中信建投证券 CHINA SECURITIES

CHINA SECURITIES RESEARCH

证券研究报告·上市公司深度　　计算机硬件

深耕 RFID，引领物联网产业

远望谷(002161)

维持　　买入

吕江峰
lvjiangfeng@csc.com.cn
010-85130795
执业证书编号：S1440209080382

联系人：吴伟
wuweibj@csc.com.cn
010-85156318

发布日期： 2011 年 8 月 1 日

当前股价： 20.91 元
目标价格 6 个月： 27

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
-5.04/-4.06	3.67/10.87	49.77/47.33

12 月最高/最低价（元）	37.68/17.81
总股本（万股）	36987.87
流通 A 股（万股）	20680.06
总市值（亿元）	77.34
流通市值（亿元）	43.24
近 3 月日均成交量（万）	508.94
主要股东	
徐玉锁	32.05%

股价表现

物联网推动信息社会向智能社会的转型

物联网的快速发展是目前信息社会向智能社会转型的必然，并且在我国经济转型和结构升级的过程当中扮演了重要角色。目前，物联网已经被中央定位战略性新兴产业而受到重视，而在下游各行业需求的带动下呈现快速发展态势。据预测，到 2015 年中国物联网整体市场规模将达到 7,500 亿元，五年内年均复合增长率将超过 30%，市场前景将远远超过计算机、互联网、移动通信等单个市场。

RFID 是目前物联网产业发展的重中之重

基于成本和功耗等方面的优势，以 RFID 为代表的高端传感技术正成为目前物联网发展阶段主流的传感器发展趋势，而且是产业链传感器终端中属于盈利能力最强的。作为物联网的触角，巨大的潜在需求必将会使 RFID 最先受益物联网的快速发展。

公司是国内领先的 RFID 开发及应用厂商

作为一家在铁路 RFID 领域耕耘多年的企业来说，远望谷已经在铁路物联网领域积累了丰富的经验和技术储备。目前，除了在铁路领域继续扩大市场份额外，依托已经确定起来的市场地位，公司同时积极拓展物联网技术和 RFID 产品在非铁路领域的应用，目前已经进入铁路、烟草、图书馆、畜牧业等十多个行业，实现了产品结构的优化。2010 年公司非铁路市场的收入已经占公司收入来源的半壁江山。

盈利预测与估值

物联网的兴起与发展让公司正面临着自其成立以来最好的发展环境。通过做深铁路领域，并拓展其他非铁项目，公司在物联网 RFID 方面已经逐步确立起了市场的领先地位。而此次增发项目的实施，将无疑让公司紧紧把握目前巨大的市场机遇，进一步加快公司发展奠定了基础。我们预计公司 2011 年至 2013 年每股收益分别为 0.54 元、0.86 元和 1.37 元。结合绝对估值和相对估值，我们认为远望谷的合理估值区间为 26.5-27.5 元。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	299.92	595.04	976.52	1628.08
营业收入增长率	25.03%	98.40%	64.11%	66.72%
净利润（百万）	96.34	196.48	314.56	505.20
净利润增长率	72.75%	103.95%	60.10%	60.60%
EPS（元）	0.38	0.54	0.86	1.37
P/E	55.03	38.72	24.31	15.26

目录

投资要件 .....

一、物联网：信息社会向智能社会的转型 1
1、物联网的市场前景广阔 1
2、各国政府积极推动，成为物联网发展的重要动力 2
3、物联网开始广泛应用，智能化社会渐行渐近 2
4、中国物联网的发展开始起步 3
二、RFID 技术为物联网产业中的重中之重 4
1、RFID 技术是物联网产业链中最尖端、最重要、最具盈利能力的部分 4
2、从时间和空间两个维度看，RFID 是最先受益物联网发展的产业 5
3. RFID 技术已经深入物联网的各类应用中 5
三、远望谷是国内领先的 RFID 开发及应用厂商 6
1、共建物联网的战略合作 6
2、丰富的行业应用经验 6
3、长期的技术积累 7
4、持续的研发投入 7
四、远望谷业务正从铁路延伸至非铁项目 7
1、铁路项目 7
2、公司 RFID 技术在其他非铁行业得到广泛应用 9
五、公司财务分析 11
1、收入和利润保持快速增长 11
2、公司的收入结构和利润率 11
3、期间费用率逐年降低 12
六、公司的发展前景 12
1、新募投项目进一步奠定公司行业地位 12
2、产业整合拓宽公司行业应用边界 13
3、未来几年公司行业应用进一步做深做广 13
七、估值与盈利预测 14
1、盈利预测 14
2、估值分析 15
八、风险分析 17
1、政策风险 17
2、市场竞争加剧风险 17
3、技术风险 17

图表目录

图 1：物联网产业链及应用 1
图 2：2007-2015 年全球物联网市场发展规模状况与预测 2
图 3：中国物联网应用市场规模 亿美元 3
图 4：2007-2012 年全球 RFID 市场规模 4
图 5：2008-2012 年中国 RFID 市场规模 4
图 6： 中国物联网发展阶段 5
图 7：传统图书馆管理系统的主要问题 10
图 8：公司主营业务情况 11
图 9：公司净利润情况 11
图 10：公司分产品收入结构 12
图 11：公司各产品的营业利润率 12
图 12：公司今后几年业务发展情况 14

表 1：各国政府正加大对物联网的支持力度 2
表 2：各种物联网传输技术的比较 4
表 3：RFID 已经在深入物联网的各类应用当中 6
表 4：公司在铁路领域相关产品的市场占有率 8
表 5：公司的三项费用率 12
表 6：募集资金投资项目 13
表 7：公司近期投资并购情况 13
表 8：未来三年公司各项业务收入情况 15
表 9：公司每股收益预测 15
表 10：估值假设 15
表 11：敏感性分析 16
表 12：可比公司每股收益预测及估值 16

投资要件

关键假设

物联网产业受到政府大力支持

公司在铁路和非铁项目进展顺利

三项费用率能逐步降低并最终保持稳定

我们为什么与市场普遍观点不同

虽然从 09 年以来，物联网概念深入人心，但由于行业标准规范缺失、核心技术缺位、统筹规划和管理缺乏、产业缺乏顶层设计以及资源共享不足等，导致产业整体上在短期内可能还难以快速增长。但我们认为在部分闭环领域，物联网还是会面临巨大机会。在这些领域中，由于迫切的市场需求已经引发部分物联网技术特别是 RFID 技术的大规模应用，从而也会导致从事 RFID 产业的公司受益。特别是在目前政府的大力支持下，这种趋势更加明显。

此外，由于近段时间受高铁事故影响，市场对于涉及到铁路业务的上市公司表示了担忧，但我们认为远望谷铁路业务只涉及到货运，跟高铁没有太多关系。而且目前从铁道部的规划来看，发展货运成为其增收的重点，特别是在客运大发展后，铁路运能也将会向货运倾斜。

估值和目标价格

我们预测 2011 年至 2013 年公司 EPS 分别为 0.54/0.86/1.37 元，根据 DCF 绝对估值，测算出公司价格为 27 元，而根据 PE 以及 PEG 等相对估值，公司价格在 25-30 元之间。结合绝对估值和相对估值，我们认为远望谷未来六个月合理的价格区间在 26.5—27.5 元左右。

股价上涨的催化因素

物联网政策以及物联网产业的发展。

公司在产业链上获得延伸，包括铁路项目和非铁项目的产业整合等。

投资风险

铁路项目受到高铁事件影响导致相关项目招标进度放缓，或者导致公司产品利润率下降。

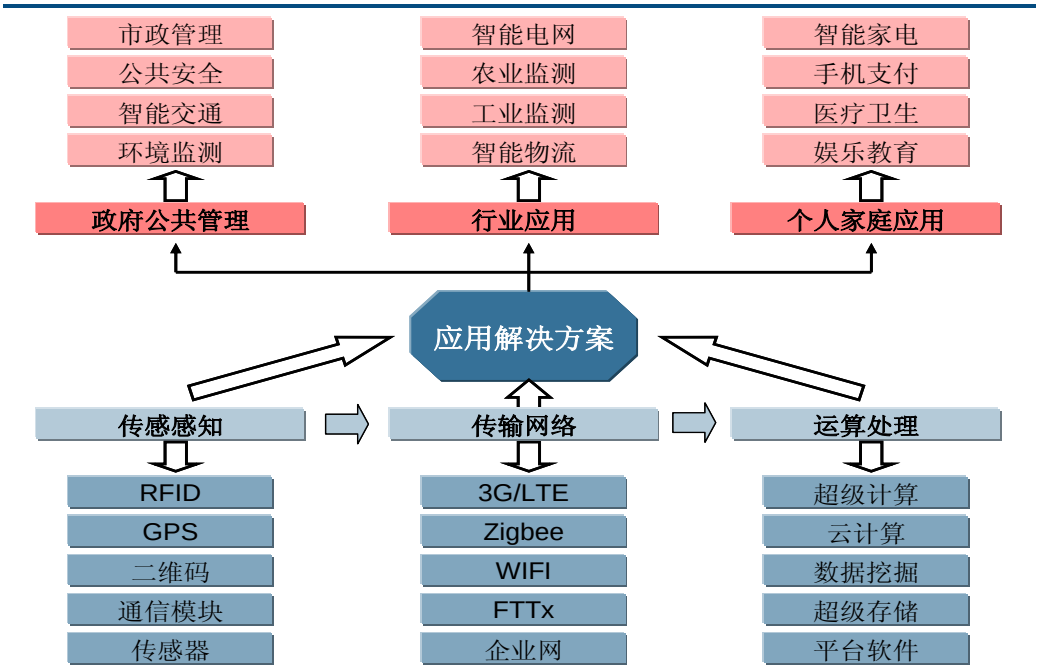
部分非铁项目受产能限制。

物联网产业的推进不如市场预期。

一、物联网：信息社会向智能社会的转型

2008 年全球经济危机以及随之而来 2009 中国经济的稳步复苏，让中央加快了积极探索经济转型和结构升级的步伐。而智能化会带来社会生产中各个环节的产业升级，因而在新一轮经济发展模式的转变中不可或缺。正是在这种背景下，中央明确将智能化的代表技术——“物联网”定位为战略性新兴产业。各地方政府也积极响应，纷纷提出建设“无线城市”或“智慧城市”的规划。中央和地方对物联网产业的重视为该产业提供了巨大的预期空间。可以预见，在不久的将来，物联网产业将大规模应用于政府、行业以及个人，在诸如平安家居、电力安全、公共安全、健康监测、智能交通、环保等诸多领域的智能化应用发挥重要作用。

图 1：物联网产业链及应用

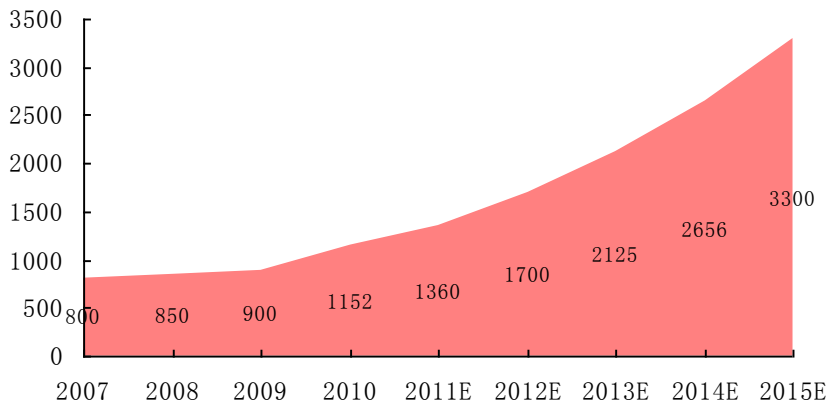


资料来源：可行性分析报告　中信建投研究发展部

1、物联网的市场前景广阔

随着技术的进步和需求的延伸，物联网正开始进入快速发展阶段。欧洲研究机构 EPOSS 预测未来物联网的发展需要经历四个阶段：2010 年之前 RFID 被主要应用于物流、安防等单独的领域，该阶段以闭环为主；2010-2015 年，物体互联阶段，2015-2020 年技术的发展让物联网与互联网走向融合，物体开始进入半智能化阶段，；2020 年之后无线传感网络得到更大规模的应用，物体进入全智能化阶段，这就是所谓的泛在网发展阶段。按照这个判断，目前物联网开始进入第二个阶段，即物体互联阶段。而随着各类物体互联互通程度的逐步加深，应用范围将进一步拓展，物联网市场的发展前景极为广阔。根据美国研究机构 Forrester 预测，物联网所带来的产业价值将比互联网大 30 倍，其理所当然的将会是下一个万亿元级别的信息产业业务。赛迪顾问则预测到 2015 年，中国物联网整体市场规模将达到 7,500 亿元，五年内年均复合增长率将超过 30%，市场前景将远远超过计算机、互联网、移动通信等单个市场。按照这样的增长态势持续下去，未来 10 年全球的物联网无疑都将实现数量和质量的飞跃，实现大规模普及和商用，走进普通人家。

图 2：2007-2015 年全球物联网市场发展规模状况与预测　亿美元



资料来源：www.Iimedia.com　中信建投证券研究发展部

2、各国政府积极推动，成为物联网发展的重要动力

物联网的发展离不开政府的大力推动。美国金融危机后，奥巴马政府在经济刺激计划中，积极响应“IBM”智慧地球”的战略理念，针对宽带基础设施、电网及学校 IT 基础设施等智慧地球的相关内容制定了战略规划和设定了大规模的投资计划。日本则从上世纪 90 年代以来，在信息化战略方面相继推出 u-Japan、i-Japan 等系列信息化战略，旨在将日本建成一个“随时、随地、任何人、任何物品”、网络无所不在的信息社会。韩国政府也非常重视物联网行业的发展，2009 年 10 月，韩国通信委员会通过《物联网基础设施构建基本规划》，将物联网市场确定为新增长动力，计划到 2012 年“通过构建世界最先进的物联网基础实施，打造未来广播通信融合领域超一流 ICT 强国”。

表 1：各国政府正加大对物联网的支持力度

物联网计划或规划	主要内容
美国　智慧的地球	● 互联网+物联网=智慧的地球 ● 强调传感等感知技术的应用到各行各业，建设联网的智慧型基础设施
欧盟　物联网行动计划	● 确保欧洲在建构新型互联网的过程中起主导作用 ● 强调 RFID 的广泛应用，注重信息安全、隐私保护及个人数据信息保护
日本　u-Japan\i-japan	● 大力发展电子政府和电子地方自治体，推动医疗、健康和教育的电子化 ● 建立“国民个人电子文件箱”使国民享受一站式电子政务服务
韩国　《物联网基础设施构建基本规划》	● 到 2012 年“通过构建世界最先进的物联网基础设施，打造未来广播通信融合领域超一流 ICT 强国”并为实现该目标，确定了 4 大领域、12 项详细课题

资料来源：　中信建投证券研究发展部

3、物联网开始广泛应用，智能化社会渐行渐近

如前所述，物联网具有广泛的应用需求和巨大产业发展的空间。目前，物联网技术的进步已经让许多行业受益，比如医疗、交通、电力、安防、环境和物流，它们的智能化水平得到极大提升，由此人们也正享受着物联网在这些行业中应用所带来的便利。整个社会也藉由信息化社会向智能化社会转型。

- 物联网的普及实现减少成本，优化业务流程和在设备出现故障之前就预先制止。其最显著特点，就是使用物品的供应链具备智能，使各种物品在生存、流通、消费的各个过程都具备智能，直至使智能遍及整个生态链，这不仅可以提高管理效率，更重要的是大大提高了物品和各种自然资源使用的效率，使广泛的节能进入 IT 时代，引发一场绿色科技革命，有效实现节能减排。

- 物联网引入了一种新的服务方式，为顾客提供愉快和惊喜，包括当客户度假时对宠物饲养器进行规划和检查，让客户能够与冰箱交流然后决定买些什么，可以在办公室远程调节家里温度以避免下班回家感觉不适等

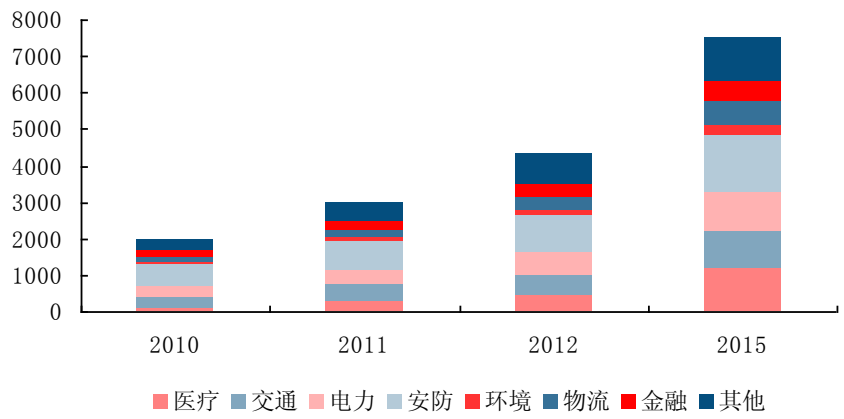
- 物联网作为低碳经济革命的技术创新之一，是要在能源流的整个过程中提高能源生产率和降低二氧化碳的排放，比如在能源流的转化环节，通过建立兼容并包各种能源的能源互联网或智能电网，提高工业、建筑、交通中的能源利用率。

4、中国物联网的发展开始起步

中国的物联网技术发展起步较早，早在 1999 年中科院就启动了传感网研究，并在无线传感网络、智能微型传感器、现代通信技术等方面取得了重要进展，并且已拥有从材料、技术、器件、系统到网络的较完整的产业链。而从 2009 年以来，自温家宝总理多次在科技调研会上提出物联网产业的构想：将传感系统和 3G 技术有机的结合起来，在国家重大科技专项中加快推进传感网发展，并尽快建立中国传感信息中心，或者叫“感知中国”中心。 物联网产业目前已被纳入战略性新兴产业规划，并被明确列入《国家中长期科学技术发展规划(2006-2020 年)》和 2050 年国家产业路线图。各地政府也纷纷出台物联网产业规划，如上海、重庆、广东、浙江、江苏等地对物联网的发展出台了具体相关的规划。

今年六月份，财政部、工信部则联合印发《物联网发展专项资金管理暂行办法》，对专项资金的支持范围与方式等做出了明确规定。可以看出中央财政将进一步健全支持物联网发展的财政政策体系，积极鼓励和支持有条件的地方建立本地区支持物联网发展的财政政策。

图 3：中国物联网应用市场规模 亿美元



资料来源：拓墣产业研究所　中信建投证券研究发展部

二、RFID 技术为物联网产业中的重中之重

1、RFID 技术是物联网产业链中最尖端、最重要、最具盈利能力的部分

作为实现“物联网”的前提，识别和接受信息的传感感知技术是物流网产业链条的基础部分，其中以射频识别（RFID）为代表的高端传感技术，由于其成本和功耗方面的优势而成为主流趋势，与目前物联网需求发展阶段高度吻合。另外，RFID 技术壁垒高，在物联网产业链的传感器终端中属于盈利能力最强的。从数量上看，因为包括 RFID 在内的传感器是整个物联网的触角，潜在需求量巨大。近年来由于物联网的快速发展，RFID 产业也呈现出快速增长态势。IDTechEx 调查显示，2010 年全球 RFID 市场规模从 2009 年的 50.3 亿美元上升到 56.3 亿美元；而根据中国 RFID 产业联盟，自 2010 年我国物联网发展被正式列入国家发展战略后，中国 RFID 及物联网产业迎来了难得的发展机遇。数字显示，2010 年中国 RFID 市场纯收入达到 121.5 亿元人民币，比 2009 年增长了 42.8%，预计 2011 年可达 160 多亿元。

表 2：各种物联网传输技术的比较

主要技术	主要应用	优点	缺点	节点成本
蓝牙	遥感勘测、数字电子设备、工业控制、智能化建筑、家庭和办公制度化、电子商务	应用较多、成本较低且方便使用	以移动电话为中心，每网做多 8 个节点	低于 5 美元
无源 RFID	物流、军事、环保、交通、安防等多种行业	成本低、无功耗	无处理能力，单向	5-50 美分
ZigBee	家庭、楼宇自动化以及监控类应用	可靠、电源和成本优势、组网方便	缺少安全性规范和完善的标准	50 美分左右
WiFi（802.11b）	Web/Email/Video 等相关应用	高速率、组网灵活（前向、后向兼容）	开销大、需要接入点	约 20 美元
无线通信	大范围语音和数据传输应用	覆盖广、质量好	成本相对较低	30-100 美元

资料来源：　中信建投证券研究发展部

图 4：2007-2012 年全球 RFID 市场规模　亿美元

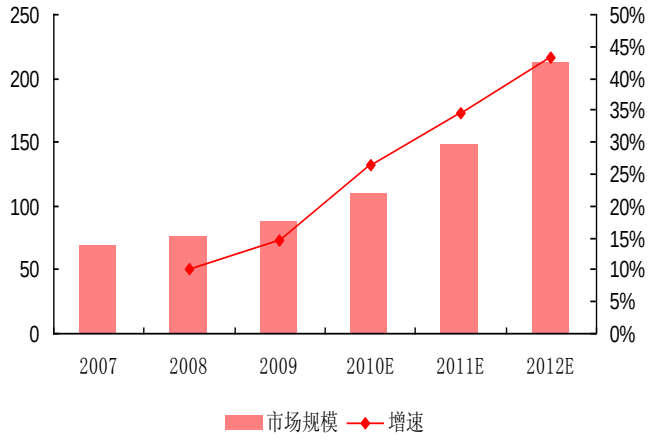
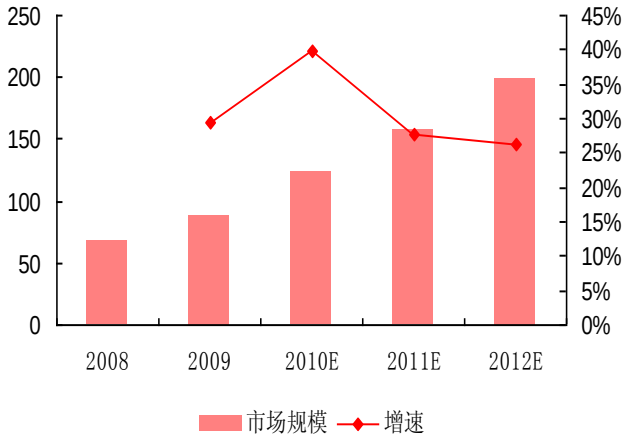


图 5：2008-2012 年中国 RFID 市场规模　亿元



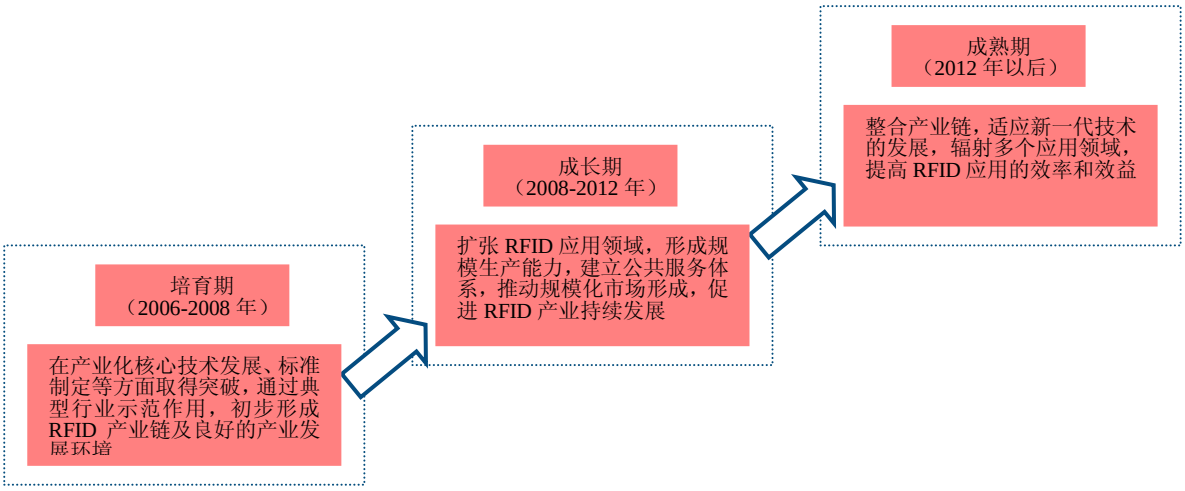
资料来源：诺达咨询　国脉物联网　中信建投证券研究发展部

2、从时间和空间两个维度看，RFID 是最先受益物联网发展的产业

作为传感器的 RFID，是物联网系统中的基础——感知层——的主要构成要素，可以说它处于物联网产业链中间的上游，因此，物流网的发展最先受益的应该是 RFID 产业。也正基于此，我国政府对 RFID 和传感器进行了大力支持，射频识别(RFID)产业成为国家优先发展的产业之一。《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。”信息产业部将 RFID 工程列入“十一五”期间信息技术应用的六大专项工程，在商贸、海关、民航、铁路、公路、水运、邮政、钢铁、石化、汽车、建材、农业、金融、税收等领域推广应用 RFID 技术和基于 RFID 的综合管理信息系统。

目前，我国 RFID 产业已经走过了培育期，正在经历成长期，RFID 技术应用领域不断拓展，产业规模迅速扩大。在这一过程中，业内优势企业将以更快的速度成长，为投资者提供了良好的投资机会。

图 6： 中国物联网发展阶段



资料来源：《中国 RFID 技术政策白皮书》 中信建投证券研究发展部

3. RFID 技术已经深入物联网的各类应用中

早在 20 世纪 90 年代，我国就开始了物联网产业的相关研究和应用试点的探索，国家金卡工程非接触式智能卡已广泛用于不停车收费、路桥管理、铁路机车识别管理，以及电子证照身份识别等方面，2004 年启动的物联网 RFID 行业应用试点主要涉及农业领域的生猪、肉牛的饲养及食品加工的实时动态和可追溯的管理；工业领域的煤矿安全生产，对矿工的安全监护；工业生产的托盘管理；药品及烟酒的动态可追溯监管；以及奥运会、世博会的大型会务综合管理等。

目前中国物联网产业正进入“百花齐放”的“应用启动”阶段，而随着物联网的启动，RFID 也随之深入到各类应用中。目前江苏省无锡市 90%的出租车均已安装“出租车辆智能调度管理系统”， 通过定位市民、空载出租车位置，免费提供“叫车”热线服务，既提高了出租车载客率，又降低了油耗。北京将开展物联网技术在医疗卫生、

环境监测、农业监控等领域的试点应用；黑龙江省确定智能农业、数字油田、智能电网、智能环保等应用试点；海南省政府将物联网应用与“海南国际旅游岛”战略相结合，重点实施一批信息化应用项目。从各部委对物联网政策的具体实施来看，中国电力系统选择了“智慧电网”作为切入点；交通部选择了“智能交通”为切入点；而电信领域则把移动支付等行业应用作为物联网最先商业化的应用试点。

表 3：RFID 已经在深入物联网的各类应用当中

应用领域	具体应用功能	应用广泛
物流流通领域	汽车生产线管理、图书管理、服装管理、卖场仓储/库存管理	很广泛
交通领域	停车场车辆管控系统、铁路信号控制系统、ETC 高速公路/铁路公路乘车卡	广泛
安防领域	门禁管理、电气锁设定、进入室管理、上下班管理系统	较广泛
个人资讯/EC 领域	居民身份证、个人信息认证、无人加油系统	较广泛
医疗领域	药品、血库、医疗机械管理、病历卡检索、老人护理、医院科室管理系统	一般
娱乐领域	游乐场自动验票系统、投币管理系统	一般
环境领域	垃圾计量、废品管理、地下阀门管理	较少
制造业领域	生产管理/NC 机管理	一般

资料来源：中信建投证券研究发展部

三、远望谷是国内领先的 RFID 开发及应用厂商

1、共建物联网的战略合作

公司积极寻找战略合作伙伴，共建物联网。在技术方面，公司与 IBM 合作开发了 RFID 中间件适配层软件，成功的实现了远望谷 RFID 系统与 IBM 软硬件系统的无缝对接，这意味着使用 IBM 企业级软件平台的用户通过 IBMRFID 中间件可直接使用远望谷公司的 RFID 产品。在地方政府方面，远望谷与广州市政府于 2008 年 5 月签署了《关于共同推动 RFID 技术应用与产业发展合作框架协议》，就推进广州市射频识别（RFID）技术研发、应用和产业化等事宜，达成合作框架协议。2010 年 9 月，公司与昆山市周庄高新技术产业开发区签署了《物联网产业园项目框架协议书》，就共建周庄“智慧水乡”、提升景区的信息化管理水平，及共建物联网产业园等事宜，达成合作框架协议。 通过与地方政府共建物联网的合作方式，公司可以获得地方政府的政策和部分资金支持，同时也提升了公司在该地区的市场知名度，有助于得到客户的认可。

2、丰富的行业应用经验

国内市场的大多数竞争厂商的产品以读写器为主，但在电子标签的研发和生产能力上比较弱，因此远望谷在产品线的宽度和深度上都有明显的优势。另外由于公司进入 RFID 行业较早，而且能够凭借研发优势为不同市场提供差异化服务，因此在应用市场的数量和项目质量上均处于领先地位。公司是首家在国内烟草行业中应用 RFID 技术的厂商。军事应用领域对 RFID 技术提出了更高的要求，公司和军方合作研发出了在运物资 RFID 追踪系统，满足了我军后勤信息化的要求。

公司在长期的应用 RFID 技术到各行业构建物联网的过程中，形成了对客户和市场需求的深刻认识。与同行业的竞争者相比，一方面减少了因芯片设计和测试各环节不能满足市场应用需求而造成的返工浪费，另一方面，由于公司的芯片产品更贴近市场，从而具有更强的竞争优势。

3、长期的技术积累

公司芯片设计方面的工作基本与国际同步。早在国际上 RFID 技术二十世纪九十年代进入商用阶段时，远望谷创立团队就开始在 1992 年研究 RFID 技术，并在 1995 年就开始了铁路货车标签芯片集成设计（XC9505）的探索。此后公司在与清华大学合作的基础上于 2003 年成立了自主设计团队，开展独立设计工作。远望谷“XCJP 系列红外线车号智能跟踪装置”获得深圳市科技和信息局颁发的 2007 年度科技创新奖。2008 年公司被认定为“深圳市自主创新行业龙头企业”和深圳市第一批国家高新技术企业。2009 年，远望谷通过美国 SEI 的 CMMI ML3 认证。2010 年，公司新增专利 35 项，其中发明专利 2 项，实用新型专利 24 项，外观设计专利 9 项，积极参与 11 项地方、行业、国家标准建设工作。

4、持续的研发投入

远望谷作为一家专业从事超高频 RFID 研究和发展的高新技术企业，与国内同行业企业相比具有明显的研发、技术和市场优势。远望谷荟集和培养了国内 RFID 行业的尖端人才，研发人员占公司员工总人数的 50%以上。2010 年公司研发投入 3,111 万元，占主营业务收入的 10.54%。目前公司拥有 100 余项 RFID 专利技术，6 大系列 100 多种具有自主知识产权的 RFID 产品，并被评审为“2010 年度深圳市知识产权优势企业”。

四、远望谷业务正从铁路延伸至非铁项目

1、铁路项目

凭借公司在铁路 RFID 领域的技术和品牌优势，特别是在车号自动识别系统方面的精耕细作，远望谷建立起来的示范效应并进而由此转化为引导铁路市场需求的趋势越来越明显。目前，除了货运车号识别系统外，公司还进一步拓展了铁路领域 RFID 的其他需求，比如客车车号识别、车号智能跟踪以及资产管理等。

1）铁路车号自动识别

铁路车号自动识别系统是我国最早应用 RFID 的系统，也是应用 RFID 范围最广的系统之一。他的目标是在所有机车、货车上安装电子标签，在所有区段站、编组站、大型货运站和分界站安置地面识别设备，对运营的列车及车辆信息进行准确的识别，并通过计算机处理为列车以及所运输货物实时追踪管理、统计以及调整等提供准确的基础信息。

1999 年以来，远望谷及时把握铁路运输信息化建设的良好机遇，依靠公司成功开发的铁路客车标签专用芯片，以及在铁路车号自动识别系统工程的设计和实施，公司在铁路市场取得了良好的市场效果，打破了国外公司对该技术和产品的垄断，并确定了公司在中国铁路应用市场中的领导地位。

除了之前的货车车号识别外，目前公司还在铁路客车电子标签方面进行了拓展，预计这块也会给公司打开另一个盈利空间。

表 4：公司在铁路领域相关产品的市场占有率

年份	产品名称		占有率
2009	车辆系统	地面装置	55%
		货车电子标签	12%
	机务系统	地面装置	75%
		货车电子标签	80%
	货运系统	地面装置	65%
2008	车辆系统	地面装置	32%
		货车电子标签	6%
	机务系统	地面装置	70%
		货车电子标签	65%
	货运系统	地面装置	45%
2007	车辆系统	地面装置	20%
		货车电子标签	2%
	机务系统	地面装置	60%
		货车电子标签	55%
	货运系统	地面装置	30%

注：以上数据为综合国铁市场招标情况和公司市场部铁路系统数据计算得出

资料来源：中信建投证券研究发展部

2）铁路车号智能跟踪装置

随着国内铁路的快速发展，铁路运输安全的重要性与日俱增。为了保障铁路列车运行安全，铁道部提出了“5T”工程建设。这 5T 主要指“THDS”（红外线轴温探测系统）、“TFDS”（车辆运行故障动态图像检测系统）、“TPDS”（车辆运行状态地面安全监测系统）、“TADS”（货车滚动轴承故障轨边声学诊断系统）以及“TCDS”（客车运行安全监护系统），而这 5T 都有应用 RFID 的需求。远望谷依托在铁路 RFID 领域已有的技术优势，在 5T 的推广中其车号智能跟踪装置能获得巨大的市场机会。比如在以列车运行安全服务为目的的“5T”应用需求中，该装置能实现车辆的准确定位，从而为动态、智能跟踪故障车提供了技术保证。根据中国铁道部的规划，2010 年主要干线的“5T”系统建设将完成，而随着“5T”系统在全国铁路路线的普及，对铁路车号自动识别系统产生的市场需求将非常可观；在以铁路运输服务品质提升为目的的需求中，采用轨道衡（嵌在轨道线路上的称重衡器）加车号智能跟踪装置，可以在称量每节车辆的重量时，同时获得车辆的车号，对于铁路运输服务而言，这是一项非常重要的服务内容。据估计，目前，该市场对智能跟踪装置的需求量在 1,000 台以上。

3）基于 RFID 的铁路车辆零部件管理

中国铁路是世界上最繁忙的铁路系统之一，运输任务繁重，车辆周转快速；因此，要保证整个铁路系统的安全、高效、可靠，就必须保证其基本组成的零部件的安全、高效、可靠。在铁路大发展的背景下，现有铁路车辆零部件管理存在诸多弊病，已经无法适应新形势发展的要求。而公司所研发的基于 RFID 技术的车辆零部件管理系统能够有效地解决目前存在的问题，并受到铁道部的大力支持。

根据 2009 年《铁道统计公报》的数据，截至 2009 年底，全国铁路共有近 67 万辆既有车辆、共计 3,500 多万个重要零部件（包括车轮、车轴、轴承、摇枕、侧架、车钩等）；而且每年新增 10 万辆车，新增 500 万个重要零部件，这些零部件在近几年内都要陆续安装上电子标签；另外，遍布全国的近 200 家车辆段和车辆工厂需

要安装大量的读写设备和应用软件。预计目前既有车辆共需要 3,500 万电子标签、8,000 套各种读写设备、400 套应用软件，而且每年新增 500 万电子标签，市场需求旺盛。

2、公司 RFID 技术在其他非铁行业得到广泛应用

公司同时积极拓展物联网技术和 RFID 产品在非铁路领域的应用，目前已经进入铁路、烟草、图书馆、畜牧业等十多个行业，相继开发了图书管理系统、畜牧业溯源管理系统、烟草物流管理系统等行业解决方案和相关产品，实现了产品结构的优化。在过去的 2010 年度，来自烟草、图书等非铁路市场的收入占公司营业收入的比例已从 2006 年（上市前）的 22.17%提高到 2010 年的 49.56%，占公司收入来源的半壁江山。

1）RFID 技术在牲畜溯源管理中的应用

牲畜溯源管理体系是国家“畜牧法”的要求，RFID 标签是替代原有的二维码标签的极佳方案，因为 RFID 标签在各种复杂环境中良好的可读性。根据农业部 2009 年发布的农业畜牧业数据，我国每年出栏的生猪 7 亿头、羊 5 亿只、牛 500 万头，每年仅猪、牛、羊加挂电子耳标就能带来 13 亿只的电子标签市场，若畜禽类加挂电子标签，每年将新增 100 亿只电子标签的潜在市场需求。在“瘦肉精”事件被央视“3.15”晚会曝光以来，农业部等九部委联合开展的专项整治行动中，强调对牲畜源头、养殖、收购贩运、屠宰、加工、流通餐饮和进出口等 7 个环节进行全程监管，而这正是 RFID 技术的强项。目前，公司在畜牧市场方面，通过实施试点工作，参与了商务部主导的放心肉工程。该工程将会为公司积累技术经验，进一步拓展相关市场打下了基础。

2） RFID 技术在烟草行业的应用

在中国烟草业，杭州卷烟厂在 2003 年在成品工商联运中首先采用 RFID。最近几年，国内的烟草企业纷纷建设自己的物流系统，红河卷烟厂、济南卷烟厂、玉溪卷烟厂等众多的烟草企业的物流中心已经投入运作。RFID 技术相比条形码有明显的技术优势，在读写的便捷性、准确性、动态特性、重复利用方面均有上佳表现。

以中等规模的杭州烟厂需要行业电子标签 2 万只、读写器 40 台估算，中国有 120 余家卷烟生产企业，对行业电子标签的需求总量约 240 万只、读写器需求总量约 4,800 台。烟草 RFID 市场未来的方向是在每条卷烟的纸包装箱上安装电子标签。目前我国每年定量生产 2 亿件卷烟，未来若贴装电子标签则需求量为每年 2 亿只。

远望谷开创烟草行业 RFID 技术应用之先河，是国家烟草总局物联网战略合作伙伴。公司努力开拓烟草一号工程项目，以保持市场地位。同时推广数字化仓储，并积极研究电子标签替代香烟条码的应用。公司现有的烟草管理的产品包括：烟叶追踪管理系统、烟草数字化仓储管理系统和物流周转托盘管理系统等。2010 年，公司通过不断进行烟草应用创新，和国家烟草总局进行战略合作，共同规划烟草物联网，成功举办烟草行业物联网基础应用技术研讨会，提升了公司在烟草物联网领域的市场地位。从 2004 年至今，先后有浙江烟草总公司、上海烟草总公司、安徽烟草总公司、辽宁烟厂等开始采用公司的 RFID 技术。

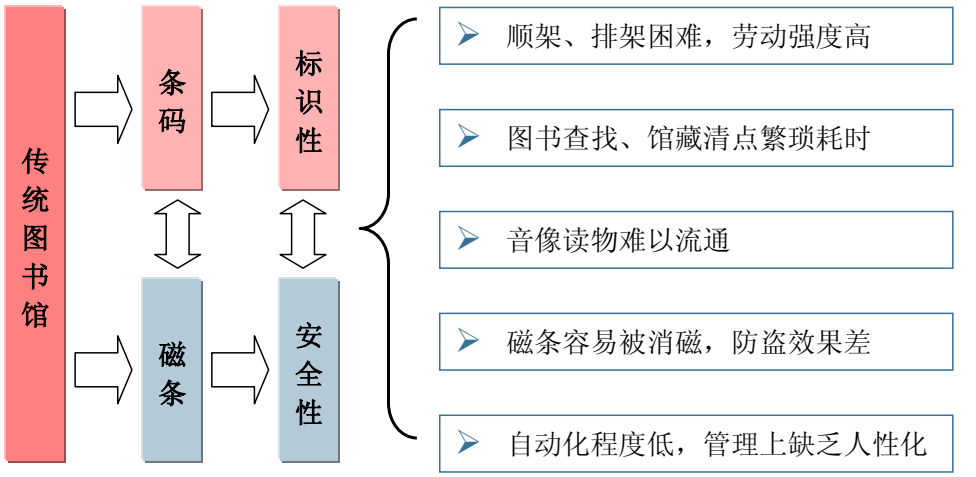
3）RFID 技术在图书馆行业的应用

传统图书馆在正常运营中面对大量书籍、读者信息以及两者间关联产生的借书信息、还书信息，而工作效率低、出错率高等诸多问题大大影响了图书馆的正常管理工作。传统图书馆管理系统存在的主要问题见以下图示。通过采用先进的 RFID（无线射频卡）技术和设备，可以有效地提高图书管理的效率、简化图书管理的流程、降低图书管理人员的劳动强度。另外，伴随着数字资源的大量涌现和数字图书馆的迅速推进，图书馆越来越重视数字资源的收集和保存，存储产品不再是附属于服务器的辅助设备，RFID 将成为数字图书馆的一部分。 超

高频（UHF）RFID 技术相对条码所具备的优势主要有：UHF 标签更小巧，隐藏性强，更具有防盗功能；实施成本低，超高频（UHF）标签的成本比高频（HF）标签低，随着 EPC G2 标签的大量采用，超高频（UHF）芯片价格下降的趋势将更加明显；超高频（UHF）读写器具有更高的读取速度，通过 RFID 自助借还系统能显著提高图书馆的服务效率，可实现人性化服务，有效降低馆员繁重的体力劳动，将时间投入到更为重要的工作上；在图书盘点环节中，全馆动员，极为费时费力，而利用 RFID 技术将极大减少工作量，节省大量的人力物力。所以，对处于高速信息化进程中的现代社会，图书馆使用 RFID 技术代替条码及磁条将是一种必然趋势。

2010 年公司在图书/档案管理市场方面方面销售业绩增长迅速，针对图书馆行业的情况适时的推出了价格促销活动并取得了较好的效果。

图 7：传统图书馆管理系统的主要问题



资料来源：可行性分析报告　中信建投证券研究发展部

4） RFID 技术在防伪领域的应用

全世界每年受伪冒产品影响的市场达到 3000 亿美元，是世界贸易总额的 10%。一些特殊产品的仿劣品，如飞机的零部件、药品，直接威胁着人们的生命安全。RFID 防伪标签可以写入生产商独有的加密编码，并容易集成进各种商品里，起到防伪的效果。RFID 防伪技术已经应用到美国药品生产和流通环节、瑞士钟表防伪等广泛领域。

公司逐步参股的成都普什已经在酒防伪上走在了市场的前列。酒防伪市场空间巨大，单就成都普什客户五粮液来说，去年实施 RFID 酒防伪的在一千万瓶左右，相对于其一年将近两亿瓶的销量来讲渗透率还很低。RFID 防伪可以应用于各种品牌的酒，以及应用于其他高端消费品的应用。

5）RFID 的国际化应用

远望谷 RFID 的国际化应用主要指为国际零售和物流业提供 RFID 技术，而全球零售/物流业是未来物联网和 RFID 应用价值最大的市场之一 。RFID 在零售当中的使用能避免订货和货物发送的重复操作和遗漏，大大降低运营成本。据统计，沃尔玛在其美国和世界各地的零售商场和配送中心普遍采用 RFID 标签技术以后，货物短缺和货架上的产品脱销发生率降低 16%，从而也大幅度提高客户服务满意率。目前公司是沃尔玛全球六大 RFID 产品核心供应商，国际化应用市场的拓展，让公司具有更大的发展空间。

五、公司财务分析

1、收入和利润保持快速增长

公司从成立以来，营业收入每年保持快速增长，十年间年复合增长率接近 40%。依托在铁路领域和其他部分非铁路领域的快速发展，远望谷确立了在 RFID 产业乃至物联网产业当中领先的市场地位。而在净利润方面，十年间的年复合增长率略低于收入增长率，为 36.3%。这主要是因为 08 年和 09 年受宏观经济下滑的影响，以及因天津子公司畜牧业二维码业务导致的毛利率下滑，致使这两年公司净利润表现一般。不过从去年开始，公司净利润增速重新出现较快增长。

图 8：公司主营业务情况

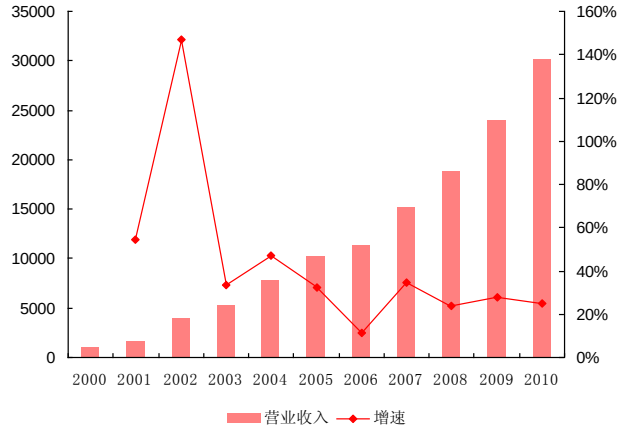
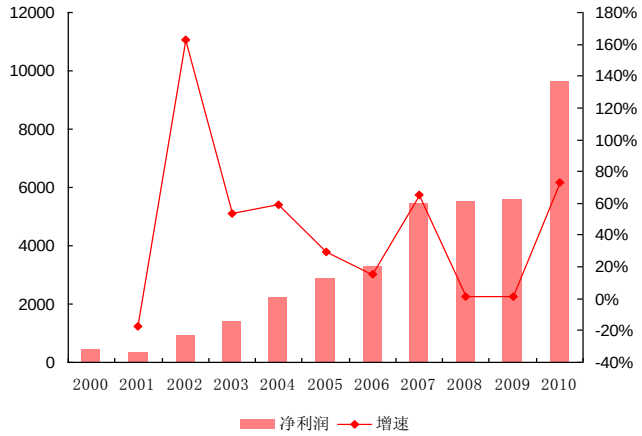


图 9：公司净利润情况



资料来源：wind　中信建投证券研究发展部

2、公司的收入结构和利润率

公司的主业集中在 RFID 产业链上，具体可以划分为 RFID 电子标签、读写装置、相关软件和备品备件及其他。就最新一期的数据统计来看，公司在 RFID 读写装置方面的收入比重最大，超过 50%；其次是电子标签和软件。在公司的主要产品中，软件产品的营业利润率最高，达到 77.96%；其次为读写装置，为 60.89%；电子标签的营业利润率为 49.56%。

图 10：公司分产品收入结构（万元）

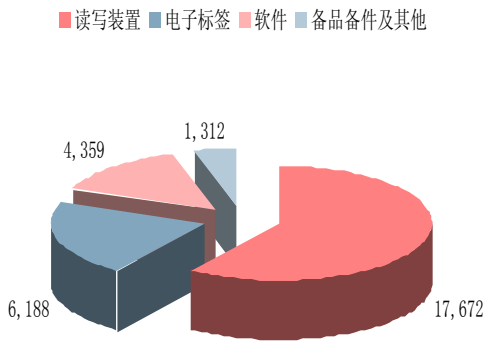
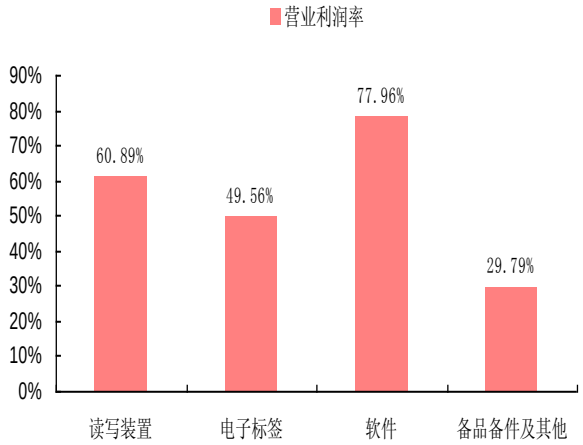


图 11：公司各产品的营业利润率



资料来源：公司 2010 年报　中信建投研究发展部

3、期间费用率逐年降低

通过合理的内控机制和强化管理，公司最近三年期间费用呈现出逐年下降趋势，这也为公司盈利能力的进一步增强奠定了基础。2010 年年底三项费用率为 22.99%，相比于 2008 年降低了 4.25 个百分点。虽然今年一季度期间费用率要高于去年年底，但这与公司大部分收入下半年确认有关，我们预计今年三项费用率还将会减少。

表 5：公司的三项费用率

	2008	2009	2010	2010Q1	2011Q1
三项费用率	27.24	26.88	22.99	67.25	30.15
销售费用占比	8.44	7.82	6.21	18.49	8.24
管理费用占比	19.70	18.76	15.80	47.96	20.34
财务费用占比	(0.90)	0.29	0.98	0.80	1.56

资料来源：wind　中信建投证券研究发展部

六、公司的发展前景

1、新募投项目进一步奠定公司行业地位

公司在六月份在资本市场进行了一轮增发融资。共募集 66,840 万元。计划投入到 2 个铁路 RFID 项目、1 个 RFID 芯片设计及生产项目、1 个 RFID 手持读写项目、和 1 个自助图书馆项目。具体情况如下表所示。公司在两个铁路项目的新投入表明在铁路领域，凭借业已建立起来的技术储备和品牌优势，公司引导客户需求的趋势正在逐步体现。此外，对于三个非铁项目的投资，特别是芯片和手持设备的研发，则是公司准确把握行业发展趋势，抢占行业利润制高点所做的战略部署。根据公司业务发展情况，我们预计今年铁路智能跟踪装置以及自助图书馆项目就会产生收益。

表 6：募集资金投资项目 **单位：万元**

项目名称	投资总额	自有资金已投入金额	以债权方式筹集铺底流动资金数额	拟投入募集资金数额
铁路车号智能跟踪装置	11,900.00	457.46	1,200.00	10,242.54
基于 RFID 的铁路车辆零部件管理系统	13,200.00	572.93	1,500.00	11,127.07
基于物联网应用的芯片设计及产业化	28,700.00	942.5	4,000.00	23,757.50
RFID 手持机产品开发与应用	15,700.00	282.12	1,400.00	14,017.88
自助图书馆研发及产业化	9,700.00	104.39	1,900.00	7,695.61
合计	79,200.00	2,359.40	10,000.00	66,840.60

资料来源：可行性分析报告 中信建投证券研究发展部

2、产业整合拓宽公司行业应用边界

公司在 6 月和 7 月份，相继投资或增资北京导航者、广州德生、上海真灼、河南思维和成都普什，以增强在铁路运输、酒类防伪、智能交通、智能 IC 卡、智慧景区和智慧场馆等领域的研发实力和市场份额。这些投资并购正是在物联网获得政府大力支持，相关产业处于快速发展的背景下进行的。这些投资将会为远望谷拓宽行业应用边界，做大做强自身产业具有重要意义。当然，我们认为除了获得业务和技术方面的协同效应外，如果像广州德生等公司如能成功上市，还可能会获得财务方面的投资收益。

表 7：公司近期投资并购情况

	主营业务	公司持股比例	去年收入（万元）	去年净利润（万元）	出资金额	投资静态PE	投资意义
上海真灼	高频和有源 RFID 产品	51%	1,016.27	390.46	1,000.00	5.00	产品延伸：从无源 RFID 向有源 RFID 延伸
广州德生	IC 卡、IC 卡读写机具及智能系统，	20%	15,375.38	2,509.39	4,500.00	9.00	公司准备上市，将具有不错的投资收益
北京导航者	为高速公路和城市交通提供智能交通产品	80%	2,625.04	284.34	1,259.42	5.50	物联网重要应用领域是车联网
郑州思维	铁路运输安全保障技术研究开发与生产	20%	19,094.39	7,979.48	11,198.60	7.00	在铁路业务方面具有很强的协调效应

资料来源：中信建投证券研究发展部

3、未来几年公司行业应用进一步做深做广

目前，公司主要产品应用于铁路和部分其他行业应用中，且更多的属于简单闭环应用当中。这也是跟当前物联网发展处于初级阶段相关联的。不过随着人们对于物联网更深入的理解，以及行业需求的进一步增加，物联网从闭环向开环，从少数行业向多数行业应用成为必然。在此背景下，作为物联网领先企业，随着公司技术的进步以及新募投项目的逐步实施，未来几年内远望谷会进一步做深既有业务，做广新增业务。

图 12：公司今后几年业务发展情况

资料来源：中信建投证券研究发展部

七、估值与盈利预测

1、盈利预测

我们根据物联网以及 RFID 的发展前景和公司的竞争地位预测公司各项业务的未来收入：

读写装置：公司 2010 年在读写装置上实现收入 1.77 亿元，同比增长 12.86%，我们预计公司读写装置业务在 2011 年、2012 年、2013 年收入增长率分别为 90%，50%、50%。

电子标签：公司 2010 年在电子标签上实现收入 6188 万元，同比增长 181.01%，我们预测今后三年的收入增长率分别为 190%、100%、100%。

软件：公司 2010 年在软件上实现收入 4359 万元，同比增长 12.76%，我们预测今后三年的收入增长率分别为 50%、50%、40%。

这样我们预测公司未来三年各项业务的收入如下：

表 8：未来三年公司各项业务收入情况（百万元）

分产品	2010	2011E	2012E	2013E
读写装置	176.72	335.77	503.65	755.48
增速	12.86%	90.00%	50.00%	50.00%
营业成本	69.12	127.59	191.39	287.08
毛利率	60.89%	62.00%	62.00%	62.00%
电子标签	61.88	179.46	358.91	717.82
增速	181.01%	190.00%	100.00%	100.00%
营业成本	31.21	87.93	172.28	337.38
毛利率	49.56%	51.00%	52.00%	53.00%
软件	43.59	65.39	98.08	137.31
增速	12.76%	50.00%	50.00%	40.00%
营业成本	9.61	13.08	19.62	27.46
毛利率	77.96%	80.00%	80.00%	80.00%
备品备件及其他	13.12	14.43	15.87	17.46
增速	-35.41%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本	9.21	10.82	11.91	13.10
毛利率	29.79%	25.00%	25.00%	25.00%
营业收入合计	295.31	595.04	976.52	1,628.08
营业成本合计	119.15	239.43	395.19	665.02

公司的每股收益预测是：

表 9：公司每股收益预测（元）

2010	0.38
2011	0.54
2012	0.86
2013	1.37

2、估值分析

1）DCF 估值

表 10：估值假设

假设	数值
过渡期年数	8
过渡期增长率	8.00%
永续增长率 g	2.50%
贝塔值（β ）	1.13
无风险利率 Rf（%）	4.50%
市场的预期收益率 Rm（%）	10.00%
有效税率 Tx（%）	10.00%
应付债券利率	0.00%

债务资本成本 Kd	0.00%
债务资本比重 Wd	6.56%
股权资本成本 Ke	10.44%
加权平均资本成本 WACC	9.75%
贴现系数(Ke)	0.91
贴现系数(WACC)	0.91

表 11：敏感性分析

	长期增长率								
WACC	1.71%	1.88%	2.07%	2.27%	2.50%	2.75%	3.03%	3.33%	3.66%
6.06%	42.66	43.93	45.44	47.26	49.51	52.32	55.91	60.66	67.18
6.66%	37.65	38.58	39.69	41.02	42.62	44.59	47.06	50.22	54.38
7.33%	33.37	34.07	34.89	35.87	37.02	38.43	40.15	42.31	45.07
8.06%	29.71	30.23	30.84	31.56	32.41	33.42	34.64	36.14	38.02
8.87%	26.55	26.94	27.40	27.93	28.55	29.28	30.16	31.22	32.53
9.75%	23.80	24.10	24.44	24.83	**25.29**	25.83	26.46	27.22	28.14
10.73%	21.41	21.63	21.89	22.18	22.52	22.92	23.38	23.93	24.58
11.80%	19.32	19.49	19.68	19.90	20.15	20.44	20.78	21.17	21.64
12.98%	17.49	17.61	17.75	17.92	18.10	18.32	18.57	18.85	19.19
14.28%	15.87	15.97	16.07	16.19	16.33	16.49	16.67	16.88	17.13
15.71%	14.45	14.52	14.60	14.69	14.79	14.91	15.04	15.19	15.37

我们通过现金流折现模型分析得出公司的估值区间在 22.92 元——27.93 元

2）相对估值

我们选取同远望谷务类似的基于物联网应用的公司进行比较，这些公司包括厦门信达、东信和平、达华智能、中瑞思创和恒宝股份。这些公司的股价和市盈率情况如下表：

表 12：可比公司每股收益预测及估值

		股价（7.29）	10 年 EPS	11 年 EPS	12 年 EPS	10 年 PE	11 年 PE	12 年 PE
000701.SZ	厦门信达	10.03	0.23	0.28	0.35	43.61	35.82	28.66
002017.SZ	东信和平	17.69	0.15	0.29	0.4	117.93	61.00	44.23
002512.SZ	达华智能	15.55	0.22	0.29	0.4	70.68	53.62	38.88
300078.SZ	中瑞思创	21.21	0.51	0.71	0.94	41.59	29.87	22.56
002104.SZ	恒宝股份	11.98	0.24	0.39	0.52	49.92	30.72	23.04
平均值						64.75	42.21	31.47

我们发现这些公司 2011 年的平均市盈率是 42 倍，鉴于远望谷近几年的快速增长以及其在物联网产业领域中的地位，我们认为公司可以有一定程度的溢价，其市盈率定位在 11 年 45-50 倍之间的市盈率比较合适。合理估值为 25 元。

此外，如果用 PEG 来估值的话，我们预期 2011-2013 年 EPS 分别为 0.54/0.86/1.37 元，即未来三年 CAGR57.3%，由于远望谷历史 PEG 在 1 左右，对应价格 P=1*57.3*0.54=30.9 元

合理估值区间：通过以上绝对估值和相对估值分析，我们认为远望谷的合理估值区间为 26.5—27.5 元左右。

八、风险分析

1、政策风险

公司所处行业是国家重点鼓励发展的信息技术行业，深圳市产业导向目录也把“射频识别技术及设备”列入“鼓励发展类/高新技术产业”。虽然政府的产业政策为公司提供了良好的政策环境和广阔的市场前景，有利于公司快速、健康成长；但由于国内 RFID 技术标准尚未出台，从而影响了 RFID 行业应用标准的制定，可能会进而影响本次非公开发行募集资金投入项目的应用推广。

2、市场竞争加剧风险

虽然本次募集资金投资项目经过了充分、审慎的可行性分析并经过专家严密论证，但是物联网行业作为国家重点支持的战略新性产业，其发展前景必将吸引新的社会资金的涌入。因此，基于物联网应用的 RFID 行业将在政策的推动下加快产业化进程，可以预见的是，公司所处行业将处于竞争程度加剧的趋势。在这些行业周期性因素影响，若募集资金不能及时到位、项目延期实施、市场大环境发生变化、行业竞争程度超过预期或项目建设过程管理不善导致不能如期实施，募集资金投资项目的预期效益存在一定风险。

3、技术风险

公司经过多年的技术积累，在超高频（UHF）频段开发出了拥有完全自主知识产权的 RFID 电子标签与读写器产品，并有多项产品和技术处于研发阶段，公司在技术研发方面的多年积累构成了公司主营产品的核心竞争力。但 RFID 技术是一项国际热门、快速发展的新技术，涉及到多技术、多学科的综合，当前的技术领先并不代表今后的继续领先，当前的先进也并不代表今后的先进。如果公司不能持续加强技术研发、紧密跟踪行业先进技术发展趋势，则也可能面临技术落后、产品淘汰的风险。

分析师介绍

吕江峰：中央财经大学金融学硕士，计算机行业分析师，四年从业经验。2010 年度“水晶球”入围奖。希望在错综复杂的行业背景下把握主要公司发展走势，以自下而上和自上而下相结合选取具有价值的投资标的。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理
彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn
北京地区销售经理
张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn
张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn
陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn
上海地区销售经理
杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn
朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn
戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn
姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn
深圳地区销售经理
赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn
任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn
张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn
周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn
段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn
保险销售经理
韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn
付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn
私募销售经理
钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

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

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 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，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。

股市有风险，入市需谨慎。