

買入

2007年10月28日

中國 EIP 市場隱形冠軍

- ▶ **EIP 行業標準的主要制定者，競爭優勢明顯：**研祥作為唯一的製造企業主力參與了國家 EIP 行業標準的制定，同時作為 EIP 市場的領頭羊，擁有在技術、品牌和服務上的競爭優勢。公司在市場份額和銷售增長上都保持行業領先的地位，2006年研祥收入增長為 15.5%，行業平均增長為 11.8%。
- ▶ **發展前景看好：**預計在 2011 年傳統行業（電力、交通等）的市場容量將達到 38 億元（占整個 EIP 市場 44%），政府在產品選購上對本土企業的扶持，我們預計公司在傳統行業上的銷售會有 70% 的增長；目前中國市場僅占全球的 1%，海外市場廣闊，在國內排名落後於研祥的台商企業在海外的銷售已經數倍於在國內的銷售，研祥產品進入國際市場沒有技術障礙，預計研祥在海外市場每年將會超過 66% 的增長；已經建好的研祥大廈部分辦公面積出租，預計在 08 年後將每年為公司帶來 1200 萬元以上的淨利潤，同時準備購買無錫服務外包高科技基地，將為公司創造飛躍性成長的機會。
- ▶ **未來幾年將是公司的快速增長年：**2007 年上半年銷售收入較去年同期增加 24%，盈利同比增加 23%，每股基本盈利同比增長 24%。預計全年銷售收入將會有 30% 的增長。未來幾年將是研祥的快速發展年，我們預計公司 08 年收入和利潤將分別有 32% 和 44% 的增長。
- ▶ **目標價調升至 2.93 港元，買入評級：**我們根據更新的盈利預測調整了目標價，新目標價分別相當於公司 2008 年和 2007 年每股盈利的 25 倍和 36 倍 PE，與現價相比有 48% 的上升空間，我們將投資評級由持有上調至買入。

第一上海研究部

86755-33331811

主要資料

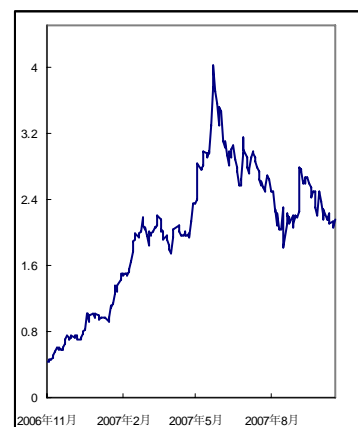
行業	資訊科技
股價	1.98 港元
目標價	2.93 港元 (+48%)
股票代碼	8285
已發行股本	12.33 億股
市值	24.41 億港元
52 周高/低	0.43-4.1 港元
每股淨資產	人民幣 0.33 元
主要股東	陳志列 (68.17%)

★ EIP 是 Embedded Intelligent Platform 的英文縮寫，即嵌入式智能平臺

★ 1 港元=0.968 元人民幣

表 1：盈利摘要

截止12月31日財政年度	2005实际	2006实际	2007预测	2008预测	2009预测
收入 (百万人民币)	233	279	366	494	650
变动 (%)	0%	19%	31%	35%	32%
净利润 (百万人民币)	45	82	100	143	191
每股摊薄收益 (人民币元)	0.04	0.07	0.08	0.12	0.15
变动 (%)	3%	82%	22%	44%	33%
<u>市盈率@1.98港元 (倍)</u>	52.5	28.8	23.7	16.5	12.4
每股派息 (人民币)	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02
息率 (%)	0%	0%	1%	1%	1%



EIP 行業標準的主要制定者，競爭優勢明顯

EIP 行業標準主要制定者 2006年12月21日，全國資訊技術標準化技術委員會在深圳市正式舉行 GB/T9813.3《微型電腦通用規範第3部分：工業應用電腦》國家標準研討會，研祥作為這一標準的起草單位主辦了本次會議。研祥依據自身多年以來在中國工業控制電腦產品研發領域所積累的豐富經驗，成為了本次國家標準起草的主導力量。研祥主要針對工業應用電腦在生產銷售過程中的基本技術要求、試驗方法、產品檢驗規則等各方面的標準化作出了詳盡的提案，會議最終一致審議通過了研祥提出的標準化實施草案。

目前 EIP 標準尚在審批過程中，據行業人士預計明年有望出臺 EIP 標準。如果 EIP 的標準確定下來，不但確立了研祥作為國內 EIP 行業技術領導者地位，而且對於今後研祥尤其是在大型招投標、產品選型都有特別大的意義，將直接促進產品銷售快速增長。

中國 EIP 市場領頭羊

在中國 EIP 市場環境中，Intel、Motorola、研祥、研華（臺灣廠商）佔據了市場的主導地位。由於 Intel 主要生產晶片，Motorola 產品只涉及通信領域，他們生產的實際上是 EIP 行業的上游產品和局部應用產品，並不能反映 EIP 產品廣泛的行業應用，因此研祥是 EIP 行業真正的領頭羊。

研祥作為中國工業控制電腦專業委員會、全國工業 PC 聯合開發委員會、中國儀器儀錶學會的團體會員，在國內同行業中首家通過 ISO-9001：2000 國際品質體系認證，保證了“EVOC”嵌入式智慧平臺產品系列的卓越品質。同時研祥公司還獲得了“2006年自動化領域最具影響力十大民族品牌”和“2006年度最具競爭力創新產品獎”以及研祥董事局主席陳志列先生被選為“2006年度人物”等三項榮譽。

早在 2005 年，研祥與 Intel（中國）有限公司開始了正式的合作。雙方簽訂了《英代爾—研祥智慧嵌入式應用解決方案及產品和市場聯合開發一攬子協議》，建立聯合實驗室——“Intel-研祥嵌入式技術應用研發中心”，聯合將晶片改造成為適合某些行業，例如合作開發的駕駛員的 GPS 導航、大巴車車載廣告平臺，警車上安裝嵌入式平臺，使警車能在高速行駛中實現對車輛的動態超速檢測等等，雙方的這些合作為研祥嵌入式產品的研發提供了最先進的技術支援。

從 2006 年中國 EIP 市場領導廠商市場銷售收入及份額中，可以清楚地看到，研祥以 2.8 億的銷售收入和 15.5% 的增長，保持著行業領頭地位。

表 2：2006 年中國 EIP 市場領導廠商市場銷售收入及份額

企业名称	2006 年市场销售额（亿元）	增长率%
Intel	12.2	13.5
Motorola	7.65	12.4
研祥	2.8	15.5
研华	2.71	10.6
控创	2.4	17.2
凌华	1.96	18.5
锐得世系统	1.74	13.5
研杨	1.25	15.1
Arbor	0.71	9.1
其他	11.08	10.6
总计	44.5	12.9

資料來源：CCID

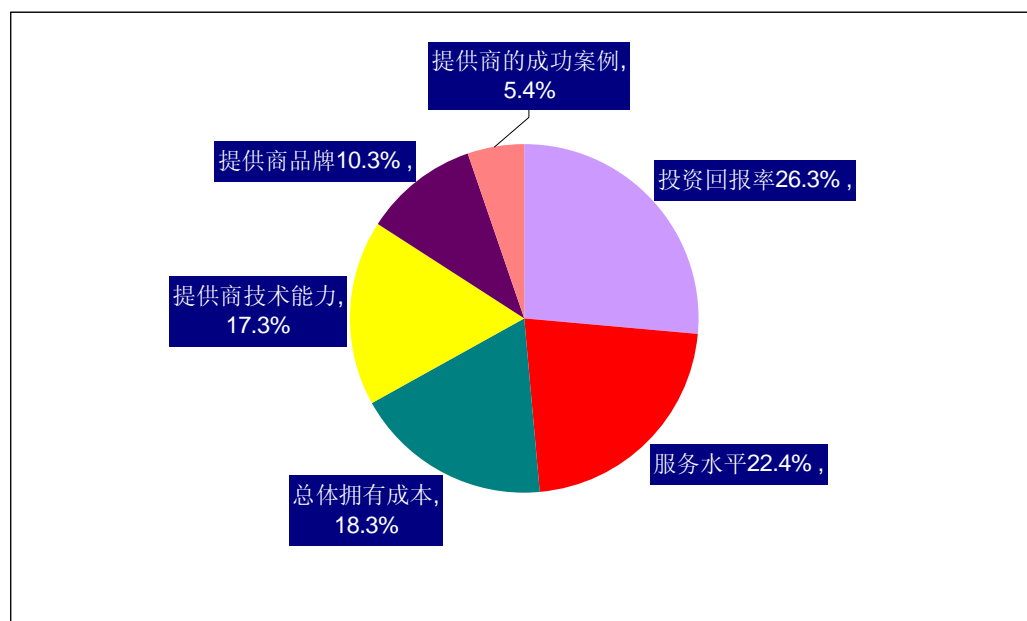
與國內和外資廠商相比，研祥競爭優勢明顯

與國內廠商相比，研祥在技術、品牌上無疑佔據了優勢，在市場份額、市場地位和盈利上都佔據了領先地位。

與外資廠商（主要是台商）相比，研祥最大的優勢體現在服務領先。

首先，這是由 EIP 行業的特點決定。EIP 產品幾乎在所有國民經濟行業都有市場，需求很旺；但同時也帶來一個難題，工控機都屬於非標準產品，不同行業，同一行業的不同企業客戶，需求都很個性化，售前、售中、售後服務需求也很個性化，這導致了服務難度大。廠商的服務水準成爲了直接影響客戶採購的重要因素。

圖 1：中國主要行業和中小企業用戶資訊化採購影響因素分佈



資料來源：CCID

其次，研祥一直採取直銷爲主的銷售模式。目前研祥有 400 多名銷售和市場推廣員工，在全國大中城市都分別設立了子公司和辦事機構，構建了覆蓋全國的直銷和服務網點，從而達到最大限度降低成本和提高服務效率的目的。

最後，國際品牌的銷售模式大多是代理商模式，相比之下，研祥直銷爲主的模式具有明顯的本土化優勢，例如在產品的調試、更新換代以及系統升級等方面能夠及時滿足客戶需求，對客戶需求的把握可能更準確，服務更到位。

我們以市場排名第二的臺灣廠商研華作爲外資廠商代表進行比較，根據賽迪顧問的市場調查結果，可以看出研祥尤其在服務上具有的比較優勢。

表 3：研祥和研華競爭策略比較

	研祥	研華
市場定位	中高端	中高端
生產、成本與定價	自主研发、生產，成本低，中等價位	自產與外包並存，成本高，價格高
營銷	加大市場宣傳力度	大力宣傳eplatform概念
渠道	直銷爲主，兼有經銷商，準備拓展國際市場	分銷爲主
服務	全國聯保，服務好，積極提供定制化服務	較好

資料來源：CCID

發展前景看好

電力、交通、煙草等傳統行業市場帶來的巨大商機

傳統行業市場潛力巨大

20世紀80年代至90年代中期，工控機領域是美國和臺灣產品的天下。今天由於時代的發展，資訊化建設的需要，在傳統的行業，例如鐵路、電力、交通、煙草等行業，他們的EIP產品已經到了更新換代的階段。同時由於EIP自身特點一旦進入各行業的市場，會具有較長的生命週期，加上傳統行業一般是大單採購，將為行業領頭羊研祥帶來巨大的商機。

據賽迪顧問預測，2011年，傳統行業包括電力、交通、能源、醫療、製造行業的市場容量將占到行業總體的45%（約38億元人民幣），而且增速快過行業平均：2007~2011年傳統行業平均複合增長率達到了15%，整個行業平均為14%。

表4：2007—2011年中國EIP平行市場銷售預測

平行市場	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	07—11 CAGR
電力	5.8	6.7	7.7	8.5	9.4	13.00%
電信	8.1	9.6	11.4	13.3	14.9	17.00%
博彩	4.4	5.2	6.1	7.3	8.7	18.60%
交通	4.4	4.9	5.4	6	6.9	12.70%
網絡	3.6	4	4.3	4.7	5.2	10.30%
能源	3.7	4.2	4.7	5.3	6.2	14.10%
醫療	1.4	1.7	2.1	2.4	2.9	19.50%
金融	4.5	5	5.7	6.3	6.6	10.50%
證券	1.2	1.3	1.5	1.7	1.9	11.60%
政府	1.5	1.8	2.1	2.5	2.8	17.30%
製造	7.1	8.1	9.1	10.6	13.1	16.50%
教育	2.0	2.4	2.6	2.9	3.2	13.00%
傳統行業	22.4	25.6	29.0	32.8	38.5	15.16%
总计	51.2	58.4	66.3	75	85.6	14.00%

注：顏色標記的為傳統行業。

資料來源：CCID

政府在傳統行業的EIP產品採購上對國內廠商的扶持

對於這些傳統的行業，政府出於國家安全的考慮，傾向於選擇國內自己生產的EIP產品，不希望外資產品過大的介入。這給國內EIP廠商帶來了十分有利的機遇，對於國內領頭羊的研祥，將是擴大市場份額極好的機會。據研祥管理層透露，今年研祥已經在鐵路和煙草行業取得突破性的進展，獲得了千萬元級別的產品合同。

三維銷售模式

研祥以前的產品更多的銷售在新興行業，例如通信、網路、博彩業、銀行等，現在傳統行業的市場為研祥提供了很好的機遇。因此研祥有針對性的改變了以往單一的區域型銷售模式，轉變為現在的三維銷售模式：區域、行業、產品相結合。也就是說除了固定的區域銷售人員以外，還會按照行業和產品的特點，為此研祥專門成立了6個產品事業部，把相關的技術人員加入到銷售隊伍中，加大銷售力度。這些懂技術的銷售人員，一方面會把客戶和市場的動向，回饋給公司的研究院，另一方面能夠更好地把握客戶的需求，並通過公司產品技術的發展，提出相適應的技術解決方案，引導客戶購買合適的產品。

研祥產品在煙草行業的突破

在全國煙草行業捲煙生產經營決策管理系統設備採購選型專案中，研祥成功入圍“打碼到條及訂單採集系統硬體設備採購選型專案”的一期工程。本期參與採購的國家煙草專賣局機關及直屬專業公司所在的全國16個省份中，有13個省市的煙草生產經營單位採用了研祥公司提供的產品，研祥嵌入式產品占了八成以上。

海外市場的拓展

從 2006 年全球 EIP 行業分佈來看，中國僅佔了 1%；在國內尾隨其後的研華在海外的銷售額已經是國內銷售額 10 倍（具體內容詳見第一上海 2007 年 4 月 17 日的研祥研究報告）。同時，由於 EIP 行業具有統一的國際標準，對於研祥進入國際市場並沒有技術障礙。管理層有信心的介紹：“在理論上說，在中國有能力做 1 個億的業務，那麼在國際上就應該有能力做 6.6 億的業務。”

研祥的計畫是，走國際化堅持自主品牌，要外派人員，發展代理商。公司今年專門成立了 20 多人的外銷部門隊伍，對海外的市場進行調研、分析，積極的參加海外的產品展覽會，提高海外市場對研祥產品的認知度。

公司目前在海外銷售已經超過了 500 萬元，預計今年的銷售額將提升到 1000 萬元左右，海外銷售的份額將有望從去年 3% 的提升至 5%。公司計畫在未來的幾年將持續加大力度提升海外市場的銷售規模。

發展地產物業

無錫江南大世界服務外包科技基地

研祥準備以 7.18 億元人民幣 51% 控股無錫市江南大世界投資發展有限公司（公司將在 11 月份股東代表大會決定該投資決議）。江南大世界唯一的業務就是擁有無錫市錫滬路南側、坊通路西側的一幅約 52 萬平方米土地 40 年使用權，從 2004 年開始，供商業及市場用途。

公司預期把該土地發展為服務外包科技基地，將為高科技研發、製造及軟體外包提供地方及設施。該項目包括辦公室、酒店、公寓、餐廳及零售店鋪，總建築樓面面積約為 72.6 萬平方米。目前美國評值有限公司對該土地 40 年使用權估值 9.14 億元人民幣。

研祥大廈和天安數碼城部分物業出租

公司已經計畫把研祥大廈共 1.5 萬平方米樓層面積的辦公區域用來出租，目前已經出租部分樓層面積，加上原有辦公地址天安數碼城的出租收入，預計從 08 年開始每年可能為公司帶來 1200 萬元以上的淨利潤。

表 4：研祥大廈和天安數碼城物業地產 NAV 值

¥'000	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014年 及以后
天安數碼城								
可供出租面積	1,151	1,151	1,151	1,151	1,151	1,151	1,151	.....
出租率	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	.....
實際出租面積	1,036	1,036	1,036	1,036	1,036	1,036	1,036	.....
單平方米租金/月	139	150	162	175	189	193	197	.....
增長率		8%	8%	8%	8%	2%	2%	.....
應收租金	1,920	2,074	2,239	2,419	2,612	2,664	2,718	.....
實租月份	12	12	12	12	12	12	12	.....
實際租金收入	1,555	1,680	1,814	1,959	2,116	2,158	2,201	.....
研祥大廈								
可供出租面積	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	.....
出租率	30%	70%	80%	80%	80%	90%	90%	.....
實際出租面積	4,500	10,500	12,000	12,000	12,000	13,500	13,500	.....
單平方米租金/月	100	108	117	126	136	139	142	.....
增長率		8%	8%	8%	8%	2%	2%	.....
應收租金	18,000	19,440	20,995	22,675	24,489	24,979	25,478	.....
實租月份	6	12	12	12	12	12	12	.....
實際租金收入	2,700	13,608	16,796	18,140	19,591	22,481	22,930	.....
总计								
實際租金收入總額	4,255	15,288	18,610	20,099	21,707	24,639	25,132	.....
應收租金總額	19,920	21,514	23,235	25,093	27,101	27,643	28,196	.....
所得稅	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	.....
淨利潤	3,617	12,994	15,819	17,084	18,451	20,943	21,362	.....
收益率	21%	71%	80%	80%	80%	89%	89%	.....
增長率		259%	22%	8%	8%	14%	2%	.....
折現率	10%							
NAV (2008年)	442,257							

資料來源：CCID

未來幾年將是公司的快速增長年

07年上半年營業額和淨利潤分別增長24%和23%

研祥今年上半年銷售收入較去年同期增加24%至約人民幣1.55億元；當期盈利較去年同期增加約23%至約人民幣0.32億元；每股基本盈利較去年同期增加約24%至人民幣2.6分。其利潤的主要增長來自於EIP產品銷售的增長，該增長受益於公司對EIP市場的開拓和產品的創新，預計全年銷售收入將會有30%的增長。

表5：2007年中期業績評述

百萬元人民幣	07上半年	06上半年	變動%	備註
營業額	154.6	125.2	23.5	得益于EIP產品銷售收入的增长
銷售成本	(90.3)	(78.9)	14.4	
毛利	64.3	46.3	39.0	
其他收入	4.1	4	8.4	
銷售及分銷成本	(15.1)	(10.6)	42.4	
行政費用	(7.9)	(4.7)	65.8	
其它經營支出	11.7	6.6	77.3	
經營盈利	57.2	41.3	38.4	
財務費用	(0.0)	(0.1)	(23.2)	
除稅前盈利	34.0	28.0	21.2	
稅項	(1.9)	(2.1)	(7.5)	
当期盈利	32.1	26.0	23.4	加强了EIP产品中高端品牌的销售力度和实施了有效的成本控制
盈利能力(%)：				
毛利率	41.6	37.0	12.6	
經營利潤率	37.0	33.0	12.1	
淨利率	20.7	20.7	(0.0)	

資料來源：公司資訊，第一上海

2007上半年，研祥3類產品業務收入同步增長，增幅超過了22%。

表6：2007上半年各分部收入同比上年變幅

¥000'	06上半年	%	07上半年	%	增幅%
EIP板級產品	67,994	54.3	82,997	53.7	22.1
EIP殼級產品	54,023	43.2	67,713	43.8	25.3
遙距數據模組	3,180	2.5	3,898	2.5	22.6
合計	154,608	100	125,197	100	

資料來源：公司資訊，第一上海

傳統行業、新興行業、海外EIP產品市場加上地產物業的收入將全面增長

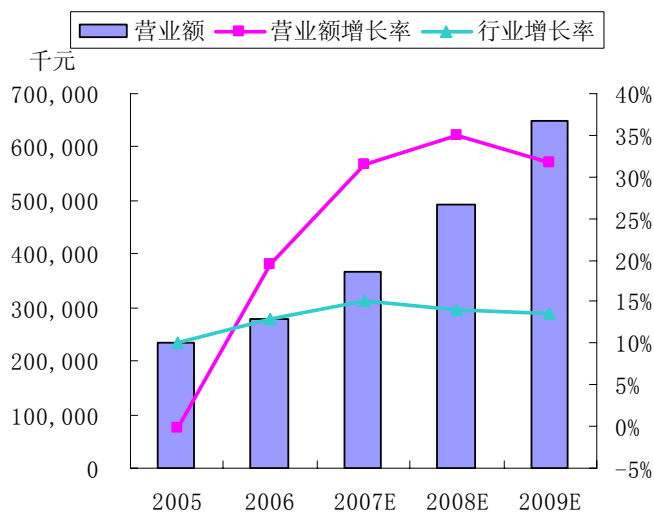
傳統行業EIP產品銷售，據管理層介紹，目前至少完成2個千萬級的大單，我們預計這塊業務全年會有70%的增長；新興行業的產品銷售，參照上半年的增長速度，預計全年有25%的增長。

今年公司在海外市場上加大力度，預計銷售額將由去年的3%提升至今年的5%。

研祥大廈已經開始對外出租，公司決定拿出1.5萬平方米辦公面積用來出租，天安數碼城每月10多萬元的固定收入，預計2008年租金收入將達到1500萬。

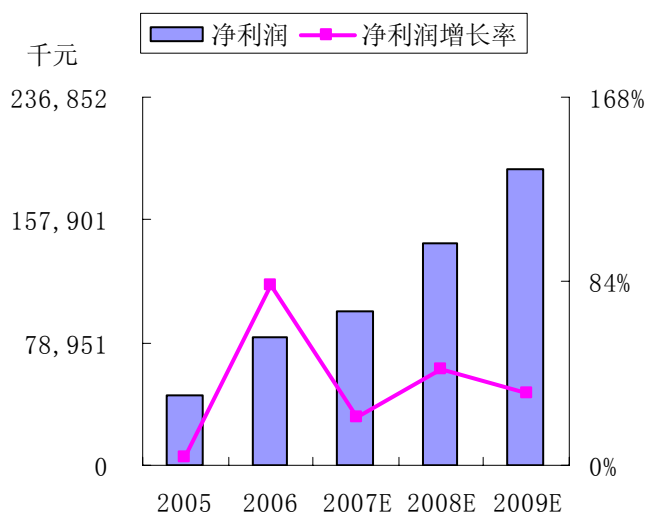
綜合起來，預計今年總體收入會有30%的增長，2008將略高於這一增長速度，以32%的速度增長。

圖 2：公司銷售額增長預測



資料來源：第一上海

圖 3：公司淨利潤增長預測



資料來源：第一上海

財務分析

我們提升了公司的盈利預測，由 07 年 4 月 17 日預測的 07 年 08 年分別 17.5% 和 20% 的增長，分別調整為 30% 和 32% 的增長，淨利潤率維持 06 年 30% 的水準。

隨著公司中高端產品銷售比例的上升，公司毛利率將會略有上升。同時銷售隊伍的擴大與內部管理和成本控制的能力提升相互抵消，整體盈利能力基本保持不變，預計 2007 年公司淨利率將可達到 27.2%，2008 年將為 29%，2009 年將為 29.3%。

考慮到公司未來因業務擴展的需要增多借款，流動比率會略為下降。同時預計未來公司產品在傳統行業銷售比例的增加，存貨周轉以及應收賬周轉指標保持不變。

表 7：主要財務資料

	2005 实际	2006 实际	2007 预测	2008 预测	2009 预测
盈利能力					
毛利率	38.7%	41.6%	43.3%	45.6%	45.6%
经营利润率	20.8%	30.9%	29.4%	31.7%	32.1%
净利率	19.3%	29.4%	27.2%	29.0%	29.3%
净资产回报率	15.4%	21.9%	20.2%	23.1%	24.1%
偿债能力					
流动比率	5.33	3.23	4.89	5.89	4.75
速动比率	4.66	2.85	4.23	5.10	4.17
资产效率					
存货周转天数	54	50	50	46	46
应收帐周转天数	65	68	78	86	86
应付帐周转天数	131	118	97	93	93
总资产周转率	0.68	0.58	0.66	0.70	0.69

資料來源：公司資訊，第一上海

目標價升至 2.93 港元，評級為買入

根據 IBES(Institutional Brokers' Estimate System)預測資料，08年臺灣和香港股市 PE 平均值分別是 13.3 和 21.8，因此兩地市場的 PE 存在 61%的折讓，從下表中我們可以看出 08年折讓後的行業平均 PE 值為 23。

公司目前的收入為 EIP 產品和地產物業兩塊。我們預計 07年和 08年 EIP 產品銷售分別有 30%和 32%的增長。EIP 產品收入我們按照 08年 20倍 PE 估值，加上該物業在 2008年 NAV 估值為 4.42 億元進行計算，得出公司新的 12個月目標價為 2.93 港元。新的目標價分別相當於公司 2008和 2007年 25倍和 36倍 PE。新的目標價與現價間有 49%的上升空間，因此我們對公司的評級調整為買入。

表 8：同行業 PE 值比較

公司	代碼	07年PE	08年PE
研華	2395.TW	13.7	12.2
凌華	6166.TW	12.2	N.A.
研揚	2463.TW	21.0	11.6
威達電	3022.TW	N.A.	18.5
折讓前平均		15.6	14.1
台灣/香港股市PE折讓		折讓值：13.3/21.8=61%	
折讓後平均		25.6	23.1

資料來源：彭博，IBES，第一上海

風險

來自台資廠商研華的價格競爭

相比台資廠商研華，整體來看，目前研祥與研華兩者產品品質相當，但研祥價格略低，因此研祥產品性價比較高。

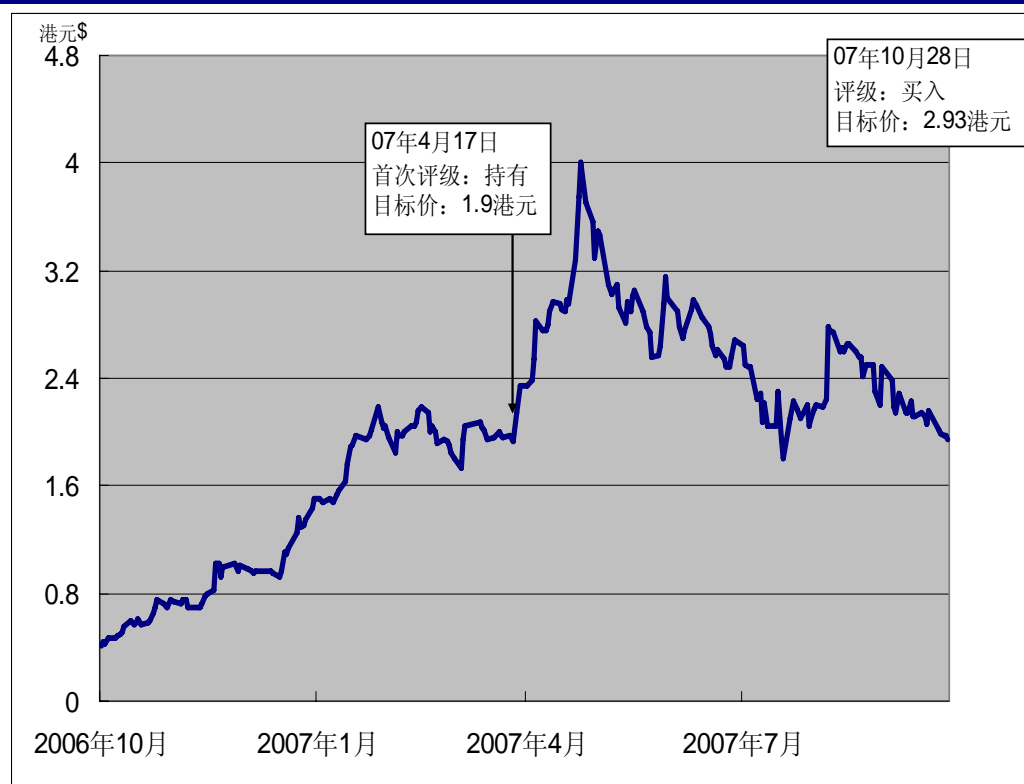
但如果研華出於競爭的考慮，採取降價策略，拉平雙方的價格差距，將可能在市場地位和盈利上對領先的研祥帶來影響。

傳統行業政府部門企業對 EIP 產品的採購週期

傳統行業的政府部門企業，一般在各個省市都有分支機構，業務覆蓋面廣，所以一般都會採取試點的方式；另外這些採購本身有較為複雜的程式，加上政府出於自身角度考慮的其他原因，都有可能導致較長的採購週期，這可能影響研祥銷售的快速增長。

附錄 1：歷史評級描述

圖 4：公司歷史評級



資料來源：彭博，第一上海

附錄 2：主要財務報表

損益表						財務分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>											
	2005年 实际	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测	2005年 实际	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测	
收入	233,445	278,643	366,196	494,087	650,283	盈利能力					
毛利	90,452	115,794	158,635	225,366	296,834	毛利率 (%)	38.7%	41.6%	43.3%	45.6%	45.6%
其他业务收入	14,840	23,378	24,079	24,781	25,524	EBITDA 利率 (%)	22.7%	32.6%	31.1%	32.2%	32.4%
销售及管理费用	(32,689)	(32,813)	(45,059)	(58,303)	(70,041)	净利率 (%)	19.3%	29.4%	27.2%	29.0%	29.3%
其他支出	(23,942)	(20,329)	(31,200)	(40,500)	(50,000)	营运表现					
营运收入	48,661	86,030	106,455	151,344	202,317	销售及管理费用/收入 (%)	-14.0%	-11.8%	-12.3%	-11.8%	-10.8%
财务开支	(138)	(18)	(1,725)	(750)	(1,475)	实际税率 (%)	-7.2%	-4.7%	-4.8%	-4.9%	-5.0%
税前盈利	48,523	86,012	104,730	150,594	200,842	股息支付率 (%)	25.9%	0.0%	0.0%	12.9%	9.7%
所得税	(3,502)	(4,039)	(5,027)	(7,379)	(10,042)	库存周转	54	50	50	46	46
少数股东权益		(3)				应付账款天数	131	118	97	93	93
净利润	45,021	81,976	99,703	143,215	190,800	应收账款天数	65	68	78	86	86
折旧及摊销	4,422	4,946	7,340	7,700	8,079	财务状况					
EBITDA	53,083	90,976	113,795	159,044	210,396	净负债/股本	0.18	0.28	0.15	0.13	0.18
增长						收入/总资产	0.68	0.58	0.64	0.71	0.70
总收入 (%)	< >	19.4%	31.4%	34.9%	31.6%	总资产/股本	1.18	1.28	1.15	1.13	1.18
EBITDA (%)	< >	71.4%	25.1%	39.8%	32.3%	盈利对利息倍数	385	5,054	66	212	143

资产负债表						现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2005年 实际	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测	2005年 实际	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测	
现金及现金等价物	201,307	239,447	261,532	306,792	450,680	EBITDA	53,083	90,976	113,795	159,044	210,396
应收账款	42,022	52,314	79,394	117,900	155,628	融资成本	138	18	1,725	750	1,475
存货	34,661	38,229	50,203	62,331	82,437	营运资金变化	(1,076)	(13,385)	(36,510)	(37,159)	(35,494)
总流动资产	277,990	329,990	391,130	487,023	688,745	所得税	(3,502)	(4,039)	(5,027)	(7,379)	(10,042)
固定资产	60,114	141,139	174,467	206,893	238,940	其他	(3,512)	(2,702)	(8,756)	(6,806)	(8,256)
其他固定资产	5,889	5,764	5,638	5,512	5,386	营运现金流	45,131	70,868	65,227	108,451	158,079
总资产	343,993	476,893	571,235	699,427	933,070	资本开支	(40,127)	(86,376)	(40,000)	(40,000)	(40,000)
应付账款	52,190	53,237	55,781	69,256	91,596	其他投资活动	(26,201)	(7,979)	5,306	5,306	5,306
短期银行贷款	0	49,000	20,000	10,000	49,000	投资活动现金流	(66,328)	(94,355)	(34,694)	(34,694)	(34,694)
总负债	52,190	102,237	75,781	79,256	140,596	负债变化	(2,000)	0	(29,000)	(10,000)	39,000
少数股东权益	120	997	120	120	120	股本变化	120	50,000	20,552	0	0
股东权益	291,683	373,659	495,334	620,051	792,354	股息	(11,678)	0	0	(18,497)	(18,497)
每股账面值	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	融资活动现金流	(13,558)	50,000	(8,448)	(28,497)	20,503
						现金变化	(34,755)	26,513	22,085	45,259	143,888
						期初持有现金	166,062	131,307	157,820	179,905	225,165
						期末持有现金	131,307	157,820	179,905	225,165	369,053

資料來源：公司公告，第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2007 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。