

联信永益002373上市定价报告

摘要:

一、上市公司基本资料

- (一) 公司介绍
- (二) 近三年财务数据
- (三) 董事会经营分析

二、数据统计

- (一) 所属板块及整个市场估值
- (二) 近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

三、首日估值预测及分析

四、风险因素分析

- 一、电信运营商重组及依赖单一市场导致的风险
- 二、客户集中度较高的风险
- 三、报告期内与新联通及其控制的企业存在重大关联交易的风险
- 四、净资产收益率下降的风险
- 五、存货余额较高及存放于客户现场的风险
- 六、固定资产折旧及摊销额增加影响发行人盈利水平的风险
- 七、税收优惠政策的影响
- 八、股利分配

大通上市首日定价区间:

47.6—53.2 (元)

上市新股发行要素

股票名称	联信永益
股票代码	002373
发行价格	28 元
发行数量	1750 万股
网上发行	1400 万股
发行前总股本	5.103 亿股
发行后总股本	6.853 亿股
申购上限	1.4 万股
发行 PE	42.42 (摊薄)
中签率	0.259%
上市地	北京市
上市日期	2010-03-18
所属行业	计算机应用服务业
主承销商	华龙证券有限责任公司

研究员: 吴葵

电 话: 0411-39673206

网 址: www.daton.com.cn

邮 箱: wuyan@daton.com.cn

近期相关报告

七星电子 002371 上市定价报告

亚太药业 002370 上定价报告

一、上市公司基本资料

（一）公司介绍

公司是一家主营行业应用软件开发、计算机信息系统集成和专业技术服务高新技术企业。公司获得国家计算机信息系统集成一级资质、国家保密局颁发的涉及国家秘密的计算机系统集成甲级资质、国家计算机信息系统软件企业认证、CMM3认证、高新技术企业认定证书。公司已经与国内主要电信运营商、烟草行业主流企业、电力、政府医疗等重点客户建立了长期稳固的合作关系。围绕电信运营商、行业客户和大中型企业客户等目标客户的IT基础设施及信息化需求，坚持以行业应用软件开发、计算机信息系统集成和专业技术服务为重点，致力于打造IT服务连锁模式，建立IT服务连锁企业集团。

（二）近3年财务数据

	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
每股收益	0.8990	0.8205	0.7896
每股收益(扣除)	0.8861	0.7471	0.6515
每股净资产	3.17	2.47	1.80
净资产收益率	28.36%	33.21%	43.87%
主营收入	7.03 亿	6.36 亿	5.29 亿
每股现金流	1.03	0.58	-0.04
每股经营性现金流	1.20	0.82	0.92

（三）董事会经营分析

报告期内，公司以计算机信息系统集成业务居主导地位，应用软件开发及专业技术服务收入占营业收入的比重稳步增长，虽然这两项业务的比重偏低，但未来发展空间较大。公司其他业务收入主要是电信增值业务收入。

报告期内公司营业收入主要集中在北京地区，这与公司的重点客户如电信运营商、国家部委机关及中央企业等的地域分布相一致。

报告期内，公司依托客户和技术优势加大对电信行业的研发投入和市场开拓力度，紧紧抓住电信行业信息化建设的机遇，对重点电信运营商进行了精耕细作，提供了全方位服务，电信类业务保持稳定增长，是公司主要的营业收入和利润来源。同时公司努力开拓政府、烟草等行业市场，使得 2007 年到 2009 年该部分业务规模逐年扩大，对公司营业收入的贡献呈上升趋势。

公司营业收入环比增幅为 20.38%和 10.43%，报告期内公司营业收入呈现出稳步增长的趋势，影响因素主要包括以下几个方面：

① 良好的宏观经济环境为 IT 服务行业的整体发展奠定了基础

报告期内，公司准确地把握了电信全行业重组、烟草行业工商改革以及 08 年“科技奥运”等重大机遇所带来的市场机会，充分分享了这些行业 IT 服务迅速成长带来的收益。同时得益于中国加入 WTO 后跨国公司在华扩大投资规模和渗透到中国经济的各地区各领域所带来的 IT 支持和维护业务需求，公司针对国际跨国巨头提供的专业技术服务业务也不断增长。

② “重点大客户精耕细作战略”为公司保持收入的增长提供了保证公司依托现有的客户资源优势，有针对性地重点选择电信运营商、政府部门及烟草集团为重点目标客户。这是由于：一方面大中型国企、政府机关的业务规模大、信息化建设的投入高，且后续潜在投资需求也非常大，一旦公司投标成功，不仅单个项目为公司带来的收入多，同一客户未来派生出的需求也相当大；另一方面，这些优质客户的资金来源充分，发生坏账的风险较小，保证了公司正常的资金周转，使公司能在有限的资金投入下快速扩大业务规模。

③ 狠抓服务质量，提高客户满意度是公司收入持续稳定快速增长的关键客户的信息化建设一般具有持续性，尤其是初期的信息化建设在实际工作中为客户切实提高了管理水平和经济效益后，客户后续的信息建设投入也就非常积极，并且后续项目的毛利比前期要高。公司狠抓

项目满意度管理，加强项目全程实施跟踪，在售后服务方面提供 7×24 小时运营的全国呼叫中心 95155 客服中心，在为客户提供便捷、及时、周到的服务提高客户忠诚度的同时，也为公司创造了持续稳定的服务收入。

2009 年电信运营商重组以后，公司在面临电信运营商重组后的固网与移动业务融合的状态下，依然保持了良好的增长态势，公司已成功进入重组后的新联通集团供应商之列，将继续根据新联通全业务运营的要求为其提供产品与服务。公司管理层预计，在未来几年公司业务仍然将保持稳步增长的态势。

二、数据统计

（一）所属板块及整个市场估值

板块名称	市盈率(TTM, 整体法)	预测市盈率(整体法) 2010	预测市盈率(整体法) 2011	市净率(整体法)
全部 A 股	24.48	17.75	14.75	3.36
上证综合指数成份	22.18	16.47	13.75	3.08
沪深 300 成份	21.26	15.78	13.31	3.01
计算机应用服务业	59.46	40.03	30.67	6.67

数据来源：大通研发中心、wind

（二）近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发价格元	首发数量万股	首发PE	现金申购中签率	首日平均涨幅
002369	卓翼科技	2010-03-16	22.58	2500	53.76	0.51%	35.33%
002370	亚太药业	2010-03-16	16	3000	39.9	0.37%	39.10%
002371	七星电子	2010-03-16	33	1656	47.83	0.48%	79.56%
002366	丹甫股份	2010-03-12	15	3350	29.4	0.27%	72.87%
002367	康力电梯	2010-03-12	27.1	3350	44.35	0.72%	32.89%
002368	太极股份	2010-03-12	29	2500	46.77	0.37%	107.99%
		平均值	23.78	2726	43.668	0.45%	61.29%
002373	联信永益	2010-3-18	28	1750	42.42	0.259%	/

数据来源：大通研发中心、wind

三、首日估值预测及分析

（一）与股本大小相似公司首日相比较

从近期上市的股票首日涨幅来看，平均值在 61%。根据联信永益发行价、发行 PE 等发行因素分析，以及对近期股本大小相似股票上市首日对比分析，我们给予联信永益首日涨幅 70-90%，相对应股价为 47.6-53.2 元。

（二）PE 估值

从发行 42 倍 PE 来看，显然高出市场 22 倍 PE。因此从整个市场角度看属于偏高估。但从其所属的计算机应用服务业板块 59 倍的 PE 来看，属于相对低估。如果按照首日 70 倍 PE 来计算，首日涨幅大约 66.67%，相对应股价为 46.67 元。

综合来看我们给予联信永益首日涨幅区间 **70-90%**，相对应波动价格区间为 **47.6-53.2 元**。

四、风险因素分析

一、电信运营商重组及依赖单一市场导致的风险

2008年5月24日，工业和信息化部、国家发改委以及财政部联合发布《关于深化电信体制改革的通告》，公告指出，鼓励中国电信收购中国联通CDMA网(包括资产和用户)，中国联通分拆双网，其中CDMA网络并入中国电信，保留GSM网络与中国网通合并组成新联通；中国卫通的基础电信业务并入中国电信，中国铁通并入中国移动。

2008年10月15日，中国联通与中国网通完成了上市公司层面的合并，中国网通从香港、纽约两地退市，2009年1月6日，实现了集团层面的合并，网通集团正式合并进入新联通集团，重组完成后的中国移动、中国电信和新联通于2009年1月7日获得工信部颁发的3G牌照，形成了三家拥有全国性网络资源、实力与规模相对接近，具有全业务牌照和经营能力的电信运营商市场竞争主体。

由于报告期内公司来自电信行业的收入占营业收入比例分别为79.77%、80.61%和75.64%，因此上述电信运营商的重组对本公司未来业务的发展将构成一定影响。

具体对于本公司而言，电信运营商重组及3G牌照的发放属于机会与风险并存。电信运营商重组后，运营商进入全业务运营时代，其业务涵盖固网、宽带、移动、3G等领域。3G业务的支撑需求、重组后各电信运营商在全业务领域的竞争需求、固网与移动网业务的整合以及重组后各电信运营商管理系统的协同需求，将对本公司的电信应用软件产品及服务市场带来极大的推动作用。但另一方面，在3G建设与重组后电信运营商全业务竞争的环境下，电信运营商对于电信应用系统的功能需求将更为复杂，对于本公司的研发、服务能力也将提出更高的要求。

本公司于2007年开发并实施了原北京网通固网集中计费帐务系统与无线市话计费帐务系统的融合，实现了当时用户的固移融合，因此公司具备电信固网与移动业务融合开发与实施的相关经验与能力。公司在固网多媒体终端、视频和流媒体业务的基础上针对3G业务带来的新移动业务、移动增值业务进行业务支撑软件系统的研究与开发，并逐步形成了适应3G要求的业务支撑软件系统，因此本公司完全具备获取3G相关业务的能力。

二、客户集中度较高的风险

报告期内本公司的业务主要定位于电信行业，由于电信行业自身高度集中的市场格局，本公司2007年、2008年及2009年前五大客户的销售额分别占当期营业收入的88.57%、74.78%和61.88%，客户比较集中。2007年、2008年及2009年本公司对核心客户北京联通（原北京网通）的销售额占当期营业收入的比例分别为65.53%、57.20%和33.44%，呈逐渐下降的趋势。如果核心客户流失或其生产经营发生重大不利变化，或者新客户的开发过于缓慢，客户过于集中可能会给本公司经营带来一定风险。

公司的业务定位、电信运营商高度集中的市场格局及较高的行业壁垒决定了公司在发展初期需要以重点客户为切入点进入目标市场。公司与原北京网通是一种长期稳定的业务合作关系，经过本次电信运营商重组，北京网通的业务已合并进入北京联通，公司依然延续了在计费账务和综合营账等核心BOSS系统领域与北京联通的合作，这充分说明了本公司在面临电信运营商重组这一重大市场环境变化的情况下，与北京联通的业务开展具备持续性、稳定性，并且公司在原有业务基础上，进一步拓展了合作范围，北京联通计费账务系统、移动网络资源管理平台系统目前所进行的各项扩容改造及全业务系统资源统一整合的工作基本上由发行人主导实施。随着公司客户结构的不断优化，公司在业务经营上对北京联通的依赖程度将逐步降低。

三、报告期内与新联通及其控制的企业存在重大关联交易的风险

电信投资持有本公司29%的股权，电信投资为新联通集团的三级子公司，因此新联通集团能够通过电信投资对本公司施加间接重大影响，本公司与新联通集团及其控制和施加重大影响的企业之间的交易构成关联交易。受本公司的市场定位及电信运营行业市场高度集中的影响，报告期内本公司与新联通及其控制的企业之间发生的关联交易金额所占比重较高。该等关联交易是根据市场化原则定价并且是在履行了相关的决策程序基础上形成的。新联通的电信IT服务市场是一个充分竞争的市场，包括本公司在内的电信IT服务商主要通过招投标的方式来竞争新联通的市场。公司的订单是在充分的市场竞争环境中取得的，不存在新联通因电信投资的关系向本公司输送利益的情形。

2007年、2008年及2009年本公司对关联方的销售额分别为37,565.18万元、

40,408.95万元和36,653.15万元，分别占当期主营业务收入的71.77%、63.83%和52.18%，关联交易占比较大。报告期内关联交易收入占比总体呈下降趋势，在可预见的未来本公司与新联通集团的业务合作仍将持续存在。关联交易在报告期内对于公司的收入及利润影响程度较大，若公司与新联通的业务合作发生重大不利变化，或者新客户的开发过于缓慢，将会直接影响本公司的盈利能力。

四、净资产收益率下降的风险

2007年、2008年和2009年本公司加权平均净资产收益率分别为56.20%、39.59%和32.26%。在本次发行完成后，本公司净资产预计增长一倍以上。由于募集资金从投入到项目产生效益需要一定的时间，本公司存在净资产收益率下降的风险。

五、存货余额较高及存放于客户现场的风险

2007年12月31日、2008年12月31日和2009年12月31日，本公司存货余额分别为10,969.49万元、9,579.71万元和10,788.89万元，占流动资产的比例分别为43.81%、33.92%和27.58%。

六、固定资产折旧及摊销额增加影响发行人盈利水平的风险

本公司本次发行股票募集资金项目需对固定资产投资13,974.97万元，占项目资金总额的65.92%，较2009年12月31日固定资产原值693.26万元有较大幅度增加；同时，项目所需研究开发费用为4,245万元，占项目资金总额的20.02%。

七、税收优惠政策的影响

（一）增值税

发行人及全资子公司信息公司所处行业为软件与IT服务行业。根据《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》国发[2000]18号文件的相关规定，发行人及信息公司销售自行开发生产的软件产品缴纳增值税，实际税负超过3%的部分即征即退。2007年、2008年和2009年本公司及信息公司直接获得的增值税退税金额分别为592.95万元、487.08万元和494.82万元，计入营业外收入。

（二）所得税

本公司及信息公司经北京市科学技术委员会认定为高新技术企业，根据“京政发[1988]49号”文《北京市新技术产业开发试验区暂行条例》的有关规定，2006-2007年执行15%的企业所得税税率。根据科技部、财政部及国家税务总局联合颁布的“国科发火〔2008〕172号”《高新技术企业认定管理办法》的要求，

信息公司及本公司重新向北京市科学技术委员会提出高新技术企业认定申请，并分别于2008年12月18日及2008年12月24日获得北京市科学技术委员会、北京市财政局、北京市国家税务局、北京市地方税务局联合颁发的第GR200811000269号及第GR200811001071号《高新技术企业证书》，根据《高新技术企业认定管理办法》的规定本公司及信息公司自2008年继续执行15%的高新技术企业所得税税率。

根据北京市海淀区国家税务局《新技术企业免征企业所得税批复》（海国税批复[2003]03863号），本公司2005年度免征企业所得税，2006-2008年度减半执行7.5%的企业所得税税率，自2009年起执行15%的企业所得税税率；根据北京市海淀区国家税务局的《新技术企业免征企业所得税批复》（海国税批复[2003]56498号），信息公司2005-2006年度免征企业所得税，2007-2009年度减半执行7.5%的企业所得税税率，自2010年起执行15%的企业所得税税率。比照15%的高新技术企业所得税税率，本公司2007、2008年度获得的企业所得税减征金额分别为157.63万元、131.60万元。北京联信永益科技股份有限公司首次公开发行股票招股说明书摘要 7 比照15%的高新技术企业所得税税率，信息公司2007、2008年度和2009年获得的企业所得税减征金额分别为130.02万元、218.46万元和273.28万元。

八、股利分配

2010年2月6日，本公司召开2009年度股东大会，会议审议并通过了2009年度公司利润分配方案，本年度不进行利润分配及公积金转增股本。

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司