

长信科技 (300088)

ITO导电玻璃产品升级，触摸屏放量在即

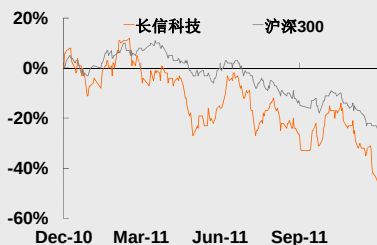
强烈推荐 (维持)

现价：12.46 元

主要数据

行业	电子
公司网址	/ www.token-ito.com
大股东/持股	香港东亚真空电镀有限公司/6.36%
实际控制人/持股	李焕义/18.65%
总股本(百万股)	251
流通 A 股(百万股)	133
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	32.88
流通 A 股市值(亿元)	17.38
每股净资产(元)	5.01
资产负债率(%)	9.9

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

邵青 S1060210090001
0755-22625910
shaoping@pingan.com.cn

联系人

肖燕松 S1060110030234
0755-22625910
xiaoyansong288@pingan.com.cn

投资要点

■ 国内重要的平板显示材料供应商

长信科技从事平板显示真空薄膜材料的研发、生产和销售，主导产品为 ITO 导电膜玻璃。通过长期的技术积累，公司掌握了真空薄膜技术，并在真空镀膜设备的研制上也有相当的技术积累。在此基础上，公司业务领域不断扩展，产品由最初的 TN-ITO 导电膜玻璃，扩展至目前的 TN、STN、TP（为触摸屏配套的 ITO 导电膜玻璃）三种 ITO 导电膜产品，并向投射式电容触摸屏领域进军。根据中国光学光电子行业协会液晶分会的统计，2006~2008 年公司的 ITO 导电膜玻璃的产、销售量居国内第一位。

■ 竞争优势：产品性价比高，建立稳定的中高端客户群

公司具备专业生产和精细管理优势。十余年的专业生产经验积累，使公司形成了成熟的产品技术管理能力和精细的现场管理水平，公司产品综合良品率达到 93%以上，高于行业平均水平的 91%。稳定的客户资源，进一步加强公司在行业内的优势地位。公司与信利电子、超声电子、深圳天马、比亚迪、日本 Panasonic、Sony Chemicals、DMC、美国 TI 和台湾 EELY 等世界知名企业建立合作关系。大企业对原料供应商的选择非常严格，需要经过多方面的考评和认证，认证周期在一年左右。一旦确定并批量供货，一般不会轻易变化。

■ ITO 导电玻璃稳定增长，触摸屏放量带动业绩持续高成长

公司的 ITO 导电膜玻璃业务有 11 条生产线，三季度由于旺季不旺，目前两条 TN 线停产进行升级。展望 2012 年，我们认为这部分业务会出现产量保持稳定、产品升级为主。触摸屏业务，假设 2012 年 2.5 代线产能利用率 60%、良率 75%、单价 12 元/片；3 代线产能利用率 50%、良率 70%，单价 12 元/片；则中小尺寸的触摸屏 sensor 在 2012 年贡献收入 2.07 亿元。中大尺寸的 5 代线产能利用率预计 40%、良率 55%，单价 60 元/片；则能实现收入 1.58 亿元。

■ 盈利预测与投资评级：维持“强烈推荐”

预计 2011~2013 年的收入分别为 5.8 亿元、8.3 亿元和 9.7 亿元；净利润分别为 1.60 亿元、2.14 亿元和 2.82 亿元；EPS 分别为 0.64 元、0.85 元和 1.12 元，CAGR 为 34%。对应最新（2011-1-4）收盘价 12.46 元，PE 分别为 20、15 和 11 倍。给予公司对应 2012 年 20 倍 PE，目标价 17.0 元/股，维持“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：触摸屏销量不达预期，价格下滑超预期。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	262	483	580	831	967
YoY(%)	23.3	84.7	20.1	43.2	16.5
净利润(百万元)	61	117	160	214	282
YoY(%)	30.8	93.5	36.3	33.9	31.9
毛利率(%)	37.6	38.6	39.6	37.6	37.4
净利率(%)	23.2	24.2	27.5	25.7	29.1
ROE(%)	18.4	10.1	12.4	14.6	16.6
EPS(摊薄/元)	0.24	0.47	0.64	0.85	1.12
P/E(倍)	51.7	26.7	19.6	14.6	11.1
P/B(倍)	9.5	2.7	2.4	2.1	1.8

正文目录

序言	4
一、 公司简介：国内重要的平板显示材料供应商	4
1.1 国内规模最大的 ITO 导电膜玻璃制造商	4
1.2 业绩增长迅速，盈利能力稳中有升	6
二、 竞争优势：	9
2.1 行业上下游分析	9
2.2 公司优势分析	10
三、 发展动力：ITO 导电膜玻璃还能挖潜，电容触摸屏担当增长主力	11
3.1 ITO 导电膜玻璃：产业成熟，产量稳定，产品升级是主旋律	11
3.2 投射式触摸屏 sensor 业务是增长主要动力	12
3.3 减薄业务有望在 2012 年蓬勃兴起	14
四、 盈利预测和投资评级	14
4.1 收入和成本预测	14
4.2 投资评级	15

图表目录

图表 1	ITO 导电膜玻璃在 LCD 中的应用示意图	4
图表 2	ITO 导电膜玻璃在触摸屏中的应用示意图	4
图表 3	TN、STN 产品分析	5
图表 4	公司产品日益丰富	5
图表 5	公司收入快速增长 单位：百万元	6
图表 6	公司净利润快速增长 单位：百万元	6
图表 7	ITO 导电膜玻璃业务中 TN 型份额逐步下滑	7
图表 8	公司盈利能力增强	7
图表 9	公司三项费用率	8
图表 10	公司加大研发投入 单位：万元	8
图表 11	行业上下游结构	9
图表 12	中国及台湾地区 TN/STN LCD 产值增长 单位：亿元	10
图表 13	北美半导体设备 BB 值为 0.83，连续 3 个月上升	11
图表 14	全球半导体销售额虽然继续同比下滑，但出现底部特征	11
图表 15	STN 型产品单价比 TN 型高 单位：元/片	12
图表 16	低电阻产品比高电阻产品价格高	12
图表 17	全球智能手机销量屡创新高 单位：百万台	13
图表 18	全球智能手机销量预计将维持快速增长势头 单位：百万台，%	13
图表 19	三星手机销量 单位：百万台	14
图表 20	收入预测表	15
图表 21	公司 PE band	15
图表 22	公司 PB band	15

序言

我们认为支撑公司业绩增长的动力依然充足：

- 1、传统的 ITO 导电玻璃在产能稳定的基础上，通过产品升级、提升盈利能力提高业绩；
- 2、新业务中，电容式触摸屏将于 2012 年批量生产，随着良率的提升和产能爬坡，该业务将成为公司未来业绩快速增长的主要动力。另外玻璃减薄业务由于迎合了消费电子“越轻越薄”的趋势，有望成为超预期的 X 因素。

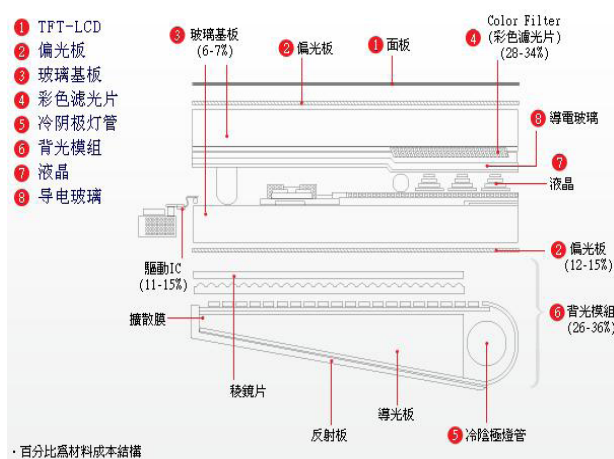
综上，我们认为公司后续业绩快速增长的确定性较高，预计 2011~2013 年的收入分别为 5.8 亿元、8.3 亿元和 9.7 亿元；净利润分别为 1.60 亿元、2.14 亿元和 2.82 亿元；EPS 分别为 0.64 元、0.85 元和 1.12 元，CAGR 为 34%。对应最新（2011-1-4）收盘价 12.46 元，PE 分别为 20、15 和 11 倍。公司近来大笔投入电容式触摸屏 sensor 领域，使得固定资产大幅增加，固定资产的折旧带来较大的成本压力，但我们认为依托在 ITO 导电玻璃业务建立的精细化管理和成本控制能力、下游客户关系，公司有能力逐步消化新建的 CTP 产能，业绩再上台阶。我们给予公司对应 2012 年 20 倍 PE，目标价 17.0 元/股。

一、 公司简介：国内重要的平板显示材料供应商

1.1 国内规模最大的 ITO 导电膜玻璃制造商

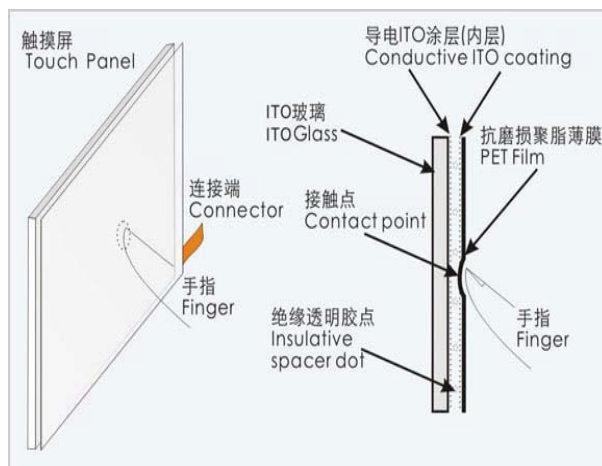
长信科技从事平板显示真空薄膜材料的研发、生产和销售，主导产品为 ITO 导电膜玻璃。ITO 导电膜玻璃是在基片玻璃上，利用磁控溅射的方法沉积二氧化硅（SiO₂）和氧化铟锡（通称 ITO）薄膜制成。由于具有良好透明导电性能，ITO 导电膜玻璃广泛地应用于平板显示器件、太阳能电池、特殊功能窗口涂层及其他光电器件领域，是目前 LCD（液晶显示）、PDP（等离子显示）、触摸屏等平板显示器件唯一的透明导电电极材料。

图表1 ITO导电膜玻璃在LCD中的应用示意图



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表2 ITO导电膜玻璃在触摸屏中的应用示意图



资料来源：公司资料、平安证券研究所

液晶显示器是由 ITO 导电玻璃和液晶材料制成，分为 TN 型、STN 型和 TFT 型。TN 型的特点是单色显示、技术难度低、产量大，常用在低档次单色小屏幕信息显示中，如计算器、遥控器、仪器仪表

表和游戏机；TFT 型具有价格高、真彩色的特点，主要用于高档次中小屏显示器上，如手提电脑、移动 DVD 等，但生产技术难度大、投资大；STN 型介于 TN 和 TFT 之间，具有反应较快、画质较高、彩色显示、成本低廉等优点，适合目前较高档次小尺寸屏幕显示终端的应用，如手机、PDA、可视电话、车载显示器以及刚起步的 3D 电视的液晶眼镜、触摸屏等领域。

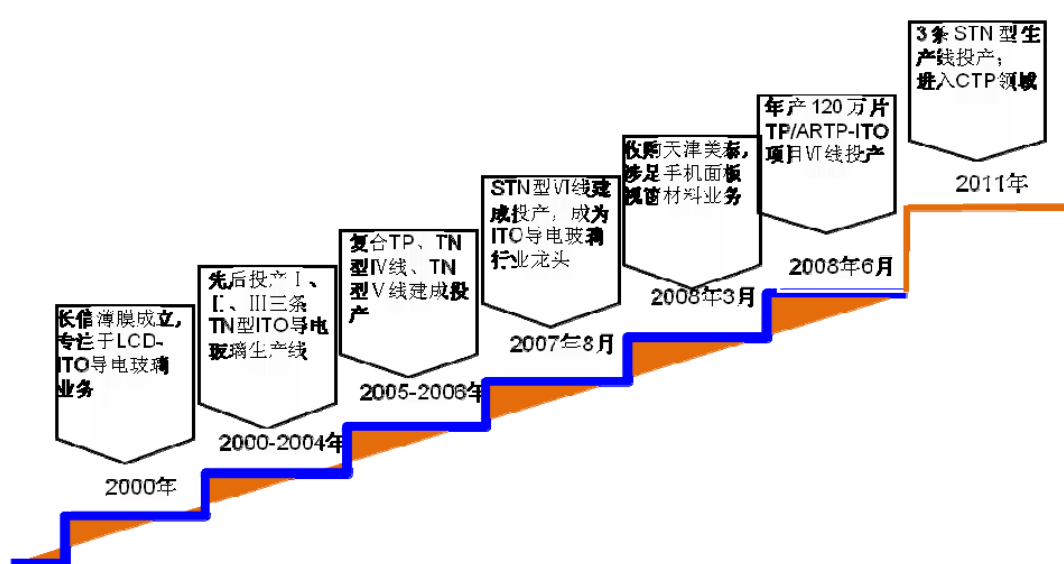
图表3 TN、STN产品分析

名称	TN	STN
排列方式	Twisted Nematic mode, 扭曲向列模式，是液晶分子的一种排列方式。	Super Twisted Nematic mode, 超扭曲向列模式，是液晶分子的一种排列方式。
显示精度	字段式，精度低	点阵式，精度较高
线宽、线距	30~50 微米	5~15 微米
应用领域	只显示数字或符号，信息量少，一般用于电话机、计算器、传真机、空调、电子钟表等办公家居用品	可显示文字，信息量较大，多用于单色手机、仪器仪表、车载仪表等
ITO 导电膜玻璃	膜厚 20~50nm，玻璃微观波纹度小于 15nm	膜厚 50~400nm，玻璃微观波纹度小于 5nm

资料来源：公司资料、平安证券研究所

公司产品种类日益丰富。通过长期的技术积累，公司掌握了真空薄膜技术，并在真空镀膜设备的研制上也有相当的技术积累。在此基础上，公司业务领域不断扩展，产品由最初的 TN-ITO 导电膜玻璃，扩展至目前的 TN、STN、TP（为触摸屏配套的 ITO 导电膜玻璃）三种 ITO 导电膜产品，并向投射式电容触摸屏领域进军。

图表4 公司产品日益丰富



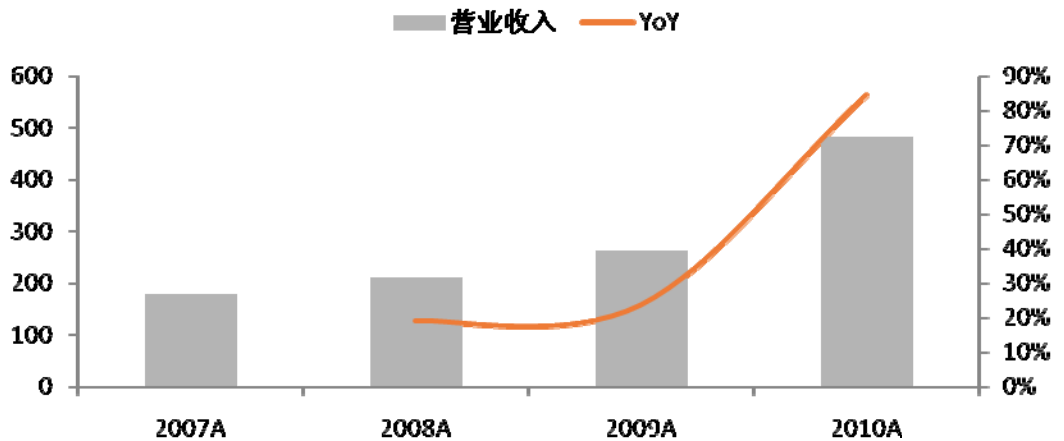
资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

经过多年的发展，公司已成为国内重要的平板显示关键基础材料生产基地。根据中国光学光电子行业协会液晶分会的统计，2006~2008 年公司的 ITO 导电膜玻璃的产、销售量居国内第一位。

1.2 业绩增长迅速，盈利能力稳中有升

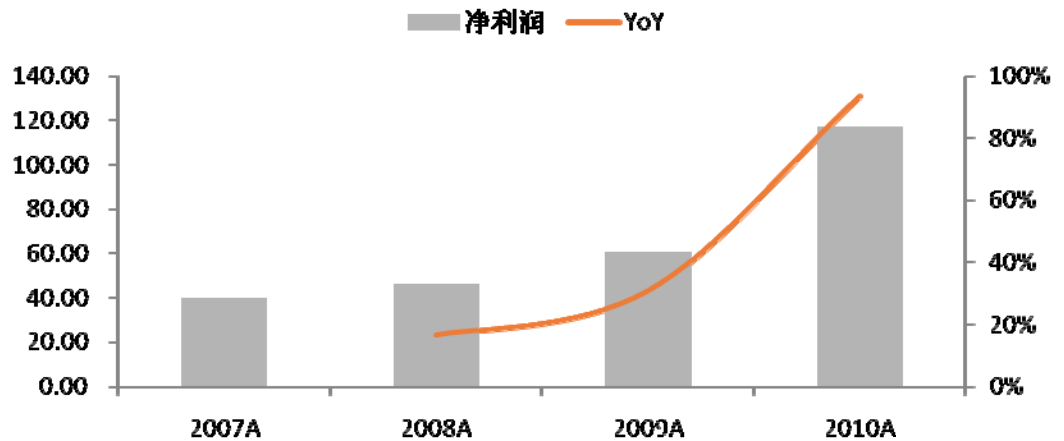
2007~2010 年，公司收入从 1.8 亿元增加到 4.8 亿元，CAGR 为 39.4%；净利润从 3970 万元增加到 1.17 亿元，CAGR 为 43.5%。2010 年的收入构成中，ITO 导电膜玻璃占 97%，手机视窗材料占 3%。公司收入的快速增长主要得益于：①公司业务规模的快速扩大，ITO 导电膜玻璃产线的数量由 5 条扩展到 8 条，摊薄了固定成本；②业务领域从 TN 延伸到 STN 和 TP，实现产品升级；③平板显示产业的快速发展，带动上游材料行业的发展；④通过上市降低资金成本。

图表5 公司收入快速增长 单位：百万元



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

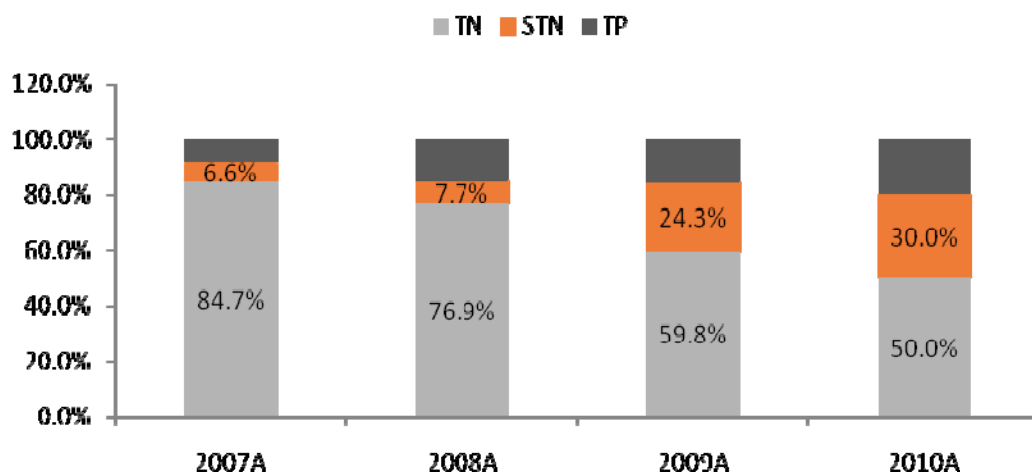
图表6 公司净利润快速增长 单位：百万元



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

ITO 导电膜玻璃业务在进行产品升级过程。STN 型和 TP 型的份额不断攀升，由 15.3%增加到 50.0%；而较为低端的 TN 型的份额则从 84.3%下滑到 50.0%。

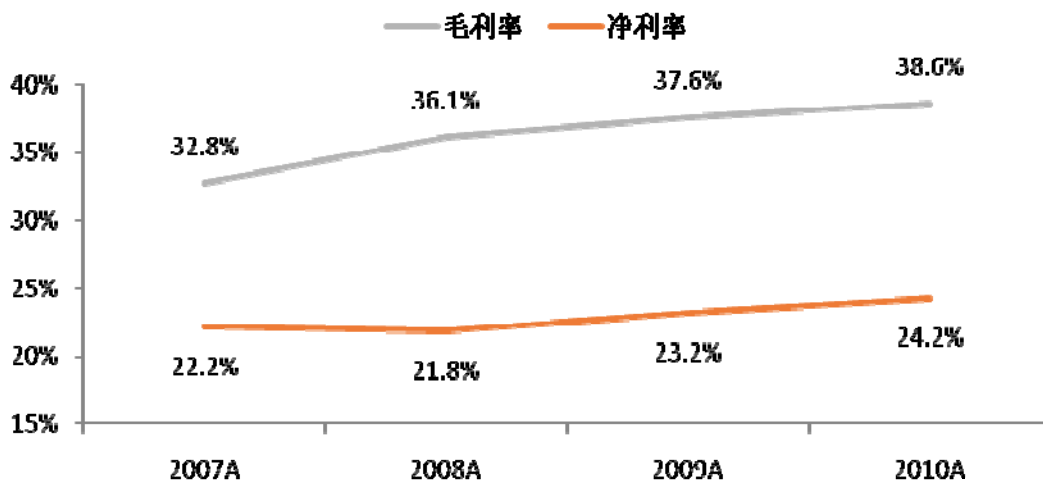
图表7 ITO导电膜玻璃业务中TN型份额逐步下滑



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

公司的盈利能力越来越强，毛利率和净利率稳中有升。2007~2010 年，公司毛利率从 32.8%提升到 38.6%，上升 5.8 个百分点，净利率从 22.2%提升到 24.2%，上升 2 个百分点。

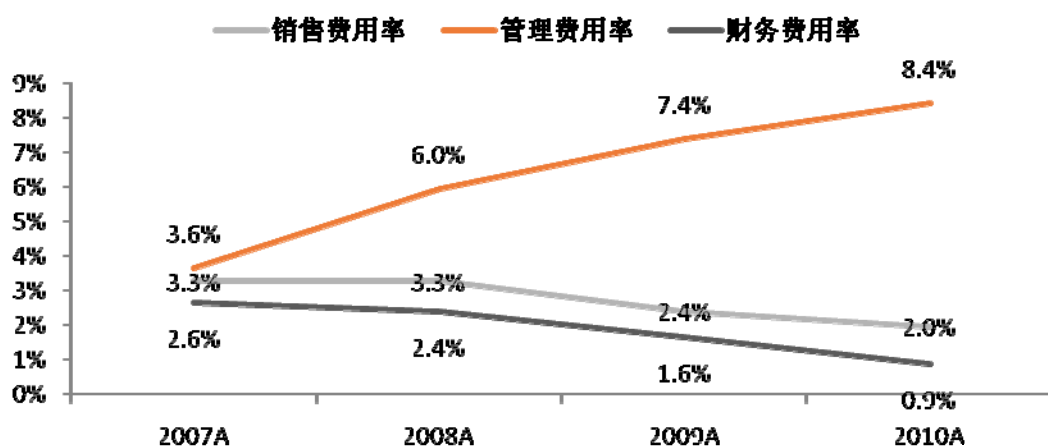
图表8 公司盈利能力增强



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

2007~2010 年，三项费用率中，销售费用率和财务费用率都有下滑，而管理费用率上升，主要是公司加大研发投入，以及上市费用的影响。

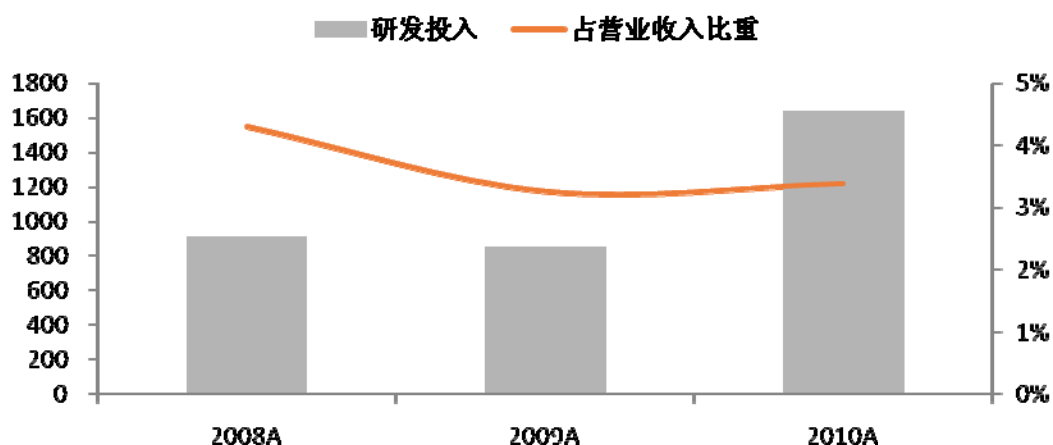
图表9 公司三项费用率



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

近年来，公司在巩固规模优势的同时，自主开发和掌握了多项产品的升级或拓展生产技术，如液晶显示器背光源玻璃、高透减反触摸屏用 ITO 导电膜玻璃等，确立了公司在行业内的技术领先优势。另外，研发投入的一部分为布局投射式电容触摸屏业务。

图表10 公司加大研发投入 单位：万元



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

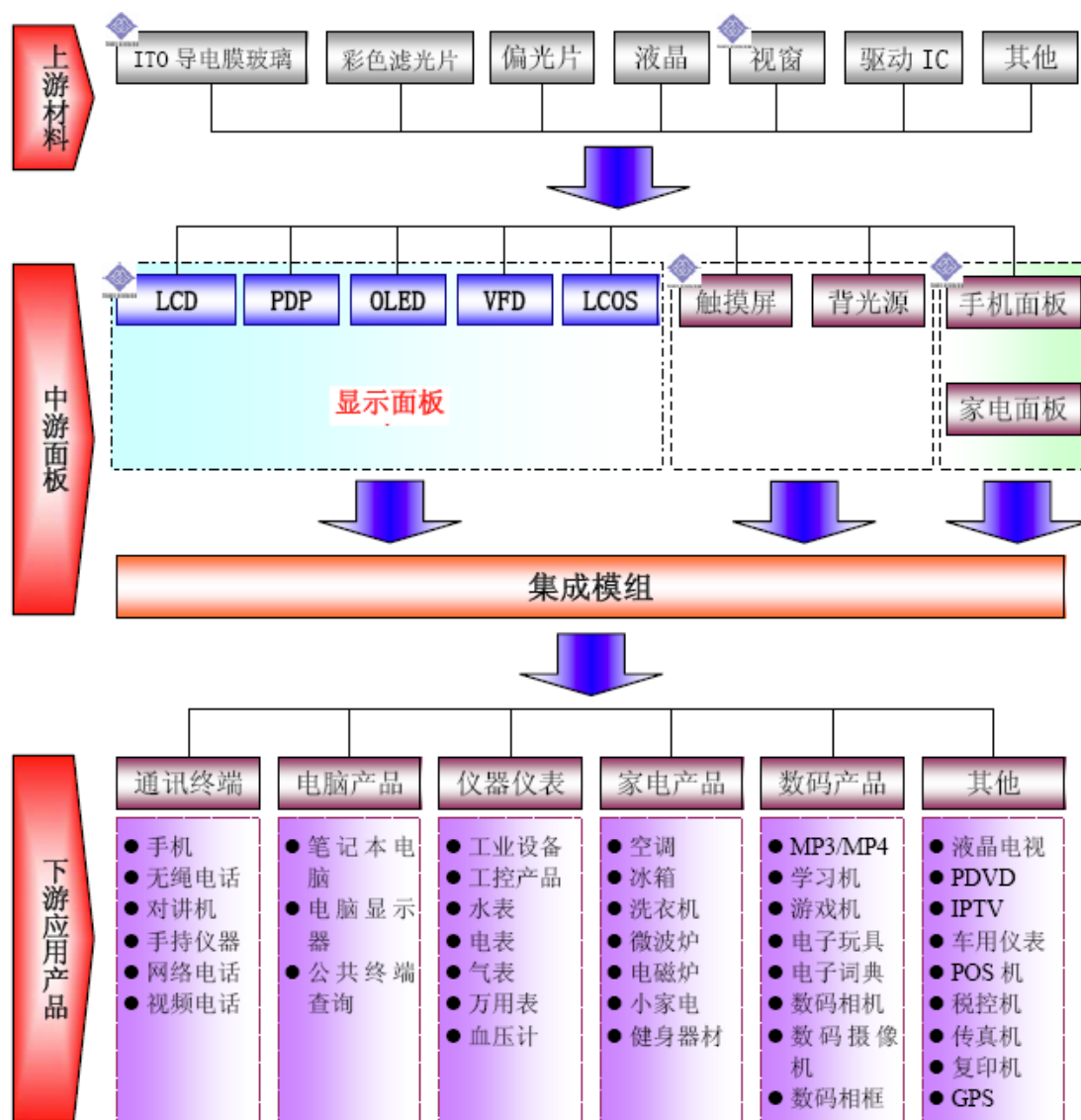
二、竞争优势：

2.1 行业上下游分析

平板显示产业链包括上游基础原材料，如 ITO 导电膜玻璃、偏光片、液晶、驱动 IC 等，中游面板设计制造与集成模组，以及下游仪器仪表、消费电子等信息产品。上游基础材料占整个平板显示成本的 60-70%，利润约占 30% 以上。因此，上游基础原材料的发展、提升，将对整个信息产业升级转型、产业结构提升、经济增长方式转变都具有重要意义。

长信科技业务处于平板显示产业链的上游，其客户主要为中游的液晶显示面板和触摸屏模组厂商。

图表11 行业上下游结构



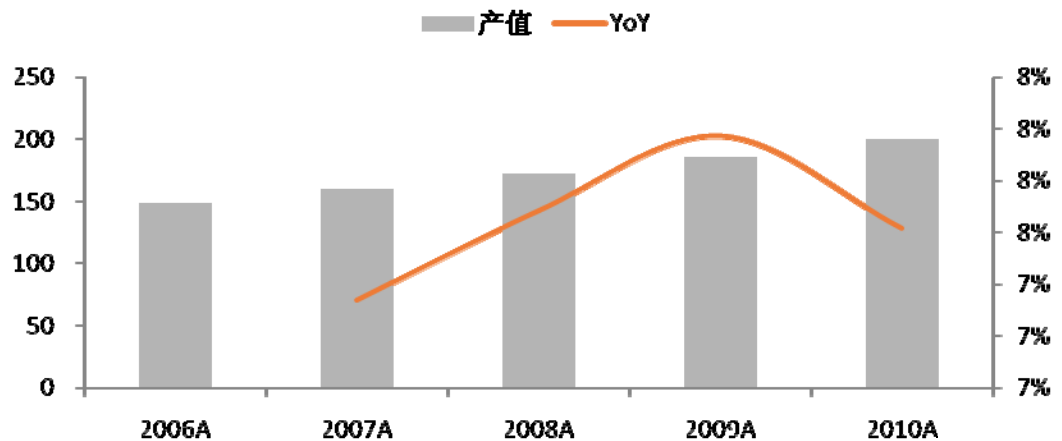
资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

液晶显示器中用到的 ITO 导电膜玻璃分三种：TN、STN 和 TFT。其中 TFT 由于彩色效果好、分辨率高，多用于手机、电脑等消费电子；而 TN-LCD 和 STN-LCD 处于产业的成熟期，具有价格便宜、

工艺相对简单成熟的特点，市场以工业品、专业化需求为主，生命周期普遍比较长，具有稳定的市场。

随着全球平板显示行业逐步向低成本地区转移，国内厂商生存环境良好。上世纪 90 年代中后期，日本和韩国开始纷纷淡出 TN/STN-LCD 市场，产业向中国大陆和台湾地区转移，使得这一市场的份额大幅增长，其中中国大陆产业占全球比重的将不断提升。目前 ITO 导电膜玻璃不同的产品档次面临着截然不同的市场环境：中、低档 ITO 导电玻璃已呈现供大于求的趋势；但高档 STN 型产品，主要为低电阻 ITO 导电玻璃和做过特殊处理的 ITO 导电玻璃，市场仍然供不应求，未来发展空间大。

图表12 中国及台湾地区TN/STN LCD产值增长 单位：亿元



资料来源：汉鼎世纪，平安证券综合研究所

2.2 公司优势分析

我们认为，公司最重要的优势在于专业化的生产和精细化管理带来的性价比优势，以及由此带来的客户认可和规模效应成为保障公司竞争力的护城河。

专业生产和精细管理优势。公司以真空薄膜技术为基础，专注于平板显示真空薄膜材料的生产，积累了十余年的专业生产经验。专业的生产经验积累，使公司形成了成熟的产品技术管理能力和精细的现场管理水平，公司产品综合良品率达到 93% 以上，高于行业平均水平的 91%。良率是决定产品单位成本的重要因素，公司具有高良品率，能提高产品的性价比，使得公司虽然位居芜湖这个中部城市，产品在长三角、珠三角等沿海地区依然具有很强竞争力。近年来，公司毛利率接近 40%，这在成熟的电子元器件制造领域是很高的水平，充分体现公司优秀的现场管理。

中高端客户优势。在 TN/STN 型 ITO 导电玻璃方面，公司与信利电子、超声电子、深圳天马、比亚迪等公司建立了稳定的长期供货关系；在触摸屏 ITO 导电玻璃方面，公司产品通过了包括日本 Panasonic、Sony Chemicals、DMC、美国 TI 和台湾 EELY 等世界知名触摸屏厂家的测试并批量供货；在投射式电容触摸屏 sensor 业务，依托建立的客户群，公司开发了超声电子、信利电子、比亚迪电子和宇顺电子等客户。大企业对于原料供应商的选择非常严格，需要经过多方面的考评和认证，认证周期在一年左右。一旦确定并批量供货，一般不会轻易变化。**稳定的客户资源，进一步加强公司在行业内的优势地位。**

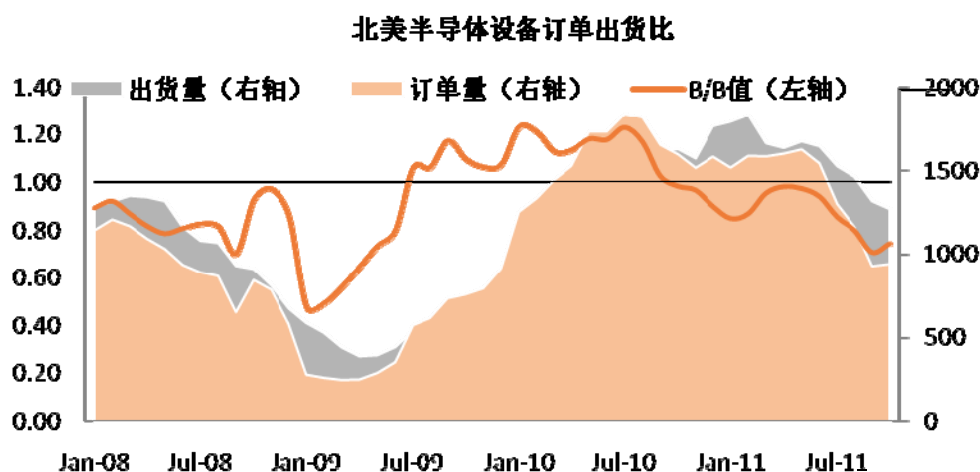
三、发展动力：ITO 导电膜玻璃还能挖潜，电容触摸屏担当增长主力

3.1 ITO 导电膜玻璃：产业成熟，产量稳定，产品升级是主旋律

公司的 ITO 导电膜玻璃业务有 11 条生产线，其中 7~8 条既可以生产 TN，又能生产 STN。整体年产能 4000 万片，月产能 350 万片。三季度由于旺季不旺，目前两条 TN 线停产进行升级，总体产能利用率 80% 左右，良品率接近 95%。展望 2012 年，我们认为这部分业务会出现产量保持稳定、产品升级为主。

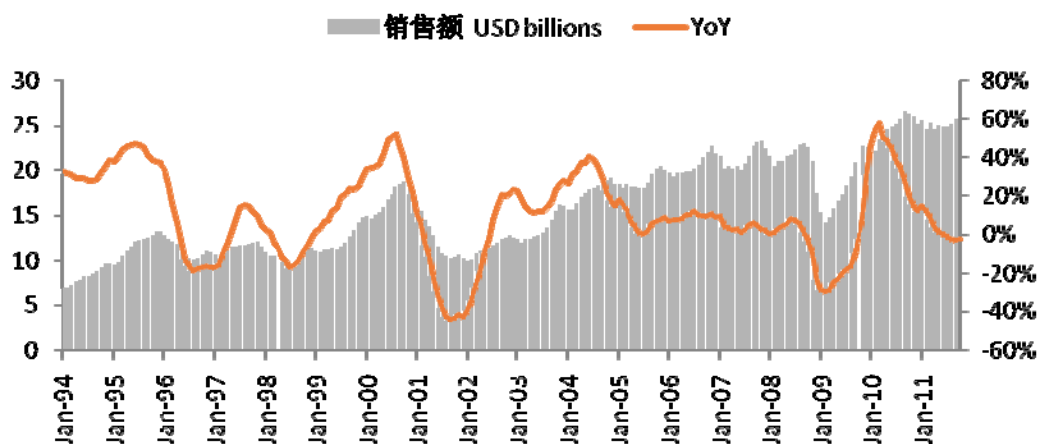
产量稳定。我们预计公司在 2012 年扩产的可能性不大，原因在于：①CTP 已有 ITO 生产线，不会占有此业务的产能；②目前已有两条线在技改，产能不存在瓶颈。但同时我们也不认为产量会延续下半年萎缩的态势，主要在于我们预计电子行业景气度将在 2012 年触底回升，支持的论据有半导体设备订单出货比持续上升，以及全球半导体销售额出现底部特征。

图表13 北美半导体设备BB值为0.83，连续3个月上升



资料来源：SICAS，平安证券研究所

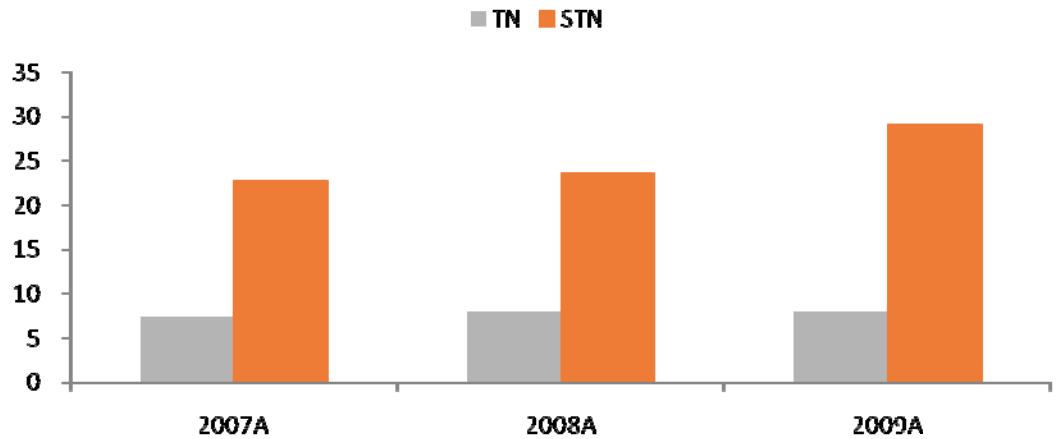
图表14 全球半导体销售额虽然继续同比下滑，但出现底部特征



资料来源：SIA，平安证券研究所

产品升级将推动该业务收入增长。升级的路径有两条：①TN 向 STN 升级；②相同类型由高电阻向低电阻产品升级。

图表15 STN型产品单价比TN型高 单位：元/片



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表16 低电阻产品比高电阻产品价格高

产品类别	Ω 值	平均单价 (元/片)
TN	15 Ω	26.09
	17 Ω	17.27
	30 Ω	10.99
	50 Ω	9.38
	60 Ω	7.85
	100 Ω	6.64
STN	Ω 值	平均单价 (元/片)
	10 Ω	49.13
	15 Ω	24.70
	20 Ω 以上	23.35

资料来源：公司资料，平安证券研究所

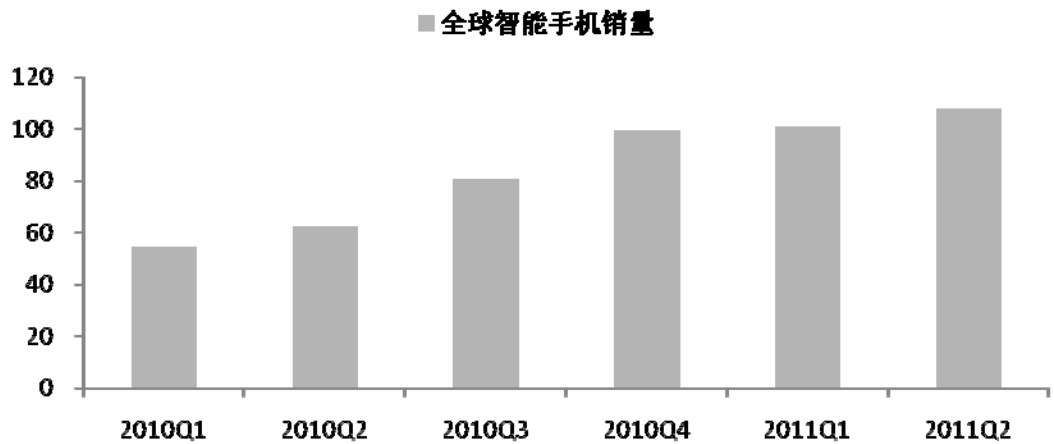
3.2 投射式触摸屏 sensor 业务是增长主要动力

公司在触摸屏业务上有 2.5 代线、3 代线和 5 代线三种。

- 2.5 代线：面积为 400*500，月产能 6 万片，年产能 70 万片；由于每片能切成 3.5 寸的 35 块，即总共年产 3.5 寸 2000 万片。目前在小批量试生产，预计明年二季度产能逐步释放，产能利用率达到 50%以上；良品率方面随着员工熟练度提升，有望在明年二季度达到 80%以上。
- 3 代线：面积 550*650；2011 年 11 月中旬设备进来，目前在安装调试，有望在 2012 年 2~3 月份调试完毕并试生产。达产后产能 3.5 万片/月，切成 3.5 寸约 60 片，即总共年产 3.5 寸 2500 万片。
- 5 代线：面积 1100*1300；月产能 2 万片大块，能切 50-60 片 ipad9.7 英寸。2012 年 3 月底设备到位，4 月底调试，预计 2012 年下半年投产。

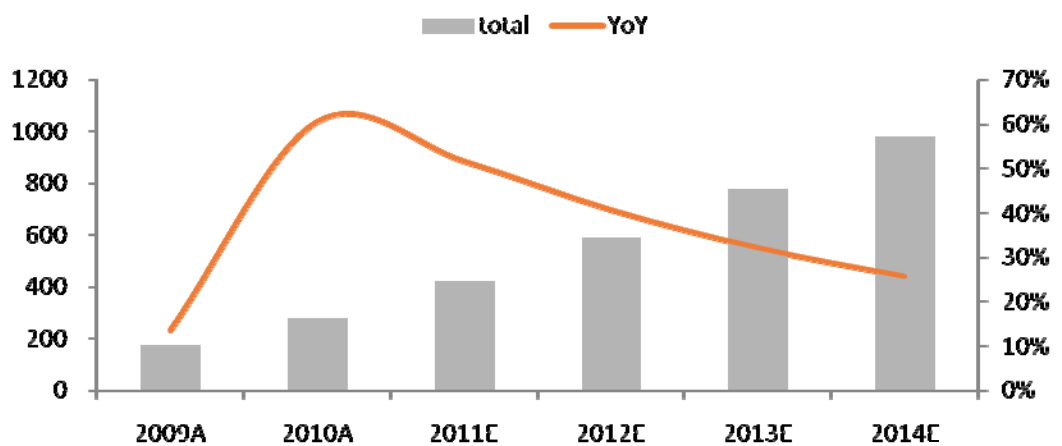
公司的触摸屏主要用于智能手机，预计 2012 年是中低端智能手机放量普及的一年，国内智能手机产业链上的原材料配套公司迎来发展良机。

图表17 全球智能手机销量屡创新高 单位：百万台



资料来源：Gartner，平安证券研究所

图表18 全球智能手机销量预计将维持快速增长势头 单位：百万台，%



资料来源：IDC，平安证券研究所

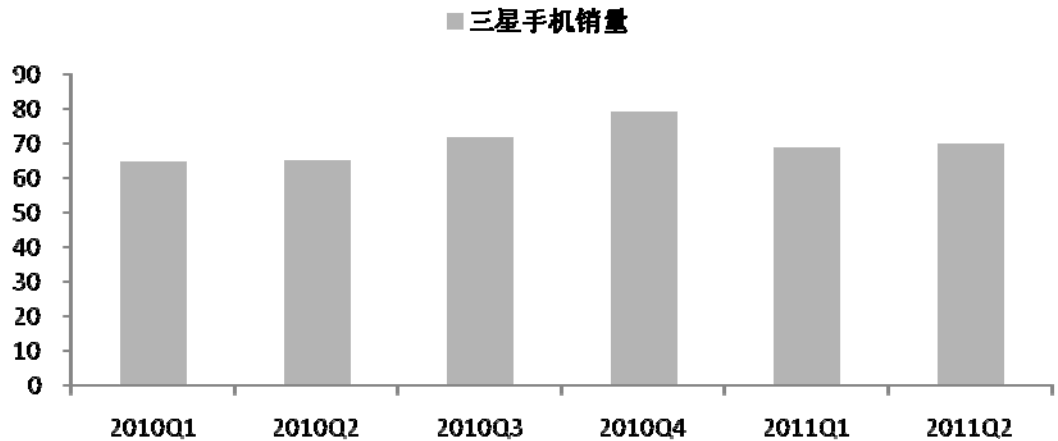
我们假设 2012 年 2.5 代线产能利用率 60%、良率 75%、单价 12 元/片；3 代线产能利用率 50%、良率 70%，单价 12 元/片；则中小尺寸的触摸屏 sensor 在 2012 年贡献收入 2.07 亿元。

中大尺寸的 5 代线产能利用率预计 40%、良率 55%，单价 60 元/片；则能实现收入 1.58 亿元。由于这部分业务在上海腾信开展，公司只有股权 43%，未控股，该业务不合并计入总收入，但能贡献投资收益。

3.3 减薄业务有望在 2012 年蓬勃兴起

“越轻越薄”是消费电子不断追求的趋势，三星手机近年来深受消费者喜爱，销量不断提升，轻薄的外观设计是重要因素。

图表19 三星手机销量 单位：百万台



资料来源：Gartner，平安证券研究所

公司减薄业务采用化学溶解方法，能把 TFT 液晶显示屏的两边同时减薄；投射电容触摸屏公司采用单面镀膜，另一面可以减薄。2011 年已有 1 条 4.5 代线建成，预计 2012 年会再投 2 条 5 代线。下游面板厂商如天马、京东方等有合作意向。该业务投入少，风险可控。达产后能增加 2~3 千万元的收入，是公司业绩增长的 X 因素。目前日本是减薄业务的主要开展区域，公司面临的竞争对手主要是苏州 4 代线的一些减薄厂商。

四、盈利预测和投资评级

4.1 收入和成本预测

关键假设：

- 1 ITO 导电膜玻璃业务产能无扩张，产量保持稳定，通过产品升级实现收入增长，增速 8%左右；
- 2 中小尺寸触摸屏线 2012 年 2 季度顺利投产，产能爬坡顺利，良率提高符合预期；
- 3 中大尺寸触摸屏线 2012 年下半年投产，由于公司控股 43%，收入不并表，净利润并表。在考虑净利润的时候，由于 2012 年产能和良率均处于爬坡阶段，假设毛利率 35%，净利率 25%。

图表20 收入预测表

营业收入	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
ITO 导电玻璃	192.56	243.82	466.62	572.00	617.76	648.65
中小尺寸触摸屏					206.91	312.80
中大尺寸触摸屏					158.40	364.00
手机面板视窗	18.80	17.13	15.00	8.00	6.00	6.00
收入合计	211.36	260.95	481.62	580.00	830.67	967.45
YOY	18.53%	23.29%	84.74%	20.06%	43.22%	16.47%
营业成本	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
ITO 导电玻璃	128.05	156.61	289.52	347.20	383.01	415.13
中小尺寸触摸屏					132.42	187.68
中大尺寸触摸屏					102.96	218.40
手机面板视窗	7.32	6.18	6.00	3.20	2.70	2.70
成本合计	135.37	162.79	295.52	350.40	518.13	605.51
YOY	12.68%	20.51%	81.60%	18.17%	47.87%	16.86%
综合毛利率	36.12%	37.56%	38.62%	39.59%	37.62%	37.41%

注：中大尺寸触摸屏由合资公司开展，不并入公司收入，但对净利润有影响，在此做一预测。

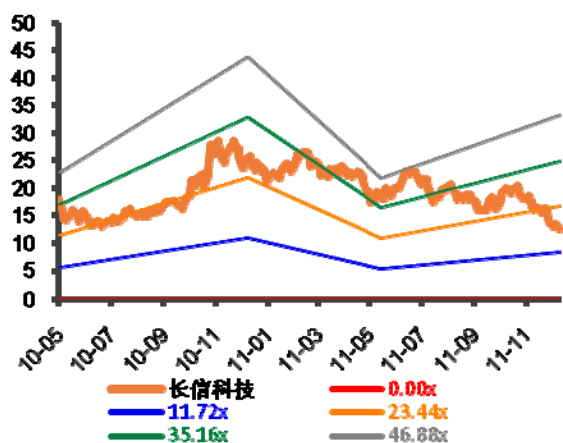
资料来源：公司资料、平安证券研究所

4.2 投资评级

预计 2011~2013 年的收入分别为 5.8 亿元、8.3 亿元和 9.7 亿元；净利润分别为 1.6 亿元、2.14 亿元和 2.82 亿元；EPS 分别为 0.64 元、0.85 元和 1.12 元，CAGR 为 34%。对应最新（2011-1-4）收盘价 12.46 元，PE 分别为 20、15 和 11 倍。

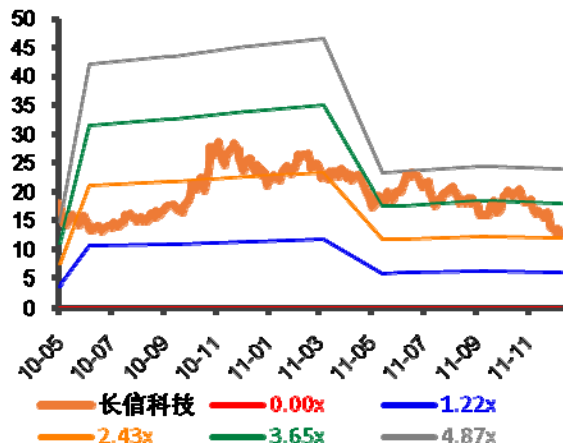
从历史的 PE 和 PB 来看，公司目前的 PE 处于最低，而 PB 也处于底部。公司作为国内重要的平板显示材料供应商，未来将受益国内平板显示产业的大发展，而且我们认为未来触摸屏业务将是多种技术并存的格局，公司依靠其工艺和管理优势，应有发展空间。给予公司对应 2012 年 20 倍 PE，目标价 17.0 元/股，维持“强烈推荐”的投资评级。

图表21 公司PE band



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表22 公司PB band



资料来源：Wind、平安证券研究所

资产负债表 单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	900	528	719	922
现金	577	136	166	234
应收账款	131	180	241	291
待摊费用	0	17	9	12
预付账款	90	64	99	132
存货	43	56	88	109
其它流动资产	58	75	116	145
非流动资产	326	891	970	942
长期投资	0	0	0	0
固定资产	262	742	851	852
无形资产	8	22	31	35
其它非流动资产	56	127	89	54
资产总计	1225	1419	1690	1864
流动负债	62	134	230	166
短期借款	20	85	162	90
应付账款	19	24	42	49
其它流动负债	23	25	26	27
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其它非流动负债	0	0	0	0
负债合计	62	134	230	166
少数股东 权益	0	0	0	0
股本	126	251	251	251
资本公积	763	637	637	637
留存收益	276	398	571	810
归属母公司股东权益	1164	1286	1460	1699
负债和股东权益	1225	1419	1690	1864

现金流量表 单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	68	137	138	201
净利润	117	160	214	282
折旧摊销	24	48	81	93
财务费用	4	-10	2	1
投资损失	0	0	-17	-47
营运资金变动	-82	-68	-144	-131
其它经营现金流	5	6	3	3
投资活动现金流	-205	-615	-143	-18
资本支出	206	600	150	60
长期投资	0	0	0	0
其它投资现金流	2	-15	7	42
筹资活动现金流	626	37	35	-116
短期借款	-60	65	77	-72
长期借款	-26	0	0	0
普通股增加	32	126	0	0
资本公积增加	687	-126	0	0
其它筹资现金流	-6	-28	-42	-43
现金净增加额	489	-441	30	68

利润表 单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	483	580	831	967
营业成本	297	350	518	606
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	9	10	12	13
管理费用	41	46	62	56
财务费用	4	-10	2	1
资产减值损失	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	17	47
营业利润	130	180	249	336
营业外收入	8	9	7	4
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	137	189	256	340
所得税	20	29	42	58
净利润	117	160	214	282
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	117	160	214	282
EBITDA	158	219	332	430
EPS (元)	0.93	0.64	0.85	1.12

主要财务比率				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	84.7%	20.1%	43.2%	16.5%
营业利润	96.1%	38.9%	38.2%	34.7%
归属母公司股东权益	93.5%	36.3%	33.9%	31.9%
获利能力				
毛利率(%)	38.6%	39.6%	37.6%	37.4%
净利率(%)	32.2%	35.5%	36.7%	24.2%
ROE(%)	10.1%	12.4%	14.6%	16.6%
ROIC(%)	18.9%	11.7%	14.4%	18.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	5.0%	9.4%	13.6%	8.9%
净负债比率(%)	32.51%	63.55%	70.54%	54.27%
流动比率	14.62	3.95	3.12	5.56
速动比率	13.92	3.53	2.74	4.91
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.44	0.53	0.54
应收账款周转率	4	4	4	3
应付账款周转率	16.12	16.53	15.80	13.36
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.64	0.85	1.12
每股经营现金流	0.27	0.54	0.55	0.80
每股净资产	4.64	5.12	5.81	6.77
估值比率(估值均值, 倍)				
P/E	26.70	19.59	14.63	11.10
P/B	2.69	2.43	2.14	1.84
EV/EBITDA	16	12	8	6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257