

2011-01-12

迪威视讯 300167-SZ

高速成长的专网视频解决方案供应商

◇报告起因：新股上市

◆国内高端专网视频通讯解决方案的领先者

公司是专业从事专网视频通讯解决方案业务的产品及服务提供商，自 2007 年以来，在公安专网视频通讯市场占有率始终保持第一位，是国内领先专网视频通讯企业。2009 年，公司营业收入达 1.45 亿元，实现净利润 2950 万元，过去三年中，两项财务指标的复合增速分别达到 34.5% 和 26.5%。

◆专网视频通讯迎来历史性发展良机

覆盖行业扩大、使用范围普及和应用需求升级是未来行业增长的主要动力。至 2014 年，专网视频通讯行业市场容量将达到 150 亿元，年复合增长率为 25%。其中，公安领域专网视频通讯市场容量达到 60 亿元，年复合增长率接近 40%；政府专网视频通讯市场容量超过 32 亿元，年复合增长率约 23%；国防、交通、能源、金融等细分市场也将保持两位数的增长速度。因此，未来几年将是专网视频通信发展的黄金时期。

◆公司居于行业领先地位，技术产品创新与占有率优势明显

公司在公安领域专网视频通讯市场占有率第一，在政府专网视频通讯市场占有率第四，并且通过不断积累案例经验，与占有率优势形成良性循环，促进公司未来发展。

通过不断研发与创新，公司已构筑起“视讯底层技术+行业应用技术”的完整技术体系，目前仅有少数几家企业掌握了完整的视讯底层技术体系。技术领先优势和市场占有率优势共同构筑了公司的核心竞争力。

◆募集资金助力公司未来发展，给予上市合理价格 58.8-62.7 元

公司此次募集资金所需约 2.08 亿元，主要用于现有产品 SIAP 和 VAS 的扩产。考虑到公司产品销售稳定且目前产能利用率接近饱和，募投项目建成后有望全面提升公司综合实力。

我们测算迪威未来三年净利润将保持 51.2% 的复合增速。结合公司基本面及近期市场情况，预计上市后合理价格区间将达到 58.8 元-62.7 元，建议投资者积极关注。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	107	145	199	331	551
收入同比增长（%）	31.7%	35.3%	37.4%	66.9%	66.2%
净利润（百万元）	21	29	42	62	102
净利同比增长（%）	18.4%	38.6%	41.9%	48.7%	63.5%
每股收益	0.48	0.66	0.94	1.40	2.29
经营性 ROIC	20.87%	24.22%	27.39%	22.31%	26.94%
ROE（归属母公司）	21.91%	23.30%	5.99%	8.34%	12.28%

预计上市合理价 58.8-62.7 元

分析师：

周励谦

（执业证书编号：S0930510120024）

021-22169175

zhouliqian@ebsecn.com

联系人：

盛震山

021-22169168

shengzs@ebsecn.com

宋嘉吉

021-22169315

songjiayi@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	51.28
发行规模(百万股)	11
发行后总股本(百万股)	33
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2011-01-14
主承销商	中信建投证券有限责任公司
主要股东	北京安策恒兴投资有限公司
第一大股东持有比例(%)	55.55%

募股资金投向

项目名称	金额 (百万元)
SIAP 产能扩大项目	106.98
VAS 产能扩大项目	66.02
创新技术研发中心项目	34.61
总金额	207.61

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

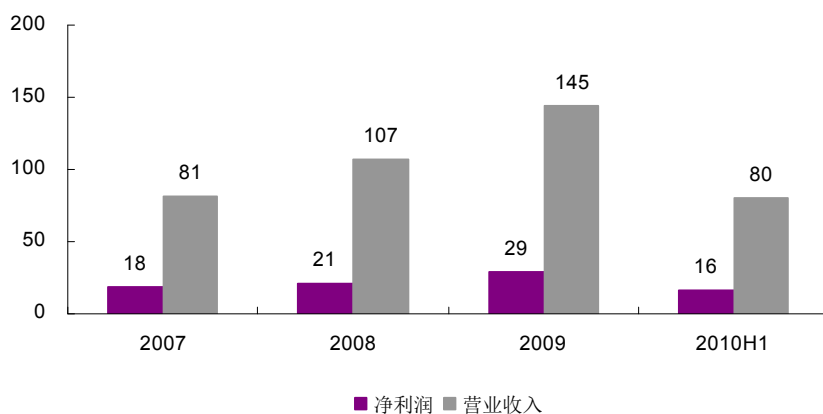
国内高端专网视频通讯解决方案的领先者

公司是国内领先的具备自主创新能力的专网视频通讯解决方案提供商,主要为政府、公安等专网用户提供定制化的视频通讯综合解决方案,包括相关软硬件产品的研发、制造及相关技术服务。2007 年以来,公司在公安专网视频通讯市场占有率始终保持第一位。通过充分挖掘、理解和引导专网行业客户的需求,公司逐步成长为国内领先的专网视频通讯综合解决方案提供商。

2007-2010 上半年,公司营业收入和净利润稳步快速增长,2010 中报显示,公司该两项指标分别为 8020 万元和 1580 万,2007-2009 年营业收入和净利润复合增速分别达到 34.5%和 26.5% (见图 1)。

图 1：过去三年公司的业绩保持快速增长

2007-2010H1 公司营业收入和净利润情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司招股书、光大证券研究所

公司的主要产品为定制化的专网视频通讯解决方案,目前主要是统一视频管理应用系统 (SIAP) 及视讯政务应用系统 (VAS) 这两大产品及服务。SIAP 主要应用于要求对视频图像资源进行统一管理以及具有复杂应用需求的专网用户,目前以公安为主要应用领域; VAS 主要应用于对视讯系统图像清晰度及系统稳定性、安全性要求较高的专网用户,目前以政府为主要应用领域 (见图 2)。

图 2：公司主要产品应用领域



资料来源: 公司招股书、光大证券研究所

近三年，公司两大主营业务收入稳步增长，各自占到了营业收入的一半左右，其中 SIAP 解决方案增长稍快，收入占比从 2007 年的 45.1% 增加到了 2009 年的 51.5%（见表 1）。结合行业发展趋势及公司未来规划，我们判断，未来两项产品和服务仍将保持较为均衡的发展。

表 1：公司主营产品为 SIAP 和 VAS 解决方案

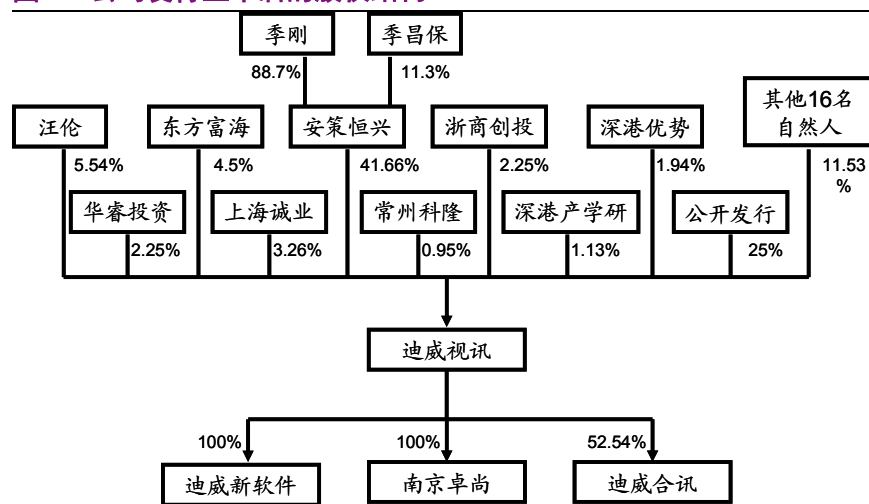
2007-2009 年 公司主营业务收入及占比情况（单位：百万元）

营业收入	2007 年度		2008 年度		2009 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
SIAP 解决方案	36	45.1%	52	49.9%	74	51.5%
VAS 解决方案	44	54.9%	53	50.1%	69	48.5%
合计	81	100%	105	100%	143	100%

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司本次发行新股 1112 万股，发行后总股本为 4448 万股。公司实际控制人为公司控股股东安策恒兴的大股东季刚先生，安策恒兴另一股东季昌保为季刚之父，两人合计间接持有发行后 41.7% 的股份，汪伦为公司董事兼副总经理，持股 5.54%（见图 3）。公司还获得多家投资公司入股，显示出公司具有突出的核心竞争力。

图 3：公司发行上市后的股权结构



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

专网视频通讯迎来发展良机

专网视频通讯是指采用计算机通信、视音频编解码、网络传输与控制、视频通讯中间件、信息安全、自动化控制等多种信息通讯技术，构建于政府、公安、国防、交通、能源等特定行业客户的专用通信网之上的，能够满足定制化程度较高的符合行业差异化需求的视频通讯应用。

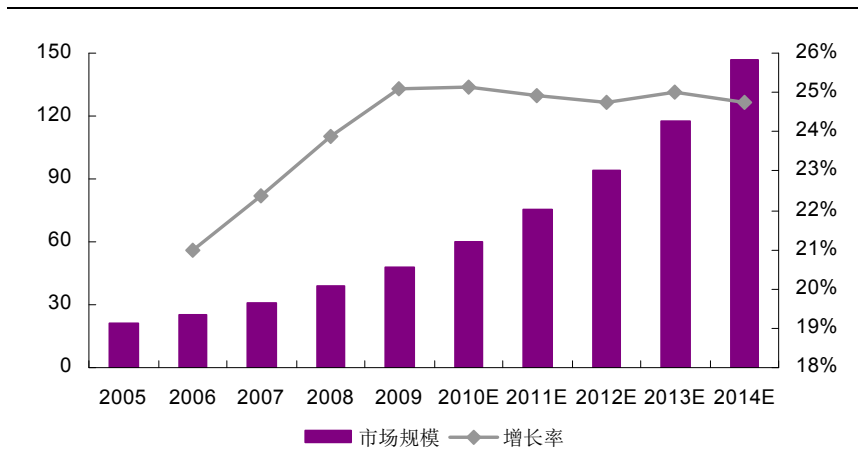
安全性与个性化是专网视频通讯的显著特点。区别于基于公网的视频音频通讯，专网能提供给客户安全性、稳定性与保密性，符合政府、公安、国防等领域对于通讯的特殊需求。另一方面，这些领域的视频通讯应用面对对象不同，例如公安需处理紧急突发事件，通过视频指挥就是公安专网视频通讯应用的个性化体现。因此，对于行业所属企业来说，如何满足安全性与个性化的差异化需求，是专网视频供应商核心竞争力所在。

根据计世资讯预测，到 2014 年，专网视频通讯市场容量将达到 150 亿元，

年复合增长率达 25%。(见图 4)。

图 4：2005-2014 年中国专网视频通讯市场快速发展

2005-2014 年 中国专网视频通讯市场规模情况 (单位：亿元)



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

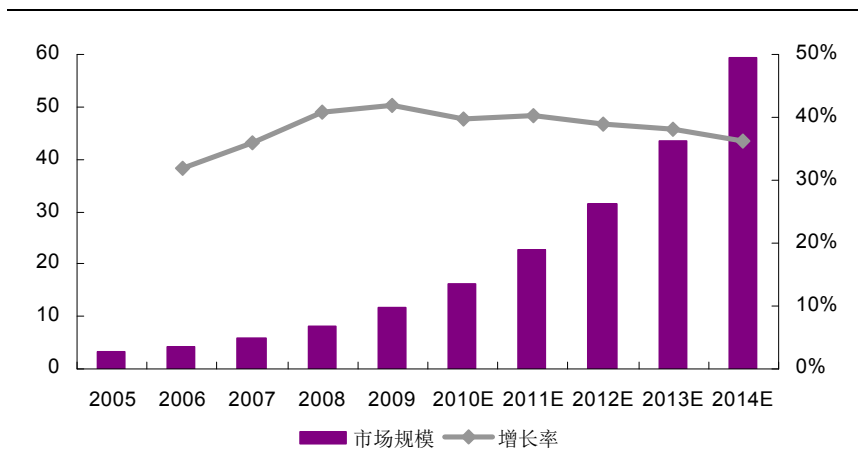
应用范围扩大与需求升级推动公安专网视频通讯市场

目前,公安行业专网视频通讯市场以基于统一视频管理的公安视频通讯综合应用系统为主,其增长主要来自公安行业对视频通讯综合应用系统的应用覆盖范围的扩大和应用需求的升级两个方面。

公安行业视频通讯综合应用系统的使用范围主要集中于部级至省级网络。随着公安行业视频通讯技术的成熟,视频通讯应用经验的积累,以及对于视频通讯需求的进一步增强,应用覆盖范围将得到扩大,从目前的一级网(部至省)快速延伸至二级网(省至地市)、三级网(地市至县、分局)和四级网(县、分局至派出所),从而建成全面覆盖从公安部到全国各省、市、县、所的视频通讯综合应用系统。

图 5：2005-2014 年公安行业专网视频通讯市场爆发性增长

2005-2014 年 中国公安行业专网视频通讯市场规模情况 (单位：亿元)



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公安行业对视频通讯的应用提出了更细致需求,如无线图传系统、远程提审系统、警务督察系统、智能视频分析系统、多级指挥联动系统等。这些新需求促使专网供应商研发新型视频通讯应用模块、组件和系统,从而更好地满足公安行业日益复杂的视频通讯应用需求。

应用覆盖范围的扩大和应用需求的升级在推动整个公安系统的视频通讯综合应用系统建设不断完善的同时,也推动着公安行业视频通讯综合应用系统需求的不断增加,未来几年内将延续目前爆发性增长的势头。

根据计世资讯研究预测,到 2014 年,公安行业专网视频通讯市场容量将达到 60 亿元的规模,是 2009 年市场规模的 5 倍,年复合增长率接近 40%。(见图 5)。

政府专网市场受益于“电子政务工程”的推广

长期以来,政府部门一直是我国专网视频通讯最为重要的应用领域之一,政府行业专网视频通讯市场目前以基于视讯政务应用为基础政府视频通讯综合应用系统为主。随着“电子政务工程”的逐步推进,政府部门对视频通讯综合应用系统的需求也将向覆盖范围扩大和应用需求升级两个方向发展。

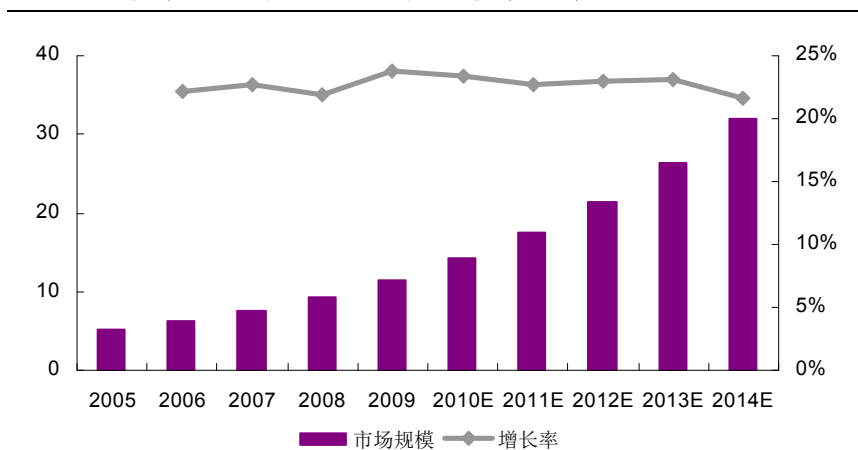
近年来,政府部门日益关注视频通讯系统的建设与完善,专网视频通讯系统的建设范围也由过去的国家和省级(含省会城市、直辖市、计划单列市)日益向地市、区县、乡镇级行政单位延伸,从而构建起覆盖全国主要政府部门的统一协调运作的政府专网视频通讯体系。

随着电子政务工程以及国家应急平台建设工程的深入,政府专网视频通讯系统已经从过去的以视音频交互功能为主逐步升级为包含应急指挥、行政会议、远程培训、协同办公、辅助决策等多项功能的大型视频通讯综合应用系统。为了更好地满足了政府行业日益复杂的视频通讯专业应用需求,新型视频通讯应用系统的增加和扩展势在必行。

根据计世资讯的研究预测,到 2014 年,政府专网视频通讯市场的总容量预计可突破 32 亿元,未来 5 年市场容量的复合增长率约 23%(见图 6)。

图 6: 2005-2014 年政府专网视频通讯市场增长率超过 20%

2005-2014 年 中国政府专网视频通讯市场规模情况(单位:亿元)



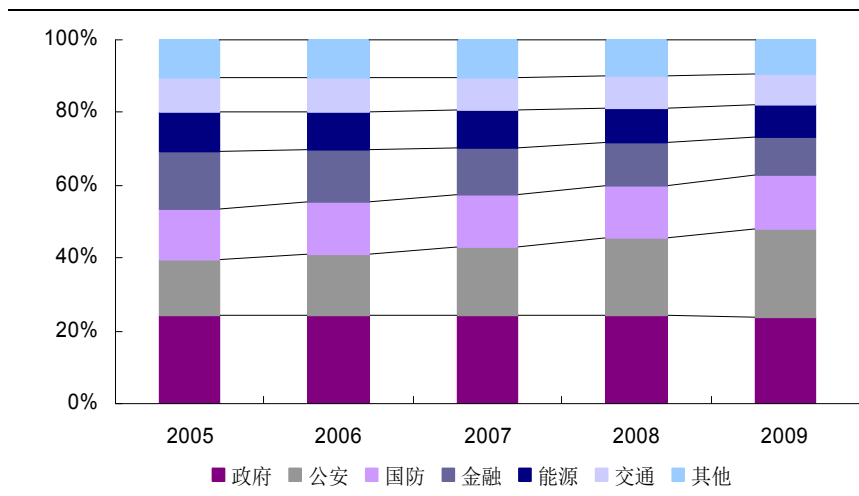
资料来源: 公司招股书、光大证券研究所

技术普及推动专网视频通讯向多领域渗透

除了政府、公安领域外,国防、能源、交通、金融等领域也占据了专网视频通讯部分市场(见图 7)。近年来,随着技术的成熟和需求的增加,国防、能源、交通、金融等领域的专网视频通讯应用也逐渐普及,应用范围及专业化程度显著提高。

图 7：2005-2009 年中国专网视频通讯行业集中度约 80%

2005-2009 年中国专网视频通讯细分市场市场份额情况



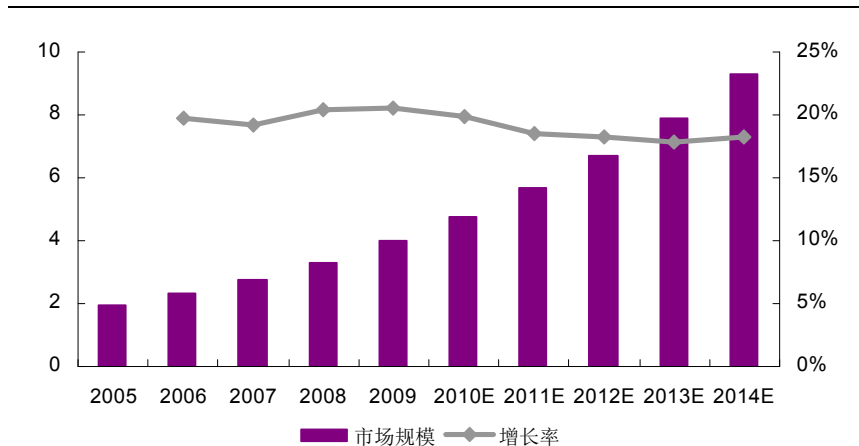
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

交通行业方面，随着我国公路、铁路、航空、航运相结合的国家立体交通网建设的大力推进，交通体系的日趋复杂化使交通管理信息化建设的重要性与日俱增。因此，交通行业专网视频通讯系统已经从满足简单视频应用为主向集视频统一管理调度、视频传输、流媒体转发、存储点播、报警联动、远程指挥、视频会议、智能分析、GIS 应用、GPS 定位等多种功能于一体的“新一代专网视频通讯应用平台”发展。

根据计世资讯的研究预测，到 2014 年，交通行业专网视频通讯市场的总容量预计可达到 9 亿元，未来 5 年市场容量的复合增长率保持 20%（见图 8）。

图 8：2005-2014 年交通专网视频通讯市场增长率保持 20%

2005-2014 年 中国交通专网视频通讯市场规模情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

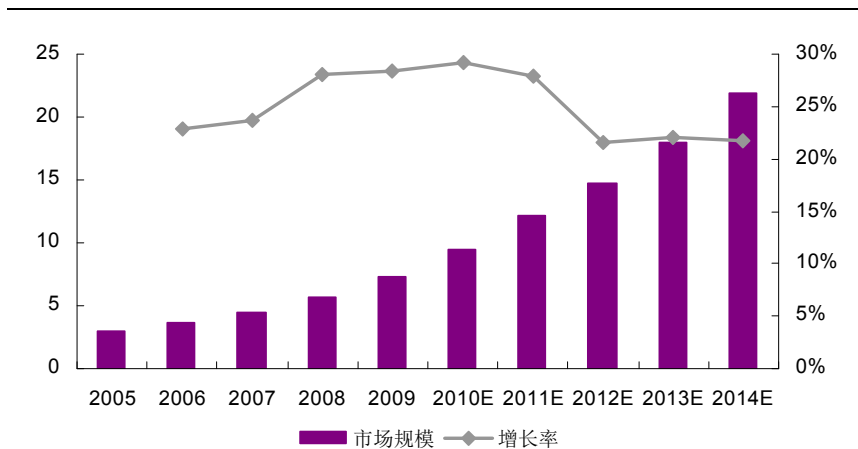
国防领域方面，专网视频通讯应用已成为国防信息化建设的前沿领域，一系列高精尖的视频通讯技术都已经在国防领域诞生并得以应用。美国国防部已为其部署在全球的无人机配备了新型视频通信系统，使之具备实时的视频通讯能力。因此，我们认为，未来国防领域专网视频通讯系统及解决方案的需求将逐步扩大。

根据计世资讯的研究预测，到 2014 年，国防领域专网视频通讯市场的

总容量预计可达到 22 亿元,未来 5 年市场容量的复合增长率保持在 25% 左右(见图 9)。

图 9: 2005-2014 年国防专网视频通讯市场增长率保持 25%左右

2005-2014 年 中国国防专网视频通讯市场规模情况(单位: 亿元)



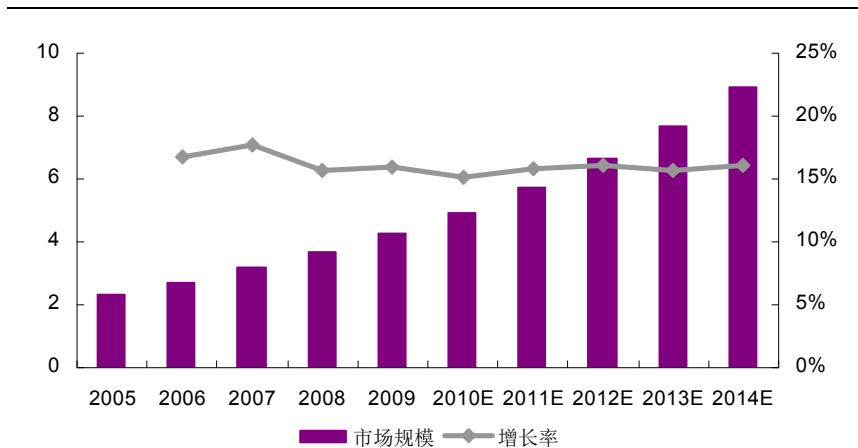
资料来源: 公司招股书、光大证券研究所

在能源尤其是电力行业,专网视频通讯与电力行业业务运营管理系统进一步紧密结合,电力专网视频通讯应用需求正在由简单的音视频会议交互逐渐延伸拓展至集协同办公、电网监测、远程视频监控、应急通信等众多复杂应用为一体的综合视频通讯应用。

根据计世资讯的研究预测,到 2014 年,能源行业专网视频通讯市场的总容量预计可达到 9 亿元,未来 5 年市场容量的复合增长率保持在 15% 左右(见图 10)。

图 10: 2005-2014 年能源专网视频通讯市场增长率保持 15%左右

2005-2014 年 中国能源专网视频通讯市场规模情况(单位: 亿元)



资料来源: 公司招股书、光大证券研究所

公司竞争力分析

我们认为公司的竞争力优势主要体现在产品技术领先,高端用户先发优势明显,以及行业经验丰富。

构筑“视讯底层+行业应用”技术体系

技术研发方面，公司通过多年持续不断的研发投入与积累，已构筑起“视讯底层技术+行业应用技术”的完整技术体系。视讯底层技术是指大型软硬件系统构建技术及相关基础性网络传输、视音频编解码等技术，行业应用技术是指基于视讯底层技术，结合专网用户的具体需求所开发出来的具有特定应用领域技术。

在国内专网视频通讯厂商中，目前仅有少数几家企业掌握了完整的视讯底层技术体系，而同时具备完整视讯底层技术体系及行业应用技术开发能力的企业的数量则更为有限。

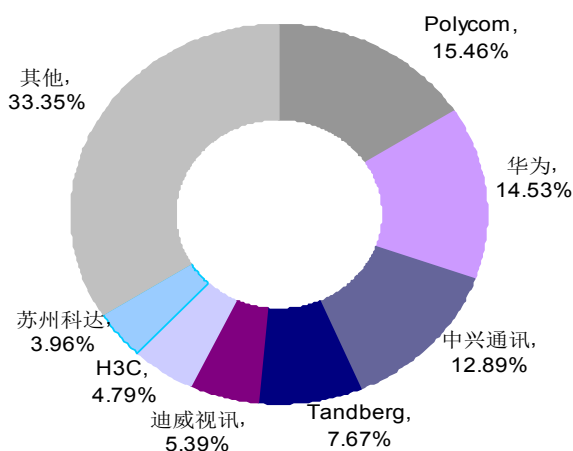
目前，迪威已建立了完备的研发体系。一方面公司拥有技术研发人员 127 人，占公司员工总人数的 50.4%，另一方面公司与中山大学和南京邮电大学分别建立了视频通讯技术联合实验室，与全球第二大 DSP 芯片制造商“美国 ADI”建立合作研发机构。对于研发的重视使公司在未来产品与技术创新上获得了保障，以应对各行业差异巨大且日益复杂的视频通讯应用需求。

市占率优势与案例经验优势形成良性循环

目前，我国专网视频通讯市场集中度较高，前七大厂商的市场集中度达到 64.7%，其中大型通讯产品制造商如 Polycom、Tandberg、华为、中兴，向用户提供标准解决方案，占据了约 30% 的份额。而具有自主知识产权和研发定制能力的专网视频通讯综合解决方案提供商则较少，公司是其中的领先者。2009 年，公司占据了专网视频通讯市场 5.4% 的份额，在综合方案提供商中居于领先（见图 11）。

图 11：中国专网视频通讯市场集中度较高

2009 年 中国专网视频通讯市场份额情况

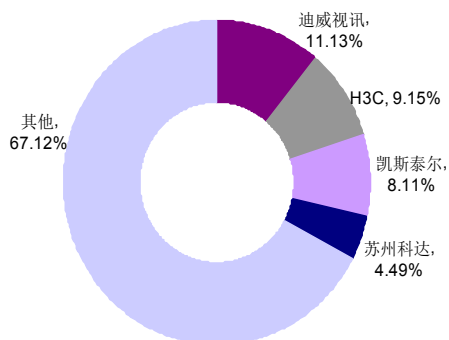


资料来源：公司招股书、光大证券研究所

在主要产品面向的公安及政府客户中，公司分别占据了 11.1% 和 10.5% 的市场份额，排名第一、第四（见图 12，图 13）。由于政府、公安等领域的客户对综合解决方案提供商的要求较高，行业应用案例积累是重要的参考指标，因而公司在这些领域拥有一定的先发优势，在未来拓展市场时将更加迅速。同时基于对系统可靠性、信息保密性和服务及时性的考虑，客户也倾向于选择具有长期合作关系的供应商，这有利于公司稳定现有的客户群体。

图 12：公司在公安专网视频通讯市场份额第一

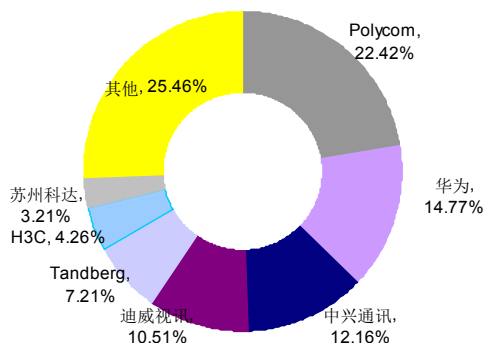
2009 年 中国公安专网视频通讯市场份额情况



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 13：公司在政府专网视频通讯市场份额第四

2009 年 中国政府专网视频通讯市场份额情况



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司财务分析

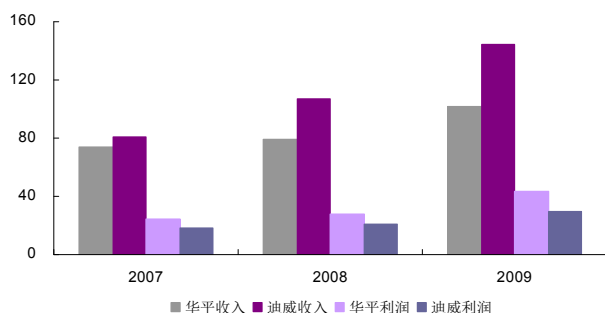
收入利润稳步增长

2007-2009 年，公司营业收入分别为 0.81 亿元、1.07 亿元与 1.45 亿元，净利润分别为 1890 万元、2330 万元与 3290 万元，复合增速分别为 32.7% 与 44.5%。

相较于行业内可比上市公司，公司收入规模较大，增长速度较快（见图 14，图 15），但净利润规模较小。2009 年，主营视频会议系统的华平股份营业收入与净利润分别为 1.02 亿元与 4390 万元，较上一年增长 28.1% 和 59.1%。

图 14：公司营业收入规模较大，但净利润规模较小

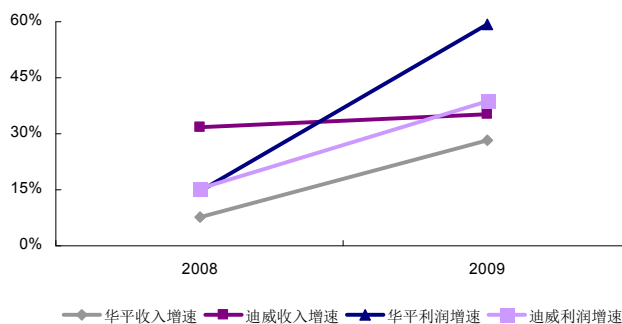
2007-2009 年行业内可比公司营业收入和净利润比较



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 15：公司营业收入增长较快，净利润增长平稳

2008-2009 年行业内可比公司营业收入与净利润增速比较



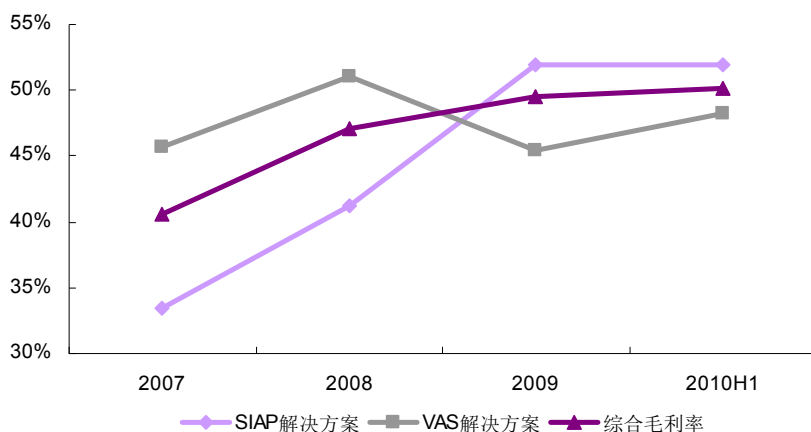
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

行业差异化需求导致毛利率较高

2007-2010H1 年，公司的综合毛利率分别为 40.6%、47.1%、49.8% 和 50.2%，呈上升趋势。分产品来看，SIAP 解决方案毛利率提升较快，从 2007 年的 33.5% 增长到了 2009 年的 52%，是综合毛利率稳步上升的主要原因。VAS 解决方案毛利率虽有所波动，但基本稳定在 45%-50% 之间。（见图 16）。

图 16：2007-2010H1 年公司分产品毛利率稳中有升

2007-2010H1 年公司分产品毛利率变化

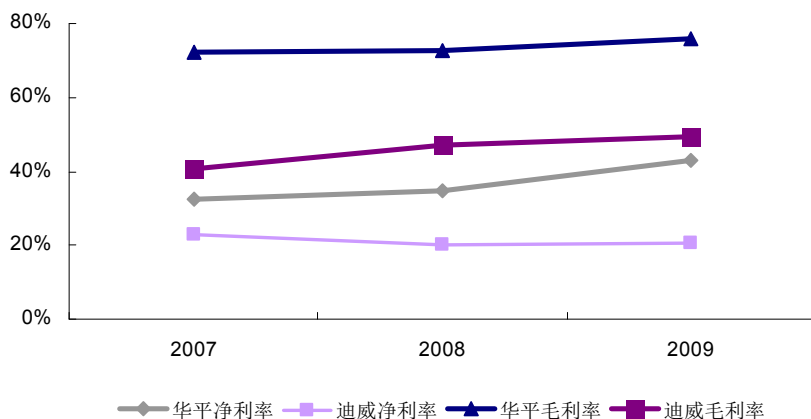


资料来源：公司招股书、光大证券研究所

由于细分行业特点各有不同，公司所处行业利润率差异巨大。华平股份近 3 年的综合毛利率分别为 72%、72.6% 和 76%，高出公司 25% 左右。净利率方面，2009 年华平股份净利率达 43.2%，而公司稳定在 20% 左右。因此，虽然从利润率绝对水平来看，公司盈利能力较强，但从行业角度来看，公司利润率水平仍有提升空间（见图 17）。

图 17：2007-2009 年公司利润率绝对水平较高

2007-2009 年行业内可比公司毛利率比较



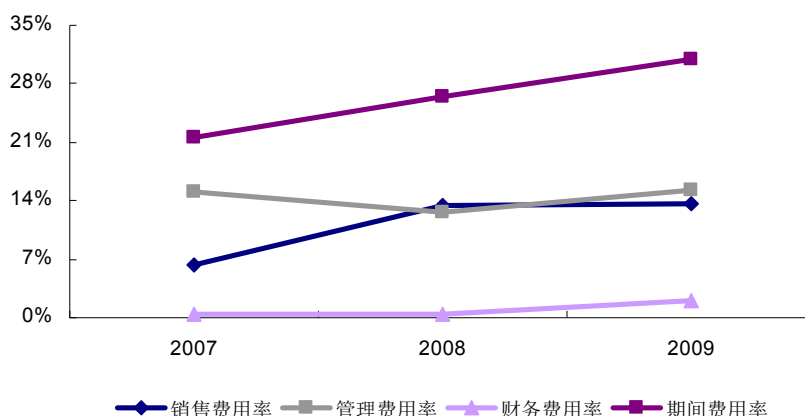
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司期间费用率处于合理范围内

2007-2009 年，公司总体期间费用率有所上升，分别为 21.6%、26.5% 和 30.9%（见图 18）。其中 2008 年销售费用增长 7 个百分点，主要原因是在全国新增多家办事处以建设和完善全国销售网络；管理费用变化主要是研发投入变化所致；而财务费用大幅增长主要由于公司发展态势良好，较多利用了财务杠杆，银行借款增加所致。

图 18：2007-2009 年公司期间费用率上升明显

2007-2009 年公司期间费用率情况

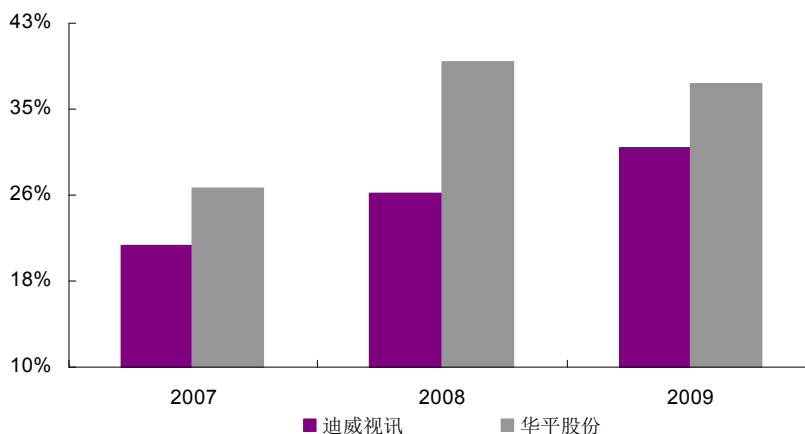


资料来源：公司招股书、光大证券研究所

相比于同行业公司，迪威的期间费用率相对较低（见图 19）。近 3 年，公司期间费用率分别低于华平股份 5.5 个、12.5 个和 6 个百分点。在销售费用和管理费用上，均低于华平股份，一定程度上表现出公司在成本控制方面的优势。

图 19：2007-2009 年公司期间费用率相对较低

2007-2009 年行业内可比公司期间费用率比较



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

募集资金投向分析

公司 IPO 募集资金主要用于三个项目，一是 SIAP 产能扩大项目，二是 VAS 产能扩大项目，三是创新技术研发中心项目。上述项目总投资额约为 2.08 亿元，项目建设期均为 1 年（见表 2）。另外，公司将投入部分募集资金至其他与主营业务相关的运营资金项目。

表 2： 公司募集资金使用计划

投资项目	建设期（年）	第一年（百万元）	合计（百万元）
SIAP 产能扩大项目	1	106.98	106.98
VAS 产能扩大项目	1	66.02	66.02
创新技术研发中心项目	1	34.61	34.61

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

SIAP 产能扩大项目的主要目标是扩充公司公安视频通讯综合应用系统的产业化能力，增强公司竞争实力，进一步巩固和提升公司在公安专网视频通讯市场的领先地位。项目建成后的第三年实现全部产能，形成年提供 180 标准套解决方案的生产能力。项目达产后，预计将新增销售收入 2.7 亿元，实现净利润约 5050 万元（见表 4）。

VAS 产能扩大项目有利于提升 VAS 视讯政务应用综合解决方案的产能，增强公司竞争实力，进一步巩固和提升公司在专网视频通讯市场的领先地位。项目建成后的第三年实现全部产能，形成年提供 100 标准套解决方案的生产能力。项目达产后，预计将新增销售收入 1.48 亿元，实现净利润约 2860 万元（见表 3）。

创新技术研发中心项目的目标将研发中心建设成为国内领先的专网视频通讯技术解决方案研发产业化基地之一，技术上达到国内领先、与国际水平同步的系列产品，使研发中心成为具有竞争力的专网视频通讯技术解决方案的研究机构。我们认为，虽然创新技术研发中心项目的经济效益难以直接估算，但将提升公司整体研发能力，为未来发展打下坚实基础。

表 3： 公司募集资金使用项目内容

投资项目	项目内容
SIAP 产能扩大项目	形成年提供 180 标准套解决方案的生产能力，预计新增收入 2.7 亿元，实现税后利润 5050 万元
VAS 产能扩大项目	形成年提供 100 标准套解决方案的生产能力，预计新增收入 1.48 亿元，实现税后利润 2860 万元
创新技术研发中心项目	建设成为国内领先的专网视频通讯技术解决方案研发产业化基地之一，技术上达到国内领先、与国际水平同步

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

盈利预测与估值

我们根据以下几个关键假设对公司 2010-2012 年盈利情况进行预测：

1、公司所处的专网视频通信行业尚处于高速发展期，在公安和政府领域获得先发优势后，公司业务有望向国防、教育、金融等领域拓展。基于此，我们判断迪威 2010-2012 年主营收入的同比增速为 37.4%、66.9% 和 66.2%，其中 VAS 系统和 SIAP 系统的收入增速假设可见下表；

2、毛利率保持相对稳定的趋势。我们认为，公司在所处行业中处于领先地位，由于行业的特殊性，产品差异性较大，且专网需求方对产品的用户黏性较大。因此，公司整体毛利率在未来三年保持稳定。

3、考虑到公司还处于扩张期，产品的研发、销售网点的完善使得期间费用率难以在短期出现显著下降，我们预计 2010-2012 年，公司期间费用率将维持在 30% 左右。

	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	198.6	331.4	550.9
SAIP 解决方案	106.6	175.9	299.0
VAS 解决方案	89.9	152.8	247.6
收入同比增速	37.4%	66.9%	66.2%
SAIP 解决方案	45.0%	65.0%	70.0%
VAS 解决方案	30.0%	70.0%	62.0%
毛利率	51.7%	51.3%	52.2%
期间费用率	29.9%	30.3%	30.5%
归属于母公司净利润 (百万元)	41.8	62.2	101.7
归属于母公司净利润同比增速	41.9%	48.7%	63.5%

我们预测公司 2010-2012 年归属母公司净利润分别为 4183 万元、6219 万元和 1.02 亿元,按照 IPO 发行后总股本 4448 万股来计算,2010-2012 年 EPS 分别为 0.94 元、1.40 元和 2.29 元。

估值

前提假设

综合考虑 FCFF 和 FCFE, 绝对估值的价格为 52.25 元。

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.40%
β (β levered)	1.15
Rm-Rf	9.12%
Ke(levered)	13.92%
税率	15.00%
Kd	4.81%
Ve	191.6
Vd	54.2
目标资本结构	2.00%
WACC	13.74%

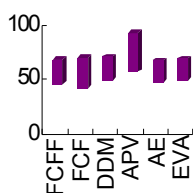
资料来源: 光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-43.94	-1.90%
第二阶段	897.76	38.85%

第三阶段（终值）	1,457.19	63.05%
企业价值 AEV	2,311.01	100.00%
加：非经营性净资产	69.06	2.99%
价值		
减：少数股东权益（市 值）	1.70	-0.07%
减：债务价值	54.20	-2.35%
总股本价值	2,324.18	100.57%
股本（百万股）	44.48	-
每股价值（元）	52.25	-
PE（隐含）	55.71	-
PE（动态）	0.00	-

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.01	0.015	0.02	0.025	0.03
12.74%	57.39	59.18	61.13	63.28	65.65
13.24%	53.19	54.75	56.46	58.32	60.37
13.74%	49.38	50.76	52.25	53.88	55.65
14.24%	45.93	47.14	48.45	49.88	51.42
14.74%	42.79	43.86	45.01	46.26	47.62

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估 值		敏感度分析区间
FCFF	52	43	-	66	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	51	39	-	67	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	55	46	-	68	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	69	55	-	91	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	53	45	-	65	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	55	46	-	67	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

相对价值评估

我们选取 5 家同行业中小板上市公司作为可比公司,分别为华平股份、键桥通讯、数码视讯、立思辰以及太极股份,可比公司 2011 年的平均 PE 为 39 倍。

证券代码	证券简称	收盘价	EPS	PE
		(1月11日)	2011年	
300010.SZ	立思辰	25.00	0.64	39
300074.SZ	华平股份	87.81	1.87	47

300079.SZ	数码视讯	63.37	1.59	40
002316.SZ	键桥通讯	19.62	0.59	33
002368.SZ	太极股份	52.60	1.34	39
平均				39

考虑到近期市场相对弱势，创业板解禁潮的到来对于中小盘股的冲击不可忽视，综合考虑同行业可比公司，以及创业板可比样本的估值水平，我们将询价 PE 的上限定为 35 倍，对应的股价为 49 元。

结论

通过研究近期创业板上市的公司，我们发现上市首日的收盘价对应发行价的平均溢价率为 15.5%。结合公司基本面情况，我们给予首日上市 20% 的溢价，股价区间为 58.8 元-62.7 元，对应 2011 年 1.40 元 EPS 的市盈率为 42-45 倍，我们认为此价格可对应上市后的合理市场价格。

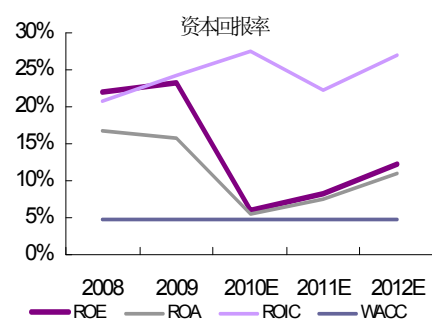
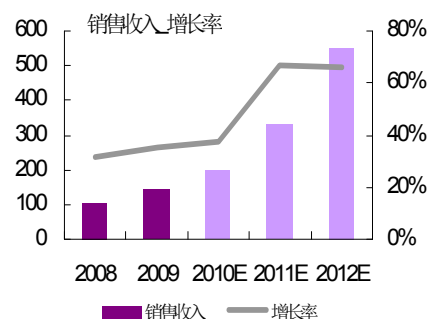
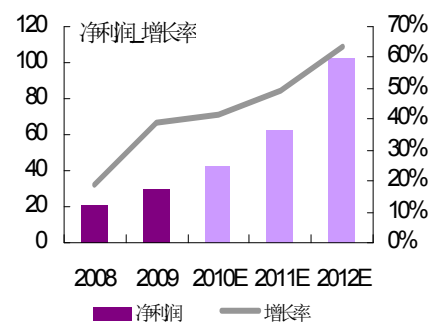
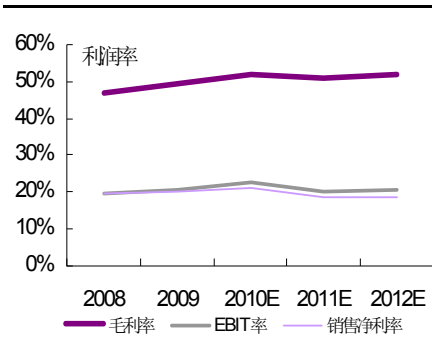
证券代码	证券简称	上市首日收盘价	发行价	溢价率
300152.SZ	燃控股份	51.05	39	31%
300153.SZ	科泰电源	40.78	40	2%
300154.SZ	瑞凌股份	39.7	38.5	3%
300155.SZ	安居宝	47.7	49	-3%
300156.SZ	天立环保	66.74	58	15%
300157.SZ	恒泰艾普	70.05	57	23%
300158.SZ	振东制药	39.03	38.8	1%
300159.SZ	新研股份	106.62	69.98	52%
平均				15.5%

风险分析

创业板公司估值整体下移带来的风险。

公司大客户订单丢失带来的销售风险。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	107	145	199	331	551
营业成本	57	73	96	162	265
折旧和摊销	3	4	2	3	5
营业税费	0	1	1	1	2
销售费用	14	20	28	51	74
管理费用	14	22	29	48	93
财务费用	1	3	2	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	20	27	43	67	114
利润总额	23	32	49	73	120
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	21.26	29.48	41.72	62.27	101.89

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	127	187	754	819	925
流动资产	117	169	734	747	852
货币资金	37	82	627	589	610
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	43	48	66	94	147
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	6	7	2	4	6
存货	30	28	34	52	77
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	6	10	13	54	56
无形资产	3	7	6	6	6
总负债	30	60	58	72	95
无息负债	21	20	28	42	65
有息负债	9	41	30	30	30
股东权益	97	127	696	746	829
股本	33	33	44	44	44
公积金	28	29	550	557	567
未分配利润	36	64	102	145	218
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	4	28	34	27	43
净利润	21	29	42	62	102
折旧摊销	3	4	2	3	5
净营运资金增加	27	17	23	65	107
其他	-46	-21	-32	-103	-171
投资活动产生现金流	-4	-11	-6	-55	-6
净资本支出	3	11	6	55	6
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-7	-22	-11	-109	-11
融资活动现金流	24	28	516	-11	-16
股本变化	3	0	11	0	0
债务净变化	5	32	-11	0	0
无息负债变化	1	-1	8	15	23
净现金流	24	45	545	-38	21

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	31.71%	35.29%	37.36%	66.89%	66.23%
净利润增长率	18.91%	38.68%	41.51%	49.25%	63.64%
EBITDA 增长率	33.51%	43.95%	39.39%	49.67%	69.82%
EBIT 增长率	37.25%	44.22%	49.74%	48.55%	71.04%
盈利能力 (%)					
毛利率	47.10%	49.47%	51.73%	50.97%	51.90%
EBITDA 率	21.79%	23.19%	23.53%	21.10%	21.56%
EBIT 率	19.43%	20.72%	22.58%	20.10%	20.68%
税前净利润率	21.81%	22.06%	24.72%	22.10%	21.76%
税后净利润率 (归属母公司)	19.90%	20.39%	21.01%	18.79%	18.50%
ROA	16.78%	15.78%	5.53%	7.61%	11.02%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.91%	23.30%	5.99%	8.34%	12.28%
经营性 ROIC	20.87%	24.22%	27.39%	22.31%	26.94%
偿债能力					
流动比率	3.94	5.77	28.04	18.90	14.15
速动比率	293.09%	481.48%	2675.47%	1758.54%	1287.39%
归属母公司权益/有息债务	10.90	3.11	23.22	24.87	27.65
有形资产/有息债务	13.80	4.40	24.92	27.08	30.63
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.48	0.66	0.94	1.40	2.29
每股红利	0.00	0.00	0.28	0.42	0.69
每股经营现金流	0.09	0.64	0.77	0.62	0.97
每股自由现金流(FCFF)	-0.16	0.06	0.26	-1.30	-0.18
每股净资产	2.18	2.84	15.66	16.78	18.65
每股销售收入	2.40	3.25	4.46	7.45	12.39

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获得新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。