

上市公司深度报告

铁路大投资的受益者

铁路大投资为远望谷提供了短期高速增长的机会

为了应对国际经济危机的挑战，扩大内需，刺激国内经济增长，国务院提出了 4 万亿元的投资计划，其中铁路投资规模达到 2 万亿元。

远望谷在铁路车辆识别系统市场中占有超过 50% 的市场份额，公司凭借自身技术优势和服务优势，成功地取代了国际厂商成为铁路市场的主要供应商。我们认为远望谷一定会在这场铁路大投资中获得高速发展的机会

RFID 的发展潜力为远望谷提供了广阔的舞台

RFID 市场是一个新兴的高速增长的市场，RFID 技术在商业零售、生产制造、人口识别、食品安全、物流等领域有着广阔的应用前景。

根据市场研究公司的报告，2007 年全球 RFID 的市场收入为 38 亿美元，到 2012 年全球市场销售收入将达到 84 亿美元，复合增长率为 21%。

目前 RFID 技术在我国的应用仍然处于起步阶段，在铁路领域的应用开展比较早，在烟草、政府等领域的应用刚刚开始，市场潜力巨大。

合理估值 26 元，买入评级

鉴于公司的成长比较确定，我们认为可以将公司的市盈率定位在 40 倍，我们预测公司 2008 年每股收益为 0.65 元，按照 40 倍市盈率计算，股价可以定位在 26 元。

预测和比率

	2007A	2008F	2009F	2010F
主营收入（百万）	151.51	218.48	322.88	484.32
主营收入增长率	34.63%	44.20%	47.78%	50.00%
EBITDA（百万）	58.92	84.30	124.50	185.56
EBITDA 增长率	55.42%	43.07%	47.68%	49.05%
净利润（百万）	54.51	82.95	121.67	180.73
净利润增长率	65.42%	52.18%	46.67%	48.55%
ROE	14.00%	16.21%	20.39%	24.99%
EPS（元）	1.020	0.65	0.95	1.41
P/E	18.31	28.91	19.71	13.27
P/B	3.08	4.69	4.02	3.32
EV/EBITDA	16.47	26.39	16.43	11.04

远望谷（002161）

首次评级

买入

董志强

dongzhiqiang@csc.com.cn

010-85130966

分析日期：2009 年 1 月 5 日

当前股价：18.68 元

目标价格 6 个月：26.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
9.1/9.1	17.0/31.4	-8.1/55.6
12 月最高/最低价（元）		72.39/10.52
总股本（万股）		12,840
流通 A 股（万股）		6,675
总市值（亿元）		24.19
流通市值（亿元）		12.57
近 3 月日均成交量（万）		185
主要股东		
崔文立		7.87%

股价表现



目录

投资要件	1
铁路大投资为远望谷提供了短期高速发展的机会.....	2
RFID 的长期发展潜力为远望谷提供了广阔的舞台	4
远望谷业绩一直保持高速增长	7
未来业绩依然会高速增长	9
合理估值 26 元	10
投资评级为买入	11
风险分析	11
指标分析	12
报表预测	13
附:.....	14

投资要件

关键假设

铁路大投资为远望谷提供了高速发展的机会，远望谷在铁路车辆识别系统的领先地位保持不变

烟草、政府等领域的应用继续高速增长，公司这方面业务继续保持高速增长

公司在 RFID 技术领域继续保持国内领先地位

我们为什么与市场普遍观点不同

市场对远望谷的普遍担心是公司的技术实力和市场能力能否在同国外竞争对手的竞争中保持像在铁路市场同样的领先地位，因为在商业零售等领域，国际巨头的竞争力度更加强大。

我们认为国内铁路市场的大投资为远望谷进一步扩大技术实力和竞争地位奠定了一个良好的基础。公司可以在铁路市场上不断成熟，不断发展，就像在铁路市场上一样，远望谷最终一样会在商业、烟草、政府等领域取得成功。

估值和目标价格

我们通过 PEG 估值法和 DCF 估值法计算出远望谷的合理估值是 26 元，因此我们将远望谷的目标价格确定位 26 元。

我们对远望谷的投资评级是买入评级，建议在充分调整后介入。

股价上涨的催化因素

铁路大投资公司必定会获得相应的订单，公司每个季度的业绩报告都有可能成为股价上涨的催化因素。

另外大盘的反弹也会促进公司股价的上涨

投资风险

投资远望谷的风险来自两个方面，一方面股市的系统性风险，大盘还没有明确探出底部，还有下跌的风险。

第二个风险来自公司的业绩，铁路大投资首先是铺路和购买车辆，信息系统建设可能会滞后一个周期，因此，铁路大投资对公司的影响可能会等到 2009 年下半年或者 2010 年才能体现出来。

铁路大投资为远望谷提供短期内高速发展的机会

1、国家推出了雄心勃勃的铁路投资计划

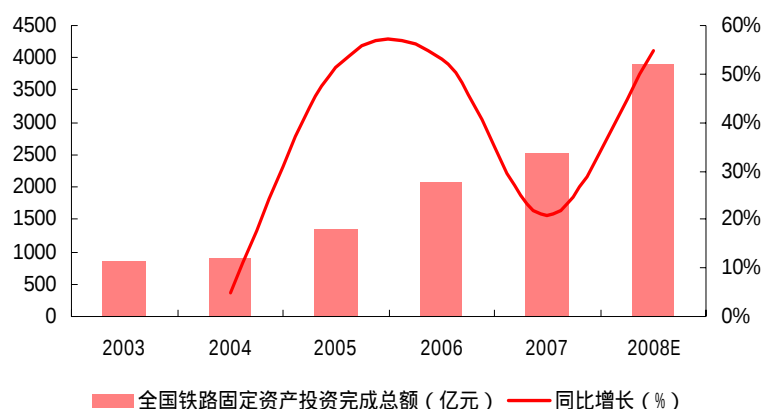
2008 年随着国际金融危机演变成国际经济危机，国内经济发展遇到了前所未有的困难，沿海大批出口企业订单减少，企业大量倒闭裁员，国内房地产、汽车行业市场销售不畅，对钢材、水泥等上游产业产生较大的影响，中国经济出现了增长率大幅度下滑的情况，为了扭转经济发展的不利局面，国务院提出了刺激国内经济发展的 10 项措施，涉及 4 万亿元投资计划。

其中第三条提出：加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路，完善高速公路网，安排中西部干线机场和支线机场建设，加快城市电网改造。

为从根本上解决铁路供需矛盾，国家制定了铁路中长期规划以及“十一五”铁路建设发展规划。规划以“新建线路”、“客运分离”、“线路改造”为主体思想，提出将铁路营运里程从 2005 年的 7 万公里提高到 2010 年的 9 万公里，在 2010 年达到 10 万公里；将全国铁路网的复线率和电气化率在 2010 年提高至 45%，2020 年提高至 50%；2010 年前新建 7000 公里客运专线，2020 年前建成 12000 公里客运专线，实现主干线的客货分离。国家计划于 2006-2010 年间投入 1.25 万亿元进行铁路基本建设，这个数字是之前 5 年实际投资额的 4 倍。目前，国务院批复的铁路投资额已经达到 2 万亿元，其中在建项目的投资规模超过了 1.2 万亿。

我们预计 2008 年~2010 年将有年均 4000 亿元的投资额度，其中 2008 年 3900 亿（基本建设 3300 亿，机车车辆购置 600 亿），2009 年 4200 亿（基本建设 3500 亿，机车车辆购置 700 亿），2010 年 4000 亿元左右（基本建设 3250 亿，机车车辆购置 750 亿）。综合来看，尽管“十一五”的前两年投资进度落后于计划，但由于今年以来的投资步伐加快，超额完成 1.5 万亿的投资额度的可能性很大。

图 1：我国铁路投资情况



资料来源：中信建投研究所

2、远望谷在国内铁路车辆识别系统中占有绝对领先的市场地位

目前铁路车辆识别系统有两家公司垄断，远望谷占有绝对领先的市场地位。

表 1：远望谷的市场占有率如下（2006 年数据）

车辆系统地面装置	48.9%
货车电子标签	7.6%
机务系统地面装置	68.2%
机务系统电子标签	83.4%
货运系统地面装置	68.5%

资料来源：招股说明书

我们看到远望谷在铁路车辆识别系统中占有领先的市场地位，公司这种领先的市场地位是由公司的竞争优势决定的。公司的竞争优势主要体现在以下几个方面：

- 1、技术优势。公司是国内最早从事 RFID 技术开发的公司之一，在技术上积累了很多的研究成果，公司是铁道部有关车辆识别系统的主要标准制定者之一，在技术上有先发优势。
- 2、市场先入优势。公司利用自己多年的技术实力和市场经验，取得了铁道部车辆系统的入围资格，目前只有两家参与这个市场的竞争，其他竞争者很难进入。
- 3、产品优势。公司目前拥有 5 大系列 60 多种射频识别产品，广泛应用于铁路、烟草、军队、海关等领域，公司的产品收到了客户的欢迎。
- 4、品牌优势。公司在铁路系统成功地推广了完全国产化的超高频 RFID，在国内外受到了极大的关注，成为 RFID 市场的主要竞争者。公司推行全面、全员、全过程质量管理，在行业内树立了良好的品牌形象。

从上面的分析我们看到，国家对铁路系统的大投资为远望谷最近几年的发展提供了良好的机会，而公司在铁路车辆识别系统所处的绝对领先的市场地位，保证了公司能够在铁路大投资中分得足够的蛋糕。

我们预测远望谷在铁路车辆识别系统的收入将保持每年 50% 左右的增长速度。公司目前主要业务来自铁路车辆识别领域，所以公司整体的增长速度也会很高。

表 2：远望谷的铁路行业收入占比

2004	88.47%
2005	83.22%
2006	77.83%
2007	70.46%

资料来源：招股说明书

RFID 领域长期发展潜力为远望谷提供了广阔的舞台

1、RFID 的技术特点

射频识别技术 RFID(Radio Frequency Identification)是自动识别技术的一种，即通过无线射频方式进行非接触双向数据通信对目标加以识别。一个典型的 RFID 系统一般由 RFID 标签、读写器以及计算机系统部分组成。其中 RFID 标签中一般保存有约定格式的编码数据，用以唯一标识标签所附着的物体。与传统的识别方式相比，RFID 技术无需直接接触、无需光学可视、无需人工干预即可完成信息输入和处理，且操作方便快捷。能够广泛应用于生产、物流、交通、运输、医疗、防伪、跟踪、设备和资产管理等需要收集和处理数据的应用领域，并被认为是条形码标签的未来替代品。

RFID 系统的工作原理：读写器通过天线发送出一定频率的射频信号；当 RFID 标签进入读写器工作场时，其天线产生感应电流，从而 RFID 标签获得能量被激活并向读写器发送出自身编码等信息；读写器接收到来自标签的载波信号，对接收的信号进行解调和解码后送至计算机主机进行处理；计算机系统根据逻辑运算判断该标签的合法性，针对不同的设定做出相应的处理和控制，发出指令信号；RFID 标签的数据解调部分从接收到的射频脉冲中解调出数据并送到控制逻辑，控制逻辑接收指令完成存储、发送数据或其他操作。

RFID 技术是继条形码技术之后，一种变革商品流通结算、物流配送和产品跟踪管理模式的高新技术。RFID 标签具有体积小、容量大、寿命长、可重复使用等特点，可支持快速读写、非可视识别、移动识别、多目标识别、定位及长期跟踪管理。RFID 技术与互联网、通讯等技术相结合，可实现全球范围内物品跟踪与信息共享。

基于上述特点，将 RFID 技术应用于物流、制造、公共信息服务等行业，可大幅提高管理与运作效率，降低成本。沃尔玛委托阿肯色大学独立进行的一项研究发现，采用 RFID 系统的沃尔玛商场与普通的商场相比，货架缺货发生率降低了 16%，货物补充的速度比用条形码的快三倍，而且沃尔玛人工订货减少了，从而降低了库存量。这项研究说明，RFID 增加了零售商把产品送到顾客手里的次数，给购物者、供应商和零售商都带来了好处。Forrester Research 零售业分析师认为，若全面采用 RFID，沃尔玛每年可以节省 83.5 亿美元。

2、RFID 的应用领域非常广阔

随着相关技术的不断完善和成熟，RFID 产业正在成为一个新兴的高技术产业群。目前在全球物流与供应链管理最发达的美国、欧洲出现了普遍采用 RFID 的最新趋势：沃尔玛、麦德龙、Tesco、吉列、强生、宝洁、摩托罗拉、宝马、UPS、汉莎航空等 100 多家跨国公司已大规模采用 RFID 产品；美国国防部早已全面导入 RFID 计划（即“美国 SST 计划”）从阿富汗战争到伊拉克战争全面使用 RFID，并且在 2005 年全军推广；美国食品及药物管理局（FDA）建议制药商从 2006 年起利用 RFID 跟踪最常造假的药品；法国政府已在食品领域全面推行原产地分类 RFID 电子标签制度；国际航空运输协会（IATA）和乘客联合会议也大力推荐航空公司将 RFID 技术应用于行李运送，等等。

此外，根据埃森哲公司对澳大利亚、中国、日本及韩国的 100 家制造业及零售业大公司调查显示，45%认为投资 RFID 回报丰厚，34%的公司正在进行无线射频识别技术业务个案，16%的正在进行试点研究，1%的正在推行无线射频识别技术项目，51%计划于 2007 年推出无线射频识别技术项目。

由于应用领域的快速扩展，RFID 市场增长迅速。市场研究公司 In-Stat 发表的研究报告称，射频识别标签（RFID）将成为自从手机出现以来普及率最广的无线技术。

RFID 技术的主要应用领域有：物流业、零售业、制造业、服装业、医疗、身份识别、防伪、资产管理、交通、食品、动物识别、图书馆、汽车、航空、军事和其他领域。

图 2：RFID 的应用领域

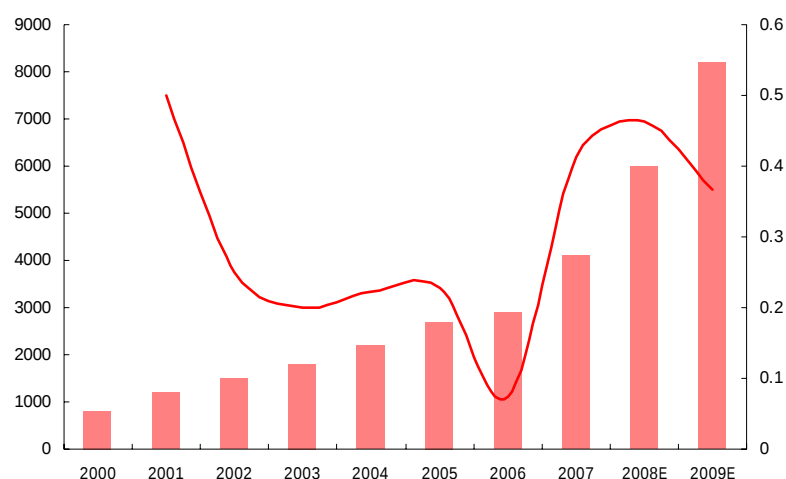


资料来源：RFID 世界网

3、全球 RFID 市场高速增长

RFID 市场是一个新兴的高速增长的市场。

图 3：全球 RFID 市场快速增长



资料来源：佐思投资

据市场研究公司 ABIResearch 最新发表的研究报告称,2007 年全球 RFID 市场销售收入为 38 亿美元,比 2006 年增长 24%。到 2012 年,全球 RFID 市场销售收入将达到 84 亿美元,2007 年至 2012 年的复合年增长率为 21%。

4、我国 RFID 市场高速增长

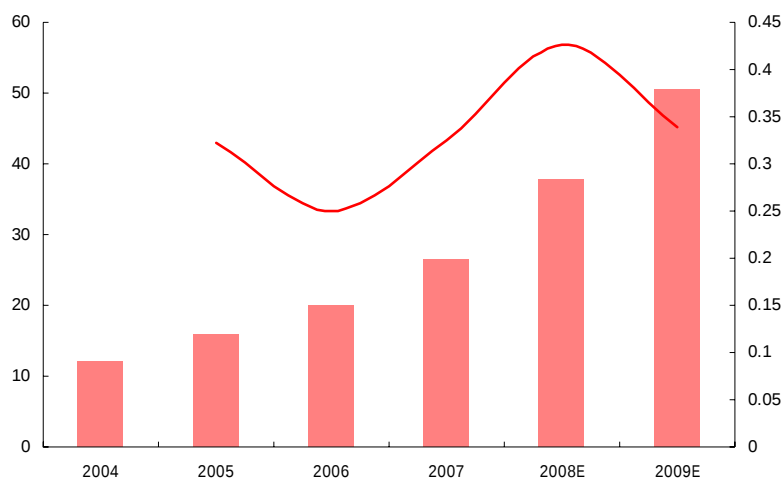
我国政府已经把射频识别(RFID)产业当作国家优先发展的产业之一。我国《信息产业科技发展“十一五”计划和 2020 年中长期规划(纲要)》中将“智能信息处理和物与物通信网络技术”确定为网络与通信领域 11 个主要技术领域之一,并将之确定为我国需要重点突破的核心技术,其发展目标包括“重视 RFID、传感器网络等物与物通信网络技术的研发,形成自主知识产权的核心技术和产品,打造完善的产业链;推广 RFID、传感器网络技术应用在全社会的应用,形成一大批有示范效应的应用范例,为无处不在、人与物共享的网络应用奠定基础。”

2006 年 6 月 9 日由科技部、发改委、商务部、信产部等 15 个部委联合编写的《中国 RFID 技术政策白皮书》正式发布,为我国在未来一段时期 RFID 技术和产业发展确定了总体目标、指导思想和工作原则,指出了发展的途径。

另外沃尔玛在中国的大量采购将促进中国 RFID 产业的沃尔玛在亚洲的采购有 70%是由中国供应商提供的,有 1000 多家中国企业为沃尔玛提供货源,沃尔玛每年有 180 亿美元的采购额来自我国。这从一个侧面说明,我国是世界上最大的 RFID 潜在市场。同时,沃尔玛的做法,无形中促使我国零售商逐渐开始效仿,从而自下而上地推动我国 RFID 技术的应用。

在市场和国家政策的双重推动下,我国 RFID 市场发展迅速。易观国际预测,2009 年中国 RFID 市场规模将达到 50 亿元,年复合增长率为 33%,形成了电子标签超过 38 亿元、读写器接近 7 亿元、软件和服务达到 5 亿元的市场格局。

图 4：中国 RFID 市场快速增长



资料来源：易观国际

5、远望谷面临良好的发展机遇

相较而言，国外公司的技术较为成熟，具有一定的质量、性能优势。但由于国外企业将战略重点放在 RFID 技术应用相对成熟的欧美市场，而没有投入大量资金铺设中国的销售及售后服务网络；国内市场上同类 RFID 产品，国外品牌售价远远超过国内品牌，明显缺乏性价比优势；同时，我国存在一定的行业进入壁垒；种种因素造成国外企业在我国市场占有率相对较低。

我国 RFID 企业总数超过 100 家，但是关键技术缺乏，特别是在超高频 RFID 方面。从包括芯片、天线、标签和读写器等硬件产品来看，低高频 RFID 技术门槛较低，发展较早，技术成熟，产品应用广泛，处于完全竞争状况；超高频 RFID 技术门槛较高，发展较晚，技术相对欠缺，从事超高频 RFID 产品生产的企业较少，具有自主知识产权的企业更是寥寥无几。

从目前来看，我国烟草、海关、军队等领域逐渐进入了大规模采用 RFID 的局面，加上重大工程与活动、生产管理和控制、公共安全、交通管理等领域也对超高频 RFID 产品形成了现实的应用需求；另外，随着国内现代物流与供应链领域、零售行业对 RFID 潜在的巨大需求。未来几年内，拥有竞争优势的少数本土 RFID 供应商将面临前所未有的良好发展机遇。

远望谷是国内企业的佼佼者，在铁路系统的应用非常成功，另外公司上市以后，信誉大大提高，目前是国内唯一一家以 RFID 业务为主业的上市公司，可以说是国内最有竞争力的 RFID 企业之一。

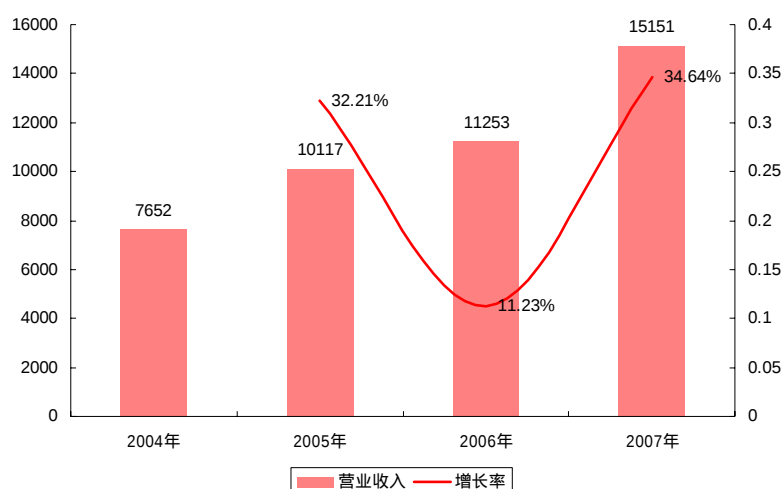
远望谷业绩一直保持高速增长

1、远望谷最近几年业绩一直保持高速增长

远望谷目前还处于增长的初期，最近几年公司的主营收入和净利润一直保持高速增长

图 5：远望谷收入增长情况

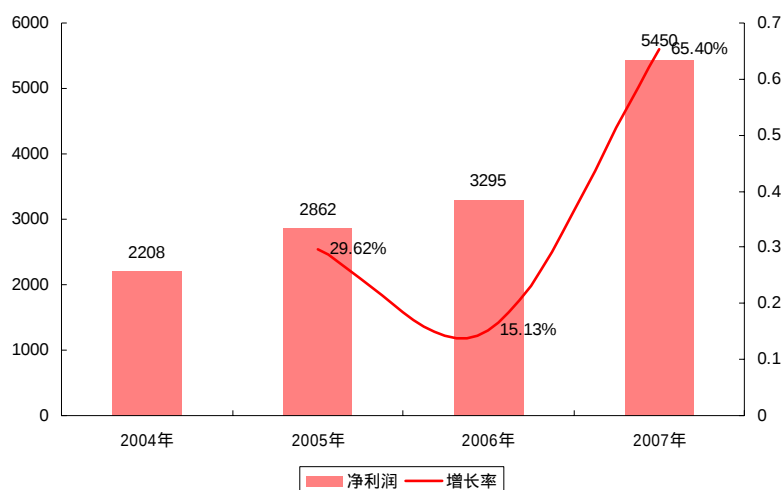
单位：万元



资料来源：公司年报

图 6：远望谷净利润增长情况

单位：万元



资料来源：公司年报

远望谷的毛利率一直保持在较高水平，最近几年的毛利率一直保持在 60% 左右，可见公司的竞争力比较强，市场地位比较稳固。

图 7：远望谷毛利率情况

单位：万元



资料来源：公司年报

2、2008 年远望谷业绩依然保持高速增长

2008 年前三季度远望谷的主营收入增长了 74.29%，净利润增长了 143.42%，前三季度远望谷的业绩增长率非常高，公司在三季报中预测，2008 年全年公司的净利润增长率在 30%—60% 之间，我们认为公司的净利润

增长率可能更接近于 60%。

2008 年以来我国 RFID 市场在各级政府和主要厂商的推动下，在公安、食品安全、卫生、药品安全、交通和物流、城市信息化建设等领域继续推进，中国 RFID 市场继续保持了稳定增长的态势。

远望谷凭借已经取得技术优势和市场地位，继续保持行业中领先的态势。公司在铁路以外领域的发展取得了可喜的成绩，上半年公司在铁路市场的收入占总收入的 62%，其他行业收入大幅度增长。公司的毛利率依然保持在比较高的水平，毛利率达到 61.06%。

2008 年公司总体经营保持了平稳高速增长的态势。我们预测 2008 年远望谷的每股收益为 0.65 元。

未来业绩依然高速增长

到 2008 年中期，远望谷在铁路领域的收入占公司总收入的 62%，来自其他领域的收入占总收入的 38%。我们可以假定公司 2008 年全年的收入构成大体上是这个比例。

关于 2009 年、2010 年和 2011 年，我们认为铁路大投资必然会反应在车辆识别系统中，可能有一个相对的滞后。我们假设 2009 年铁路领域收入增长 50%，2010 年铁路领域收入增长 50%，2011 年铁路领域收入增长 40%。

2008 年其他领域的应用得到了更大的发展，公司来自其他领域的收入已经达到 32%，其他领域的收入增长在 100% 左右，所以公司的整体业绩增长速度比较快。由于 RFID 应用都是一些政府主导的领域，受金融危机影响比较小，有些领域可能还会受到政府扩大内需的支持，因此我们认为来自其他领域的增长依然会保持在比较高的水平，我们假设未来三年来自其他领域的增长率分别是 60%、50% 和 40%。

表 3：远望谷未来收入预测

单位：万元

	2007	2008	2009	2010	2011
铁路市场	10433	13771	20656	30984	43377
非铁路市场	4374	8440	13504	20256	28358
总和	14807	22211	34160	51240	71735

资料来源：中信建投证券研发部预测

关于公司的毛利率，公司前面几年的毛利率都保持在 60% 左右，2008 年毛利率保持在 61%，我们认为公司能够保持 60% 左右的毛利率。

根据以上的假设，我们预测 2009 年、2010 年和 2011 年的公司的每股收益分别是 0.95、1.41 和 2.05 元。

合理估值 26 元

1、PEG 估值法

根据远望谷未来的增长潜力，我们认为远望谷未来 5 年净利润增长的符合增长率能够保持在 40% 左右，因此根据 PEG 从长期来看趋于 1 的趋向，远望谷的市盈率可以定位在 40 倍，根据我们对公司的预测，2008 年每股收益为 0.65 元，所以远望谷的合理定位是 26 元。

2、DCF 估值法

我们采用 DCF 估值方法，对公司进行估值，采取的主要假设如下

表 4：估值假设

单位：xx

假设	数值
第二阶段(2010-2017)年数	8
第二阶段增长率	10.00%
长期增长率	3.00%
应付债券利率	0.00%
无风险利率 Rf	5.00%
β	0.75
Rm	11.00%
Ke	9.51%
税率	6.92%
Kd	0.00%
Ve	2,593.68
Vd	0.00
WACC	9.51%

我们得到的估值结果如下：

表 5：估值

单位：xx

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	301.83	10.27%
第二阶段	875.78	29.81%
第三阶段（终值）	1,760.54	59.92%
企业价值 AEV	2,938.16	100.00%
+ 非核心资产价值	369.16	12.56%
- 少数股东权益	1.37	-0.05%

- 净债务	0.00	0.00%
总股本价值	3,305.95	112.52%
股本（百万股）	128.40	
每股价值（元）	25.75	

采用绝对估值法，我们得到的估值是 25.75 元。

投资评级为买入

根据远望谷未来的增长潜力其合理估值为 26 元，目前公司的股价是 18 元左右，还有 40% 以上的空间，因此我们给出买入的评级，目标价位是 26 元。

关于买入的时机，目前大盘经过了一轮反弹后，现在正处于调整过程中，一旦调整结束，就是最好的买入时机。

风险分析

投资远望谷的主要风险来自以下几个方面：

大盘的系统性风险

我们知道中国股市还是一个齐涨齐跌的市场，一旦大盘处于熊市，公司的基本面再好，股价也未必会上涨，所以我们投资必须主意大盘的系统性风险。目前大盘已经从 6124 点调整到 1664 点，在目前这个位置，应该说系统性风险已经释放绝大部分了。

金融危机带来的风险

目前全球正处于金融危机导致的经济危机中，各个行业都出现了订单下降的情况，尽管国家出台了扩大内需的政策，不排除某些领域出现订单下降的情况，因此我们要密切关注远望谷的订单情况。

铁路大投资的滞后效应

2 万亿铁路大投资首先是投资在铁路建设上，下一步是购买铁路车辆，然后才是其他配套设施的购置，铁路车辆识别系统的建设会有一个时间的延迟，要等铁路建成后半年到一年的时间才开始建设。我们认为铁路大投资反应到车辆识别系统可能要等到 2009 年下半年。

面临激烈竞争的风险

远望谷在铁路领域占有绝对领先的市场地位，但是在其他领域还没有建立这样的竞争地位，尤其是在商业物流领域来自国际厂商的竞争非常激烈，我们担心的是公司在与国际厂商直接竞争时，能否获得竞争优势。从长期来看 RFID 领域还是一个充分竞争的领域，公司的竞争地位是我们有些担心的地方。

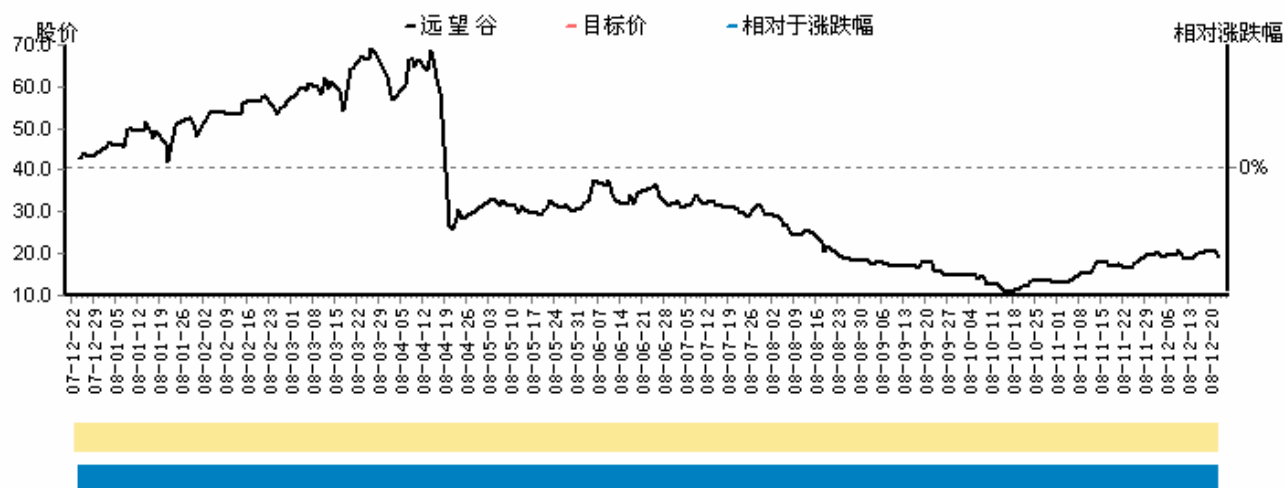
指标分析

	2006A	2007 A	2008F	2009F	2010F
业绩表现	11.23%	34.63%	44.20%	47.78%	50.00%
收入增长率	15.12%	65.42%	52.18%	46.67%	48.55%
净利增长率	24.67%	55.42%	43.07%	47.68%	49.05%
EBITDA 增长率	22.10%	62.04%	46.47%	47.79%	50.00%
EBIT 增长率	57.29%	61.08%	61.08%	61.08%	61.08%
主营业务利润率	66.04%	53.91%	37.90%	38.50%	37.82%
EBITDA Margin (%)	21.98%	14.00%	16.21%	20.39%	24.99%
ROE	32.61%	31.47%	51.96%	45.05%	44.24%
ROIC	23.25%	22.27%	42.45%	35.54%	34.73%
ROIC - WACC	11.23%	34.63%	44.20%	47.78%	50.00%
价值评估					
P / E	29.28	19.80	31.27	21.32	14.35
EV / 收入	8.14	7.05	10.18	6.94	4.63
EV / EBITDA	24.15	18.13	26.39	18.00	12.09
EV / EBIT	27.07	19.49	27.70	18.88	12.60
EV / NOPLAT	29.48	20.93	29.76	20.28	13.54
EV / IC	9.61	6.59	15.46	9.14	5.99
P / B	6.48	3.33	5.07	4.35	3.59
Dividend Yield (%)	0.00%	0.00%	0.96%	1.41%	2.09%
每股指标					
报表 EPS	0.69	1.02	0.65	0.95	1.41
经常性 EPS	0.69	1.02	0.65	0.95	1.41
每股红利	0.74	0.56	0.30	0.43	0.63
每股经营现金流	0.55	3.12	0.76	(0.13)	(0.02)
每股净资产	3.12	6.07	3.98	4.65	5.63
流动性					
净负债 / 权益	(0.37)	(0.70)	(0.72)	(0.59)	(0.48)
总负债 / 总资产	24.52%	18.44%	24.15%	24.44%	24.89%
流动比率	5.70	10.70	4.11	4.05	4.09
速动比率	4.69	9.60	3.66	3.47	3.36

报表预测

	2006A	2007 A	2008F	增长率	2009F	增长率	2010F	增长率
利润表 (百万元)								
主营业务收入	112.54	151.51	218.48	44.20%	322.88	47.78%	484.32	50.00%
主营业务利润	48.06	58.96	85.02	44.20%	125.65	47.78%	188.48	50.00%
其他业务利润	6.85	9.24	13.32	44.20%	19.69	47.78%	29.53	50.00%
营业费用	23.95	27.01	38.95	44.20%	57.57	47.78%	86.35	50.00%
管理费用	(0.13)	0.21	(3.20)	N/A	(3.61)	N/A	(3.52)	N/A
财务费用	0.77	0.19	0.29	50.00%	0.44	50.00%	0.65	50.00%
营业利润	33.97	54.61	83.50	52.91%	122.29	46.45%	181.53	48.45%
投资收益	36.28	58.35	89.12	52.74%	130.71	46.67%	194.17	48.55%
利润总额	2.97	4.04	6.17	52.74%	9.05	46.67%	13.44	48.55%
净利润	33.31	54.31	82.95	52.74%	121.67	46.67%	180.73	48.55%
NOPLAT	32.95	54.51	82.95	52.18%	121.67	46.67%	180.73	48.55%
资产负债表 (百万元)								
流动资产	70.91	271.20	369.16	36.12%	352.96	-4.39%	350.14	-0.80%
货币资金	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
短期投资	61.13	71.55	103.17	44.20%	152.47	47.78%	228.71	50.00%
应收帐款	0.65	35.62	37.32	4.77%	39.84	6.73%	43.61	9.46%
其他应收款	29.00	43.72	63.05	44.20%	93.17	47.78%	139.76	50.00%
存货	163.07	424.16	577.69	36.19%	648.88	12.32%	779.53	20.13%
长期投资	37.21	54.95	98.62	79.48%	142.79	44.80%	185.25	29.73%
固定资产	200.28	479.11	676.31	41.16%	791.68	17.06%	964.78	21.87%
无形资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
总资产	17.59	25.26	35.93	42.23%	53.10	47.78%	79.64	50.00%
无息负债	0.32	1.54	3.29	114.24%	5.89	78.80%	9.78	66.11%
有息负债	28.61	39.63	140.45	254.36%	160.22	14.07%	190.66	19.00%
少数股东权益	20.50	48.74	22.85	-53.12%	33.29	45.70%	49.43	48.50%
股东权益	1.24	1.37	1.37	0.00%	1.37	0.00%	1.37	0.00%
净营运资本	149.93	389.37	511.64	31.40%	596.81	16.65%	723.32	21.20%
投入资本 IC	134.46	384.53	437.24	13.71%	488.67	11.76%	588.87	20.51%
现金流量表 (百万元)								
净利润	33.31	54.31	82.95	52.74%	121.67	46.67%	180.73	48.55%
折旧摊销	4.08	4.10	0.00	N/A	5.82	N/A	7.55	29.60%
净营运资金增加	29.53	250.07	52.71	-78.92%	51.43	-2.42%	100.21	94.83%
经营活动产生现金流	35.53	35.72	38.94	9.00%	55.81	43.32%	81.09	45.30%
投资活动产生现金流	(7.57)	(50.14)	(47.38)	N/A	(49.56)	N/A	(49.35)	N/A
融资活动产生现金流	(1.30)	214.66	106.41	-50.43%	(22.45)	N/A	(34.56)	N/A
现金净增 (减)	26.66	200.25	97.97	-51.08%	(16.21)	N/A	(2.82)	N/A

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构

第一家与保险公司签约的证券研究机构

第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构

第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构

2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名

2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名

2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点

2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点

2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点

2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

关于中信建投 证券研究发展部

作者简介

计算机行业高级分析师董志强，有研究 IT 行业 10 年经验，曾获得《新财富》计算机行业最佳分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010