

类创业板中寻觅投资机会

——创业板专题系列报告之五

2009 年 10 月 17 日

专题报告

投资摘要:

- 类创业板可以按照产品、行业、经营模式等不同方式进行分类。**对于首批 28 家创业板公司，我们可以分别从主营产品、所属行业、经营模式、股本结构、盈利情况等进行分类，将每一种分类与目前 A 股的上市公司进行对比，都可以从现有上市公司中找到类似的上市公司，我们可以把这些类似的上市公司统称为“类创业板”。
- 类创业板的投资价值是有差别的。**从广义上来说，符合创业板的“两高六新”特征的上市公司都有望分享创业板的高估值，都可以称为类创业板。但是，对于几种类创业板，我们认为投资价值是有差别的，产品相似且盈利能力相似的 A 股上市最容易分享创业板的高估值，从而具有最高的投资价值；行业相似的类创业板公司有望得到创业板的高估值外溢，经营模式相似的类创业板公司也容易受到资金的青睐，因此投资价值次之。
- 按照发行价格计算的创业板市盈率将在未来 3 年迅速降低。**创业板目前较高的发行市盈率与公司未来三年的平均净利润增长率之间具有直接的正比关系，即未来三年平均净利润增长率预测值越大，则发行市盈率也越高，而按照发行价格所计算的创业板市盈率将在未来三年迅速降低，这种高增长的现象大大激发了大家对投资创业板的热情，因此也有望带动类创业板的行情。
- 创业板的走势将会影响“类创业板”的行情：**创业板市场可能会出现不同的走势：连续上涨、冲高回落（持续震荡）或者连续下跌，而这三种不同走势对于类创业板的行情是有着不同的影响效果的：如果市场连续上涨，则类创业板的行情非常值得期待；如果类创业板冲高回落或持续震荡，则类创业板行情更多的可能是交易性机会；如果创业板市场连续下跌，则类创业板的行情需要等待创业板市场回稳。

创业板相关重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			评级
	08A	09E	10E	08A	09E	10E	
青岛软控	0.50	0.53	0.57	33	31	29	强烈推荐
宏达新材	0.18	0.25	0.46	58	42	23	推荐
国脉科技	0.29	0.43	0.58	50	34	25	推荐
美邦服饰	0.63	0.56	0.92	36	40	25	推荐
长春高新	0.15	0.56	0.88	153	41	26	强烈推荐
怡亚通	0.41	0.43	0.60	40	38	27	推荐
世联地产	0.69	0.93	1.20	68	50	39	推荐

王玉泉

计算机行业分析师

010-6650 7334

wangyq@dxzq.net.cn

银国宏

策略分析师，东兴证券研究所所长

相关研究报告

- 《纷繁的创投概念股中寻觅投资机会——创业板系列报告之一》 2009.2.18
- 《创投企业的拼搏与梦想——创业板系列报告之二》 2009.3.18
- 《箭在弦上的创业板——创业板系列报告之三.doc》 2009.9.14
- 《寻找与创业板企业相似的上市公司——创业板系列报告之四》 2009.9.28

目 录

1. 类创业板的投资机会	4
1.1 创业板的感受	4
1.2 类创业板的含义	4
1.3 类创业板的分类方式	5
1.4 类创业板的投资价值排序	6
2. 对创业板公司特征的进一步分析	6
2.1 创业板高 PE 发行的原因和规律	7
2.2 创业板 28 家企业的主营产品	10
2.3 创业板 28 家企业所属行业情况	10
2.4 创业板企业所涉及的几种独特的经营模式	14
3. 创业板市场不同走势对类创业板个股的影响	15
3.1 近期中小板新股涨幅情况	16
3.2 创业板合理股价预测	17
3.3 创业板不同走势对于类创业板行情的影响	18
4. 重点类创业板个股推荐	19
附录. 类创业板股票池	27

表格目录

表 1: 创业板企业名单与预测券商	6
表 2: 创业板企业名单与预测券商	10
表 3: 创业板企业名单与预测券商	15
表 4 近期中小板新股上市首日市场表现	16
表 5: 软件行业的周期性与宏观经济的周期性	17
表 6: 创业板企业名单与预测券商	27

插图目录

图 1: 类创业板的投资价值排序	6
图 2: 创业板公司的收入增长率与发行市盈率的关系	8
图 3: 28 家创业板公司 09 年的 PE 情况	8
图 4: 创业板市场的 PE 和 EPS 变化	9
图 5: 创业板企业的行业占比	11

图 6: 医疗和医药行业 PE 和 EPS 变化情况.....	11
图 7: 机械设备行业 PE 和 EPS 变化情况.....	12
图 8: 软件行业 PE 和 EPS 变化情况.....	12
图 9: 电子信息行业 PE 和 EPS 变化情况.....	13
图 10: 电力设备行业 PE 和 EPS 变化情况.....	13
图 11: 通信传媒行业 PE 和 EPS 变化情况.....	14
图 12: 其它 4 家公司 PE 和 EPS 变化情况	14
图 13: 创业板市场按照 09 年业绩所预测的合理 PE.....	17
图 14: 创业板走势预测	18
图 15: 中小板 8 只新股上市后的股价走势情况	19

1. 类创业板的投资机会

1.1 创业板的感受

继证监会宣布将于 23 日举行创业板开板仪式之后，深交所将于 30 日举行创业板开板仪式，首批创业板 28 家公司将于 10 月 30 日集中在深交所挂牌上市，就目前的创业板来说，主要带给我们以下几种感受：

憧憬：期待了 10 年的创业板终于要开板了，即使目前还存在着这样那样的问题，但无论是对于中小企业的融资难问题，还是对于我国资本市场的建设问题来讲，创业板的推出都是迈出了巨大的一步。而对于投资者来讲，也增加了一种新的投资标的，因此创业板首先带给我们的感受就是憧憬——市场、投资者、中小企业家的共同憧憬；

遗憾：按照目前创业板的交易机制，仍然采用 T+1 交易、10%涨跌幅等规定，这些规定与目前中小板的交易机制几乎完全相同，这让大家所期待的创业板在交易机制上也能有所突破的愿望有所落空，未免会感觉有些遗憾；

欣喜：目前创业板市场按照发行价格所计算的整体市盈率在 50 倍左右，之所以创业板的发行市盈率很高，可以说完全是市场定价的选择结果，这表明了管理层对于创业板所做出的一些大胆尝试，对于目前市场中略显畸形的新股发行机制，在创业板中选择由市场来自行决定。这意味着未来在创业板中将会出现新股的破发，而这对于纠正畸形的新股发行机制有很重要的积极意义；

担心：同样是由于目前过高的发行市盈率，在新股发行机制还没有得到解决的情况下，在二级市场发行以后难免会出现整个市场达到 80-90 倍市盈率的状况，这不禁让我们回忆起了中小板刚刚发行时的情形，当时被爆炒的中小板在最初诞生就大大影响了市场的走势，一路向下给很多投资者带来了损失；

冲动：就目前的创业板而言，我们可以从中发现有很多质地很好的公司，整个市场未来三年的平均增长率有望达到 50% 以上，这不免给我们带来了许多值得配置的投资品种；另一方面，二级市场发行的 80-90 倍的创业板也会给目前 40 倍左右的主板和中小板中的“类创业板”带来相应的交易性投资机会，这也是本文所要重点分析的内容。

1.2 类创业板的含义

关于“类创业板”，我们有必要先给个明确的定义，目前过会的创业板公司一共 29 家，但是首批上市的很有可能是已经开始申购的 28 家公司。

对于首批 28 家创业板公司，我们可以分别从主营产品、所属行业、经营模式、股本结构、盈利情况等进行分类，将每一种分类与目前 A 股的上市公司进行对比，都可以从现有上市公司中找到类似的上市公司，我们可以把这些类似的上市公司统称为“类创业板”。

由于类创业板公司与创业板公司的这些相似性，有望在一定程度上分享创业板公司的高估值水平，则相应的投资价值也将上升，下面我们将各种分类来进行仔细阐述，希望有助于投资者从中找到相应的投资机会。

1.3 类创业板的分类方式

前面我们提到从主营产品、所属行业、经营模式等都可以对创业板公司进行分类，也可以相应地寻找到对应的“类创业板公司”，我们这里就分别介绍几种不同分类的类创业板投资逻辑。

1.3.1 主营产品相似的角度分类：

主营产品相似的上市公司在不同的市场中，由于受到所处市场特征的影响，必然会享受不同的定价，这样就出现了估值的差异；而如果两个公司的产品比较近似、盈利能力也相当，只是因为不同的市场中，就产生了比较明显的估值差异的话，即类似于出现了“同股不同价”的现象，通常情况下，这种趋势会倾向于将差异缩小，估值比较低的水池会倾向于逐渐升高甚至填满，这也就意味着给投资者提供了寻找价值洼地的机会，找到那些现在 A 股中的主营产品与创业板即将发行的公司的产品相近的上市公司，等待它们的估值逐渐提升。例如创业板中的乐普医疗与鱼跃医疗、特锐德与深圳惠程等。事实上，目前上市的创业板公司大多数我们都能找到主营产品相近的 A 股上市公司。

1.3.2 所属行业相似的角度分类：

创业板上市公司主要以科技型公司和中小型企业为主，且处于企业生命周期中的成长期，具有高成长性，从而也获得了较高的市盈率，从目前发行的情况看，基本处于 50-60 倍的区间，一旦开始交易，可以预期这些公司有可能达到 80 倍左右的平均市盈率。电子、医药、软件、通信、机械和电力六类企业就占到了所有创业板企业的八成以上，在创业板中形成了六个行业板块，这种行业板块的高 PE 也会通过产业的共性，一定程度上外溢到主板同类行业，因此如果相关企业登陆创业板，同类型行业的主板上市公司有望分享更高的估值。

1.3.3 盈利模式相似的层面分类：

创业板内一些新兴的商业模式格外引起大家的兴趣，例如探路者这种只做品牌和销售，而生产外包的模式；立思辰的将办公器件给客户外包使用，而并不是直接销售给客户的模式，这些类似的商业模式应用在这些领域，都是一种创新性质的服务，而实际上，在中小板中，这些商业模式也有类似的体现，当市场对于创业板企业的新颖的盈利模式给予高估值的时候，市场也自然会寻觅到类似的上市公司。

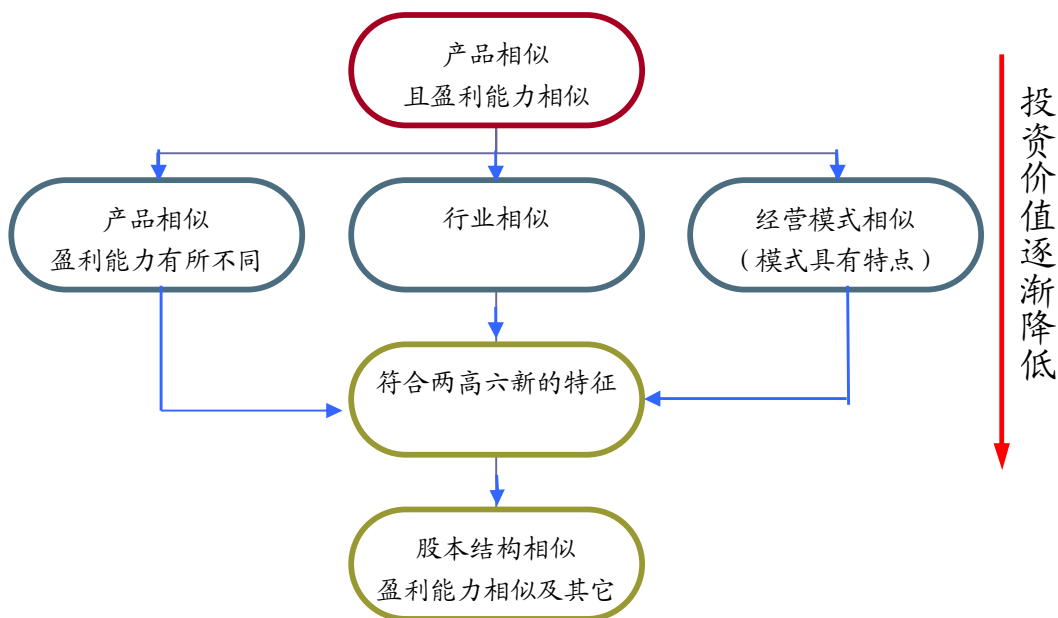
1.3.4 其它情况

事实上还有一些其它类似的机会，例如股本结构比较相近的——股本结构意味着公司的股价和资金流动性之间的关系、盈利模式相近的——意味着增长率的水平达到一定程度以后，利用多少倍的 peg 水平来估值比较合适，从而直接影响 pe 的水平在多少倍的区间，那么这种寻找价值标杆的过程也同样会影响到目前 A 股的上市公司。

1.4 类创业板的投资价值排序

上面所提到的几种类创业板，我们认为投资价值是有差别的，产品相似且盈利能力相似的 A 股上市最容易分享创业板的高估值，从而具有最高的投资价值，我们将这几种类创业板的投资价值进行一个排序和归类，可以得到下图。

图 1：类创业板的投资价值排序



资料来源：东兴证券研究所

2. 对创业板公司特征的进一步分析

我们需要对创业板公司做更仔细的分析，才能更准确地把握创业板的特征，进而找到真正具有投资价值的类创业板公司。

对于 28 家创业板公司，各券商都已经做了细致深入的研究工作，并且进行了认证的盈利预测，因此给我们提供了翔实可靠的可以参考的数据，下面是 28 家公司券商的预测情况。

表 1：创业板企业名单与预测券商

证券代码	公司名称	给予业绩预测的券商名称	预测家数	行业
300001	特锐德	东兴证券、华泰证券、兴业证券、安信证券、国都证券、国信证券等	15	电力
300002	神州泰岳	东兴证券、联合证券、兴业证券、信达证券、安信证券、国都证券等	9	软件
300003	乐普医疗	爱建证券、兴业证券、长江证券、华泰证券、上海证券、国都证券等	9	医疗
300004	南方风机	东兴证券、兴业证券、信达证券、长江证券、民族证券、国都证券等	10	机械
300005	探路者	爱建证券、信达证券、联合证券、安信证券、中原证券、上海证券	6	零售

300006	莱美药业	爱建证券、兴业证券、信达证券、日信证券、上海证券、国都证券	6	医药
300007	汉威电子	爱建证券、兴业证券、日信证券、江南证券、上海证券、国都证券等	8	电子
300008	上海佳豪	中原证券、信达证券、民族证券、长江证券、上海证券、国都证券	6	机械
300009	安科生物	兴业证券、信达证券、上海证券、国都证券	4	医药
300010	立思辰	东兴证券、联合证券、信达证券、民族证券、上海证券、国都证券等	8	软件
300011	鼎汉技术	东兴证券、国都证券、上海证券	3	电力
300012	华测检测	国联证券、联合证券、兴业证券、东海证券	4	电子
300013	新宁物流	东兴证券、兴业证券、浙商证券、国都证券、长江证券、上海证券	6	运输
300014	亿纬锂能	联合证券、中原证券、长江证券、国都证券	4	电子
300015	爱尔眼科	长江证券、兴业证券、长江证券、国都证券、上海证券	5	医疗
300016	北陆药业	兴业证券、国都证券、上海证券	3	医药
300017	网宿科技	东兴证券、联合证券、上海证券、国都证券	4	软件
300018	中元华电	东兴证券、华泰证券、长江证券、兴业证券、国信证券、国都证券等	9	电力
300019	硅宝科技	东兴证券、长江证券、日信证券	3	化工
300020	银江股份	东北证券、上海证券、联合证券、国都证券、长江证券	5	软件
300021	大禹节水	东北证券、国联证券、国都证券	3	化工
300022	吉峰农机	东北证券、上海证券、国都证券	3	机械
300023	宝德股份	东兴证券、中原证券、东北证券、上海证券、华泰证券、国联证券	6	机械
300024	机器人	长江证券、东北证券、中原证券、长城证券、上海证券、光大证券	6	机械
300025	华星创业	东北证券、联合证券、国联证券、国都证券、长江证券	5	通信
300026	红日药业	东北证券、中原证券、兴业证券	3	医药
300027	华谊兄弟	国信证券、国联证券、东海证券、国都证券、长江证券	5	传媒
300028	金亚科技	东海证券、东北证券、国联证券、国都证券、长江证券	5	传媒

资料来源: Wind, 东兴证券

借鉴券商的预测结果,我们可以进一步分析创业板公司的特征,例如,为什么鼎汉技术、神州泰岳等公司获得了很高的发行市盈率?目前创业板市场的特征如何?创业板市场中板块的特征是怎样的等等问题。

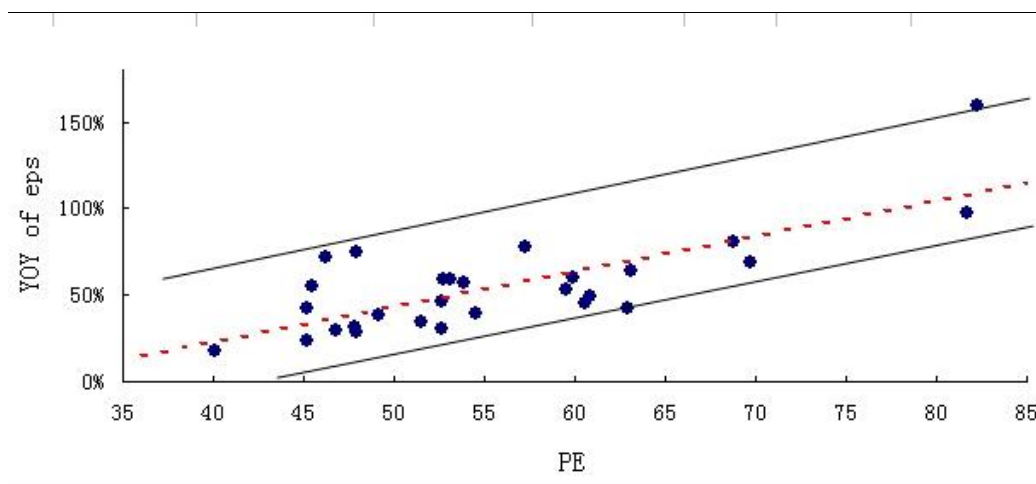
需要指出的是,我们使用券商的预测数据时,直接使用多家券商的平均数据,例如,对于一家公司,我们将所有预测的净利润、EPS 这两项指标直接取平均值作为我们所采信和使用的对于单个公司的盈利预测。

2.1 创业板高 PE 发行的原因和规律

券商的预测数据往往会直接预测 2009-2011 年的净利润和 eps 情况,因此我们可以得到公司未来三年的平均净利润增长率预测数据,我们把所有公司未来三年平均净利润增长率和发行市盈率作于同一张图中,可以得到下图。

图中的 28 个蓝色散点表示 28 家创业板公司,横坐标表示公司的发行市盈率,纵坐标为未来三年(2009-2011)的平均净利润增长率。

图 2：创业板公司的收入增长率与发行市盈率的关系



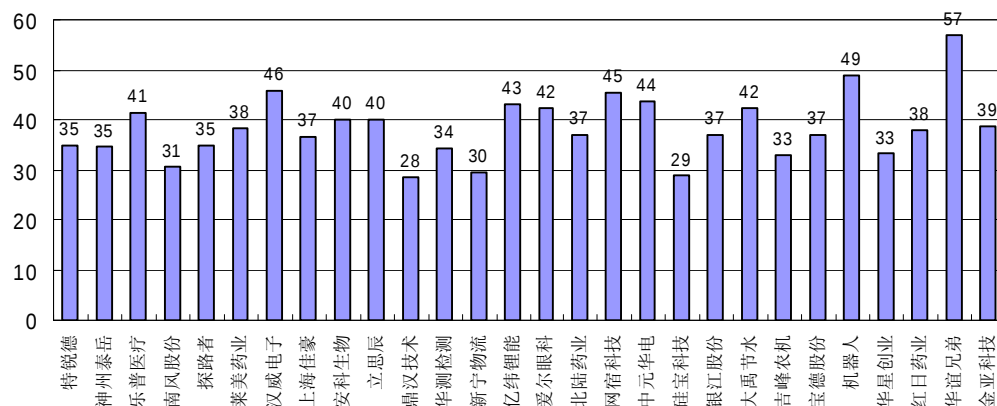
资料来源：东兴证券研究所

从上图我们可以发现，所有的蓝色散点基本都位于灰色平行线所圈出的区域内，虚线表示对于所有蓝色点的直线型拟合结果。无论是对于带状区域还是对于虚线的拟合线，我们都可以发现，发行市盈率与未来三年的平均净利润增长率之间具有直接的正比关系，即未来三年平均净利润增长率预测值越大，则发行市盈率也越高。

由于鼎汉技术、神州泰岳等公司未来三年平均净利润增长率预测值很大，所以也获得了很高的发行市盈率，在询价阶段就受到了投资机构的青睐。

那么很高的发行市盈率是否会在未来的一两年内很快降低下来呢？我们按照券商对于 2009 年公司的净利润和 eps 预测数据，按照公司的发行价观察 28 家公司 2009 年的预测 PE 情况，得到下图。

图 3：28 家创业板公司 09 年的 PE 情况



资料来源：东兴证券研究所

从上图中我们可以看到，随着 09 年净利润的增加，28 家公司的 09 年预测市盈率很快降低了下来，平均市盈率在 30-50 倍之间，19 家公司的市盈率在 40 倍以下，28 家公司整体的 09 年市盈率中值在 37 倍左右，这与很多中小板公司的市盈率已经基本相同了。

我们将视线从单个的创业板公司回到整个创业板市场，这里我们可以分别使用整体加权平均的整体法和将所有 eps、pe 进行平均的平均法。

整体法中： $PE = \Sigma \text{市值} / \Sigma \text{净利润}$ （忽略少数股东权益，下同）；

$EPS = \Sigma \text{净利润} / \Sigma \text{股本}$

市场平均股价 = $PE * EPS = \Sigma \text{市值} / \Sigma \text{股本}$

平均法中： $PE = \text{average}(PE_i)_{i=1,2,\dots,28}$

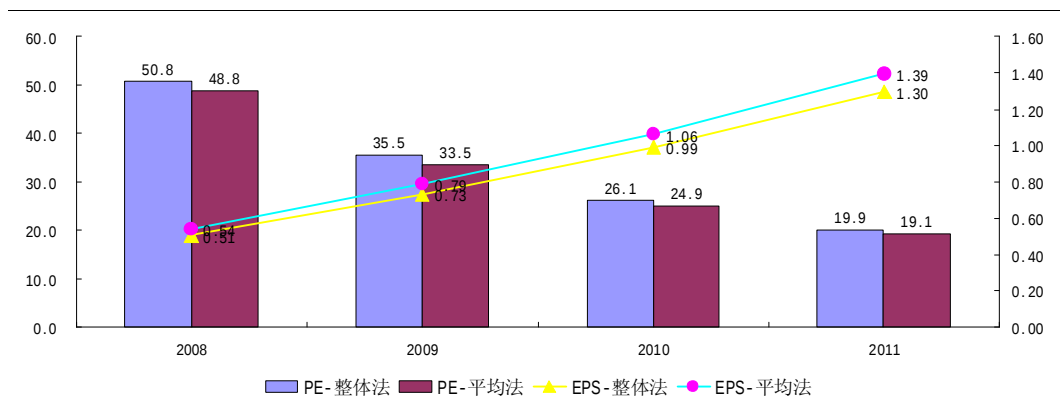
$EPS = \text{average}(EPS_i)_{i=1,2,\dots,28}$

市场平均股价 = $\text{average}(\text{股价}_i)_{i=1,2,\dots,28}$

从上面的公式中我们可以看到，考虑股本因素的整体法比不考虑股本因素的平均法更为准确一些，但在公司股本相差不是太大的创业板中，平均法也可以用来做近似的分析（以下对于行业的分析情况相同）。

我们将多家券商所预测的 28 家创业板公司的盈利数据分别用整体法和平均法进行计算，得到的整个创业板市场的 PE 和 EPS 的变化情况如下图所示。从图中我们可以看到，目前整个创业板市场的 08 年静态 PE 水平在 50 倍左右，而对应 09 年的盈利数据，市场 PE 就将很快地降低到 35 倍左右，对应的 EPS 也将从 08 年的 0.51 元上升到 09 年的 0.73 元。

图 4：创业板市场的 PE 和 EPS 变化



资料来源：东兴证券研究所

从上图我们可以看到，创业板的高增长率使得目前较高的发行市盈率会在未来的 2-3 年内迅速降低下来，到 3 年后的 2011 年，按照目前的发行价，整个创业板市场的 PE 水平将降低到 20 倍以下的水平。

反过来说，也正是这种高增长率使得目前创业板的 PE 水平要高于大多数 A 股的公司，不过我们需要特别指出的是，目前我们所提到的市盈率都是以发行价所标定的市盈率，由于目前还无法确定创业板上市以后股价的涨幅情况，所以我们也无法肯定地说对应二级市场的高市盈率将在几年内降低下来，下面的论述中我们只能简单地做一些预测。

2.2 创业板 28 家企业的主营产品

在 9 月 28 日我们所写的报告《寻找与创业板企业相似的上市公司——创业板专题报告之四》之中，我们分析了 28 家公司的主营产品，并且简单寻找了对应的 A 股产品近似的上市公司，这里我们不再一一分析 28 家公司的产品情况，只是进一步列出我们的推荐情况。

下面是我们所重点推荐的按照产品相似性所寻找的类创业板重点公司，同时我们把按照几种不同的分类方法所寻找的类创业板股票池都列入附录里，参见附录一。

表 2：创业板企业名单与预测券商

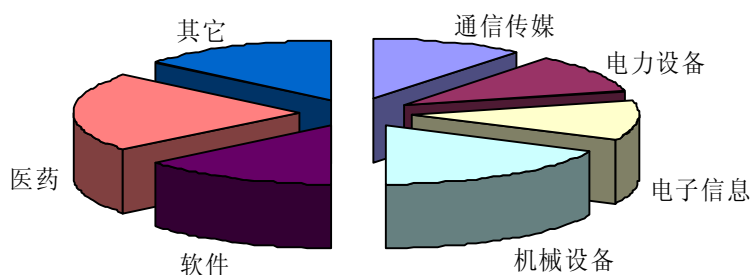
板块	创业板公司	类创业板公司名称	评级	EPS				PE				09 年 增长%	10 年 增长%	11 年 增长%
				08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E			
软件	机器人	青岛软控	强推	0.53	0.57	0.69	0.87	31	29	24	19	7.5	21.1	26.1
电子	亿纬锂能	江苏国泰	推荐	0.53	0.61	0.76	0.89	38	33	27	23	15.1	24.6%	17.1
通信	华星创业	国脉科技	推荐	0.29	0.43	0.58	0.72	50	34	25	20	47.44	36.07	23.85
零售	探路者	美邦服饰	推荐	0.63	0.70	0.97	1.37	38	35	25	18	11.47	38.91	41.36
医药	安科生物	长春高新	强推	0.15	0.34	0.54	0.68	152	68	43	34	125.2	56.6	26.2
医疗	乐普医疗	信立泰	推荐	1.58	1.58	2.12	2.75	51	51	38	29	53.4	34.2	29.5
运输	新宁物流	怡亚通	推荐	0.41	0.43	0.60	0.65	38	36	26	24	4.9	39.5	8.3
稀缺	华谊兄弟	世联地产	推荐	0.69	0.93	1.20	1.52	55	41	32	25	34.8	28.5	27.5

资料来源：东兴证券

2.3 创业板 28 家企业所属行业情况

从上面的名单来看，在总共 28 家企业中，医药和医疗器械企业占比最高，共计 6 家，占比两成多；其次是机械设备类企业，共计 5 家，占比 18%；软件类企业有 4 家，占比 14%；通信传媒、电力设备和电子信息类企业各有 3 家，分别占比 10%，以上 6 类企业就占到 85% 以上，如下图所示。

图 5：创业板企业的行业占比

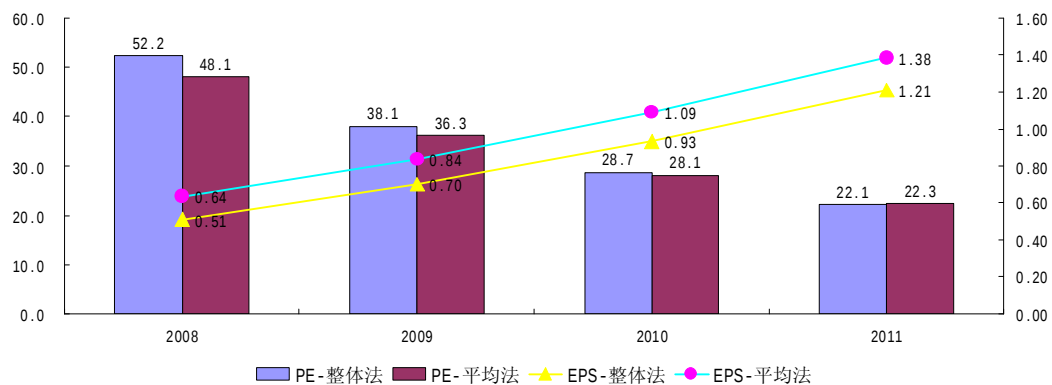


资料来源：东兴证券研究所

由于上面 6 类企业在创业板中占到了绝对多的数量，相应对 A 股相关行业也能起到一定的估值传导作用，因此我们需要对创业板中这几类行业的 PE 水平、盈利能力进行分析。

我们分别对上面几类企业按照 2.1 节中所介绍的整体法和平均法进行计算，首先是占比最大的医药和医疗企业行业。

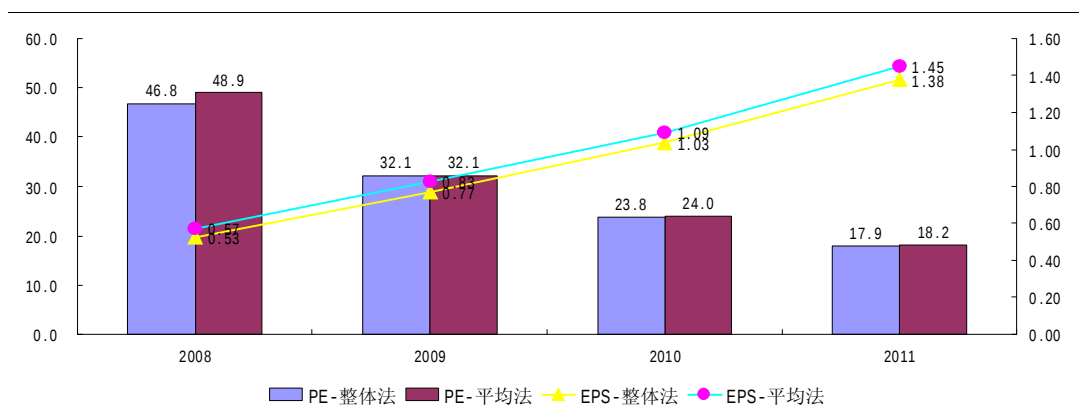
图 6：医疗和医药行业 PE 和 EPS 变化情况



资料来源：东兴证券研究所

从上图可以看到医药和医疗器械行业目前所对应的 08 年静态市盈率在 52 倍左右，对应 09 年的业绩有望降低到 38 倍，而 3 年后有望降低到 22 倍左右。

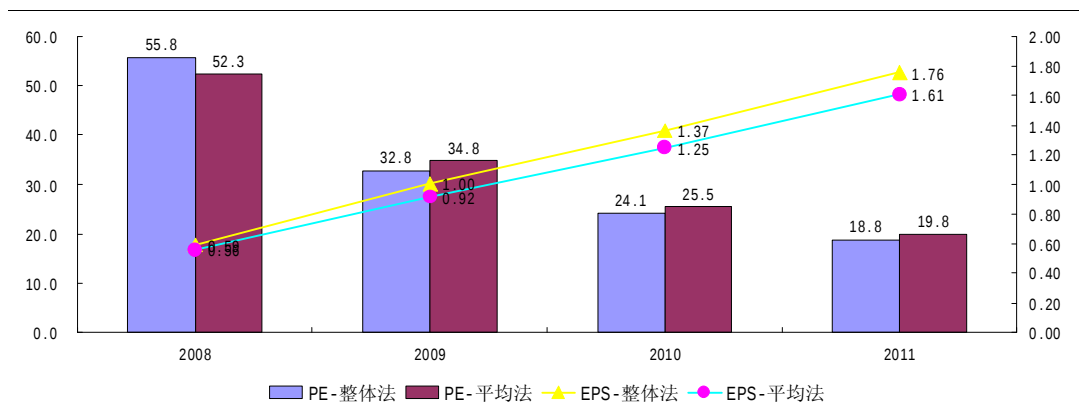
图 7：机械设备行业 PE 和 EPS 变化情况



资料来源：东兴证券研究所

机械设备类企业目前所对应的 08 年静态市盈率在 47 倍左右，在创业板的六大行业中属于平均市盈率比较低的，这与主板的特点也基本吻合，对应 09 年的业绩在 32 倍左右，而 3 年后有望进一步降低到 18 倍左右。

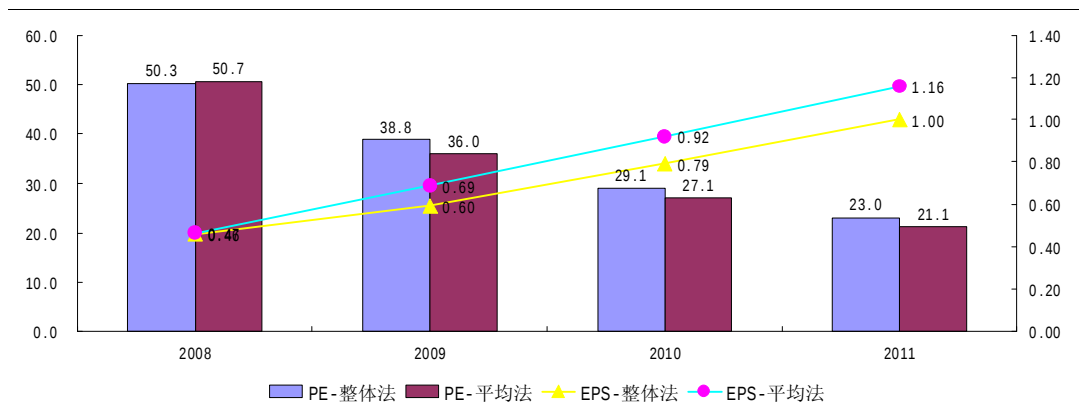
图 8：软件行业 PE 和 EPS 变化情况



资料来源：东兴证券研究所

软件类企业目前所对应的 08 年静态市盈率在 56 倍左右，在 6 大行业中属于平均市盈率最高的，这与主板的情况也是吻合的，但软件行业的增长率很高，对应 09 年的业绩 PE 水平有望迅速降低到 33 倍，而 3 年后有望进一步降低到 19 倍左右。

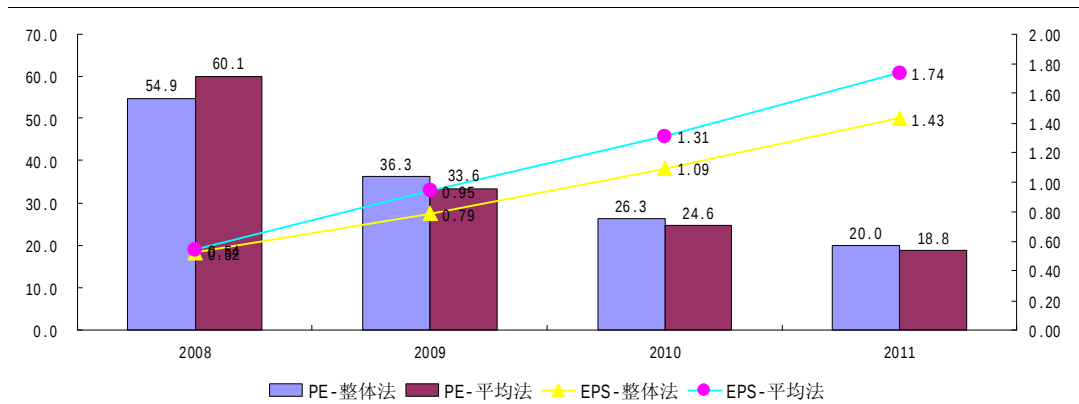
图 9：电子信息行业 PE 和 EPS 变化情况



资料来源：东兴证券研究所

电子信息类企业目前所对应的 08 年静态市盈率在 50 倍左右，对应 09 年的业绩市盈率在 39 倍左右，而 3 年后有望进一步降低到 23 倍左右。

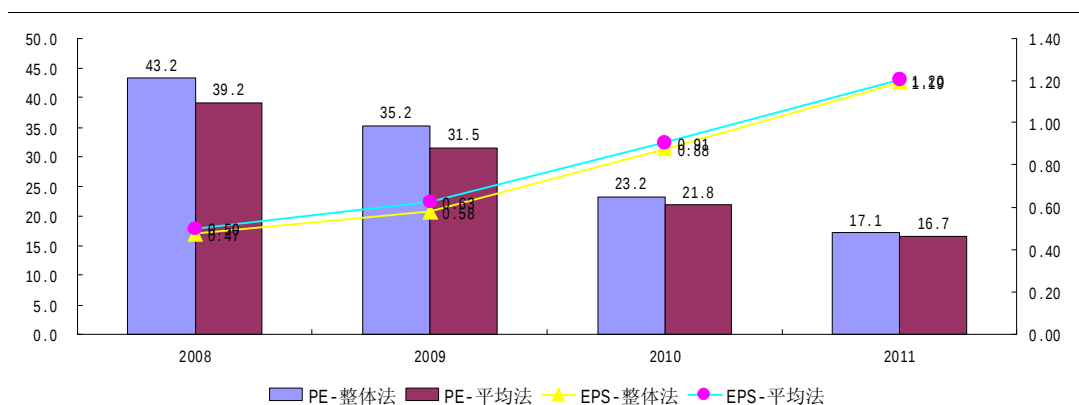
图 10：电力设备行业 PE 和 EPS 变化情况



资料来源：东兴证券研究所

电力设备类企业目前所对应的 08 年静态市盈率在 55 倍左右，对应 09 年的业绩市盈率在 36 倍左右，而 3 年后有望进一步降低到 20 倍左右。

图 11: 通信传媒行业 PE 和 EPS 变化情况

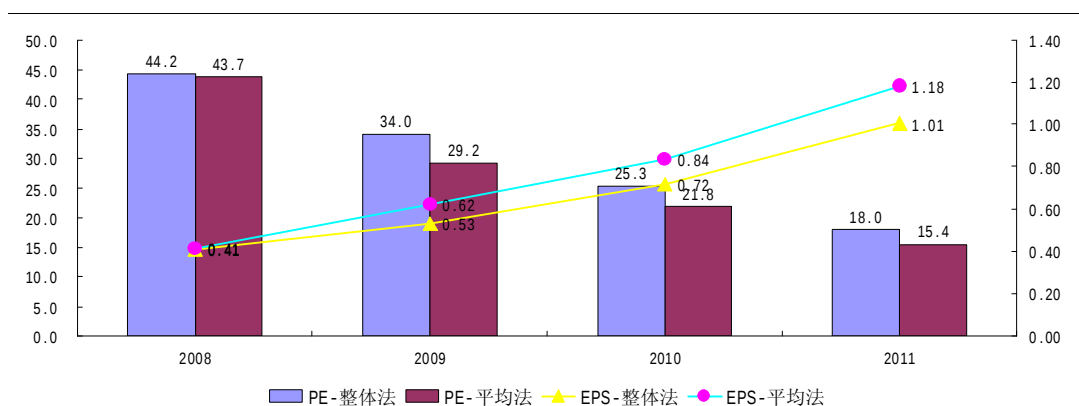


资料来源：东兴证券研究所

通信传媒类企业目前所对应的 08 年静态市盈率在 43 倍左右，对应 09 年的业绩市盈率在 35 倍左右，而 3 年后有望进一步降低到 17 倍左右。

另外，由于探路者、新宁物流、硅宝科技和大禹节水还属于创业板中行业占比比较小的公司，不足以形成行业的版块特点，因此，这里我们统一归于其它类公司，我们将这 4 家公司也分别作图如下。

图 12: 其它 4 家公司 PE 和 EPS 变化情况



资料来源：东兴证券研究所。

2.4 创业板企业所涉及的几种独特的经营模式

我们前面介绍过，创业板内一些新兴的商业模式格外引起大家的兴趣，例如探路者的哑铃式的经营模式；立思辰的服务外包的经营模式模式，都受到了市场的极大关注，市场对于创业板企业的新颖的盈利模式也都给予很高的评价和很高的期待，因此都给

予了很高的估值，我们这里也尝试将创业板中的新颖的经营模式和盈利模式进行一下总结，同时找寻相应的类创业板公司。

表 3：创业板企业名单与预测券商

证券代码	公司名称	独特的经营模式或盈利模式	类创业板公司
300005	探路者	哑铃式的专营设计、品牌的模式，特点是“以产定销”，公司根据流行、功能趋势，设计产品，找外协生产，然后自营销售，公司不需要大量存货，资产结构也比较轻。	美邦服饰等
300008	上海佳豪	为客户提供一站式、全过程技术服务。在过去，生产设计环节一般由船厂完成多数船厂设计部门只能从事生产设计，大部分专业船舶设计单位又只能提供开发设计、合同设计和详细设计。	中国海城、龙元建设、奥飞动漫等
300010	立思辰	“整合设计、专业外包、长期服务”为核心的模式，将打印复印业务转化为文件管理外包，“按需打印、按张收费”，企业无须购买设备，帮助企业节省费用提高效率。	御银股份等
300012	华测检测	在我国以国有检测机构为主体的检测行业中，未形成检测行业具体业务类型的划分依据或办法，华测检测参考了国际分类方法，将检测服务划分为贸易保障、消费品、工业品、生命科学四类，提供检测服务。	世联地产、东方金钰等
300015	爱尔眼科	“三级连锁”的发展模式，在全大中小城市设立连锁医疗机构，通过分级设立医院，公司针对收入不同、病情不同的患者提供差异化的眼科医疗服务。	通策医疗等
300017	网宿科技	通过自主研发的软件系统以及电信资源搭建平台，向客户提供 IDC 及 CDN 服务，收取服务费用，IDC 利润产生于 IDC 服务的价值以及资源规模效应；CDN 利润产生于技术附加值、服务价值以及资源规模效益。	
300021	大禹节水	独特的“产品+工程”的业务经营模式，即以材料生产和节水工程承接一体化的模式开展业务，大力开拓北方市场，同时积极开拓海外市场。	
300022	吉峰农机	成功将连锁经营模式引入农机流通领域，由传统的批发销售模式向零售模式转变；由少品类小店经营模式向多品类、多品牌大卖场模式转变；由重销售轻服务的经营模式向现代农机流通模式转变。	天音控股、宏图高科、苏宁电器等
300024	机器人	符合两化融合的国家指导思路，以先进制造装备、新能源装备、石油石化装备和特种装备为四大主导产业，发展先进制造装备产业。	青岛软控、川大智胜等
300027	华谊兄弟	目前中国唯一一家电影、电视剧、音乐制作以及经纪人均位列前 3 名的影业公司。	

资料来源：Wind，东兴证券

3. 创业板市场不同走势对类创业板个股的影响

上两节中我们分别介绍了类创业板的投资逻辑和投资价值，同时进一步分析了目前创业板市场的各种特征，以期准确地把握类创业板的投资机会，但我们还需要指出的是，

由于目前无法预计创业板上市以后的走势情况，而这种走势也将严重影响类创业板的投资机会，因此我们这里对创业板市场的可能走势进行一下预测。

3.1 近期中小板新股涨幅情况

从 2009 年 7 月 10 号桂林三金上市以来，目前中小板市场总共有 24 只个股上市，相对于今年比较充裕的流动性，这 24 只个股上市首日都有着不小的涨幅，下表是我们对 24 只个股上市首日最高和最低涨幅的统计。

表 4 近期中小板新股上市首日市场表现

证券代码	证券简称	首发价格	上市首日最高价	上市首日最低价	上市首日最高涨幅	上市首日最低涨幅
002275.SZ	桂林三金	19.8	39	32.5	96.97%	64.14%
002276.SZ	万马电缆	11.5	27	22.5	134.78%	95.65%
002277.SZ	家润多	19.58	42	37.51	114.50%	91.57%
002278.SZ	神开股份	15.96	37.22	31.01	133.21%	94.30%
002279.SZ	久其软件	27	64	55.02	137.04%	103.78%
002280.SZ	新世纪	22.8	39	36	71.05%	57.89%
002281.SZ	光迅科技	16	30.17	25.52	88.56%	59.50%
002282.SZ	博深工具	11.5	17.59	16.21	52.96%	40.96%
002283.SZ	天润曲轴	14	21.77	19.64	55.50%	40.29%
002284.SZ	亚太股份	18.8	27.8	25.62	47.87%	36.28%
002285.SZ	世联地产	19.68	29.94	26.68	52.13%	35.57%
002286.SZ	保龄宝	20.56	33	30.1	60.51%	46.40%
002287.SZ	奇正藏药	11.81	26.35	21.5	123.12%	82.05%
002288.SZ	超华科技	12.1	20	16.51	65.29%	36.45%
002289.SZ	宇顺电子	15.88	24	20.35	51.13%	28.15%
002290.SZ	禾盛新材	27.8	36.98	32.8	33.02%	17.99%
002291.SZ	星期六	18	24.08	21.11	33.78%	17.28%
002292.SZ	奥飞动漫	22.92	45	39.9	96.34%	74.08%
002293.SZ	罗莱家纺	27.16	38.18	33.34	40.57%	22.75%
002294.SZ	信立泰	41.98	68.66	62	63.55%	47.69%
002295.SZ	精艺股份	13	19.18	16	47.54%	23.08%
002296.SZ	辉煌科技	25	37	32.52	48.00%	30.08%
002297.SZ	博云新材	10.8	22.04	18.01	104.07%	66.76%
002298.SZ	鑫龙电器	9.5	16.28	13.2	71.37%	38.95%
近期上市新股上市首日涨跌幅平均					75.95%	52.15%

资料来源：东兴证券研究所

从上表中我们可以看到，24 只中小板个股上市首日平均最大涨幅为 76%，最小涨幅也在 52%，预计创业板个股由于受到资金的追捧更加厉害，同时股本更小，所以涨幅可能会大于上面的数字。

3.2 创业板合理股价预测

根据“图 2：创业板公司的收入增长率与发行市盈率的关系”一图中，我们可以发现收入增长率与市盈率之间有着很重要的关系，新股上市以后，公司的股价和实际价值之间可能会一下子产生较大的偏离，而之后的走势会慢慢趋近于回归价值。

由于新股上市以后对于价值的偏离程度很难把握，我们只能做一个大胆的假设，按照 08 年业绩计算的市盈率水平与 2009-2011 年的三年平均收入增长率存在直接的成正比关系，而按照 09 年业绩所计算的市盈率水平与 2010-2012 年的三年平均收入增长率存在着正比的关系，而新股上市后的股价最终要受到 09 年的业绩的重要影响，因此这里我们通过 2010-2012 年的三年平均收入增长率来预测按照 09 年业绩所对应的市盈率水平，从而预测创业板的合理股价。

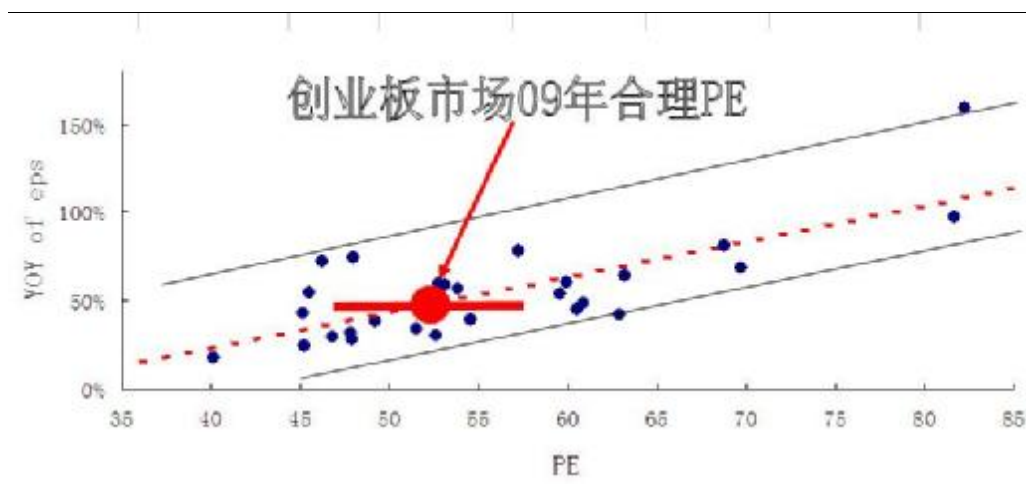
表 5：软件行业的周期性与宏观经济的周期性

	EPS-整体法	增长率	PE-整体法
2008	0.51		50.8
2009	0.73	43.1%	35.5
2010	0.99	35.6%	26.1
2011	1.30	31.3%	19.9
2012	1.63	25.4%	15.9

资料来源：东兴证券

从上表中我们可以看到 2009 到 2012 年的三年的收入增长率为 41%，根据“图 2：创业板公司的收入增长率与发行市盈率的关系”我们可以找到对应 09 年业绩的合理 PE 水平，标注于图中，得到图 13。

图 13：创业板市场按照 09 年业绩所预测的合理 PE



资料来源：东兴证券研究所。

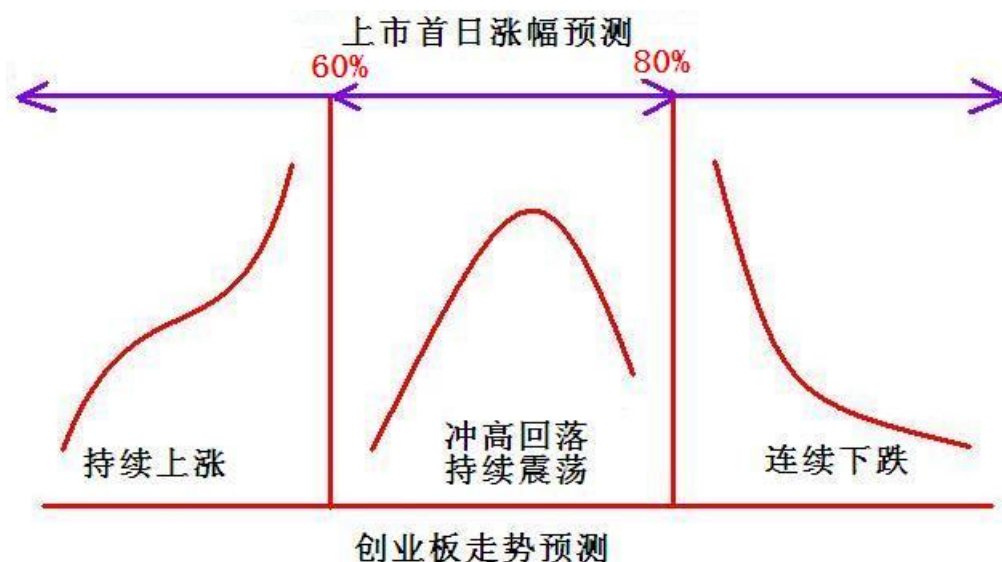
由图 13，我们可以看到按照 09 年业绩所预测合理 PE 为 53 倍左右，上下 10% 的合理区间为 48 倍-58 倍，由于按照目前发行价所预测的 09 年的 PE 为 35.5 倍，也就意味着发行上市后合理的涨幅为 35%—63%。

3.3 创业板不同走势对于类创业板行情的影响

按照 3.1 节中对于目前中小板的涨幅统计，我们总结得到 24 只中小板的涨幅为 52%-76%，而我们所预测的市场的平均合理涨幅为 35%—63%，因此我们初步预计市场可能会形成三种走势：小于 60%（小于合理涨幅的上限）、大于 60% 却小于 80%（大于合理涨幅上限但小于 24 只中小板新股的最低涨幅）、大于 80%（大于 24 只中小板新股涨幅的上限）。

对于这三种涨幅，我们认为创业板也会相应的走出三种不同的走势，如下图所示。需要特别说明的是，我们这里的预测只是根据目前创业板企业的业绩做出一番预测，随着企业业绩的变化，整个市场的变化，上市公司数量的变化等等诸多因素，都会发生很大的变化，我们只是力图做出一种可能的判断，来预测不同走势下类创业板的行情变化。

图 14：创业板走势预测



资料来源：东兴证券研究所。

持续上涨：如果市场首日平均涨幅小于 60%，则意味着创业板还处于估值的“合理区域”，我们认为市场有望持续活跃，出现连续上涨的行情，而此时按照 08 年业绩所计算的市场平均市盈率已经达到 80 倍左右，而目前中小企业的平均市盈率为 41 倍左右，类创业板的行情值得期待；

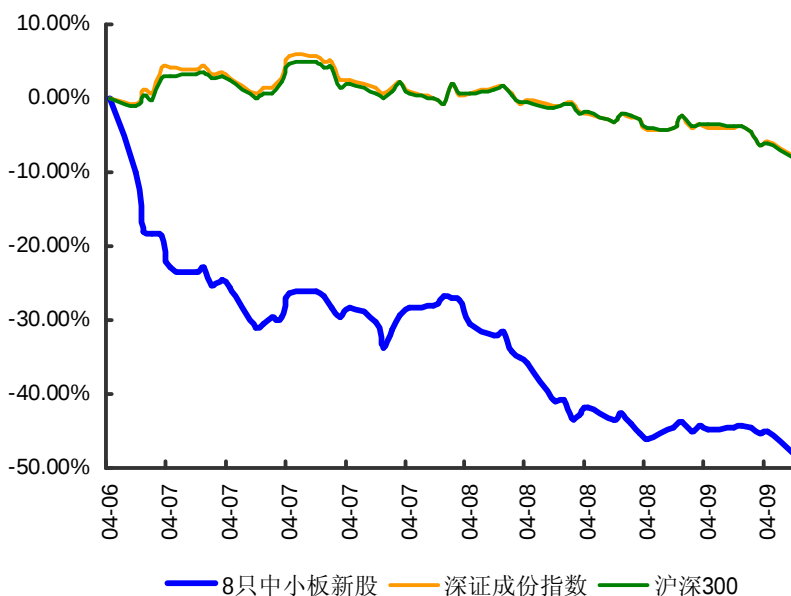
冲高回落或持续震荡：如果市场首日平均涨幅大于 63% 而小于 76%，则意味着创业板已经“有所高估”，我们认为市场有可能会比较严重的分歧，此时按照 08 年

业绩所计算的市场平均市盈率已经接近 90 倍，类创业板成为估值洼地，但更多的可能是交易性投资机会。

连续下跌：如果市场首日平均涨幅大于 80%，则意味着创业板已经“严重高估”了，我们认为市场将会出现失望情绪，出现持续下跌的行情，则也将严重拖累类创业板的投资机会，只有等到行情有所变化，例如下跌行情得到稳定，投资机会才会再次出现。

实际上，在刚刚发行中小板的时候，就是由于当日涨幅过多，在后来的 2 个半月的时间里，8 只新股始终处于持续下跌的走势，平均 8 只新股在随后的 2 个月半月连续下跌了 50% 以后才出现了企稳的迹象，下图是 8 只新股从 2004 年 6 月 25 日到 2004 年 9 月 13 日的走势图。

图 15：中小板 8 只新股上市后的股价走势情况



资料来源：东兴证券研究所。

8 只新股发行时的平均市盈率仅为 18.7 倍，但当日的涨幅就达到了 130%，市盈率也迅速上升到了 43 倍，在随后下跌过程中，市盈率迅速降低，但是依然是由于上市首日涨幅过大，一直到 9 月 13 日，平均市盈率回到了 22.5 倍才出现了强度比较大的反弹，此时对应首发价格的涨幅为 20%。（中小板上市的时候市场环境不太好，上证指数 6 月 25 日是 1400 点，随后继续下跌到了 9 月 13 号的 1260 点）

4. 重点类创业板个股推荐

在 1.4 节我们重点提到最具有投资价值的是产品相似和盈利能力也相似的类创业板公司，同时辅以经营模式具有特点的公司，这里我们重点推荐如下。

青岛软控（002073）：软件行业特征显著的设备制造龙头

财务指标预测

指标	07A	08A	09E	10E	11E
营业收入（百万元）	502.5	912.5	1,346	1,615	1,938
增长率（%）	41.30	81.60	47.50	20.00	20.00
净利润（百万元）	132.0	210.8	342.8	413.5	490.1
增长率（%）	19.74	59.69	62.65	20.64	18.52
每股收益(元)	0.50	0.79	0.53	0.57	0.69
净资产收益率（%）	14.95	19.18	17.42	17.82	18.67
PE	49	33	31	29	24

投资要点

公司是面向轮胎制造行业提供信息化生产设备的龙头企业。公司是国内轮胎设备企业的信息化龙头，涵盖了整个轮胎设备的产业链，在《欧洲橡胶》杂志 08 年的排名中名列世界第 5 位。受益于我国汽车消费旺盛、汽车保有量不断的增加以及世界轮胎产业、橡胶机械产业产能不断地向国内转移，公司近 5 年综合毛利率始终保持在 40% 以上，处于快速成长期。

设备控制软件保证公司产品竞争优势。软件产品是公司整体毛利的主要组成部分，08 年比重为 71.2%。近三年软件产品毛利率一直保持在 90% 以上，成熟的设备控制软件需要在通晓轮胎生产工艺基础上不断试验并抽象出控制端的有限变量作为用户输入的接口，同时屏蔽设备运转过程中其他变量的影响，壁垒很高。

研发能力决定公司行业立足点的稳定，未来市场空间巨大。公司背靠青岛科技大学，研发实力雄厚，09 年获批建设的国家轮胎研究中心将在低滚动阻力轮胎（绿色轮胎）、轮胎生产设备自动化水平、废旧轮胎翻新与回收以及人工橡胶合成等领域展开研发，打破国外的技术垄断，提升我国轮胎橡胶产业的整体技术水平。

公司具有爆发式增长的潜力。公司具有的技术、产业链、人才、固定的客户关系等优势，产品才能始终取得市场领先地位，而这种市场的领先地位也决定了公司产品市场占有率的不断提升，并且逐步代替进口和国内同类厂商的市场份额，同时，公司坚持研发而不断推出的新产品将推动公司逐渐进入新的领域和新的行业，从而获得爆发式增长的潜力。

盈利预测与投资评级。我们预测公司 09-11 年每股收益为 0.85、1.05 和 1.3 元，由于公司主要生产嵌入式信息设备，在目前市场估值水平下公司估值仍显著低于信息设备行业的平均估值水平，故给予“强烈推荐”评级。

宏达新材（002211）：高温硅橡胶的龙头企业进入发展快车道

财务指标预测

指标	07A	08A	09E	10E	11E
营业收入（百万元）	623.78	643.46	685.41	1,111.93	1,143.78
增长率（%）	18.63%	3.15%	6.52%	62.23%	2.86%
净利润（百万元）	92.75	46.77	60.31	116.08	137.45
增长率（%）	18.4%	-48.94%	29.22%	99.03%	19.06%
每股收益(元)	0.49	0.18	0.25	0.46	0.55
净资产收益率（%）	28.45%	4.69%	2.73%	5.29%	6.10%
PE	21.37	58.17	41.99	22.59	18.98

投资要点

高温硅橡胶的龙头企业。公司是国内极具优势的有机硅深加工企业，占市场 15% 高温硅橡胶左右份额。在上游方面已经形成了 3 万吨有机硅单体，在下游形成了 3.5 万吨高温硅橡胶。高温硅橡胶用于电子电器、建筑、办公设备、交通运输、医药、食品加工和日用化工等多种领域，但在电子电器中的用途占据主要地位，高温胶产品中约 60% 用于制作手机和家电的导电按键，约 15% 用于制作电线电缆，约 15% 用于制作婴儿奶嘴、医用胶管等。

与对应的最相似创业板公司的对比。与宏达新材相似的创业板公司是硅宝科技。两家公司均是从事硅橡胶生产的公司。硅宝科技是室温硅橡胶，主要用于建筑、汽车、电子和电力等领域，产品线直达消费终端。而宏达新材的产品已经分类至生产满足各种不同用途的产品，距离终端使用只有一步之遥。在目前已经上市的公司中两家的业务最为相似。

公司的投资价值或者投资亮点介绍。6 月份开始，3G 手机开始出现热销，增加了对有机硅橡胶的需求；液晶平板电视大幅降价，国产的 32 寸液晶电视机，已跌破 2000 元，近期平板电视销量激增，CRT 处加速淘汰期，我国进入电视加速更新换代新纪元，这都将强力拉动上游高温硅胶的需求。有机硅原材料 DMC 价格开始反弹，已经从 18800 元/吨上涨至 23000 元/吨，利于高温胶价格的提高。公司还将进一步扩大产能，09 年年底将实现 5 万吨混炼胶和 7.5 万吨有机硅单体生产能力，公司在 2010 年会实现比较好的收益。

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2009 年-2010 年 EPS 分别为 0.25 元、0.46 元和 0.55 元，以 10 月 16 日收盘价 10.47 元/股计算，对应的动态 PE 分别为 42 倍、23 倍、19 倍。根据目前形似硅宝科技目前以 23 元的一级市场申购价格，预计每股收益 09-11 年分别为 0.64 元、0.74 元、1.06 元，对应的 PE 为 36 倍、31 倍、22 倍，而二级市场首日涨幅在 50%-80% 是正常表现，如果按照 10 年的估值水平，宏达新材估值水平比较偏低，给予“推荐”的评级。

国脉科技（002093）：电信外包服务业的高速成长者

财务指标预测

指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万元）	268.95	516.45	698.53	876.77	1014.95
主营收入增长率	33.05%	92.02%	35.25%	25.52%	15.76%
净利润（百万元）	55.49	77.48	114.23	155.43	192.50
净利润增长率	75.58%	39.63%	47.44%	36.07%	23.85%
ROE	15.49%	18.47%	22.86%	25.55%	25.90%
EPS（元）	0.42	0.29	0.43	0.58	0.72
P/E	34.67	49.66	33.68	24.75	19.99
P/B	5.37	9.17	7.70	6.32	5.18

投资要点

电信服务领先企业。公司是第三方电信服务提供商，主要为运营商提供电信网络技术服务及系统集成业务。电信网络技术服务业务主要包括电信网络设备维护服务、电信工程咨询规划服务、电信培训服务等；系统集成业务目前主要集中在 IP 网络设备的集成与服务上。公司的优势主要体现为第三方的身份优势和机制灵活优势，第三方的身份对于拓展市场具有一定优势；另外公司实现了主要管理层的持股，在公司治理和激励机制方面具有更灵活的机制优势，这种优势最终将体现在业务拓展和对人才的吸引方面，另外，与 Juniper 等高端产品的战略合作，将促进公司成为国内 IP 核心网络设备的主流服务提供商，拓宽公司的战略业务资源。

公司面临空前的发展机遇。公司与创业板上市公司华星创业（300025）同为第三方电信服务提供商，不同的是华星创业主要在网络运营维护阶段提供网络普查、网络评估、网络优化服务。目前国内电信运营商实现了全业务的运营，服务集成化、维护一体化的趋势要求越来越明显，而未来运营商同时面临资本支出增长与业务增长放缓的局面，运营商的盈利压力将日趋加大。因此，运营商希望进一步降低资本支出和运营成本，网络外包服务的比重将会进一步增大，公司与华星创业等第三方电信服务商将面临空前的发展机遇。

具有快速增长的趋势。我们认为公司在福建省内维护服务业务在未来 3 年仍将保持 30% 以上的速度增长，而公司借助 Juniper 系统设备的代理，可以大量开拓省外维护市场：短期内 Juniper 在国内有 7 亿美元相当于 50 亿人民币的存量设备，对应的有 3-5 亿元维护需求，长期看新增销售的 Juniper 产品 3 年保修期过后也将与国脉签订维护合同，对应每年新增 1000 万-1500 万美元的新增维护需求，具有快速增长趋势。

盈利预测与投资建议。我们预计 2009 年-2010 年的 EPS 分别为 0.43 元、0.58 元、0.72 元，对应的动态市盈率分别为 34 倍、25 倍、20 倍。公司作为具有丰富的全网、多厂商系统设备维护经验的服务商，未来向全国扩张的潜力较大，我们看好公司未来的发展，维持“推荐”的投资评级。

美邦服饰（002269）：

财务指标预测

指标	07A	08A	09E	10E	11E
营业收入（百万元）	3157	4473	4795	6374	8478
增长率（%）	59.1	41.7	7.2	32.9	33.0
净利润（百万元）	364	587	524	858	1235
增长率（%）	435.3	61.3	-10.6	63.5	44.0
每股收益(元)	0.54	0.63	0.56	0.92	1.33
净资产收益率（%）	19.4	30.0	20.3	27.6	31.1
PE	42	36	40	25	17

投资要点

骄傲的中国时尚品牌。公司作为国内实力最强的时尚服装企业之一，目前旗下拥有两个服装品牌，分别是美特斯邦威和 ME&CITY，美特斯邦威主要面对的消费群体是 16-24 岁的学生群体，ME&CITY 主要面对的消费群体是 22-35 岁的职场白领。

与对应的最相似创业板公司的对比。美邦服饰的商业模式与创业板中的探路者十分相似，都是将生产环节外包的亚铃式的经营模式，该种商业模式致力于把握价值链中附加值较高的研发设计环节和品牌渠道环节，有效的保证了投入产出效率。美邦服饰的渠道建设理念与探路者也大致相同，都是以加盟店作为扩张的主力军。从产品的角度看，美邦服饰与探路者也有一定的相似性，即产品的时尚性，目前美邦服饰的产品时尚性强于探路者。而随着探路者的服装销售占比的增大以及产品四大系列的推出，其产品的时尚属性将不断增加。

短期业绩下滑创造中长期投资机会。公司今年不惜花费巨额销售费用打造新品牌 ME&CITY，目的是为了实现在下一步持续快速的发展。公司未来发展的重点是 M&C 品牌的建设，统计数据显示，北京前门新开店的销售情况目前毫不逊色于位于附近的 ZARA 和 H&M，且 ZARA 和 H&M 前门店的店面大小与位置均不逊与 ME&CITY 前门店，可以看出 ME&CITY 品牌的认知度正在不断提高。现阶段公司迎来业绩低谷，我们认为影响公司营业利润下降的主要原因均是暂时性的，从中长期来看公司的发展态势和前景并没有发生改变。公司股价近期在该公告影响下有一定幅度的下挫，我们认为这正是中长期投资的良机。

盈利预测与投资评级。我们预计公司 09-11 年的每股收益分别为 0.56、0.92、1.33 元，目前与之对应的 09-11 年的 PE 分别为 40、25、17 倍，与今天开始申购的以 53 倍市盈率发行的探路者相比，尚有很大的估值优势。虽然今年的业绩有所下滑，但我们认为从中长期的角度来看公司仍然处于健康、快速的成长阶段，因此我们维持推荐的评级。

长春高新（000661）：生物科技孵化器，两大企业进入收获季

财务指标预测

指标	07A	08A	09E	10E	11E
营业收入（百万元）	662	804	1512	1979	2380
增长率（%）	13.8%	21.5%	88.0%	30.9%	20.3%
净利润（百万元）	7.52	20.09	73.36	115.28	159.82
增长率（%）	66.4%	167.2%	265.2%	57.1%	38.6%
每股收益(元)	0.06	0.15	0.56	0.88	1.22
净资产收益率（%）	1.98	5.54	12.81	16.19	20.12
PE	383.3	153.3	41.1	26.1	18.9

投资要点

公司为生物科技孵化器型公司，旗下拥有潜力巨大的生物制药企业金赛药业和百克生物。其中金赛药业是国内基因工程龙头企业，主营产品重组人生长素国内市场份额第一，百克生物是国内疫苗行业新贵，主营产品水痘疫苗国内第二，狂犬疫苗在细分市场潜力巨大。

金赛药业比同样生产生长素的创业板公司安科生物市场份额大，成长速度快。同为国内重组生长激素的生产企业，金赛药业的市场份额是 37%，排在第一，而安科生物的市场份额是 7%，排在第四。从科研实力和产品组合看，金赛药业拥有国内独家的水针剂型和即将上市的长效生长素，这些产品将进一步巩固金赛在国内生长素行业的龙头地位，这些地位是安科等二线企业所难以替代的，因此安科生物在创业板上获得的高估值将提升长春高新的整体估值。

旗下两大优质生物企业进入收获季，未来几年发展迅速。金赛在未来两年将上市重组人胸腺素 $\alpha 1$ 和重组人促卵泡激素，这两个产品都有很大的市场潜力，将成为公司未来新的增长点。百克生物的狂犬疫苗将收益于最新提高的行业标准，在行业内只有百克和辽宁成大的产品是采用 VERO 细胞培养的，免疫原性最好，因此狂犬疫苗将成为百克又一强劲的增长动力，我们看好这两大企业未来几年的巨大发展机会。

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2009 年-2010 年 EPS 分别为 0.56 元、0.88 元、1.22 元，以 10 月 16 日收盘价 23.80 元/股计算，对应的动态 PE 分别为 41 倍、26 倍、19 倍，考虑未来几年公司迅速的发展前景和长期投资价值，给予公司“强烈推荐”的投资评级。

怡亚通（002183）：快速成长的一站式供应链管理物流服务商

财务指标预测

指标	07A	08A	09E	10E	11E
营业收入（百万元）	1796.9	2873.2	3035.5	3470.8	3821.4
增长率（%）	531.8	159.9	5.7	14.3	10.1
净利润（百万元）	81.6	150.4	159.4	222.4	241.0
增长率（%）	-22.7	184.3	106.0	139.5	108.3
每股收益(元)	0.22	0.41	0.43	0.60	0.65
净资产收益率（%）	7.4	12.4	11.9	14.7	14.1
PE	73.3	39.8	37.5	26.9	24.8

投资要点

一站式供应链管理物流服务商。公司主要从事为企业提供除其核心业务（产品研发、制作和销售）外其余供应链管理环节的服务，包括代理采购、进出口通关、产品营销支持、供应链管理库存、国内国际物流、供应链结算配套服务等一系列全方位的物流服务，业务模式融合了物流金融、采购及分销执行、保税物流等业务，具备第四方物流概念范畴。

与新宁物流的比较：业务模式领先，基础稍显薄弱。1）从业务角度来看，二者虽然盈利模式不尽相同，但均包含保税物流、进出口通关等业务环节，利润来源具有相同之处；2）从业务模式角度看，怡亚通涉及包括金融物流在内的供应链物流的各个环节，轻资产经营，具备更强的业务集成能力，盈利模式是高于包括新宁物流在内的传统物流企业的；这种盈利模式也使得公司在基础物流方面显得薄弱，业务虚拟化较高；3）独特的业务模式使得公司盈利具备更大的弹性。

其他值得关注的投资点。除盈利模式外，以下几点值得关注：1）公司业务与外贸的相关性较强，非生产性供应链管理（采购、分销执行）和部分虚拟生产业务的业绩与外贸的弹性约为1倍，将受益外贸复苏；2）公司为锁定汇兑成本，在NDF市场上进行远期外汇交易，在人民币升值情况下，将实现衍生金融交易收益，目前人民币升值压力较大，公司或将受益；3）公司正在收购伟仕公司不超过25%的股权，该部分收购在为公司带来投资收益的同时，还能增强公司下游渠道分销服务，有助于公司业务的产业链完善和区域扩张。

盈利预测与投资建议。我们预计公司2009年-2011年摊薄后EPS分别为0.43元、0.60元、0.65元，以10月18日收盘价16.13元/股计算，对应的动态PE分别为37.5倍、26.9倍、24.8倍，估值水平远低于新宁物流发行市盈率；同时考虑到上述的业务盈利模式和投资关注点，我们给予公司“推荐”投资评级。

世联地产（002285）：加快公司在中国的领先进程

财务指标预测

指标	07A	08A	09E	10E	11E
营业收入（百万元）	522.73	511.24	639.05	798.81	998.52
增长率（%）	51.81%	-2.20%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润（百万元）	80.68	66.37	119.10	152.95	195.04
增长率（%）	11.98%	-17.74%	79.46%	28.42%	27.52%
每股收益(元)	0.850	0.690	0.930	1.195	1.524
净资产收益率（%）	51.49%	28.39%	36.61%	38.07%	39.06%
PE	54.87	67.59	50.12	39.03	30.61

投资要点

“咨询+实施”的经营模式助公司成长。公司作为一家房地产中介服务型企业，主要经营房地产顾问策划咨询、房地产代理、房地产经纪、物业管理等。作为房地产中介服务公司，公司坚持“咨询（顾问策划业务）+实施（代理销售业务）”的经营模式。截至 2008 年，公司已为全国 90 多个城市的客户，超过 1,000 个房地产项目提供了营销综合服务。

代理销售面积的贮备充分。截至 09 年 6 月 30 日，公司已签约但尚未履行完毕的房地产项目代理销售面积约 2,713.81 万平方米，其中：与万科、金地、复地、中信四家开发商签约代理面积约 676.18 万平方米。2009 年，公司预计进入销售阶段的签约代理面积约为 875.83 万平方米。

扩大业务布局，改善区域业务结构。针对公司过份依靠珠三角区域业务的情况，公司除继续巩固和扩大珠三角市场外，将努力发展和壮大在长三角以及环渤海区域的业务。并通过核心城市代理销售业务和辐射区域顾问策划业务相配合的方法分散公司风险，提高业务收入。

盈利预测与投资评级。公司的顾问策划业务持续保持全国前列的市场地位，公司的代理销售收入在珠三角区域也继续保持着领先地位。上市后将有助公司实现成为中国领先的房地产顾问与代理服务提供商的战略目标。通过建立和完善珠三角、长三角、环渤海区域的业务布局，可以大大改善区域业务结构，降低对珠三角区域业务的依赖。我们预测公司 2009 年至 2010 年的 EPS 分别为 0.93、1.19 和 1.52。按 09 年收益给予 40 倍至 45 倍的市盈率，公司的合理目标价为 48 至 54 元，给予“推荐”的投资评级。

附录. 类创业板股票池

这里我们把按照几种不同的分类方法所寻找的类创业板股票池都列入附录里,如下表所示。

表 6: 创业板企业名单与预测券商

板块	创业板公司	类创业板公司名称	评级	EPS				PE				09 年 增长%	10 年 增长%	11 年 增长%
				08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E			
软件	立思辰	久其软件	推荐	0.80	0.95	1.19	1.48	60	50	40	32	18.8	25.1	24.7
		用友软件	推荐	0.65	0.72	0.50	0.60	31	28	40	34	10.8	-30.6	20.0
	神州泰岳	拓维信息	推荐	0.70	0.83	1.04	1.26	42	36	29	24	18.6	25.3	21.2
		亿阳信通	推荐	0.21	0.30	0.48	0.68	62	44	27	19	42.9	60.0	41.7
		科大讯飞	推荐	0.43	0.61	0.84	1.23	82	58	42	29	41.9	37.7	46.4
	网宿科技	生意宝	推荐	0.35	0.43	0.57	0.67	77	62	47	40	22.9	32.6	17.5
	银江股份	泰豪科技	推荐	0.31	0.39	0.53	0.73	42	33	25	18	25.8	35.9	37.7
		东软集团	推荐	0.47	0.66	0.96	1.08	45	32	22	19	40.4	45.5	12.5
		远望谷	中性	0.22	0.37	0.51	0.68	100	60	43	32	68.2	37.8	33.3
电子	亿纬锂能	杉杉股份	推荐	0.23	0.27	0.34	0.39	41	35	27	24	17.4	25.9	14.7
		中信国安	推荐	0.23	0.44	0.46	0.52	64	34	32	28	91.3	4.5	13.0
		科力远	中性	0.13	0.14	0.37	0.78	124	116	44	21	7.7	164.3	110.8
		江苏国泰	推荐	0.53	0.61	0.76	0.89	38	33	27	23	15.1	24.6	17.1
	汉威电子	大恒科技	推荐	0.29	0.17	0.18	0.22	19	33	31	26	-41.4	5.9	22.2
化工	硅宝科技	宏达新材	推荐	0.18	0.20	0.45	0.60	60	54	24	18	11.1	125.0	33.3
通信	华星创业	国脉科技	推荐	0.29	0.43	0.58	0.72	50	34	25	20	47.44	36.07	23.85
		三维通信	推荐	0.47	0.57	0.72	0.88	43	36	28	23	20.17	26.65	22.75
传媒	金亚科技	同洲电子	中性	0.37	0.34	0.41	0.49	30	32	26	23	-7.78	21.46	17.70
		天威视讯	推荐	0.28	0.31	0.42	0.52	60	54	41	32	10.60	32.58	25.52
机械	机器人	青岛软控	强推	0.53	0.57	0.69	0.87	31	29	24	19	7.5	21.1	26.1
		广电运通	强推	0.79	0.85	1.03	1.30	37	34	28	22	7.6	21.2	26.2
		川大智胜	推荐	0.58	0.65	0.92	1.28	60	53	38	27	12.1	41.5	39.1
	吉峰农机	宗申动力	推荐	0.44	0.65	0.74	0.85	31	22	19	16	46.10	13.85	14.86
		宏图高科	推荐	0.45	0.55	0.78	1.09	30	24	17	12	22.2	41.8	39.7
	南风股份	上风高科	中性	0.06	-0.1	0.08	0.25	134		96	31	-222	-214	212.50
		中核科技	推荐	0.18	0.26	0.38	0.49	87	61	42	32	42.62	46.15	28.95
		上海佳豪	推荐	0.57	0.65	0.74	0.82	37	32	28	25	14.0	13.8	10.8
零售	探路者	美邦服饰	强推	0.63	0.70	0.97	1.37	38	35	25	18	11.5	38.9	41.4
		星期六	推荐	0.48	0.59	0.81	1.15	45	37	27	19	22.9	37.3	42.0
医药	乐普医疗	信立泰	推荐	1.58	1.58	2.12	2.75	51	51	38	29	53.4	34.2	29.5
	莱美药业	海南海药	推荐	0.21	0.41	0.56	0.70	84	42	31	25	102.9	36.9	24.1

	安科生物	长春高新	强推	0.15	0.34	0.54	0.68	152	68	43	34	125.2	56.6	26.2
	北陆药业	万东医疗	推荐	0.18	0.20	0.24	0.29	48	43	35	30	50.8	22.7	20.0
	爱尔眼科	通策医疗	推荐	0.10	0.14	0.20	0.27	81	57	39	30	42.8	45.5	35.0
	红日药业	中恒集团	推荐	0.27	0.49	0.79	1.05	90	41	25	19	172.1	62.1	32.7
		金陵药业	推荐	0.17	0.40	0.45	0.53	72	31	27	23	145.0	11.6	18.2
运输	新宁物流	飞马国际	中性	0.25	0.28	0.38	0.44	36	32	24	20	12.0	35.7	15.8
		怡亚通	中性	0.41	0.43	0.60	0.65	38	36	26	24	4.9	39.5	8.3
环保	大禹节水	新疆天业	中性	0.13	0.05	0.20	0.30	56	148	37	25	-62.0	300.0	50.0
稀缺	华测检测	世联地产	推荐	0.69	0.93	1.20	1.52	55	41	32	25	34.8	28.5	27.5
		奥飞动漫	推荐	0.54	0.67	0.93	1.21	78	63	45	35	24.1	38.8	30.1
		东方雨虹	推荐	0.84	0.63	0.89	1.05	34	45	32	27	-25.0	41.3	18.0
	华谊兄弟	罗莱家纺	推荐	1.05	0.94	1.18	1.44	29	32	25	21	-10.5	25.5	22.0
		兔宝宝	推荐	0.15	0.23	0.39	0.45	40	26	15	13	53.3	69.6	15.4

资料来源：东兴证券

分析师简介

王玉泉

清华大学学士、硕士、博士，2008年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。