

寻找安全的稳定增长点

相关研究

报告要点

■ 三方博弈警惕估值压力释放

相较于主板指数，中小板指在月末的反弹使得其依然具有了抗跌得表现，不过通过与历史数据进行比较，我们发现，中小板指与主板的估值比近乎超越历史高位，作为具有高成长空间的中小板企业而言，享有高溢价无可厚非，但考虑到其估值水平已远超具有切实盈利能力的主板企业，对此我们持有相对谨慎的态度。

■ 政策推手下的中小板板块轮动

1 月份受到经济基本面和政策面的双重刺激因素，中小板指中各行业板块热度轮换明显，上月位居涨幅榜前列的金融服务，交通运输板块本月领跌跌幅榜，而同期受益于出口复苏的家用电器，即将出台的中央一号文件的农林牧渔行业以及具有非周期性的医药生物均有不俗表现，同样受益于出口数据的纺织服装也出现了正增幅。

■ 本月专题：躲在出口复苏背后的扩张冲动

我们认为对于未来的出口方向而言相对具有高附加值具有自主创新能力的产品在出口退税政策上也会获得较大的优惠，并且其受益于出口复苏所获得的业绩弹性也较大，同时我们发现，作为部分出口导向型企业而言，对非原有发展中国家市场进行积极开拓的战略使得这些企业在金融危机的过程中的业绩相对平稳。而对于复苏背后的扩张冲动而言，我们建议针对不同企业类型，产品类型以及面对市场的不同，分析其企业行为，寻找该类型企业外延式扩张的时机和方向。

■ 本月策略：寻找安全的稳定增长点

宏观经济政策的退出过程和时间选择的非明朗化迫使市场资金暂时离场以期躲避政策性风险。我们认为在紧缩预期的背景下，基于流动性推动型的中小板可能会迎来调整。相应而言，对于中小板投资品种的选择策略上，我们建议选择在 2010 年具有高成长可能，并且在估值方面相对优势明显的品种，用较低的估值水平来平衡总体的风险。

分析师：张 凡
(8621)-68751691
zhangfan@cjsc.com.cn

联系人：陈烨远
(8621)68751589
yeyuan_chen@hotmail.com

正文目录

中小板上月评述.....	4
小板相对顽强，警惕估值压力释放.....	4
三方博弈下的震荡依旧.....	5
政策推手板块轮换.....	7
中小板月度专题——躲在出口复苏背后的扩张冲动.....	9
出口超预期性的基础.....	10
变化中的出口结构.....	12
复苏之后的成长路径.....	15
中小板本月投资策略.....	16
寻找安全的稳定增长点.....	16

图表目录

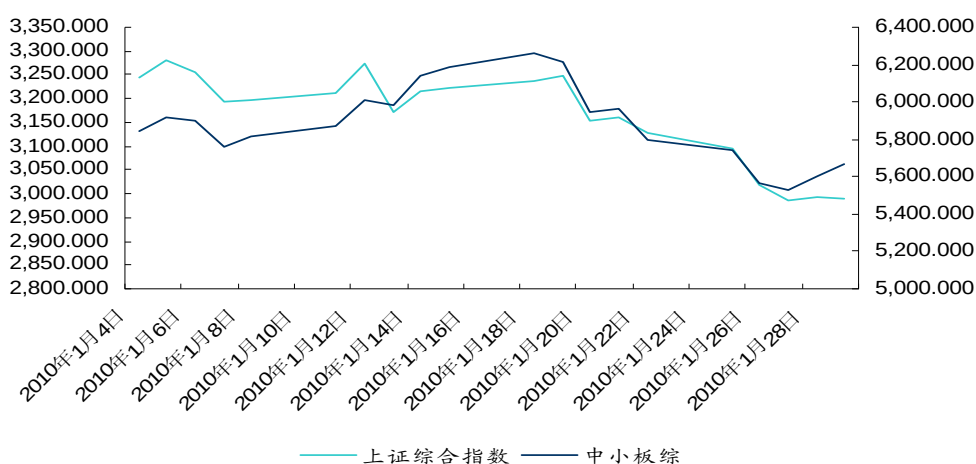
图 1: 本月中小板指表现	4
图 2: 中小板指与主板历史估值比.....	4
图 3: 上证综指与中小板综近 3 月区间涨幅对比.....	5
图 4: 中小板综值历史市盈率比较.....	5
图 5: 2009 年通过发审委审核的公司家数.....	6
图 6: 中小板各行业本月涨跌幅	7
图 7: 中小板公司涨跌家数区间统计	8
图 8: 中小板 1 月行业市盈率比较	8
图 9: 截至 2009 年 10 月对主要出口地区增长结构	10
图 10: 对主要出口地区出口额	10
图 11: 美国密西根大学消费者信心有望继续回升	10
图 12: 欧元区消费者信心指数持续恢复	11
图 13: 美元兑人民币汇率	11
图 14: 截至 2009 年 12 月主要出口产品增长结构.....	12
图 14: 截至 2009 年 12 月对主要出口地区增长结构	12
表 1: 中小板 1 月新股上市表现	6
表 2: 1 月中小板表现突出公司	9
表 3: 中小板高出口占比公司	13
表 4: 中小板具有高退税率出口保持稳定公司	14

中小板上月评述

小板相对顽强，警惕估值压力释放

中小板指在股指上半月的缓步盘升状态中表现靓丽，经济数据的好转确立的经济基本面的企稳回升，出口复苏所带动企业盈利预期的改善使得中小板中的出口相关类个股受到追捧。不过由于央行1月18日宣布提升银行准备金率的消息面影响，使得流动性收缩的政策预期越发的强烈，对于属于资金推动型的中小板个股而言，不断提高的估值水平以及政策面压力造成了中小板短期出现了涨多高跌多狠的局面。

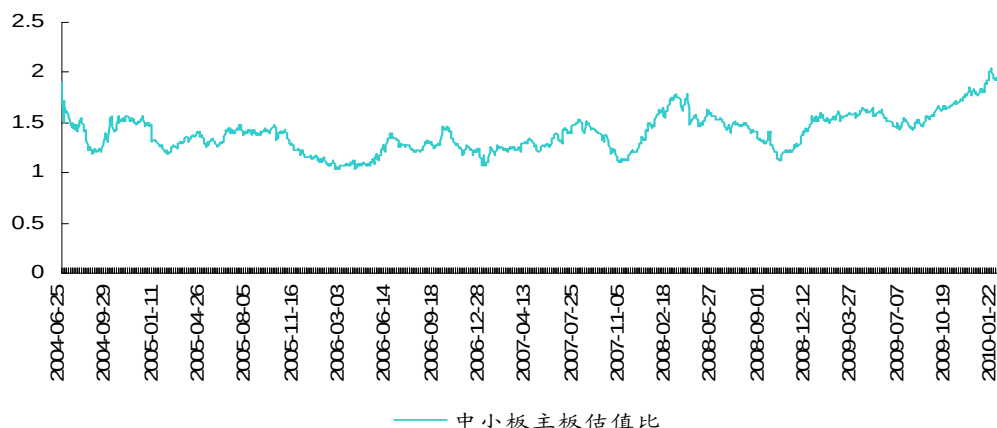
图 1: 本月中小板指表现



资料来源: Wind, 长江证券研究部

总体而言，相较于主板指数，中小板指在月末的反弹使得其依然具有了抗跌得表现，不过通过与历史数据进行比较，我们发现，中小板指与主板的估值比近乎超越历史高位，作为具有高成长空间的中小板企业而言，享有高溢价无可厚非，但考虑到其估值水平已远超具有切实盈利能力的主板企业，对此我们持有相对谨慎的态度。

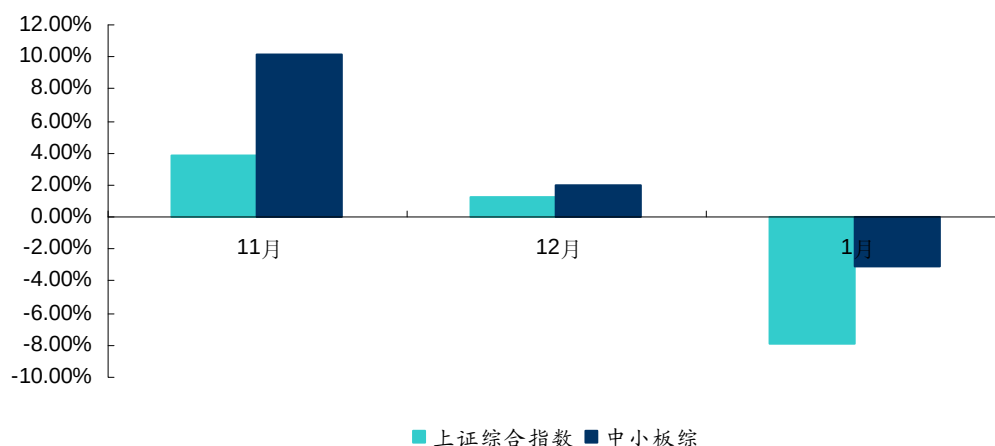
图 2: 中小板指与主板历史估值比



资料来源: Wind, 长江证券研究部

在央行提高准备金率政策面偏紧的情况下，相较于上证综指单月下跌 7.84% 的成绩，中小板指在 2010 年 1 月的行情中跌幅仅为 3.04%，一改弹性大波动大的印象，不过正如我们刚才提及的，估值压力的存在使得在选取标的时不得不保持谨慎。

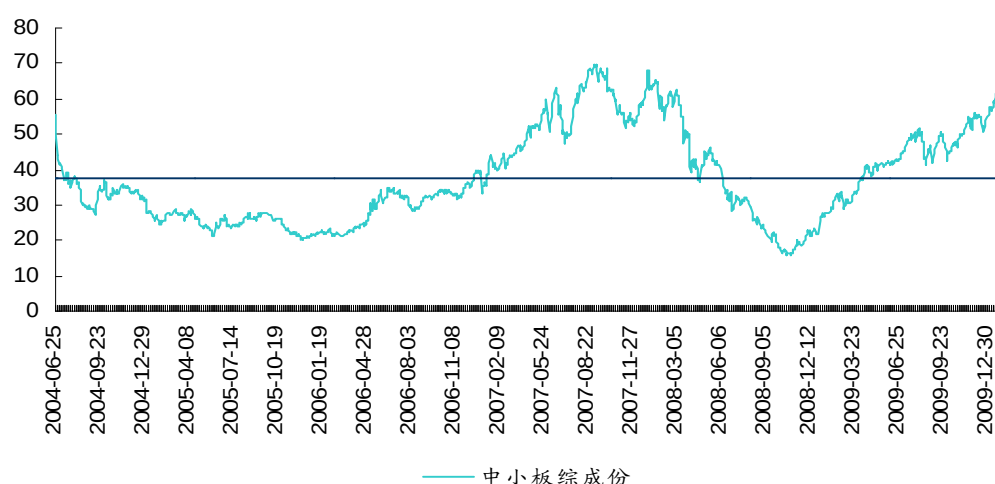
图 3：上证综指与中小板综近 3 月区间涨幅对比



资料来源：Wind，长江证券研究部

不过单从中小板自身历史估值的角度来看，流动性收缩预期引发的指数下跌过程也使得中小板整体估值水平出现了高位回落的态势，部分压力的释放也使得某些在调整中被错杀的优秀个股更具有吸引力，估值洼地的出现以及良好的业绩和成长性，这也是本次调整为我们所带来的机会所在。

图 4：中小板综值历史市盈率比较



资料来源：Wind，长江证券研究部

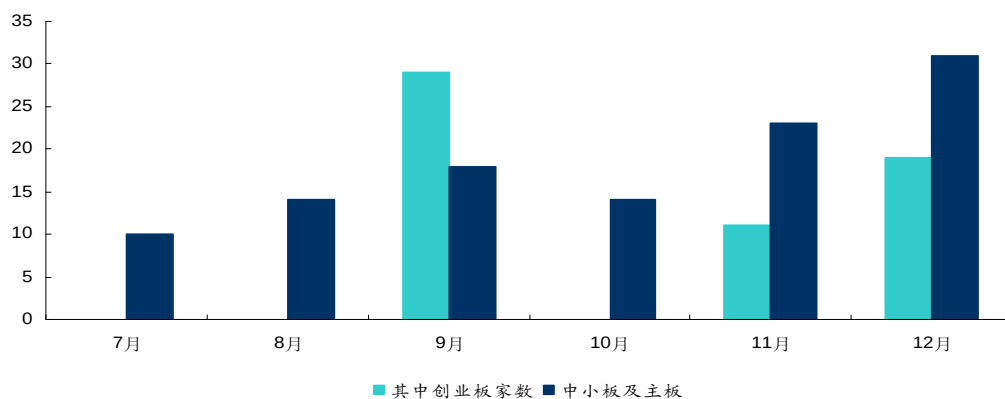
三方博弈下的震荡依旧

新年伊始超过绝大多数预期的开门不红使得市场信心颇受压力，对此我们认为本月造成此种情况应主要归为政策性的调控手段，博弈第三方的强势介入使得博弈的平衡点由多经济基本面的判断转移到了对政策延续或是退出预期的猜测，这也使得由资金量推动为主的中小板指

屡有风声鹤唳的表现。

与我们先期判断有出入的是，管理层对于新股 IPO 的节奏把握并不是出自于对财务年度终结的考虑，而是出于对财务年度终结后依旧可以利用新股发行来调节市场的供需关系。

图 5：2009 年通过发审委审核的公司家数



资料来源：Wind，长江证券研究部

由于通过审核的拟上市公司一般不会马上实现招股，这样使得管理层自然掌握了调控市场节奏的主动性，其从通过审核到实现招股的期限大约为 1~2 个月。于是，我们看到 11 月份和 12 月通过审核公司的上市对 1 月市场的运行产生压力，由此利用上市家数的多寡影响市场的流动性状况，短期内加剧了市场的波动。

不过我们可以看到的是，由于过于频繁的新股发行节奏，不仅使得市场流动性受到影响同时也使得以高市盈率发行的新股收益率下降明显。诚如我们在上一期中所论述的中国北车高市盈率上市涨幅仅为 2.34% 的表象，标志着采取集中资金新股申购而获得较高收益率的手段的终结。

表 1：中小板 1 月新股上市表现

代码	名称	发行价格	发行市盈率	上市板	上市首日		上市以来 涨跌幅(%)	证监会行业
					涨跌幅(%)	市盈率		
002346.SZ	柘中建设	19.90	58.19	中小企业板	7.54	65.54	3.52	金属、非金属
002345.SZ	潮宏基	33.00	79.17	中小企业板	14.58	62.89	19.09	其他制造业
002347.SZ	泰尔重工	22.50	44.12	中小企业板	24.44	44.71	18.89	机械、设备、仪表
002342.SZ	巨力索具	24.00	55.81	中小企业板	8.25	53.61	1.29	其他制造业
002343.SZ	禾欣股份	31.00	70.45	中小企业板	25.97	48.67	11.77	石油、化学、塑胶、塑料
002344.SZ	海宁皮城	20.00	69.33	中小企业板	9.80	72.43	8.15	综合类
002339.SZ	积成电子	25.00	60.98	中小企业板	36.36	61.07	43.36	信息技术业
002340.SZ	格林美	32.00	78.05	中小企业板	77.22	110.40	98.13	采掘业
002341.SZ	新纶科技	23.00	63.36	中小企业板	27.57	69.56	10.70	石油、化学、塑胶、塑料

002337.SZ 赛象科技	31.00	51.67	中小企板	41.06	87.60	14.00	机械、设备、仪表
002338.SZ 奥普光电	22.00	50.00	中小企板	136.36	97.54	90.45	机械、设备、仪表
002336.SZ 人人乐	26.98	49.05	中小企板	20.94	58.81	7.41	批发和零售贸易
002334.SZ 英威腾	48.00	78.69	中小企板	43.40	79.32	43.75	机械、设备、仪表
002335.SZ 科华恒盛	27.35	52.60	中小企板	60.44	63.54	42.78	机械、设备、仪表
002333.SZ 罗普斯金	22.00	62.86	中小企板	44.50	49.77	22.00	金属、非金属
002332.SZ 仙琚制药	8.20	45.56	中小企板	144.27	96.25	86.83	医药、生物制品
002331.SZ 皖通科技	27.00	58.52	中小企板	60.11	74.02	59.07	信息技术业
002329.SZ 皇氏乳业	20.10	67.00	中小企板	43.08	68.64	25.92	食品、饮料
002330.SZ 得利斯	13.18	50.69	中小企板	81.94	86.20	35.89	食品、饮料

资料来源：Wind, 长江证券研究部

虽然本月中小板新股首发上市表现相较于主板和创业板而言相对令人满意，并没有出现如中国西电、星辉车模等破发的现象。不过鉴于 11、12 月份通过的审核的公司依然还有华泰证券，重庆水务这样的大盘股，它们 IPO 时所形成的资金分流对股指的压力依旧需要重视。

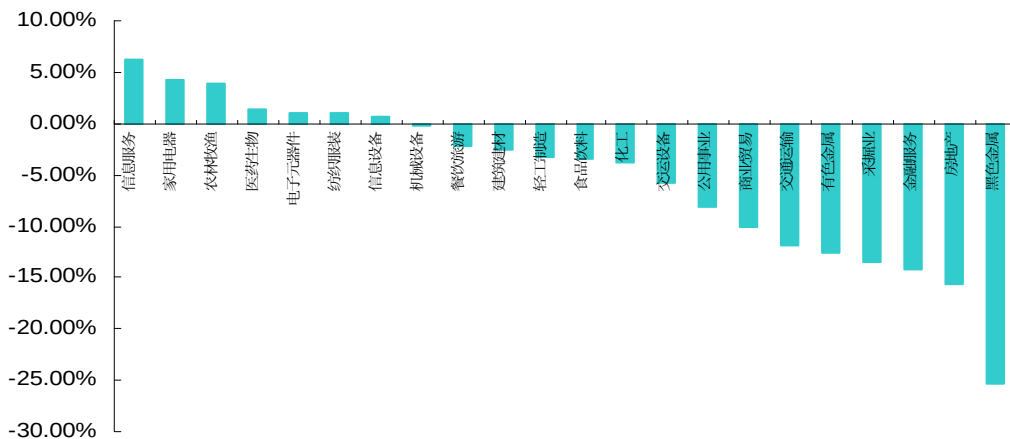
而从央行快于市场预期跨越式调高准备金利率开始，股指于下半月进入调整，结合 1 月上旬市场关于信贷收缩，加息以及印花税双边征收的各种传言，由流动性推动型的中小板指出现了快速调整的态势，传言虽不攻自破，不过也说明市场依旧对流动性增量具有较高的担忧。

由于金融危机以来施行的过度宽松的货币政策使得央行对于 2010 年 Q1 超过 1.6 万亿央票缺乏有效的回收手段，同期新年伊始，银行历来岁初冲贷款的放贷冲动依旧强烈，对于央票利率上调的市场化手段暗示并未理会。加之 CPI 环比数据大幅上升，鉴于美国经济数据炒预期的表现，美元与大宗商品价格出现了快速上升的趋势，特别是能源价格的上升给国内的通货膨胀增加了输入型压力，迫使央行使用超出市场预期跨越式提高准备金率，出手采取调控手段的原因。

政策推手板块轮换

1 月份受到经济基本面和政策面的双重刺激因素，中小板指中各行业板块热度轮换明显，上月位居涨幅榜前列的金融服务，交通运输板块本月领跌跌幅榜，而同期受益于出口复苏的家用电器，即将出台的中央一号文件的农林牧渔行业以及具有非周期性的医药生物均有不俗表现，同样受益于出口数据的纺织服装也出现了正增幅，同时我们注意到，连续骤跌两个月的房地产行业可能会在政策风险完全释放后出现一定的投资机会。

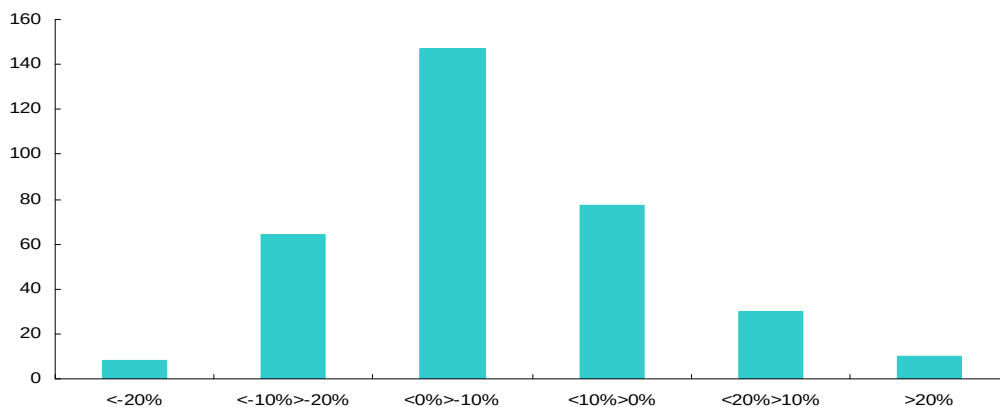
图 6：中小板各行业本月涨跌幅



资料来源: Wind, 长江证券研究部

如果联系上月的涨跌家数分布图来看,相较于上月的普遍疲软的态势而言,本月依然有较多的中小板综指企业表现突出,上涨家数多于下跌家数。

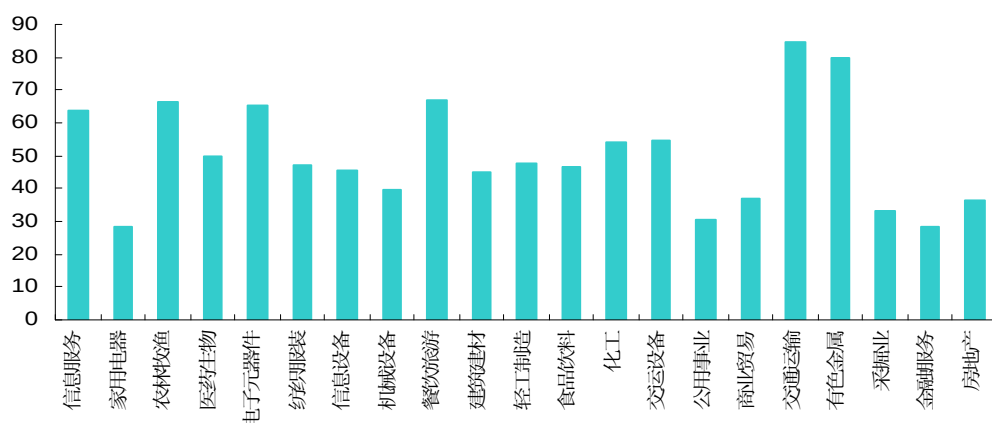
图 7: 中小板公司涨跌家数区间统计



资料来源: Wind, 长江证券研究部

鉴于我们对于中小板指的高估值压力感到担忧,对本月中小板行业市盈率的比较分析中我们发现,具有较低估值的板块是家用电器,机械设备,公用事业以及金融服务,我们认为,在对出口复苏以及经济基本面企稳预期的不断确立过程中,低估值板块的选择是对政策退出风险的较好平衡选择,同时对于在估值上已经逐渐具备优势的房地产行业而言,政策不明朗的风险依旧存在。

图 8: 中小板 1 月行业市盈率比较



资料来源：Wind，长江证券研究部

经过1月份后半个月的调整态势，截止2010年1月29日收盘，中小板动态市盈率低于40倍的公司有59家，其中不乏契合我们稳定增长选择标准的优质公司，正是在此轮下跌调整过程中再次具有了估值吸引力。

表 2： 1 月中小板表现突出公司

月涨幅前 10（%）	月跌幅前 10（%）	月换手率前 10（%）	市盈率最高前 10	市盈率最低前 10
奥特迅	39.15赛象科技 (19.19)奥普光电	27.62黑猫股份	6843.34伟星股份	28.21
理工监测	33.29奥普光电 (19.42)皖通科技	26.46鑫富药业	1033.01华孚色纺	26.84
禾盛新材	27.03新朋股份 (20.15)英威腾	26.28雪莱特	797.48思源电气	25.99
东港股份	26.76荣盛发展 (20.52)皇氏乳业	24.39辰州矿业	623.23金风科技	25.73
东方园林	25.81世荣兆业 (21.23)科华恒盛	23.94海鸥卫浴	588.79广宇集团	24.49
天威视讯	25.79仙琚制药 (23.51)得利斯	19.26升达林业	571.11传化股份	22.66
永太科技	22.39华东数控 (23.79)仙琚制药	19.20实益达	549.40九阳股份	22.07
同洲电子	21.89世联地产 (24.74)罗普斯金	18.71斯米克	393.83新和成	21.50
鑫富药业	20.69得利斯 (25.31)赛象科技	18.08准油股份	379.06宏润建设	19.17
山东如意	20.55三钢闽光 (25.42)禾盛新材	17.90南京港	303.55三花股份	15.56

资料来源：Wind，长江证券研究部

中小板月度专题——躲在出口复苏背后的扩张冲动

诚如我们在上期所提到的年度关键词所描述的一样，不断公布的经济数据不断验证着我们前期给出的判断，“复苏”基调的延续所带来业绩改善的预期也成就了中小板在一月出现的出口热行情，09年12月份进出口数据的强劲增长，特别是出口数据的快速转正也为此轮行情提供了支持作用。

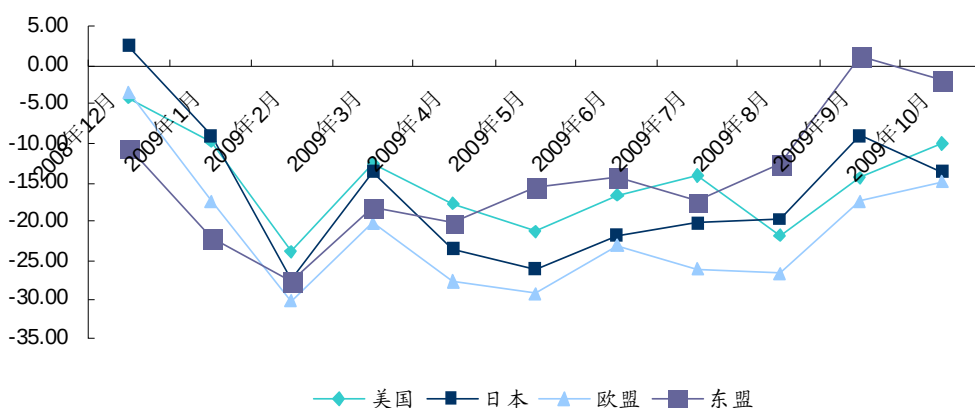
为了印证也为了感受出口复苏所带来的切实增长，我们选择了走访江浙一带的中小企业作为本月工作的重点，之所以做出这样的选择，源于我们对江浙地区一些企业平稳渡过寒冬的疑

问及对企业家灵活积极精神的理解，也切实想去了解经历 07-08 年金融危机的洗礼，企业自身发生了何种变化。

出口超预期性的基础

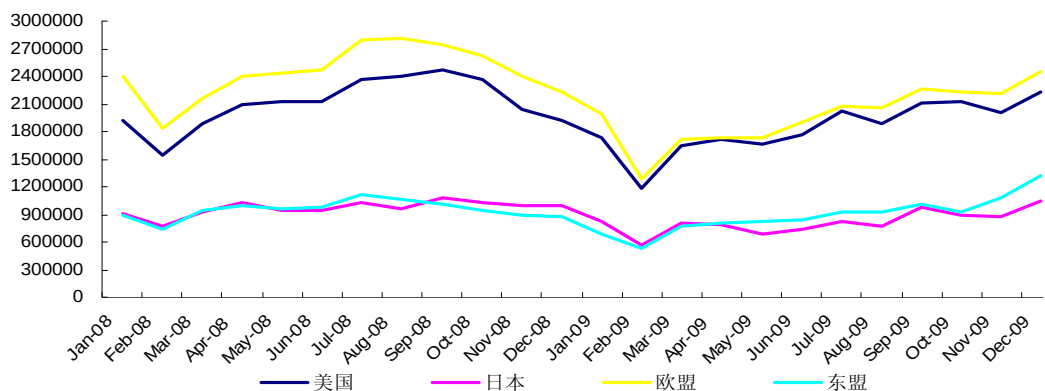
欧美国库存重建的再次展开是一月出口热的超出预期的主要原因，按截至 10 月的分出口地区官方数据来看，同期对欧盟及美国的出口同比上升比较明显，尤其是对美国，不过由于欧元区本轮库存周期弹性相对弱于美国，加之近期受境内部分国家债务问题困扰的拖累，其对中国的出口带动也相对偏弱。

图 9：截至 2009 年 10 月对主要出口地区增长结构



资料来源：Wind，长江证券研究部

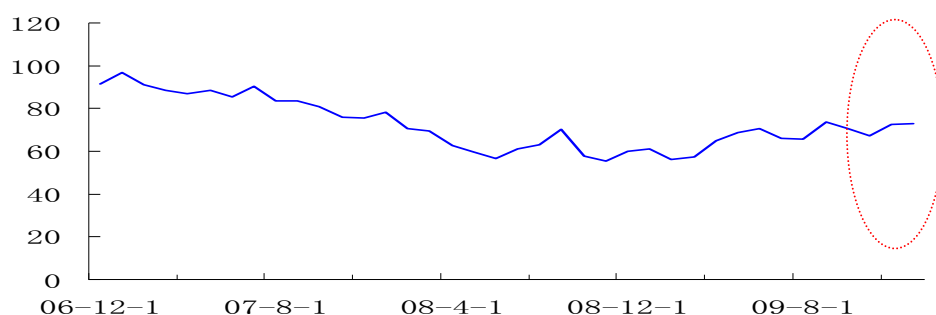
图 10：对主要出口地区出口额



资料来源：Wind，长江证券研究部

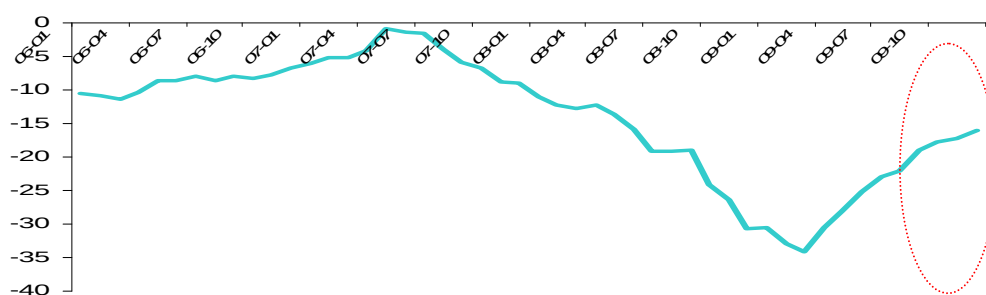
同时由于出口额基数的不同，主要市场的外需复苏也使得出口恢复由原先的东南亚经济体强劲反弹转向由欧美地区补库存进口进而带来的中间投入的拉动，这种转变的过程使得中国的出口在未来一个季度之内具有持续超预期表现的基础。

图 11：美国密西根大学消费者信心有望继续回升



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

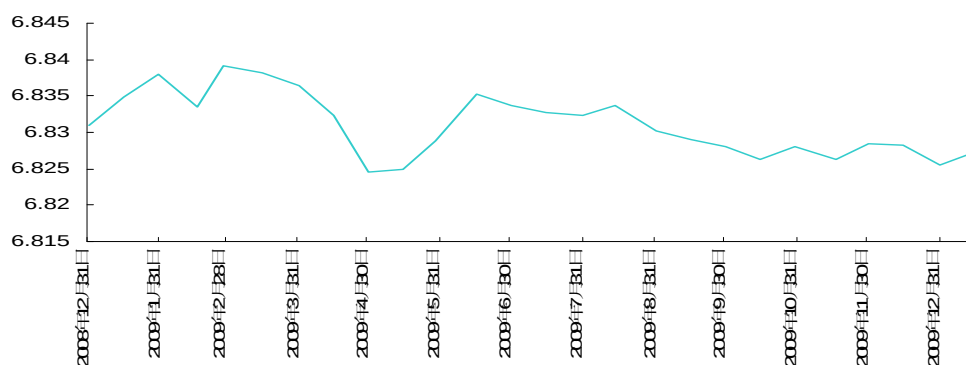
图 12: 欧元区消费者信心指数持续恢复



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

加之近期人民币有效汇率的贬值过程和出口价格的回升会为名义出口带来争贡献,同时由于需求方的回升空间得到拓展,都将在很大程度上成为刺激短期欧美经济回升的主要动力。虽然我们很难量化细分的测算此轮欧美经济的复苏会对进出口带来多大的空间,不过我们发现12月份的出口大幅超预期依然没有完全反映当前全球经济的复苏态势,我们认为出口仍有8%左右的提升空间。

图 13: 美元兑人民币汇率

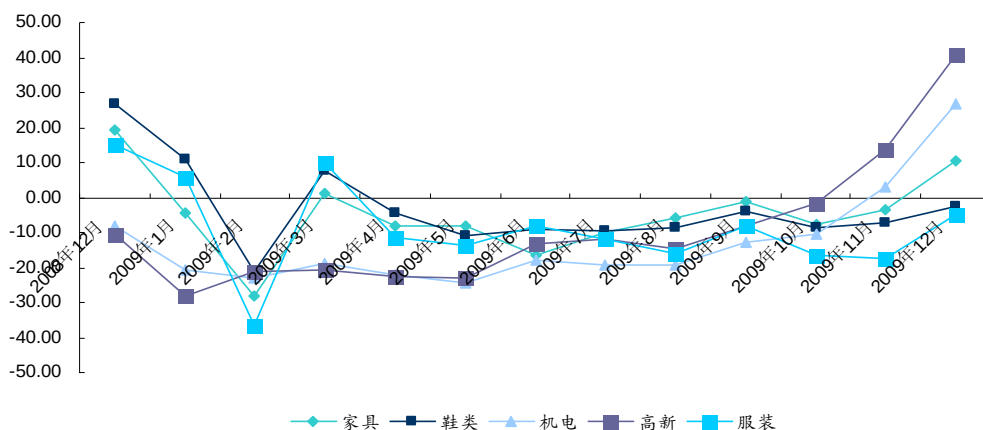


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

变化中的出口结构

对于 09 年 12 月的进出口数据的分项解读使我们发现了些许端倪，从出口产品结构而言，高新技术类产品与机电类产品出现了出口大幅同比增长，而以依靠人力成本优势密集型生产的服装鞋类产品仍然处于缓慢的恢复阶段，如此的变化工程似乎暗示了现有出口状况已经开始逐步摆脱完全依靠廉价的劳动力成本的出口模式。

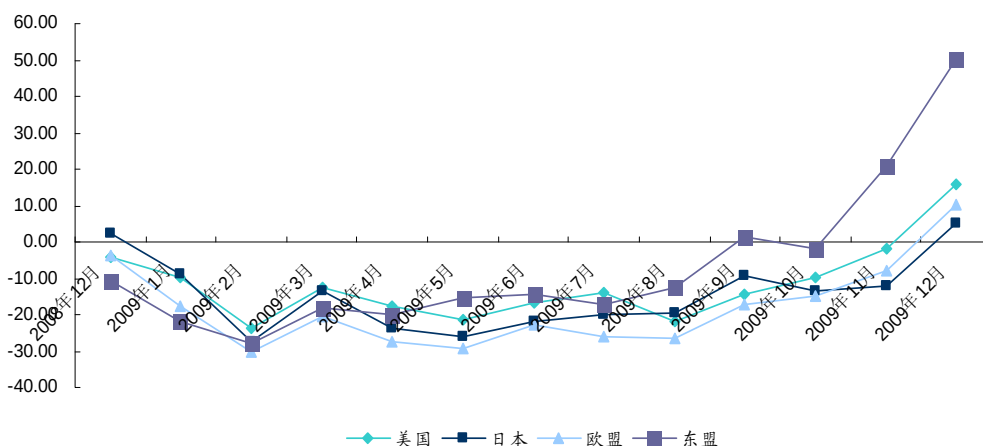
图 14: 截至 2009 年 12 月主要出口产品增长结构



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

同样明显的是出口地区结构的变化，对原有发达地区的出口额在欧美经济补库存周期的带动下出现了转正，同时和我们在这次调研中所获得认识相印证的是，出口增长的最大动力是来自于亚洲发展中国家。从微观的角度来看，对于大部分出口导向型代工企业而言，处于欧美市场产品线相对低端的产品在亚洲发展中国家市场却可成为高端产品，多年积累的大规模协作生产能力又保证了其产品在这些市场可以获得较高的毛利率。

图 14: 截至 2009 年 12 月对主要出口地区增长结构



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

至此，我们初步获得了具有结构性变化的出口复苏态势，也借此基础，对中小板中出口占比较高的公司进行了筛选工作。

表 3：中小板高出口占比公司

股票	流通 A 股(亿)	近一月涨跌幅 (%)	EPS (10E)	市盈率 (10E)	出口占比		所属行业
					2008	2009H1	
海鸥卫浴	2.33	0.3490	0.24	47.34	80.93%	86.71%	金属制品业
利欧股份	0.46	15.4794	0.90	23.94	97.38%	96.35%	专用设备制造业
中工国际	1.90	0.0741	1.22	22.16	100.00%	100.00%	土木工程建筑业
金飞达	0.56	-9.1971	0.22	56.53	99.39%	97.84%	服装及其他纤维
新海股份	0.59	-3.2432	0.29	36.82	94.03%	95.83%	其他制造业
利尔化学	0.61	-0.6504	0.80	30.47	91.36%	91.86%	化肥与农用化工-化工
广州国光	1.77	12.9603	0.59	26.89	81.82%	73.13%	电子元器件
伊立浦	0.39	2.5176	0.15	67.87	87.05%	82.37%	小电器
拓日新能	0.72	-1.3946	0.35	69.35	92.88%	94.09%	电气设备-新能源
成霖股份	2.84	3.2859	0.36	26.09	91.73%	90.85%	家用轻工
福晶科技	0.97	-3.0756	0.27	41.60	81.49%	74.22%	电子元器件
东晶电子	0.21	-9.3067	0.30	64.14	90.94%	88.50%	电子元器件
德豪润达	3.07	1.2259	0.11	163.39	92.41%	83.37%	电器机械及器材制造业
晶源电子	0.83	4.6058	0.27	44.10	85.97%	81.64%	电子元器件
苏州固得	1.61	1.7084	0.16	54.30	80.60%	81.09%	电子元器件
水晶光电	0.59	11.8340	0.93	38.78	77.15%	72.38%	电子元器件
广博股份	1.66	1.4127	0.39	26.03	77.11%	79.40%	印刷包装
天宝股份	0.34	2.6677	0.94	27.95	76.48%	75.53%	食品加工
梅花伞	0.34	-4.7104	0.13	116.42	76.25%	85.66%	家用器具与耐用消费品
东方海洋	2.37	-5.0595	0.29	43.81	76.32%	77.54%	农林牧渔
山下湖	0.26	1.8293	0.34	48.87	75.90%	74.35%	农林牧渔
联化科技	0.43	-2.7315	1.26	33.39	84.10%	85.67%	化工
海翔药业	1.23	11.5417	0.41	32.39	79.72%	71.55%	化工医药
江苏国泰	1.88	4.1762	0.77	29.56	100.00%	100.00%	纺织
孚日股份	3.48	-4.6306	0.29	30.04	98.30%	98.31%	服装与奢侈品

资料来源：Wind，长江证券研究部

同时基于对出口产品结构的认识,我们认为对于未来的出口方向而言相对具有高附加值具有自主创新能力的产品在出口退税政策上也会获得较大的优惠,并且其受益于出口复苏所获得的业绩弹性也较大。

表 4: 中小板具有高退税率出口保持稳定公司

股票	流通 A 股 (亿)	近一月涨跌幅 (%)	EPS (10E)	市盈率 (10E)	出口增幅	出口退税率
海利得	0.68	-8.61	1.41	24.17	1.32%	16%
歌尔声学	0.60	7.88	0.78	38.17	-8.57%	17%
海鸥卫浴	2.33	0.35	0.24	47.34	7.14%	14%
利欧股份	0.46	15.48	0.90	23.94	-1.06%	15%
金飞达	0.56	-9.20	0.22	56.53	-1.56%	16%
新海股份	0.59	-3.24	0.29	36.82	1.91%	15%
伊立浦	0.39	2.52	0.15	67.87	-5.38%	17%
东晶电子	0.21	-9.31	0.30	64.14	-2.68%	17%
德豪润达	3.07	1.23	0.11	163.39	-9.78%	17%
晶源电子	0.83	4.61	0.27	44.10	-5.04%	17%
苏州固得	1.61	1.71	0.16	54.30	0.61%	17%
水晶光电	0.59	11.83	0.93	38.78	-6.18%	15%
广博股份	1.66	1.41	0.39	26.03	2.97%	11%
天宝股份	0.34	2.67	0.94	27.95	-1.24%	13%
梅花伞	0.34	-4.71	0.13	116.42	12.34%	15%
东方海洋	2.37	-5.06	0.29	43.81	1.60%	13%
山下湖	0.26	1.83	0.34	48.87	-2.04%	13%
新嘉联	0.79	-3.00	0.22	59.18	-4.04%	17%
鑫富药业	1.43	17.25	0.37	51.75	-7.90%	13%
江苏三友	1.63	12.90	0.28	33.09	6.29%	16%
江苏通润	0.33	-1.51	0.94	17.35	10.75%	13%
大洋电机	0.64	-0.09	1.05	33.05	8.81%	14%
顺络电子	0.53	-1.78	0.63	31.59	-1.31%	17%
同洲电子	1.97	24.67	0.40	39.95	-2.03%	14%
宏大经编	0.61	10.88	0.18	80.33	1.50%	16%
江苏国泰	1.88	4.18	0.77	29.56	0.00%	16%
孚日股份	3.48	-4.63	0.29	30.04	0.01%	16%

资料来源：Wind，长江证券研究部

当然，更具有建设性意义的是在危机过程中对新兴市场区域进行积极开拓的出口型企业，正如我们前面所说的，发达国家需求的下降迫使其产品更多为销往发展中国家及国内市场进行拓展，而正是这种被动扩张的增量使原有供过于求的产能状况得到了缓解，并且在全球经济走入复苏轨道的现时，为企业本身的重新增长奠定了基础。

复苏之后的成长路径

我们很难从年报季报中对所有的出口型中小板企业的出口地区具体结构变化做出定量的统计和判断，但是通过此轮的实地调研工作，我们发现这种转变在切实发生，同时做为行业内的细分市场中的翘楚，出口导向的中小板企业的发展模式基本上要遵循从“依附者”到“合作者”再到“竞争者”的三部曲，直至完成其快速成长的目标，这也是中小企业自然“进化”的结果。

我们发现，出口型的中小板企业大都在其成长初期是作为一家或者几家大型企业生产经营网络上的一个环节，为大型企业的出口产品生产相关的配套产品，参与大型企业集团产业链上的生产经营。通过代工生产的方式，为某些跨国大公司定牌生产，借助跨国大公司的强大销售网络进入国际市场；或者是与外商合作，借用外商的资金、技术、渠道和管理，借以提升自己的品牌。这样的依附式发展方式使得企业能够快速随着大型企业集团的发展水涨船高。

在进入成长的下一个阶段后，企业的规模、竞争力以及利润的提高需要相应的扩张战略进行配合。对于选股策略而言，了解中小企业的扩张战略选择也即相当于分析上市公司行为的一条途径，而现时中小企业的扩张行为也为我们提供了很好的导向。

作为中小企业而言，一般具有三种不同的扩张类型，聚焦战略，多元化战略，一体化战略。

使用聚焦战略的企业通过集中自身资源能力和组织精力向特定的目标客户提供他们真正需要的产品和服务。因此在此类企业行为的判断上需要集中精力对企业市场进行把握，确定是否具有类似实施聚焦战略的前提条件。

聚焦战略的实施原因

产品系列缺口

渠道缺口

销售缺口

利用缺口

对于多元化战略而言，其包括不相关多元化和相关多元化，现有的许多事例已经说明企业在进行扩张选择时大都会选择进行多元化发展，最近的例子就是我们近期所看到许多企业转型进入新能源产业。不过对于此类进行不相关多元化的企业而言，非相关多元化意味着不能运用企业现有的优势资源，一切从新开始，包括摸索行业情况、市场开发等，根据对 100 家中国知名失败企业的初步研究显示，中国企业扩张失败的第一个因素就是非相关多元化，非相关多元化可能是一条企业快速成长之路，也绝对是一条充满风险的高危发展之路，由此我们可以看出，虽然中小板企业的多元化扩张之路伴随着高预期，高增长，高业绩的故事，但在标的选择上，我们对此更偏向于选择谨慎。

相较于非相关多元化战略而言，具有相关多元化可能的企业更有机会将其原有的生产技能技术和生产能力应用到新的领域中去，再合并相关经营活动的同时降低经营成本，更有对相同

的供应商形成更强的讨价还价力量、分享共同的销售渠道和销售力量、使用共同的销售机构和同样的批发商或零售商、联合售后服务、合并相同或相似的价值链活动以获得更低的经营成本等众多优势。我们认为，对于现时的中小板出口型企业而言，向类似产品或服务的转型和扩张是比较明智且具有长期发展能力的选择，对于投资标的的选择上，我们更倾向于寻找具有如此类型的中小板企业作为投资品种。

对于一体化战略而言，相较于简单规模扩张型的横向一体化而言，我们建议寻找具有纵向一体化可能的外延式发展机会，原因在于，对于出口导向型企业而言，水平并购能在短时间内迅速解决产能扩张的问题，但对于企业发展而言，其产品利润率的提高却并不一定显著。而在生产效率提高，交易成本降低，上下游技术共享发展，原材料采购/产品销售渠道稳定方面具有更大优势利益的纵向一体化战略就成我们搜索选择的标准，

正如我们在上一期所说的，中小板企业其高成长的特性使得这些以中小民营企业为代表的公司，其强烈的股本扩张的欲望自于自身的成长速度，这也就意味着中小板企业普遍具有扩张冲动和需求，因此企业扩张行为就成为判断企业是否正接近外延式发展边缘，是否具有突发性投资价值标准。

中小板本月投资策略

寻找安全的稳定增长点

由于超出市场预期的调控方式，形成央行紧缩逐步深入和步伐加大的信号，通胀压力的骤然增加也使得市场对央行加息产生了提前的预期，短期对于市场流动性预期的影响较大，在三方博弈的局面下，多空双方的博弈会更加侧重考虑政策面的影响，鉴于经济复苏的基础稳固预期已经成立，宏观经济政策的退出过程和时间选择的非明朗化迫使市场资金暂时离场以期躲避政策性风险。我们认为在紧缩预期的背景下，基于流动性推动型的中小板可能会迎来调整。相应而言，对于中小板投资品种的选择策略上，我们建议选择在 2010 年具有高成长可能，并且在估值方面相对优势明显的品种，用较低的估值水平来平衡总体的风险。

利欧股份（002131）——小水泵，大市场，持续高增长可期

公司目前美国市场的拓展已经取得了实质性的进展，开始成为以 ITT 为首的多家美国主要水泵生产企业进行浴缸泵、游泳池泵系列产品的主要代工生产商。同时，公司已经成功开发出了复合北美消费习惯的内燃驱动式园林机械，我们认为，美国市场的突破或将在未来给公司带来新一轮的高速增长。

2009 年公司在亚洲地区主要代表性国家的销售收入均取得了较大幅度的增长，由于市场尚未饱和且公司产品拥有良好的性价比，我们认为快速增长的态势在 2010 年仍将得到保持。

公司未来的发展思路是纵向多元化和横向多元化共同发展。一方面，公司会向产业链的上游扩张，未来公司将投产形成年产 700 余万台核心零部件——电机的生产线，另外，我们认为大型电机的生产能力未来有望与公司未来在工业泵领域的拓展实现协同效应。另一方面，我们认为公司未来可能在恰当的时机选择收购工业泵生产企业，实现产业链的横向多元化发展。

宁波银行（002142）——业绩增长稳定，拨备压力较小

受益于出口复苏和企业信贷需求的回升，公司第三季度贷款环比增速达到 24%，增速较上个季度进一步提升了 4.27 个百分点；三季度末贷款余额较年初增长了 62.15%。公司的核心资本充足率由年初的 14.6% 下降至 10.02%，资本充足率由 16.15% 下降至 11.52。但公司的资本充足率在上市银行中仍处于较高的水平，并且已经通过定向增发融资 50 亿元，未来核心资本充足率将保持在 9% 以上，因此公司明年仍具有保持 40% 以上高信贷增速的能力。

公司三季度末不良率下降至 0.76%，不良余额虽有增长，但不良贷款新增额环比增幅下降，三季度末，公司的拨备覆盖率达到 168%，比上一季度增加 7.5 个百分点，完全消除不拨备覆盖率不达标风险。与其他许多上市银行今年少提拨备以释放利润的作法不同的是，公司前三季度资产减值损失同比增长了 85%，虽然这限制了今年的业绩增幅，但随着未来不良余额的下降，预计公司今年的拨备计提压力非常小。

我们认为公司的利息净收入增幅、季度信贷环比增速、净息差等指标均处于行业前列，融资后信贷增速仍具有保持 40% 以上增速的能力，信贷需求的复苏推动公司净息差上升幅度较大，且今年大幅度计提拨备后明年业绩释放的空间扩大，主要业绩指标持续良好。在 2010 年公司受益于小企业信贷政策，经济和外贸复苏期中，所在地区贷款利率回升将较快。

鑫富药业（002019）——环保材料与太阳能产品成为增长亮点

公司 2009 年下半年以 11.98 元的价格向社会公开增发 2932 万股人民币普通 A 股，共募资 3.51 亿元，其中 2.36 亿元将用于年产 2 万吨全生物降解新材料（PBS）项目，公司利用二元醇和二元酸为原料，采用高效无毒催化剂，按一步法缩聚法直接合成，与传统方法相比具有技术高、专利性强、与其他可生物降解材料相容性好、产品质量合格率高等优点。和扩链法比较，直接聚合省了扩链反应步骤，简化了生产工艺。鉴于我国在环保上的大力投入，考虑的塑料领域的市场容量以及社会环保意识的增强，我们看好公司在该领域放量生产，PBS 未来有可能成为公司增长亮点。

公司为上市公司中 PVB 业务方面潜力较大，作为太阳能产品中的重要材料，公司中公司打算立即加快 PVB 项目，直接生产太阳能用 PVB，公司目前国内少有达到质量标准的 PVB 生产企业之一，如果公司的 PVB 项目完全达产，将打破公司目前品种单一的生产模式，开始正式进入多元化。我们认为 PVB 在太阳能领域的应用极有可能在 2010 年给公司带来利润增长。

联化科技（002250）——提高目标价至 50 元

公司发布业绩预增修正公告，2009 年，公司实现归属于母公司所有者的净利润比上年增长 70%-90%，即实现净利润 1.27-1.42 亿元，折合每股收益 0.98-1.10 元。此次业绩超预期的主要原因是 4 季度公司部分产品的销售超过此前预期。

在公司的收入构成中，定制生产比重已经超过 50%。公司的定制客户主要为世界上著名的化工公司，公司一般与其签订长期定制协议，定制产品所需原料由定制客户提供或者联化科技代为购买，公司只收取稳定的加工生产费用。这种定制生产模式不仅避免了上游的原料波动和产品的销路问题，又可在协议期内为公司提供稳定的毛利或者毛利率。因此，公司的定制生产收入是稳定或上升的，下降的可能性很小；公司的净利润也是稳中有升。

高比例研发投入也为公司高速增长提供强有力的支撑。精细化工企业的核心竞争力主要体现在技术的创新能力及不断优化能力。联化科技对研发的重视程度在国内化工类上市公司中非

常罕见：公司保证每年用于产品开发、技术创新、科研合作、引进人才等方面的科技投入占年工业销售额的 5%以上；2010 年，科技投入达到年工业销售额的 8%-10%；公司 2008 年 IPO 时还募集 4800 万元用于高新技术研发中心计改项目。我们认为，公司大比例研发投入将为公司的快速成长提供坚实后盾。

永太科技（002326）——募投项目前景光明

永太科技一直主要从事氟精细化学品的研发、生产和销售，主要产品类别包括液晶化学品、医药化学品、农药化学品和其他化学品，产品品种包含二氟、三氟、五氟、邻氟和对氟等五大产品系列 80 多种产品（主要产品 20 多种），并有 7 种产品国内销量排名第一。

公司含氟精细化学品得到政策支持，下游 TFT 液晶材料、含氟医药和农药等产品未来都有很大发展空间；本次募集资金建设的 TFT 液晶化学品项目和医药化学品项目产品销售都有保障，因此，我们认为，公司未来高增长可期。

分析师介绍

张凡，北京航空航天大学数学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部资深策略分析师，研究领域为市场策略与选股策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。