



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 体感压力与节日情结

——2011年2月金股报告

2011年2月9日

A股策略

月度金股

|     |               |                                                                  |                        |
|-----|---------------|------------------------------------------------------------------|------------------------|
| 银国宏 | 策略分析师         |                                                                  |                        |
|     | 010-6650 7301 | E-mail: <a href="mailto:yingh@dxzq.net.cn">yingh@dxzq.net.cn</a> | 执业证书编号: S1480207120048 |

## 宏观经济

1月蔬菜价格持续上涨,估计1月环比涨幅将达到30-40%;其他主要农产品如肉类、粮食等价格也继续上涨。预计1月CPI将创新高,突破去年11月5.1%的水平。如果天气维持现状、蔬菜价格环比超40%,CPI可以到5.7%。但是低于5.3%相当困难。综上,1月CPI预测区间5.3-5.7%,预测中枢5.5%。货币政策方面,央行定调2011年M2增16%,基本消除过度紧缩的忧虑。

2011年中央一号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》指出,从土地出让收益中提取10%用于农田水利建设,力争今后10年全社会水利年平均投入比2010年高出一倍。根据1号文件,今年我国水利投资规模将达到4000亿甚至更高,符合我们此前年度策略报告预计今年水利投资4000-5000亿规模的判断。

水利投资提速过程中,新疆、黑龙江、安徽等农业大省投资增幅较大,福建地区则由于其特殊地形,防灾任务艰巨,水利投资增长明显高于全国水平。行业板块方面,水利建设工程规模的扩大一定程度上对工程机械,特别是挖掘机高速增长提供保障。此外,水利工程建设、建材等行业也受益水利投资的提速。

海外市场方面,受经济及政治因素影响,埃及及其他中东国家相继发生动乱,短期内将推动原油等大宗商品价格走高,其发展态势值得继续关注。考虑中东地区形势以及2、3月份欧债偿债高峰因素,美元指数2月走强至79-80的概率较大。

## 市场趋势:

1月市场走势与我们预期的筑底反弹有些差异,导致这种差异的原因还是低估了紧缩的节奏,资金供求层面出现的一些现象成为市场继续下跌的重要原因,如央行在提高准备金率的同时却通过逆回购释放流动性,但银行间市场的拆借利率仍然一度高达7-8%,资金紧张预期弥漫货币市场和资本市场。

2月份的交易日主要集中在春节以后,我们判断资金供求层面有几个变化:第一,2011年的第一次加息明朗;第二,拆借市场利率迅速下降,这一点春节前已经出现;第三,信贷投放新特点明朗化,年初集中放贷现象被适度熨平。那么,对股票市场而言,由于拆借利率飙升和CPI巨大压力带来的下跌会暂告一段落。

从市场运行层面看,估值的结构性压力和机会并存,在年报披露过程中,传统产业朴实的增长会进一步凸现低估值的优势,新兴产业公司业绩增长可能会出现许多美丽的谎言,中小市值公司的估值压力需要进一步释放。从这一角度看,指数下跌空间是比较有限的,甚至可能出现一些积极的反弹,但中小市值品种可能会第一次在中国股票市场告别业绩浪、告别高送配行情。

## 行业配置:

从 2011 年全年的时间看，我们并不认为“新兴+大消费”能延续 2010 年的结构性特点继续获得显著的超额收益，而估值、市值规模、技术改造等多角度具备综合优势的装备制造业可能成为风格转换的主线，2 月份仍然是我们的配置重点。

但另一方面由于短时间内看不到 CPI 下来的迹象，紧缩仍然是主基调，而很多“新兴+消费”1 月份跌幅较大，所以我们认为这种下跌可能为一些具备中长期投资价值公司提供了一个中长期介入的买点，所以这一思路成为 2 月份配置消费品和新兴产业基本原则。

基于以上分析，我们 2011 年 2 月重点推荐装备制造领域的厦工股份、精达股份、天龙光电，从中长期介入角度看推荐与消费领域的合肥百货、天方药业、通产丽星和大北农。

阅读附注：1 月回顾

1 月份的核心观点是认为经济数据不具有参考性，所以宏观调控可能会出现阶段性真空，但紧缩政策仍然连续出手，导致央行不得不通过公开市场释放流动性修正政策效果，但市场未能实现我们预期的筑底反弹。由于对市场趋势判断出现偏差，导致 1 月份金股组合表现不佳，绝对收益率和相对收益率均为负值，这也是月度金股组合推出以来表现最差的一次。

1 月金股收益率统计

| 股票名称       | 最佳收盘收益率 | 区间收盘收益率 |
|------------|---------|---------|
| 东方雨虹       | 6.73%   | -5.46%  |
| 恒星科技       | -2.54%  | -12.52% |
| 欧比特        | 1.00%   | -13.65% |
| 华润三九       | -1.17%  | -14.29% |
| 榕基软件       | 1.33%   | -15.15% |
| 铜陵有色       | 0.66%   | -20.20% |
| 哈药股份       | 0.00%   | 0.00%   |
| 算术平均收益率    | 6.00%   | -4.86%  |
| 沪深 300 收益率 | 2.61%   | -1.65%  |

注：算术平均最佳收益率指金股组合中每只股票当月最高收盘价与上月最后一个交易日收盘价计算的收益率的算术平均值。

## 1. 厦工股份（600815）：净利润增 450%以上，挖掘机高增长是亮点

**2010 年净利润同比增 450%以上。**近期公司公告称 2010 年净利润同比增幅超 450%，主要是由于公司主营业务收入同比大幅度增加，增加了利润；公司加强了成本控制和运营管理及公司产品结构优化，综合毛利率提升。

**水利建设高潮到来，土石方机械仍有大发展。**近日 2011 年中央一号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》全文公布。未来 10 年我国水利投资将达到 4 万亿元，“十二五”期间将达到 2 万亿。“十一五”期间土方工程量约为 96 亿 m<sup>3</sup>，而整个“十二五”能达到 650 亿 m<sup>3</sup>，内资挖掘机、装载机、推土机等土石方企业将受益。

**公司的亮点在于挖掘机业务的高速发展。**正如我们在上一篇工程机械深度报告《建设伟大时代的机械力》里所说，2010 年挖掘机“众乐乐”的行业里，内资企业中厦工挖机增速第一；2011 年挖掘机高增长可能有所回落的形势下，凭借国产高端定位，依靠质量和服务，厦工很可能是能够“独乐乐”的公司之一。

**盈利预测与投资建议：**公司 2011 年挖掘机销售有望超 5000 台，装载机 38000 台，预计公司 10 至 12 的 EPS 分别为 0.83 元、1.22 元、1.80 元，对应 1 月 28 日 13.89 元的收盘价，PE 为 16.7、11.4、7.7 倍，维持“推荐”评级。

### 财务指标预测

|             | 2008A    | 2009A    | 2010E     | 2011E     | 2012E     |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入（百万元）   | 5,890.76 | 5,316.67 | 10,100.00 | 12,539.00 | 16,245.00 |
| 主营收入增长率     | 16.14%   | -9.75%   | 89.97%    | 24.15%    | 29.56%    |
| EBITDA（百万元） | 353.68   | 235.85   | 884.82    | 1,256.06  | 1,845.78  |
| EBITDA 增长率  | 8.62%    | -33.32%  | 275.16%   | 41.96%    | 46.95%    |
| 净利润（百万元）    | 187.02   | 106.14   | 647.82    | 947.87    | 1,404.89  |
| 净利润增长率      | -12.23%  | -43.25%  | 510.34%   | 46.32%    | 48.22%    |
| ROE         | 10.60%   | 5.53%    | 24.20%    | 31.67%    | 40.59%    |
| EPS（元）      | 0.267    | 0.150    | 0.831     | 1.216     | 1.802     |
| P/E         | 51.94    | 92.60    | 16.72     | 11.43     | 7.71      |

## 2. 精达股份（600577）：电机升级和节能领域的隐形冠军

**漆包线是电机升级和节能的核心部件。**漆包线主要用在电机中，下游主要应用领域为家电、电机电器和电子行业，在家电行业近年来的节能冰箱、变频空调、空气源热泵热水器等节能产品背后均有漆包线产品不断进步的身影，在电机节能领域，漆包线所发挥的作用是十分重要的。

**公司是漆包线行业当仁不让的领导者，是电机升级和节能领域的隐形冠军。**公司目前是中国最大、全球第三大漆包线生产商，经过多年发展，已经形成技术、产能分布、规模三大核心优势，加工费水平和谈判能力在行业首屈一指。公司不断推出新产品，在未来低碳大背景下，是不折不扣的电机节能领域的隐形冠军。

**公司业务模式为铜价+加工费模式。**公司以销定产，存货周转率很高，原材料波动对公司业绩影响很小，加工费水平稳定，与行业其他公司相比盈利能力较强，业务风险很小。

**业绩预测及投资评级。**假设公司在2011年以8.99元完成6800万股增发，公司业绩在2011年会有所摊薄，我们测算公司2010、2011、2012年EPS分别为0.39、0.34、0.57元，对应的PE为26.97、30.23、18.29倍。结合相对估值和绝对估值的结果，给予公司6个月目标价17元，首次评级为“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

| 指标       | 2009     | 2010E    | 2011E     | 2012E     |
|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万) | 4,029.62 | 9,620.21 | 11,979.09 | 15,549.65 |
| 增长率      | -20.26%  | 138.74%  | 24.52%    | 29.81%    |
| 净利润(百万)  | 66.39    | 112.36   | 121.68    | 201.12    |
| 增长率      | -31.57%  | 69.25%   | 8.30%     | 65.28%    |
| 每股收益     | 0.225    | 0.385    | 0.336     | 0.565     |
| PE       | 46.09    | 27.18    | 30.89     | 18.69     |

## 3. 天龙光电(300029): 光伏装备领军者，蓝宝石炉急先锋

**单晶硅铸锭炉业内龙头之一。**公司单晶硅铸锭炉经过多年的研发与生产，掌握核心技术，单晶硅铸锭炉品质稳定，技术成熟，性价比出色。产品主要分为85炉和95炉（目前市场逐步转向95炉），销售价格分别为70万和90万左右，比全自动炉售价便宜30-40%，性价比超众。扩产项目1200台/年预计可提前达产，保守预计11-12年单晶硅铸锭炉销售可达900台和1100台，为公司分别带来收入约7亿元和9亿元；粗略估算，11-12年为公司增加净利润约1.4亿元和1.8亿元，这将使公司EPS增厚约0.7元和0.9元。

**多晶硅铸锭炉放量可期。**公司450KG级别多晶硅铸锭炉10年已经试产15台，目前均在测试使用。IPO募投项目150台/年多晶硅铸锭炉产能原计划今年9月份达产。我们研判随着市场对该公司产品的逐步接受，公司会提前释放产能。预计11-12年其销售可分别达40台和100台，销售收入达1亿元和2.7亿元左右，净利润分别为2000万元和4800万元左右，增厚eps大约为0.1元和0.24元。

**LED蓝宝石沉底炉国产化急先锋。**公LED司蓝宝石沉底炉的开发属国内首创，打破国外垄断，是公司未来重要的利润来源。目前国内LED蓝宝石衬底片主要从海外进口，随着LED价格的降低，未来蓝宝石衬底片的生产必将转移到国内。而每台LED的MOCVD设备需要配备10台蓝宝石生长炉，国内市场需求空间巨大。蓝宝石生长炉主要被国外厂商控制，公司是国内唯一一家率先商业化蓝宝石生长炉的企业，未来是典型

的“进口替代”市场。保守估计 11-12 年蓝宝石生长炉销售收入可达 7500 万元和 1.9 亿元左右，贡献利润 2000 万元和 4800 万元左右，增厚 eps 约 0.1 元和 0.24 元。

**多线切割机横空出世。**目前多线切割机主要被 NTC，梅尔博格等国外公司垄断；公司子公司新乡数控的 HQP225 单晶硅多线切割机横空出世，目前已有 10 台左右在客户中测试使用，性能稳定，已有不少意向订单，未来将成为公司未来新的盈利点。保守估计，11-12 年公司切割机 60 台和 90 台，则增加收入 1 亿元和 1.5 亿元，净利润约 2400 万元和 3400 万元，增厚 eps 约 0.12 元和 0.17 元

**控股上海杰姆斯，稳定热场核心供应商。**公司 10 年 9 月份获得上海杰姆斯 68%股权，后者主营石墨热场，占市场份额 15%；杰姆斯是全球最大的石墨热场供应商之一。石墨热场在晶硅铸锭炉里属于耗材，其部分组件寿命仅有三个月；热场结构则一般 2-3 年就需要更换一次，成本占到整个炉子的 30%上下。随着晶硅铸锭炉保有量的迅速提升，今后两年耗材的更新规模将不断扩大，成为公司未来利润的一个亮点。

**投资建议。**公司为单晶硅设备行业龙头之一，传统单晶硅铸锭炉业绩持续增长；多晶硅铸锭炉已经初具产能，未来随着市场的认可与接受，将逐步放量；多线切割机横空出世，经试用性能稳定，放量在即；蓝宝石沉底生长炉打破国外垄断，与 MOCVD10:1 配比，今后将成为公司新的利润来源。我们预测，10-12 年 EPS 估计为 0.48 元,1.12 元和 1.65 元，对应 EPS 为 61、26 和 18 倍。长期来看，随着公司新产品逐渐被市场接受与放量，未来业绩增长空间巨大，作为光伏产业及 LED 产业的高端装备制造者，随着近期中小盘调整，估值优势已经显现。我们强烈看好该公司，给予“强烈推荐”的维持评级。

## 财务指标预测

| 主要指标        | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E    | 2012E    |
|-------------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 主营收入（百万元）   | 318.41 | 296.34 | 554.21 | 1,667.75 | 2,200.32 |
| 主营收入增长率     | 30.97% | -6.93% | 87.01% | 200.93%  | 31.93%   |
| EBITDA（百万元） | 77.70  | 84.53  | 146.50 | 313.80   | 450.64   |
| EBITDA 增长率  | 7.27%  | 8.80%  | 73.30% | 114.20%  | 43.61%   |
| 净利润（百万元）    | 58.88  | 68.40  | 97.41  | 224.31   | 330.85   |
| 净利润增长率      | 15.24% | 16.17% | 42.42% | 130.27%  | 47.50%   |
| ROE         | 30.50% | 6.00%  | 24.56% | 37.48%   | 36.91%   |
| EPS（元）      | 0.421  | 0.460  | 0.487  | 1.122    | 1.654    |
| P/E         | 70.45  | 64.41  | 60.83  | 26.42    | 17.91    |
| P/B         | 11.51  | 5.20   | 14.94  | 9.90     | 6.61     |
| EV/EBITDA   | 28.70  | 59.76  | 5.07   | 19.23    | 12.86    |

#### 4. 合肥百货（000417）：中部崛起的区域零售霸主

**全产业推动安徽消费市场全速前进。**区域龙头零售企业往往和区域经济的发展关系紧密。安徽省作为被纳入泛长三角经济的新成员，将坐享左右逢源的区位优势，虽然在总量上与其他成员存在差距，但其增速已呈现了强劲的追赶态势。安徽作为传统的农业大省，形成了消费的新动力；承接和创新并举的工业化发展又成为消费市场的重要引擎；合肥大建设的核心-外围辐射效应将全面加速安徽省三次产业的腾飞。

**内外兼修的发展格局引领的区域龙头。**从内涵方面来看，公司全业态的相对规模优势明显；较强的费用控制能力形成了明显的杠杆潜力；而绝对的垄断地位，为其毛利率水平的提升提供了保障；从外延方面看，17 个地级市，公司的百货业态只进入了 8 个；超市业态以中小型社区为主的定位，本土扩张优势明显；政府等各方面的资源优势也同时为公司城市综合体业态的扩张提供了低成本外延基础。

**多业态并行的战略布局铸就价值机遇。**公司目前有 17 家百货、103 家超市和 23 家家电门店。从行业的发展趋势来看，多业态的均衡发展将是大势所趋。公司的百货业务在各个地市都占据了绝对优势的商圈；而几乎不需要培育期的社区超市将是公司避开实力雄厚外资超市的另一增长极；家电业务的渠道优势明显，2010 年一系列的政策优惠以及公司买断机型到自营比例的加大，将对业绩有所贡献；而新建的大兴农批市场将解决原有周谷堆市场的三重局限，佣金费用的提升也为农批业务带来了巨大的利润空间。以旗舰百货+超市+家电综合体呈现的港汇广场也表明了公司对于综合体全新业态的全面进军。

**盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.52 元、0.83 元，且具有一定相对估值的优势；考虑到公司突出的投资价值，且未来超越行业平均水平的可能性较大，我们维持公司“强烈推荐”评级。

**短期股价驱动因素。**2011 年一季度，公司存在五项股价驱动因素：1）房地产业务转让后非公开增发的落地，具有增发价格的支撑；2）公司 2010 年年报业绩，或超出市场预期；3）核心商圈大建设后春节消费旺季的全面释放；4）外延扩张新项目不断证明公司渠道下沉的能力；5）国有股权转让预期。

#### 财务指标预测

| 指标        | 08A      | 09A      | 10E      | 11E      | 12E       |
|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入（百万元） | 5,043.74 | 5,885.41 | 7,180.20 | 8,759.85 | 10,336.62 |
| 增长率（%）    | 27.14    | 16.69    | 22.00    | 22.03    | 18.00     |
| 净利润（百万元）  | 120.30   | 200.81   | 250.86   | 436.03   | 469.84    |
| 增长率（%）    | 20.14    | 66.93    | 14.00    | 56.26    | 6.57      |
| 每股收益(元)   | 0.33     | 0.42     | 0.52     | 0.83     | 0.90      |
| 净资产收益率（%） | 13.72    | 19.58    | 23.87    | 23.56    | 24.76     |
| PE        | 42.67    | 33.23    | 26.56    | 16.72    | 15.51     |

#### 5. 天方药业（600253）：经营持续改善，未来发展可期

**背靠“大树”重逢春。**天方药业始建于 1969 年，公司是以生产中西药制剂和原料药为主的国家大型综合性医药企业，公司下属 16 个子公司、一个技术开发中心，是全国 512 家重点企业之一、国家科技部和中科院

共同认定的高新技术企业。由于前期项目决策失误，2007-2008 年公司连续两年亏损，导致天方药业被上交所特别风险提示，变为\*ST 天方。2008 年，大型央企中国通用技术集团收购上市公司母公司天方药业集团，成为公司的实际控制人。根据当时的协议，通用技术集团承诺在 3-5 年内追加给天方药业集团公司投资 30 亿元。我们认为天方药业可能成为通用技术集团在医药工业领域的整合平台，未来有望获得通用技术集团旗下优良的医药工业资产。

**产品线更丰富，未来有望出现“明星”产品。**公司共生产 11 个类型 366 个品种、规格的产品。主导产品天方罗欣、乙酰螺旋霉素、维脑路通的市场占有率分别为 85%、55%、40%。产品出口能力很强，原料药欧典螺旋霉素、双氯灭痛等远销西欧、东南亚等 20 多个国家和地区，初步形成国际营销网络。公司丰富的产品中，“尤佳”有望成为未来的“明星”产品。“尤佳”是阿托伐他汀胶囊，同类产品即辉瑞制药的重磅炸弹级药物“立普妥”，立普妥 2009 年的销售额超过 120 亿美元，是全球最大的药物品种。公司的“尤佳”有明显的价格优势，如果营销得当，将能很快成为公司主要利润增长点。

**与乐普医疗的合作将更加深入。**公司 2010 年 6 月 30 日发布公告，称与乐普医疗器械股份有限公司正式签署《投资及合作框架协议》，双方采取共同投资组建合资企业的方式，共同实现心脑血管药品领域的发展。合资企业的投资协议签署后，天方药业将委托合资公司全权负责阿托伐他汀钙胶囊的市场开发和终端拓展业务。这次合作将能借助乐普医疗在心血管领域的终端资源优势，发挥公司在生产领域的研发优势。公司目前已注册申报的药品还有舒伐他汀、加巴喷丁和盐酸托莫西汀，以及硫酸氢氯吡格雷原料及制剂，未来预计将有更多心血管药品通过合资公司进行销售，深入的合作将是双方迎来“双赢”的局面。

**业绩预测与投资建议：**综合考虑公司各方面的优势和业绩的改善，我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.11 元、0.33 元和 0.39 元，对应动态 PE 分别是 80 倍、28 倍和 23 倍，维持“推荐”投资评级。

**短期股价驱动因素。**和乐普医疗的合作顺利进行。

## 财务指标预测

| 指标        | 08A     | 09A      | 10E    | 11E    | 12E   |
|-----------|---------|----------|--------|--------|-------|
| 营业收入（百万元） | 1833    | 2242     | 2796   | 3525   | 4265  |
| 增长率（%）    |         | 22.34    | 24.67  | 26.10  | 20.97 |
| 净利润（百万元）  | (84)    | 10       | 48     | 135    | 167   |
| 增长率（%）    |         | (112.49) | 357.79 | 181.31 | 23.60 |
| 每股收益(元)   | (0.20)  | 0.02     | 0.11   | 0.32   | 0.40  |
| 净资产收益率（%） | (10.70) | 1.41     | 21.22  | 23.20  | 24.30 |
| PE        | (45.52) | 364.51   | 79.63  | 28.31  | 22.90 |

## 6. 通产丽星（002243）：与国际化妆品知名企业共成长

公司是国内最大的化妆品包装企业，服务于全球知名企业。公司国内最大的化妆品包装企业，凭借优良的产品品质、规范的管理体系、全面的综合配套能力以及快速的响应速度赢得了国际知名化妆品企业的青睐，与国际知名化妆品企业如宝洁、联合利华、欧莱雅、玫琳凯、箭牌、雅芳、雅诗兰黛、资生堂等国际化妆品知

名企业建立了良好的长期稳定的合作关系。公司的业务中有 40-50%来自于为国际化妆品大牌提供服务，发展模式上适应国际化妆品品牌的发展战略，迎合客户的需求。

**公司未来拥有良好的业务增长的源泉。**未来三年公司产能进一步扩张，在龙岗地区计划建设的生产基地，配套了化妆品的包装材料、可回收塑料的包装材料、化妆品的罐装，预计业绩可以在明年贡献；2011 年年底苏州项目建成，预计能够贡献 3 亿元左右（苏州地区欧莱雅在国内最早的生产基地）；合肥建设的新项目正在论证阶段，预计 2011 年 2 月份能够审批，2012 年建成投产（合肥生产基地已成为联合利华全球四大生产基地之一）。

**公司逐渐向上下游扩展。**在广州建设的 5000 万元产值的化妆品包装生产线，预计今年能够达到满产，并且在以后的项目中都会伴有化妆品包装的配套生产线。在上游方面，公司开始研发改性塑料，开始以自用为主；并且开始进军塑料回收再利用领域。公司通过技术改造生产效率提高，毛利率上升，2008 年、2009 年、2010 年中期的毛利率分别为 20.82%、24.71%、27.32%。

**盈利预测与投资建议。**我们预计公司未来三年的每股收益分别为 0.40 元、0.55 元、0.70 元。目前公司的股价在 12.83 元，对应市盈率为 29.75 倍。通产丽星作为化妆品的包装材料行业的龙头企业，与化妆品行业共同成长，给予“强烈推荐”评级。

## 财务指标预测

| 指标        | 08A    | 09E    | 10E    | 11E      | 12E      |
|-----------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 573.75 | 585.69 | 795.23 | 1,120.96 | 1,449.03 |
| 增长率（%）    | 20.85% | 2.08%  | 35.78% | 40.96%   | 29.27%   |
| 净利润（百万元）  | 47.35  | 67.82  | 103.87 | 140.96   | 180.71   |
| 增长率（%）    | 7.50%  | 43.23% | 53.15% | 35.70%   | 28.20%   |
| 每股收益(元)   | 0.33   | 0.26   | 0.40   | 0.55     | 0.70     |
| 净资产收益率（%） | 9.89%  | 12.94% | 21.91% | 24.61%   | 25.84%   |
| PE        | 38.88  | 49.35  | 32.08  | 23.33    | 18.33    |

## 7. 大北农（002385）：预混料龙头 乳猪料先锋 种子前茅 营销强势

终端猪价上涨引发饲料需求大增，源头成本基本稳定，行业回暖带动公司饲料销量增长。猪价上涨引发农户补栏积极性增强，生猪存栏量自 6 月以来开始回升，引发饲料需求一跃而起。上半年玉米等原料价格大幅上涨造成饲料成本增加，10 年下半年后原料价格将高位维持，成本不再大涨且需求进一步回升预示着饲料行业已开始回暖。

近三年预混料增速是行业三倍、乳猪料成为增长新亮点、母仔乐逐步带动浓缩料、配合料增量放产能。公司是国内规模最大的预混料企业，07-09 年预混料销量增速三倍于行业，近七年市场占有率第一；公司预混料毛利率约 37%，收入占比 30%左右，使得公司饲料整体毛利率水平高出行业平均一倍，预计未来公司预混料将快于行业平稳增长。乳猪料是公司近两年考核方向，重点产品贝贝乳和宝宝壮在日增重和缩短断奶时间方面优于其他品牌，若今年南方基地建成则可显著改善去年产能受限问题，我们预计公司乳猪料今年将推行

重点产品占领高端市场、主要产品全面覆盖城乡县镇；目前国内乳猪料竞争不激烈且发展空间大，在规模化养殖水平的提高和农户饲料消费升级的带动下未来将有高速增长，而销售方面亦可借助较成熟的预混料渠道。母仔乐今年将成为浓缩料主推产品，在乳猪料消费带动下我们看好此产品前景；具有行业平均毛利率水平的配合料增长将主要依靠今年产能的释放。

**水稻种子名列前茅，玉米种子将在农华 101 带动下增长，研发投入将有持续性扩大。**公司是全国第二大水稻种子生产企业，在长江中下游地区具有明显的竞争优势，主要品种两优培九在国内种植面积最大，扬两优 6 号推广面积约 500 万亩，天优华占目前 5 大区审定情况乐观。公司将以农华 101 为契机做大玉米种子，预计农华 101 将为单粒播模式、毛利率 60%以上，明年制种面积将有翻番以上增长，预计未来玉米种子占整个种业收入的比重将由目前的 30%提高到 50%。

**前端科研实力雄厚，末端一站式产品理念与三级服务营销体系相结合，在广泛细致的渠道中增强用户对品牌的忠诚度。**公司近 3 年累计投入研发经费超过 3 亿元，约占总收入的 5%，技术创新产品年平均销售收入占总销售收入的 66.4%。公司通过提供多样化产品与服务，满足农户养殖和种植多方位的需求；同时在单一产品如猪饲料上做精做深，为不同生长阶段的禽畜提供更丰富的产品和技术指导，增强农户粘性。公司建立了总部-子公司-服务站三级服务支撑体系，通过近六千销售人员在农村建立了覆盖面广泛的销售渠道，通过每年五百余次技术推广会和发行超 50 万份的技术服务报为农户提供细致及时的技术指导，我们认为公司高质量的产品和科技服务型营销将进一步巩固和扩大渠道，增强用户产品依赖感。

**盈利预测与投资建议。**我们预计 2010-2012 年 EPS 为 0.87 元、1.30 元和 1.92 元，对应 PE 为 39 倍、26 倍和 18 倍，维持“推荐”评级。

**短期股价驱动因素。**猪价上涨、玉米等原料价格稳定促成饲料行业回暖；近期公司股价下跌较多，估值已较合理。

## 财务指标预测

| 指标        | 09A     | 10E      | 11E      | 12E       |
|-----------|---------|----------|----------|-----------|
| 营业收入（百万元） | 3975.38 | 5,947.30 | 8,850.35 | 13,541.88 |
| 增长率       | 10.21%  | 49.60%   | 48.81%   | 53.01%    |
| 净利润（百万元）  | 278.75  | 354.02   | 519.60   | 772.28    |
| 增长率       | 93.64%  | 27.00%   | 46.77%   | 48.63%    |
| 每股收益(元)   | 0.82    | 0.87     | 1.30     | 1.92      |
| PE        | 51      | 39       | 26       | 18        |

## 分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士，东兴证券研究所所长，从事投资策略研究，曾在中信建投（华夏）证券研究所从事投资策略研究 7 年，累计从业经历 14 年。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。