

2011-06-01

机械行业

新研股份 300159-SZ

维持

买入

当前价格 33.20 元
目标价格 50.00 元
目标期限 6 个月

分析师:

陆洲 (执业证书编号: S0930511010007)

021-22169322

luzhou@ebsecn.com

联系人:

陈佳宁

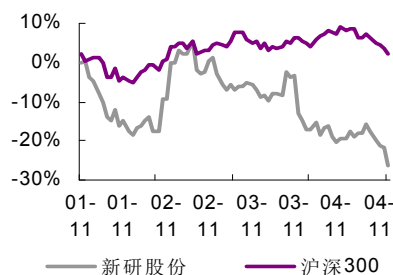
021-22169162

chenjianing@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股) 90
总市值(百万元) 3,139
流通比例(%) 25.85%
12 个月最高/最低(元) 118.80/31.85
近 3 月日均成交量(百万股) 0.36
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	-5.23	-25.48	0.00
绝对收益	-12.46	-29.49	0.00

相关报告:

玉米收获机五年爆发性增长
..... 2011-04-01
买入良机已至
..... 2011-03-28
玉米收获机五年爆发式增长
..... 2011-03-25

复制美国农机成长轨迹 业绩高速增长确立

◇ 报告起因: 行业历史研究; 公司公告点评

◆ 中国正在复制美国农业机械化的道路, 当前正是行业高速增长期

我们研究了美国农机行业成长的环境和成长历史。对比国内的农业机械化历程, 两者具有一定的相似性。随着中国人口刘易斯拐点的到来, 人力成本的上升, 我国的农业走向全面机械化是必然趋势。发达国家的农业机械化道路为我们提供了启示。

国内的农业机械化正在经历从基本机械化向综合机械化进化的过程。十二五期间, 农业机械总产值将从目前的 2800 多亿成长到 4000 亿元以上。新研股份作为农机细分产品龙头, 面向机械化率较低的经济作物, 其增长空间超越行业平均增速。

◆ 国家政策补助扶持农机行业, 自走式玉米机替代加速

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% 属于国家明令淘汰的背负式玉米收获机。在国家农机政策扶持下, 自走式玉米收获机市场占有率有望迅速提升至超过 50%, 行业处于爆发前夜。公司目前玉米收获机订单超 1300 台。我们预计公司自走式玉米收获机销量将由 2010 年 627 台迅速增长至 2011 年的 1500 台和 2012 年的近 3000 台, 仅此一项就远超市场普遍预期。

◆ 研发优势明显, 新产品不断推出抢占新增市场

公司的辣椒收获机在 2010 年底开始销售就卖出 10 台, 收入 700 万元, 毛利率高达 60%。预计 2011 年卖出 60 台, 大幅提升公司业绩。公司的新产品采棉机和小麦收割机将于 2011 年在疆内逐步开始试点, 其单价均在百万元以上, 我们预计毛利率在 50% 以上。此外公司手握 5 亿超募资金, 横向收购扩张产能的预期强烈。

◆ 公告总工程师变动, 属于正常人员调整

公司近日公告总工程师李林因年龄偏大, 不再担任总工程师职务, 但仍然继续担任公司董事及副总经理职务。经过与公司沟通, 我们认为该变动属于公司正常人事调整。李林仍然在公司任职, 而公司提拔的新总工程师将为公司带来新气象。

◆ 目标价 50 元, 给予“买入”评级

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.15 元、2.00 元和 2.66 元。当前股价对应 2011-2013 年 PE 分别为 30 倍、17 倍和 13 倍, 公司的成长性被市场低估。我们给予公司“买入”评级, 目标价 50 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	127	253	478	851	1,169
营业收入增长率	29.78%	99.89%	88.97%	77.86%	37.36%
净利润(百万元)	24	52	104	180	240
净利润增长率	77.57%	118.20%	100.96%	73.52%	33.33%
EPS(元)	0.26	0.57	1.15	2.00	2.66
ROE(归属母公司) (摊薄)	28.11%	6.27%	11.34%	16.92%	19.20%
P/E	133	61	30	17	13
P/B	37	4	3	3	3
EV/EBITDA	48	14	26	14	10

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、公司募投项目按时达产贡献业绩；
- 2、我国农机行业“十二五”期间保持25%以上的年增长率；
- 3、国家维持对农业机械的扶持政策；
- 4、公司超募资金较多，将进行横向收购扩大产能。

我们区别于市场的观点

市场有部分观点认为新研股份目前估值较高，透支了未来成长，不具备投资价值。

我们认为市场对新研股份的成长性认识不足。买入新研，实质上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。我国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。以美国等发达国家的农机发展历史经验来看，我国玉米收获机的市场空间非常巨大。

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，新研股份凭借5亿超募资金，能够抓住农机行业的历史机遇，迅速扩大产能，分享行业快速成长的果实。此外，公司目前在手订单超过去年全年完成订单量整整一倍，业绩高速增长已无悬念。因此我们认为新研股份已具备了良好的投资价值。

股价上涨的催化因素

- 1、饱满的在手订单锁定业绩高增长，后续仍有大单预期；
- 2、公司产能扩张需求迫切，存在横向收购预期；
- 3、公司业绩有季节性特征，二三季度有望超预期增长，显著提升公司估值底限。

估值和目标价格

根据公司目前在手订单量以及国内农机行业近几年爆发增长的潜力，我们预计公司2011-2013年EPS分别为1.15元、2.00元和2.66元。当前股价对应2011-2013年PE分别为30倍、17倍和13倍，估值仍未完全体现公司的高成长性。我们给予新研股份“买入”评级，目标价50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。

概述

新研股份的主要产品包括玉米收获机械、青贮饲草料收获机械、动力旋耕耙等；辣椒收获机等新产品增势明显。公司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%）和动力旋耕耙三类农机产品技术国内领先，基本垄断新疆市场，目前正逐渐向全国市场扩张。

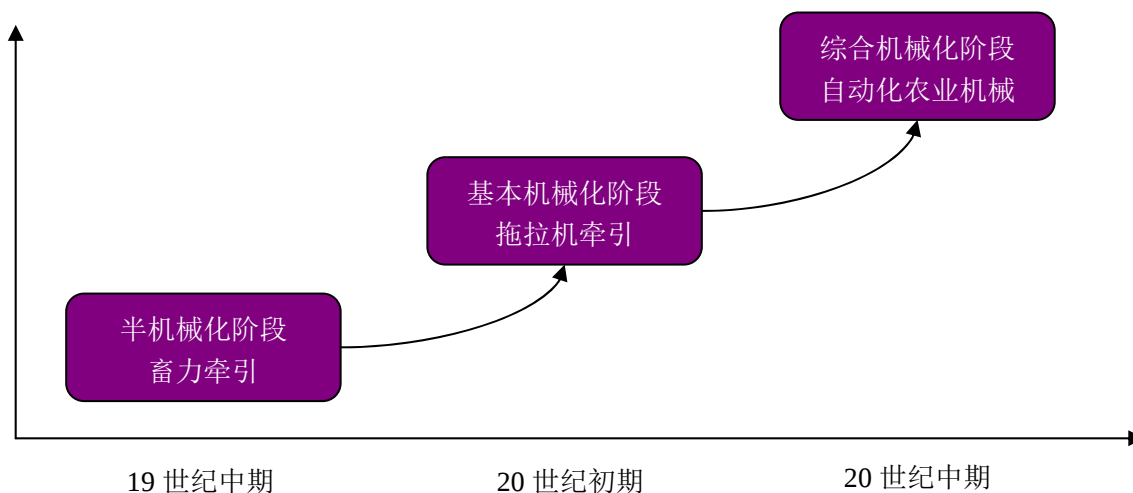
我们之前已推出多篇报告，详尽阐述了新研股份主营产品特性和优势，以及国内农机市场巨大的成长潜力。我们这次报告将主要从美国等农业机械化发达国家的农机发展历史出发，印证我国农机行业的巨大成长空间。

美国农业机械化的发展历程

美国地多人少，耕地面积大，规划较好，有着发展规模农业的天然基础。美国早期农业人口人均有960亩地，人均劳动作业面积过大，耕作效率难以提升。随着科技的进步，具有较高素质的部分农场主逐渐将机械作为人力劳动的替代手段，耕作效率有了明显提升。

美国的农业机械化经历了三个阶段：①半机械化阶段。特征是在农业生产上广泛使用畜力牵引的简单的农业机械。②基本机械化阶段。特征是主要作物的主要作业普遍采用拖拉机牵引的农业机械。③综合机械化阶段。特征是在农、林、牧、渔各业的各个环节上,及其产前和产后部门,都广泛地使用更为先进的农业机器。20世纪80年代以来,由于电子计算机等在农业中的应用的增多,农业机械化正在向自动化发展。

图表 1：美国农业机械化发展历程



资料来源：光大证券研究所

20世纪美国作为头号科技强国，农业机械化发展迅速。美国是世界上

第一个实现农业综合机械化的国家。随后欧美主要发达国家也陆续实现了农业综合机械化。

图表 2：美国等发达国家完成农业综合机械化的时间

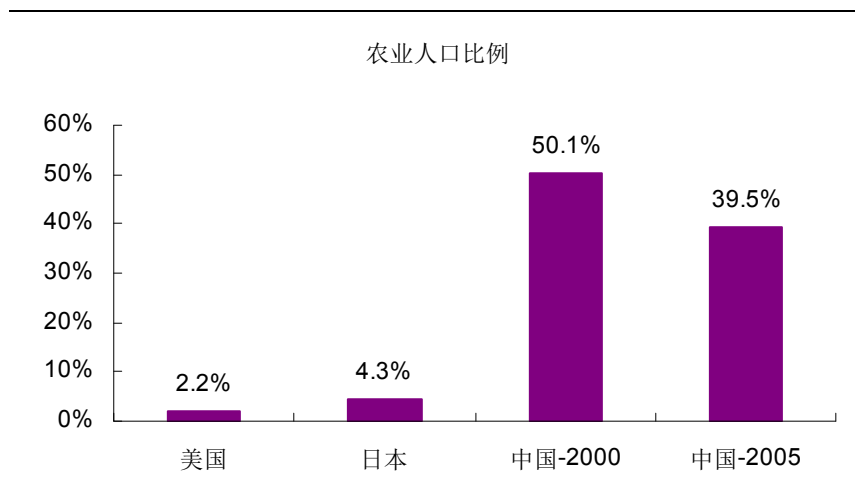
国家	美国	英国	加拿大	前苏联	法国	意大利	日本
年份	1940	1948	1950	1953	1955	1960	1970

资料来源：光大证券研究所

美国75%的土地集中在少数大型农场主手中，大农场的经营规模一般在600公顷以上，人均经营面积高达144公顷。澳大利亚规模大的农场从50年代起就使用飞机播种、施肥和喷洒农药。加拿大平均每个劳动力拥有动力147千瓦左右，劳均负担1120公顷土地、368头牲畜。法国平均每个农户拥有2台以上的机械设备。

通过农业机械的广泛使用，美国以远少于中国的农业人口，成为了世界最大的农业生产国。

图表 3：我国与农业机械化发达国家农业人口比例示意



资料来源：光大证券研究所

美国农业机械成长的见证者——约翰迪尔

总部坐落在美国伊利诺州伊莫林市的约翰迪尔(John Deere)公司是全球第一大农业机械制造商、第二大工程机械制造商，在11个国家设有工业基地，全球雇员43000人，产品销往160多个国家和地区，位居世界五百强前列。

约翰迪尔创立于1837年。从单一的不粘土钢犁起步，公司逐渐成长为世界级的综合高端农业机械制造商。可以说约翰迪尔就是美国农业机械成长的见证者。

半机械化阶段：1837年，公司创立者约翰·迪尔发明的磨光钢犁，使得拓荒者能够在美国西部大草原的粘土中耕出匀整的垄。这种犁1839年售出

10架、1841年75架、1842年100架。到了1849年，公司的铁匠铺已有三层楼高，雇佣的16名工人一年可以生产2136架犁。这段时期正是美国农业机械化起步的阶段，公司从制造当时紧缺的农用工具起步，积累了创业的第一桶金。

基本机械化阶段：1918年，迪尔购买了制造滑铁卢男孩拖拉机的工厂，当年公司滑铁卢男孩拖拉机销售5634台，拖拉机逐渐成为公司的基础产品。这也与美国以拖拉机牵引为标志的基本机械化时期相符。

图表 4：公司最早生产的“滑铁卢小男孩”拖拉机

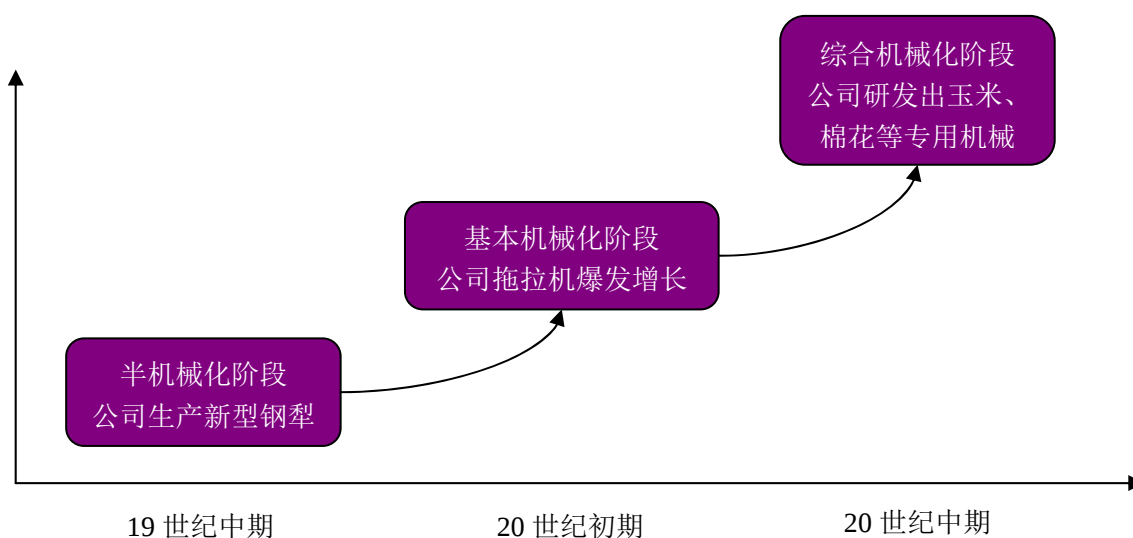


“N”型滑铁卢小男孩：1917 - 1924

资料来源：光大证券研究所

综合机械化阶段：公司在1954年开发出的2行玉米割台获得巨大成功。该割台一天一次作业可收摘、剥壳、清选20英亩玉米。1957年公司推出的创新产品6行播种机和中耕机使得玉米和棉花产区种植行作物的农场主的种植和耕作能力提高了50%。这些新产品正是美国迈向综合机械化，农用机械多样化发展的历史阶段的佐证。

图表 5：约翰迪尔的发展与美国农业机械发展步步映衬



资料来源：光大证券研究所

对比美国农机发展的历史，在迪尔公司研发出玉米、棉花等专用机械后，产品销量出现了爆发式增长，相关产品生产效率也大幅提高。机械对人力劳动的替代效应对任何民族都适用，美国农机走过的路就是我国农机正在走的路。

我国农业机械化仍处初级阶段，但上升势头明显

对比农机发达国家，我国由于地少人多、成本限制、技术落后等原因，农业机械化发展十分缓慢。在改革开放后，我国部分地区逐渐淘汰了牛耕等落后的耕种方式，拖拉机的使用开始普及，我国逐渐进入了基本农业机械化的阶段。2006年我国耕种收综合机械化水平仅为39.29%，相当于美国40年代、法国50年代的水平。

由于农业机械化水平低，我国农业劳动者创造的农业增加值低，仅相当于美国、法国的1/10，加拿大、英国、澳大利亚、日本的1/6。但从另一个角度看，也说明我国发展机械化农业的空间还很大，对农机的需求将有一个迅速提升的过程。

进入21世纪，在国家对水稻、小麦、玉米收获机等农业机械的政策补贴支持下，我国农机迎来了井喷发展的阶段。我国耕种收机械化水平由2002年的29.88%到2005年的35.93%，再迅速提升至2006年的39.29%，体现了目前国内低基数下高速发展的态势。

图表 6：我国农业机械化水平快速提升

2002 年数据：

地区	综合机械化水平(%)		其中(%)		
	排名	百分比	机耕	机播	机收
全国		29.88	47.13	26.64	18.33
新疆	1	64.79	69.78	89.58	35.73
上海	16	31.16	57.20	9.05	30.96
贵州	32	1.12	3.41	0.06	0.23

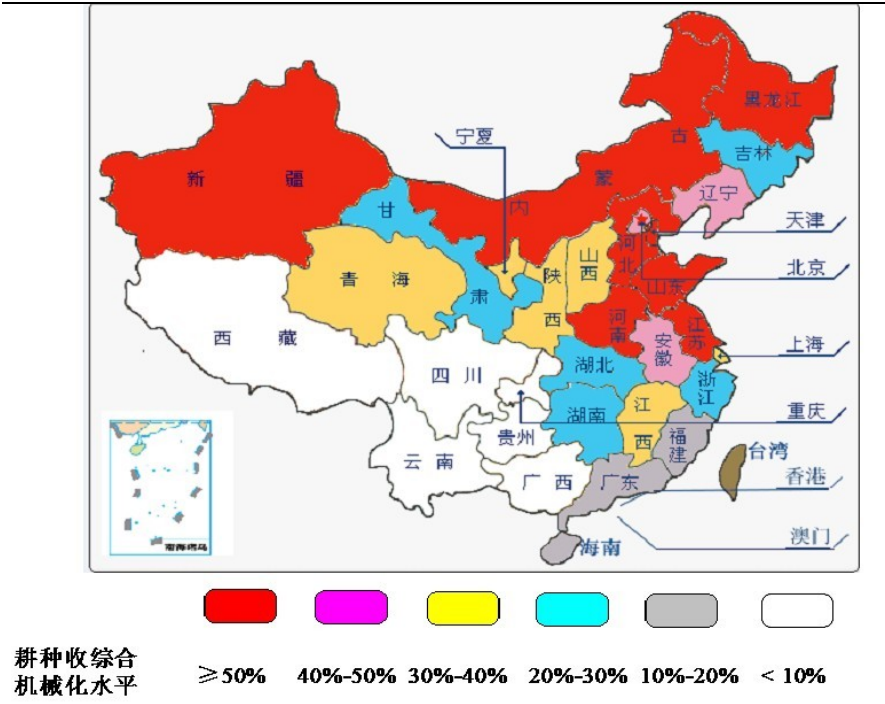
2005 年数据：

地区	综合机械化水平(%)		其中(%)		
	排名	百分比	机耕	机播	机收
全国		35.93	50.15	30.26	22.63
新疆	1	75.38	85.41	87.51	49.88
上海	16	35.33	54.59	8.37	36.61
贵州	32	2.35	4.93	1.14	0.23

资料来源：光大证券研究所

新研股份之前主要经营的新疆市场正是国内农业机械化率最高的省份。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。理论市场空间高达400-600亿元。

图表 7：全国农业机械化发展现状

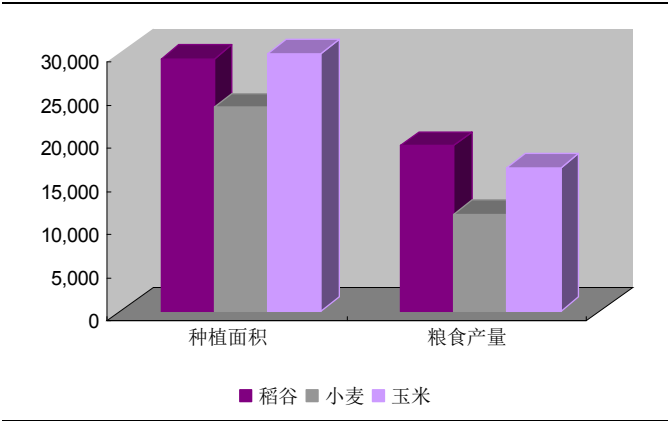


资料来源：光大证券研究所

在国家政策补贴的大力支持下，我们看到国内农机市场出现了超过欧美国家当年的增长。中国只用了十几年就走过了美欧近百年的农机发展历程。农机行业，特别是之前基础较为薄弱的玉米收获机、辣椒收获机等产品将迎来行业性的拐点。

图表 8：2010 年水稻小麦玉米产量（单位：万吨）

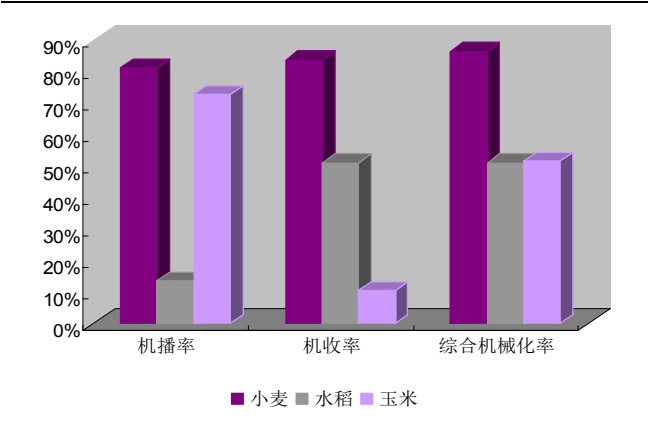
玉米的种植面积和产量与水稻、小麦接近



资料来源：中国农机协会，光大证券研究所

图表 9：2010 年主要农作物机播率机收率比较

玉米的机收率远低于水稻和小麦



资料来源：中国农机协会，光大证券研究所

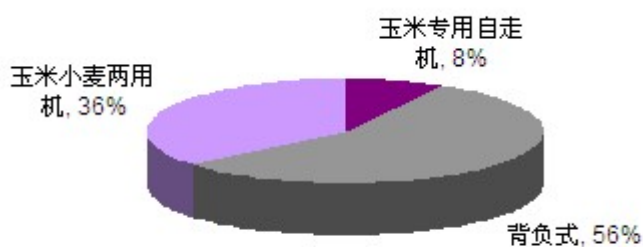
美国农机行业的成长历程对国内农机行业有一定的启示性。随着中国人口刘易斯拐点的到来，人力成本的上升，我国的农业走向全面机械化是必然趋势。我国目前正处于基本机械化向综合机械化进化的过程，行业正处于高速增长期。新研股份将受益于行业的高度景气，发展潜力巨大。

乘农机高速发展之东风，募投资金助力新增市场

自走式玉米收获机开始加速替代

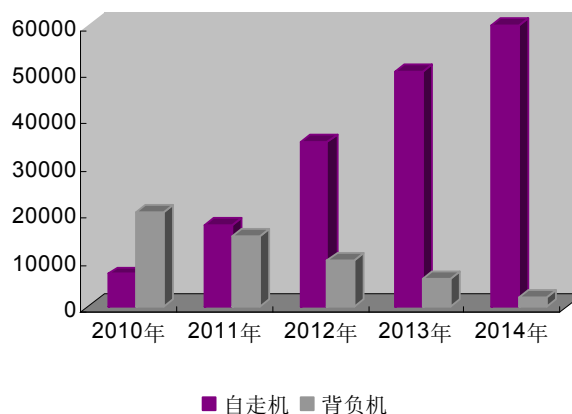
根据农业部2010年公布的数据，玉米机播率为73%、机耕率为84%、机收率却仅为25%。而且其中一半以上为国家命令淘汰的背负式。目前自走式玉米收获机已进入国家农机通用补贴目录，自走式玉米机在可见的3-5年之内逐步取代现行的背负式。在国家政策补贴支持下，公司自走式玉米机迎来发展良机。

图表 10：2010 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

图表 11：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

2009年公司玉米收获机等产品开始出疆，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。公司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便迅猛增长至1200台。

公司目前玉米收获机在手订单超1300台，我们预计2011年公司玉米收获机销量在1500台左右。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%的销售增长预期。我们预计公司2011/2012年玉米收获机销量分别为1500和3000台，业绩爆发性增长可期。

新产品盈利能力较强

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（毛利率50%以上），产品的盈利能力较强。

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。

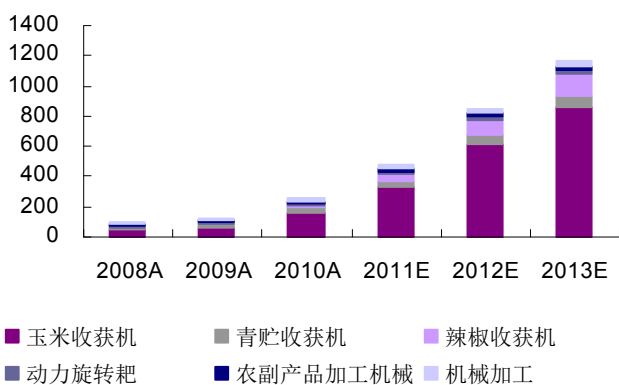
公司的辣椒收割机2010年底刚推出就销售10台，收入700万元，毛利率

达60%，而购机用户仅需1年时间就能回收成本。公司计划先在疆内推广3年，待用机农户各项产品反馈以及产品改进成熟后才出疆。预计2011年辣椒收割机在疆内将销售60台，收入超4000万。2013年开始拓展疆外市场。

目前全国辣椒种植面积有2000万亩，作业以人工为主，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。

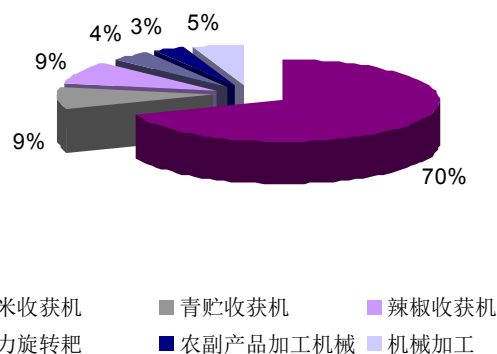
此外公司的采棉机和小麦收割机将在2011年立项，然后逐步在疆内开始试点。棉花收割机和小麦收割机单价均在百万元以上，我们预计其毛利率在50%以上，盈利能力较强。

图表 12：公司业务收入格局（单位：百万元）



资料来源：光大证券研究所

图表 13：公司 2011 年分业务收入比例预测



资料来源：光大证券研究所

5亿超募资金提供外延扩张动能，改善财务状况

公司上市之时受到了投资者的广泛追捧，超募资金达5亿元。我们认为高额超募资金将为公司外延扩张提供充足资金支持，同时也将显著改善公司的财务状况。

公司目前订单饱满，仅玉米收获机订单就达去年全年收入的两倍以上。公司迫切需要通过外延扩张来快速扩大产能，缓解目前产能紧绷的状况。同时，疆外收购能够使公司借助这些公司在疆外市场的营销网络，快速推广自己的各种产品。我们预计公司今年在疆外进行并购扩张的可能性较大。

财务分析

公司2010年营业收入2.53亿元，同比增长99.89%；实现净利润5166.63万元，同比增长118.2%。全面摊薄后每股收益1.26元。为保持可比性，按公司今年公积金转增股份方案，每10股转增12股，再摊薄后每股收益为0.57元。

公司各类产品增长强劲。2010年公司玉米收获机卖出627台，其中疆内310台，疆外317台。销售收入增长了170%。公司青贮收获机销售206台，收入增长35%。辣椒收获机作为新产品售出10台，收入700万元，毛利率高达60%，有望成为未来公司业绩的又一增长极。

公司综合毛利率较高，近年来稳定在37%左右。其中主营的玉米收获机毛利率为32%，青贮收获机和辣椒收获机毛利率达到60%。其他产品也有较强的盈利能力。在国家农机政策的支持下，农机购买者的购买力增强。新研借助技术和市场优势，能够维持较高的毛利率。

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。我们认为公司将以其技术优势、售后维修壁垒以及稳健的市场，获得超越行业的增长能力。

公司作为国内玉米收获机的龙头，受益于国家农机政策扶持以及农业机械化近年来的高速发展，未来数年将有爆发性的业绩增长。此外，公司未来辣椒、棉花和番茄收获机已完成技术储备，将陆续推出产品，其盈利能力较强。国内经济作物机收率目前基本为零，公司作为该行业拓荒者，成长空间巨大。

我们预计公司2011-2013年EPS分别为1.15元、2.00元、2.66元，三年净利润复合增长率达67%。公司目前PEG较低，其成长性被市场低估，未来在玉米收获机、辣椒收获机等产品爆发性增长的带动下，业绩还有很大增长空间。我们给予公司“买入”评级，长期看好。

风险分析

- 1、市场系统性风险；
- 2、国家农机政策扶持力度减弱的风险；
- 3、主要产品盈利能力下降的风险。

估值

前提假设

- 1、主要产品毛利率维持稳定；
- 2、综合税率维持稳定；
- 3、国家农机政策扶持力度不变。

绝对价值评估

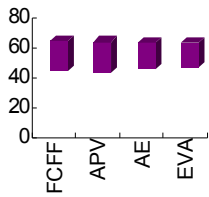
关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.98%
β (β levered)	0.98
Rm-Rf	8.85%
Ke(levered)	12.65%
税率	5.00%
Kd	0.00%
Ve	2,157.3
Vd	0.0
目标资本结构	0.00%
WACC	12.65%

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	65.77	1.71%
第二阶段	1,568.38	40.82%
第三阶段(终值)	2,208.29	57.47%
企业价值 AEV	3,842.43	100.00%
加：非经营性净资产	675.79	17.59%
价值		
减：少数股东权益(市	0.00	0.00%
值)		
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	4,518.22	117.59%
股本(百万股)	90.20	-
每股价值(元)	50.09	-
PE(隐含)	43.52	-
PE(动态)	30.23	-

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	0.02	0.025	0.03	0.035	0.04
11.65%	54.33	55.95	57.76	59.79	62.09
12.15%	50.77	52.15	53.70	55.41	57.34
12.65%	47.58	48.77	50.09	51.55	53.19
13.15%	44.71	45.75	46.88	48.13	49.52
13.65%	42.13	43.02	44.01	45.08	46.27

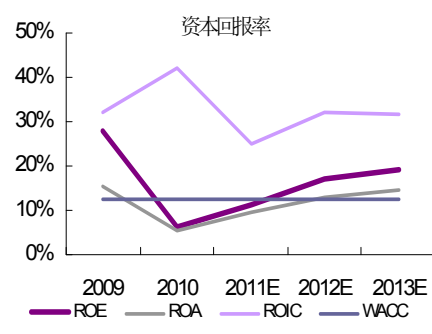
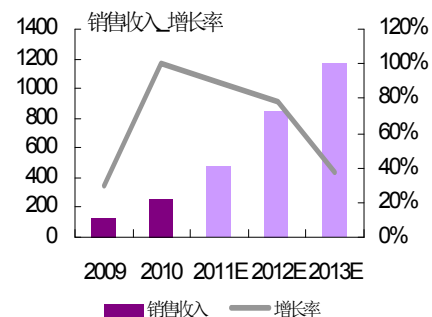
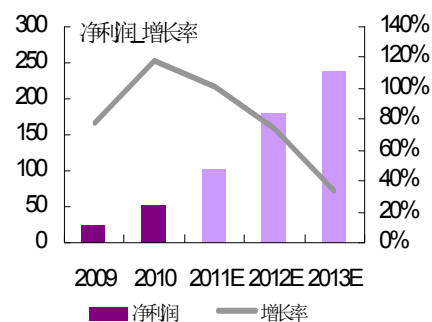
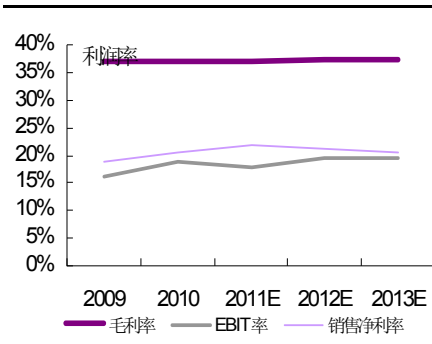
资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	50	42 - 62	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	49	41 - 61	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	50	42 - 61	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	50	44 - 60	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	127	253	478	851	1,169
营业成本	80	160	301	532	731
折旧和摊销	1	2	11	20	27
营业税费	0	0	1	2	2
销售费用	13	24	48	81	111
管理费用	13	20	41	68	94
财务费用	0	1	-17	-17	-18
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	47	103	183	246
利润总额	24	54	109	190	253
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	23.68	51.67	103.83	180.17	240.22

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	152	925	1,100	1,377	1,633
流动资产	105	845	832	978	1,112
货币资金	55	777	686	723	768
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	24	44	84	150	206
应收票据	2	0	4	8	7
其他应收款	1	0	2	3	4
存货	18	18	36	64	88
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	1	1	1	1	1
固定资产	3	54	205	314	419
无形资产	21	21	20	19	18
总负债	67	101	184	312	382
无息负债	52	76	159	287	357
有息负债	15	25	25	25	25
股东权益	84	824	916	1,065	1,251
股本	30	41	90	90	90
公积金	34	720	682	700	710
未分配利润	20	63	144	275	451
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	36	53	89	174	209
净利润	24	52	104	180	240
折旧摊销	1	2	11	20	27
净营运资金增加	-8	27	43	64	89
其他	18	-28	-68	-90	-147
投资活动产生现金流	-13	-33	-200	-150	-150
净资本支出	34	33	200	150	150
长期投资变化	1	1	0	0	0
其他资产变化	-48	-68	-400	-300	-300
融资活动现金流	25	697	21	12	-14
股本变化	28	11	49	0	0
债务净变化	15	10	0	0	0
无息负债变化	23	24	83	128	70
净现金流	47	717	-90	37	45

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	29.78%	99.89%	88.97%	77.86%	37.36%
净利润增长率	77.57%	118.20%	100.96%	73.52%	33.33%
EBITDA 增长率	104.23%	134.59%	92.38%	91.87%	38.04%
EBIT 增长率	109.43%	134.38%	78.96%	93.72%	37.89%
估值指标					
PE	133	61	30	17	13
PB	37	4	3	3	3
EV/EBITDA	48	14	26	14	10
EV/EBIT	51	15	30	16	11
EV/NOPLAT	52	16	31	16	12
EV/Sales	8	3	5	3	2
EV/IC	17	7	8	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	37.05%	36.96%	37.09%	37.47%	37.47%
EBITDA 率	16.89%	19.82%	20.18%	21.77%	21.87%
EBIT 率	16.08%	18.85%	17.85%	19.45%	19.52%
税前净利润率	19.17%	21.23%	22.84%	22.29%	21.63%
税后净利润率 (归属母公司)	18.69%	20.41%	21.70%	21.17%	20.55%
ROA	15.62%	5.58%	9.44%	13.08%	14.71%
ROE (归属母公司) (摊薄)	28.11%	6.27%	11.34%	16.92%	19.20%
经营性 ROIC	32.00%	41.89%	24.98%	31.88%	31.79%
偿债能力					
流动比率	1.76	15.17	6.74	4.35	4.08
速动比率	146.26%	1485.40%	644.74%	406.34%	375.63%
归属母公司权益/有息债务	5.61	32.97	36.63	42.59	50.04
有形资产/有息债务	8.68	36.15	43.21	54.32	64.60
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.26	0.57	1.15	2.00	2.66
每股红利	0.00	0.14	0.35	0.60	0.80
每股经营现金流	0.39	0.59	0.99	1.93	2.32
每股自由现金流(FCFF)	-0.06	-0.12	-1.64	-0.38	0.10
每股净资产	0.93	9.14	10.15	11.80	13.87
每股销售收入	1.40	2.81	5.30	9.43	12.96

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。

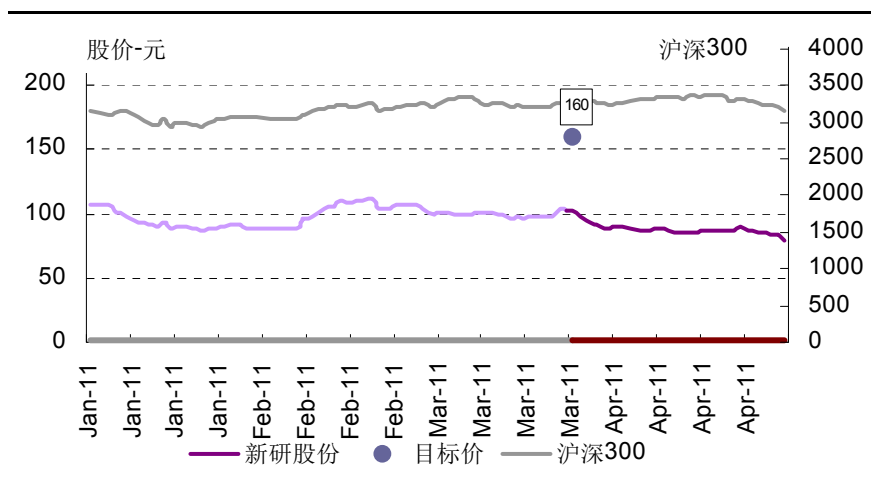
分析师声明

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，本证券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



日期	股价	目标价	评级
2011-03-25	102.80	160.00	买入
2011-03-28	102.89	160.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

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	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

本证券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。