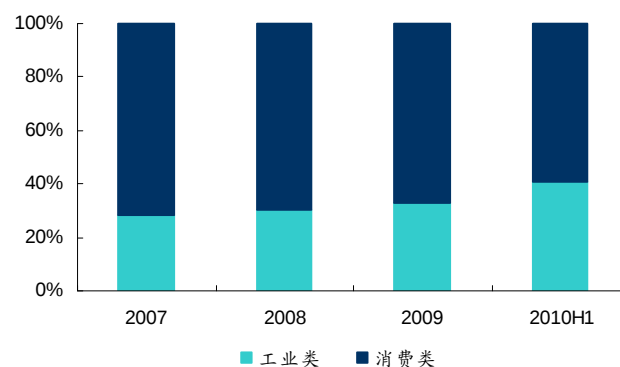
公司自产的电容器产品中，工业类电容器比消费类电容器在质量水平、技术水平及规格方面的要求更高。故工业类电容器的售价和毛利率均高于消费类电容器。报告期内公司不断提高工业类电容器在自产电容器产品中的比重，有效地提升了自产电容器产品的毛利率，改善了产品结构。

图 16：公司不同类别自产电容器产品毛利率比较

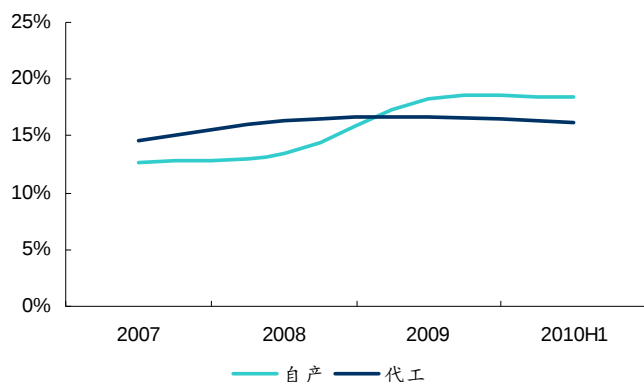


资料来源：招股意向书，长江证券研究部

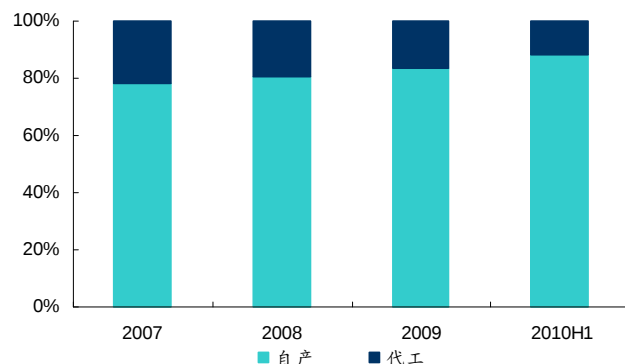
图 17：公司自产电容器产品构成



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

**图 18: 公司不同来源电容器产品毛利率对比**


资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

**图 19: 公司电容器产品构成**


资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

## 募投资投向分析

### 募投项目助力公司优化产品结构并大幅扩充产能

根据发行方案, 公司计划将募集所得资金按照轻重缓急依次投资于以下项目:

**表 5: 公司募投项目计划**

| 项目名称                  | 项目投资额<br>(万元) | 预计<br>建设周期<br>(年) | 实施<br>主体  | 2009 年产能情况                      |                    | 新增产能 (1 年)                        | 预计新增年均<br>营业收入<br>(万元)   | 预计新增年均<br>净利润<br>(万元)  |
|-----------------------|---------------|-------------------|-----------|---------------------------------|--------------------|-----------------------------------|--------------------------|------------------------|
|                       |               |                   |           | 产能                              | 利用率                |                                   |                          |                        |
| 工业类电容器<br>技改扩产项目      | 8,000         | 2                 | 母公司       | 焊片及焊针式<br>1200 万只, 螺栓式<br>84 万只 | 98.75%             | 焊片及焊针式<br>1800 万只, 螺栓<br>式 120 万只 | 生产期 24,208<br>达产后 27,687 | 生产期 1,704<br>达产后 2,903 |
| 高性能高压化成箔技<br>改扩产项目    | 12,000        | 3                 | 内蒙古<br>海立 | 300 万平方米<br>(2010 年 6 月末)       | 51.25%<br>(1H2010) | 300 万平方米                          | 生产期 21,484<br>达产后 21,795 | 生产期 3,266<br>达产后 3,331 |
| 高分子固体铝电解电<br>容器技改扩产项目 | 5,000         | 2                 | 母公司       | 1000 万只                         | 62.44%             | 1.8 亿只                            | 生产期 15,529<br>达产后 17,169 | 生产期 1,318<br>达产后 1,474 |
| <b>合计</b>             | <b>25,000</b> | <b>-</b>          |           | <b>-</b>                        | <b>-</b>           | <b>-</b>                          | 达产后 61,221               | 达产后 6,288              |

资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

工业类电容器产品过去三年占公司的销售收入及毛利比重逐步上升并将成为未来三年的主要增长点; 高压化成箔不仅构成铝电解电容器的核心材料和主要成本, 而且其材料性能直接影响了下游电容器产品的性能水平; 固体高分子电容器产品则代表市场最新技术发展方向之一。我们认为, 通过以上技改项目的实施, 公司将进一步巩固产品技术和市场份额在国内的领先地位并提升在行业内的国际地位, 强化自主研发能力并赶超国际同类产品前沿技术, 有效地增强公司的核心竞争能力和长期可持续发展能力, 故对募投项目未来的盈利前景持乐观态度。

## 风险提示

一方面，由于公司的主营业务收入 42% 左右都来自于出口，因此，人民币升值以及国外的宏观经济环境会对公司的业绩造成很大的影响；另一方面，由于公司采用集中采购制度，公司向前五名原材料供应商采购的原材料占原材料采购金额的 50% 左右，因此，一旦公司与原材料采购商的关系发生变化，公司的业绩将会受到影响。

## 盈利预测与询价建议

我们采用相对估值法对公司进行分析。目前国内上市公司中尚无已铝电解电容为主营的上市公司，故选取与公司业务相近的风华高科、铜峰电子、法拉电子和东阳光铝作为参考对象。

表 6：国内相关上市公司 PE 分析

| 代码     | 公司名称     | EPS    |        | P/E    |        |
|--------|----------|--------|--------|--------|--------|
|        |          | 2009A  | 2010E  | 2009A  | 2010E  |
| 000636 | 风华高科     | 0.0954 | 0.3111 | 138.64 | 38.06  |
| 600237 | 铜峰电子     | 0.2500 | 0.0423 | -33.84 | 200.00 |
| 600563 | 法拉电子     | 0.5347 | 0.9054 | 53.51  | 31.60  |
| 600673 | 东阳光铝     | 0.0866 | 0.3358 | 187.07 | 48.24  |
|        | 算术平均 P/E |        |        | 85.35  | 79.48  |

资料来源：Wind，长江证券研究部

公司是铝电解电容器的国内龙头，产品技术国内领先，新增募投项目将有利于进一步提升公司的产品结构，新产品的开发以及化成箔自供比例大幅度上升也将会使公司毛利率稳步提升。我们认为，综合考虑可以给予公司对应 2010 年 33-38 倍 PE，我们预测 2010 年 EPS 为 0.557，相对应股价为 18.38-21.66 元，建议询价区间为 16.54-20.1 元。考虑目前中小板一级市场申购状况，最终报价可能达到 19.84-24.12 元。

**财务报表及指标预测**

| 利润表 (百万元)          |       |       |       |       | 资产负债表 (百万元)    |            |             |             |             |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|----------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                    | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |                | 2009A      | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
| 营业收入               | 615   | 783   | 985   | 1290  | 货币资金           | 81         | 692         | 690         | 724         |
| 营业成本               | 493   | 627   | 779   | 1011  | 交易性金融资产        | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 毛利                 | 122   | 156   | 206   | 279   | 应收账款           | 147        | 187         | 235         | 308         |
| % 营业收入             | 19.8% | 19.9% | 20.9% | 21.6% | 存货             | 119        | 134         | 166         | 216         |
| 营业税金及附加            | 0     | 0     | 0     | 1     | 预付账款           | 4          | 5           | 7           | 9           |
| % 营业收入             | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 其他流动资产         | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 销售费用               | 19    | 22    | 28    | 36    | <b>流动资产合计</b>  | <b>373</b> | <b>1047</b> | <b>1133</b> | <b>1303</b> |
| % 营业收入             | 3.1%  | 2.8%  | 2.8%  | 2.8%  | 可供出售金融资产       | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 管理费用               | 35    | 38    | 47    | 62    | 持有至到期投资        | 0          | 0           | 0           | 0           |
| % 营业收入             | 5.8%  | 4.8%  | 4.8%  | 4.8%  | 长期股权投资         | 41         | 53          | 65          | 77          |
| 财务费用               | 1     | 0     | -2    | -3    | 投资性房地产         | 8          | 8           | 8           | 8           |
| % 营业收入             | 0.1%  | 0.0%  | -0.3% | -0.2% | 固定资产合计         | 228        | 349         | 428         | 498         |
| 资产减值损失             | 2     | 1     | 1     | 1     | 无形资产           | 28         | 26          | 25          | 24          |
| 公允价值变动收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 商誉             | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益               | 12    | 12    | 12    | 12    | 递延所得税资产        | 1          | 0           | 0           | 0           |
| 营业利润               | 76    | 107   | 144   | 193   | 其他非流动资产        | 0          | 0           | 0           | 0           |
| % 营业收入             | 12.3% | 13.7% | 14.7% | 15.0% | <b>资产总计</b>    | <b>677</b> | <b>1482</b> | <b>1659</b> | <b>1909</b> |
| 营业外收支              | 1     | 0     | 0     | 0     | 短期贷款           | 55         | 0           | 0           | 0           |
| 利润总额               | 76    | 107   | 144   | 193   | 应付款项           | 127        | 162         | 201         | 261         |
| % 营业收入             | 12.4% | 13.7% | 14.7% | 15.0% | 预收账款           | 0          | 0           | 1           | 1           |
| 所得税费用              | 10    | 14    | 18    | 25    | 应付职工薪酬         | 4          | 5           | 7           | 9           |
| 净利润                | 66    | 94    | 126   | 169   | 应交税费           | 8          | 11          | 15          | 20          |
| 归属于母公司所有者的净利润      | 63.2  | 89.1  | 119.6 | 160.4 | 其他流动负债         | 82         | 102         | 127         | 165         |
| 少数股东损益             | 3     | 5     | 6     | 8     | <b>流动负债合计</b>  | <b>276</b> | <b>281</b>  | <b>350</b>  | <b>455</b>  |
| EPS (元/股)          | 0.39  | 0.56  | 0.75  | 1.00  | 长期借款           | 0          | 0           | 0           | 0           |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |       |       |       |       | 应付债券           | 0          | 0           | 0           | 0           |
|                    | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 递延所得税负债        | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 经营活动现金流净额          | 92    | 108   | 128   | 169   | 其他非流动负债        | 15         | 15          | 15          | 15          |
| 取得投资收益             | 2     | 0     | 0     | 0     | <b>负债合计</b>    | <b>291</b> | <b>296</b>  | <b>365</b>  | <b>470</b>  |
| 收回现金               |       |       |       |       | 归属于母公司         | 361        | 1157        | 1258        | 1395        |
| 长期股权投资             | 1     | 0     | 0     | 0     | 所有者权益          |            |             |             |             |
| 无形资产投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益         | 25         | 30          | 36          | 44          |
| 固定资产投资             | -64   | -148  | -115  | -113  | <b>股东权益</b>    | <b>386</b> | <b>1186</b> | <b>1294</b> | <b>1439</b> |
| 其他                 | 2     | 0     | 0     | 0     | <b>负债及股东权益</b> | <b>677</b> | <b>1482</b> | <b>1659</b> | <b>1909</b> |
| 投资活动现金流净额          | -61   | -148  | -115  | -113  | <b>基本指标</b>    |            |             |             |             |
| 债券融资               | 0     | 0     | 0     | 0     |                | 2009A      | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
| 股权融资               | 0     | 720   | 0     | 0     | EPS            | 0.395      | 0.557       | 0.748       | 1.002       |
| 银行贷款增加 (减少)        | 0     | -55   | 0     | 0     | BVPS           | 3.01       | 9.64        | 7.86        | 8.72        |
| 筹资成本               | 14    | -13   | -15   | -22   | PE             | 45.59      | 32.33       | 24.08       | 17.96       |
| 其他                 | -23   | 0     | 0     | 0     | PEG            | 1.25       | 0.89        | 0.66        | 0.49        |
| 筹资活动现金流净额          | -9    | 652   | -15   | -22   | PB             | 5.98       | 1.87        | 2.29        | 2.07        |
| 现金净流量              | 22    | 612   | -3    | 34    | EV/EBITDA      | 28.25      | 16.08       | 12.25       | 9.14        |
|                    |       |       |       |       | ROE            | 17.5%      | 7.7%        | 9.5%        | 11.5%       |

### 分析师介绍

陈志坚，清华大学工商管理硕士，从事 TMT 行业研究。

彭琦，同济大学经济管理硕士，从事电子元器件及半导体行业研究。

### 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      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理   | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@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：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>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：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>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。