

微波通信产业加速“中”移催生新黑马

研究结论

- **国内天线领域王者，市场先机可占尽。**公司室内基站天线出货量占据国内厂商首位，是国内微波天线最大厂商之一；天线产品层次和质量的提高重点就在于工艺的改进，公司拥有的大量重要技术、关键性测试和研发设备保障盛路天线产品相关指标在国内和国际居于领先地位。我们认为，盛路通信是国内天线领域王者，在室内覆盖基站领域、微波天线领域优势尤其突出，相关领域的市场爆发机会有望全面提升其业绩。我们预期，2011年底到2012年将迎来电信运营商3G网络的规模扩容，届时将带动公司室外基站天线、室内基站天线的再次高增长，而终端天线方面受信息终端移动化趋势的影响，将长期持续平稳增长态势。
- **微波通信天线产品有望迎来爆发，步入全球前三。**全球微波产业“中”移加速，中兴华为在微波应用比例较高的欧美日等发达国家和地区业务持续深入，对微波通信配套需求快速提升；受技术工人人工成本影响，NEC、Ericson等国外厂商采购也逐步向中国转移；而国内在移动基站回传、应急通信、北斗导航系统地面天线需求等推动下，呈现爆发态势。我们认为，在微波天线领域占有技术优势和地理位置优势的盛路通信，将最大化受益微波通信产业“中”移的利好，到2012年全国出货量需求将超过50万副，盛路微波天线出货量有望在2012年超过20万副，比2010年预计5万左右的出货量大幅提升，步入微波通信天线前三的行列。而微波通信的增长也将同步带来配套射频器件和设备的大幅增长，推动公司营收规模高速增长。
- **研发实力雄厚，高度定制化生产模式下具备优势。**公司拥有国内领先的各类实验设施和测试设备，研发投入持续保持在营业收入5%以上，注重研发投入。公司在高性能微波天线、LTE基站天线产品领域具备领先水平。我们认为，通信天线行业是高度定制化的行业，不同客户不同批次的订单对产品需求差异很大，高研发投入保障盛路在定制化模式下的核心竞争能力。
- **首次给予增持评级，目标价27.86元。**我们预计盛路通信2010—2012年三年EPS分别为0.43、0.81、1.21元，2009—2012年CAGR为43%。基于前一交易日收盘价23.63元约合PE倍数分别为55X、29X、20X，从2011、2012预计EPS来看具备明显的估值安全边际和上升空间。对照通信设备行业相关股票估值水平，基于2011年预计EPS以PEG为0.8进行估值，给予目标价27.86元，首次给予“增持”评级。
- **风险因素：**原材料价格风险、产品质量和技术风险、竞争风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

吴友文

通信行业高级分析师

63325888 × 6091

wuyouwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120025

周军

通信行业资深分析师

63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120007

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2011年1月25日) 23.63元

目标价格 27.86元

总股本/A股(百万股) 26/102

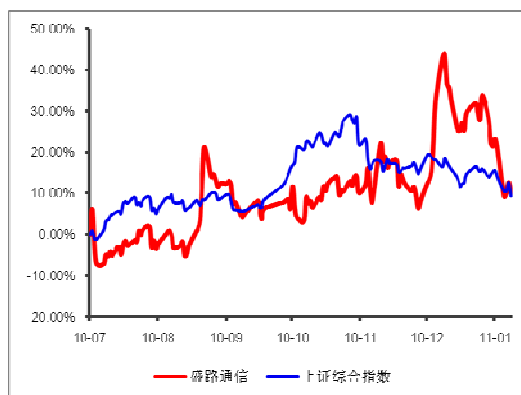
A股市值(亿元) 23.55亿

国家/地区 中国

行业 通信设备制造业

报告发布日期 2011年1月26日

股价表现



财务预测

单位：百万元

财务预测	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	392	422	651	868
同比增长(%)	27.27%	7.58%	54.33%	33.48%
净利润	42	44	83	123
同比增长	32.98%	5.20%	89.40%	48.95%
EPS(元)	0.41	0.43	0.81	1.21
P/E	56.6	53.8	28.4	19.1
P/B	13.2	4.6	4.1	3.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所

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。

目录

一、国内通信天线领域王者	4
1.1 微波、室内基站天线处于国内和全球领先行列	4
2.2 天线领域技术实力雄厚	4
3.3 产业扩张和享受“中”移驱动公司持续增长	6
二、产业“中”移加速带来国内微波通信产业转折	7
2.1 微波通信是通信网络的重要传输手段	7
2.2 国外需求稳定增长，国内需求即将爆发	8
2.3 微波天线产业“中”移将进入加速阶段	8
三、产品研发优势和地理位置优势助公司步入全球前三	11
四、估值和投资建议	12
五、风险提示	14

图表目录

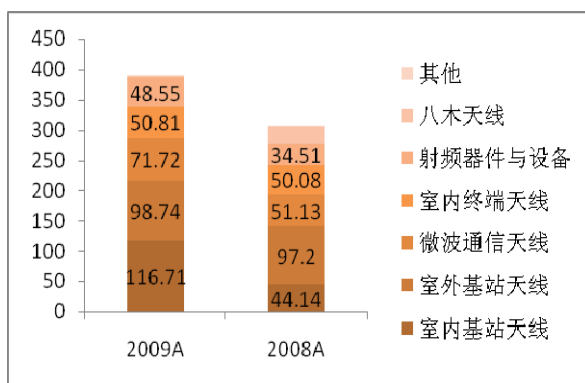
图 1 盛路通信主要产品收入情况（单位：百万元）	4
图 2 盛路通信 2009 年分类产品占收入比重	4
图 3 盛路通信主要产品示意图	4
图 4 盛路通信微波测试关键设备示意图	5
图 5 盛路通信近场测试微波暗室示意图	5
图 6 中兴华为的壮大推动国内配套产业（单位：亿元）	6
图 7 手机等移动终端出货量“中”移带来规模化增长	6
图 8 微波基站组成和微波基站通信示意图	7
图 9 微波通信在现代通信网络中扮演重要作用	7
图 10 主要微波厂商需求量预计华为中兴加速增长	9
图 11 微波通信中国本土需求量将呈现加速态势	9
表 1 微波通信和光纤通信特点对比	8
表 2 全球微波通信应用情况和增长趋势	8
表 3 中兴华为在欧美日发达国家市场占有率蓄势待发	9
表 4 微波通信天线需求国内需求趋势分析	10
表 5 盛路通信微波天线在全球市场份额场景分析	11
表 6 盛路通信微波天线出货量按厂商场景分析	11
表 7 根据 WIND 数据评估的通信行业股票估值水平对比	12
表 8 盛路通信分产品出货量和营收预测	13
表 9 盛路通信毛利率变动情况预测	13
表 10 盛路通信盈利预测（单位：百万元）	15

一、国内通信天线领域王者

1.1 微波、室内基站天线处于国内和全球领先行列

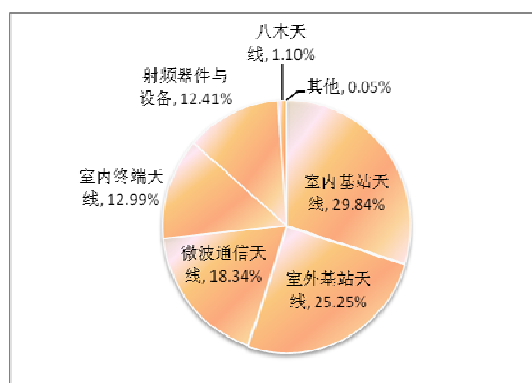
盛路通信是国内领先的通信天线和射频产品厂商。主要产品包括室外基站天线、室内覆盖基站天线、微波天线、各类终端天线、射频器件和设备等。其中基站天线和微波天线是公司的最主要产品（如图 1 和图 2 所示）。

图 1 盛路通信主要产品收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告；

图 2 盛路通信 2009 年分类产品占收入比重



资料来源：公司公告；东方证券研究所

依据公司相关公告，公司室内基站天线 2009 年出货量 400 万副，其中室内覆盖基站天线出货量 378.59 万副，占据国内市场占有率 29.12%，为国内最大的基站天线供应商；微波天线 2009 年出货量 3.83 万副，国际市场占有率仍然较低为 1.77%，但居于国内领先地位。（如图 3 为天线产品示例）

图 3 盛路通信主要产品示意图

基站天线

微波天线



资料来源：盛路通信；东方证券研究所

2.2 天线领域技术实力雄厚

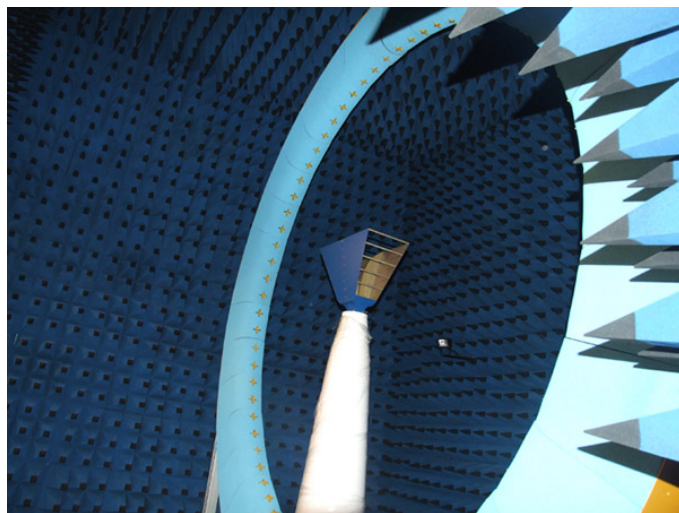
天线产品提高产品层次和产能的关键因素就在于工艺的改进和提高,公司拥有的大量关键性测试和研发设备保障盛路天线产品相关指标在国内和国际居于领先地位。

通信天线行业对于测试设备和研发设备的要求很高,公司投入大量资金在微波通信测试和研发设备、基站天线和终端天线研发等。其中拥有的居于国内领先水平的关键测试和研发设备包括大型微波暗室、标准微波屏蔽室、盐雾实验设备、振动实验设备、高低温恒温恒湿实验设备、三阶互调测试系统、天线方向图自动测试系统和工作频率达到 40GHz 的矢量网络分析仪、工作频率达到 26.5GHz 的频率分析仪等配套设施。还拥有我国南方地区规模最大、设施最全的设计频率可达到 40GHz 的天线近、远场测试暗室。

图 4 盛路通信微波测试关键设备示意图

微波远场测试系统受信台

微波测试 3D 暗室



资料来源：盛路通信

图 5 盛路通信近场测试微波暗室示意图



资料来源：盛路通信

3.3 产业扩张和享受“中”移驱动公司持续增长

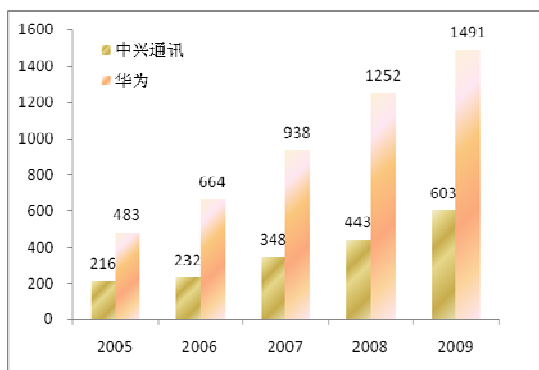
推动盛路不断成长的主要动力就来自于公司产业的不断扩张和产业“中”移带来的增长动力。

产业扩张源自于盛路通信基于通信天线技术的基础，基于原有的基站天线、微波天线等产品线，一方面不断提升产品的层次集中向中高端产品拓展，另一方面根据市场发展特点拓展其他终端如GPS、车载设备等无线应用天线。推动公司产品线的扩展提升营收规模。

产业“中”移源自于两方面：

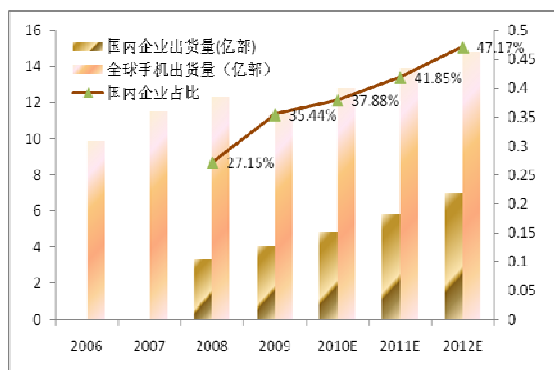
- 首先，中兴华为等主设备商和手机等终端产业的“中”移使得配套设备天线逐步转向国内为主（如图6、图7所示）；
- 其次，受全球成本和技术工人优势的影响，全球天线产品采购逐步向中国转移。

图6 中兴华为的壮大推动国内配套产业（单位：亿元）



资料来源:东方证券研究所;

图7 手机等移动终端出货量“中”移带来规模化增长



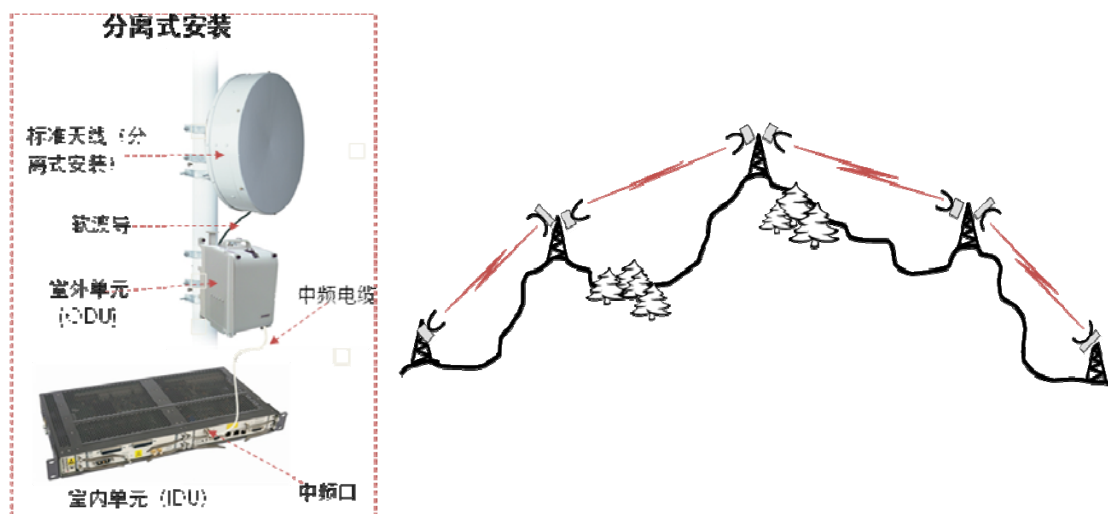
资料来源: isuppli; 东方证券研究所

二、产业“中”移加速带来国内微波通信产业转折

2.1 微波通信是通信网络的重要传输手段

典型的微波通信基站和微波通信组网示例如图 8 所示。微波通信是现代通信网络的重要组成部分，在移动基站回传、特殊条件接入等领域不可或缺（如图 9 所示）

图 8 微波基站组成和微波基站通信示意图



资料来源：华为技术有限公司；东方证券研究所整理

图 9 微波通信在现代通信网络中扮演重要作用



资料来源：东方证券研究所整理

微波通信区别与光纤通信，有其自身的特点（如表 1 所示）。

表 1 微波通信和光纤通信特点对比

	微波通信	光纤通信
建设特点	跨越空间能力强，占地少，不受土地私有化 限制。	需要铺设光缆，占用土地。
投资周期特点	投资少，周期短，维护方便	基础建设投资多，建设周期较长
抗灾和维护特点	具有很强的抗自然灾害能力，易于快速恢复	需要室外光缆维护，易受自然灾害影响。
频谱资源区别	频率资源有限，需要申请频率执照	不受频率限制，不需要申请许可。
传输稳定性	传输质量受气候和地形的影响大	传输质量稳定可靠，不受外来因素干扰。
容量大小	传输容量有限	传输容量大。

资料来源：东方证券研究所整理

2.2 国外需求稳定增长，国内需求即将爆发

国外对微波通信的应用非常广泛，在骨干网传输中应用的比例很高，而在国内微波通信的应用比例还非常低（如表 2 所示）。我们认为，随着全球数据流量的不断提高国际微波通信的需求仍然将会持续高速增长，而国内受到基站回传和应急通信建设的推动将迎来高增长。

表 2 全球微波通信应用情况和增长趋势

	微波通信	增长趋势
美国	长途传输的 66%左右应用数字微波系统	平稳增长
日本	骨干传输的 50%使用微波传输，接近 100%的电视数据传输采用数字微波中继	平稳增长
法国	传输网 54%使用数字微波传输	平稳增长
意大利、英国、瑞典、德国等其他国家	传输网均为规模运用数字微波传输	平稳增长
中国	在应急备份通信场合使用，骨干传输使用甚少； 目前趋势，应急通信需求加强、基站回传使用微波简易方便，需求逐步加强	进入高增长阶段

资料来源：根据互联网资料东方证券研究所整理

从全球市场看，2008 年全球数字微波通信市场规模约为 60 亿美元，美国著名微波专业公司哈里斯公司经调研后预计：受益于全球移动带宽的普及与升级，微波通信将在未来 4 年保持 8%的增速，到 2012 年将达到 80 亿美元左右的市场规模。我们认为，全球微波通信市场预计仍然维持平稳增长的趋势，而国内微波通信有望步入高增长阶段。

2.3 微波天线产业“中”移将进入加速阶段

微波通信产业“中”移同时也是微波天线产业中移，其驱动力来源于两个方面

全球需求的生产往中国转移，中兴华为打开欧美日发达国家市场是最大驱动力

中兴华为等国内主设备商的发展和成本优势与技术工人优势带来的全球采购往中国转移。随着华为近年来在欧美和日本等发达国家市场的突破（如表 3 所示），由于欧美日市场的无线通信主干传输主要采用数字微波传输，预计其微波天线需求量将出现爆发式增长。

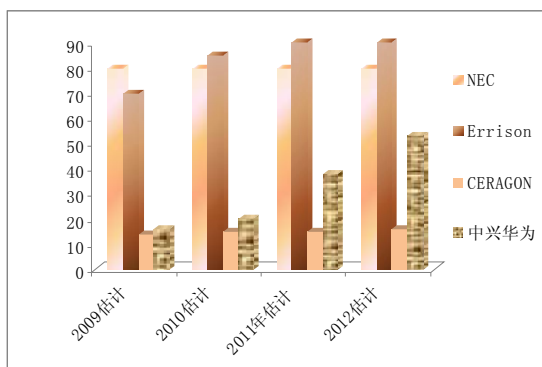
表 3 中兴华为在欧美日发达国家市场占有率蓄势待发

华为	2010 年 12 月	德国 02 与华为开展 LTE 友好用户测试
	2010 年 7 月	沃达丰选定华为和爱立信在德国建设 LTE
	2009 年 8 月	助日本移动运营商 Emobile 发布 HSPA+商用网络
	2009 年 8 月	在美国市场多次受挫后聘请前布什政府高官作为公司顾问力图突破
	2011 年 1 月	华为加拿大研发中心启用，未来两年预计员工达到 280 人
中兴通讯	2010 年 12 月	中兴通讯携手日立为日本 UQC 规模部署 WiMAX Pico 商用基站
	2010 年 6 月	中兴通讯与加拿大新兴运营商 PM 签署 CDMA 独家供货协议，而之前已成为美国 MetroPCS、Aircell、Smart PCS 等运营商的合作伙伴
	2010 年 8 月	与挪威电信运营商 Telenor ASA 旗下子公司 Telenor Hungary 正式签署 GSM 网络供货协议
	2009 年 11 月	荷兰电信集团选择中兴通讯承建德国、比利时两国 HSPA 网络

资料来源：根据互联网资料东方证券研究所整理

全球最大的微波通信设备提供商为 NEC、Ericson，两者占据了全球微波天线需求约 50%的份额。我们认为，中兴华为的由于西方发达国家市场规模提升带来的微波天线需求量和针对国内增长需求的微波天线量（预测如图 10、图 11 所示）都将直接带来盛路通信微波天线出货量的高速增长。

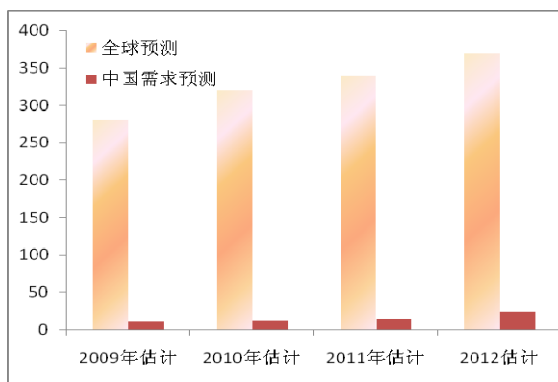
图 10 主要微波厂商需求量预计华为中兴加速增长



资料来源：东方证券研究所预测整理

注：图 10、图 11 中 2009 年厂商天线需求数和 2009 年中国微波天线需求数均参考公司招股说明书，全球规模估计依照 NEC 和爱立信占 50%左右份额估计

图 11 微波通信中国本土需求量将呈现加速态势



资料来源：东方证券研究所预测整理

注：中国本土微波天线需求量按照全国移动基站总数按照一定方法估计，同时考虑应急通信需求

移动通信基站回传需求、北斗导航产业发展、应急通信同步推动国内需求爆发

国内微波通信应用市场很小,但随着应急通信部署的加强和以及电信运营商在基站回传等方面应用数字微波的不断提升,以及北斗导航产业的发展,预计将迎来增长高峰期。对全国微波通信需求天线需求的总估计如表 4 所示。

表 4 微波通信天线需求国内需求趋势分析

发展情况	
基站回传	目前基站回传主要采用光纤回传,自 2008 年以来运营商对微波回传方式的采用趋势明显提升,在广袤的农村地区、偏远地区、以及城市楼宇之间的基站预计将成为移动通信基站采纳数字微波回传的重要方式,全国 130 万基站预计若 20%采纳微波回传则需求量有望超过 80 万个(按照一个基站 3 个天线需求)
北斗导航	卫星通信的频段一般为 1-10GHz,近期开发的也有超过 10GHz 的频段,而微波通信的频段一般为 3G 到 30G,从频谱上来说微波天线技术同于卫星通信,随着北斗导航系统发展,卫星地面站和相关接受天线有望成为庞大市场
应急通信	目前应急通信建设处于稳定增长阶段
总需求趋势分析	● 预计基站回传未来几年有望步入高峰期,预计成为国内需求增长主力 ● 北斗导航在十二五期间需求望逐年增长,以较大型天线为主 ● 应急通信需求已成为常规需求并逐步增长

资料来源:东方证券研究所

三、产品研发优势和地理位置优势助公司步入全球前三

天线产品的定制化设计程度很高，公司每年投入的研发费用占营业收入比例在 5% 以上，属于典型的研发驱动型企业。行业具备较高门槛，全球能制造高性能微波天线的企业仅有 6 家，国外两家公司国内四家。

归纳来看，盛路通信在微波天线具备三大优势：

- **研发技术优势：**公司测试和研发设备齐全，在近期对外产品测试的多项指标全面优于国外厂商，且全球高性能微波天线制造厂商；
- **性价比优势：**充分利用国内较低的工程师成本；
- **地理位置优势：**微波天线的运输是较大成本，由于在华为中兴等公司 200 公里运输圈内，公司对西安海天等公司具备良好的地理位置优势。

我们认为，这两大优势将使得公司在微波产业“中”移的过程中充分享受出货量的高增长。我们按照分厂商分场景预测情况（如表 6 所示），以及按市场份额场景预测（如表 5 所示），盛路通信未来两年微波天线出货量有望超过 20 万副，步入全球前三行列。

表 5 盛路通信微波天线在全球市场份额场景分析

单位：万套	2011 年估计	盛路份额			2012 估计	盛路份额		
		场景 1	场景 2	场景 3		场景 1	场景 2	场景 3
全球预测	340	3%	5%	7%	370	4%	6%	8%
中国需求预测	15	40%	50%	60%	25	40%	50%	60%
盛路全球出货	2011 年	10.2	17	23.8	2012 年	14.8	22.2	29.6
盛路中国出货	2011 年	6	7.5	9	2012 年	10	12.5	15

资料来源：东方证券研究所预测

表 6 盛路通信微波天线出货量按厂商场景分析

单位：万套	2011 年厂商需求估计	盛路份额场景			厂商需求预测			
		场景 1	场景 2	场景 3	2012 估计	场景 1	场景 2	场景 3
NEC	80	4%	6%	8%	80	4%	6%	8%
Errison	90	0	1%	2%	90	0	1%	2%
CERAGON	15	0	2%	4%	16	1%	4%	7%
国内主系统设备厂商	38	30%	40%	48%	53	30%	40%	48%
NEC	80	3.2	4.8	6.4	80	3.2	4.8	6.4
Errison	90	0	0.9	1.8	90	0	0.9	1.8
CERAGON	15	0	0.3	0.6	16	0.16	0.64	1.12
国内主系统设备厂商	38	11.7	15.6	18.2	53	15.75	21	24.5
盛路出货量	2011 年	14.9	21.6	27	2012 年	19.11	27.34	33.82

资料来源：东方证券研究所预测

四、估值和投资建议

除了前述篇章对微波通信市场和盛路出货量的预测,对盛路通信的盈利预测还基于以下关键判断和假设:

- 1、 室外基站天线 2011 年基站投资平稳, 预计增长不显著, 2012 年有望进入 3G 网络扩容期需求大幅提升, 该市场盛路通信国内市场占有率略为 17%左右;
- 2、 室内覆盖基站天线本身不受移动通信投资影响, 受网络承载逐步提升和网络需求布局变化推动每年稳步上升, 但在移动通信基站集中建设阶段仍然体现高增长特点, 预计 2012 年会有较显著增长, 该块国内市场份额大约为 30%左右;
- 3、 终端天线, 基于 2010 年之后将进入智能移动终端时代的趋势, 认为该块业务将持续较为稳健增长;
- 4、 射频器件与设备, 由于相关产品与基站天线和微波天线较多配套使用, 作为配套的模块, 因此我们认为, 如果微波通信天线如我们预测那样爆发, 射频器件与设备产品同样将会高速增长。

盛路通信分产品营业收入和毛利率预测分别如表 8 和表 9 所示。

我们预计盛路通信 2010–2012 年三年 EPS 分别为 0.43、0.81、1.21 元, 2009–2012 年 CAGR 为 43%。基于前一交易日收盘价 23.63 元约合 PE 倍数分别为 55X、29X、20X, 从 2011、2012 预计 EPS 来看具备明显的估值安全边际和上升空间。对照通信设备行业相关股票估值水平(如表 7 所示), 基于 2011 年预计 EPS 以 PEG 为 0.8 进行估值, 给予 12 个月目标价 27.86 元, 首次给予“增持”评级。

表 7 根据 WIND 数据评估的通信行业股票估值水平对比

代码	名称	09 年 EPS	10 年 EPS	11 年 EPS	12 年 EPS	09 年市 盈率	10 年市 盈率	11 年市 盈率	12 年市 盈率	2011 年 PE/G
002194	武汉凡谷	0.6134	0.5450	0.6632	0.9376	20.66	23.25	19.10	13.51	1.26
600498	烽火通信	0.5933	0.8635	1.1368	1.4589	51.24	35.21	26.74	20.84	0.76
002115	三维通信	0.3605	0.4719	0.6398	0.8225	44.19	33.76	24.90	19.37	0.79
002313	日海通讯	0.7254	1.0750	1.5136	2.0661	62.69	42.31	30.05	22.01	0.72
002281	光迅科技	0.6512	0.7934	1.0332	1.3398	54.82	44.99	34.55	26.65	1.27
002089	新海宜	0.3492	0.5507	0.7935	1.0192	53.81	34.12	23.68	18.44	0.55
300025	华星创业	0.3296	0.5004	0.7982	1.1315	78.51	51.71	32.42	22.87	0.64
002093	国脉科技	0.2153	0.2831	0.4041	0.5591	69.10	52.56	36.82	26.61	0.98
平均数						54.38	39.74	28.53	21.29	0.87
中位数						54.32	38.76	28.39	21.43	0.79

资料来源: WIND

表 8 盛路通信分产品出货量和营收预测

营收预测(万元)		2008	2009	2010E	2011E	2012E
室外基站天线	出货量(万台)	26.28	26.62	26.00	26.00	35.00
	均价(元)	369.80	371	365.00	360.00	367.00
	收入(万元)	9718	9875	9490	9360	12845
	同比增速		1.62%	-3.90%	-1.37%	37.23%
室内覆盖基站天线	出货量(万台)	135.17	378.59	400	430	500
	均价	32.66	30.83	30.50	30.20	30.00
	收入(万元)	4415	11672	12200	12986	15000
	同比增速		164.39%	4.52%	6.44%	15.51%
微波天线	出货量(万台)	2.82	3.83	4.50	14.50	21.00
	均价	1811.02	1871.23	1865.00	1860.00	1855.00
	收入	5107	7167	8393	26970	38955
	同比增速		40.33%	17.10%	221.36%	44.44%
终端天线	出货量(万台)	731.85	758.55	780.00	850.00	920.00
	均价	6.84	6.70	6.70	6.70	6.70
	收入	5006	5082	5226	5695	6164
	同比增速		1.53%	2.83%	8.97%	8.24%
射频器件与设备		3451.15	4855.49	6312	9468	13255
	同比增速		40.69%	30.00%	50.00%	40.00%
其他类收入		2913.87	453.17	450	450	450
营业收入		30611	39105	42071	64929	86669
同比增速			27.75%	7.58%	54.33%	33.48%

资料来源：东方证券研究所

表 9 盛路通信毛利率变动情况预测

毛利率	2008	2009	2010E	2011E	2012E
室外基站天线	28.72%	29.60%	29.00%	29.00%	29.20%
室内基站天线	24.21%	25.42%	25.00%	25.00%	25.50%
微波天线	34.77%	34.80%	34.00%	36.00%	37.00%
终端天线	25.68%	25.93%	25.90%	25.90%	26.00%
射频器件与设备	34.69%	32.26%	33.00%	33.00%	34.00%
其他类收入	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
综合毛利率		28.82%	28.74%	31.22%	32.42%

资料来源：东方证券研究所预测

五、风险提示

原材料价格风险：成本中 88%左右为原材料成本，原材料成本中的超过一半与金属价格相关，金属价格风险大幅影响公司成本；

产品质量和技术风险：公司面向的下游客户均为强势客户，尽管公司产品具备较好品质，但是对供货过程中可能出现的技术质量风险仍然不可忽视；

竞争风险：国内竞争对手仍然不可忽视。

表 10 盛路通信盈利预测（单位：百万元）

损益表						现金流量表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	308	392	422	651	868	经营活动产生的现金流量					
销售成本	-222	-280	-300	-447	-587	净利润	31	42	44	83	123
销售利润	86	112	121	203	282	固定资产折旧	11	14	19	26	35
其他利润	-2	0	0	-1	-1	财务费用	1	1	0	0	0
销售及管理费用	-36	-51	-55	-85	-109	投资损失	0	0	0	0	0
EBITDA	48	61	66	118	172	存货的减少	-2	-11	-5	-52	-38
折旧	-10	-13	-18	-25	-33	经营性应收项目的减少	10	-25	-8	-77	-73
摊销	-1	-1	-1	-1	-2	经营性应付项目的增加	-8	29	7	88	84
EBIT	37	47	47	92	137	其他流动资产项目的减少	1	-6	-4	-1	-1
利息收入	0	0	0	0	0	其他流动负债项目的增加	0	0	0	0	0
投资等营业外收入	0	3	4	7	9	经营活动产生的现金流量净额	44	43	52	68	131
财务费用	-1	-1	0	0	0	投资活动产生的现金流量					
终止经营业务利润	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
税前利润	37	49	52	98	146	短期存款的净减少	0	0	0	0	0
所得税	-6	-8	-8	-15	-22	长期投资净额的减少	-2	2	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	固定资产净额(除折旧)的减少	-18	-37	-68	-93	-120
净利润	31	42	44	83	123	无形及其他非流动资产的减少	0	-3	-2	-9	-10
EPS(人民币)	0.31	0.41	0.43	0.81	1.21	投资活动产生的现金流量净额	-20	-38	-70	-102	-130
每股派息	0.00	0.00	0.11	0.20	0.30	筹资活动产生的现金流量					
						短期借款的增加	-12	10	0	0	11
						一年内到期的非流动负债的增加	0	0	0	0	0
						长期借款的增加	0	0	0	0	0
						其他非流动负债项目的增加	0	0	1	2	2
						减去：财务费用	-1	-1	0	0	0
						减去：股利	-1	-1	-11	-21	-31
						减去：少数股东损益	0	0	0	0	0
						普通股的增加	0	0	157	0	38
						资本公积的增加	1	1	140	10	58
						少数股东权益的增加	0	0	0	0	0
						筹资活动产生的现金流量净额	-14	29	272	-3	83
						期末现金及现金等价物余额	39	73	326	290	374
						减：期初现金及现金等价物余额	28	39	73	326	290
						现金及现金等价物净增加额(2)	10	34	254	-37	84
资产负债表						经营比率(%)					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
资产						税前ROIC	25.8%	28.7%	6.9%	10.8%	13.6%
现金与现金等价物	39	73	326	290	374	经营利润率	9.8%	11.4%	7.4%	10.7%	13.0%
应收账款	106	133	139	215	287	毛利率	28.0%	28.6%	28.7%	31.2%	32.4%
其他应收账款	8	22	21	33	43	SG&A/收入	11.7%	13.0%	13.0%	13.0%	12.5%
预付账款	3	2	3	5	6	折旧/收入	3.2%	4.2%	3.8%	3.9%	5.6%
存货	53	64	69	121	158	平均资本周转率	264.4%	250.3%	92.8%	101.1%	104.7%
短期存款/投资	0	0	0	0	0	经营流动资金/收入	9.8%	8.0%	79.3%	69.2%	62.7%
流动资产合计	209	294	559	662	868	固定资产/收入	31.4%	41.2%	37.1%	37.8%	41.6%
固定资产	98	123	174	241	328	营业收入同比	8%	27%	8%	54%	33%
无形资产	11	14	15	23	30	EBITA同比	16%	26%	8%	79%	46%
商誉	0	0	0	0	0	ROE	26%	26%	13%	15%	18%
递延税款资产	0	1	1	1	2	ROIC	23%	26%	9%	10%	12%
其他非流动资产	3	0	0	0	0	EPS	0.31	0.41	0.43	0.81	1.21
总资产	322	431	748	927	1228	每股净资产	1.34	1.75	4.97	5.68	7.52
负债和所有者权益						P/E	75.3	56.6	53.8	28.4	19.1
应付账款	144	174	180	268	352	P/B	17.2	13.2	4.6	4.1	3.1
其他应付款	18	53	36	54	70						
短期借款	10	20	20	20	31						
一年内到期的长期负债	0	0	0	0	0						
其他流动负债	0	0	0	0	0						
流动负债合计	172	246	236	342	453						
长期负债	0	0	0	0	0						
递延税款负债	0	0	0	0	0						
其他非流动负债(不付息)	3	2	3	5	7						
总负债	175	249	240	347	460						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本(普通股)和股本溢价	76	76	233	233	271						
总留存(储备、拟派发与留存)	61	102	275	347	497						
所有者权益	137	178	508	580	768						
负债和所有者权益合计	312	427	748	927	1228						

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，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