

国内钢铁电子商务领头羊

上海钢联新股询价定价报告

报告关键点:

- 国内钢铁行业B2B电子商务网站市场排名第一
- 行业需求催生钢铁行业B2B电子商务高速发展
- 募投项目完善现有业务，并有助于公司开拓高端市场

报告摘要:

- 国内领先的钢铁行业B2B电子商务平台运营商。公司拥有五大网站，建立了钢铁及相关行业的一站式电子商务服务平台。2010年，公司旗下的“我的钢铁”网以55.5%的市场占有率排名国内钢铁行业B2B电子商务网站首位。
- 行业需求催生钢铁行业B2B电子商务高速发展。钢材行业产品种类繁多，交易频繁，交易量巨大，行情变化快，钢材贸易商、生产厂家、钢材采购商亟需钢铁行业信息服务、交易服务、信誉评级服务、宣传推广服务、咨询服务、会展服务、信息化服务等电子商务服务，为钢铁行业B2B电子商务快速的成长提供了丰富的土壤。
- 公司网站在业内具有品牌知名度。网站注册用户、页面访问量、页面访问时间、网站用户量和网站流量等指标排名均在行业内位居第一。公司提供的我国钢铁市场交易价格及指数等数据也开始成为钢铁生产企业及贸易商制定生产经营计划、确定价格政策的重要参考和金融机构进行投资研究的重要依据资料。“2008年全国重点大中型钢铁企业主要产品产量”所列92家企业，有89家企业或其子公司为公司的客户。在国际上，必和必拓、力拓、淡水河谷等大型铁矿商已成为公司信息会员。
- 募投项目分析：公司本次拟发行1,000万股，用于我的钢铁网综合平台升级和Mysteel大宗商品研究院建设。本次募投项目是公司实施发展规划的重要组成部分，对公司实现未来发展规划、增强成长性方面有重要的作用。
- 盈利预测与定价分析。预计2011、2012两年公司营业收入增长率为40.0%和37.0%，净利润分别增长36.7%和43.8%，对应EPS分别为1.00、1.46元。考虑到公司未来在钢铁行业B2B电子商务向纵深发展的潜力巨大，我们给予公司2011年30-35倍的PE，公司合理的询价区间为30-35元。上市首日定价区间40-45元，对应2011年PE为40-45倍。
- 风险提示。行业周期风险；技术人员流失风险。

建议询价区间:

30.00 - 35.00 元

上市首日定价区间:

40.00 - 45.00 元

报告日期: 2011-05-23

发行数据

总股本(万股)	3,000
发行数量(万股)	1,000
网下发行(万股)	200
网上发行(万股)	800
保荐机构	宏源证券股份有限公司
发行日期	2011-05-30
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

上海兴业投资发展有限公司	52.92%
朱军红	11.05%
其他自然人股东	6.92%
贾良群	5.33%
刘跃武	5.33%
肖国树	5.00%
虞瑞泰	3.00%
毛杰	2.50%
缪婧晶	2.00%
朱宇彤	1.00%

侯利
021-68763972
执业证书编号
胡又文
021-68766271
执业证书编号

高级行业分析师
houli@essence.com.cn
S1450511020031
助理行业分析师
huyw@essence.com.cn
S1450511050001

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	110.6	160.7	225.0	308.3	416.2
Growth(%)	33.0%	45.3%	40.0%	37.0%	35.0%
净利润	19.7	27.0	40.1	58.2	80.8
Growth(%)	33.3%	37.2%	48.8%	45.1%	38.8%
毛利率(%)	75.5%	73.0%	75.0%	75.5%	76.0%
净利润率(%)	17.8%	16.8%	17.8%	18.9%	19.4%
每股收益(元)	0.49	0.67	1.00	1.46	2.02
每股净资产(元)	1.74	2.41	11.96	13.13	14.74
净资产收益率(%)	27.0%	27.2%	8.4%	11.0%	13.7%
ROIC(%)	89.7%	605.7%	222.3%	42.3%	33.6%

1. 公司主营业务

公司是我国领先的从事钢铁及相关行业商业信息及其增值服务的互联网平台综合运营商，向钢铁及相关行业客户提供全面、精细、及时、客观的商业信息并在此基础上提供增值服务。公司网站培养了庞大的注册会员群体和行业领先的页面访问量、网站用户量和网站访问时间，形成了公司主要的收入来源。

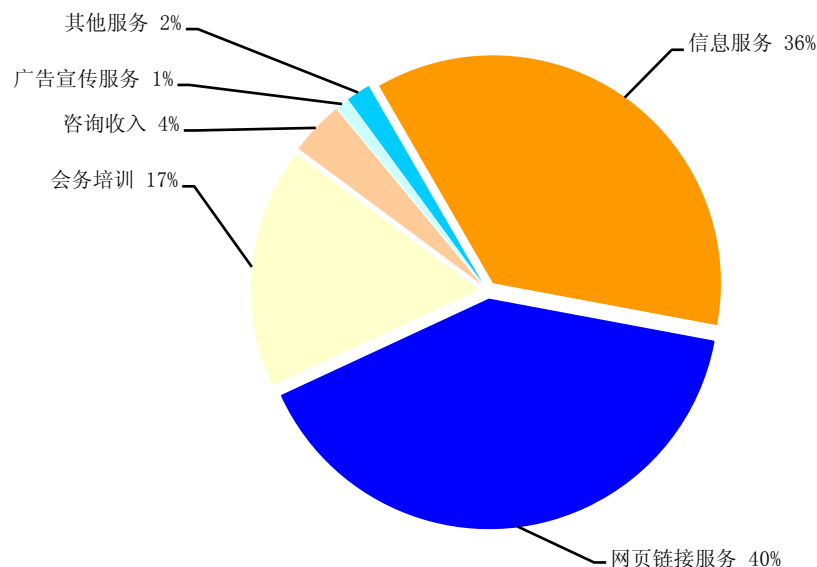
图1 公司的主营业务



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司目前的主要收费方式有四种：①对客户综合信息服务每年收取的会员费收入；②对客户网页链接收取的网页链接收入；③会议培训等按服务时间或按次数收费；④公司向高端客户提供的研究报告、专项咨询等按照工作进度分期收费。

图2 公司2010年营业收入分布情况



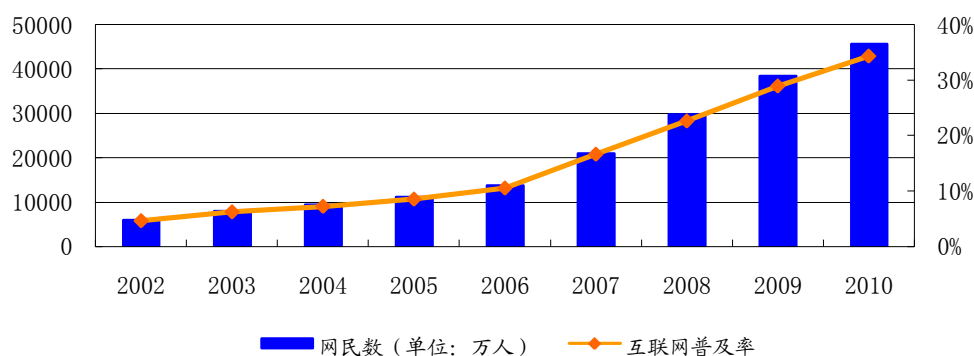
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 行业发展前景

2.1. B2B 电子商务服务行业的发展现状

根据中国互联网络信息中心第二十七次《中国互联网发展状况统计报告》，2010 年，我国网民规模继续稳步增长，网民总数达到 4.57 亿，与 2009 年底相比增长 19.1%，我国网民规模已占全球总数的 23.2%。

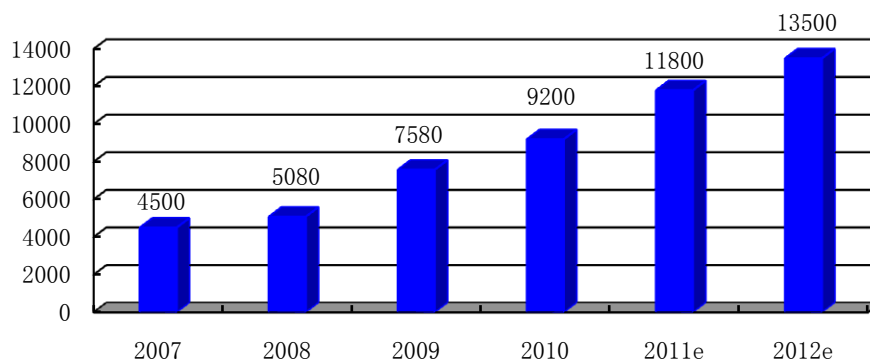
图3 中国网民规模与普及率



数据来源：CNNIC，安信证券研究中心

网民数量的持续增长为电子商务的发展提供了良好的基础。中国电子商务研究中心监测数据显示，截止到2010年12月，我国B2B电子商务服务企业达9,200家，同比增长21.3%。2007至2009年间，我国B2B电子商务网站数量分别为4,500、5,080、7,580家；此外，报告预测2011、2012年，我国B2B电子商务网站数量预测值分别为11,800、13,500家。

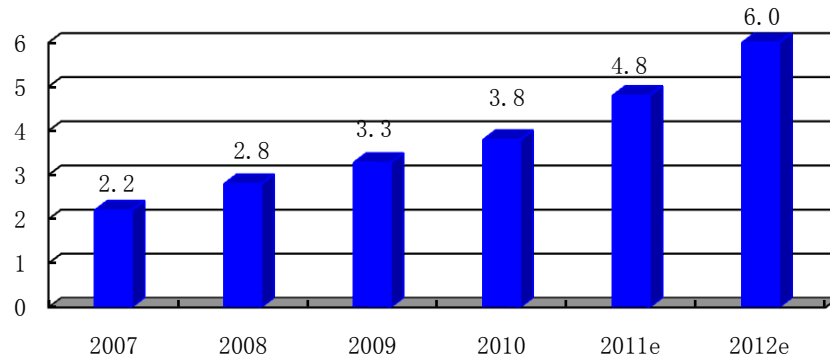
图4 中国B2B电子商务企业规模（单位：家）



数据来源：中国电子商务研究中心，安信证券研究中心

2010年我国B2B电子商务成交额达3.8万亿，中小企业利用电子商务达成交易的规模逐年增长，从2007年至2009年分别达到2.2万亿、2.8万亿、3.28万亿元人民币；据中国电子商务研究中心的预测，2011和2012年的B2B电子商务成交额分别可以达到4.8万亿和6万亿元人民币。

图5 中国B2B电子商成交额（单位：万亿元）

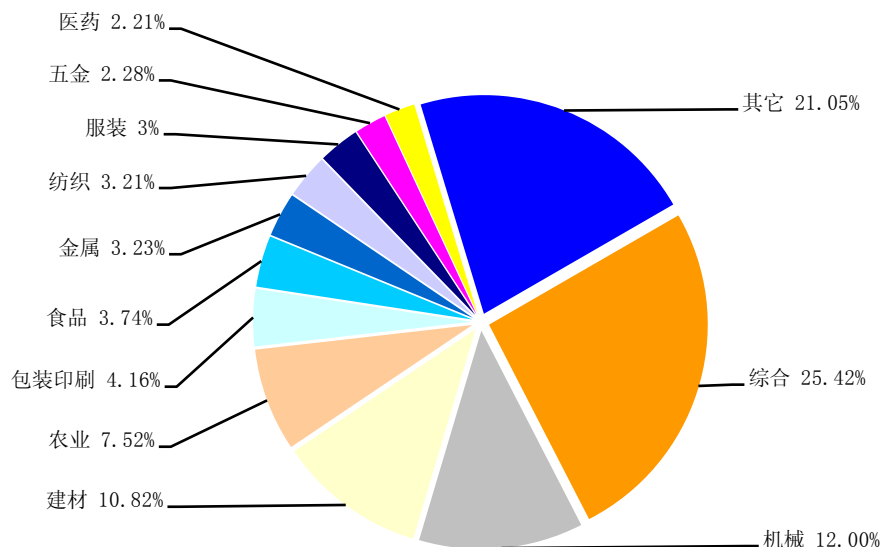


数据来源：中国电子商务研究中心，安信证券研究中心

按照对行业覆盖的广度和对行业介入的深度，B2B 电子商务可以进一步划分为综合类 B2B 电子商务和行业垂直类 B2B 电子商务两类。综合类 B2B 电子商务所服务的行业没有限制，覆盖面比较广。行业垂直类 B2B 电子商务立足于某一行业或产业链，提供包括行业信息服务在内的专业电子商务服务。

调查数据显示，综合行业 B2B 电子商务网站依然占据各 B2B 电子商务网站之首，达 25.42%，机械、建材和农业分别占据行业电子商务网站的前三位，分别占 12.43%、10.82%和 7.52%，这与 B2C 网站以服饰、图书、数码、化妆品为主形成较大差异。

图6 中国B2B电子商务企业行业分布



数据来源：中国电子商务研究中心，安信证券研究中心

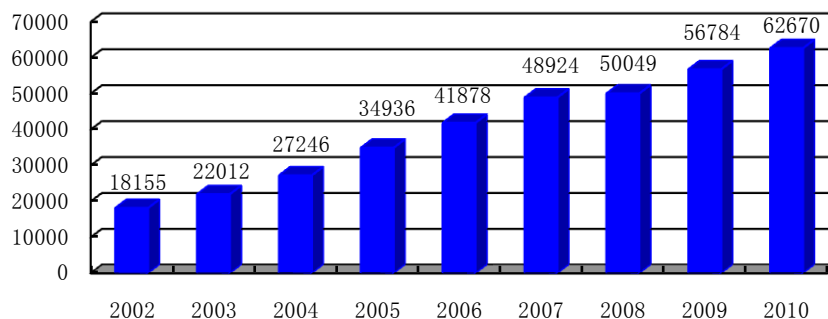
2.2. 行业需求催生钢铁行业 B2B 电子商务发展

（1）钢铁行业B2B电子商务服务需求旺盛

2009 年我国钢材表观消费量已达 5.45 亿吨，占全球钢材表观消费量的 48.6%。随着城镇化和工业化的进程的加快，钢材贸易商数量迅速增长，目前已达 30 多万家。由于钢材行业竞争充分，产品种类繁多，交易频繁，交易量巨大，行情变化快，钢材贸易商、生产厂家、钢材采购商亟需钢铁行业信息服务、交易服务、信誉评级服务、宣传推广服务、咨询服务、会展服务、信息化服务等电子商务服务，为钢铁行业电子商务快速的成长提供了丰富的土壤。钢材行业产值大，对国民经济影响大，各行各业对钢

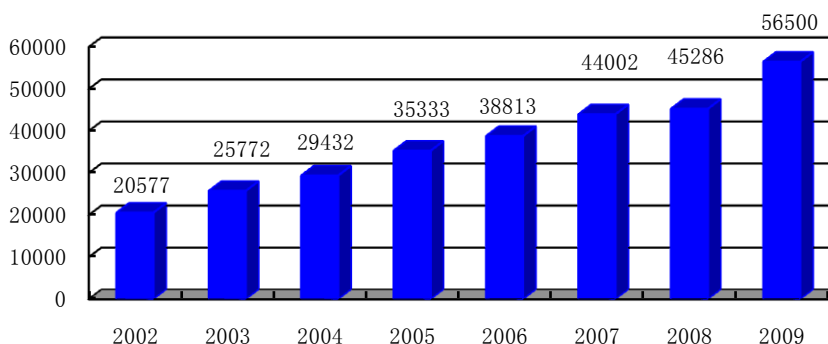
材行业的变化都很关注，尤其是政府部门、财经媒体、研究院所、金融机构等，数量庞大的社会群体对钢铁行业的行情报价、供求信息、行业资讯、研究报告等服务的需求增长迅速，为钢铁行业的 B2B 电子商务平台提供了广阔的发展空间。

图7 2002年至2010年我国粗钢产量（万吨）



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图8 2002年至2009年我国钢铁表观消费量（万吨）



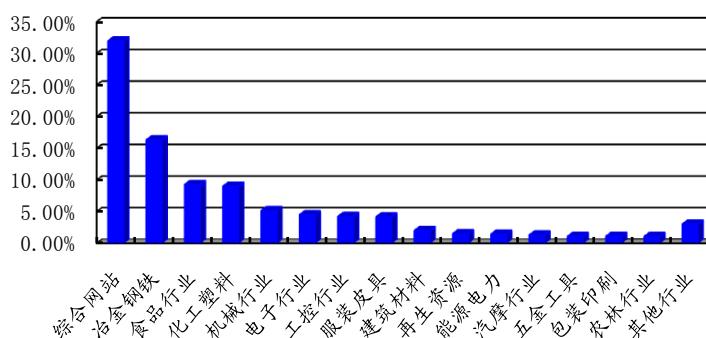
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

（2）钢铁相关行业电子商务扩张空间巨大

钢铁行业具有很高的产业关联度，涉及的上下游行业众多。其中上游行业主要指与钢铁生产相关的矿业、有色金属、能源行业；下游行业既包括房地产、汽车、船舶、机械制造等国民经济支柱产业，又包括建材、五金、家电等与人们生活息息相关的充分竞争行业。上下游企业之间存在广泛的商务机会，能够保证电子商务服务向上下游扩张都存在巨大的市场空间。

2009年我国电子商务服务收入达到163.5亿元，其中钢铁及相关行业合计45.04亿元，占27.55%，成为电子商务服务最主要的应用行业。

图9 2009年按行业划分的电子商务服务营业收入比重情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

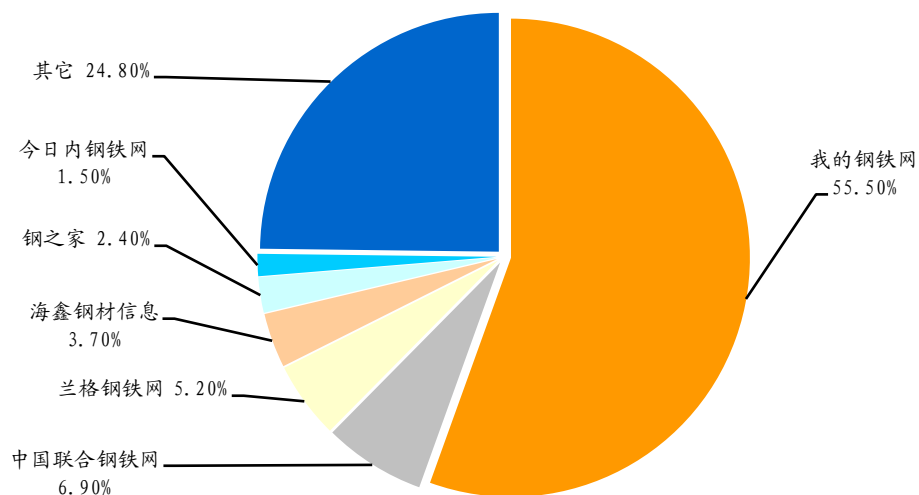
3. 公司竞争优势

公司通过成功运营我国钢铁及相关行业商业信息服务行业中页面访问量最大、网站用户量最多、网站访问时间最长的互联网平台“我的钢铁”网，向广大钢铁行业商业信息用户提供全面、精细、及时、客观的商业信息，培养了钢铁行业最多的注册用户，拥有领先的注册收费比，形成了公司在钢铁行业商业信息服务领域的核心竞争力。

3.1. 市场占有率优势

公司早在 2000 年就进入钢铁行业信息服务领域，积累了详实的行业数据和丰富的行业经验。根据调查数据显示：2010 年我国钢铁行业 B2B 电子商务网站市场占有率方面（按年营收状况），“我的钢铁”网以 55.5% 的市场占有率排名第一，排在第二的中国联合钢铁网市场占有率为 6.9%、排名第三的兰格钢铁网市场份额为 5.2%，海鑫钢材信息网、钢之家、今日钢铁网等紧随其后。公司凭借绝对的市场占有率优势树立了在钢铁行业 B2B 电子商务的龙头地位。

图 10 2010 年钢铁行业 B2B 网站市场份额



数据来源：中国电子商务研究中心，安信证券研究中心

3.2. 信息采集和数据积累优势

公司具备钢铁及相关行业商业信息专业的信息采集手段和较高的信息采集水平，具有采集渠道丰富、采集范围广、采集深度深、信息准确度高等优势。公司平均每天采集的信息覆盖钢铁、能源、矿业、有色金属等行业中的 51 个大类 273 个小类产品的行情信息；2010 年 12 月，公司每个工作日平均发布和更新的行情数量为 4,086 条。

近年来，公司已为国家工业和信息化部、国家商务部、上海市经济和信息化委员会经济运行处、上海工商联钢贸商会提供了《钢铁工业运行情况分析报告》、《钢材及原料分析》、《上海钢铁贸易发展研究报告大纲》等报告，为钢铁产业监测分析及网站维护、钢铁、汽车产业预警系统等项目提供服务。

3.3. 网站访问量优势

公司是我国最大的钢铁及相关行业垂直类 B2B 电子商务平台，公司运营的“我的钢铁”网的页面访问量、页面访问时间、网站用户量和网站流量等指标排名均在行业内位居第一。

根据 Alexa 的监测数据,截至 2010 年 8 月 25 日,“我的钢铁”网最近三个月的平均页面访问量分别是国内同行业企业兰格钢铁网、钢之家、中国联合钢铁网和东方钢铁网的 2.13 倍、16.26 倍、31.07 倍和 699.00 倍;最近三个月的平均网站用户量分别是以上四家网站的 3.49 倍、6.97 倍、57.77 倍和 357.89 倍;最近三个月的平均网站访问时间“我的钢铁”网排名第一,“搜搜钢”网排名第二,都明显高于其他竞争者的网站。根据中国互联网协会主办的中国网站排名网的数据显示,在行业垂直类 B2B 电子商务平台中,截至 2010 年 8 月 25 日,“我的钢铁”网最近三个月的平均网站流量排名位居第一,“搜搜钢”网最近三个月的平均网站流量排名位居第三。公司领先的网站访问量带来了众多的注册会员和较高的注册收费比,是公司信息费收入和增值服务收入的来源和公司持续稳定发展的坚实基础。

3.4. 品牌知名度优势

公司具有良好的品牌知名度。公司已逐渐被行业内企业认可为中立的原创信息提供者,同时公司提供的我国钢铁市场交易价格及指数等数据也开始逐步成为钢铁生产企业及贸易商制定生产经营计划、确定价格政策和具体交易定价的重要参考和金融机构进行投资研究、制定投资策略的重要依据资料。

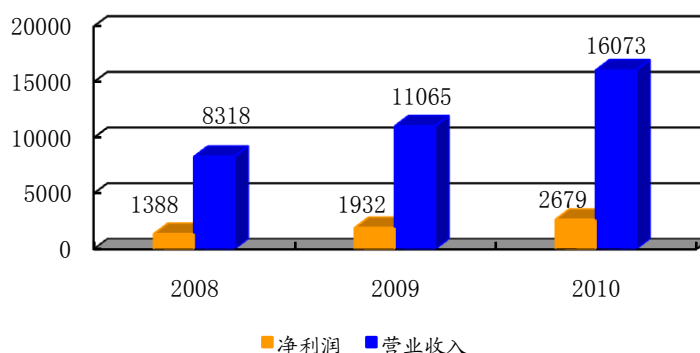
《中国钢铁工业年鉴 2009》中“2008 年全国重点大中型钢铁企业主要产品产量”所列 92 家企业,有 89 家企业或其子公司为公司的客户。在国际上,必和必拓、力拓、淡水河谷等大型铁矿商已成为公司信息会员。

公司多年专业运作形成的品牌知名度优势和社会各界对公司的认可,有助于公司进一步扩大影响力,吸引更多客户选择公司的服务,推动公司更快的发展。

4. 盈利能力分析

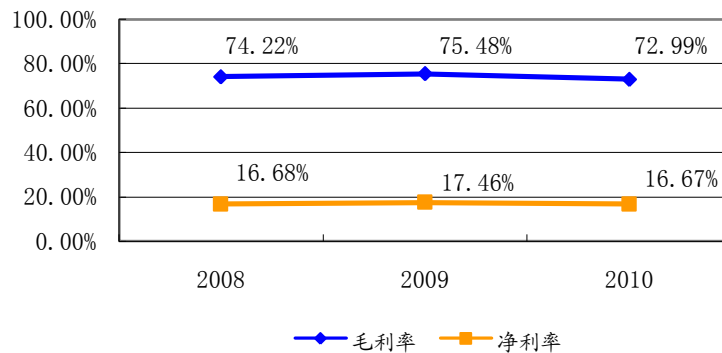
随着公司各项业务的快速成长,公司近几年来盈利能力保持了持续稳定增长的趋势。近三年,公司的营业收入年均复合增长率为 39.00%,净利润水平也保持了稳定增长。2009 年和 2010 年,公司的营业收入分别同比增长 33.02%和 45.26%,净利润分别同比增长 44.29%和 38.62%。近三年来,公司的毛利率稳定在较高的水平,分别为 74.22%、75.48%和 72.99%,

图11 近三年公司营业收入、净利润(单位:万元)



数据来源:招股说明书,安信证券研究中心

图12 近三年公司毛利率、净利率



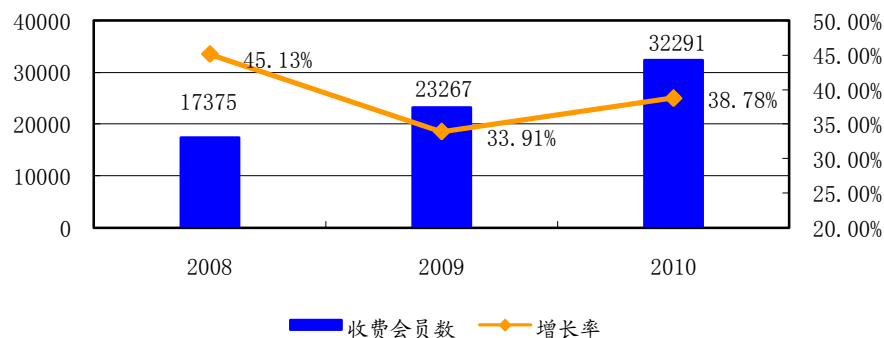
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

高增长来源于两方面的原因：

(1) 扩大用户群体，信息服务业务收入持续增长

在巩固已有贸易商为主的客户群体的基础上，通过增加细分市场产品的方式，吸引更多的终端采购用户群体。同时，增设全国范围的分支机构，加大各地市场的开发和服务力度，促使客户数量快速增长。截至2010年12月31日，公司的有效注册会员数29.32万家，其中注册收费会员数3.23万家。

图13 收费会员情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

(2) 网站人气不断提升，链接收入节节攀升

公司运营的“我的钢铁”网、“搜搜钢”和“我的不锈钢”网拥有大量的注册会员，社会关注度很高，能够大幅提高客户的知名度，三年来网页链接收入保持高速增长，公司网页链接数量复合增长率达到39.62%。

2010年公司新增了“我的能源”网和“我的有色”网，进一步加强了公司网站的专业性和完整性。公司将继续通过细分频道、细分市场及对电子商务平台的开发，增加平台的关注度；同时增加网页链接位置的供给，满足客户对公司运营的资讯平台和电子商务平台网络广告快速增长的需要。

5. 未来盈利增长点

我们认为，公司未来的盈利增长点主要来源于以下三方面：

5.1. 挖掘细分行业

针对目前钢材市场上交易较为活跃的品种，根据其业务发展状况逐步升级为独立频道或建立独立的子行业网站，以挖掘细分行业的市场潜力。目前，市场交易活跃的品种

有建材、板材、特钢、型钢、涂渡、不锈钢等品种，公司已将比较成熟的不锈钢品种频道单独出来成为“我的不锈钢”网。在其他品种的运作上未来三年公司将根据各个品种的发展情况逐步建立各自的品种网站，为客户提供各细分行业的生产、流通和需求资讯及数据服务，并发展各自独立的会员和网页链接客户。

5.2. 上下游行业延伸

钢铁上游的矿业、有色金属、能源等行业具有和钢铁行业相似的特征，都属于大宗商品行业，同样存在市场信息不对称、仓储物流成本高的特征。公司将在目前已经建立的炉料频道基础上，逐步拆分其中的煤焦、铁矿石、废钢、坯铁等产品页面，建立各自的单独频道，并挑选市场交易活跃、客户众多的频道分别逐步建立我的能源网、我的有色网、我的矿业网、我的废金属网、我的坯铁网等。

钢铁下游行业众多，其中建筑、汽车、船舶等行业都属于经济发展的支柱产业，每个产业都具有产业链长、交易活跃的特征。公司将针对下游行业客户的具体需求，充分发挥公司在钢铁行业的专业特长，建立建筑钢材、汽车用钢、造船用钢等频道，并提供各类与下游客户密切相关的商业信息和增值服务。

5.3. 开拓高端市场

钢铁、矿业、有色金属和能源都属于大宗商品，一方面其交易金额巨大，对企业的经营决策有着重大影响，另一方面具备金融属性，其市场信息的变化发展影响着全球期货、股票、债券等金融市场。公司将进一步深入以上产品的市场研究，并建立交易信息数据库，为钢铁及上下游的大型生产企业、金融机构、政府部门和主流媒体机构等高端客户提供战略咨询、研究报告、市场跟踪、数据分析等专项服务，从而逐步开拓高端市场，提升公司的品牌影响力和品牌竞争力。

6. 募投项目分析

公司本次拟公开发行1,000万股，募集资金主要投向“我的钢铁网综合平台升级”项目和“Mysteel大宗商品研究院”项目。

表1 募投项目及进度计划

项目名称	投资金额 (万元)	投资进度计划 (万元)		
		第一年	第二年	第三年
1 “我的钢铁网综合平台升级”项目	7,005	1,298	2,813	2,894
2 “Mysteel大宗商品研究院”项目	4,964	1,714	1,647	1,603
3 与主营业务相关的营运资金项目	-	-	-	-

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

(1) “我的钢铁”网综合平台升级项目

“我的钢铁”网综合平台升级项目是对公司现有业务的完善、扩展和提升：

1、该项目将有效拓展公司网站空间、提升网站的承载能力，为公司的各项规划的实施提供支持。公司的行业细分和行业延伸规划需要在现有平台上拓展多个子频道和网页，建立多个网站，并且通过后台同时发布和管理更多的内容和行业生产、流通和需求数据，需承载巨大的用户访问压力；另外，随着公司电子商务服务的进一步深入，商情发布和浏览量也会快速增加，客户对网站的访问速度和会员中心的管理要求也会提升。

2、该项目将建设完善呼叫中心（Call Center）、客户关系管理（CRM）和内容发布管理（CMS）各项系统，是公司规划中业务开展的重要手段。行业细分和行业延伸都需

要进行大量的信息采集和内容发布,需要借助呼叫中心和内容发布管理系统实现操作的流程化管理和监控;深入的电子商务服务需要借助客户关系管理系统对客户信息进行分类、记录和整理,从而增强服务的针对性。

(2) Mysteel大宗商品研究院

该项目是公司开拓高端市场的重要内容。项目将建成建筑面积1,000平方米、200名研究人员的研究院,建立自身的数据信息中心,并形成完整的行业生产、流通和需求数据研究体系。该项目的建设将为公司抓住关键客户、开拓高端市场、提升盈利水平奠定良好的基础条件。

7. 盈利预测与投资建议

预计 2011、2012 两年公司营业收入增长率为 40.0%和 37.0%,净利润分别增长 36.7%和 43.8%,全面摊薄后 EPS 分别为 1.00、1.46 元。

表2 可比上市公司估值水平比较

代码	名称	股价	毛利率 (%)	净利率 (%)	PE 10A	PE 11E	PS	PB
002095	生意宝	16.92	75.52	29.92	53.38	39.79	13.20	5.29
002315	焦点科技	53.18	84.54	45.15	41.56	28.94	18.77	13.25
均值					47.47	34.37	15.99	9.27

数据来源: WIND资讯, 安信证券研究中心

考虑到公司未来在钢铁行业B2B电子商务向纵深发展的潜力巨大,我们给予公司2011年30-35倍的PE,公司合理的询价区间为30-35元。上市首日定价区间40-45元,对应2011年PE为40-45倍。

8. 主要风险点

(1) 行业周期风险

公司的客户主要为钢铁及相关行业企业,如钢铁、焦炭、有色金属、房地产、汽车等行业生产企业和贸易企业,这些企业受钢铁行业发展的影响较大。目前,我国正处于工业化和城镇化过程中,钢铁行业在较长时期内仍将处于发展和上升阶段。但在我国进入工业化和城镇化的后期,我国的钢铁产量和消费量将进入下降周期,导致钢铁行业企业数量和钢铁交易量减少,这将在一定程度上对本公司的市场容量和业务规模的增长产生不利影响。

(2) 竞争风险

目前,公司在钢材、特钢、炉料、煤焦、不锈钢等钢铁及相关行业领域已经取得了领先的市场地位,注册会员数量和网页访问量、会员网页链接数目均处于高速增长阶段。但若未来新的综合类网站或其他专业网站改变经营策略而试图进入钢铁及相关行业,则有可能与本公司的业务形成直接竞争;另一方面,公司在现有行业的基础上未来还将逐步扩大矿业、能源、有色金属等大宗商品领域的业务,也将会与这些行业中现有的类似互联网经营企业形成竞争关系。因此,公司存在一定的市场竞争风险。

(3) 技术人员流失风险

公司的技术开发和商业模式创新都在很大程度上依赖于公司的专业人员和在技术上实现商业模式的能力。因此,如果公司出现技术人员流失而公司又不能及时补充合适的人员,将会对公司的正常技术开发和正常经营产生一定的影响。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011/5/23		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	-	-	-	-	-	成长性					
减: 营业成本	-	-	-	75.5	99.9	营业收入增长率	33.0%	45.3%	40.0%	37.0%	35.0%
营业税费	5.7	8.3	11.3	15.4	20.8	营业利润增长率	24.3%	50.6%	58.7%	49.2%	41.2%
销售费用	33.9	45.1	63.0	84.8	112.4	净利润增长率	33.3%	37.2%	48.8%	45.1%	38.8%
管理费用	26.4	36.7	54.0	72.4	95.7	EBITDA 增长率	23.5%	43.9%	36.7%	43.8%	42.4%
财务费用	0.2	-0.2	-2.7	-4.4	-3.7	EBIT 增长率	24.1%	47.8%	49.8%	48.4%	45.4%
资产减值损失	0.1	0.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	38.7%	36.1%	42.3%	44.1%	42.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-79.8%	287.7%	657.3%	79.2%	45.0%
投资和汇兑收益	0.9	-0.2	-	-	-	净资产增长率	29.5%	37.4%	388.2%	9.7%	12.3%
营业利润	18.1	27.2	43.2	64.5	91.1	利润率					
加: 营业外净收支	4.9	3.9	4.0	4.0	4.0	毛利率	75.5%	73.0%	75.0%	75.5%	76.0%
利润总额	23.0	31.2	47.2	68.5	95.1	营业利润率	16.3%	16.9%	19.2%	20.9%	21.9%
减: 所得税	3.6	4.4	7.1	10.3	14.3	净利润率	17.8%	16.8%	17.8%	18.9%	19.4%
净利润	19.7	27.0	40.1	58.2	80.8	EBITDA/营业收入	20.6%	20.4%	19.9%	20.9%	22.0%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	16.5%	16.8%	18.0%	19.5%	21.0%
货币资金	61.7	75.6	355.0	299.6	260.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	164	116	78	53	38
应收账款	1.9	1.9	6.2	8.4	11.4	流动营业资本周转天数	-123	-122	-96	-67	-47
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	192	172	362	399	257
预付账款	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	应收账款周转天数	4	3	3	4	4
存货	-	-	-	-	-	存货周转天数	0				
其他流动资产	3.6	5.1	5.1	5.1	5.1	总资产周转天数	373	332	497	495	326
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	43	24	117	210	245
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1.0	-	-	-	-	ROE	27.0%	27.2%	8.4%	11.0%	13.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.2%	15.8%	8.9%	14.7%	22.6%
固定资产	51.7	51.5	45.4	44.5	43.5	ROIC	89.7%	605.7%	222.3%	42.3%	33.6%
在建工程	-	1.7	1.6	1.6	1.5	费用率					
无形资产	-	25.6	24.0	22.5	21.1	销售费用率	30.6%	28.0%	28.0%	27.5%	27.0%
其他非流动资产	5.6	6.1	12.3	12.6	12.8	管理费用率	23.9%	22.8%	24.0%	23.5%	23.0%
资产总额	127.1	169.3	451.4	396.1	357.7	财务费用率	0.2%	-0.1%	-1.2%	-1.4%	-0.9%
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	54.7%	50.8%	50.8%	49.6%	49.1%
应付账款	1.3	0.2	0.8	1.0	1.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	43.6%	41.9%	14.5%	13.5%	12.2%
其他流动负债	53.1	70.2	70.4	70.5	70.6	负债权益比	77.4%	72.0%	17.0%	15.5%	13.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.26	1.20	4.54	3.86	3.40
其他非流动负债	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	速动比率	1.26	1.20	4.54	3.86	3.40
负债总额	55.4	70.9	81.6	82.0	82.4	利息保障倍数	88.15	-135.33	-14.84	-13.63	-23.62
少数股东权益	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	分红指标					
股本	30.0	30.0	40.0	40.0	40.0	DPS(元)	-	-	0.20	0.29	0.40
留存收益	39.4	66.4	438.5	485.1	549.8	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	71.7	98.4	480.6	527.2	591.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.8%	1.2%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	19.3	26.8	40.1	58.2	80.8	EPS(元)	0.49	0.67	1.00	1.46	2.02
加: 折旧和摊销	5.0	6.9	4.3	4.3	4.3	BVPS(元)	1.74	2.41	11.96	13.13	14.74
资产减值准备	0.1	0.0	-	-	-	PE(X)	71.2	51.9	34.9	24.0	17.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	20.2	14.5	2.9	2.7	2.4
财务费用	0.6	-	-2.7	-4.4	-3.7	P/FCF	59.4	97.6	28.5	23.9	17.4
投资收益	-0.9	0.2	-	-	-	P/S	12.7	8.7	6.2	4.5	3.4
少数股东损益	-0.3	-0.2	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	23.5	17.2	12.5
营运资金的变动	18.5	10.6	-4.1	-1.9	-2.5	CAGR(%)	44.5%	44.5%	38.6%	35.4%	32.2%
经营活动产生现金流量	44.4	46.8	37.6	56.2	78.9	PEG	1.6	1.2	0.9	0.7	0.5
投资活动产生现金流量	-10.4	-32.9	-2.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	9.0	60.8	22.3	4.2	3.4
融资活动产生现金流量	-17.1	-	354.7	-7.2	-12.5	REP	-	-	0.4	1.1	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

胡又文，计算机行业助理分析师，牛津大学金融经济学硕士。2008年加入安信证券销售交易部，2010年加入安信证券研究中心。

分析师声明

侯利、胡又文分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034