

## 2010年6月7日新股发行申购策略

概要:

### 一、新股发行资料概览

### 二、上市公司基本资料及数据分析

#### 1、公司介绍

#### 2、近3年财务数据

#### 3、董事会经营分析

#### 4、数据统计

##### 4.1 所属板块及整个市场估值

##### 4.2 近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

#### 5、首日估值预测及分析

##### 5.1 与股本大小相似公司首日相比较

##### 5.2 PE 估值

### 三、本期申购策略

#### (一) 申购收益敏感性分析

#### (二) 结论及建议

本期新股申购建议:

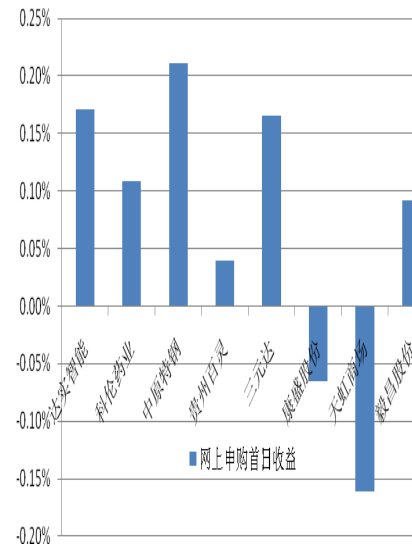
首先申购星网锐捷 002396;

其次申购誉衡药业 002437,

第三申购江苏神通 002438,

由于启明星辰有破发可能因此不建议申购。

近期上市新股首日收益率统计:



研究员: 吴堯

电 话: 0411-39673206

网 址: www.daton.com.cn

邮 箱: wuyan@daton.com.cn

### 近期相关报告

2010年6月2日新股发行申购策略

## 一、 新股发行资料概览

股票名称 及申购代 码	申购价 (元)	发行数 量(万 股)	网上发行 (万股)	申购上 限(万 股)	申购 PE	所属板块
星网锐捷 002396	23	4400	3520	3.5	40.38	通信设备制造 业
誉衡药业 002437	50	3500	2800	2.8	54.35	医药制造业
江苏神通 002438	22	2600	2080	2	59.46	轴承、阀门制 造业
启明星辰 002439	25	2500	2000	2	58.97	计算机应用服 务业

## 二、 上市公司基本资料及数据分析

### (一) 星网锐捷 002396

#### 1、 公司介绍

公司是国内领先的网络通讯设备、网络终端、视讯产品、信息化软件等综合解决方案供应商，在教育、电信、金融、邮政、政府、企业、医疗、军队、交通等信息化建设领域为用户提供最周到的应用解决方案。MODEM、ADSL 产品在国内连续多年销量第一，享有“中国猫王”和“中国 A 猫第一品牌”的盛誉；拥有国内 70%以上的无线公话的商务电话市场份额。开发了基于以太网无源光网络（EPON）系统环境的光网络单元（ONU）产品。与 TI、Broadcom、Motorola、Microsoft、AMD、Intel、Siemens、Marvell、Benq 等上游厂商建立了广泛的技术合作。

## 2、近3年财务数据

	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
每股收益	0.8079	0.5259	0.4607
每股收益(扣除)	0.7655	0.4493	0.4272
每股净资产	3.25	2.44	1.92
净资产收益率	24.84%	21.51%	24.01%
主营收入	17.25 亿	13.18 亿	12.50 亿
每股现金流	0.87	0.07	0.95
每股经营性现金流	2.64	0.86	1.09

## 3、董事会经营分析

报告期内，公司资产规模快速增长。2009 年末比 2008 年末增长 21.81%，主要是由于销售规模的扩大而导致流动资产增加。

报告期内，公司资产结构保持稳定。流动资产占公司资产总额的比重较大，资产保持较高流动性，主要原因是：①公司近年业务高速发展，但受厂房面积的限制，生产线无法相应扩充；②房屋建筑物等由于取得时间较早，且地处郊区，原值相对较低；③本公司主要面向行业客户提供包括硬件、软件、服务在内的行业应用整体解决方案，公司产品服务流程较长，收入确认的周期也较长，公司在整个销售流程中需要在货币资金、应收账款、存货等流动资产上投入大量资金以支持业务的发展。

公司本次募集资金大部分将用于扩充产能的马尾生产基地项目，项目建成投产后将有效缓解公司产能压力，同时固定资产所占比重也将提高。

2009 年末货币资金余额较 2008 年末增长了 56.96%，主要是因为公司 2009 年度销售规模扩大(营业收入同比增长 30.81%)，且货款回收及时；另一方面，随着公司与供应商谈判地位的提升，2009 年公司以票据方式与供应商结算采购款的金额亦有较大幅度的增加。

其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金。2009 年末其他货币资金余额包括开具银行承兑汇票保证金 4,345.51 万元、保函保证金 960.16 万元、信用证保证金 71.24 万元。

公司一年期以内应收账款所占比例很高，其中大部分账龄在三个月以内，2007 年末、2008 年末、2009 年末三个月内应收账款比例分别为 77.73%、69.62%、75.02%。应收账款账龄结构合理，不存在账龄较长的大额应收账款。

报告期内，公司呈现良好的收入增长质量。2008 年，在主营业务收入增长的情况下，公司应收账款同比下降 12.35%；2009 年，公司主营收入同比增长了 31.68%，应收账款仅同比增长 2.82%。

2008 年账龄 1-2 年的应收账款同比增加 1,593 万元，主要原因是：锐捷网络 2007 年 12 月销售于农业银行各分支行的网络设备合同（总金额 4,506 万元）系由农业银行总行统购分签，货款由各分支行支付。截至 2008 年底，该销售合同的标的货物已全部发出，但由于部分分支行尚未安装使用，由此产生 1,623 万元的应收账款。

报告期内，公司主营业务收入快速增长。2008 年，在全球经济、金融环境以及我国电信业重组等因素的影响下，公司通讯业务受到较大的影响，网络设备同比略有下降，但瘦客户机及新兴产品从全年来看，仍保持了旺盛的市场需求，推动公司销售持续增长，全年实现主营业务收入 129,851 万元，同比增长 4.94%，显示了公司较强的抗风险能力和市场竞争力。2009 年，随着行业信息化的进一步发展，以及宏观经济的逐步好转，客户在 2008 年延缓的需求开始快速释放，推动公司三大主要业务保持快速增长。全年实现主营业务收入 170,982.27 万元，同比增长 31.68%。

本公司的主营业务收入具有明显的季节性特征，一般而言，年度内各个季度逐季增长，第一季度较少，而后逐季递增，第四季度最大。以半年度看，下半年销售收入占全年销售收入的比重大约在 60%-70%之间。

2007 年、2008 年、2009 年公司每年下半年的销售收入占当年销售收入的比例分别为 63.46%、62.3%、65.2%。

1、行业信息化蕴含的巨大市场需求，是公司业务持续增长的重要推动力。从大行业背景来看，已获通过的《电子信息产业调整振兴规划》明确提及，要推进第三代移动通信网络、下一代互联网、数字电视网络建设，形成 6,000 亿元以上的投资规模，带动国内产业发展。从细分市场来看，受行业信息化及信息大集中趋势的推动，以及网络技术升级换代的引领，网络设备、网络终端的市场需求将保持持续增长。随着信息化建设的不断推进，各行业的业务开展对信息化的依赖越来越高，网络规模也越来越大。信息化建设的需求，加上存量设备的升级改造需求，将推动网络设备、网络终端的市场容量进一步扩大。此外，随着电信业重组的完成，以及政策导向的明朗化，电信运营商的设备采购能力将在未来几年得到有效释放，亦将推动公司通讯产品业务的持续增长。

2、主要产品业务的突出市场地位将是公司持续增长的重要保障。

得益于持续、大量的研发投入，公司企业级网络设备的核心技术的跟随能力处于国内领先地位，拥有自主知识产权的全系列产品，产品保持较高毛利率。未来年度，公司将始终贯彻“科技创新，融合应用”发展思路，积极加大对高端网络设备的技术开发力度，力争保持目前教育、金融行业的领先地位，同时积极开拓政府、医疗、网吧等企业级市场。在瘦客户机领域，本公司是中国最早从事瘦客户机研发、生产和销售的企业之一，独立掌握了图形网络终端的关键应用技术，拥有瘦客户机的远程管理技术、无缝存储技术、USB 映射技术、计算机外围设备共享服务器控制方法等多项核心技术，已发展成为中国瘦客户机第一品牌。近年来，在行业信息化应用的“大集中”趋势下，瘦客户机市场需求增势迅猛，应用迅速普及。随着行业的快速发展，公司将凭借在核心技术、市场地位的领先优势，以及与行业客户稳定的合作关系，逐步拉大与竞争对手的差距。无线通、ADSL Modem 产品的技术成熟，产品同质化程度高，厂商竞争的是规模经济，是产品的性价比。在激烈的市场竞争下，

低端、同质化的产品毛利被大幅压缩，自主研发能力较强的厂商都开始针对特定使用群体设计开发个性化的产品。本公司是无线通市场的先入者，无线通产品在“村通工程”过程中表现突出，与移动运营商建立了长期、良好的合作关系，近几年市场占有率都保持在行业前三位。近年，公司凭借自主创新的技术开发能力，以及在无线通市场的行业应用经验，积极开发毛利率较高的定制化行业信息终端产品，公司无线通产品正从简单的语音产品向农村信息机、行业信息机等高附加值的行业信息终端过渡，其中，农村信息机有望成为无线通产品线下一个高速增长点。经过前几年的市场竞争，目前 ADSL Modem 市场竞争格局和毛利率都已较为稳定，市场占有率排名前五位的厂商都具有出色的成本控制能力和良好的产品知名度。就整体市场需求而言，未来几年内 ADSL 宽带用户将继续保持强劲增长，中国电信宽带极速之旅、中国网通宽带 e 线生活等市场推广活动加速了宽带的普及进程，业内主流供应商都将分享行业成长红利。2006 年，本公司 ADSL Modem 的市场占有率排名第五，在自主品牌、独立销售的专业终端设备厂商中排名第二；凭借突出的产品性价比和品牌形象，本公司从 2006 年开始获得部分局端设备厂商的大规模 OEM 合作，产品的实际市场份额迅速上升。

#### 4、数据统计

##### 4.1 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	18.53	15.53	12.94	2.65
上证综合指数成份	16.38	14.1	11.81	2.39
沪深 300 成份	15.33	13.38	11.22	2.33
通信设备制造业	44.17	32.75	26.02	4.76

数据来源：大通研发中心、wind

## 4.2 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
002421	达实智能	2010-06-03	20.5	2000	64.06	0.37%	46.23%
002422	科伦药业	2010-06-03	83.36	6000	48.16	3.10%	3.52%
002423	中原特钢	2010-06-03	9	7900	47.37	1.60%	13.20%
002424	贵州百灵	2010-06-03	40	3700	52.63	1.02%	3.88%
002417	三元达	2010-06-01	20	3000	54.05	0.56%	29.47%
002418	康盛股份	2010-06-01	19.98	3600	46.57	1.43%	-4.55%
002419	天虹商场	2010-06-01	40	5010	46.51	2.36%	-6.81%
002420	毅昌股份	2010-06-01	13.8	6300	48.76	1.68%	5.49%
		平均值	30.83	4688.75	51.0138	1.51%	11.31%
<b>002396</b>	<b>星网锐捷</b>	/	<b>23</b>	<b>4400</b>	<b>40.38</b>	/	/

数据来源：大通研发中心、wind

## 5、首日估值预测及分析

### 5.1 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 11.3%。根据星网锐捷发行价、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，我们给予星网锐捷首日涨幅 10-25%，相对应股价为 25.3-28.75 元。

### 5.2 PE 估值

从发行 40 倍 PE 来看，显然高出市场 16 倍 PE。因此从整个市场角度看属于偏高估。从其所属的通信设备制造业板块 44 倍的 PE 来看，属于相对低估。如果按照首日 60 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 50%，相对应股价为 34.5 元。

综合来看我们给予星网锐捷首日涨幅区间 10-30%，相对应波动价格区间为 25.3-30 元。

## (二) 誉衡药业 002437

### 1、公司介绍

公司以骨科用药、抗肿瘤、抗生素、营养药物为研发重点，产品涵盖骨科药物、风湿类药物、抗肿瘤药物、消化系统用药、呼吸系统用药、心脑血管药物、肝病用药、妇科用药和抗生素等领域。公司现拥有通过国家 GMP 认证的小水针、冻干粉针、头孢类冻干粉针、胶囊、片剂、栓剂、粉针灌装、肿瘤药品八大品系的自动化生产线，具有年产水针剂 1,500 万支、普通冻干粉针剂 500 万支、肿瘤冻干粉针 55 万支和部分片剂、栓剂和胶囊剂的生产能力。松梅乐(鹿瓜多肽注射液)在内的多个产品进入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》，也是国家发改委给予单独定价的产品。“松梅乐”被评为黑龙江省著名商标。

### 2、近3年财务数据

	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
每股收益	1.2403	1.0091	1.9673
每股收益(扣除)	1.2305	1.0030	1.8161
每股净资产	2.74	1.85	3.64
净资产收益率	45.29%	54.60%	54.05%
主营收入	4.30 亿	2.76 亿	1.64 亿
每股现金流	0.44	0.01	0.21
每股经营性现金流	1.63	0.55	1.38

### 3、董事会经营分析

报告期内公司加权平均净资产收益率、毛利率、销售净利率有所下降。

2008 年公司加权平均净资产收益率、销售净利率下降，主要是由于：①2007 年进行股票投资获得投资收益 580.96 万，而 2008 年没有相应收益；②2008 年公司对四川地震捐赠药品，影响利润 114.64 万元；③2008 年公司销售结构发生变化，药品代理销售业务比重从 20.25% 上升至 27.29%，而代理产品的毛利率较低，导致销售净利率降低；④公司为扩大销售，增加了市场推广、市场维护、销售网络建设等方面的投

入，因此销售费用较 2007 年大幅增加；⑤2008 年公司筹办上市事宜，管理费用等较 2007 年有所增加。

2009 年公司加权平均净资产收益率、销售净利率下降，主要是由于：①2009 年公司所得税费用增加；②2009 年公司药品代理销售业务销售收入快速增长，而药品代理销售业务毛利率相对较低，导致公司总体毛利率和销售净利率降低；③公司为扩大销售，增加了市场推广、市场维护、销售网络建设等方面的投入，销售费用继续增加。

报告期内公司加权平均净资产收益率、毛利率、销售净利率有所下降，但销售收入和利润总额仍保持高速增长。

报告期内公司营业收入快速增长，2007 年、2008 年、2009 年分别为 16,411.30 万元、27,561.02 万元、42,992.90 万元，2008 年、2009 年分别较上年同期增长 67.94%、55.99%。报告期内公司利润总额和净利润也持续快速增长，2008 年利润总额和净利润分别比 2007 年增长 41.63%、41.72%，2009 年利润总额和净利润分别比 2008 年同期增长 39.83%和 22.92%。目前，公司不断进行技术研发，不断提升生产效率、降低生产成本、开发新的产品，提高公司盈利能力。

#### 4、数据统计

##### 4.1 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	18.53	15.53	12.94	2.65
上证综合指数成份	16.38	14.1	11.81	2.39
沪深 300 成份	15.33	13.38	11.22	2.33
医药制造业	34.57	29.39	24	5.79

数据来源：大通研发中心、wind

## 4.2 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
002421	达实智能	2010-06-03	20.5	2000	64.06	0.37%	46.23%
002422	科伦药业	2010-06-03	83.36	6000	48.16	3.10%	3.52%
002423	中原特钢	2010-06-03	9	7900	47.37	1.60%	13.20%
002424	贵州百灵	2010-06-03	40	3700	52.63	1.02%	3.88%
002417	三元达	2010-06-01	20	3000	54.05	0.56%	29.47%
002418	康盛股份	2010-06-01	19.98	3600	46.57	1.43%	-4.55%
002419	天虹商场	2010-06-01	40	5010	46.51	2.36%	-6.81%
002420	毅昌股份	2010-06-01	13.8	6300	48.76	1.68%	5.49%
		平均值	30.83	4688.75	51.0138	1.51%	11.31%
002437	誉衡药业	/	50	3500	54.35	/	/

数据来源：大通研发中心、wind

## 5、首日估值预测及分析

### 5.1 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 11.3%。根据誉衡药业发行价、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，我们给予誉衡药业首日涨幅 5-20%，相对应股价为 52.5-60 元。

### 5.2 PE 估值

从发行 54 倍 PE 来看，显然高出市场 16 倍 PE。因此从整个市场角度看属于偏高估。从其所属的医药制造业板块 34 倍的 PE 来看，属于相对高估。如果按照首日 60 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 11.1%，相对应股价为 55 元。

综合来看我们给予誉衡药业首日涨幅区间 5-20%，相对应波动价格区间为 52-60 元。

### （三）江苏神通 002438

#### 1、公司介绍

公司是中国阀门行业的骨干企业，致力于为各大船厂及船舶配套企业提供优质的船用阀门产品和服务。从事应用于冶金领域的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统、焦炉烟气除尘系统、煤气管网系统的特种阀门以及应用于核电站的核级蝶阀、核级球阀、非核级蝶阀、非核级球阀等，产品主要有球阀、蝶阀、止回阀、截止阀、止回阀、闸阀、非标阀等六大类 145 个系列。“大口径法兰连接蝶阀”、“多层次斜板式金属硬密封蝶阀”、“核电阀门”被列入国家级火炬计划，“大口径法兰连接蝶阀”、“非金属硬密封球阀”被列入国家级星火计划项目。“神通”牌和“蝶球”牌核电阀门、冶金特种阀门销售到土耳其、印度、巴基斯坦等。

#### 2、近3年财务数据

	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
每股收益	0.5258	0.4314	0.4016
每股收益(扣除)	0.4957	0.4204	0.3556
每股净资产	2.19	1.77	1.33
净资产收益率	23.99%	24.43%	30.09%
主营收入	2.86 亿	2.88 亿	2.15 亿
每股现金流	0.21	0.21	0.23
每股经营性现金流	0.46	0.31	0.38

#### 3、董事会经营分析

从产品分类收入构成来看，公司报告期的主营业务收入主要来源于蝶阀、盲板阀的销售，2009 年、2008 年和 2007 年其合计占主营业务收入的比重分别为 76.28%、72.42%和 64.80%；其中，蝶阀占主营业务收入比重分别为 52.97%、43.67%和 39.32%，盲板阀占主营业务收入比重分别为 23.31%、28.75%和 25.48%。从增长率来看，最近三年蝶阀年复合增长率为 34.63%，在总体销售收入中保持持续增长。

从应用领域分类来看，报告期内公司主营业务收入主要来源于冶金阀门的销售，冶金阀门销售收入占主营业务收入的比重均在 70%以上。2007 年、2008 年和 2009 年公司核电阀门销售收入占主营业务收入的比重逐年上升，分别为 4.99%、14.96%、26.90%，公司产品销售结构进一步优化，盈利能力得到增强。

报告期内国家宏观经济形势良好，固定资产投资增幅较快，公司冶金特种阀门产品主要应用行业——钢铁行业也不例外，根据 wind 资讯统计数据，报告期内钢铁行业固定资产投资规模总体呈扩大势头，2008 年较上年增加 26.42%，2009 年受钢铁行业宏观调控影响，钢铁行业固定资产投资规模较 2008 年微降 1.05%。

此外，根据 wind 资讯统计数据，已上市的 39 家钢铁行业上市公司 2008 年总体固定资产投资规模较上年也呈扩大趋势，2008 年较上年增长 17.14%，2008 年钢铁行业固定资产投资规模的扩大带动了对冶金阀门的需求。

2009 年，受钢铁行业景气度下降影响及宏观调控政策影响，钢铁行业 2009 年固定资产投资规模增幅显著回落，全年投入与 2008 年基本持平，微降 1.05%。

公司冶金阀门 2009 年的销售量也基本与上年持平，但受原材料价格下跌影响，冶金阀门产成品销售价格回落，销售收入较上年下降 14.15%。

公司生产的冶金特种阀门主要应用于钢铁行业节能减排、环境保护领域，良好的产业发展政策为公司快速发展打下了坚实基础。2005 年 7 月，国家发改委发布《钢铁产业发展政策》提出：按照可持续发展和循环经济理念，提高环境保护和资源综合利用水平，节能降耗。最大限度地提高废气、废水、废物的综合利用水平，力争实现“零排放”，建立循环型钢铁工厂；2007 年 5 月，国务院发布《关于印发节能减排综合性工作方案的通知》（国发[2007]15 号），提出了“十一五”期间和 2007

年节能减排的具体计划，要求在钢铁等重点行业推广一批潜力大、应用面广的重大节能减排技术；同时，为应对全球性金融危机，国家发改委 2008 年发布了《关于组织申报资源节约和环境保护 2009 年中央预算内投资备选项目的通知》，把钢铁行业干熄焦、TRT 发电、纯烧高炉煤气锅炉等节能技术改造项目作为备选项目。以上这些政策的落实为公司冶金特种阀门带来了新的市场机遇。在国家节能减排产业政策的推动下，虽然 2009 年钢铁行业景气度下降，且钢铁行业纯粹扩大产能的新建项目大大减少，但公司冶金特种阀门在新建淘汰落后产能、技术改造和维修领域的销售量与 2008 年总销量基本持平。

综上所述，报告期公司冶金阀门销售收入的变化是与相关行业的发展状况和国家节能减排的产业政策相一致的。

与此同时，国家大力发展核电的宏观政策对报告期公司核电阀门销售收入增长也产生了较明显的影响。相对于燃煤、油、天然气的火电来说，核电是一种清洁、安全、经济的能源；相对于水电和风电来说，水电和风电都依赖于自然资源，未来的开发成本将越来越高，而核电的发展则相反，随着技术的不断成熟，核电的建设成本将越来越低。因此，大力发展和利用核能将成为我国的重要能源战略。

2006 年 3 月 22 日，国务院常务会议审议并原则通过《核电中长期发展规划(2005-2020 年)》，确定我国核电的发展方向将由“适度发展”转向“积极推进”，计划在 2020 年达到核电装机运行规模 4,000 万千瓦、在建 1,800 万千瓦的目标，并通过国际招标引进第三代压水堆核电技术。另外，国家能源局对核电中长期发展规划的修改意见是到 2020 年我国核电运行装机容量应调整为 7,000 万千瓦，在建 3,000 万千瓦<sup>①</sup>。

自 2008 年起，我国核电建设进入快速发展阶段，截至 2008 年 6 月，我国在建的核电机组为 8 台，到 2008 年末我国在建的核电机组增加到 14 台，而截至 2009 年末，我国在建的核电机组进一步增加到 22

台，成为在建核电规模最大的国家。报告期内，公司抓住核电发展带来的重大市场机遇，核电阀门销售收入呈现逐年大幅度上升趋势，2009年、2008年较上年同期分别增长79.54%、303.85%，核电阀门销售收入占主营业务收入的比重大幅度上升，从2007年的4.99%上升到2009年的26.90%。

#### 4、数据统计

##### 4.1 所属板块及整个市场估值

板块名称	市盈率 (TMM, 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	18.53	15.53	12.94	2.65
上证综合指数成份	16.38	14.1	11.81	2.39
沪深 300 成份	15.33	13.38	11.22	2.33
轴承、阀门制造业	35.61	23.3	15.86	3.38

数据来源：大通研发中心、wind

##### 4.2 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
002421	达实智能	2010-06-03	20.5	2000	64.06	0.37%	46.23%
002422	科伦药业	2010-06-03	83.36	6000	48.16	3.10%	3.52%
002423	中原特钢	2010-06-03	9	7900	47.37	1.60%	13.20%
002424	贵州百灵	2010-06-03	40	3700	52.63	1.02%	3.88%
002417	三元达	2010-06-01	20	3000	54.05	0.56%	29.47%
002418	康盛股份	2010-06-01	19.98	3600	46.57	1.43%	-4.55%
002419	天虹商场	2010-06-01	40	5010	46.51	2.36%	-6.81%
002420	毅昌股份	2010-06-01	13.8	6300	48.76	1.68%	5.49%
		平均值	30.83	4688.75	51.0138	1.51%	11.31%
002438	江苏神通	/	22	2600	59.46	/	/

数据来源：大通研发中心、wind

## 5、首日估值预测及分析

### 5.1 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 11.3%。根据江苏神通发行价、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，我们给予江苏神通首日涨幅 20-40%，相对应股价为 26.4-30.8 元。

### 5.2 PE 估值

从发行 59 倍 PE 来看，显然高出市场 16 倍 PE。因此从整个市场角度看属于偏高估。从其所属的轴承、阀门制造业板块 35 倍的 PE 来看，属于相对高估。如果按照首日 70 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 18.6%，相对应股价为 26 元。

综合来看我们给予江苏神通首日涨幅区间 15-35%，相对应波动价格区间为 25-30 元。

## （四） 启明星辰 002439

### 1、公司介绍

公司是一家拥有完全自主知识产权的网络安全产品、服务与解决方案的提供商，我国自主创新重要的民族品牌和网络安全行业的领导者，也是入侵检测与防御、漏洞扫描、统一威胁管理网关(UTM)、安全合规性审计、安全专业服务和安全管理平台(SOC)的市场领导者。覆盖全国的渠道体系和技术支持中心为遍及全国 32 个省市自治区的政府、军队、军工、金融、电信、能源、交通、制造、媒体、烟草、教育等行业用户提供着可信的安全保障。2008 年北京奥运会、残奥会期间，成为北京奥组委最大信息安全产品、服务及解决方案提供商、奥帆委唯一信息安全供应商。

## 2、近3年财务数据

	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
每股收益	0.7033	0.6419	1.2782
每股收益(扣除)	0.5677	0.5091	1.0465
每股净资产	4.56	3.83	2.62
净资产收益率	15.43%	16.75%	26.22%
主营收入	3.04 亿	2.73 亿	2.36 亿
每股现金流	-0.23	0.75	1.13
每股经营性现金流	0.93	0.63	0.71

## 3、董事会经营分析

公司 2007 年至 2009 年主营业务收入持续、稳定增长，三年年均复合增长率达到 12.79%，2009 年主营业务收入达到 29,828.29 万元。

报告期内公司主营业务收入持续、稳定增长的主要原因是：

(1)公司在报告期内不断推出新产品，以及推出同一产品的高、中、低端型号产品，满足了不同用户的需求；

(2)公司为客户提供特定网络安全解决方案的能力大幅提高，可以针对客户提供专业化、个性化服务及产品，带动了相关产品和服务销售的增加；

(3)增大了对中小客户市场开发的力度，并逐步增加了对中小客户的销售收入，同时降低了对大客户的依赖；

(4)对全国市场的持续开发，地区布局更广泛，市场覆盖率提高；

(5)受金融危机影响，公司主要客户的投资结构产生了一定程度变化，其在安全领域的投资更加侧重于基础设施建设和安全服务，因而在一定程度上支撑了偏基础设施的安全网关业务和安全服务业务增长，同

时偏安全风险管理的安全监管、安全检测和平台工具三个业务方向受到了一定影响，因此这三部分营业收入同比有所下降。此外，上述几部分业务的变化趋势也和公司将研发投入的重点偏向于安全网关领域有关。

由上面分析可知，由于公司目前的主要客户是政府机构、电信、金融等单位，这些客户采购采取集中采购制度和预算管理制度，一般为下半年制订次年年度预算和固定资产投资计划，审批通常集中在次年上半年，采购招标一般则安排在次年年中或下半年。

因此，公司在每年上半年销售较少，至年中（一般从 7、8 月份开始）销售订单开始明显增加，加之公司信息安全软件产品的特殊性（在客户安装完硬件产品、其他软件产品后在正式使用前方安装安全软件产品），交货、安装、调试和验收则集中在下半年尤其是第四季度。该特点使得公司的销售具有较强的季节性变化特征。

可见，公司营业收入的季节性因素特征非常强，从最近三年间的平均数据看，第四季度一个季度实现的营业收入占到全年的 55.74%；第一季度占比最少，仅为 10.18%；第二季度和第三季度收入平均占比基本持平，均为 17%左右。

从毛利构成来看，公司毛利主要来源于安全产品销售和安全服务，其中安全产品销售占公司毛利总额的比例在报告期保持在 66%-82%之间；安全服务毛利金额和比例也呈上升趋势，毛利由 2007 年度的 2,309.36 万元、占比 15.68%，上升到 2009 年的 7,361.02 万元、占比 33.09%。公司硬件及其他产品类别占公司毛利金额和比例均较小，硬件及其他为第三方外购产品，主要是网络安全解决方案中集成了其他厂商的产品，并且该部分产品市场较为成熟、竞争激烈，因而毛利率也较低，对公司经营状况不会产生较大影响。

(1)安全软件产品毛利率水平变动及未来趋势分析公司报告期安全软件毛利率水平较高，总体没有较大波动。造成该产品毛利率水平较高的主要原因是：

第一，品牌优势。公司的IDS、IPS、UTM、审计等产品在各自的细分产品市场领域处于领导地位，领导厂商的地位提高了公司该类产品的毛利率水平。

第二，技术优势。公司各安全产品均拥有自主知识产权，并且不断通过研究开发新技术，保持产品的技术领先优势，确保公司能够更好更快地满足客户的需求。

第三，安全方案完整性优势。公司是目前国内能够提供安全服务、安全平台、全系列安全产品的厂商，拥有完备的业务布局，由此在满足客户较大规模的安全建设方案的同时，能够形成公司的整体优势与竞争壁垒。

第四，布局高端产品，不断推出新产品。各产品不断推出更高端产品型号，替代原有产品，以保持价格和毛利率的稳定。

同时，公司善于抓住市场机会：不断挖掘新的市场机会，发现新的增长点：如公司适时推出业务安全审计产品、安星产品化服务等，引领市场的发展。

第五，优质的客户资源。如前所述，公司拥有稳定数量众多的优质客户，并为之建立了长期的信任与合作关系，客户二次采购直接将公司列为优先考虑的厂商，增强了公司的稳定、可持续发展能力，降低了开拓市场的成本。

第六，采用先进的内部管理措施。突出的两点是，一是公司采用先进的产品供应链管理，有效降低了采购成本，提高了配送效率。二是公司先进的财务管理系统，有效提升了公司的财务管理能力和水平。

公司管理层相信，基于对公司状况和优势的深入分析，未来安全产品的毛利率仍将保持较高水平。

(2) 安全服务毛利率水平变动及未来趋势分析信息安全服务项目的盈利模式分成两种类型，一类是高端的、复杂的、客户个性化项目，成本较高但多为大额合同；一类是中低端、简单通用项目，单个金额不高，但是项目数量巨大。未来随着用户对安全服务重要性和必要性认识的不断提高，安全服务市场的规模将快速增长。从具体业务分类来看，随着信息安全环境日益严峻，即使是大型企业和机构也越来越难以独自应对安全系统的复杂性和实时性要求，针对性的安全服务需求将大幅增长，公司在这类业务上的单笔平均合同额有望上升、毛利率可以保持稳定；而大量中小企业安全技术人员匮乏的状况，将催生通用的专业安全服务和信息安全运维外包服务(如安全托管等业务)的繁荣，随着业务量上升，规模经济效应将显现，此类业务的毛利率有望稳中有升。公司作为国内安全服务领域的领导厂商，利用品牌和核心技术的优势，以及对于客户群的把握，在高端服务市场中占据有利位置，选择利润率较好的优质项目群，提高毛利率；公司在安全工具类产品和安全平台类产品中占据业界领先地位，利用工具化和平台化的优势，得以大大降低中低端服务市场中项目的成本，从而保证毛利率的稳定，并随着服务整体规模的增加得以逐步提升毛利率水平。

#### 4、数据统计

##### 4.1 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	18.53	15.53	12.94	2.65
上证综合指数成份	16.38	14.1	11.81	2.39
沪深 300 成份	15.33	13.38	11.22	2.33
计算机应用服务业	62.84	40.55	30.56	5.99

数据来源：大通研发中心、wind

## 4.2 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
002421	达实智能	2010-06-03	20.5	2000	64.06	0.37%	46.23%
002422	科伦药业	2010-06-03	83.36	6000	48.16	3.10%	3.52%
002423	中原特钢	2010-06-03	9	7900	47.37	1.60%	13.20%
002424	贵州百灵	2010-06-03	40	3700	52.63	1.02%	3.88%
002417	三元达	2010-06-01	20	3000	54.05	0.56%	29.47%
002418	康盛股份	2010-06-01	19.98	3600	46.57	1.43%	-4.55%
002419	天虹商场	2010-06-01	40	5010	46.51	2.36%	-6.81%
002420	毅昌股份	2010-06-01	13.8	6300	48.76	1.68%	5.49%
		平均值	30.83	4688.75	51.0138	1.51%	11.31%
002439	启明星辰	/	25	2500	58.97	/	/

数据来源：大通研发中心、wind

## 5、首日估值预测及分析

### 5.1 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 11.3%。根据启明星辰发行价、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，我们给予启明星辰首日涨幅-10-10%，相对应股价为 22.5-27.5 元。

### 5.2 PE 估值

从发行 59 倍 PE 来看，显然高出市场 16 倍 PE。因此从整个市场角度看属于偏高估。从其所属的计算机应用服务业板块 63 倍的 PE 来看，属于相对合理。如果按照首日 60 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 1.69%，相对应股价为 25.4 元。

综合来看我们给予启明星辰首日涨幅区间-10-10%，相对应波动价格区间为 22.5-27.5 元。

### 三、本期申购策略

#### (一) 申购收益敏感性分析

我们预测本次网上申购冻结资金在3300-3600亿元。

##### 1、星网锐捷002396网上申购首日收益预测

网上冻结资金预测（亿元）	网上中签率预测	首日平均涨幅预测		
		10%	15%	25%
		首日申购收益预测		
858	0.944%	0.094%	0.142 %	0.236%
936	0.865%	0.086%	0.13 %	0.216%

结论：我们预测星网锐捷网上申购收益波动区间在0.086-0.236%，中值为0.161%。

##### 2、誉衡药业002437网上申购首日收益预测

网上冻结资金预测（亿元）	网上中签率预测	首日平均涨幅预测		
		5%	10%	20%
		首日申购收益预测		
1122	1.25%-	0.063%	0.125%	0.25%
1224	1.14%	0.057%	0.114%	0.228%

结论：我们预测誉衡药业网上申购收益波动区间在0.057-0.25%，中值为0.154%。

##### 3、江苏神通002438网上申购首日收益预测

网上冻结资金预测（亿元）	网上中签率预测	首日平均涨幅预测		
		15%	20%	35%
		首日申购收益预测		
792	0.58%	0.087%	0.116%	0.203%
864	0.53%	0.080%	0.106%	0.186%

结论：我们预测江苏神通网上申购收益波动区间在0.08-0.203%，中值为0.142%。

#### 4、启明星辰002439网上申购首日收益预测

网上冻结资金预测（亿元）	网上中签率预测	首日平均涨幅预测		
		-10%	0%	10%
		首日申购收益预测		
528	0.95%	-0.095%	0%	0.095%
576	0.87%	-0.087%	0%	0.087%

结论：我们预测启明星辰网上申购收益波动区间在-0.087-0.095%，中值为0.004%。

## （二）结论及建议

通过网上申购收益敏感性分析，我们认为首先申购星网锐捷 002396；其次申购誉衡药业 002437，第三申购江苏神通 002438，由于启明星辰有破发可能因此不建议申购。

**—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

## ● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料, 我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