

智慧城市的最佳实践者

研究结论

- **城市信息化行业正处于快速增长期。**IBM 在 2009 年年初提出了“智慧的地球”及“智慧城市”的理念，智慧地球的核心是以一种更智慧的方法通过利用新一代信息技术来改变政府、公司和人们相互交互的方式，以便提高交互的明确性、效率、灵活性和响应速度。智慧城市理念进一步深化了城市信息化概念，为城市信息化开创了更加广阔的前景。受金融危机的影响，2009 年城市信息化的总体市场投资规模为 434.85 亿元，投资增幅放缓，但从 2010 年开始城市信息化的市场投资开始回升，在随后的几年中将呈现年复合增长率 10% 左右的稳步增长态势。
- **公司是以公共事务为核心的城市信息化领域的软件和服务提供商。**依托在大型应用软件开发、复杂系统集成和先进软件架构等方面的领先水平，公司已发展成为国内城市信息化领域的领先企业。目前，公司的应用软件和服务已经占据了上海地区城市信息化领域约 30% 的市场份额，其中在政府信息化领域占有 60% 的市场份额。万达信息在城市信息化实践中确立了行业应用软件、专业 IT 服务和软硬件系统集成三大主营业务。在社会保障、卫生服务、民航交通、工商管理、电子政务等领域具有突出的竞争优势，同时形成了物流管理、科技教育、环境保护、国土资源四个重点拓展领域。
- **立足上海，面向全国。**经过多年的发展，公司具备了承接大型项目的经验和能力，这些项目的成功运行，使得公司不仅积累了做大型项目的能力，而且给更多即将实施或已经实施城市信息化的地区提供了成功的范例。公司在已经占据上海地区城市信息化领域近 30% 市场份额的背景下，依靠快速复制能力，将业务扩展到了北京、南京、杭州、宁波、温州、连云港、苏州、无锡、深圳、青岛、哈尔滨、成都和佛山等地区，先后承建了国家工商总局信息管理系统、宁波机场信息化系统、宁波医保局信息化系统、温州医保局信息化系统等软件产品的开发和维护。公司来源于上海地区以外的收入比重呈逐年上升的趋势。
- **募投项目将提升核心竞争力，巩固行业地位。**本次公司募投项目共投入约 1.96 亿元，投资综合业务基础软件平台 V4.0 系统、综合劳动和社会保障 V3.0 系统、民航信息一体化 V2.0 系统、企业综合监管平台 V2.0 系统、医疗卫生信息化 V2.0 系统五个项目。募投项目建成后，公司将提升核心竞争能力，提高服务层次，延伸业务领域，进一步强化在城市信息化系统解决方案领域的领先优势，巩固并提升行业地位。
- **我们预计公司 2010—2012 年 EPS 分别为 0.44 元、0.73 元、1.05 元。**结合公司的成长性和创业估值水平，给予公司 2011 年 35—40 倍 PE，对应合理价格区间在 25.6—29.2 元之间。
- **风险因素：**公司可能存在市场开拓风险和管理费用率较高风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王天一

军工行业高级分析师

wangtianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060001

联系人

郑青

zhengqing@orientsec.com.cn

发行概况

合理价格区间（元）	25.6-29.2
本次发行股数（万股）	3,000
发行后总股本（万股）	12,000
国家/地区	中国
行业	电子行业
报告发布日期	2011 年 1 月 21 日

资料来源：WIND

财务预测

（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	408	489	713	1027
同比(%)	28%	20%	46%	44%
净利润	40	53	88	126
同比(%)	57%	33%	65%	43%
毛利率(%)	31.7%	32.8%	32.9%	33.7%
ROE(%)	18.2%	17.5%	7.4%	9.5%
每股收益(元)	0.33	0.44	0.73	1.05

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

一、公司概况	4
二、城市信息化行业正处于快速增长期.....	5
1、城镇化进程的加速推动城市信息化的建设	5
2、我国城市信息化市场未来将呈现稳步增长的态势	6
3、未来看好社会保障、卫生服务两大领域	7
三、万达信息：智慧城市的最佳实践者.....	8
1、拥有丰富的行业经验	8
2、拥有快速复制能力.....	9
3、立足上海，面向全国	10
4、营收稳步增长，毛利率小幅提升	11
四、募投项目：提升核心竞争力，巩固行业地位	12
1、募集项目有五个主要投向	12
2、盈利预测与估值分析	13
3、风险提示	16

图表目录

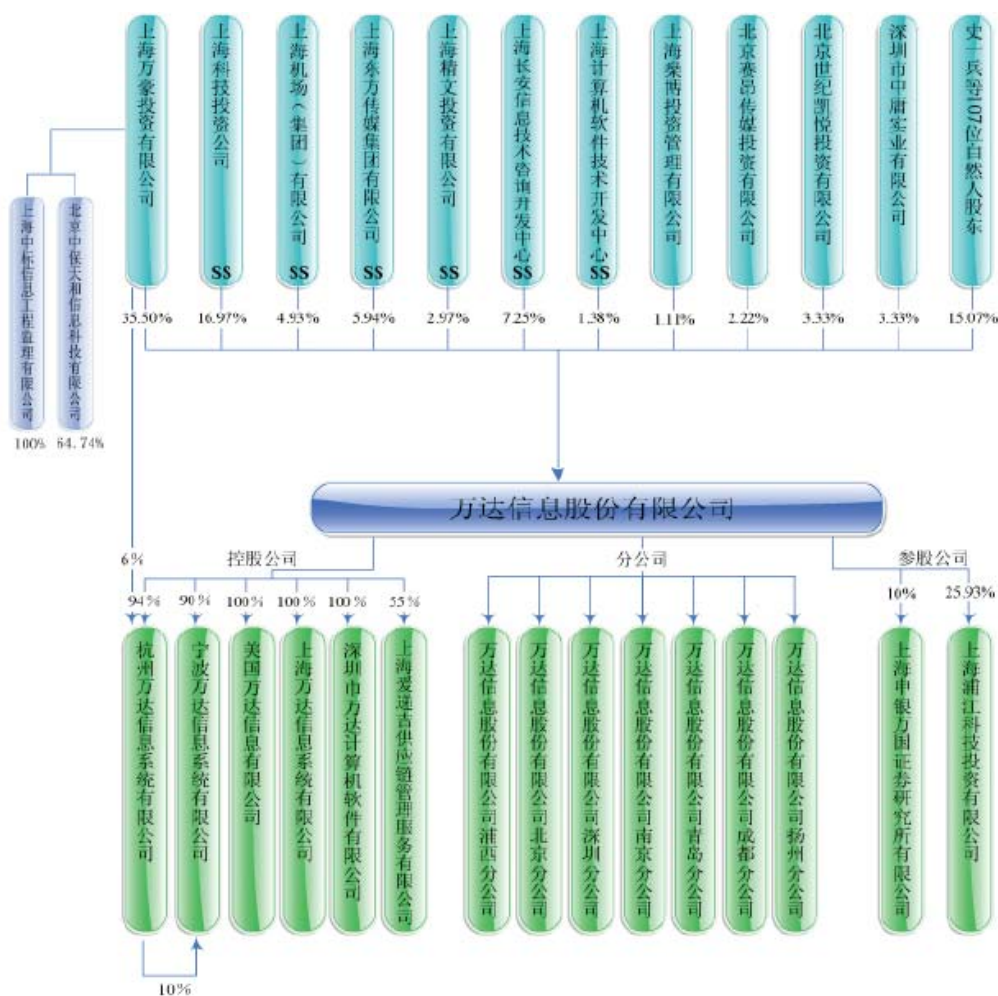
图 1：公司发行前的股权结构	4
图 2：城市信息化建设体系	5
图 3：2009-2013 年中国城市信息化总体市场投资预测	6
图 4：2009-2013 年中国社会保障业城市信息化投资规模预测	7
图 5：2009-2013 年中国医疗卫生行业城市信息化投资规模预测	8
图 6：公司城市一体化管理与服务系统架构	9
图 7：公司综合业务基础软件平台技术架构	10
图 8：公司各类业务收入变化	11
图 9：公司各类业务占比变化	11
图 10：公司各类业务毛利率变化	12
图 11：公司期间费用变化	12
图 12：募投项目总体关系图	13
表 1：公司来源于上海地区以外的收入比重呈逐年上升的趋势	10
表 2：募投项目和投资金额	12
表 3：盈利预测表（百万元）	14
表 4：分业务收入预测表	14
表 5：可比上市公司估值比较	15
表 5：近期在创业板上市公司估值比较	15
附表：财务报表预测与比率分析	17

一、公司概况

万达信息是以公共事务为核心的城市信息化领域的软件和服务提供商，依托在大型应用软件开发、复杂系统集成和先进软件架构等方面的领先水平，公司已发展成为国内城市信息化领域的领先企业。目前，公司的应用软件和服务已经占据了上海地区城市信息化领域约 30% 的市场份额，其中在政府信息化领域占有 60% 的市场份额。公司在城市信息化实践中确立了行业应用软件、专业 IT 服务和软硬件系统集成三大主营业务。在社会保障、卫生服务、民航交通、工商管理、电子政务等领域具有突出的竞争优势，同时形成了物流管理、科技教育、环境保护、国土资源四个重点拓展领域。

公司发行前有 118 位股东，其中有 11 位法人股东，107 位自然人股东；对外投资中有 6 家全资或控股公司，2 家参股公司。公司的实际控制人为史一兵，直接持有公司股份的 1.02%；同时持有公司控股股东万豪投资 61.85%，并通过万豪投资间接持有公司股份 35.50%，对公司拥有实际控制权。

图 1：公司发行前的股权结构



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

二、城市信息化行业正处于快速增长长期

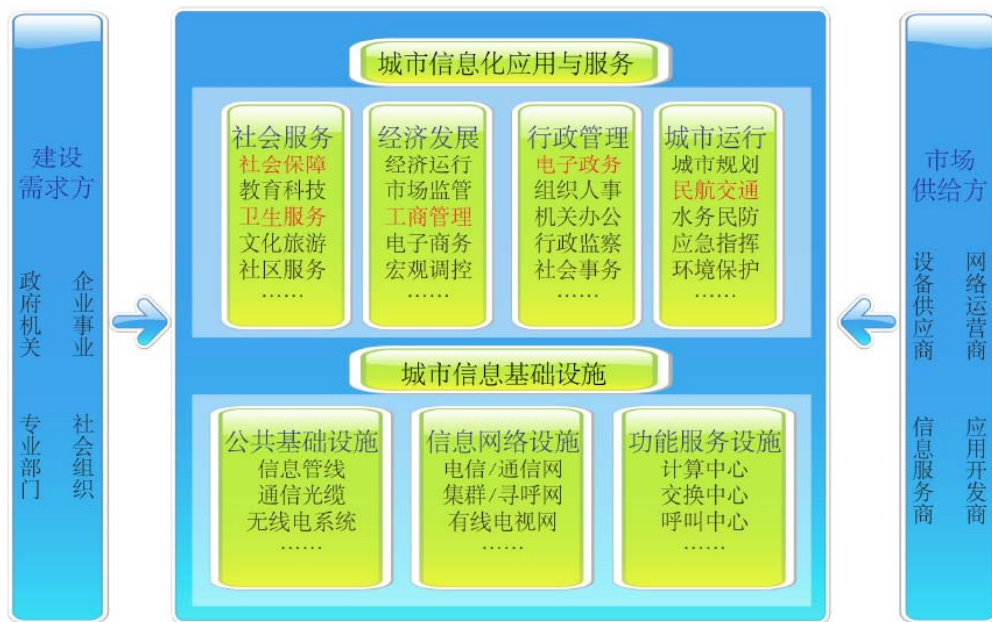
1、城镇化进程的加速推动城市信息化的建设

伴随城镇化的持续推进，城市出现了诸多负面问题，包括交通拥堵、环境恶化、城市管理日益复杂、社会治安问题层出不穷等。城市现代化水平的提高不但意味着城市规模的增加，更意味着城市管理质量的提高，即城市规划、建设和管理手段的现代化。智慧城市的建立正是为满足这一目的应运而生的。我国城镇化进程中存在着较为突出的“土地的城镇化快于人口的城镇化”“经济的城镇化快于社会的城镇化”“生产的城镇化快于生活的城镇化”等矛盾。利用现代高科技手段，大力发展数字城市，用智能化手段统一处理城市问题，最大限度地整合、利用城市信息资源，提升城市人的生活品质，是建设和谐城市的有效途径。

城市信息化是以城市为主体，在政治、经济、文化、社会生活等各个领域广泛应用现代信息技术，不断完善城市信息服务功能，提高城市管理水平和运行效率，提高城市的生产力水平和竞争力，加快推进城市现代化的过程。IBM 在 2009 年年初提出了“智慧的地球”及“智慧城市”的理念，智慧地球的核心是以一种更智慧的方法通过利用新一代信息技术来改变政府、公司和人们相互交互的方式，以便提高交互的明确性、效率、灵活性和响应速度。如今信息基础架构与高度整合的基础设施的完美结合，使得政府、企业和市民可以做出更明智的决策。智慧城市理念进一步深化了城市信息化概念，为城市信息化开创了更加广阔的前景。

城市信息化内容主要包括：城市信息基础设施、社会服务与管理、经济发展与监管、行政管理与监督、城市建设与运行等。市场需求方主要包括：政府机关、企事业单位、专业部门和社会组织等，市场供给方主要包括设备提供商、信息服务商、网络运营商、应用开发商等。

图 2：城市信息化建设体系



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

目前，我国大多数城市都已经开展了城市信息化建设，实施了一系列城市信息化项目，并在城市信息化基础设施方面取得了较大成就。但中国的城市信息化建设整体还处在起步阶段，区域城市信息化建设的差异度巨大。

虽然起步较晚，但近年来在国家政策的支持下，我国城市信息化建设得以快速发展。随着城市信息化建设的加速推进，市场对该领域软件企业的产品与服务提出了更高要求，未来我国城市信息化领域软件企业的市场竞争也将从产品线的扩张转向核心业务的强化和品牌的提升。

2、我国城市信息化市场未来将呈现稳步增长的态势

城市化是我国从发展中国家走向发达国家必然的趋势，国务院发展研究中心专家预测，未来 20 年，我国城市化率将从 2000 年的 36%，上升到 2010 年的 40%，2020 年将达到 50%-60%。伴随着城市化进程，城市信息化的推进将进入高峰期，近年来，国内大多数城市已经制定了城市信息化发展规划。根据国家城市信息化管理工作目标，2007 年在全国 50 个以上的大中型城市试行信息化城市管理新模式，2008-010 年，在全国地级以上城市和条件具备的县级市全面推广。

根据计世资讯预测，2009 年中国城市信息化的总体市场投资规模为 434.85 亿元，比 2008 年增长 7.9%。受金融危机的影响，2009 年城市信息化的市场投资增幅放缓，从 2010 年开始城市信息化的市场投资开始回升，在随后的几年中将呈现稳步增长的态势。

图 3：2009-2013 年中国城市信息化总体市场投资预测



资料来源：计世资讯，招股说明书，东方证券研究所

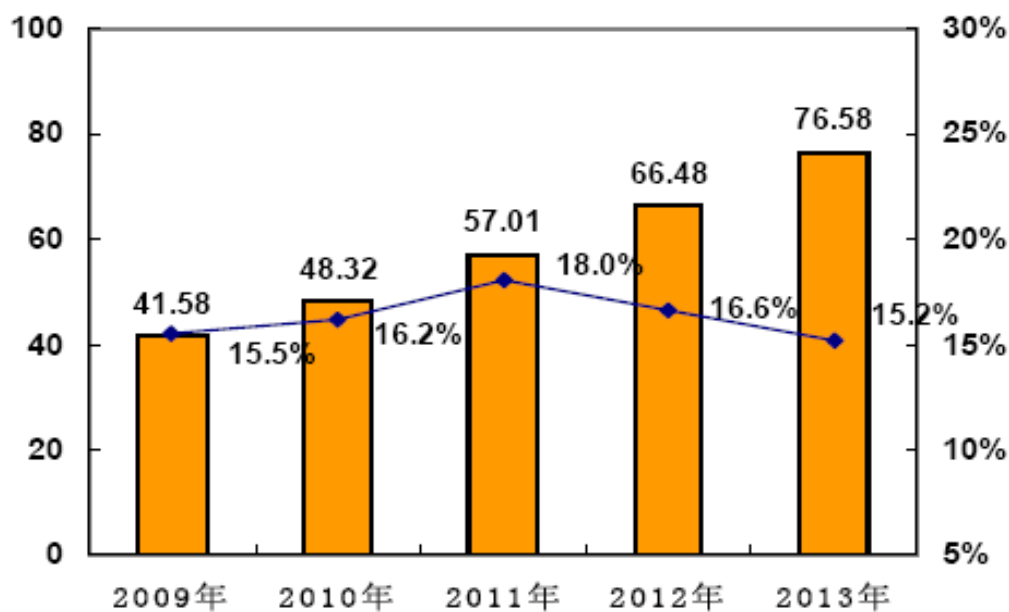
绝大多数城市信息化项目涉及公共事务，国外公司因本地化成本过高、行业经验差异较大等原因亦未能大规模介入，所以目前城市信息化领域的竞争主要在国内厂商之间展开。按照 ISV 和 SI 分类，计世资讯的研究结果显示，在面向公共事务的城市信息化行业中，主要的 ISV 有万达信息、东软集团、中软股份等，主要的 SI 有东软集团、太极股份、浙大网新等。

3、未来看好社会保障、卫生服务两大领域

在社保领域,介入社保行业信息化市场的软件企业较多,产品均基于金保工程的一期要求进行开发。根据人力资源和社会保障部“十一五”规划,“金保”工程第二阶段将围绕一体化综合社保的模式,重点放在三级数据中心建设、完善社保业务系统、建立基本统一的信息化公共服务体系上。

在社保统一应用软件推广实施中,全国的社会保险管理信息系统核心平台应用软件(核三平台)技术支持商是由人社部统一进行招标入围,目前全国经过劳动部认证的核三平台技术支持商只有 8 家。在通过社保管理信息系统核心平台技术考核人员中,东软集团人数最多,万达信息次之。

图 4：2009-2013 年中国社会保障业城市信息化投资规模预测

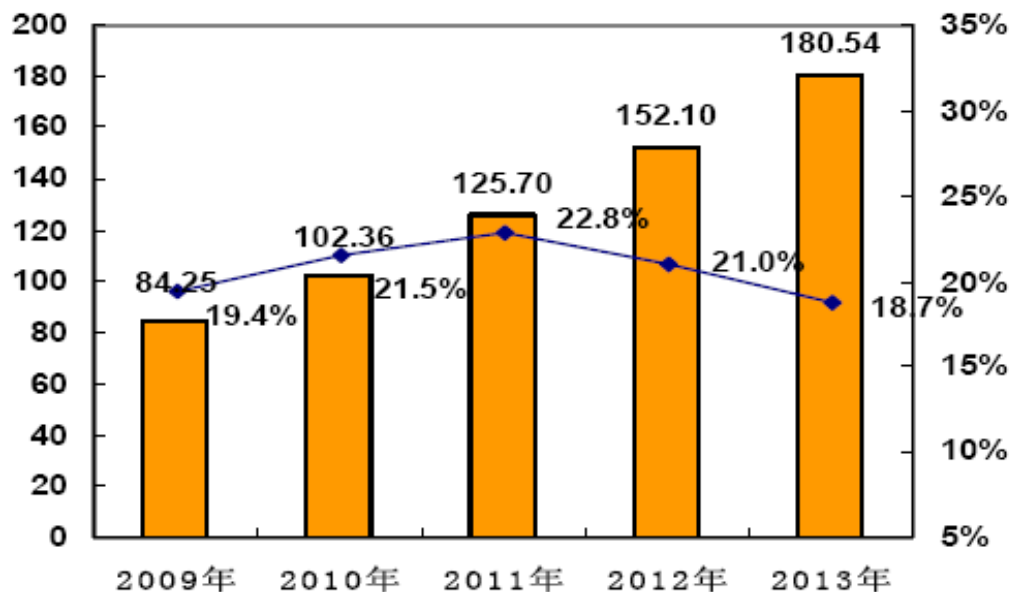


资料来源：计世资讯，招股说明书，东方证券研究所

我国的医疗卫生信息化现在处于上升的时期,是目前 IT 业界的亮点。从医疗管理理念和信息化实践来说,以“治疗为中心”到以“病人为中心”的过渡是一个巨大的进步。信息交换和共享日益重要,而目前医疗卫生改革对医疗管理也提出了非常高的要求,需求上升非常快。

医疗卫生信息化主要由公共卫生信息化、以健康档案为基础的区域卫生信息化以及医院信息化 HIS 三个细分市场组成。根据计世资讯的调查数据,在 2008 年医卫行业城市信息化市场,位居前三位的分别是方正众邦、东软、东华合创,万达信息占有 6.2% 的市场份额。

图 5：2009-2013 年中国医疗卫生行业城市信息化投资规模预测



资料来源：计世资讯，招股说明书，东方证券研究所

三、万达信息：智慧城市的最佳实践者

1、拥有丰富的行业经验

公司长期专注于提供以公共事务为核心的城市信息化软件开发与服务，已逐步成为该领域的领先企业，公司召集和参与制定了 7 个国家电子政务标准或指南、6 个卫生部医疗信息化的国家行业标准或指南和 9 个地方信息化标准。

目前，公司的应用软件和服务已经占据了上海地区城市信息化领域约 30% 的市场份额，其中在政府信息化领域占有 60% 的市场份额。整体而言，上海市城市信息化建设目前已处于国内领先水平。

公司在社会保障、卫生服务、民航交通、工商管理、电子政务等产品和服务的细分领域具有突出的竞争优势。在社会保障领域，公司承建了全国第一个劳动保障一体化信息系统；在医疗卫生服务领域，公司实现了全国首个三级医院区域临床信息共享系统——上海市医联工程、全国首个实现居民健康档案、临床信息、医学影像整合共享的区级系统——上海市长宁区区域医疗信息整合平台与应用系统的项目建设工作；在电子政务领域，公司首次提出了阳光政务的完整业务模型；在民航空管领域，公司为民航华东空管局构建了国内首家一体化的空管信息系统，拥有国内首家自主知识产权的 AODB 机场运营信息化系统。

图 6：公司城市一体化管理与服务系统架构



资料来源：公司主页，东方证券研究所

2、拥有快速复制能力

经过多年的发展，公司具备了承接大型项目的经验和能力，陆续承担了一系列业务复杂、影响深远的大型信息化项目，多个项目的业务规模和应用深度创造了国内同类型系统的领先水平，如上海市劳动和社会保障信息系统、上海市医疗保险信息系统等项目。这些项目的成功运行，使得公司不仅积累了做大型项目的能力，而且给更多即将实施或已经实施城市信息化的地区提供了成功的范例。

公司形成的规模效应和学习效应提高了项目实施的效率和成功率，公司的构件化技术及 SOA 的技术架构都有助于公司把积累的经验复制到国内其他城市。事实上，公司所开发的信息化软件都可以定位为高度定制的可复用型行业应用软件，在未来的市场开拓过程中，公司在收入规模扩大的同时，成本也将有效下降。

图 7：公司综合业务基础软件平台技术架构


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

3、立足上海，面向全国

对于城市信息化软件来说，由于其运营及数据的特殊性，大规模的替换几乎很难发生，因而产品黏性较强。公司在已经占据上海地区城市信息化领域近 30% 市场份额的背景下，未来对于现有系统的升级、维护、更新等等运营支撑将会是公司稳定的收入来源。

除此以外，近年来公司将业务扩展到了北京、南京、杭州、宁波、温州、连云港、苏州、无锡、深圳、青岛、哈尔滨、成都和佛山等地区，先后承建了国家工商总局信息管理系统、宁波机场信息化系统、宁波医保局信息化系统、温州医保局信息化系统等软件产品的开发和维护。公司来源于上海地区以外的收入比重呈逐年上升的趋势，2007-2010 上半年上海地区以外的收入比重分别为 16.55%、19.45%、19.58%、21.23%。

表 1：公司来源于上海地区以外的收入比重呈逐年上升的趋势

地区/占比	2007	2008	2009	2010 年上半年
上海	83.45%	80.55%	80.42%	78.77%
江浙	9.33%	6.82%	7.25%	4.89%
欧美	6.32%	5.89%	4.54%	3.68%
北京		5.54%	5.68%	0.93%
其他	0.90%	1.21%	2.11%	11.73%
合计	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司主页，东方证券研究所

4、营收稳步增长，毛利率小幅提升

作为我国城市信息化中以公共事业为核心的软件和服务提供商的领先企业，随着城市信息化在我国的快速发展，公司业务规模持续稳步扩大，营业收入稳步增长，近三年年均复合增长率达到了16.36%。

2007-2009年，软件开发与运营服务收入分别为16,731.22万元、21,417.82万元、28,437.63万元，2008年、2009年同比分别增长了28.01%、32.78%，呈现了持续快速的增长。这两类业务作为公司核心竞争力的重要体现，占到了公司营业收入的绝大部分，显示了较好的成长性，及较强的核心技术开发实力和市场开拓能力。

图 8：公司各类业务收入变化

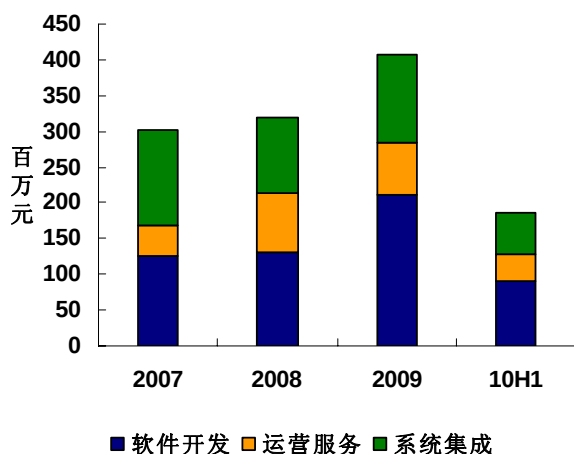
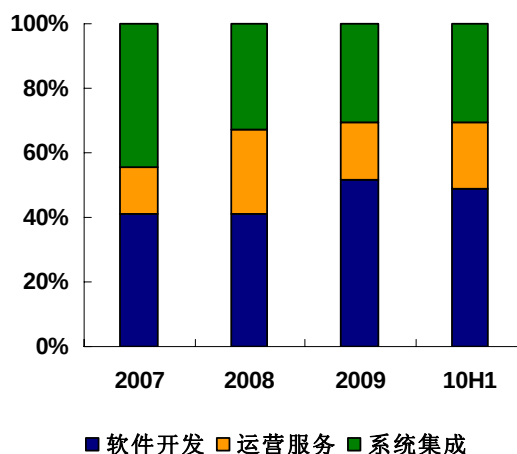


图 9：公司各类业务占比变化



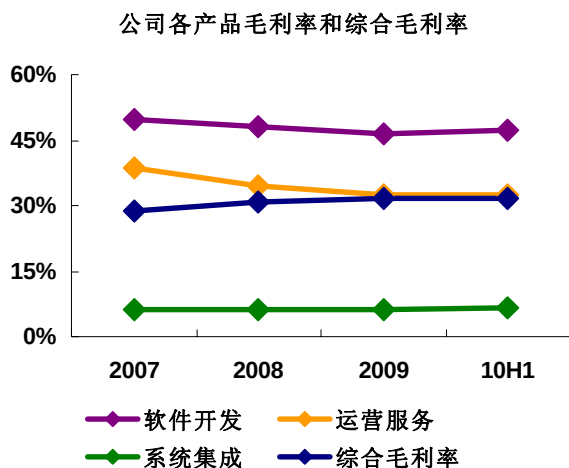
资料来源：招股说明书，东方证券研究所

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

近三年万达信息综合毛利率分别为28.72%、30.73%和31.71%，其中软件开发业务对综合毛利率的贡献最大，分别贡献了20.53、19.83和23.93个百分点，其次是运营服务业务，系统集成的贡献度最小。随着募投项目的开展，在一定程度上优化公司目前的销售格局，公司的综合毛利率将得到极大的提升。

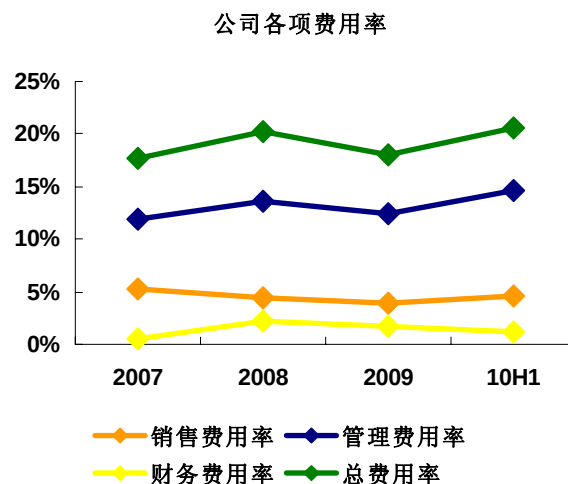
近三年万达信息期间费用占收入的比重较为平稳，平均为18.63%，这体现了公司长期稳定的财务控制能力。销售费用占营业收入的比重逐年下降，销售费用的增长幅度也远小于营业收入的增长幅度；期间费用构成中管理费用占比最大，随着公司未来不断开设区域分支机构，进一步增强全国市场的区域拓展力度，信息化项目大幅度增加，管理工作量亦随之提升，预期公司的管理费用将会有所增长；财务费用占营业收入的比重很低，对公司的经营业绩影响非常小。

图 10：公司各类业务毛利率变化



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 11：公司期间费用变化



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

四、募投项目：提升核心竞争力，巩固行业地位

1、募集项目有五个主要投向

本次公司募投项目共投入约 1.96 亿元，投资综合业务基础软件平台 V4.0 系统、综合劳动和社会保障 V3.0 系统、民航信息一体化 V2.0 系统、企业综合监管平台 V2.0 系统、医疗卫生信息化 V2.0 系统五个项目。

表 2：募投项目和投资金额

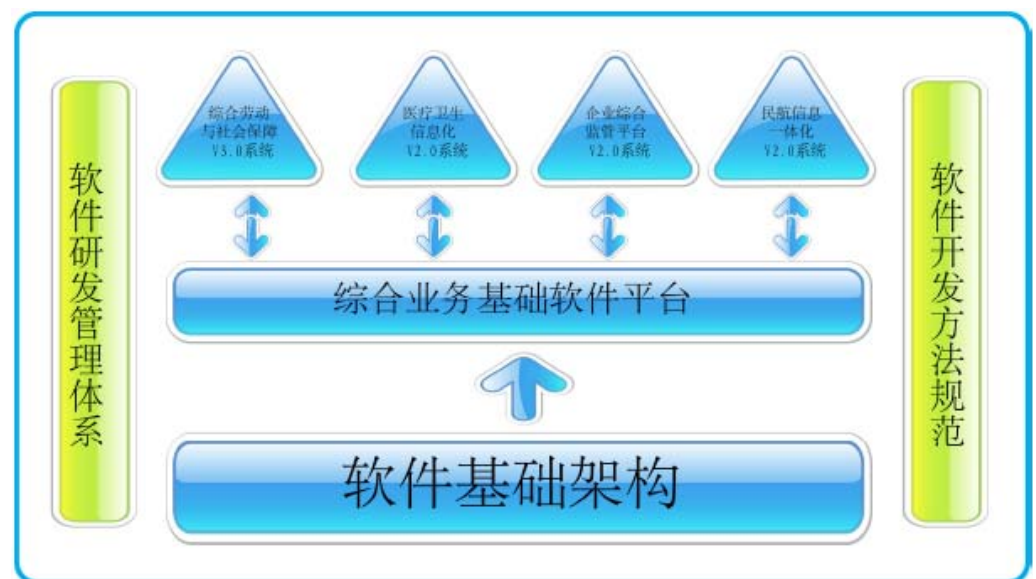
项目名称	总投资（万元）	投资总额与投资进度安排	
		第一年	第二年
综合业务基础软件平台 V4.0 系统	4,916	3,318.67	1,597.33
综合劳动和社会保障 V3.0 系统	4,480	4,480	
民航信息一体化 V2.0 系统	3,863	3,090	773
企业综合监管平台 V2.0 系统	3,520	3,520	
医疗卫生信息化 V2.0 系统	2,787	2,022	765
其他与主营业务相关的营运资金			

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

综合业务基础软件平台是公司为满足城市信息化业务快速发展需要,提高软件开发效率和软件质量控制水平,而自主创新的软件开发技术支撑体系,V4.0系统项目是根据业务发展所带来的技术需要进行的平台升级,主要为城市信息化项目应用领域提供技术和资源支撑,延展应用范围和适用对象。

综合劳动和社会保障 V3.0 系统、民航信息一体化 V2.0 系统、企业综合监管平台 V2.0 系统以及医疗卫生信息化 V2.0 系统都是面向未来市场的、基于原有系统进行的升级系统建设,一方面,这些项目的建设是有技术和应用的基础,另一方面,这些项目都有未来市场拓展的巨大空间,将进一步加强公司行业软件产品的领先性,包括技术领先和应用领先。

图 12: 募投项目总体关系图



资料来源: 招股说明书, 东方证券研究所

募投项目建成后,公司将提升核心竞争能力,提高服务层次,延伸业务领域,进一步强化在城市信息化系统解决方案领域的领先优势,巩固并提升行业地位。

2、盈利预测与估值分析

我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 4.89 亿、7.13 亿、10.27 亿;归属于母公司所有者的净利润分别为 0.53 亿元、0.88 亿、1.26 亿元;对应 EPS 分别为 0.44 元、0.73 元、1.05 元。

表 3：盈利预测表（百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	408	489	713	1027
营业成本	279	329	478	681
营业税金及附加	14	14	21	31
营业费用	16	20	29	41
管理费用	51	64	86	133
财务费用	7	4	-1	-4
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1
营业利润	43	60	101	145
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	44	63	104	148
所得税	4	9	16	22
净利润	40	53	88	126
少数股东损益	0	-0	-0	-0
归属于母公司净利润	40	53	88	126
EPS（元）	0.33	0.44	0.73	1.05

资料来源：东方证券研究所

表 4：分业务收入预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
软件开发				
营业收入（百万元）	211.2	247.7	360.5	524.1
增长率（%）	60.2%	17.3%	45.5%	45.4%
毛利率	46.3%	48.5%	49.5%	50.5%
运营服务				
营业收入（百万元）	73.1	94.4	131.6	191.4
增长率（%）	-11.2%	29.1%	39.4%	45.4%
毛利率	32.7%	32.6%	32.0%	32.5%
系统集成				
营业收入（百万元）	124.1	147.1	220.5	311.1
增长率（%）	17.9%	18.5%	49.9%	41.1%
毛利率	6.4%	6.5%	6.3%	6.1%
合计（百万元）	408.5	489.2	712.6	1026.6
增长率（%）	27.9%	19.8%	45.7%	44.1%

资料来源：东方证券研究所

我们选取与公司业务模式与特点类似的 4 家公司进行对比，目前行业可比公司 2011 年平均 PE 为 38 倍；同时我们选取近期上市的 20 家创业板公司进行对比，2011 年平均 PE 为 40 倍。给予公司 2011 年 35-40 倍 PE，对应合理估值区间在 25.6-29.2 元之间。

表 5：可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
300075	数字政通	48	34	25
300096	易联众	66	48	37
300020	银江股份	54	33	23
002474	榕基软件	59	37	24
平均		57	38	27

资料来源：Wind

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	2011PE	2012PE
300145	南方泵业	44	30	21
300146	汤臣倍健	75	46	31
300147	香雪制药	54	41	30
300148	天舟文化	58	41	31
300149	量子高科	57	45	37
300150	世纪瑞尔	83	53	38
300151	昌红科技	49	34	24
300152	燃控科技	59	41	30
300153	科泰电源	54	38	28
300154	瑞凌股份	46	33	23
300155	安居宝	49	36	25
300156	天立环保	56	42	31
300157	恒泰艾普	70	47	33
300158	振东制药	56	38	29
300159	新研股份	77	51	35
300160	秀强股份	53	35	25
300161	华中数控	65	47	30
300162	雷曼光电	72	39	28
300163	先锋新材	73	35	22
300164	通源石油	51	34	23
平均		60	40	29

资料来源：Wind

3、风险提示

市场开拓风险

目前公司营业收入主要来源于上海地区，存在市场过于集中的风险；在市场开拓方面，面临区域壁垒，存在市场开拓进展低于预期的风险。

管理费用率较高风险

公司管理费用率较高，导致公司净利率较低，存在公司短期利润与长期发展之间的均衡问题。

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	235	270	1177	1330	营业收入	408	489	713	1027
现金	147	135	989	1064	营业成本	279	329	478	681
应收账款	48	72	100	143	营业税金及附加	14	14	21	31
其它应收款	24	39	55	77	营业费用	16	20	29	41
预付账款	3	7	9	12	管理费用	51	64	86	133
存货	13	17	24	34	财务费用	7	4	-1	-4
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	145	148	149	141	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	9	8	9	9	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	131	141	145	141	营业利润	43	60	101	145
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	2	3	3	3
其他	3	-3	-6	-10	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	380	418	1326	1471	利润总额	44	63	104	148
流动负债	142	126	151	176	所得税	4	9	16	22
短期借款	71	60	65	65	净利润	40	53	88	126
应付账款	30	27	42	61	少数股东损益	0	-0	-0	-0
其他	41	39	45	50	归属于母公司净利润	40	53	88	126
非流动负债	17	18	15	9	EBITDA	62	79	117	161
长期借款	13	11	8	3	EPS (元)	0.33	0.44	0.73	1.05
其他	5	6	6	6	主要财务比率				
负债合计	160	144	166	185	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	120	120	150	150	营业收入	27.9%	19.8%	45.7%	44.1%
资本公积	45	45	813	813	营业利润	66.4%	40.8%	68.7%	43.8%
留存收益	86	139	227	353	归属于母公司净利润	57.3%	33.4%	65.3%	42.7%
归属母公司股东权益合计	220	304	1190	1316	获利能力				
负债和股东权益	380	448	1356	1501	毛利率	31.7%	32.8%	32.9%	33.7%
现金流量表					净利率	9.8%	10.9%	12.4%	12.2%
单位：百万元					ROE	18.2%	17.5%	7.4%	9.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	30.2%	29.6%	40.0%	47.9%
经营活动现金流	74	30	71	87	偿债能力				
净利润	40	53	88	126	资产负债率	42.0%	32.1%	12.2%	12.4%
折旧摊销	12	15	18	19	净负债比率				
财务费用	7	4	-1	-4	流动比率	1.65	2.14	7.78	7.54
投资损失	-0	-1	-1	-1	速动比率	1.56	2.01	7.62	7.35
营运资金变动	17	-46	-33	-53	营运能力				
其它	-1	4	0	0	总资产周转率	1.10	1.23	0.82	0.73
投资活动现金流	-11	-19	-18	-11	应收账款周转率	8	8	8	8
资本支出	12	21	18	12	应付账款周转率	12.96	11.46	13.85	13.28
长期投资	0	-1	1	-0	每股指标 (元)				
其他	0	1	0	0	每股收益	0.33	0.44	0.73	1.05
筹资活动现金流	-37	-22	801	-1	每股经营现金流	0.62	0.25	0.59	0.72
短期借款	1	-11	5	0	每股净资产	1.83	2.53	9.92	10.96
长期借款	-13	-1	-3	-5	估值比率				
普通股增加	30	0	30	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	0	768	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-56	-10	1	4	EV/EBITDA	-1	-1	-1	-0
现金净增加额	26	-12	854	75					

资料来源：东方证券研究所

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