

金信诺(300252)

高端市场盈利稳固，中端市场促增长

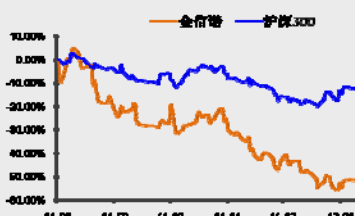
推荐（维持）

现价：12.92 元

主要数据

行业	通信行业
公司网址	www.kingsignal.com
大股东/持股	黄昌华/40.2%
实际控制人/持股	黄昌华/40.2%
总股本(百万股)	108
流通 A 股(百万股)	21
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	13.95
流通 A 股市值(亿元)	3.49
每股净资产(元)	5.9
资产负债率(%)	39.92

行情走势图



相关研究报告

金信诺（300252）：收购连接器厂商，打造一站式供货能力（2011.12.7）

证券分析师

邵青 投资咨询资格编号S1060511010002
0755-22622740
Shaoqing001@pingan.com.cn

研究助理

冯明远 一般证券资格编号S1060110070206
0755-22621434
Fengmingyuan132@pingan.com.cn

投资要点

■ 要理解公司，首先需纠正“仅是一家做电线的”认识

我们认为市场对于金信诺的业务性质存在认识不足。认为公司“是一家做电线的”显然没有充分认识射频同轴电缆的行业性质，我们从二个要点说明行业性质：1）行业下游客户包括通信、军工航天、高端工业应用，技术要求高，客户关系稳定，进入壁垒高；2）行业盈利能力强，高端射频电缆产品毛利率在30%以上，而普通电缆产品毛利率仅在10-20%左右。

■ 高端射频线缆市场占据技术、市场优势

金信诺是国内高端射频线缆领军企业，其突出优势表现在二个方面：1）技术领先，目前已取得专利4项，5项行业国际标准；并在制造工艺、材料配方等方面积累了多项专有技术；2）高端产品市场份额领先，公司半柔电缆占据国内市场40%份额，排名第一；低损电缆占据国内市场30%份额，排名第二。

■ 2012年展望：主设备商供货市场份额进一步提升

2011年公司业绩低于预期，通信行业整体低迷是主要原因。展望2012年，我们认为：1）高端电缆市场，将继续保持平稳增长的态势，且市场竞争格局稳定；2）中端馈线电缆市场，华为供货量提升将是公司主要增长点，南美、东南亚市场开拓是明确新增长点；运营商市场，公司将选择盈利能力强、价格竞争相对平缓的省份进行拓展。

■ 盈利预测与估值：

我们预计2011-2013年营业收入增速-3%、10%和15%；随着生产规模扩大及高端业务增长，净利增速将高于收入增速，未来三年预计为-10%、24%和29%，EPS分别为0.47元、0.58元和0.75元，以2012年2月17日收盘价12.92元计算，对应2011-2013年动态估值27、22、17倍，维持“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	335	509	494	542	628
YoY(%)	9.8	51.7	-3.0	9.8	15.9
净利润（百万元）	50	56	50	63	81
YoY(%)	42.5	11.9	-10.3	24.8	29.2
毛利率(%)	25.2	19.7	20.2	19.8	21.7
净利率(%)	15.0	11.1	10.2	11.6	13.0
ROE(%)	34.9	28.1	7.6	8.6	10.0
EPS(摊薄/元)	0.47	0.52	0.47	0.58	0.75
P/E(倍)	27.7	24.8	27.6	22.1	17.1
P/B(倍)	9.7	7.0	2.1	1.9	1.7

正文目录

一、	中国高端射频电缆行业领头羊	4
1.1	与主流射频同轴电缆厂商相比，公司仍有较大增长空间	4
1.2	高端氟塑料产品优势是公司与普通射频铜缆厂商的主要区别	5
二、	行业：射频同轴电缆下游应用广泛	6
2.1	误区纠正，射频同轴电缆不仅应用于通信行业	7
三、	金信诺：高端产品为利基，中端产品促增长	11
3.1	高端氟塑料产品居领先地位	11
3.2	盈利预测	12

图表目录

图表 1	公司现有六大产品类型	4
图表 2	2008-2010 收入 CAGR30%	4
图表 3	2008-2010 净利 CAGR26%	4
图表 4	金信诺收入规模约为五家典型企业平均营收的一半	5
图表 5	金信诺收入构成	5
图表 6	金信诺毛利构成	5
图表 7	三类氟塑料电缆半柔、稳相、半刚电缆毛利率显著高于普通电缆	6
图表 8	氟塑料与聚乙烯性能对比	6
图表 9	Habia Cable 三大类产品收入占比	7
图表 10	Habia Cable 下游客户收入占比	7
图表 11	HUBER+SUHNER 射频同轴电缆下游主要应用领域	8
图表 12	亨鑫典型产品	8
图表 13	Habia Cable 收入，净利 单位：人民币	9
图表 14	HUBER+SUHNER 射频同轴电缆业务收入，EBIT 单位：人民币	9
图表 15	亨鑫科技业务收入，净利 单位：人民币	10
图表 16	Times 线缆收入 单位：人民币	10
图表 17	主流公司射频同轴电缆业务收入 单位：人民币	11
图表 18	中高端射频电缆主要竞争者	11
图表 19	中国半柔电缆份额估测	12
图表 20	中国低损电缆份额估测	12
图表 21	业务盈收预测 单位：百万元	13

一、中国高端射频电缆行业领头羊

1.1 与主流射频同轴电缆厂商相比，公司仍有较大增长空间

公司从事于射频同轴电缆的研发、生产，产品包括半柔电缆、低损电缆、稳相电缆、军标电缆、半刚电缆、轧纹电缆六大类，下游应用行业包括通信、军事、航空航天等领域。

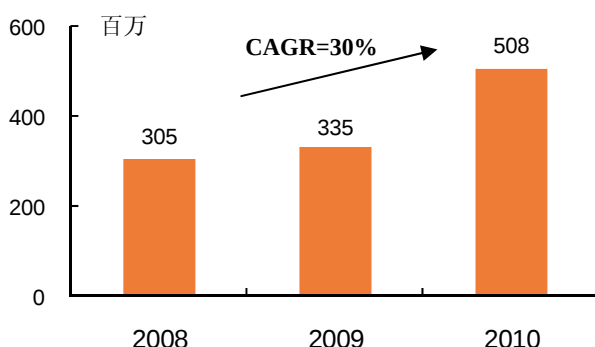
图表1 公司现有六大产品类型

种类	制造工艺	特性	应用领域
半柔电缆	外导体为编织层	柔软、屏蔽性好、衰减低	移动通信、微波通信
低损电缆		传输频率高、柔软、衰减低、一致性好	移动通信、微波通信
稳相电缆	束状中心电缆、编织层	传输频率高、相位稳定、扛干扰	雷达、战机、电子对抗
军标电缆		轻、柔软、耐潮、耐腐蚀	移动通信、雷达
半刚电缆	外导体为铜管、铝管	可靠性高、屏蔽好、衰减低	雷达、武器、电子对抗
轧纹电缆		传输功率大、防潮性好	移动通信、室内覆盖

资料来源：平安证券研究所、Wind

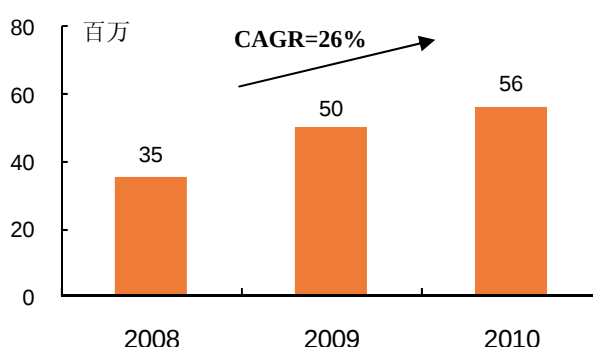
营收、净利增长稳健。2008-2010年，公司收入从3.05亿增至5.08亿，复合年均增长率30%；净利从3526万增至5626万，复合年均增长率26%。

图表2 2008-2010收入CAGR30%



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

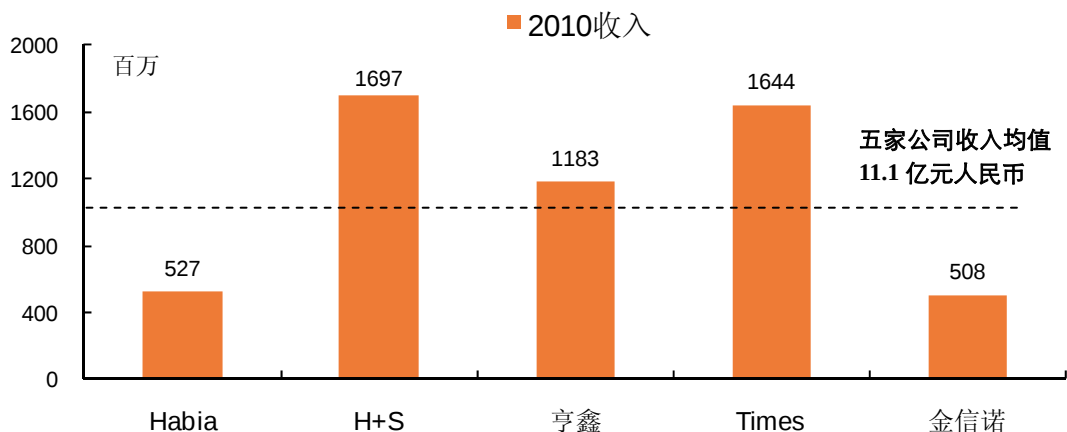
图表3 2008-2010净利CAGR26%



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

5.08 亿的收入与全球主要射频同轴电缆厂商相比，仍有增长空间。我们选取射频同轴电缆行业典型的五家公司 Habia、H+S、亨鑫、Times、金信诺，2010 年五家公司平均收入 11.1 亿元人民币，金信诺收入规模 5.08 亿元为平均营收一半。

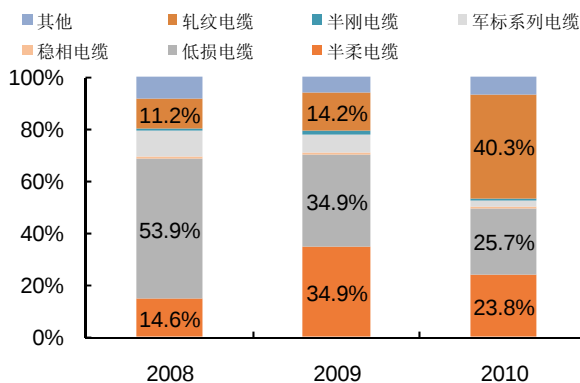
图表4 金信诺收入规模约为五家典型企业平均营收的一半



资料来源: Habia、H+S、亨鑫、Times 年报, 金信诺招股说明书, 平安证券研究所

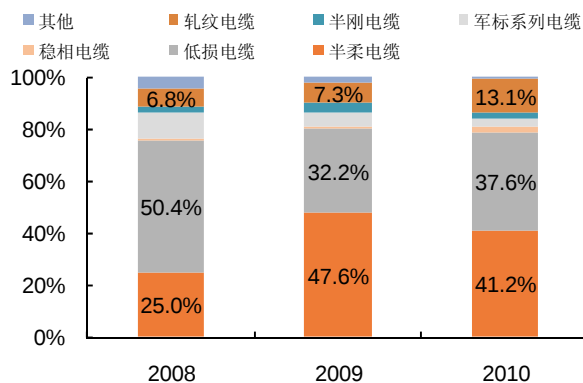
从 2008-2009 年数据看, 无论收入还是毛利, 半柔、低损电缆都是主要贡献者。半柔、低损在 2008、2009 的收入构成接近 70%; 2010 年由于轧纹电缆收入占比大幅提升, 半柔、低损收入占比减少至 50%; 2008-2010 三年间, 半柔、低损产品毛利贡献占比都超过 75%。

图表5 金信诺收入构成



资料来源: 金信诺招股说明书, 平安证券研究所

图表6 金信诺毛利构成



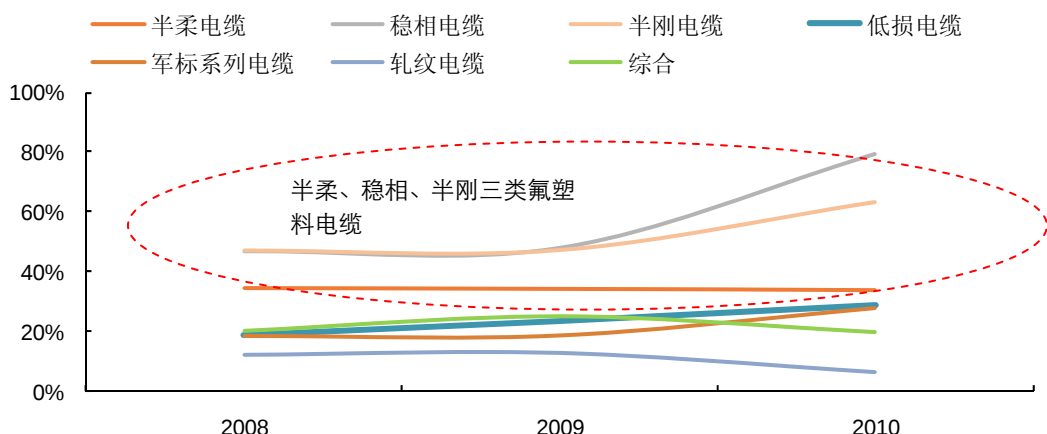
资料来源: 金信诺招股说明书, 平安证券研究所

1.2 高端氟塑料产品优势是公司与普通射频铜缆厂商的主要区别

理解不同材料对于电缆产品的差异是理解公司产品线的关键。依据材料不同, 公司射频同轴电缆产品分二类, 一是氟塑料类; 另一类是聚乙烯类。

从毛利率上便能直观感知, 氟塑料类产品比聚乙烯类产品具备更强的盈利能力。金信诺氟塑料电缆毛利率在 30% 以上, 高端产品甚至接近 50%; 普通聚乙烯电缆毛利率普遍在 20% 左右。

图表7 三类氟塑料电缆半柔、稳相、半刚电缆毛利率显著高于普通电缆



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

氟塑料射频同轴电缆以氟塑料作为绝缘层，该种电缆温度使用范围宽，化学性能稳定，相位稳定性好。在石油、冶金、化工、电力、航天等环境恶劣行业具备重要用途：耐高温，适合作传输通信设备内部接线、无线发射馈线与发射机之间跳线和视频音频线；绝缘电阻性好，适合作重要仪表仪器控制电缆。

在氟塑料与聚乙烯性能对比中，氟塑料的介电常数显著低于聚乙烯，氟塑料电缆的衰减更小，更适合于高频信号传输，而电缆的使用频率越来越高已经成为趋势。

图表8 氟塑料与聚乙烯性能对比

项目名称	聚全氟乙丙烯 FEP(F46)	可溶性聚四氟乙烯 PFA	聚四氟乙烯 PTFE	聚乙烯 PE
介电常数(2GHz)	1.96	2	1.94	2.2-2.4
介质损耗(2GHz)	8.24×10^{-4}	11.9×10^{-4}	4×10^{-4}	3×10^{-4}
工作温度/℃	200	250	260	70
熔点/℃	250-270	300-310	300-310	132-135

资料来源：平安证券研究所整理

二、行业：射频同轴电缆下游应用广泛

电线电缆行业可细分为五大子行业，射频电缆是其中之一，用于信号传输，下游客户集中在通信、军工航天、工业应用领域。

- 1) **裸线、裸导体**：纯导体金属，无绝缘及护套层，主要用户城郊、农村、用户主线，包括铜、铝制裸导体；
- 2) **电气装备用电缆**：包括核电用电缆、轨道交通用电缆、航空用电缆等产品
- 3) **电力电缆**：包括低压、中压、高压电缆，用于发、配、输、变、供电线路中强电电能传输，通过的电流大、电压高；
- 4) **光缆、射频电缆**：包括光纤光缆、射频同轴电缆
- 5) **绕阻线**：包括漆包线、扁绕组线，用于电机、仪器仪表；

2.1 误区纠正，射频同轴电缆不仅应用于通信行业

对于射频同轴电缆行业的理解，我们认为有二个要点：

- 1、射频同轴电缆下游行业应用面广，通信、军工、工业是重点应用行业，不应简单认为属于通信行业。射频同轴电缆用于信号传输，下游应用行业较多，大类可分通信、国防军工、工业应用三大类，属于应用广泛的工业品。
- 2、射频同轴电缆类公司营收天花板在 10-20 亿间。

■ 射频同轴电缆下游应用行业宽泛

通过分析全球主要射频同轴电缆厂商业务线，我们发现，射频同轴电缆下游应用领域非常宽泛，可总结为四大类：

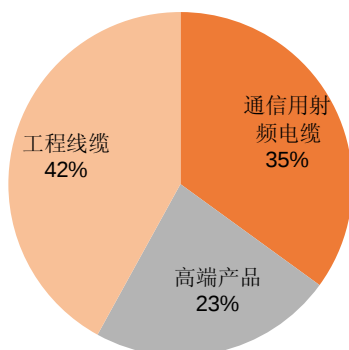
- 1) 通信行业；
- 2) 广电网络；
- 3) 军工、航天；
- 4) 工业，此类范围最为宽泛，包括汽车、轨道交通、传感器、医疗、仪器仪表、能源等。

在这里，我们不简单引用咨询报告数据，而是对射频同轴电缆行业的领军企业进行分析，其中包括瑞典的 Habia 电缆、瑞士的 HUBER+SUHNER 电缆、美国的安菲诺（收购 Times 电缆）、法国的 Nexan 电缆、中国的亨鑫、汉胜。

Habia 电缆是欧洲最大的同轴电缆生产企业之一。其三大类产品均属于特种应用线缆。

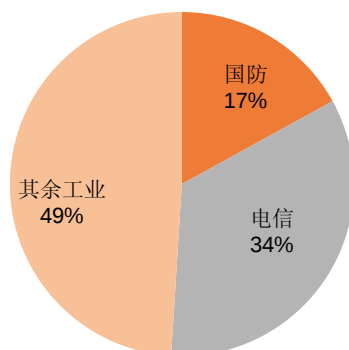
- 1) 通信用射频电缆，主打产品为基站天线用射频电缆，此类产品要求有较高的稳定性、可靠性，往往使用氟塑料材料的半柔电缆。全球主要的基站天线制造商都是公司客户，其基站天线电缆市场占有率在 40%左右。
- 2) 高端电缆，Habia 此类电缆产品主要应用于国防、核电、交运、微波医疗设备等。
- 3) 工程用同轴电缆，此类电缆用于液压、电动工具用电缆、传感器用电缆、汽轮机用电缆设备。

图表9 Habia Cable三大类产品收入占比



资料来源：Habia Cable 年报，平安证券研究所

图表10 Habia Cable下游客户收入占比



资料来源：Habia Cable 年报，平安证券研究所

HUBER+SUHNER 是瑞士的电缆生产商。其射频同轴电缆下游应用集中于通信、交通运输、测试仪器、医疗行业。

图表11 HUBER+SUHNER射频同轴电缆下游主要应用领域

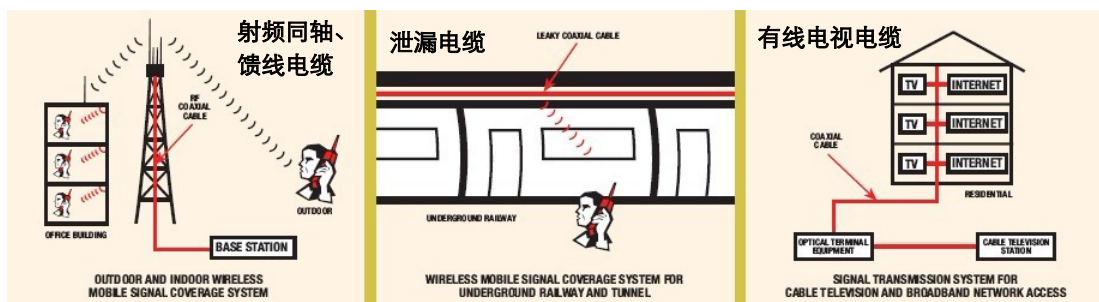
	客户	产品
通信射频领域	通信设备商 电信运营商	同轴电缆、连接器、天线 适配器、电缆组件 60GHz无线连接器
工业射频领域	仪器、仪表制造商 传感器 医疗设备商 国防军工、航天	同轴电缆、连接器 电缆组件 适配器
射频保护件	通信设备商 电信运营商 集成商	防雷器件 天线馈线组件

资料来源：HUBER+SUHNER年报，平安证券研究所

亨鑫科技从事于通信用射频同轴电缆及组件，产品集中在低端馈线电缆、有线电视电缆。亨鑫产品包括二个大类，

- 移动通信用 RF 射频同轴电缆，包括基站与天线间的馈线电缆，室内分布系统用馈线电缆，泄漏电缆（用于地铁、高速公路、隧道、地下停车场、高层建筑）；
- 射频电缆组件，包括射频电缆连接器、挂件等线缆配套产品；有线电视网络用同轴电缆；微波通信、雷达用射频同轴电缆。

图表12 亨鑫典型产品



资料来源：亨鑫招股说明书，平安证券研究所

安菲诺是全球重要射频、光纤连接器，同轴线缆生产商。同轴线缆方面，通过收购 Times 线缆，成为全球第二大的有线电视网络用同轴线缆商，

总结全球几大射频同轴电缆公司的业务构成，我们发现：

- 1、通信领域是射频同轴电缆最重要的下游应用领域，国内外厂商都将此视为重点；
- 2、国外领先厂商如 Habia、HUBER+SUHNER 收入构成更为多元化，军工、工业应用收入占比与通信相当；
- 3、国内高端产品生产能力匮乏，主要厂商如亨鑫、汉胜、俊知，其产品线仍集中在基站馈线、有线电视网络线等低端产品领域，高端军工、工业应用产品几乎没有。

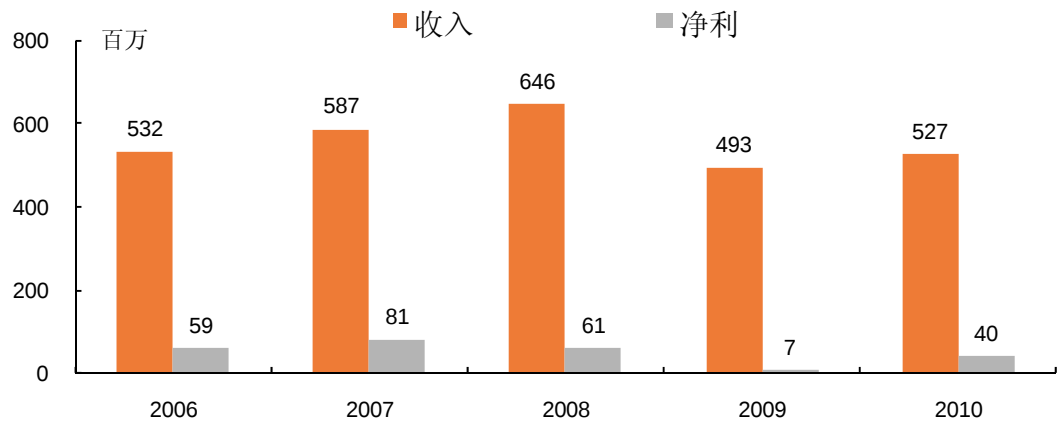
■ 射频同轴电缆厂商营收天花板或在 10-20 亿间

通过总结全球主要射频同轴电缆公司的营收或相关业务营收，我们发现，全球主流射频电缆厂商营收规模在 15 亿左右；其中，业务偏重低端线缆业务的亨鑫、Times 营收在 10 亿以上；业务偏重高端线缆业务的 Habia 营收在 6 亿左右。

根据各厂家在主流市场中的领先地位，我们判断，以现有射频同轴电缆行业规模，一家主流厂商的成长天花板在 10-20 亿间。

Habia 电缆近年收入稳定在 5-6 亿元人民币左右，净利润在 4000-8000 万元间波动。

图表13 Habia Cable收入，净利 单位：人民币

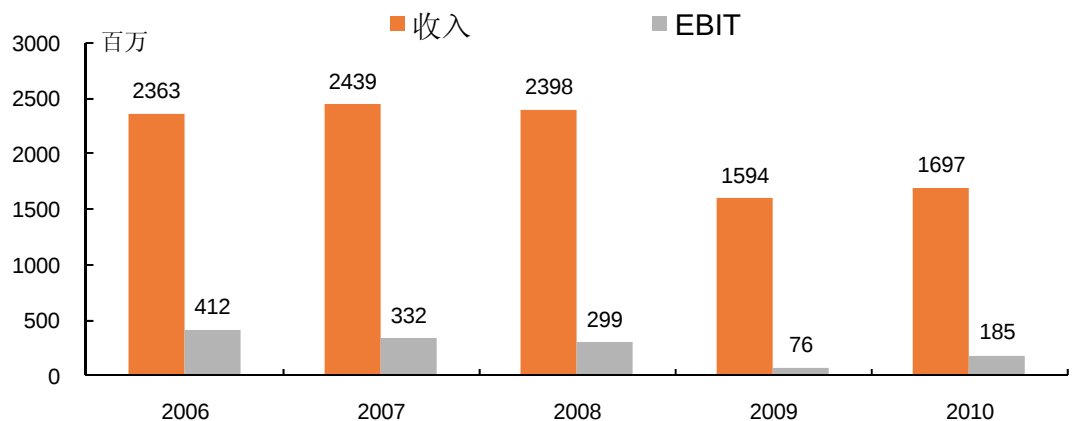


资料来源：Habia Cable 年报，平安证券研究所

MSEK; RMB以1: 0.994计算

HUBER+SUHNER 在 2009 年经济危机前，其射频同轴电缆业务营收稳定在 20 亿人民币这一数量级。2009、2010 年间，其收入稳定在 16 亿左右。

图表14 HUBER+SUHNER射频同轴电缆业务收入，EBIT 单位：人民币

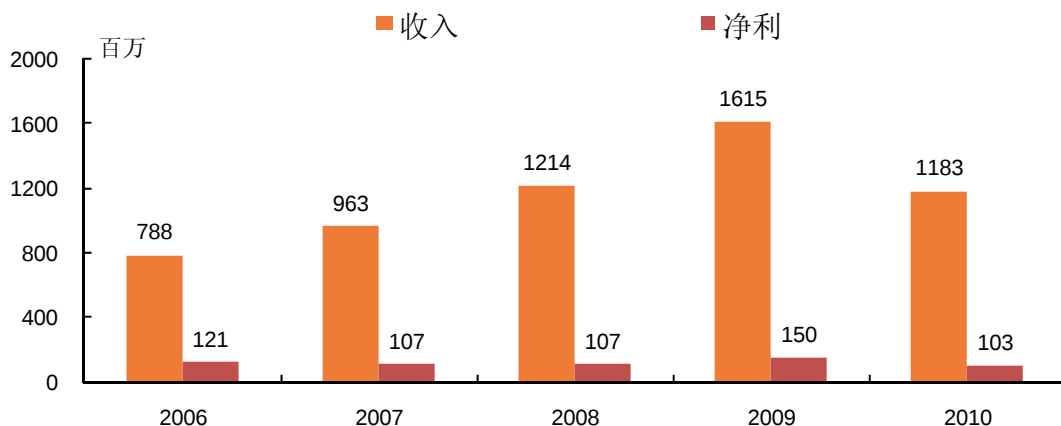


资料来源：HUBER+SUHNER 年报，平安证券研究所

CHF; RMB以1: 6.87计算

亨鑫科技在 2009 年国内无线通信建设高峰期达到 16 亿人民币的营收规模，2010 年随着运营商无线基站投资增速放缓，营收下滑到 11 亿，净利 4000 万。

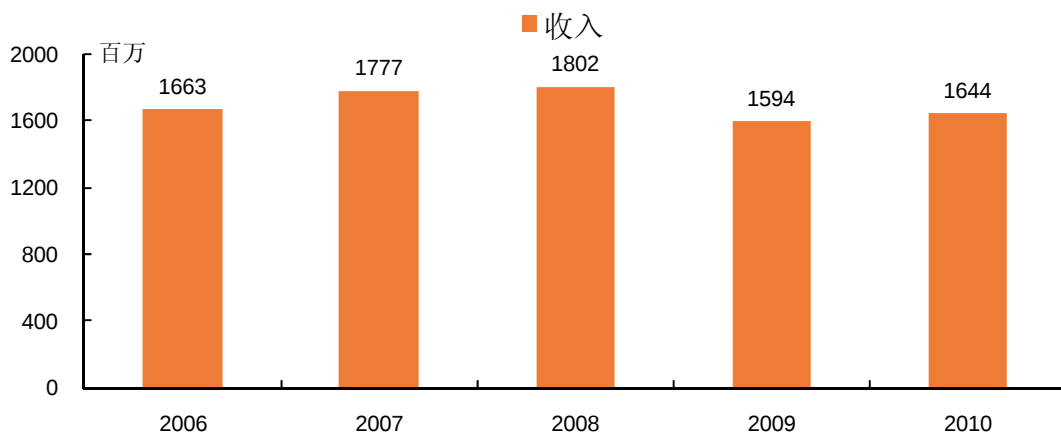
图表15 亨鑫科技业务收入，净利 单位：人民币



资料来源：亨鑫年报，平安证券研究所

安菲诺的 Times 线缆，全球第二大有线电视网络用同轴线缆商，最近 5 年，其收入稳定在 16-18 亿人民币间。

图表16 Times线缆收入 单位：人民币

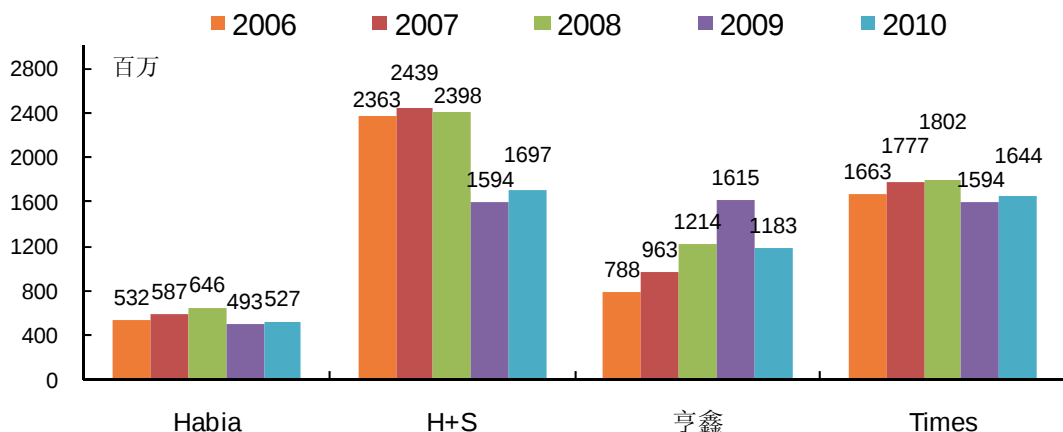


资料来源：Amphenol 年报，平安证券研究所

USD: RMB 以 1: 6.3 计算

汇总以上各家公司的营收规模，我们推算，以现有射频同轴线缆行业规模、竞争格局，一家主流射频同轴电缆企业成长天花板在 10-20 亿间。

图表17 主流公司射频同轴电缆业务收入 单位：人民币



资料来源：Habia、H+S、亨鑫、Amphenol年报，平安证券研究所

此外，我们根据 Habia 提供的行业数据，对下游细分子行业规模作初略估计。

从 Habia 收入构成看，2010 年电信领域收入占比在 35%左右，即 1.8 亿人民币左右，根据 Habia 称其在天线用半柔线缆 40%的市场份额推算，全球每年天线用半柔线缆市场空间在 5 亿人民币左右。

2010 年，Habia 军工领域收入占比 17%，即 9000 万人民币左右；根据 Habia 估算其在高端军工同轴线缆领域市场份额在 7%左右，由此推算每年全球高端军工同轴线缆市场空间在 15 亿人民币左右。

除电信、军工领域外，Habia 产品涉及的行业较多，包括汽车、轨道交通、传感器、能源等行业，这部分贡献收入在 2.6 亿元人民币左右。

注：以上货币单位均以瑞典 MSEK；RMB 汇率 1：0.994 计算。

三、金信诺：高端产品为利基，中端产品促增长

3.1 高端氟塑料产品居领先地位

■ 氟塑料产品技术优势明显

公司在氟塑料产品中，突出的成绩为起草 5 项氟塑料半柔电缆相关行业国际标准。

图表18 中高端射频电缆主要竞争者

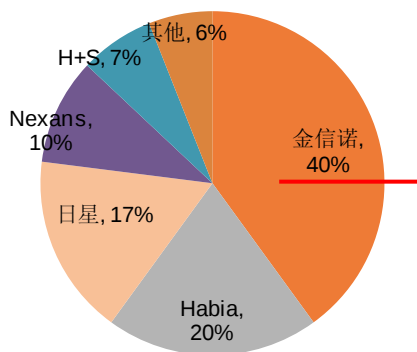
标准编号	标准名称	撰写单位
IEC 61196-8	《同轴通信电缆第8 部分：聚四氟乙烯绝缘半柔电缆分规范》	本公司、中国电子技术标准化研究所
IEC 61196-8-4	《同轴通信电缆第8-4 部分：50-141 型聚四氟乙烯绝缘半柔电缆详细规范》	本公司、中国电子技术标准化研究所
IEC 61196-8-5	《同轴通信电缆第8-5 部分：50-250 型聚四氟乙烯绝缘半柔电缆详细规范》	本公司、中国电子技术标准化研究所
IEC 61196-8-8	《同轴通信电缆第8-8 部分：75-141 型聚四氟乙烯绝缘半柔电缆详细规范》	本公司、中国电子技术标准化研究所
IEC 61196-8-9	《同轴通信电缆第8-9 部分：75-250 型聚四氟乙烯绝缘半柔电缆详细规范》	本公司、中国电子技术标准化研究所

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

半柔、低损电缆国内市场占有率绝对优势。半柔电缆方面，据中国电子元件行业协会光电线缆分会统计，2009 年，公司半柔射频同轴电缆销售 1.17 亿元，国内市场占有率 40%，排名第一；2010 年，半柔电缆销售额 1.2 亿，此规模已与 Habia 在 2010 年通信领域 1.8 亿人民币的收入规模靠近。

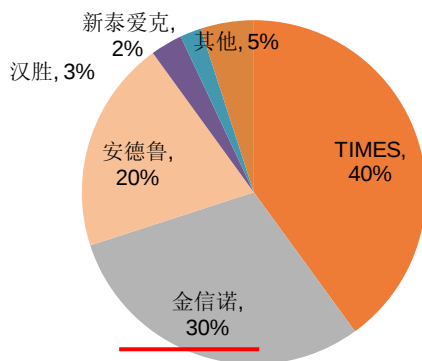
2010 年低损射频同轴电缆销售额 1.17 亿，国内市场占有率约为 33%，市场占有率行业排名第二。

图表19 中国半柔电缆份额估测



资料来源：中国电子元件行业协会广电分会，平安证券研究所

图表20 中国低损电缆份额估测



资料来源：亨鑫年报，平安证券研究所

■ 主要管理层均在电缆行业从事多年，行业经验丰富

公司主要高管、技术骨干均出自国内骨干射频线缆企业。董事长兼技术总监一职，具有丰富行业技术、业务经验；技术骨干均有十余年国内外通信电缆行业工作经验，在射频同轴电缆加工工艺、材料设计、产品开发等具有丰富的经验。

3.2 盈利预测

■ 高端氟塑料业务：平稳增长

高端产品的增长动力来自二个方面，一是行业本身的成长性；二是公司市场份额逐步扩大；

我们认为半柔、半刚、稳相电缆业务将保持平稳增长：

- 1) 半柔、半刚、稳相电缆属于细分子行业，行业规模中等；我们已在第二章中讨论
- 2) 行业已经形成由几个大厂商竞争的相对稳定格局。高端氟塑料电缆市场对国内其他同轴电缆厂商吸引力不大，半柔电缆绝缘材料为氟塑料，相比于聚乙烯材料，一方面加工难度较大，另一方面产品价格较高，用量小，仅应用于温度、湿度条件苛刻的环境。因此，高端电缆市场规模对于亨鑫、俊知、汉胜等国内企业吸引力不大。
- 3) 下游客户多是一些高端行业用户，客户关系稳定；
- 4) 公司相对于国外竞争对手成本优势明显。

■ 通信用普通电缆：高速增长

我们判断普通轧纹电缆，增速会较快，增长来自于华为、爱立信等大客户馈线供货体系的突破。

轧纹产品下游主要有二类客户：

1) 运营商客户:

运营商客户的轧纹电缆利润情况较差, 2012 年主要思路是选择盈利情况较好的省级运营商市场, 2010 年公司中移动轧纹份额第一的情况将不可能再现。

此外, 我们预计中国联通 2012 年的采购量大增, 预计将是 2011 年采购量的 3 倍左右, 此项将对公司业绩产品较大正面影响。

2) 主设备商方面:

华为是公司选择的重点服务客户, 2012 年, 与华为合作的重点是巴西、印尼市场的开拓。二个海外市场的策略是跟随华为开拓市场。

通过进入华为、爱立信的馈线一站式供货体系, 营收有望出现新的增长点。公司 2007 年通过了爱立信的 COC 审核, 2010 年下半年, 公司相继获得华为轧纹电缆、跳纤的供应资格, 爱立信射频同轴电缆组件的供应资格, 成为爱立信射频电缆及组件总包服务的全球供应商。

图表21 业务盈收预测 单位: 百万元

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
半柔电缆						
收入	44.59	116.90	120.92	114.87	120.62	127.22
YoY(%)		162	3	-5	5	5
毛利率(%)	34.5%	34.4%	34.1%	34.0%	33.0%	33.0%
低损电缆						
收入	164.73	117.11	130.79	137.33	144.20	151.41
YoY(%)		-29	12	5	5	5
毛利率(%)	18.8%	23.2%	28.8%	25.0%	24.0%	25.0%
稳相电缆						
收入	1.57	2.57	2.32	2.55	5.10	6.12
YoY(%)		64	-10%	10	100	20
毛利率(%)	47.1%	48.2%	79.3%	70.0%	70.0%	70.0%
军标系列						
收入	31.40	23.26	12.20	13.42	14.09	14.80
YoY(%)		-26	-48	10	5	5
毛利率(%)	18.7%	18.9%	28.0%	28.0%	30.0%	30.0%
半刚						
收入	2.69	6.50	3.38	3.72	4.09	12.27
YoY(%)		142	-48	10	10	200
毛利率(%)	47.2%	47.4%	63.6%	50.0%	50.0%	50.0%
轧纹						
收入	34.10	47.65	205.07	102.54	112.79	124.07
YoY(%)		40	330	-50	10	10
毛利率(%)	12.3%	13.0%	6.4%	7.0%	8.0%	9.0%
其他						
收入	26.48	21.40	33.98	119.08	140.94	192.21
YoY(%)		-19	59	250	18	36
毛利率(%)	11.3%	10.1%	2.4%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源: 招股说明书, 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	504	768	822	904
现金	88	429	476	537
应收账款	304	243	241	248
其他应收款	14	14	15	17
预付账款	8	8	8	9
存货	85	67	74	84
其他流动资产	5	7	8	9
非流动资产	86	150	183	217
长期投资	0	0	0	0
固定资产	56	108	135	158
无形资产	17	25	35	47
其他非流动资产	13	16	14	12
资产总计	590	918	1006	1122
流动负债	390	251	276	311
短期借款	40	0	0	0
应付账款	231	157	174	197
其他流动负债	119	94	102	115
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	390	251	276	311
少数股东 权益	0	0	0	0
股本	81	108	108	108
资本公积	64	452	452	452
留存收益	56	106	169	250
归属母公司股东权益	200	666	729	811
负债和股东权益	590	918	1006	1122

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	44	47	82	99
净利润	56	50	63	81
折旧摊销	0	4	6	8
财务费用	5	0	-3	-2
投资损失	-0	-2	-2	-2
营运资金变动	0	-5	18	14
其他经营现金流	-17	-1	-0	0
投资活动现金流	-44	-66	-38	-40
资本支出	44	60	30	30
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-6	-8	-10
筹资活动现金流	6	360	3	2
短期借款	26	-40	0	0
长期借款	-30	0	0	0
普通股增加	71	27	0	0
资本公积增加	63	389	0	0
其他筹资现金流	-125	-16	3	2
现金净增加额	5	341	47	61

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	509	494	542	628
营业成本	408	394	434	492
营业税金及附加	0	0	1	1
营业费用	13	20	19	22
管理费用	16	25	22	25
财务费用	5	0	-3	-2
资产减值损失	4	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	2	2	2
营业利润	61	55	69	90
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	65	58	72	94
所得税	8	8	9	12
净利润	56	50	63	81
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	56	50	63	81
EBITDA	66	59	72	96
EPS (元)	0.69	0.47	0.58	0.75

主要财务指标

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入(%)	51.7%	-3.0%	9.8%	15.9%
营业利润(%)	8.6%	-10.4%	26.1%	30.6%
归属母公司股东权益(%)	11.9%	-10.3%	24.8%	29.2%
获利能力				
毛利率(%)	19.7%	20.2%	19.8%	21.7%
净利率(%)	11.1%	10.2%	11.6%	13.0%
ROE(%)	28.1%	7.6%	8.6%	10.0%
ROIC(%)	34.6%	20.2%	22.7%	28.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	66.1%	27.4%	27.5%	27.7%
净负债比率(%)	14.26%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.29	3.05	2.98	2.91
速动比率	1.07	2.79	2.71	2.64
营运能力				
总资产周转率	1.16	0.65	0.56	0.59
应收账款周转率	2	2	2	3
应付账款周转率	3.08	2.03	2.62	2.65
每股指标(元)				
每股收益	0.52	0.47	0.58	0.75
每股经营现金流	0.41	0.44	0.76	0.92
每股净资产	1.85	6.17	6.75	7.51
估值比率				
P/E	24.76	27.61	22.12	17.12
P/B	6.96	2.09	1.91	1.72
EV/EBITDA	21	23	19	14

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 2011 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