

信息设备行业

新国都 (300130)

公司研究报告

评级: 买入 维持评级

收盘价(元) 20.59
 目标价(元) 25.70

拥有护城河的垄断企业

市场数据

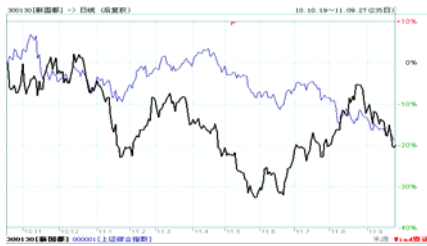
52 周最高/最低(元) 27.58/17.70
 市净率 2.50
 总股本(百万) 114.30
 流通 A 股(百万) 28.80
 流通 B 股/H 股(百万) -/
 总市值(百万元) 2353
 流通 A 股市值(百万元) 593

核心观点:

POS 机行业过去 8 年保持了 43% 的复合增长率, 毛利率维持在 40-50%, 这样一个高速增长和高利润率的行业竟然由 5 家公司长期垄断了 80% 以上的市场, 我们猜测行业必定存在着很深的护城河。

经过研究发现, 招标资质、技术壁垒和资质认证共同组为 POS 机行业的护城河, 保证了行业内寡头垄断者的高利润率, 新国都作为寡头垄断者将会长期受益于 POS 机行业的高速发展和 POS 行业的高利润率。

相对股价表现



相关研究

《一个令人兴奋的猜想》2011.1.10
 《新国都 2010 年度业绩快报点评》2011.2.25
 《公司开展电子支付服务的点评》2011.3.7
 《营业收入大幅增长, 毛利率稳步提升》2011.4.25

投资要点:

- **行业招标资质的壁垒。**出于安全性和转换成本的考虑, 中国银联和商业银行制定了苛刻的招标资质条件, 将新进入者拒之门外。
- **行业技术壁垒。**POS 机有自动销毁、加密算法与密钥体系、个性化需求等技术要求, 对于新进入者, 掌握上述金融安全要求面临较大的困难。
- **行业资质壁垒。**POS 机行业拥有严格的资质认证体系, 例如其中 PCI 认证大约需要 1 年时间。
- **公司的竞争优势:** 公司拥有 Linux 操作系统的技术优势, 管理团队优势和研发团队优势, 这些优势将保证公司拥有更高的毛利率。
- **风险提示:** 1、新兴支付方式对 POS 行业影响的风险; 2、行业增速下滑的风险; 3、全年增值税退税金额不确定的风险。
- **盈利预测及估值分析。**公司当前股价为 20.59 元, 对应 2011-2013 年 PE 分别为 31/21/14 倍, 价值低估。我们对应 2011 年 39 倍市盈率, 给予公司 25.70 元的目标价, 维持买入评级。

通信行业研究小组

证书编号 S0120511030002

联系人

夏根大

8621-68761616-8502
 xiagd@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

重要财务指标

单: 百万元

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	140	209	310	439	609
收入增幅 (%)	29.48%	49.23%	48.69%	41.46%	38.79%
净利润	44	58	76	111	164
净利增幅 (%)	42.67%	30.41%	31.13%	45.68%	48.23%
毛利率 (%)	58.64%	53.01%	52.70%	50.98%	50.35%
ROE (%)	26.46%	6.64%	8.05%	10.58%	13.69%
摊薄 EPS (元)	0.39	0.51	0.66	0.97	1.43

请务必阅读正文后的免责声明部分

正文目录

1. 护城河让高毛利率持续	3
2. POS机制造行业的护城河	4
2.1. 招标资质的护城河	5
2.2. 技术壁垒的护城河	7
2.3. 资质认证的护城河	7
3. 新国都的竞争优势	9
3.1. 技术研发优势	9
3.2. 管理团队优势	10
3.3. 研发团队优势	10
4. 盈利预测和估值分析	11
4.1. 盈利预测	11
4.2. 估值及投资建议	12
4.3. 风险提示	13

图表目录

图 1: 公司 2015 年营业收入将超过 12 亿元	3
图 2: 护城河保证高毛利率持续	3
图 3: 国内pos行业市场规模过去八年复合增长率达到 43.32%	4
图 4: 2010 年POS机行业毛利率普遍在 40-50%	5
图 5: 2009 年POS机前 5 大厂家市场占有率 85.8%	5
图 6: POS直接连接银行交易系统	6
表 1: POS终端主要认证	8
表 2: 公司主营业务收入预测表（万元）	11
表 3: A股可比公司估值情况	12
表 4: DCF估值法主要参数	12
表 5: DCF敏感性分析	13
表 6: 公司盈利预测表	14

1. 护城河让高毛利率持续

在去年的报告《新国都：一个令人兴奋的猜想》中，我们预测新国都今后 5 年的营业收入将保持 40% 以上的复合增长，到 2015 年营业收入将是 2010 年的 6 倍，达到 12 亿元，由于规模效应的原因，净利润增速将会超过 6 倍。

净利润增速要想超过 6 倍，还需要一个条件的保证，那就是公司能维持目前的高毛利率。公司过去 4 年都维持了 50% 以上的高毛利率，公司的高毛利率可以持续吗？

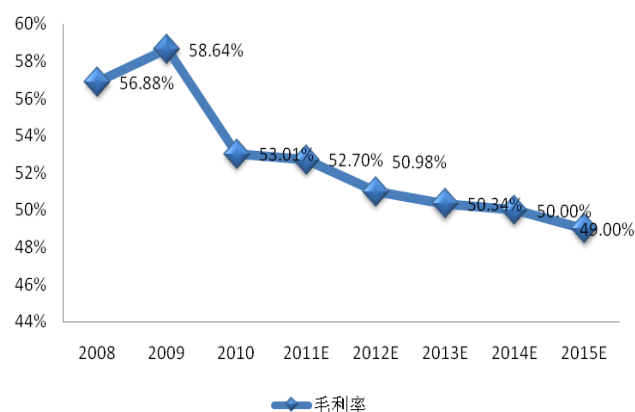
答案是肯定的，原因就是 POS 机制造业拥有深深的护城河，可以把潜在进入者挡在城堡之外，从而保证行业内垄断者维持高利润率。

图 1：公司 2015 年营业收入将超过 12 亿元



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 2：护城河保证公司高毛利率持续



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

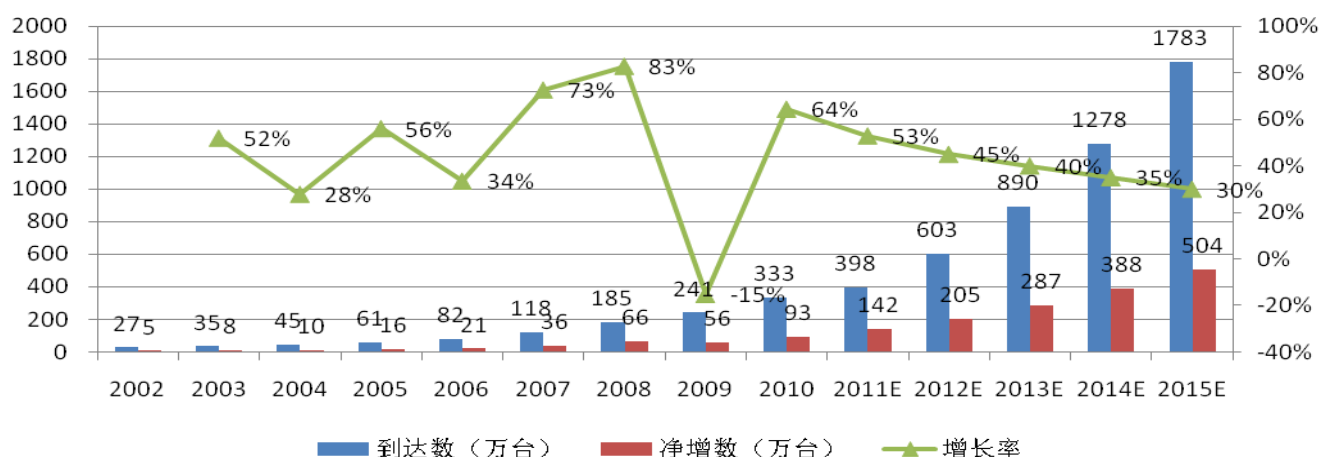
2. POS机制造行业的护城河

2002年3月，中国银联成立，当时国内POS机几乎全部依赖进口，国内新国都、百富科技等POS机厂家刚刚成立，还没有完全掌握POS机制造的核心技术。进口POS机价格高达1万元左右，高昂的价格严重影响了POS机行业的发展。

为了改变这种状况，中国银联鼓励新国都、百富科技等终端供应商成立子公司开展POS终端技术维护服务工作。新国都在肇庆市与银联合作设立肇庆好易联，专业为特约商户提供金融POS终端技术维护服务工作，并向收单机构收取技术服务费。新国都从中获得了产品研发的原始市场需求信息，为公司产品研发、设备终试积累了必要的经验，从而为今天成为国内POS机制造垄断者之一打下了基础。

2002年至今，POS行业高速发展，市场规模的复合增长率达到43.32%。行业内企业保持了高额的利润，行业平均毛利率维持在40%以上。在这样一个高速发展和高额利润的行业，正常应该有大量新进入者，从而激烈的竞争降低行业的利润空间。但是事实上行业却始终由5家企业垄断了80%以上的市场，并且未能有新进入者闯入。这就让我们推测POS机行业具有强大的进入壁垒，将新进入者拒之门外。

图 3：国内联网 pos 机净增量过去八年复合增长率达到 43.32%

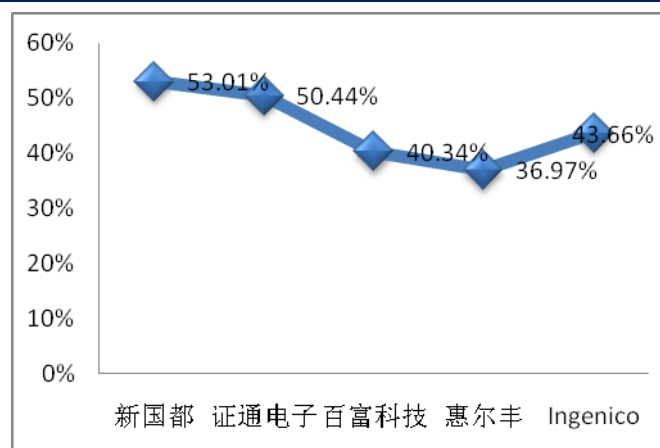


资料来源：招股说明书、2010年第四季度支付体系运行总体情况、德邦证券研究所

注：1、统计中数据是中国银联联网的POS终端增量；联网POS终端是指可以进行跨行刷卡交易结算的POS终端，是目前主流的POS终端交易方式。

2、基于保障支付网络安全性的考虑，中国银联禁止安全级别较低的电话POS终端接入其构建的跨行支付信息系统，因此，中国邮政银行等商业银行有部分连入自有支付结算网络的电话POS终端未计入上述统计，故全国实际销售（含租赁）的POS总量要高于表中数字。

图 4：2010 年 POS 机行业毛利率普遍在 40-50%

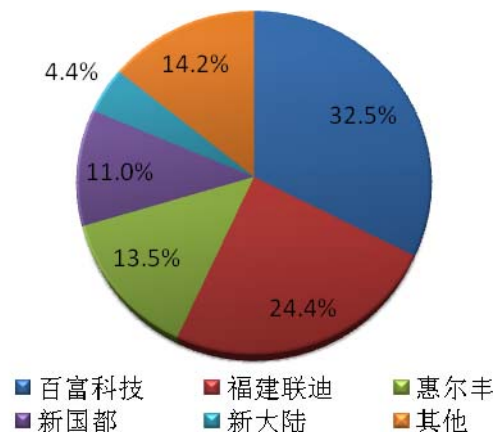


资料来源：各公司年报，德邦证券研究所

注：1、证通电子使用公司 pos 销售业务的毛利率。

2、ingenico 和惠尔丰 (verifone) 分别是法国和美国公司，POS 终端销售量排全球前两名。

图 5：2009 年国内市场 POS 机前 5 大厂家市场占有率 85.8%



资料来源：易观国际，德邦证券研究所

2.1. 招标资质的护城河

2008 年以来，银联商务总部以集中招标选型确定 POS 终端和支付技术的服务商，该模式目前日益成熟，并陆续为商业银行等收单机构采用。客户集中采购的条款非常严格，极大的限制了潜在进入者的进入，例如银联商务 2010 年对投标人资质要求如下：

- 制造厂商自主生产终端 5 年以上；
- 上年度销售排名在国内前 4 名；
- 最近两年至少入围 2 家以上主要商业银行终端采购；
- 累计国内销售数量不少于 8 万台；
- 具有完善的售后服务网络及技术支持能力；
- 产品取得相关认证等市场指标纳入其招标评分范围，其中 PCI 认证是重要的加分因素。

前三个条件其实已经把新进入者拒之门外，再比如第 3 个资质条件，“最近两年至少入围 2 家以上主要商业银行终端采购”，目前主要商业银行都提出类似集中招标条件，就

形成了一个先有鸡还是先有蛋的矛盾，新进入者就无法取得投标资格，永远无法进入这个市场。

那么客户为什么要设立这么苛刻的投标人资质要求呢？我们认为原因主要有以下两个方面：

1、安全性考虑

一方面，POS 机直接连接银行的交易系统，存在入侵金融交易系统的风险。另一方面，POS 机存储了每天的交易信息，存在潜在的盗取用户信息然后复制银行卡的风险。

由于 POS 机存在上述巨大的风险，银联和商业银行都不会愿意引入一个新的厂家成为自己的供应商，从而承担巨大的金融支付风险。

图 6：POS 直接连接银行交易系统



资料来源：德邦证券研究所

2、转换成本的考虑

一方面，引入一家新的 POS 终端供应商，银联和商业银行不仅要和供应商开发和测试交易对账系统，而且要承担可能发生大量错帐产生的人力稽核成本。另一方面，银联和商业银行布放 POS 终端后，会产生持续维护、升级服务、增值应用软件开发等需求，这些将有利于 POS 终端供应商与收单机构建立稳定的合作关系。

招标资质的护城河使得各家收单机构的客户相对稳定，银联和各大商业银行的客户基本都确定在规模最大的几家 POS 终端供应商。例如中国银联 2008-2010 年招标入围供应商都是新国都、百富科技、福建联迪、惠尔丰四个厂家。

2.2. 技术壁垒的护城河

POS 机的技术壁垒主要表现在软硬件联动的数据自动销毁、各银行个性化的加密算法与密钥体系、各银行和商户的个性化需求。

由于 POS 机存储了每天的详细交易信息,为了防止用户信息泄露,从而发生复制用户银行卡等犯罪案件的发生,POS 机要求具有数据自我销毁功能,保证 POS 终端硬件遭遇非法拆卸时能够自动销毁所存储的银行卡信息,避免交易数据外泄,例如要求即使在 POS 机外壳上钻一个孔,POS 机也要触发自动销毁功能。

由于 POS 机连接银行的交易系统,要求生产商通过算法加密和多层次的密钥体系避免非法软件植入与上载,从而实现软件安全、数据安全、交易安全;不同的商业银行会有不同的加密算法。

不同的银行会有不同的交易软件平台,这就需要 POS 机针对每家银行植入不同的交易和对账软件。另外实际布放的不同商户也会有不同的个性化需求,这就需要终端厂家通过扩展软件实现相应的功能。

总之,POS 机在软硬件方面既具有统一的安全标准,又具有个性化的软件需求,对于新进入者,如果没有金融支付领域的行业经验和相应的技术积累,掌握上述金融安全要求并通过软、硬件的开发设计满足相关要求,面临较大的困难。

2.3. 资质认证的护城河

由于 POS 机用于处理多种银行卡或储值卡作付款用途,因此需要具备较高的安全标准、兼容性和可靠性。除了一般电子产品技术认证外,POS 机推出市场前,通常需要取得与电子支付安全、芯片卡、非接触式卡及客户应用软件有关的认证,并且 POS 机的认证都是针对某一个具体型号的产品,取得某一产品的认证并不表示该认证对于公司的其他型号的 POS 产品适用。

很多认证需要花费较长的时间和较高的费用,如 PCI 认证是由国外 PCI 组织进行认证,时间可能长达一年,每个型号的认证费用将达 100 多万。目前,PCI 认证等已被银联商务等主要收单机构列入选型招标条件,新进入者短期内很难取得上述认证,从而难以通过银联商务等收单机构的招标选型。

表 1: POS 终端主要认证

认证项目	认证机构	认证测试时间 (日)	测试目的	认证有效期
3C 认证	中国质量认证中心	15	安全、电磁兼容和雷击	每年监督审查
电信设备进网许可证	工业和信息化部	60	整机安全性能、电路接口特性、拨号特性、传输性能、3年抗雷击性能、	
无线电发射设备型号核准证	工业和信息化部	60	RMS相位误差、峰值相位误差、频率容限、最大平均功率、功率控制等	5年
PBOC LEVEL1	银行卡检测中心	15	IC卡控制时序、兼容性。	2年
EMV LEVEL1	EMVCO LLC	25	IC卡控制时序、兼容性。	4年
PBOC LEVEL2	银行卡检测中心	15	机器对各种卡的数据处理能力，对脚本的处理能力等	2年
EMV LEVEL2	EMVCO LLC	25	受理EMV IC卡借贷记应用。机器对各种卡的数据处理能力，对脚本的处理能力等	3年
银行磁条卡销售点终端产品入网许可证	银联标识产品企业资格认证办公室	30-90	POS产品根据中国银联《销售点终端产品认证实施细则》2年的规定需要取得此证。	
直联POS检测	银行卡检测中心	20	各交易报文、流程测试。	2年
外卡收单VISA ADVT VISA 测试报告		3	终端对实际应用的典型的VISA卡的处理能力、打印格式——等。	
外卡收单MASTER	MASTER	15	终端对实际应用的典型的MASTER卡的处理能力、打印格式——等。	
外卡收单JCB	JCB	3	终端对实际应用的典型的VISA卡的处理能力、打印格式——等。	
PCI PED 证书	PCI组织	180-360	终端的联机、脱机交易的安全性，硬件对敏感数据的——保护、密钥体系等	

注：表中所列时间仅限于完整材料申报后的检测认证时间，尚不包括生产厂商在产品开发阶段、申报阶段以及改进阶段投入的大量资源和时间。

数据来源：招股说明书，德邦证券研究所

招标资质、技术壁垒和资质认证共同构成了 POS 机行业的进入壁垒，将新进入者拒之门外，从而保证行业内终端厂家维持高额毛利率。我们认为行业寡头垄断的竞争格局已经形成，强大的行业进入壁垒将长期存在，行业内企业将受益于行业高速的发展和高额的利润率，从而保持自身利润的长期高速增长。

3. 新国都的竞争优势

目前国内销量最高的前五大 POS 机厂家是，百富科技、新国都、福建联迪、惠尔丰和新大陆，竞争对手的基本情况如下。

惠尔丰 (Verifone) 是在美国上市的国际知名 POS 机生产企业，2010 年销售收入达到 10.02 亿美元，位居全球第二 (法国企业 Ingenico 为全球第一，2010 年 9.07 亿欧元)，由于在研发成本、制造成本等多个环节处于劣势地位，所以国内市场份额在持续下降。

新大陆是 A 股上市公司，主营业务包括金融税控收款机、二维码自动识别软件、行业应用软件开发与系统集成服务等领域，2010 年 POS 机销售收入大约占总收入的 20%，公司一直未能入围中国银联的招标。

百富科技是香港上市公司，主要从事开发和销售 POS 产品及提供相关服务，2010 年营业收入 7.23 亿港元，其中中国市场 5.66 亿港元，POS 产品销往海外 50 个国家和地区，包括美国、新加坡、日本等地。

福建联迪是 Ingenico 的控股子公司，主营业务包括金融 POS、IC 卡应用产品、金融自助产品、安全电子支付行业应用解决发难、税收信息化产品及无线通信产品。公司在商业银行的 POS 机采购中占有很高的市场份额。

新国都目前在中国银联和商业银行的主要竞争对手是百富科技和福建联迪，与他们相比，新国都的竞争优势主要表现在以下三个方面：

3.1. 技术研发优势

公司从 2001 年成立时，所有 POS 机都使用 Linux 操作系统，百富科技和福建联迪使用简单工业操作系统。随着生产规模的扩大和客户个性化的需求越来越多，Linux 操作系统的灵活性的优势开始体现，在底层设备驱动、增值应用软件的开发等方面掌握较多的灵活性，并为以软件技术简化或取代硬件设备从而控制生产成本奠定了基础。

由于简单工业操作系统灵活性和扩展性的劣势，百富科技和福建联迪从 2010 年开始研究使用 Linux 操作系统，但是整个 POS 机最底层操作系统的更换需要大量的研发投入，同时需要承担很大的风险。

3.2. 管理团队优势

公司成立于 2001 年，是国内最早的 POS 机生产厂家之一。公司的创始团队：刘祥（董事长兼总经理）、江汉（副总经理）、汪洋（副总经理）、韦余红（总工程师）、赵辉（财务总监兼董秘）是一个合作了 10 多年的管理团队，经历了长期的磨合，有助于公司战略和具体研发、生产、市场营销等经营策略的有效落实。管理团队成员都具有 10 多年的 POS 机行业经验，对于 POS 终端生产和服务的技術发展趋势有深刻理解，较好地保证了公司技术路线选择等战略决策的正确制定与执行。这是一个行业内不可多得的管理团队。

3.3. 研发团队优势

总工程师韦余红带领着一批国内经验最丰富的 Linux 操作系统下的 POS 机研发团队，这支研发团队的核心人员从 2001 年开始研究开发 Linux 操作系统下的 POS 机，拥有丰富的研发经验，保证了公司的研发优势，他们通过对产品设计方案灵活升级或更新，能够有效提高产品性能、控制采购成本。他们还积极探索新技术的研究和应用，在维持或提升 POS 终端整体运行效率的前提下，将 POS 终端部分硬件模块功能以软件实现，从而降低硬件成本。

公司通过上面技术和管理的优势，保证了公司在行业内保持较低的生产成本和较高的毛利率，公司的上述优势在今后几年内将会继续保持，从而确保公司能够在寡头垄断的 POS 机行业内取得更高的毛利率。

4. 盈利预测和估值分析

4.1. 盈利预测

假设 1：分业务收入预测

表 2：公司主营业务收入预测表（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
POS 机出售						
pos 机销量(万台)	5.9	11.78	22	37	56	80
YoY	178.30%	99.66%	86.76%	68.18%	51.35%	42.86%
pos 机单价	1622.9661	1082.5484	890	785	740	730
业务收入	9576	12752	19304	29045	41440	58400
业务成本	4211	5517	9394	14232	20927	29784
毛利率	56.02%	56.74%	51.34%	51.00%	49.50%	49.00%
pos 机租赁						
业务收入	1122	911	965	1110	1300	1500
业务成本	411.05907	189.68894	193	222	286	360
毛利率	63.35%	79.18%	80.04%	80.00%	78.00%	76%
读卡器						
业务收入			508	559	782	1300
业务成本			192	168	235	390
毛利率			62.26%	70.00%	70.00%	70.00%
其他						
业务收入	73	79	76	292	338	406
业务成本	24	19	21	44	51	61
毛利率	66.67%	76.59%	72.52%	85.00%	85.00%	85%
合计						
营业收入	10770	13743	20853	31006	43860	61606
YoY	64.94%	27.60%	51.74%	48.69%	41.46%	40.46%
营业成本	4646	5725	9800	14665	21499	30595
综合毛利率	56.86%	58.34%	53.01%	52.70%	50.98%	50.34%

数据来源：德邦证券研究所

假设 2：税率假设

- 1、公司 2011-2013 年依然对其增值税实际税负超过 3%的部分实行即征即退优惠；
- 2、2011-2013 年所得税率：母公司 15%；子公司深圳市易联技术 12.5%；

在上述盈利假设下，我们预测公司 2011-2013 年净利润分别是 0.76/1.11/1.65 亿元，每股盈利分别是 0.66/0.97/1.45 元。

4.2. 估值及投资建议

1、相对估值法

公司的主营业务为以 POS 机为主要载体的电子支付产品研发销售和服务，我们选择 A 股的具有可比性的电子支付类公司，根据 10 月 10 日收盘价，可比公司 10/11/12/13 年平均市盈率分别为 51/39/31/25 倍，按照 2011 年行业可比公司 39 倍平均市盈率进行估值，我们得到的新国都的合理估值是 25.70 元。

表 3：A 股可比公司估值情况

公司简称	最新股价	EPS				PE			
		2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
恒宝股份	9.91	0.24	0.31	0.41	0.61	42	32	24	16
东信和平	12.44	0.16	0.18	0.20	0.24	76	69	62	52
证通电子	13.19	0.42	0.58	0.75	0.82	31	23	18	16
新大陆	11.27	0.15	0.22	0.33	0.40	75	51	35	28
信雅达	9.08	0.19	0.26	0.32	0.40	49	35	28	23
御银股份	11.95	0.35	0.53	0.74	0.97	34	23	16	12
平均值						51	39	31	25
新国都	20.59	0.51	0.66	0.97	1.45	41	31	21	14

数据来源：德邦证券研究所

2、绝对估值法

根据参数设定条件和业绩预测结果，利用 DCF 估值模型得到公司的合理估值是 28.03 元，对应 2011-2013 年 PE 分别是 42,29 和 19 倍。

表 4：DCF 估值法主要参数

项目	参数值	指标选取说明
贝塔值 (β)	0.86	公司计算的 β 值
无风险利率	3.50%	1 年期存款利率
市场风险溢价 (%)	10%	德邦证券研究所假设
股权资本成本	12.10%	勾稽计算
债务成本 K_d (%)	6.56%	1 年期贷款利率
所得税税率	15%	预计公司将来税率

杠杆比率 D/(D+E)	20%	德邦证券研究所假设
WACC	10.80%	勾稽计算
永续增长率	2.00%	德邦证券研究所假设

数据来源：德邦证券研究所

表 5：DCF 敏感性分析

WACC	永续增长率(g)										
WACC	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
6.70%	62.74	63.88	65.19	66.71	68.49	70.60	73.11	76.14	79.86	84.51	90.44
7.37%	53.10	53.93	54.88	55.97	57.24	58.73	60.50	62.60	65.14	68.25	72.13
8.11%	44.85	45.45	46.14	46.93	47.83	48.89	50.13	51.59	53.33	55.44	58.02
8.92%	37.79	38.23	38.72	39.28	39.93	40.68	41.55	42.56	43.77	45.20	46.93
9.81%	31.75	32.06	32.41	32.81	33.27	33.80	34.41	35.12	35.95	36.93	38.10
10.80%	26.58	26.80	27.05	27.33	27.66	28.03	28.46	28.95	29.52	30.19	30.98
11.87%	22.16	22.32	22.49	22.69	22.92	23.18	23.48	23.82	24.21	24.67	25.20
13.06%	18.40	18.51	18.63	18.77	18.93	19.11	19.31	19.55	19.82	20.13	20.49
14.37%	15.20	15.28	15.36	15.46	15.57	15.69	15.83	15.99	16.17	16.38	16.63
15.81%	12.49	12.54	12.60	12.67	12.74	12.83	12.92	13.03	13.15	13.30	13.46
17.39%	10.21	10.24	10.28	10.33	10.38	10.44	10.50	10.57	10.65	10.75	10.85

数据来源：德邦证券研究所

综合相对估值法和绝对估值法的结果，根据审慎性的原则，我们选取其中较低值 25.70 元作为公司的目标价格，对应 2011-2013 年 PE 分别是 42,26 和 18 倍。

4.3. 风险提示

1、**新兴支付方式对 POS 行业影响的风险。**随着互联网技术的发展，电子商务发展迅猛，消费转账等行为都可以由交易主体通过网上支付完成，对 POS 机行业存在一定的影响。

2、**POS 机行业增速下滑的风险。**2010 年和 2011 年 POS 机行业高速增长，2010 年净增联网 POS 机数量同比增长 64%，今年预计同比增速为 53%，接下来 2 年行业增速存在下滑的风险。

3、**增值税退税风险。**《国务院关于印发进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》(国发〔2011〕4 号)下发后，国家税务总局尚未对软件增值税即征即退政策出台具体的实施细则，全年增值税退税收入存在不确定性。

4、**中国银联招标风险。**中国银联的 2 年招标合同将于今年年底到期，中国银联 2012 年的招标将要开始，存在招标份额不及预计和招标价格下降的风险。

表 6：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	900	953	1075	1214	营业收入	209	310	439	609
现金	731	676	678	668	营业成本	98	147	215	302
应收账款	100	180	250	350	营业税金及附加	2	2	3	5
其他应收款	4	3	7	7	销售费用	31	53	66	79
预付款项	3	6	8	11	管理费用	31	43	57	73
存货	62	88	132	177	财务费用	(3)	(9)	(9)	(9)
其他流动资产	(0)	0	0	0	资产减值损失	2	3	5	7
非流动资产	26	43	69	93	公允价值变动净收	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	9	26	52	76	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	13	13	14	15	营业利润	48	72	102	152
其他非流动资产	1	1	1	0	营业外净收支	11	16	26	38
资产总计	926	996	1143	1307	利润总额	60	88	128	190
流动负债	51	49	94	106	所得税	2	12	18	27
短期借款	0	0	0	0	未确认的投资损失	0	0	0	0
应付账款	51	49	94	106	净利润	58	76	111	164
其他流动负债	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	4	4	4	4	归属母公司净利润	58	76	111	164
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	61	89	140	212
其他非流动负债	4	4	4	4	EPS（元）	0.51	0.66	0.97	1.43
负债合计	54	53	98	110	主要财务指标				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	64	114	114	114	成长能力				
资本公积	693	693	693	693	营业收入	49.23%	48.69%	41.46%	38.79%
留存收益	116	186	289	441	归属于母公司净利	30.41%	31.13%	45.68%	48.23%
归属母公司股东权	872	943	1045	1197	股东权益	419.74%	8.09%	10.90%	14.57%
负债和股东权益	926	996	1143	1307	盈利能力				
现金流量表					毛利率(%)	53.01%	52.70%	50.98%	50.35%
单位:百万元					净利率(%)	27.76%	24.48%	25.22%	26.93%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	6.64%	8.05%	10.58%	13.69%
经营活动现金流	5	(43)	29	21	偿债能力				
税后经营利润	57	61	87	130	资产负债率(%)	27.20%	5.87%	5.35%	8.59%
折旧和摊销	5	11	21	30	流动比率	17.83	19.28	11.39	11.48
利息费用	0	(9)	(9)	(9)	速动比率	16.59	17.50	9.99	9.80
营运资金变动	(67)	(109)	(75)	(138)	营运能力				
其他经营现金流	9	3	5	7	总资产周转率	0.23	0.31	0.38	0.47
投资活动现金流	(2)	(16)	(28)	(28)	应收账款周转率	2.09	1.72	1.75	1.74
资本支出	(2)	(31)	(51)	(62)	每股指标（元）				
长期投资	0	1	1	1	EPS	0.98	0.66	0.97	1.45
其他投资现金流	0	14	22	33	每股净资产	13.73	8.25	9.14	10.49
筹资活动现金流	643	4	1	(3)	每股经营现金流	0.07	-0.37	0.25	0.18
现金净增加额	638	(55)	2	(10)	估值比率				
					P/E	47	31	21	14
					P/B	1.50	2.50	2.25	1.96
					P/S	6.27	7.59	5.37	3.82

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。