

买入(首次评级)

一个令人兴奋的猜想

目标价格: 55 元

当前价格: 43.96 元

市场数据

计算机设备III指数(申万) 1563.34

年初至今涨跌幅 0.37%

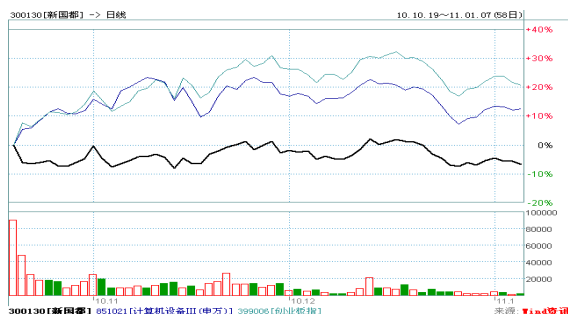
基础数据

总市值(百万) 2791

总股本(百万) 6350

流通 A 股(百万) 1280

相对股价表现



通信行业研究小组:

证书编号 S0120209080060

联系人: 夏根大

8621-68761616-8502

xiagd@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

<http://www.tebon.com.cn>

投资要点:

公司 POS 机销售收入未来 5 年将保持 50% 的复合增长。发达国家 POS 机人均覆盖率和商户覆盖率都是我国的 8 倍左右, 由于银行卡的大量发放、POS 机布放成本的降低、收单机构和第三方收单服务机构跑马圈地的热情高涨、手机支付、EMV 迁移等因素的推动, POS 机行业将保持 40% 的复合增长, 公司拥有技术、成本、管理的优势, 将会拥有高于行业平均的增速。

公司 POS 机均价未来 5 年复合下降速度将低于 5%。如同当年手机 2003 年开始均价下将速度减缓一样, 由于市场已经进入有序竞争阶段、生产成本下降空间变小、手机支付等新需求的涌现, POS 机均价下降速度将会趋缓, 同时由于公司特殊的客户结构和均价低于行业均值的原因, 公司 POS 机的下降速度将低于行业平均水平。

公司正在向服务业进军。公司与广州羊城通有限公司合作运营羊城通小额支付, 按照香港八达通卡的成功经验, 这块业务将可能为公司带来上亿的营业收入, 并且新业务合作成功后将有希望向全国推广。

风险提示: 1、POS 机发展低于预期的风险; 2、POS 机单价快速下降的风险; 3、公司服务业开拓不及预期的风险; 4、增值税优惠到期不能继续享受的风险。

盈利预测及估值分析。在前面 POS 机行业高速增长的假设条件下, 即使不计算公司在服务业中的收入, 公司 5 年后营业收入将是现在的 6 倍, 考虑到规模效应, 净利润将是现在的 6 倍以上。公司当前股价为 43.96 元, 对应 2010-2012 年 PE 分别为 46 倍/30 倍/21 倍, 价值低估。我们对 2011 年 38 倍市盈率, 给予公司 55 元的目标价, 首次买入评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	140	203	305	455
收入增幅 (%)	29.48%	47.72%	50.21%	49.05%
净利润	44	60	92	130
净利增幅 (%)	42.67%	35.80%	51.97%	42.06%
毛利率 (%)	58.64%	53.51%	54.18%	54.10%
ROE (%)	29.53%	11.57%	10.02%	12.89%
EPS (元)	0.93	0.95	1.44	2.05

正文目录

1、 一个令人兴奋的猜想.....	2
2、 今后 5 年，公司 POS 机销量将保持 50%以上的高速增长.....	3
2.1、今后 5 年，POS 行业将保持 40%左右的复合增长.....	3
2.2、公司的发展速度将会快于行业平均水平.....	5
3、 今后 5 年，公司 POS 机均价复合下降速度将低于 5%.....	8
3.1、行业寡头竞争格局形成，恶性价格战可能性降低.....	9
3.2、POS 机生产成本下降速度大幅趋缓.....	10
3.3、手机支付等新功能需求将提高 POS 机单价.....	11
3.4、公司 POS 机降价空间小于行业平均水平.....	12
4、 开疆拓土，积极进军服务业领域.....	12
5、 盈利预测和估值分析.....	14
5.1、盈利预测.....	14
5.2、估值及投资建议.....	15
5.3、风险提示.....	17

图表目录

表格 1：支持手机支付的 POS 机在原来基础上增加的价格.....	11
表格 2：公司主营业务收入预测表（万元）.....	14
表格 3：A 股可比公司估值情况.....	15
表格 4：DDM 模型估值（单位：百万）.....	16
表格 5：敏感性分析.....	16
表格 6：公司盈利预测表.....	18
图 1：公司 pos 机销量高速增长.....	2
图 2：公司 pos 机均价快速下滑.....	2
图 3：国内和发达国家每万人 pos 机拥有量.....	3
图 4：截止 2008 年受理银行卡的商户比重比较.....	3
图 5：国内 pos 终端销售数量.....	4
图 6：公司模块化研发平台架构图.....	6
图 7：新国都均价低于同业水平（单位：元）.....	7
图 8：新国都毛利率比同业高 10 个百分点以上.....	7
图 9：我国出口手机均价变化情况.....	8
图 10：2009 年国内企业 POS 机销售额占比.....	9
图 11：公司生产成本构成图（2010H1 数据）.....	10
图 12：2009-2013 年手机支付用户数.....	11
图 13：羊城通各种亚运异形卡和亚运透明卡.....	13
图 14：羊城通卡各类应用.....	13

1、 一个令人兴奋的猜想

新国都的主营业务为电子支付终端 (POS 终端) 研发、生产、销售及租赁及支付技术服务。从图 1：公司 pos 机销量高速增长中可以看到，公司 pos 机销量 07-09 年保持了 136% 的复合增长率，可惜他的平均单价同期复合下降了 27.50%。于是我们有了一个大胆的猜想：

今后 5 年，公司能否将 pos 机销量保持 50% 以上的高速增长，均价下降速度降低到 5% 以内？

如果前面的猜想能够成立的话，那么 5 年以后，公司的销售收入将是现在的 6 倍，同时，由于规模化的影响，净利润将是现在的 6 倍以上。

令人兴奋的是，我们发现这个猜想是完全能够成立的，甚至于还是偏保守的。

图 1：公司 pos 机销量高速增长

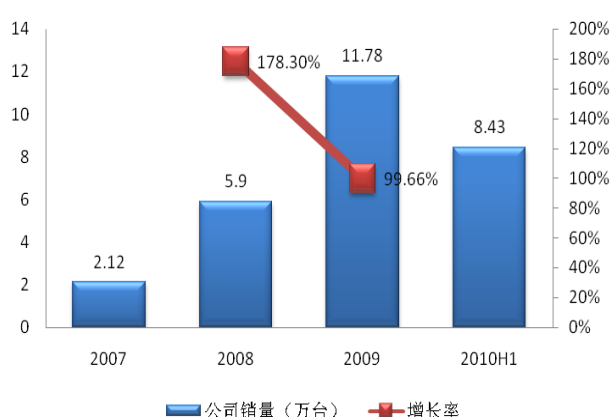
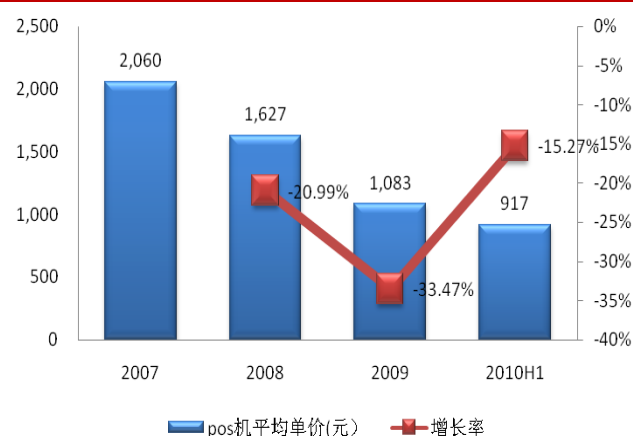


图 2：公司 pos 机均价快速下滑



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

2、今后 5 年，公司 pos 机销量将保持 50%以上的高速增长

2.1、今后 5 年，POS 行业将保持 40%左右的复合增长

根据中国银联 2006 年 10 月发布的《中国重点城市银行卡市场发展指数》统计，美国、澳大利亚、英国和加拿大四国银行卡市场中每万人平均拥有 170 台 POS 终端，而截至 2010 年 3 季度末，我国联网 POS 终端总量仅 308.5 万台，每万人平均拥有 23 台 POS 终端，POS 终端人均覆盖率与国际水平存在 8 倍左右的差距。

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%，而韩国已经达到 90%，美国更是接近 100%。POS 终端商户覆盖率与国际水平存在 8 倍左右的差距。

图 3：国内和发达国家每万人 pos 机拥有量

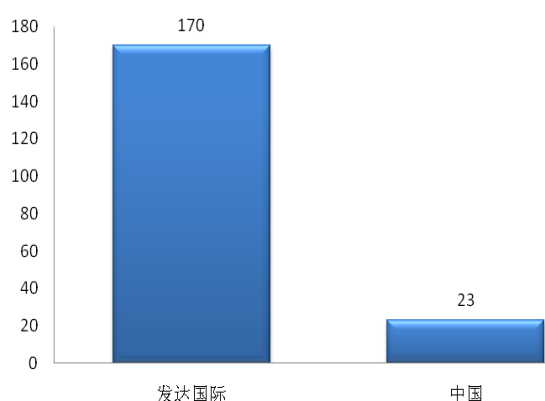
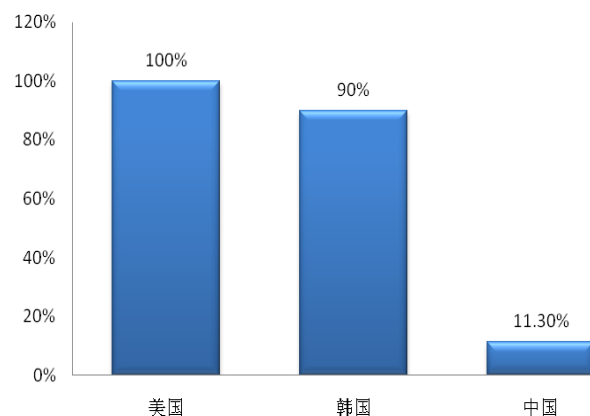


图 4：截止 2008 年受理银行卡的商户比重比较



资料来源：招股说明书、央行报告、德邦证券研究所

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

综上所述，如果要达到发达国家水平，我国的 pos 机拥有量将达到 2468 万台，这还没有考虑今后人口和商户的增加。

2010 年全国 pos 机销量在 112 万台左右，假设今后 5 年全行业 pos 机销量保持 40% 的增长，pos 机平均使用寿命是 5 年，那么 5 年后我国 pos 机拥有量将达到 1716 万台，市场覆盖率大约是发达国家目前水平的 70%，这仍将是一个相对保守的数据。

第三方调查机构易观国际最近也做过预测，国内 pos 机销量 2011 年和 2012 年将保持 40% 以上的，这也与我们的预测结果吻合。

图 5：国内 pos 终端销售数量



资料来源：易观国际、德邦证券研究所

5 年内促使 pos 机市场快速发展的动力主要有以下几条：

- 内需的增长将带动消费类企业的成长和壮大，从而带动 pos 机销量增加；
- 由于收单机构收入提出为交易手续费的 20%，这块巨大的利润驱动收单机构和

第三方收单服务机构扩大 pos 机的布放规模；

- 截至 2009 年末，全国银行卡累计发卡量达到 20.67 亿张，银行卡数量的快速增长将推动 POS 机的铺设；
- Pos 机均价已经下降到 1500 元左右的水平，大幅降低了铺设成本；
- 手机支付的兴起将推动 POS 机的发展；
- EMV 迁移、POS 机更新换代等带来的 POS 机需求；

2.2、公司的发展速度将会快于行业平均水平

07-09 年，公司 pos 销量复合增长率达到 136%，远高于全行业 35%的复合增速¹。

公司能取得如此骄人的成绩，主要是公司有下面的竞争优势：

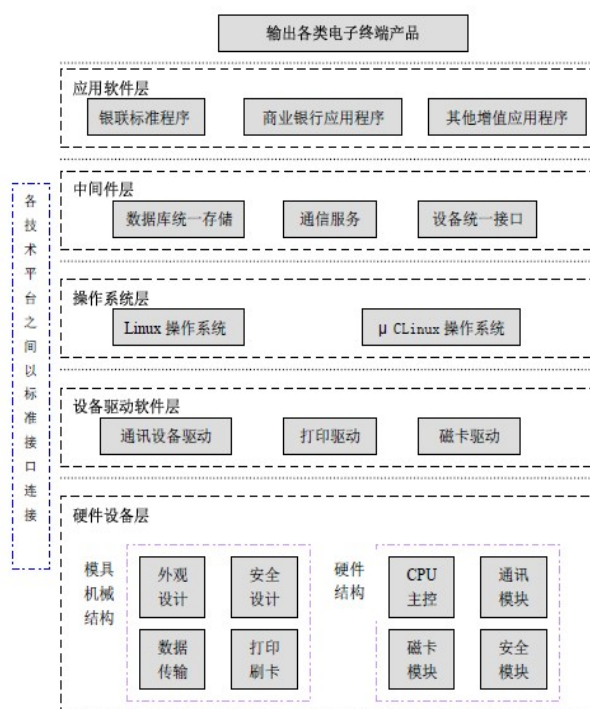
2.2.1 先进的 Linux 操作系统和模块化设计的技术领先优势

公司在行业内较早选择 Linux 操作系统，取代常见的简单工业操作系统，从而在底层设备驱动、增值应用软件的开发等方面掌握较多的灵活性，能够更好的满足用户的个性化需求。

在研发体系构架层面，公司推行研发平台化开发策略，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，有利于后续增值应用的持续开发。

¹ 受金融危机影响，09 年 pos 机增速有所放缓。

图 6：公司模块化研发平台架构图



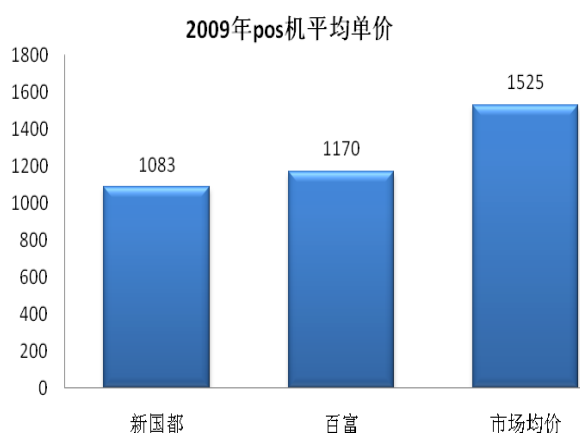
资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

2.2.2 制造成本优势

- 公司以软件技术简化或取代硬件设备，从而控制了原材料成本；
- 公司模块化的设计方便了后续增值应用开发，降低了技术服务成本；
- 公司使用 pos 机自主生产模式，降低了生产成本；

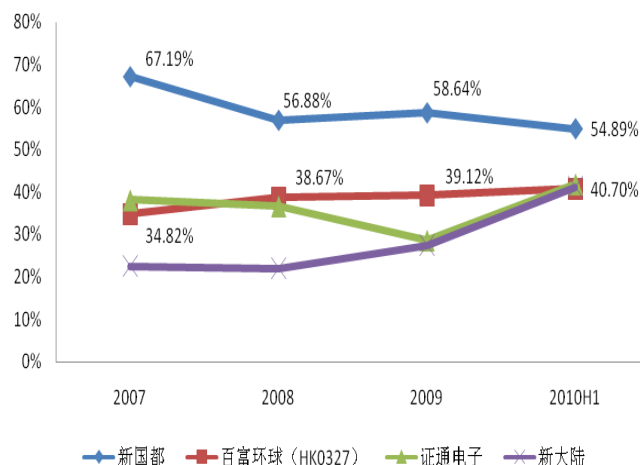
正是因为上面的制造成本优势，才能保证了公司在以低价格抢占市场的时候，依然保持了 50%以上高毛利率，远高于同行业 40%的毛利率。

图 7：新国都均价低于同业水平（单位：元）



资料来源：公司公告、易观国际、德邦证券研究所

图 8：新国都毛利率比同业高 10 个百分点以上



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

2.2.3 管理团队优势

公司创业者主要为技术人员，高管团队均具有多年电子信息行业的从业经验，许多高管都是从公司 2001 年创始时就在公司工作，对于研发、生产、销售等各业务环节较为熟悉，对于 POS 终端技术发展及行业趋势有深刻理解，有效保证了公司在技术路线选择等战略决策方面能够符合行业发展趋势。

公司高级管理人员平均年龄只有 41 岁，有活力和闯劲，同时又经历了较长的磨合期，较为稳定，有助于公司战略和具体研发、管理等措施的有效落实。

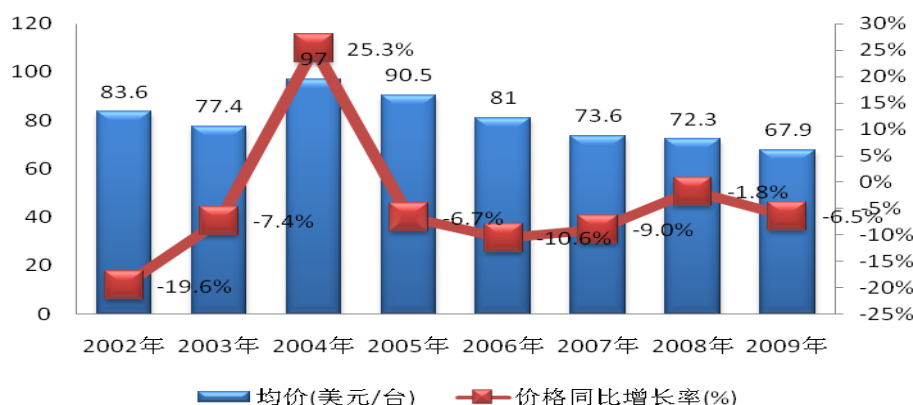
我们认为公司的优势将得以延续，公司将能够获得超过行业的增速，保守估计公司今后 5 年销量将会获得 50% 的复合增速，在 2010 年公司 pos 销量是 21.5 万台的假设下，5 年后公司 pos 机销量将达到 245 万台。

3、 今后 5 年，公司 POS 机均价复合下降速度将低于 5%

2001 年之前，国内 pos 机完全依赖进口，平均售价在 1 万元左右，随着国产替代和行业成本的下降，pos 机价格逐年下降，目前平均售价下降到 1500 元左右。

我们认为现在的 pos 机类似于 02、03 年时的手机市场。当年的手机均价从 1 万多元的大哥大，一路下降到 2002、2003 年的 1500 元左右。这时国内手机企业已经发展壮大，原材料成本下降趋缓，各种新的手机功能不断涌现，手机均价趋于平稳。由于国内手机均价的不可得信，我们采用我国手机出口均价作为参考。根据 wind 系统针对我国手机出口情况的统计数据，我国手机出口均价 2002 年为 83.6 美元，2009 年为 67.9 美元，7 年来复合下降速度为 2.93%。

图 9：我国出口手机均价变化情况



资料来源：wind、德邦证券研究所

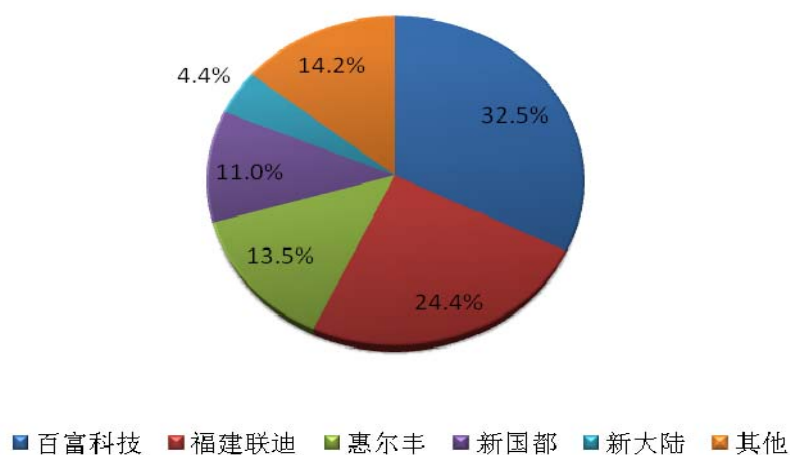
2010 年上半年公司 pos 机均价为 917 元，我们估算公司 pos 机全年均价 890 元，我们预测今后 5 年公司 pos 均价复合下降速度将低于 5%，主要是基于下面理由。

3.1、行业寡头竞争格局形成，恶性价格战可能性降低

自 2001 年起，中国 POS 机市场由国外垄断的局面逐渐得到改变，国内 pos 机企业开始迅速发展并壮大起来，以更具吸引力的价格在中国市场取得进展，成功实现进口替代。

根据易观国际的数据，2009 年度，中国前五大 POS 机生产企业销售金额合计占比超过 85%。由于 pos 机行业市场进入壁垒较高，目前已经形成寡头垄断的格局，市场进入有序竞争阶段，恶性价格战的可能性降低。

图 10：2009 年国内企业 POS 机销售额占比



资料来源：易观国际、德邦证券研究所

3.2、POS 机生产成本下降速度大幅趋缓

从 POS 机生产成本构成来看，主要原材料价格下降速度趋缓，人工费用将会持续上涨。

POS 生产成本中主要原材料占了 90%以上，主要原材料为印刷电路板、CPU、LCD、调制解调器、打印机、电源等。前面几年，除 CPU 以外的其他原材料都成功实现了进口替代，使得原材料价格大幅下降。剩下唯一的 CPU 短期内很难实现进口替代，所以我们认为 POS 机主要原材料成本下降速度将会趋缓。

图 11：公司生产成本构成图（2010H1 数据）



资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

随着中国的整个劳动力市场供求关系的逐渐转变，生产工人的工资将出现比较快的增长，生产成本中的人工费用将大幅增长。

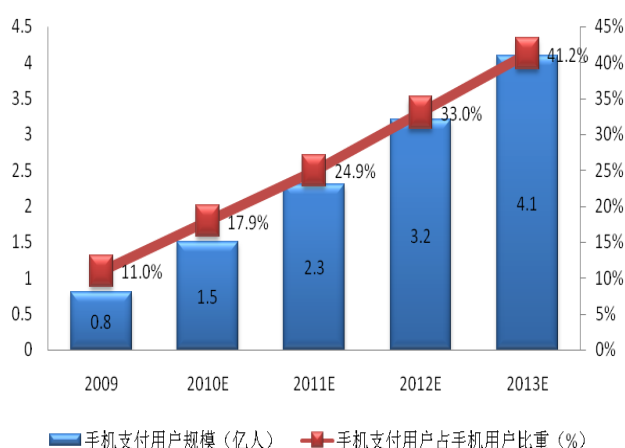
综合上面的分析，POS 机生产成本下降趋势将大幅趋缓，从而不能支持 POS 价格继续快速下滑。

3.3、手机支付等新功能需求将提高 POS 机单价

首先手机支付需求将推动 POS 机单价的上涨。根据艾瑞咨询最新的研究报告，2013 年中国手机支付用户数将达到 4.1 亿人，手机支付市场将有广阔的发展空间。

2010 年，公司已经提供了 2000 多台支持手机支付功能的 POS 机给移动运营商，具体实现方式是使用一台 pos 机同时支持银行卡和手机的刷卡功能，这将显著提高 POS 机的单价。

图 12：2009-2013 年手机支付用户数



表格 1：支持手机支付的 POS 机在原来基础上增加的价格

支持标准	增加价格（元）
13.56M	300
2.4G+13.56M	700

资料来源：艾瑞咨询、德邦证券研究所

资料来源：德邦证券研究所

其次，国内银行卡的 EMV 迁移是大势所趋，未来进一步国内银行卡将大量普及非接触式银行卡，更进一步可能采用指纹等人体特征识别技术，这些都将对 POS 机提出更高要求，从而带动 POS 机价格的上涨。

最后，商家和消费者对于 POS 机的性能需求也将推动 POS 机价格的上涨。例如目前国内 POS 机刷卡经常有 3-10 秒的等待，一个重要的原因就是 CPU 性能更不上，目前

美国的 POS 机 CPU 性能普遍强于国内，这一块的升级也将推动 POS 机价格的上涨。

3.4、公司 POS 机降价空间小于行业平均水平

公司第一大客户是中国银联，2007 年至 2010 年上半年公司对银联的销售收入占营业收入的 86.96%、76.78%、47.78%、34.95%，同时公司已经成为中国银联 POS 机的第一大供货商，公司今后市场拓展的重点将是银行和第三方收单服务机构，销售客户结构已出现多元化趋势。由于中国银联是所有客户中采购价格最低的，所以，销售客户结构的多元化趋势将提高公司 POS 机销售均价。

公司 2010 年上半年 POS 机均价为 917 元，同期百富均价为 1170 元，市场均价为 1525 元，公司的价格大幅低于市场均价。所以我们认为，相对于 POS 机行业整体水平，公司的 POS 机均价下降空间更小。

4、 开疆拓土，积极进军服务业领域

公司与广州羊城通有限公司，共同开发“羊城通”小额支付市场，将羊城通卡应用范围向公共设施小额消费领域、商业小额消费领域、服务行业小额消费领域拓展。双方将进行交易手续费分成的合作模式，广州羊城通按照交易金额的 0.6%收取系统交易服务费后，剩余部分付给公司。

公交行业小额支付模式最成功的是香港的八达通卡，香港八达通卡每日交易总额超过 8500 万港币，折合人民币 7250 万元。如果广州羊城通达到这个市场规模，按照 1%的手续费测算，新国都该项业务每年的营业收入将达到 1.06 亿元。

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，此业务模式一旦成功运行，将有可能在全国有公交卡的城市范围进行不同程度的复制推广。

羊城通的小额支付模式，不仅让公司开拓了新业务，实现从制造业向服务业的进军，更能为公司带来持续稳定的现金流。

图 13：羊城通各种亚运异形卡和亚运透明卡



资料来源：羊城通网站、德邦证券研究所

图 14：羊城通卡各类应用



资料来源：羊城通网站，德邦证券研究所

5、盈利预测和估值分析

5.1、盈利预测

假设 1：分业务收入预测

预计公司在 2011 年下半年成为第三方收单服务机构，2012 年开始将有第三方收单

业务手续费，暂时将这部分收入列入 POS 租赁业务收入中。

表格 2：公司主营业务收入预测表（万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
POS 机出售					
pos 机销量（万台）	5.9	11.78	21.5	33	50
YoY	178.30%	99.66%	82.51%	53.49%	51.52%
pos 机单价	1622.9661	1082.5484	890	870	850
业务收入	9575.5	12752.42	19135	28710	42500
业务成本	4210.86	5516.91	9202	13530	20000
毛利率	56.02%	56.74%	51.91%	52.87%	52.94%
pos 机租赁					
业务收入	1121.58	911.09	887.544	1492.45	2613.96
业务成本	411.05907	189.68894	213.01056	417.886	836.4672
毛利率	63.35%	79.18%	76.00%	72.00%	68.00%
其他					
业务收入	72.89	79.47	278	292	338
业务成本	24.294237	18.603927	22.24	23.36	27.04
毛利率	66.67%	76.59%	92.00%	92.00%	92.00%
合计					
营业收入	10769.97	13742.98	20300.54	30494.45	45451.96
YoY	64.94%	27.60%	47.72%	50.21%	49.05%
营业成本	4646.2133	5725.2029	9437.2506	13971.246	20863.507
综合毛利率	56.86%	58.34%	53.51%	54.18%	54.10%

假设 2：税率假设

- 1、公司及子公司新国都软件 2011,2012 年依然对其增值税实际税负超过 3%的部分实行即征即退优惠；
- 2、公司 2010-2012 年所得税率分别为 11%，15%，15%；
- 3、子公司新国都软件 2010-2012 年所得税率分别为 0%，12%，12.5%；

在上述盈利假设下，我们预测公司 10/11/12 年净利润分别是 0.60/0.91/1.30 亿元，每股盈利分别是 0.95/1.44/2.05 元。

5.2、估值及投资建议

相对估值法

我们选择 A 股的具有可比性的电子支付类公司，根据 1 月 10 日收盘价，可比公司 09/10/11/12 年平均市盈率分别为 78//60/38/28 倍，按照 2011 年 38 倍市盈率进行估值，我们得到的新国都的合理估值是 54.72 元。

表格 3：A 股可比公司估值情况

公司简称	最新股价	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE
恒宝股份	15.76	0.21	0.29	0.47	0.64	74	54	34	25
东信和平	22.94	0.20	0.22	0.44	0.65	112	106	52	35
证通电子	16.27	0.31	0.45	0.64	0.82	52	36	25	20
新大陆	18.15	0.19	0.23	0.32	0.43	96	79	57	42
信雅达	11.16	0.13	0.29	0.46	0.65	86	39	24	17
御银股份	18.56	0.39	0.41	0.49	0.64	48	45	38	29
平均值						78	60	38	28
新国都	43.96	0.93	0.95	1.44	2.05	47	46	30	21

备注：为了可比性，新国都 09 年 EPS 按照发行后股本计算。

数据来源：wind、德邦证券研究所

绝对估值法

我们采用 DDM 模型对公司进行估值，通过 CAPM 模型采用 10.86% 的折现率，得到公司合理估值为 55.46 元。

表格 4：DDM 模型估值（单位：百万）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
净利润	31.12	44.40	60.29	91.63	130.17	191.35	279.37	402.29	571.25	742.62	928.28
净利润增长率	7.83%	42.67%	35.80%	51.97%	42.06%	47.00%	46.00%	44.00%	42.00%	30.00%	25.00%
总股本	47.5	47.5	63.5	63.5	63.5	63.5	63.5	63.5	63.5	63.5	63.5
每股利润	0.66	0.93	0.95	1.44	2.05	3.01	4.40	6.34	9.00	11.69	14.62
分红率	30.53%	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	30.00%
每股股利（元）	0.20	0.00	0.19	0.29	0.41	0.60	0.88	1.27	1.80	2.34	4.39
稳定增长阶段	2028年以后										
增长率	3%										
分红率	50%										
折现率计算											
无风险利率	3.50%										
贝塔值	1.02										
市场溢价	8.50%										
折现率计算	12.17%										
每股价格	55.46										

数据来源：德邦证券研究所

表格 5：敏感性分析

		永续增长率								
折现率		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
	10.16%	72.66	74.82	77.25	79.99	83.12	86.72	90.91	95.83	101.71
	10.66%	66.09	67.88	69.87	72.11	74.64	77.53	80.85	84.70	89.24
	11.16%	60.32	61.81	63.46	65.30	67.36	69.69	72.35	75.41	78.97
	11.66%	55.23	56.47	57.84	59.36	61.06	62.96	65.11	67.57	70.39
	12.16%	50.71	51.75	52.90	54.16	55.57	57.13	58.89	60.88	63.14
	12.66%	46.68	47.56	48.53	49.58	50.75	52.05	53.49	55.11	56.95
	13.16%	43.08	43.83	44.64	45.53	46.51	47.59	48.78	50.12	51.62

数据来源：德邦证券研究所

结合前面两种估值方法的结果，我们取两者的平均值 55 元，作为公司的目标价格，对应公司目前 43.96 元的市场价格，给予买入评级。

5.3、风险提示

- 1、pos 机行业增速低于预期的风险；
- 2、Pos 机单价大幅下降的风险；
- 3、公司羊城通业务开展不及预期的风险；
- 4、公司第三方收单服务机构业务未能顺利开展的风险；
- 5、公司增值税优惠 2011 年后未能继续享受的风险。

表格 6：公司盈利预测表

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	885	864	965	营业收入	140	203	305	455
现金	93	760	683	708	营业成本	58	94	140	209
应收账款	30	41	61	91	营业税金及附加	1	1	2	3
其他应收款	1	1	2	3	销售费用	22	26	38	57
预付款项	3	4	6	9	管理费用	25	35	50	73
存货	38	51	70	91	财务费用	(0)	(2)	(9)	(5)
其他流动资产	3	28	43	64	资产减值损失	0	2	3	4
非流动资产	23	24	141	175	公允价值变动净收益	0	0	0	0
长期股权投资	2	2	3	4	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	7	8	91	120	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	13	13	46	50	营业利润	35	48	82	115
其他非流动资产	2	1	1	1	营业外净收支	12	16	24	36
资产总计	191	909	1005	1141	利润总额	46	64	106	151
流动负债	22	32	48	72	所得税	2	4	14	21
短期借款	0	0	0	0	未确认的投资损失	0	0	0	0
应付账款	9	14	21	32	净利润	44	60	92	130
其他流动负债	13	17	27	40	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	1	3	3	3	归属母公司净利润	44	60	92	130
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	49	69	105	156
其他非流动负债	1	3	3	3	EPS (元)	0.93	0.95	1.44	2.05
负债合计	23	35	51	75	主要财务指标				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	48	64	64	64	成长能力				
资本公积	62	693	693	693	营业收入	29.48%	47.72%	50.21%	49.05%
留存收益	54	108	189	292	营业利润	14.12%	37.08%	71.38%	41.06%
归属母公司股东权益	168	874	954	1066	归属于母公司净利润	42.67%	35.80%	51.97%	42.06%
负债和股东权益	191	909	1005	1141	盈利能力				
现金流量表					毛利率(%)	58.64%	53.51%	54.18%	54.10%
单位:百万元					净利率(%)	31.77%	29.70%	30.05%	28.64%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	29.53%	11.57%	10.02%	12.89%
经营活动现金流	30	24	49	81	偿债能力				
净利润	44	60	92	130	资产负债率(%)	12.03%	3.82%	5.11%	6.57%
折旧和摊销	3	7	8	10	流动比率	7.65	27.94	17.94	13.44
财务费用	0	(2)	(9)	(5)	速动比率	5.64	25.31	15.48	11.17
营运资金变动	(18)	(41)	(41)	(52)	营运能力				
其他经营现金流	0	(1)	(1)	(1)	总资产周转率	0.80	0.37	0.32	0.42
投资活动现金流	(15)	(3)	(114)	(37)	净资产周转率	0.93	0.39	0.33	0.45
资本支出	(16)	(4)	(115)	(38)	每股指标 (元)				
长期投资	(1)	0	0	0	EPS	0.93	0.95	1.44	2.05
其他投资现金流	2	0	0	0	每股净资产	3.53	13.77	15.02	16.78
筹资活动现金流	(3)	646	(12)	(18)	每股经营现金流	0.63	0.38	0.78	1.28
负债变化	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	16	0	0	P/E	47	46	30	21
资本公积增加	0	630	0	0	P/B	12.45	3.19	2.93	2.62
其他筹资现金流	(3)	0	(12)	(18)	P/S	14.94	13.75	9.15	6.14
现金净增加额	13	667	(77)	25					

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。