



编者按:

齐鲁证券特色研究——“山东板块研究”开张了。自证券市场问世以来，山东上市公司一直以“绩优板块”享誉国内资本市场。山东作为经济强省和证券大省，在中国资本市场上有着自己独特的地位和作用。截至到目前，山东在国内主板上市的股票共有100支（其中，B股6支）。

我们看到，山东资本市场经过十几年的发展，已经形成了一批业绩优良、可持续发展能力强的上市公司群体，既有一批“阳春白雪”的公司，也有“横空出世”的金股和黑马。在资本市场上造纸行业独领风骚的四巨头——晨鸣纸业、博汇纸业、太阳纸业、华泰股份；经营业绩持续稳定增长的绩优蓝筹——潍柴动力、兖州煤业、济南钢铁、莱钢股份、烟台万华、山东黄金、山推股份、华鲁恒升、张裕A、鲁泰A等；中国股市版的“丑小鸭变白天鹅”也不乏运作相当成功的范例——中国重汽、金岭矿业、银座股份、普洛康裕等通过重组目前都已进入绩优公司的行列。更重要的是，山东上市公司作为一个整体在历史上就是重组并购比较活跃的板块，历来是黑马频出的风水宝地。随着国家产业结构的优化，山东板块将会涌现出更多的“黑马”和“金股”。为此，我们隆重推出“山东板块研究”这个产品，旨在为广大投资者提供一块“投资的乐土”。

我们将本着“专业、客观”的职业态度，以“低调、高效”的研究境界，把“山东板块研究”做成色、香、味俱全的“特色投资大餐”。请相信齐鲁研究的眼光和实力！

齐鲁证券有限公司研究所
山东板块研究小组

Tel: (8621) 58208334
Fax: (8621) 58318543
Email: research@qlzq.com.cn

登海种业（002041）：一号文件催生发展机遇

新年伊始，中共中央、国务院发布2009年中央一号文件，即《促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》，对做好当前农业农村工作作出了全面部署。这是在近年连续发出5个一号文件基础上，中央制定的又一个重农强农的一号文件，充分体现了中央对“三农”工作的高度重视。随着一系列惠农政策的不断出台，国家对粮食安全问题及农民农业问题的重视落到实处，政策受益的农业上市公司或将面临划时代的投资机遇。

一、国家惠农政策的直接受益者

1、“稳粮”、“增收”进一步加强对良种的需求

2009年中央一号文件《促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》以促进农业稳定发展、农民持续增收为主题，紧紧围绕“稳粮、增收、强基础、重民生”，出台了一系列目标明确、操作性强的政策措施。其中，《意见》指出：“2009年要在上年较大幅度增加补贴的基础上，进一步增加补贴资金。增加对种粮农民直接补贴。加大良种补贴力度，提高补贴标准，实现水稻、小麦、玉米、棉花全覆盖，扩大油菜和大豆良种补贴范围。”

“稳粮”、“增收”、“加大良种补贴力度”，都将进一步增加对于良种的需求，良种行业景气度提高，而作为国内玉米良种龙头的登海种业将直接受益，市场份额有望进一步提升。

2. 农业生产集约化有利于种子行业集中度提高

《意见》要求2009年建立健全土地承包经营权流转市场，土地承包权可流转将有利于农业生产的规模化和集约化。同很多其它农牧渔业市场相同，我国的种子市场也存在很多问题，尤其是生产过于分散化，这对种子行业的良性竞争不利。我国的种子公司小而多，仅国有种子公司就有3000家左右，所谓的龙头企业市场占有率也很低。过于分散的产能会导致市场秩序紊乱，劣币驱逐良币，良种企业难以快速扩张，对于我国的农业种植业效率提升不利。而造成这个现象的原因也与我们农业生产的分散化有关，各家各户的生产模式会导致信息不对称，良种推广难度较大。而我国的土地改革将提高土地的集约化、农业生产的现代化和规模化，这对于提高种子行业的集中度有很大帮助。种子行业集中度的提高为行业中具备质量、技术优势的龙头企业提供了快速扩张的历史机遇。



二、我国玉米种子行业的龙头

1、一流的研发技术是公司的长期核心竞争力

我国水稻和玉米种子的自主开发能力在世界上已经处于领先水平，登海种业公司创始人兼董事长李登海被誉为“中国紧凑型玉米杂交种之父”，在种业界素有“南袁（袁隆平）北李（李登海）”之称。公司在国内玉米种子生产规模中处领先水平，公司集研发、繁育和销售为一体，依托自身拥有的国家玉米工程技术中心，在自主创新领域有得天独厚的优势。公司的主要竞争优势在于其具备雄厚的杂交玉米育种能力，强大的科研平台是公司的长期核心竞争力。公司是国家认定企业技术中心和国家玉米工程技术研究中心（山东）。

玉米种子被誉为农业中的黄金产业，是生产链中价值含量最高的一个环节。在旺盛的市场需求和历史遗留的高库存压力环境下，研发技术和销售能力是一个玉米种子企业的核心竞争力，二者缺一不可。而一流的研发能力则是种子企业的长期核心竞争力。

2、合资公司登海先锋贡献稳定利润

近年来，公司的业绩快速增长，主要源于下属登海先锋公司的先玉 335 种子不仅保持了较高的销量，而且销售价格也略有上升，使得销售收入和毛利率都有上升。

登海先锋是登海种业与美国先锋公司的合资公司，2002 年成立，其中登海种业控股 51%。登海先锋于 2005 年开始盈利，近两年业绩呈现爆发性增长，2007 年实现销售收入 1.48 亿元，净利润 6973 万元。2008 年上半年，登海先锋的净利润超过 7000 万元，登海种业对子公司的投资收益在利润构成中所占比例相当可观。

从销售情况看，先锋的“先玉 335”以其单粒播种的突破性技术引发了一场玉米种子革命，在全国玉米种子严重供大于求的市场状况下独领风骚，创下零库存销售佳绩，并且销售价格达到其它种子的 2 倍，产品毛利率水平达到 71%。目前先锋种子在国内市场玉米种子行业代表着技术领先、效率提高和优质服务，预计种子价格仍会保持小幅攀升。

目前登海先锋的产能为 1.1 万吨，今年完成三期则达到 1.8 万吨，2010 年又将完成 7000 吨的四期，产能达到 2.5 万吨。因此，预计未来三年登海先锋的业绩仍能达到 40% 以上的复合增长率，为登海种业提供稳定增长的投资收益。

2008 年 10 月份公司公告，为了进一步满足市场需求，不断提高公司经济效益，旗下控股子公司山东登海先锋种业有限公司拟在甘肃省酒泉市生产加工基地原有加工能力的基础上，投入 4000 万元，进行第四期工厂扩建。该工程自今年 10 月开工建设，预计到 2009 年 9 月结束，建设期为 12 个月，设计加工能力为 6500 吨/年。登海种业估计，该工程完工达产后，公司年加工能力将达到 22500 吨。随着加工能力的提高及市场的不断拓展，公司可持续发展能力将进一步增强。如公司保持正常的生产经营，生产加工能力的有效发挥，将为公司带来稳定的投资收益。



3、“超级玉米”有望成为新的利润增长点

“超级玉米”是国家“十一五”科技支撑计划的重点项目，国家分批拨付科研经费 3746 万元，企业自筹 5000 万元。目前登海超级玉米已开发了 7 个系列，并进入了不同的审定阶段。玉米种子的新品种试验审批周期长达 6 年，包括 3 年预试、2 年区试和 1 年生产试验。目前，超级玉米中有一个品种通过审定。然后 09 年进行生产推广，若效果良好，将于 2010 年产生良好的经济效益。实际上，目前公司已给部分关系户种子进行小规模试种，效果非常好。超级玉米品种在技术水平上也达到了“单粒播种”的要求，在单粒播种逐渐成为主流的趋势下，该品种将成为公司自主产品中的明星主打产品，有望为公司自有产品打一个翻身仗，重创辉煌。

三、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

登海种业为我国玉米制种行业龙头，研发技术水平属国内领先水平。公司控股 51% 的登海先锋为公司提供了稳定增长的投资收益，也是近两年公司利润的主要来源。公司自有制种面积已大幅压缩，目前库存近 4 千万 KG，这部分库存种子的处理给公司业绩造成一定压力。由于子公司登海先锋的投资收益增长比较确定，预计未来三年公司业绩复合增长率有望达到 35% 以上，超级玉米有望在 2010 年成为新的利润来源。但公司库存种子的处理和计提会给业绩造成一定压力。

考虑公司 2008 年对库存种子计提的资产减值，暂不考虑未来的计提，预计公司 08 年 EPS0.06 元，09 年 EPS0.46 元，10 年 EPS0.59 元。

表：登海种业（002041）盈利预测简表

（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	284.58	314.02	421	536	643
（+/-）	-31.18%	10.35%	34.1%	27.3%	20%
净利润	5.71	7.57	10.6	80.9	103.8
（+/-）	-93.37%	32.57%	40%	663%	28.3%
每股盈利（元）	0.03	0.043	0.06	0.46	0.59
市盈率PE	533	373	266	34.78	27.11
市净率PB	4.3	4.26	4.1	3.93	3.52
净资产收益率%	0.87	1.14	1.54	11.22	13.72
主营毛利率%	39.32	47.65	54	56	58

资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所

2、投资建议

农业板块的上市公司大多业绩不佳，而三农问题是历届政府都很重视的课题，因此农业板块也经常成为缺乏业绩支持但又有题材炒作的热点板块，估值水平普遍



偏高。根据整体法计算的行业平均市盈率在 45 倍左右，几家种子企业估值水平都很高。

预计公司 2008—2010 年 EPS 分别为 0.06 元、0.46 元、0.59 元，目前股价对应 PE 分别为 266X、34.78X、27.12X。从估值角度来看，股价的高估压力较大。但是公司基本面已经出现确定性的好转，而且随着登海先锋四期于 2010 年达产，以及超级玉米商产成功，公司业绩很可能恢复到历史最好水平甚至再创辉煌。我们看好玉米种子行业的长期发展前景以及公司作为行业龙头的核心竞争力，因此给予公司短期“中性”，长期“推荐”的投资评级。（食品饮料行业分析师 傅苏）

普洛股份（000739）：禽流感药品推动业绩稳定增长

一、行业整体面临高增长契机

公司前身是青岛东方贸易大厦，2001 年 11 月 23 日，与横店集团控股有限公司签署了《资产置换协议》，资产置换以后，公司主业变更为医药行业投资。合并完成后公司持有浙江普洛康裕制药有限公司 98.07%的股权、浙江普洛化学有限公司 86.19%的股权、浙江普洛医药科技有限公司 95.7%的股权、浙江普洛康裕天然药物有限公司 90%的股权、直接间接持有上海普洛康裕药物研究院有限公司 62%的股权、浙江普洛家园药业有限公司 100%的股权、山东普洛得邦医药有限公司 100%的股权。

公司主要产品有羟邓盐、氧氟沙星原料药、金刚烷胺、头孢他啶活性酯、金刚烷胺和金刚乙胺等。这些产品均在国内市场占有率居首位，具备较强的竞争优势，具备一定价格话语权。

D-对羟基苯甘氨酸邓钾盐（HPGDane Salt，羟邓盐）为公司第一大产品，是一种用途广泛的医药中间体，外观为白色结晶粉末，可通过化学法和酶法制备，是合成 β -内酰胺类、半合成抗菌素的侧链，是用于羟氨苄青霉素、头孢哌酮、头孢拉啶、头孢立新、头孢曲松钠及羟基 EPCP、7ADCA 药物的重要中间体。

左旋氧氟沙星出现爆发性增长。以氧氟沙星以及左旋氧氟沙星为代表的喹诺酮类产品是公司的第二大产品，主要以氧氟沙星为主，2006 年 5 月，美国 FDA 宣布喹诺酮类产业链的最高端——加替沙星退市，给予左旋氧氟沙星巨大的发展机遇。

09 年 1 月 21 日，国务院常务会议通过《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》。决定从 09 年到 2011 年，重点抓好五项改革，加快推进基本医疗保障制度建设等。初步测算，3 年内各级政府预计投入 8500 亿元，新医改的推进将对整个医药行业产生积极的影响，对基础药



品需求将呈现稳定高增长，预计未来三年中我国制药行业复合增长率可以达到20%。鉴于公司在行业内具备较强的竞争优势，公司未来的发展速度不会低于整个行业的平均水平，不考虑禽流感对公司的影响，预计未来三年公司的复合增长率为20%。

二、人用禽流感药推动业绩稳定增长

2008 年我国共报告人感染高致病性禽流感病例 3 例，而今年第一个月我国即已报告发现了 4 例人感染高致病性禽流感病例。气候的异常，使禽流感再度活跃，这将加大对禽流感相关药品的需求，也会对相关上市公司业绩产生积极的影响。

禽流感病毒是甲型（A）流感病毒之一。理论上讲，用于治疗 and 预防人类甲型流感的药物对禽流感应该有效。目前，在美国有四种药物：金刚烷（amantadine）、金刚乙胺（rimantadine）、扎那米韦（Zanamivir，商品名 Relenza）和奥司他韦（Oseltamivir，商品名达菲 Tamiflu）已经批准用于临床治疗人类甲型流感；有 3 种药物金刚烷、金刚乙胺和达菲已经批准可用于预防人类甲型流感，扎那米韦没有

类别	药品名		生产企业
解热镇痛	阿司匹林或含阿司匹林以及其他水杨酸制剂	品牌众多	吉林制药（原料）
抗病毒类	神经氨酸酶抑制剂	奥司他韦（达菲）	罗氏
预防	离子通道 M2 阻滞剂	金刚烷胺、金刚乙胺	普罗股份
解热类	瓜霜退热灵胶囊、紫雪、新雪颗粒等		同仁堂、广州药业

药范畴。国内治疗人禽流感的药物如下：

表 1：卫生部推荐人禽流感用药（2005 年）

表 1：卫生部推

清热解暑类	清开灵胶囊（口服液）、双黄连口服液（粉针）、清热解毒口服液（颗粒）、银黄颗粒、板蓝根冲剂、抗病毒胶囊（口服液）、藿香正气丸（胶囊）、羚羊清肺丸、蛇胆川贝口服液等	哈药集团、白云山、广州药业、三九医药、三普药业等
-------	--	--------------------------

资料来源：齐鲁证券研究所

金刚烷胺虽是美国批准的第一种抗病毒药，但其作用机理尚未被完全了解。各种流感毒对金刚烷胺的易感性不同，此药有不同的作用，视其浓度和病毒株而定。早期研究表明金刚烷胺的作用是阻止流感病毒穿入和 / 或脱去外膜。较近的研究发现低浓度药物与病毒的血细胞凝集素相互作用，抑制病毒装配；高浓度则抑制早期感染，包括抑制病毒被膜与次级溶酶体膜融合等。



由于其抗流感效果较好,金刚烷胺目前收载于:奥地利、比利时、英国、中国、法国、德国、意大利、日本、新西兰、葡萄牙、瑞士及美国等十多个国家的药典,被世界各国广泛采用。

普洛股份是国内最大的金刚烷胺和金刚乙胺原料生产商,原料药年产 380 吨,约占 65% 的市场份额,制剂则达到了年产 2 亿片金刚乙胺片和 1000 万瓶金刚乙胺口服液的规模。从我国卫生部推荐的用于流感防治的抗病毒药物看,公司抗病毒药品金刚乙胺和金刚烷胺名列其中,并列入了卫生部公布的人禽流感诊疗方案(2005 版)。公司生产的离子通道 M2 阻滞剂金刚乙胺原料药与片剂(立安),被列为流感防治储备药品。

虽然从短期来看,偶然的一次疫情不会对具体公司的业绩产生较大的影响,但长期来看,今后对禽流感类药品的需求会稳步增长,公司人用禽流感药物面临良好的发展环境,这也将大幅提升公司的业绩。

三、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

公司主要从事部分原料药及中间体的生产,在主要产品:羟邓盐、氧氟沙星原料药、金刚烷胺、头孢他啶活性酯、金刚烷胺和金刚乙胺等上具备较强的竞争优势。

2009 年及未来几年中,我国医药行业面临非常好的发展环境,受国家政策支持,未来三年中医药行业的复合增长率将高达 20%;作为医药行业中的重要子行业,原料药及中间体子行业在未来几年中也将保持较高的增长速度。同时由于公司主导产品在其细分市场中都具备较强的竞争优势,因而公司的增长速度不会低于行业平均水平,在不考虑禽流感药品的情况下,预计公司 09 年的增长率为 20%。

公司是国内最大的金刚烷胺和金刚乙胺原料生产商,公司生产的离子通道 M2 阻滞剂金刚乙胺原料药与片剂(立安),被列为流感防治储备药品。长期来看,今后对禽流感类药品的需求会稳步增长,公司人用禽流感药物未来几年将实现稳定高增长。

2009 年及未来几年公司业绩将实现稳定高增长,预计公司 08 年 EPS0.12 元,09 年 EPS0.16 元,10 年 EPS0.22 元。



表 2：普洛股份（000739）盈利预测简表

（百万元）	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1041	1328	1660	2075
（+/-）	-9%	28%	25%	25%
净利润	30.44	30.56	38.20	47.75
（+/-）	-41%	0.3%	35%	35%
每股盈利（元）	0.12	0.12	0.16	0.22
市盈率PE	45	45	34	25

资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所

2、投资建议

当前公司 08 年 45 倍的动态 PE 要高于医药行业的平均水平，短期内不具备估值优势。但是随着业绩的稳定增长，公司过高的估值水平会不断下移，预计公司 2008—2010 年的 EP 分别为 45 倍、34 倍和 25 倍，接近行业的平均水平；我们看好公司在部分原料药子行业以及人用禽流感药品领域的竞争优势，认为公司具备积极的长期投资价值。综合以上考虑，给予公司短期“谨慎推荐”，长期“推荐”的投资评级。

（医药行业分析师 吕国启）



重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5831-8543

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791