

业绩驱动与主题投资并举

电子行业 2010 年投资策略报告

电子元器件

领先大市-B

上次评级

同步大市-A

报告日期

2009-12-16

报告关键点：

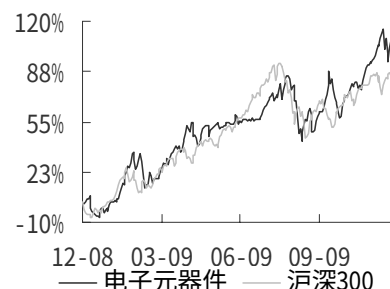
- 产品升级换代需求促行业进入新的增长周期
- 板块进入业绩和估值双重驱动阶段，高估值将维持

报告摘要：

- 电子行业现V型复苏态势。**比较金融危机和科网泡沫后电子业的走势变化可以发现，这次危机后电子业呈现出了明显的V型反转态势，而科网泡沫后电子业则经历了一个U型复苏的过程。主要原因是电子产品的需求并没有泡沫，金融危机只是短期内使需求延后，随着经济的复苏，这些延后的需求释放出来，使电子业呈现出强劲的V型复苏特征。
- 行业进入新一轮增长周期。**从电子终端产品来看，其发展呈现出四大趋势，即智能化、高清、薄型小型化、可触控。并且在经过数年的技术进步和市场培育后，每个方向上涌现出的新产品和技术开始逐步进入到大规模替代和普及的阶段，经过金融危机的洗礼之后，新产品和技术进入市场的速度加快。总体来看，伴随电子产品升级换代潮的出现以及新技术新产品市场的快速启动，我们判断电子行业经过危机洗礼后将进入新一轮增长周期。这一方面从基本面方面为电子企业的业绩增长注入了强劲的动力，另一方面也使得电子行业涌现出更多的投资主题和热点。在新的增长周期中，上市公司中一批注重技术创新、较早进入全球产业分工链条中的企业将迎来快速崛起、迅速提升市场份额的良机。
- 上调行业评级至领先大市-B。**主要理由有以下几点：第一，从行业基本面来看，行业新的增长周期来临，并且更多的杀手级产品和技术应用已经出现，因此行业未来几年将迎来一段黄金发展阶段，很多电子上市公司的盈利增长将大幅超越宏观经济增长水平；第二，在低碳经济时代，电子行业作为低能耗、高附加值科技型行业需要在调结构的过程中获得超常的发展，因此必然会从资金、政策等各个层面得到更多的支持；第三，中国资本市场价值重估的阶段仍然没有结束，这意味着流动性驱动的行市仍将延续，主题投资和趋势投资仍将是主导，热点众多、以小盘和题材股为主的电子行业有望保持较强的走势；第四，创业板的推出使科技股受到持久性关注。一方面创业板的高估值会对主板和中小板的相关公司的高估值形成一定支撑，另一方面，越来越多具有新模式、新技术和新产品的电子IT公司登陆创业板，资金对板块的关注度将不断提高，这对于电子IT类公司估值的保持和抬升构成很大的支撑。
- 业绩驱动和主题投资并举。**从业绩增长来看，客户结构和新品推广是选择公司的两大标准。那些已经稳定的进入跨国公司配套体系，并具有一定技术优势、能够满足跨国公司升级产品推广需求的公司，业绩有望实现快速增长。一些经过了一定拓展和变革，产品结构有较大的变化，新产品进入大规模普及阶段的公司也具备了高增长的条件。我们认为LED、触摸屏和新能源将成为持续的热点，后3G概念将随着3G用户发展进展带来阶段性投资机会，而物联网概念则由于短期内缺乏成熟的模式，更多的停留在概念阶段，泡沫化的估值也将使得该主题概念失去热度。另外，伴随创业板的推出，还将不断的涌现出更多的热点主题。未来创业板中可能上市的公司，也会对主板中类似产品和业务模式的公司带来投资机会。我们重点推荐的公司包括青岛软控、莱宝高科、歌尔声学、顺络电子、超声电子。另外广州国光、通富微电、威创股份、得润电子、三安光电等公司也值得关注。

首选股票	目标价	评级
002073 青岛软控	28.0	买入-A
002106 莱宝高科	27.3	买入-B
002138 顺络电子	20.7	增持-A
000823 超声电子	10.8	增持-A
002241 歌尔声学	27.5	增持-A
002156 通富微电	12.2	增持-A

12 个月行业表现



研究员

侯利

行业分析师

010-66581625

houli@essence.com.cn

前期研究成果

电子：行业显好转迹象，明显复苏仍需时日

2009-07-29

电子：随“新”而动

2009-06-17

电子：防御为主，关注去产能化带来的机会

2009-03-19

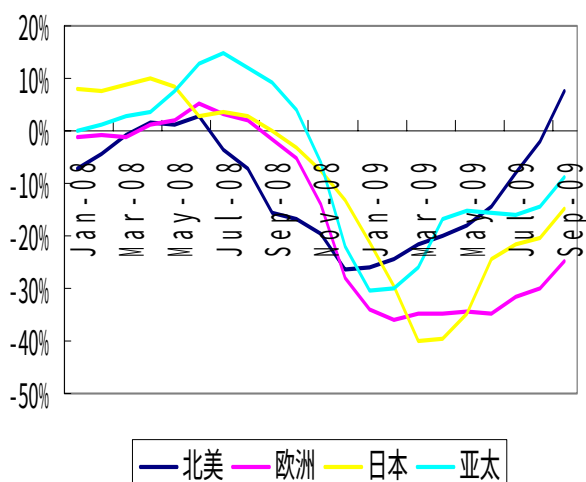
1. 电子行业 V 型反转趋势确立

1.1. 主要细分行业复苏态势明确

1.1.1. 半导体行业快速复苏

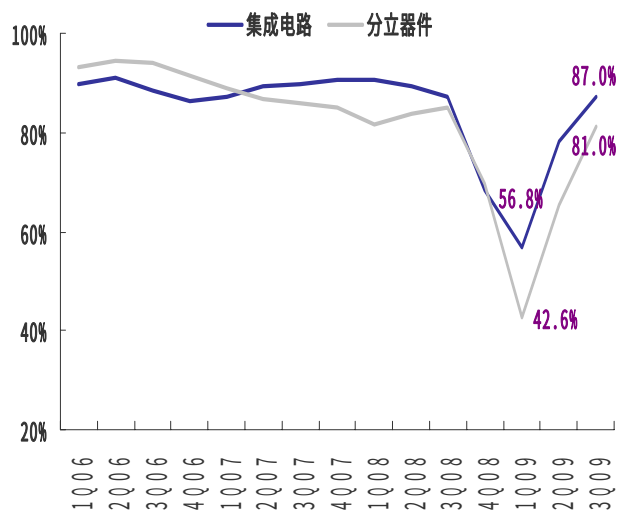
在 2009 年 1 季度见底后，半导体行业向上反弹回升的劲道强劲。全球半导体企业的销售收入和产能利用率迅速回升。2009 年 3 季度，全球半导体销售额同比降幅已经收窄至 10.1%，美国市场更是实现了 7.8% 的同比增长。从产能利用率来看，3 季度全球集成电路和分立器件厂商产能利用率已经回升至 87% 和 81%，已经接近 08 年同期水平。

图 1 全球主要区域半导体销售额增长变化趋势



数据来源：SIA 安信证券研究中心

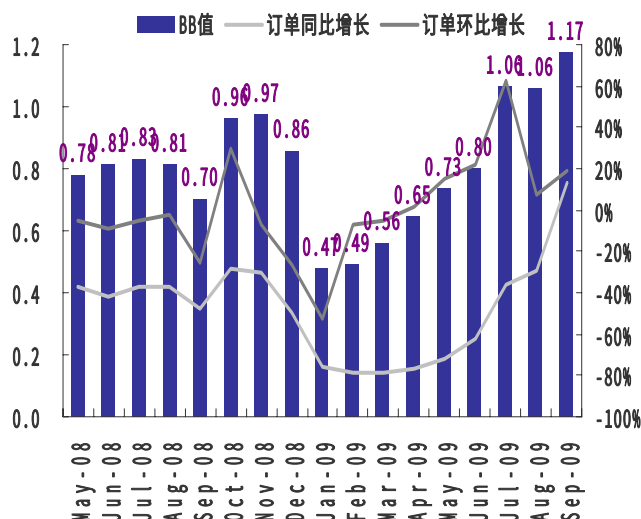
图 2 全球半导体厂商产能利用率情况



数据来源：SIA 安信证券研究中心

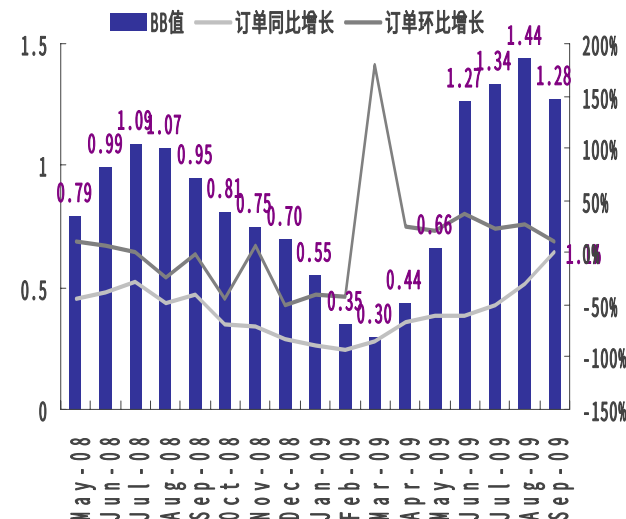
产能利用率的回升和市场需求的旺盛使全球半导体厂商的投资意愿增强。根据 SEMI 的统计，北美半导体设备厂商订单出货比(B/B Ratio)为 1.17，较 8 月份的 1.06 显著成长，目前已连续 8 个月呈现正成长之情况。北美半导体设备厂商 9 月份的 3 个月平均全球订单预估金额为 7.33 亿美元，较 2009 年 8 月份最终订单金额 6.15 亿美元增加 19.3%，比 2008 年同期成长 12.8%。随着半导体产业整体景气好转，半导体相关设备的订单量也从今年第三季开始回升，而今年九月份的订单年成长率(相较于去年同期 year-to-year)更是从 2007 年五月以来首次出现正成长。日本半导体设备厂商的订单也呈现同样的走势，9 月份订单实现了同比增长。

图 3 北美半导体设备企业 BB 值及订单增长率



数据来源：SEMI 安信证券研究中心

图 4 日本半导体设备企业 BB 值及订单增长情况

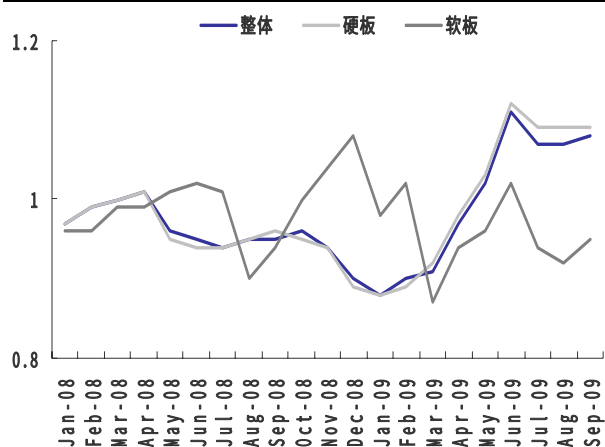


数据来源：SEAJ 安信证券研究中心

1.1.2. PCB 反弹势头将延续

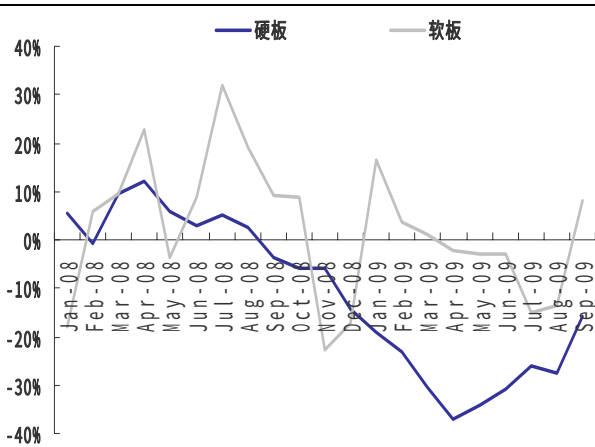
根据 IPC 的统计, 北美 PCB 厂商 BB 值已经连续 5 个月保持在 1 以上。而从出货量来看, 硬板反弹态势强劲, 而软板更是自 8 月以来就实现了同比增长。无论台湾上市 PCB 企业还是日本 PCB 企业产值同比降幅均大幅收窄, 环比持续增长。

图 5 北美 PCB 厂商 BB 值变化趋势



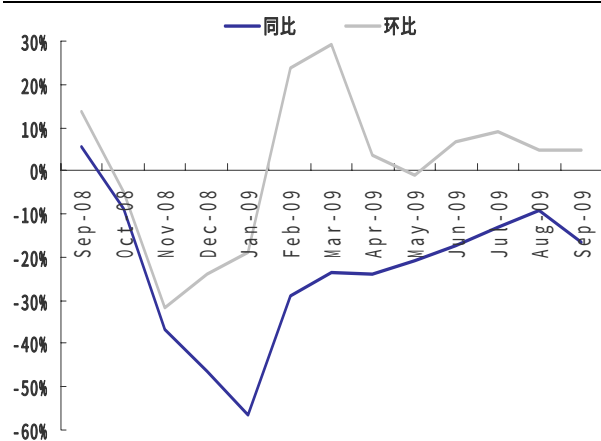
数据来源: IPC 安信证券研究中心

图 6 北美 PCB 厂商出货量增长变化趋势



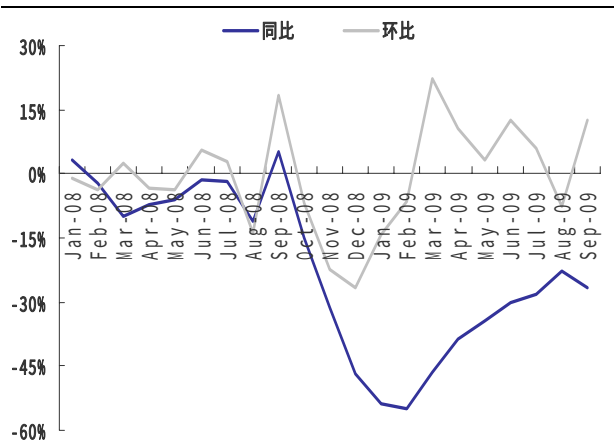
数据来源: IPC 安信证券研究中心

图 7 台湾 PCB 上市公司总体营收增长变化



数据来源: TPCA 安信证券研究中心

图 8 日本 PCB 行业产值变化趋势

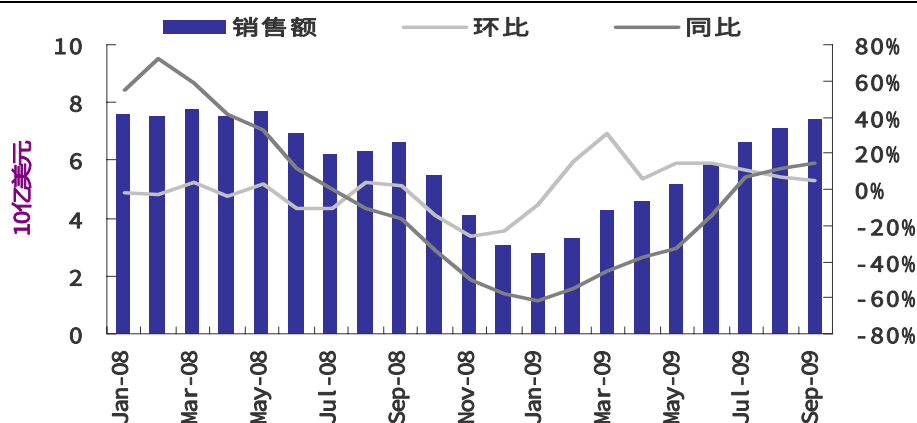


数据来源: JPCA 安信证券研究中心

1.1.3. 液晶面板增势强劲

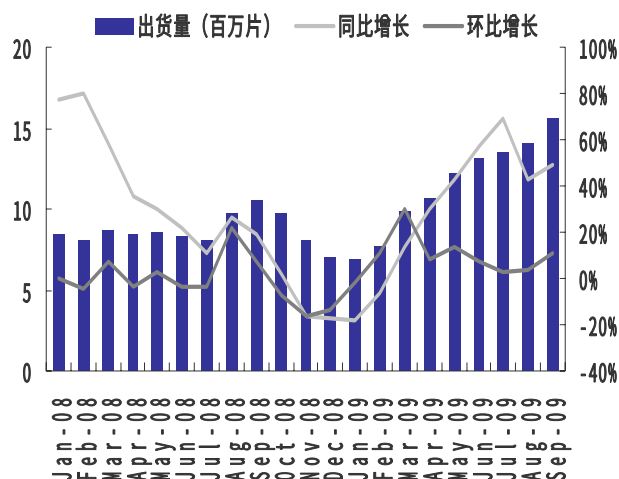
受液晶电视销售强劲, 笔记本电脑出货量快速回升带动, 全球大尺寸液晶面板 2 季度以来增势强劲, 销售额在 7 月份实现同比正增长。从出货量来看, 液晶电视面板已经连续 7 个月同比增长, 连续 5 个月同比增速超过 40%。笔记本电脑用液晶面板 7-9 月份出货量同比增速均在 40%左右, 显示出笔记本电脑厂商对未来市场需求的乐观预期。

图 9 全球大尺寸面板销售额及增长变化趋势



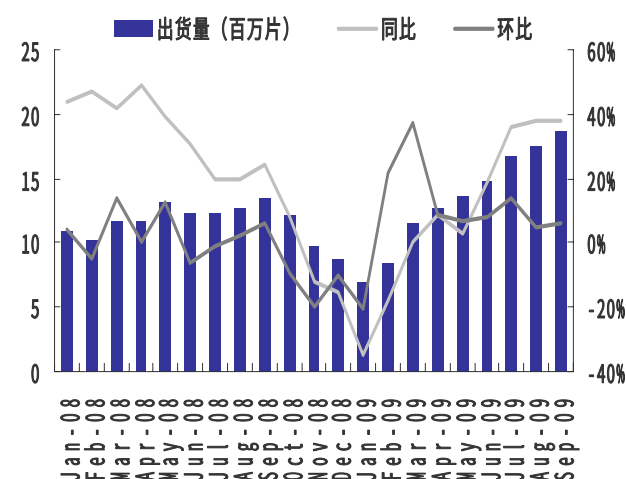
数据来源: Displaysearch 安信证券研究中心

图 10 液晶电视面板出货量及变化趋势



数据来源：Displaysearch 安信证券研究中心

图 11 笔记本电脑用液晶面板出货量及变化趋势

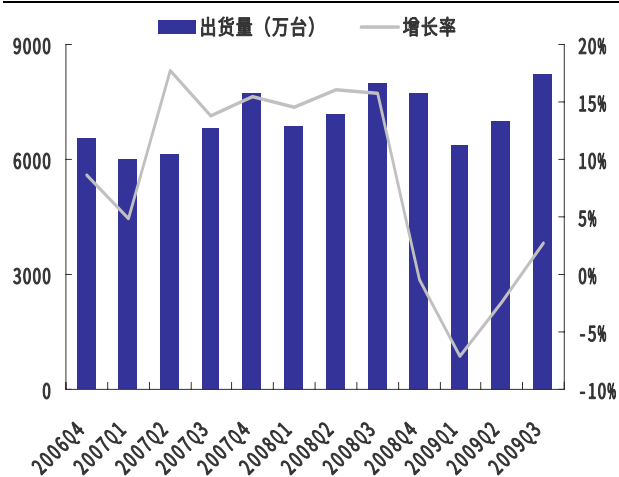


数据来源：Displaysearch 安信证券研究中心

1.1.4. 终端产品需求强劲带动电子元器件快速复苏

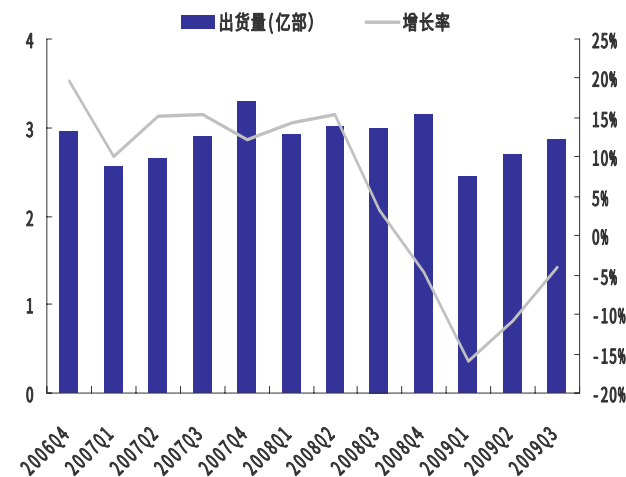
全球液晶电视、PC 和手机等重点电子消费产品需求的强劲复苏成为支持电子元器件行业快速复苏的主要动力。除液晶电视进入快速替代 CRT 电视阶段导致全球销量同比大幅增长外，随着全球经济复苏确立，PC 和手机出货量也迅速反弹。根据 IDC 的统计数据，在上网本热卖的带动下，PC 出货量在 3 季度实现同比增长，手机出货量也 3 季度降幅也落到个位数。

图 12 全球 PC 出货量季度变化情况



数据来源：IDC 安信证券研究中心

图 13 全球手机出货量季度变化情况



数据来源：IDC 安信证券研究中心

1.2. 主要国家和地区电子行业均现复苏

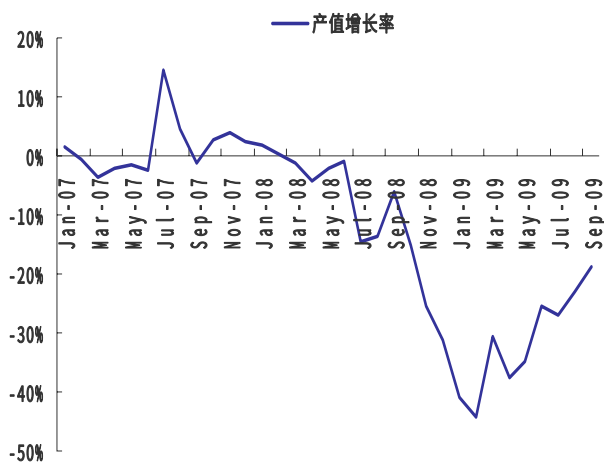
1.2.1. 日本电子业产值降幅收窄

日本电子业产值增速自今年 2 月见底后逐月回升，9 月份同比降幅已经收窄至 20%以内，预计未来将继续快速回升。我们预期由于日本电子行业竞争力有下滑趋势，且产能向中国大陆转移的趋势比较明确，因此尽管复苏态势明确，但从产值角度来看，恢复到历史高点尚需要较长一段时间。

1.2.2. 台湾电子业生产指数创新高

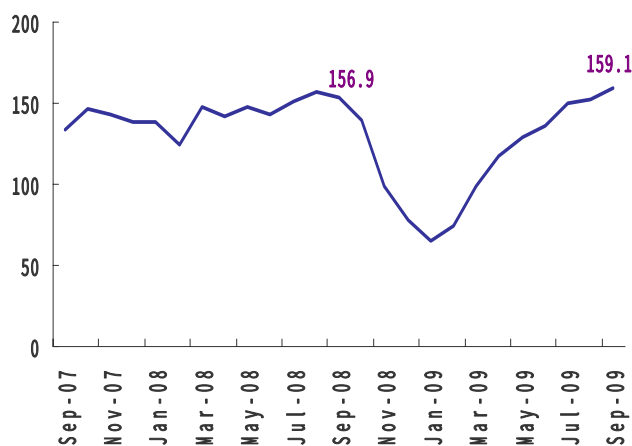
而作为全球电子行业重镇的中国台湾，9 月份电子行业生产指数更是超过 08 年 8 月份，创出历史新高。在全球电子行业产业分工未有大的变化情况下，作为电子制造和代工的主要区域，台湾电子业生产创历史新高也基本反映了全球电子行业的景气程度已经回升到接近历史高点，且台湾在一些产业前沿阵地的竞争优势正在加强。

图 14 日本电子行业产值同比变化趋势



数据来源：JEITA 安信证券研究中心

图 15 中国台湾电子行业生产指数变化

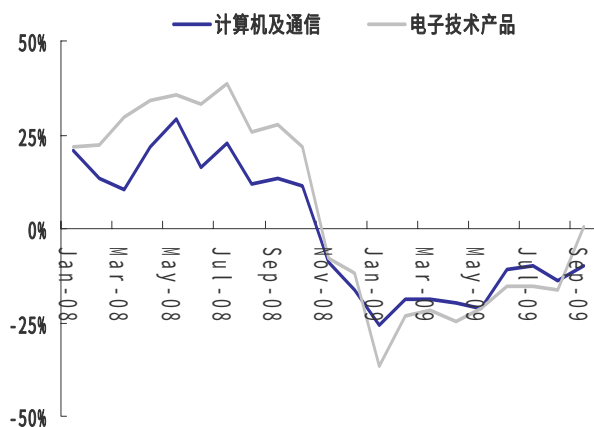


数据来源：CEIC 安信证券研究中心

1.2.3. 国内电子行业出口恢复，投资回暖

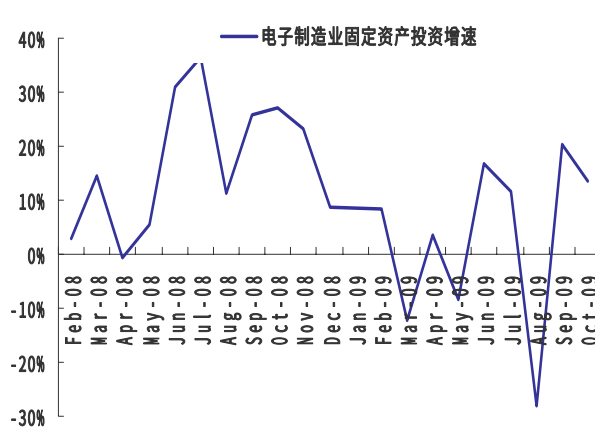
从国内电子行业来看，随着美国等发达经济体需求复苏，国内电子技术产品降幅也迅速趋窄，电子技术产品 9 月份出口已经同比转正，电子制造业的固定资产投资 9 月份也同比转正，10 月份继续保持比较强劲的增势。从上市公司来看，剔除 ST 和大尺寸面板公司后，3 季度净利润已经实现同比增长。

图 16 中国电子产品出口额增长率月度变化趋势



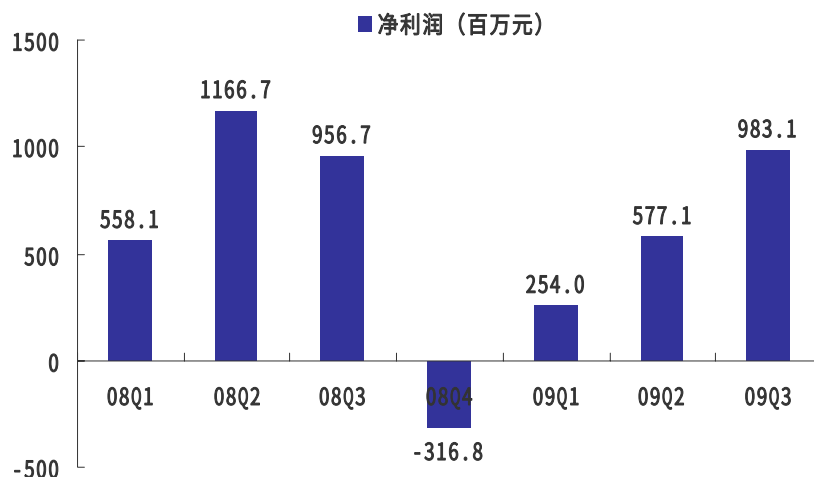
数据来源：wind 安信证券研究中心

图 17 中国电子制造业固定资产投资增速变化



数据来源：wind 安信证券研究中心

图 18 电子元器件上市公司单季度盈利变化



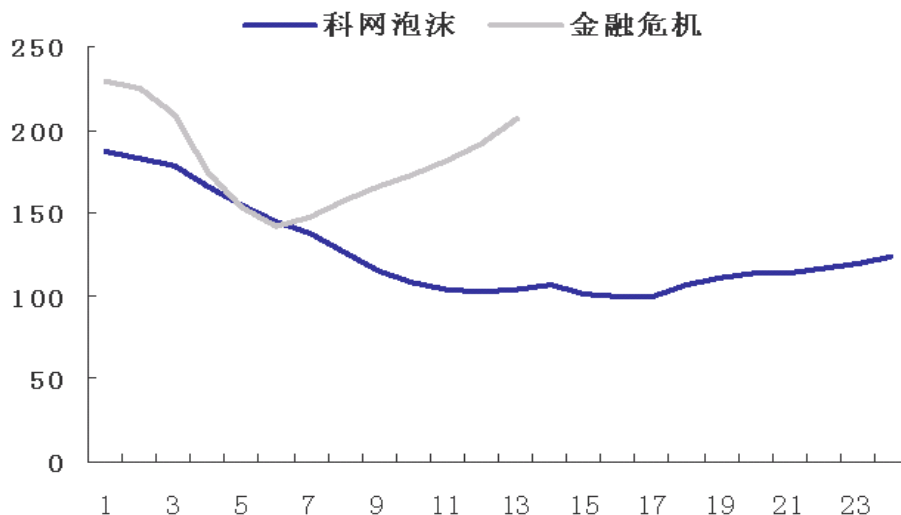
数据来源：wind 安信证券研究中心

注：剔除了 ST 和大尺寸面板上市公司

1.3. 小结：电子业 V 型反转趋势确立

比较金融危机和科网泡沫后电子业的走势变化可以发现，这次危机后电子业呈现出了明显的 V 型反转态势，而科网泡沫后电子业则经历了一个 U 型复苏的过程。两次危机后电子业复苏呈现出如此差别是可以预料的，因为科网泡沫是产业本身出了问题，需求端存在很大的泡沫，新的需求涌现并超越泡沫中的高点需要较长的时间，而金融危机中电子行业本身并没有问题，对电子产品的需求并没有泡沫，金融危机只是短期内使需求延后，而对电子产品的需求并没有明显减少。随着经济的复苏，这些延后的需求释放出来，使电子业呈现出强劲的复苏势头。

图 19 两次危机中全球半导体销售额变化趋势比较 单位：亿美元



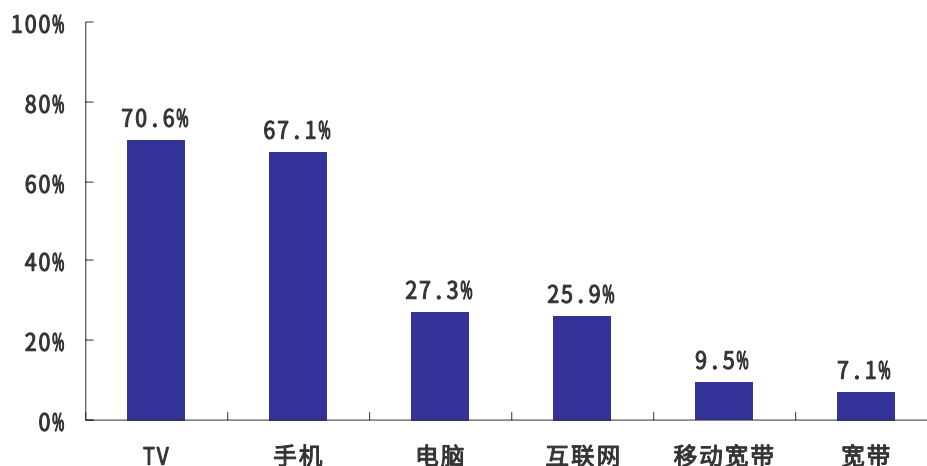
数据来源：SIA 安信证券研究中心 注：横轴表示月份数

2. 行业进入新的增长周期

2.1. 电子产品需求稳步上升，未来替换性需求将主导

根据 ITU 的统计，到 2009 年底，全球 TV、手机和电脑普及率将达到 70.6%、67.1%和 27.3%，互联网、移动宽带和宽带的普及率将分别为 25.9%、9.5%和 7.1%。从普及率来看，TV 和手机的普及率已经很高，电脑和互联网普及率密切相关，未来仍然有较大提升空间，不过从新增需求角度来看，未来普及率的继续上升将更多的来自于低端产品价格大幅下降带来的需求创造，对全球电子行业的增长贡献将会比较有限。

图 20 全球主要电子产品普及率

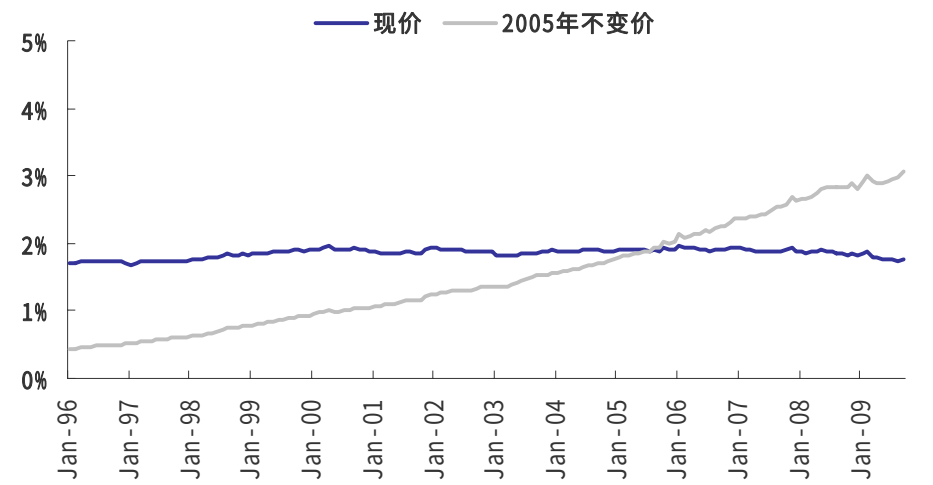


数据来源：ITU 安信证券研究中心

我们认为，尽管电子 IT 技术和产业已经经历了数十年的发展，至今仍然站在技术进

步和创新的前沿，尽管杀手级产品的推出速度开始变慢，但应该看到，电子信息产品的不断丰富发展是与人类社会文明进步紧密联系在一起的。持续的技术创新也将不断开发出新的电子产品来改善丰富人们的生活，提高劳动效率。基于此点，对电子产品的需求随着经济发展社会进步是存在很强的支撑的。我们可以从美国个人消费开支中电子产品开支占比数据看到这一点。从图 21 可以看到，尽管按现价计，电子产品开支占美国个人消费开支比重基本保持平稳，但按 2005 年价格计算，电子产品开支占比显著上升，这表明随着电子产品价格的下降，对电子产品的需求量实际上是在快速提升的。消费习惯一旦形成并固定下来，短时间是难以改变的。因此金融危机对电子产品需求的冲击只是短暂的，可以看做是正常需求的延后，是把当前的需求放到以后，这也意味着未来会出现两期需求叠加的超常增长。

图 21 美国个人消费开支中电子产品开支占比



数据来源：bloomberg 安信证券研究中心

由于消费习惯难以改变和逆转，对电子产品的依赖程度将会不断增长，普及率提升带来的电子产品保有量不断增加，这意味着未来升级换代需求将会持续增加。我们认为在短期杀手级产品尚难出现的情况下，未来电子行业的增长将由基于新增用户的普及率提升转向基于保有量的升级换代需求。升级换代的速度将取决于升级换代产品相对于原有产品的改进程度，这种改进或在功能上或在外观形式上。总之，由于电子产品更多的与人们的日常生活紧密联系一起，更多的商用产品向消费电子转变，并且越来越紧密的和潮流时尚联系在一起，因此电子产品的需求是有保障的。在一个经济复苏周期中，极可能取得超越宏观经济的成长。

图 22 美国批发商计算机相关产品存货与销售比变化趋势



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

从数据层面来看，我们可以看到，电子行业本次强劲的复苏一直是在对未来谨慎预期

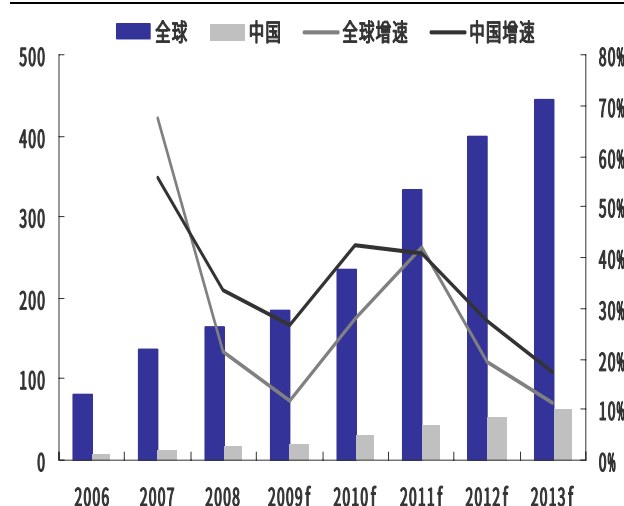
的情况下实现的。相关渠道的电子 IT 产品存货水平仍然低于历史平均水平。这也意味着未来全球经济步入正常周期变化轨道后，存货补充仍能够成为促进电子 IT 产品出货量增长的一个原因。

2.2. 多种产品升级换代趋势显现

从电子终端产品来看，其发展呈现出四大趋势，即智能化、高清、薄型小型化、可触控。并且在经过数年的技术进步和市场培育后，每个方向上涌现出的新产品和技术开始逐步进入到大规模替代和普及的阶段，经过金融危机的洗礼之后，新产品和技术进入市场的速度进一步加快。这一方面从基本面方面为电子企业的业绩增长注入了强劲的动力，另一方面也使得电子行业涌现出更多的题材和热点。

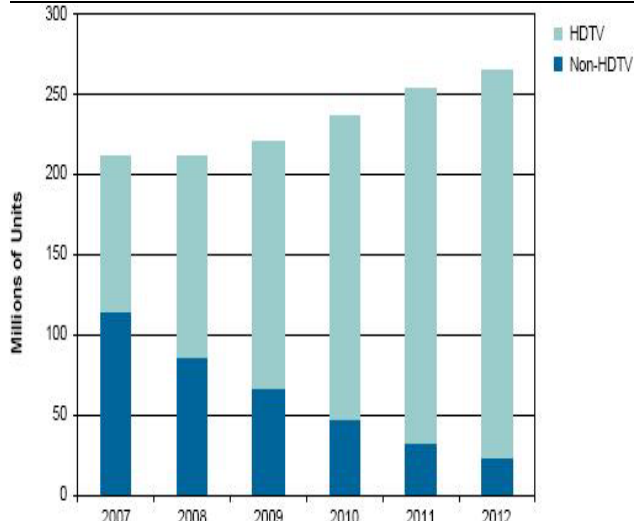
第一，智能化已经成为十分明显的趋势。智能家居、智能交通、智能汽车、智能电网、智能机器……，随着科技的发展，曾经只有在科幻大片或者小说中才能见到的场景逐步走入我们的世界，智能化的发展必然带动半导体行业、特别是 MCU（微控制器）保持良好的发展态势，许多电子终端产品将迎来升级换代潮。以手机为例，智能手机的出货量开始快速增长，并且受中国 3G 时代的来临，智能手机占手机市场的比重将呈现快速上升态势，根据 isuppli 的预测，未来三年全球智能手机销售复合增长率将超过 20%，而中国受 3G 用户增长带动将保持 30% 以上的复合增长率。我们认为该预测实际上是相当保守的。

图 23 全球和中国智能手机销量预测



数据来源：isuppli 安信证券研究中心

图 24 全球高清电视和非高清电视出货变化



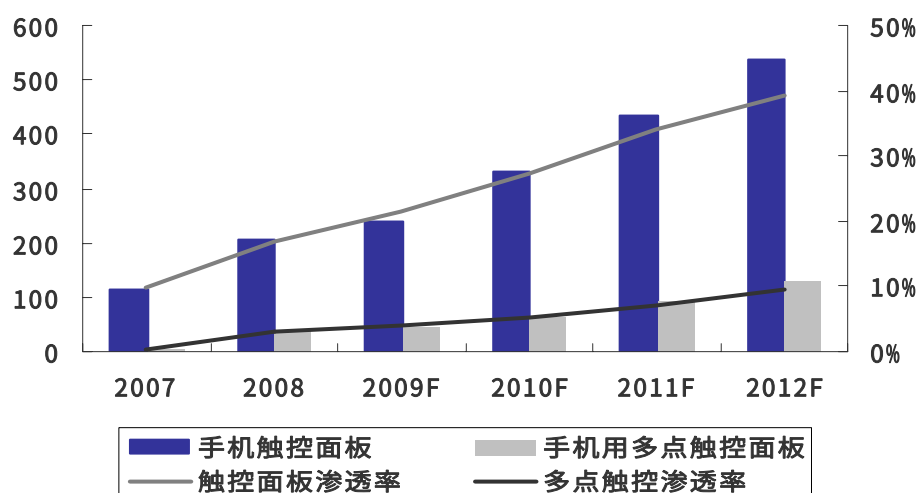
数据来源：isuppli 安信证券研究中心

第二，高清化势不可挡。2008 年，高清电视超过标清电视，成为全球出货量最多的电视。iSuppli 公司预测，到 2012 年高清电视出货量将从 2007 年的 9710 万台增加到 2.412 亿台，期间的复合年增长率为 20.0%。在机顶盒方面，高清机顶盒占全球总体机顶盒市场的比例不到 20%，但其复合年增长率高达 36%，预计到 2012 年占总体市场的比例将上升到 50%。

第三，触摸屏应用日趋多样化。随着信息及电子设备产品市场的迅速壮大，以及人们对电子产品智能化、便捷化、人性化要求的不断提高，触摸屏作为一种直觉式输入接口，得到了广泛的应用。目前，触摸屏的需求动力主要来自于消费电子产品，如手机、PDA、便捷游戏机、便携导航设备等。但随着触摸屏技术的不断发展，它在其他电子产品中的应用也会得到不断延伸。特别是今年 10 月份 windows7 的正式发布，附带了多点触控功能的 windows7 可能会推动触摸屏技术在笔记本电脑上的应用。而且从触摸屏技术来看，本身也存在着升级的空间。目前，在触摸屏领域主要有 8 种不同的技术：电阻式、表面电容式、投射电容式、表面声波式、红外线式、折射式、主动数字转换式和光学成像式。其中，电阻式触摸屏凭借低廉的价格，成为过去 5 年中销售量最高的触摸屏产品。然而，最近两年，受苹果公司推出的 iPhone 手机的影响，投射

电容式触摸屏得到了迅速发展。与电阻式触摸屏相比，它具备更高的透光度、分辨率、使用寿命，而且可实现多点触控，随着成本的下降，未来电容式触摸屏渗透率将快速提升。

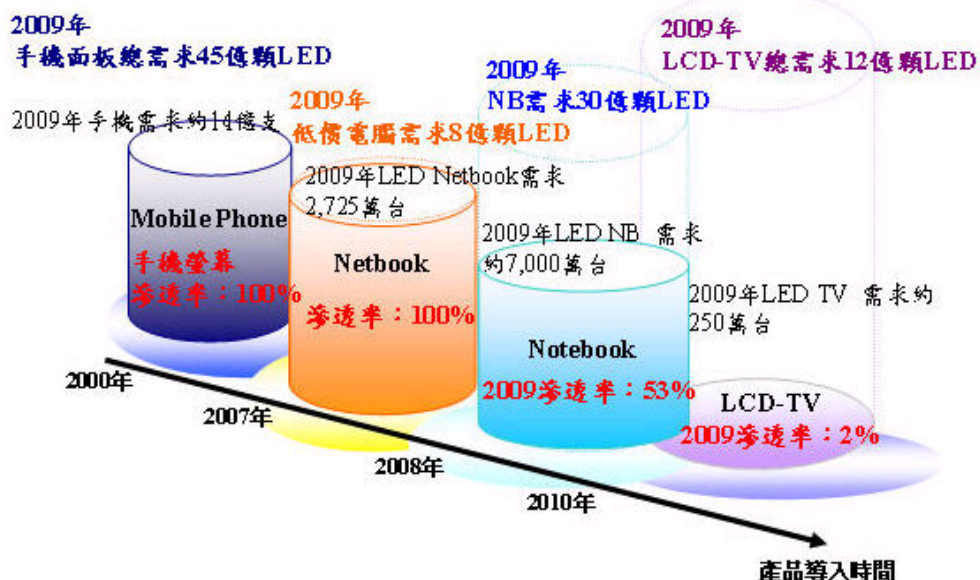
图 25 手机用触控面板出货量及渗透率预测



数据来源：DIGITIME 安信证券研究中心

第四，超薄便携市场启动。LED 背光的应用促进了笔记本电脑和液晶电视朝薄型化方向发展，根据台湾拓璞产业研究所的预测，2009 年 LED 背光笔记本电脑渗透率就将达到 53%，而 LED 电视开始启动，未来渗透率具有很大的上升空间。而上网本的出现则使得笔记本电脑进入了加速替代桌面电脑时代。

图 26 LED 背光在主要电子终端产品的渗透率情况



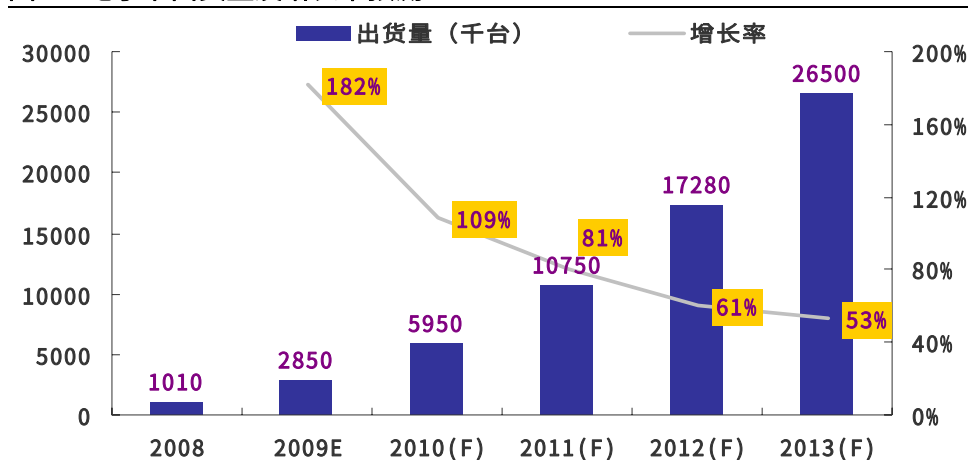
数据来源：拓璞产业研究所 安信证券研究中心

2.3. 电子纸技术创造新的需求

经过多年的培育，电子纸技术和相关产品正展现出新的杀手级产品的特征。目前，电子纸独特的功能和特性催生了许多创新性的移动应用，如电子书及电子阅读器、电子报纸、电子价格标签、智能卡及户外广告牌等，未来随着时间的推移，电子纸的各种创新应用也将不断被扩大，是未来取代纸张应用的热门显示技术。而在消费市场上，自从美国亚马逊书店的电子阅读器 Kindle 推出以来，市场对于电子纸产品的需求也在不断攀升。据 DisplaySearch 预测，2009 年电子纸市场销售额将为 4 亿美元，销售

量为 2,200 万片，到 2018 年销售额和销售量将分别增长至 96 亿美元和 18 亿片，销售额年平均成长率将达 41% 的高水平。而根据拓璞产业研究所的预测，基于电子纸技术的电子阅读器出货量将迎来爆发性增长（如图）。

图 27 电子书出货量及增长率预测



数据来源：拓璞产业研究所 安信证券研究中心

2.4. 小结：新技术和新产品引领行业进入新增长周期

总体来看，伴随电子产品升级换代潮的出现以及一些新技术新产品市场的快速启动，我们判断电子行业经过危机洗礼后将进入新一轮增长周期。而在此新增长周期中，尽管从全球来看大的竞争格局并非发生大的变化，引导产业发展的主导权仍然掌握在跨国公司手中，但从市场角度来看，新兴市场国家消费力的快速增长使得市场格局出现较大的变化，电子产品生产贴近市场的趋势不断加强，这为中国电子企业快速进入跨国公司主导的产业链中创造了更加有利的条件。中国电子企业在这一背景下会发生明显的分化，一批注重技术创新、较早进入全球产业分工链条中的企业将迎来快速崛起、迅速提升市场份额的良机。

3. 投资策略：业绩驱动与主题投资并重

3.1. 进入业绩和估值双驱动阶段，上调行业评级至领先大市-B

尽管目前电子板块静态估值水平处于历史高位，短期内电子板块面临一定的调整压力，但我们认为由于目前电子行业进入到了一个业绩和估值双重驱动的阶段，明年仍然会有超越大盘的表现，我们上调行业评级至领先大市-B。主要理由有以下几点：

第一，如前所述，从行业基本面来看，由于行业进入到了替换性需求驱动的新产品升级换代阶段，行业新的增长周期来临，并且更多的杀手级产品和技术应用已经出现，因此行业未来几年将迎来一段黄金发展阶段，很多电子上市公司的盈利增长将大幅超越宏观经济增长水平。

第二，中国已经承诺到 2020 年单位 GDP 二氧化碳排放量下降 40-50%，而要达到此目标，目前的产业结构必将发生重大调整，作为科技型行业的电子信息产业属于低能耗、高附加值行业，且本身代表了经济和技术进步的方向，因此必然会从资金、政策等各个层面得到更多的支持，政府、企业、社会以及资本对行业的关注度将进一步加强。

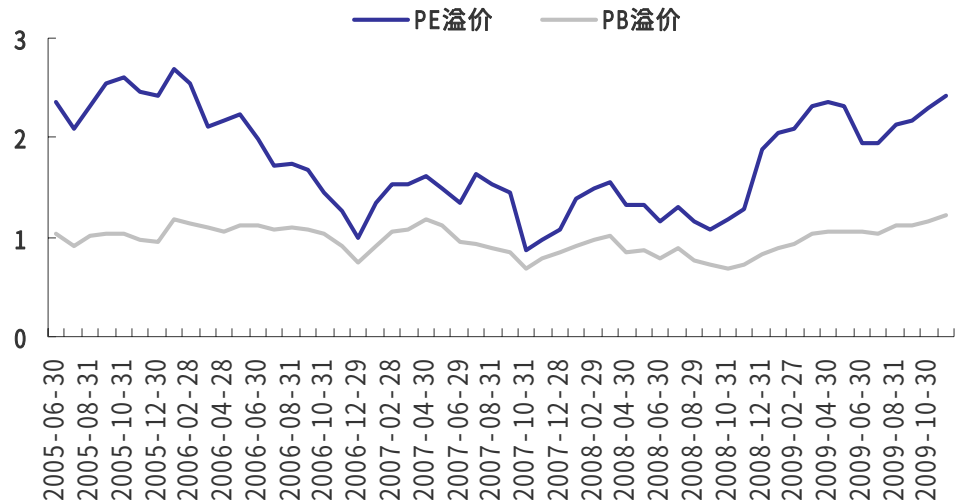
第三，根据我们宏观的判断，中国资本市场价值重估的阶段仍然没有结束，这意味着流动性驱动的行市仍将延续，而明年上半年预计流动性紧张的局面不会出现，但也不会有今年上半年那样宽松。在此判断下，市场下行风险不大，以小盘和题材股为主的电子行业有望保持较强的走势。

第四，创业板的推出使科技股受到持久性关注。创业板的推出对科技股而言意义深远，一方面创业板的高估值会对主板和中小板的相关公司的高估值形成一定支撑，另一方面，创业板会涌现出越来越多具有新模式、新技术和新产品的电子 IT 上市公司，从而使资本市场对科技股的关注度会不断提高，关注度的提升意味着资金会更多的流向

科技板块，这对于电子 IT 类公司估值的保持和抬升构成很大的支撑。

总之，尽管的高估值水平使电子行业面临一定的调整压力，但由于行业趋势向上且后力可以延续，我们判断电子板块在 2010 年仍将会出现很多的买入机会。在选股思路，我们认为兼具业绩增长和热点题材的公司具有更好的投资机会。

图 28 电子元器件板块与沪深 300 静态 PE 和 PB 比值



数据来源：wind 安信证券研究中心

3.2. 业绩增长看客户结构和新品推广

在全球电子行业进入新的增长周期后，由于电子行业的全球产业链分工格局并未因金融危机而发生根本改变，并且国内刺激消费的政策在边际上的贡献减弱，2010 年发达经济体的经济复苏将在边际上带来主要的增量，因此，我们认为电子元器件公司中业绩能够保持快速增长的公司，将更多的来自于那些已经稳定的进入跨国公司配套体系，并具有一定技术优势、能够满足跨国公司升级产品推广需求的公司。优质的客户结构将是选择电子公司的首要条件。从公司层面来看，我们看好歌尔声学、顺络电子、超声电子、通富微电。

另外，一些经过了一定拓展和变革，产品结构有较大的变化，新产品进入大规模普及阶段的公司也将是明年业绩也具有高增长的条件。这类公司中我们看好青岛软控、莱宝高科、广州国光、威创股份。

3.3. 主题投资仍旧火热

电子行业始终是一个技术创新驱动的行业，新技术和产品代表了产业发展的方向，因此对新技术和新产品的关注始终是行业投资的热点。随着一些新产品进入快速发展普及阶段，主题投资将持续升温。在众多主题型投资中，我们认为 LED、触摸屏和新能源将成为持续的热点，后 3G 概念将随着 3G 用户发展进展带来阶段性投资机会，而物联网概念则由于短期内缺乏成熟的模式，更多的停留在概念阶段，泡沫化的估值也将使得该主题概念失去热度。另外，伴随创业板的推出，还将不断的涌现出更多的热点主题。未来创业板中可能上市的公司，也会对主板中类似产品和业务模式的公司带来投资机会。

3.3.1. LED：兼具节能和高增长题材，项目和订单是催化剂

由于 LED 应用领域广泛，在背光源方面，LED 笔记本电脑和液晶电视渗透率将快速提升，在照明方面，由于全球对节能减排的日趋重视，全球对 LED 照明的推广力度明显加强，LED 照明产品将首先在市政和商用领域取得突破，并逐步进入家庭照明领域。因此 LED 主题是具有需求支撑的。

对于 LED 相关公司的投资因更多的关注扩产进度和项目订单，而 LED 的良好前景也会促使更多的公司进入到这个领域，对于新进入者而言，可能的合资合作将成为重要的

催化剂。另外，由于目前 LED 的相关上市公司较少，未来中小板和创业板中肯定会有—批产业链各环节的 LED 企业 IPO 上市，可能会带动现有公司估值的抬升。从投资思路来看，我们认为主业为 LED 的企业和 LED 业务即将启动的公司更值得关注。主业为 LED 的公司主要有三安光电和德豪润达，尽管目前两公司估值偏高，但由于 LED 市场前景看好，且供不应求局面短时间难以改变，因此 LED 的高估值我们认为可以维持的。在相对高估值可以维持的情况下，LED 业务保持稳定快速增长是比较确定的，并且持续的扩产和新增投资可以对未来的盈利增长产生良好的预期。因此三安光电和德豪润达我们认为是值得关注的，任何一次向下的调整都可能带来比较好的投资机会。而对于 LED 业务即将启动的公司，主要的公司包括佛山照明、飞乐音响、浙江阳光、拓邦电子、歌尔声学。对这类公司将主要看一些事件性的机会，比如合资项目的签订、政府订单的获得等等。

3.3.2. 触摸屏：关注产业链上游环节

目前触摸屏已经广泛的应用在手机、GPS、PMP、数码相机等领域，但渗透率仍有很大的提升空间，并且从技术演进的角度来看，支撑多点触控的电容式触摸屏在高端手机上的渗透率不断提升、未来有很大的替代空间，另外在 WINDOWS 7 推动下，带触控功能的笔记本电脑将大量出现，触摸屏行业将迎来快速增长期。从产业价值链来看，由于上游的材料技术难度大、进入壁垒高，未来将是触摸屏产业发展的瓶颈环节，而下游的模组将面临新进入者大量涌入带来的价格大幅下降风险，因此我们更看好触摸屏上游环节。

就全球触控屏产业链上游来看，日本厂家占据了比较高的市场份额，主要原因是日本厂家在真空蒸镀、溅镀、精密涂布以及精细化工领域拥有无可撼动的霸主地位，技术优势非常明显。触控屏上游厂家的利润率远高于下游，比如小尺寸领域，按出货量，台湾厂家占 43% 的份额，按金额，台湾厂家只占 32%。

从国内来看，目前上市公司中从事触摸屏业务的公司寥寥。已形成产业化能力的是华东科技旗下的华睿川，但主要是电阻式触摸屏，并且处于产业链下游的模组制造。莱宝高科依托自身在 ITO 导电玻璃工艺和技术方面长时间的积累，已经掌握了触摸屏用 ITO 导电玻璃和导电膜的生产，公司募投项目今年启动，目前全部生产设备已经到位，已经利用原有设备进行了小批量生产，产品得到客户的认可，2010 年将大批量供货。而超声电子已经开发出了拥有自主知识产权的电容式触摸屏生产技术，并且已经为一些客户进行小批量供货，公司已经规划投资建设“高性能触控平板显示器件生产技术改造项目”，计划形成年产 1000 万片的高性能触摸屏及配套模组的生产能力，一旦市场启动，该项目随时可能启动。

表 1 全球触摸屏产业链上游主要生产厂商

项目	厂家
玻璃基板	康宁、旭硝子、日本电气硝子
PET	住友化学、东丽
化学材料	日矿、三井
ITO 玻璃	安可、莱宝、信安高新、正太、正达、冠华
ITO 膜	日本日东电工、尾池工业、帝人化学、东纺、铃寅、索尼化学、三容、郡是、中井、韩系厂家 SKCHAAS、HANSUNG、DIGITECH SYSTEM，台湾卓韦、胜华、迎辉
胶材	3M、日东电工、住友、杜邦
软板	日本黑铅、同泰、旭软、台表科
驱动 IC	新思、broadcom、EPSON、ATMEL、CYPRESS、义隆电、禾瑞亚、翰瑞亚、ALPS

资料来源：安信证券研究中心

3.3.3. 新能源：持续的题材，微薄的业绩

电子 IT 板块上市公司中的新能源概念股主要有两类，一类是与太阳能电池相关的，另一类是与动力电池相关的，前者主要标的有三安光电和综艺股份，后者主要包括宁波韵升、横店东磁、法拉电子、佛山照明、拓邦股份、德赛电池等公司。目前来看，太阳能电池行业已经有成熟的产业链条和运作模式，企业盈利能力相对透明，未来主要关注需求方的情况和企业项目进展情况，超预期的概率不大。动力电池概念相关公司尽管短时间内距产业化尚有一段距离，但后续还有很多政策和示范项目的期待，因此我们判断这一主题在明年会有更多的表现机会。

表 2 2010 电子行业投资思路及关注公司

投资主题	细分类型	重点公司
业绩驱动	客户结构	歌尔声学、顺络电子、超声电子、通富微电、广州国光
	新品推广	青岛软控、莱宝高科、得润电子、广州国光、威创股份
主题投资	LED	三安光电、德豪润达、佛山照明、浙江阳光、拓邦股份
	触摸屏	莱宝高科、超声电子
	新能源	三安光电、综艺股份、宁波韵升、横店东磁、法拉电子
	3G 相关	东信和平、恒宝股份、超声电子

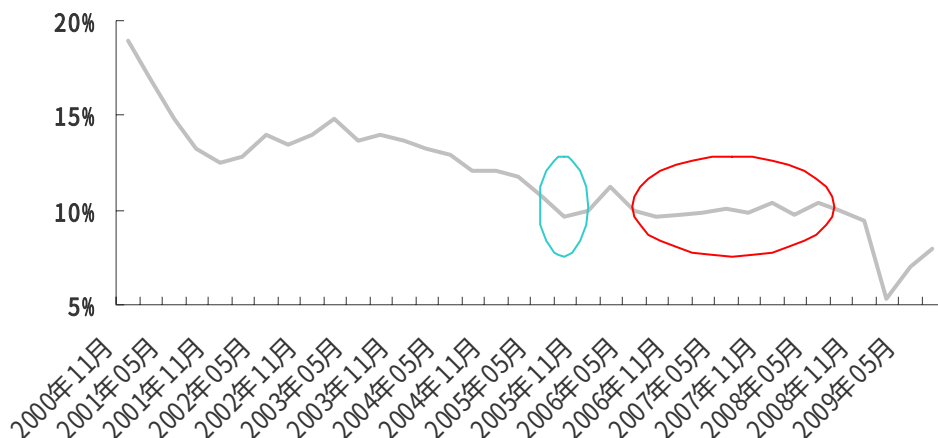
3.3.4. 3G 相关：期待用户增长的超预期

尽管 2009 年三大运营商 3G 推广进展并不顺利，3G 用户数增长远低于预期，但由于 3G 甚至未来 4G 的发展是必然趋势，开弓没有回头箭，因此未来 3G 用户数的快速增长是比较确定的。这对于相关元器件企业而言，主要是能够使产品结构得到极大提升，从而使毛利率水平提升。3G 相关公司包括东信和平、恒宝股份、超声电子等公司。

3.4. 大宗商品价格上涨和人民币汇率升值对行业压力不大

展望 2010 年，也许有人会担心未来随着全球经济复苏，上游大宗原材料价格上涨可能会导致元器件企业成本上升，毛利率下降，企业盈利能力降低。另外中国经济相对全球经济走强使人民币未来升值压力上升，也会影响到元器件行业的盈利能力。对此，我们的观点是，原材料价格上涨和人民币汇率升值对电子行业盈利水平的影响非常有限。我们考察 2000 年以来电子器件行业规模以上企业毛利率的变化情况可以发现，在上轮大宗原材料价格大幅上涨的 2006-2008 年 8 月，行业的毛利率水平是保持稳定的。而人民币汇率在 2005 年 5 月的一次性升值虽然导致其后一个季度行业毛利率水平出现较为明显下降后，后面几个季度便出现明显回升，并且在其后 2006-2007 年人民币持续升值过程中保持了稳定。

图 29 中国电子器件行业规模以上企业毛利率变化情况



数据来源：wind 安信证券研究中心

我们认为，大宗商品价格上升和人民币升值之所以对电子行业影响不大，主要是因为电子行业主要是技术驱动的行业，产品价格持续下降是行业运行的规律，这使得行业内公司通过技术进步消化价格下降和成本上升压力的能力比较强。另外原材料成本占比一般不高，而由于资本开支规模较大，机器设备等固定资产比重比较高，折旧占比对很多电子企业而言较高。这使得决定毛利率的主要因素是产能利用率水平而非材料成本。所以我们可以看到在金融危机过程中，由于需求的突然萎缩，尽管上游大宗商品原材料价格大幅下降，行业毛利率水平却跌入到了历史的低点。伴随需求的恢复，毛利率也快速回升。

由于我们判断未来几年电子行业将进入到一个新的增长周期，需求面将持续旺盛，因此我们认为未来行业毛利率水平不会因大宗商品价格上涨和人民币汇率升值而受到很大的影响，行业毛利率水平将保持稳定甚至在需求旺盛带动下存在一定的提升空间。

4. 重点公司推荐

结合前面对行业基本面的判断和自下而上对我们所覆盖电子 IT 公司的分析，我们 2010 年上半年重点推荐的电子 IT 类公司主要包括青岛软控、莱宝高科、歌尔声学、顺络电子、超声电子。

4.1. 青岛软控

青岛软控的投资逻辑在于：第一，受下游轮胎企业投资拉动，公司在手订单已经可以锁定 30% 左右的增长；第二，公司多项新产品在 2010 年将投放市场，均是市场空间较大的新产品，特别是具有独创性的一些法密炼设备投放市场，将带来轮胎企业生产流程工艺的重大变革，有可能在未来激发轮胎企业大规模更换升级密炼设备，形成爆发性增长；第三，公司配料系统跨行业拓展已经渐入佳境，后续将有更多的大项目合同落地，从而使市场对公司跨行业发展形成稳定的预期，成为推动公司估值提升的催化剂；第四，为了夯实公司跨行业拓展方面的基础，我们预期未来公司在相关领域存在潜在的并购意愿，这也成为公司股价的催化剂。

我们预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.64、0.94 和 1.30 元，对应 2009 年 11 月 27 日收盘价格的动态 PE 分别为 32.5x、22.1x 和 15.9x，公司估值水平仍然低于同行业整体估值水平，给予 2010 年 30xPE，提高 12 个月目标价格至 28 元，维持买入-A 投资评级。

4.2. 莱宝高科

莱宝高科的投资逻辑在于：第一，受下游电子终端产品需求持续回暖，公司传统 CF 和 ITO 导电玻璃业务 2010 年将保持稳定回升态势，盈利能力将有一定恢复；第二，TFT-LCD 空盒业务目前月产已经达到 2 万多片，实现盈亏平衡，随着需求恢复和公司产品良率提升、逐步得到客户的认可，预计 2010 年将达到在 90% 左右的产能利用水平，对业绩的贡献由负转正，从而导致公司业绩同比较快增长；第三，也是最为重要的一点是，公司募投项目触摸屏项目年底将完成设备安装调试，由于公司在前期已经通过了很多模组厂商的样品测试，预计 2010 年顺利实现大批量生产问题不大，由于公司生产的是触摸屏用 ITO 导电膜，无论电阻式还是电容式触摸屏均需使用，且进入门槛较高，而公司将是最早实现触控面板用 ITO 导电膜国产化的企业，未来替代空间巨大。触摸屏项目的成功将从业绩和估值两个方面推动公司股价有所表现。

我们预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.50、0.78 和 1.02 元，由于公司是唯一一家触摸屏上游环节的上市公司，且我们认为 2010 年触摸屏是非常重要的投资主题，随着公司触摸屏项目的产业化，公司将获得资金持续的关注，给予 2010 年 35xPE，6 个月目标价格为 27.3 元，维持买入-B 投资评级。公司主要风险在于触摸屏项目产业化进度低于预期。

4.3. 歌尔声学

兼具 3G 和触控概念

超声电子投资快报

报告关键点：

- 高阶产品比重提升，产品结构持续改善
- 掌握电容式触摸屏生产技术，估值将获提升

报告摘要：

- 公司传统PCB和液晶显示器业务逐步恢复，特别是PCB业务，HDI二阶板3季度产量已经达到设计产能，2010年公司将通过技改将实现扩产，未来随着3G手机终端的销售爆发性增长，公司产品结构将得到进一步优化，毛利率将有所提升，并且3阶产品也将逐步形成规模。公司PCB和显示器件产品均是电子产品的基础元器件产品，客户的重叠性高，可以基于客户提供一站式采购便利，因此产品具有一定协同性，客户的稳定性高，由于公司主要客户均是国内外的一线厂商，未来随着客户在新产品的推广和产品结构升级，公司产品结构也将获得持续改善
- 公司目前正在基于客户需求和自身技术积累开发电子书、汽车电子用PCB和显示器件产品，部分产品已经通过终端客户的认证，未来将形成新的增长点。
- 公司具有电容式触摸屏概念，目前公司已经开发出了拥有自主知识产权的电容式触摸屏生产技术，并且已经为一些客户进行小批量供货，公司规划建设“高性能触控平板显示器件生产技术改造项目”，计划形成年产1000万片的高性能触摸屏及配套模组的生产能力，一旦市场启动，该项目随时可能启动，触摸屏概念将使公司获得持续的资金关注，估值有望得到提升。
- 我们预测公司2009-2011年EPS分别为0.27、0.36和0.52元，由于公司兼具3G和触摸屏题材，随着电容式触摸屏项目的启动，公司估值水平将有望获得明显的抬升。我们给予公司2010年30xPE，对应6个月目标价格为10.8元，维持增持-A的投资评级。

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 10.80 元

期限： 6个月 上次预测： 9.00 元

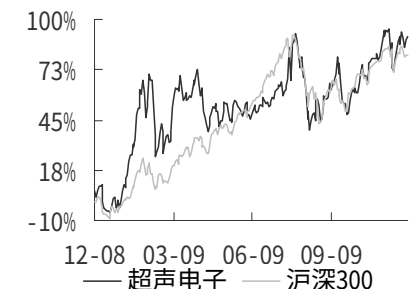
现价： 8.52 元

报告日期： 2009-12-14

市场数据

总市值(百万元)	3,752.51
流通市值(百万元)	2,455.66
总股本(百万股)	440.44
流通股本(百万股)	288.22
12个月最高/最低	4.22/9.05 元
十大流通股东(%)	25.95%
股东户数	46,470

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.92	5.97	6.11
绝对收益	3.59	15.67	90.40

研究员

侯利

行业分析师

010-66581625

houli@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,304.4	2,428.7	2,364.0	2,782.7	3,265.0
Growth(%)	22.3%	5.4%	-2.7%	17.7%	17.3%
净利润	107.8	109.8	117.7	159.5	227.6
Growth(%)	30.2%	1.8%	7.2%	35.5%	42.7%
毛利率(%)	17.3%	17.7%	17.6%	18.6%	19.7%
净利润率(%)	4.7%	4.5%	5.0%	5.7%	7.0%
每股收益(元)	0.24	0.25	0.27	0.36	0.52
每股净资产(元)	3.61	3.85	4.13	4.51	5.06
市盈率	35.3	34.7	32.4	23.9	16.7
市净率	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7
净资产收益率(%)	8.6%	8.2%	8.1%	10.0%	12.8%
ROIC(%)	10.6%	10.0%	8.7%	9.0%	11.1%
EV/EBITDA	13.0	12.3	11.2	9.5	7.8
股息收益率	0.9%	1.3%	0.6%	0.8%	1.2%

前期研究成果

超声电子：业绩降幅大幅收窄

2009-08-14

超声电子：成本压力增大

2009-04-16

超声电子：行业或难言复苏，公司仍保持前行

2009-02-19

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-11**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,304.4	2,428.7	2,364.0	2,782.7	3,265.0	成长性					
减: 营业成本	1,906.4	1,999.3	1,947.8	2,265.3	2,623.2	营业收入增长率	22.3%	5.4%	-2.7%	17.7%	17.3%
营业税费	1.7	1.5	1.7	1.9	2.3	营业利润增长率	25.7%	7.5%	5.3%	35.9%	43.5%
销售费用	59.5	65.2	66.2	72.4	84.9	净利润增长率	30.2%	1.8%	7.2%	35.5%	42.7%
管理费用	110.1	136.5	141.8	153.1	163.3	EBITDA 增长率	19.1%	6.3%	21.2%	20.8%	21.9%
财务费用	69.1	65.9	48.4	56.3	52.1	EBIT 增长率	29.3%	3.6%	-3.9%	31.5%	33.5%
资产减值损失	8.7	2.2	-8.3	6.7	12.0	NOPLAT 增长率	30.1%	-1.0%	-7.9%	31.3%	33.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.4%	5.7%	26.1%	8.2%	7.6%
投资和汇兑收益	0.8	2.7	3.0	3.0	3.0	净资产增长率	37.6%	6.6%	7.3%	9.2%	12.0%
营业利润	149.6	160.8	169.3	230.2	330.3	利润率					
加: 营业外净收支	3.4	0.2	2.0	2.0	2.0	毛利率	17.3%	17.7%	17.6%	18.6%	19.7%
利润总额	153.0	161.0	171.3	232.2	332.3	营业利润率	6.5%	6.6%	7.2%	8.3%	10.1%
减: 所得税	15.7	22.5	24.2	32.8	47.9	净利润率	4.7%	4.5%	5.0%	5.7%	7.0%
净利润	107.8	109.8	117.7	159.5	227.6	EBITDA/营业收入	14.9%	15.1%	18.8%	19.3%	20.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	9.5%	9.3%	9.2%	10.3%	11.7%
货币资金	583.4	202.2	189.1	222.6	261.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	195	200	220	198	178
应收帐款	699.4	620.7	616.3	725.5	851.2	流动营业资本周转天数	79	86	116	128	129
应收票据	30.7	129.3	64.8	76.2	89.5	流动资产周转天数	226	221	190	177	178
预付帐款	14.5	6.4	16.2	27.5	40.6	应收帐款周转天数	105	104	99	91	91
存货	410.9	284.4	368.0	432.3	500.6	存货周转天数	61	52	51	52	52
其他流动资产	0.0	-	0.0	-	0.0	总资产周转天数	461	454	458	426	395
可供出售金融资产	-	59.0	60.0	60.0	60.0	投资资本周转天数	312	313	373	368	338
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	26.2	4.4	4.9	4.9	4.9	ROE	8.6%	8.2%	8.1%	10.0%	12.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.2%	4.8%	4.7%	5.8%	7.6%
固定资产	1,289.1	1,413.2	1,478.5	1,585.5	1,639.2	ROIC	10.6%	10.0%	8.7%	9.0%	11.1%
在建工程	130.6	74.2	287.1	234.8	213.9	费用率					
无形资产	58.2	56.5	54.6	52.8	51.1	销售费用率	2.6%	2.7%	2.8%	2.6%	2.6%
其他非流动资产	16.0	16.3	15.6	16.4	16.4	管理费用率	4.8%	5.6%	6.0%	5.5%	5.0%
资产总额	3,258.9	2,866.5	3,155.0	3,438.5	3,728.7	财务费用率	3.0%	2.7%	2.0%	2.0%	1.6%
短期债务	488.6	430.6	725.0	752.6	787.8	三费/营业收入	10.4%	11.0%	10.8%	10.1%	9.2%
应付帐款	523.2	332.5	330.9	384.8	445.6	偿债能力					
应付票据	4.3	3.9	5.3	6.2	7.2	资产负债率	51.2%	40.8%	42.3%	42.2%	40.3%
其他流动负债	84.5	86.2	99.4	102.1	105.4	负债权益比	104.8%	69.0%	73.3%	72.9%	67.4%
长期借款	362.0	97.8	47.8	77.8	27.8	流动比率	1.34	1.17	0.98	1.09	1.19
其他非流动负债	10.9	12.0	11.9	12.7	13.7	速动比率	1.02	0.90	0.69	0.77	0.85
负债总额	1,667.9	1,170.3	1,334.1	1,450.2	1,501.5	利息保障倍数	3.16	3.44	4.50	5.09	7.35
少数股东权益	214.2	233.1	262.5	302.4	359.3	分红指标					
股本	440.4	440.4	440.4	440.4	440.4	DPS(元)	0.08	0.11	0.05	0.07	0.10
留存收益	936.4	1,022.7	1,117.9	1,245.5	1,427.5	分红比率	33.3%	44.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,591.1	1,696.2	1,820.8	1,988.3	2,227.2	股息收益率	0.9%	1.3%	0.6%	0.8%	1.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	137.3	138.5	117.7	159.5	227.6	EPS(元)	0.24	0.25	0.27	0.36	0.52
加: 折旧和摊销	129.2	141.3	226.2	250.0	271.7	BVPS(元)	3.61	3.85	4.13	4.51	5.06
资产减值准备	8.2	2.3	-8.3	6.7	12.0	PE(X)	35.3	34.7	32.4	23.9	16.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7
财务费用	46.4	56.5	52.5	48.4	56.3	P/FCF	46.0	-12.0	-18.3	-477.8	-334.8
投资收益	-0.8	-2.7	-3.0	-3.0	-3.0	P/S	1.7	1.6	1.6	1.4	1.2
少数股东损益	29.5	28.7	29.4	39.9	56.9	EV/EBITDA	13.0	12.3	11.2	9.5	7.8
营运资金的变动	-92.9	-100.8	-2.6	-145.2	-166.3	CAGR(%)	13.2%	27.1%	41.1%		
经营活动产生现金流量	237.7	230.3	407.8	364.1	451.0	PEG	2.7	1.3	0.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-159.8	-196.9	-501.0	-300.0	-300.0	ROIC/WACC	1.2	1.1	1.0	1.0	1.3
融资活动产生现金流量	235.9	-355.3	168.2	-30.6	-112.4	REP	1.8	1.9	1.9	1.7	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

高成长潜能开始释放

歌尔声学投资快报

报告关键点：

- 优质客户和新品份额提升带来高增长。
- 新一轮产能扩张支撑高增长。

报告摘要：

- 优质大客户和新产品保证快速增长。**公司客户结构优质，是手机和笔记本电脑等电子终端产品主流跨国公司的配套厂商，在全球经济复苏、电子行业进入新的增长周期背景下，公司优质的客户结构保证了业绩的快速增长，公司在承接特力的产能后四季度生产已经恢复正常，2010年蓝牙耳机产值有望翻番，与诺基亚在数字麦克风领域的合作已经转化为订单，并且后续将有更多的产品型号形成订单；公司定位为声学整体解决方案供应商，在微型麦克风首先得到客户认可，市场份额排名第一后，公司扬声器/受话器产品、便携式AUDIO产品也正逐步获得更多客户的认可，市场份额处于快速提升中，成为公司重要的增长点；
- 掌握MEMS技术，想象空间巨大。**公司始终重视研发创新，技术水平处于国际前列，特别是公司掌握了最为前沿的MEMS技术，该技术被称为半导体工艺终极技术，是半导体技术发展的未来方向，有巨大的潜在应用空间，在传感器、微投影、电子书等未来电子热门产品中均可以见到MEMS技术的身影，想象空间巨大；
- 新的产能扩张开始启动。**公司现有产能可以支持18亿元的销售，但已经难以满足公司快速发展势头，公司计划定向增发来进一步扩大产能，显示出公司对未来发展的信心，公司二期厂房建设即将完成，二期完全达产后公司产能将支持近50亿元的产值，为公司高速增长奠定坚实基础；
- 进入LED带来阶段性股价催化剂。**公司涉足LED领域，为未来进入VIDEO领域做铺垫，LED业务可能获得当地政府的一些项目订单，并且会与大客户进行一些项目的合作开发，虽然短期内对业绩贡献不大，但有可能成为公司股价的催化剂。
- 盈利预测与投资评级。**我们预测公司2009-2011年EPS分别为0.41、0.78和1.31元，由于我们预测公司未来3年复合增长率将超过50%，保守给予公司2010年35xPE,对应目标价格为27.5元，维持增持-A的投资评级。公司主要风险在于如果经济出现二次探底，大客户订单将低于预期。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	644.7	1,012.4	1,126.2	1,847.3	2,696.8
Growth(%)	299.3%	57.0%	11.2%	64.0%	46.0%
净利润	83.7	136.0	106.8	204.8	340.5
Growth(%)	169.4%	59.1%	-19.9%	91.8%	66.3%
毛利率(%)	28.3%	28.8%	24.1%	25.9%	26.7%
净利润率(%)	12.0%	12.1%	8.7%	10.2%	11.6%
每股收益(元)	0.32	0.51	0.41	0.78	1.31
每股净资产(元)	0.76	3.64	3.97	4.59	5.61
市盈率	77.6	48.8	60.9	31.7	19.1
市净率	32.8	6.8	6.3	5.4	4.4
净资产收益率(%)	45.9%	15.5%	11.2%	18.6%	25.3%
ROIC(%)	41.0%	36.9%	14.5%	20.9%	26.1%
EV/EBITDA	19.8	15.3	38.2	21.5	13.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.9%	1.6%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **27.50 元**

期限： 6 个月 上次预测： 27.50 元

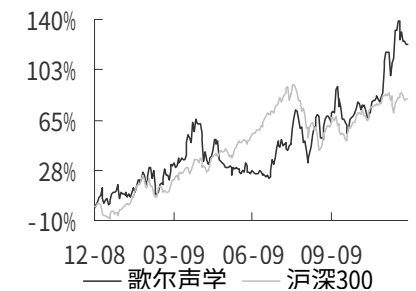
现价： 25.59 元

报告日期： **2009-12-14**

市场数据

总市值(百万元)	6,141.60
流通市值(百万元)	1,535.39
总股本(百万股)	240.00
流通股本(百万股)	60.00
12 个月最高/最低	13.66/37.88 元
十大流通股东(%)	39.22%
股东户数	13,579

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	18.82	19.15	37.27
绝对收益	21.49	28.85	121.56

研究员

侯利
行业分析师

010-66581625

houli@essence.com.cn

前期研究成果

歌尔声学：增发使高成长更加确定

2009-11-24

歌尔声学：期待下半年的快速复苏

2009-08-19

歌尔声学：短期波动不改高成长前景

2009-04-03

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-11**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	644.7	1,012.4	1,126.2	1,847.3	2,696.8	成长性					
减: 营业成本	462.5	720.6	855.3	1,368.0	1,976.6	营业收入增长率	299.3%	57.0%	11.2%	64.0%	46.0%
营业税费	1.0	1.4	1.5	2.4	3.5	营业利润增长率	183.9%	54.8%	-22.0%	102.8%	67.7%
销售费用	10.9	22.9	28.2	46.2	59.3	净利润增长率	169.4%	59.1%	-19.9%	91.8%	66.3%
管理费用	55.5	92.7	107.0	175.5	242.7	EBITDA 增长率	219.9%	54.9%	-18.2%	82.7%	58.4%
财务费用	16.6	24.2	16.4	16.9	17.1	EBIT 增长率	221.4%	53.4%	-23.4%	90.6%	63.2%
资产减值损失	1.7	1.5	1.6	2.4	2.0	NOPLAT 增长率	231.7%	60.0%	-23.0%	80.9%	62.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	77.9%	95.3%	26.1%	29.4%	20.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	25.9%	379.6%	8.9%	15.6%	22.4%
营业利润	96.3	149.1	116.3	235.9	395.6	利润率					
加: 营业外净收支	-0.5	5.0	5.0	5.0	5.0	毛利率	28.3%	28.8%	24.1%	25.9%	26.7%
利润总额	95.9	154.1	121.3	240.9	400.6	营业利润率	14.9%	14.7%	10.3%	12.8%	14.7%
减: 所得税	12.1	18.1	14.6	36.1	60.1	净利润率	12.0%	12.1%	8.7%	10.2%	11.6%
净利润	83.7	136.0	106.8	204.8	340.5	EBITDA/营业收入	19.7%	19.4%	14.3%	15.9%	17.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	17.5%	17.1%	11.8%	13.7%	15.3%
货币资金	67.4	463.8	333.4	229.7	259.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	105	117	150	126	106
应收帐款	152.9	176.8	219.6	362.1	530.7	流动营业资本周转天数	53	64	90	79	84
应收票据	7.4	10.1	15.4	25.3	36.9	流动资产周转天数	208	209	262	171	153
预付帐款	12.6	15.1	15.9	17.3	19.3	应收帐款周转天数	57	59	63	56	58
存货	87.4	182.7	209.8	335.6	484.9	存货周转天数	46	48	63	53	55
其他流动资产	-0.0	0.0	-5.0	-5.0	-5.0	总资产周转天数	344	370	473	327	270
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	186	224	301	235	201
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	45.9%	15.5%	11.2%	18.6%	25.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.8%	9.5%	7.0%	11.3%	15.3%
固定资产	260.2	398.8	538.1	751.2	830.8	ROIC	41.0%	36.9%	14.5%	20.9%	26.1%
在建工程	21.5	129.5	164.7	62.9	32.6	费用率					
无形资产	42.9	44.0	41.0	38.3	35.8	销售费用率	1.7%	2.3%	2.5%	2.5%	2.2%
其他非流动资产	3.9	6.1	1.0	1.0	1.0	管理费用率	8.6%	9.2%	9.5%	9.5%	9.0%
资产总额	656.1	1,426.9	1,534.1	1,818.5	2,226.6	财务费用率	2.6%	2.4%	1.5%	0.9%	0.6%
短期债务	174.7	257.6	257.2	257.1	257.0	三费/营业收入	12.9%	13.8%	13.5%	12.9%	11.8%
应付帐款	182.8	188.9	217.9	348.6	503.6	偿债能力					
应付票据	6.3	5.9	9.4	15.0	21.7	资产负债率	72.2%	38.7%	37.9%	39.5%	39.5%
其他流动负债	21.5	29.9	27.4	27.4	27.4	负债权益比	259.8%	63.2%	61.1%	65.3%	65.3%
长期借款	87.5	70.0	70.0	70.0	70.0	流动比率	0.85	1.76	1.54	1.49	1.64
其他非流动负债	1.0	-	-	-	-	速动比率	0.62	1.38	1.13	0.97	1.04
负债总额	473.8	552.3	581.9	718.1	879.7	利息保障倍数	6.79	7.17	8.11	14.93	24.11
少数股东权益	25.4	62.9	71.5	87.8	115.1	分红指标					
股本	90.0	120.0	240.0	240.0	240.0	DPS(元)	-	-	0.12	0.24	0.39
留存收益	66.9	692.0	640.7	772.6	991.8	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	182.3	874.6	952.2	1,100.4	1,346.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.9%	1.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	83.7	136.0	106.8	204.8	340.5	EPS(元)	0.32	0.51	0.41	0.78	1.31
加: 折旧和摊销	19.5	26.5	28.4	41.4	53.3	BVPS(元)	0.76	3.64	3.97	4.59	5.61
资产减值准备	1.7	1.5	1.6	2.4	2.0	PE(X)	77.6	48.8	60.9	31.7	19.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	32.8	6.8	6.3	5.4	4.4
财务费用	1.4	13.5	21.6	16.4	16.9	P/FCF	-	-29.6	-48.8	-49.3	208.6
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	9.3	5.9	5.3	3.2	2.2
少数股东损益	6.7	13.3	8.5	16.4	27.2	EV/EBITDA	19.8	15.3	38.2	21.5	13.7
营运资金的变动	-92.0	-139.6	-41.9	-145.6	-171.8	CAGR(%)	34.7%	35.8%	68.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	33.9	53.6	119.8	136.2	268.3	PEG	2.2	1.4	0.9	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-125.7	-267.4	-200.0	-150.0	-100.0	ROIC/WACC	4.3	3.9	1.5	2.2	2.7
融资活动产生现金流量	69.9	578.7	-48.7	-73.6	-111.2	REP	1.4	0.9	3.8	2.1	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

触摸屏项目量产在即

莱宝高科投资快报

报告关键点：

- 触摸屏项目爬坡期较短，量产在即。
- 触摸屏量产将对业绩和估值都有较大提升作用。

报告摘要：

- 传统业务将保持稳定。**受下游电子终端产品需求回暖，公司传统CF和ITO导电玻璃业务2010年将保持稳定回升态势，盈利能力将有一定恢复；TFT-LCD空盒业务目前月产已经达到2万多片，实现盈亏平衡，随着需求恢复和公司产品良率提升、逐步得到客户的认可，预计2010年将产能利用率将进一步提升，对业绩的贡献由负转正。
- 触摸屏项目量产在即。**公司募投项目触摸屏项目年底将完成设备安装调试，由于公司在前期已经通过了很多模组厂商的样品测试，且公司在ITO导电玻璃上积累的技术和工艺经验与触摸屏镀膜材料的生产是相通的，爬坡期会很短，因此我们判断2010年触摸屏镀膜材料顺利实现大批量生产问题不大，由于公司生产的是触摸屏用镀膜材料，适用于电阻式和电容式触摸屏，进入门槛较高，特别是在电容式触摸屏镀膜材料方面，国内掌握相关技术的企业很少，公司项目的量产将带来极大的国产化替代空间。
- 后续产品技术储备丰富。**公司作为国内液晶显示产业链上游的重要企业，十分重视新产品和新技术的研发投入，目前在新型电容式触摸屏材料、OLED材料、电子纸材料、低温多晶硅材料和柔性显示材料等方面均有研发项目，并且部分产品技术已经进入到了产业化前期，随着新型显示技术市场的逐步启动，公司将择机选择部分技术产品进行投资。
- 盈利预测与估值。**由于触摸屏项目的量产，公司2010年业绩将出现较大幅度增长，我们预测公司2009-2011年EPS分别为0.50、0.78和1.02元，由于公司是唯一一家触摸屏上游环节的上市公司，我们认为2010年触摸屏是非常重要的投资主题，随着公司触摸屏项目的产业化，公司将获得资金持续的关心，估值水平有望获得较大提升，给予2010年35xPE，6个月目标价格为27.3元，给予买入-B投资评级。公司主要风险在于触摸屏项目产业化进度低于预期。

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： **27.30 元**

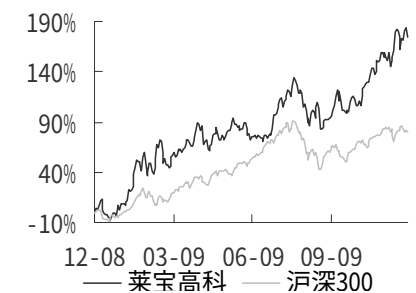
 期限： 6个月 上次预测：
 现价： 20.43元

报告日期： **2009-12-14**

市场数据

总市值(百万元)	6,700.03
流通市值(百万元)	4,697.19
总股本(百万股)	329.89
流通股本(百万股)	231.27
12个月最高/最低	6.95/21.28 元
十大流通股股东(%)	56.57%
股东户数	11,790

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.18	29.71	91.53
绝对收益	5.78	40.11	173.89

研究员

侯利 行业分析师
 010-66581625 houli@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	565.6	538.7	588.9	908.2	1,078.8
Growth(%)	16.1%	-4.8%	9.3%	54.2%	18.8%
净利润	229.2	212.7	175.7	273.0	355.2
Growth(%)	8.5%	-7.2%	-17.4%	55.4%	30.1%
毛利率(%)	53.7%	54.7%	41.8%	42.6%	45.8%
净利润率(%)	40.5%	39.5%	29.8%	30.1%	32.9%
每股收益(元)	0.69	0.64	0.50	0.78	1.02
每股净资产(元)	4.73	5.00	5.74	6.14	6.67
市盈率	29.2	31.5	40.3	25.9	19.9
市净率	4.3	4.1	3.5	3.3	3.0
净资产收益率(%)	14.8%	13.0%	8.9%	13.0%	15.5%
ROIC(%)	50.9%	25.1%	18.6%	27.2%	33.3%
EV/EBITDA	14.6	20.9	19.6	13.8	10.7
股息收益率	1.7%	1.9%	1.2%	1.9%	2.5%

前期研究成果

莱宝高科：业绩下滑不改对下半年期待
 2008-04-25

莱宝高科：业绩略好于预期，08年值得期待
 2008-03-31

莱宝高科：08年公司重回高速增长通道
 2008-01-02

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-11**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	565.6	538.7	588.9	908.2	1,078.8	成长性					
减: 营业成本	261.9	244.0	342.5	521.3	585.1	营业收入增长率	16.1%	-4.8%	9.3%	54.2%	18.8%
营业税费	1.2	0.6	0.6	1.0	1.2	营业利润增长率	11.7%	-3.0%	-20.7%	57.8%	29.8%
销售费用	13.8	9.2	8.4	12.7	15.1	净利润增长率	8.5%	-7.2%	-17.4%	55.4%	30.1%
管理费用	39.3	43.3	38.3	54.5	64.7	EBITDA 增长率	4.7%	-4.9%	8.5%	40.2%	24.1%
财务费用	-18.1	-18.1	-4.3	-6.1	-7.5	EBIT 增长率	3.5%	-3.3%	-16.5%	58.2%	30.0%
资产减值损失	1.7	2.0	-0.9	2.2	1.4	NOPLAT 增长率	-1.3%	-7.8%	-11.2%	55.7%	30.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	87.3%	19.8%	6.3%	6.5%	-2.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	7.7%	5.6%	21.2%	7.0%	8.6%
营业利润	265.8	257.7	204.4	322.5	418.8	利润率					
加: 营业外净收支	5.5	4.3	5.5	3.5	5.5	毛利率	53.7%	54.7%	41.8%	42.6%	45.8%
利润总额	271.2	262.0	209.9	326.0	424.3	营业利润率	47.0%	47.8%	34.7%	35.5%	38.8%
减: 所得税	39.8	47.3	31.5	48.9	63.6	净利润率	40.5%	39.5%	29.8%	30.1%	32.9%
净利润	229.2	212.7	175.7	273.0	355.2	EBITDA/营业收入	53.7%	53.6%	53.2%	48.4%	50.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	43.8%	44.5%	34.0%	34.8%	38.1%
货币资金	884.5	800.1	1,107.8	1,206.8	1,431.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	202	298	357	220	176
应收帐款	99.8	124.5	125.3	193.3	229.6	流动营业资本周转天数	59	88	105	104	113
应收票据	65.2	18.5	24.2	37.3	44.3	流动资产周转天数	741	707	724	577	567
预付帐款	4.8	28.3	28.3	28.3	28.3	应收帐款周转天数	57	76	79	65	73
存货	26.7	38.0	55.2	84.8	95.2	存货周转天数	17	22	29	28	30
其他流动资产	15.9	9.6	9.6	9.6	9.6	总资产周转天数	1,065	1,196	1,214	883	806
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	383	576	593	409	350
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	10.0	10.0	-	-	-	ROE	14.8%	13.0%	8.9%	13.0%	15.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.2%	11.7%	8.3%	12.0%	14.4%
固定资产	294.2	598.4	568.4	541.1	513.2	ROIC	50.9%	25.1%	18.6%	27.2%	33.3%
在建工程	194.9	28.2	51.3	56.5	10.7	费用率					
无形资产	151.1	174.5	162.9	152.2	142.1	销售费用率	2.4%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%
其他非流动资产	0.7	1.3	7.0	7.0	7.0	管理费用率	6.9%	8.0%	6.5%	6.0%	6.0%
资产总额	1,747.8	1,831.4	2,140.0	2,316.9	2,511.2	财务费用率	-3.2%	-3.4%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
短期债务	36.5	63.0	61.1	59.1	56.8	三费/营业收入	6.2%	6.4%	7.2%	6.7%	6.7%
应付帐款	45.3	52.4	73.2	111.4	125.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	10.6%	9.9%	6.6%	7.6%	7.5%
其他流动负债	29.5	32.5	30.0	30.0	30.0	负债权益比	11.9%	11.0%	7.0%	8.3%	8.1%
长期借款	43.8	-	-	-	-	流动比率	7.72	5.71	9.81	8.97	9.93
其他非流动负债	-	3.0	3.0	3.0	3.0	速动比率	7.53	5.49	9.40	8.48	9.41
负债总额	185.9	181.6	140.7	176.9	188.2	利息保障倍数	-13.72	-13.25	-46.05	-52.12	-54.99
少数股东权益	50.5	52.4	55.1	59.2	64.6	分红指标					
股本	253.8	329.9	348.4	348.4	348.4	DPS(元)	0.36	0.38	0.25	0.39	0.51
留存收益	1,257.8	1,267.5	1,595.9	1,732.4	1,910.0	分红比率	51.1%	59.6%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	1,562.0	1,649.8	1,999.3	2,140.0	2,323.0	股息收益率	1.7%	1.9%	1.2%	1.9%	2.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	231.4	214.7	175.7	273.0	355.2	EPS(元)	0.69	0.64	0.50	0.78	1.02
加: 折旧和摊销	56.8	55.2	113.5	123.0	133.9	BVPS(元)	4.73	5.00	5.74	6.14	6.67
资产减值准备	1.7	2.0	-0.9	2.2	1.4	PE(X)	29.2	31.5	40.3	25.9	19.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	4.1	3.5	3.3	3.0
财务费用	3.1	4.8	6.1	-4.3	-6.1	P/FCF	-63.2	165.3	80.6	34.4	18.5
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	11.8	12.4	12.0	7.8	6.6
少数股东损益	2.2	1.9	2.7	4.2	5.4	EV/EBITDA	14.6	20.9	19.6	13.8	10.7
营运资金的变动	-102.6	22.8	-5.6	-74.7	-41.5	PEG	6.2%	18.9%	32.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	211.2	294.9	281.0	321.5	446.9	CAGR(%)	4.7	1.7	1.2	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-341.1	-228.9	-89.6	-90.1	-50.1	ROIC/WACC	4.9	2.4	1.8	2.6	3.2
融资活动产生现金流量	-93.2	-149.8	146.3	-132.4	-172.5	REP	1.2	2.7	3.4	2.2	1.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

跨行业和新产品带来高增长

青岛软控投资快报

报告关键点：

- 新产品带来爆发性增长点
- 跨行业拓展顺利，估值水平有望提升

报告摘要：

- 在手订单充足，2010年增长无忧。受我国和世界各国刺激汽车需求政策来动，下游轮胎企业投资旺盛，轮胎投资传导的滞后效应使公司在手订单充足，已经可以锁定30%左右的增长；
- 多项新产品投放市场带来新增长点。公司液压式硫化机、半钢成型机和一次法密炼机等多项新产品在2010年将投放市场，均是市场空间较大的新产品，特别是具有独创性的一次法密炼设备投放市场，将带来轮胎企业生产流程工艺的重大变革，有可能在未来激发轮胎企业大规模更换升级密炼设备，形成爆发性增长。
- 跨行业拓展将提升估值水平。公司配料系统跨行业拓展已经渐入佳境，在伊克思项目的示范效应下，公司正加大配料系统在化工领域的拓展力度，2010年可能将有更多的大项目合同签订，从而使市场对公司跨行业发展形成稳定的预期，推动公司估值的提升。为了夯实公司跨行业拓展方面的基础，公司正在积极寻找化工装备领域的并购机会，不久前已经通过收购大连天晟70%股权，进入到合成橡胶后处理设备领域，未来不排除有更多的并购行为，这也将成为公司股价的催化剂。
- 盈利预测与评级。我们预测公司2009-2011年EPS分别为0.64、0.94和1.30元，对应PE分别为33.8x、22.8x和16.5x，公司估值水平仍然低于同行业整体估值水平，且未来3年复合增长率在30%以上，我们给予2010年30xPE，提高6个月目标价格至28元，维持买入-A投资评级。

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： 28.00 元

期限： 6个月 上次预测： 23.30 元

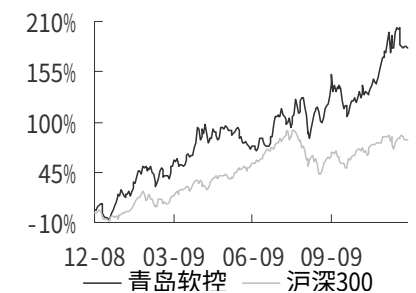
现价： 20.40 元

报告日期： 2009-12-14

市场数据

总市值(百万元)	10,096.16
流通市值(百万元)	5,741.87
总股本(百万股)	494.91
流通股本(百万股)	281.46
12个月最高/最低	10.12/27.99 元
十大流通股东(%)	23.96%
股东户数	38,573

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.75	11.17	97.51
绝对收益	6.42	20.87	181.80

研究员

侯利

行业分析师

010-66581625

houli@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	502.5	912.5	1,257.9	1,890.3	2,624.1
Growth(%)	41.3%	81.6%	37.9%	50.3%	38.8%
净利润	143.3	224.1	316.9	463.3	642.4
Growth(%)	61.1%	56.3%	41.4%	46.2%	38.7%
毛利率(%)	46.0%	39.3%	37.3%	39.4%	39.7%
净利润率(%)	28.5%	24.6%	25.2%	24.5%	24.5%
每股收益(元)	0.29	0.45	0.64	0.94	1.30
每股净资产(元)	1.94	2.36	4.13	4.97	6.14
市盈率	70.4	45.1	31.9	21.8	15.7
市净率	10.5	8.6	4.9	4.1	3.3
净资产收益率(%)	15.0%	19.2%	15.5%	18.8%	21.1%
ROIC(%)	34.7%	37.5%	32.1%	33.4%	31.7%
EV/EBITDA	19.7	27.1	29.8	19.6	13.7
股息收益率	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%

前期研究成果

- 青岛软控：轮胎投资仍旺，加速增长可期
2009-10-22
- 青岛软控：短期冲击有限，长期提升价值
2009-09-14
- 青岛软控：加速向全球冠军迈进
2009-08-25

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-14**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	502.5	912.5	1,257.9	1,890.3	2,624.1	成长性					
减:营业成本	271.5	553.9	788.6	1,146.2	1,581.2	营业收入增长率	41.3%	81.6%	37.9%	50.3%	38.8%
营业税费	4.7	6.0	10.1	15.1	21.0	营业利润增长率	37.2%	51.1%	54.5%	60.8%	43.6%
销售费用	9.0	14.5	20.1	30.2	42.0	净利润增长率	61.1%	56.3%	41.4%	46.2%	38.7%
管理费用	75.5	113.6	151.0	226.8	314.9	EBITDA 增长率	19.4%	60.0%	51.9%	56.0%	43.4%
财务费用	0.1	7.9	8.4	4.2	4.7	EBIT 增长率	22.8%	57.6%	52.5%	57.6%	43.3%
资产减值损失	20.0	32.7	0.7	21.0	24.6	NOPLAT 增长率	48.1%	61.4%	40.2%	44.0%	38.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	49.3%	64.0%	38.2%	45.9%	29.1%
投资和汇兑收益	-	-	5.0	10.0	20.0	净资产增长率	15.6%	21.9%	74.8%	20.4%	23.5%
营业利润	121.7	183.9	284.1	456.7	655.8	利润率					
加:营业外净收支	31.7	58.0	68.0	58.0	58.0	毛利率	46.0%	39.3%	37.3%	39.4%	39.7%
利润总额	153.4	241.9	352.1	514.7	713.8	营业利润率	24.2%	20.1%	22.6%	24.2%	25.0%
减:所得税	10.0	17.8	35.2	51.5	71.4	净利润率	28.5%	24.6%	25.2%	24.5%	24.5%
净利润	143.3	224.1	316.9	463.3	642.4	EBITDA/营业收入	26.0%	22.9%	25.2%	26.2%	27.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	24.2%	21.0%	23.2%	24.4%	25.2%
货币资金	453.8	420.7	932.8	757.1	799.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	98	81	69	69	78
应收帐款	319.0	557.8	703.9	1,057.8	1,476.2	流动营业资本周转天数	215	180	191	191	206
应收票据	164.0	39.0	344.6	517.9	718.9	流动资产周转天数	898	595	615	574	527
预付帐款	57.5	109.8	109.8	109.8	109.8	应收帐款周转天数	140	166	177	164	170
存货	413.1	482.7	622.2	913.8	1,260.6	存货周转天数	206	182	165	151	154
其他流动资产	0.0	0.0	-22.6	-22.6	-22.6	总资产周转天数	1,067	748	779	717	646
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	369	321	345	327	320
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4.1	4.1	5.0	8.0	10.0	ROE	15.0%	19.2%	15.5%	18.8%	21.1%
投资性房地产	19.6	19.0	20.0	20.0	20.0	ROA	8.4%	10.7%	9.5%	11.1%	12.3%
固定资产	172.0	236.9	247.1	481.6	660.1	ROIC	34.7%	37.5%	32.1%	33.4%	31.7%
在建工程	19.5	57.8	232.0	172.8	54.6	费用率					
无形资产	63.7	135.9	136.0	136.1	136.2	销售费用率	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
其他非流动资产	16.4	26.1	20.8	20.8	20.8	管理费用率	15.0%	12.5%	12.0%	12.0%	12.0%
资产总额	1,702.7	2,089.7	3,351.7	4,173.2	5,244.0	财务费用率	0.0%	0.9%	0.7%	0.2%	0.2%
短期债务	92.0	210.0	208.6	206.6	204.7	三费/营业收入	16.8%	14.9%	14.3%	13.8%	13.8%
应付帐款	214.5	226.1	464.5	675.2	931.4	偿债能力					
应付票据	210.3	281.1	432.1	628.0	866.4	资产负债率	43.7%	44.1%	39.1%	41.1%	42.1%
其他流动负债	221.6	189.8	189.8	189.8	189.8	负债权益比	77.6%	78.8%	64.1%	69.7%	72.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.91	1.77	2.08	1.96	1.98
其他非流动负债	5.6	14.3	14.3	14.3	14.3	速动比率	1.34	1.22	1.58	1.41	1.39
负债总额	744.1	921.3	1,309.4	1,713.9	2,206.6	利息保障倍数	1,700.44	24.13	34.87	108.62	141.34
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	142.5	284.9	494.9	494.9	494.9	DPS(元)	0.03	0.03	0.06	0.09	0.13
留存收益	816.1	883.5	1,547.4	1,964.4	2,542.6	分红比率	9.9%	6.4%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	958.6	1,168.4	2,042.4	2,459.3	3,037.5	股息收益率	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	133.8	224.1	316.9	463.3	642.4	EPS(元)	0.29	0.45	0.64	0.94	1.30
加:折旧和摊销	10.7	19.1	24.7	33.7	48.8	BVPS(元)	1.94	2.36	4.13	4.97	6.14
资产减值准备	20.0	32.8	0.7	21.0	24.6	PE(X)	70.4	45.1	31.9	21.8	15.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.5	8.6	4.9	4.1	3.3
财务费用	10.3	4.8	7.6	8.4	4.2	P/FCF	-	-191.9	-141.7	-56.1	211.1
投资收益	-	-	-5.0	-10.0	-20.0	P/S	20.1	11.1	8.0	5.3	3.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	19.7	27.1	29.8	19.6	13.7
营运资金的变动	-157.1	-223.6	-246.5	-433.1	-496.2	CAGR(%)	47.9%	42.1%	38.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	48.3	46.5	99.1	79.1	204.3	PEG	1.5	1.1	0.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-18.7	-174.7	-196.0	-193.1	-82.1	ROIC/WACC	4.0	4.3	3.7	3.9	3.7
融资活动产生现金流量	-175.3	97.0	547.3	-52.6	-70.9	REP	1.0	1.3	1.8	1.2	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

上海

上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2008 室

邮编：200120

电话：021-68801200

北京

北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二号楼三层

邮编：100032

电话：010-66578819

深圳

深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层

邮编：518026

电话：0755-82825555