

建议申购

雄踞行业高地，打造国际平台

估值区间：18.00 -19.8 元

2011年1月17日

大智慧IPO询价报告

发行数据

发行前总股本(万)	58500
本次发行股数(万)	11000
发行后总股本(万)	69500
发行价(元)	NA
发行市盈率(倍)	NA
发行日期	NA
上市日期	NA

发行后主要股东

	持股比例
张长虹	55.58%
新潮中宝	9.26%
张婷	5.79%
张志宏	2.58%
苏州金沙江	2.10%

行业指数

资料来源：招商证券

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090210070016

罗毅, CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090208070228

大智慧建议询价区间 18-19.8 元，公司的金融咨询终端系统在行业内具有垄断优势，通过产品创新和技术创新，未来业绩有望实现稳步增长。建议积极申购。

- **国内领先的金融信息服务业提供商：**公司前身大智慧网络成立于 2000 年 12 月，注册资本 5.85 亿元。以软件终端为载体，互联网为平台向国内外资本市场的投资者提供及时、全面的金融信息和数据服务，是我国领先的互联网金融信息服务提供商。
- **业绩稳步提升，管理能力增强。**近年来公司业绩稳步增长，2010 年上半年实现营业收入 2.79 亿元。金融资讯及数据 PC 终端服务是核心业务和主要收入来源，通过开发新产品，拓展收入来源。公司的管理能力提高，期间费用得到有效控制。
- **资本市场和互联网行业推动行业发展。**在我国资本市场快速发展的背景下，金融产品日益丰富，投资者对资讯和信息需求更加多样化和专业化，付费金融信息服务逐渐为投资者认同；互联网和移动互联网的创新升级为行业提供了高效即时的平台；繁荣的资本市场和高速发展的互联网推动行业快速成长。
- **产品系列化，用户规模化。**公司是国内最早成立的互联网金融信息服务提供商之一，拥有丰富而完整的产品系列。2010 年公司的金融投资家系列产品应市场需求而生，有望成为公司的主要利润来源。募投项目的进一步实施将完善产品线，提升公司的盈利能力和核心竞争力。公司用户规模居行业领先地位，用户有较强的黏性，已形成较好的品牌认可度，具有明显的客户资源优势。
- **打造国际金融信息服务平台。**2010 年 3 月收购阿斯达克进军香港市场，有望率先形成上交所、深交所和港交所金融信息数据一体化，并积极开发国际化产品项目，定位于打造世界范围内有影响力的金融信息综合服务提供商。
- **估值预测：**我们预计 2010-2012 年的摊薄 EPS 为 0.21、0.45 和 0.60 元。参照同行业公司 2009-2011 年动态市盈率为 75.59 倍、53.88 倍和 42.85 倍。公司处于行业领先地位，给予公司 2011 年动态市盈率为 40 - 44 倍，建议申购价格 18-19.8 元。
- **风险因素：**新产品推广速度和接受度低于预期，付费用户转化率停滞。

主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	259	445	542	955	1191
同比增长	63.37%	71.88%	21.80%	76.20%	24.71%
营业利润(百万元)	59	209	161	363	492
同比增长	62.69%	252.52%	-22.97%	125.47%	35.54%
净利润(百万元)	65	188	143	311	418
同比增长	77.18%	190.48%	-23.94%	117.48%	34.41%
每股收益(元)	0.13	0.32	0.21	0.45	0.60
ROE	66.00%	47.56%	20.25%	15.28%	13.30%

资料来源：招商证券研发中心

正文目录

一、新股发行概况.....	3
1. 金融信息服务业的领先者	3
2. 业绩稳步提升、管理能力增强	4
3. 募投项目	5
二、行业前景广阔.....	6
1. 金融信息服务业快速发展.....	6
2. 互联网奠定行业发展基础.....	7
3. 资本市场创造行业机遇.....	8
三、竞争优势.....	10
1. 产品线丰富、研发能力强	10
2. 用户规模庞大、资源优势明显.....	11
3. 率先布局国际化金融信息服务平台	11
四、估值	13

图表目录

图 1: 2009 年金融信息服务行业可比企业收入利润概况	3
图 2: 2007-2010H 公司收入和利润增长较快	4
图 3: 2007-2010H 公司收入的主要构成情况	4
图 4: 期间费用得到较好地控制 (单位: 万元)	4
图 5: 2007-2010H 收入的销售模式构成.....	4
图 6: 2004-2009 年中国金融信息服务行业收入规模	6
图 7: 2004-2009 年金融信息终端类的收入规模.....	7
图 8: 金融信息终端类的服务收入份额	7
图 9: 金融咨询和数据服务领域的市场份额	7
图 10: 手机金融信息服务领域市场份额	7
图 11: 我国网络经济和移动互联网规模.....	8
图 12: 我国互联网和移动互联网用户规模.....	8
图 13: 2009 年底部分国家互联网普及率	8
图 14: 2003-2010 年我国股票期末账户规模.....	9
图 15: 2003-2010 年我国基金期末账户规模.....	9
图 16: 2007-2009 年公司金融数据咨询的 ARPU 值	10
图 17: 2007-2009 年公司研发投入规模逐年递增.....	10
图 18: 2007-2010 年公司季度 PC 端日均在线用户规模.....	11
图 19: 2007-2009 年付费用户规模与高端用户占比	11
表 1: 发行前后前十大股东持股比例	3
表 2: 募集资金投入项目	5
表 3: 金融信息服务行业的主要商业模式和特点	6
表 4: 公司产品线概况 (单位: 元/年)	10
表 5: 行业内上市公司估值比较	13
表 6: 盈利预测简表.....	13

一、新股发行概况

1. 金融信息服务业的领先者

公司前身大智慧网络成立于2000年12月，09年12月整体变更为股份有限公司，注册资本5.8亿元；控股大智慧软件、大智慧咨询和大智慧科技公司，2010年3月收购兼并阿斯达克公司；是我国领先的互联网金融信息服务提供商。公司致力于以软件终端为载体，互联网为平台，不断进行技术创新和产品创新，保持行业领先地位；正积极拓展国际市场，定位于世界范围内具有影响力的金融信息综合服务提供商。此次IPO发行不超过1.1亿股，占发行后总股本比例不超过15.83%。

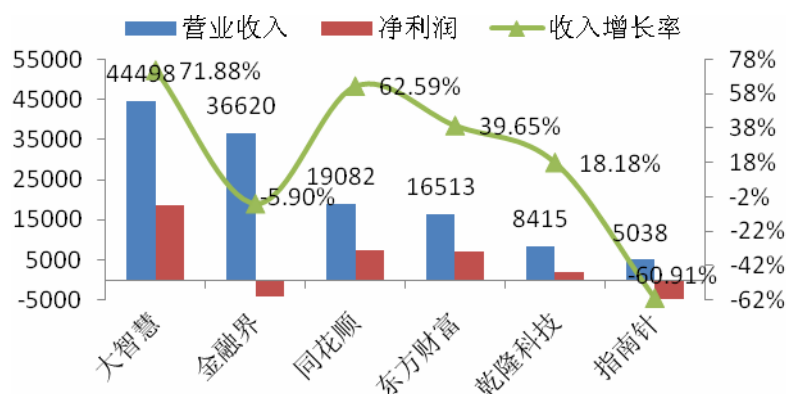
表 1：发行前后前十大股东持股比例

序号	股东名称	股数(万)	发行前	发行后
1	张长虹	38,629	66.03%	55.58%
2	新湖中宝	6,435	11.00%	9.26%
3	张婷	4,022	6.87%	5.79%
4	张志宏	1,792	3.06%	2.58%
5	苏州金沙江	1,462	2.50%	2.10%
6	王永辉	591	1.31%	0.85%
7	陈天	591	1.31%	0.85%
8	王杰	464	1.03%	0.67%
9	王玫	433	0.96%	0.62%
10	李玉民	315	0.70%	0.45%
	合计	54,733	94.77%	78.75%

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

公司以互联网为基础向国内外资本市场的投资者提供及时、全面的金融信息和数据服务。公司在收入规模、利润规模和业绩成长性等方面处于国内领先地位。2009 年公司实现收入 4.45 亿元，净利润 1.88 亿元，位居行业第一，且大幅领先行业竞争者。

图 1：2009 年金融信息服务行业可比企业收入利润概况

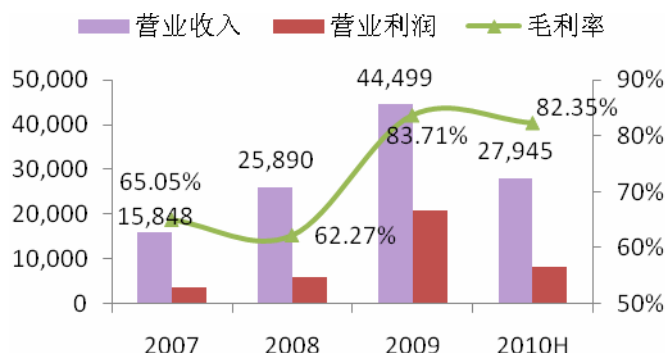


资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

2. 业绩稳步提升、管理能力增强

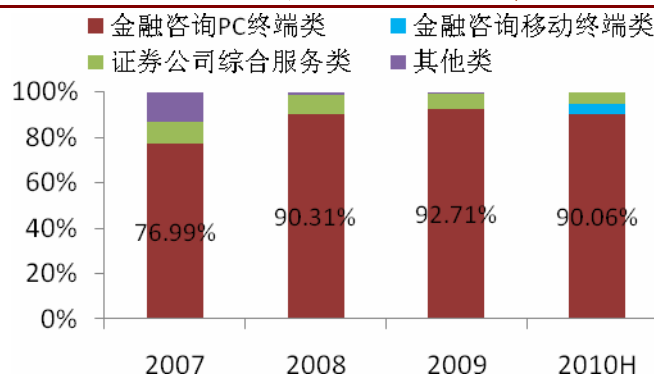
公司主要有金融资讯及数据PC终端服务、金融资讯及数据移动终端服务、证券公司综合服务和产品或服务四大业务板块。07-2010年上半年营业收入实现稳步增长，09年较08年增长71.88%，2010年上半年收入2.79亿元，发展势头强劲。金融资讯及数据PC终端服务是公司的核心业务和主要收入来源，2010年6月该项业务收入2.5亿元，占比90%以上；公司通过开发新产品，拓展业务收入来源，抢占新的业务领域。

图 2：2007-2010H收入和利润增长较快（单位：万元）



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

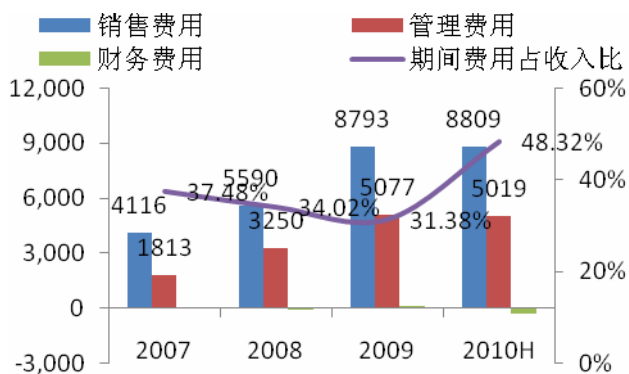
图 3：2007-2010H 公司收入的主要构成情况



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

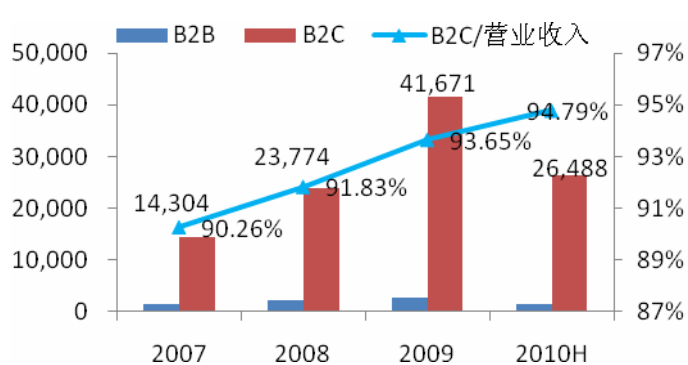
管理能力增强，期间费用有效控制。公司加强管理能力，07-09期间费用得到较好地控制，期间费用占营业收入的比呈下降趋势。2010年上半年，公司大力打造企业品牌，媒体广告相关费用猛增；以及新产品、新技术开发的持续投入，期间费用增至8809万元，占比上升为48.32%。随着项目陆续投入，预计未来几年期间费用占比逐渐下降。

图 4：期间费用得到较好地控制（单位：万元）



资料来源：CCID，招商证券研发中心

图 5：2007-2010H 收入的销售模式构成



资料来源：CCID，招商证券研发中心

B2B和B2C并举的销售模式。公司根据业务板块采用不同销售模式，证券公司综合服务体系主要是由公司与证券公司或其营业部签订协议实现销售，即B2B销售模式。金融资讯及数据PC终端服务系统和金融资讯及数据移动终端服务系统采用客户一次性支付服务期全部费用的直接销售方式，即B2C模式。其中B2C销售模式占收入比达90%以上，是营业收入的主要模式。通过差异化的销售模式，实现各业务销售收入的持续增长。

3. 募投项目

公司本次募集资金拟投资于5个项目：大智慧金融终端升级项目、金融终端手机版升级项目、券商综合服务系统升级项目、金融终端国际版开发项目、大智慧专业财经视频项目。前3个项目是对原有主要业务的升级和拓展，后2个项目是公司新的战略布局，将业务逐步推向国际化和全面化。

表 2：募集资金投入项目

序号	项目名称	募投总额	第一年	第二年	第三年
1	大智慧金融终端升级项目	38,000.00	21,360.10	7,617.53	9,022.37
2	金融终端手机版升级项目	18,500.00	11,309.25	3,290.83	3,899.92
3	券商综合服务系统升级项目	12,000.00	7,037.60	2,270.37	2,692.03
4	金融终端国际版开发项目	12,000.00	5,285.05	3,161.40	3,553.55
5	大智慧专业财经视频项目	22,000.00	9,567.97	5,686.81	6,745.22
合计		102,500.00	54,559.97	22,026.94	25,913.09

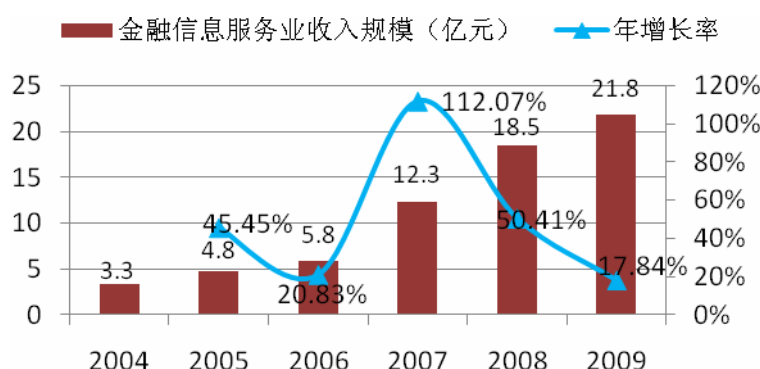
资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

二、行业前景广阔

1. 金融信息服务业快速发展

互联网金融信息服务属于我国的新兴行业，起始于上世纪90年代。在互联网技术和资本市场快速发展的背景下，互联网金融信息服务业发展迅猛。行业总销售额从04年的3.3亿元增至09年的21.8亿元，年复合增长率45.9%。相对于我国庞大的投资者规模和巨额的金融业产值，行业规模仍有较大增长空间，随着互联网普及率的快速提升和投资者理财观念的增强，预计行业未来的市场规模将保持较快增长态势。

图 6: 2004-2009 年中国金融信息服务行业收入规模



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

在资本市场繁荣发展和互联网技术日益成熟的环境中，互联网金融信息服务业形成了金融信息终端和网站平台2类商业模式，公司是基于金融信息终端的经营模式。

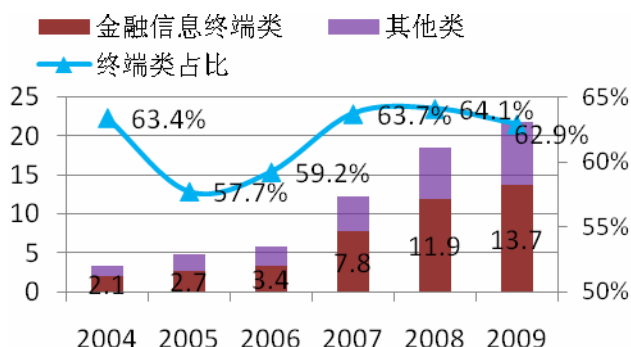
表 3: 金融信息服务行业的主要商业模式和特点

分类	商业模式	特点	收入渠道	代表企业
金融信息终端类	金融数据信息服务	依托互联网，以 PC 终端软件为载体提供金融资讯和专业数据的查询及分析等服务	信息、数据和客户端服务费	金融界、同花顺、大智慧、指南针
	证券行情交易系统	以软件终端为载体为证券公司、基金等金融机构提供证券行情、资讯委托交易等综合服务	销售、使用、维护费收入	同花顺、通信达、钱龙等
	手机金融信息服务	依托电信运营商的无线网络，以移动终端软件为载体提供金融资讯查询、委托交易等服务	无线增值服务信息服务费	同花顺、掌上网、大智慧、胜龙等
财经网站类	财经网站咨询服务	通过财经网站、网站财经频道提供财经新闻浏览、金融资讯查询或金融资料下载等服务	广告费和资料查询、下载费	和讯、新浪财经

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

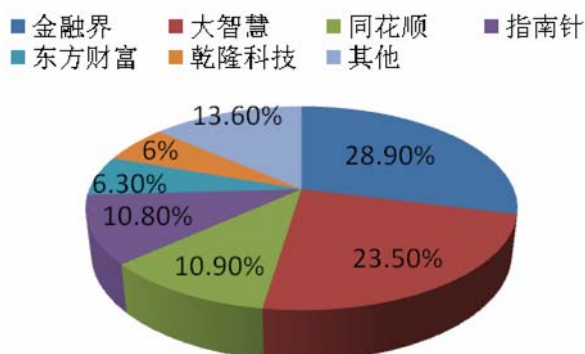
目前，金融信息终端类产品和服务是我国互联网金融信息服务业中规模最大、技术较高的业务类型。09年金融信息终端产品总销售额13.7亿元，占比62.9%。公司在金融信息终端类份额达23.5%，居行业第二。在细分业务中，占金融咨询和数据服务份额16.5%，占手机金融信息服务份额13%，均位居行业前列。公司通过上市募集资金的投入、业务资源的积累和服务产品的丰富，各项业务有望实现稳定增长。

图 7：2004-2009 年金融信息终端类的收入规模



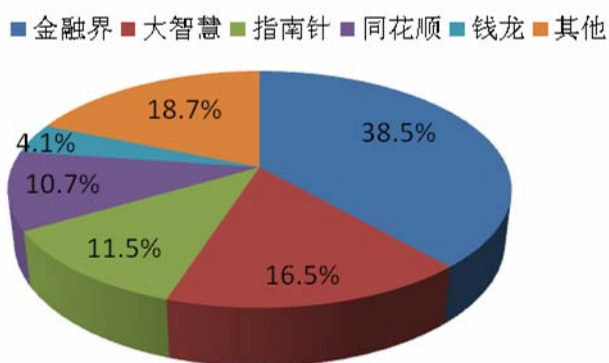
资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 8：金融信息终端类的服务收入份额



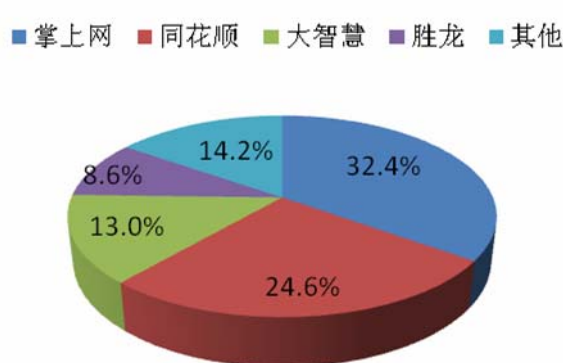
资料来源：CCID，招商证券研发中心

图 9：金融咨询和数据服务领域的市场份额



资料来源：CCID，招商证券研发中心

图 10：手机金融信息服务领域市场份额



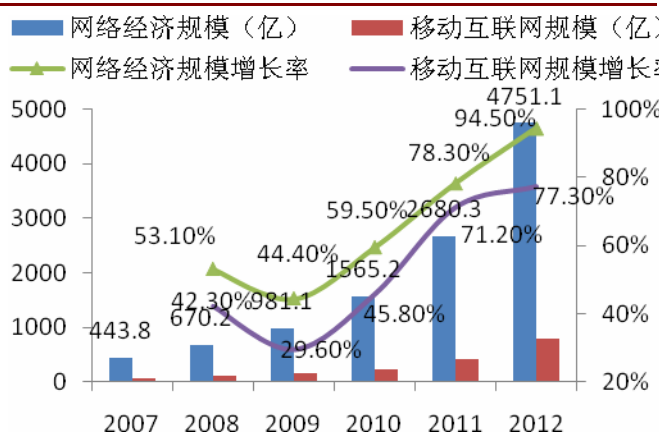
资料来源：CCID，招商证券研发中心

2. 互联网奠定行业发展基础

互联网金融信息服务业的发展依赖于互联网和证券市场两大因素。互联网的经济规模和用户规模、证券市场的发展和活跃程度决定了行业潜在客户的基数。

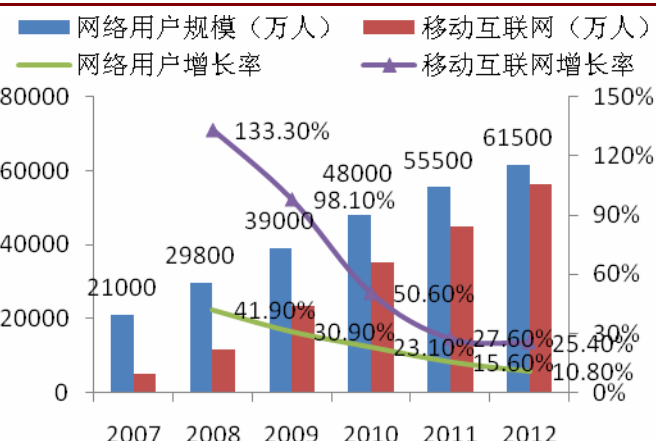
快速成长的互联网助推行业发展。我国互联网经济规模增长迅速，2010 年网络经济实现 1500 多亿。随着 3G 和网络技术的创新，移动互联网进入快速成长期。2010 年网民规模达 4.8 亿人，较 09 年增长 23.1%。近年来，我国网民规模增长迅猛，互联网普及率稳步上升，用户规模继续稳世界第一。但与发达国家相比，我国互联网普及率还比较低。据艾瑞咨询预测，在经济的持续增长，收入水平及消费水平的日趋改善的背景下，未来几年我国网络经济和移动互联网经济将迎来高速增长期，网络用户规模将进一步提升。互联网和 IT 技术满足了投资者对金融信息及时性、广泛性和专业性的要求，为互联网金融信息服务业的发展提供了高效即时的平台。

图 11: 我国网络经济和移动互联网规模



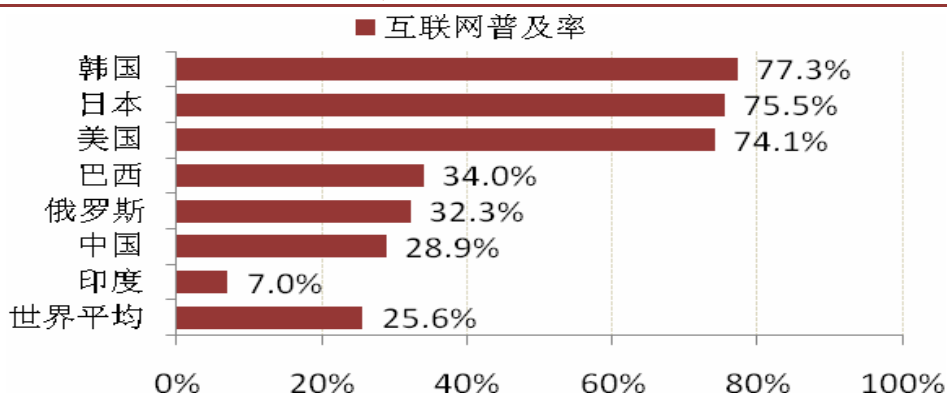
资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券研发中心

图 12: 我国互联网和移动互联网用户规模



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券研发中心

图 13: 2009 年底部分国家互联网普及率

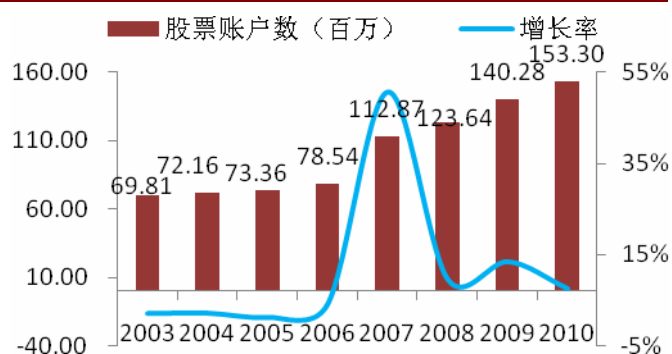


资料来源: CNNIC, 招商证券研发中心

3. 资本市场创造行业机遇

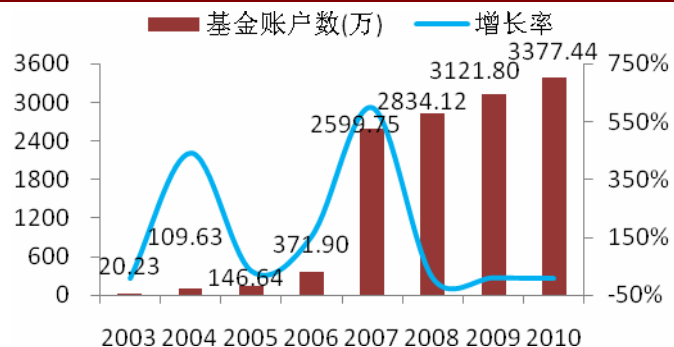
金融业的产生和发展诞生了金融信息服务业, 资本市场的繁荣催生投资者对金融信息及时性、专业性和全面性的需求。05年股权分置改革的启动, 资本市场迎来快速发展期, 金融产品日益丰富, 各类投资者群体迅速壮大。截至2010年11月沪深两市共计账户1.53亿万户, 有效账户1.30亿万户, 03年至今复合增长率10.33%, 基金账户数3377万户。据CCID统计, 08年约43%的投资者开通网上交易, 网上交易全年交易额(双边)达24.8万亿元; 庞大的投资者群体是互联网金融信息服务行业的潜在客户。同时, 金融市场中的证券公司、基金公司、全国社保基金、QFII等金融机构投资者都是金融信息服务市场的重要客户。2010年全国证券营业部达4629家, 庞大的机构投资者创造了金融信息服务业的市场需求。

图 14: 2003-2010年我国股票期末账户规模



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 15: 2003-2010 年我国基金期末账户规模



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

在创业板、股指期货、融资融券的推出下，我国资本市场逐渐走向成熟，投资品种更加丰富，投资者对金融资讯和信息需求更为多样化和专业化，付费金融信息服务逐渐为更多投资者认同。在繁荣的资本市场和高速发展的互联网背景下，互联网金融信息服务业前景广阔。

三、竞争优势

1. 产品线丰富、研发能力强

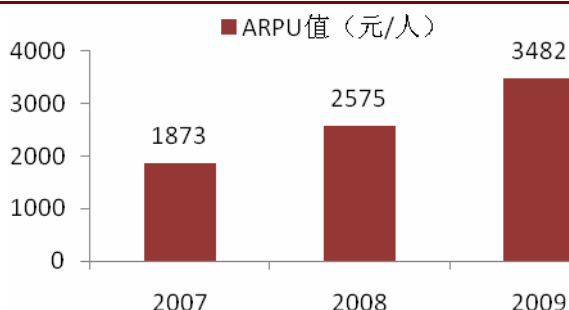
公司是国内最早成立的互联网金融信息服务提供商之一，推出了丰富而完整的产品系列，满足各类投资者不同层次的需求。主要产品包括金融资讯及数据服务、行情交易系统 and 手机金融信息服务等，已开发出新一代高速行情Level-2版、港股通、手机超赢专业版、营业部DOS服务系统和DDE决策服务系统等产品。公司2010年成功推出大智慧投资家系列产品，产品的功能和服务得到市场认可，预计投资家系列产品将是公司未来利润的主要增长点。随着新产品的不断推出，公司金融信息产品整体价格实现稳步提升；公司ARPU值由07年1,873元/人增长至09年3,482元/人。计划对现有金融终端进行多语言化改造，开发金融终端国际版产品，进一步提升公司的盈利能力和核心竞争能力。

表 4：公司产品线概况（单位：元/年）

产品或服务类别	产品或服务名称	产品售价	目标客户
金融资讯及数据 PC 终端服务系统	金融实验室	198000	机构投资者
	投资顾问平台	98000	证券公司
	大智慧金融投资家（标准版）	38000	机构投资者
	大智慧金融交易终端机构版	26800	专业投资者
	大智慧金融交易终端专家版	16800	专业投资者
	大智慧金融交易终端主力资金版	6800	专业投资者
	大智慧金融交易终端超赢专业版	2680	机构投资者
	大智慧港股通	2680	专业投资者
	大智慧新一代高速行情 Level-2 版	980	个人投资者
	大智慧经典版	免费	个人投资者
金融资讯及数据 移动终端服务系统	大智慧手机超赢专业版	2800	个人投资者
	大智慧手机免费版	免费	个人投资者
证券公司综合服务系统	大智慧营业部 DOS 服务系统	10000~18000	证券公司
	大智慧营业部 DDE 决策服务系统	26000~38000	证券公司
	大智慧 Internet 服务系统	10000~50000	证券公司

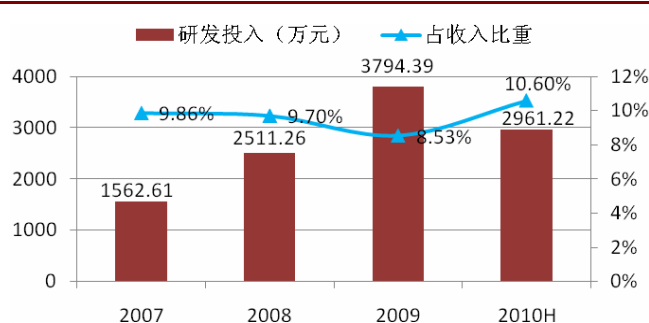
资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 16：2007-2009 公司金融数据咨询的 ARPU 值



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 17：2007-2009 年公司研发投入规模逐年递增



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

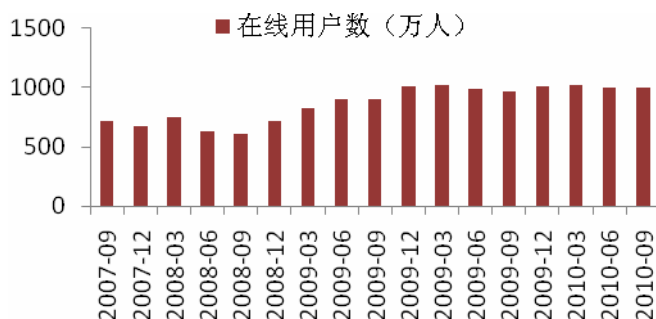
公司具有强大的技术研发能力和全国性的实时行情信息技术平台，积累和培养了大量经验丰富的高水平技术人员和科研人员，已自主研发出高速数据采集及处理、数据全推送、数据挖掘与整合等51项核心技术。目前，技术研发人员263人，占员工总数62.47%；公

司加大研发投入力度，2010年上半年，研发投入2961.22万元，占收入比达10.6%。通过实施产品和技术创新计划，开发新产品，拓展优质客户。此外，公司与复旦大学联合设立“复旦大学大智慧金融工程实验室”，增强公司金融数据的分析能力。

2. 用户规模庞大、资源优势明显

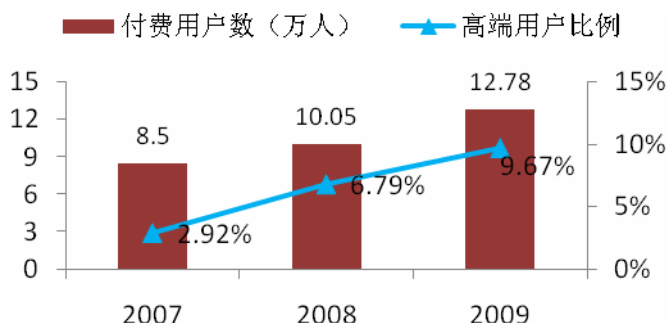
公司拥有庞大的用户群，客户资源优势明显。公司通过金融数据终端平台、证券公司平台、移动通讯平台等提供全面的互联网金融信息服务，已覆盖我国证券市场最全面的客户群体。09年底，公司PC端产品日均在线用户数超过1000万，PC端产品付费用户数12.78万；09年6月，同花顺付费终端用户数5.84万；09年9月，东方财富付费终端用户约3万。公司用户规模居行业内处于领先地位，具有明显的客户资源优势。

图 18: 2007-2010年公司季度PC端日均在线用户规模



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 19: 2007-2009 年付费用户规模与高端用户占比



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

目前已与 3000 多家证券营业部建立合作关系，用户规模和付费用户数实现稳步增长，用户续约率每年保持 80%以上的较高水平。公司 07 年开始开发高端产品，深度挖掘高端用户需求，实现从免费用户到基础付费用户再到高端用户的接替转化，形成免费用户、付费用户和高端用户的客户层级结构。09 年，公司拥有高端用户 1.2 万人，占比 10.4%。高端用户收入贡献 2.47 亿元，收入贡献占比 55.58%；庞大的用户群是公司稳步发展的基石。

3. 率先布局国际化金融信息服务平台

公司于2010年3月成功收购阿斯达克（AA Stocks）。AA Stocks是香港市场最大的金融终端和香港证券交易所发布实时信息的指定财经网站服务商；拥有350多家优质机构客户，每年实现1000万元的广告收入。此次收购贯通了香港、上海和深圳三大主板市场，率先实现三大市场金融信息数据的共享和一体化。也有助于公司扩展香港的用户规模和品牌影响，提升公司在香港的市场份额。

公司未来将通过香港市场拓展海外渠道，实现国内外市场的金融信息数据整合，逐步建立国际化金融数据发展平台。公司计划用1.2亿元募集中金开发金融终端国际版项目，提供多语言支持的金融信息数据服务，增强国际化服务能力，为境内外投资者提供中国金融市场及全球金融市场的实时资讯和数据。

相对于同行，公司已与纳斯达克股票市场有限责任公司、泛欧证券交易所、德意志交易所集团、澳大利亚证券交易所有限公司、芝加哥商品交易所有限公司、美国洲际交易所

及美国晨星公司等诸多国际金融信息提供机构建立长期、稳定的合作关系，在金融信息资源的获取方面处于有利的地位，为国内外用户提供全方位、跨市场、专业化和准确的全球金融信息服务奠定了坚实的基础。

四、估值

随着新产品的推出,预期公司各业务可实现稳步增长。大智慧投资家系列产品是公司未来大力推广的主要产品,将成为公司新的盈利增长点。手机金融信息服务业务受益业务项目的升级,业绩贡献有望进一步提高。2010年是公司各项投入的高峰期,销售和管理费用都大幅增加,预计未来募投项目在建设期间各项费用率将逐步下降。公司现金流充裕,财务费用将持续保持负数。我们初步预计公司2010-12 年将实现销售收入5.42、9.55、11.91亿元,增长分别为21.80%、76.20%和24.71%,净利润分别为1.43、3.11、4.18百万元。对应的2010-12 年全面摊薄EPS为0.21、0.45和0.60元。

表 5: 行业内上市公司估值比较

代码	简称	2009PE	2010PE	2011PE	市盈率 TTM	市净率 PB (MRQ)
300033	同花顺	57.82	41.97	37.75	50.08	4.08
300059	东方财富	105.00	73.64	60.64	90.18	4.24
300002	神州泰岳	59.46	44.74	32.38	53.97	6.59
002315	焦点科技	91.86	56.27	42.24	66.52	5.60
300104	乐视网	119.18	74.63	59.26	82.24	5.77
600570	恒生电子	60.15	45.96	34.70	54.21	12.50
300052	中青宝	69.00	57.95	46.45	61.05	2.93
002095	生意宝	87.40	57.45	44.33	64.14	8.21
300036	超图软件	76.62	45.36	40.43	76.78	4.37
	行业平均	75.59	53.88	42.85	66.16	6.75

资料来源: 招商证券研发中心

在估值方面,在上市的同行业软件产品和互联网类公司 2009-2011 年动态市盈率分别为 75.59 倍、53.88 倍和 42.85 倍。我们参考与公司业务相似的同花顺、东方财富及其他金融信息服务的公司平均估值水平,并考虑公司处于国内金融信息服务的领先地位,给予公司 2011 年动态市盈率 40-44 倍,建议申购价格 18-19.8 元。

表 6: 盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	259	445	542	955	1191
营业成本	98	72	92	112	119
营业税金及附加	13	24	31	39	49
营业费用	56	88	168	335	429
管理费用	33	51	93	112	107
财务费用	(0)	1	(4)	(5)	(5)
资产减值损失	0	1	1	0	0
公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	59	209	161	363	492
营业外收入	2	7	7	3	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	61	216	168	366	492
所得税	(3)	29	25	55	74
净利润	65	188	143	311	418
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	65	188	143	311	418
EPS (元)	0.13	0.32	0.24	0.45	0.60

资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	145	774	930	2759	2870
现金	110	744	894	2705	2803
交易性投资	2	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	15	7	6	9	13
其它应收款	13	6	8	11	14
存货	0	0	0	0	0
其他	4	17	22	34	40
非流动资产	33	31	59	599	741
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	26	27	52	145	165
无形资产	2	1	2	448	568
其他	5	3	5	6	8
资产总计	178	805	989	3358	3611
流动负债	51	142	204	389	355
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	0	1	4	2	3
预收账款	50	137	180	340	285
其他	1	4	20	47	67
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	51	142	204	389	355
股本	22	450	585	695	695
资本公积金	0	67	0	1958	2132
留存收益	105	145	180	316	429
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	127	662	765	2969	3256
负债及权益合计	178	805	989	3358	3611

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	49	291	195	252	399
净利润	65	188	143	311	418
折旧摊销	3	3	3	5	12
财务费用	(0)	1	(4)	(5)	(5)
投资收益	0	1	0	0	0
营运资金变动	(19)	83	45	27	43
其它	1	16	8	(86)	(69)
投资活动现金流	(11)	(5)	(45)	(89)	(56)
资本支出	(5)	0	(30)	(91)	(64)
其他投资	(6)	(5)	(15)	2	8
筹资活动现金流	0	348	56	2145	23
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	110	0
资本公积增加	0	0	0	2019	0
股利分配	0	0	0	(29)	(41)
其他	0	348	56	45	64
现金净增加额	38	634	206	2308	366

资料来源：公司报表、招商证券研发中心

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	259	445	542	955	1191
营业成本	98	72	92	112	119
营业税金及附加	13	24	31	39	49
营业费用	56	88	168	335	429
管理费用	33	51	93	112	107
财务费用	(0)	1	(4)	(5)	(5)
资产减值损失	0	1	1	0	0
公允价值变动收	(1)	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	59	209	161	363	492
营业外收入	2	7	7	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	61	216	168	366	492
所得税	(3)	29	25	55	74
净利润	65	188	143	311	418
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净	65	188	143	311	418
EPS (元)	0.13	0.32	0.21	0.45	0.60

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	63%	72%	22%	76%	28%
营业利润	63%	253%	-23%	126%	36%
净利润	77%	190%	-24%	118%	34%
获利能力					
毛利率	62%	84%	83%	88%	90%
净利率	25%	42%	26%	33%	35%
ROE	66%	48%	20%	15%	13%
ROIC	40%	27%	17%	9%	13%
偿债能力					
资产负债率	28.65%	17.64%	21.05%	11.58%	9.83%
净负债比率					
流动比率	2.84	5.45	4.87	7.09	8.08
速动比率	2.84	5.45	4.87	7.09	8.08
营运能力					
资产周转率	1.45	0.55	0.52	0.28	0.33
存货周转率	—	—	—	—	—
应收帐款周转率	17.60	38.89	80.57	121.60	106.33
应付帐款周转率	84.87	98.74	35.08	37.22	47.66
每股资料(元)					
每股收益	0.13	0.32	0.21	0.45	0.60
每股经营现金	0.08	0.50	0.32	0.36	0.57
每股净资产	0.22	1.13	1.31	4.27	4.68
每股股利	0	0	0	0.04	0.06
估值比率					
PE	45	44	42	43	40
PB	4.68	4.88	5.75	4.61	3.73
EV/EBITDA	1.93	3.01	4.71	8.92	6.56

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，**CFA**：毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03 年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年度第二名，2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年第三名，2007年度第二名。金融时报(FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业2010 年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究，2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师2010 年度第二名（团队）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。