

日期: 2009 年 3 月 16 日
行业: 电脑与电子专用设备



TMT 研究小组 陈启书
021-53519888-1918
mymailno@hotmail.com

是增强信心还是降低预期

基本数据 (08Q3)

报告日股价(元)	21.17
12mth A 股价格区间 (元)	72.39/10.52
总股本 (百万股)	128.40
无限售 A 股/总股本	0.40
流通市值 (百万元)	1,078.98
每股净资产 (元)	2.96
PBR (X)	7.15
DPS(Y07,元)	1.50

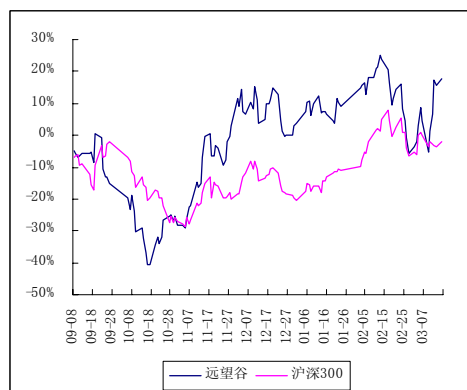
主要股东 (08Q3)

徐玉锁	39.80%
崔文立	10.20%
深圳市创新投资集团有限公司	9.08%
陈长安	5.79%
陈光珠	5.22%

收入结构 (08Q3)

地面装置	45.18%
标签读写器	31.39%
电子标签	13.75%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关报告:

《中国铁路大建设必将促进公司业绩增长》

■ 报告目的:

近期公司业绩修正、业绩快报、股东减持股份及股权激励等公告点评。

■ 主要观点:

2008 年业绩低于预期

2008 年 9-12 月, 公司营业利润和净利润分别出现-10.20%和-26.28% 的负增长。造成此预期之外的结果, 主要原因是公司 9-12 月营业收入出现同比下降, 同时营业成本费用出现同比上升。

股权激励实施很是“适时”

如果 2008 年归属于上市公司股东的净利润的同比增长率为 2008 年第三季度报告中预计的 30%-60%, 那么, 最近三年该指标的平均水平为 36.84%-46.84%。如果以此平均水平作为股权激励的行权条件, 不但所要求的增长水平高, 而且基数也变大, 这无疑加大了预期行权的难度。

■ 投资建议:

调低未来 6 个月内评级为“大市同步”。合理估值 17.70-21.24 元/股。

从数据上看, 2009 年一季度和全年公司业绩将可能出现较大的提高, 一方面, 2009 年公司募投项目将达产, 同时有着国内铁路大建设的背景; 另一方面, 2008 年业绩增长较低, 到 2009 年这个基数相当比预期小。但是, 公司先期股价 (股东减持股份公告前) 已经基本上反映了在 2008 年净利润 30%-60% 的增长基础上 2009 年的预期增长。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业总收入	151.51	188.34	325.14	456.03
年增长率 (%)	34.63	24.31	72.64	40.26
归属于母公司所有者的净利润	54.51	56.13	90.89	122.00
年增长率 (%)	65.42	2.97	61.94	34.22
基本每股收益 (元)	0.51	0.44	0.71	0.95
PER (X)	41.53	48.43	29.91	22.28

数据来源: 上海证券研究所 (股价为 09 年 3 月 16 日收盘价)

1. 2008 年业绩低于预期

2008 年 1-9 月公司实现营业收入、归属于母公司股东的净利润和每股收益分别比上年同期增长了 74.29%、143.35%和 88.89%；并且，在第三季度报告中，公司认为“受益于行业发展，公司销售收入稳定增长”，并预计 2008 年公司经营业绩“归属于母公司所有者的净利润比上年增长 30%-60%”。据此，市场普遍调高对公司 2008 年业绩的预期。

然而，2009 年 1 月 14 日，公司公告了“关于 2008 年度业绩预告的修正公告”，公告称“预计 2008 年度归属于母公司所有者的净利润比 2007 年度增长幅度小于 20%”；2009 年 2 月 12 日，公司公告了“2008 年业绩快报”，公告显示 2008 年公司净利润比上年同期增长仅 2.97%。

从 2008 年各季度营业收入数据分析来看，2008 年 1-3 月、3-6 月和 6-9 月，公司实现营业收入分别同比增长了 159.05%、17.40%和 141.57%，而 2008 年 9-12 月，公司营业收入却出现了-3.55%的负增长。

表1 2008 年各季度财务数据比较

项目 (单位: 百万元)	2007 年 1-3 月	2008 年 1-3 月	增减 幅度	2007 年 3-6 月	2008 年 3-6 月	增减 幅度	2007 年 6-9 月	2008 年 6-9 月	增减 幅度	2007 年 9-12 月	2008 年 9-12 月	增减 幅度
营业总收入	5.50	14.25	159.05%	30.15	35.40	17.40%	18.56	44.85	141.57%	97.29	93.84	-3.55%
成本费用	10.48	12.42	18.57%	19.94	26.63	33.55%	15.90	35.23	121.54%	50.58	51.90	2.59%
营业利润	-4.98	1.83	-136.67%	10.21	8.77	-14.12%	2.66	9.62	261.12%	46.71	41.94	-10.20%
利润总额	-4.85	3.97	-181.93%	11.24	13.59	20.94%	3.24	10.12	211.86%	48.72	43.49	-10.73%
所得税	0.06	0.50	723.67%	0.60	2.68	350.06%	-0.08	1.89	2573.98%	3.26	9.98	206.29%
净利润	-4.91	3.47	-170.74%	10.64	10.90	2.48%	3.32	8.23	147.94%	45.46	33.52	-26.28%
每股收益 (元)	-0.04	0.03	175.64%	0.08	0.09	2.54%	0.05	0.06	29.45%	0.42	0.27	-36.41%

数据来源：公司公告，上海证券研究所（成本费用为推算，未考虑其他营业收益）

从 9-12 月收入占比情况来看，2006 年和 2007 年 9-12 月营业收入占全年营业收入的比例分别为 66.59%和 64.21%，而 2008 年 9-12 月份，其占比只有 49.83%。如果假设 2008 年 1-9 月份营业收入占全年营业收入比为 2006 和 2007 年的正常水平约 35%-40%来推算，公司全年营业收入应该为 236.24-269.99 百万元，那么，2008 年 9-12 月份营业收入占全年营业收入比例实际只有 34.76%-39.72%。

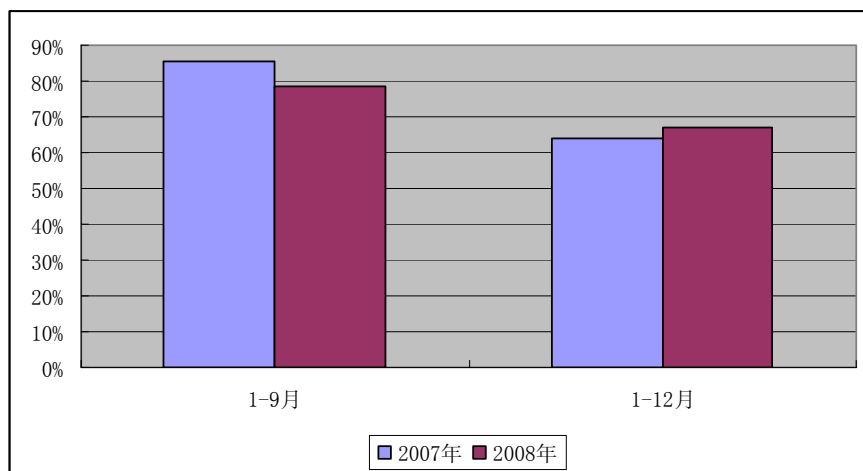
显然，公司营业收入在 2008 年 9-12 月出现了较异常的波动。

同时，2008 年“公司期间费用随着业务规模的扩大有所增加”也主要集中在 2008 年 9-12 月份。2008 年 1-9 月份公司成本费用收入比率为 78.45%，低于 2007 年同期的比率 85.79%；2008 年 1-12 月份公司成本费用收入比率约为 66.99%（注，按业绩快报中营业收入和利润推算所得，未考虑其他营业收益部分，下同），高于 2007 年同期的比率 64.09%。

2009 年 3 月 16 日

这也就是，2008 年 1-9 月的成本费用收入比率本来是低于 2007 年同期指标的，而到了 2008 年 1-12 月却出现了高于 2007 年同期指标，显然，公司成本费用的相对增长主要是出现在 2008 年 9-12 月份。

图1 2008 年 1-9 月和 1-12 月的成本费用收入比率和 2007 年同期比较



数据来源：公司公告，上海证券研究所

至于所得税率，2008 年 1-3 月、3-6 月和 6-9 月实际所得税率约为 12.58%、19.76%和 18.63%，相比去年同期的所得税率分别上涨了 13.84、14.45 和 20.98 个百分点；2008 年 9-12 月实际所得税率约为 22.94%，相比去年同期上涨了 16.25 个百分点。所以，9-12 月份所得税的相对增长是比较大的，但基本上应该是预料之中的。

2008 年 9-12 月，公司营业利润和净利润分别出现-10.20%和-26.28%的负增长。造成此市场预期之外的结果，主要原因是公司 9-12 月营业收入出现同比下降，同时营业成本费用出现同比上升。

2. 股权激励实施很是“适时”

根据《股权激励有关事项备忘录 3 号》，在股权激励的行权或解锁条件问题上规定了“上市公司股权激励计划应明确，股票期权等待期或限制性股票锁定期内，各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。”

2009 年 3 月 12 日，公司公告了首期股票期权激励计划（草案），其中规定了行权期行权条件之一是“公司 2009 年度经审计净利润较 2008 年度增长率达到或超过 30%”。

这表明，公司最近三年即 2006、2007 和 2008 年的“归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润”的平

均水平需要低于 30%。而现实情况是，2006 和 2007 年归属于上市公司股东的净利润的同比增长率分别为 15.12%和 65.42%，两者平均增长率已达 40.27%；如果 2008 年归属于上市公司股东的净利润的同比增长率为 2008 年第三季度报告中预计的 30%-60%，那么，最近三年该指标的平均水平为 36.84%-46.84%。如果以此平均水平作为股权激励的行权条件，不但所要求的平均增长水平高，而且基数也变大了，这无疑将加大预期行权的难度。

如果 2008 年审计后的归属于上市公司股东的净利润的同比增长率约为 2.97%，那么最近三年该指标的平均水平为 27.83%。这就符合目前公告的股权激励计划的行权条件，这不但所要求的净利润增长率降低了，而且基数即 2008 年净利润金额也小了很多。

在此情况下，公司要达到行权条件，2009 年需求实现归属于上市公司股东的净利润至少 72.97 百万元，相对于 2007 年基数的增长比率仅需 33.86%。而在 2008 年净利润增长 30%和 60%的情况下，2009 年需要实现的归属于上市公司股东的净利润分别为 92.12 百万元和 113.38 百万元，需要实现相对于 2007 年的增长率分别为 69.00%和 108.00%。

表2 不同的 2008 年净利润同比增长率下的 2009 年行权要求

2008 年归属于上市公司股东的净利润同比增长率	2.97%	30.00%	60.00%
2009 年需要实现的归属于上市公司股东的净利润（百万元）	72.97	92.12	113.38
2009 年需要实现的以 2007 年为基数的增长比率	33.86%	69.00%	108.00%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

3. 调低评级为“大市同步”

从增长比例数据看，预计 2009 年一季度乃至全年公司业绩将可能出现较大比例的提升，一方面，2009 年公司募投项目将达产，同时有着国内铁路大建设的背景；另一方面，2008 年业绩增长较低，到 2009 年这个基数相当比预期小。

但是，公司先期股价（股东减持股份公告前）已经基本上反映了在 2008 年净利润 30%-60%的增长，以及在此基础上 2009 年的预期增长。

同时，考虑到 RFID 技术日趋成熟，市场应用潜力较大，但市场竞争也将日益激烈；公司主要是在铁路车号自动识别系统(ATIS)等超频 RFID 方面拥有优势，公司要实现长久增长，必须在 RFID 的其他领域取得突破；而在此领域，多数国内产商在产品和技术（如芯片）等方面的差异化体现不明显，未来竞争将主要体现在生产规模和成本上；而公司目前还不具备相应的核心竞争力或大规模超低成本 RFID 标签生产技术。

所以，在目前未出现超预期的业绩增长情况下，调低公司未来 6 个月

内的投资评级为“大市同步”。合理估值为 17.70-21.24 元/股，对应 2009 年的动态市盈率为 25-30 倍。

分析师承诺

TMT 研究小组 邓永康，陈启书，张涛

本人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能力，该报告是在独立、客观的情况下出具的，并清晰地表达了本人的观点。本人在执业过程中，遵守国家法律、法规及证券监管机构、行业自律组织的各项规章制度，恪守独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平的原则，为投资者提供专业服务。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券研究所”。

上海证券投资评级体系与评级定义

类 别	分 级		定 义
股票投资评级	超强大市	Superperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 20%以上
	跑赢大市	Outperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 10%以上
	大市同步	In-Line	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将介于沪深 300 指数 $\pm 10\%$ 之间
	落后大市	Underperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将弱于沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	有吸引力	Attractive	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将强于沪深 300 指数 5%
	中性	Neutral	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将介于沪深 300 指数 $\pm 5\%$
	谨慎	Cautious	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将弱于沪深 300 指数 5%