



2010 年 7 月 30 日

8 月 2 日乾照光电等三只新股申购策略

—创业板专题研究报告之四十

创业板研究小组

吕丽华

+86 755 83199599 – 8202

执业证号: S1030207080530

lvlh@csc.com.cn

顾静

+86 755 83199599 – 8206

执业证号: S1030209100570

gujing@csc.com.cn

王斌卿

+86 755 83199599 – 8129

执业证号: S1030209080560

wangbq@csc.com.cn

- **该批新股发行概况。**随着创业板市场行情的继续回温,新股发行高估值和超募比例再度抬头,该 3 只新股平均发行市盈率 60.03 倍、平均超募比例 2.87 倍,网上募集资金规模合计 20.27 亿元,单户最多可以动用申购资金 186.23 万元。
- **该批新股业绩特征分析。**从成长性看,3 只新股 09 年平均业绩增速低于已上市的 98 只个股的平均水平,总体呈现增收大于增利现象,其中乾照光电的盈利增速 09 年放缓最明显;而乐视网的业绩增速 09 年虽放缓,但仍保持高速增长之态;达刚路机 09 年业绩增速也略有减缓,但营业收入保持稳定增长态势。从盈利能力看,3 只新股 09 年整体盈利能力高于已上市的 93 只新股的平均水平,以乾照光电的总体盈利水平相对较高,主要是公司技术先进,产品质量优良,且资源利用效率高。
- **该批新股基本面特征。**乾照光电为国内 LED 芯片及太阳能电池外延片的领先者,是国内最大的四元系红、黄光 LED 芯片供应商之一,也是国内最大的能够批量生产三结砷化镓太阳能电池外延片的企业之一,处于国内领先、国际先时的水平。达刚路机是国内路面机械行业的技术领先者,产品定位于路面机械的高端市场,个性化强,技术含量高,08 年在智能型沥青洒布车 08 年市场占有率为 31.25%。乐视网为国内领先的正版网络视频服务商,视频服务已覆盖 PC、手机和 TV 等三个主要消费终端。
- **申购策略。**从本轮的申购发行安排看,该 3 只新股的发行与主板的珠江啤酒、嘉事堂、沪电股份、际华集团的网上申购重叠。参考近期的网上新股申购冻结资金规模,并考虑到市场向好的热情,预计参与本轮网上申购该 3 只新股的冻结资金约 3000-3500 亿元,本批中签率约在 0.57%-0.68%之间。我们依然从基本面择优申购新股品种,该批 3 只新股中,乾照光电的基本面相对优势较强,且 Wind 资讯统计显示,机构对该只新股未来三年净利润快速增长也比较看好。因此,我们建议优选申购乾照光电,其次是达刚路机。
- **风险提示:**新股存股价持续走低或破发风险。

该批新股发行概况

8月2日乾照光电、达刚路机和乐视网等3家创业板公司进行网上网下申购。

从该批公司的发行情况看,3只新股平均发行市盈率较之前一批(7月26日大幅攀升,达到60.03倍;平均超募比例2.87倍,也较之前一批(7月26日)略有回升,主要原因是受近期二级市场走势不断回升的影响,因而该批公司的询价也水涨船高,基本接近5月初的平均发行市盈率水平。

Figure 1 8月2日发行的3只创业板新股情况

代码	名称	发行价格 (元/股)	PE(发行 后)	发行数量(万股)			募集资金(亿元)		
				总计	网下配售数量	网上发行数量	预计募资	实际募资	超募比例
300102.SZ	乾照光电	45.00	70.31	2,950	590	2,360	2.7858	13.2750	4.7652
300103.SZ	达刚路机	29.10	43.43	1,635	327	1,308	4.5037	4.7579	1.0564
300104.SZ	乐视网	29.20	66.36	2,500	500	2,000	2.6185	7.3000	2.7879
	平均		60.03						2.8698
	合计						9.9080	25.3329	

资料来源:各公司首次公开发行并在创业板上市发行公告、世纪证券研究所

Figure 2 8月2日发行的3只创业板新股实际控制人和所属行业

股票代码	股票简称	成立日期	实际控制人	所属行业
300102.SZ	乾照光电	2006年02月21日	邓电明、王向武、王维勇	半导体光电行业
300103.SZ	达刚路机	2002年05月16日	孙建西、李太杰夫妇	专用设备制造行业 - 路面机械行业
300104.SZ	乐视网	2004年11月10日	贾跃亭先生	传媒行业 - 网络视频服务行业

资料来源:各公司招股意向书、世纪证券研究所

该批新股业绩特征分析

从乾照光电、达刚路机和乐视网等3家公司实现营业收入和归属于母公司股东的净利润看,2009年平均分别为1.57亿元、5,822.79万元,平均营业收入低于、但平均净利润高于已上市的98家公司。

其中,该批中乾照光电的盈利规模为最大,09年实现营业收入和归属于母公司股东的净利润分别为1.92亿元、8,406.99万元,盈利规模较主板可比公司三安光电要低;达刚路机的盈利规模居其次,09年实现营业收入和归属于母公司股东的净利润分别为1.34亿元、4,614.38万元,远低于A股中筑养路机械行业中可比公司的平均水平;乐视网09年实现营业收入和归属于母公司股东的净利润分别为1.46亿元、4,447

万元，盈利规模略低于同行业可比公司的平均水平。

从3家公司的成长性看，09年营业收入同比增长率平均为50.17%，同比下降32.59个百分点；归属于母公司股东的净利润同比增长率平均为30.46%，同比下降80.65个百分点；且与已上市的98家公司的平均营业收入增速和净利润增速28.08%、47.95%的平均水平相比，该批公司呈现增收大于增利。其中，乾照光电的盈利增速09年放缓最明显；而乐视网的业绩增速09年虽放缓，但仍保持高速增长之态，尤其是营业收入增速09年仍达到98%；达刚路机09年业绩增速也略有减缓，但营业收入保持稳定增长态势。

乾照光电09年盈利增速放缓的主要原因是：(1)2007年、2008年公司分别购买了两台MOCVD设备，并于当年投入使用，产能及产量迅速提高。而2009年公司只有一台MOCVD用于砷化镓太阳能电池外延片生产，产量不足，2009年产能利用率高达99.76%，砷化镓太阳能电池外延片销量比上年同期减少14.76%；(2)受2008年开始的全球金融危机影响，2009年居民消费品及生产资料价格均呈下降趋势，市场对公司产品降价压力增加，导致高亮度四元系LED芯片每千粒平均销售价格下降幅度较大，同比下降28.84%；(3)2007年、2008年，公司处于免税期，不需缴纳所得税，而2009年减按15%的税率征收。

达刚路机09年业绩增速减缓的主要原因是：2009年主要是市场竞争逐渐加剧，公司主动调整销售策略，公司主要产品价格下调，尤其是智能型沥青洒布车和沥青碎石同步封层车的销售均价分别下调了约9%和15%，直接造成主营业务毛利率较上年下降了3.98个百分点。

乐视网09年营业收入继续保持高速增长，而业绩增速虽有减缓但依然保持高增长的主要原因是：(1)网络视频服务行业进入快速发展期，并向成熟发展期演进；(2)坚持“合法版权+用户培育+平台增值”的经营模式，培育出大量用户。公司提供的互联网高清视频付费服务累积达900万人次以上，保持年均60%以上速度增长，2009年公司在互联网视频个人付费领域占有11%以上的市场份额。截至2009年12月31日，公司拥有日独立访问用户约580万人，日均PV约达4,600万浏览量。公司推出的P2P客户端累积下载安装量约3,500万次，年下载量保持了70%速度增长；(3)2009年加大了固定资产和影视剧版权购买，导致固定资产折旧和版权摊销等固定成本迅速增加，而收入增速缓于该等费用的增速，导致毛利率同比下降12.77个百分点。

Figure 3 8月2日发行的3只创业板新股营业收入和净利润增速

证券代码	证券简称	营业收入同比增长率%		净利润同比增长率%		2007年-2009年复合增长率%	
		2008年	2009年	2008年	2009年	营业收入	净利润

300102.SZ	乾照光电	120.05	23.95	198.33	27.48	65.15	95.01
300103.SZ	达刚路机	28.84	28.57	29.07	16.91	28.70	22.84
300104.SZ	乐视网	99.39	97.99	105.92	46.99	98.69	73.98
	平均	82.76	50.17	111.11	30.46	58.36	61.02

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

从盈利能力的考察指标净资产收益率、净利率、毛利率看, 3 家公司的 09 年的平均水平为 33.86%、36.25%、59.69%, 整体盈利能力要高于已上市的 98 家创业板公司的平均水平(净资产收益率、净利率、毛利率分别为 30.35%、21.75%、43.88%)。

综合来看, 乾照光电的总体盈利水平相对较高, 且高于同行业可比公司三安光电, 主要原因有: (1) 公司技术先进, 产品质量优良。公司研发投入占同期营业收入在 5% 以上; 批量生产的高亮度四元系红黄光 LED 芯片亮度、发光效率及可靠性均处于国内领先水平; 以自主研发和拥有多项 MOCVD 核心技术生产的空间用三结砷化镓太阳能电池外延片, 其加工制成的电池产品光电转化效率达到 7%-29%, 处于国际先进、国内领先的水平。(2) 原材料采购价格较低。(3) 资源利用率较高。2008 年公司高亮度四元系 LED 外延片、砷化镓太阳能电池外延片产能利用率为分别为 90.17%、104.52%。从人力资源利用看, 公司 2008 年人均营业收入为 66.93 万元, 较三安光电人均营业收入 52.18 万元高 28.27%。公司 2009 年人均营业收入为 56.77 万元, 较三安光电人均营业收入 42.83 万元高 32.54%。公司产能利用率及人均营业收入高, 单位产品承担的折旧、人工及其他固定成本低于三安光电水平。

达刚路机是专业从事沥青公路筑养路机械设备的研制开发、生产销售和技术服务的高新技术企业, 目前我国沪深两市尚无相同或基本相似产品的公司。但与主营产品均为筑养路机械的三一重工、山河智能、中联重科、山推股份、太原重工和徐工机械等六家上市公司比较, 公司的毛利率水平大大高于可比上市公司的平均水平, 主要原因是公司专业从事沥青筑养路机械设备的研制和生产销售, 研发实力强, 产品科技含量高, 是沥青公路机械设备生产制造的行业领先者, 因此能获得超额利润。此外, 公司不断强化生产管理、提高生产效率和单位产出、严格控制成本, 也是公司能保持较高毛利率的重要原因。

乐视网与同行业可比公司相比, 盈利能力略低, 主要是具体业务存在一定的差异, 且公司新增客户的边际成本相对较高。

Figure 4 8月2日发行的3只创业板新股盈利能力指标(2009年)

证券代码	证券简称	净资产收益率-加权%	净利率%	毛利率%
300102.SZ	乾照光电	38.58	43.68	58.95
300103.SZ	达刚路机	36.02	34.55	54.13
300104.SZ	乐视网	26.99	30.52	66.00
平均		33.86	36.25	59.69

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

该批新股定价分析

乾照光电(300102): 国内LED芯片及太阳能电池外延片的领先者

公司概况: 公司是国内最大的四元系红、黄光LED芯片供应商之一,其封装后产品已广泛应用于背光源、夜景工程、交通灯、电子设备、显示屏、汽车等众多领域;同时公司也是国内最大的能够批量生产三结砷化镓太阳能电池外延片的企业之一,批量产品平均光电转换效率为27%-29%,处于国内领先、国际先时的水平;公司生产的空间用高效三结砷化镓太阳能电池外延片经进一步加工成电池片后作为空间飞行器电源,近年来已成功应用于我国研制的多颗卫星。

行业前景: (1) 目前我国LED市场总体规模将达到1,000亿元左右。2015年国内市场规模将达到5,000亿元以上,应用将以照明为主,重要的应用领域包括景观装饰、市政照明、背光应用、商业照明、汽车应用等。随着应用领域的不断拓展,高亮度四元系红、黄光LED的市场需求也在迅速增加,据初步预计,2012年国内高亮度四元系LED芯片的市场需求量将达到930亿粒。公司未来市场空间巨大。(2) 空间用砷化镓太阳能电池市场稳定且潜力巨大。从整体上看,国内空间用太阳能电池目前正处于由晶体硅太阳能电池向三结砷化镓电池过渡的时期,未来的空间用砷化镓太阳能电池市场将全部由国内企业分享在地面应用市场,国内聚光砷化镓太阳能电池尚未形成量产供应市场。目前整个产业链主要环节中试技术和产品已经完成,正在进入小规模电站试验阶段。未来将呈现快速增长态势。

竞争优势: 一是先进的技术与强大的研发能力;二是国内细分市场领导地位和经营优势;三是先进的设备和最具竞争力的产品组合;四是良好的覆盖国内主要客户的直销网络。

募投项目: 本次募集资金将用于高亮度四元系(AIGaInP)LED外延片及芯片项目(扬州)、高亮度四元系(AIGaInP)LED外延片及芯片项目(厦门)、高效三结砷化镓太阳能电池外延片项目、企业技术研发

中心建设项目等四个项目，总投资 4.5 亿元。项目达产后，可大幅提高公司高亮度四元系 LED 产品和三结砷化镓太阳能电池产品的产能，产品结构更加丰富，规模优势和规模效应将更加明显，极大缓解公司目前产能瓶颈问题。同时，由于红黄光 MOCVD 设备的通用性，“红黄光 LED 外延片 + 砷化镓太阳能电池外延片”组合产品优势将显现，从而在未来地面用聚光砷化镓太阳能电池出现快速增长时，能以最快的速度抓住市场机遇，提升收入与盈利水平。

盈利预测：预测公司 2010、2011 年每股收益分别为 1.08 元、1.88 元，考虑公司的成长性、细分市场的领导地位、以及创业板估值水平，我们认为给予公司 2010 年 40-50 倍的市盈率较为合适，对应的价格区间为 43.2 元-54 元。

风险提示：行业竞争加剧、产品价格下降、产能扩张等导致的风险。

达刚路机 (300103): 路面机械行业的技术领先者

公司概况：公司是专门从事筑、养路机械设备开发设计、生产、销售和技术服务为一体的高新技术企业，产品包括沥青脱桶设备、沥青运输车、智能型沥青洒布车、同步封层车、稀浆封层车、沥青改性设备、乳化沥青设备等。作为行业内的技术领先者，公司定位于路面机械的高端市场，产品的个性化强，技术含量高，向着智能化、集成化方向发展。公司研制了具有世界先进水平的中国第一台智能型沥青洒布车，填补了中国公路沥青路面施工过程的技术与设备缺失，大幅提高了施工过程的环保性和节能性。其中智能型沥青洒布车 2008 年市场占有率为 31.25%，产品出口包括俄罗斯等 36 个国家，受到海内外客户的广泛赞誉和青睐。

行业前景：新型筑养路机械行业获得了国家诸多政策的大力扶持，在行业节能环保、现有公路“白改黑”趋势确定及筑养路要求不断提高的背景下，智能型产品对传统装备的替代加快，加之下游公路建设投资增长的持续拉动，行业市场容量不断扩大。

竞争优势：一是具有完整的产品体系，节能、环保的产品特性，优秀的产品质量；二是拥有多项专利和专有技术，技术储备丰富；三是创业团队经验丰；四是具有高端市场的主导地位和良好的售后服务体系。

募投项目：本次募集资金主要投向用于达刚筑路机械设备总装基地及研发中心建设和达刚营销服务网络建设两个项目，总投额 2.79 亿元。项目的顺利实施，将有效缓解公司近年产能紧张的问题，并为公司未来发展和扩大市场提供营销服务网络支撑，提升公司核心竞争力。

盈利预测：预测公司 2010、2011 年每股收益分别为 0.91 元、1.17 元，参考同行业估值水平，且考虑到公司成长性，我们认为可以给予公

司 2010 年 32-42 倍 PE 的估值水平，对应价值区间为 29.12-38.22 元。

风险提示：部分关键零部件从国外厂商采购的风险、外协加工模式的风险、依赖于上游二类底盘供应商的风险。

乐视网（300104）：中国领先正版网络视频服务商

公司概况：公司主要经营网络视频基础服务和视频平台增值服务业务，已成为国内领先的互联网高清影视剧视频服务及 3G 手机视频服务商。视频服务已覆盖 PC、手机和 TV 等三个主要消费终端。公司采用“付费加免费”的创新性商业模式，坚持“合法版权运营+付费用户培育+平台增值服务”三位一体化的经营理念，在行业内率先盈利并持续高增长，近三年营业收入和净利润复合增长率分别为 98.7%、74%。

行业前景：国内网络视频行业发展空间巨大；随着网民规模尤其宽带网民规模的持续快速增长，网络视频行业也面临着巨大的发展机遇。根据艾瑞咨询统计，09 年网络视频用户超过 3 亿，网络视频用户覆盖率接近 80%，市场规模超过 17 亿元，2012 年网络视频用户将超过 5 亿，覆盖率将达到 85.7%，市场规模有望达到 51.2 亿元，保持快速增长的发展趋势，未来三年复合增长率将超过 40%。另外，随着 3G 用户的快速增加以及移动互联网市场规模的扩大，公司也将继续加大力度发展所擅长的手机电视业务。

竞争优势：一是具有独特的“合法版权运营+付费用户培育+平台增值服务”三位一体的商业模式优势。二是拥有的庞大的用户资源。三是具有互联网视频技术优势，例如实现 P2P 和 CDN 技术的有机融合。四是拥有目前互联网视频和手机电视服务业务所需的全部经营性资质。五是公司的版权资源储备具有规模优势，注重热门影视剧版权采购。六是公司提供了以手机话费支付为主、网银支付和点卡等支付为辅的多种便捷性支付优势。

募投项目：本次募集资金主要投向于互联网视频基础及应用平台改造升级项目、3G 手机流媒体电视应用平台改造升级项目、研发中心扩建项目，项目总投资 2.62 亿元。项目投产后，将大大提高公司视频服务的技术水平和能力。

盈利预测：预测公司 2010、2011 年每股收益分别为 0.74 元、1.08 元，考虑到公司的成长性、可比公司和创业板的估值水平，我们认为给予公司 2010 年 40 倍-50 倍的 PE 较为合理，对应的价格区间为 29.6 元-37 元。

风险提示：业务及模式创新风险、盈利模式的稳定性和持续性风险、市场竞争风险、版权集中到期或诉讼风险。

申购策略：建议优选申购乾照光电

8月2日发行的乾照光电、达刚路机和乐视网等3只新股，网上募集资金规模合计20.27亿元，网上单户最多可以动用申购资金186.23万元。

Figure 5 7月26日发行的3只创业板新股申购上限

代码	名称	单一证券账户 申购上限(万股)	单户最多使用资金(万元)
300102.SZ	乾照光电	2.00	90.00
300103.SZ	达刚路机	1.30	37.83
300104.SZ	乐视网	2.00	58.40
合计			186.23

资料来源：各公司首次公开发行并在创业板上市发行公告、世纪证券研究所

从本轮的申购发行安排看，该3只新股的发行与主板的珠江啤酒、嘉事堂、沪电股份、际华集团的网上申购重叠。参考近期的网上新股申购冻结资金规模，并考虑到市场向好的热情，预计参与本轮网上申购该3只新股的冻结资金约3000-3500亿元，本批中签率约在0.57%-0.68%之间。

我们依然从基本面择优申购新股品种，该批3只新股中，乾照光电的基本面相对优势较强，且Wind资讯统计显示，机构对该只新股未来三年净利润快速增长也比较看好。因此，我们建议优选申购乾照光电，其次是达刚路机。

Figure 6 乾照光电等3只创业板新股2010-2012年净利润复合增长率预测（单位：万元）

证券代码	证券简称	2010E	2011E	2012E	2010-2012年复合增长率
300102.SZ	乾照光电	12393.00	19610.00	25946.60	44.69%
300103.SZ	达刚路机	5667.59	8540.24	10679.90	37.27%
300104.SZ	乐视网	6762.00	8813.25	11198.75	28.69%

资料来源：Wind资讯、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.