

立足 POS 制造, 进军电子支付方案


东方证券
ORIENT SECURITIES

- **国内领先的电子支付技术服务商。**新国都从成立伊始就始终专注于电子支付领域, 以金融 POS 终端软硬件的研发设计为核心, 业务涵盖 POS 终端的生产、销售、租赁以及基于 POS 终端的银行卡电子支付服务。目前已经发展成为国内主要的 POS 终端供应商之一, 主要客户包括银联商务、各大银行以及第三方收单服务商, 2009 年公司共销售 POS 终端 11.78 万台, 占当年全国新增 POS 终端数的 20.92%, 位居行业前三位, 是近年来国内增长最快的 POS 终端供应商, 公司近三年收入及净利润的符合增长率分别为 46% 和 24%。
- **电子支付产业成长空间巨大。**货币电子化的大趋势决定了电子支付产业的广阔前景。和国外相比, 我国 POS 终端覆盖率还很低, 未来 5—10 年仍具备巨大的提升空间; 其次, EMV 迁移和设备更新需求将为 POS 终端带来集中的更新换代需求; 此外, 小额电子支付市场孕育着较大的市场空间, 为 POS 终端制造商的转型提供了机遇。
- **公司竞争优势突出。**银联在成立之初采取了扶持国内 POS 设备制造商的政策, 随着国内 POS 厂商的成熟, 银联大幅提升了行业招标资质标准, 导致行业进入壁垒很高。公司拥有完善的认证资质和成熟的技术经验, 相对新进入者有巨大的先发优势。和业内主要集中对手相比, 公司模块化的研发平台体系保证了公司的成本控制能力, 使得公司在产品售价大幅下降的同时仍然能够保证较高的毛利率。目前公司已开始进军小额支付运营市场, 试点“羊城通”积累运营经验, 未来有望在全国大中城市复制这一模式, 完成从 POS 设备制造商向电子支付解决方案提供商的转型。
- **募投项目解决产能瓶颈, 增强盈利能力。**公司 2009 年 POS 终端实际产量达 13.9 万台, 产能利用率 115.89%, 现有产能已明显不足, 已不能适应公司发展需求。年产 30 万台的 POS 终端生产基地建成后, 将有助于解决公司产能瓶颈问题。同时华南市场始终是公司的主要销售区域, 选择在南京异地建设产研基地有利于辐射华东地区, 及时响应客户的开发测试需求和返厂检测需求, 同时也有利于降低公司生产和管理成本。而电子支付终端运营项目有助于公司积累小额支付运营经验, 为公司在未来由设备制造商向电子支付整体解决方案提供商转型打下了基础。
- **我们预计公司 2010—2012 年 EPS 分别为 1.00 元、1.47 元、2.13 元。**结合公司的成长性和中小板估值水平, 以公司 2010 年 35—40 倍 PE 计, 对应合理估值区间在 35—40 元之间。
- **风险因素:** 公司面临客户集中风险和产品价格下降风险。

陈刚

电子&军工行业首席分析师

执业证书编号: S0860208110155

童卓

联系人

tongzhuo@orientsec.com.cn

8621×63325888-6086

张乐

联系人

zhangle@orientsec.com.cn

发行概况

合理价格区间 (元)	35-40
本次发行股数 (万股)	1600
发行后总股本 (万股)	6350
国家/地区	中国
行业	电子行业
报告日期	2010 年 10 月 11 日

资料来源: 公司数据

财务预测

(单位: 百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	140	211	314	475
同比(%)	29%	51%	49%	51%
净利润	44	63	93	135
同比(%)	43%	43%	47%	45%
毛利率(%)	58.6%	55.0%	55.0%	55.0%
ROE	26.5%	7.1%	9.5%	12.1%
每股收益(元)	0.70	1.00	1.47	2.13

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

一、公司简介和本次发行情况	4
二、成长空间巨大的电子支付产业	4
1、我国金融 POS 终端发展前景广阔	4
2、行业支付应用和升级更新带来更多需求	6
3、小额支付应用孕育巨大市场空间	7
三、新国都：从 POS 终端供应商到电子支付方案商	7
1、相对于新进入者，公司具有较大的先发优势	7
2、相比现有对手，公司先进研发能力带来成本控制优势	8
3、从 POS 终端制造商向电子支付方案商拓展，提升盈利能力	10
四、募投项目：解决产能瓶颈，增强盈利能力	11
1、募投项目概况	11
2、募投项目意义	11
五、盈利预测与估值分析	12
1、盈利预测	12
2、估值分析	12
六、风险提示	14
1、客户集中风险	14
2、产品价格下降风险	14

图表目录

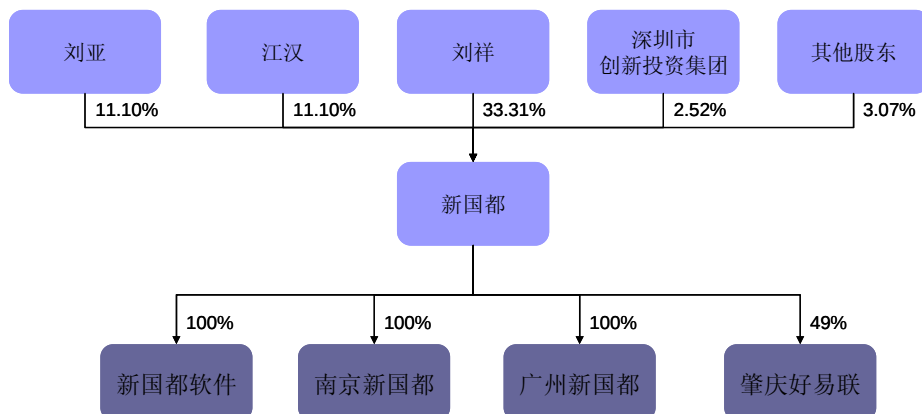
表 1：我国金融 POS 终端交易情况	5
表 2：公司募投项目情况（单位：万元）	11
表 3：收入预测表（百万元）	12
表 4：可比上市公司估值比较	13
表 5：近期在创业板上市公司估值比较	13
图 1：本次发行后股权结构	4
图 2：我国银行卡发卡规模迅速扩大	5
图 3 POS 终端覆盖率对比	6
图 4：公司模块化研发平台架构图	9
图 5：优秀的成本控制能力使得公司在产品售价大幅下降时毛利率保持稳定	10
附表：财务报表预测与比率分析	15

一、公司简介和本次发行情况

新国都从成立伊始就始终专注于电子支付领域，以金融 POS 终端软硬件的研发设计为核心，业务涵盖 POS 终端的生产、销售、租赁以及基于 POS 终端的银行卡电子支付服务。目前已经发展成为国内主要的 POS 终端供应商之一，主要客户包括银联商务、各大银行以及第三方收单服务商，2009 年公司共销售 POS 终端 11.78 万台，占当年全国新增 POS 终端数的 20.92%，位居行业前三位，是近年来国内增长最快的 POS 终端供应商，公司近三年收入及净利润的符合增长率分别为 46% 和 24%。

公司本次发行 1600 万股，发行后总股本 6350 万股，发行后公司的控股股东和实际控制人均为刘祥，占公司发行后总股本的 32.80%，第二大股东刘亚、江汉分别为刘祥之弟及刘祥之妹配偶，可视为一致行动人。公司目前直接控股子公司包括新国都软件（100%）、南京新国都（100%）、广州新国都（100%）和肇庆好易联（49%）。

图 1：本次发行后股权结构



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

二、成长空间巨大的电子支付产业

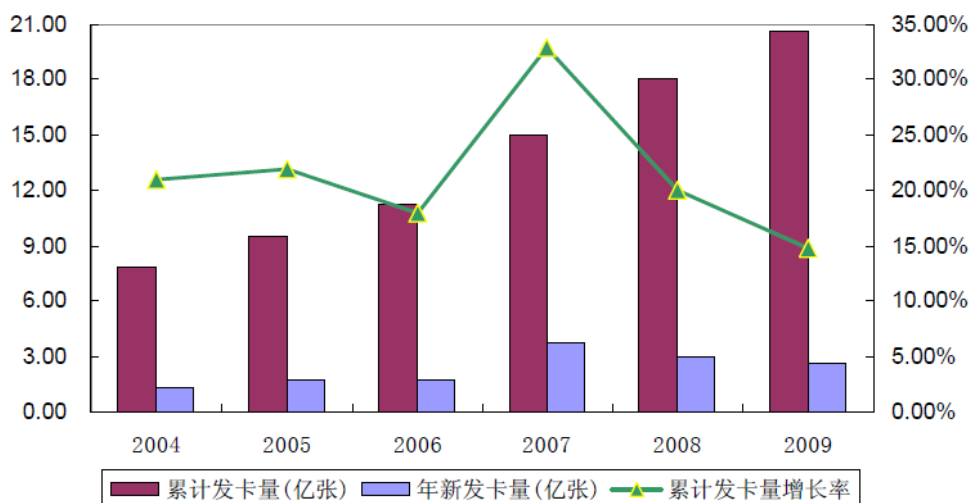
1、我国金融 POS 终端发展前景广阔

1.1、货币电子化趋势推动我国POS机终端大幅增长

支付电子化是指通过创新的电子技术实现支付的多元化、便捷化，如 POS、电话 EPOS、网上银行、自助缴费终端等。由于电子支付的便捷性，全球现金交易向电子支付过渡的趋势非常明显，据支付系统供应商 ACI 与金融分析公司 Global Insight 联合发布的研究报告统计，全球 2005-2010 年间电子支付交易额年复合增长率超过 12.9%。其中银行卡电子支付是最为传统和重要的电子支付方式，而金融 POS 终端是日常生活中最常见的完成刷银行卡消费的机器，是完成银行卡电子支付的主要设备。

自 2001 年中国银联成立以来，作为银行卡消费主要途径的 POS 终端交易规模不断扩大：2002 年底全国银行卡发卡量仅为 5 亿张，人均持卡 0.38 张，而截至 2009 年末，全国银行卡累计发卡量达到 20.67 亿张，是 2002 年末的 4.1 倍。截止 2009 年底全国银行卡跨行支付系统联网商户 156.65 万户、联网 POS 机具 240.83 万台，2002 年至 2008 年间联网 POS 终端年复合增长率达到 36.70%。随着银行卡交易受理环境的逐步完善和居民交易习惯的转变，我国银行卡刷卡消费呈现快速增长趋势：2008 年全国 POS 终端交易金额达到 3.27 万亿元，是 2002 年银联成立初的 55.7 倍。

图 2：我国银行卡发卡规模迅速扩大



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

表 1：我国金融 POS 终端交易情况

项目	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
POS 终端交易笔数 (亿笔)	1.2	2.6	4.6	6.2	9.8	16.3	24.7
POS 终端交易金额 (亿元)	587	1729	3960	6986	12665	22856	32700

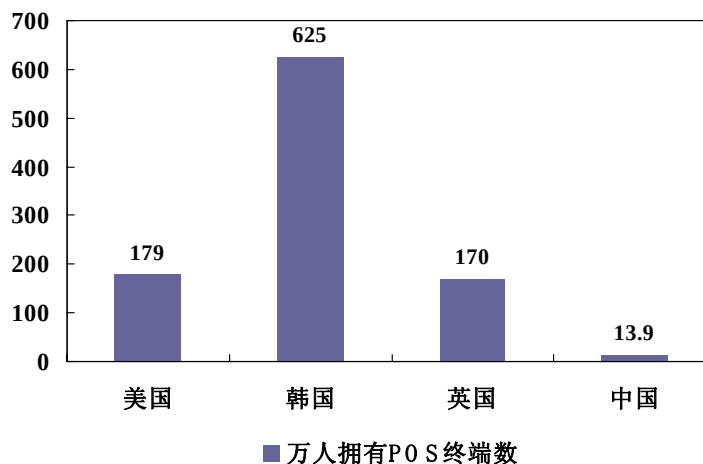
资料来源：招股说明书，东方证券研究所

1.2、我国POS机终端市场仍有巨大增长空间

从 POS 终端的覆盖率来看：一方面，我国人均拥有 POS 机数量远远低于国外。较之电子支付产业成熟的西方国家，我国仍处于发展初期。据中国金融网报告及银联商务统计数据显示，2008 年美国金融 POS 机市场保有量约 537 万台，人均占有率约 179 台/万人；韩国金融 POS 机保有量约 300 万台，人均 625 台/万人。而截至 2008 年底，中国金融 POS 机市场保有量 185 万台，人

均 13.7 台/万人。即使在 POS 机分布较为密集是北京地区，其人均受理终端数量也仅为 74.25 台/万人，与美国、韩国等发达国家有较大差距。

图 3 POS 终端覆盖率对比



资料来源：招股说明书，东方证券研究所整理

另一方面，我国 2009 年底每台 POS 终端需对应 858 张银行卡，而 2005 年欧盟平均每台 POS 终端对应的银行卡数量仅为 94 张。因此，无论从国内人均、卡均拥有的 POS 终端数量来看，和国外相比，国内 POS 终端需求存在 10 倍的增长空间。

从受理银行卡商户比例看：2008 年我国受理银行卡的特约商户约 118 万户，占具备受理条件商户的比重仅为 11.3%，而韩国该比例达到 90%，美国更是接近 100%。因此受理银行卡的商户比例也存在近 10 倍的成长空间。

2、行业支付应用和升级更新带来更多市场需求

2.1、非金融行业支付应用有望成为POS终端未来新增长点

在我国特殊的经济体制下，移动、石油、电力、烟草、铁路、公共交通等行业呈现了一定的垄断格局特征，核心企业在其业内形成了一个规模较大的封闭支付网络，其网络内支付大多具备交易次数频繁、结算对象分散的支付特点，这些特殊行业用户也有可能成为继金融客户之后的另一类 POS 终端的需求方。

2.2、EMV迁移、金融POS终端存量更换等带来的需求

金融 POS 终端的正常使用寿命约 5 年，随着市场存量规模的不断扩大，设备更换需求也将呈现较大的规模。

同时，参照 EMV 公布的国际性智能卡标准，人民银行于 2004 年发布了《中国金融集成电路（IC）卡规范》（PBOC 标准），加快推进我国的 EMV 迁移。目前我国存量的 POS 终端有相当部分不支持 IC 卡，在 EMV 迁移过程中将逐步进行更新换代，构成了设备升级换代需求。

3、小额支付应用孕育巨大市场空间

根据中国银联的月度消费行为分析，单笔金额小于 100 元的小额支付占到了银行卡交易 50%以上。相对于现金而言，小额电子支付在安全、便利等方面具有较为明显的优势。但是，较之传统的银行卡交易，特定行业小额支付更为频繁，单笔交易金额更低，由于银行卡交易均按照单笔实现信息传输和手续费计算，用卡成本较高，导致现有的银行卡交易系统难以满足特定行业小额支付的需求，从而催生了基于特定行业的专业卡基电子支付需求。

香港八达通卡即为特定行业小额支付应用较为成熟的范例。截至 2008 年底，八达通卡已发行超过 1,900 万张，平均每位香港市民拥有 2.5 张八达通卡，全香港 12 岁至 65 岁的居民持有率高达 95%。八达通卡每日平均交易笔数超过 1000 万笔，每日平均交易总额超过 8500 万港币。全香港设有 58000 台八达通卡受理终端，在香港的使用范围涵括了 2000 余种行业，超过 16000 家商店，包括速食店、便利店、超级市场、自动贩卖机、影印机、公共电话、停车场、电影院、冲印相片，甚至包括门禁系统和学校杂项开支，极大的方便了居民的日常生活和商户的经营。

鉴于电子支付向小额交易网点渗透的发展趋势，我国公共交通等行业均有借鉴香港八达通模式的可能，但是由于我国特定行业小额支付的运营主体对于电子支付网络运维、支付安全保障、终端设备布放等业务缺乏经验，对于第三方服务机构的依赖性较强，也就使得 POS 终端制造商能够利用其业务经验，结合特定行业的特点和支付需求，为其提供小额支付技术整体解决方案，从而扩展商业模式和盈利机会。

三、新国都：从 POS 终端供应商到电子支付方案商

1、相对于新进入者，公司具有较大的先发优势

高安全要求导致构筑了较高的制造技术壁垒。金融支付体系具有严格的安全要求，要求生产商通过工业设计、机械结构、电子开关设置、数据自我销毁等技术应用，保证 POS 终端硬件遭遇非法拆卸时能够自动销毁所存储的银行卡信息，避免交易数据外泄；同时通过算法加密和多层次的密钥体系避免非法软件植入与上载，从而实现软件安全、数据安全、交易安全。对于新进入者，如果没有金融支付领域的行业经验和相应的技术积累，掌握上述金融安全要求并通过软、硬件的开发设计满足相关要求，面临较大的困难。

银联策略变动造就极高的行业进入壁垒。中国银联成立之初，仅有 Verifone（惠尔丰）等外国企业能够提供 POS 终端，报价高达 8000 多元一台，为了降低采购成本，也为了我国金融支付行业的安全保障。中国银联采用了扶持国内 POS 终端生产商的政策，对国内包括新国都在内的 POS 终端生产商在生产初期出现的产品问题采取了较为包容的态度。在银联的支持下，国内 POS 终端生

产商迅速成长，目前已经占据了国内 POS 机市场的主导地位，惠尔丰在国内的市场份额逐渐被国内厂商蚕食。在这一情况下，银联出于金融支付安全的考虑，大幅提高了对 POS 终端生产商的资质要求，2008 年以来，银联商务总部以集中招标选型确定 POS 终端和支付技术的服务商，例如银联商务将国内制造厂商自主生产终端 5 年以上，累计国内销售数量不少于 8 万台，上年度销售排名在国内前 4 名，最近两年至少入围 2 家以上主要商业银行终端采购，具有完善的售后服务网络及技术支持能力，产品取得相关认证等市场指标纳入其招标评分范围，其中 PCI 认证是重要的加分因素。

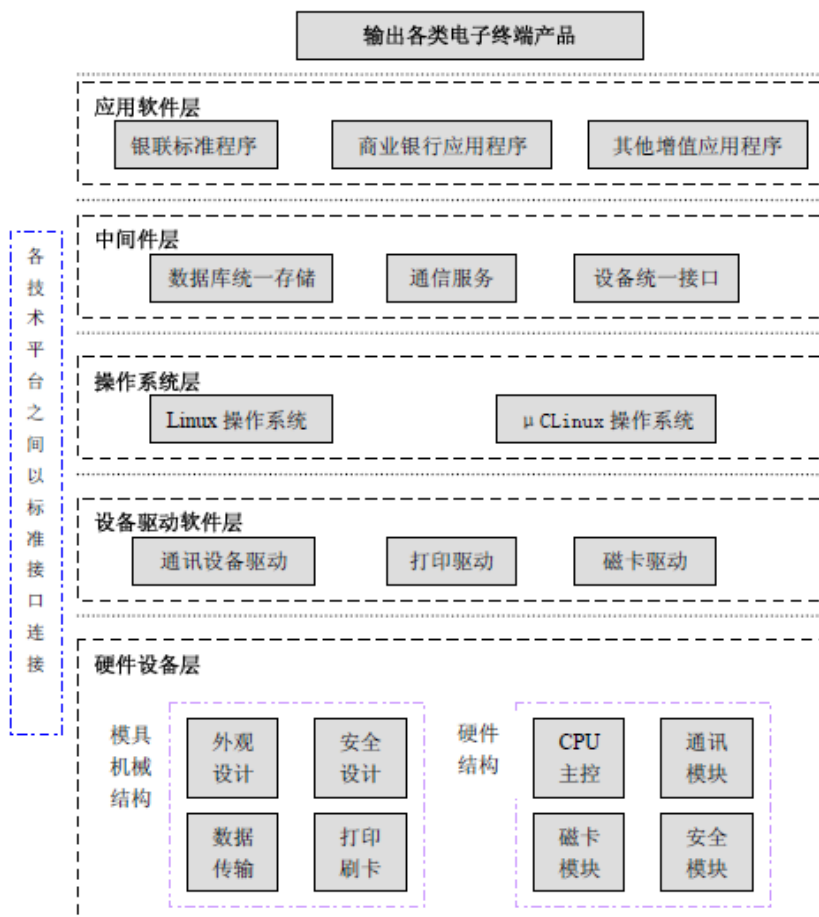
新国都具有较大先发优势。目前，公司主要产品均已通过国内外主要监管机构和银行卡组织的测试和认证，如 PBOC 认证、PCI 认证等。同时，公司已针对各项认证规则和要求形成一系列标准化文件，并将其作为产品研发各环节的执行标准和开发目标，能够迅速、有效地适应认证标准的变化，维持公司的认证优势。

2、相比现有对手，公司先进研发能力带来成本控制优势

技术路线的选择和研发优势有效降低了公司的制造成本。公司模块化研发架构保证了产品设计方案能够根据市场情况及时调整，公司每年都会对已经定型的产品设计方案进行至少一次的优化升级和方案更新，并有可能调整产品配置、降低采购成本。同时，公司还积极探索新技术的研究和应用，在维持或提升 POS 终端整体运行效率的前提下，将 POS 终端部分硬件模块功能以软件实现，例如：以软件解码技术取代硬件解码器，在 Linux 操作系统和相关软件，使用大容量串行 Flash 替代并行 Flash 模块，从而降低硬件成本；以软件架构提升 POS 终端技术指标，从而在降低成本的前提下达到 PCI 整机标准要求。

在研发体系构架层面，公司推行研发平台化（IPD）开发策略，对产品和技術层层解构，按照功能将产品的软硬件固定为若干模块，模块之间实行统一接口，提高了研发效率，应用程序通用性大大提高，这样在更新 POS 产品设计时，往往只需要更新其中一个或若干模块，提高了开发速度，也有利于成本控制。

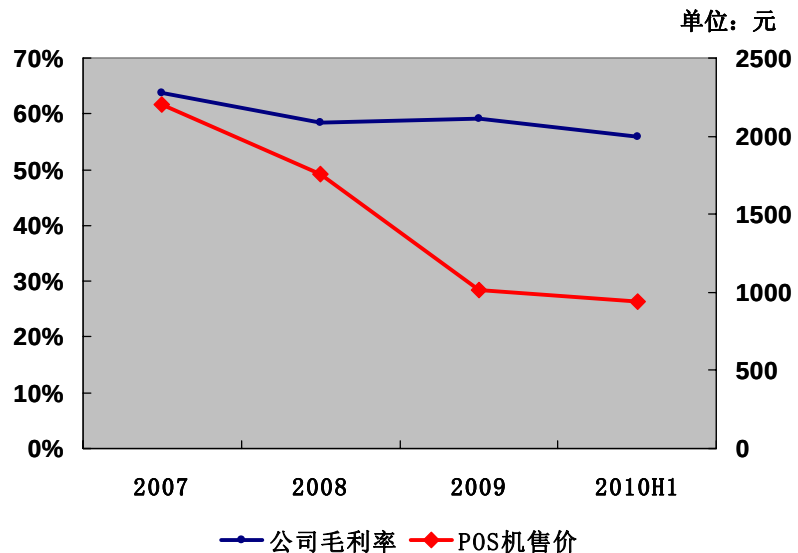
图 4：公司模块化研发平台架构图



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

依托持续、有效的研发能力，公司在产品开发设计方面连续创新，一直能够有效控制生产成本。因此，公司采取了积极的定价策略并收到了良好的效果，公司连续入围银联商务等主要采购客户的采购范围，产、销规模持续扩大，进入行业前三。并且在主动下调价格的同时，持续取得了较高的毛利率。

图 5：优秀的成本控制能力使得公司在产品售价大幅下降时毛利率保持稳定



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

3、从 POS 终端制造商向电子支付方案商拓展，提升盈利能力

3.1、进入小额支付终端设备运营服务市场，向电子支付方案商转型

近年来，随着我国城市公交系统的发展，城市公交卡的应用范围逐步扩大。公司拟通过电子支付终端设备运营项目的实施，与公交卡运营商合作，推动公交卡应用于超市、便利店等特约商户小额电子支付的发展。

目前，公司已经与广州羊城通公司就广州羊城通公交卡开展合作运营项目，签署排他性合作协议。未来三年，公司计划投入 4.5 万台定制设备，用于羊城通卡小额电子支付的运营。在现有目标达成后，适时针对全国大中型城市，将此业务加以推广。

公司进入小额支付终端设备运营服务市场的主要业务模式是由公司向公交卡运营商提供支付 POS 终端、增长基数服务和后台软件平台，并负责设备维护和终端受理商户的开发工作，双方对交易产生的手续费收益进行分成。公司借助该项目进入小额支付运营市场，为公司在未来由设备制造商向电子支付整体解决方案提供商转型打下了基础。

3.2、储备行业解决方案、积极开拓非金融行业市场

公司积极拓展铁路、电信、电力、石化、烟草、物流等为代表的行业客户，扩大公司 POS 终端销售领域和业务范围，提高新客户业务收入占比。

目前公司生产的新一代手持 POS 机 G370 具有二维码、二代身份证识别功能，已经成功应用于美国铁路行业用户，可以满足我国未来火车票实名制的需求，应用于国内铁路售票电子支付系统。

此外，公司储备了财政缴费解决方案、公共事业账单缴费解决方案、交通违章缴费解决方案等非金融行业电子支付解决方案。

此外，公司研发的非接触式 POS 终端、基于 2.4G 移动卡的电子终端、国际金融机构定制 POS 终端均已初步到达应用条件。公司在业务合作过程中完成了针对烟草、电力等特定行业 POS 终端产品和后台结算系统的研发，产品结构将进一步优化，也为电子支付可能出现的新的行业需求做好了相应准备。

四、募投项目：解决产能瓶颈，增强盈利能力

1、募投项目概况

公司本次共募集资金 2.36 亿元，拟投入 3 个项目，其中电子支付技术产研基地在南京规划建设包括年产 30 万台 POS 终端的生产基地、研发中心、客服中心及其他配套设施；电子支付终端设备运营投入 7.5 万台 POS 终端开展合作运营，以及运营销售网络建设项目。

表 2：公司募投项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	拟投入募集资金	募集资金使用计划		
			第一年	第二年	第三年
电子支付技术产研基地项目	15306	15306	7850	5035	2421
电子支付终端设备运营项目	5621	5621	2025	1665	1931
运营销售网络建设项目	2690	2690	2690		
其他与主营业务相关的营运资金					
合计			12565	6700	4352

资料来源：招股说明书，东方证券研究所整理

2、募投项目意义

解决公司产能瓶颈

公司 2009 年 POS 终端实际产量达 13.9 万台，产能利用率 115.89%，现有产能已明显不足，已不能适应公司发展需求。年产 30 万台的 POS 终端生产基地建成后，将有助于解决公司产能瓶颈问题。

布局未来重点开发区域

在公司发展过程中，华南市场始终是公司的主要销售区域，公司在华南市场也处于领导地位，华东市场和京津唐地区将是公司未来的重点开发区域。由于公司产品使用要求较高，部分产品需要现场测试，或根据客户需求进行应用软件的开发和调试。而公司研发生产集中于深圳的现状难以适应由于业务范围扩大带来的现场服务需求。因此，公司选择在南京异地建设产研基地，辐射华东地区，及时响应客户的开发测试需求和返厂检测需求，同时也有利于降低公司生产和管理成本。

提升客户服务能力

同时，以公司现有的客服中心难以满足客户售后服务需求的增长。重新构建能够负担全国市场客户服务和非现场技术支持的综合客服中心将有效提升公司市场竞争力。

拓展创新业务模式

电子支付终端运营项目是公司基于电子终端的研发和生产能力，与收单机构和特定行业客户开展合作，以 POS 终端租赁和合作运营等方式开展业务经营，获取稳定的租金收益或采取手续费分成等方式获取经营收益，为公司在未来由设备制造商向电子支付整体解决方案提供商转型打下了基础。

五、盈利预测与估值分析

1、盈利预测

我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 2.11 亿、3.14 亿、4.75 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.63 亿元、0.93 亿、1.35 亿元；对应 EPS 分别为 1.00 元、1.47 元和 2.13 元。

表 3：收入预测表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
POS 机销售收入（百万元）	139.73	210.99	314.38	474.71
POS 机销量预测（台）	117784	219554	325086	488163
单机售价（元） ¹	1083	920	920	920
毛利率	57.21%	52.9%	53.8%	53.2%
POS 机租赁收入（百万元）	9.1	9.1	15.3	25.6
毛利率	79.2%	78.6%	78.4%	78.8%

资料来源：东方证券研究所整理

注 1：2010 年招标决定了未来两年的价格，因此 2011 和 2012 年 POS 机销售价格将维持稳定。

2、估值分析

我们选取与公司同一行业的 7 家公司进行对比，目前行业可比公司 2010 年平均 PE 为 41.45 倍；考虑公司的竞争优势和未来成长空间，结合近期在创业板上市公司的估值水平，以公司 2010 年 35-40 倍 PE 计，对应合理估值区间在 35-40 元之间。

表 4：可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
002104.SZ	恒宝股份	50.06	50.00	33.83
002017.SZ	东信和平	109.80	45.79	31.23
002197.SZ	证通电子	63.18	31.73	21.88
600571.SH	信雅达	91.55	41.25	25.68
000997.SZ	新大陆	68.95	56.80	40.98
002152.SZ	广电运通	39.34	31.10	24.41
002177.SZ	御银股份	43.73	33.51	26.89
平均		66.66	41.45	29.27

资料来源：Wind 资讯

表 5：近期在创业板上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE
300102.SZ	乾照光电	68
300103.SZ	达刚路机	44
300104.SZ	乐视网	54
300105.SZ	龙源技术	66
300106.SZ	西部牧业	66
300107.SZ	建新股份	69
300108.SZ	双龙股份	49
300109.SZ	新开源	88
300110.SZ	华仁药业	49
300111.SZ	向日葵	61
300112.SZ	万讯自控	45
300113.SZ	顺网科技	88
300114.SZ	中航电测	55
300115.SZ	长盈精密	45
300116.SZ	坚瑞消防	86
300117.SZ	嘉寓股份	36
300118.SZ	东方日升	41
300119.SZ	瑞普生物	48
300120.SZ	经纬电材	47
300121.SZ	阳谷华泰	40
平均		57

资料来源：Wind 资讯

六、风险提示

1、客户集中风险

中国银联控股的银联商务和广州银联支付是公司主要客户，2007年至2009年公司对上述两家客户的销售收入合计占公司营业收入的比例分别为86.96%、76.78%、47.78%。虽然随着我国银行卡产业和收单行业的发展，公司销售客户结构已出现多元化趋势，但中国银联体系在公司销售中的占比仍然有可能维持较高水平，该客户的采购政策发生变化有可能对公司业务产生不利影响。

2、产品价格下降风险

POS机属于电子产品，其平均售价呈现逐年下降趋势。尽管2008年以来，公司利用其产品设计能力和成本控制能力，在确保合理利润空间的前提下，主动运用价格手段，扩大了业务规模和市场影响力。但是，长期看来POS终端销售价格仍然有下降的可能，行业和公司未来的盈利能力仍然有可能受到产品价格的下降不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	168	748	841	1003	营业收入	140	211	314	475
现金	93	636	672	750	营业成本	58	95	141	214
应收账款	30	46	70	104	营业税金及附加	1	2	3	4
其它应收款	1	5	6	9	营业费用	22	28	44	69
预付账款	3	4	6	9	管理费用	25	34	47	60
存货	38	57	85	128	财务费用	-0	-1	-9	-9
其他	3	0	3	2	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	23	176	193	183	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	2	3	2	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	7	160	176	167	营业利润	35	53	88	137
无形资产	13	13	13	13	营业外收入	12	13	20	20
其他	2	1	1	1	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	191	924	1035	1186	利润总额	46	66	108	157
流动负债	22	30	48	64	所得税	2	3	15	22
短期借款	0	0	0	0	净利润	44	63	93	135
应付账款	9	12	24	33	少数股东损益	0	0	0	0
其他	13	18	24	32	归属于母公司净利润	44	63	93	135
非流动负债	1	-0	-0	-0	EBITDA	38	56	88	138
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.70	1.00	1.47	2.13
其他	1	-0	-0	-0	主要财务比率				
负债合计	23	30	48	64	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	48	64	64	64	营业收入	29.5%	51.0%	49.0%	51.0%
资本公积	62	708	708	708	营业利润	14.1%	52.9%	65.9%	55.4%
留存收益	58	121	215	350	净利润	42.7%	43.0%	46.8%	45.2%
归属母公司股东权益合计	168	892	986	1121	获利能力				
负债和股东权益	191	924	1035	1186	毛利率	58.6%	55.0%	55.0%	55.0%
现金流量表					净利率	14.0%	31.8%	30.1%	29.7%
单位:百万元					ROE	26.5%	7.1%	9.5%	12.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	45.8%	19.9%	24.8%	34.0%
经营活动现金流	30	35	53	69	偿债能力				
净利润	44	63	93	135	资产负债率	12.0%	3.3%	4.6%	5.4%
折旧摊销	4	4	9	10	净负债比率				
财务费用	-0	-1	-9	-9	流动比率	7.65	24.54	17.56	15.62
投资损失	-1	-0	-0	-0	速动比率	5.91	22.67	15.79	13.63
营运资金变动	0	-34	-40	-67	营运能力				
其它	-17	2	0	-0	总资产周转率	0.80	0.38	0.32	0.43
投资活动现金流	-15	-157	-26	0	应收账款周转率	5	6	5	5
资本支出	16	158	25	0	应付账款周转率	4.94	8.99	7.81	7.57
长期投资	-1	0	1	-0	每股指标 (元)				
其他	1	1	0	-0	每股收益	0.70	1.00	1.47	2.13
筹资活动现金流	-3	666	9	9	每股经营现金流	0.47	0.55	0.83	1.09
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.64	14.05	15.52	17.65
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	16	0	0	P/E	29.39	20.55	14.00	9.64
资本公积增加	0	645	0	0	P/B	7.78	1.46	1.32	1.16
其他	-3	4	9	9	EV/EBITDA	236	159	101	65
现金净增加额	13	543	36	78					

资料来源：东方证券研究所整理

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn