

2010 年 11 月 19 日

汽车内饰高认证 涉足光伏添卖点

——江苏旷达等新股之 IPO 申购策略

相关研究

- 11 月下旬 IPO 发行节奏加快，9 家新股覆盖主板和中小板。以冻结资金周期划分，网下申购可分为 2 个申购段，网上申购则归为同一申购段。预期本次 9 家新股的合计融资规模将超过 100 亿元。
- 将于 11 月 24 日发行的 4 只中小板新股的 10-12 年净利润的平均预测 CAGR 为 34%，其中，泰亚股份相对较高。而就毛利率水平比较，除了江苏旷达相对略高一些，09 年约 34%，其余 3 家均不足 30%。
- 4 只新股在技术资质、客户资源、题材等方面各具特色（见“新股亮色盘点”一节）
- 网下申购方面，基于基本面分析，预期机构报价相对谨慎，4 只中小板新股的网下平均配售比例预期 2% 左右，中签所需的平均最低资金量预期 2370 万元左右。就未来上市溢价水平分析，科士达上市价格将受制于可比性较强的科华恒盛，江苏旷达的上市定位将取决于市场对下游汽车行业的景气度判断，泰亚股份作为运动鞋鞋底企业龙头，市场将可能给予一定溢价。
- 网上申购方面，上轮网上申购累计冻结资金量为 7508 亿元，基本符合预期，本轮 9 只新股的申购资金理论值可达 9000 亿元之上。在假设网上申购存在一定偏好，且申购偏好的偏离值不是特别大的前提下，预计平均中签率约在 0.61% 左右，其中，江苏旷达、泰亚股份和科士达的绝对中签率比较接近，泰亚股份略低一些，就相对中签概率分析，则江苏旷达最高，其次为科士达。
- 申购建议：网下报价方面，建议报价的谨慎度由高至低：江苏旷达、泰亚股份、科士达、银河电子。网上申购方面：综合考虑基本面及收益率，建议偏重江苏旷达的申购，其次为科士达或银河电子。
- 不确定因素：发行价格、机构参与度、发行人和保荐机构的认可度

分析师

林瑾 A0230203100015

linjin@swsresearch.com

联系人

周睿

(8621)63295888×308

zhourui@sw108.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

1. IPO 发行概况

11月24日，A股IPO市场安排了4只新股发行，均将于深市中小板上市，分别为江苏旷达、泰亚股份、科士达和银河电子，本次4只新股的基本发行情况如下表：

表 1：新股基本发行要素

网上申购 和网下缴 款日	股票名称	发行量 (万股)	报价报告 估值区间 (元)	净利润 (万元)	发行前 摊薄每股 收益(元)	发行后总 股本 (万股)	行业
11-24	江苏旷达	5000	17-20.4	7211	0.48	20000	汽车零部件内饰件
11-24	泰亚股份	2210	16.24-22.9	3378	0.51	8840	运动鞋鞋底
11-24	科士达	2900	28.6-32.7	6144	0.71	11500	不间断电源
11-24	银河电子	1760	35.74-40.78	6288	1.19	7040	数字电视接收终端

资料来源：申万研究、报价报告

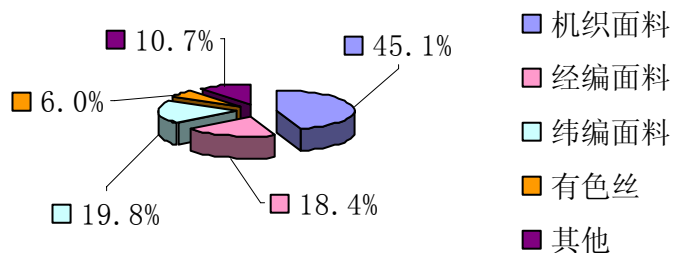
2. 行业地位及竞争优势

江苏旷达：德国大众国内最大的全球汽车内饰面料供应商

江苏旷达是国内规模最大的汽车内饰面料专业生产企业，主导产品为汽车座椅面料和门板、顶棚等其他汽车内饰面料以及汽车内饰面料用有色差别化涤纶丝，是国内唯一一家具备汽车内饰面料完整产业链的企业，具有“汽车内饰面料用有色丝差别化涤纶丝生产—织造—（染色）—后整理—复合—剪裁—汽车内饰面料成品”的完整产业链。根据中国产业用纺织品行业协会的统计和测算，07年至09年公司连续三年汽车内饰面料产销量居国内同行业第一名。

汽车内饰布料行业进入壁垒较高，认证时间长，中高档产品竞争环境相对宽松。公司是国内外多家大型知名汽车制造商的内饰面料供应商，是德国大众在国内唯一的全球汽车内饰面料供应商，其他最终用户还包括上汽通用五菱、吉利汽车、东风汽车、一汽解放、金龙客车、长城汽车、奇瑞汽车、宇通客车、北京现代、江淮汽车等，涵盖了国内主要的汽车整车制造商。据报价报告，与公司经营高度相关的汽车行业未来将保持15%的自然增长，公司的发展得益于汽车产业的转移、替代价格较高的进口面料以及部分真皮、人造革用料也将增加对汽车内饰纺织品的需求。

图 1：09 年主营业务收入占比



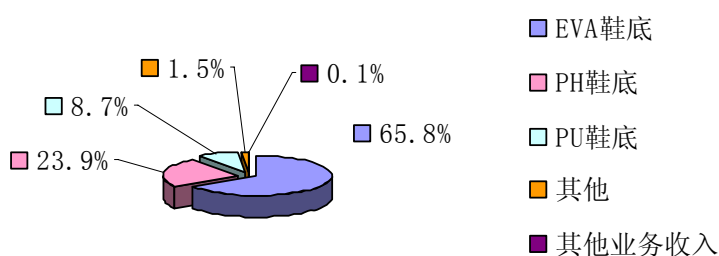
资料来源：招股说明书

泰亚股份：安踏、物步最大的鞋底供应商

泰亚股份为专业的运动鞋鞋底研发设计、生产及销售公司，主要产品为 EVA 鞋底、PH 鞋底、PU 鞋底和鞋底配件，全部采用 ODM 模式，现有产能规模 3180 万双，每年推出的产品款式多达百余种、拥有多项专利及非专利技术。公司综合毛利率呈持续上升态势。截至目前，公司已成为泉州地区规模最大、设计能力最强、研发技术水平最高的运动鞋鞋底企业。

公司所在的泉州地区运动鞋产量占全国产量近一半，占全球运动鞋产量的五分之一，泉州集中了国内最多的运动鞋品牌企业，其中有 5 个品牌的市场综合占有率进入前十名。公司目前是安踏、特步最大的鞋底供应商，也是 361 度、鸿星尔克、德尔惠排名前五位的鞋底供应商，双方已经形成开发伙伴级关系，意味着其议价、提价能力较强。同时公司还是贵人鸟、金莱克、喜得龙等公司的主要鞋底供应商。据投价报告，上市后公司可通过兼并、收购等方式参与行业整合，输出技术与管理，强化规模优势，快速提高市场占有率。

图 2：09 年主营业务收入分产品构成占比



资料来源：招股说明书

科士达：率先进入国内光伏逆变器行业

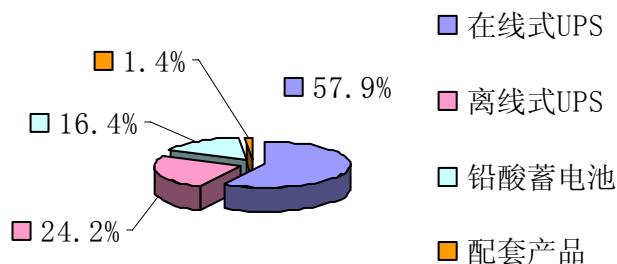
科士达是中国领先的不间断电源（UPS）提供商，主要从事 UPS 以及配套的阀控式密封铅酸蓄电池的研发、生产、销售和配套服务，率先进入国内光伏逆变器行业。公司是国内 UPS 厂商中产品线最为完整的企业之一，量产的

UPS 产品线，已全面覆盖大中小各功率段；就工作方式而言，离线式、在线式产品线均衡发展，能满足不同行业、不同类型客户需要。国内市场上，公司与科华恒盛占据约 20% 的市场份额，位居第二梯队。

公司于国内市场主要采取品牌经营模式，国外市场主要采取 ODM 模式。2008 年成为中国工商银行的主要 UPS 供应商，并成功进入中国移动等多家大型客户的供货商名单，公司目前已是国内金融、电信、制造等众多行业及政府、教育、国防等部门 UPS 客户的主流供货商，同时，产品远销北美、欧洲、东南亚、中东、南美等 60 多个国家和地区。

2010 年 9 月对“金太阳工程”政策进行大幅调整，对项目关键设备的选用采取国家集中招标，关键设备包括光伏电池组件、逆变器和铅酸电池，只有纳入国家集中招标范围的企业才能享受财政补贴，公司是入围的 8 家企业之一（排第 4 位），光伏逆变器将成为公司未来新的增长点。

图 3：09 年主营业务收入构成占比



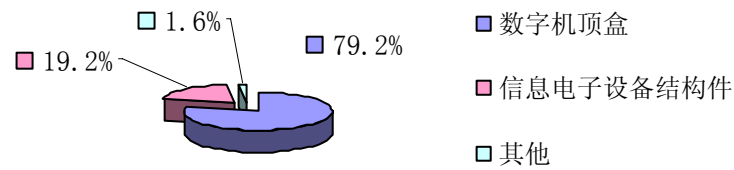
资料来源：招股说明书

银河电子：受益家庭多媒体数字化发展

银河电子主营数字机顶盒和信息电子设备精密结构件，已形成了覆盖有线数字机顶盒、卫星数字机顶盒、地面数字机顶盒、IPTV 机顶盒等四大系列的数字机顶盒全系列产品结构。2009 年，有线数字机顶盒销售占据国内 8.44% 的市场份额，在同行业中位居前列。信息电子设备精密结构件主要为方正、同方等品牌电脑，海康威视等监控设备，电信、移动等通信设备、自助终端等提供外壳、内部结构件、加强件等。

公司数字电视接收终端产品的覆盖区域持续扩大，境外已覆盖欧洲、非洲、澳洲、中东、东南亚等区域；境内已覆盖吉林、湖北、新疆、南京、苏州等 40 余个城市、地区。截止 2010 年 6 月 30 日，已有 18 家省网公司进行了招标，公司有线数字机顶盒产品打入其中 10 个省网，占已招标省级网络数量的 56%。庞大的消费群体以及持续不断的更新换代需求、三网融合带动产业升级为数字电视接收终端企业的发展创造了良好的外部环境。据投价报告预计，仅双向数字化用户年复合增长率在 30% 以上。

图 4：09 年主营业务收入分产品构成占比



资料来源：招股说明书

3. 募集资金运用

江苏旷达拟用本次募集资金将用于引进无梭织机生产高档汽车内饰面料项目等 2 个项目，总投资 26318 万元。募集资金项目建成投产后，公司生产规模将进一步扩大，生产更多规格产品，将增强汽车内饰面料用有色差别化涤纶丝的生产能力，进一步完善产业链。

表 2：项目收益预期

拟投资项目	投资总额 (万元)	年销售 (万元)	年净利润 (万元)	内部收益率 (%)	投资回收期 (年)
引进无梭织机生产高档汽车内饰面料项目	15409.3	21880	3479.1	20.38	5.19
汽车内饰用有色差别化纤维生产项目	10908.2	15177.6	1868.9	17.11	6.95

资料来源：根据招股意向书整理

泰亚股份本次募集资金将投资于年产 2000 万双运动鞋鞋底项目和技术中心扩建项目，项目总投资 16163.5 万元。项目的投产可有效缓解目前公司产能不足的问题。

表 3：项目收益预期

拟投资项目	投资总额 (万元)	年销售 (万元)	年净利润 (万元)	内部收益率 (%)	投资回收期 (年)
年产 2000 万双运动鞋鞋底项目	14,308.50	29400	3351.7	22.7	5.8
技术研究中心建设项目	1,855.00	—	—	—	—

资料来源：根据招股意向书整理

科士达本次募集资金投资于在线式 UPS 扩产项目等 3 个项目，项目总投资 22680 万元。项目是公司在现有主营业务的基础上扩大再生产。

表 4：项目收益预期

拟投资项目	投资总额 (万元)	年销售 (万元)	年净利润 (万元)	内部收益率 (%) 税前	投资回收期 (年) 税前
在线式 UPS 扩产项目	16720	39300	6866.6	36.4	4.7
技术中心建设项目	3300	—	—	—	—
技术服务及国内营销网络项目	2660	—	—	—	—

资料来源：根据招股意向书整理

银河电子本次募集资金拟用于数字电视终端设备产业化技术改造项目等 4 个项目，项目总投资额约 29518 万元。项目建成达产后，公司可新增年产各类数字电视接收终端 250 万台的生产能力，将具备年产 500 万台数字机顶盒的生产能力。

表 5：项目收益预期

拟投资项目	投资总额 (万元)	年销售 (万元)	净利润 (万元)	内部收益 率 (%)	投资回收 期 (年)
数字电视终端设备产业化技术改造项目	16586	68200	5974	33.51	4.96
研发中心与工程研究实验室技术改造项目	3961	—	—	—	—
信息电子设备精密结构件技术改造项目	5986	16680	1536	29.63	4.88
营销与服务网络综合平台建设项目	2985	—	—	—	—

资料来源：根据招股意向书整理

4. 申购方案分析

* 发行提速 融资超百亿

11 月下旬 A 股 IPO 发行节奏有所加快，11 月 22 日起的一个交易日安排了 9 家公司发行，覆盖主板和中小板。以冻结资金周期划分，网下申购可分为 2 个申购段，网上申购则归为同一申购段（见表）。我们预期本次 9 家新股的合计融资规模将超过 100 亿元。

表 7：最新 IPO 申购日程及资金冻结周期

拟发行量 (万股)	11-22	10-23	10-24	11-25	11-26
--------------	-------	-------	-------	-------	-------

达华智能	2400	网上	
	600	网下	
蓝丰生化	1520	网上	
	380	网下	
宝馨科技	1360	网上	
	340	网下	
金字火腿	1480	网上	
	370	网下	
大连港	60000	网上	
	60000	网下	
江苏旷达	4000	网上	
	1000	网下	
泰亚股份	1770	网上	
	440	网下	
科士达	2326	网上	
	574	网下	
银河电子	1412	网上	
	348	网下	

注：网上冻结资金于 T+3 日释放；网下申购资金于 T+2 日释放

资料来源：申万研究

* 盈利预期

将于 11 月 24 日发行的 4 只中小板新股的 10-12 年净利润的平均预测复合增长率为 34%，其中，泰亚股份相对较高。而就毛利率水平比较，除了江苏旷达相对略高一些，09 年约 34%，其余 3 家均不足 30%。

表 8、报价报告 10-12 年每股收益预测比较

股票简称	每股收益（元）			10-12 年 CAGR
	10 年	11 年	12 年	
江苏旷达	0.52	0.68	0.88	30%
泰亚股份	0.45	0.65	0.93	43%
科士达	0.62	0.85	1.14	32%
银河电子	1.05	1.36	1.75	31%

注：均按发行后股本摊薄，

资料来源：报价报告、申万研究

*新股亮色盘点

江苏旷达：我国规模最大的汽车内饰面料专业生产企业；国内唯一一家具备汽车内饰面料完整产业链；行业进入壁垒较高，国内唯一通过德国大众BMG认证的全球汽车内饰面料供应商；下游客户为国内外多家大型知名汽车制造商。

泰亚股份：是“中国运动鞋都”泉州地区规模最大、设计能力最强、研发技术水平最高的运动鞋鞋底企业；被内知名品牌运动鞋企业列为开发伙伴级供应商，议价、提价能力较强；综合毛利率持续上升，存在通过行业融合，快速提高市占率的可能。

科士达：产品线最完整的企业之一；率先进入国内光伏逆变器行业；销售量位居国内UPS行业前列的本土品牌之一；是银行、证券、保险、电信运营商等集团客户的主流供应商之一；光伏逆变器将成为公司未来新的增长点。

银河电子：产品覆盖区域持续扩大；庞大的消费群体以及持续不断的更新换代需求、三网融合带动产业升级提供了良好的外部环境。

5. 申购收益敏感性分析

* 网下申购分析

将于11月22日发行的达华智能等4家新股的平均中签率约2.18%，基本符合预期，其中，蓝丰生化的参与度最低。基于基本面分析，预期机构报价相对谨慎。我们预计江苏旷达等4家新股的平均中签率也约在2%左右。在新的询价方式下，深市新股申购时，网下机构投资者在摇号中签后所需投入资金至少为“最小申购单位*发行价”，以预期发行价计，本次4只新股中签所需的平均最低资金量预期为2370万元左右。就未来上市溢价水平分析，科士达上市价格将受制于可比性较强的科华恒盛，江苏旷达的上市定位将取决于市场对下游汽车行业的景气度判断，泰亚股份作为运动鞋鞋底企业龙头，市场将可能给予一定溢价。

不确定因素：发行价格、机构参与度、发行人和保荐机构的认可度

表 9、新询价制下的深市新股申报限制

股票名称	网下发行 (万股)	最小申购单位 (万股)	合计申购上限 (万股)
涪陵榨菜	800	100	800
老板电器	800	80	800
天广消防	500	100	100
天汽模	1000	100	1000

中顺洁柔	800	50	800
达华智能	600	100	600
蓝丰生化	380	54	378
宝馨科技	340	113	339
金字火腿	370	74	370
江苏旷达	1000	125	1000
泰亚股份	440	110	440
科士达	574	82	574
银河电子	348	58	58

资料来源：申万研究

* 网上中签率分析

统计显示，上轮网上申购累计冻结资金量为 7508 亿元，基本符合预期，本轮 9 只新股的申购资金理论值可达 9000 亿元之上。

我们依据深市中小板、沪市主板新股的盈利能力、业绩增速、题材、亮点、流通股本等综合判断，适当调整各新股的网上申购资金量，在网上申购存在一定偏好，且申购偏好的偏离值不是特别大的前提下，预计平均中签率约在 0.61% 左右，其中，江苏旷达、泰亚股份和科士达的绝对中签率比较接近，泰亚股份略低一些，就相对中签概率分析，则江苏旷达最高，其次为科士达。

表、江苏旷达网上中签率敏感性分析

网上冻结资金 (亿元)	网上中签率			网上申购收益		
	网上融资规模 (亿元)			上市溢价幅度		
	6.48	7.20	7.92	25%	35%	45%
900	0.720%	0.800%	0.880%	0.180%	0.280%	0.396%
1100	0.589%	0.655%	0.720%	0.147%	0.229%	0.324%
1300	0.498%	0.554%	0.609%	0.125%	0.194%	0.274%

资料来源：申万研究

表、泰亚股份网上中签率敏感性分析

网上冻结资金 (亿元)	网上中签率			网上申购收益		
	网上融资规模 (亿元)			上市溢价幅度		
	2.86	3.18	3.50	15%	23%	30%
500	0.573%	0.636%	0.700%	0.086%	0.146%	0.210%
700	0.409%	0.455%	0.500%	0.061%	0.105%	0.150%
900	0.318%	0.354%	0.389%	0.048%	0.081%	0.117%

资料来源：申万研究

表、科士达网上中签率敏感性分析

网上冻结资金 (亿元)	网上中签率			网上申购收益		
	网上融资规模(亿元)			上市溢价幅度		
	6.26	6.96	7.66	23%	33%	43%
800	0.783%	0.870%	0.957%	0.180%	0.287%	0.412%
1000	0.626%	0.696%	0.766%	0.144%	0.230%	0.329%
1200	0.522%	0.580%	0.638%	0.120%	0.191%	0.274%

资料来源：申万研究

表、银河电子网上中签率敏感性分析

网上冻结资金 (亿元)	网上中签率			网上申购收益		
	网上融资规模(亿元)			上市溢价幅度		
	4.56	5.07	5.58	28%	38%	48%
600	0.760%	0.845%	0.929%	0.213%	0.321%	0.446%
800	0.570%	0.634%	0.697%	0.160%	0.241%	0.335%
1000	0.456%	0.507%	0.558%	0.128%	0.193%	0.268%

资料来源：申万研究

申购建议

综合分析，本次4只新股的网下平均配售比例预期在2%左右，中签所需的平均最低资金量预期为2370万元左右。

网上申购方面，在假设网上申购存在一定偏好，且申购偏好的偏离值不是特别大的前提下，预计平均中签率约在0.61%左右，其中，江苏旷达、泰亚股份和科士达的绝对中签率比较接近，泰亚股份略低一些，就相对中签概率分析，则江苏旷达最高，其次为科士达。

申购建议：网下报价方面，建议报价的谨慎度由高至低：江苏旷达、泰亚股份、科士达、银河电子。网上申购方面；综合考虑基本面及收益率，建议偏重江苏旷达的申购，其次为科士达或银河电子。

不确定因素：发行价格、机构参与度、发行人和保荐机构的认可度

信息披露

分析师承诺

林瑾：新股申购策略。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。