

日期: 2010年4月19日  
行业: 计算机应用服务业



冀丽俊  
021-53519888-1921  
jilijun@sigchina.com  
执业证书编号: S0870208090141

# 领先的智能交通服务商

IPO 询价区间 RMB18.29-21.94 元  
上市合理估值 RMB22.86-27.43 元

## 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 13.30  
发行后总股本 (百万股) 53.20  
发行方式 网下询价配售  
网上定价发行  
保荐机构 日信证券

## 主要股东 (IPO 前)

上海船舶运输科学研究所SS 77.55%  
上海浦东科技投资有限公司SS 4.76%  
上海凯旋投资管理有限公司 2.08%  
上海中敏新技术有限责任公司 1.04%

## 收入结构 (Y09)

智能交通系统集成 90.95%  
工业自动化设备销售 7.76%

报告编号: JLJ10-NSP06

首次报告时间: 2010年4月19日

## ■ 投资要点:

### 领先的智能交通服务商

公司主要从事智能交通系统集成和工业自动化业务。公司拥有公路交通工程专业承包通信、监控、收费综合系统工程资质, 计算机系统集成一级资质及机电设备安装工程专业承包贰级资质。

### 募集资金提高竞争力

本次募投项目与公司现有业务密切相关, 募投项目的实施有利于提高公司智能交通系统集成能力, 增强公司城市智能交通市场的开拓能力。具体来说, 就是通过“新一代高速公路收费综合业务平台研发、推广及技术支持服务中心项目”和“销售及技术支持网络基地建设项目”建设, 进一步实施以收费软件为突破口的市场战略, 实现公司智能交通系统集成业务的扩张; 通过“智能交通系统视频交通参数及事件检测器研发及产业化项目”和“智能配电板(柜)开发及产业化项目”的建设, 有效实施公司业务链延伸战略, 提高公司核心竞争力和进军城市智能交通系统等新市场的能力。

### 业绩快速增长

预计未来高速公路的建设进程将可持续, 公司的智能交通系统集成业务增长快速, 预计 2010-2012 年归属于母公司所有者的净利润同比增长 11.91%、26.30%和 49.08%; 相应的稀释后每股收益为 0.57 元、0.72 元和 1.06 元。

### 定价结论

我们认为, 给予公司 2010 年 40-48 倍的动态市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 22.86-27.43 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 20% 的折让, 建议询价区间为 18.29-21.94 元, 对应的 2009 年市盈率区间为 35.81-42.96 倍。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	320.20	360.27	430.00	550.69	724.07
年增长率 (%)	14.88%	12.52%	19.35%	28.07%	31.48%
归属于母公司的净利润	22.69	27.17	30.41	38.41	57.26
年增长率 (%)	8.32%	19.75%	11.91%	26.30%	49.08%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.43	0.51	0.57	0.72	1.06

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## ■ 公司概况

公司主要从事智能交通系统集成和工业自动化业务。公司拥有公路交通工程专业承包通信、监控、收费综合系统工程资质，计算机系统集成一级资质及机电设备安装工程专业承包贰级资质。公司在行业内品牌知名度高，2006年被《中国交通信息产业》评为“高速公路机电工程10佳系统集成商”之一，2008年被中国公路学会评为中国高速公路20年“全国高速公路机电工程优秀集成商”。近年来由公司承担的工程项目多次获得国家优质工程金、银奖称号和省、市优质工程奖。

公司是由交通部上海船舶运输科学研究所（2001年4月19日更名为上海船舶运输科学研究所）作为公司的主发起人，联合上海创业投资有限公司、上海运丰交通技术工程有限公司、上海东信投资管理有限公司、上海中敏新技术有限责任公司等4家公司共同发起设立的股份有限公司。本次发行前，上海船舶运输科学研究所持有公司77.55%的股份，是公司控股股东，是中国最大的交通运输综合技术研究开发基地，是国资委直接监管下的中央企业，国资委为公司的实际控制人。本次发行后，上海船舶运输科学研究所将持有公司55.80%的股份，仍是公司的控股股东。

表1 公司的股东及实际控制人情况 单位：万股、%

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	上海船舶运输科学研究所SS	3,094.17	77.55	2,968.86	55.80
2	上海浦东科技投资有限公司SS	190.00	4.76	182.31	3.43
3	全国社会保障基金理事会SS	-	-	133.00	2.50
4	上海凯旋投资管理有限公司	83.04	2.08	83.04	1.56
5	上海中敏新技术有限责任公司	41.52	1.04	41.52	0.78
6	周群等38名自然人	581.27	14.57	581.27	10.93
7	社会公众股	-	-	1,330.00	25.00
	合计	3990.00	100.00	5320.00	100.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

## ■ 行业概况

我国在20世纪70年代末开始在交通运输和管理中应用电子信息及自动控制技术，80年代后期，我国开始了ITS（智能交通系统）基础性的研究开发工作，包括优化道路交通管理、交通信息采集、交通监视系统等。在此基础上，一些大城市逐步建设了交通监控系统，高速或高等级公路的监控及MTC（人工半自动收费系统）和ETC（电子收费系统）也逐渐得到推广和应用。

长远来看,我国的智能交通系统具有广阔的发展前景,将在交通运输的各个行业和环节得到广泛应用。但从目前国内的经济水平、交通发展战略、路网建设规模、道路交通管理以及 ITS 在中国的研究与应用情况,在未来几年内,ITS 主要应用于我国的城市交通和城际交通这两个领域。

随着高速公路管理所需的智能交通工程设施,特别是高速公路的通信、监控和收费系统需求量也将不断扩大,而这一部分的投资一般占到高速公路基本建设总投资的 2-3%左右,估计未来 10 年市场总需求为 350 亿元人民币左右。目前我国高速公路单位里程投资额中智能交通系统投资的比例平均约占 2-3%,与国外 10-15%的比例相比,明显偏低。同时,5-8 年前建成的高速公路智能交通系统逐步进入信息化需求的升级改造阶段,市场需求旺盛。

城市交通方面,如果 20 万人口以上的城市均在 10 年内建成功能较为完善的指挥中心,其投资额约为 190 亿元。同时,北京、上海、广州等特大城市需要大量投入城市快速环路及干道交通监控、诱导系统的规划与投入建设,预计城市道路监控的市场需求量约为 150-200 亿左右。再考虑城市交通管理的其他项目及部分中小城市的信息化建设投入,估计未来 10 年内城市 ITS 投资约在 450 亿左右。

## ■ 行业竞争结构及公司的地位

目前国内智能交通系统行业逐渐从前期走向快速发展阶段,但地区差异明显。由于交通行业信息化需求复杂,覆盖面较广,使得细分市场众多,市场的集中度较低,整个行业中没有处于绝对市场领先的企业。

高速公路智能交通系统集成行业是国内 ITS 行业中发展较为成熟的细分行业,市场竞争比较激烈。一些进入市场较早、专注于某些领域和区域的系统集成商积累了一定的技术能力、市场经验和客户资源,获得了较快的发展,地位较为稳固,成为目前市场的中坚力量,在未来的发展中具备明显的优势;进入市场较晚、规模较小的系统集成商,在经验和技术积累方面相对处于劣势,竞争力较弱。

目前国内高速公路智能交通系统集成商多达几十家,其中,国外厂商基本上已经退出竞争,较有影响力的厂商均为国内厂商,包括紫光捷通、亿阳信通、交技发展、北京瑞华赢、北京云星宇、上海电科所、广东新粤等,占据了相对较多的市场空间。

公司是国内最早进入智能交通系统集成行业的公司之一,目前已成为国内提供高速公路智能交通系统集成项目解决方案的主要供应

商；根据计世资讯《2006年-2007年中国智能交通市场现状及发展趋势研究报告》，截止2004年底全国高速公路系统集成项目累计731个，交技发展承揽46项，占6.3%，位居全国第3位。

表2 主要竞争对手拥有资质情况对比表

序号	主要竞争对手	拥有的主要资质情况
1	亿阳信通股份有限公司	公路交通工程专业承包通信、监控、收费综合系统工程资质；计算机系统集成一级资质
2	北京瑞华赢科技发展有限公司	公路交通工程专业承包通信、监控、收费综合系统工程资质；计算机系统集成一级资质
3	紫光捷通科技股份有限公司	公路交通工程专业承包通信、监控、收费综合系统工程资质；计算机系统集成贰级资质；机电设备安装工程专业承包三级资质
4	广东新粤交通投资有限公司	公路交通工程专业承包通信、监控、收费综合系统工程资质；计算机系统集成贰级资质
5	上海电器科学研究所（集团）有限公司	公路交通工程专业承包通信、监控、收费综合系统工程资质；计算机系统集成三级资质；机电设备安装工程专业承包一级资质
6	上海交技发展股份有限公司	公路交通工程专业承包通信、监控、收费综合系统工程资质；计算机系统集成一级资质；机电设备安装工程专业承包贰级资质

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

## ■ 募资项目

募投项目与公司现有业务密切相关，实施有利于提高公司智能交通系统集成能力，增强公司城市智能交通市场的开拓能力。

具体来说，就是通过“新一代高速公路收费综合业务平台研发、推广及技术支持服务中心项目”和“销售及技术支持网络基地建设项目”建设，进一步实施以收费软件为突破口的市场战略，实现公司智能交通系统集成业务的扩张；通过“智能交通系统视频交通参数及事件检测器研发及产业化项目”和“智能配电板（柜）开发及产业化项目”的建设，有效实施公司业务链延伸战略，提高公司核心竞争力和进军城市智能交通系统等新市场的能力。

表3 公司募集资金项目

项目名称	项目备案文号	拟投资额	第一年投资	第二年投资	第三年投资
新一代高速公路收费综合业务平台研发、推广及技术支持服务中心项目	沪发改高技（2008）028号	3,578	2,728	850	-
智能交通系统视频交通参数及事件检测器研发及产业化项目	沪发改高技	2,530	1,568	962	-

测器研发及产业化项目	(2008) 029号				
智能配电板(柜)开发及产业化项目	沪发改高技	3,139	1,080	1,609	450
	(2008) 031号				
销售及技术支持网络基地建设项目	沪发改高技	2,238	1,482	756	-
	(2008) 030号				
合计	—	<b>11,485</b>	<b>6,858</b>	<b>4,177</b>	<b>450</b>

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

根据公司测算，新一代高速公路收费综合业务平台研发、推广及技术支持服务中心项目建成后，扣除营业税(5.55%)和所得税(25%)后，年均实现净利润1,308万元，销售利润率(税后)为36.3%，投资回收期为4.6年(含建设期)。

智能交通系统视频交通参数及事件检测器研发及产业化项目投产后，本项目增值税按销售额17%计算，所得税按25%计算，则本项目达纲年的税后利润约为719万元，销售利润率(税后)为21.3%，投资回收期为5.4年(含建设期)。

智能配电板(柜)开发及产业化项目投产后，增值税税率按17%计取，所得税税率按25%计取，则年均实现净利润1,920万元，销售利润率(税后)为12.0%，投资回收期为4.6年(含建设期)。

销售及技术支持网络基地建设项目完成后，预计本公司在黑龙江、陕西、广东、山东、江西、湖北等地的智能交通系统市场占有率提高到30%左右，达纲年预计新增销售收入1.97亿元，税后净利润983万元，销售利润率(税后)为5.0%，投资回收期为3.8年(含建设期)。

## ■ 财务状况和盈利预测

### 盈利能力及资产周转能力

公司业务近年来稳步发展。2007-2009年营业收入分别较上年增长28.65%、14.88%和12.52%，归属于公司股东的净利润分别较上年增长88.68%、8.32%和19.75%。营业收入增长较快，而净利润有一定波动；主要是由公司业务中占比超过90%的智能交通集成业务的中标和执行情况决定的。

表4 公司主要财务指标增长情况 单位：万元

项目	2009年		2008年		2007年度		2006年度
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率	金额
主营业务收入	36027	12.52%	32020	14.88%	27873	28.65%	21665
主营业务毛利	6412	15.18%	5567	8.97%	5109	55.36%	3288
利润总额	3157	18.95%	2654	7.81%	2462	84.89%	1331



净利润	2717	19.75%	2269	8.32%	2095	88.68%	1110
-----	------	--------	------	-------	------	--------	------

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司的应收帐款周转率、存货周转率分别为 15.57 次和 6.02 次，在行业内居中等水平。公司总体工程收款及时，应收账款余额不大，应收账款周转率较高；但随着经营规模的扩大，公司应收帐款周转率有所下降。

表5 同行业上市公司营运能力比较 单位：次

公司简称	2009年		2008年		2007年度		2006年度	
	应收帐款周 转率	存货周转 率	应收帐款 周转率	存货周 转率	应收帐款 周转率	存货周 转率	应收帐款 周转率	存货周 转率
亿阳信通	3.51	3.74	2.89	3.02	3.06	3.49	3.46	3.81
皖通科技	14.50	12.50	17.20	11.06	13.95	9.07	9.23	6.58
用友软件	5.95	29.88	8.97	21.02	15.31	33.11	14.84	35.50
恒生电子	12.46	1.03	15.10	3.51	16.31	23.55	12.73	22.28
西水股份	19.70	4.77	17.70	5.62	12.52	6.61	7.24	4.91
东软集团	5.83	8.53	5.68	6.66	4.99	5.14	5.31	3.57
中国软件	0.00	0.00	3.35	6.97	3.46	5.54	3.45	4.63
新大陆	0.00	0.00	3.38	4.00	2.96	4.32	2.24	3.26
远望谷	1.66	1.59	2.02	1.43	2.28	1.62	1.68	1.77
远光软件	0.00	0.00	5.77	0.00	4.67	0.00	4.77	0.00
石基信息	5.30	2.28	6.60	3.83	5.69	2.86	5.37	3.20
新世纪	5.39	14.14	6.82	12.59	5.97	10.73	6.54	4.55
启明信息	12.17	20.95	13.45	26.85	14.09	38.99	14.49	37.41
平均	8.65	9.94	<b>8.38</b>	<b>8.20</b>	<b>8.10</b>	<b>11.16</b>	<b>7.03</b>	<b>10.11</b>
上海交技	15.57	6.02	15.60	5.48	21.17	4.98	28.49	4.39

资料来源：WIND；上海证券研究所整理

### 业绩预测

预计未来高速公路的建设进程将可持续，公司的智能交通系统集成业务增长快速，预计 2010-2012 年主营业务收入将实现年递增 19.35%、28.07 和 31.48%，归属于母公司所有者的净利润同比增长 11.91%、26.30%和 49.08%；相应的稀释后每股收益为 0.57 元、0.72 元和 1.06 元。我们看好公司募集资金项目完成后，经营规模的扩大和市场份额的获得。

表 6 公司未来三年收入、利润结构预测 单位：万元

指标	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>现有业务</b>				
智能交通系统集成	39,321	39,321	39,321	39,321
工业自动化设备销售	3,213	3,213	3,213	3,213

其他业务	466	466	466	466
收入合计	43,000	43,000	43,000	43,000
智能交通系统集成	32,951	32,872	32,872	32,872
工业自动化设备销售	2,519	2,564	2,564	2,564
其他业务	233	233	233	233
成本合计	35,703	35,669	35,669	35,669
智能交通系统集成	16.20%	16.40%	16.40%	16.40%
工业自动化设备销售	21.60%	20.20%	20.20%	20.20%
其他业务	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
综合毛利率	16.97%	17.05%	17.05%	17.05%
<b>募投项目</b>				
生产负荷		60%	60-100%	60-100%
产品年均销售收入		12,069	29,407	38,676
营业总成本		10,542	25,233	32,743
年均利润总额		1,527	4,173	5,933

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 7 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>营业总收入</b>	<b>320.20</b>	<b>360.27</b>	<b>430.00</b>	<b>550.69</b>	<b>724.07</b>
<b>营业总成本</b>	<b>295.67</b>	<b>330.29</b>	<b>394.22</b>	<b>499.48</b>	<b>646.39</b>
营业成本	264.53	296.16	357.03	447.67	575.08
营业税金及附加	10.01	11.76	13.76	20.46	27.87
销售费用	3.25	4.39	4.08	4.34	4.34
管理费用	14.92	19.43	18.83	26.57	38.66
财务费用	1.31	-0.66	0.52	0.43	0.43
<b>其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
投资净收益	0.68	0.98	8.60	11.01	14.48
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>25.22</b>	<b>30.96</b>	<b>35.78</b>	<b>51.21</b>	<b>77.68</b>
加: 营业外收入	1.37	0.64	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.05	0.03	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>26.54</b>	<b>31.57</b>	<b>35.78</b>	<b>51.21</b>	<b>77.68</b>
减: 所得税	3.85	4.39	5.37	12.80	19.42
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
<b>净利润</b>	<b>22.69</b>	<b>27.17</b>	<b>30.41</b>	<b>38.41</b>	<b>57.26</b>
摊薄 EPS (元)	0.43	0.51	0.57	0.72	1.06

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

## ■ 风险因素

### 业务区域集中的风险

公司在西南和华东地区实现的营业收入占比较大，公司智能交通系统集成业务对这些地区市场的依赖较大。如果未来公司在西南地区的市场竞争力下滑，将对公司经营业绩造成较大的负面影响。

### 来自行业的风险

长期来看，公司智能交通系统集成业务收入和高速公路投资规模存在正向关联关系。虽然国内单位公里投资额中智能交通系统的比例存在较大上升空间，同时 5-8 年前建成的高速公路机电系统逐步进入信息化需求的升级改造阶段，城市智能交通也面临极好的发展机遇，但公司当前及未来一段时期的经营业绩仍然与各地高速公路建设进度密切相关。

### 招投标风险

国内智能交通系统集成业务一般通过招投标方式确定，通常参与投标的企业在 10 家左右，有时非市场因素对投标结果具有较大影响。如果公司不能进一步加大市场开拓力度，提升公司品牌、技术和资金实力，优化服务质量，则影响公司在智能交通系统集成项目中的中标机率，降低市场份额。

### 市场分割的风险

公司从事的智能交通业务细分市场和产品较多，涉及交通、市政、公安、财政等多个部门，个别地方存在一定的地方保护等非市场壁垒，可能会影响到今后的市场开拓。

### 项目进度影响经营业绩的风险

公司从事的高速公路智能交通系统项目实际进度易受到项目相关联工程进度、施工地自然环境、资金筹措、设备供货周期等外部因素影响，从而导致公司个别财务数据出现波动。

## ■ 估值及定价分析

### 国内/国际同类公司的比较

目前，和公司业务模式相近的国内上市公司相对于 2009-2010 年的动态市盈率均值分别为 70.39 倍和 48.12 倍；国际市场的相关公司对应的动态市盈率均值分别为 24.53 倍和 20.92 倍。

表 8 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
600289.SH	亿阳信通	18.02	0.13	0.15	0.47	0.63	137.66	123.17	38.74	28.53
002331.SZ	皖通科技	40.80	0.48	0.60	0.76	0.97	85.32	67.54	53.59	41.99



600588.SH	用友软件	32.96	0.63	0.95	0.72	0.97	52.33	34.86	45.59	33.92
600570.SH	恒生电子	26.11	0.30	0.46	0.59	0.74	86.74	56.58	44.46	35.36
600718.SH	东软集团	26.50	0.52	0.68	0.82	1.01	50.99	39.07	32.26	26.24
000997.SZ	新大陆	15.70	0.08	0.19	0.21	0.27	205.23	83.91	74.76	58.13
002161.SZ	远望谷	23.68	0.21	0.22	0.33	0.42	110.40	109.02	72.75	56.99
002063.SZ	远光软件	27.07	0.37	0.47	0.64	0.91	72.30	57.60	41.99	29.75
002153.SZ	石基信息	37.54	0.63	0.59	1.04	1.28	59.13	63.87	36.01	29.25
002280.SZ	新世纪	51.18	0.68	0.73	0.92	1.11	75.81	70.56	55.53	45.94
002232.SZ	启明信息	18.51	0.23	0.27	0.55	0.78	81.65	68.08	33.65	23.72
平均							<b>92.51</b>	<b>70.39</b>	<b>48.12</b>	<b>37.26</b>

数据来源: WIND 资讯, BLOOMBERG 资讯, 上海证券研究所 (4月15日收盘价)

表 9 相关公司估值比较

股票名称	股票代码	货币	股票价格	EPS				PER		
				2008A	2009E	2010E	2008X	2009X	2010X	
金蝶国际	268 HK	HKD	3.04	0.12	0.11	0.14	25.33	27.64	21.71	
讯连科技	5203 TT	TWD	148	7.91	9.95	11.37	18.71	14.87	13.02	
思源科技	2473 TT	TWD	33.8	1.91	1.46	3.06	17.70	23.15	11.05	
香港台湾市场样本均值							<b>20.58</b>	<b>21.89</b>	<b>15.26</b>	
微软	MSFT US	USD	30.87	1.9	2.02	2.24	16.25	15.28	13.78	
甲骨文	ORCL US	USD	26.2	1.1	1.61	1.89	23.82	16.27	13.86	
奥多比	ADBE US	USD	34.39	1.74	1.83	2.1	19.76	18.79	16.38	
冠群国际	CA US	USD	23.06	1.35	1.68	1.85	17.08	13.73	12.46	
Intuit 公司	INTU US	USD	35.35	1.39	2	2.04	25.43	17.68	17.33	
Salesforce.com Inc	CRM US	USD	83.73	0.65	1.28	1.62	128.82	65.41	51.69	
美国市场样本均值							<b>38.53</b>	<b>24.53</b>	<b>20.92</b>	

数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所 (4月15日收盘价)

表 10 最近上市 (中小板) 股票 (10 只平均) 的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
002380.SZ	科远股份	67.66	0.60	0.74	1.27	1.62	113.35	91.04	53.20	41.80
002381.SZ	双箭股份	49.40	0.48	0.78	1.00	1.32	103.02	63.07	49.44	37.42
002382.SZ	蓝帆股份	49.05	0.77	0.75	0.98	1.16	63.95	65.57	49.86	42.24
002383.SZ	合众思壮	86.40	0.68	0.70	0.89	1.13	127.87	123.52	97.36	76.76
002384.SZ	东山精密	53.99	0.41	0.45	0.79	1.08	133.14	119.47	68.21	50.11
002385.SZ	大北农	60.50	0.36	0.70	0.96	1.33	168.43	86.99	62.88	45.49
002386.SZ	天原集团	25.28	0.47	0.44	0.56	0.73	53.63	57.84	45.39	34.56
002387.SZ	黑牛食品	55.51	0.42	0.50	0.66	0.99	131.54	110.18	83.89	56.10
002388.SZ	新亚制程	45.60	0.23	0.28	0.41	0.56	201.68	162.57	111.22	81.66
002389.SZ	南洋科技	67.90	0.44	0.62	0.71	0.91	154.07	109.71	95.04	74.59
平均值							125.07	99.00	71.65	54.07

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所整理 (4月15日收盘价)

### 公司可给的估值水平及报价区间

参考沪深主板、中小板上市公司动态市盈率情况，基于公司 2009 和 2010 年盈利预测及其成长性，给予公司 2010 年 40-48 倍的动态市盈率较为合理，公司合理估值区间为 22.86-27.43 元。

从 2010 年上市的中小板股票来看，截至 4 月 15 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 34.26%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们选取一二级市场 20% 的折让，建议询价区间为 18.29-21.94 元，对应的 2009 年市盈率区间为 35.81-42.96 倍。

表 11 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>营业总收入</b>	<b>320.20</b>	<b>360.27</b>	<b>430.00</b>	<b>550.69</b>	<b>724.07</b>
<b>营业总成本</b>	<b>295.67</b>	<b>330.29</b>	<b>394.22</b>	<b>499.48</b>	<b>646.39</b>
营业成本	264.53	296.16	357.03	447.67	575.08
营业税金及附加	10.01	11.76	13.76	20.46	27.87
销售费用	3.25	4.39	4.08	4.34	4.34
管理费用	14.92	19.43	18.83	26.57	38.66
财务费用	1.31	-0.66	0.52	0.43	0.43
<b>其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
投资净收益	0.68	0.98	8.60	11.01	14.48
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>25.22</b>	<b>30.96</b>	<b>35.78</b>	<b>51.21</b>	<b>77.68</b>
加: 营业外收入	1.37	0.64	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.05	0.03	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>26.54</b>	<b>31.57</b>	<b>35.78</b>	<b>51.21</b>	<b>77.68</b>
减: 所得税	3.85	4.39	5.37	12.80	19.42
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
<b>净利润</b>	<b>22.69</b>	<b>27.17</b>	<b>30.41</b>	<b>38.41</b>	<b>57.26</b>
摊薄 EPS (元)	0.43	0.51	0.57	0.72	1.06

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

## 分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20% 以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10% 以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10% 之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。