

智能一卡通行业的领航企业

- 新开普新股询价定价报告

报告关键点:

- 国内领先的智能卡一站式整体解决方案提供商
- 学校、城市等应用领域规模持续增长
- 募投项目延伸产品线、完善服务网络

报告摘要:

- 国内领先的智能卡一站式整体解决方案提供商。公司产品线涵盖城市、社区、校园、企事业等智能卡应用,向用户提供专业数字化集成平台和一卡通系统完整解决方案,涉及教育、市政、交通、金融、电信等领域。公司是行业内少数能够为客户提供全面、整体化、一揽子解决方案的代表性企业之一。
- 学校、城市等智能卡应用领域规模持续增长。2006年-2009年,校园一卡通建设投资规模分别为4.12亿元、4.53亿元、5.12亿元、6.47亿元,呈现加速增长的态势。而随着手机一卡通的迅速发展,未来城市一卡通的建设将面向手机一卡通的应用进行系统升级和终端机具的配套,并将在三大运营商和银联等新的投资主体的带动下进行智能化城市、智慧城市建设的新一轮投资,各领域相应的系统平台建设需求也将显著提升。
- 以需求为导向的高效响应服务,客户粘性大。公司设置了遍布全国的23个营销与客服网点,以贴近客户的方式进行营销和技术支持,能够及时发现新的个性化需求,同时给予客户最及时的技术反馈和维护。50%以上的客户购买安装了公司的智能一卡通系统后,未来仍会选择公司的其他功能系统或后续产品升级。
- 募投项目分析:公司本次拟公开发行1,120万股,募集资金将投向智能一卡通整体解决方案技术升级及产业化项目、研发中心升级扩建项目和营销与客服网络扩建项目等项目。募投项目将对现有产品进行技术升级、延伸产品线、提升技术研发能力、完善服务网络,进一步增强公司竞争力,提高公司盈利能力,为公司持续稳定发展奠定基础。
- 盈利预测与定价分析:预计2011、2012两年公司营业收入增长率为55.0%和50.0%,净利润分别增长54.6%和51.0%,全面摊薄后EPS 分别为1.19和1.80元。参照可比上市公司的估值水平,我们给予公司2011年20-25倍的PE,则每股合理询价区间为23.80-29.75元,上市首日定价区间35.70-41.65元,对应2011年PE为30-35倍。
- 风险提示:市场相对集中的风险;生产经营季节性波动风险;应收账款较高的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	87.4	140.0	217.0	325.5	488.3
Growth(%)	32.1%	60.2%	55.0%	50.0%	50.0%
净利润	19.7	34.3	53.1	80.2	122.7
Growth(%)	55.1%	74.6%	54.6%	51.0%	53.1%
毛利率(%)	51.4%	52.1%	52.0%	51.5%	51.5%
净利率(%)	22.5%	24.5%	24.5%	24.6%	25.1%
每股收益(元)	0.44	0.77	1.19	1.80	2.75
每股净资产(元)	1.38	2.63	13.12	14.56	16.76
净资产收益率(%)	32.0%	29.3%	9.1%	12.3%	16.4%
ROIC(%)	59.1%	66.7%	51.6%	51.5%	55.6%

建议询价区间:

23.80 - 29.75 元

上市首日定价区间:

35.70 - 41.65 元

报告日期: 2011-07-13

发行数据

总股本(万股)	3,340
发行数量(万股)	1,120
网下发行(万股)	220
网上发行(万股)	900
保荐机构	
发行日期	2011-07-20
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

杨维国	31.74%
无锡国联卓成创业投资有限公司	10.00%
尚卫国	6.54%
付秋生	6.30%
华梦阳	5.39%
郎金文	5.39%
傅常顺	5.39%
葛晓阁	5.39%
杜建平	5.39%
赵利宾	5.39%

侯利

021-68763972
执业证书编号
胡又文
021-68766271
执业证书编号

高级行业分析师

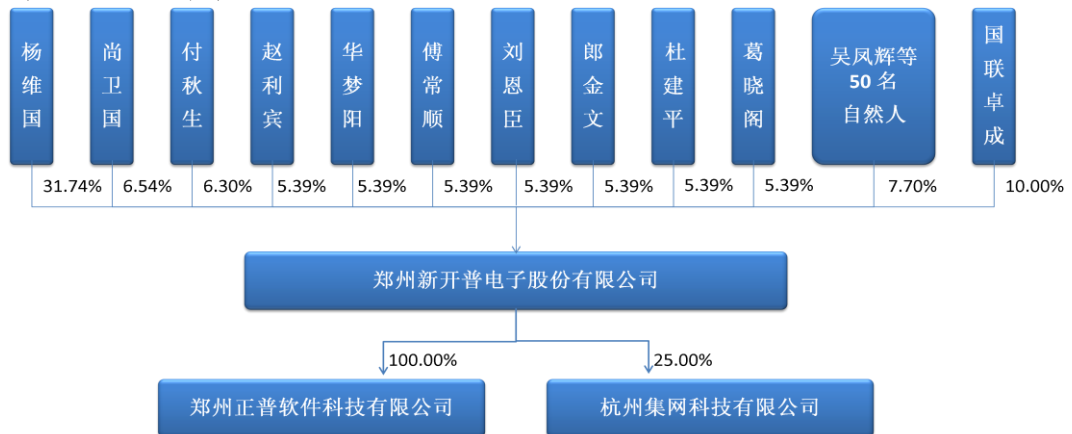
houli@essence.com.cn
S1450511020031
助理行业分析师
huyw@essence.com.cn
S1450511050001

1. 公司概况

1.1. 公司简介与股权结构

公司成立于 2000 年 4 月，前身为郑州新开普电子技术有限公司。2008 年 3 月，新开普有限整体变更为股份有限公司。公司实际控制人为主要创始人杨维国先生，持有 1,060 万股股份，占公司发行前总股本的 31.74%。

图 1 股权结构图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 主营业务

公司是一家专业致力于智能卡应用领域，从事智能卡应用系统产品研发、生产、销售和系统集成的领航企业。公司产品线涵盖城市、社区、校园、企事业等智能卡应用，向用户提供专业数字化集成平台和一卡通系统完整解决方案，涉及教育、市政、交通、金融、电信、移动等领域。目前公司已形成 5 大平台系统、40 余个应用功能子系统以及 260 多种不同型号规格的智能终端系列产品。

表 1 公司主要产品及系统架构

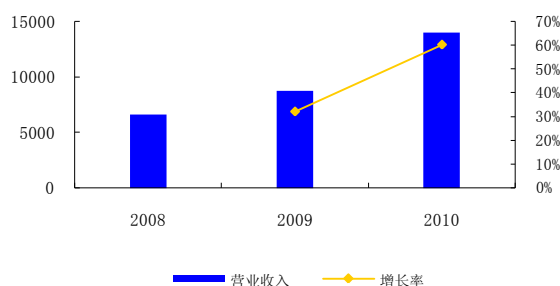
信息集成 (集成平台)	综合平台系统					
	数字化校园平台		手机一卡通省级运营平台		城市一卡通综合管理平台	
	企业智能管控平台		能源监控管理平台			
	平台子系统			配套硬件		
	一卡通综合管理系统	统一身份认证平台系统	统一门户平台系统	智能卡、IT 通用设备（如服务器、磁盘阵列、网络交换机、工控机、电脑、打印机等）		
	应用功能子系统			智能终端		
小额支付	圈存管理系统	智能 IC 卡公共交通管理系统	手机支付系统	智能卡消费 POS	圈存触摸一体机	城市公交无线车载 POS 机
资源管控	非接触式 IC 卡预付费电表管理系统	射频卡智能冷热水表管理系统	射频智能卡水控系统	分体水控终端	一体水控终端	联网型水表
	集中式电（水）控系统			联网型电表控制集中电表控制	抄送器	防雷隔离器
身份识别	门禁管理系统	考试监管系统	学籍管理系统	门禁控制器	门禁读卡器	驾校车载机
	考勤管理系统	学生宿舍管理系统	机动车驾培管理系统	指纹门禁读卡器	智能卡考勤机	指纹考勤机

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司销售的产品按照实现的功能可分为信息集成、小额支付、资源管控、身份识别四大类。其中，信息集成产品包含了所有综合性功能的产品，收入占比最高，2010 年

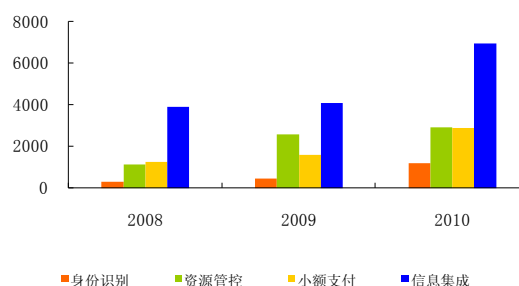
达到了 49.62%，增长最快的则为身份识别收入，年均复合增长率为 98.52%。

图 2 2008-2010 年收入情况（单位：万元）



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

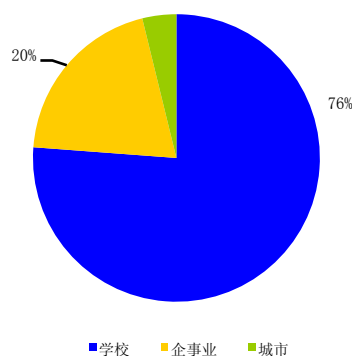
图 3 2008-2010 年收入按功能分类（单位：万元）



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

校园是智能一卡通系统应用最早、发展最快、功能最齐全领域，成立之初，公司即针对一卡通行业发展特点，实施目标集聚战略以学校为主要服务对象，并在校园领域奠定了突出竞争优势。

图 4 2010 年销售收入按应用领域分类占比



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 智能一卡通行业发展前景

智能一卡通行业是以非接触式智能卡为主要信息载体，进行智能一卡通系统的研发、设计、生产、销售、集成以及技术服务等。

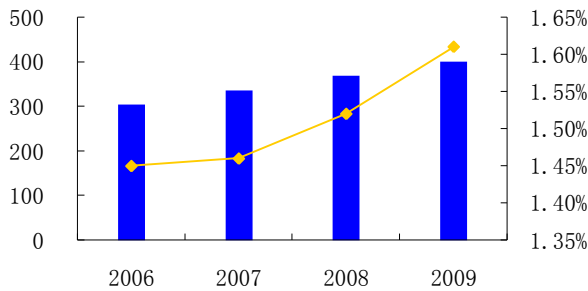
根据智能一卡通解决方案及其所服务的社区型用户（即持卡人群体）的不同特点，可将智能一卡通应用领域分为学校、企事业和城市三大应用领域。

2.1. 校园一卡通市场

随着校园信息化建设的进一步加快，校园一卡通系统在国家实施的“校校通”、数字校园、智慧校园等工程建设中起到了关键性的作用，得到了广泛的应用，各种解决方案和系统平台层出不穷。

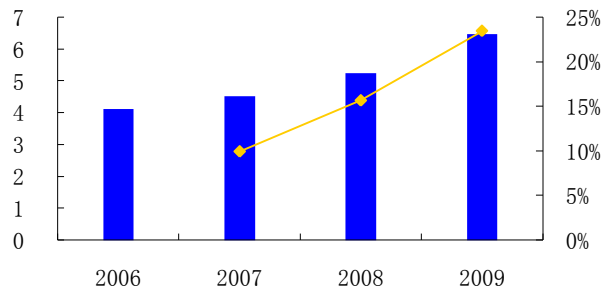
据统计数据显示，2006 年-2009 年，我国教育信息化建设投资规模分别为 304.8 亿元、336.7 亿元、369.6 亿元、401.3 亿元，而同期校园的一卡通建设相关投资在信息化投资中占比不足 2%，仅在大专以上高校普及程度较高，且主要集中在餐饮收费、门禁、图书管理等传统的通用功能方面。随着近年来在校园信息化建设的加速，一卡通投资占比在缓慢提升。2006 年-2009 年，校园一卡通建设投资规模分别为 4.12 亿元、4.53 亿元、5.12 亿元、6.47 亿元，2007 年-2009 年的增长率分别为 9.95%、15.67%、23.47%。

图 5 2006-2009 年教育信息化投入情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 6 2006-2009 年校园一卡通市场容量



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2. 企业一卡通市场

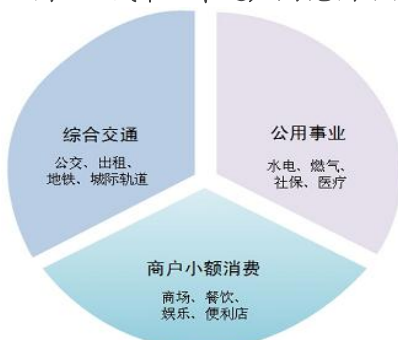
企业一卡通系统覆盖包括企业考勤管理、餐饮收费、楼宇门禁、办公室门锁、厂区出入通道、水电资源管控等方面，既是企业信息资源管理的重要组成部分，也是后勤服务的重要设施。

企业一卡通市场的特点是目标客户数量巨大，虽然其功能一般相对简单，平均投资额较小，但市场总量很大。根据国家工商总局发布的《2008 年全国市场主体发展情况报告》，截至 2008 年底全国企业数量为 971.46 万户，2008 年新登记企业数量为 128.5 万户。即使按每年有 10 万家企业采购相关智能一卡通产品、平均价格为 10,000 元/套计算，其每年市场容量也能达 10 亿元。随着企业智能化建设的推进、企业节能减排意识的增强，以及以物联网、手机一卡通为代表的新技术、新解决方案在企业单位中的更广泛、更深入的应用，基于国内庞大的企业数量，未来企业一卡通市场空间很大。

2.3. 城市一卡通市场

城市一卡通主要涉及城市居民在各个领域的支付、身份认证和社会保障功能实现，能够完成公共交通、医疗社保、公用事业缴费、小额消费等多个领域的快速结算和支付。

图 7 城市一卡通应用范围示意图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 8 城市一卡通的发展历程

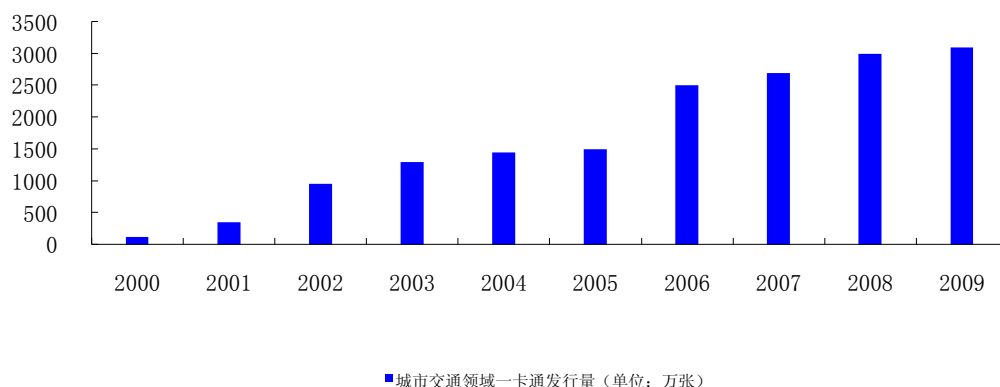


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

根据住房和城乡建设部 IC 卡应用服务中心针对 50 个城市的调查结果显示，大多数城市已将大力拓宽城市通卡的应用范围，开辟公用事业功能、积极拓展小额消费领域等作为未来城市一卡通的发展方向。其中，18 个城市计划增加出租车一卡通功能；36 个城市已经积极拓展和将要拓展小额消费领域应用；14 个城市计划开辟公用事业缴费功能；10 个城市计划于周边区域实现互通；同时，大多数受访城市均对于系统升级意愿迫切。在综合交通领域，根据住建部 IC 卡应用服务中心统计数据，2000 年至

今我国城市交通领域一卡通累计发卡量突破 1.8 亿张，其中 2008 年和 2009 年新增发卡量均超过 3,000 万张。

图 9 我国城市交通领域一卡通发行量



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

随着手机一卡通的迅速发展，未来城市一卡通的建设将面向手机一卡通的应用进行系统升级和终端机具的配套，并将在三大运营商和银联等新的投资主体的带动下进行智能化城市、智慧城市建设的新一轮投资，各领域相应的系统平台建设需求也将显著提升。因此，可以预期未来城市一卡通的建设需求旺盛，市场空间非常广阔。

2.4. 物联网及手机一卡通的兴起为智能一卡通行业带来机遇

物联网可以划分成三个层面：感知层、网络层和应用层。RFID 是物联网感知层的主要应用技术，而射频智能卡是 RFID 标签适合人群使用的典型表现形式，智能一卡通企业掌握的 RFID 读写技术，使其具备了进入物联网领域的天然先发优势。智能一卡通系统广泛应用于智慧城市、智慧校园、智能家居等物联网建设领域，智能一卡通行业是物联网产业发展的重点环节。

物联网在我国发展的重要应用基础，来自于国家金卡工程的推动。在国内 RFID 技术的应用主要还是以卡片的形式出现，如校园卡、公交卡、二代身份证等 13.56MHz 的 RFID 智能卡等。金卡办多年倡导的银行卡与各大行业 IC 卡应用的结合、各大行业与地方 IC 卡应用的结合，取得了初步成效，推动着多功能卡应用实现“一卡多用”；RFID 应用试点工作积极而稳妥的推进，不断创新和开拓新的应用领域，并为创建我国物联网产业链打下基础。

之前智能一卡通行业在校园一卡通、城市公交和企业门禁考勤等领域发展较快，随着物联网产业的发展，RFID 及智能卡技术应用越来越广泛，以及中国电信、中国移动、中国联通三大电信运营商和中国银联近期手机近场支付业务的纷纷推出，以手机为载体的智能一卡通系统需求和建设将成为行业的热点，三大运营商和中国银联通过与国内一卡通解决方案提供商的合作，以搭建区域运营平台和行业应用为导向快速推广手机一卡通、并提供电信增值服务（SP）等方式来实现其应用范围遍及学校、企业、城市等领域。电信运营商联手智能一卡通企业共同打造一体化运营平台是未来手机一卡通业务发展的必然趋势。双方的合作共赢关系将使智能一卡通企业开始进入蓝海业务，其市场前景十分广阔。

根据手机一卡通产业链构成以及投资进度，在未来两年内手机一卡通行业将呈现出基础设施和技术服务首先爆发，运维平台初具规模，增值服务不断创新，大型综合平台初见端倪的发展态势。智能一卡通行业产业链将直接受益于手机一卡通的井喷式发展，其中与 RFID 技术相关的终端 POS 需求将放量增长。

3. 公司竞争优势

3.1. 提供智能卡一站式整体解决方案

国内智能一卡通行业内的企业在研发实力、技术素质、业务规模、涉及领域等多方面的差别较大,行业内以提供单一功能系统解决方案的企业居多,且多集中在餐饮收费、门禁、考勤系统等传统功能板块,市场竞争激烈,利润空间小。而公司是行业内少数能够为客户提供全面、整体化、一揽子解决方案的代表性企业之一,公司通过更全面的产品线、更高的研发平台、更丰富的业务功能、更强的集成能力,在满足客户个性化需求的前提下,为客户提供多功能实现的整体解决方案和一站式的客户服务,以增加公司产品和服务的经济附加值、不断增强客户黏性、扩大品牌影响度,进而提升自身的盈利能力和利润空间。

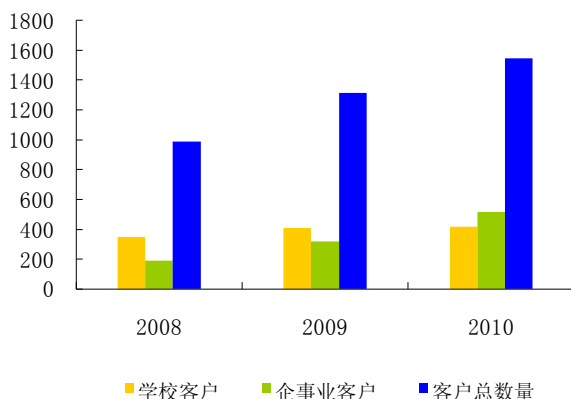
3.2. 重视自主研发和技术创新能力

公司长期以来一直非常重视研发投入,现拥有研发人员 151 人,占员工总数的 23.67%。拥有 20 项国家专利、67 项软件著作权,其中 RFID 技术屡获奖项,紧随物联网发展的步伐。公司研发部门根据不同的需求类型将开发任务分成两类:新产品开发与定制产品开发。其中,新产品开发又分为全新产品开发、功能增加型开发、功能优化型开发。2010 年,公司软件开发部门共开发项目 1,192 项(其中新产品开发 500 项,客户定制需求开发 692 项);公司电子开发部门共开发项目 645 项(其中新产品开发 354 项,客户定制需求开发 291 项)。

3.3. 客户粘性大

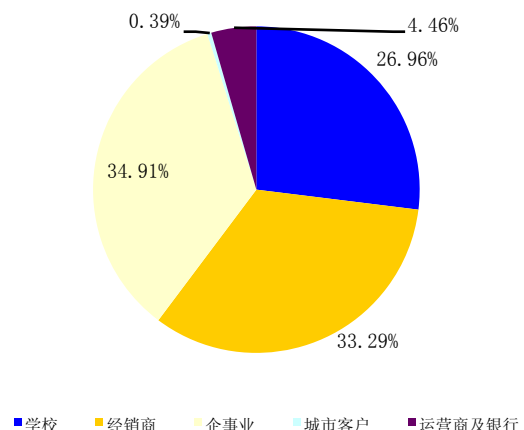
公司客户遍布学校、企事业、城市等领域。由于智能一卡通系统的使用一般具有延续性,再加上公司提供的解决方案以多功能系统为主,因此原有客户的后续需求黏性比较大。50%以上的客户购买安装了公司的智能一卡通系统后,未来仍会选择公司的其他功能系统或后续产品升级,其中校园一卡通客户黏度尤高。而且凭借在智能一卡通行业多年积累的经验和技术水平,在手机一卡通领域,公司产品得到了中国电信、中国移动、中国联通三大运营商的一致认可,与其建立了良好合作关系。

图 10 客户情况



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 11 2010 年客户构成比率



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

3.4. 业务快速复制能力强

公司基于校园领域经验,以核心技术为基础,结合较强的研发创新水平,已经具备了将目前的智能一卡通业务成功扩展、复制到更广阔的企事业、城市等领域的能力。对应企事业、城市一卡通系统需求和建设特点,公司结合其在校园领域的丰富经验和技

术优势，将在小额支付、身份识别、资源管控等特色功能解决方案实现方面的竞争优势及产品成功的复制到企事业和城市领域。

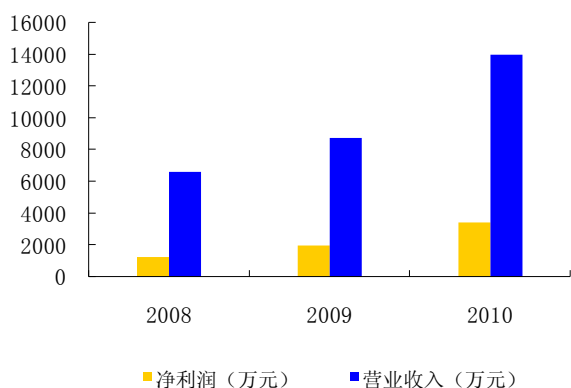
3.5. 以需求为导向的高效响应的服务优势

公司设置了遍布全国的 23 个营销与客服网点，以贴近客户的方式进行营销和技术支持，能够及时发现新的个性化需求，成为公司创新的来源，同时给予客户最及时的技术反馈和维护。

4. 盈利能力分析

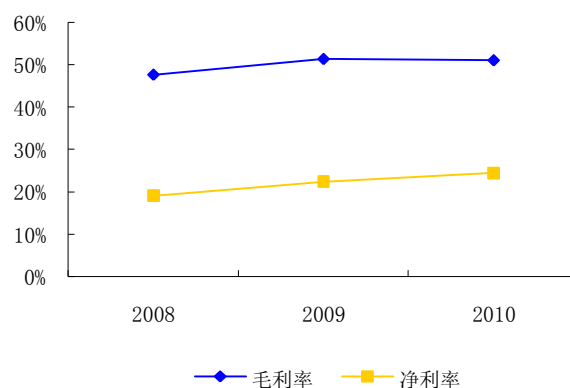
公司是国内最早从事智能一卡通系统研发和集成业务的企业之一，凭借持续提升的整体方案解决能力、不断完善的产品功能以及市场领域和客户的不断拓展，并受益于我国信息化进程的加快、RFID 技术和智能一卡通应用技术的推广以及物联网、手机一卡通的兴起，公司充分发挥了其“规模化个性定制（Mass Customization）”经营模式的优势，在保持较高利润率的同时，也实现了营业收入、利润总额、净利润的快速增长。2008-2010 年，公司的营业收入、利润总额及净利润年均复合增长率分别为 45.48%、67.17%和 64.59%。

图 12 近三年公司营业收入与净利润



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 13 近三年毛利率与净利率



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

近三年公司快速增长主要受益于以下因素的推动：下游需求旺盛，智能一卡通市场规模持续扩大；新客户拓展，老客户巩固；产品功能逐渐完善提升；由三大运营商主导的手机一卡通业务的蓬勃兴起。

5. 募投项目分析

公司本次拟公开发行 1,120 万股，占发行后总股本的 25.11%。

表 2 募投项目概况

	项目名称	投资金额 (万元)	预计建设期 (年)
1	智能一卡通整体解决方案技术升级及产业化项目	10,286.60	2
2	研发中心升级扩建项目	3,466.10	2
3	营销与客服网络扩建项目	2,272.40	2
5	其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

5.1. 智能一卡通整体解决方案技术升级及产业化项目

公司计划利用募集资金新建研发、生产和办公用房，购置国内外先进的智能一卡通系

续开发所需的硬件设备、系统软件和测试设备，完善公司大型平台级软件和各类应用软件的开发体系，提高公司智能终端机具的技术装备水平和生产能力，实现智能一卡通系统整体解决方案的技术升级及产业化。

5.2. 研发中心升级扩建项目

研发中心升级扩建项目将建设可靠性实验室、EMC 实验室、电表实验室、智能卡测试实验室以及 RFID 试验室，购置相应的硬件设备和系统软件，构建研发、系统测试、模拟运行环境，完成系统软件的升级开发和测试。将购置服务器、存储系统、PC 机、交换机等硬件设备以及数据库管理系统、操作系统、开发工具、应用服务器中间件等系统软件；完成移动支付商务平台、RFID 高频和超高频终端技术、基于 RFID 技术的车辆管理系统、基于 RFID 技术的物流管理系统、企业一卡通集中托管运营服务平台、KDD 智能数据分析与辅助决策系统、高速客运铁路系统预付费一卡通平台以及其他相关应用软件的研发和测试工作。

5.3. 营销与客服网络扩建项目

该项目将通过建设公司总部营销与客服中心、扩建和新建营销与客服网点、补充和培养营销和客服人员、增配营销和客服所需工具和设备，形成一个布局合理的全国性营销与客服支撑体系，提升公司的营销能力和对客户的技术支持与后续服务水平，从而更好地开拓智能一卡通市场。

表 3 营销和客服网点的扩建和新建

		网点所在城市
1	营销与客服总部扩建	郑州
2	网点新建（16）个	唐山、大同、哈尔滨、大连、昆明、三亚、西宁、银川、兰州、深圳、珠海、贵阳、合肥、重庆、济南、青岛
3	网点扩建（22）个	北京、天津、石家庄、太原、长春、呼和浩特、上海、南京、盐城、杭州、宁波、南昌、赣州、武汉、长沙、广州、湛江、海口、桂林、南宁、西安、成都

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

6. 盈利预测与投资建议

预计 2011、2012 两年公司营业收入增长率为 55.0%和 50.0%，净利润分别增长 54.6%和 51.0%，全面摊薄后 EPS 分别为 1.19 和 1.80 元。

表 4 可比上市公司估值水平比较

代码	名称	股价	毛利率（%）	净利率（%）	PE 10A	PE 11E	PS	PB
300096.SZ	易联众	16.50	40.17	18.15	87.29	41.32	15.51	5.48
002104.SZ	恒宝股份	12.35	29.43	15.71	52.22	30.17	8.24	8.63
002017.SZ	东信和平	16.74	27.22	3.93	112.07	47.19	4.34	5.51
600651.SH	飞乐音响	10.09	23.09	7.09	66.85	29.43	4.22	5.90
600271.SH	航天信息	26.28	23.74	12.27	26.73	22.25	2.59	5.85
均值					69.03	34.07	6.98	6.27

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

参照可比上市公司的估值水平，我们给予公司 2011 年 20-25 倍的 PE，则每股合理询

价区间为 23.80-29.75 元，上市首日定价区间 35.70-41.65 元，对应 2011 年 PE 为 30-35 倍。

7. 主要风险点

7.1. 目前市场相对集中的风险

目前公司智能一卡通收入结构以校园领域为主。随公司生产经营规模的持续扩张，如公司不能有效拓展城市一卡通、企事业一卡通市场领域，公司发展空间仍将受到一定限制。

7.2. 生产经营季节性波动风险

目前公司产品终端用户主要为学校，受学校寒暑假及智能一卡通项目建设计划的影响，公司生产经营呈现出明显的季节性特征。一般而言，学校在寒假过后的 3-4 月启动一卡通建设计划；5-7 月通过项目招标等方式确定供应商；暑期开始施工以便保证开学时基本功能的使用，7-9 月为校园一卡通系统建设高峰期并开始逐步验收结转收入，在 10-12 月进入项目验收结转销售收入的高峰期，部分系统安装项目的调试及验收会在次年完成并结转销售收入。季节性特征使得公司的采购、生产、发货、安装验收和收付款在年度内各期间存在较大的不均衡性，对公司生产经营管理的有效组织和资源的利用效率提出了较大挑战。

7.3. 应收账款较高的风险

受应收账款管理政策及项目验收结转销售收入的特征，第四季度收入占全年比例平均达 47.68%，受收款有一定滞后性的影响，公司每年末应收账款达到全年最高值。公司较高的应收账款金额降低了公司资产周转的效率，公司应收账款周转率低于可比上市公司平均水平，增加了公司资金占用，对公司资金使用效率带来不利影响。2008 年末、2009 年末及 2010 年末，公司应收账款账面价值分别为 3,513.33 万元、3,891.85 万元和 6,624.84 万元，占当期末总资产的比例分别为 39.24%、35.32%和 34.33%。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011/7/11		
									2009	2010	2011E
利润表						财务指标			2012E	2013E	
2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性						
营业收入	87.4	140.0	217.0	325.5	488.3	营业收入增长率	32.1%	60.2%	55.0%	50.0%	50.0%
减: 营业成本	42.4	67.1	104.2	157.9	236.8	营业利润增长率	56.5%	79.9%	65.9%	51.6%	53.9%
营业税费	0.8	1.2	2.2	3.3	4.9	净利润增长率	55.1%	74.6%	54.6%	51.0%	53.1%
销售费用	11.3	19.8	30.4	45.6	63.5	EBITDA 增长率	50.8%	76.7%	43.0%	47.5%	66.8%
管理费用	13.4	17.4	30.4	45.6	65.9	EBIT 增长率	55.4%	80.2%	46.7%	47.9%	61.4%
财务费用	0.6	1.1	-4.5	-8.6	-7.8	NOPLAT 增长率	54.2%	75.1%	38.8%	47.7%	59.5%
资产减值损失	1.0	1.8	2.0	2.4	2.9	投资资本增长率	55.2%	79.3%	48.1%	47.5%	80.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	47.1%	90.9%	399.6%	11.0%	15.1%
投资和汇兑收益	-0.3	-	-	-	-						
营业利润	17.5	31.6	52.3	79.4	122.1	利润率					
加: 营业外净收支	5.1	7.6	8.0	11.7	17.4	毛利率	51.4%	52.1%	52.0%	51.5%	51.5%
利润总额	22.6	39.2	60.3	91.1	139.4	营业利润率	20.1%	22.5%	24.1%	24.4%	25.0%
减: 所得税	2.9	4.8	7.2	10.9	16.7	净利润率	22.5%	24.5%	24.5%	24.6%	25.1%
净利润	19.7	34.3	53.1	80.2	122.7	EBITDA/营业收入	22.4%	24.8%	22.8%	22.5%	25.0%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	20.7%	23.3%	22.1%	21.8%	23.4%
货币资金	22.9	41.8	454.1	451.2	382.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	74	53	44	38	57
应收账款	43.3	71.5	113.8	168.8	250.4	流动营业资本周转天数	107	145	160	161	162
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	332	332	679	770	573
预付帐款	1.5	5.1	5.1	5.1	5.1	应收帐款周转天数	168	148	155	159	159
存货	22.0	50.2	77.1	116.8	175.2	存货周转天数	80	93	106	107	108
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	411	390	725	808	630
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	180	191	196	193	215
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	0.1	-	-	-	ROE	32.0%	29.3%	9.1%	12.3%	16.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	17.8%	17.8%	7.8%	10.3%	13.2%
固定资产	19.2	22.2	30.6	38.1	115.4	ROIC	59.1%	66.7%	51.6%	51.5%	55.6%
在建工程	-	0.0	0.0	0.0	0.0	费用率					
无形资产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	销售费用率	12.9%	14.1%	14.0%	14.0%	13.0%
其他非流动资产	1.2	1.9	0.4	0.4	0.4	管理费用率	15.4%	12.4%	14.0%	14.0%	13.5%
资产总额	110.2	193.0	681.2	780.5	929.1	财务费用率	0.6%	0.8%	-2.1%	-2.6%	-1.6%
短期债务	14.7	20.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	28.9%	27.4%	25.9%	25.4%	24.9%
应付帐款	19.8	30.6	57.9	87.4	130.4	偿债能力					
应付票据	2.9	5.2	8.0	12.1	18.2	资产负债率	44.3%	39.3%	14.1%	16.8%	19.5%
其他流动负债	8.5	14.2	14.2	15.8	17.2	负债权益比	79.5%	64.8%	16.4%	20.2%	24.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.96	2.41	7.22	5.92	4.63
其他非流动负债	3.0	5.9	5.9	5.9	5.9	速动比率	1.48	1.69	6.36	4.99	3.63
负债总额	48.8	75.8	96.0	131.1	181.6	利息保障倍数	32.24	30.26	-10.74	-8.28	-14.58
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	28.5	33.4	44.6	44.6	44.6	DPS(元)	-	-	0.24	0.36	0.55
留存收益	32.9	83.7	540.6	604.7	702.9	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	61.4	117.1	585.2	649.3	747.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%	1.4%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	19.7	34.3	53.1	80.2	122.7	EPS(元)	0.44	0.77	1.19	1.80	2.75
加: 折旧和摊销	1.5	2.0	1.7	2.3	7.7	BVPS(元)	1.38	2.63	13.12	14.56	16.76
资产减值准备	1.0	1.8	2.0	2.4	2.9	PE(X)	86.2	49.4	31.9	21.1	13.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	27.6	14.5	2.9	2.6	2.3
财务费用	0.5	1.2	-4.5	-8.6	-7.8	P/FCF	162.8	-690.1	-618.2	129.3	-38.5
投资收益	0.3	-	-	-	-	P/S	19.4	12.1	7.8	5.2	3.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	25.2	17.1	10.8
营运资金的变动	-4.2	-32.7	-41.1	-66.4	-100.6	CAGR(%)	59.7%	52.9%	48.9%	47.9%	42.9%
经营活动产生现金流量	15.8	3.8	11.2	10.0	24.9	PEG	1.4	0.9	0.7	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-8.8	-10.4	-10.1	-9.8	-85.0	ROIC/WACC	5.9	6.7	5.2	5.2	5.6
融资活动产生现金流量	0.6	23.3	409.4	-7.5	-16.7	REP	-	-	1.7	1.2	0.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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。

胡又文，计算机行业助理分析师，牛津大学金融经济学硕士。2008 年加入安信证券销售交易部，2010 年加入安信证券研究中心。

分析师声明

侯利、胡又文分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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;
增持 — 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

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@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: 200123

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