

借助制播分离，快速崛起的电视节目制作发行龙头

光线传媒新股分析报告

报告关键点：

- 电视台制播分离深化，节目采购需求持续增大，民营节目供应商迅速崛起
- 公司以品牌娱乐节目供应为纽带，建立了覆盖142个电视台的节目联播网
- 过往三年净利润复合增速195.5%；预计未来三年净利润复合增长率41.4%，建议询价区间50.2-54.8元，对应2011年PE为33-36倍。

报告摘要：

- 电视台制播分离深化，节目采购需求持续增大，促使民营电视节目制作机构进入加速发展期。“制播分离”使得断奶后的地方电视台，很难承担独立制作节目的成本。用广告时段换取民营节目供应商的内容，后者再将各地方台广告时段打包销售给4A广告公司，成为地方台与民营制作机构的重要合作模式。近年随着制播分离的进一步深化，民营电视节目提供商经营范围不断扩大。
- 公司是民营电视节目制作发行的龙头，“品牌内容+发行网络”是其核心竞争力。以品牌娱乐节目《娱乐现场》等为纽带，公司建立了覆盖全国307个地面频道，142个电视台的节目联播网。我国共有地市级以上电视台277个，电视频道1356个，随着覆盖地方频道增加，边际成本递减，将带来公司利润率的持续提升。
- 产业链布局全面，演艺活动与影视剧制作发行处于业内前沿。凭借在娱乐节目方面的优势，公司承办了多项颁奖典礼等线上演艺活动，演艺活动贡献了10%左右的收入；布局电影业务，公司的重心在发行网络的精细化运作，目前已形成覆盖50个城市电影发行网，随着国内电影票房的高速发展，2010年电影业务收入占比已提升至32%，成为公司收入增长的主要来源。
- 未来盈利增长点：联播网“频道数目扩张+单个频道联播时段延长”。一方面，联播网的频道数目仍在持续增加，另一方面，通过节目供应时长增加和新增电视剧供应，单个频道提供的广告时段也将增加。公司与业务直接相关的募投计划主要在两个方面：1) 电视联播网电视节目制作扩产至每日8小时的供应量；2) 购买电视剧提供给现有联播网内的频道，换取更多的广告时段；电视剧目前是地方台投入产出比最大的节目内容，地方台购买能力较弱，这将成为公司近两年利润快速增长的重要来源。
- 投资建议：过去三年，公司收入复合增速35%，净利润复合增速195%，随着联播网频道的增加，利润率持续提升。预计2011年-2013年，EPS分别为1.52、2.19和2.91元，复合增长率41.4%。结合可比公司和创业板新股整体的估值水平，给予2011年33倍，2012年25倍的目标市盈率，对应的询价区间是50.2-54.8元。
- 风险提示：行业竞争加剧，盈利水平下滑

建议询价区间：

50.20 - 54.80 元

上市首日定价区间：

60.27 - 65.80 元

报告日期：2011-07-21

发行数据

总股本(万股)	8,220
发行数量(万股)	2,740
网下发行(万股)	540
网上发行(万股)	2,200
保荐机构	中信建投证券有限责任公司
发行日期	2011-07-26
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

上海光线投资控股有限公司	72.06%
李晓萍	5.75%
杜英莲	5.75%
李德来	4.79%
王洪田	2.16%
包锦堂	2.00%
王罕	1.70%
包莉娜	.73%
洪美文	.73%
黄鑫	.71%

侯利
021-68763972
执业证书编号
王禹媚
010-66581635

高级行业分析师
houli@essence.com.cn
S1450511020031
联系人
wangym@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

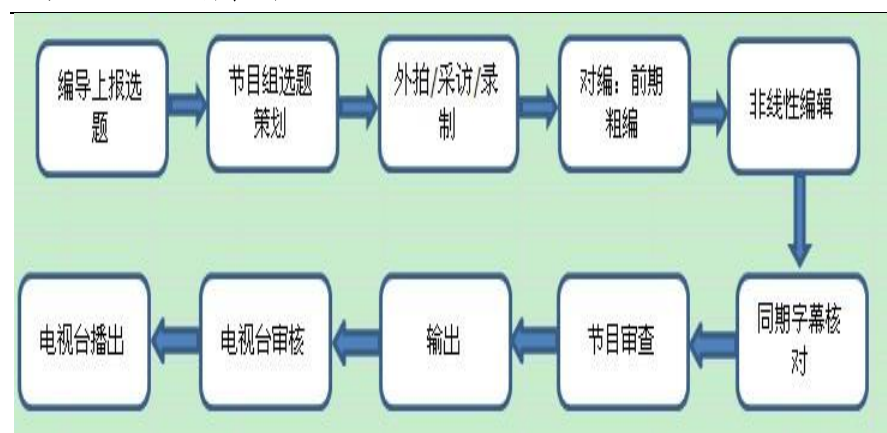
(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	385.2	479.6	803.5	1,097.8	1,399.2
Growth(%)	45.7%	24.5%	67.5%	36.6%	27.5%
净利润	62.7	112.8	166.7	240.2	318.8
Growth(%)	386.8%	79.9%	47.8%	44.1%	32.7%
毛利率(%)	37.4%	39.4%	38.4%	37.3%	38.3%
净利润率(%)	16.3%	23.5%	20.8%	21.9%	22.8%
每股收益(元)	0.76	1.37	1.52	2.19	2.91
每股净资产(元)	2.25	2.82	15.95	17.79	20.07
净资产收益率(%)	33.9%	48.7%	9.5%	12.3%	14.5%
ROIC(%)	28.0%	69.1%	53.0%	43.2%	45.3%

1. 电视节目制作发行市场发展潜力巨大

1.1. 随着制播分离的进一步深化，民营电视节目制作机构的发展进入加速期

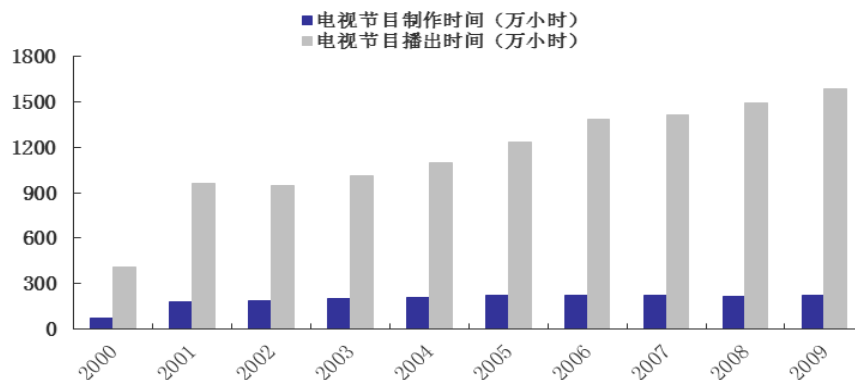
“制播分离”是符合电视媒体发展特点的必然选择，地方电视台与节目制作机构通过广告分成达到双赢结果。单个电视台拥有的资源是有限的，只能将有限的资源进行最合理和优化配置，集中在核心业务上，这样就给了民营制作企业很大的发展空间。随着在广播电视行业制播分离政策的全面推行，除了新闻类节目之外，大部分节目都将由社会提供制作，其中包括从电视台内分离出来的制作公司。目前民营机构进入节目制作领域并无政策障碍，但市场空间有赖于电视台的开放程度，全国来自于社会的电视节目供应远远不能满足需求，导致大量电视频道处于闲置状态，尤其是地方电视频道。未来电视台外部采购的节目比例将达到 30%以上（电视剧除外）。

图 1：电视栏目制作流程



资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

图 2：电视节目制作时间与播出时间对比



资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

表 1: “制播分离”政策演变过程

	起始时间	政策要求
第一阶段	2004年	明确提出广播电视节目制播分离改革
第二阶段	2009年7月	深化文化体制改革加快广播电视节目制播分离
第三阶段	2009年8月	改变电台电视台单纯的自制自播模式

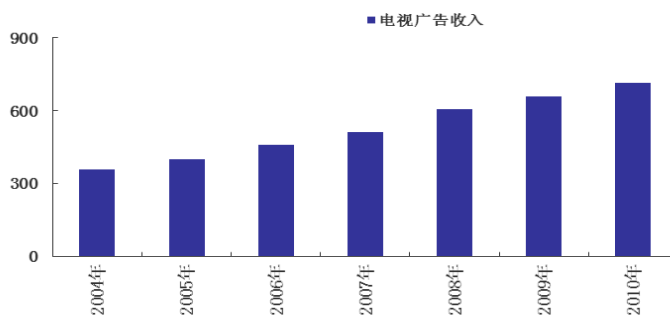
资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

1.2. 电视媒体广告出现新增长点，行业复合增速达 13%

目前国内传统电视媒体广告的行业、产品覆盖面具有一定的局限性，从而制约了传统媒体在一线城市的发展。相较而言，传统电视媒体广告的行业、产品覆盖能与二线城市居民的消费行为实现较好的匹配，随着中国二三线城市消费潜力的挖掘和消费升级，传统电视媒体在二三线城市存在新机遇。特别是地市级的城市频道仍然是区域性企业、二线品牌等广告客户的主要渠道之一。

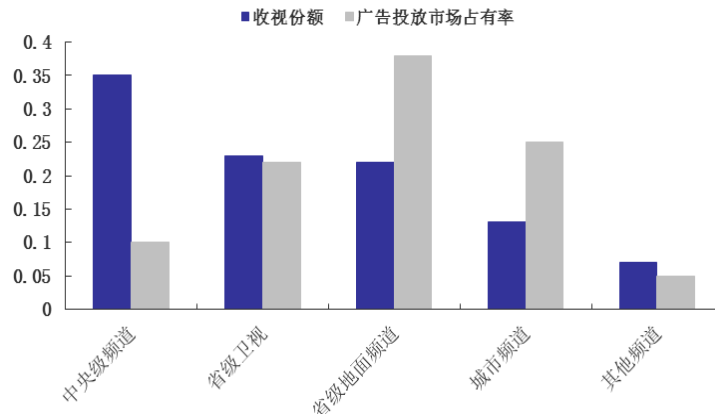
2009 年，电视广告收入达 654.03 亿元，电视媒体广告投放额约占媒体广告投放额的 85%，仍占据绝对的优势地位。2004-2009 年，电视广告收入的年复合增长率达 13.25%。目前，美国广告支出占 GDP 的 2%，中国只有 0.5%，中国广告支出占 GDP 的比例远低于美国，随着我国经济的稳定、快速增长，电视广告市场未来增长潜力巨大。

图 3: 电视广告收入情况



资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

图 4： 全国电视收视格局及广告投放市场份额对比



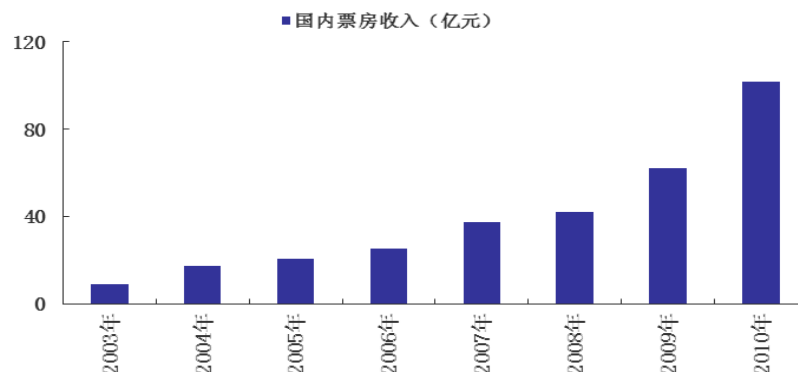
资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

2. 国产电影吸引力增强，电影业 “马太效应” 凸显

2.1 国内票房总收入和国产影片票房均保持快速增长势头

国家广电总局统计数据显示，我国电影票房从 2003 年的约 9 亿元增长到 2009 年 62.06 亿元的规模，增幅约 5.75 倍，年复合增长率约 40%。2010 年我国电影市场票房收入达到 101.72 亿元人民币，较 2009 年增长 63.9%，位居全球电影票房市场的前十名。国产影片票房占总票房的一半以上，大制作和中小制作的国产影片票房均快速上升。

图 5： 今年来国内电影票房保持快速增长，年复合增长率 41.4%

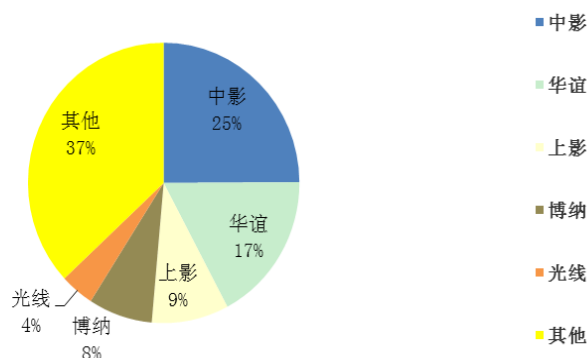


资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

2.2 电影发行市场凸显强者越强的“马太效应”

从电影的市场价值分布来看，高票房收入影片几乎完全被少数几家电影发行公司所囊括，而其余大多数的电影公司目前尚不具备出品高票房收入影片的能力。2008 年-2010 年，国产电影票房收入前二十五名影片的票房收入占国产影片票房收入的 80% 以上，国产影片的发行基本被包括中影集团、上影、华谊兄弟、博纳影业、光线影业在内的少数几家电影公司所包揽。

图 6：行业前五大发行商份额为 63%，处于寡头垄断状态



资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

国内电影行业市场份额的 CR5（市场集中度）指标为 63%，说明国产电影业已经形成了较高的市场集中度，包括光线影业在内的具备制作及发行商业大片能力的少数几家电影企业已经成为我国电影产业商业化运作的主导力量。电影制作和发行都将出现强者愈强的“马太效应”，资金、人才、技术等优势资源将向强势媒体和制作机构集中。其他民营电影制作和发行商的电影业务连续性较弱，不能形成稳定的电影制作和发行能力。

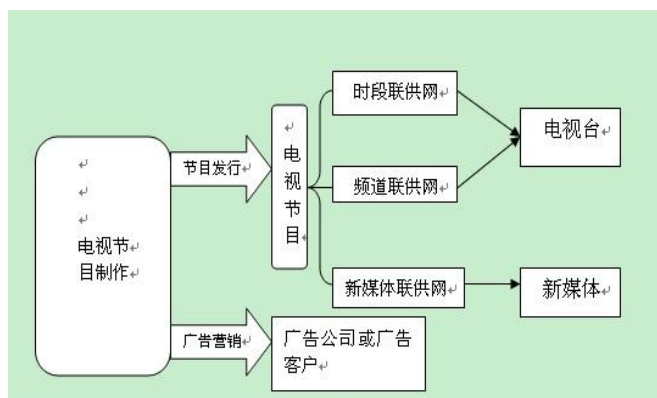
3. 公司是民营电视节目制作发行的龙头企业，也是迅速崛起的电影制作发行主力之一

3.1. 在电视节目领域开创了独特的节目运营商模式

与传统的节目制作公司不同，公司以电视节目为纽带，率先在国内建立了 307 个地面频道（包括地市级城市电视台和部分省级地面电视台）为核心的节目联播网，使其成为电视节目和广告运营的主要渠道。公司较早在国内建立了节目联播网，实现了节目制作与运营相结合，从单纯的节目制作公司转型为以节目制作作为纽带、以覆盖全国 307 个电视频道每日首播 1200 余频次的节目联播网为节目运营平台的传媒内容运营商。该节目联播网包括时段联播网、频道联播网、付费数字电视和新媒体联播网。

时段联播网主要是单个电视节目面对单个电视台进行发行和广告营销，通过直接销售节目版权和栏目贴片广告、植入广告销售的方式实现收入；频道联播网则以整体包装的 6 小时节目换取合作频道 30%-40% 的广告时段（包括栏目的贴片广告和与栏目无关的频道时段广告）、通过广告时段运营的方式实现收入。

表 4：公司电视节目运作流程



资料来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

3.2. 公司正处于崛起阶段，业务覆盖全面

公司产品覆盖电视栏目、演艺活动和影视剧的制作和发行，涵盖了娱乐传媒的重要产品。电视栏目、演艺活动和影视剧是公司的三大传媒内容产品。电视栏目和演艺活动是自主制作发行，通过节目版权销售或广告营销的方式实现收入；影视剧主要是投资和发行，少量参与制作，其中，又以电影的投资发行为主，收入主要包括电影票房分账收入、电视剧播映权收入、音像版权等非影院渠道收入和衍生产品（贴片广告等）收入。

过去三年，净利润复合增长率近 200%，崛起迅速。08 年、09 年和 10 年的收入分别为 2.64 亿、3.85 亿和 4.80 亿元，复合增长率 34.8%；净利润分别为 1292 万元、6270 万元和 11282 万元，复合增长率 195.5%。

图 7： 2010 年公司主要收入来自电视联播网广告收入和电影发行

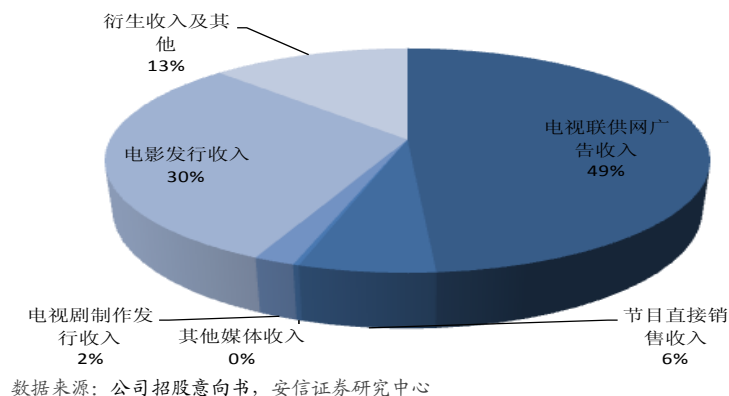


图 8 公司主要四档栏目覆盖频道分布 (%)

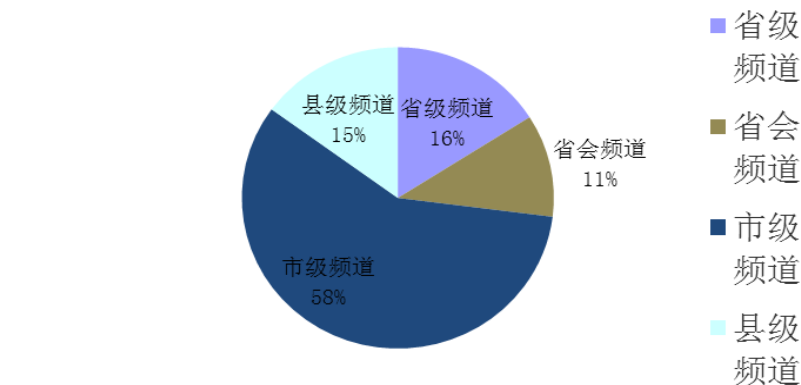
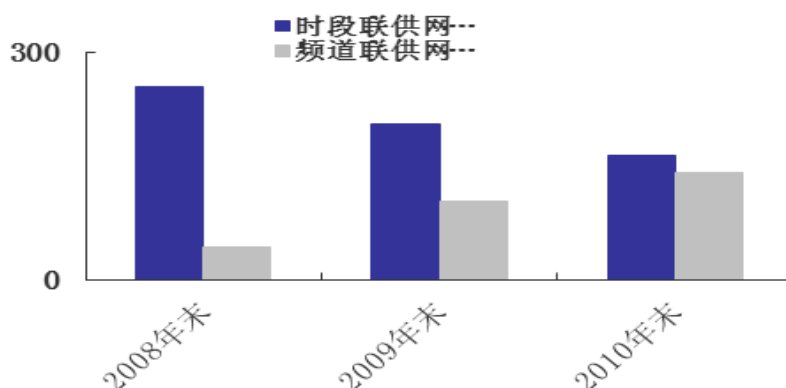


图9：时段联播网和频道联播网拓展情况



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

3.3.核心竞争力：品牌为王，网络制胜

公司的竞争力，具体体现在以下两点：

1) 同时在娱乐营销和主持人等领域拥有较强的品牌影响力。公司将每一个栏目都作为一个品牌来打造。《娱乐现场》开播十年以来，已经成为在国内较具影响力的娱乐资讯类日播节目，具有开办时间长、播出台覆盖面广的特点。《音乐风云榜》也是一档在国内颇具影响力的音乐节目，《最佳现场》是国内唯一的每日播出的娱乐明星访谈类节目。同时，公司已经由单纯的节目制作转向节目品牌运营。品牌运营涵盖电视栏目、颁奖典礼和对应的演艺活动。

2) 立足节目发行网络，整合多种媒介资源。公司能够以节目发行网络为依托，实现电影资源与广播、电视、网络等传媒资源的整合和深度合作。借助传媒资源的系统竞争力和整合营销的经验拓展了电影的市场空间；同时，丰富的电影内容也为公司的节目提供了丰富的内容资源，快速提升公司的品牌影响力，也是重要的娱乐内容资源，娱乐内容与媒介资源实现良性互动。

4. 未来盈利增长点：节目质量提升+电视剧广告收入

1) 进一步提升电视节目质量。募集资金投资项目中的电视栏目制作项目投产后，将增加娱乐故事专题类、音乐真人秀类、明星综艺类和喜剧栏目剧类等新栏目的制作，丰富现有栏目类型、增加栏目制作量。进一步提升节目影响力和收视率，进一步发掘节目的广告价值，通过上述两方面措施提升节目联播网的运营水平。

2) 较高的电视剧广告利润率。在各级电视台的电视剧广告利润率对比方面，地市级城市电视台广告利润率和投入产出比最大，城市电视台的电视剧广告对广告客户吸引力较大。公司通过募集资金购买优质电视剧后，将充分利用现有的包括时段联播网和新媒体联播网在内的覆盖全国范围的电视节目联播网进行电视剧的发行，获得丰厚的广告利润。

3) 公司募投项目的顺利实施，将实现多种媒介资源整合，实现规模效应、大幅提高公司未来毛利率。

表 6 公司 IPO 募集资金投资项目(单位: 万元)

项目名称	投资总额	具体内容
电视联播网电视节目制作	6,282	在公司现有 5.5 小时日播和 1 小时周播电视节目的基础上, 增加 2 档日播类精品栏目、2 档播类精品栏目和日播类栏目剧, 每日电视栏目作量将达 8 小时。
电视联播网电视剧购买	21,600	购买1,080集精品电视剧全国地面频道首轮播, 权打造城市频道联播网的电视剧剧场, 在内容面进一步充实公司电视节目联播网, 提升公司为电视节目联播网运营商的节目运营能力。
数字演播中心扩建项目	6,500	项目是在现有演播厅的基础上, 扩建一个 1,000 m ² 和一个 2,000 m ² 的演播厅。建成后的两个数字演播厅, 将是国内电视台系统外演播厅中设最完善、硬件最厅齐全的演播厅之一
节目采编数字化改造项目	3,400	构建节目采编数字化系统, 实现电视节目制作电视台数字化升级改造的对接

资料来源: 公司招股意向书, 安信证券研究中心

5. 主要风险点

- 1) 栏目、影视作品销售的市场风险和季节性风险。公司存在新产品可能存在的定位不准确、不被市场接受和认可而导致的销售风险。包括代理发行在内的电影投资发行业务可能存在影片票房收入达不到预期水平, 从而导致投资亏损的风险。
- 2) 市场竞争加剧的风险。随着“制播分离”的进一步深化, 电视台内部的节目制作机构将逐步成立独立的节目制作公司, 民营节目制作公司也将大量出现, 可能加剧节目市场的竞争。
- 3) 募投项目拓展进度风险。

6. 盈利预测及询价建议

预计未来三年公司收入增长率分别为 67.53%、36.63%和 27.45%, 净利润分别增长 48%、44%和 33%, EPS 分别为 1.52、2.19 和 2.91, 未来三年净利润复合增长率 41.4%。

我们的可比公司选择了华谊兄弟和华策影视, 华谊兄弟和华策影视的主营业务为影视制作与发行, 与公司未来的主营业务近似。可比公司 2011 年的平均 PE 为 33 倍, 2012 年为 25 倍。两个月内创业板新股 2011 年平均 PE 为 30 倍, 2012 年平均 PE 为 22 倍, 由于公司的增长空间确定, 且过去三年复合增速远高于行业平均水平, 我们认为可以享受高于创业板平均水平, 与影视内容板块同步的估值水平。给予 2011 年 33 倍, 2012 年 25 倍的目标市盈率, 对应的询价区间是 50.20 - 54.80 元。

近期创业板新上市公司整体震荡, 公司虽然行业空间宽阔, 业绩增长确定, 但在创业板整体估值调整的情况下, 预计上市首日波动区间在 10%-20%之间, 对应定价区间为 60.2-65.8 元。

表 7：公司主营业务发展情况预测：影视剧制作与发行将是公司未来三年

		2008	2009	2010	2011E	2012E
栏目制作与广告	销售收入	182.27	230.62	273.37	342.14	411.81
	增长率		27%	19%	25%	20%
	成本	122.22	123.89	132.81	137	142
	毛利率	32.9%	46.3%	51.4%	60.0%	65.0%
	占比	69.0%	59.9%	57.0%	42.6%	38.0%
演艺活动	销售收入	22.78	63.97	51.86	59.64	67.53
	增长率		180.8%	-18.9%	15.0%	13.0%
	成本	14.09	34.95	23.64	24	25
	毛利率	38.1%	45.4%	54.4%	59.0%	62.0%
	占比	8.6%	16.6%	10.8%	7.4%	6.0%
影视剧	销售收入	59.26	90.63	154.38	401.70	511.81
	增长率		52.9%	70.3%	160.2%	27.4%
	成本	56.21	82.5	134.26	333	411
	毛利率	5.1%	9.0%	13.0%	17.0%	20.0%
	占比	22.4%	23.5%	32.2%	50.0%	46.0%
其他	销售收入	0.01	0	0	0.00	0.00
	成本	0	0	0	0	0
	毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
总计	销售收入	264.3	385.22	479.6	803	996
	增长率		45.75%	24.50%	67.53%	24.50%
	成本	192.52	241.33	290.71	495	611
	毛利率	27.16%	37.35%	39.38%	38.43%	38.91%

资料来源：安信证券研究中心，公司公告

表 8: 创业板新股估值表

证券代码	证券简称	2011PE (首 发价格)	2012PE (首发 价格)	2011PE	2012PE	2011EPS	2012EPS	首发价格	首发日期	上市日期
300221. SZ	银禧科技	23	44	23	17	0.77	1.05	18.00	2011-05-16	2011-05-25
300222. SZ	科大智能	25	42	26	19	1.27	1.72	32.40	2011-05-16	2011-05-25
300223. SZ	北京君正	25	43	25	17	1.78	2.56	43.80	2011-05-23	2011-05-31
300224. SZ	正海磁材	9	32	30	22	2.34	3.17	21.09	2011-05-23	2011-05-31
300225. SZ	金力泰	21	23	21	15	1.36	1.93	28.00	2011-05-23	2011-05-31
300226. SZ	上海钢联	24	38	29	20	0.96	1.38	23.00	2011-05-30	2011-06-08
300227. SZ	光韵达	26	46	36	25	0.50	0.71	12.98	2011-05-30	2011-06-08
300228. SZ	富瑞特装	23	41	33	22	1.07	1.59	24.98	2011-05-30	2011-06-08
300229. SZ	拓尔思	21	32	26	19	0.71	0.98	15.00	2011-06-07	2011-06-15
300230. SZ	永利带业	21	34	28	19	0.62	0.91	12.90	2011-06-07	2011-06-15
300231. SZ	银信科技	20	31	31	22	0.97	1.37	19.62	2011-06-07	2011-06-15
300232. SZ	洲明科技	17	28	19	14	1.09	1.43	18.57	2011-06-14	2011-06-22
300233. SZ	金城医药	16	23	20	15	1.17	1.52	18.60	2011-06-14	2011-06-22
300234. SZ	开尔新材	20	31	35	25	0.59	0.83	12.00	2011-06-14	2011-06-22
300235. SZ	方直科技	20	26	34	27	0.98	1.25	19.60	2011-06-20	2011-06-29
300236. SZ	上海新阳	21	28	32	24	0.53	0.72	11.07	2011-06-20	2011-06-29
300237. SZ	美晨科技	15	18	22	17	1.66	2.14	25.73	2011-06-20	2011-06-29
300238. SZ	冠昊生物	24	38	49	36	0.75	1.04	18.20	2011-06-27	2011-07-06
300239. SZ	东宝生物	22	33	53	36	0.41	0.59	9.00	2011-06-27	2011-07-06
300240. SZ	飞力达	20	32	30	22	0.99	1.31	20.00	2011-06-27	2011-07-06
2011年新股平均		21	33	30	22					

资料来源: 安信证券研究中心, WIND 资讯

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-7-18		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	385.2	479.6	803.5	1,097.8	1,399.2	成长性					
减: 营业成本	241.3	290.7	494.7	688.2	863.4	营业收入增长率	45.7%	24.5%	67.5%	36.6%	27.5%
营业税费	16.4	18.6	32.1	44.4	55.6	营业利润增长率	331.3%	75.5%	66.6%	45.1%	33.3%
销售费用	11.0	12.4	16.8	22.0	28.0	净利润增长率	386.8%	79.9%	47.8%	44.1%	32.7%
管理费用	33.0	32.5	46.3	63.3	73.7	EBITDA 增长率	276.6%	73.2%	48.3%	41.7%	35.5%
财务费用	1.8	4.0	-9.1	-19.4	-19.6	EBIT 增长率	327.2%	76.7%	53.9%	41.8%	35.6%
资产减值损失	17.8	2.3	24.1	11.4	14.2	NOPLAT 增长率	380.6%	80.7%	37.3%	40.7%	35.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-26.8%	79.0%	72.4%	28.9%	48.4%
投资和汇兑收益	4.0	-	-	-	-	净资产增长率	-22.9%	25.5%	654.3%	11.5%	12.8%
营业利润	67.9	119.1	198.5	288.0	383.9	利润率					
加: 营业外净收支	4.4	15.8	5.0	5.0	5.0	毛利率	37.4%	39.4%	38.4%	37.3%	38.3%
利润总额	72.3	135.0	203.5	293.0	388.9	营业利润率	17.6%	24.8%	24.7%	26.2%	27.4%
减: 所得税	9.6	22.1	36.6	52.7	70.0	净利润率	16.3%	23.5%	20.8%	21.9%	22.8%
净利润	62.7	112.8	166.7	240.2	318.8	EBITDA/营业收入	19.2%	26.8%	23.7%	24.6%	26.1%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	18.1%	25.7%	23.6%	24.5%	26.0%
货币资金	58.0	40.0	1,336.1	1,411.0	1,361.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	11	10	6	4	4
应收账款	134.2	134.6	338.2	383.9	490.0	流动营业资本周转天数	130	125	160	184	205
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	245	224	507	678	596
预付账款	54.3	133.3	221.5	342.0	521.9	应收账款周转天数	124	104	100	111	109
存货	24.2	18.2	42.6	56.9	66.5	存货周转天数	29	23	20	24	23
其他流动资产	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	310	283	534	690	606
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	186	176	184	195	214
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	31.4	-	16.4	14.6	15.5	ROE	33.9%	48.7%	9.5%	12.3%	14.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	18.1%	27.7%	8.4%	10.8%	12.9%
固定资产	10.9	15.8	12.2	13.4	14.4	ROIC	28.0%	69.1%	53.0%	43.2%	45.3%
在建工程	1.3	3.9	3.0	2.4	2.0	费用率					
无形资产	0.8	0.7	-0.5	-0.0	0.0	销售费用率	2.9%	2.6%	2.1%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	31.3	61.0	7.6	8.0	8.2	管理费用率	8.6%	6.8%	5.8%	5.8%	5.3%
资产总额	346.3	407.5	1,977.0	2,232.2	2,480.1	财务费用率	0.5%	0.8%	-1.1%	-1.8%	-1.4%
短期债务	49.6	104.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	11.9%	10.2%	6.7%	6.0%	5.9%
应付账款	85.2	42.3	115.8	168.0	179.5	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	46.7%	43.1%	11.6%	12.6%	11.3%
其他流动负债	14.1	14.9	68.3	70.2	67.5	负债权益比	87.5%	75.8%	13.1%	14.5%	12.7%
长期借款	-	12.0	12.0	12.0	12.0	流动比率	1.71	2.02	9.14	8.32	9.36
其他非流动负债	3.2	2.4	4.3	6.6	7.1	速动比率	1.50	1.85	8.84	8.01	8.98
负债总额	161.6	175.7	228.4	282.2	279.9	利息保障倍数	38.54	31.00	-20.81	-13.86	-18.61
少数股东权益	-	-	0.2	0.2	0.3	分红指标					
股本	82.2	82.2	109.6	109.6	109.6	DPS(元)	-	0.50	0.18	0.35	0.63
留存收益	102.5	149.8	1,638.9	1,840.2	2,090.2	分红比率	0.0%	36.4%	12.1%	16.2%	21.6%
股东权益	184.7	231.8	1,748.7	1,950.0	2,200.1	股息收益率					
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	62.7	112.8	166.7	240.2	318.8	EPS(元)	0.76	1.37	1.52	2.19	2.91
加: 折旧和摊销	5.8	6.6	1.0	1.1	1.2	BVPS(元)	2.25	2.82	15.95	17.79	20.07
资产减值准备	17.8	2.3	24.1	11.4	14.2	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	2.1	3.8	-9.1	-19.4	-19.6	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-4.0	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-0.0	-	0.2	0.1	0.1	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	19.1	-101.0	-197.6	-136.9	-313.0	CAGR(%)	56.5%	41.4%	34.9%	30.6%	28.5%
经营活动产生现金流量	90.7	35.1	-14.7	96.5	1.8	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-6.7	-53.2	-22.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	6.5	15.9	12.2	10.0	10.4
融资活动产生现金流量	-68.6	12.7	1,284.9	-19.5	-49.2	REP	-	-	-	-	-

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。

分析师声明

侯利声明，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	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@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: 200123

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