

2011-03-25

机械行业

新研股份 300159.SZ

玉米收获机五年爆发式增长

◇ 报告起因：农机行业增速显著

◆ 农机行业面临黄金发展期 玉米收获机是最丰厚的淘金地

目前我国农机工业正处于千载难逢的黄金发展期。2005年至2009年，我国农机工业产值从1058亿增长到2200多亿，在短短4年内行业产值翻了一番多，年均增速25%左右。与水稻和小麦超过90%的机收率相比，国内玉米机收率2010年仅为25%，且其中90%属于要被国家明令淘汰的背负式玉米收获机。玉米收获机是目前国内农机市场最后一块大蛋糕，产品市场还处于发展的初期阶段。

◆ 玉米机收率提升和自走式专用机推广是公司成长的主要推动力

我们预计国务院对玉米机收率2020年达到50%的规划将会提前实现。在2009年农机购置补贴翻了2倍以上以及2010年农业部下发针对玉米收获机械加大补贴力度的刺激下，2009年和2010年我国玉米机收率出现超预期的高增长。玉米机收率提升速度自2009年开始提速（2008年环比提升3个百分点，2009年环比提升6个百分点，2010年环比提升10个百分点）。

在补贴大幅提高、人力成本大幅提升和政策明确刺激下，自走式玉米收获机械在玉米收获市场上的占有率有望由目前5%的水平在3-5年内迅速提升超过50%，行业3-5年成长空间超过10倍，行业正处于爆发前夜。

◆ 复制工程机械发展路径 从散乱到集中 资金雄厚者占得先机

新研股份是国内自走式不对行玉米收获机械龙头企业，公司产品“牧神”系列自走式不对行玉米收获机械在国内具备显著技术优势和唯一性。在垄断疆内市场后2009年公司产品开始出疆，2011年公司疆外销售开始出现爆发式增长。我们预计，“牧神”收获机械将由2010年627台迅速成长至2011年的1500台和2012年的近3000台，仅此一项就将远远超越市场预期。我们认为，今明两年是新研股份抓紧时机扩大玉米收获机产能的最好切入点，也是对外并购玉米收获机生产企业成功机会最大的时间窗口。

除了玉米收获机械之外，公司在各项经济作物方面也有强大技术储备，未来辣椒收获机、棉花收获机和番茄收获机也将陆续推出。国内经济作物机收率目前基本为0，公司作为该行业拓荒者，成长空间巨大。

◆ 给予“买入”评级，目标价160元

综合考虑，我们认为公司未来3年内复合增速将达到70%，预计2010/2011和2012年EPS为1.29、2.51和4.50元，远超1.29/2.0和2.9元的市场一致预期。当前股价对应2011和2012年PE分别为40和22倍，给予买入评级，目标价160元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	98	127	265	554	1,012
营业收入增长率	107.86%	29.78%	108.89%	109.54%	82.57%
净利润（百万元）	13	24	53	103	184
净利润增长率	30.40%	77.57%	123.71%	94.35%	79.19%
EPS（元）	0.33	0.58	1.29	2.51	4.50
ROE（归属母公司） （摊薄）	26.34%	28.11%	6.03%	10.66%	16.48%
P/E	309	174	78	40	22
P/B	81	49	5	4	4

首次

买入

当前价格	102.89 元
目标价格	160.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

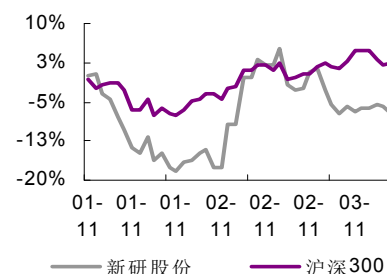
陆洲（执业证书编号：S0930511010007）

021-22169322 luzhou@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	41
总市值(百万元)	4,120
流通比例(%)	20.73%
12个月最高/最低(元)	118.80/83.51
近3月日均成交量(百万股)	0.75
主要股东	其他股东

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.29	0.00	0.00
绝对收益	-6.93	0.00	0.00

相关报告：

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。

投资要件

关键假设

- 1、公司募投项目顺利达产贡献业绩；
- 2、我国农机行业“十二五”期间保持 25%以上的年增长率；
- 3、国家农机政策保持稳定；
- 4、公司存在较大的横向收购预期。

我们区别于市场的观点

市场往往认为新研股份股价绝对值较高，透支了未来成长。我们认为，现在买入新研就是买入中国农机行业特别是玉米收获机行业未来三到五年的高速增长。小麦和玉米种植面积相当，但小麦收割机目前市场保有量达 60 万台，玉米收获机市场保有量只有 5 万台。玉米 25%的机收率远远低于小麦 90%的机收率。

我们认为，未来三年玉米收获机行业的增速在 70%以上。在此过程中，能够迅速抓住机遇扩大产能的企业将分享到行业快速成长的果实。

股价上涨的催化因素

- 1、募投项目增厚业绩；
- 2、公司存在横向收购预期。

估值和目标价格

我们认为公司未来 3 年内复合增速将达到 70%，预计 2010/2011 和 2012 年 EPS 为 1.29 元、2.51 元和 4.50 元，远超 1.29 元、2.0 元和 2.9 元的市场一致预期。当前股价对应 2011 和 2012 年 PE 分别为 40 和 22 倍，给予买入评级，目标价 160 元。

投资风险

市场竞争风险和国家农机政策变动的风险。但是我们对公司基本面的判断持强烈信心。

一、不对行自走式玉米收获机的开路先锋

1.1 玉米收获机是公司的主打产品

新研股份主要产品包括系列玉米收获机械、青贮饲草料收获机械、动力旋转耙等，已形成了农牧业收获机械、耕作机械和农副产品加工及林果机械三大类产品。新研股份主导产品包括农牧业收获机械、耕作机械和农副产品加工及林果机械三大类，其重点产品自走式玉米联合收获机（收入占比 70%）、青贮饲草料收获机（收入占比 13%）和动力旋转耙三类农机产品技术国内领先，基本垄断新疆市场。

图表 1：公司各类产品收入情况

产品种类	2008 年		2009 年		2010M1-M9	
	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例
玉米收获机	4915.20	50.5%	6115.75	48.35%	16326.10	72.65%
青贮收获机	1319.00	13.55%	2394.45	18.9%	2911.10	12.95%
动力旋转耙	891.00	9.2%	1123.60	8.89%	1356.58	6.03%
农副产品加工机械	905.60	9.3%	1477.92	11.69%	570.93	2.54%
机械加工	1505.79	15.47%	1386.90	10.96%	1297.37	5.77%
技术服务	193.19	1.98%	146.20	1.15%	100.28	0.4%
合计	9729.77		12644.81		22472.36	

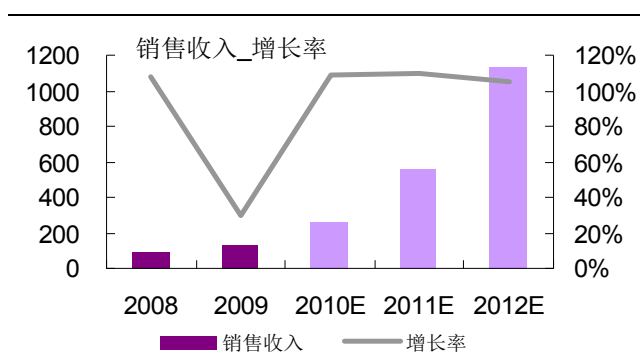
资料来源：光大证券研究所

图表 2：公司各类产品销售台数

产品种类	2008（台）	2009（台）	2010M1-M9（台）
玉米收获机	164	207	581
青贮收获机	60	134	189
动力旋转耙	160	186	244
农副产品加工机械	182	68	37
合计销量	566	595	1051

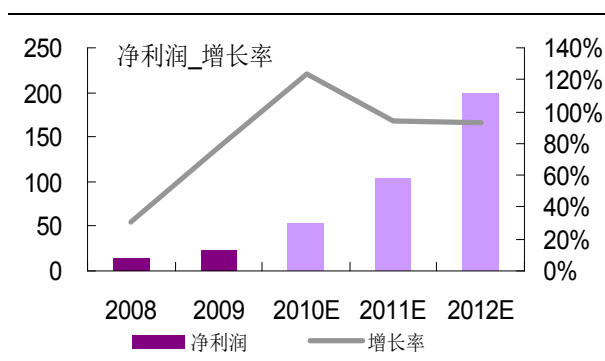
资料来源：光大证券研究所

图表 3：公司销售收入变化情况（单位：百万元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图表 4：公司净利润变化情况（单位：百万元）

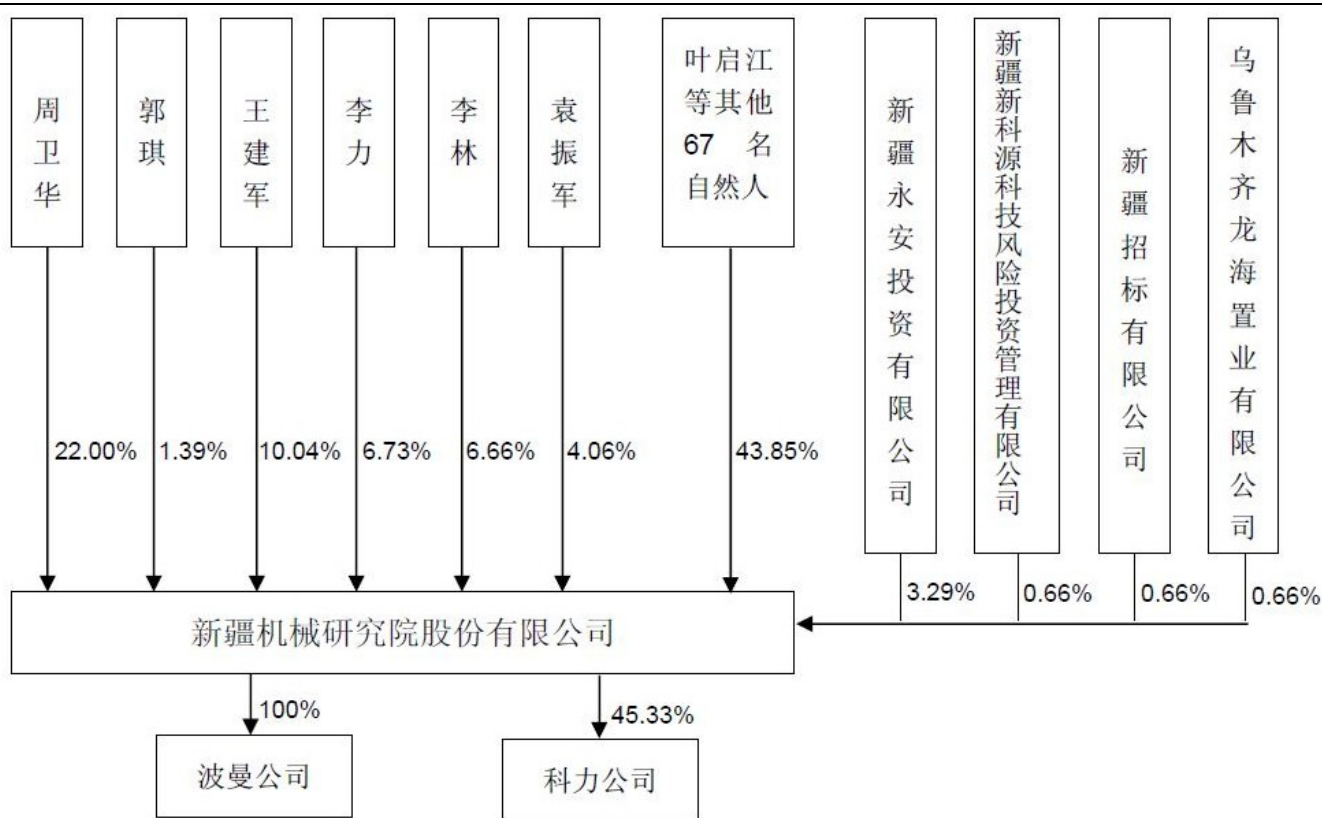


资料来源：公司年报，光大证券研究所

1.2 公司股权结构

新研股份的前身是新疆机械研究院。改制后公司的实际控制人为周卫华和王建军，分别持有公司 22.00%和 10.04%的股权。另外，周卫华之配偶郭琪持有公司 1.39%的股权。

图表 5：公司股权结构图



资料来源：光大证券研究所

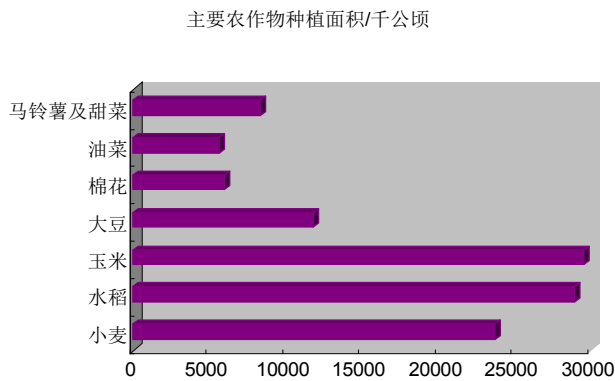
二、我国玉米机收率仅 25% 迅速提升是国家意志

2.1 我国玉米种植面积巨大 具备增产潜力

玉米是世界上最重要的农作物之一。据 Informa 经济公司 2010 年发布的最新报告称，今年全球玉米种植面积将增长 2%，达到 1.598 亿公顷。中国玉米种植面积达到 3000 万公顷（4.5 亿亩），总产量仅次于美国（3210 万公顷），居世界第二位。玉米是我国第二大粮食作物，占粮食种植面积的 26%和粮食总产量的 30%。

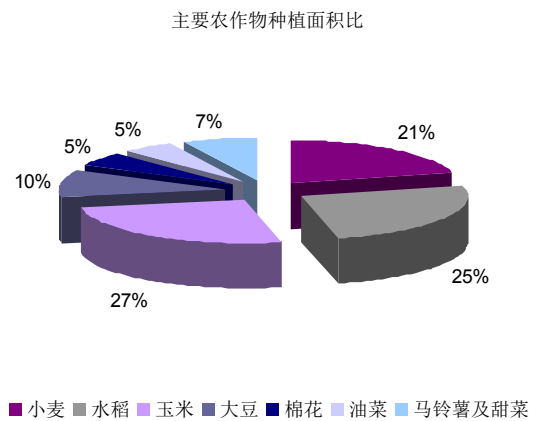
由于近几年我国玉米种植收益明显好于大豆，特别是玉米深加工企业超规模发展，玉米的用途由原先的单纯粮食作物发展成为粮食、制药、工业酒精原料的多用途作物。玉米就地转化能力仍将强劲增长，玉米供需格局逐渐变为供不应求，价格也将继续呈现攀高走势，种植面积将继续扩大。从各地自然条件看，我国玉米种植面积仍有 3000 万亩的增产潜力，预计未来种植面积有望达到 5 亿亩。由此决定了我国玉米收割机市场存在着巨大的发展潜力。

图表 6：主要农作物种植面积（单位：千公顷）



资料来源：中国农机协会，公司年报，光大证券研究所

图表 7：主要农作物种植面积比



资料来源：中国农机协会，公司年报，光大证券研究所

中国主要玉米种植区划分为五个明显各具特色的生态区：A、北方春播玉米区；B、黄淮海夏播玉米区；C、西南山地玉米区；D、南方丘陵玉米区；E、西北灌溉玉米区。

我们预计，2010 年全国玉米种植面积约为 4.5 亿亩，其中北方春播玉米区约占全国面积的 40%，黄淮海夏播玉米区约占全国面积的 32%，西南山地玉米区约占全国面积的 20%，南方丘陵玉米区约占全国面积的 5%，西北灌溉玉米区约占全国面积的 3%。

图表 8：我国玉米种植区划



资料来源：光大证券研究所

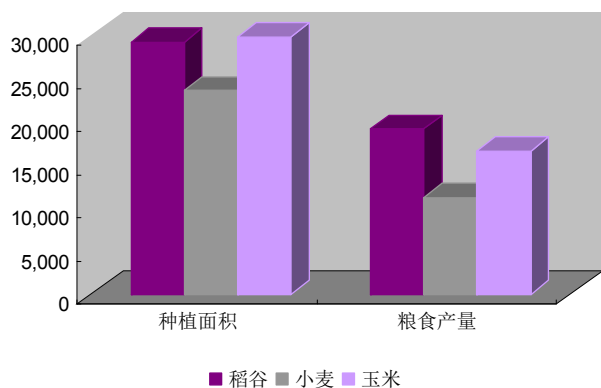
2.2 我国玉米机收率仅为 25% 较水稻小麦差距明显

我国农业机械化作业水平参差不齐，表现在不同作业环节的机械化水平差异大；不同地区的机械化水平差异大；不同农作物生产的机械化水平差异大。

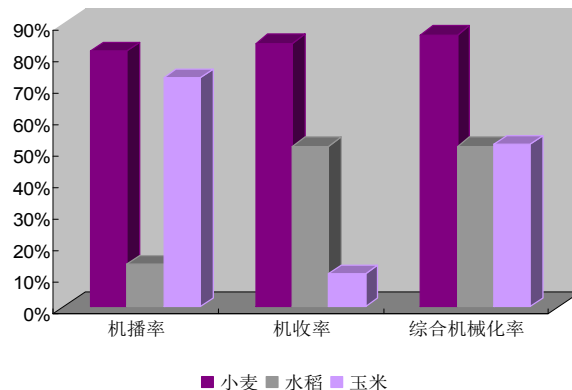
在不同作业环节上，我国机耕水平明显高于机播和机收，特别是机械化收割环节，其发展远远落后于整体农业机械化发展水平。在不同地区方面，我国北方平原地区机械化水平较高，南方丘陵地区机械化还处于起步阶段。在不同农作物机械化水平方面，小麦的机播和机收水平超过 90%，成为我国第一个实现生产全程机械化的粮食作物。2008 年玉米综合机械化率为 42.8%，但其中玉米机收率还不足 10%，而其余诸如饲草料机、农副产品、林果业等领域的机械化率也很低。2009 年，玉米机收率提升至 17%，2010 年又提升至 25%，但仍远远低于水稻和小麦的机收率。

在三大作物中，小麦和水稻植株性状相近、收获方式相似，而玉米恰好相反，玉米植株高大粗壮，植株中上部位结穗，且果实深藏于苞皮之中，收获方式复杂，对机器的技术含量和精度要求更高。从作物本身特点看，玉米也适宜采用专门的收获机械进行收获作业。

图表 9：2010 年水稻小麦玉米产量（单位：万吨）



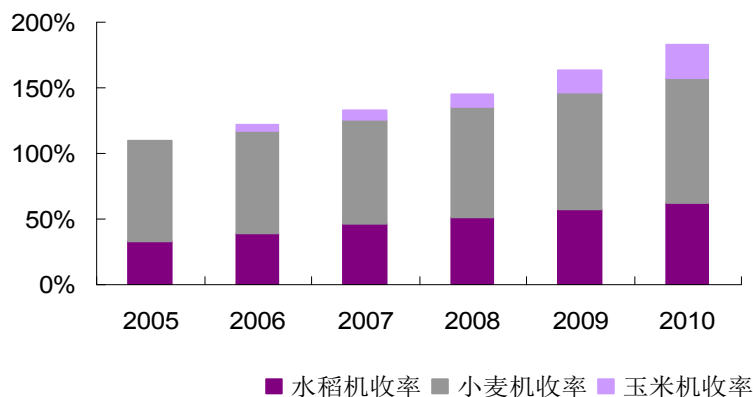
图表 10：2010 年主要农作物机播率机收率比较



资料来源：中国农机协会 光大证券研究所

资料来源：中国农机协会 光大证券研究所

图表11：2005-2010年水稻小麦玉米机收率比较



资料来源：光大证券研究所

综合来看，在我国总体 4.5 亿亩的玉米种植面积中，适合机械化收获地区有北方春播玉米区、黄淮海夏播玉米区、西北灌溉玉米区和部分的西南山地玉米区和南方丘陵玉米区，累计面积占比约在 75% 左右。

从几个玉米主要种植区域来看，东三省（黑龙江 8000 万亩+辽宁 4500 万亩+吉林 6000 万亩）、内蒙（4000 万亩）、华北（一亿亩左右）等区域的玉米机收率仍不足 10%。

图表 12：五大玉米种植区域特点

玉米种植区域	所在地区	种植面积	土地特点	是否适合机收
北方春播玉米区：	包括黑龙江、吉林、辽宁、宁夏和内蒙古的全部、陕西的大部分、河北、陕西和甘肃的一部分	1.8 亿亩	东北平原地势平坦、土壤肥沃、产区集中非常适合玉米机械化收获。	非常适合
黄淮海夏播玉米区	山东、河南全部，河北大部，山西中南部、陕西关中和江苏徐淮地区	1.44 亿亩	该区域玉米种植面积较为集中	适合玉米机械化收获
西南山地玉米区	四川、云南、贵州的全部、陕西南部、广西、湖南、湖北的西部丘陵山区和甘肃的一小部分	9000 万亩	该区域 90% 的土地分布在丘陵山区和高原，河谷平原和山间平地仅占 5%。西南地区地形复杂，农作物种类较多，以水稻、玉米、小麦和薯类为主。间作套种是本区玉米种植的重要特点，种植方式多样。	部分地区适合
南方丘陵玉米区	广东、海南、福建、浙江、江西、台湾等省的全部，江苏、安徽的南部，广西、湖南、湖北的东部	2000 多万亩	因为气候条件更适合种植水稻因此成为中国的水稻主产区，玉米种植面积很少。但该地区发展秋冬玉米生产的条件较好，潜力很大。	潜力较大
西北灌溉玉米区	新疆的全部、甘肃的河西走廊和宁夏的河套灌区	1200 万亩	新疆、甘肃和宁夏三省玉米种植面积约为 700 万亩、400 万亩和 200 万亩。	适合玉米机械化收获。

资料来源：发改委，光大证券研究所

图表 13：2007 年主要农业机械保有量（单位：台）

主要农业机械保有量/台	2007 年
小麦联合收获机	630000
水稻收获机	150000
玉米收获机	26500
大豆收获机	10600
棉花采摘机	310
油菜收获机	1700
马铃薯及甜菜收获机	9800

资料来源：光大证券研究所

图表14：玉米主产区机收率目标

玉米机收率	2010 年	2015 年目标	2020 年目标
山东省	71.5%	80%	
河南省	40.7%		
河北省	25.0%	>60%	
新疆省	41.8%	60%	80%
黑龙江	20.0%	>50%	
辽宁省	15.0%	>50%	
吉林省	15.0%	>50%	
内蒙古	15-20%	>50%	
全国	25%		50%

资料来源：光大证券研究所

我国目前玉米种植成本居高不下，国家一直在对玉米产业进行政策性保护，近几年严格限制进口，但国内外巨大的价差让国内面临着很大的进口压力。据统计，2010 年国内进口玉米需求约 1000 万吨，但国家只批准了 157.32 万吨配额，同比增幅达 1762%，后期国内面临的进口压力将有增无减，所以国家仍将大力推广玉米机械化种植，以提高作业效率和降低作业成本，提高国际竞争实力。

2.3 玉米收获机进入通用补贴目录 国家政策强力推广

2010 年 7 月 5 日，国务院以国发〔2010〕22 号文件正式公布了改革开放以来第一个针对农机化和农机工业发展的国家级文件——《国务院关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见》。《意见》中明确提出，到 2020 年我国玉米机收水平应该达到 50%。为此 7 月 13 日农业部办公厅下发了《关于切实做好玉米收获机械补贴工作的紧急通知》，从通知可以看出：

1、通知要求各地今年必须优先足额满足玉米收获机补贴需要，说明下半年的农机补贴必须全力以赴支持玉米机补贴，这几乎是史无前例的。

2、通知要求各地在中央 30% 补贴基础上，各地省级财政进一步增加补贴。

3、未来几年农业部将把解决玉米收获机械化问题放到今后农机化工作首位，今后几年玉米机补贴力度将进一步加大。

就在 2010 年下半年，不少省份已经提高了玉米机补贴比例，如吉林、辽宁、河北补贴比例 40%，北京补贴比例 50%。我们预计，今年将有更多地区将比例提高到 40% 和 50%。

2011 年，玉米收获机正式进入国家通用类农机补贴目录，从此进入国家农业机械主流产品系列型谱，享受和拖拉机、谷物联合收获机等产品同等的待遇。从东北地区看，平均价格 29 万元的自走式玉米收获专用机国家补贴 8.5 万元，地方补贴 1.8 万元，合计补贴达到购机价的 40%，极大的降低了消费门槛，增强了用户的购买能力。2015 年这些政策仍会延续。

在众多强农惠农政策中，对农业机械发展推动最大、最直接的是农机购置补贴政策。中央财政农机购置补贴年度支出资金从 2004 年度的 7000 万元迅速增加到 2009 年度的 130 亿元；农机购置补贴的范围由 2004 年 66 个县扩大到涵盖全国所有的农牧业县和所有农场；补贴机具种类从 9 大类 18 小类扩大到 12 大类 38 小类，几乎包括了所有主要的粮食生产机械。2004 年以来的农机购置补贴情况具体如下：

图表 15：农机购置补贴情况

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
中央农机补贴（亿元）	0.7	3	6	20	40	130
地方农机补贴（亿元）	4	8	11	13	17	-
中央财政支持“三农”投入总额（亿元）	2626.2	2975.3	3517.2	4318.3	5955.5	7161.0
涉及区县（个）	66	500	1126	1716	2653	2653
覆盖区县比例	2.31%	17.47%	39.37%	60.02%	100%	100%

资料来源：发改委，财政部，光大证券研究所

尽管我国近年来农机购置补贴大幅度上升，但补贴力度较发达国家而言还有相当大的差距：国外发达国家的农机购置补贴率高达 60%。而按照我国相关文件规定，使用中央资金的机具补贴率一般不超过机具价格的 30%。而我国的近邻——日本和韩国给予农民的农机购置补贴都达到 50% 的水平，另外还有政策性优惠贷款。可见在持续强农惠农的政策指导下，我国未来的农机购置补贴还将继续稳定和攀升，将给农业机械行业的发展带来源源不断的推动力。

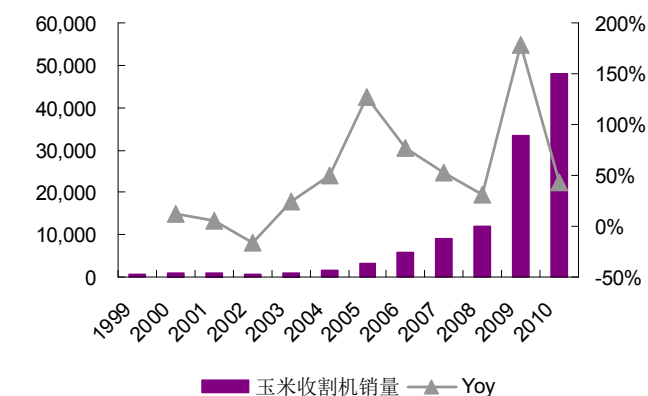
三、自走式专用玉米收获机是主流产品

3.1 玉米收获机市场进入快速成长期

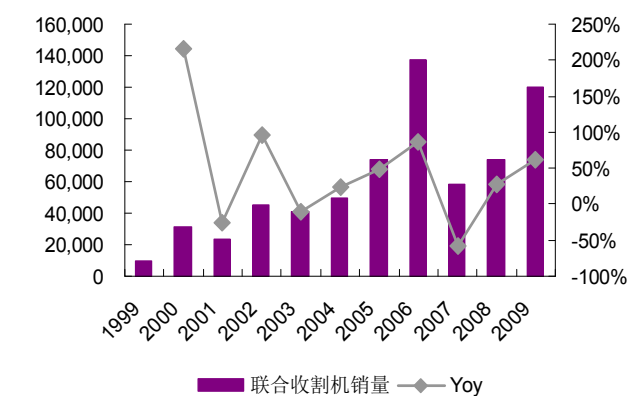
2010 年，我国收获机械市场温和下滑，前 9 个月累计产销各种型号的收获机械 48.7 万台，同比下降 1.7%，其中谷物收获机累计销售 6.76 万台，同比出现 2.56% 的小幅下滑，而玉米收获机销售量同比大幅增长，累计销售 4.72 万台，增幅高达 48.1%。

我们认为，2011 年将是玉米收获机从市场培育期进入快速成长期的开始。我们预计到 2015 年，我国最主要的两大块玉米主产区北方春播玉米区和黄淮海玉米区的玉米机收水平将率先达到 50%，有些省份甚至可能提前达到，未来 5 年玉米机市场将呈现出爆炸式增长，同时也给行业重新洗牌带来巨大的机遇。

我们预计，今年我国玉米收获机将再创新高，以下几个因素将成为推动市场增长的主要动力：一是农机补贴将刺激玉米收获机械快速增长，由于我国玉米机收率在三大作物中最低，一方面决定了其刚性需求强劲，另一方面也注定玉米收获机械成为玉米种植区域补贴的重点；二是双重力量拉动，一重来自传统需求大省，譬如山东、河南等省强力拉升；另一重来自吉林、黑龙江、山西等省新兴市场的拉动，共同推动下半年玉米收获机市场的快速发展。

图表 16：1999 年-2010 年玉米收割机销量（单位：台）


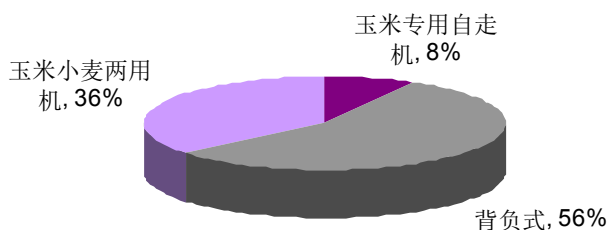
资料来源：中国农机协会 光大证券研究所

图表 17：1999 年-2010 年联合收割机销量（单位：台）


资料来源：中国农机协会 光大证券研究所

3.2 自走式专用机比例将大幅上升 背负式逐渐退出市场

玉米收获机械市场上主要有背负式、自走式和小麦玉米两用机 3 种机型。在我国农业迈向现代化的初期，广大农民消费能力有限，肩负式和小麦玉米两用机因为具有良好的性价比，所以前几年受到了许多用户的追捧。随着国家对农村和农业的不断投入及各种惠农政策的实施，农村经济得到了快速发展，农民收入逐年提高，农民的购买能力也不断增强，加之在国家补贴政策的倾斜支持下，玉米专用机的实销价得到大幅降低。购机门槛降低，自走式玉米专用机销量的上升将成为必然。

图表18：2010年三种类型玉米收获机市场占比情况


资料来源：光大证券研究所

背负式结构简单、价格低廉、效率低下，是国家决心要逐步淘汰的机型；自走式是一种专用的玉米联合收获机，该机型结构紧凑、作业效率高、作业质量好，是国际上专用玉米收获机械的主流品种。近年来，自走式玉米收获机由于能为机手带来巨大的经济效益而备受用户的青睐。

图表 19：背负式玉米收获机



资料来源：光大证券研究所

图表 20：自走式玉米收获机

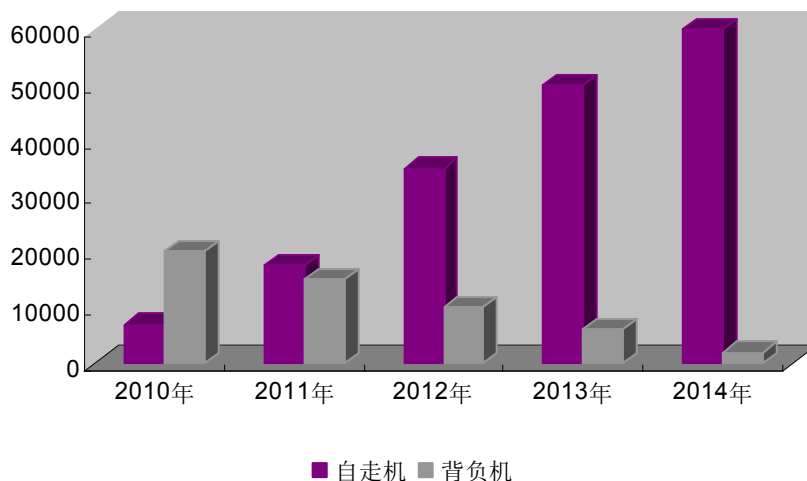


资料来源：光大证券研究所

由于区域的不同，我国各个区域产品需求表现出较大的差异。自走式玉米机市场主要集中在东北和西北地区，玉米割台和两用一体机市场主要集中在中原地区，山东、河南、河北和东北三省是背负式机的主流市场。

2010 年，自走式专用机全年销量达 7000 台，其中四行玉米专用机销量 4000 台，翻番增长；三行玉米机近 3000 台，增长 200%。我们认为，2011 年玉米收获机产品销售结构将会进一步分化，背负式收获机需求比例将更低，两用机大幅减少，而自走式专用机，尤其是三行专用机在内地市场的需求量将出现快速增长，四行机在东北地区仍将保持高速增长水平，预计专用机将历史性的突破 10000 台的销量。

图表 21：未来 5 年玉米机市场需求预测（单位：台）



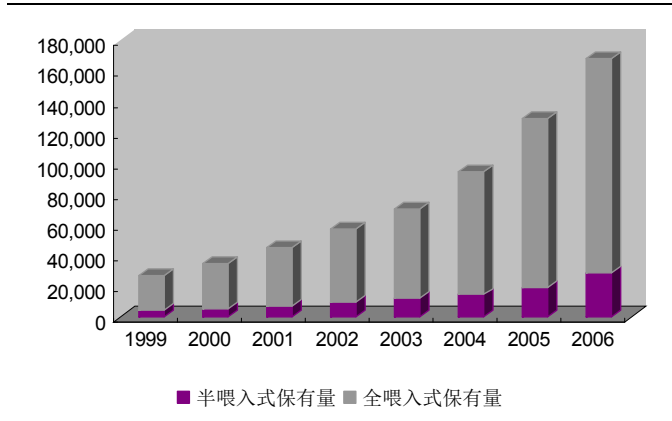
资料来源：光大证券研究所

根据农业部 2010 年公布的数据，玉米机播率为 73%、机耕率为 84%、机收率为 25%。因为历史遗留等一系列原因，25% 的机收率中约有 80% 为背负式，约有 20% 为自走式。这也就意味着 2010 年 25% 的玉米机收率中约有 5% 是自走式，剩下的 20% 几乎全为背负式。玉米真实机收率仅为 5%！未来整个自走式玉米收获机械由从目前 5% 成长至 60% 的十几倍成长空间。黑龙江、吉林、辽宁的农业局的十二五规划中验证了这一点。

目前自走式玉米收获机已经大规模进入国家农机通用补贴目录，自走式玉米机在可见的 3-5 年之内逐步取代现行的背负式。我们认为，自走式玉米机收率迅速提升至 60%是完全可预期的。

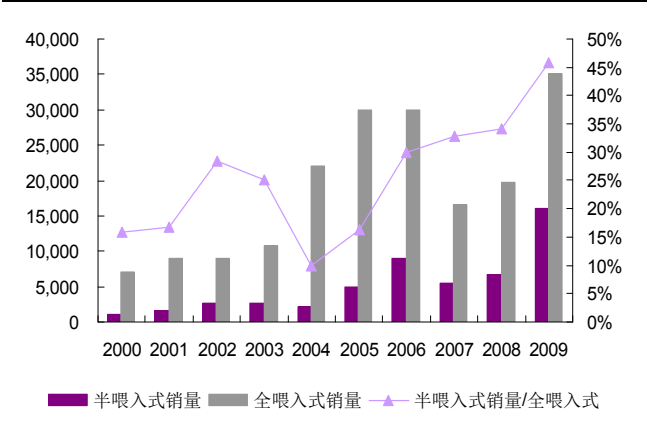
另外，从小麦、水稻机的发展历程来看，两类机型都经历了牵引式、背负式、兼收型等发展阶段，但最终两类作物都实现了专业化收获，且水稻机形成全喂入和半喂入两种完全不同的专业化收获方式。当前，玉米机已经经历了牵引式、背负式、兼用型的发展历程，且国内自走式玉米专用机发展已初具规模。在用户购买能力得到保障的前提下，自走式玉米专用机必将最终替代背负式、兼收机而成为市场的主流产品。

图表 22：水稻收获机两种收获方式对比（单位：台）



资料来源：中国农机协会，光大证券研究所

图表 23：两种水稻收获机销量对比（单位：台）



资料来源：中国农机协会，光大证券研究所

同时，玉米收获机械进一步向大型化发展，消费主体出现分化，市场需求大型化趋势日渐显露。形成这种趋势的根本原因可以从消费主体进行分析，一是我国玉米收获机械购买者主要用途不仅仅是自用，更多的是用来经营，即进行跨区作业，这样作业效率高的大型收获机械就成为他们的选择。其次，今年我国农机合作组织快速发展，消费主体正在发生变化。消费主体的购买力大大增强，也是导致玉米收获机械向大型化趋势形成的重要原因。其三是国家政策的引导。我国农机补贴在引导产品需求上具有强大的导向功能，推动玉米收获机械向自走机、大型收获机械方向发展，提高作业效率和机械化程度是各个区域推动玉米机械化的既定战略。

图表 24：我国自走式玉米收获机需求预测

项 目	单位	2010	2011	2012	2013	2014	2015
玉米种植面积	亿亩	4	4	4	4	4	4
机收率	%	16%	19%	22%	26%	30%	35%
玉米收获机保有量	万台	6.3	7.8	9.13	10.47	12.07	13.67
玉米收获机平均生产效率	亩/年	800	900	900	1000	1000	1000
新增玉米收获机量	万台	1.5	1.33	1.33	1.6	1.6	2
玉米收获机保有量的更新量	万台	0.63	0.78	0.91	1.05	1.21	1.37
新增自走式玉米联合收获机比例	%	18%	23%	28%	34%	40%	45%
自走式玉米收获机年需求量	万台	0.38	0.49	0.63	0.9	1.12	1.52

资料来源：光大证券研究所、招股说明书

3.3 不对行收获机更适合中国国情

按农艺要求，玉米种植行距由地块肥力、墒情、采光和通风条件决定，没有统一规范。我国玉米种植行距 35-70cm 不等，玉米种植形式多样，有平作、垄作、套种还有宽窄行种植。这种农艺的多样性，给玉米收获机械的制造带来了相当大的难度。另外，我国玉米种植除东北和西北部分地区采用单季种植外，在黄淮海产区是小麦和玉米两茬种植。

一方面，在不同行距条件下玉米收获机械难以适应，行距过窄或过宽，都将严重影响玉米收获机械摘穗机构的合理配置，从而影响机具的摘穗效果。另一方面，由于我国玉米收获时的籽粒含水率高达 25%-35%，不能直接脱粒，只能采取分段收获的方法。第一段收获是摘穗后直接收集带苞皮（或剥皮）的玉米果穗和对秸秆进行处理；第二段收获为将玉米果穗在地里（或场上）晾晒风干后脱粒。

在这种情况下，不对行玉米收获机就显示出独特的优势。不对行玉米收获机采用新型专利技术的三链型摘穗单体，由摘穗辊、拨禾链、果穗输送链、传动箱和机架组成。

这种摘穗机构突破了传统摘穗辊式只能构成双行割台的局限，实现了多行割台布置。摘穗辊式的摘穗部件具有果穗损失少、含杂低，无断茎，可高速作业等优点，特别适合青秸秆玉米的收获。三链型摘穗单体的两条拨禾链呈 V 形分布在摘穗辊前侧，能将前方及两侧的玉米秸秆拨入摘穗辊内，并进行摘穗，且在割幅范围内不受行距限制。

从国内竞争格局来看，大规模不对行产品的研发、设计和生产能力只有新研股份具备，目前不对行收获机械在自走式玉米收获机械中占比不足 10%。我国幅员辽阔，各地种植方式、种植密度等多有不同，公司独家具备专利保护的不对行收获机械市场前景广阔。

四、行业壁垒分析

4.1 进入门槛较高，仅限于现有企业间的竞争

农业机械生产制造属于专业化程度较高的技术密集型产业，尤其是各类农牧收获机械、耕作机械等，技术复杂，且多为专有技术，同时因为产业链长，配套技术种类繁多，难以短时间掌握。

同时农业机械涉及大量的理化分析、材料分析、力学分析、机械结构设计、机电一体化等各个领域的专业技术应用，这也需要长期积累，并不是一蹴而就。因此该行业对潜在竞争者形成无形的准入限制，因此行业进入门槛较高，未来竞争可能就仅限于行业现有企业之间的竞争。

以新研股份主要产品玉米收割机为例：行业平均毛利率为 18%，净利率达 5%-8%；公司的稳定毛利率在 32%-35%，净利率高达 20%。公司辣椒收割机填补国内空白，毛利高达 60%。财务数据验证了公司的技术优势。

目前玉米收获机行业正处于“百花齐放、百家争鸣”时期。从 2010 年郑州全国农机会上可以看出，国内生产玉米收获机的企业已经不下 60 家，可以说所有生产收获机的企业都推出了自己的玉米收获机产品，在这些企业中，已经推出了玉米专用收获机的企业大约有 15 家。

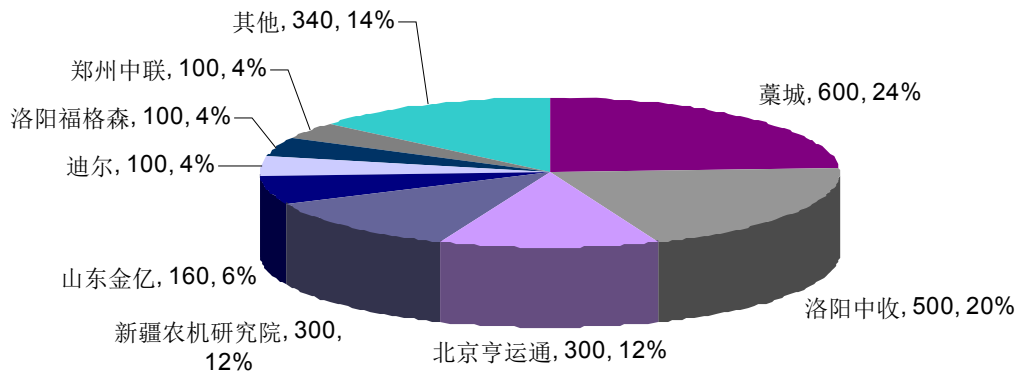
从地域看，玉米收获机企业绝大多数集中在山东、河南、河北三省，东北地区上规模的只有迪尔佳联一家，4行机主要生产企业有洛阳中收、北京亨运通、迪尔佳联、福格森、金亿、新疆牧神，3行机的主要生产企业是藁城博远。

图表 25：玉米收获机行业市场格局

市场地位	厂家	优点	缺点
暂时领先者	佳木斯 约翰迪尔	1、品牌知名度和美誉度高；2、产品做工精细；3、产能强大	1、产品价格偏高；2、内部机制不灵活
	洛阳中收	1、品牌知名度高，美誉度一般；2、产能强大；3、资金实力强；4、中宇头获得国家特殊政策支持	1、内部机制和管理不佳；2、企业资金紧张
	新研股份	1、产品有自身独特技术特点，性能、质量和做工较好；2、新疆市场份额高，基础好	1、生产厂在新疆，离玉米主要市场远，供货期长，售后维护麻烦；2、本地配套体系稍弱
	河北藁城 博远	1、产品有自身独特技术特点，性能、质量和做工较好；2、京、津、冀市场份额高，基础好	1、产能十分有限，供货能力有限；2、企业资金实力偏弱；3、内部经营管理一般
	北京 亨运通	1、产品有自身独特技术特点，性能、质量和做工较好；2、黑龙江市场份额高，基础好；3、内部管理较好	1、企业资金实力较弱，现有产能有限，不能大规模供货；2、玉米机优势市场单薄，华北市场很少；3、产品线过于单一，抗风险能力低
挑战者	福田雷沃	1、品牌知名度和美誉度很高；2、资金实力强，有强大产能；3、内部管理强；4、市场营销能力很强	1、自走机产品技术没有取得大突破，目前玉米机没有得到市场好的认可；2、玉米机自身研发能力一般
	金亿/大丰	1、品牌知名度较高；2、资金实力较强，有强大产能	1、自走机无独特技术，性能质量一般，市场反应一般；2、自身研发能力一般
	中联	1、品牌市场基础较好；2、领导班子团结，进取心强	1、自走机无独特技术，性能质量一般，市场反应一般；2、资金实力弱，产能低；3、研发能力一般
	福格森	1、产品有自身独特技术，性能质量和做工较好；2、品牌有一定市场基础	1、资金实力弱，产能低；2、产品线单薄；3、经营管理能力一般

资料来源：光大证券研究所

图表 26：2009 年玉米机市场各品牌构成（单位：台）



资料来源：光大证券研究所

4.2 未来的 3-5 年玉米收获机成长空间超 10 倍

洛阳中收（占比30%）、新研（20%）、福田雷沃（10%）是国内前三大自走式玉米收获机械厂商，这三家企业占据自走式玉米收获机约60%市场份额。其中洛阳中收以三行小型机为主，福田雷沃的四行机车间要在今年3月份才完成，而且福田雷沃产品的质量口碑曾经有过偏负面的影响。

洛阳中收和约翰迪尔是目前玉米机销量最大的两个企业。洛阳中收的玉米机有两类产品，包括四行机和三行机（四行机主要应用于单产面积较大的区域，包括东北和内蒙古，三行机属于小机型，目标市场主要针对内陆市场，包括山东和河南），洛阳中收2010年的销量为四行机为920台，三行机为270台，约翰迪尔的销量接近1000台（主要为四行机），而新研股份2010年的销量为628台，且全部为大型的不对行玉米收获机，从销量来看，新研与中收、迪尔的差距并不大。

从企业的层面来看，我们认为，2011年银根紧缩对未上市企业的影响较大。目前，国家和地方财政的农机采购补贴相对销售一般有两个季度左右的滞后期，这对公司流动资金的影响相当大，主要体现在零部件的采购和生产的安排。尽管银行支持农业机械企业的贷款，但从审批流程来看，速度相对去年明显放缓，现在洛阳中收的财务和销售最苦恼的问题就是流动资金的不足。对于新研股份而言，IPO募集资金接近7个亿，超募资金达5亿元，目前新研股份在核心零部件采购方面，相对洛阳中收的付款条件更为优厚。

洛阳中收对不对行玉米的处理方式是更换割台，即在作业区域发生改变时，将割台的工作间距从650mm调整至450mm，但更换割台的处理方式将会增加机主的成本，同时也会增加工作量。新研股份目前在不对行玉米手机领域的竞争优势明显，东北区域为了增加单位玉米种植地的产量，正在推广大垄密的种植模式（间距为650mm和450mm），从而带来不对行玉米收获机市场容量的增加。

4.3 2010 年开始大规模出疆，疆外市场销售远超预期

一般来说，一万亩玉米地需要 4 台不对行玉米收获机，目前疆内玉米收获机保有量在 800-1000 台之间，部分疆内区域玉米机收率已经达到 80% 左右，因此玉米收获机更广阔的市场将来自于疆外。理论市场空间在 400-600 亿元。

公司目前主要销售区域为新疆地区、内蒙古地区、东北地区等。目前公司疆外农机的收入仍然偏低，疆外还有巨大的发展空间。此前，由于公司产能不足，而且发货至东北地区、华中华北等地区运输成本较高，因此在产能限制的条件下，公司优先发展新疆地区和内蒙古地区的市场，对东北市场的开发力度不够。

随着募投项目的投产，我们相信新研有足够的产能去满足东北市场和其他内地市场，公司将针对东北地区以及其他内地玉米产区的玉米主产区进一步强化营销力度，扩大市场占有率。

2009 年公司产品开始出疆，在巨大市场需求下 2010 年公司出疆规模开始出现爆发式增长，2010 年共销售玉米收获机械 627 台，其中疆内 310 台，疆外 317 台。公司 2011 年下达的第一批生产任务迅猛增长至 1200 台。

出于保证产业链上任何一环的受益程度（尽量保护购机农户利益）来考虑，我们预计 2011 年公司玉米收获机械量控制在 1500 台左右（每年共下达 3 批生产任务，2010 年第一批为 390 台左右，后两批总量与第一批相当）。从销售结构来看疆内维持 300 台左右不变，而疆外则将由去年的 317 台迅速增长至 1200 台左右，仅此一项就远远超越市场 50% 销售增长预期。我们预计 2011/2012 年玉米收获机销量分别为 1500 和 3000 台。

4.4 高毛利青贮饲草料收获机年均增速超过 30%

多品种小批量的青贮饲草料收获机是公司重要利润来源，我们预计青贮饲草料收获机平均毛利率在 60% 左右。青贮饲草料收获机可分为 S-1200、S-1800、S-2200 和 S-3000 型号，单价分别为 7.5/13/16 和 45 万元，毛利分别为 3.5/10/9 和 20 万元。2010 年上述产品销量为 110/10/50 和 36 台，2011 年预计将做到 120/30/70 和 50 台，总体增长约 31%。

图表 27：我国青贮饲草料收获机预测

项 目	单位	2010	2011	2012	2013	2014	2015
青贮玉米种植面积	万亩	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
机收率	%	21%	25%	30%	35%	40%	45%
保有量	台	2,700	3,150	3,750	4,500	5,250	6,000
新增量	台	450	600	750	750	750	750
保有量的更新量	台	270	315	375	450	525	600
年需求量	台	720	915	1,125	1,200	1,275	1,350

注：按每台机器年收 3000 亩，更新率按 10% 计算。

资料来源：光大证券研究所、招股说明书

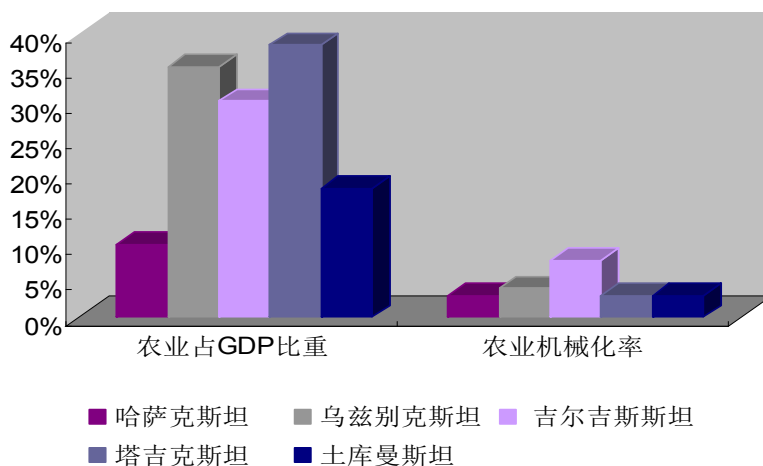
4.5 加速成长来自于辣椒收割机+采棉机+小麦收割机

经济作物如棉花、辣椒、番茄等是居民生活中不可缺少的物资，也是国家重点发展的经济作物。由于经济作物的经济效益高，种植面积逐年增加。其中新疆棉田种植面积约 2000 万亩（其中机械化采棉面积约为 1000 万亩）；全国现有 2000 万亩辣椒种植面积；新疆已建立了 160 多万亩番茄种植基地，番茄种植及番茄酱的生产加工每年以 40% 的增速发展。

国内企业由于种种原因，很少涉足经济作物收获机，目前经济作物收获机主要为国外品牌所垄断。但国外机型价格昂贵，尤其是采棉机价格高达 200 万左右，辣椒收获机价格更是高达 320 万，国内仅有部分大型农场能承担高昂的价格，一般农户难以承受，使得我国经济作物收获的机械化发展严重滞后。而且由于国内农艺的限制，进口机型不能适应我国农业发展的实际情况。

公司计划研制开发的经济作物收获机将有效解决这些问题，预计产品售价仅为国外同类产品的三分之一甚至更低，且机型能有效的适应我国不对行的农艺种植模式。

图表28：中亚五国农业产值和农业机械化率



资料来源：光大证券研究所

我们认为，公司未来的新增增长点主要来自于辣椒收获机（单价 70 万元，毛利率 60%）、采棉机和大型小麦收割机。

目前我国辣椒总产量已居世界之首，约为世界辣椒产量的 50%，同时每年还以 9% 的速度增长。新疆仅干辣椒种植面积已发展至 60 万亩，形成近 30 万吨干椒的市场规模，辣椒种植已逐步成为新疆特色农业产业中的又一红色产业。

辣椒收割机 2010 年刚推出就销售 10 台，购机用户仅需 1 年时间就能回收成本。此款产品暂时不会出疆，因为公司对新产品的规划是先在内疆推广 3 年，待用机农户各项产品反馈以及产品改进成熟后才能拥有出疆资格。预计 2011 年辣椒收割机在内疆将继续销售 60 台，2013 年就有望拓展疆外市场。

目前全国辣椒种植面积有 2000 万亩，其中新疆地区有 40 万亩以上，

作业基本以人工为主，市场空间广阔。公司生产辣椒收获机年收 2000 亩，全部机收需要 1 万台辣椒收获机，共 60 亿的市场，而目前全国的 14 个辣椒生产基地中机收率几乎为零，这部分市场空间巨大。

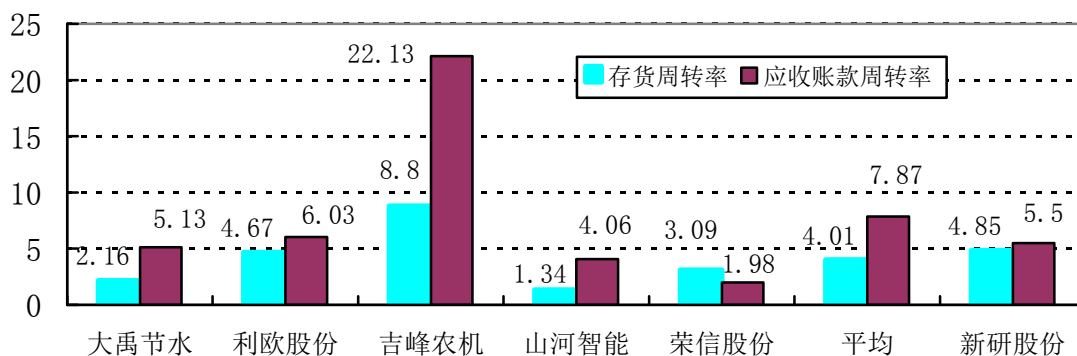
采棉机和小麦收割机（主要出口中东）将在 2011 年立项，2011 年开始在疆内逐步做试点。棉花收割机和小麦收割机单价均在百万元以上，经济作物收获机毛利率始终位于 50% 以上。

盈利预测

新研股份目前产销两旺，下游经济作物机收率低，公司是这个市场国内的首个拓荒者，将以其技术优势、售后维修壁垒以及稳健的推广原则获得巨大的发展空间。我们预计未来 3 年公司收入复合增速将超过 70%。

我们预计，公司超募的 5 亿资金将在主要粮食产区以及疆内进行横向收购以拓展市场覆盖范围。市场普遍预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.2 元、2.0 元和 2.9 元。经详细测算后我们保守认为，在没有并购的前提下，公司 2010-2012 年 EPS 将分别达到 1.29、2.50 和 4.5 元。当前股价对应 2011 和 2012 年 PE 分别为 40 和 20 倍。鉴于行业未来 3-5 年正处于行业爆发期，公司复合增速将超过 70%，建议强烈买入！

图表 29：2009 年公司与可比公司资产周转情况比较（次）



资料来源：光大证券研究所

图表 30：2009 年公司与可比公司盈利水平比较（%）

	大禹节水	利欧股份	吉峰农机	山河智能	荣信股份	平均	新研股份
毛利率	23.29	24.90	13.63	26.62	46.93	27.07	36.95
净利率	9.26	11.84	3.57	7.23	21.25	10.63	18.68
营业费用/收入	4.15	3.44	6.38	8.24	11.90	6.82	10.2
管理费用/收入	5.96	7.73	2.73	8.16	14.93	7.90	10.5

资料来源：光大证券研究所、WIND 资讯

图表 31：财务比率分析

	2007	2008	2009
杜邦分析	-	-	-
权益乘数（杜邦分析）	0.86	1.42	1.37
总资产周转率	1.46	1.36	1.09
销售净利率	21.78%	13.66%	18.69%
归属母公司净利润占比	100.00%	100.00%	100.00%
成长能力（%YoY）	-	-	-
收入增长率	0.00%	107.86%	29.78%
净利润增长率	-	30.40%	77.57%
EBIT 增长率	-	51.88%	109.43%
EBITDA 增长率	-	47.41%	104.23%
盈利能力（%）	-	-	-
毛利率	36.66%	29.98%	37.05%
EBITDA 率	15.13%	10.73%	16.89%
EBIT 率	13.64%	9.96%	16.08%
税后净利润率（归属母公司）	21.78%	13.66%	18.69%
ROA	15.92%	16.71%	15.62%
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.43%	26.34%	28.11%
经营性 ROIC	-	27.17%	32.00%
资本结构	-	-	-
资产负债率	41.96%	36.56%	44.44%
权益乘数	1.72	1.58	1.80
流动资产/总资产	84.18%	86.98%	69.06%
非流动资产/总资产	15.82%	13.02%	30.94%
有形资产/总资产	89.41%	91.29%	85.86%
流动负债/总负债	86.27%	79.62%	88.20%
非流动负债/总负债	13.73%	20.38%	11.80%
有息负债/总投入资本	0.00%	0.00%	24.17%
权益/总投入资本	195.39%	141.31%	135.70%
偿债能力	-	-	-
流动比率	2.33	2.99	1.76
速动比率	1.71	2.34	1.46
归属母公司权益/有息债务	-	-	5.61
有形资产/有息债务	-	-	8.68
已获利息倍数（EBIT/利息费用）	133.24	-	91.68
营运能力	-	-	-
应收账款周转率	7.86	6.46	6.02
应收账款周转天数	45.80	55.74	59.76
存货周转率	4.18	4.66	4.85
存货周转天数	86.14	77.27	74.26
应付账款周转率	8.98	7.60	4.10
应付账款周转天数	40.07	47.38	87.72

营业周期	131.94	133.01	134.02
现金周期	91.87	85.63	46.30
总资产周转率	1.46	1.36	1.09
ROIC 分解	-	-	-
获利能力-经营利润率 (EBIT/收入)	13.64%	9.96%	16.08%
资本效率-投入资本周转率	4.92	3.56	2.59
1-税率	99.66%	100.08%	97.50%
收益质量	-	-	-
经营活动净收益/利润总额	61.74%	73.75%	82.52%
价值变动净收益/利润总额	-0.59%	0.62%	0.84%
营业外收支净额/利润总额	38.86%	25.63%	16.64%
所得税/利润总额	0.34%	-0.08%	2.50%
现金流量	-	-	-
经营活动现金流量净额/经营活动净收益	102.21%	102.59%	177.74%
自由现金流 (FCFF)	-	-8.07	-5.05

资料来源：光大证券研究所

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	3.00%
无风险利率 Rf	3.40%
$\beta(\beta_{levered})$	0.91
Rm-Rf	9.12%
Ke(levered)	11.71%
税率	5.00%
Kd	5.64%
Ve	987.9
Vd	25.0
目标资本结构	2.47%
WACC	11.56%

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	-168.13	-2.57%
第二阶段	2,153.74	32.86%
第三阶段 (终值)	4,568.07	69.70%
企业价值 AEV	6,553.67	100.00%
加：非经营性净资产	32.74	0.50%
价值		

减：少数股东权益（市 值）	0.00	0.00%
减：债务价值	25.00	-0.38%
总股本价值	6,561.42	100.12%
股本（百万股）	41.00	-
每股价值（元）	160.03	-
PE（隐含）	123.87	-
PE（动态）	77.77	-

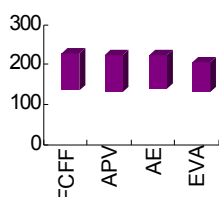
资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
10.56%	175.81	184.06	193.40	204.06	216.35
11.06%	160.73	167.72	175.58	184.47	194.63
11.56%	147.41	153.38	160.03	167.52	175.99
12.06%	135.59	140.70	146.39	152.73	159.86
12.56%	125.03	129.45	134.33	139.74	145.79

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

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	160	125 - 216	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	157	122 - 215	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	162	129 - 214	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	151	122 - 196	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

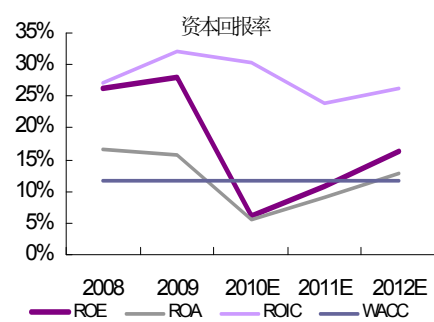
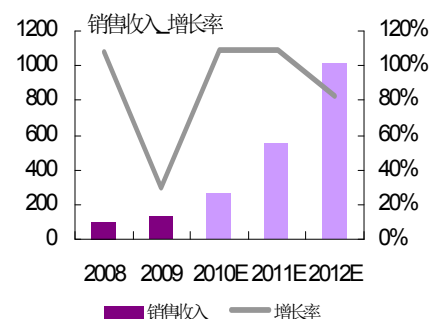
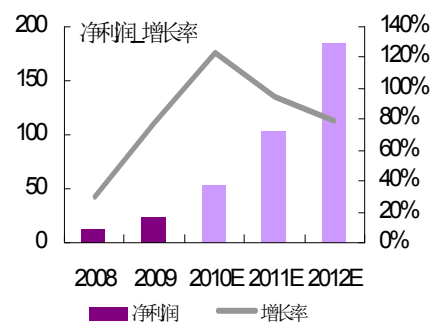
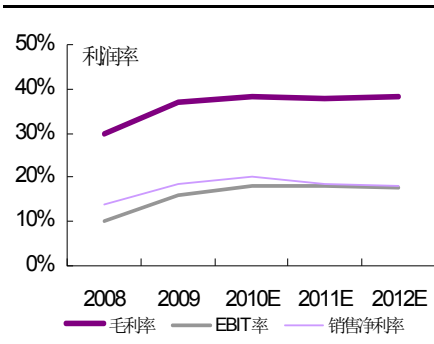
风险分析

市场竞争风险：近年来，我国农机行业已经成为一个开放的、市场化程度较高的行业，行业内各类企业较多，市场集中度较低，竞争激烈。但目前行业需求旺盛，还未到火拼之时，而且农机行业属于技术密集型和资金密集型行业，这个行业的整合发展趋势决定了农机企业必须通过不断的技术升级和技术创新以及市场占有率的提高来立足于未来日趋激烈的市场竞争。新研股份技术实力雄厚，上市后完全有能力成为市场的整合者。

农机补贴政策风险：随着我国农业经济的不断发展，产业技术革新的深化和农机化水平的提高，如果国家调整相关的农业政策，特别是调整农机购置补贴政策，将对行业的未来发展产生重大影响。根据国家产业政策及公司技术状况，国家农机购置补贴政策以及公司产品享受国家农机购置补贴短期内的终止可能性很小。

税收政策风险：公司享受的免征企业所得税优惠政策已于 2010 年末到期，公司未来享受税收优惠对经营业绩的影响也将相应大幅减少。但公司目前已取得“高新技术企业”证书，将享受减按 15%征收企业所得税的税收优惠政策。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	98	127	265	554	1,012
营业成本	68	80	164	344	626
折旧和摊销	1	1	3	9	20
营业税费	0	0	1	1	2
销售费用	9	13	25	53	99
管理费用	9	13	27	56	104
财务费用	0	0	-3	-4	-7
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	10	20	51	104	187
利润总额	13	24	56	108	194
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	13.33	23.68	52.97	102.95	184.47

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	80	152	964	1,136	1,447
流动资产	69	105	870	852	982
货币资金	8	55	768	649	617
交易型金融资产	21	0	0	0	0
应收账款	18	24	56	108	200
应收票据	1	2	4	8	15
其他应收款	1	1	4	5	10
存货	15	18	29	58	100
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	1	1	1	1
固定资产	3	3	46	204	357
无形资产	7	21	20	19	18
总负债	29	67	85	170	328
无息负债	29	52	85	170	328
有息负债	0	15	0	0	0
股东权益	51	84	879	966	1,120
股本	2	30	41	41	41
公积金	6	34	770	780	783
未分配利润	43	20	68	145	296
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	10	36	25	74	162
净利润	13	24	53	103	184
折旧摊销	1	1	3	9	20
净营运资金增加	19	-8	49	77	104
其他	-23	18	-81	-116	-146
投资活动产生现金流	-27	-13	-50	-200	-200
净资本支出	1	34	50	200	200
长期投资变化	0	1	0	0	0
其他资产变化	-28	-48	-100	-400	-400
融资活动现金流	0	25	739	7	5
股本变化	0	28	11	0	0
债务净变化	0	15	-15	0	0
无息负债变化	2	23	33	85	157
净现金流	-17	47	713	-119	-33

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	107.86%	29.78%	108.89%	109.54%	82.57%
净利润增长率	30.40%	77.57%	123.71%	94.35%	79.19%
EBITDA 增长率	47.41%	104.23%	137.47%	115.75%	82.21%
EBIT 增长率	51.88%	109.43%	133.86%	110.25%	79.90%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	309	174	78	40	22
PB	81	49	5	4	4
EV/EBITDA	18	142	67	32	18
EV/EBIT	19	149	71	35	20
EV/NOPLAT	19	153	75	37	21
EV/Sales	2	24	13	6	4
EV/IC	5	49	23	9	6
盈利能力 (%)					
毛利率	29.98%	37.05%	38.12%	37.99%	38.11%
EBITDA 率	10.73%	16.89%	19.20%	19.77%	19.73%
EBIT 率	9.96%	16.08%	18.00%	18.06%	17.80%
税前净利润率	13.65%	19.17%	21.07%	19.55%	19.19%
税后净利润率 (归属母公司)	13.66%	18.69%	20.02%	18.57%	18.23%
ROA	16.71%	15.62%	5.49%	9.06%	12.75%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.34%	28.11%	6.03%	10.66%	16.48%
经营性 ROIC	27.17%	32.00%	30.33%	23.86%	26.19%
偿债能力					
流动比率	2.99	1.76	12.72	6.32	3.74
速动比率	233.78%	146.26%	1229.30%	588.47%	335.57%
归属母公司权益/有息债务	-	5.61	-	-	-
有形资产/有息债务	-	8.68	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.33	0.58	1.29	2.51	4.50
每股红利	0.00	0.00	0.39	0.75	1.35
每股经营现金流	0.25	0.87	0.60	1.81	3.95
每股自由现金流(FCFF)	-0.20	-0.12	-1.24	-4.22	-2.75
每股净资产	1.23	2.05	21.44	23.56	27.31
每股销售收入	2.38	3.09	6.45	13.52	24.69

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

陆洲，北京大学硕士，财政部财科所博士在读，主要从事机械和军工行业研究。

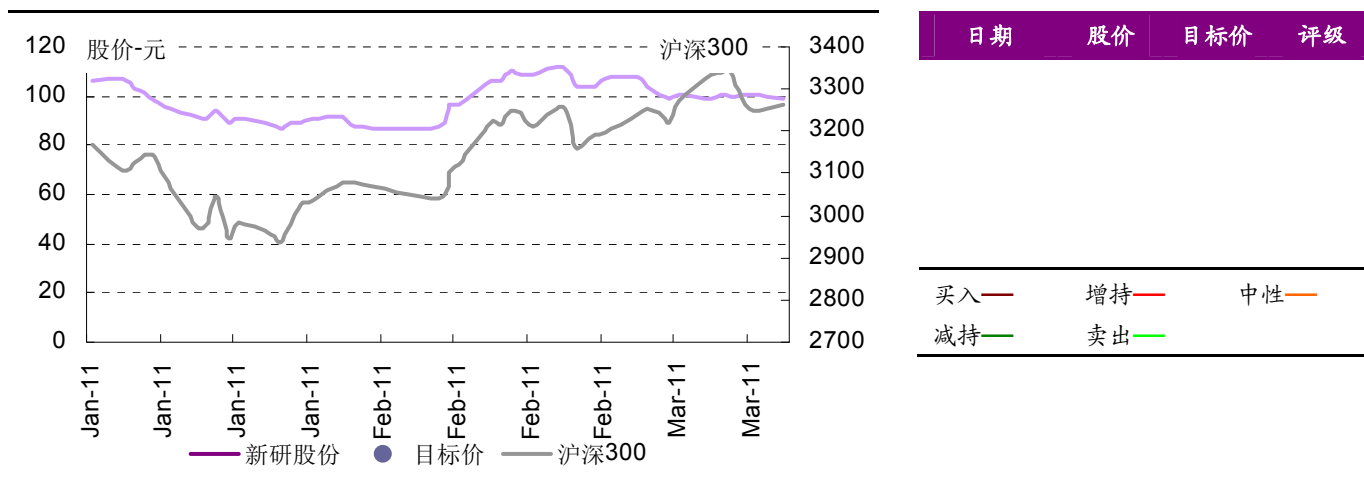
分析师声明

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。

投资建议历史表现图

新研股份（300159）

分析师：陆洲



资料来源：光大证券研究所

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
	杨月		18910037319	yangyue1@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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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（以下简称“本公司”）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。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。