

键桥通讯 (002316)：下游需求拉动 快速成长可期

行业分类：通信

2011.03.31

研究员：薄小明

(执业证书编号：S0640511010010)

电话：0755-83689707

Email: xiaoming-bo@hotmail.com

联系人：刁志学

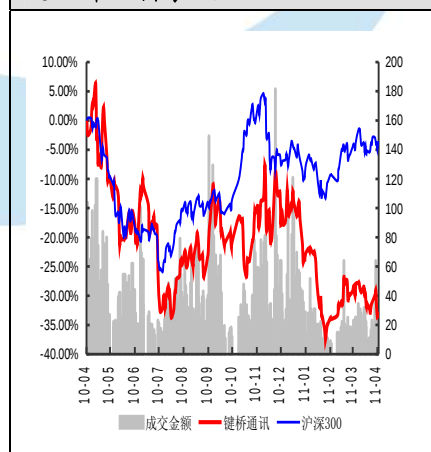
电话：0755-83520492

Email: diaozhixue@163.com

6-12个月目标价	20-22.5元
当前股价	16.78元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2928.11
总股本(亿股)	1.56
流通A股(亿股)	0.8463
流通B股(亿股)	0
流通A股市值(亿元)	14.20
总市值(亿元)	26.18
每股净资产(元)	5.18
ROE	5.96%
资产负债率	30.59%
动态市盈率	33.32
动态市净率	3

近一年股价表现



投资要点：

- **专网通信下游需求增长提速。**专网通信的市场容量与能源交通等行业的投资规模直接相关。根据我国“十二五”发展规划，电力、煤炭、石油、交通等领域依然保持较大的投资规模，专网通信服务行业面临广阔的市场前景。其次，专网通信系统在促进安全生产、提高工业效率、转变经营方式、行业信息化和智能化建设等方面发挥着越来越重要的作用，专网用户对通信技术应用需求的广度和深度不断拓展，通信技术投资占行业投资的比重将逐步提高。预计未来十年，智能电网领域通信和信息等相关投资规模将达数千亿元，而轨道交通领域相关投资也将达数百亿元。
- **公司的竞争优势体现在行业经验、客户关系和技术等方面。**专网用户对服务商的经验要求很高，公司在电力、煤炭、智能交通等领域积累了丰富的经验和成功案例。公司长期坚持与专网客户保持密切技术合作，所有研发产品都是依托于用户的工业系统开发，并在其系统上进行长时间的试验性运行，使公司研发目标性和科研成果转化效率高于同业竞争对手。公司在专网通讯技术发展的各个阶段引领行业发展，在行业中具有较强的技术影响力。2009年，公司研发投入占营业收入的比重达9.18%，在行业中处于领先地位。
- **公司成长的路径有三个方面。**一是在行业需求快速增长的情况下，不断推出新产品，主要体现在两个方面：从传输平台到应用平台，从有线设备到无线设备。二是进行区域和行业拓展，成为覆盖全国的多行业专网通讯技术解决方案服务商。三是通过并购快速扩大市场份额。
- **投资评级。**预计公司2011-2012年每股收益分别为0.50元和0.72元，对应动态市盈率分别为33倍和23倍。智能电网、轨道交通等下游行业成长性突出，上市解决资金和信誉问题后，公司将在下游旺盛需求的带动下获得高速增长。公司的目标是在2011年实现营业收入突破4亿元，我们的业绩预测并未考虑并购等外生性成长因素。按照2011年40-45倍的PE，给予公司20-22.5元的目标价，投资评级为“买入”。
- **财务数据与估值**

盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	172.83	274.07	399.32	553.06
(+/-%)	7.43%	58.58%	45.70%	38.50%
净利润(百万元)	42.48	47.10	78.56	112.89
(+/-%)	11.73%	10.87%	66.08%	43.69%
EPS(元)	0.27	0.30	0.50	0.72
P/E(倍)	61.62	55.34	33.32	23.19
P/B(倍)	3.38	3.24	3.00	2.72

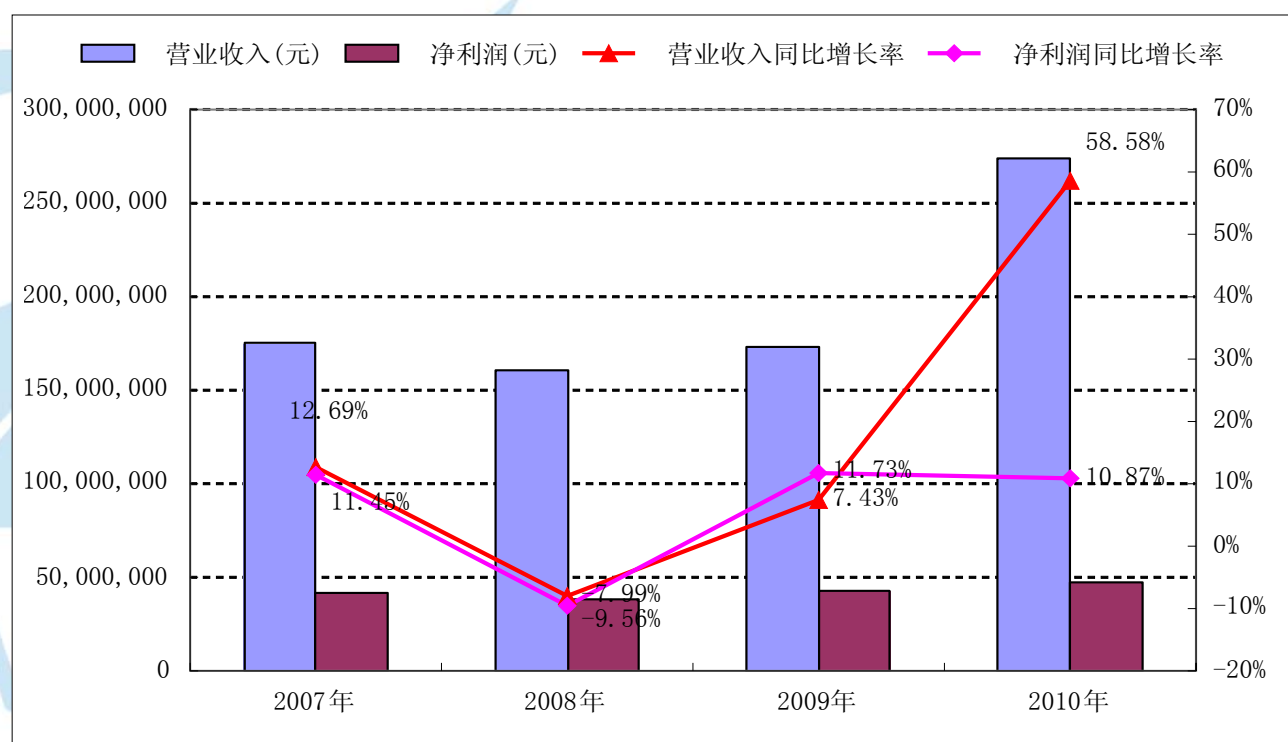
资料来源：中航证券金融研究所

一、公司简介

键桥通讯成立于 1999 年，是专业从事专网通讯技术解决方案的服务商，主要为能源交通等行业用户提供专网通讯解决方案，以及相关软硬件产品的设计、开发和制造。自成立以来，公司不断将通信信息最新技术成果引入能源交通等专网领域，并与专网的具体应用相结合，自主研发和设计满足专网特定需求的专用通讯产品和系统，逐步成为国内能源交通领域最大的通讯技术解决方案服务商。

目前，公司主要提供的产品包括：工业系统使用的调度通信解决方案、RPR 工业数据解决方案、工业多媒体监控解决方案以及 WiMAX 无线专网传输和接入系统等。公司的下游行业集中于能源和交通领域，其中能源行业在公司的收入中占比达到 75% 以上。能源行业中，公司主要涉足电力行业，并开始拓展煤炭和石油行业；交通行业中，公司在城市智能交通和轨道交通领域都有成功案例，未来的拓展以轨道交通为主。

图 1 键桥通讯近年收入和利润情况



资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

2008 年，根据国家奥运会期间供电保障的要求及受全球金融危机的影响，公司部分项目工程进度延缓。工期的延长使得营业收入无法正常确认，导致公司 2008 年营业收入较 2007 年减少 1,397 万元，下降了 7.99%。为了应对国际金融危机，国家实施了积极的财政政策，加大基础设施领域的投资力度，公司下游用户集中的能源交通等领域纷纷扩大投资规模。因而，公司在 2009 年恢复了成长，2010 年成长速度则进一步加快，营业收入增长幅度达 58.58%。在下游需求快速增长的拉动下，公司有望迎来一段快速成长期。

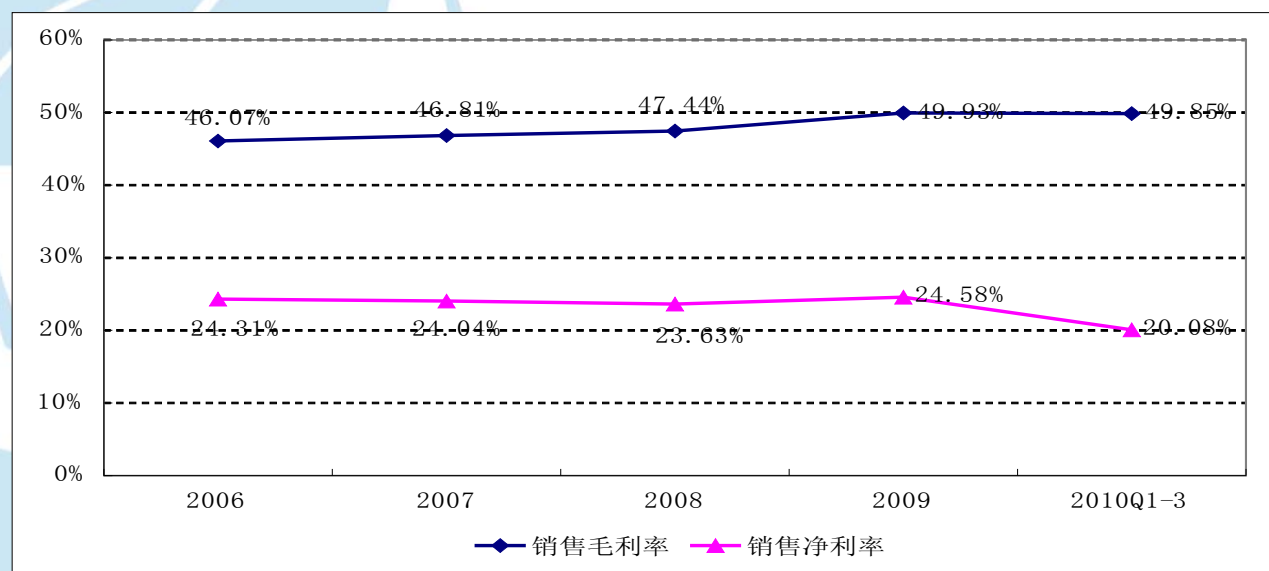
二、行业特征：高毛利、大市场、小公司

公网和专网共同构成了我国的通信系统。公网面向社会提供普遍服务，是国家通信基础设施的主体；专网是为国防、公安、能源、交通等行业系统内部的生产组织、指挥调度及管理等特殊通信需求而建设的专用通信体系。

专网与公网的区别主要体现在两个方面：一是专网市场往往有自己的利益格局，比较封闭。用户大多数是垄断性企业，对于价格并不敏感，而对公司的品牌、信用和经营稳健性等方面尤其关注。二是专网通信的专业性强，横跨通信信息技术和工业控制技术两个方面。专网需要将通信技术和用户的专业技术、控制系统、生产管理等相结合，需要按照用户的特定需求量身定做，业务种类多、跨度大。能源交通等专网安全稳定运行的要求决定了在该领域一般不会对新进入者开放其生产系统，为新进入者提供技术试验的机会，新进入者难以了解用户生产系统的具体应用需求，难以获得必须的实验测试环境。因而，行业具有很高的进入壁垒。

从产业链的角度看，专网上游的电子元器件和通信设备制造业市场化程度较高，属于完全竞争性行业，相关原材料及部件价格呈逐年下降趋势；而下游市场进入壁垒很高，竞争格局比较稳定，客户更关注解决方案的可靠性、安全性和稳定性，价格策略难以奏效。因而，专网通信行业的公司盈利能力强，毛利率较高。键桥通讯的毛利率达到了 50% 左右，而公网的设备提供商如中兴通讯等毛利率只有 30%。

图2 键桥通讯毛利率和净利率变动情况



资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

专网通信行业主要有三类竞争主体，包括通信设备制造商、通信设备制造商的战略合作伙伴和综合服务提供商。通信设备制造商的技术力量很强，但由于专网需要结合用户的特定专业技术，市场容量也较小，

通信设备制造商拓展专网市场不够经济。传统通信设备制造商已开始退出专网市场，改由通过提供技术和设备给其合作伙伴，由其合作伙伴提供解决方案和相关服务。设备商的合作伙伴劣势是采购渠道单一，受到上游厂家的严格控制，服务局限在上游厂家周围，难以提供综合的解决方案，不能很好地满足用户的多样化需求。独立的综合服务提供商不仅提供通信设备，而且提供融合专网信息系统、工业控制系统的专业接口、专业协议和专业应用的系统管理平台，集系统设计与集成、软件开发、通信技术服务为一体，能够满足特定用户的个性化需求。随着专网用户的通信信息需求更加专业化、多元化和精细化，能提供综合应用解决方案的服务商将逐步成为市场竞争的主体，代表专网通信的发展趋势。

表 1 三类竞争主体的优劣势对比

竞争主体	优势	劣势
通信设备制造商	技术力量强、产品在公用网络中应用广泛，在满足基本的通信需求中技术优势明显	在满足特定用户需求方面服务成本较高
通信设备制造商的战略合作伙伴	能得到通信设备制造商的技术和品牌支持	供应渠道单一，受上游设备制造商约束较多，难以实现跨地域、多行业发展，经营规模有限
综合服务提供商	代表行业发展趋势，提供综合性的产品和服务，能够满足特定用户的“个性化”需求	融资渠道单一，资金规模偏小，研发能力有待提高

资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

表 2 键桥通讯主要竞争对手情况

类别	典型代表	竞争对手简介
通讯设备制造商	西门子（中国）有限公司	其核心业务是提供基础设施建设和工业解决方案，尤其是移动通信系统和传输骨干网络的建设，其在轨道交通等大型综合机电项目中具有相当的优势
	中兴通讯	专业从事生产程控交换系统、多媒体通讯系统、通讯传输系统，主要产品涉及交换机、路由器和移动通信系统等
	华为技术有限公司	电信网络解决方案的供应商，产品和解决方案涵盖移动、核心网、电信增值业务和终端等领域
	烽火科技集团	主要从事通信系统、光纤光缆、光电器件的研发、生产和销售
	美国思科公司	主要提供电信、金融、制造、物流、零售等行业以及政府部门和教育科研机构信息通信基础设施的解决方案
通信设备制造商的战略合作伙伴	深圳市金宏威实业发展有限公司	专业从事通信产品及其配套产品的安装、技术服务、系统集成、软件开发及零配件的购销，主要产品包括光网络、交换网络、接入网络、数据网络、多媒体通信、监控系统、通信终端、机

		电设备以及自动化产品
	青海瑞丰电力科技有限责任公司	主要从事通信，自动化及相关产品工程设备提供，设备维护，通信管线施工，因特网接入等工程服务业务
	博康集团	主要为政府、公安、城市交通、高速公路、机场、轨道、国防等领域的大型客户提供安全监控、宽带通信、交通管理等专业技术解决方案以及相关高科技产品和工程技术服务
综合服务提供商	深圳市特发信息股份有限公司泰科通信分公司	专注于传输设备、DDN 网设备、接入网（有线接入、无线接入）设备、智能终端设备和电力自动化设备的研发、生产、销售及系统集成
	四川华雁信息产业股份有限公司	专业从事数字化信息产品的研发、生产、系统集成，主要产品有光电传输系统、调度交换系统、视讯系统、增值应用软件等系列解决方案

资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

专网通信行业“大市场、小公司”的格局非常明显。由于其需求的个性化、定制化和利益关系的复杂性，专网通信行业的企业多数属于中小企业，集中度很低，且地域特征明显，如电力调度通信几乎各省市均有专网解决方案提供商，而能源交通领域国内规模最大的专网通信企业键桥通讯 2010 年收入仅 2.74 亿元。随着专网市场不断的标准化和透明化，我们认为其市场格局有向公网靠拢的趋势，龙头企业通过兼并收购快速扩张，成长为大型公司的机会很大。

三、下游需求成长提速

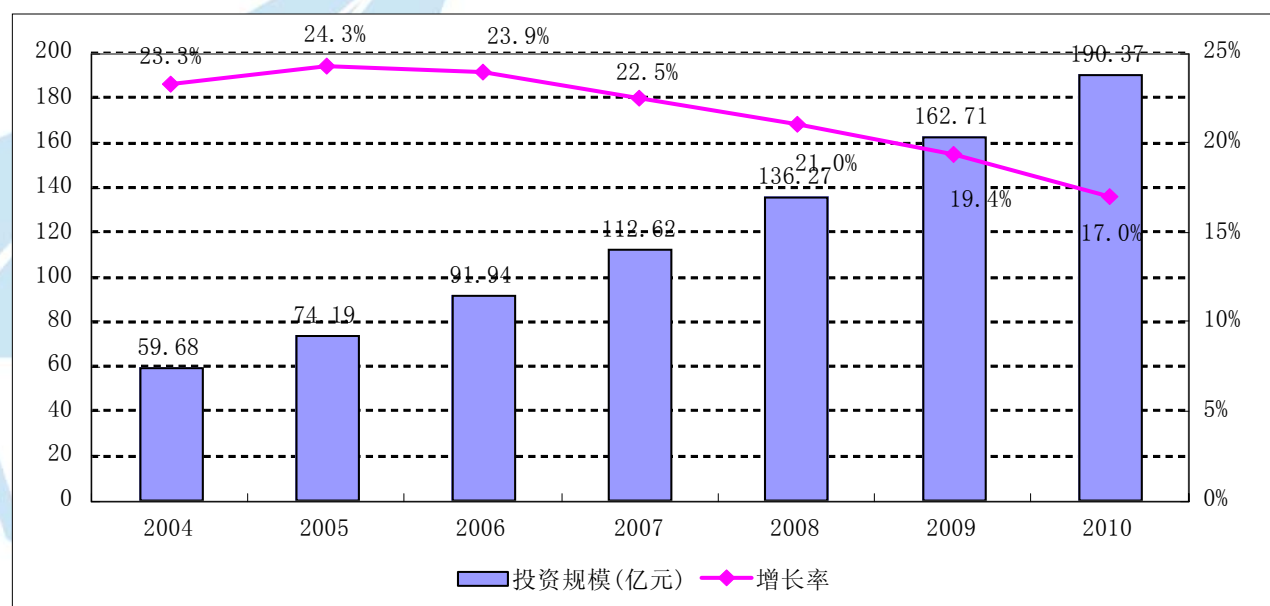
专网通信的市场容量与能源交通等行业的投资规模直接相关。能源和交通行业属于国家重点扶持和优先发展的基础性行业，根据我国“十二五”发展规划，电力、煤炭、石油、交通等领域依然保持较大的投资规模，专网通信服务行业面临广阔的市场前景。其次，专网通信系统在促进安全生产、提高工业效率、转变经营方式、行业信息化和智能化建设等方面发挥着越来越重要的作用，专网用户对通信技术应用需求的广度和深度不断拓展，所需通信技术产品和服务的范围将不断扩大，通信技术投资占行业投资的比重将逐步提高。

电力行业。世界范围的智能电网建设已经开始，这是一个长期的建设项目，是专网通讯行业的新机遇，将对行业的发展产生深远的影响。中国有全球最庞大的电网系统，到2020年装机容量预计达16亿千瓦，是目前水平的两倍。2009年7月，中国确定分三阶段建设“坚强智能电网”：2009年至2010年规划试点，2011年至2015年大规模建设，到2020年基本建成，总投资规模接近4万亿元。通信系统、调度自动化、信息系统、配电自动化等专项投资占电网投资的15%左右，市场规模可达数千亿元。

表3 我国智能电网发展规划

阶段	时间	重点	投资额
规划试点阶段	2009年-2010年	重点开展“坚强智能电网”发展规划工作，制定技术和管理标准，开展关键技术研发和设备研制及各环节试点工作	约1600亿元
全面建设阶段	2011年-2015年	加快特高压电网和城乡配电网建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广泛应用	约2万亿元
引领提升阶段	2016年-2020年	高度调度系统，全数字变电站全面普及，柔性输电技术全面应用，智能电表进一步推广，智能配电网基本建成，分布式能源、储能装置在主要城市得到广泛应用	约1.7万亿元
合计			约3.86万亿元

资料来源：中航证券金融研究所

图3 中国智能交通建设投资规模


资料来源：CCW、中航证券金融研究所

智能交通。中国智能交通(ITS)市场已经进入了成长期。计世资讯的研究显示，近几年我国ITS投资将保持高速增长，年增幅均超过20%，2010年投资额将达到190亿元，其中通信网络投资额约占投资总额的20-30%。ITS市场增长的动力，首先来自于政府对ITS建设的日益重视；其次，城市道路和交通问题的日益严峻，企业和个人对出行效率更加关注，使ITS的发展迫在眉睫；此外，信息技术的迅速发展也带动了ITS

的发展。ITS的核心问题就是解决交通的规划、调度、监控和服务，专网通信是解决此问题的基础。因此，ITS专网通信市场具备广阔的市场发展空间。

轨道交通。以铁路和轨道交通为代表的交通行业是四万亿经济刺激计划的重点。到2016年我国将新建轨道交通线路89条，总建设里程为2500公里，投资规模达9937.3亿元。积极的财政政策实施后，轨道交通项目的审批门槛降低，速度加快。目前，我国已成为世界最大的城市轨道交通市场，未来5年城市轨道交通行业将步入跨越式发展阶段。专网通信系统是保证轨道交通安全运行的基础，通信系统和监控系统在轨道交通的整体投资中占比约为3%。按平均每线13-18个车站计算，建设一条线路的总投资将超过100亿元，其中通信系统、监控系统的建设资金约为3亿元。轨道交通专网通信系统市场蕴含着巨大的市场容量。

煤炭行业。“十一五”时期，国家信息化领导小组已将国家安全生产信息系统建设项目正式列为“金安”工程。“金安”工程一期已在“十一五”期间作为重点项目予以实施，主要是在已有的信息化工作基础上购置、定制必要的软、硬件设备，投资金额2.74亿元；“金安”工程二期是在一期基础上，继续补充和完成其余安全监管与煤矿安全监察的网络扩建，对原有监管和监察应用系统与数据库进行扩容升级，拟投资金额为17.7亿元。近年我国煤炭行业加大了并购重组的力度，大的煤炭企业集团矿井多、产煤量高、生产系统复杂，对通信系统的要求更高，也有财力投资于通信系统建设。鉴于通信技术在煤炭安全生产中的重要作用，我国未来必然加大在此方面的投入，煤炭行业将成为专网通信技术服务市场新的增长点。

四、公司竞争优势和发展战略

键桥通讯定位于专网综合服务提供商，符合行业的发展趋势。公司已经形成了较强的自主研发能力，积累了丰富的项目经验，树立了良好的品牌形象，突破了该领域服务供应商普遍存在的覆盖地域较小、服务行业过窄、自主研发能力偏弱、自主品牌欠缺的瓶颈，初步实现了跨地区、多行业发展的良好态势。我们认为，公司主要的竞争优势体现在行业经验、客户关系和技术等方面。

经验积累。专网通信技术服务业是一个在位优势明显的行业。专网用户对服务商的要求较高，经验、品牌和知名度是用户最重要的参考指标，进入某些特定行业，若服务商没有成熟的实践经验，将无法取得竞标入围资格。同时，专网用户基于对通信产品质量可靠性和服务稳定性考虑，倾向于选择长期合作、产品质量稳定、售后服务及时的服务商。新进入者由于缺乏项目经验和品牌知名度，短时间内难以进入专网通信服务市场开展业务。公司在电力、煤炭、智能交通等专网通讯领域积累了丰富经验和成功案例，有利于公司进一步扩大市场份额和提高盈利能力。

表 4 键桥通讯在专网通讯领域的成功案例

领域	成功案例
电力	公司的调度通信解决方案已经覆盖浙江、辽宁、山东、河北、上海等20个省市地区的变电站，涉及国家主干线、省内骨干网、城域网、农网和配网等各种层次
智能交通	承建了南宁市快速环道智能交通系统项目，是国内专网系统中规模最大、应用最全面的 RPR 技术案例
轨道交通	2005 年中标北京地铁 1、2 号线车辆、设备消隐改造通信系统及自动售检票传输系统工程项目，成为少数进入地铁专网通信的国内厂家 2009 年 6 月，中标苏州轨道交通一号线通信系统集成及专用通信系统项目，合同金额达到 5,319.67 万元，为公司在轨道交通专网通信领域继续做大做强打下了坚实基础
煤炭	在煤炭采掘业信息化示范项目中，承建了平煤集团网络平台传输路由交换子系统工程项目和兖矿集团 IP 宽带业务网络工程项目 2009 年 3 月，与山西高河能源有限公司签订合同，为其提供选煤厂集中控制及生产监控系统，合同金额 898 万元

资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

客户关系。专网通信领域的核心技术与用户的工业控制和指挥调度系统紧密相连，研发工作的开展和实验很大程度上要得到用户的大力支持和配合，这就需要服务商与用户有长期良好的合作关系。公司长期坚持与专网客户保持密切技术合作，公司所有研发的产品都是依托于用户的工业系统开发，并在其系统上进行长时间的试验性运行，使公司研发目标性和科研成果转化效率高于同业竞争对手。随着公司在专网通信领域竞争优势的加强和行业经验的积累，越来越多的专网客户直接将其在生产实践和工业控制系统中急需解决的专业课题和科技项目委托给公司或者与公司合作开发，由用户提出课题、承担开发费用、提供试验环境并批量购买研发成果转化的产品已经成为公司一种重要的新产品推出模式，保证了公司在研发项目中的投入产出效率，巩固了公司技术水平在行业中的领先地位，提升了公司市场竞争地位。

技术。公司管理层长期专注于专网通讯领域，很多人本身就是行业技术专家，并在专网通讯技术发展的各个阶段引领行业发展，在行业中具有较强的技术影响力。公司自成立以来，先后自主研发了具有自主知识产权的多业务智能交叉复接系统、多业务传输平台、ITS、基于 RPR 的工业级数据传输系统和数据透传时隙复用系统等多项国内能源交通专用通信领域领先的核心技术产品。公司率先在专网领域引入 IEEE802.17 弹性分组环技术，成功开发出具有较强市场竞争力的 RPR 工业数据解决方案，成为国内专网 RPR 市场最大的设备、服务提供商之一。该技术已成为国家电网公司、煤炭、轨道交通等行业“十一五规

划”中工业数据网的主要标准之一。2009年，公司研发投入1,587.27万元，占营业收入的比重达9.18%，在专网通信行业中处于领先地位。

公司整体发展战略。结合专网的具体应用，通过不断将通信信息领域先进技术成果引入专网通信领域，加强专网通信技术及其应用技术的研发，满足专网用户更加精细化、个性化及多元化的通信信息服务需求，提供更加专业的服务，推动专网通信技术市场从设备供应型向综合服务型转变，成为国内能源交通领域最大的通讯技术解决方案服务提供商。

五、公司成长路径

公司目前开展业务面临的两大困难是信用度不足和资金不足。成功上市后，这两个方面的瓶颈可以得到极大缓解，为公司的快速发展打开了空间。

公司属于资本与技术密集型企业，形成了高新技术企业典型的“哑铃式”轻资产经营模式，生产环节的投入相对较低，固定资产较少，取得银行贷款难度较大。而公司下游客户的项目实施周期很长，2005年中标的北京地铁1、2号线通信系统改造项目直到2008年12月30日才完成工程竣工验收，造成资金投入回收过慢，流动资金紧张。资金短缺对公司发展构成了较大约束，轨道交通等长周期项目限于流动资金压力无法拓展，同一时间仅能做一两个项目。上市后公司不仅融到了5.64亿元资金，还取得了直接融资的渠道，公司计划大力拓展轨道交通等长周期项目。

公司提供的专网通信系统是能源交通等行业最基础的保障和支撑系统，对于安全性和可靠性要求极高。公司的用户大多数是垄断性企业，对于价格并不敏感，而对公司的品牌、信用和经营稳健性等方面尤其关注。作为一个轻资产的民营企业，从事的又是用户的核心保障系统，用户对公司的信用经常不太放心，担心公司一旦破产会影响到项目的整体进度，因而公司目前争取大订单往往比较困难。上市后公司成为公众公司，大幅提升了信用度和影响力，有利于公司开拓市场和吸引优秀人才的加盟。

我们认为，解决了信用和资金的束缚后，公司成长的路径有三个方面：一是在行业需求快速增长的情况下，不断推出新产品；二是进行区域和行业拓展；三是通过并购快速扩大市场份额。

新产品主要体现在两个方面：从传输平台到应用平台，从有线设备到无线设备。以往公司的业务主要集中在传输领域，随着物联网的兴起，监测监控、图像和信息采集等业务需求呈指数上涨的趋势。公司已经成功为电力公司实施了高压电缆沟的监测监控的解决方案，从传输平台切入到应用平台，市场机会更大。公司传统解决方案主要基于有线设备，而募投项目宽带无线WiMAX设备即将进入市场，用于农村智能电表数据传输等领域。根据相关机构反馈，宽带无线通信建设已列入国家电网“十二五”规划，国家电网2010年6月发布的《智能电网关键设备（系统）研制规划》中通信信息平台也就无线宽带通信网做出明确计划。

预计从2012年以后每年无线宽带方面的投资可达10亿元以上，这对公司来说是一个规模庞大的新增市场。

区域和行业拓展。专网通讯行业有比较明显的区域特征。公司上市后，加大了市场的开拓力度，强化和完善营销体系建设，在现有销售大区和销售办事处的基础上建立起覆盖全国的营销网络，逐步实施业务全国布局。公司与各地专网用户成立联合开发实验室，尽快将成功经验复制到其他地区。公司在地铁、石油石化、智能交通等专网行业投入了更多的资源，积极扩大行业覆盖范围，成为多行业的专网通讯技术解决方案服务商。公司已经在轨道交通领域取得了先发优势，未来2-3年来自轨道交通行业的收入将占到营业收入的40%以上。

兼并收购。专网通信市场集中度很低，区域分割较为严重，公司扩大市场份额最为便捷的做法就是并购。公司表示，在对象、时机、条件等都成熟的前提下利用资金优势进行适度的企业并购与投资，整合国内同行业的产品和市场资源，实现优势互补，提高公司产品的市场占有率，进一步扩大竞争优势。2010年11月5日，公司宣布收购南京凌云科技100%股权，借此开拓公路交通工程领域，并提高公司在江苏市场的渗透能力。预计公司在2011年将有更多的并购，外生性成长值得期待。

六、盈利预测及投资建议

从公网的发展经验来看，专网通讯领域形成全国性的品牌是必然的趋势。公司将利用上市后的机会，打造专网通讯服务市场的全国性品牌，在该领域不断做大做强。根据公司的发展计划和下游行业投资的增长情况，我们预计，未来三年即使公司的市场份额不增加，随着行业的发展也将能够实现30%以上的复合增长；而公司通过并购等方式获得翻番式增长也将是大概率事件。

预计公司2011-2012年每股收益分别为0.50元和0.72元，对应动态市盈率分别为33倍和23倍。智能电网、轨道交通等下游行业成长性突出，上市解决资金和信誉问题后，公司将在下游旺盛需求的带动下获得高速增长。公司的目标是在2011年实现营业收入突破4亿元，我们的业绩预测并未考虑并购等外生性成长因素。我们认为，可以按照2011年40-45倍的PE，给予公司20-22.5元的目标价，投资评级为“买入”。

表 5 键桥通讯财务报表与财务数据预测

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	914	1011	977	1152	营业收入	173	274	399	553
现金	568	500	196	50	营业成本	87	173	252	348
应收账款	149	218	331	459	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	36	47	66	100	营业费用	12	19	24	28
预付账款	38	52	78	122	管理费用	25	33	40	55
存货	68	129	189	266	财务费用	7	2	2	3
其他流动资产	55	66	116	155	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	6	117	119	129	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	6	58	92	111	营业利润	42	49	81	117
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	6	4	7	9
其他非流动资产	0	59	27	18	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	920	1129	1097	1281	利润总额	47	53	87	125
流动负债	116	290	193	288	所得税	5	5	9	13
短期借款	65	157	50	94	净利润	42	47	79	113
应付账款	8	16	24	32	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	43	117	119	162	归属母公司净利润	42	47	79	113
非流动负债	30	30	30	30	EBITDA	50	52	91	132
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.35	0.30	0.50	0.72
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	146	320	223	318	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	156	156	156	营业收入	7.4%	58.6%	45.7%	38.5%
资本公积	506	470	470	470	营业利润	4.0%	16.6%	65.3%	44.6%
留存收益	147	183	247	336	归属于母公司净利润	11.7%	11.4%	66.1%	43.7%
归属母公司股东权益	774	809	873	963	获利能力				
负债和股东权益	920	1129	1097	1281	毛利率(%)	49.9%	37.0%	37.0%	37.0%
现金流量表					净利率(%)	24.6%	17.3%	19.7%	20.4%
单位: 百万元					ROE(%)	5.5%	5.8%	9.0%	11.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	14.5%	9.1%	9.9%	10.5%
经营活动现金流	-8	-49	-160	-143	偿债能力				
净利润	42	47	79	113	资产负债率(%)	15.9%	28.3%	20.3%	24.9%
折旧摊销	1	3	8	12	净负债比率(%)	65.00%	58.67%	35.85%	39.01%
财务费用	7	-0	2	3	流动比率	7.87	3.49	5.06	3.99
投资损失	0	0	0	0	速动比率	7.28	3.05	4.08	3.07
营运资金变动	-59	-86	-259	-271	营运能力				
其他经营现金流	0	-14	10	-1	总资产周转率	0.28	0.27	0.36	0.47
投资活动现金流	-2	-100	-20	-20	应收账款周转率	1	1	1	1
资本支出	1	100	20	20	应付账款周转率	11.24	14.38	12.84	12.51
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.30	0.50	0.72
筹资活动现金流	564	81	-124	17	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	-0.32	-1.03	-0.92
短期借款	14	92	-107	44	每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.19	5.60	6.17
长期借款	30	0	0	0	估值比率				
普通股增加	30	36	0	0	P/E	61.62	55.34	33.32	23.19
资本公积增加	499	-36	0	0	P/B	3.38	3.24	3.00	2.72
其他筹资现金流	-9	-12	-16	-27	EV/EBITDA	43	41	24	16
现金净增加额	554	-68	-304	-146					

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

薄小明，SAC 执业证书号 S0640511010010。工学硕士、经济学硕士，2007 年 8 月加入中航证券金融研究所，从事 TMT 行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址： www.avicsec.com

联系电话：0755-83689524

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。