

新股分析
辉煌科技(002296)

稳定增长的铁路信号通信系统供应商

辉煌科技新股询价定价报告

报告摘要：

- 公司经营概况。**公司属于铁路信号通信行业，铁路信号通信产品的主要功能是保障行车安全、提高铁路调度指挥效率。公司的主营业务为铁路信号通信领域产品的研制开发、生产及销售。近三年一期，公司收入和净利润均保持了稳定的增长，特别06年以来公司净利润保持了30%以上的复合增长率。由于行业竞争格局稳定且公司是软硬结合的系统设备提供企业，公司毛利铝和净利润率均保持在很高的水平。近三年一期毛利率保持在50%左右并呈稳步上升趋势，净利润率超过25%。
- 竞争格局稳定，市场空间稳步增长。**由于铁路对铁路信号通信产品的安全性、通用性、互换性、可靠性等方面都有很高的要求，现实行严格的准入制度，因此与其他信息产业相比，铁路信号通信行业的新进入者相对较少，行业竞争相对温和。铁路十一五规划中明确提出大力推进技术装备现代化，包括加快通信信号技术现代化、积极推进铁路信息化以及加快铁路创新体系建设等。在铁路跨越式发展和铁路信息化建设的浪潮中，铁路技术装备的投资力度持续加大。铁路提速、客运专线、煤运专线建设等新形势对铁路运输的安全性和稳定性提出了更高的要求，这为铁路信号通信行业带来了广阔的市场空间。
- 募投项目有助于产品布局优化。**公司募投项目充分考虑了处于不同发展阶段的产品的拓展。铁路信号微机监测系统的产业化是对公司成熟产品优势地位的巩固和强化，无线调车机车信号和监控系统处于市场启动阶段，产能的扩大有助于公司抓住市场发展的有利机会，扩大收入规模，而新产品技术研发中心的建设则为未来潜力产品研发和产业化奠定基础。三个募投项目有效的涵盖了公司成熟产品、新产品和潜在产品，有助于公司形成梯次化的产品布局，保证公司持续稳健的发展。
- 定价分析。**我们认为公司所处的铁路信号通信市场未来将保持稳定的增长，而公司稳定的客户资源和不多拓展的产品线，公司有望保持稳定的增长势头。我们建议按照08年27-33倍PE对应的价格区间进行询价，询价价格区间为19.17至23.43元。我们预测公司09、10年EPS分别为0.80和0.95元，结合当前中小板新股上市特征，我们认为公司上市首日合理的定价区间在27.83至31.8元，相当于09年35-40倍PE。

建议询价区间：

19.17 - 23.43 元

上市首日定价区间：

27.83 - 31.80 元

报告日期： 2009-09-10

发行数据

总股本(万股)	4,600
发行数量(万股)	1,550
网下发行(万股)	310
网上发行(万股)	1,240
保荐机构	中德证券有限责任公司
发行日期	2009-09-15
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

李海鹰	24.35%
李劲松	13.91%
谢春生	13.04%
胡江平	11.74%
苗卫东	9.13%
李力	9.13%
刘锐	7.39%
李翀	6.96%
宋丹斌	4.35%

研究员
侯利

010-66581625

行业分析师

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	124.0	133.6	151.5	186.6	230.5
Growth(%)	29.5%	7.7%	13.4%	23.1%	23.6%
净利润	33.2	43.6	48.9	58.6	68.8
Growth(%)	41.8%	31.2%	12.2%	19.7%	17.5%
毛利率(%)	46.2%	49.6%	50.1%	50.0%	49.9%
净利润率(%)	26.8%	32.6%	32.3%	31.4%	29.8%
每股收益(元)	0.54	0.71	0.80	0.95	1.12
每股净资产(元)			8.04	8.81	9.71
市盈率			-	-	-
市净率			-	-	-
净资产收益率(%)	26.6%	27.3%	10.0%	10.9%	11.6%
ROIC(%)	54.4%	49.7%	37.6%	31.9%	30.7%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率					

1. 公司概况

1.1. 历史沿革

公司是 2001 年 10 月 15 日由李海鹰、李劲松、谢春生、胡江平、苗卫东、李力、刘锐、李翀、宋丹斌 9 位自然人以现金出资方式发起设立的股份有限公司。发行前总股本为 4600 万股。

1.2. 股权结构

发行前公司股东结构如表 1：

表 1 公司发行前股东结构

股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）
李海鹰	1,120	24.35
李劲松	640	13.91
谢春生	600	13.04
胡江平	540	11.74
苗卫东	420	9.13
李力	420	9.13
刘锐	340	7.39
李翀	320	6.96
宋丹斌	200	4.35
合计	4,600	100

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

1.3. 主营业务和产品

公司的主营业务为铁路信号通信领域产品的研制开发、生产及销售。公司被河南省科学技术厅认定为高新技术企业；被河南省信息产业厅认定为软件企业；被河南省发改委评定为 50 家高成长型企业；被河南省科学技术厅评定为 50 家高成长型高新技术企业；被郑州市政府认定为重点扶持的 51 户工业企业；被郑州市政府认定为绿色通道重点支持民营企业。2008 年 8 月 15 日，公司被中华人民共和国工业和信息化部授予计算机系统集成企业资质证书。

公司主要产品包括铁路信号微机监测系统、列车调度指挥系统（TDCS）、无线调车机车信号和监控系统、分散自律调度集中系统（CTC）、无线车次号校核系统、计轴系统、铁路综合视频监控系统、电务管理信息系统、机车综合无线通信设备、厂矿铁路综合信息管理系统、铁路信号计算机联锁系统以及电源维护测试产品。

1.4. 经营概况

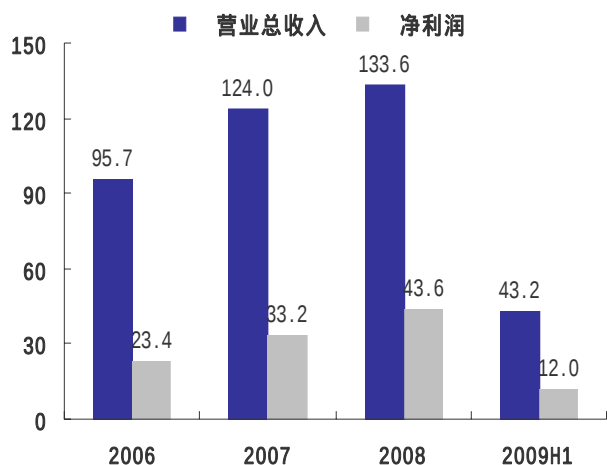
公司产品主要面向国家铁路、厂矿企业铁路和地方铁路销售。

在公司的主要产品中，铁路信号微机监测系统、列车调度指挥系统（TDCS）、无线调车机车信号和监控系统、无线车次号校核系统、计轴系统（硬件设备）已经取得了铁道部颁发的铁路运输安全设备生产企业认定证书；分散自律调度集中系统（CTC）、机车综合无线通信设备已经通过了铁道部的相关技术审查（技术鉴定）；铁路综合视频监控系统、电务管理信息系统、厂矿铁路综合信息管理系统、电源维护测试产品则无需进行行政许可。

近三年一期，公司收入和净利润均保持了稳定的增长，特别了 06 年以来公司净利润保持了 30%以上的复合增长率。09 年上半年公司收入和净利润仅为 08 年全年的三分之一左右，这主要是由于公司收入确认具有非常明显的季节性，下半年特别是四季度往往是公司收入确认比较集中的季节，高的时候四季度确认收入超过全年收入一半以上。另外，由于行业竞争格局稳定且公司是软硬结合的系统设备提供企业，公司毛利率和净利润率均保持在很高的水平。近三年一期毛利率保持在 50%左右并呈稳步上升

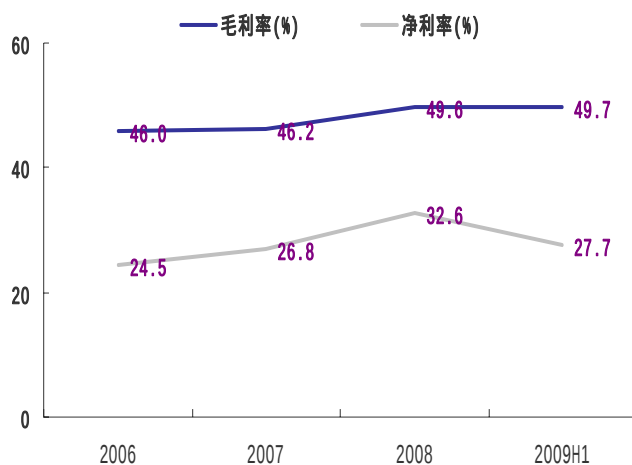
趋势，净利润率超过 25%。

图 1 公司收入与净利润变化情况



数据来源：招股书 安信证券研究中心

图 2 公司毛利率和净利率变化情况



数据来源：招股书 安信证券研究中心

2. 行业分析

2.1. 铁路信号通信行业特征

公司属于铁路信号通信行业，铁路信号通信产品的主要功能是保障行车安全、提高铁路调度指挥效率。由于铁路运营在我国特殊性，使得铁路信号通信行业也具有比较鲜明的行业特征，主要表现为以下几点：

第一，国家铁路市场存在行政许可门槛，竞争格局相对稳定。由于铁路对铁路信号通信产品的安全性、通用性、互换性、可靠性等方面都有很高的要求，现实行严格的准入制度，因此与其他信息产业相比，铁路信号通信行业的新进入者相对较少，行业竞争相对温和。这可以从公司所获得的 5 个产品生产企业认定证书情况看出来，在 5 个产品中，全国均仅有几家企业获得相关证书，这使得行业竞争格局相对稳定，行业内企业的增长更多的来自于行业需求的稳定增长。

表 2 公司获得的 5 个产品认定证书的情况

项目	备注
铁路信号微机监测系统软件和系统集成	5 家企业获得 2006 版铁路信号微机监测系统软件与系统集成生产企业认定证书。
无线调车机车信号和监控系统软件和系统集成	3 家企业获得相关产品的生产企业认定证书。
列车调度指挥系统软件和系统集成	4 家企业获得该产品的生产企业认定证书。
WJC 型列车无线调度通信系统车次号校核车站接收解码器	2 家企业获得该产品的生产企业认定证书。
HHJZ-01 型微机计轴硬件设备，适用于站内和站间列车占有检查	2 家企业获得该产品的生产企业认定证书。

资料来源：招股说明书 安信证券研究中心

第二，民族产业占据主导地位。由于我国铁路运输与其它国家相比有特殊性：一是运输组织方式，国外多为“定时间、定地点”地组织列车，而我国大都根据用户需求组织列车，造成了运输中间环节多，调度管理须有高度的灵活性；二是我国铁路的运输方式多为“客货混跑”，而国外铁路的运输方式多为客货分流，由于客货列车的速度相差较大，加上我国铁路运输密度很高，造成了调度工作的复杂化；三是我国运输基础设施如机车、车辆、线路等较差，加之巨大的运输密度，造成铁路运输设备恶劣的工作环境如震动剧烈、冲击力大等，国外的产品须进行相应的改进后才能适应我国铁路运输作业系统。因此，国内行业企业根据我国铁路行业的现状开发的产品及技术的解决方案较国外的产品和技术更灵活、适应性更强，更能适应我国目前的铁路运输模式。

第三，产品更新快。铁路提速需要技术支撑，铁路信号和通信系统相应地提出了更高的技术标准。自 1997 年起国家铁路开始逐步提速，铁路信号和通信领域相关产品的功能得到不断完善，铁路对这些产品的需求量和依赖度都在逐步增加。未来，铁路信号和通信技术装备在技术含量上明显提升的同时将在一定程度实现对既有铁路信号技术设备的更新换代。因此，产品更新速度很快。

2.2. 行业面临很好的发展机遇

公司所处行业正面临着铁路跨越式发展的良好机遇，国家和铁道部已制定了铁路发展的相关规划，将大规模地进行铁路基本建设并将积极推进铁路信息化建设，不断提高铁路装备技术水平。具体来看，公司所处行业发展面临以下几个机遇：

首先，国家产业政策的扶持。国家发改委发布的《产业结构调整指导目录(2005 年本)》将铁路行车及客运、货运安全保障系统技术与装备开发、编组站自动化、装卸作业机械化设备制造、铁路运输信息系统开发、行车调度指挥自动化技术开发等列为鼓励类产业。行业主要产品均在上述项目涵盖的范围之内，符合国家产业政策鼓励发展的方向。

其次，国家铁路跨越式发展带来的巨大机遇，大大拓宽了行业发展空间。2008 年，根据国务院批准的《综合交通网中长期发展规划》，结合我国的国情、路情，铁道部公布了《中长期铁路网规划(2008 年调整)》。根据该调整方案，2010 年我国铁路建设的阶段目标为：全国铁路网营业里程调增为 9 万公里以上，客运专线建设规模调增为 7000 公里，复线率、电化率均调增为 45%以上。2020 年我国铁路建设的发展目标为：全国铁路营业里程规划目标调整为 12 万公里以上，电化率调整为 60%以上，将规划建设新线调整为 4.1 万公里。铁路十一五规划中明确提出大力推进技术装备现代化，包括加快通信信号技术现代化、积极推进铁路信息化以及加快铁路创新体系建设等。在铁路跨越式发展和铁路信息化建设的浪潮中，铁路技术装备的投资力度持续加大。铁路提速、客运专线、煤运专线建设等新形势对铁路运输的安全性和稳定性提出了更高的要求，这为铁路信号通信行业带来了广阔的市场空间。

第三，铁路技术装备国产化和技术体系自主化带来的发展良机。基于铁路运输在国民经济和社会发展以及国家安全中所具有的重要作用，国家历来重视铁路技术装备和技术体系的国产化进程。《中长期铁路网规划》提出了要提高铁路装备国产化水平，大力推进装备国产化工作。依托营业里程位居世界前三位的国内铁路市场，未来若干年将是本行业大力开展自主创新、发展自主知识产权技术体系的大好时机，也是行业优秀企业快速成长的黄金时期。

2.3. 市场容量将持续扩张

目前，我国铁路信号和通信系统设备的市场可以分为国家铁路、厂矿企业铁路、地方铁路三个细分市场，且市场总量已达相当规模。2007 年 1-11 月，我国铁路信号和通信系统设备总体规模约有 67.6 亿元，其中国家铁路市场 60 亿元、厂矿企业铁路市场 7 亿元、地方铁路市场 0.6 亿元。

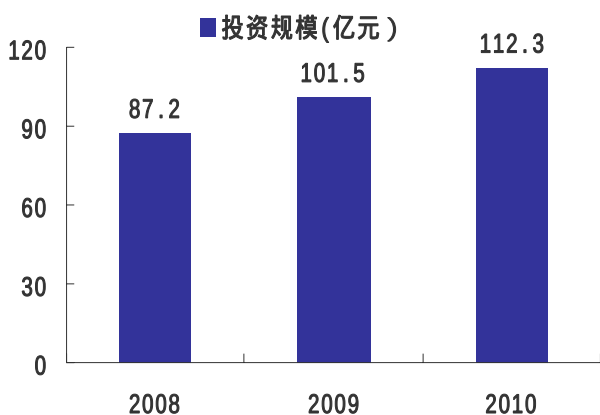
根据《铁路“十一五”规划》，“十一五”期间，中国铁路将建设新线 17,000 公里，铁路营业里程将达到 9 万公里，铁路续转和新安排建设项目达 200 多个，其中客运专线项目 28 个，建设总投资 1.25 万亿元，年平均投资金额高达 2,500 亿元，较“十五”期间的年均 723 亿元增长 200%以上，预计整个“十一五”期间国家铁路信号和通信系统市场容量将达到 450 亿元左右。

铁路建设按照时间次序分为土建、铺轨、电气化建设以及建站四个阶段，结合铁路网建设规划，可推算出 2007-2008 年为铁路土建的高峰，2008-2009 年迎来铺轨和电气化建设的高峰。国家铁路信号和通信系统市场 2008 年至 2010 年市场容量将达到 301 亿元左右，2010 年市场规模将达到 112.3 亿元左右。

从厂矿企业市场来看，目前我国共有厂矿企业铁路约 13,000 多公里，约 900 个站，主要集中于港口、煤炭、有色金属、石化、冶金等与资源紧密联系的行业。近年来我国上述行业发展迅速，产能扩张较快，原有的运输吞吐能力远远不能满足企业生产之需，因此许多企业投资新建铁路专用线或对其所辖的铁路专用线进行改造，厂矿企业

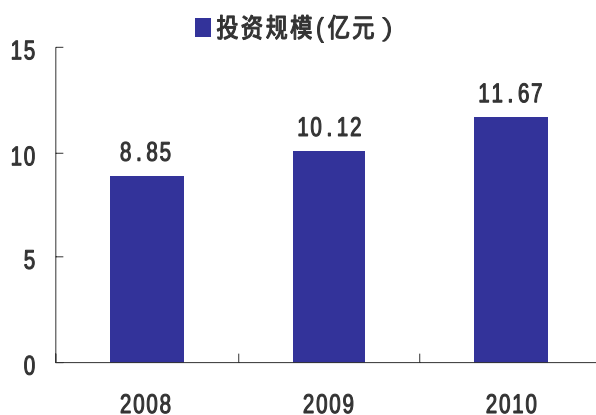
铁路投资快速增长。据 CCID 的预测，2008-2010 三年内，厂矿企业铁路信号和通信系统设备市场的规模将持续扩大，预计将保持 14.5% 的年均复合增长率，2010 年市场规模将达到 11.67 亿元左右。

图 3 国家铁路信号和通信系统市场规模预测



数据来源：CCID 安信证券研究中心

图 4 厂矿企业铁路信号和通信市场规模预测



数据来源：CCID 安信证券研究中心

3. 公司竞争优势分析

3.1. 产品线丰富

公司相比行业内的主要竞争对手，所获得的产品认定证书最多（如表 3），产品线最为丰富，尽管很多产品仍处于小批量试用阶段，但较多的产品和技术储备为公司未来拓展新的增长点奠定了较好的基础，创造了条件。

表 3 公司与主要竞争对手获得的产品认定证书比较

公司	TJWX-2006 型信号微机监测系统软件和系统集成	TJWX-2000 型信号微机监测系统软件和系统集成	WJC 型列车无线调度通信系统车次号校核车站接收解码器	列车调度指挥系统软件和系统集成	无线调车机车信号和监控系统软件和系统集成	计算机联锁系统软件和系统集成	微机计轴硬件设备	分散自律调度集中设备软件和系统集成
辉煌科技	√	√	√	√	√	-	√	-
北京全路通信信号研究设计院	√	√	-	√	-	√	-	-
郑州市恒丰电子科技有限公司	-	√	-	-	-	-	-	-
上海铁大电信设备有限公司	√	√	-	-	-	-	-	-
卡斯柯信号有限公司	√	√	-	√	-	√	-	√
铁道科学研究院通信信号研究所	√	√	-	√	√	√	-	-
深圳市长龙铁路电子工程有限公司	-	√	-	-	-	-	-	-
上海铁路通信工厂	-	-	√	-	-	-	-	-
北京交大微联科技有限公司	-	-	-	-	-	√	-	-
成都铁路通信设备工厂	-	-	-	-	-	-	√	-

数据来源：招股说明书

3.2. 研发和技术优势

公司利用自身的研发和技术优势,积极参与产品技术标准制定。截至 2008 年 12 月底,公司已经参与了铁路信号微机监测系统、无线调车机车信号和监控系统、分散自律调度集中系统等多个产品的技术标准制定。通过参与产品技术标准制定,公司不断推动相关产品技术升级,公司的研发和技术实力逐步获得行业主管部门和铁路局等客户的认可,市场影响力不断增强。

3.3. 稳固的客户基础

公司自成立来,股东及管理层稳定,多年的行业经营积累了良好的客户关系,特别是已经安装公司产品的铁路局多数成为公司的长期客户,而其存量产品的更新业务也成为公司稳定的市场来源。目前,公司的营销网络遍及全国的 18 个铁路局。核心客户铁路局管内大多地处经济相对发达且人口稠密的地区,拥有较多的铁路交通枢纽、铁路中心站以及较多的铁路主要干线,运输密度较大,目前营业里程约占国家铁路营业总里程的 50%以上。

4. 募投项目分析

根据公司所处行业状况及公司发展战略,本次募集资金拟投向以下 3 个项目:

- (1) 铁路信号微机监测系统的产业化;
- (2) 铁路无线调车机车信号和监控系统;
- (3) 新产品技术研发中心。

表 4 公司 IPO 募集资金投资项目 单位:万元

序号	项目名称	固定资产投资				流动资金	总投资
		基建工程（100%）		设备 采贩	小计		
		分摊 比例	分摊 金额				
1	铁路信号微机监测系统的产业化	40%	1,213.80	4,509.20	5,723.00	1,750.00	7,473.00
2	铁路无线调车机车信号和监控系统	20%	606.9	1,944.60	2,551.50	675	3,226.50
3	新产品技术研发中心	40%	1,213.80	1,913.70	3,127.50	-	3,127.50
总计		100%	3,034.50	8,367.50	11402.00	2,425.00	13827.00

数据来源:招股说明书

“铁路信号微机监测系统的产业化”主要内容是:建立能模拟二十个车站的站级系统和相应的管理系统的软硬件模拟试验环境和检验测试中心,保证产品出厂前充分的试验检验测试和可靠性稳定性,以满足有关技术条件的要求;建立研发中心,负责开发信号微机监测后续产品,实现产品持续升级;购买部分配套生产设施,保证产品的生产能力能够满足生产量的要求。通过该项目的建设,将形成每年新建 200 个新车站、改造 300 个车站的能力,实现年产值约 14,000 万元的生产规模。

无线调车机车信号和监控系统是为平面调车作业提供的安全控制系统,是防止调车“挤、脱、撞”事故重要的监控设备,其主要由地面设备和车载设备两部分组成。无线调车机车信号和监控系统已经成为保证站内调车作业安全、实现调车作业现代化管理的重要手段。根据铁路主管部门关于推广无线调车机车信号和监控系统的相关要求,目前国家铁路市场相关铁路局、铁路公司正在积极开展无线调车机车信号和监控系统的设计工作;同时,随着经济的快速发展,运营铁路线的相关厂矿企业也在积极推进无线调车机车信号和监控系统的设计和安装。无线调车机车信号和监控系统开始进入大规模的推广应用阶段。该项目的实施有助于公司抓住市场启动的有利时机,形成新的增长点。

新产品技术研发中心即是通过建设铁路电务管理信息系统(CSMIS)实验室、微机计

轴系统实验室、微机监测智能分析与故障诊断系统实验室、综合实验室四个实验室来提高公司科研及产品建设的实力，进而提高公司的市场竞争力。本项目拟建铁路电务管理信息系统（CSMIS）实验室、微机计轴系统实验室、微机监测智能分析与故障诊断系统实验室、综合实验室四个实验室。该项目的实施将有助于提升公司的研发创新能力，有助于公司新产品的开发和产业化。

整体来看，公司募投项目充分考虑了处于不同发展阶段的产品的拓展。铁路信号微机监测系统的产业化是对公司成熟产品优势地位的巩固和强化，无线调车机车信号和监控系统处于市场启动阶段，产能的扩大有助于公司抓住市场发展的有利机会，扩大收入规模，而新产品技术研发中心的建设则为未来潜力产品研发和产业化奠定基础。三个募投项目有效的涵盖了公司成熟产品、新产品和潜在产品，有助于公司形成梯次化的产品布局，保证公司持续稳健的发展。

5. 盈利预测与定价分析

我们认为公司所处的铁路信号通信市场未来将保持稳定的增长，而公司稳定的客户资源和不多拓展的产品线，公司有望保持稳定的增长势头。我们建议按照 08 年 27-33 倍 PE 对应的价格区间进行询价，询价价格区间为 19.17-23.43 元。

我们预测公司 09、10 年 EPS 分别为 0.80 和 0.95 元，结合当前中小板新股上市特征，我们认为公司上市首日合理的定价区间在 27.83 至 31.8 元，相当于 09 年 35-40 倍 PE。

6. 风险分析

6.1. 市场风险

由于国家铁路仍以计划体制为主，投资来源主要是财政资金，因此铁路信号通信产品的推广受铁路部门的投资计划和财政资金拨付的影响较大，投资计划推迟或财政资金支付延迟都会对产品的市场开拓产生负面影响。

6.2. 产品结构相对单一的风险

报告期内，公司主营产品相对单一，公司在一定程度上存在对铁路信号微机监测系统的依赖风险。如果铁路信号微机监测系统产品市场发生重大变化，将会对公司的业绩产生较大影响。

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-9-9**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	124.0	133.6	151.5	186.6	230.5	成长性					
减: 营业成本	66.7	67.3	75.6	93.3	115.5	营业收入增长率	29.5%	7.7%	13.4%	23.1%	23.6%
营业税费	1.2	1.3	1.4	1.8	2.2	营业利润增长率	26.0%	11.6%	34.7%	29.7%	22.7%
销售费用	6.4	8.7	9.1	10.3	12.7	净利润增长率	41.8%	31.2%	12.2%	19.7%	17.5%
管理费用	19.3	22.5	24.2	28.9	35.7	EBITDA 增长率	23.0%	9.8%	31.1%	27.5%	21.7%
财务费用	1.2	1.3	-0.9	-2.1	-2.3	EBIT 增长率	25.1%	11.4%	26.5%	27.2%	23.2%
资产减值损失	1.7	1.9	0.8	1.0	1.3	NOPLAT 增长率	40.2%	30.3%	8.0%	17.8%	17.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.8%	42.8%	38.6%	22.6%	14.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	36.2%	27.5%	210.0%	9.5%	10.2%
营业利润	27.4	30.6	41.2	53.4	65.5	利润率					
加: 营业外净收支	7.7	11.1	12.0	10.0	10.0	毛利率	46.2%	49.6%	50.1%	50.0%	49.9%
利润总额	35.1	41.6	53.2	63.4	75.5	营业利润率	22.1%	22.9%	27.2%	28.6%	28.4%
减: 所得税	1.9	-2.0	4.0	4.5	6.3	净利润率	26.8%	32.6%	32.3%	31.4%	29.8%
净利润	33.2	43.6	48.9	58.6	68.8	EBITDA/营业收入	25.2%	25.6%	29.6%	30.7%	30.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	23.1%	23.9%	26.6%	27.5%	27.4%
货币资金	55.2	61.0	357.3	365.8	392.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	78	69	88	111	105
应收帐款	54.0	71.1	82.8	102.0	126.0	流动营业资本周转天数	99	180	243	256	254
应收票据	0.0	2.1	2.1	2.6	3.2	流动资产周转天数	431	497	859	1,042	931
预付帐款	10.1	14.3	14.3	14.3	14.3	应收帐款周转天数	133	176	186	179	178
存货	45.3	55.5	62.2	76.7	94.9	存货周转天数	121	136	140	134	134
其他流动资产	-	0.0	0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数	576	645	1,011	1,193	1,063
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	223	296	366	384	367
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	26.6%	27.3%	10.0%	10.9%	11.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.3%	16.7%	8.3%	9.1%	9.7%
固定资产	26.2	24.8	49.5	65.8	68.1	ROIC	54.4%	49.7%	37.6%	31.9%	30.7%
在建工程	13.2	16.2	7.2	5.4	2.1	费用率					
无形资产	6.1	5.9	5.6	5.3	5.0	销售费用率	5.2%	6.5%	6.0%	5.5%	5.5%
其他非流动资产	7.6	9.9	9.0	9.0	9.0	管理费用率	15.6%	16.9%	16.0%	15.5%	15.5%
资产总额	217.8	260.7	590.0	646.9	714.6	财务费用率	1.0%	1.0%	-0.6%	-1.1%	-1.0%
短期债务	6.0	16.0	15.0	14.1	13.0	三费/营业收入	21.7%	24.4%	21.4%	19.9%	20.0%
应付帐款	27.7	32.8	35.2	43.5	53.8	偿债能力					
应付票据	11.1	9.5	10.4	12.8	15.8	资产负债率	42.6%	38.8%	16.2%	16.3%	16.5%
其他流动负债	21.7	16.1	20.7	20.7	20.7	负债权益比	74.1%	63.5%	19.3%	19.4%	19.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.03	2.29	6.22	6.03	5.98
其他非流动负债	11.7	12.2	12.2	12.2	12.2	速动比率	1.47	1.67	5.47	5.21	5.08
负债总额	92.7	101.2	95.6	105.3	117.6	利息保障倍数	23.48	24.47	-47.42	-24.19	-27.32
少数股东权益	-	-	0.3	0.6	1.1	分红指标					
股本	46.0	46.0	61.5	61.5	61.5	DPS(元)	-	-	0.16	0.19	0.22
留存收益	79.1	113.5	432.6	479.4	534.5	分红比率	0.0%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	125.1	159.5	494.4	541.6	597.0	股息收益率	-	-	-	-	-
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	33.2	43.6	48.9	58.6	68.8	EPS(元)	0.54	0.71	0.80	0.95	1.12
加: 折旧和摊销	2.8	2.6	4.6	5.9	6.4	BVPS(元)	-	-	8.04	8.81	9.71
资产减值准备	1.7	1.9	0.8	1.0	1.3	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	1.4	1.5	1.6	-0.9	-2.1	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	0.3	0.4	0.4	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-15.3	-27.9	-7.9	-24.5	-30.7	CAGR(%)	21.0%	16.7%	17.5%	-	-
经营活动产生现金流量	18.4	20.4	45.8	39.2	43.8	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-12.9	-15.3	-20.1	-20.1	-5.1	ROIC/WACC	12.1	11.0	8.3	7.1	6.8
融资活动产生现金流量	0.3	0.7	285.6	-10.6	-12.5	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

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。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 推荐 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%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	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034