

国内 LED 封装行业的领先者

研究结论

公司是我国中高端 LED 光源器件封装和 LED 照明产品提供商。2008-2010 年公司营业收入复合增长 24.79%，净利润复合增长 28.95%，其中直插式 LED、贴片式 LED 和 LED 照明产品分别占 2010 年营业收入的 50.55%、27.01%和 18.60%。

- **公司 LED 封装技术水平国内先进。**对于 SMD 产品，公司通过对支架的特殊弧形设计、胶水性能的改良、荧光粉粒径的选配，减少封装相关材料对芯片出光的影响，从而达到提高芯片的出光效率的效果，目前通过深圳市科技成果鉴定，达到国内先进水平，并取得相关证书。同时公司的直插式产品通过采取合金线替代金线的焊接，节省单位制造成本，以达到产品成本优化效果。
- **优质的客户资源为公司业绩的增长保驾护航。**目前公司在指示显示、背光照明、汽车应用、照明应用等方面与国内及国际一些知名客户有相关合作接触，指示信号灯有 DELL、IBM、HP 等，背光有康佳、帝光、EGLO 等，汽车应用有东风日产、雪铁龙等、照明应用有沃尔玛、家乐福等，相关客户的合作和基础为未来公司在品牌知名度提升打下基础，同时随着公司产品技术的提升，合作的加深，为公司业绩的增长提供了保障。
- **强有力的研发团队及相关认证的获得利于公司相关产品的市场拓展。**公司目前有超过 200 人的技术研发团队，涵盖了 LED 的封装和照明领域，拥有专利 51 项，其中 3 项发明专利，38 项使用新型专利和 10 项外观设计专利。同时公司的 LED 光源产品已获得美国 UL 认证，欧盟 ROHS、CE 认证，德国的 TUV、LVD 及 SGS REACH 等相关认证，在国内已获得 3C 认证。强有力的研发团队及相关认证的获得利于公司相关产品的市场拓展。
- **募投项目将大幅提升贴片式 LED 和 LED 照明产品的产能。**本次公司募集资金约 24,555.30 万元，投资于新型高光效贴片式 LED 生产建设项目、LED 绿色节能照明灯具生产项目、企业技术研发中心项目。项目达产后将新增 9.84 亿颗/年各种规格的贴片式 LED 光源器件的产能，以及新增各类 LED 照明灯具 79.2 万盏/年和灯条 66 万米/年的产能。
- **我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.59 元、0.84 元、1.17 元。**结合公司的成长性和所属行业的平均水平，给予公司 2012 年 20-25 倍 PE，对应合理估值区间在 16.80 - 21.00 元之间。
- **风险因素：**公司可能存在市场竞争加剧风险和产能扩张的市场销售风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

王天一

执业证书编号：S0860210060001

联系人

郑青

zhengqing@orientsec.com.cn

黄盼盼

8621×63325888×6077

huangpanpan@orientsec.com.cn

发行概况

价格区间（元）	16.80 - 21.00
本次发行股数（万股）	2,200
发行后总股本（万股）	8,800
国家/地区	中国
行业	电子行业
报告发布日期	2012 年 2 月 1 日

资料来源：WIND

财务预测

（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	234	358	517	710
同比(%)	70%	53%	44%	37%
净利润	36	52	74	103
同比(%)	89%	44%	41%	40%
毛利率(%)	34.0%	29.6%	29.5%	29.7%
ROE(%)	18.6%	19.4%	9.7%	12.0%
每股收益(元)	0.41	0.59	0.84	1.17

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、公司概况	4
二、行业分析	5
1、LED 应用领域逐渐广泛	5
2、LED 企业数量多，规模小，竞争激烈	7
三、公司分析	8
1、LED 封装技术水平国内先进	8
2、优质的客户资源为公司业绩的增长保驾护航	9
3、强有力的研发团队及相关认证的获得利于公司相关产品的市场拓展	9
四、盈利预测与估值分析	10
1、募投项目将大幅提升贴片式 LED 和 LED 照明产品的产能	10
2、盈利预测	10
3、相对估值	12
4、绝对估值	14
5、风险提示	14

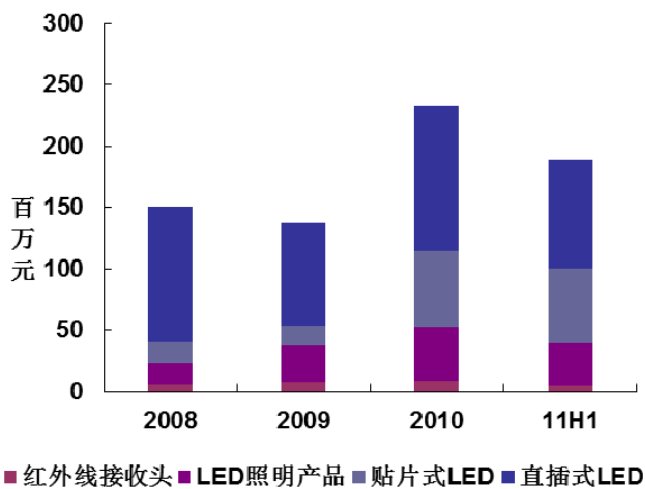
图表目录

图 1：公司各类业务收入变化	4
图 2：公司各类业务毛利率变化	4
图 3：公司发行前的股权结构	5
图 4：LED 应用领域逐渐广泛	5
图 5：LED 之无限传输应用示意图	6
图 6：LED 之植物照明应用	6
图 7：2006-2012 年我国 LED 产业规模预估	6
图 8：2011 年我国 LED 应用领域构成比例	6
图 9：LED 照明应用领域比例变化趋势	7
图 10：SMD 产品技术参数优异	8
图 11：LED 路灯独特设计技术	8
图 12：LED 照明应用领域比例变化趋势	9
图 13：公司获得相关认证	10
表 1：国内 LED 行业主要企业	8
表 2：募投项目和投资金额	10
表 3：盈利预测表（百万元）	11
表 4：分业务收入预测表	12
表 5：可比上市公司估值比较	13
表 6：近期在中小板上市公司估值比较	13
表 7：DCF 估值模型	14
附表：财务报表预测与比率分析	15

一、公司概况

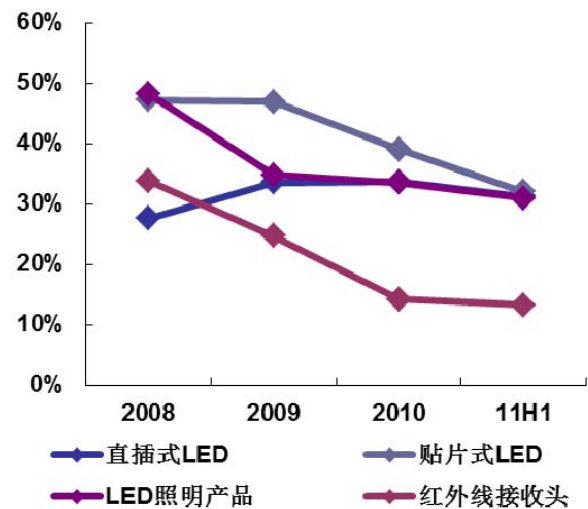
公司是我国中高端 LED 光源器件封装和 LED 照明产品提供商。公司生产的 LED 光源器件产品已成功应用于 2010 年上海世博会深圳馆“大芬丽莎”LED 背光油画墙，2010 年广州亚运会、亚残运会，2011 年深圳世界大学生运动会开幕式 LED 灯饰工程。公司生产的 LED 照明产品已成功应用于深圳市 LED 路灯照明示范工程，俄罗斯国家大剧院剧场照明和印度家乐福超市室内照明等工程。2008-2010 年公司营业收入复合增长 24.79%，净利润复合增长 28.95%，其中直插式 LED，贴片式 LED 和 LED 照明产品分别占 2010 年营业收入的 50.55%、27.01%和 18.60%。

图 1：公司各类业务收入变化



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

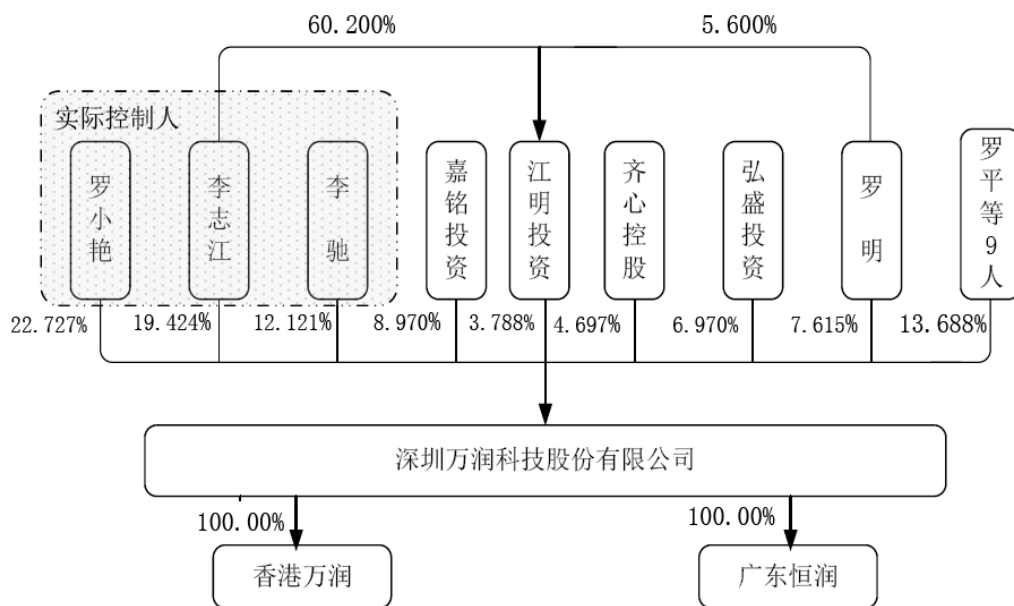
图 2：公司各类业务毛利率变化



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

本次发行前公司总股本为 6,600 万股，本次发行 2,200 万股，发行后总股本为 8,800 万股。公司的控股股东和实际控制人为李志江、罗小艳夫妇和女儿李驰，其中李志江直接持有公司 1,282 万股，并通过江明投资间接控制公司 250 万股，合计直接和间接控制公司发行前总股本的 23.21%；罗小艳直接持有 1,500 万股，占发行前总股本 22.73%；李驰直接持有 800 万股，占发行前总股本的 12.12%。李志江、罗小艳夫妇和女儿李驰共直接和间接控制 58.06%。

图 3：公司发行前的股权结构



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

二、行业分析

1、LED 应用领域逐渐广泛

LED 应用已经从简单的仪器仪表指示信号灯，逐渐应用的景观、装饰等领域，目前已应用在消费性电子、交通工具、户外广告、工程装饰、民生照明等领域及医疗、工矿特殊应用领域。未来还将逐渐扩展至更广泛的领域，如农业、渔业、可见光传输等领域。

图 4：LED 应用领域逐渐广泛



资料来源：TRI，东方证券研究所

图 5：LED 之无限传输应用示意图

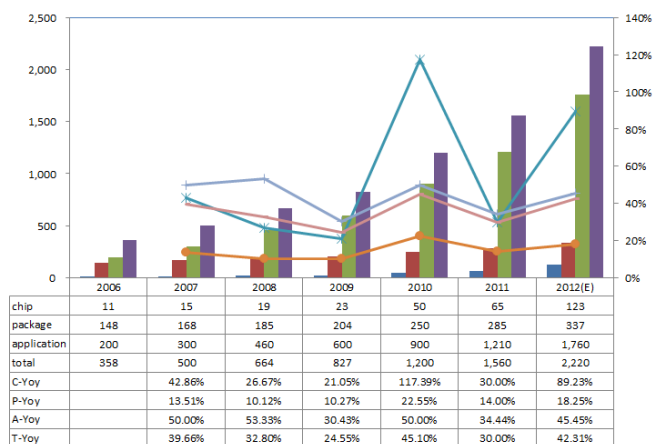

资料来源：公开资料；东方证券研究所

图 6：LED 之植物照明应用

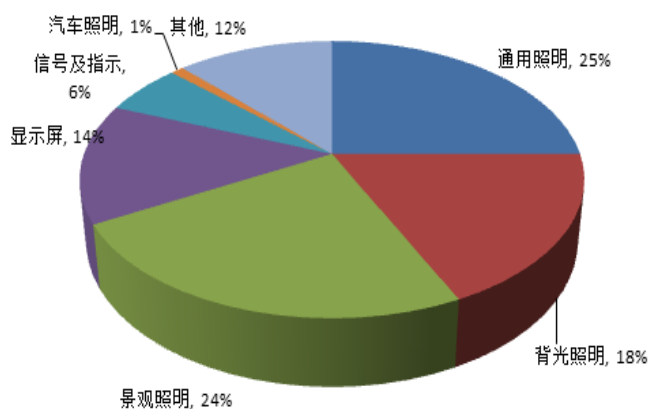

资料来源：公开资料；东方证券研究所

2012 年初国家半导体照明产业联盟发布相关产业数据，2011 年，我国半导体照明产业规模达到 1,560 亿元，较 2010 年的 1,200 亿元增长 30%。其中上游外延芯片、中游封装、下游应用的规模分别为 65 亿元、285 亿元和 1,210 亿元，增速略有放缓，2012 年预计增速在 40%以上，总产值将超过 2,000 亿元。其中主要贡献来自终端应用产品的增长，将有 45%以上成长，2012 年可达 1,760 亿元。

报告称，2011 年，我国半导体照明应用领域的整体规模达到 1,210 亿元，整体增长率达到 34%，是半导体照明产业链增长最快的环节。其中，照明应用的增长非常明显，整体份额已经占到整个应用的 25%，成为市场份额最大的应用领域，背光、景观等应用也保持了较快的增长。预计在国内 LED 照明今后几年照明应用仍将是增长最快的应用领域，将成为带动我国整个半导体照明产业的关键要素。据“十城万盏”试点城市调研统计，目前 37 个试点城市已实施的示范工程超过 2000 项，应用的 LED 灯具超过 420 万盏，年节电超过 4 亿度。

图 7：2006-2012 年我国 LED 产业规模预估


资料来源：CSA；东方证券研究所

图 8：2011 年我国 LED 应用领域构成比例


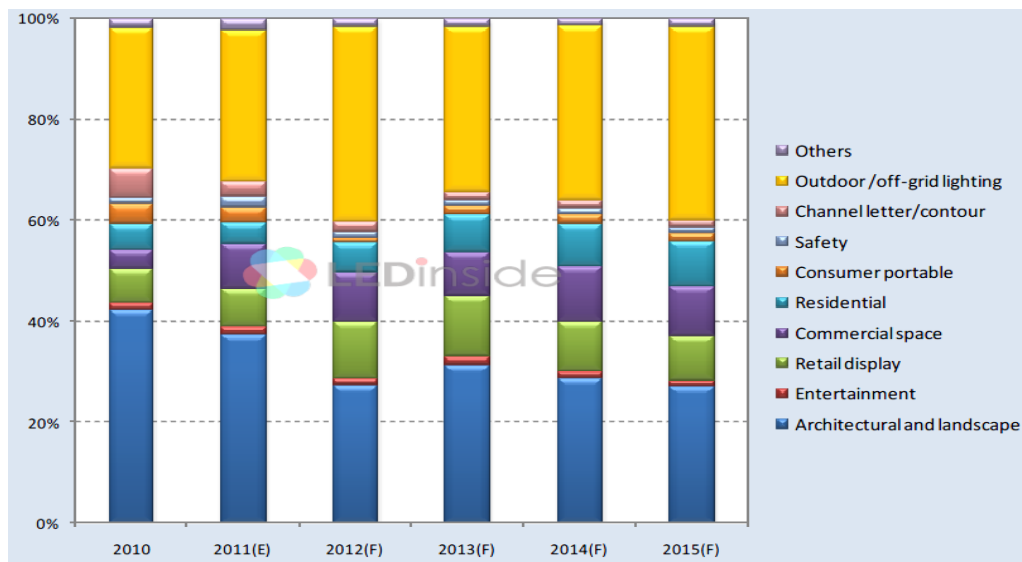
资料来源：CSA；东方证券研究所

报告也指出，我国照明应用明显加速，其应用效果得到逐步认可，但其在照明市场的渗透率仍然较低，国内 LED 照明应用市场尚未成为产业发展的主导力量，形成了“有空间、无市场”的局面。就目前来看，国内半导体照明产业，特别是下游应用产业对国际市场的依赖度仍然太高。

国内照明应用热点正从户外照明转向室内，特别是在商业、工业、地铁等方面的应用得到推广，众多应用工程的示范效果得到认可。虽然业内一致期待的 LED 产品补贴政策尚未出台，室内照明应用还处于起步阶段，但其市场应用前景已经得到认可。

2010-2015 年全球范围来看，照明应用主要应用在户外照明、建筑照明、商业照明、住宅照明、连锁照明等，其中户外照明及建筑照明将占据主要地位，二者合计占据 60%以上的照明市场份额。而且户外照明 2010-2015 年呈增长趋势，预计 2015 年将超过 50%。

图 9：LED 照明应用领域比例变化趋势



资料来源：LEDinside；东方证券研究所

2、LED 企业数量多，规模小，竞争激烈

据不完全统计，我国 LED 相关企业数量达万家以上。其中 LED 上游厂商由原来二十家扩展了近百家，封装企业由原来 1,000 余家增长到近 3,000 家，应用相关企业已经近万家。其中增长最快的是应用企业，随着 LED 应用增长，知道、了解、熟悉 LED 的人越来越多，在我国几乎所有的省市都有 LED 应用相关企业，LED 的应用在我国已是遍地开花，市场的迅速增长，促使 LED 产业上游投资保持较高增长。

我国 LED 行业存在企业规模偏小，数量多特点，年营收规模超过 10 亿元的屈指可数，2011 年规模达 5 亿元以上的，数量在 10 家左右，3-5 亿元的数量也较有限，多数在亿元以上。

随着应用领域的挖掘，LED 行业竞争加剧，2011 年 LED 芯片、器件、终端应用产品均出现大幅跌价，行业毛利大幅下滑，竞争加剧，出现了企业倒闭、关门，老板跑路事件。

自 2010 年开始，LED 行业上市企业逐渐增多，截止至 2011 年底，中国大陆专业的 LED 上市公司已达 10 余家，2012 年预计还将有 5-10 家上市，届时将超过 20 家，上市公司中在产品应用领域、技术水平、管理水平、规模方面旗鼓相当，差别不大。

表 1：国内 LED 行业主要企业

产业链	分类	上市公司	未上市公司
外延芯片	蓝绿	三安光电、士兰微、德豪润达、联创光电	武汉华灿、武汉迪源、大连路明、山东华光等
	红黄	乾照光电、三安光电	山东华光、深圳奥伦德等
	显示屏	雷曼光电、联建光电、洲明科技、奥拓电子	北京利亚德、上海三思、深圳艾比森、金立翔等
封装应用	照明（景观、通用等）	鸿利光电、国星光电、勤上光电	深圳长方、四川九州、福建万邦、深圳木林森、山西光宇、深圳三极雄光、深圳华烨、万润科技、厦门华联、宁波燎原、南京汉德森等
	背光	瑞丰光电	深圳聚飞、深圳帝光、深圳普耐、北京易美芯光等
其他	LED 相关	飞乐音响	

资料来源：公开资料；东方证券研究所

三、公司分析

1、LED 封装技术水平国内先进

LED 封装方面，对于 SMD 产品通过对支架的特殊弧形设计、胶水性能的改良、荧光粉粒径的选配，减少封装相关材料对芯片出光的影响，从而达到提高芯片的出光效率的效果，目前通过深圳市科技成果鉴定，达到国内先进水平，并取得相关证书。

图 10：SMD 产品技术参数优异

	万润	国际较高水平	国内较高水平
发光效率	132-145lm/W	120-160lm/W	100-120lm/W
产品光衰 (Ta=25℃)	20mA 电流，3,000 小时 光衰为 0，6,000 小时≤6%	20mA 电流，1,000 小时光 衰为 0，6,000 小时≤6%	20mA 电流，1,000 小时光 衰≤3%，6,000 小时≤10%

资料来源：公司资料；东方证券研究所

图 11：LED 路灯独特设计技术

	业内同类产品	公司产品
高光效制造技术	广东省地方标准光效 I 级指 标≥78lm/W（同类比较）	公司 LED 路灯产品光效达 到 105.4lm/W
LED 路灯均匀度	≥0.4	≥0.62
散热结构设计技术	一般承诺质保期 3 年	镂空式对流散热板 LED 路灯结构设计 专利，承诺质保期 5 年

资料来源：公司资料；东方证券研究所

直插式产品通过采取合金线替代金线的焊接，节省单位制造成本，以达到产品成本优化效果。

照明应用产品通过驱动电源、灯管接口匹配优化、灯管驱动模块优化等方式达到整灯出光效率较高效果，尤其是在 LED 路灯方面，在光效制造技术、均匀度、散热结构设计方面取得突出成绩，获得深圳市科技成果鉴定认可。

2、优质的客户资源为公司业绩的增长保驾护航

目前公司在指示显示、背光照明、汽车应用、照明应用等方面与国内及国际一些知名客户有相关合作接触，指示信号灯有 DELL、IBM、HP 等，背光有康佳、帝光、EGLO 等，汽车应用有东风日产、雪铁龙等、照明应用有沃尔玛、家乐福等，相关客户的合作和基础为未来公司在品牌知名度提升打下基础，同时随着公司产品技术的提升，合作的加深，为公司业绩的增长提供了保障。

图 12：LED 照明应用领域比例变化趋势

指示显示	照明及背光	汽车应用	照明应用
TOMY DELL 美泰 IBM 孩之宝 HP SONY 技嘉	康佳 帝光电子 EGLO	东风日产 雪铁龙 马自达 吉利	沃尔玛 家乐福 德国宝马

资料来源：公司资料；东方证券研究所

3、强有力的研发团队及相关认证的获得利于公司相关产品的市场拓展

目前公司有超过 200 人的技术研发团队，涵盖了 LED 的封装和照明领域。拥有专利 51 项，其中 3 项发明专利，38 项实用新型专利和 10 项外观设计专利。同时公司的 LED 光源产品已获得美国 UL 认证，欧盟 ROHS、CE 认证，德国的 TUV、LVD 及 SGS REACH 等相关认证，在国内已获得 3C 认证。强有力的研发团队及相关认证的获得利于公司相关产品的市场拓展。

图 13：公司获得相关认证


资料来源：公司资料；东方证券研究所

四、盈利预测与估值分析

1、募投项目将大幅提升贴片式 LED 和 LED 照明产品的产能

本次公司募集资金约 24,555.30 万元，投资于新型高光效贴片式 LED 生产建设项目、LED 绿色节能照明灯具生产项目、企业技术研发中心项目。项目达产后将新增 9.84 亿颗/年各种规格的贴片式 LED 光源器件的产能，以及新增各类 LED 照明灯具 79.2 万盏/年和灯条 66 万米/年的产能。

表 2：募投项目和投资金额

序号	项目名称	投资总额（万元）	建设期
1	新型高光效贴片式LED生产建设项目	12,691.00	18个月
2	LED绿色节能照明灯具生产项目	9,676.00	18个月
3	企业技术研发中心项目	2,188.30	24个月
合计		24,555.30	

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

2、盈利预测

我们预期公司发行后 2011-2013 年销售收入分别为 3.58 亿元、5.17 亿元、7.10 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.52 亿元、0.74 亿、1.03 亿元；对应 EPS 分别为 0.59 元、0.84 元、1.17 元。

表 3：盈利预测表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	234	358	517	710
营业成本	154	252	365	499
营业税金及附加	1	1	2	2
营业费用	13	15	25	33
管理费用	17	23	37	52
财务费用	4	4	1	0
资产减值损失	4	4	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	-0	-1	-1
营业利润	39	58	85	119
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	42	60	86	121
所得税	6	8	13	18
净利润	36	52	73	103
少数股东损益	-0	-0	-1	-1
归属于母公司净利润	36	52	74	103
EBITA	43	71	103	147
EPS（元）	0.41	0.59	0.84	1.17

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 4：分业务收入预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
直插式 LED					
销售收入（百万元）	83.9	117.3	152.5	190.6	200.2
增长率 (YOY)	-23.7%	39.9%	30.0%	25.0%	5.0%
毛利率 (%)	33.5%	33.6%	29.2%	28.3%	28.1%
贴片式 LED					
销售收入（百万元）	16.0	62.7	116.0	173.9	260.9
增长率 (YOY)	-7.8%	292.2%	85.0%	50.0%	50.0%
毛利率 (%)	46.9%	39.0%	29.8%	29.0%	28.7%
LED 照明产品					
销售收入（百万元）	29.5	43.2	75.5	136.0	231.1
增长率 (YOY)	76.3%	46.6%	75.0%	80.0%	70.0%
毛利率 (%)	34.8%	33.5%	33.9%	34.0%	33.7%
红外线接收头					
销售收入（百万元）	7.9	8.9	14.3	16.4	18.1
增长率 (YOY)	28.9%	13.8%	60.0%	15.0%	10.0%
毛利率 (%)	24.7%	14.2%	8.9%	10.0%	10.0%
合计（百万元）	137.2	232.1	358.3	517.0	710.3
增长率 (YOY)	-8.6%	69.2%	54.4%	44.3%	37.4%

料来源：Wind，东方证券研究所

3、相对估值

我们选取与公司业务模式与特点类似的 4 家公司进行对比，目前行业可比公司 2012 年平均 PE 为 19 倍；同时我们选取近期上市的 20 家中小板公司进行对比，2012 年平均 PE 为 18 倍。给予公司 2012 年 20-25 倍 PE，对应合理估值区间在 16.80 - 21.00 元之间。

表 5：可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
002449.SZ	国星光电	23	25	19
300162.SZ	雷曼光电	53	36	25
300219.SZ	鸿利光电	32	22	16
300241.SZ	瑞丰光电	35	24	17
平均		36	27	19

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 6：近期在中小板上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
002629.SZ	仁智油服	30	26	20
002630.SZ	华西能源	30	21	16
002631.SZ	德尔家居	25	15	11
002632.SZ	道明光学	64	26	20
002633.SZ	申科股份	34	28	19
002634.SZ	棒杰股份	32	20	15
002635.SZ	安洁科技	65	35	23
002636.SZ	金安国纪	25	22	16
002637.SZ	赞宇科技	37	21	17
002638.SZ	勤上光电	62	39	26
002639.SZ	雪人股份	27	23	17
002640.SZ	百圆裤业	32	21	16
002641.SZ	永高股份	17	16	11
002642.SZ	荣之联	43	27	19
002643.SZ	烟台万润	32	24	18
002644.SZ	佛慈制药	25	36	28
002645.SZ	华宏科技	33	22	17
002646.SZ	青青稞酒	59	36	26
002647.SZ	宏磊股份	25	19	14
002648.SZ	卫星石化	24	12	11
平均		36	24	18

资料来源：Wind，东方证券研究所

4、绝对估值

我们用 DCF 估值模型计算出的合理股价为 18.93 元，对应 2012 年 PE 为 22 倍。

表 7：DCF 估值模型

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
永续增长率(%)		2%
贝塔值 (β)	1.100	1.100
无风险利率 (%)	4.00%	4.00%
市场的预期收益率 (%)	9.00%	9.00%
规模风险因子 (%)	2.00%	2.00%
股权资本成本 (Ke)	11.50%	11.50%
债务成本 Kd (%)	6.35%	6.35%
债务比率 D/(D+E)(%)	10.00%	10.00%
WACC	10.98%	10.98%

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
8.98%	22.25	24.51	27.42	31.30	36.75	44.92
9.98%	18.85	20.51	22.60	25.28	28.86	33.87
10.98%	16.14	17.40	18.93	20.85	23.33	26.62
11.98%	13.94	14.91	16.07	17.48	19.26	21.54
12.98%	12.13	12.89	13.78	14.85	16.16	17.79

资料来源：Wind，东方证券研究所

5、风险提示

市场竞争加剧风险

随着 LED 应用领域不断拓展和国家产业政策的推动，LED 市场需求正不断加速扩大。在此背景下，行业内现有企业进一步扩大产能以满足市场需求，同时吸引了更多资本新进入 LED 行业。特别是近年来，由于劳动力成本和市场空间等因素影响，全球 LED 产业正不断向中国大陆转移，台湾亿光、佰鸿及其他国外行业龙头已经在大陆设厂，预计未来 5-10 年内，珠三角、长三角、福建与江西等地区将会成为世界 LED 光源器件封装中心，LED 封装领域存在竞争加剧的风险。

产能扩张的市场销售风险

本次募集资金投资项目建成之后，公司贴片式 LED 和 LED 照明产品的产能将有较大提升。虽然公司的募集资金投资项目经过缜密考虑，并且针对新增产能消化制定了中长期营销战略和人才储备计划，但由于本次募集资金投资项目需要一定的建设期，在项目实施过程中和项目实际建成后，可能存在市场环境、技术、相关政策等方面出现不利变化的情况，从而导致公司新增产能面临消化的市场风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					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	226	273	673	780	营业收入	234	358	517	710
现金	74	63	357	345	营业成本	154	252	365	499
应收账款	58	81	119	165	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	4	8	11	15	营业费用	13	15	25	33
预付账款	11	10	16	23	管理费用	17	23	37	52
存货	78	111	168	230	财务费用	4	4	1	0
其他	1	1	1	1	资产减值损失	4	4	3	4
非流动资产	102	153	309	375	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	-1	-0	-1	-1
固定资产	77	119	262	315	营业利润	39	58	85	119
无形资产	21	31	42	55	营业外收入	3	2	2	2
其他	5	4	5	5	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	328	427	982	1155	利润总额	42	60	86	121
流动负债	112	128	187	253	所得税	6	8	13	18
短期借款	0	0	0	0	净利润	36	52	73	103
应付账款	52	85	124	169	少数股东损益	-0	-0	-1	-1
其他	60	43	63	84	归属于母公司净利润	36	52	74	103
非流动负债	22	30	35	40	EBITDA	43	71	103	147
长期借款	19	24	29	34	EPS (元)	0.41	0.59	0.84	1.17
其他	3	6	6	6	主要财务比率				
负债合计	134	159	222	293	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	-0	-1	-2	成长能力				
股本	66	88	132	132	营业收入	70.3%	53.2%	44.3%	37.4%
资本公积	52	52	426	426	营业利润	93.5%	48.1%	44.6%	40.9%
留存收益	76	128	202	305	归属于母公司净利润	89.0%	44.4%	41.4%	40.0%
归属母公司股东权益合计	194	268	760	864	获利能力				
负债和股东权益	328	427	982	1155	毛利率	34.0%	29.6%	29.5%	29.7%
现金流量表					净利率	15.5%	14.6%	14.3%	14.6%
单位:百万元					ROE	18.6%	19.4%	9.7%	12.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	17.4%	18.5%	9.2%	11.3%
经营活动现金流	27	43	45	78	偿债能力				
净利润	36	52	73	103	资产负债率	40.8%	37.1%	22.6%	25.4%
折旧摊销	0	8	17	27	净负债比率				
财务费用	4	4	1	0	流动比率	2.02	2.13	3.60	3.09
投资损失	1	0	1	1	速动比率	1.30	1.23	2.67	2.14
营运资金变动	0	-30	-52	-58	营运能力				
其它	-13	8	4	5	总资产周转率	0.93	0.95	0.73	0.66
投资活动现金流	-69	-61	-173	-94	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	-68	-50	-160	-80	应付账款周转率	3.68	3.70	3.50	3.42
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-0	-11	-12	-13	每股收益	0.41	0.59	0.84	1.17
筹资活动现金流	70	6	422	5	每股经营现金流	0.31	0.49	0.51	0.88
短期借款	0	0	-0	-0	每股净资产	2.21	3.05	8.64	9.81
长期借款	-6	5	5	5	估值比率				
普通股增加	16	22	44	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	41	0	374	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20	-21	-1	-0	EV/EBITDA	-1	-0	-0	-0
现金净增加额	28	-12	294	-11					

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn