研祥智能（8285）

公司研究

買入

2008 年 5 月 27 日

強者恒強，2007 年業績超過預期

- **2007 年業績超過預期：**2007 年收入同比增長 116%，達 6.02 億元人民幣；每股盈利增長了 89%，達 0.125 元人民幣。公司的發展速度已經遠遠超過行業 14%的平均水準，超過我們預期，同時我們預計 08 年將實現收入 108%的增長。
- **中國第一、世界第五，凸顯“馬太效應”：**除了市場份額國內領先以外，公司還是行業國家標準制定的主要參與者，並擁有全亞洲最大的特種電腦研發中心，爲中國 EIP 製造商唯一成員加盟 INTEL ICA（嵌入式通訊聯盟），同時公司董事局主席陳志列獲得 2007 年 CCTV“中國經濟年度人物”和“年度創新人物獎”雙項獎。公司通過行業的積累優勢，將有更多的機會獲得得更大的成長，凸顯馬太效應。
- **預計未來幾年海外銷售將每年取得 100%增長：**根據 CCID 預測，2008 年全球市場將突破 60 億美元，海外市場佔據了行業的 90%市場份額。公司海外市場行銷網點已經從越南、老撾、馬來西亞的東南亞地區，拓展到了包括北美、拉丁美洲、東歐、西歐等廣大區域，在當地市場初步打響了知名度。公司 07 年海外市場收入占到公司總收入 10%，我們預計未來幾年海外銷售收入將成倍增長。
- **產業鏈延伸至提供一站式方案，將成爲新的收入增長點：**公司不僅提供特種電腦，還延伸至其他包括電源、UPS 等其他電腦附件，實現中小型客戶的一站式採購服務。我們預計這塊業務將跟隨 EIP 的銷售增長而大幅增長，08 年將帶來約 2.5 億元的銷售收入。
- **目標價調升至 3.26 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 2009 和 2008 年 11.7 倍和 15.6 倍 PE 。新的目標價與現價比較有 90.6%的上升空間，因此我們對公司的評級爲買入。

第一上海研究部

86755-33331811

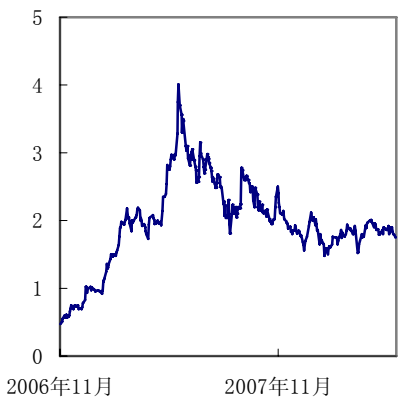
主要資料

行業	資訊科技
股價	1.71 港元
目標價	3.26 港元（+91.6%）
股票代碼	8285
已發行股本	12.33 億股
市值	21.085 億港元
52 周高/低	1.4-4.01 港元
每股淨資產	人民幣 0.4 元
主要股東	陳志列（68.17%）

★ EIP 是 Embeded Intelligent Platform 的英文縮寫，即嵌入式智能平臺
★ 1 港元=0.895 元人民幣

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	279	603	1,255	1,812	2,619
变动（%）	19%	116%	108%	44%	45%
净利润（百万人民币）	82	154	231	307	409
每股摊薄收益（人民币元）	0.07	0.13	0.19	0.25	0.33
变动（%）	82%	88%	50%	33%	33%
市盈率@1.71港元（倍	24.2	12.8	8.6	6.5	4.8
每股派息（人民币）	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
息率（%）	0%	1%	1%	1%	1%



07 年業績超過預期

07 年營業額和淨利潤分別增長 116%和 88%

研祥 07 年銷售收入較去年同期增加 116%至約人民幣 6.02 億元；當期盈利較去年同期增加約 88%至約人民幣 0.82 億元；每股盈利增長了 89%，達 0.125 元人民幣。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海外 EIP 市場的開拓和產品的創新，預計 08 年銷售收入將會有 105%的增長。

圖表 1：2007 年業績評述

人民币000'	07年	06年	变动%	备注
营业额	**602,626**	**278,643**	*116.3*	三大产品线收入均大幅增长
销售成本	(370,972)	(162,849)	*127.8*	
毛利	**231,654**	**115,794**	*100.1*	
其他收入	19,892	23,378	*(14.9)*	
投资物业增值	27,620			无锡物业公平值
销售及分销成本	(39,948)	(22,982)	*73.8*	
行政费用	(30,291)	(9,831)	*208.1*	员工人数翻番和培训费用增加
其它经营支出	(36,941)	(20,329)	*81.7*	
经营盈利	**171,986**	**86,030**	*99.9*	
财务费用	(12,173)	(18)	*67,527.8*	
除税前盈利	**159,813**	**86,012**	*85.8*	
税項	(5,377)	(4,039)	*33.1*	
当期盈利	**154,436**	**81,973**	*88.4*	整合营销体系、改善市场策略、增加研究及发展投入以及加强成本控制
盈利能力(%)：				
毛利率	38.4	41.6	*(7.5)*	
经营利润率	28.5	30.9	*(7.6)*	电子配件销售增加拉低整体毛利率
净利率	25.6	29.4	*(12.9)*	

資料來源：公司資訊，第一上海

2007 年，研祥 3 類產品業務收入同步增長，最低增幅都超過了 58%。

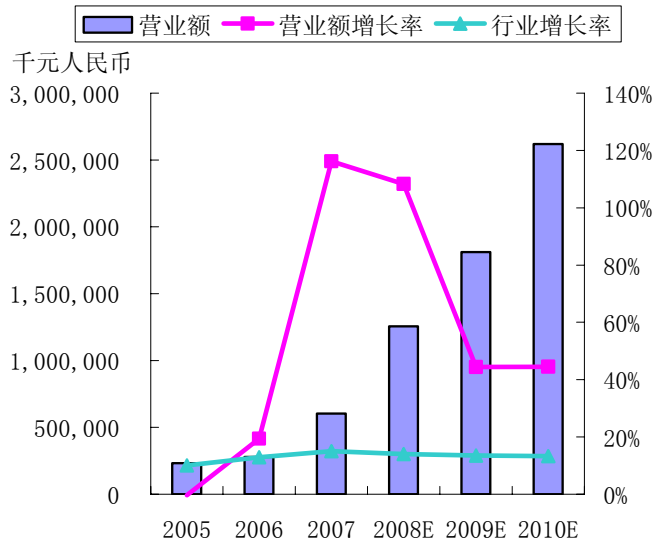
圖表 2：2007 年各分部收入同比上年變幅

千元人民币	06年	占比	07年	占比	增幅%
EIP板级产品	142,440	51.1%	268,132	44.5%	88.2%
EIP壳级产品	128,125	46.0%	207,737	34.5%	62.1%
遥距数据模组	8,078	2.9%	12,797	2.1%	58.4%
其他			113,960	18.9%	
合计	**278,643**		**602,626**		**116.3%**

資料來源：公司資訊，第一上海

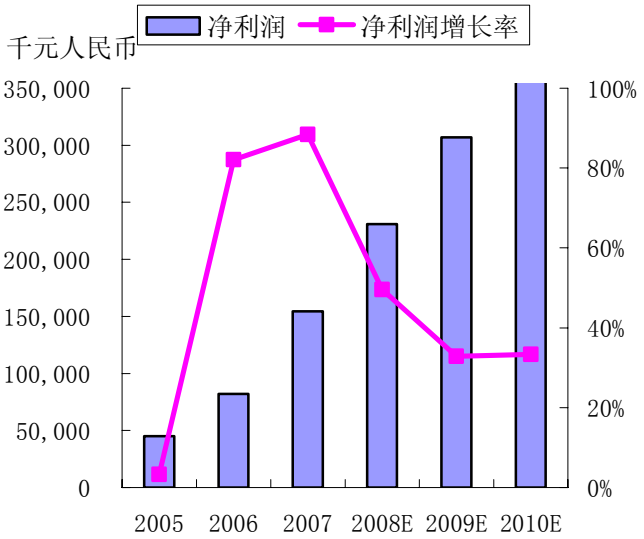
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 3：公司銷售額增長預測



資料來源：第一上海

圖表 4：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，由當時（07 年 11 月 15 日）預測公司 08、09 年分別 47%和 44%的增長，調整爲 108%和 44%的增長。

我們預計隨著公司附件產品銷售比重的上升，公司毛利率將會略有下降。預計 2008 年公司淨利率將可達到 18.4%，2009 年將爲 16.9%，2009 年將爲 15.6%。

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稍微有上升。

圖表 5：主要財務資料

盈利能力	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
毛利率	41.6%	38.4%	35.0%	33.8%	32.6%
经营利润率	30.9%	28.5%	20.6%	18.7%	17.0%
净利率	29.4%	25.6%	18.4%	16.9%	15.6%
净资产回报率	21.9%	28.1%	29.6%	28.2%	27.4%
偿债能力					
流动比率	3.23	1.42	2.39	3.34	4.38
速动比率	2.85	1.27	2.09	2.92	3.79
资产效率					
存货周转天数	50	55	57	59	60
应收帐周转天数	68	77	87	88	88
应付帐周转天数	118	386	222	182	156
总资产周转率	0.58	0.26	0.44	0.50	0.58

資料來源：公司資訊，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

目標價升至 3.26 港元，評級爲買入

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 11.5 和 15.8，香港股市較臺灣股市平均溢價 37.4%。從下表中我們可以看出 08 年行業按照香港市場溢價後平均爲 15.8。

公司目前的收入爲 EIP 產品和地產物業兩塊。我們預計 08 年和 09 年 EIP 產品銷售分別有 105%和 45%的增長。EIP 產品收入我們按照 08 年 15.8 倍 PE 估值，加上該物業在 2008 年 NAV 估值爲 4.73 億元進行計算，得出該物業估值折合每股 0.43 港元。最後得出公司新的 12 個月目標價爲 3.26 港元。新的目標價分別相當於公司 2009 和 2008 年 11.7 倍和 15.6 倍 PE 。新的目標價與現價相比有 90.6%的上升空間，因此我們對公司的評級爲買入。

圖表 6：同行業 PE 值比較

公司	代码	08年PE	09年PE	PE/G
研华	2395.TW	13.2	11.4	0.9
凌华	6166.TW	10.1	NA	NA
研杨	2463.TW	12.7	NA	NA
威达电	3022.TW	10.0	NA	NA
行业在台湾股市平均		11.5		
香港较台湾股市溢价	溢价：15.8/11.5=37.4%			
行业按照香港市场溢价后平均		15.8		
研祥@1.71港元	8285.HK	8.1	6.1	0.2

資料來源：彭博（臺灣股市 5 月 26 日收市價），IBES，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

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

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

附錄 2：主要財務報表

損益表

〈人民币千元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入	278,643	602,626	1,255,277	1,812,194	2,619,327
毛利	115,794	231,654	439,924	612,020	853,099
其他业务收入	23,378	19,892	14,840	14,840	14,840
销售及管理费用	(32,813)	(70,239)	(129,715)	(188,087)	(272,726)
其他支出	(20,329)	(36,941)	(74,123)	(107,478)	(155,844)
营运收入	86,030	171,986	253,926	334,294	442,369
财务开支	(18)	(12,173)	(13,390)	(14,729)	(16,202)
税前盈利	86,012	159,813	240,536	319,565	426,167
所得税	(4,039)	(5,377)	(9,621)	(12,783)	(17,047)
少数股东权益	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
净利润	81,976	154,439	230,917	306,785	409,123
折旧及摊销	4,946	13,981	7,700	8,079	8,477
EBITDA	90,976	185,967	261,626	342,373	450,846
增长					
总收入（%）	19.4%	116.3%	108.3%	44.4%	44.5%
EBITDA（%）	71.4%	104.4%	40.7%	30.9%	31.7%

财务分析

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
盈利能力					
毛利率（%）	41.6%	38.4%	35.0%	33.8%	32.6%
EBITDA 利率（%）	32.6%	30.9%	20.8%	18.9%	17.2%
净利率(%)	29.4%	25.6%	18.4%	16.9%	15.6%
营运表现					
销售及管理费用/收入	11.8%	11.7%	10.3%	10.4%	10.4%
实际税率（%）	4.7%	3.4%	4.0%	4.0%	4.0%
股息支付率（%）	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	50	55	57	59	60
应付账款天数	118	386	222	182	156
应收账款天数	68	77	87	88	88
财务状况					
净负债/股本	0.28	0.22	0.23	0.23	0.22
收入/总资产	0.58	0.27	0.45	0.51	0.58
总资产/股本	1.28	1.22	1.23	1.23	1.22
盈利对利息倍数	5,054	15	20	23	28

资产负债表

〈人民币千元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
现金及现金等价物	239,447	571,061	974,551	1,484,147	2,045,691
应收账款	52,314	129,174	304,615	441,692	640,453
存货	38,229	91,148	196,141	290,783	430,100
总流动资产	329,990	881,166	1,565,090	2,306,405	3,206,027
固定资产	141,139	323,806	206,893	238,940	270,589
其他固定资产	5,764	1,020,259	1,020,133	1,020,007	1,019,881
总资产	476,893	2,225,231	2,792,116	3,565,352	4,496,497
应付帐款	53,237	397,356	503,230	608,388	763,185
短期银行贷款	49,000	9,400	10,000	49,000	49,000
总负债	102,237	406,756	513,230	657,388	812,185
少数股东权益	997	120	120	120	120
股东权益	373,659	1,818,355	2,278,766	2,907,844	3,684,192
每股账面值	0.4	0.4	0.6	0.9	1.2

现金流量表

〈人民币千元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
EBITDA	90,976	185,967	261,626	342,373	450,846
融资成本	18	12,173	13,390	14,729	16,202
营运资金变化	(13,385)	(140,069)	(178,753)	(147,545)	(198,333)
所得税	(4,039)	(5,377)	(9,621)	(12,783)	(17,047)
其他	(2,702)	(54,205)	(84,240)	(113,062)	(142,152)
营运现金流	70,868	(1,511)	2,402	83,712	109,516
资本开支	(86,376)	(74,031)	(40,000)	(40,000)	(40,000)
其他投资活动	(7,979)	(374,715)	(343,481)	(317,336)	(291,192)
投资活动现金流	(94,355)	(448,746)	(383,481)	(357,336)	(331,192)
负债变化	0	430,000	430,000	430,000	430,000
股本变化	50,000	20,552	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
融资活动现金流	50,000	450,552	430,000	430,000	430,000
现金变化	26,513	295	48,921	156,376	208,324
期初持有现金	131,307	239,447	571,061	974,551	1,484,147
期末持有现金	239,447	571,061	974,551	1,484,147	2,045,691

資料來源：公司公告，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

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，並非作爲或被視爲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的投資者的投資取向，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爲可靠，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。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。