

大幅提升产能, 优化产品结构

报告摘要:

智能手机拉动需求增长: 智能手机市场规模快速增长, 2012 年全球出货量预计将达 6 亿部, 渗透率为 33.71%。2012 年国内智能手机出货量将达 1 亿部, 增幅超过 50%。智能手机对片式电感和射频元件的需求增加。片式电感 2010 年国内市场规模约为 45 亿元, 预计 2014 年将达到 74 亿元。射频元件 2010 年全球市场规模为 36.5 亿元, 预计 2014 年将达到 57.5 亿元。

公司是国内领先的电感和射频元件制造厂商: 公司技术优势显著, 多项技术在国内同行业中处于领先地位。公司行业排名前列, 片式电感业务位居全球生产厂商第六位, 中国大陆第二位, 射频元件业务位居中国大陆第一位。公司已进入多家国内外知名厂商供应链, 客户资源丰富。

受益 IC 厂商放量, 大幅提升产能: 随着芯片设计厂商上调出货量, 将加大对元器件的需求, 使得其元器件供应商受益。公司通过募投项目建设, 新增片式电感年产能 46.5 亿只, 片式射频元件 1.86 亿只。

优化产品结构, 提升盈利能力: 公司将进一步提升功率电感在营收中的占比, 降低普通电感和磁珠在营收中的占比, 不断优化产品结构, 提升盈利能力。

投资建议: 普通电感与磁珠、功率电感、射频元件等是公司营业收入的主要来源。我们预测公司 2012 年到 2014 年公司 EPS 分别为 0.69, 0.89, 0.98 元, 当前股价对应动态 PE 分别为 23.69, 18.35 和 16.68 倍, 首次给予“谨慎推荐”评级。

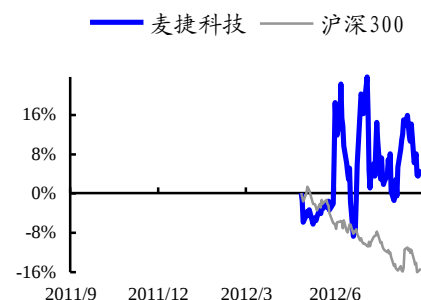
风险提示: 行业景气度低迷, 上游材料价格上涨过快, 产品价格下滑过快, 下游订单低于预期。

股票数据

2012-9-25

收盘价(元)	16.35
12个月股价区间(元)	14.56~20.75
总市值(百万元)	871
总股本(百万股)	53
A股(百万股)	53
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	5%	9%	0%
相对收益	7%	20%	17%

相关报告

证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003
(021)20361108 zhousl@nesc.cn

研究助理: 黄浩

执业证书编号:
(021)20361175 huangh@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	107	131	159	225	256
(+/-)%	36.25%	22.34%	21.55%	41.52%	13.84%
净利润	26	31	37	48	52
(+/-)%	61.06%	22.52%	17.16%	29.10%	10.04%
每股收益(元)	0.64	0.79	0.69	0.89	0.98
市盈率	34.01	27.76	23.69	18.35	16.68
市净率	10.68	7.71	4.36	3.31	2.62
净资产收益率(%)	31.42%	27.79%	24.56%	24.08%	20.94%
股息收益率(%)	—	—	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	40	40	53.34	53.34	53.34

目 录

1. 公司介绍	4
1.1. 公司主营业务介绍	4
1.2. 公司股权结构	5
2. 智能手机拉动需求增长	5
2.1. 智能手机市场快速增长	5
2.2. 智能手机对电感和射频元件需求增加	6
2.3. 电感和射频元件行业快速成长	7
2.3.1. 行业简介	7
2.3.2. 行业快速成长	8
3. 国内领先的电感和射频元件制造厂商	10
3.1. 技术优势显著	10
3.2. 行业排名前列	10
3.3. 与知名芯片设计厂商密切合作	错误! 未定义书签。
3.4. 客户资源丰富	12
4. 受益 IC 厂商放量，大幅提升产能	12
5. 优化产品结构，提升盈利能力	13
6. 结论	13
7. 投资建议	13

图 表

图 1: 公司收入和净利润增长情况.....	4
图 2: 公司营收结构.....	4
图 3: 公司毛利率和净利率汇总	5
图 4: 公司上市前股权结构	5
图 5: 全球智能手机出货量统计	6
图 6: 国内智能手机出货量统计	6
图 7: 公司产品所属范畴.....	7
图 8: 2010 年全球被动电子元器件产值分布	8
图 9: 片式电子元器件产业链.....	8
图 10: 全球片式电感市场规模及预测.....	9
图 11: 国内片式电感市场规模及预测.....	9
图 12: 全球片式射频元件市场规模及预测	9
图 13: 公司三类产品收入增速对比	13
表 1: 片式电感细分领域使用数量.....	6
表 2: 射频元件细分领域使用数量.....	7
表 3: 流延湿法与流延干法比较	10
表 4: 全球片式电感主要生产企业.....	11
表 5: 国内射频元件主要生产企业.....	12
表 6: 公司募投项目情况一览表	12

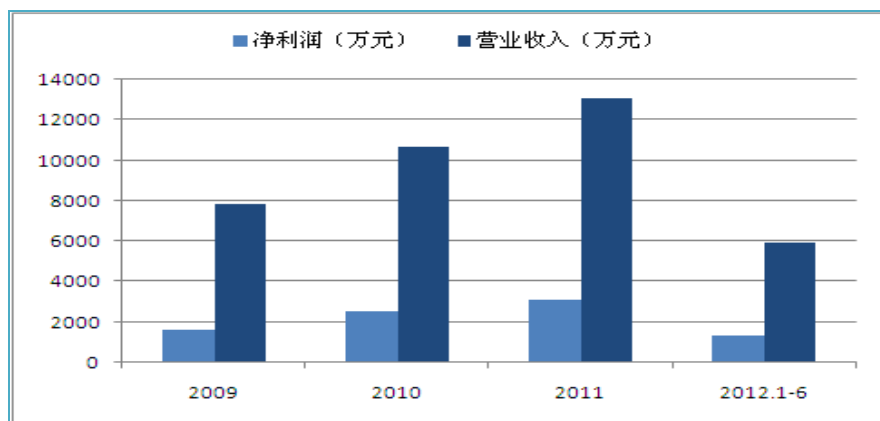
1. 公司介绍

1.1. 公司主营业务介绍

公司目前从事片式电感和射频元件的研发生产和销售，主要产品包括普通电感与磁珠、功率电感、射频元件三大类。公司产品广泛应用于手机、LCD、DVD 等消费类电子产品领域。经过多年的布局和发展，公司已成长为国内电感和射频元件行业的领先制造厂商。

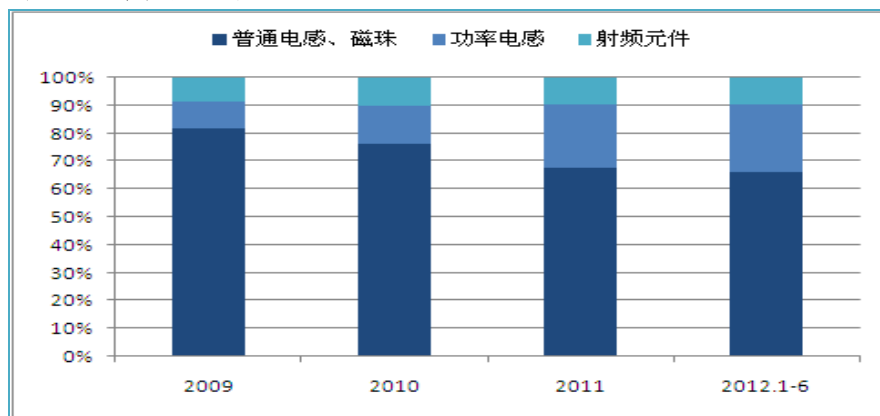
公司营业收入稳健增长，09-11年营业收入分别为7842.21、10685.03、13072.48万元，同比增长分别为16.74%、36.25%、22.34%，12年上半年营业收入为5911.49万元，同比下滑6.82%，主要原因为上半年宏观经济形势不景气，订单出现下滑，下半年随着电子行业的逐步复苏，公司营收将有所改善。公司营收结构上，普通电感与磁珠占比仍是最高，功率电感提升较快，射频元件维持稳定。12年上半年普通电感与磁珠占比为65.93%，较09年82.02%下滑较多。12年上半年功率电感占比为24.24%，较09年9.64%提升较快。12年上半年射频元件占比为9.83%，与09年8.34%基本持平。公司12年上半年综合毛利率为36.45%，较11年同期下滑5.81%，12年上半年净利率为22.03%，较11年下滑8.36%，主要原因为人力成本持续上升和主要原材料价格较高造成成本增加导致，下半年随着公司产品结构的调整，毛利率和净利率将有所改善。

图 1: 公司收入和净利润增长情况



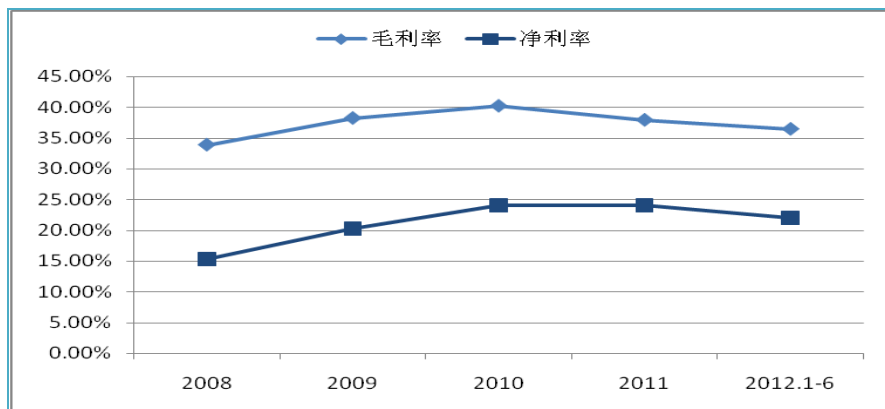
数据来源：公司公告，东北证券整理

图 2: 公司营收结构



数据来源：公司招股说明书，东北证券整理

图 3: 公司毛利率和净利率汇总

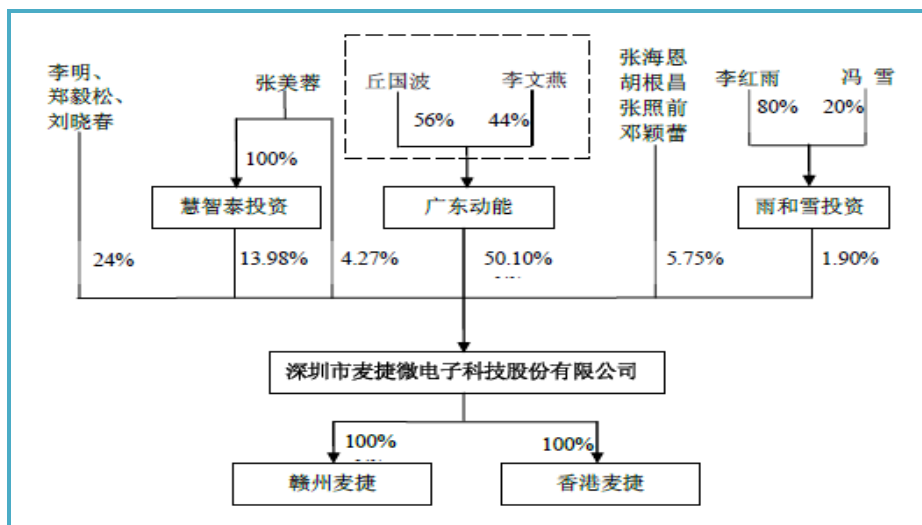


数据来源: 公司公告, 东北证券整理

1.2. 公司股权结构

公司实际控制人为邱国波先生和李文燕先生, 本次发行前, 二人通过广东动能东方投资有限公司持有公司50.1%的股份。公司技术带头人、总经理张美蓉发行前直接与间接持有公司18.25%的股份。

图 4: 公司上市前股权结构



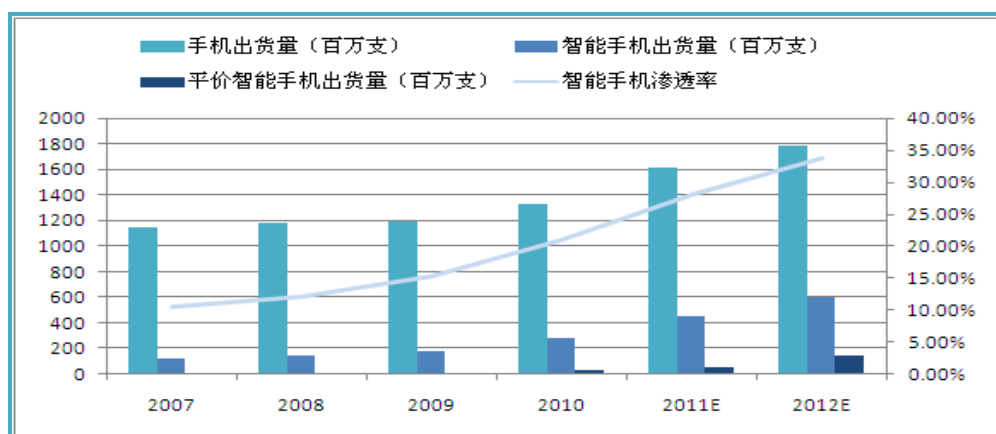
资料来源: 公司招股说明书, 东北证券整理

2. 智能手机拉动需求增长

2.1. 智能手机市场快速增长

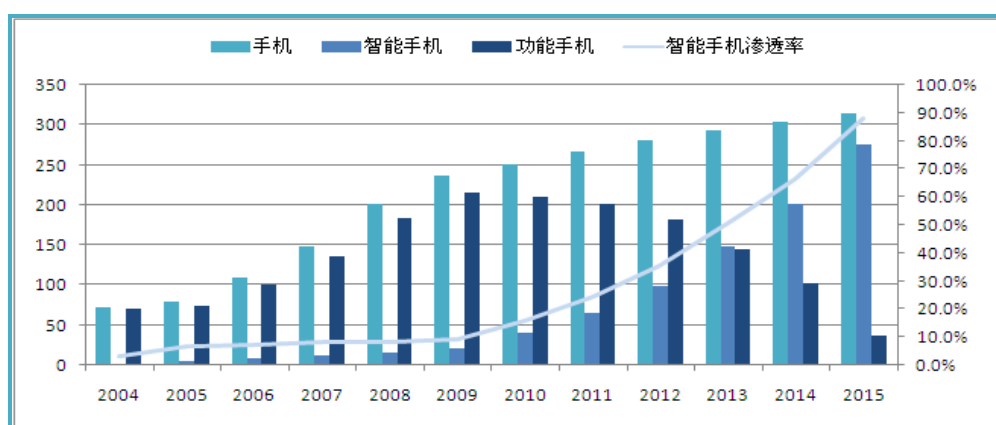
在全球消费需求升级和功能型手机向智能型手机升级的双引擎推动下, 智能手机市场规模快速增长。拓璞产业研究所数据显示, 2012 年出货量预计将达 6 亿部, 渗透率为 33.71%。IDC 数据显示, 2012 年二季度出货量达 1.54 亿部, 同比增长 42.1%, 国内智能手机厂商中兴出货量首次进入前五。国内智能手机市场做为新兴市场的代表也将保持高速增长, 2011 年下半年已连续两季度超越美国, 2012 年仍将保持高速增长势头。DCCI 数据显示, 2012 年国内智能手机出货量将达 1 亿部, 比 2011 年新增 0.34 亿部, 增幅超过 50%。

图 5: 全球智能手机出货量统计



数据来源：拓璞产业研究所，东北证券整理

图 6: 国内智能手机出货量统计



数据来源：DCCI，东北证券整理

2.2. 智能手机对电感和射频元件需求增加

随着智能手机对功能手机的替代，电感和射频元件的需求增加。普通功能型手机使用电感的数量为10-20颗，智能型手机的使用量增加一倍以上，为30-40颗，而苹果手机的用量更是高达90多颗。射频元件属于高端定制化产品，利润率较高，一般用在手机的蓝牙模块、WIFI模块、GPS天线模块及支付模块等。

表 1: 片式电感细分领域使用数量

应用领域	产品	使用数量
LCD 液晶电视	电感、磁珠、功率电感	80-120
LCD 显示器	电感、磁珠	60-80
手机	电感、磁珠	20-30
便携计算机	电感、磁珠	50-60
数字机顶盒	电感、磁珠、功率电感	10-30
车载/汽车电子产品	电感、磁珠、功率电感	20-30
DVD	叠成片式电感、磁珠	20-31
计算机主板	电感、磁珠	25-35
无线网络终端	电感、磁珠、功率电感	10-15

数码相机	电感、磁珠、功率电感	10-20
XDSL/Cable Modem	电感、磁珠、功率电感	8-20
平板电脑	电感、磁珠、功率电感	10-20

资料来源：公司招股说明书，东北证券整理

表 2：射频元件细分领域使用数量

应用领域	片式射频元件名称	使用数量
手机发射接收模块、蓝牙模块、WIFI 模块、GPS 模块、WLAN 模块	滤波器、天线、蓝牙天线、蓝牙滤波器、WIFI 天线、WIFI 滤波器、WLAN 天线、GPS 天线	1-5
便携式计算机蓝牙模块、WIFI 模块、WLAN 模块	蓝牙天线、蓝牙滤波器、WIFI 天线、WIFI 滤波器、WLAN 天线	3-5
MID（平板电脑）蓝牙模块、WIFI 模块、GPS 模块、WLAN 模块	蓝牙天线、蓝牙滤波器、WIFI 天线、WIFI 滤波器、WLAN 天线、GPS 天线	2-3
汽车电子产品蓝牙模块、GPS 模块	蓝牙天线、蓝牙滤波器、GPS 天线	2-4

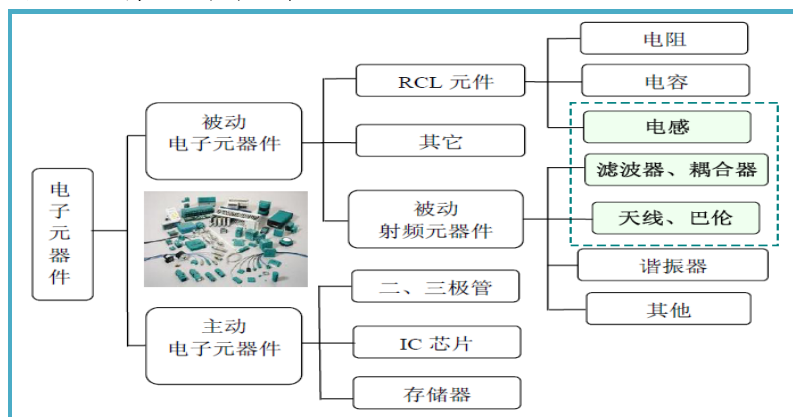
资料来源：公司招股说明书，东北证券整理

2.3. 电感和射频元件行业快速成长

2.3.1. 行业简介

根据对电流的反应不同，电子元器件产品可以分为主动电子元器件与被动电子元器件。主动电子元器件，即能够执行数据运算、处理的组件，主要包括 IC 芯片、二极管、三极管等，其特点是等效电路均含有受控电源；被动电子元器件，即不含有受控电源的电路组件，主要包括 RCL 及被动射频元器件两大类。

图 7：公司产品所属范畴

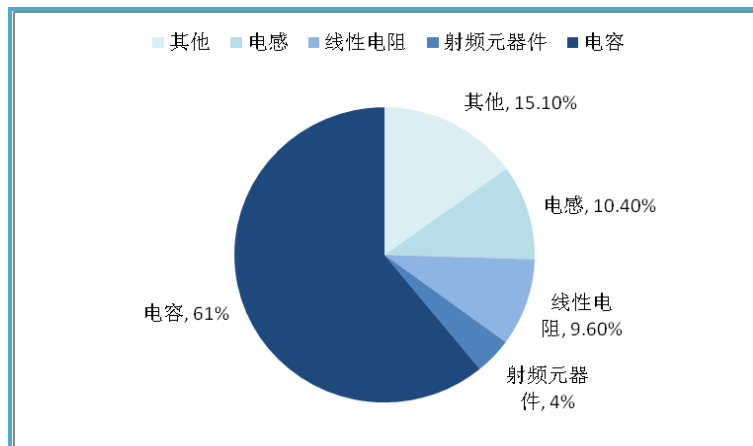


资料来源：公司招股说明书，东北证券整理

根据中国电子元件行业协会的统计数据，2010 年全球被动电子元器件市场中，电感和射频元器件产值规模较大，其中电感占全球被动电子元器件产值的比重为

10.4%，射频元器件占全球被动电子元器件产值的比重为4%。

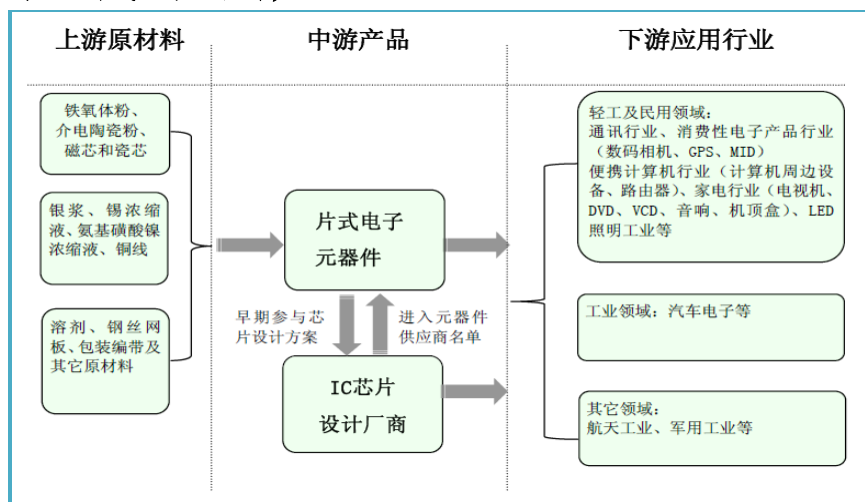
图 8：2010 年全球被动电子元器件产值分布



数据来源：公司招股说明书，东北证券整理

片式电感与片式LTCC射频元器件的上游行业是电子材料制造业。作为新型电子元器件，片式电子元器件的原材料与传统的电子元器件有较大不同。片式电感与片式LTCC射频元器件的上游原材料包括银浆、铁氧体粉、介电陶瓷粉、磁芯、导线等，其下游行业主要是通讯、电脑、消费类电子、小家电、卫星通讯以及汽车电子等领域的终端电子产品制造业。片式电感与片式LTCC射频元器件进入下游行业的渠道一般有两类：①直接与下游客户联系，通过确认进入客户供应链；②与芯片设计厂商合作，进入其元器件供应商名单，然后进入下游客户供应链。目前在智能手机领域多采用第二类渠道。

图 9：片式电子元器件产业链



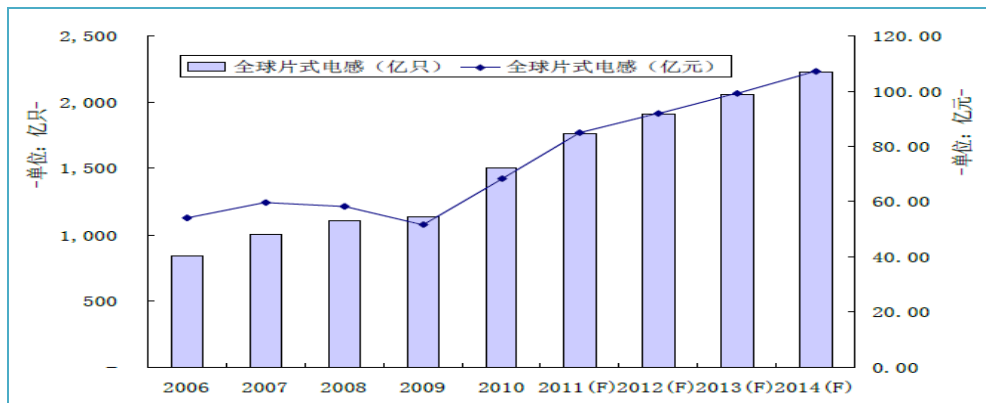
资料来源：公司招股说明书，东北证券整理

2.3.2. 行业快速增长

随着电子信息产业的飞速发展，片式电感凭借其体积小、成本低、屏蔽性能优良、可靠性高、便于表面高密度贴装等优异特性，在移动通信等领域获得广泛应用，逐步成为电感市场的主流发展方向。根据中国电子元件行业协会的统计数据，2010年全球片式电感市场规模为 68.49 亿元，预计 2014 年将达 107.15 亿元。国内市场

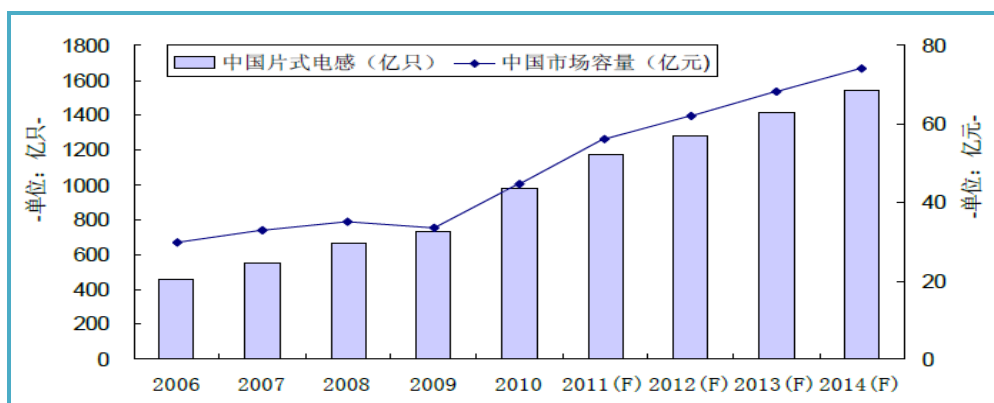
2010 年约为 45 亿元，预计 2014 年将达 74 亿元。

图 10: 全球片式电感市场规模及预测



数据来源：公司招股说明书，东北证券整理

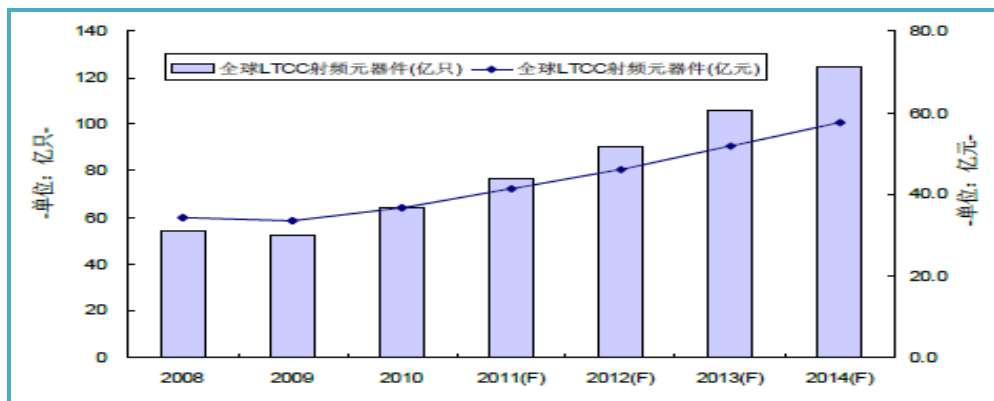
图 11: 国内片式电感市场规模及预测



数据来源：公司招股说明书，东北证券整理

片式射频元件主要应用于移动通信、数据传输等无线通讯领域，应用对象主要有手机、蓝牙模块、WIFI 模块、WLAN 模块及移动电视、PND、卫星收音机及卫星高频头等电子产品。无线通讯是电子信息产业未来发展的重要方向，片式射频元件拥有着极其广阔的市场前景。根据电子元件行业协会统计数据显示，2010 年全球射频元件需求量为 64 亿只，合计 36.5 亿元，预计 2014 年将达 57.5 亿元。

图 12: 全球片式射频元件市场规模及预测



数据来源：公司招股说明书，东北证券整理

3. 国内领先的电感和射频元件制造厂商

3.1. 技术优势显著

公司在电感和射频元件领域积累多年，技术优势显著。公司为国内第一家掌握射频元件湿法生产技术的厂商。公司开发出流延湿法制造射频元件的整套工艺技术，克服了以往采用湿法制造射频元件存在的一致性差、精度不高等技术难点，降低了射频元件的制造成本，并成功研制出多种规格的蓝牙滤波器、WIFI 滤波器、GPS 天线等射频产品。公司研制出高频、高阻抗、小损耗、高稳定性的铁氧体粉、可低温烧结的陶瓷粉以及电极浆料材料的配方。公司自主研发的微波介电材料具有高 Q 值、稳定的温度系数，并且介电常数 ϵ_r 在 5-80 之间，在国内同行业中处于领先地位。

表 3: 流延湿法与流延干法比较

工艺名称	优点	缺点	一次性下线合格率
流延湿法	1. 生产设备投入远低于干法工艺，原材料价格较低，生产成本低； 2. 产品精度相对较高，能够满足当前主流客户对精度的要求； 3. 产品主要参数、性能方面均能满足当前主流客户需求。	1. 产品精度和一致性低于干法； 2. 对员工技能水平要求高，技能高低对产品合格率存在影响； 3. 生产周期较干法长。	工艺水平和员工技能对合格率影响较大，目前麦捷科技湿法生产片式 LTCC 射频元器件的一次性下线合格率为 85% 左右。
流延干法	1. 精度高，一致性好，理论上合格率较高； 2. 生产周期短、柔性化程度高。	1. 设备及关键配件均依赖进口，价格昂贵，且关键核心设备国外一般限制出口，对原材料和主要辅材也有特殊要求，材料成本及制造生产成本高； 2. 生产制作及维护费用较高； 3. 产品精度对设备先进性依赖程度高，如关键核心设备无法进口，对产品精度影响较大。	关键核心设备的先进性对合格率影响较大，依设备先进程度不同，合格率大约在 70%-90% 之间。

资料来源：公司招股说明书，东北证券整理

3.2. 行业排名前列

电子元件行业协会统计数据显示，2010 年麦捷科技片式电感的产量是 49.51 亿只，占全球片式电感市场份额的 3.29%，位居全球片式电感生产厂商第六位，位居中国大陆片式电感生产厂商第二位，仅次于同行业上市公司顺络电子。片式射频元件市场方面，公司 2010 年射频元件的产量是 0.69 亿只左右，占全球片式射频元件市场份额的 1.08% 左右，位居中国大陆第一位。

表 4: 全球片式电感主要生产企业

序号	企业简称	国家/地区	成立时间	主要产品	产量 (亿只)	市场份额
1	TDK-EPC	日本	1935	电感器、铁氧体和附件、电容器、RF 产品/ 声表面波元件和模块、传感器和传感器系统、电子保护器件、陶瓷开关和加热元件/压电元件、EMC 滤波器	220	14.62%
2	Murata	日本	1953	独石陶瓷电容器、SAW 滤波器、陶瓷振荡子、压电传感器、陶瓷滤波器、压电蜂鸣器、近距离无线通信组件（包括 Bluetooth® 模块）、多层装置、连接器、隔离器、介质滤波器、电源、电路组件、EMI 静噪滤波器、电感、传感器、电阻器等	180	11.96%
3	顺络电子	中国广东	2000	片式电感器、片式压敏电阻器、NTC 热敏电阻器和共模扼流器等新型电子元器件	161.09	10.70%
4	Taiyo Yuden	日本	1950	陶瓷电容器、电感器、电路模块（电源、高频）、光记录媒体、高频介电元件（片状天线、多层片状滤波器）、SAW/FBAR 设备、压敏电阻、能源设备（PAS 电容器、锂离子电容器）等	120	7.97%
5	奇力新电子	中国台湾	1972	SMD 型积层（高频）电感、SMD 型绕线电感（共模扼流器、精密线圈）及 SMD 型功率电感	87	5.78%
6	麦捷科技	中国广东	2001	片式普通电感、片式功率电感及片式 LTCC 射频元器件等	49.51	3.29%
7	振华富电子	中国广东	2001	叠层片式电感器、叠层片式高频电感器、叠层片式磁珠以及模压片式电感器、功率片式电感器、CDP 型电容器等全系列电感元件	46.52	3.09%
8	Toko	日本	1955	小型固定电感器、线圈、片感、变压器、介质滤波器、压电陶瓷滤波器、LC 滤波器、谐振器、介质天线、模块产品等	38	2.52%
9	Panasonic	日本	1918	电阻器、RF/网络组件、热敏电阻、电容器、滤波器、印制线路板、电感器、EMC 部品、开关、保险丝等	33	2.19%
10	风华高科	中国广东	1984	片式多层陶瓷电容器、片式电阻器、片式电感器、片式压敏电阻器、铝电解电容器、片式钽电解电容器、片式铝电解电容器、固体铝电解电容器、片式二、三极管、集成电路封装、厚膜集成电路、软磁铁氧体磁芯、电子陶瓷材料、浆料、电子化工材料、电子专用设备、精密机械等	32	2.13%

资料来源：公司招股说明书，东北证券整理

表 5：国内射频元件主要生产企业

企业简称	地区	成立时间	主要产品	产量 (亿只)	市场份额
麦捷科技	广东	2001	片式普通电感、片式功率电感及片式 LTCC 射频元器件等	0.69	1.08%
嘉兴佳利	浙江	1995	介质谐振器、介质滤波器、LTCC 产品、陶瓷天线、有源天线组件、G-MOUSE、GPS OEM 板、手持式 GPS 接收机等	0.25	0.39%
顺路电子	广东	2000	片式电感器、片式压敏电阻器、NTC 热敏电阻器和共模扼流器等新型电子元器件	0.145	0.23%
磊德科技	广东	2006	各种手机天线、2.4GHz 片式天线 (Bluetooth、WLAN 等) 以及 RFID 天线	0.12	0.19%

资料来源：公司招股说明书，东北证券整理

3.3. 客户资源丰富

公司在电感、射频元件行业耕耘多年，通过与芯片设计厂商合作和自身开拓，积累了丰富的优质客户资源。主要客户包括：TCL 王牌、创维集团、华为通信、冠捷科技、香港领明电子、同洲电子、兆驰股份、摩托罗拉、三洋、海尔、海信、比亚迪等国内外知名厂商。

4. 受益 IC 厂商放量，大幅提升产能

公司目前已经和联发科技、高通等主流 IC 芯片设计厂商展开密切合作，并已成为多个主流芯片方案的元器件合格供应商。随着联发科再次上调全年智能手机芯片出货总量，由 7500 万套再次提升至 9500 万套，将加大对元器件的需求，使得其元器件供应商受益。为了能更好地配合芯片设计厂商上调出货量，公司大力推进募投项目，大幅提升产能。公司三大募集资金项目为，片式电感系列产品扩产建设项目，片式射频元件产业化建设项目，研发中心建设项目。通过募投项目建设，公司新增片式电感年产能 46.5 亿只，其中每年新增叠层片式电感 44.64 亿只、功率电感 1.86 亿只，新增片式射频元件 1.86 亿只。募投项目将大幅扩张公司现有产能，满足芯片厂商上调出货量需求。

表 6：公司募投项目情况一览表

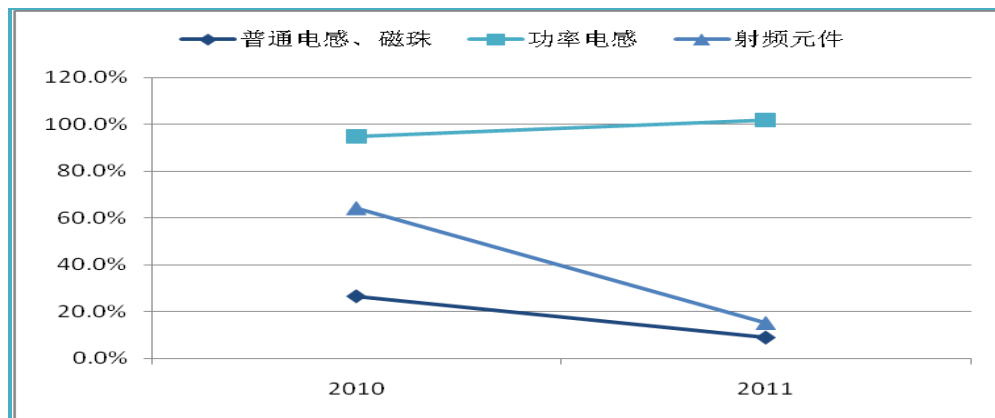
项目名称	投资总额 (万元)	建设期 (年)
片式电感系列产品扩产建设项目	7574	1.5
片式射频元件产业化建设项目	2746	1.5
研发中心建设项目	1571	1.5

资料来源：公司招股说明书，东北证券整理

5. 优化产品结构，提升盈利能力

公司不断优化产品结构，提升盈利能力。公司传统业务是普通电感和磁珠类产品，11年贡献营收8858.21万元，同比增长8.87%；公司的高端产品是功率电感和射频元件，其中功率型电感11年销售额为2975.06万元，同比增长101.91%，射频元件11年销售额为1239.22万元，同比增长15.27%。未来公司将进一步提升功率电感在营收中的占比，降低普通电感和磁珠在营收中的占比，不断优化产品结构。

图 13: 公司三类产品收入增速对比



数据来源：公司招股说明书，东北证券整理

6. 结论

1. 智能手机拉动需求增长：智能手机市场规模快速增长，2012 年全球出货量预计将达 6 亿部，渗透率为 33.71%。2012 年国内智能手机出货量将达 1 亿部，增幅超过 50%。智能手机对片式电感和射频元件的需求增加。片式电感 2010 年国内市场规模约为 45 亿元，预计 2014 年将达到 74 亿元。射频元件 2010 年全球市场规模为 36.5 亿元，预计 2014 年将达到 57.5 亿元。

2. 公司是国内领先的电感和射频元件制造厂商：公司技术优势显著，多项技术在国内同行业中处于领先地位。公司行业排名前列，片式电感业务位居全球生产厂商第六位，中国大陆第二位，射频元件业务位居中国大陆第一位。公司已进入多家国内外知名厂商供应链，客户资源丰富。

3. 受益 IC 厂商放量，大幅提升产能：随着芯片设计厂商上调出货量，将加大对元器件的需求，使得其元器件供应商受益。公司通过募投项目建设，新增片式电感年产能 46.5 亿只，片式射频元件 1.86 亿只。

4. 优化产品结构，提升盈利能力：公司将进一步提升功率电感在营收中的占比，降低普通电感和磁珠在营收中的占比，不断优化产品结构，提升盈利能力。

7. 投资建议

我们认为公司处于电感与射频元件行业与下游终端行业关联度高，下游智能手机需求的增加为电感与射频元件行业的高速发展提供保障，公司主导产品包括普通电感与磁珠、功率电感、射频元件等，行业优势显著，但是目前市场竞争激烈，上游材料价格上涨过快，公司在市场开拓方面仍面临较大的压力，我们对公司未来营

业状况保持谨慎态度。

综上，普通电感与磁珠、功率电感、射频元件仍是公司营业收入的主要来源。我们预测公司2012年到2014年公司EPS 分别为0.69, 0.89, 0.98元，当前股价对应动态PE分别为23.69, 18.35和16.68倍，首次给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：行业景气度低迷，上游材料价格上涨过快，产品价格下滑过快，下游订单低于预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	46	37	13	59	净利润	31	37	48	52
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	2	0	0	0
应收款项	32	27	41	46	折旧及摊销	5	5	9	14
存货	30	40	56	66	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	0	0	0	0
流动资产合计	113	109	117	179	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-12	-7	-19	-4
长期投资净额	0	0	0	0	其他	0	0	0	0
固定资产	25	26	71	87	经营活动净现金流量	26	35	37	62
无形资产	3	3	3	3	投资活动净现金流量	-7	-44	-61	-16
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	0	0	0	0
非流动资产合计	31	70	122	123	企业自由现金流	18	-10	-24	46
资产总计	144	178	239	302					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	27	24	35	45		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	1	1	2	2	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益（元）	0.79	0.69	0.89	0.98
流动负债合计	31	28	42	53	每股净资产（元）	2.83	3.75	4.93	6.24
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量（元）	0.65	0.66	0.70	1.17
其他长期负债	0	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	0	0	0	0	营业收入增长率	22.34%	21.55%	41.52%	13.84%
负债合计	31	28	42	53	净利润增长率	22.52%	17.16%	29.10%	10.04%
归属于母公司股东权益合计	113	150	197	250	盈利能力指标				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	37.92%	37.61%	35.44%	34.76%
负债和股东权益总计	144	178	239	302	净利率	24.04%	23.17%	21.13%	20.43%
					运营效率指标				
利润表（百万元）					应收账款周转率（次）	71.59	62.97	67.28	65.13
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率（次）	137.62	146.33	141.97	144.15
营业收入	131	159	225	256	偿债能力指标				
营业成本	81	99	145	167	资产负债率	21.40%	15.97%	17.45%	17.40%
营业税金及附加	1	1	2	2	流动比率	3.66	3.82	2.81	3.40
资产减值损失	2	0	0	0	速动比率	2.60	2.36	1.39	2.08
销售费用	3	5	6	7	费用率指标				
管理费用	10	13	18	21	销售费用率	2.66%	2.86%	2.76%	2.81%
财务费用	0	-1	0	-1	管理费用率	7.76%	8.13%	7.95%	8.04%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	0.06%	-0.63%	-0.18%	-0.20%
投资净收益	0	0	0	0	分红指标				
营业利润	33	42	55	60	分红比例	—	0.00%	0.00%	0.00%
营业外收支净额	3	0	0	0	股息收益率	—	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	36	42	55	60	估值指标				
所得税	5	5	7	8	P/E（倍）	27.76	23.69	18.35	16.68
净利润	31	37	48	52	P/B（倍）	7.71	4.36	3.31	2.62
归属于母公司净利润	31	37	48	52	P/S（倍）	5.00	4.12	2.91	2.55
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	27.79%	24.56%	24.08%	20.94%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760