

2010年10月25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:

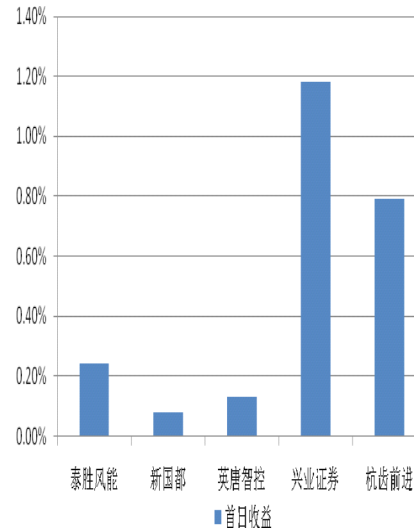
首先申购九州通 600998;

其次申购晨光生物 300138;

第三申购信维通信 300136;

最后申购先河环保 300137。

近期上市新股首日收益率统计:



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

2010年10月20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
信维通信 300136	31.75	1667	1333.6	1.3	85.35	通信设备制造业
先河环保 300137	22	3000	2200	2.4	85.60	专用仪器仪表制造 业
晨光生物 300138	30	2300	1840	1.8	63.83	食品加工业
九州通 600998	13	15000	12000	12	65	食品、饮料、烟草 和家庭用品批发业

二、 上市公司基本资料及数据分析

(一) 信维通信 **300136**

1、 公司介绍

公司是国内小型天线行业发展的领跑者，集研发、制造、销售于一体，主要致力于研发和生产移动通信设备终端各类型天线，包括手机天线/GPS/WIFI/手机电视/无线网卡/AP 天线等。公司拥有强大的硬件设施和雄厚的研发实力，在深圳、上海两地分别组建了国内一流的研发中心，同时公司凭借扎实雄厚的硬实力和软实力，快速成为享誉行内良好口碑的小型天线供应商。公司搭建了一支国内技术一流的研发团队，其中有多名通信领域博士、硕士和高级工程师。

2、近3年财务数据

	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
每股收益	0.6583	1.8393	0.3432
每股收益(扣除)	0.4964	1.5413	0.2211
每股净资产	1.63	2.97	1.13
净资产收益率	40.45%	62.03%	30.48%
主营收入	0.95 亿	0.57 亿	0.17 亿
每股现金流	0.74	0.08	0.16
每股经营性现金流	0.65	1.21	0.40

3、董事会经营分析

报告期内，公司经营规模快速增长，营业收入由 2007 年的 1,717.05 万元增长到 2009 年的 9,502.60 万元，2010 年上半年公司营业收入达到 6,537.01 万元。

随着公司经营规模的增长，公司盈利水平大幅提高。营业利润、利润总额和净利润均大幅增长。

(二)营业收入分析

1. 技术开发收入 移动终端天线是非标准定制件，公司自成立以来一直从事移动终端天线的技术开发业务，每一个天线项目的研发都是一次技术开发。由于公司成立时间不长，2008 年以前的技术开发都是以天线部件的开发为主，在产品销售环节确认销售收入。技术开发的价值包含在天线部件产品售价中。

2009 年公司向手机整机厂商及方案设计公司针对性地提供移动终端天线技术开发服务，当年实现技术开发服务收入 860 万元，扣除相关技术开发研究成本后，技术开发收入毛利达到 701.58 万元，占发行人 2009 年毛利的 12.78%。2010 年 1-6 月公司向手机配件生产厂及方案设计公司提供技术开发服务，实现技术开发服务收入 105.05 万

元，扣除相关技术开发研究成本后，技术开发收入毛利达到 84.26 万元，占发行人 2010 年 1-6 月毛利的 2.14%。

1)2009 年发行人向金立和飞图科技提供了针对 3G 的射频研发服务 2009 年 4 月 15 日，公司与金立签订《技术开发(委托)合同》(合同编号：

XWJL20090401501)，约定金立委托公司进行特定手机天线的研究开发，并向公司支付研究开发经费和报酬，合同有效期为两年，研究开发经费总额为 350 万元。

2009 年 4 月 9 日，公司与飞图科技(北京)有限公司(以下简称“飞图科技”)签订《技术开发(委托)合同》(合同编号：XWFT2009040901)，约定飞图科技委托公司进行特定手机天线的研究开发，并向公司支付研究开发经费和报酬，研究开发经费总额为 300 万元。

通过多年的项目积累，国内手机企业及方案公司对 2G、2.5G 手机设计方面积累了一定经验。2009 年随着国内 3G 业务的开展，国内手机生产企业和方案公司面临了新的挑战。由于 3G 业务对移动终端覆盖频段要求更宽，与国外品牌手机相比，许多国内企业缺乏 3G 手机设计经验。为了避免手机方案失败的风险，部分手机生产企业及方案公司存在针对手机 3G 的射频研发需求。发行人针对客户的需求，利用自身在 3G 射频研究方面的技术优势，分别与金立和飞图科技签订了相关的技术开发合同。从项目初期即参与客户相关 3G 项目的射频开发，除针对手机天线部件开展研发外，还向客户提供与射频有关其他部件的解决方案建议。分别取得项目开发收入 350 万元和 300 万元。

金立与飞图科技分别为手机整机生产企业和手机方案公司，与公司不存在其他关联关系。

2)2009 年发行人向隆宇世纪提供了针对超薄手机设计的射频研发服务 2009 年 3 月 15 日，公司与隆宇世纪签订了《技术开发(委托)

合同》(合同编号：XWLY-2009031501)，隆宇世纪委托公司进行特定手机天线的研究开发，并向公司支付研究开发经费和报酬，研究开发经费总额为 150 万元。

针对超薄手机的天线设计是天线研发的另一难点。超薄手机设计对减少天线体积提出了很高的要求，需要在狭小的空间内满足天线射频的性能指标。对于超薄手机而言，射频设计是否能够满足检测要求是超薄手机项目能够成功的关键。

也是众多手机整机生产企业和手机方案公司面临的难题。发行人针对隆宇世纪超薄手机设计的需求，在项目初步设计阶段即参与项目研发，作出技术评估，提供技术验证，降低了客户项目失败带来的风险。该项目取得项目研发收入 150 万元。

隆宇世纪为手机方案公司，与公司不存在其他关联关系。

3)2009 年发行人向益阳宇康提供了针对 U 系列手机设计的射频研发服务 2008 年 12 月 1 日，益阳宇康委托公司进行宇康 U 系列手机天线开发及测试项目，双方就此签订了《技术开发(委托)合同》(合同编号：

XWUCOM-2008120102)，合同金额为 60 万元。

益阳宇康的 U 系列手机，初期设计存在触摸屏与天线的严重互相干扰问题，影响手机接收灵敏度不能达到检测标准。U 系列手机作为益阳宇康当时的重点产品涉及多款手机。针对这一重点技术问题，益阳宇康与发行人签订了技术开发合同，委托发行人就该系列手机开展专门的射频研发工作，以解决该系列手机上市的技术障碍。发行人针对该项技术需求，组建专门团队专门进行了开发研究，顺利解决了 U 系列多款产品的技术瓶颈，客户的产品成功上市。该项目取得项目研发收入 60 万元。

益阳宇康为手机生产企业，公司实际控制人彭浩 2009 年 3 月 16 日前担任其董事。除上述情况外，益阳宇康与公司不存在其他关联关系。

4)2010 年 1-6 月发行人向厚泽真空技术和万誉电子提供了针对产品辐射监测方案的技术开发服务 2010 年 3 月 18 日，公司与厚泽真空技术签订《技术开发(委托)合同》，委托公司为其“手机环形金属镀膜装饰件对天线辐射性能影响分析和监测方案”项目进行测试研发，研发经费为人民币 2,500,000.00 元，合同有效期为两年。

2010 年 3 月 30 日，公司与万誉电子签订《技术开发(委托)合同》，委托公司为其“手机真空金属镀膜前壳对手机天线辐射性能影响分析和在线监测方案”项目进行测试研发，研发经费为人民币 2,600,000.00 元，合同有效期为两年。

两家公司采用真空蒸发金属镀膜工艺分别生产手机前壳和环形金属镀膜装饰件。这类真空金属镀膜产品，原先主要从外观、耐磨、色泽等方面进行检验。

但装配在手机整机上进行整机射频性能测试时，经常发现该类金属镀膜件由于存在局部连续导电性对整机射频辐射性能造成了不良影响，造成手机产品不合格。

原采用的直流电阻测量方法，无法测试局部的、区域性的金属离子粘连所造成的导电效果，更无法直接检验对天线辐射性能的影响。对此，发行人针对其产品对手机天线辐射性能的影响进行研究，针对其生产过程产品的射频指标给出具体的测试方案，提供相关技术检测手段供其应用于生产过程控制流程，提高产品的合格率。发行人针对该项技术需求，组建专门团队专门进行了开发研究，2010 年 1-6 月上述两项技术开发共确认技术开发收入 105.05 万元。

厚泽真空技术和万誉电子为手机配件生产企业，与公司不存在其他关联关系。

5)研究开发服务主要流程该项业务主要限于研发工作，不向客户提供具体产品。发行人与客户就研发目标进行初步沟通并达成一致意见，研发部门成立专门研发小组，进行研发立项。

天线产品研究包括项目仿真阶段、射频的有源、无源、SAR 阶段的开发和测试。

最后向客户提供项目移交报告。项目移交后，客户根据需求，将研发成果应用于其产品。产品辐射监测方案的技术开发服务包括了原理试验、中试、定型阶段，最后向客户提供相应检测方案和技术手段，并向客户提供项目移交报告。项目移交后，客户将研发成果应用于其生产过程的质量控制。

(2)技术研发收入确认针对客户的不同需求及技术发展方向，公司开展项目研发，并形成项目移交报告交付客户。根据公司会计政策及核算方法，公司按照完工百分比法确认技术开发收入。公司分别于 2009 年 12 月、2009 年 9 月、2009 年 5 月和 2009 年 3 月完成了与金立、飞图科技、隆宇世纪和益阳宇康的技术开发项目，共收到合同规定的技术开发款项 860 万元。2010 年 1-6 月，公司按照完工百分比法确认技术开发收入 105.05 万元，相关项目合同金额达到 510 万元。

公司研发部门对项目制定研发计划，按照研发计划配备专门人员进行项目开发。研发部门对研发项目进行详细的工作时间记录，根据研发工作量，分摊研发人员工资、相关设备折旧。根据项目领用的原材料核算材料成本，对相关技术研发成本进行归集，并与相关项目收入进行配比核算。

(3)技术开发服务市场需求增长①手机整机厂商及方案设计公司对手机射频的研发需求不断增长 2009 年随着公司行业地位的不断提升，研发能力获得了业内的认可。由于移动通讯行业的发展，对手机整机射频的要求越来越高。手机天线的性能是整机的关键指标，但是在新款手机、新的制式的手机开发前，天线性能具有不确定性。

手机整机项目若研发失败将给手机企业带来巨大损失。手机生产企业为了避免整机项目失败的风险，在做某些新产品开发前，为了预先验证整机的关键性能指标，避免整机开发失败的风险，产生了与有经验的天线厂商开展技术开发的需求。这种研发一般不针对具体的产品，而是就某项技术的可行性开展的研发。在相关技术瓶颈解决后开展整机项目的研发，大大提高了手机生产企业后续系列整机项目的成功率。技术开发业务的研发不仅仅针对天线部件，还对与天线整机射频指标相关的其他部件提出解决方案。随着手机天线行业的发展，手机生产企业对手机射频研发的需求趋于多样化。

②手机生产质量控制要求提升，手机配件生产企业存在射频研发服务需求整机的辐射性能是手机的关键性能指标，直接影响通话效果、客户满意度以至品牌形象，是整机厂商重点控制的关键指标。手机中许多含有金属成分的配件与天线的性能密切相关，这些配件对天线辐射性能影响较大。这些配件在各自的技术领域有其专有的性能指标要求，但一般缺少与天线辐射相关的指标要求。辐射兼容性的指标要求缺失，容易造成手机整机辐射性能不合格，容易引起不同的配件供应商之间的争议。手机的配件出现质量问题，不能保证手机整机的生产需求，将对配件供应商及手机企业造成巨大损失。因此应当关注与天线密切相关的其它配件在生产环节的射频指标控制，及时发现和解决问题。

发行人通过向相关配件生产企业提供配件产品的射频辐射性能检测方案和相应技术手段，使相关配件的生产质量得以控制，提升了产品合格率，有效提升了企业的经济效益。这些技术研发服务，使客户获得了收益，同时也减少了手机配件供应商之间的质量争议。因此，不同的手机配件生产企业对射频辐射技术服务的需求将长期存在。发行人将针对客户需求，开展技术开发服务业务。

③通讯运营商的增值业务对手机射频的技术要求不断提升通讯运营商不断推出新的增值服务。出于提升企业及品牌形象的需求，通讯运营商对移动终端信息传输质量、外观的要求越来越高。移动终端射频性能

是否能够满足通讯运营商未来业务发展需求是需要预先解决的关键问题。通讯运营商的增值服务对射频研发需求不断提升。发行人后续将针对通讯运营商的技术服务需求，提供技术开发服务。

(4)技术开发业务对发行人业绩的影响 2009 年发行人共获得技术开发收入合计 860 万元,技术开发收入占营业收入的比例达到 9.05%;相关技术开发业务毛利达到 701.58 万元,占同期毛利的比例为 12.78%。2010 年 1-6 月份发行人共实现技术开发服务收入 105.05 万元,占当期营业收入的比例达到 1.61%,相关技术开发业务毛利达到 84.26 万元,占同期毛利的比例为 2.14%。未来发行人将持续针对客户需求,向客户提供技术开发业务,该项业务的开展将有效提升公司经营业绩。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》,公司该项技术开发业务虽与正常经营业务相关,由于公司该项技术开发业务具有一定偶发性,与公司正常天线研发销售业务相比性质特殊,发行人将其列为非经常性损益。

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	20.63	18.25	15.2	3.11
上证综合指数成份	17.94	16.1	13.52	2.78
创业板综成份	63.66	49.56	34.88	4.87
通信设备制造业	56.01	40.65	28.93	4.47

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	上市首日 涨跌幅
300129	泰胜风能	2010-10-19	31	3000	47.99	0.59%	40.84%

300130	新国都	2010-10-19	43.33	1600	69.7	0.77%	10.43%
300131	英唐智控	2010-10-19	36	1190	65.45	0.58%	22.97%
300136	信维通信	/	31.75	1667	85.35	/	/

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 74%。根据信维通信发行价、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，我们给予信维通信首日涨幅 10-25%，相对应股价为 35-40 元。

5.2 PE 估值

从发行 85 倍 PE 来看，高于创业板 63 倍 PE。因此从上创业板角度看属于相对高估。从其所属的通信设备制造业板块 56 倍的 PE 来看，属于相对高估。如果按照首日 100 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 17.6%，相对应股价为 37 元。

综合来看我们给予信维通信首日涨幅区间 10-25%，相对应波动价格区间为 35-40 元。

（二）先河环保 300137

1、公司介绍

公司是国内规模最大、产品线最全、创新能力最强的环境监测仪器专业生产企业之一。公司主要致力于为高端环境监测仪器仪表研发、生产和销售，以及根据客户要求提供环境监测设施运营服务。公司主要产品包括：空气质量连续自动监测系统、水质连续自动监测系统、污水在线自动监测系统、烟气在线自动监测系统、酸雨自动监测系统等五大在线监测系统以及数字应急监测车等。公司技术优势明显，拥有多项专利，软件产品，软件著作权，非专利技术；拥有广泛的营销网络，并与经销商、代理商建立起长期稳定的战略伙伴关系。

2、近3年财务数据

	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
每股收益	0.3708	1.0656	0.3769
每股收益(扣除)	0.3426	1.0116	0.3251
每股净资产	1.73	3.78	2.72
净资产收益率	21.46%	28.22%	13.84%
主营收入	1.37 亿	1.08 亿	0.64 亿
每股现金流	0.54	0.19	0.90
每股经营性现金流	0.11	0.35	0.24

3、董事会经营分析

公司 2007 年度、2008 年度、2009 年度净利润分别为：836.00 万元、2,363.85 万元、3,336.84 万元，呈现快速增长态势。2010 年 1-6 月实现净利润 1,820.40 万元，比 2009

年 1-6 月净利润 838.99 万元增长了 116.98%，占 2009 年全年净利润的 54.55%。

报告期公司净利润增长迅速，主要原因可以归结为三个方面：第一，主营业务收入的快速增长。主营业务的增长主要受益于“十一五”规划，国家及地方环保部门加大了对环保行业的投入，带来的总体产品销售量的上升。第二，保持了较高的毛利率水平。报告期，公司主要产品的毛利率基本保持在 50%左右，随着销售规模的快速增长，公司利润也大幅提高。第三，公司对供应链的不断整合以及内部控制的加强，期间费用的增长速度远远低于营业毛利的增长速度，净利润空间显著扩大，也使得净利润增幅高于主营业务增幅。

从上表可以看出，发行人主营业务突出，报告期主营业务收入占营业收入的比重均超过 99%以上，是专业从事环境监测仪器仪表研发和生产的厂商。公司的其他业务收入主要是处置废旧物品收到的款项，占营业收入的比例非常小。以下将重点分析主营业务的变动趋势及原因。

(一)公司主营业务收入构成分类及其变化趋势

1、按产品分类及其变化趋势公司的主营业务按产品分为四大类：一是大环境类监测产品，包括空气质量连续自动监测系统、水质连续自动监测系统、酸雨自动监测系统；二是污染源类监测产品，包括烟气在线自动监测系统和污水在线自动监测系统；三是数字环境应急监测车；四是其他类产品，主要包括环境监测用的常规仪器及配套产品。

(1) 大环境类监测产品销售收入变动分析公司大环境类产品主要包括空气质量连续自动监测系统、水质连续自动监测系统和酸雨自动监测系统。大环境类产品 2007 年度、2008 年度及 2009 年度分别实现销售收入 3,057.73 万元、6,171.22 万元和 8,481.99 万元，年均复合增长率 66.43%，占同期主营业务收入的比重均分别为 47.89%、56.95%、61.83%，是报告期公司主营业务收入的重要来源。2010 年 1-6 月公司大环境类产品实现销售收入 5,323.61 万元，较去年同期增长了 220.57%，占去年全年大环境类产品营业收入的 62.76%。随着国家对环境问题的日益重视，大环境类产品的销售呈快速增长态势。

报告期公司大环境类产品销售收入快速增长，主要原因如下：

A、大环境类监测产品的销售主要是政府采购，宏观政策的导向和政府资金的投入规模对该类产品的销售有很大影响。2007年11月国务院发布《国家环境保护“十一五”规划》，把综合改善城市空气环境质量和全力保障饮用水水源安全作为了规划期间的重要任务。再次强调了环保工作的重要性和必要性。随着国家宏观政策的出台，国家环保资金的陆续到位，推动了大环境类环境监测产品市场需求的大幅增长。

B、公司核心产品空气质量连续自动监测系统 and 水质连续自动监测系统经过多年的研发积累，无论在技术优势和市场占有率上均得到了广泛认可。一方面，随着环境监测行业的发展，监测指标的范围不断扩大、精度不断提高，公司凭借多年的研发积累，产品的技术优势处于同行业较为领先地位，能够满足国家“十一五规划”对环境监测指标范围和精度的要求；另一方面，为了便于统计口径的一致性和可比性，政府采购有一定的规模和数量要求，而公司作为环境监测行业的龙头企业之一，产能产量均能满足市场需求。在市场需求扩大和自身产品优势的共同作用下，报告期各地方政府对环境监测设备的采购量大幅增长拉动了公司大环境类环境监测产品销售收入的大幅增长。

2009年，水质连续自动监测系统实现销售收入402.86万元，仅占当期主营业务收入的2.94%，较08年大幅下降。主要是由于公司2009年10月中标的“河南省地表水市控县界断面水质自动监控系统建设项目”(项目总计金额1,909.30万元)，因合同启动时间较晚，涉及河南省内多个城市，安装准备工作尚未完成，大部分合同未达收入确认条件，未能在报告期确认收入。截止2010年6月30日，该合同已全部完成。

报告期，公司大环境类产品中的酸雨自动监测系统销售收入略有波动，主要是由于对酸雨问题的重视也是近几年开始，市场需求正在逐步扩大。目前，本公司是国内首家拥有酸雨在线自动监测系统生产许可资质的企业，凭借多年的技术优势公司在酸雨监测领域已占领一定市场份

额。公司产品已运用到中日合作项目“东亚酸雨监测网络”，随着环保意识的提升，该产品的市场空间还将有大幅提升。

说明：

a.污染源类产品技术要求较低，而大环境类产品技术要求较高，因此大环境类产品的进入门槛更高。

相较于污染源类产品，公司大环境类产品的售价较高，原因即在于双方的技术要求不同。由于存在较高的技术门槛，大环境类产品的市场竞争环境始终较为宽松，先河环保也凭借自身技术优势和营销优势取得了相对稳定的市场份额。公司主导产品“城市空气质量连续自动监测系统”为首批国家自主创新产品，是我国第一套拥有自主知识产权的城市空气质量连续自动监测系统；公司水质在线连续自动监测系统为“十五”国家重大技术装备项目——“南水北调工程成套设备研制”专题成果，为我国第一套拥有自主知识产权的水质在线连续自动监测系统。

根据对 2009 年相关政府招标信息的搜索结果，先河环保空气质量连续监测系统市场占有率全国第一，水质连续自动监测系统市场占有率全国第四。预计未来几年，公司仍将保持良好的发展势头。

b.大环境类产品的用户以各地环境保护局和环境监测站为主，用户信誉良好，不存在回款风险。

综上所述，大环境类产品是报告期公司收入和利润的主要来源，该类产品的市场竞争环境及客户质量均优于污染源类产品，不存在像污染源类产品一样面临经营环境逐渐恶化的风险。

(2) 污染源类监测产品销售收入变动分析公司污染源类环境监测产品包括烟气在线自动监测系统和污水在线自动监测系统，主要用于对电厂、热电厂、化肥厂、化工、石油、食品、造纸、制药等行业的废气、废水排放物的在线监测。2007 年度、2008 年度、2009 年度分别实

现销售收入 1,970.87 万元、3,597.65 万元、4,031.81 万元，呈现快速增长态势，主要受益于以下几方面的影响：

A、随着宏观经济的发展，相关行业的企业数量增长带动了污染源类环境监测产品的市场需求扩大；B、随着经济发展，环境保护意识的逐步提高，国家环保总局及各地方政府陆续出台了相关政策，要求：日排废水量在 5000t 以上的工、矿企业的污水排放单位必须安装自动在线监控装置，日排水量小于或等于 5000t 的排污单位应逐步实现自动在线监测；新建成使用(含扩建、改造)单台容量 $\geq 14\text{MW}(20\text{t} / \text{h})$ 的锅炉，必须安装固定的连续监测烟气中烟尘、SO₂ 排放浓度的仪器。上述国家及地方政策的相继出台，将污染源类监测产品强制推广到相关行业的工厂和企业，大幅扩大了该类产品的市场需求。

C、虽然污染源类产品的直接用户多数是工厂、企业，但由于各省、市为了确保监测数据的一致性和可比性，对辖区范围内的相关工厂和企业使用的污染源产品基本由各省、市环保局进行统一招标或者经当地环保局确认供应商资质后，直接与企业签订合同。本公司作为环境监测行业的龙头企业，凭借大环境类产品多年的销售积累以及与各省、市环保局的长期合作关系，树立了良好的企业形象和品牌形象，为企业推广污染源类产品提供了一定的竞争优势。

2010 年 1-6 月公司污染源类产品实现销售收入 1,179.04 万元，较 2009 年同期减少 780.80 万元，仅占 09 年全年污染源类产品销售收入的 29.24%。由于污染源类产品市场进入门槛相对较低，市场需求扩大的同时市场竞争日趋激烈。

再加上部分小型污染源企业因自身发展不稳定导致回款困难，造成该类应收账款质量下降。因此公司根据市场变化及时调整了该类产品的销售计划，提高客户甄选标准，把目标客户定位为有规模、有信用、有实力的污染源企业。因此，从 2010 年开始，该类产品的销量出现了一定幅度的下降。公司在调整污染源类产品市场的同时也加强了大环境

类产品的销售推广，大环境类产品销售规模的稳步扩张很好地弥补了污染源类产品销售规模的暂时萎缩。随着污染源市场竞争的逐渐规范化，公司自身的市场定位及技术优势将有助于未来占据污染源产品的高端客户市场。

(3)数字环境应急监测车数字环境应急监测车主要用于国内环境安全事故的应急在线监测，报告期的销售收入占公司主营业务收入的比重较小。公司希望凭借自身在环境监测设备领域的技术优势，拓展更广阔的市场，为公司未来发展带来新的利润增长点。

(4)其他产品公司主营业务中的其他产品主要是环境监测用的常规仪器和配套产品。由于政府采购通常是将建立环境监测站作为整体标的进行招标，除公司主要产品外通常附带包括监测用常规仪器及配套产品。公司主营业务中的其他产品销售收入主要是指政府采购合同中的一些配套产品。

根据公司近三年财务状况和经营成果的分析，本公司主要财务优势如下：

(1)资产质量高本公司应收账款期限短，风险小，从过往历史记录来看，坏账的可能性小。

且本公司固定资产和无形资产质量好，以房屋建筑物及土地使用权为主。

(2)主营业务突出，公司盈利能力较强报告期内，公司主营业务收入保持快速增长趋势，2007年、2008年、2009年营业收入年均复合增长率46.57%，营业利润年均复合增长率为200.01%。

(3)资信状况好本公司正在实施快速的规模和效益扩张，需要大量的营运资金；仅靠自有资金远远不够，对外融资成为筹集经营发展资金的主要渠道。报告期，公司经营发展一直获得多家银行资金支持，与当地

的金融机构保持了良好的合作关系。本公司已在银行、客户及同行业中树立了良好的信用形象，这对今后的融资带来很大的方便。

2、财务困难公司核心产品主要是环境在线监测仪器，销售规模的加速扩大及预估型生产模式带动了发行人应收账款及存货的增长，占用了公司较多的营运资金。随着宏观政策对环保行业的重视和投入的加大，环境监测市场容量的大幅扩张，将带动公司生产规模的不断扩大；同时产品结构的升级调整也需要营运资金的持续投入，将使公司面临一定的流动性压力。为此，本公司决定通过本次公开发行股票并上市，进一步拓宽股权融资渠道，从而为公司进一步发展奠定基础。

(二)财务状况与盈利能力未来趋势分析

1、广阔的市场前景奠定了公司长期持续成长的基础公司所处行业正面临着跨越式发展的良好机遇，随着经济发展、人民生活水平的不断提高，对环境保护的意识也在不断提高。据统计数据显示，环保投入从“七五”期间的 476 亿元，到“十五”期间已达到 7,000 亿元。环保投资在 GDP 的比例在逐渐升高，“十一五”更将达到 1.4 万亿元，约占同期 GDP 的 1.6%。随着经济的不断发展，国家宏观政策对环保问题的重视程度必将不断加强，对环保行业的投入也必将呈持续增长趋势。

2、产品技术不段升级，盈利能力不断增强作为国内环境监测仪器仪表领域的领先企业，随着本次募集资金的到位，公司将持续加大研发投入和自主创新力度，大力推进产品的升级换代，促进新产品和新技术的产业化和市场化，创造持久的核心竞争能力。

3、强大的营销网络为公司业绩增长提供保障目前，公司已在行业内建立了较高的知名度与美誉度，公司产品在技术和服务上均得到市场的广泛认可。公司现有四个营销部和 14 个办事处，初步建立了覆盖全国的营销网络。随着本次募集资金的到位，根据公司发展计划，未来三年，公司将继续加强营销网络布局，在全国范围内开展环境监测仪器仪表的运营维护业务，使公司的业务触角延伸范围不断扩大，实现市场开拓方

面的全覆盖。这些将有利于公司在巩固现有市场份额及业务规模的基础上进一步拓展市场并提高盈利水平。

(三)管理层对未来财务状况和盈利能力的评价公司管理层认为，公司目前主营业务突出且基础扎实，市场规模稳步扩大，资产质量优良，经营业绩良好，预计公司财务状况和盈利能力将保持持续较好趋势。公司通过本次公开发行股票并在创业板上市，将获得更好的发展机遇，募集资金到位后，将有效改善公司财务结构，增强公司的筹资能力，为公司总体发展目标的实现提供有力的保障。

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	20.63	18.25	15.2	3.11
上证综合指数成份	17.94	16.1	13.52	2.78
创业板综成份	63.66	49.56	34.88	4.87
通信设备制造业	56.01	40.65	28.93	4.47
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	45.69	45.28	34.73	5.11

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	上市首日 涨跌幅
300129	泰胜风能	2010-10-19	31	3000	47.99	0.59%	40.84%
300130	新国都	2010-10-19	43.33	1600	69.7	0.77%	10.43%
300131	英唐智控	2010-10-19	36	1190	65.45	0.58%	22.97%
300137	先河环保	/	22	3000	85.6	/	/

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 74%。根据先河环保发行价、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，我们给予先河环保首日涨幅 15-30%，相对应股价为 25-28 元。

5.2 PE 估值

从发行 85 倍 PE 来看，高于创业板 63 倍 PE。因此从上创业板角度看属于相对高估。从其所属的仪器仪表及文化、办公用机械制造业板块 45 倍的 PE 来看，属于相对高估。如果按照首日 100 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 17.6%，相对应股价为 26 元。

综合来看我们给予先河环保首日涨幅区间 15-35%，相对应波动价格区间为 25-28 元。

（三） 晨光生物 **300138**

1、公司介绍

公司是一家集农产品精深加工、天然植物提取为一体的出口创汇型企业，主要致力于研制和生产天然色素、天然香辛料提取物和精油、天然营养及药用提取物等，其中天然色素生产和销售居全国之首、世界前列，是世界上最大的辣椒红色素生产供应商。公司是国家级高新技术企业，建有业内首家也是唯一一家“省级工程技术研究中心”——河北省天然色素工程技术研究中心，并被河北省认定为“省级企业技术中心”。研究成果包括多项国家发明专利，国家重点新产品以及河北省科技成果等。

2、近3年财务数据

	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
每股收益	0.7301	0.7699	0.2339
每股收益(扣除)	0.6308	0.6963	0.1968
每股净资产	2.82	2.54	1.78
净资产收益率	25.92%	30.34%	13.17%
主营收入	4.14 亿	3.20 亿	1.52 亿
每股现金流	0.42	0.08	-0.35
每股经营性现金流	0.41	0.18	-0.46

3、董事会经营分析

公司报告期内公司主营业务增长迅速，2008 年和 2009 年主营业务收入分别较上年增长 110.05%和 29.38%。一方面，由于随着植物提取物行业的发展，天然色素市场需求量在逐步增加，国家对食品添加剂市场监管力度加大，公司产品严把质量关，注重客户培育，通过参加各种展览会，扩大了国际市场影响，以较高的信誉度和过硬的产品质量赢得了客户的认可和信任，市场份额逐步扩大。另一方面，公司重视研发和工艺的改进，使公司的产品质量不断提高，投入产出得率不断升高，从而使产品成本均低于同行业水平，进而使公司在同行业中占据绝对的竞争优势，从而稳固的保持了客户群。

2008 年主营业务收入较上年增加 16,678.79 万元，主要是由于公司抓住国内原材料降价、成本降低和印度原材料涨价、成本升高的优势，主动降低产品售价，迅速打开墨西哥和日本市场，扩大国际市场占有率，同时保持了对国内客户销售的稳定增长，使得辣椒红销量较上年增长 153.2%，由于价格降低，销售额较上年增长 12,991.13 万元，增长 142.74%；在对原有客户销售额稳定增加基础上，公司成功地将叶黄素产品打入南美市场，使得叶黄素较上年增长 81.72%，为稳定客户，公司降低了产品售价，使得销售额较上年增长 1,957.16 万元，增长 75.25%。

2009 年主营业务收入较上年增加 9,353.68 万元，辣椒红和辣椒精为主要增长点。2009 年公司利用辣椒红产品外销过程中建立的良好品牌形象，积极开拓国内业务，其中，仅青岛中化从公司采购辣椒红色素就较上年增加 3,667.04 万元，2009 年辣椒红销售量较上年增长 50.90%，2009 年前三季度辣椒原材料价格继续降低，公司相应下调产品售价，使得销售额较上年增长 6,641.83 万元，增长 30.06%；由于市场需求的迅速增长和公司市场影响力的提高，2009 年公司的辣椒精产品销售情况良好，公司针对直接用户调整产品结构，增加低辣度产品供应，使得辣椒精销量较上年增长 112.41%，由于结构调整，低辣度产品价格较低，销售额较上年增长 1,333.35 万元，增长 44.23%。

会计师经核查认为，发行人报告期内营业收入真实、准确，2008 年和 2009 年营业收入大幅增长的原因是自身的竞争优势和市场变化所致。

报告期内，公司主营业务收入主要为辣椒红、辣椒精和叶黄素销售收入，占主营业务收入的合计达到 80% 以上。2010 年上半年，果脯销售收入占比上升，是由于子公司河北可口的年产 4,000 吨果脯项目部分达产，产量有所上升。其他色素是指紫草红色素、甘蓝红色素、红米红、姜黄素等，油脂主要是指小麦胚芽油、红花籽油、番茄籽油、葡萄籽油、大豆油、辣椒油等，果脯、辣椒渣等产品主要为果脯和利用辣椒和万寿菊花提取辣椒红、辣椒精和叶黄素等产品后的剩余物，可作为饲料、有机肥等。除辣椒红、辣椒精和叶黄素之外，其他产品收入占主营业务收入的比例都很小。

(1)辣椒红收入分析 2008 年，公司辣椒红销售收入较 2007 年增加 12,991.13 万元，增长 142.74%，主要是由于以下几个方面的原因：第一，随着生活水平的不断提高，人们对食品行业的要求越来越严格。国家出台了《食品添加剂使用卫生标准》

(GB2760-2007), 并于 2008 年 6 月 1 日起正式实施, 扩大了天然色素的市场需求。第二, 2008 年, 国内辣椒产量较往年增加了 20% 左右, 平均价格约为 7~8 元/公斤, 较往年有所下降, 而印度的辣椒平均价格约为 12 元/公斤, 因此印度辣椒红单位价格高于国内价格, 使得印度客户增加了在中国的采购量。2008 年, 公司来自于印度市场的收入较 2007 年增加 2,983.97 万元, 增长 318.63%。第三, 公司重视对新市场、新客户的不断开发。2008 年, 公司来自于墨西哥和日本市场的收入分别增加了 1,802.49 万元和 2,093.37 万元, 公司的主要客户由 27 个增加到 38 个, 辣椒红产品的市场发展前景广阔。

2009 年, 公司辣椒红销售收入较 2008 年增加 6,641.83 万元, 增长 30.06% 继续保持快速增长势头, 主要是由于: 第一, 2009 年印度持续干旱, 印度辣椒减产约 20%~30%, 使得印度辣椒价格上涨至约 14 元/公斤, 而国内辣椒平均价格约为 6 元/公斤, 国内的辣椒红产品具有较大的价格优势。2009 年, 公司来自于印度的收入为 10,186.25 万元, 较 2008 年同期增加 6,265.77 万元, 增长 159.82% 左右。第二, 公司在巩固老客户的基础上, 通过展会、互访等多渠道的营销手段, 使得公司的主要客户由 38 个增加为 46 个, 公司在辣椒红市场上逐渐树立起了良好的信誉。第三, 公司具备处于国际领先水平的检测设备, 能保证产品的各项指标均符合客户的要求, 产品质量的保证为公司在辣椒红市场上树立了良好的品牌形象, 同时也为辣椒红销售收入持续快速增长奠定了基础。

(2) 辣椒精收入分析报告期内, 公司辣椒精销售收入呈增长趋势。

2008 年, 公司辣椒精销售收入较 2007 年增加 590.84 万元, 增长 24.38%, 主要是由于: 第一, 经历了 2007 年辣椒精国内市场全面认可期后, 国内辣椒精需求平稳增加, 公司不断建立健全下游市场体系, 建立了良好的销售渠道, 公司辣椒精客户增加了约 50%。第二, 公司于 2008 年 12 月收购了河北瑞德, 提高了辣椒精的生产能力, 能够满足客户不断增长的需求。同时公司利用“晨光”品牌与河北瑞德的

“枣花”品牌优势，进一步扩大了市场影响力，提高了市场份额。第三，随着公司销售的快速增长，公司建立健全了管理机制，不断拓展销售渠道，市场份额逐步提高。公司采取分区销售的管理办法，调动了销售人员的积极性。公司还建立了客户服务系统，由专人负责客户的售后沟通工作，客户满意度很高。

2009年，辣椒精销售收入较2008年增加1,333.35万元，增长44.23%，主要原因是：第一，食品行业的快速发展使得辣椒精的市场需求量迅速增长，随着公司知名度和产品质量不断提升，公司的市场份额逐步扩大，新增一些低辣度需求量大的客户，如武汉团结卤料等。第二，公司现有客户的需求量也在持续、快速增长。第三，2009年第四季度辣椒价格大幅上涨，但辣椒精价格涨幅相对较低，促使部分客户增加了辣椒精的采购量。

(3)叶黄素收入分析 2008年，公司叶黄素销售收入较2007年增加1,957.16万元，增长75.25%。

主要是由于公司增加了叶黄素的产能，销售规模逐步扩大。在对原有客户销售额稳定增加基础上，公司开发了墨西哥和秘鲁两块新市场，同时在印度、德国、英国均增加了新的客户，使得公司2008年叶黄素销售收入较2007年有大幅增加。

2009年，公司叶黄素销量有所增加，但销售收入较2008年略有减少，主要是由于产品单价下降所致。由于2009年下半年原材料储备不足，导致2010年1-6月叶黄素产量下降，销售收入较上年同期减少1,257.59万元。

报告期内，公司主营业务收入的60%以上来自于境外客户。由于国内市场对天然色素的需求逐渐增加，公司在市场上的影响力逐渐增强，因此来自于国内的销售收入增长迅速。在国内市场，公司的销售收入从2007年的5,260.33万元增加到2009年14,994.84万元，复合增长率达到68.84%。

3、辣椒红毛利率分析 2008 年，公司辣椒红毛利率较 2007 年增加 2.73 个百分点，增长 16.25%，主要是由于辣椒干、辣椒粉和辣椒颗粒的价格较 2007 年大幅降低，原材料价格下降幅度超过了辣椒红销售价格的下跌幅度。

2009 年，辣椒红毛利率较 2008 年增加 5.94 个百分点，增长 30.41%。本年前三季度辣椒原材料价格继续降低，原材料价格下降幅度仍然大于辣椒红销售价格的下跌幅度；本年第四季度原材料和产品价格都有所回升，但产品成本的变动滞后于产品销售价格变动。

2010 年 1-6 月辣椒红毛利率较 2009 年下降 2.66 个百分点，主要是由于 2009 年四季度开始原材料价格回升，前期低成本存货对库存成本影响逐渐减少，产品成本上升所致。

4、辣椒精毛利率分析公司辣椒精毛利率较高，主要原因是：公司将采购的辣椒干、辣椒粉和辣椒颗粒等原材料加工成红辣素，对红辣素进行进一步加工、分离后，分别生产出辣椒红色素和辣椒精，与辣椒红相比，辣椒精分摊的成本较少，因此毛利率较高。报告期内，公司辣椒精的毛利率波动主要受原材料品种和产品销售价格波动影响。

2008 年度公司辣椒精毛利率较 2007 年增加 5 个百分点，增长 7.26%，主要是由于辣椒干、辣椒粉和辣椒颗粒的价格较 2007 年大幅降低，而公司辣椒精的销售价格则保持稳定。

2009 年，公司辣椒精毛利率较 2008 年减少 23.44 个百分点，下降 31.75%，主要是由于公司低含量辣椒精销售增长较快，为扩大销售量，开发终端客户，降低产品售价所致。

2010 年 1-6 月，公司辣椒精毛利率较 2009 年下降 10.58 个百分点，主要是由于辣椒原材料价格自 2009 年四季度起上涨，为了提高市场占有率，公司辣椒精产品提价幅度较小所致。

5、叶黄素毛利率分析 2008 年，公司叶黄素毛利率较 2007 年减少 7.90 个百分点，下降 45.33%，主要是由于 2008 年度原材料平均价格较 2007 年度增加 0.52 元/公斤，同时产品平均销售价格却较 2007 年降低 3.21 元/公斤。另外，由于叶黄素主要用于出口，2008 年美元外汇牌价较 2007 年度下降了 9%，也是造成叶黄素毛利下降的原因。

2009 年，公司叶黄素毛利率较 2008 年减少 1.57 个百分点，下降 16.50%，是由于虽然原材料价格降幅高于产品售价降幅，但上半年原材料供应不充分，叶黄素达产率较低，固定费用增加，成本上升，导致毛利率降低。

2010 年 1-6 月叶黄素毛利率比 2009 年上升 11.20 个百分点，主要是由于 2009 年下半年市场原材料供应不足，产品紧俏、销售价格上升所致。

1、行业的巨大机遇是公司保持快速发展的前提近年来，随着人们生活水平的不断提高，食品的安全性越来越受到重视。国内食品工业发展很快，产值大约以每年 10% 的速度增长。食品工业的发展，带动了天然食品添加剂和营养配料的生产和发展。天然色素使食品具有更好的自然新鲜感，增加人们的食欲，使人们对食品质量的评价更高。天然色素还可以用于生产各种配制食品，填补纯天然食品的不足，从而使食品的品种和营养更加丰富、全面，大大刺激了人们对添加了天然色素的食品的需求。食品工业的发展带动和促进了植物提取物行业的兴旺和发展，使得本行业具有广阔的发展前景。

2、良好的市场前景是公司收入增长的“催化剂”随着人们对食品安全性重视程度的不断提高，天然植物提取物及其制品日益受到关注。据中国医药保健品进出口商会估计，世界植物提取物年均市场发展速度约为 20%，2000 年以来我国植物提取物产品出口每年同比增长约为 17.5%，2008 年全球植物提取物销售额达 65 亿美元。公司作为天

然提取物行业内的领先企业，良好的市场前景将成为公司收入增长的“催化剂”。

3、主营业务的良性增长是公司后续发展的根本保障通过数年的发展，公司在天然色素提取、经营管理、人才梯队等方面已建立了良好的基础，业务发展已进入了良性循环。近三年来业务保持了持续快速的增长，市场区域不断扩大，技术力量不断增强，良好的成长潜力为公司的后续发展提供了根本保障。

4、募集资金是公司新的利润增长点募集资金项目的可行性研究报告表明，本次募集资金项目的盈利前景良好，各项目的税后财务内含收益率较高，能够显著提升公司的盈利水平。

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	20.63	18.25	15.2	3.11
上证综合指数成份	17.94	16.1	13.52	2.78
创业板综成份	63.66	49.56	34.88	4.87
食品加工业	48.96	35.29	27.69	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	上市首日 涨跌幅
300129	泰胜风能	2010-10-19	31	3000	47.99	0.59%	40.84%
300130	新国都	2010-10-19	43.33	1600	69.7	0.77%	10.43%
300131	英唐智控	2010-10-19	36	1190	65.45	0.58%	22.97%
300138	晨光生物	/	30	2300	68.83	/	/

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 74%。根据晨光生物发行价、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，我们给予晨光生物首日涨幅 20-40%，相对应股价为 36-42 元。

5.2 PE 估值

从发行 64 倍 PE 来看，等于创业板 63 倍 PE。因此从上创业板角度看属于相对合理。从其所属的食品加工业板块 49 倍的 PE 来看，属于相对高估。如果按照首日 80 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 25%，相对应股价为 38 元。

综合来看我们给予晨光生物首日涨幅区间 20-40%，相对应波动价格区间为 36-42 元。

（四）九州通 **600998**

1、公司介绍

公司是湖北省最大的医药民营企业，主要致力于西药、中药和医疗器械批发、物流配送、零售连锁以及电子商务为核心的业务。公司拥有完善的品种结构和丰富的客户资源，经营品规多达万种，上游厂家多达几千家，下游客户多达几万家。公司在国内医药物流行业中的现代物流技术和信息技术的运用方面保持了领先的优势，是中国目前唯一具备独立集成规划现代医药物流中心能力和拥有自主知识产权的现代医药物流企业。

2、近3年财务数据

	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
每股收益	0.2345	0.1731	0.2040
每股收益(扣除)	0.2213	0.1646	0.1917
每股净资产	1.28	1.23	1.60
净资产收益率	18.20%	14.06%	12.73%
主营收入	189.58 亿	162.88 亿	130.48 亿
每股现金流	0.05	-0.10	0.59
每股经营性现金流	-0.41	0.42	0.06

3、董事会经营分析

公司的营业收入和净利润在 2007-2009 年期间持续增长，营业收入增长主要依赖于主营业务收入的增长。2008 年公司营业收入同比增长 24.83%，其中主营业务收入同比增长 24.85%；净利润同比增长 27.12%。2009 年公司营业收入同比增长 16.39%，其中主营业务收入同比增长 16.22%；净利润同比增长 49.90%。公司主营业务收入和净利润逐年增长，主要得益于业务量的持续增长。2009 年，公司主营业务收入和净利润随着业务量的增长，继续保持良好的增长态势。

公司其他业务收入主要是咨询业务、企业孵化器业务、房屋出租业务等收入。

2010 年 1-6 月，公司实现营业收入 1,029,649.78 万元，较上年同期增长 18.18%；实现净利润 11,852.11 万元，较上年同期增长 10.90%。

公司 2007-2009 年及 2010 年 1-6 月资产减值损失分别为 294.86 万元、544.54 万元、372.88 万元和 327.59 万元，均由计提应收账款和其他应收款的坏账准备形成。

2007-2009 年及 2010 年 1-6 月，营业外收入分别为 986.20 万元、2,050.85 万元、2,453.67 万元和 1,355.99 万元，其中，2008

年和 2009 年营业外收入较 2007 年大幅增加，主要是政府补贴收入增加所致。政府补贴收入主要是政府的利息补贴，以及指定用于发展物流业务的拨款收入。

2007-2009 年及 2010 年 1-6 月，营业外支出分别为 454.09 万元、1,134.20 万元、507.24 万元和 399.57 万元。其中，2008 年营业外支出增幅较大，主要是因为捐赠支出大幅增加，系向汶川地震灾区捐赠药品和现金等。

2007-2009 年及 2010 年 1-6 月，所得税费用分别为 4,303.77 万元、6,120.71 万元、7,376.09 万元和 4,224.91 万元，随利润总额增长而增长。

2007-2009 年及 2010 年 1-6 月，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 6,595.27 万元、49,474.88 万元、-52,170.01 万元和 -18,095.47 万元。公司 2009 年度经营活动现金流量净额为 -521,700,142.37 元，其主要原因是 2009 年末存货余额和预付款项余额的增加：存货 2009 年末较 2008 年末增加 551,064,031.44 元；预付款项 2009 年末较 2008 年末增加 241,434,453.82 元，主要用于药品采购；应收账款 2009 年末较 2008 年末增加 139,180,582.92 元。具体分析如下：

1、主动增加防治甲流药物的库存量导致购买商品支付的现金增加由于从 2009 年 5 月以来，中国内地发生了甲型 H1N1 流感疫情，市场对治疗和预防甲流的药品需求剧增，九州通集团主动承担社会责任，大批储备治疗和预防甲流的药品，保证市场供应。该类药品 2009 年末库存余额为 6.8 亿元，新增 2.86 亿元。

2、主动改善销售品种结构增加了库存量导致购买商品支付的现金增加为增强盈利能力、提高综合毛利率，公司 2009 年积极争取了总代理和独家经营品种的经销权，并加大了这类药品的采购量和营销力度。

毛利率较高且库存变动较大的 10 个品种 2009 年末库存余额 1.39 亿元，新增 1.35 亿元。

3、满足上游供应商的要求增加了预付款导致购买商品支付的现金增加 2009 年随着医改新政的出台，供应商需要按各省出台的医改政策参与药物的招投标工作，造成同类品种在某一地区的厂家数量减少。供应商为加大营销渠道的整合，将九州通作为主要的分销商，并要求下游分销商支付预付款。为此，2009 年公司新增预付款 2.41 亿元。

4、医疗机构的客户群比重增加，增加了应收账款 2009 年，公司加大了医疗机构的开发力度，诊所、卫生院等小型医疗机构的客户数比上年增加了 2,152 家，各级医院等大、中型医疗机构的客户数比上年增加了 354 家。2009 年公司对医疗机构的销售比重增加 0.15 百分点；受医疗机构账期长的影响，2009 年底对医疗机构应收账款相比 2008

年增加近 1 亿元。

此外，2008 年底国家出台了一系列应对金融危机的措施，实行了适度宽松的货币政策，银行贷款利率大幅下降。物流业是国家第十大产业振兴规划行业，银行对医药物流行业的贷款十分宽松，公司在 2009 年的银行融资能力增强，这极大的满足了公司对经营活动现金流的需求。

公司 2010 年 1-6 月经营活动现金流量净额为负，主要是因为公司在年中未集中清理应收账款，导致当期期末应收账款余额较大，当期销售商品、提供劳务收到的现金流量较少所致。

公司与各大银行长期合作，建立了良好的银企关系，2010 年各大银行在 2009 年授信规模的基础上，继续增加了对公司的授信。截至 2010 年 6 月 30 日，各大银行给公司的授信额度合计为 44.78 亿元，较 2009 年末增长 13.43%，预计 2010 年各大银行给公司的授

信额度将达到 47.46 亿元，这可以有效的满足公司扩大经营规模对现金流的需求。

为改善经营活动现金流量净额为负的状况，公司 2010 年拟采取的主要措施有：适度调整品种结构，协调上游供应商货款支付方式；适度调整融资方式；并在对公司及控股子公司的经营绩效考核中增加现金流量指标。

(一)主要财务优势

1、营业收入和净利润稳定增长，盈利能力较强报告期内，公司 2007 年、2008 年、2009 年营业收入同比分别增长 30.55%、24.83%、16.39%，净利润同比分别增长 34.23%、27.12%、49.90%，营业收入和净利润持续增长。

2007—2009 年及 2010 年 1-6 月，公司销售净利率分别为 1.22%、1.24%、1.60%和 1.15%，相比同行业的上市公司，净利率较高。

2、流动资产质量较好，资产管理能力强公司流动资产中主要是货币资金和应收账款，应收账款主要客户资信情况较好。公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率比较高，表明公司的资产管理能力强。

3、费用控制能力强，费用成本较低公司通过加强管理，采用先进的物流技术和信息管理系统，有效降低了公司的物流成本、管理费用和销售费用，公司的期间费用率明显低于同行业公司。

(二)需要解决的问题

1、为满足公司未来发展，有较大的资金需求公司目前正处于业务迅速发展阶段，募集资金投资项目的建成将极大增强公司的竞争能力，公司在此阶段需要大量的资本投入。但是，单纯依靠经营积累和银行贷款

取得营运资金的方式，会增加公司的财务压力，拖累公司的进一步发展，甚至错过发展的最佳时机。

2、毛利率偏低，需要适当提高公司前期为抢占市场，采取低价竞争策略，目前公司在主要市场已经取得了稳定的市场份额，与下游客户建立了稳定的合作关系，可以适当调整定价策略。同时，随着公司整体销售规模扩大，公司与上游厂商的议价能力提高，从而可以使公司能够在不改变向下游厂商定价政策的情况下，降低采购成本。再者，公司也在逐渐调整经营的品种，正努力增加毛利率较高的医疗器械、保健品等品种的批发分销业务。

通过采取上述措施，公司毛利率将会有所提升。

(三)未来发展趋势 2009 年 4 月，国务院发布《关于深化医药卫生体制改革的意见》，国家将建立健全社会医疗保障体系，并在未来三年内投入 8500 亿元以保障医改方案的实施，这将大大提高人民群众的医疗消费水平，从而给整个医药行业产业链带来前所未有的发展机遇。公司近年来已经在全国主要地区建立了自己的营销网络，募集资金项目投资建设一方面能改善公司的资产负债结构，另一方面公司的服务能力将大幅提升，并带来业务量的增加，公司的盈利能力将会有更大的提高。

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	20.63	18.25	15.2	3.11
上证综合指数成份	17.94	16.1	13.52	2.78
创业板综成份	63.66	49.56	34.88	4.87
食品、饮料、烟草和家庭用品批 发业	55.34	38.11	29.31	6.2

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	上市首日 涨跌幅
601377.SH	兴业证券	2010-10-13	10	26300	19.55	48.60%
601177.SH	杭齿前进	2010-10-11	8.29	10100	43.86	118%
		平均值	9.15	18200.00	31.71	83.23%
600998	九州通	/	13	15000	65	/

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 83%。根据九州通发行价、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，我们给予九州通首日涨幅 20-40%，相对应股价为 15.6-18.2 元。

5.2 PE 估值

从发行 65 倍 PE 来看，高于上证 18 倍 PE。因此从上证角度看属于相对高估。从其所属的食品、饮料、烟草和家庭用品批发业板块 55 倍的 PE 来看，属于相对高估。如果按照首日 80 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 23%，相对应股价为 16 元。

综合来看我们给予九州通首日涨幅区间 20-40%，相对应波动价格区间为 15.6-18.2 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大约为3000-3500亿元；其中九州通冻结资金1200-1500；其他3只中小板为1800-2000。

1、信维通信300136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		
468	0.90%	0.09%	0.135%	0.225%
520	0.81%	0.08%	0.122%	0.203%

结论：我们预测信维通信网上申购收益波动区间在0.08-0.225%，中值为0.153%。

2、先河环保300137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%	25%	30%
		首日申购收益预测		
702	0.69%	0.104%	0.173%	0.207%
780	0.62%	0.093%	0.155%	0.186%

结论：我们预测先河环保网上申购收益波动区间在0.09-0.207%，中值为0.149%。

3、晨光生物300138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		
		20%	30%	40%
		首日申购收益预测		
630	0.88%	0.176%	0.264%	0.352%
700	0.79%	0.158%	0.237%	0.316%

结论：我们预测晨光生物网上申购收益波动区间在0.158-0.352%，中值为0.255%。

4、九州通600998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		
		20%	30%	40%
		首日申购收益预测		
1200	1.3%	0.26%	0.39%	0.52%
1500	1.04%	0.208%	0.312%	0.416%

结论：我们预测九州通网上申购收益波动区间在0.208-0.52%，中值为0.365%。

（二）结论及建议

通过网上申购收益敏感性分析，我们建议首先申购九州通 600998；其次申购晨光生物 300138；第三申购信维通信 300136；最后申购先河环保 300137。

—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