



2011.02.24

超募资金和并购整合

——小盘股周报 0202


王祺
 021-38676720
 Wangzhen@gtjas.com
 S0880208020326

小盘股研究团队

本报告导读：

摘要：

- 本期我们对十七家新股进行了分析，尚荣医疗、佐力药业、宝鼎重工、春兴精工、东软载波、华峰超纤、辉隆股份、惠博普、捷成股份、金新农、力源信息、南方轴承、顺荣股份、凯美特气、洽洽食品、千红制药、世纪游轮。我们认为值得关注的是两个与医药相关的股票**尚荣医疗**和**佐力药业**，前者提供以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案，一方面契合国家增加医疗设施投入的大背景，另一方面具有相对高的门槛，加上 IPO 后有充足的资金开展业务，值得重点跟踪，后者生产治疗神经衰弱，焦虑、抑郁症和失眠症的国家一类 OTC 药物乌灵胶囊，看点一是在“独家”和“中药（无副作用）”，另一是符合社会压力加大背景下抑郁症患者增多的大背景，瓶颈在于如何拓展其销售渠道。
- 本期我们撰写了 6 家公司调研纪要，聚光科技、威海广泰、云南锗业、世纪瑞尔、国脉科技、燃控科技。最值得关注的是**聚光科技**，公司主要生产应用于环境监测、工业过程分析和安全监测领域的仪器仪表，所处行业符合未来发展方向且有超千亿的市场规模，同时公司近 200 名硕士以上学历员工和 46% 的技术人员比例显示其技术上强大的竞争优势，虽是即将上市，也值得提前关注。
- 本周专题部分，我们研究探讨了超募资金和收购，我们认为通过收购创业板公司可以迅速扩大规模，降低股票估值，同时也分析了容易发生并购的行业，同时我们重点研究了一个案例万顺股份，该案例具有典型意义。
- 本周组合暂无变化。

小盘股研究团队

王祺
 021-38676720
wangzhen@gtjas.com
 S0880208020326
 金润
 021-38676277
jinrun@gtjas.com
 S0880108043315
 孙金钜
 021-38674757
sunjinju008191@gtjas.com
 S0880110090087
 王丽妍
 021-38674623
wangliyan008084@gtjas.com
 S0880110024672
 张昂
 021-38676434
zhangang@gtjas.com
 S0880210090029
 张赞
 021-38676053
zhangyun007589@gtjas.com
 S0880109054283
 张堃
 021-38676641
zhangkun@gtjas.com
 S0880108023064
 林博
 021-38674710
linbo008456@gtjas.com
 陈宗超
 021-38674759
chenzongchao@gtjas.com
 汤志彦
 021-38676640
tangzhiyan@gtjas.com

1. 新股分析

1、尚荣医疗新股分析

合理定价区间：36-42 元

公司是专业的医疗工程供应商，主要提供以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案，设计-施工-产品-服务“一站式”服务。从 2010 年中报看，施工收入占 81%，医疗设备销售和后期托管服务各占 9%。营业收入增长和产能增长匹配，09 年较 08 年增长 50%。毛利率维持在 40%以上，净利率由去年的 18.9%下降到今年的 16.9%。

投资要点：

1、市场容量大，近几年将有爆发。洁净手术部因其对手术成功率的提升将代替普通手术室和病房成为医院的标准配置，智能洁净手术部也越来越为现代医院所追求。目前国内有三级医院约 1200 家，每家一般有 15-20 个的手术室；二级医院约 6400 家，每家一般有 5-15 个手术室。这些医院最终都会使用洁净手术部，我们需要知道的是目前还有多少未改善。我国洁净手术室是从 2003 年开始发展起来的，招股书指出 09 年底还有 11 万间手术室尚未改造成洁净手术室可能有点夸大。但招股书上提供 08、09 年新增手术室 7214 间和 8192 间，换算成医院大概 600-1000 家。按这个速度 10 年左右全部改造完毕，而 10 年正好是洁净手术室的最佳使用周期，即十年后须对其进行整修。另外，《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》明确提出，三年内中央重点支持 2000 所左右县级医院(含中医院)建设，使每个县至少有 1 所县级医院基本达到标准化水平。因此公司认为 11 年、12 年是新建改建洁净室手术室的爆发期，预计未来 3 年行业年增速不低于 20%。

2、公司在手术部工程方面有优势：(1) 公司是集“设计-施工-产品-服务”于一体，涉及医学、建筑、电气、计算机等多方面的知识。由于整个工程复杂，从设计开始的企业相比各个零部件商和施工商更受下游欢迎，也有更高的毛利率。虽然单纯做装饰施工、部件生产的企业较多，但提供“一站式”服务的企业还较少，仅有海南灵镜净化工程有限公司、江苏久信医用净化工程有限公司、德国 Maquet 公司、北京三医特空气净化工程有限公司等少数几家公司，竞争并不激烈。(2) 公司是最早从事该项业务的企业，积累了丰富的经验。洁净手术部工程是个复杂的系统工程，需要服务商根据医院的使用需求结合医院的建筑特点度身定做产品方案。公司在早期也曾出过错，经过多年积累研发新产品改进设计方案，在业界作出了品牌。医院及手术室新建改造对质量要求较高，且往往是政府拨款，所以对品牌服务商需求较大。公司也是少数几家可以做到数字一体化手术室的企业。(3) IPO 后公司将有充足的资金开展业务。工程类业务都需要工程商自己垫资，小企业资金不足很难接大项目。公司还提供买方信贷，由公司为综合性公立医院提供买方信贷额度和贷款保证担保，银行放款专项用于经营状况良好、资金紧缺的医院购买公司的产品或服务。因 IPO 在即，公司目前的信用额度已超过 8 个亿。(4) 公司还开展后勤托管服务，对销售有一定的辅助促进作用。

3、本次 IPO 后公司将产能从原有的 170 间/年扩产到 600 间/年。这个产能的扩张主要是手术床、手术灯等零部件的生产加工能力的扩张。第一年新建 130 套，接下去两年各增加 150 套。预计今年年底可以达到 300 套/年产能，而后两年厂房已经建成，可能会按工程需求扩产能，估计会提前达产。按董事长的意思产能不会限制公司的发展。

4、目前储备的项目较多。公司正在履行的合同项目有 14 个总计 3.28 亿元，尚未履行的合同有 6 个，总计 1.13 亿元。

新股会见闻：

1、参加的人极多，加了四排椅子，目测人数超过 200。不知道是因为大家感兴趣这个公司还是因为跨两个行业所以吸引了两个行业的研究员。

2、董事长很能说，准备比较充分。但从回答问题上看有点忽悠，基本上每个问题都没有回答清楚。

3、还具体说了招股书上没写的新业务—移动净化手术室，公司已经申请专利并转化为实际产品，等待推广。但个人不是很看好这项业务的近期发展，毕竟在移动设备上做手术对医生要求也很高，应该属于适合军队、应灾急救的小众产品，可能普通医院只会少量配置，而且是在国家政策的鼓励下。

4、投资者关心的问题是 2011 年是需求爆发期，但是公司的产能如何赶上。董事长认为产能不会限制公司的

发展,但是并没有给出清楚地解释,倒使我怀疑他们的产能实际上是比较虚的数字。

5、也有投资者关心销售策略。一般来讲这个行业确实应该还是比较注重销售,注重和医院的关系,但公司的销售费用率只有 7.35%,并不是很高。公司解释公司的品牌较好,一般只参加展览举办学术交流会就能吸引来客户,现在意向客户很多,产能不够,所以只选大的项目做。

盈利预测:

1、由于公司储备项目较多,近两年业绩主要看产能,来确定收入确认进度。按照产能预计 2011-2012 年销售收入增长 80%,50%。毛利有下降趋势,又因为扩产能管理费用销售费用增加,预计净利润率下降。预计 2010-2012 年 EPS 为 0.74、1.24、1.75 元。

风险因素:

1、回款风险:虽然公司下游绝大部分为国有医院,但各地医院盈利差异较大,可能会拖欠款等。公司的买方信贷服务更是可能导致其为顾客垫付资金。

2、人才限制:设计是公司业务的第一流程,设计业务的产能主要是人力。随着项目的增多,合格的设计人才可能会限制项目进度。另外,公司对研发人员的激励还不到位,研发人员持股较少,也可能出现人才流失的问题。

2、佐力药业新股分析

上市合理定价: 26-30 元

公司致力于珍稀中药材乌灵参的产业化生产,产品主要是乌灵胶囊(贡献收入接近 90%),先从我国珍稀药用真菌乌灵参中分离获得菌种,运用生物发酵技术精制而成的现代中药材乌灵菌粉,再以乌灵菌粉为原料制成中成药制剂乌灵胶囊,临床上乌灵胶囊针对轻中度心理障碍及情绪改善,主要用于神经衰弱,焦虑、抑郁症状的缓解和失眠症的治疗。乌灵胶囊是发行人自主研发的,为数不多的国家中药一类新药,国内独家生产,现为中药保护品种(二级),保护期至 2013 年 9 月 28 日,保护期满后可以申请续保七年。保护期内,国内企业将不能进行乌灵胶囊的仿制和改剂型申请。以原料一类新药乌灵菌粉(目前为国内独家作为药品生产)为君药,开发的灵莲花颗粒及后续乌灵系列产品也具有独占性。乌灵胶囊已进入 OTC 市场和 09 版国家医保药物目录。2009 年,神经系统中成药总市场规模 22.78 亿元,过去几年增速在 30%-35%之间,公司的市场占有率为 9.45%,排名第二。

投资要点:

公司的看点主要在于独家,一方面是技术壁垒,一方面是政策保护壁垒,这将给公司未来较长时间内带来垄断壁垒,因此公司面临的竞争对手主要来自于疗效近似的其他产品,如全天麻胶囊,新乐康片等。公司产品毛利率高达 88.71%,且呈现逐年提升趋势,这一方面得益于公司产品价格保持稳定,07-10H 的产品售价分别为 15.99、15.77、16.17 和 16.02 元;另一方面得益于公司生产销售规模优势带来的成本下降,07-10H 的产品成本分别为 2.52、2.24、1.90、1.81 元,但公司销售费用率比较高,07-10H 销售费用占营业收入比重分别为 47.3%、52.11%、52.15%、50.88%,这其中主要原因在于:一方面公司产品属于国家一类新药,此前在市场上没有与之类似的产品销售,与其他品种相比,医生和患者对其了解较少;另一方面,乌灵胶囊主治神经衰弱的心肾不交症,症见失眠、健忘等,其疗效需要较长的时间才能显现,患者对其认知、接受的过程也相对较慢,因此需要公司对医生和患者进行长期的、持续的、深入的推广和教育。由于国内的抑郁症患者自我诊断率较低,绝大部分通过在医院就诊完成治疗,因此,虽然该产品即是处方药也是 OTC 品种,但销售市场仍以医院市场为主,公司目前主要采用学术专业推广的模式,该模式主要通过分布在全国各地的营销网络组织学术推广会议或学术研讨会,向医生介绍公司药品的特点以及最新基础理论和临床疗效研究成果,目前公司举办学术推广较为频繁,学术推广费及差旅费支出相应较大。

随着社会竞争压力越来越大,抑郁症患者的数量有增加趋势,且随着患者自我诊断率的提高,药物治疗比例也会增加,这为公司未来的发展提供了很好的社会背景,且当前整个神经系统中成药总市场规模仍较小,未来发展空间很大,加上公司产品独家,如果价格合适,是较好的投资标的。

推介会情况:

1、参会的研究员较多,加了好几排座位,基本座无虚席。

2、问:药物的降价风险?答:这次国家医保药物目录药物价格调整不会涉及到公司产品,未来即使调整也

是微调，国家对独家、保密的药物品种还是比较支持的。

3、公司未来在营销上的计划？全国共分五个销售大区，共有400多人的销售人员，推广方式仍然以自建办事处式的学术推广为主，每个省会有一两个经销商，很多人抢着成为公司的经销商，他们基本只是起物流环节的作用，赚取的也只有5%-6%的薄利。现在公司业务仍然以华东区占比较大（超过50%），其中浙江市场从最初的50%占比下降到当前的30%左右，浙江市场之所以占比大是因为公司最早只进入浙江和一些西部省份的省医保目录，其他东部省份由于竞争激烈进入较晚，但由于现在已经进入国家医保目录，这个障碍已经不存在，从其他医药公司的经验上看，浙江市场一般在全国市场占10%左右，当前浙江市场销售额约8000万，以此推算，静态看当前全国市场应在8亿以上，而公司09年收入只有2.15亿元，公司进入了全国大多数三级医院，对于二级医院，只进入了700多家，占比只有10%多，未来潜在空间还很大。之所以采取学术推广方式而不采取大量广告的方式，是因为当前中国老百姓对抑郁类疾病和药物的认识还不足，需投入相当大的成本才能获得比较好的效果，因此暂不采用。

可能的股价催化剂：OTC市场的启动

投资风险：销售费用大量增加

盈利预测：预测公司 2010-2012 年eps 为0.54、0.8、1.1 元，

3、宝鼎重工新股分析

上市合理定价：20-23 元

公司主营大型锻铸件业务，主要产品为船舶配套大型铸锻件，2010 年上半年占收入比例为 72.16%，其他应用领域还有电力、工程机械、石化等，相比之下，船舶配套锻铸件技术含量较高，综合毛利率为 28.23%。公司将依靠募投项目延伸产业链，发展大型锻铸件精加工和吊钩总成两个项目，产品结构优化后，未来两年毛利率将提升。

投资要点：

- 1、从需求角度来看，公司下游行业不景气，短期之内难以恢复。公司产品结构中 70%以上为船舶配套大型铸锻件，下游行业船舶业是典型的周期性行业，并且滞后于经济，受 08 年金融危机的影响，09 年整个行业陷入低谷，不少船厂甚至没有订单，按照历史规律，船舶行业萧条期一般持续 5 年，虽然目前国际经济已经开始复苏，但船舶业至少在 2-3 年内仍然处于萧条期。公司船舶锻铸件销售收入 09 年较 08 年出现下滑，10 年上半年恢复缓慢。对于其他几个应用领域，虽然周期性没有船舶业明显，但公司产品竞争优势不明显，近几年基本没有增长。因此公司利润较难通过销量来实现增长，只能通过提高盈利能力来实现，公司募投项目便是将大型锻铸件的粗加工延伸到精加工并且将吊钩单一配件发展到成套设备，但由于面临激烈的竞争，这种成长方式带来的空间相当有限。
- 2、公司行业地位不高，属于第二梯队的民营企业，产品技术壁垒不高。国内锻铸件生产商第一梯队主要以大型国有企业为主，拥有 6000 吨以上的液压机，产能通常在 10 万吨以上，公司目前只拥有 3500 吨左右的液压机，产能只有 3 万吨左右，在规模上差距较大，只能通过细分领域提供差异化产品来取得一定的竞争优势，比如公司高管声称公司掌握了热处理工艺，在产品合格率和稳定性上优势明显。但从这几年的市场格局变化来看，第一梯队的企业市场占有率在 60%以上，基本保持稳定，大型锻铸件行业增速平均 10%左右，产品成熟度高，技术壁垒较低，公司未来不大可能通过提高市场占有率来实现增长。
- 3、吊钩总成市场竞争激烈，公司产能消化有一定保障。公司募投项目之二是新增年产 2000 套吊钩总成的生产能力，从原先吊钩配件生产到完整成品发展可以提高公司的盈利能力，优化产品结构，高管在新股会上透漏目前已经签订了 2080 套的意向合同，对于未来新增产能的消化充满信心。但我们认为这是个完全竞争的细分市场，产品同质化，技术优势不明显，主要通过客户关系进行销售，不看好这块业务的成长性。

新股会见闻：

- 1、参加新股会的人不少，可能是行业内机械行业研究员数量较大的原因。公司高管的推介报告中没有特别大的投资亮点，主要强调了技术优势，目前唯一获得全球十大主流船级社认证的企业，开发了一些新型材料，比如特种低合金高强度焊接结构钢材料、一次成形全纤维吊钩等。公司将通过募投项目延伸产业

链，节省物流费用和工作效率，为客户降低 3-5% 的成本，公司未来精加工建和吊钩总成的收入占比将提高到 80%，毛利率将由当前的 28% 提高到 40%。目前募投项目已经完成 10%，预计 2012 年能小批量成长，2013 年全面达产。

- 2、在高管做完推介报告后，开始 5 分钟没有人提问，一度出现冷场。其后研究员提问不多，主要问题有：公司的产品定价机制，能否对冲钢材价格的波动风险？公司产品的技术壁垒在哪里？如何维持当前的毛利率？新增吊钩总成的产能能否消化掉？电力和工程机械领域的锻铸件增速不快的原因是什么？募投项目进展情况，是否可以提前达产？公司高管认为造船行业目前产能过剩，船舶拆分和维修属于略微滞后，而造船配套子行业严重滞后，发展空间仍然较大，公司根据对行业的了解，合理设定新增产能，对产能消化把握较大。吊钩属于易耗部件，需要更换，一般 2000 个小时就要更换勾头，公司已经有客户提出采购意向，吊钩总成的毛利率将保持在 28%-29% 左右。

投资风险：

- 1、钢材价格短期之内大幅上涨
- 2、造船行业周期性波动对公司收益影响较大
- 3、公司业绩受税收优惠和政府补助影响过大，因税收优惠和政府补助增加的净利润近四年均超过 20%，存在严重的税收依赖，未来税收和补助政策发生变化，对公司业绩影响较大

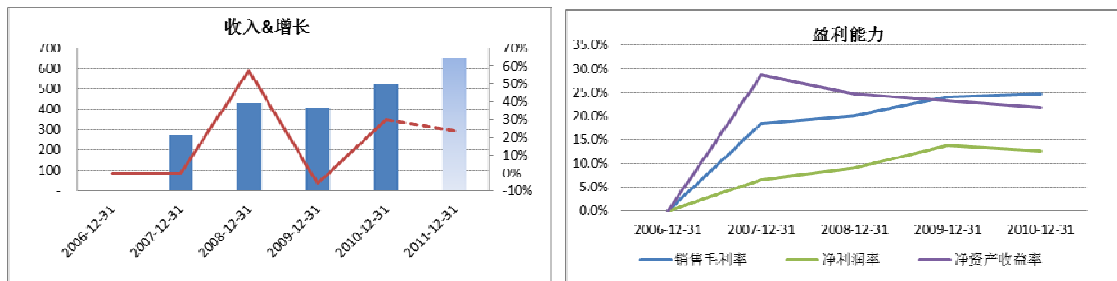
盈利预测：

公司 12 年开始产品结构将发生变化，由粗加工转向精加工，由配件转向成套设备，未来毛利率将不断提升，预计综合毛利率在 12 年将提高至少 1%，2012 年达产一半产能，2013 年全部达产，假设公司产能消化没有问题，预计 11 年和 12 年平均收入增速为 25%，对应 EPS 分别为 0.9 元和 1.27 元。

4、春兴精工新股分析

建议合理定价：16.9 元-18.8 元

公司地处苏州市，主要为世界领先的通讯设备集成商和制造商提供精密铝合金结构件的制造加工与服务。公司现为诺基亚西门子、阿尔卡特朗讯等通讯设备集成商的主要供应商。



投资要点：

1. 公司主要产品为各类精密铝合金结构件，报告期内，公司的客户对象主要为通讯设备制造商及飞机、汽车零部件制造商。2010 年度公司精密铝合金结构件产品的销售收入占公司主营业务收入的比重为 93.63%，构成公司收入的主要来源。约 90% 的收入来源于通讯设备类精密铝合金结构件，主要包括滤波器结构件、散热器结构件、双工器结构件、功率放大器结构件，重点客户为诺基亚西门子、阿尔卡特朗讯等世界知名通讯公司；另外一小部分收入来自汽车零部件，包括冷却系统结构件、微型电机结构件、减振系统结构件，供给德国贝洱、日本电产等公司。
2. 精密铝合金结构件正在逐渐替代其它金属结构件，成为金属结构制造的主流产品。过去十年中，我国铝合金压铸结构件产量从 1999 年的 29.12 万吨增加到了 2009 年的 122.70 万吨，年均增长率高达 42.14%，占金属压铸结构件总产量的比重也从 2000 年的 65% 提升到了 2009 年的 83%。09 年我国也是世界最大的铝及铝材生产国，我们判断在这种上游推动力和下游行业的不断增多的拉动力下，至少未来 5 年精密铝合金结构件产量还可以保持高于 20% 的增长趋势。

3. 下游行业客户稳定性强。这一点是工业用精密铸件、钣金件的特点决定的。产品大多需要对应客户的某

一两种型号，种类繁多、非标准化，且生产工艺复杂；大客户对其供应商的都有自己自成体系的一套认证体系，认证过程一般都持续较长时间，而认证通过之后合作关系就具有较强的稳定性，通常不会轻易发生改变。这一特点对公司来说既是优势又是问题，稳定的客户带来的较为稳定的订单，但主要客户诺基亚、西门子、阿尔卡特朗讯近年来在通讯设备市场上的表现都不是很好，它们的未来发展直接影响到公司的销售。

4. 近 10 年来精密铝合金制品行业内企业规模及数量均在不断增加，但厂均产能及市场集中度低，**市场还是处于完全竞争状态**，从而使得行业的市场化程度较高。在市场集中度最高的通讯应用领域，公司综合排名第二，国内市场占有率为 5.11%，占全球市场份额的 2.26%。
5. 未来行业增长的动力主要还是来自下游的需求推动。通讯设备（LTE，4G）的更新换代、汽车消费的持续增长、大飞机项目的实施等都将对精密铝合金结构件的需求量形成一定拉动效应。但是具体到公司，在通讯设备一块受到下游大客户市场竞争表现不佳的影响，汽车、飞机部件方面目前公司只能算是较小的 2-3 级的部件供应商，尚未成气候，未来公司的下游多行业服务领域拓展蓝图也会面临新行业内已经耕耘多年的精密铝合金部件公司的竞争（比如汽车行业的广东鸿图）。**我们觉得更应该关注公司上市后能否利用已有优势，在通讯设备行业开拓新的大客户（比如爱立信、华为）。**
6. 公司的募投项目主要是扩充产能。公司产能利用率一直较高，10 年产能为 240 万件，基本满足订单需求。募投项目“精密铝合金结构件生产项目”会增加通讯设备结构件产能 230 万件，汽车零部件产能 20 万件。在下游新的大客户拓展顺利的乐观预期下，这部分新增产能会带来公司业绩较好的增长。
7. 我们发现与公司业务相似的（铝合金结构件制造）的 A 股上市公司有广东鸿图（002101）、新朋股份（002328）和东山精密（002384）等。公司同期主营业务毛利率与同行业上市公司也基本一致。我们参照以上几家上市公司，给公司 10 年 36-40 倍市盈率的发行估值。

推介会见闻：

- 1、推介会的到场人数很多，有趣的是由于公司的下游比较多，归属不明确，来了很多各行业的分析师，如通讯、机械、汽车、甚至有色金属。
- 2、董事长介绍了公司各行业的项目情况。其中通讯设备上依旧是滤波器和塔放，主要客户诺西有 30 个项目产品在进行，明年新项目有 50 个；阿尔卡特朗讯目前 14 个，新项目 48 个。航空方面估计中国从美国采购飞机的大订单可以带来零部件转包 40 亿的市场，公司正在进行 Nadcap 认证，目前合作方有美国的 Rockwell 和 Primus，法国的 SAFRAN 等主要做起落架、机翼的飞机部件制造商，将能在订单中分一杯羹。汽车方面公司产品主要能用在发动机冷却、ABS 制动和减震系统上，目前和德国 BEHR 有新项目 21 个，日本 DENSO 有新项目 4 个，预计在 11 年可以带来 5 千万收入。
- 3、董事长表示公司的毛利率在逐渐提升，从 07 年到 10 年从 18.8% 走高到 25.1%。原因之一是创新工艺模式，比如引用铝锭熔炼工艺，使得原材料有铝锭改成铝水，仅此一项毛利率提高至少 2%。其二是高端用户有所增长造成毛利增加。公司未来会努力把毛利率提到 30%。
- 4、问答环节不是特别热烈，这里列一些问题。Q：诺西的供应商有几家？A：公司占诺西精密结构件采购量的 40%，诺西还有两家另外的供应商。Q：公司销售的定价模式？A：公司销售价格采用原材料金属成本加上一定的增值服务费用。Q：公司对 3 亿左右的超募资金作何打算？A：积极进入航空和汽车部件领域。Q：公司和华为的供应商的对比？未来发展是依然以这些海外客户为主还是争取在国内取得突破，中兴华为为主？A：公司已经和华为有所接触并获得认证，希望今年能有相关订单。

盈利预测：

- 1、预计公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 5.25 亿元、6.57 亿元、8.2 亿元；净利润分别为 0.66 亿元、0.86 亿元、1.12 亿元。
- 2、预测每股收益：2010-2012 年每股收益为 0.47，0.61，0.80 元。

投资风险:

- 1、公司的客户相当集中，存在诺西、阿尔卡特朗讯两家公司市场份额缩减业绩不断下滑带来订单减少的风险。
- 2、公司在汽车、飞机、高铁新领域的扩张也会直接面对有经验的竞争者。

5、东软载波新股分析

上市合理定价：39-44 元

公司是从事智能电网中的电表芯片和采集器研发的民营企业。总体来说，智能电网需要在用户终端安装智能电表，该电表可以实时将用户的用电信息传送到小区的一个集中器，再由集中器将信息汇总发送到电网。当前，有几种技术可以实现用户电表到小区集中器的通信，见下表。公司的芯片的功能就是在采用 PLC 技术的智能电表中将信息加载到电力线上，传送到小区集中器。

表：智能电表传输技术

技术	传输介质	特点	市场占比
PLC	电力线	不需要新设数据线	~50%
485	单独数据线	需要新设数据线	~50%
无线	无线方式	不需要新设数据线，成本较高	较少

投资要点:

智能电表未来 3 年爆发式成长，但之后会面临规模下滑：高管透露，2010 年，智能电表普及率小于 5%，但根据国家规划，在 2015 年，普及率会达到 100%。根据国家电网规划，可以看到，行业在 2011-2012 年迎来增长高峰，随后增长率会快速下降。结合 2.5 亿只电表的总需求，行业在 2014 年之后，很有可能新安装电表已经很少。而智能电表 8 年左右的寿命，也导致产品更新的需求较小，平均一年也就 3000 万台的数量。

行业竞争关键首先在渠道，其次在技术。产业链为：公司设计芯片 - 台湾芯片厂（TSMC）制造 - 下游智能电表厂 - 通过招标进入各省级电网。行业壁垒主要体现在技术和渠道上，载波芯片有一定技术壁垒，但也不是很高，当前国内就有 5 家公司可以提供载波芯片。渠道的作用可能更强，与电信等设备的采购不同，智能电表的采购主要是在各省级电网招标，在招标中，技术标只是一部分，其余的比重就看各家的渠道和关系资源了，通过这个也可以看到，智能电表的性能和技术不是什么太高的门槛。这也可以推断出，智能电表厂对载波芯片的性能要求也不是最看重的，渠道和客户关系也是一个比较重要的因素。

公司市场占比 50%，竞争力在渠道。分析完行业的情况，再来看看公司的竞争力在哪里。国内有 5 家公司可以提供电力载波芯片，公司和前期上市的福星晓程是前 2 大供应商，公司当前市场占有率 50%，福星晓程 30% 左右。在推介会上，高管坦言福星晓程在技术上更领先，公司在整体方案上更领先。我大学本科主修电子工程和通信，我认为高管所说的解决方案不是什么核心技术，该技术只是提供了一套加载在路由器上的固件（也就是驱动路由器的很小的操作系统），难度不是很大。我认为，公司之所以能有 50% 以上的占有率，关键还是在渠道。

公司产品储备不足，行业景气过后缺乏新增长点。公司当前营收主要来自智能电表，当前市场占有率已经在 50% 左右，未来最多也就是能保持和行业相近的增速。在智能电表安装高峰过后，公司的智能电表业务收入将面临大幅下滑，公司的营收增长只能寄希望于载波芯片的出口和扩展新业务。在出口方面，公司当前产品完全用在国内，高管也没有出口的计划。而在新业务方面，高管在推介会上说了一些电力载波芯片未来可能的应用，包括智能家电、室内电力线宽带等应用。但我们认为，这些应用面临的问题还非常多，短期内难以大面积推广。智能家电说了很久了，用手机或电脑远程遥控家电的概念挺好，可是面临的问题很多，比如标准不统一、提供的服务并不是不可缺少的、用户习惯也很难培养。至于电力线上网，现在无线路由器才 100 块钱一个，用着又方便，用户为什么折腾着去换成电力线上网呢？反正，我这个数码爱好者对智能家电和电力线上网时没啥兴趣。

募投项目对公司业绩增长贡献不大。公司是一个芯片设计公司，这类公司的特点就是轻资产，不需要固定资产投资，反正公司设计好芯片交给台湾代工厂生产，然后封装测试也是外包出去的，公司的资产就是办公室和人。公司募投项目一个是给芯片添加新功能，另外一个建设营销网络。公司历年的研发费用每年最多也就 1500 万元，至于营销网络，公司当前主要采取直销，毕竟下游客户主要是国内的智能电表厂，不需要太多的销售人员和网络。

推介会见闻

推介会去了 100 人左右。现场提问比较热烈，买方和卖方研究员均有提问。

问：公司芯片代工使用 TSMC，当 TSMC 产能紧张时，如何安排生产？答：提前 3-4 个月，不存在因为代工厂产能不足导致公司断货的可能。

问：替代技术 OPLC 对 PLC 的替代情况？答：电力电缆复合光纤，一起铺设，成本很低，PLC 是对接，OPLC 价格高，PLC 针对窄带，价格 40 块，OPLC 终端在 2000 块。OPLC 是主干，PLC 是分支。电网在一些地方抢地盘。PLC 偏重于控制。（不是很有说服力）。

问：485 和 PLC 都可以实现智能电表与集中器的通信，两者当前的情况如何？答：载波分全载波（集中器），当前以表箱（10-12 块一个），485 接口安装采集器，未来 485 的份额会越来越少。

问：物联网家电，PLC 的物联网家电何时出现？答：技术上，可以用智能插座和小变压器。

问：智能电表用几个 PLC 芯片。答：一片。

问：市场结构比较好，壁垒在哪里？公司与福星晓程相比如何？答：有经验的人才，客户培育期至少要三年，福星晓程是 2000 年做的，福星晓程定位于 IC 设计公司，公司是软件公司，提供整体方案。国家电网招标中，不指定芯片供应商，而指定技术参数。

问：为何 10 年的智能电表数量和 PLC 芯片数量相差 1 倍？答：部分是 485 接口，不需要 PLC。

问：增速的问题，安装 20-30% 的增速，市场会很快饱和，如果市场饱和，如何转型？答：使用寿命 5-8 年，设计寿命 10 年，更换周期 5-8 年。拓展 PLC 在不同领域的应用。

问：新增需求 2000 万支，是怎么来的？但：当前有 3.7 亿户，每家都有电表。很多需求来自农村存量市场。

问：行业增速 20-30%，而在报价报告中，2011 年，公司增速 50%，增速来自哪里？答：全载波占比增高，用电显示单元比较大。（我们认为，公司在 2011 年的增速基本与行业增速同步）

问：对比福星晓程。答：福星晓程做 IC 和电表，公司做整体。集中器两种模式，ODM 和方案。当前，一种是路由器、模块，另一种是纯软件，用 32 位 MCU 进行控制。当前以模块+路由器为主。（回答的不是很直接、清晰）

问：崔总 99 年做高院系统，当前仍有 5% 的业务来自其他业务。答：公司以软件起步，同时需要一些收入来支撑研发。

问：10 年的招标情况？答：10 年，电网招标 2000 万，公司 800 万，福星晓程 22%。至于集中器，不是国网统一招标，有些是送集中器，有些事省网采购集中器。

09-10 年，公司销量增速快于福星晓程，销售策略、方向是有和差异，如何保持历史优势？售价对比如何？

答：07 年，福星晓程打价格战，公司也跟进降价，但仍然比对手高一些。（公司产品相比福星晓程是有一些优势）福星晓程募投项目做芯片，公司是做窄带高速。

超募资金使用？答：产业链整合、智能电表的合作企业。当前不方便透露。

问：客户转移成本的能力强不强，电网回扣较多，高于移动。答：公司可能会调整价格以保证下游客户利润。电表企业也有自己设计芯片的想法，但是都没有实现。

问：请解释一下电力线上网？答：电力线上网，分户内和户外，两者信号不互通。宽带电力线的技术上已经解决好。对宽带电力线的功率有较多的限制，导致传输距离较短。

盈利预测：

2010-2012 年，营收增长率为：56%、45%、44%，由于单品价格下跌，导致行业营收增长低于行业数量增长，同时竞争加剧倒是公司占有率缓慢下降。

毛利率维持在当前的 64% 附近。

销售费用率和管理费用率基本不变。

财务费用将为负值，因公司有较多现金。

EPS 为：0.98、1.50 和 2.10 元。

6、华峰超纤新股分析

上市合理定价：16-18 元

主营超细纤维人造革合成革系列产品，分为超细纤维基布、超细纤维绒面革和超细纤维贴面革，2010 年上半年三类产品的收入比重分别为 35%，14%和 51%，其中基布是后两类产品的原料，质量稳定性较高，目前占据国内 70%以上的市场份额。募集资金投向 300 万平米的定岛超细纤维合成革，预计 2012 年投产，共形成 1260 万平米的产能。

投资要点：

超纤行业需求提速，行业内领先企业迅速扩大产能，产品同质化，竞争激烈。人造革的下游主要客户是鞋厂、箱包厂和家具厂等，需求稳定，行业增速缓慢，人造革企业的成长性一般，但在金融危机过后，我国消费升级加快，作为人造革的高端产品超纤皮革从 09 年开始需求增速加快，超纤进口量从 2008 年 830 万平米迅速增加到 2941 万平米，预计近几年超纤的市场需求将保持旺盛的需求，行业增速在 30%以上，高于传统的普通 PU 革和天然真皮的增速。从供给面来分析，由于相比传统的 PU 革，超纤技术含量较高，国内仅有少数厂家能够规模化生产，集中度较高，前六家企业产能占国内产能总量的 70%以上，禾欣和双象两家公司先于华峰上市，从三家企业的募投项目来看，三家企业 2 年内均有超纤的扩产项目，按照现在的行业增速并且考虑一定的进口替代，基本上可以消化，但 12 年以后如果新增产能继续增加，存在产能消化的压力。

单位：万平方米

项目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
国内超纤产量	1800	2350	2950	3540	4121
超纤进口量	200	450	450	830	2941
国内超纤消费量	2000	2800	3400	4370	7062

	募投项目扩产计划	达产后超纤产能
禾欣股份	1200 万平米/年高物性 PU 革和 280 万平米超纤	780 万平米
双象股份	600 万平米超纤	900 万平米
华峰超纤	360 万平米超纤	1260 万平米

从下表可以看到，三家企业历史成长性一般，禾欣营业收入甚至出现了负增长，净利润增速大大超过营业收入的主要原因是原材料大幅度下降导致，不具有可持续性，随着行业内产能迅速扩大，原材料价格回升，未来毛利率难以维持当前较高的水平。从产品结构来看，禾欣的产品结构最优，高物性 PU 革和超纤 PU 革均属于相对高端的产品，产能迅速扩大后，未来几年成长可期，相比之下，华峰产品结构较为单一，只专注于超纤 PU 革，目前规模仍然较小，规模优势不如禾欣。

	产品结构	主营收入	营收增速	净利润增速	期间费率	毛利率
禾欣股份	普通 PU 革、高物性 PU 革，超纤 PU 革	11 亿	-3.99%	75.13%	11.66%	24.3%
双象股份	PVC 革、普通 PU 革、超纤 PU 革	4.57 亿	10.13%	26.70%	4.12%	15.2%
华峰超纤	超纤 PU 革	3.62 亿	14.64%	74.70%	10.94%	34.01%

新股会见闻：

参会投资者不多，没有出现爆满的场面，公司总经理的推介报告缺少投资亮点，没有给我们留下深刻的印象，只是不断强调超纤 PU 革对天然真皮和传统 PU 革的替代趋势，市场空间巨大，行业内其他竞争对手产能迅速扩大对公司没有影响，并且随着超纤性能的拓展，公司未来将不断进入新的领域。

公司高管表示国内超纤近 5 年将保持 35%左右的行业增速，主要受益于消费升级，在原有基础上努力开发和

完善新产品，比如汽车装配厂用手套、劳动保护鞋、第二代 IPAD 外壳等。公司未来战略是迅速提高产能，希望在短期内在量上形成较高的壁垒，发挥规模优势。目前有 100 亩的土地储备，后续产能继续扩大条件充足。

有研究员担心 11 年和 12 年三家领先企业处于产能投放高峰期，对 11 和 12 年毛利率有影响。公司高管表示未来 2 年内国内将新增 10 来条生产线，但国内超纤总量达到 1 平方米还要 2-3 年，相比天然真皮和普通 PU 革的总量仍然很小，影响不会很大。公司也并不担心日本在华企业投资扩产的威胁，他们认为日本企业基本已经放弃中低端的人造革生产，在国内生产高端产品成本太高，目前还没有威胁。

对于公司近几年产销量良好，营业收入没有增长的质疑？公司高管解释是 07 年业务剥离造成，超纤革复合增长仍然有 25%-30%，回答比较含糊。

盈利预测：

假设公司产能投放按计划顺利进行，毛利率随着产能扩张略微下降、三项费用基本稳定，预计公司未来三年净利润平均增速为 30% 左右，10-12 年 EPS 分别为 0.51 元、0.76 元和 1.08 元。

7、辉隆股份新股分析

上市合理定价：23~27 元

公司主要从事化肥、农药、种子等农资产品的连锁经营销售。公司主营产品为化肥，营收占比 90% 以上，占比呈逐年上升趋势。

投资要点：

化肥总体分为氮肥、磷肥和钾肥。中国化肥总体产量过剩，2008 年，中国化肥总产量 6000 万吨，而消费量为 5200 万吨。结构性产量不足，氮肥（尿素为主）和磷肥总体产能过剩严重，而受制于钾肥原料不足，中国的钾肥目前产量不足。产业链从上至下为：石油、煤化工 - 化肥厂 - 销售网络 - 终端用户。

行业增长缓慢、门槛低、集中度较低。招股书中披露，未来 3 年，中国化肥消费总量的年复合增长率 3%。化肥厂技术、资金、品牌门槛较低，而化肥销售的门槛则更低，招股书中披露，中国当前化肥流通企业有 10000 家，以加盟连锁模式经营的公司也有 4000 家。除两家大型央企以外，没有任何一家公司的市占率超过 5%，而前 5 名企业的市占率合计不足 10%。

公司很难成为中国的沃尔玛或者农资中的国美。看到集中度如此之低的市场格局，我们不禁要想，连锁加盟模式能否在中国农资市场中站稳脚跟，未来能否有几个国美在此诞生。经过我们的分析，答案是否定的，我们认为，一个成功的连锁加盟模式需要满足以下几个条件：

在一个区域内的独占性。当一个公司在一个范围内建立一个销售点以后，由于购买力的限制，竞争对手如果在该区域也建立销售点，那么最后只能两败俱伤。类似的例子包括大型超市、加油站等。

较高的进入和退出成本。这会使得竞争对手不得不考虑失败的巨大风险，而减少进入该区域的意愿。例如家电连锁，其前期投入成本很高，而装修等费用又使得其退出成本也很高，一旦重复建设销售点，由于购买力不足引起的亏损会是非常大的。而且，这也让强势企业通过并购而迅速强张市场成为可能，例如当年的国美。而对农资产品销售点而言，在农村建立一个销售点，其投入成本非常低，一共只需要投入几万元，占用存货也很少，事实上，农资产品销售点根本不需要啥存货，在店里面摆几个样品就行了，当客户有需要，销售点再向配送中心下订单，由配送中心将货物送到终端用户手上。

规模优势带来的对上游的强大议价能力。当具有以上两点特性的行业中，有少数几个公司快速成长为大公司以后，就会形成较强的规模优势，从而对集中度较低的上游拥有较强的议价能力，为客户提供更低价的产品，最后扩张自己的规模，进入一个良性循环。沃尔玛和国美都是遵循这样的模式。在农资市场中，很多化肥企业都有自己的销售网络，这使得加盟连锁企业很难获得更强的议价能力，从而通过低价格扩大其市场规模。

加盟店业务营收占比不高：招股书和投价报告始终强调公司的加盟连锁模式，我一度以为公司是加盟连锁为主的化肥流通商。可是，直到我翻到招股书第 256 页，才发现事实并不是这样。公司大部分的销售竟然来自工业客户，招股书中的解释是，由于公司具有采购的规模优势，使得下游化肥厂愿意通过公司采购肥料用来

生产复合肥，而公司也能获得 10%左右的毛利率。

加盟店历史营收增长缓慢、渠道扩张效果不理想。我们暂且不管为什么招股书将重要事实放在不起眼的位置，先来看看加盟店销售的情况。2007~2009 年，加盟店销售额从 7.9 亿元增长到 8.2 亿元，而同期，配送中心从 47 个增长到 52 个，加盟店从 1937 个增加到 2145 个。这段时间内，化肥价格有一定波动，但幅度不是很大。那么，看起来，公司在销售渠道上的投入看起来效果并不明显。公司的理由是，物流中心的培育期需要 3 年，所以营收增长严重滞后于物流中心和加盟店建设。我们并不认同这个观点。化肥的产品同质化非常严重，农民对品牌的认知度很低，他们关心的是同销售人员的个人关系。既然品牌不重要，那么其新增加盟店的培育期应该是很短的。

募投项目不会带来业绩大幅增长。公司募投项目主要是物流中心建设，根据历史情况，新增物流中心并未带来营收增长，而公司也没有具体措施改变这一局面。同时，在这 3 年中，工业客户的销售是下滑的，我们也不把该业务作为一个增长业务。虽然在 2010 年前 3 季度，加盟店和工业客户销售均有 20%多的同比增长，但我们认为，仅这 3 个季度的增长不能说明这个增长是可持续的。最后，公司也号称要开展农产品收购和销售的业务，计划在 2013 年，该业务营收达到 4.5 亿元，对比公司 42 亿元的营收，这个业务营收占比不大，从毛利角度看，北大荒的综合毛利率为 5%，看来这块业务对公司的毛利贡献也不会很大。我们认为，公司未来的增长也许仅能维持一个行业增长。

推介会见闻：

推介会出席了 180 人左右，不知道是不是受到价值 500 多元的礼品剃须刀的吸引。问答环节进行了半小时，走了大概 60 人左右。散会时，上前交换名片的研究员有 30 多人，有 3、5 个人在与高管交流。

问：外省的发展情况如何？答：东北山东等地，排名前十，山东今年有望收入 7 个亿。

问：应付票据较大，原因？答：上游为大型客户，采取现款和应付。

问：加盟店的存活率？答：加盟店会备案，并有大的培训和巡查，最后进行排序，淘汰不合格加盟店。加盟店销售收入不同，北方较大，南方较小。（没有正面回答问题）

问：各个省都有自己的农资集团，公司在外省有何优势？答：农资资料包括农机、化肥、种子、农药，共性是资质壁垒、行业经验和技術含量，例如农药的使用方法，包括浓度、使用时间等。（感觉这个不是什么技术含量高的东西）在安徽的市场占有率，也就 15%，未来空间巨大，安徽农机建在 300 亿元以上。行业集中度很低，有很多小公司在做。（公司在安徽省的销售从 2007 年的 24 亿元下滑到 2009 年的 21 亿，即使考虑到价格下滑的因素，至少可以认为，公司在安徽省内的市场份额不会有太大的增长）

问：应付票据为 10 个亿，6 亿的预付账款，是具体给哪些子行业？答：上游采购用预付，下游销售用预付。（招股书中有具体说明，主要是给上游的钾肥企业，因为钾肥资源稀缺，公司需要提供预付款才能保证公司可以拿到产品）

问：报价报告中对产品价格比较乐观？答：化肥的原料为煤炭、石油等，对价格的预测基于对原材料的价格走势的判断。同时，因为极端天气等，粮价会上涨，所以化肥也会上涨。

问：对安徽省内化肥销量增长的看法？答：安徽省内成长较快，占有率会达到 45%以上，不会达到完全的垄断。（历史增长没有那么好，未来增长飞快的原因是什么？）

问：对上游采购，很多农资企业对紧缺产品比较头痛，公司如何处理？答：很少有流通企业成功进入上游，公司有参股进入上游，拥有代理优势。湘农因为购买上游企业而资金断裂。

问：公司在省外有什么优势？答：等公司上市以后，农民会很快认知公司的品牌。（农民也炒股？）

问：农药和种子差距较大，为什么？答：贸易企业的风险较小，因为其模式为以销定购，国内农药的培养需要 10 年，国外需要 15 年。

问：农民跟着产品走，不是跟着农资企业的品牌走，公司的看法？答：公司对加盟店有考核、培训，还是有较强的优势的。

问：配送中心覆盖半径，培育期？答：省内以租赁为主，力求自建为主，因为城市改造等问题。培养期需要 3 年左右，10 年增长较快就来自配送中心的培育成熟，半径在 50KM，管理 50KM 的加盟店。

问：双向流通，对农产品的收购有何规划？是实现营收 3 个亿？答：招股书上 4.5 亿元，11 年已经收购 3 亿元，由于运输问题，销售较慢，现在是农副产品涨价，比较好销，与其他公司合资成立销售公司，在安徽建

立最大的粮食中心，今年能达到 16 个亿。未来，是一个很大的业务增长，

问：资产负债率 80% 以上，其他对手的负债率大概多少？答：在农资流通企业，资产负债率一直较高，公司的比例已经在下降。对手数字的指标很难得到，行业平均在 90% 左右。

问：关于收入增速，化肥增速不高，公司存量市场的增速是什么情况？未来公司增长是否需要外延扩张？答：安徽总量 300 亿元，农药种子 200 亿，份额提升速度到达爆发的时候，未来 3 年内会达到省内 40% 的占有率。

问：农资流通企业的议价能力是否较弱，其销售规模什么情况？答：议价能力和工厂相比，除了钾肥，氮磷肥逐步走强。公司和大企业有战略合作关系。旺季时，工厂强，淡季时，销售强。总体来说，贸易强。

问：销售成本中，运输成本占比非常大，公司利润增长是否来自运输成本降低？答：海运成本变动较大主要在金融危机的一年。关于利润率，行业利润率 4~6%，公司在 7% 左右。至于规模，危机之后恢复到行业正常水平。每个版块都可以快速增长。

问：淡储下降较快，未来趋势怎么样？答：淡储变成只补贴利息，采取招标模式。

问：没有加盟费及返利等，如何培养加盟商的忠诚度？答：加盟有合同，不可能加盟其他公司。优先供应优势资源，在市场紧缺时，只给加盟店，优惠、优质供给加盟店。公司推广品牌，店长有较强的认同感。公司有淘汰制度，末位淘汰 3%。

问：关于配送中心，平时如何管理？答：配送中心是销售、管理、盈利、服务中心。

盈利预测：

2010~2012 年，营收的年复合增长率为 35%、5%、5%。

毛利率保持稳定。

EPS 为：0.90、0.98、1.08 元。

8、惠博普新股分析

上市合理定价：22~24 元

公司是从事油气水高效分离设备研发和生产的民营企业，2007~2009 年，营收的年复合增长率为 25%，净利润的年复合增长率为 47%。

投资要点：

产业链简介：公司产品为油田设备，下游为各大石油公司，80% 的营收来自于中国三大石油公司。经营模式是，公司从下游获得订单，由公司的研发人员进行设计，设备的生产部分外包到设备制造厂。石油的产业链较长，涉及设备种类较多，梳理如下：

表：石油设备梳理

	设备	上市公司
油田勘探	勘探软件	恒泰艾普
油田开发	压裂设备	杰瑞股份
	钻采设备	宝德股份
	计量设备	海默科技 惠博普
油气处理	油气分离	惠博普
油气存储	储油罐清洁设备	惠博普
油田环保	污泥处理	惠博普

行业增速不明朗、技术壁垒较高、呈垄断竞争局面：公司下游主要为中国三大石油公司，公司高管在推介会上说，国内市场增长几乎为零，增长主要来自中国三大石油公司在海外扩张带来的业务增长。2005~2009 年间，中国三大石油公司资本支出的年复合增长率为 20%。行业有较强的技术壁垒，各个细分行业中的竞争者不多，主要竞争者在 3~4 家，呈垄断竞争局面。石油设备的供应商可以大致分为如下三类：

表格 1：石油设备各细分市场竞争者情况简介

代表公司 优势

国外巨头	斯伦贝谢	技术成熟、品牌优势明显、产品线完全
中国三大石油公司子公司	北京迪威尔	大股东背景
民营企业	惠博普	成本优势，技术并不落后

公司有一定技术优势、生产外包模式使公司较少受到产能限制：招股书中披露，公司在高端油气水分离设备行业的市场占有率超过 50%，同时，公司有 20% 的业务来自国外石油公司，公司是唯一进入全球最高端的科威特市场的中国公司。这可以证明公司的产品是有较强的性价比和一定技术优势的。公司从事技术工作的员工有 172 人，占员工总数 46%，公司拥有 4 项发明专利。同时，设备生产部分外包的模式，也使得公司较少受到产能不足的限制。

油气处理、油田开发业务增长来自三大石油公司的海外扩张。根据当前竞争格局，我们认为，公司在三大石油公司的市场占有率将保持稳定，海外业务的增长主要来自三大石油公司未来在海外的扩张。

油田环保业务增长主要来自国内环保政策的加强，或可称为炒作热点，不过其营收占比不大：油田环保设备是将油田污泥中的石油提取出来，并将污泥进行无害化处理。董事长在推介会上介绍，油田环保市场需求很大，过去大家都想去解决，但由于如下原因，污泥处理普及率很低，1) 政策没有强制；2) 污泥中有 30~50% 的原油，由于油价低，其受益不成比例，使得对企业而言，进行回收主要是政治任务。公司在回收领域有专利，可以降低成本。公司有中石油的示范项目，其回收期为 5.6 年，即该产品有效益。11 年将有 5 个站实施，一个站大概投入 1500~2000 万元左右。十二五期间，环保是公司的重大利润增长点。2010 年，该业务的营收占比为 17%，比例不是很高，一旦相关政策出台或者企业自发的需求放量，还是能称为一个较吸引人的炒作热点。

推介会见闻：

出席推介会的人有 160 人左右，买方和卖方研究员均有提问。问答环节全程由董事长一人主持，其他高管几乎没有发言。问答环节提前 15 分钟结束，会后与高管交换名片的人大概在 40 人左右。

问：公司的设备对比其他上市公司设备有何差别？答：公司产品涵盖石油提取和分离设备等石油的每一个环节。差别主要在：1) 对手生产的不分离计量设备，在井口进行计量，而公司还可以提供油水分离设备；2) 相对杰瑞科技，公司压裂领域有测试设备，包括车载式测试设备，公司是唯一进入全球最高端的科威特市场的中国公司；3) 海默科技的设备是公司测试设备的一个模块。

问：国内需求主要是更新需求，市场空间如何？答：国内新建产能不大，公司面向高端技术领域，重点在节能技术改造，公司保持一个平稳发展的过程。2008 年之前，公司没有市场部，坐等客户上门，当前国内保持每年 3、4 千万的水平。

问：公司在海外是根据中石油出去的，以后是否还跟着中石油走？答：2003 年，公司进入非洲市场。当前，公司 80% 的业务与三大石油公司紧密相关，20% 的业务来自自己积累，比如在一些西亚的整站厂。未来是石油装备的黄金年，公司仍将跟随三大石油公司。十年之前，高端设备由国外垄断，公司已经打开了国际市场。与国外公司相比，公司技术上不落后，成本优势非常明显。

问：自动清洗装备将进入爆发式增长，已经有新疆某公司利用该设备工作，从近 5 年的情况看，自动清洗不是一个必不可少的设备和服务，公司如何看待该市场？答：战略和商用储油装备均在快速增长，由于储存介质变化等因素，清洗也迫在眉睫。过去主要是人工清洗，中国在上世纪末从国外引进了清洗设备，但该设备并未发挥重要作用。人工清洗优势：1) 各储油公司有自己的小金库；2) 劳动力低成本。2009 年底，中石油即下令禁止人工清洗。另外 2 大中国石油公司也在进行禁止人工清洗政策的制定。公司 05 年进入该市场，现有装备全国不足 20 台，公司 10 台，需求为 300~500 台（大概 50 亿元的市场）。有客户与公司谈整套装备的租赁业务，包括污水处理设备等。国有企业对设备审批的周期较长，且租赁可以帮助公司减轻资产负担。

问：报价报告中，营收增速非常快，11、12 年为 40% 和 50%，原因是什么？答：当前预测仍较为保守，海外市场通过招标程序，核心问题在于技术，1) 从投资构成角度看，例如投资 100 亿元，其中 60 亿元为油服和地面设施建设，三大首选国内公司；2) 从资质角度看，所在国也会严格审查公司的资质，才能进行投标。公司主要业务来自海外的油气处理，国内每年也就 3000 万左右。分业务介绍如下：

海上油田：前几年，中海油在海上油田的开发规模不是很大，但未来机会非常多。兰州石油机械所是公司主要竞争对手。

油田环保：市场需求很大，污泥池在国内比比皆是，过去大家都想去解决，但由于如下原因，污泥处理普及率很低，1) 政策没有强制；2) 油价低。污泥中有 30%-50% 的原油，其受益不成比例，使得对企业而言，进行回收主要是政治任务。公司在回收领域有专利，可以降低成本。公司有中石油的示范项目，其回收期为 5.6 年，即该产品有效益。11 年将有 5 个站实施，一个站大概投入 1500-2000 万元左右。十二五期间，环保是公司的重大利润增长点。公司正在开发移动式处理设备，解决油田企业的遗留问题。

在测试设备领域，公司先走国外市场（05 年），后走向国内，公司在三大石油公司的占有率 50% 左右。

在自动化服务方面：今年将有 5000 万收入，去年 4000 万。

租赁服务：公司会开展设备租赁服务，以促进公司营收增长。

问：公司在手订单，订单周期？答：订单比较敏感，交货期大概 3-6 个月。（为什么订单情况敏感，董事长并未说明）

问：公司成立的背景，与三大改制有何联系？答：必然性不大，08 年时金融危机，国际油价很低，公司是被分流减负出来的，没有任何关系。（公司很强调这点）

盈利预测：

2010-2012 年，营收增长率为 25%、35% 和 35%。

综合毛利率保持在当前的 46% 左右。

2010-2012 年，EPS 为 0.49、0.66 和 0.96 元。

9、捷成股份新股分析

合理定价：55.5-62.9 元。

公司主要产品为音视频整体解决方案，包括：媒体资产管理系统解决方案、高标清非编制作网解决方案、全台多元异构一体化网络解决方案和全台统一监测与监控解决方案。2010 年 1-6 月份，媒体资产管理系统解决方案、高标清非编制作网解决方案、全台多元异构一体化网络解决方案和全台统一监测与监控解决方案的收入占比分别为 45.11%、32.28%、7.50% 和 8.47%；毛利占比分别为 42.31%、29.30%、8.92% 和 7.74%。目前公司在音视频解决方案领域内的市场占有率为 6.3%，行业排名第三。

投资要点：

政策推动广电数字化、高清化建设，公司作为国内主要音视频解决方案商将充分受益。音视频解决方案下游客户主要是广电行业，近年国家广电总局发布一系列政策促进广电行业数字化、高清化建设，目前广电行业数字化改造大约完成了 40%，高清化改造才刚刚开始，随着 2015 年时间截点的日益临近（在 2015 年停止模拟广播电视的播出），我们预计未来 3-5 年广电系统将进入数字化改造的高峰，2012 年国内的音视频系统细分领域的市场规模有望接近 50 亿元，复合增长率在 20% 以上。

推介会见闻：

- 1、会场人数爆满。
- 2、提问基本由总经理回答，回答问题比较正面，由于公司所处广电音视频整体解决方案行业属于交叉领域，所以很多问题集中在对产品、对市场竞争格局的了解方面，也有部分投资者对公司招股说明书引用的汉鼎咨询数据表示怀疑。

可能的股价上涨的催化剂：

- 1、广电行业数字化、高清化建设进度高于预期，有政策催化。
- 2、公司利用超募资金进行行业并购整合。

盈利预测：

- 1、2010-2012 年，媒体资产管理系统解决方案的收入增速分别为 5%、35% 和 35%，高标清非编制作网解决方案的收入分别为 230%、100% 和 100%，全台多元异构一体化网络解决方案的收入增速分别为 -40%、100% 和 100%，全台统一监测与监控解决方案的收入增速分别为 30%、120% 和 100%。
- 2、公司上市后营销网络建设将提速，人员规模也会扩大，相应销售费用率会上升到 4.5% 左右，管理费用率会上升到 13.5% 左右。预计未来毛利率会保持相对稳定，在 42%~43% 之间，主要还是取决于产品结构的调整。

3、预测每股收益：2010-2012 年每股收益为 1.20 元、1.85 元和 2.78 元

投资风险：

营销网络建设可能会低于预期。目前同行业主要竞争对手中科大洋、索贝数码、新奥特等均已建立了遍布全国的区域营销中心，与同行业竞争对手相比，公司营销网络建设相对滞后。公司在招股说明书上也提到上市募集资金后要加快营销网络建设，但是我们认为公司的营销网络建设可能会低于预期，一来捷成在 2010 年 6 月底就有近 1 亿的货币资金，在多地布点分支机构并不缺钱，另外，即使真的缺钱，捷成股份在过去几年并没有像与其实力相当的新奥特一样引进风投机构来解决资金问题，所以我们对公司上市后能否做好和扩大营销网络建设还存在一定的担心。

表：主要竞争对手情况

公司	性质	市场份额	各地分支机构	主要客户
中科大洋	国企	17.8%	数十家	中央电视台、凤凰卫视、北京、辽宁、安徽电视台、国家音像资料馆、新华社
索贝数码	中外合资	18.0%	30 家以上	中央电视台、上海文广、北京、沈阳、成都电视台、央视音像资料馆、SMG
新奥特	私企	6.0%	30 家以上	上海文广、中央电视台、广西广播电台、北京、辽宁、福建电视台、电影资料馆
捷成股份	私企	6.3%	1 家	中央电视台、北京、上海、广西、贵州、四川、吉林电视台、中国教育电视台、中央广播电台、广西广播电台、广电总局监测中心、国家新闻出版总署、国家图书馆、国家气象局等资料

10、金新农新股分析

上市合理定价：18~22 元

公司是从事精细化猪饲料研发和生产的民营企业。2007~2009 年，公司营收的年复合增长率为 35%，净利润的年复合增长率为 63%，数字相当诱人，同时，高管在推介会上一一直强调公司是高端猪饲料的龙头。我们在这里就分析一下，公司的产品到底怎么样，公司历史增长来自哪里，未来的增长又将如何。

投资要点：

公司的教槽料并非非常高端的产品。先对公司的产品 - 猪饲料做个介绍。生产链条上讲，猪饲料从上到下为：预混料（维生素、添加剂）+ 豆粕、鱼粉等蛋白质 - 浓缩料（包括教槽浓缩料）+ 玉米、麦麸等能量原料 - 配合料（教槽料）- 猪。从生产链上可以看到，越是上游的产品附加值越高，各产品的毛利率大致如下表。而公司在推介会上主要讲的是最下游的猪配合料中的教槽料，教槽料是给处于断奶前后的小猪吃的料，类似于人类的婴幼儿奶粉，可以帮助小猪更早的断奶、增加体重，从而让小猪在以后吃普通饲料的时候更快速的增重。从产品性能角度看，公司除了可以节省大概不到 10%重量的教槽料外，并无其他明显优势。附加值上讲，作为下游配合料的教槽料，其毛利率是最低的，虽然公司的教槽料毛利率相对较高（17%左右）。同时，教槽料的生产厂家并没有像招股书中暗示的那样，只有几家可以生产，事实上，国内较多的厂家都可以提供教槽料，前期上市的大北农，就可以提供教槽料。可见，教槽料并非什么高端产品，相反，是较为低端的饲料。

产品	毛利率
预混料（维生素、添加剂）	39%
浓缩料（预混料+蛋白质）	19%
配合料（浓缩料+玉米等）	10%

猪饲料行业处于成熟期，是完全竞争市场，未来增速较低、集中度缓慢提高。在分析公司历史成长之前，先简要分析一下行业概况。2010 年，中国猪饲料产量 5000 万吨，以每吨 4000 元价格计算，市场规模大概 2000

亿元。《我国猪饲料行业市场现状分析及预测》预计未来 5 年产量的年复合增长率为 6%。行业壁垒很低，属于完全竞争市场，2009 年，中国共有 12291 家猪饲料企业。受益于规模化养殖场比例的提高、科学养殖的普及以及品牌和渠道的作用增加，行业的集中度也在提高。年产万吨以上的猪饲料厂的数量占比从 2004 的 16% 提升到 2009 年的 39%，同期，总厂家数量从 14259 家减少到 12291。我们预计，当前市场集中度不断提高的趋势将在未来延续，猪饲料行业会有一批年营收超过百亿的大厂出现。

行业竞争要素在于品牌和渠道。当前猪饲料产品差异化不大。渠道和品牌是最重要的，在产品性能和价格相差不大的情况下，养殖户会更倾向于朋友推荐的品牌且购买方便的产品。

公司业绩历史增长来自新市场开拓和产品结构升级，增长受限于市场开拓，而非产能不足。现在，我们分析一下公司的历史成长。作为加工型企业，我们先分析公司的产量和产能情况。随着公司产量的上升，公司的总体产能也在增加，从 2007 年的 30 万吨提高到当前的 43 万吨。但是近三年一期，公司产能利用率始终在 70% 左右，说明瓶颈在于市场开拓。

	2007 年			2010 年上半年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
广东	60000	76,676	128%	60000	44,291	74%
东北	140000	105936	76%	180000	49360	27%
其他地区	100000	36282	36%	190000	48,219	25%
合计	300000	218894		430000	141870	

下面，我们分地区对公司的情况作个分析。

广东市场，产量增加缓慢，产能不变。

东北市场，产能增长 30%，但产量有下降。公司对此的解释是，2008 年，公司开始运作这块市场，市场仍然处于培育期，未来会有放量。我们不同意这个观点，运作了 2 年，市场仍没有打开，同时，公司在营销渠道上也没有什么大的改变，那么，未来应该保持现状。

其他地区，主要是福建和南昌市场，产量增长较快，但产能利用率仍然不高。我们认为，这两块市场很可能是公司未来主要的业绩增长点，增长率应该不会比历史高出很多。

可见，地域上看，公司营收增长主要在一部分新开拓市场。部分市场增长乏力，说明公司在市场开拓上遇到较大的问题。同时，在 2008 年，公司的产品结构有了较大提升，高毛利的教槽料占比大幅提高。

金新农未来的增长率大概也就在 10~20% 左右。最后，我们来预测一下公司的前景。我们认为，公司总体产量的增长也就保持个历史增速。第一，既然门槛不是太高，毛利率又还算吸引人，那么有更多的大厂加入或者扩产预混料、浓缩料和教槽料是必然的了。例如，大北农就对这几种猪饲料进行扩产，产能扩张在 50% 以上。第二，公司募投项目主要用作扩产，而上文分析，公司营收增长的瓶颈在市场 and 渠道，而非产能，所以我们认为扩产对公司业绩增长贡献不大。第三，公司预计，未来产品价格、产品结构和毛利率均不会有太大变化。

财务分析：公司的财务较为健康。经营性现金流始终与净利润相差不大，存货、应收账款和预付账款等与营收较为同步。值得注意的是，2010 年上半年，公司的赊销占比大幅增加，从 2009 年的 0.6% 上升到 2.1%，而整个猪饲料行业也是如此。这从侧面说明，行业和销售遇到一些困难，对公司未来的盈利是个利空。

竞争对手比较：上市公司中，主营业务与公司比较接近的只有大北农，下面将这两个公司做个简单的比较。基本财务指标上，两个公司历史增长率相近，只是大北农的毛利率和净利率更高。

	营收	3 年 CAGR	净利润	3 年 CAGR	毛利率	净利率
金新农	105,623	35%	5,837	63%	15%	5%
大北农	397,538	32%	27,875	60%	24%	7%

产品构成上看，金新农在各个产品上，毛利率均低于大北农，而且，大北农在高毛利的预混料占比更高。大北农胜出。

	预混料		浓缩料		配合料	
	营收占比	毛利率	营收占比	毛利率	营收占比	毛利率
金新农	10%	30%	30%	16%	52%	11%
大北农	31%	39%	21%	19%	48%	10%

注：两公司均有少量其他产品，这里并未统计。

从营销网络角度看，大北农在 1 年之内，经销商数量翻倍，而金新农则计划在 3 年之内翻倍，大北农更胜一筹。

	营销人数	经销商	直销占比
金新农	NA	2000 家经销商、养殖场，2013 年新增 1000 家经销商，1500 个示范户	20%
大北农	4000	2009 年底 300 个县级经销商，2010 年增加到 600 个	20%

综合看，在产品和营销网络上，大北农都更胜一筹，我们认为，大北农在未来成长性更好，应该享受更好的估值。

推介会见闻：

推介会座位做的比较满，现场提问不太热烈，问答环节在 40 分钟左右结束，会后上去私下问问题的人不多。
 问：产品具体能带给客户多少附加值，目标客户是什么？答：可以缩短繁殖周期、提高存活率。当前规模化养殖增长非常迅速，这是以前没有的。这位公司增加直销比例提供了很好的机会。广东养殖的规模化程度最高，出栏 5000 头占比 60% 以上。（在两个问题上，高管都没有给出具体数字）

问：未来产品结构占比情况如何，毛利率趋势怎么样？答：教槽料每吨毛利 1000 元，毛利率 07 年 14%，2009 年 18.5%，总体上处于上升趋势。2010 年上半年不太景气，但下半年随着行业回暖，全年毛利率会提高。同时，公司会增加直销占比，对毛利率提升有帮助。（大养殖场也会压价，相当于公司和大养殖场一起分掉了经销商的利润，这个利润在两者里面如何分配，可以通过著名的需求与供给曲线做个大致估算）

问：当前很多国内厂家也在大幅扩产，例如大北农等，各个公司扩产能否被消化？答：公司产能扩张幅度大，惠州扩产最大，在广东区域是公司的成熟市场，公司的品牌优势非常明显，在广东地区市占率巨前三。公司正在研发鱼粉替代品，价格低效果好，可以提高公司竞争力。公司正在研发粉、颗粒混合料，比较有优势，经过实证验证，但当前产能不足。教槽料以后竞争比较激烈，大北农也将其作为发展重点。规模化猪场使得教槽料市场增长快速。当前市占率 20%，未来计划增长到 30%。公司教槽料募投项目总体扩产 8.4 万吨，惠州为主。（没有直接回答产能是否会被消化）

问：豆粕价格走势，公司对原材料几个波动有何安排？答：教槽料的原材料较为高端，需要高端豆粕以及其他乳制品等。对一些精细原料，公司于上游厂商形成战略合作伙伴，从质量、价格上优先考虑。对玉米采购，公司采购高端，公司当前就近采购，未来会在东北建立采购基地，保证质量并提前储备。对豆粕，工厂在沿海和东北等产地建基地来采购。

问：大型养殖在纵向扩展，也在做饲料。答：饲料行业总体处于较好的发展时机，未来仍有很大空间，公司需要在一些地方做的更强，不能急于做纵向一体化。兰坪模式，股权不一定能导致销量增加，公司当前合作比较顺利。近几年玉米豆粕采购困难，猪场缺乏采购规模。同时，猪场的加工能力较弱，导致原材料利用率较低，有厂家与公司合作，采取原料加工。（无论如何，饲料行业的竞争还是会加剧）

问：公司和行业在 2010 年上半年，应收账款突然上升的原因？答：福建公司在 2010 年 1 月正式投产，导致

应收账款上升。由于季节性因素，上半年相对较大。

问：教槽料的营收占比有下降。答：同期总体饲料增长快，而教槽料提升相对慢，原因是，教槽料是拳头销售作用，2007年后加大产品延伸，导致教槽料提升相对慢。猪 100KG 出栏，需要 300KG 饲料，教槽料 3KG。其他饲料未来会快速增长。

问：哈尔滨的产能利用率不高，公司仍在扩产，如何考虑？答：04 年整合哈尔滨远大，其产能吃紧，生产家禽，因有较大空地，计划建一条线专门生产猪饲料。沈阳公司在 08 年下半年投产，当前正在培育市场。哈尔滨公司在 2008 年开始运作，也在培育期。未来成长性会比较快。（既然在营销等方面没有变化，为什么期待结果会不同？）

问：超募资金的使用？答：未来专业做饲料，

盈利预测：

利润表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	105,623	126,747	152,097	182,516
G%	17%	20%	20%	20%
毛利	16,354	19,625	23,549	28,259
毛利率%	15%	15%	15%	15%
销售费用	5,843	7,011	8,413	10,096
占营收%	6%	6%	6%	6%
管理费用	3,712	5,450	6,540	7,848
占营收%	4%	4%	4%	4%
财务费用	14	0	0	0
占营收%	0%	0%	0%	0%
净利润	5,795	5,935	7,121	8,546
基本 EPS(元)	0.83	0.63	0.76	0.91

11、力源信息新股分析

建议合理定价：12.9 元-14.8 元

公司地处湖北武汉市，是 IC 目录销售商，主要从事 IC 等电子元器件的推广、销售及应用服务，是整合 IC 市场供求信息的重要平台。公司拥有 10 多个产品类别和超过 15,000 种现货产品，拥有专业的 IC 网上交易网站和庞大的 IC 产品资料库。公司主要面对的市场是工业控制应用领域中小电子企业的 IC 需求市场。

投资要点：

- 据 CCID 统计，预计 2011 年中国 IC 市场规模将达到 7485.8 亿元。这其中按消费去向，可划分为：3C 行业(电脑、通讯、消费电子)，手机行业，汽车电子行业，工业控制行业。前三个行业的特性是“相对固定的应用+大批量采购”，而工业控制应用的特性则是“大量不同的应用+小批量采购”。目前工业控制应用领域的中小客户市场约占国内 IC 市场总规模的 7%，2011 年将达到 569 亿元。这一市场领域特征为：企业数量庞大，客户极为分散，采购订单规模较小，所需 IC 品种极其多样，对 IC 价格敏感度较低。因此公司这类同时提供 IC 目录销售的分销类公司有了一定的市场空间。
- 公司以定期发布的《力源产品目录》为信息载体，以**工业控制应用领域**(包括金融电子、电力电子、医疗电子、智能电表、仪器仪表、工业控制、安防监控等)的广大**中小电子工业企业**为主要目标客户，通过设在武汉的 1 个电话及网络销售中心和遍布全国的 6 家销售处、26 家合作零售网点，为客户提供服务。目录销售是指以产品目录作为传播信息载体，并通过网络、邮寄、当面派发等多种渠道向目标市场成员发布，从而获得对方直接反应的营销活动。目录销售通常用于标准化、体积小、易保存和运输的产品，如图书、化妆品、衣服、配饰等。IC 也具备这些特点。但是目录销售在单笔业务销售额和销售数量上，往往远不及授权分销商甚至贸易型的独立分销商。
- 目前 IC 目录销售在欧美是一种比较成功的业务模式。2008 年，世界最主要的四家电子元器件目录销售商 Digi-key、Mouser、RS、Farnell，其销售总额已超过 20 亿美元，且仍处于持续增长中。而在中国 IC 销售市场中，授权分销和独立分销均已形成较大规模，目录销售业态刚刚形成。国际知名目录销售商中，Digi-key 和 Mouser 尚未直接进入中国，Farnell 和 RS 偏重工业电子成品和办公器材的目录销售。

图：各类分销模式比较

	产品种类	产品价格	产品质量	交货速度	最小起订量	营销体系	技术支持
力源信息	15,000 种 现货	贴近国内 市场价格 水平	高	可做到当天 接单,当天发 货。	可低至 1 片	电话/网络 销售、渠道 销售、大客 户销售相 结合	提供包括 参考设计 方案在内 的一系列 技术支持
国外目录 销售商	数十万种 现货	高于国内 市场价格 水平	高	可做到当天 接单,当天发 货,但有可能 需要从国外 调货。	可低至 1 片	被动销售	较少
授权分销 商	通常集中 精力于少 数销售量 大的产品	贴近国内 市场价格 水平	高	大多数需提 前预定	通常不提供 零卖服务	主要服务 于少数大 客户	通常只向 少数大客 户提供技 术支持
独立分销 商	可以通过 在市场上 配货满足 客户要求	贴近国内 市场价格 水平	部分规模 较小的分 销商产品 质量不稳 定	常常需要在 市场上临时 配货	视库存情况 而定	主要服务 于上门客 户	愿意提供 技术支持, 但技术支 持能力有 待提高

4. 公司有约 15,000 种现货,在武汉拥有两座面积分别为 500 平方米和 512.8 平方米的防静电仓库,拥有产品再包装能力,每年可处理超过 3 万笔业务和 10 万个订单,可在 24 小时内将产品送抵国内主要城市,48 小时内送抵国内二线城市。但公司和国外知名目录销售商在销售额和规模上有较大差距,如 Digi-Key 的仓库面积达 5.57 万平方米,代理超过 400 家原厂的产品,库存产品种类超过 45 万种;Farnell 能够提供逾 3,000 家原厂的产品,拥有 50 万余种现货库存;RS 能够提供约 45 万种产品;Mouser 拥有约 4 万平方米的仓库,拥有约 400 家原厂的产品。
5. 投资公司需要考察的重点在于判断公司能否一定程度上复制国外 IC 目录销售商的成功。在过去 20 年中,Digi-Key 的销售额由 1989 年的 3100 万美元,发展至 2010 年的 超过 10 亿美元。其成功要素归结为具有极其丰富的产品供货能力和产品配套能力,并准确定位在以研发市场需求为代表的 IC 小批量需求市场,瞄准更关心服务而不是价格的那些客户。但是这种业务模式能否成功的在中国复制,我们目前持保留态度。近年来中国电子产业发展非常迅猛,但中国的中小电子企业大部分有山寨背景,对市场 IC 新信息的掌握和 IC 流通渠道的把握相当强,且对成本的控制比较看重,公司并不容易使自己提供的目录销售及其附加服务得到国内用户的认同。
6. 财务上我们从已经公布的财报上发现最大的问题是 07 年、08 年两年,公司的经营性现金流都是负的,考虑到公司轻资产、做分销的快速收款模式,这一点比较难以理解,需要进一步和公司确认。
7. 在 A 股没有与公司业务模式相似的上市公司。公司同期主营业务毛利率与国外同行业上市公司相比偏低。我们给予公司 10 年 35-40 倍市盈率的发行估值。

盈利预测:

- 1、预计公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 2.25 亿元、2.81 亿元、3.36 亿元;净利润分别为 0.24 亿元、0.31 亿元、0.40 亿元。
- 2、预测每股收益:2010-2012 年每股收益为 0.37, 0.46, 0.60 元。

12、南方轴承新股分析

建议合理定价: 15 元-18 元

公司地处江苏常州市,是国内专业制造并销售滚针轴承和超越离合器的企业,其产品主要应用于汽车、摩托车主机配套市场。

投资要点:

1. 行业现状:根据中国轴承工业协会的统计,我国轴承行业产量 00-10 年复合增长率达 20%,2010 年产量约为 150 亿套。其中滚针轴承 2010 年产量约占总产量的 5.6%,大约 8 亿套,较 2009 年同比增长约 30%。未来行业增长的动力主要在于经济复苏来带的下游汽车/摩托车行业需求增长。

- 行业地位和上下游产业链：公司是国内滚针轴承和超越离合器产量最大的生产企业之一，目前滚针轴承产量第一位，也是该领域国内唯一一家进入国际厂商配套零部件全球采购体系的企业。超越离合器产量在行业中名列前三位。公司的主要客户是全球知名的汽车零部件厂商和国内摩托车整车厂商。2010 年公司在汽车零部件主机市场销售收入的 73% 来自 Valeo、Bosch、Magna 三家客户，摩托车主及市场销售收入 48% 来自国内前十大摩托车厂。公司在起动机这块仅次于 Schaeffler，是 Valeo、Bosch 的起动机用滚针轴承的第二大供货商。
- 竞争格局和优势：全球最大的滚针轴承制造商是德国 Schaeffler，其年销售额已经超过 80 亿美元。国内的滚针轴承制造企业则主要有南方轴承、光洋轴承和苏州轴承，销售规模均尚未过 3 亿，占比不超过 10%。我们认为三家公司目前基本在同一条起跑线上，行业集中度不高与行业内公司规模的不匹配，意味他们都有在行业内整合扩张的潜力。
- 公司未来 2 年内，成长可期：公司所在轴承细分市场大部分被 Schaeffler 占据，随着公司为代表的国内企业技术的不断进步和成本上的优势，未来的增长空间可以看到。我们看到公司近年来逐渐将重心从摩托车向毛利率更高的汽车用轴承转移，并大力开拓 Bosch, Delphi 等大客户的新订单。这些大型汽车组件厂商对供应商实行严格认证制度，因此对供应商的粘性较高、重产品品质而轻产品价格。当然，进口替代尤其是替代德产精密仪器还是相当有难度的，公司在工艺和精度方面的水平值得进一步跟踪调研。
- 公司的募投项目将用于精密滚针轴承及单向轴承总成项目的开发建设。建成后公司将新增年产能精密滚针轴承 5000 万套、超越离合器 300 万套、OAP100 万套。其中的 OAP（单向皮带轮、滑轮总成）产品是对现有产品的产业链衍生开发，也符合当前发动机发展的需求，属于市场前景比较广阔的品种，可能会成为公司的新增利润增长点。
- 估值方面因为与公司业务基本相同的其它两家轴承公司尚未上市，我们考虑到公司属于汽配行业，参考 A 股汽车配件行业上市公司万里扬（002434）等，给公司 11 年 25 倍-30 倍市盈率的发行估值。

推介会见闻：

- 推荐会上公司管理层表现成熟且诚恳，非常有和投资者深入交流的意愿。
- 问答环节。1、问：公司未来两年订单和销售情况如何？答：2011 年已经在手约 3 亿订单，已经超过预期。2、问：工厂技术工人的构成和薪资情况如何？答：公司工人主要来自四川、河南、苏北。入职前公司给予培训。10 年的流失率上半年 10%，下半年 5% 左右，人均薪水约 3500 元，在当地处于较高水平。3、问：公司有没有进口替代的实质概念，目前轴承性能在指标上和一流产品有何差距？答：在公司做的行业性能没有差异，在一些尚未进入的行业公司感觉依然有难关，主要是材料上有限制，造成设备加工后精度不够，需要研发。4、问：公司占 Bosch 轴承采购量 10%，Valeo 30% 份额而不是更多的原因？答：并非是因为公司产品不够满足高端需求，主要是公司还比较小，产能不足。今年和 Valeo 的合同甚至签订了产能承诺书保证供货。

盈利预测：

盈利预测(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
汽车用轴承	81	98	152	210
摩托车超越离合器	68	88	108	120
电动工具	3	27	38	50
营业收入	152	213	298	380
增长%	-	40%	40%	27%
归属于母公司所有者的净利润	26	36	53	70

基本每股收益(元)	0.3	0.41	0.60	0.79
-----------	-----	------	------	------

13、顺荣股份新股分析

合理定价区间：35-41 元

公司是国内塑料燃油箱的核心生产厂商之一，是奇瑞、江淮的核心供应商，也已经进入东风、吉利、长城等的供应商体系，正在和广汽、上汽洽谈。讲的主要是产能扩张的故事，我们考虑的是产能是否可以消化和增长的可持续性。

投资要点：

1、公司 2010 年底产能 100 万只，预计 2011 年底 180 万只，2012 年后达到 300 万只。公司对 11 年产能消化很有信心，主要是吉利、长城、东风等订单将快速扩大。公司解释是以前产能不足，所以江淮、吉利等来谈时都是少量供货，吉利等由国内其他小企业供货，现在预计产能能够支持，所以会大量供货，预计能达到他们总需求的 60%-70%。奇瑞的供应比例维持稳定。另外，也在和广汽、上汽洽谈，合作设计产品，并争取进入供应商体系。

2、塑料燃油箱对金属油箱的替代已经基本完成，整个行业的增长将跟随汽车行业的增长，总体市场空间不大。目前欧洲塑料燃油箱的使用率在 85%以上，美国 70%，我国使用率也已达到了 70%左右。高中低端汽车制造商均已在其生产的汽车上配备了塑料燃油箱，剩下未使用的大部分是没有必要使用塑料燃油箱的重型车。未来汽车行业年增速在 10%-15%（公司汽车行业 2011 年年度策略），预计塑料油箱行业增长率可能在 15%左右。

3、公司能够抢占其他供应商市场份额的原因是：（1）产业链较长，成本较国外企业低，受国内中小汽车整车厂欢迎。中外合资企业或国外企业在国内的工厂模具一般在海外制造，公司自制模具；公司 20%左右的零部件自己加工和制造，以后可能比例还会提高，外企基本外购。另外，应客户要求，公司部分产品装配燃油泵，较为省力。（2）公司相对国内小企业设计能力较强，并配有进口的设备，保证产品质量，多年来召回率为 0。相对设计在国外的外企公司反应较快。（3）公司透露合资油箱厂以及国内占有率第一的扬州亚普汽车都还没有扩产，从国外预定购买设备需要一年时间。所以预计明年公司订单量充足，业绩会有很大提升。

4、但公司没有长期发展的优势。公司的所有生产设备都是进口，没有技术壁垒，小企业通过引进设备和技术人员也可以慢慢扩大市场分额。目前的行业就很分散，第一大亚普市占率 18%，公司 8%，考泰斯 5%多，众多的小企业分享市场，并有河北世昌、江苏塑光、江苏长远等进入江淮、吉利、长城等内资整车商供应体系，重庆长安汽车配件总厂、成都陵川车用配件公司分别为长安、比亚迪独家供应商。这些企业都有成长的可能，不是很容易就能夺得他们的市场。第二，扬州亚普、长春考泰斯等也会因为赚钱而扩大产能，抢占高端合资品牌汽车市场，公司相对于亚普没有任何优势。因此预计未来该行业的竞争依然激烈，毛利下降，可能会有并购事件发生。

新股会见闻：

1、从推介会不发招股书和报价报告的情况看，公司应该非常注重成本控制。董事长介绍的非常简单，所以都有不少疑问，下面提问激烈。

2、来的投资者不多，但都惊讶于公司明年翻番，后年 50%增速的业绩预测。且招股书上就有很多不解的地方，提问激烈。

3、投资者最关心的如何消化产能达到业绩翻番。公司一再强调已与吉利等协商好，订单量会猛增。还在和广汽、上汽谈合作。这些是可信的，但也有一个风险，因为这些订单数未定，可能会因为客户整车产量的下降而下降。

4、产业链及产能再扩张问题：公司已在客户聚集地广西、北京建厂，计划在西安等地建厂。现在已经在做一些油泵装配的业务，以后可能还会做油管、油泵、零部件加工等。已经在挖跨行业的一些技术骨干。

5、一些数据的问题，比如为何没有一家合资公司市占率超过顺荣，因为按照招股书中考泰斯的客户的汽车销量远大于顺荣客户的销量。我也用行研提供的数据验算一下，考泰斯对应客户的汽车销量市占率在 30%以上，而顺荣则不到 20%。公司没有给出解释。但我认为可能是供货比例的问题，每个整车商都有 2-3 个油箱供应商，比例不同，所以考泰斯可能的比例都较小。还有人问了应收账款周转率的问题，公司解释因为是优秀供应商所以 40-45 天应收账款就能到账。

盈利预测:

假设奇瑞保持 15% 的增速, 江淮和吉利都能达到 50% 渗透率, 他们的总量增速达到 15%。预计 11 年总销售量能达到 100 万只, 12 年发展其他客户后还能有高增长, 但预计毛利率会有所下降。预计 10-12 年 EPS0.98 元, 1.15 元和 1.65 元。

风险因素:

整体汽车行业景气度下降, 订单数低于预期。盈利预测中用的是 15% 的行业增速, 但若今年汽车行业增速只有 10%, 对业绩增速影响较大。

14、凯美特气新股分析

合理价格区间: 30-36 元

公司是国内以化工尾气为原料、年产能最大的食品级液体二氧化碳生产企业。下游主要是饮料、啤酒、烟草、工业和气站, 产品已通过可口可乐和百事可乐的认证。募投除了扩大二氧化碳的产能外, 还将进入氩气项目。以后还计划发展氢气、可燃气和其他稀有气体。

投资要点:

- 1、公司专注于液体二氧化碳生产, 在行业中有一定的优势: (1) 规模经济优势, 公司募投前产能 31 万吨, 已是国内最大, 其余较大的是国外竞争对手林德和普莱克斯各约 9 万吨, 重庆同辉 7 万吨, 由于上游原料供给和下游产品销售处质量外都很在乎合同的持续性和量的大小, 所以公司原料价格较国内小企业低, 产品价格较高, 毛利远高于国内小企业。(2) 公司的二氧化碳运输团队规模在国内领先, 日运输能力 1000 吨/天, 储存能力近 1 万吨。(3) 在需求较旺盛的各个地方都分布生产点, 液态二氧化碳运输还有运输半径, 主要原因是运输设备沉重, 费用较贵, 所以公司可以做到增加销量的同时保持运输费用率基本不变。
- 2、公司募投增加二氧化碳产能从 31 万吨到 51 万吨, 公司跟银行借款先期投资了, 今年二季度投产。所以我们关心二氧化碳产品的短期爆发和长期增长。从短期看, 公司对扩产作了较好的准备: (1) 继与中石化巴陵、安庆石化等签署排他性二氧化碳原料供应协议后, 已与燕山石化签订协议, 供应募投的北京 20 万吨二氧化碳项目。(2) 公司也考虑了下游需求和竞争对手分布, 北京地区目前只有普莱克斯 3 万吨量, 山东还有些小厂 10 万吨左右的供给, 而需求方面可口可乐在北京要开新厂, 天津等地可口可乐也开始供应, 还会挤进燕京啤酒、青岛啤酒供应商, 另外, 公司还透露长炼项目已签合同, 也由北京燕山凯美特供应。预计产能释放后立即可带来业绩增长。(3) 从公司历年产能利用率以及竞争对手产能利用率看, 都只有 50% 左右, 公司解释由于上游供货的不稳定性, 产能利用率都只能保持这么高, 所以 20 万吨新增产能实际可能只有 10 万吨左右。
- 3、长期要看需求和供给的增长。从招股书看, 目前市场需求在 150 万吨-200 万吨, 公司认为实际需求可能超过 250 万吨; 招股书披露目前供给有 100 万吨以上, 存在一定的需求缺口, 所以 10 万吨左右的产能应该比较容易消化。我们一直在思考为何其他企业不扩产, 或者中石化自己不大规模的做这个业务, 因为实际上是基本没壁垒的, 而毛利很高, 食品级的在 70% 以上, 工业级的估计在 40% 以上。结合公司的答案以及其他研究员讨论, 可能的原因是: 虽然毛利高, 但量还是很少, 公司做了这么多年行业第一也就 1.3 亿左右收入 (这是三个地方的总和), 所以中石化没有大规模扩产, 但未来二氧化碳排放限制后可能反而会投较多的小规模厂商。而林德则有报道在安徽等地考察拟建 20 万吨食品级二氧化碳项目。所以考虑到上游大规模石化废气供应地点有限、下游需求快速增长的地方有限, 所以未来再大规模扩产的空间不大。所以凯美特气开始考虑做其他的气体。
- 4、募投中 2 万吨氩气回收项目也在今年投产。这块的原料已与岳阳中石化壳牌煤气化公司签好协议, 供应量充足, 价格锁定。本来我较担心这 2 万吨的下游, 但公司财务总监说这块用于焊接保护气和炼钢, 和二氧化碳下游一致, 已经作好市场调查, 非常受欢迎, 有经销商想包销这 2 万吨, 公司也没放。走的是低价战略和国外企业竞争。预计这块毛利不会很高, 但销售也会不错。
- 5、公司还讲到以后要做氢气、解吸气、氩气等稀有气体的回收, 实验室已经做到。说明公司对未来有一定规划, 超募资金有可能投这几个。

新股会见闻:

- 1、董事长很能说, 到底是有思想还是能忽悠就要看以后公司的表现了。非常希望渴望募到很多钱, 不断的

表达这个意愿：如果有钱我们还有什么项目可以投，非常有前途，投资回报率 700%；我们一定不会拿投资者的钱去建厂房、买好车，一定要用这些钱赚更多地钱回报投资者；投行的盈利预测比较保守，公司以后几年的增长不是百分之几十这么算的，肯定是几倍几倍的增长。原因可能确实有些好项目跃跃欲试，或者董事长只是想自己财富增长，毕竟董事长发行前控制公司股权 99%。

- 2、去的研究员很多，至少 150 人以上。大家的问题集中在为何进入者少，以及钢铁厂等自己的气体厂。公司对进入者不多的问题没有正面回答，只是解释要做食品级达到百事等的要求至少需要 3-4 年，投资风险大。对钢铁厂的自有气体厂公司认为钢铁废气的二氧化碳含量只有 30-40%，远低于化工废气，所以成本要大。但实际上自建，特别是为了响应减碳排放政策的话可能会有扩张。
- 3、和杭氧的竞争：杭氧做空分的，空气中二氧化碳含量很少，提纯的成本较大。

风险：

- 1、非常依赖上游产品供应。安庆项目就因为安庆石化新设备调整，整个项目 2010 年产能推后达产。今年新项目也有这个风险，老项目在上游三年大修时可能也会出现这个问题。
- 2、今年氩气价格特别高，达到 1 万多/吨，以后可能下跌。

盈利预测：

- 1、今明两年产能释放，二氧化碳项目使食品级二氧化碳销售占比增加，预计今年毛利率保持 70%以上；而未来市场竞争激烈，毛利下滑，但在没有报道竞争对手大规模扩产前我们可以假设在 65%左右。氩气项目的毛利率假设为 50%。预计今年可贡献 2 个季度。2012 年产能完全消化。氢气、解吸气、氩气等 11 年开始也会有少量的业绩贡献。
- 2、销售费用率、管理费用率继续保持高位。
- 3、预计 2010-2012 年 EPS 为 0.52, 0.9, 1.35 元

15、洽洽食品新股分析

建议合理定价：33 元-38 元

公司地处安徽合肥，在全国市场专业从事坚果炒货食品的生产和销售，葵瓜子等传统炒货产品占主要地位，核桃杏仁等高档坚果也有所涉及。在市场上树立了良好的声誉，塑造了国内坚果炒货领域的“洽洽”品牌。

投资要点：

- 1、**公司是坚果炒货的绝对行业龙头，市占率遥遥领先。**公司产品中葵瓜子收入占比在 70%以上，西瓜子 10%，其它 20%左右。公司的主要销售渠道是经销商模式，收入占比在 90%以上。坚果炒货行业在过去 5 年呈现稳定增长态势，年复合平均增长率为 13.06%。09 年市场销售收入总额约 322 亿元，公司收入近 20 亿，稳居第一。公司目前刚刚进入的薯片以及其它休闲食品市场也是众多品牌激烈竞争的状况。
- 2、**公司具有一定的品牌口碑和渠道优势，但不宜因此给予溢价。**“洽洽”瓜子品牌在国内的认知度很广，渠道方面经过十来年的建设，销售网络和终端也已具规模。遗憾的是对于休闲食品行业，即使是名牌产品也无法在定价上具有明显的价格优势，因此品牌价值无法直接反应在收益上，但可以在一定程度上减少消费者的寻找成本提升销售。而渠道的方面的价值由于国内食品行业渠道商一般做多品牌代理和“来一份”等减少流通环节成本的新型连锁零食店模式的出现，其价值也并不明显。
- 3、**公司优秀务实的管理层可以给予充分信任。**管理层在过去十年从零开始，专注于做大做强坚果炒货，高速增长成为市场第一的龙头企业，至 08-10 年增长率才有所缓和。这段历史相当程度上是公司管理层能力的有效证明。我们认为公司的未来成长或将体现在以薯片为代表的新产品开发以及县级以下市场的开拓上。新产品线的开发上去年 7 月新推出的“咯吱脆”薯片已经开了一个好头，半年达成收入过亿；在低端市场开发上由于县级市场上的消费升级和空间，我们认为公司只要开始做，营收上会有可观的增量。

表：公司产品线：

葵瓜子	洽洽香瓜子、洽洽葵香、凉茶瓜子
西瓜子南瓜子	洽洽小而香、开口西瓜子、茶瓜子、小南香
豆类	洽洽怪 U 味
薯片类	各种口味洽洽“咯吱脆”
其他坚果	洽洽香花生、洽洽杏仁、洽洽开心果
烘焙食品	洽洽牛角、洽洽早餐包

- 4、公司的募投项目的针对性非常强，不同于很多上市完全是为了圈钱的募投项目可有可无的公司。项目包括哈尔滨食品加工项目、内蒙古原料基地建设项目、工艺提高及自动化项目等，目的性都非常明确，围绕公司产能、原料供给、工艺进化等关键的问题展开。
- 5、估值方面，A 股食品行业目前没有产品类型相似的上市公司，我们认为公司所在的休闲食品子行业前景优于金字火腿、量子高科、涪陵榨菜等公司所在子行业。H 股上市的中国旺旺 (0151.HK) 和公司的发展过程和现状均较为相似，均为靠一两种休闲食品做大做强之后开始尝试食品种类多元化，目前销售市盈率在 30 倍，在 H 股属于较高估值的公司。

发行推介会见闻：

公司对推介会的准备相当充分，会场外有公司的所以产品供投资者品尝并有专人介绍产品特点，价格等。公司多名高管在会上也展现了相当的水平 and 能力，给投资者留下的印象比较深刻。董事长、营销总监、财务总监对相关问题回答的都比较清晰明了，也不避讳公司的缺点和问题，整个交流环节进行的坦诚而有效。

1、Q: 公司的节日销售比例如何，从 09 年的销售和库存来看，公司是否存在瓜子来源不足的问题，公司有何对策？ A: 春节前的销售的确占据一季度较大份额，但公司规模较大，产品覆盖面广，一年内销售还算较为平缓。农产品加工行业的确存在相当大的原料供应风险，公司将从 1) 尽早获得信息；2) 培养优质合作供应商；3) 设采购点直采；4) 国外采购等方面努力规避风险。

2、Q: 公司 08 年的提价是不是不太成功，未来提价计划如何。新薯片产品的竞争策略如何。公司提到渠道下沉，如何开发下级市场。 A: 08 年提价的确很失败，一是时机不对二是提价过快宣传促销也没跟上。今年由于原料涨价，也会小幅提价。薯片产品属于烘烤型而不是普通薯片的油炸型，含油量是一般的 50%。薯片的销售目前主要在 A 级城市，和炒货分为两个团队，让销售队伍更加专注。公司目前在地级市以上的销售占 90%，县城只占 10%，今年将对县城市场采用精耕战略，目标将县以下的销售占比扩大到 30%。

3、Q: 公司提到之前一些不是很成功的产品？失败的原因在哪里。 A: 公司这两年果断砍掉了部分实验不成功或者不合适公司的品种，有些豆类是因为原料价格波动过大，开心果因为需要漂白不符合公司理念，花生产品公司会继续做，目前马铃薯为原料的薯片最有前途，推出半年销售额过亿。公司对于失败的经历都会做成案例，在内部分析学习。一个成功的产品一般需要 7 个月的导入 7 个月培育和 7 个月的成熟期，所以一般比较谨慎。

4、Q: 公司的渠道利润分配如何，超募资金有没有已有的投资计划。 A: 目前经销商和零售商合计占掉大约 45% 的利润，超募资金会在南方建立一个厂扩大生产，让研究院独立出来，并充实公司流动资金。

5、Q: 公司的南瓜子利润很高，为何销售增长不大；费用情况大致如何分配。 A: 松子、南瓜子是中国的优势原料，需求也在逐步增长，但风险是这几年价格波动很大，加工企业很难定价。费用大概占收入的 13.2%，其中广告约 6%，工资约 2.4%。成本细化下来原料占 70%，辅料 4%，包装 15%，人工 4%。公司相比康师傅，在原料成本和人工上都还有改进提高的余地。

盈利预测：

盈利预测(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	1573	2110	2530	3255
葵瓜子类	1213	1651	1981	2377
西瓜子类	150	176	229	297
薯片及其它	210	123	320	580
增长%	-	34%	20%	29%

归属于母公司所有者的净利润	101	152	186	224
基本每股收益(元)	0.505	0.76	0.93	1.12

16、千红制药新股分析

合理价格区间：30-35 元

千红制药主要从事于生化药品的研发、生产和销售，涵盖多糖和酶两大类，主要产品有肝素钠原料药及制剂、胰激肽原酶制剂和门冬酰胺酶原料药及制剂。2010 年上半年肝素系列收入占比 87.6%，胰激肽原酶系列占比 11.13%，毛利构成中肝素系列和胰激肽原酶系列占比分别为 60.94%和 34.12%。公司 09 年销售收入 7.44 亿，净利润 1.26 亿。公司过去几年增长速度很快，从招股书上披露的财报来看，公司 08、09 年的营业收入同比增速都达到了 50%以上的水平，营业利润分别增长 130%和 40%。

投资要点：

提到肝素钠原料药，大家一定对超募 50 亿的海普瑞印象非常深刻。千红制药由于其绝大部分的主营也是和肝素钠相关的，甚至被称为海普瑞的“影子股”，因此我们着重分析千红和海普瑞的异同，希望借此找到千红的投资亮点所在。

- 1、肝素钠原料药的等级不同，同样是做原料药，毛利率相差很大，千红 10 年上半年的肝素钠原料药毛利率只有 14.9%，但是海普瑞有 44%。主要因为海普瑞是国际上唯一的 FDA “零缺陷”厂商，规模最大，原料资源也最丰富，因此对下游厂家有很强的议价能力，尤其是专供赛诺菲-安万特的依诺肝素原研药的生产。千红目前只获得了欧洲的 COS 认证，因此原料药也是销往欧洲最多。目前千红也已向 FDA 提交肝素钠原料的注册申请，一旦获批我们认为千红的毛利率应该也会有个显著增长，但由于下游的需求结构已经改变，依诺肝素原研药的独占其于 2010 年 5 月截止，山德士的仿制药已于 2010 年 7 月获得美国 FDA 批准。根据赛诺菲-安万特公布的 2010 年三季报，仿制药已经占领了美国依诺肝素制剂市场约 33%的市场份额，所以安万特不再具有垄断性，随着竞争的激烈，以及海普瑞、千红等国内厂商的扩产带来的供给面的快速释放，下游厂商会把一部分压力向上转移，所以即使通过 FDA 认证，千红的毛利率也提升有限。
- 2、新股会上高管反复把山德士仿制药开始销售的“井喷”以及公司作为山德士上游供应商将会受益作为未来发展的看点，但千红由于不具有美国 FDA 肝素钠原料药的认证，因此只能通过提供依诺肝素仿制药中间体（其和肝素钠原料药一样，均可作为低分子肝素原料药的原料）间接出口到美国。公司的肝素钠原料已经于 2009 年 8 月获得美国 FDA 的认证，但是具体毛利率水平未披露，我们认为这块做的是原料药的原料，技术含量不高，所以毛利率可能并不高。
- 3、整体来看肝素钠原料药方面，技术原理并不复杂，主要是对质量要求较高，不能有杂质，所以除了资质方面，资源也是制约公司今后发展的重要因素，具体到肝素钠行业，就是看对猪小肠的控制能力如何。从肝素原料这几年价格飞涨来看，猪小肠是属一定稀缺资源的。从千红的供应商来看，之前超过 60%多都从肠衣加工厂，30%多是生猪屠宰厂，但现在和雨润设立了合资公司，以及和双汇、金锣等也签订了《合作协议》，保障肝素粗品的稳定供应。从这个方面看千红比海普瑞有一定优势。
- 4、其次和海普瑞不同的是，海普瑞只做肝素钠的原料药，而千红还做肝素钠制剂，主要在国内销售，目前在国内肝素类制剂中的市场份额为 4.23%，在肝素钠制剂企业中排名第一，是国内肝素钠制剂子行业的龙头。那么，这块业务未来成长性如何？新股会上公司高管是这样分析的，一方面目前国内肝素钠制剂尤其是低肝素钠制剂的市场基数较小，主要原因和医生用药习惯以及肝素钠制剂对临床医药水平要求较高，需要监控，所以未来的发展空间还很大，公司作为行业龙头必将首先获益；另外一方面公司目前肝素制剂的销售区域主要集中在北京、江苏和浙江等省市，募投资金做营销网络建设将会扩大公司的营销覆盖面进而提升公司肝素制剂的市场占有率。对于这个问题，我们的观点是，虽然千红是国内肝素制剂市场的龙头（包括肝素钙和肝素钠），但 50%以上的市场份额被国外三大医药巨头葛兰素史克、赛诺菲-安万特以及辉瑞公司所占据，而千红虽然是国内厂家中的龙头，但市场份额差别并不大，优势并不是非常明显。我们认为千红抢占制剂市场份额非常困难，因为公司大部分还是以肝素原料药为主的，所以制剂领域的竞争对手都是千红原料药的客户，例如齐鲁制药就购买公司的原料药，所以千红在抢占制剂的市场份额方面不能有太积极的举动。那么，公司为什么要做肝素钠制剂这块业务呢，首先，从 10 年上半年的情况

来看，肝素钠注射液的毛利率有 46%，而肝素钠原料药只有 14%，其次肝素钠原料药毛利率的波动很厉害，肝素钠注射液毛利率相对稳定。所以这块业务我们也不是很乐观。

- 5、千红还有一部分是酶制剂业务，目前形成收入的主要是胰激肽原酶制剂，是用在糖尿病并发症的治疗上的。公司在胰激肽原酶制剂中市场份额超过 60%，且享有发改委批准的单独定价资格，未来看点主要在于公司利用募投资金加大市场开拓的深度和广度，目前销售区域主要在华北、华东及华南地区，且只有三分之一的三级医院使用公司的胰激肽原酶制剂，所以高管认为拓展空间还很大。

新股会见闻：

去的研究员很多，至少 150 人以上，表明市场对肝素钠概念还是很关注，不过提问并不多。问题主要围绕的是公司怎样保证猪小肠供应，如公司募投所需的生猪屠宰量折合每年 1.2 亿头，但全国每年的屠宰量就是 7-8 亿头，相当于 1/7 的量，如何保证？公司认为虽然目前大型屠宰场的占比只有 20%，但是集中的趋势很明显，预计未来会超过 50%。还有一个问题就是海普瑞目前是和原研药合作，公司和仿制药合作，仿制药市场打开后会不会压低毛利率，这也是我前面提到的问题。董事长高管认为，百特事件后高毛利率是不正常，之后会回归。

风险：

肝素粗品继续大幅涨价的风险。

盈利预测：

假设公司产品毛利率没有太大变化（考虑到通过 FDA 之后毛利率有可能上升，同时仿制药竞争激烈也有压缩上游的毛利空间，所以暂时假设毛利率稳定）预计未来三年公司营业收入增速将维持在 25-30% 的水平，10-12 年 EPS 分别为 0.97 元、1.26 元、1.65 元

17、世纪游轮新股分析

建议询价：20.72-23.6 元

公司的核心业务是做涉外豪华游轮，还有部分旅行社业务，依托路线主要是重庆至宜昌的黄金航线，占公司游轮业务的 85% 以上，此外还开通了重庆至武汉、南京和上海的航线，覆盖长江中下游所有航线，09 年涉外收入占比 70% 左右。公司最大的特色在于其致力于高端休闲业务的发展，目前 5 艘游轮全部为五星级标准豪华游轮，且全部为 2002 年后建造，因此公司 5 艘豪华游轮的品质、载客率、票价、单传载客数量等方面均列行业第一，市场份额暂居行业第二。10 年公司营业收入规模为 2.39 亿，净利润预计为 3400 万，分别较 09 年同比增长 29.8% 和 47.8%；另外 09 年公司收入同比增长 38%，但净利润增速只有 9%。

投资要点：

- 1、公司未来业务成长点在哪里，内销还是外销？从公司收入结构占比来看，涉外业务 07 年占比高达 87%，10 年前三季度已下降至 69%，内宾收入的增长是公司成长性的主要来源。涉外主要是包销，包销的合同一签三年，之后可以选择延长，但据招股书披露截止 2009 年 12 月 31 日，原“世纪辉煌”、“世纪天子”包销商瑞士维京公司并未选择 2011 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日继续租赁公司的两艘船。所以未来业绩增长主要看自营业务的增速。
- 2、自营业务的增长取决于对国内内河旅游行业增长的判断。行业是否能爆发增长？爆发的时点是在 3-5 年还是 10 年以后？首先，我们认为内河旅游业的未来发展空间还是很大的，因为和我国的其他旅游资源相比，国内河旅游和世界知名内河旅游资源开发情况有较大差距。如最近十几年，欧洲的内河旅游业发展迅速，从 1997 年到 2006 年的 10 年时间欧洲内河游轮数量和床位数量分别增长了近 3 倍和 4 倍，而从招股书披露的时间跨度最长的长江涉外游船游客接待规模数据来看，09 年较 97 年的接待规模只增长了 42.6%。此外，欧洲内河航运旅游的产品种类也较国内丰富很多，除常规项目外，还有如“游轮+自行车”、“游轮+高尔夫”等产品。所以我们认为随着游轮投资加大，硬件设施的改良，人均 GDP 的提高，服务的改善，长江内河旅游的提升空间还是看得到的，但是是否会在 3-5 年内有爆发增长我觉得还看不到。招股书上预计的是到 2014 年长江豪华游轮的需求将增长 1 倍，即行业复合增长率 20%。但结合公布的上座率来看，公司是 80% 最高的，其余几家竞争对手最低有 30% 的，此外国内的休息制度和生活方式和欧洲完全不同，从观光游向休闲度假游的转变可能需要相当长的时间，不仅仅是钱的问题。例如从公司的自营报价来看，重庆到宜昌 7 天航线的费用是 2200 元左右，还包括上岸景点的门票，相当于包吃住可以享受星级酒店待遇，2200 的费用看起来并不算贵，但是从目前公司的客户群来看多数是退休的外国人，国

内中青年人仍以出国游为主要风潮，老年人又对于奢华游轮的享受并不热衷所以我们认为行业的增速应该在15%左右，属于稳定增长型。

- 3、竞争优势何在？能否通过抢占更多的市场份额？公司高管对于这一点似乎很有信心。公司目前的主要两个竞争对手东江实业和长江海外，论游轮的豪华程度和服务，这两家都和东江不可比，如东江实业只有一艘豪华游轮，长江海外02年之后只投入新建了一艘游轮。我们认为从这个角度来看，如果受益于旅游消费升级的话，公司还是首当其冲的，但是正如消费升级是个长期过程，市场份额的提升应该也是逐步的。

新股会见闻：

由于内河航运旅游是个比较新的细分行业，投资者普遍对行业前景比较谨慎。大家关心的问题主要是为什么瑞士维京没有续签。董事长的说法是金融危机，但我们觉得非常值得商榷，09年底金融危机已经结束了，似乎没有多大关系。其次是自营这一块目前的开展情况，消费群体结构，感觉公司也比较回避。风险方面，由于公司的净利润只有3400万，所以受所得税政策影响非常大，现在公司享有的是15%的优惠税率，所以税率政策对公司的盈利情况有很大影响。

盈利预测：

募投资金新建的2艘豪华游轮最快12年2、3季度可相机下水运行，公司的游轮接待能力将提升53%，但我们认为供给的增加可能会导致单船上座率的下降，所以预计未来三年公司增速在30%左右，2010-2012年EPS分别为0.75元、0.74元、0.86元。给予11年30倍估值。

2. 调研、点评和专题

2.1. 调研

1. 聚光科技调研纪要

公司主营业务是研发、生产和销售应用于环境监测、工业过程分析和安全监测领域的仪器仪表。以先进的检测、信息化软件技术和产品为核心，为环境保护、工业过程、公共安全和工业安全提供分析测量、信息化和运维服务的综合解决方案。主要产品包括：激光在线气体分析系统、紫外在线气体分析系统、环境气体监测系统、环境水质监测系统、数字环保信息系统、近红外光谱分析系统等。

从国际上来看，在公司所处的仪器仪表行业中是可以成长为千亿美元市值以上的公司，例子：美国热电（Thermo Scientific 赛默飞世尔科技），目前仍然可以保持CAGR10%以上的成长性。公司目前主业所涉及的细化行业主要涉及：

- **工业过程分析仪器** 用于工业生产流程中对物质成分及性质进行自动分析与测量，下游应用行业包括石油化工，钢铁，能源电力，建材等等众多行业；根据仪表协会的数据，09年此行业容量接近1000亿元，但同比增速从08年的18.7%降到8.88%。这是个让我们担心的问题，因为公司此业务分拆也显示了同增下滑。

2006-2009 年中国工业过程分析仪器市场规模及市场增长率（亿元）



图 2006-2009 年中国工业过程分析仪器市场规模

数据来源：中国工控网（www.gongkong.com）

2010-2013 年中国工业过程分析仪器市场规模及市场增长率（亿元）



图 2010-2012 年中国工业过程分析仪器市场规模

数据来源：中国工控网（www.gongkong.com）

招股书中认为4万亿投资对工控仪器的拉动作用有滞后，10年增速将有所恢复，达到13%，而12年后依托中国经济下一轮周期拉动分析仪器景气度使得CAGR恢复到15%以上的结论，我们认为这个假设非常乐

观，目前是否处在拐点位置是值得继续考察的。

目前 A 股中没有综合的仪器公司，我们注意到最近刚上的天瑞仪器主营 XRF 设备与公司下属子公司北京盈安所代理的英国 MetalScan 和美国的 NITON(热电)的仪器形成直接竞争；从营收角度来看天瑞仪器(300165.SZ)比北京盈安要大 2.5 倍。聚光是在 07 年收购该公司，从而获得进入 XRF 仪器渠道，未来逐渐取代进口代理，进入金属探测的领域的可能性是比较大的。同时在工业仪器上，汉威电子(300007.SZ)，主要做气体检测一块，毛利在 50%-60%之间，各券商对工业仪器仪表行业的未来 3 年增速均比较乐观在 CAGR30%左右。

- **环境检测分析仪器** 包括对环境气体（环境空气，废气）和水质监测（广域水环境和废水）近年来环境检测仪器公司认为 CAGR 保持在 20%以上，10 年的市场容量接近 110 亿元。最近上市的先河环保(300137.SZ)在河南河北市场上比较具有优势的环境检测系统提供商。WIND 一致预期 10 年营收 1.9 亿，净利润 5 千万，未来 3 年 CAGR 在 50%左右。



- **安全检测分析仪器** 公司此业务主要以光纤传感器为核心技术运用在隧道，地铁等场合的安全运行监测。公司认为光纤传感监测近几年的 CAGR 在 16%左右，目前市场容量在 10 亿元左右，A 股中理工监测(002322.SZ)是专业在电力行业安全检测设备提供商，和公司没有形成直接的竞争。

总的来看，公司目前业务所对应的行业容量已达上千亿，是一个大行业，而在涉及的各细分行业中的**行业集中度**仍然较低：

环境检测仪器，公司第一占 8.3%，HACH7.9%和深圳宇星 6.6%为第二第三；

工业过程气体分析仪器公司市占率仍是第一 14.6%，西门子 8.2%与 ABB7.3%分别位于第二和第三。

如果我们参考三寡头模型，公司完全有可能成为中国仪器行业内的龙头企业，而一个上千亿市场容量也行业仍处在成长期的行业龙头所对应的公司市值，是很吸引人。

单位：万元

产品名称	2010 年上半年		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
环境监测系统	11,290.71	46.75%	28,513.36	54.17%	12,995.99	36.73%	3,389.77	24.72%
工业过程分析系统	10,230.47	42.36%	19,904.07	37.81%	18,254.57	51.60%	8,574.99	62.53%
安全监测系统	1,030.50	4.27%	2,055.59	3.91%	1,264.47	3.57%	268.45	1.96%
运营维护服务	285.20	1.18%	323.52	0.61%	438.61	1.24%	0.00	0.00%
数字环保信息监测系统	871.28	3.61%	17.09	0.03%	740.95	2.09%	0.00	0.00%
其他	445.18	1.84%	1,824.41	3.47%	1,685.71	4.76%	1,480.77	10.80%
合计	24,153.35	100.00%	52,638.04	100.00%	35,380.30	100.00%	13,713.98	100.00%

从目前的营收结构来看环境检测收入占比最高在一半左右，并且呈现快速增长趋势，公司从 08 年开始在环境检测系统业务规模上已经超越先河环保（300137.SZ），在工业控制分析系统上比上市可比公司汉威电子，理工监测规模更大。

竞争壁垒 聚光科技的竞争对手目前看来可以分为两类；1）国际型大公司：ABB，Thermo Scientific，西门子，HACH (Danaher 集团子公司)，日本岛津（SHIMADZU）这样的国际综合型仪器公司 2）宇星科技，汉威电子，天瑞仪器，天河环保等在细分市场或是一定地域范围内有渠道优势这样的拥有局部优势的企业。公司较国际型公司比拼在**成本优势**上，而对于国内竞争对手，在技术实力和营销渠道上更为出色，其**并购能力以及综合业务规模**和**全国营销网络**相比国内同行是处在绝对领先地位。

护城河主要来自：

- 仪器设备无论从**理论技术和工艺技术**，以及**数据库的学习累积**来看是一个不断加深的护城河。由于公司创始人，董事长王健先生是技术出身，同时和公司内研发人员处了解到公司研发团队已达 500 多人，（大大超过招股书所披露的数字）从我们所了解的技术路径来看【从激光技术开始，→ 红外，紫外 → 化学法水检测 → 碳吸附处理】，公司确实是拥有扎实的自有技术，同时从也了解到目前的技术储备来看完全符合公司未来向实验室仪器领域发展的方向；从公司毛利率来看 08 年 72%，平稳上升到 10 年 3 季报的 80% 左右，而净利率也稳定在 40% 左右是一个很好的佐证。
- **工程服务响应能力，用户使用习惯以及品牌** 仪器非通用型设备，供应商定制能力，用户使用习惯将极大的遏制竞争对手的进入，同时这种优势又用品牌的形式巩固下来
- **公司业务结构优势**：在工业过控，环境检测等业务上同时快速发展，具有很强的协同效应，更能体现品牌效应。
- 公司高管机构和背景是我们和公司站投交流感觉最吸引他们之处。董事长王总和总经理姚总，一个斯坦福博士负责技术，一个 MBA 出身，负责管理和营销，配合默契，人际关系广泛。

调研纪要 目前公司已过会，但尚未挂牌，我们尽早的实地调研了公司和公司董秘和战投合伙人，围绕公司未来发展战略作了交流。

- **工业控制业务**：公司 03-05 年依托钢铁行业快速增长，目前增速有所下降，目前公司更看好石化行业，此业务具有较强的周期性目前来看 10 年增速在 10% 左右。
- **环境检测业务**：此业务是近年公司业务成长较快的一块，目前大气监控，废水废气监控系统受益于十二五规划，是公司业绩增速的主要来源，目前主要客户是各地环保局，公司信用销售较为宽松，是很多人对公司大幅增长应收款比较感兴趣的主要原因。但公司历史坏账很少。
- **实验室仪器行业**：公司目前尚未进入此行业，实验室仪器容量相比目前涉及行业容量总合相当（不包含医疗检测仪器，公司也有意进入）。公司善于收购进入新领域，此外延式成长模式将极有可能用于进入此行业。目前实验室仪器行业仍然被外企所占据，未来进口替代的空间很大。我们查阅华测检测（300012.SZ）披露的设备采购预付款中看到所有的设备均采用进口设备，国内尚没有一线实验室设备供应商出现、

截止 2009 年 6 月 30 日，公司前五大预付款项余额情况如下：

单位：元

客户	金额
Waters China Limited	2,127,762.66
SHIMADZU (HONGKONG) LIMITED	1,457,257.75
Nanotec Technology Co.,Ltd	1,229,029.08
Spectro Analytical instruments GmbH	465,220.09
Angelantoni HongKong Limited	213,910.74
合计	5,493,180.32
占预付款项余额比重	71.94%

盈利预测:

10 年营收大约在 5 亿左右, 同比增长 7%左右, 但营业外收入仍然保持高位, 贡献 3500 万左右业绩, 公司招股书预测 10 年业绩为 1.48 亿与 09 年业绩 1.35 亿略有增长。公司 11 年制定目标是业绩增长 50%, 达到 2.3 亿左右, 即 EPS0.56, 公司发行的心理底线大于 11EPS0.56 的 48x 为 26.8 元, 不建议立马投资此标的, 因为公司的业绩成长性和营业外收入可能将受到市场的质疑。从我们同公司上下沟通的信息来看, 公司 11 年实现 50%的增长是大概率事件, 主要体现在工业控制仪器这块恢复增速, 石化项目的接单能力增强, 同时环境检测仪器业务中废气仪器有 2,3 亿在手订单, 而废水检测业务增速处在爆发增长前。但公司真正有跨越式发展意义的动作是进入实验室仪器领域, 给予公司 10 年-12 年 EPS0.37、0.56、和 0.73 元。

2. 威海广泰调研简报

1、公司是国内空港设备细分行业的龙头企业, 国内市场占有率稳居第一, 主要竞争对手都是国际空港设备巨头。2011 年保守估计增速 20-30%, 如果海洋工程、军品订单提前, 可能会高一些。未来增长点主要在于机场地面设备的国外市场、军品市场以及开发的新产品。

2、 机场地面设备:

海外市场: 逐步进入了海外的主流市场, 国际的知名的厂商集中在美国和欧洲(法国和德国为主)。打入了欧洲说明了公司产品具备了竞争力。海外市场 2010 年合同 1.1 亿, 增速大于国内市场增速。

国内市场: 预计保持 20%左右的平稳增速。国内航空公司过去 2 年限制运力投放, 目前航空公司运力目前相对紧张。未来几年飞机需求会带动公司设备增长。

低空开放: 公司在做部分相关方面的工作, 目前产品和低空开放不太相关, 简易的小飞机对公司的设备需求较少。

3、军品: 正在研发, 订单下半年可能会有结果, 目前较难确定。2010 年签了 5000 万, 实现收入 3000 万。2011 年规模需求由 1 个亿, 能否全部拿到不一定。主要是作战辅助设备。

4、消防车: 收购中卓时代第一年整体业绩好于预期, 2010 年收入 1.2 亿元。希望 2011 年收入可以达到 1.5 亿。产品主要批量生产, 一个订单有 30-40 台。由于品种比较单一, 毛利率比较低, 不到 20%。公司想在行业里迅速做起来, 计划研发高端的产品, 包括举高车以及关键的消防部件。举高车、机场消防车目前大多由国外生产, 价值可达几千万。

5、海洋工程: 与斯伦贝谢合作, 通过十几轮的谈判, 已经取得了船级社认证, 通过 OEM 方式生产, 初期量不会太大, 目前公司还没有把这部分作为重点。如果业务做大会考虑单独部分产品。公司主要希望利用国际公司的经验, 提高公司质量管理的能力。

6、电动客车: 威海政府目前比较积极推进。公司瞄准国外品牌。按照国际上通行的机场大巴专门研发的。希望掌握 1-2 钟核心的产品, 其他外购一些。资质方面希望收购一家客车的公司, 以客车资质申请新能源资质。(改装车资质申请比较难、过程长)。目前还未大规模发展, 只是做个尝试, 属于技术储备。

3. 云南锗业调研简报

云南锗业的产品可以分成两大类: 一类是初级产品, 包括二氧化锗、区熔锗锭、锗单晶等较初级产品; 另一类是高附加值产品, 包括锗镜片、锗镜头、太阳能电池用锗单晶片等。

基于以上分类, 我们认为对云南锗业的分析, 最需要关注的是两点

第一、行业层面的因素。关注指标为锗价, 锗价的高低决定了公司初级产品的盈利能力。

第二、公司层面的因素。关键看点在于公司产业链延伸是否顺利。公司募投产能相比原产能有几何级增长, 那么新产能的投产时间、销售、管理等等都需要持续跟踪。

从历史价格看, 现在锗价仅为历史最高值的一半, 因此从下游接受度来看还有上涨潜力。另外 2010 年很多稀缺小金属价格上涨, 但锗价并未表现, 因此也有补涨需求。

锆作为一种稀缺金属，供给将受到国家收储的影响，这是对锆价影响最大的因素，而需求方面随全球航天业复苏及红外成像领域快速发展，锆消费增速较快。

公司在积极拓展产业链，在技术上已经有了很大突破，除了传统的锆镜头、太阳能锆单晶外，高纯锆单晶、高纯四氯化锆也将逐步进入生产阶段。由于这些产品附加值高，毛利率普遍在 60%以上，因此将来公司业绩增长空间很大。

4. 世纪瑞尔调研简报

1、业务概况

目前主要是做高铁建设，最近几年是客专，后面是重载，再后是老铁路改造（改复线、电气化）。

2、视频

视频基本都是公司和国铁华程中的，公司中标京石武（1200 公里），国铁华晨中标京沪。主要的壁垒是软件开发经验和系统稳定性。

3、防灾

目前造价 6-8 万/公里，这个造价低了，还有空间，未来可能覆盖范围更广。

目前新建的客运专线都要上防灾，200 公里以下就要看情况，例如青藏铁路基本都用了。

11 年整体项目会很多。

4、订单

今年行车安全市场订单总量将继续增长，但增速会有所回落。

5、其他

暂时没有激励计划。

5. 国脉科技调研纪要

一、关于公司未来业务发展规划

未来公司业务将分为两大板块，6 条线。

1、维护

（1）设备维护：该业务也是目前的主要业务。首先，国脉科技认为这块空间上仍有很大存量市场；其次，在市场定位上，国脉科技并不愿意定位在为主设备商提供低成本外包服务的角色上，认为会受制于人，没有多大的利润空间；第三，国脉科技认为自身为第三方服务商，在七国八制的网络现状下具备中立性，同事也拥有最好的响应速度，这是能够进入较高利润环节的途径。

——对此块业务的观点：国脉科技与 Juniper 的合作关系，使得在数通设备的维护切入可行性大，并以此进入核心网维护，带动其他环节的维护，具备优势。Juniper 在近两年运营商高端路由器市场中发力猛，看好对国脉科技的推动作用。

（2）市场维护：该业务的含义是协助运营商做客户维护工作，举例说明，比如警务通业务，是伴随有相应的一些系统集成与软件开发在里面，某运营商拿下某地区的警务通业务，也将握有该地区内所有警察系统的用户。

——对此业务的观点：国脉科技在该业务中实际为 SI 的位置。随着中国通信普及率的不断提升，未来竞争重心将转入到存量用户中。各大运营商以行业应用作为吸纳中高端客户、提升用户黏性的重要手段。对该细分市场强烈看好。业务模式将是其中关键。如果有相应资源，有可能转入到虚拟运营中。

（3）IPV6 服务：该业务下国脉科技将进入硬件领域。

——对此业务的观点：IPV6 越行越近。Juniper 的强势地位对国脉科技是利好，然后 IPV6 升级中，国脉科技的定位如何？产品和服务又是怎样，尚需探讨。

2、咨询

（1）网规设计：该业务目前主要由黑龙江国脉执行，公司上次并购对象。拟向全国拓展开来。

——对该业务的观点：该业务与设备维护有联动。从目前运营商网络建设周期来看，网规设计市场较为分散，市场规模较为稳定。看点在于与华信的合作，以及与维护业务的联动。目前与中讯、京移、华信、广东规划院等，实力仍然较弱。可能向网优行业进一步发展。

（2）培训：目前起步阶段，如 Juniper 的培训服务已经由国脉科技承担。国脉科技称 2011 年 Q1 会有利润

贡献。

(3) 教育：更多是公司人才的培养。

二、对公司并购的分析

1、并购一直是国脉科技的卖点。

2、调研了解到国脉科技未来的并购方向主要为以下几个：

(1) 规划设计类，已经有成功并购案例，并以此带动业务拓展；

(2) 工程建设类，主要目标是获得更高工程建设资质；

(3) 网优类，类似华星创业并购对象那一类型；

(4) SI 类，解决方案。

3、对并购可能性的分析

公司并购对象侧重获得相关资源。对于规划设计与工程建设类，有较大概率以现金方式进行。而对于网优类以及 SI 类，分析认为有较大概率以股票+现金方式进行，以持续获得相应资源。在时点上，认为下半年披露可能性较大。

三、业绩预测与估值

预计公司 2011 年 EPS 约 0.45，目标价 22.5 元。

6. 燃控科技调研简报

公司是一家具有爆发式增长潜力的公司，产品覆盖锅炉点火和燃控设备节能环保的各个领域。其中生物质气化装置定位农村和林区燃气市场，低 NO_x 燃烧装置符合脱硝政策导向。细分市场容量巨大且竞争者寥寥，随着产品稳定运行和政策逐步明朗，都将带来公司业绩的爆发式增长。

生物质气化，解决农村用气的最佳方案。在原有不完全燃烧技术基础上，公司解决了焦油污染和热值较低的难题，在江苏建成示范工程。生物质气化具有经济、环保、节能的特点，通过采用分布式，有效利用农村和林区的废料资源，最大限度发展新型能源。预计未来十年市场容量破 900 亿，目前公司具有技术、专利垄断优势，未来有望成为行业标准制定者。

低 NO_x 燃烧，政策明朗引得“百花齐放”。最新“脱硝”征求意见稿将重点地区排放标准降至 100mg/立方米，基本确立了“前端+后端”的技术路线，未来无论是等离子体电弧燃烧还是精确配风充分燃烧，都将在市场全面启动后受益。

节油点火领域优势明显，双强少油和烟风道系统将更依赖存量改造市场。受火电新增量下滑影响，未来节油点火领域将以存量改造为主，龙头地位助开拓工业领域和海外市场。

我们看好生物质气化和脱硝市场，随着政策明朗和产品推广加速，作为行业领导者公司有望享受爆发式增长。但短期业绩贡献有限，建议长期关注并等待细分行业启动信号。

盈利预测：我们预计 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.73 元、1.06 元和 1.55 元。

2.2. 点评

1. 禾盛新材业绩点评

2010 年业绩低于预期，主要源于投入增加。我们预期 2010 年业绩 0.75 元，低于预期主要源于：1. 钢价持续上涨，四季度提价基本能覆盖钢价上涨，但未带来毛利率回升。2. 研发投入增加、合肥新生产线投入等导致费用高于预期，但夯实未来增长基础。从全年来看，营业利润增幅 32%，显著低于收入增幅 59%，主要由于 2010 年毛利率比 2009 年显著回落。这是原材料价格影响下家电行业的普遍现象。

合肥生产线建设进度符合预期。目前第一条 6 万吨生产线已投产，第二条线也将于近期开始调试。预计合肥生产线投产后，苏州储备地块的开发或将列入日程。家电彩板行业需求仍然旺盛。目前冰洗彩板渗透率约 45%，小家电空调彩电等彩板渗透率估计不到 10%。纵向看，冰洗行业增长及渗透率提升未来几年将持续；横向看，向其他家电领域的渗透才刚刚开始。

未来毛利率或稳定于正常水平。公司 2010 年毛利率已回落至 08-09 年水平，未来有望维持稳定，源于：

1. 产品结构提升。四季度研发投入增加，产品系列多样化带来的竞争力提升或逐步体现；后续苏州储备地块开发保障产品结构提升的持续性。从整机厂商角度看，成本压力亦促使其大幅提升产品结构，而外观正是整机产品提升的关键之一。

2. 客户结构稳定。未来订单增长仍有大比例来自利润较好的外资客户，如松下、LG 及坂和贸易等，公司对于大客户的产品横向渗透力度将加大。3. 钢价单边上涨未必持续。目前钢价单边上涨已持续较长时间，带来一定的成本压力，这一情况未来或出现变化。当然，如果钢价持续高涨，短期对毛利率或有负面影响，但对收入影响正面。

从利润率空间来看，2010 年净利率降至 9.2%，ROIC 已低于 20%，在家电上游属于合理偏低水平；考虑到其他竞争对手盈利能力应低于禾盛（因规模、效率、资金成本及客户结构等因素），我们认为行业利润率已无显著压缩空间。

公司在家电彩板市场已占据先发优势，与外资钢铁厂商及客户的合作关系紧密，即将打开海外市场空间。我们非常看好公司产能扩张及需求前景，将合理利润率降至 2010 年水平左右（考虑钢价上涨及投入增加等因素），下调公司 2010-2012 年 EPS 分别至 0.65 元（-0.10）、1.14 元（-0.21）与 1.59 元（-0.29），公司仍然给予重点推荐。如钢价上涨持续性不强，业绩有超预期可能。公司年报将于 3 月 16 日披露。

2. 横店东磁年报点评

10 年公司实现营收 30.01 亿元，同比增长 122.22%。实现营业利润 4.23 亿元，同比增长 133.62%。实现归属上市公司股东净利润 3.63 亿元，同比增长 123.36%，对应的 EPS 为 0.88 元。净利润规模略低于公司 3 季报预估范围。

永磁业务实现收入 9.36 亿元，同比增长 29.24%。喇叭磁钢市场份额逐渐减少；微波炉磁钢市占率达 90% 以上；增长主要集中在电机磁瓦、电机机壳和定子。永磁毛利率 29.78%，同比下降 1.54 个百分点。

软磁业务实现收入 7.64 亿元，同比增长 31.35%。扩充高端铁氧体产能，确保行业龙头地位。锰锌新材料产量稳定增长、磁粉芯与一体式产品成功推向市场。客户“抓大拓新”，拓展汽车电子、太阳能逆变、UPS、LED 等新领域。软磁毛利率 31.35%，同比上升 2.51 个百分点。

太阳能业务扩张迅速。实现营收 9.73 亿元，毛利率为 17.80%。以太阳能电池片为切入点，延伸产业链至硅片加工与组件生产。10 年电池片单片平均转换效率提高 0.6%，电池片单线产量提升 20%，硅片拉晶成品率提升 17%，切片单台产量提升 15%，目前硅片、电池片、组建生产、技术、品质水平已处于行业前列。

新增 800MW 太阳能电池片及 300MW 组件、200MW 太阳能硅片项目进度为 33%、48%，快于承诺投资进度。

太阳能项目产能扩张将继续成为公司营收增长重要动力。但基于目前产品价格变动情况，我们预计公司产线投资进度有可能减缓。基于此，我们略下调该业务收入增长预期。我们预计公司 11-13 年营业收入分别为 43.16 亿元、58.93 亿元、75.82 亿元。净利润分别为 5.40 亿、7.59 亿、10.44 亿，对应 EPS 分别为 1.31 元、1.85 元、2.54 元。

3. 联化科技年报点评

联化科技 2010 年营业收入 19.73 亿元，同比增 47.21%，营业利润 2.48 亿元，同比增 48.61%，实现净利润 2.03 亿元，同比增 56.67%，EPS 0.83 元，ROE 22.99%，略高于我们 0.81 元的业绩预测，拟按每 10 股派发现金红利 2 元(含税)

募投项目投产扩大公司生产规模是公司业绩增长的主要原因。IPO 项目“年产 2500 万吨卤代芳腈产业化技改项目、年产 600 吨 XDE 生产线项目”于 2010 年 10 月份全面投产，四季度营业收入达到 6.26 亿元，同比增 60%，环比增 50%，毛利率 23.88%。

主要客户集中度提高，前五大客户销售额占销售总额比例不断提高。公司工业业务收入自 2006 年以来保持着 26.35% 的复合增长率，而公司前五大客户销售金额占比从 2005 年的 20.52% 增加到 2010 年的 70.2%，与客户建立的长期稳定的合作关系对于定制业务比重超过 5 成的联化科技来说无疑是业绩长期稳定增长的助推器。

随着国际金融危机影响减弱、人民币汇率走强以及公司以进口业务为主的特性，公司 2010 年贸易业务营业收入达到 7.19 亿元，同比增 133.39%，其中国内市场增幅高达 202.49%。

公司计划公开增发募集 6.5 亿元建设年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌酸、200 吨环丙嘧啶酸项目和年产 300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺项目，一旦进展顺利 2013 年公司业绩将有大幅增长。

假设公开增发在 2011 年上半年完成，2013 年达产，在此基础上(未计入股本变动)我们预计 2011 年、2012

年和 2013 年公司的 EPS 分别为 1.13、1.48 和 1.87 元，对应 PE 为 30、23 和 18，我们维持公司 40 元的目标价，谨慎增持。

4. 华力创通事件点评

公司 2 月 14 日公告，成功开发出具有完全自主知识产权的北斗/GPS 多频精密导航基带芯片“HwaNavChip-1”，能够同时接收“北斗二号”系统 B1 和 B3 频点以及 GPS 系统 L1 频点，实现多系统组合导航定位和授时功能。

公司研发的该款芯片具有多频双系统、北斗精密码、高动态等先进特性，填补了我国卫星导航自主芯片在国防领域应用的空白。且该芯片的推出还使卫星导航终端设备体积更小，功耗更低，集成度更高，可广泛应用于国防兵器、国土勘察、通信网络、电网授时、交通运输、安全监控等领域。

目前全球卫星导航的应用以美国的 GPS 为主，其市场份额占全球的 95%以上，且国外对我国国防领域使用的高动态导航设备进行了技术限制和产品禁运。而北斗系统关系国家安全，未来几年国家将大力投入其建设。07 年以来已发射 7 颗“北斗二号”卫星，其中 5 颗于 10 年发射。据中国卫星导航系统专项管理办公室主任冉承其表示，预计北斗卫星导航系统 2012 年 10 颗卫星、实现无源覆盖亚太，2020 年 30 颗卫星、实现无源覆盖全球。具有自主产权的国产终端与核心部件将具有巨大的市场空间。

公司将卫星导航领域作为战略方向之一，在终端与天线、射频芯片等其他核心部件方面也已投入研发。基带芯片则是导航终端的核心部件，其成功研制为公司将来推出北斗/GPS 终端系列产品、占据产业链的重要位置奠定了良好的基础。

但目前该芯片尚未量产，且由于北斗二号尚未大规模应用，尚无确定的下游客户。此次成功开发对公司短期业绩并无影响。公司目前主营的仿真业务将保持稳健增长，而北斗系统建设的推进为公司提供了巨大的长期成长空间。

5. 九阳股份股权激励点评

九阳披露《2011 年限制性股票激励计划(草案)》，拟以定向增发方式向 246 名高管及骨干一次性授予 426 万股公司股票，占公司当前股本的 0.56%。

- 1) **九阳实施股权激励超市场预期。方案主要目标是尝试向[股权+现金]激励方式转变。**因公司此次股权激励规模较小、范围较广(仅占总股本的 0.56%，类似方案基本都有 5%以上)，而且包含了拥有股权的 3 位高管，估计目标主要是将现金激励方式逐步转变为[股权+现金]激励方式的试水尝试。如果能够取得预期的激励效果，那么未来扩大激励规模将是很有可能的。
- 2) **解锁条件较为宽松，低于市场预期。一方面因为规模较小属于尝试；另一方面新品投入较多、存在并购可能，业绩存在弹性。**解锁条件要求销售额复合增长 20%，但净利润增速相对较低，主要源于：1.激励范围较广，为使所有激励对象都能够理解该方案并起到正面刺激作用，公司选择了非常保守的业绩增速预测。如果未来扩大激励规模，那么解锁条件将会设定得更高。2.今年起显著加大新品投放力度，包括商用豆浆机及刚刚并购的净水器等都有专门的团队并加大研发投入，整体费用投入增加；而新品的市场反响尚不能确定，形成较大业绩弹性。3.未来还可能并购家居护理等小电企业，可能形成投入而不能及时贡献业绩，影响业绩增长。以公司的谨慎作风，选择了较低的净利润增长目标作为考核条件。如果未来扩大激励规模而形成常态，那么考核条件可能提高。
- 3) **授予价格为前 20 个交易日均价的 50%，是限制性股票激励计划的惯例。**不完全统计，最近半年已有龙净环保、康力电梯、光明乳业、横店东磁等企业启动限制性股票激励计划，以及之前的类似激励计划的授予价格均为公告日前 20 个交易日均价的 50%。
- 4) **激励成本测算：**3 年激励成本合计 672.2 万元，其中授予日当年、第二年和第三年分别确认限制性股票激励成本 356.2 万元、201.6 万元、114.4 万元，具体金额应以实际授予日计算的股份公允价值为准。与公司 2000 万以上的奖金成本对比，股权激励规模较小，还有较大扩张空间。
- 5) **考虑到公司加大费用投入的可能性，我们略微调低公司 2010-2012 年 EPS 分别至 0.82 元 (-0.03)、1.02 元 (-0.07) 与 1.25 元 (-0.06)。**维持“增持”评级，目标价 22.47 元。期望年报披露后，2011 年度经营目标能够更为明朗，估计将显著高于方案设定。我们重申对新业务净水器的看好，豆浆机与净水器的消费者重合度较高。公司手持现金一直超过 20 亿元，同时股权激励方案规定了较好的现金流条件，可预

期未来现金将持续充沛，后续并购扩张空间较大，将增厚业绩并打开未来增长空间。

6. 苏泊尔事件点评

苏泊尔公告，大股东 SEB 国际与公司第二大股东苏泊尔集团及公司第三大股东苏增福先生签署了《股份转让协议》，苏泊尔集团将其持有的 70,225,353 股苏泊尔股份转让给 SEB 国际，占总股本的 12.17%；苏增福先生将其持有的 45,225,047 股苏泊尔股份转让给 SEB 国际，占总股本的 7.83%。

SEB 集团溢价增持，显示对公司未来发展的较强信心。**1.增持动机：**SEB 集团倾向于持有子公司大部分股权，收购多为全资；1997 年收购巴西小家电龙头 Arno 时，先收购了 44%股权，次年即增持至 98%。**2.增持价格：**30 元增持价格与我们给予公司今年的目标价相当（动态 PE 30x），一方面显示 SEB 对苏泊尔未来发展的信心（07 年收购时亦为溢价，但目前股价已大大超过收购价）；另一方面，增持事宜还需要经过商务部批准及要约豁免程序，可能需要一定时间实施完成，届时股价可能高于当前。**3.增持成本：**本次增持将耗资 34.6 亿元。而 SEB 集团 2010 年总收入 36.5 亿欧元，其中亚太地区收入 7.6 亿欧元；2009 年净利润 1.46 亿欧元。本次增持手笔较大，充分体现了 SEB 对公司的重视，中国已经连续几年成为 SEB 集团增长最快的区域。

SEB 增持后，三方面支持力度有望进一步强化。我们一直强调，看好苏泊尔增长模式的确定性和持续性，即 [SEB 支持下的产品创新增长模式]。增持后 SEB 的订单、技术及品牌转移有望加速，可期待：**1.2011 年 SEB 订单保持高增长**，电水壶面包机等订单将会大幅转移。**2.内销新品推出加速。**公司往年集中在 9 月左右推出新品，近年因新品数量大量增加，推出时间变得较为均匀。今年 3 月即将开始推出今年新品，应能包括酝酿多时的电蒸锅等，现有品类的新型号亦将丰富，充分转移成本压力。**3.渠道业务加速转移。**公司拟成立杭州奥梅尼商贸有限公司经营 SEB 旗下高端品牌 LAGOSTINA，将开拓高端渠道并承接目前 SEB 旗下的部分百货渠道。高端炊具小电渠道业务如做大做强，将有较丰厚利润。

苏泊尔目前的发展战略及管理层不会改变。SEB 承诺，增持后将继续执行其在苏泊尔的发展战略，包括：**1.保持现有董事会结构**，原第二大股东仍可推荐 6 名非独立董事中的 2 名，独董仍为 3 名。**2.保持现有的强大中国经理人队伍**，并将在 SEB 集团得到培训。**3.继续在中国实施研发、在中国境外开发苏泊尔产品及提高中国的生产能力和条件的战略。**

因 SEB 订单及今年新品布局尚未披露，我们暂维持对公司 2010-2012 年 EPS 0.75 元、0.99 元的业绩预测；看好 SEB 支持力度加大，调高 2012 年业绩至 1.28 元（+0.05），维持“谨慎增持”评级。

7. 同洲电子事件点评

南通同洲电子有限责任公司（以下简称“南通同洲”）于 2011 年 2 月 14 日与韩国现代集团（以下简称：“韩国现代”）在深圳签署商标授权书，韩国现代授权南通同洲就数字一体机电视（是指采取内置机顶盒、内部核心芯片替代机顶盒或者机卡分离等解决方案，将数字接收、解码与显示融为一体的电视）在中国大陆范围内使用“现代”及“Hyundai”商标（商标注册号分别为 981731、517321），进行数字一体机电视的生产和销售。南通同洲是深圳市同洲电子股份有限公司（以下简称“公司”）的全资公司。

从数字电视机顶盒到数字电视一体机，公司毛利率水平将有改善。数字电视机顶盒是同洲电子目前主要产品之一。从现有数字电视机顶盒的市场与产品发生态势来看，市场竞争不断加剧，产品毛利率持续下滑。特别是，现有的采购体系较为分散，不利于领先厂商以集采方式扩大市场份额。从数字电视机顶盒到数字电视一体机，毛利率水平将有所改善，从市场数据来看，目前市面上数字电视一体机比普通数字电视要贵大概 500 左右。

数字电视一体机是发展重要趋势。从用户使用体验来看，“普通数字电视+机顶盒”的模式下，需要额外的布线，同时需要两个遥控器。数字电视一体机布线更为简单，同时只需要一个遥控器，使用更为方便。在北美和日本市场，数字电视一体机已经占到其新购机用户购买率的 97%。在欧洲国家中，法国要求从 2008 年开始新上市的电视机必须是一体机，意大利则从 2007 年开始向购买一体机的消费者提供税收补贴。

数字电视一体机的普及障碍将逐步扫清。在我国由于各地广电采用了不同的标准，信号加密途径并不统一，广电运营商普遍采用“电视机+机顶盒”模式，因而数字电视一体机还是偏少。甚至曾经出现数字电视一体机仍需要加装机顶盒方能正常使用的情况。这一难题在技术上已经逐步解决，目前可采用“一体机+大

小卡（视密卡与节目卡合一）”的方式，这样消费者即使因搬家而出现有线电视网不同的情况，也只需要更换小卡，而不需要重新购买。另一方面，根据国务院 2008 年颁布的《关于鼓励数字电视产业发展的若干政策》，规定有线数字电视接收终端实行“机卡分离”体制，因此，双卡合一的模式将成为市场上的“一体机推进标准”。

进军数字电视一体机领域是同洲电子业务端到端解决方案的拓展和进一步完善。同洲电子是国内数字视讯行业首家上市公司，在整体解决方案的技术储备、专业产品开发都保持业内领先水平，推出了一系列具有领先优势的视讯解决方案和产品。**同洲电子在广电领域拥有较强的竞争力。首先体现在广电业务平台领域。**2010 年底，在江苏省广播电视信息网络股份有限公司组织的数字电视中间件平台系统公开招标中，同洲电子凭借雄厚的综合实力，以排名第一的成绩独家中标。其中，江苏广电是国内最大、世界第二有线运营商，也是率先完成网络整合的省份之一，拥有 1700 万有线用户，今年 6 月已完成 13 个省辖市城区有线电视数字化整体转换，发展数字电视用户超过 1000 万户，双向网覆盖达 300 万户。**其次，同洲电子在业务模式上也作出了有益的尝试。**同洲电子与哈尔滨广电共同组建公司，并以分成方式分享数字电视带来的收益。从更深远的层次来看，“**数字电视机顶盒/数字电视一体机+广电业务平台**”的组合将打造广电业务层面端到端解决方案，可类比苹果“AppleStore+iPhone/iTouch/iPad”模式，符合发展趋势，想象空间巨大。

三网融合进程启动将引来新一轮热潮，同洲电子将是最受益 A 股之一。从全球范围来看，Google, Apple, 微软等 IT 与互联网巨头纷纷进军电视领域，数字电视将成为继电脑（互联网）、手机（移动互联网）之后的第三波热潮。从国内来看，三网融合进程已经启动，随着国内数字电视基础网络的建设和整合进程的不断推进，千亿级别投资下，同洲电子将成为最受益 A 股之一。

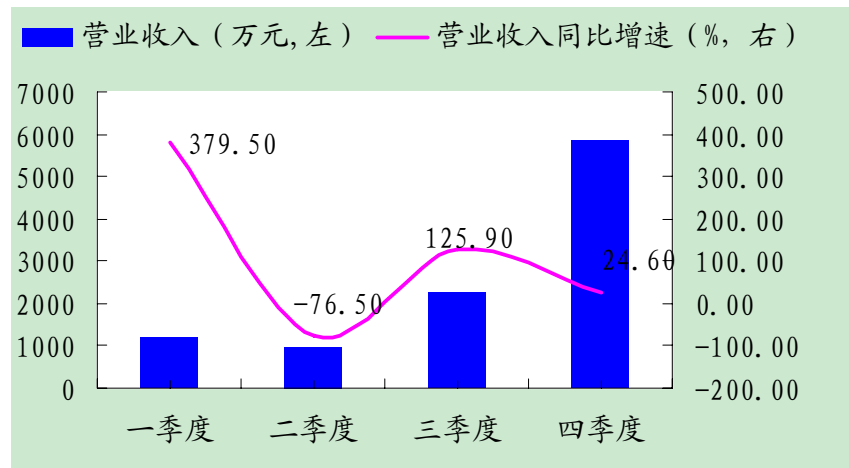
8. 华平股份年报点评

10 年公司实现营收 1.03 亿元，同比增长 1.71%；实现营业利润 0.54 亿元，同比增长 9.75%；实现净利润 0.48 亿元，同比增长 10.29%，对应的 EPS 为 1.32 元，扣除非经常性损益后的 EPS 为 1.12 元，同时公司计划向全体股东每 10 股派 10 元（含税）转增 15 股。分业务来看，占销售收入 90.72%的视频会议系统在 10 年增速较低，仅有 1.33%，另一业务视频监控的增长达到 13.47%，主要是增加了云南公安系统的监控项目 343.83 万元。

华平 2010 年的营业收入与 2009 年相比仅增长了 1.71%，未达到行业平均增长水平，其主要原因是公司在报告期内的新增大客户还处于产品导入期，招商银行上海分行、民生银行杭州分行、四川农村信用社等金融类客户属于本公司的新增客户，有一定的潜力，但未形成大订单销售。目前公司营销仍然采取高管和核心技术人员去攻克大客户的方式，在公司规模尚小的情况下，公司采取集中力量攻克各标杆性客户的营销方式是符合之前公司发展阶段特征的，不过依靠高管和核心技术人员拉订单的模式很难做大，未来可能会出现规模瓶颈。2011 年是公司的业务转型之年，新的业务模式如建立众多服务器，建立网络会议系统平台，然后大量企业可以接入进行开会沟通，公司通过收取“会议费”的形式获得收入，像该业务模式如果探索成功，未来潜力巨大，而且目前行业内只有华平一家能做。

并购方面，公司在报告期内接洽了近 10 家潜在的投资对象，并与其中的 2 家企业进行了深入的调研和洽谈。其中，一家是湖北视神软件科技有限公司，计划投资 4500 万元，该公司主要研发智能视频分析系统及数字油画软件；另一家是北京恩信思科技有限公司，计划投资 500 万元，用于多点触摸系统的开发，目前与该公司的洽谈正在进行中，还未达成具体意向。除用于以上两家并购外，目前公司还剩余超募资金 4.73 个亿，未来进行行业并购整合的可能性非常大。结合华平自己拥有的客户网络优势和二次开发能力，我们认为未来这些并购公司的协同效应将非常明显。

图：华平在 2010 年 7 月底公布第二季度出现业绩明显下滑（我们推荐的买点）



投资结论: 公司所处视频会议和视频监控行业发展前景良好, 且公司具有一定核心竞争力, 由于公司 2010 年上半年业绩基数低, 今年上半年业绩高速增长可期 (应该会大幅度超市场预期), 如果新增大客户在上半年形成大单销售更可为公司业绩锦上添花。我们预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 2.6 元、5.1 元和 6.3 元, 继续重点推荐。

9. 乐普医疗事件点评

事件:

1、2011 年 2 月 12 日, 公司公告自主研发的血管内无载体药物支架系统获得货架食品药品监督管理局颁发的《医疗器械注册证》, 准许注册生产。

2、发布业绩快报: 公司 2010 年公司实现营业收入 77,010.09 万元, 较上年同期增长 36.25%; 营业利润 46,910.02 万元, 较上年同期增长 43.25%; 利润总额 47,240.18 万元, 较上年同期增长 42.54%; 实现归属于母公司净利润为 40,975.88 万元, 比去年同期增长 40.23%, 每股收益 0.505 元。

点评:

公司无载体药物支架在一季度获批生产基本符合我们预期, 相比裸支架和药物载体支架, 无载体药物支架完全放弃了药物载体, 直接对金属支架进行加工, 以纳米微孔作为载药媒介代替高分子材料, 通过控制纳米微孔的尺寸和分布, 来达到控释药物的作用, 可以更好地发挥药物治疗效果和降低晚期血栓发生率的问题。

国内三家龙头企业微创、乐普和吉威基本覆盖了 80% 以上的手术医院, 经销商覆盖能力差不多, 产品质量没有明显差异, 形成激烈竞争下的稳定局面 (乐普占三分之一左右), 每家企业有一些细分领域独家开拓新产品, 比如乐普独家研发出分叉支架和无载体支架, 微创独家开发出颅内血管支架, 由于是创新性的独家产品, 无载体支架获批生产后面临降价的压力也相对较小, 将替代部分载体药物支架, 但我们认为行业内稳定的格局不会打破, 除非变革性产品 (比如可降解支架的推出) 面世。

无载体药物支架获批生产后将丰富产品线, 提高公司产品竞争力, 预计在下半年贡献利润。

公司 2010 年业绩基本符合预期, 主导产品药物支架和先心封堵器保持了稳定高速增长, 2010 年采取了多项收购行动, 收购思达以后, 公司已经将业务延伸到了心血管专业的各个领域, 器械和药物并重, 围绕心脏的经营架构基本完成, 不同产品互相配合, 协同效应明显, 未来随着业务整合继续深入, 盈利能力将大大增强。相比微创偏离心血管专业, 多元化发展, 我们更看好乐普的专注性。预计 2011 年和 2012 年的每股收益为 0.71 元和 1.1 元, 对应 27 元股价, PE 值为 38 倍和 25 倍。

10. 杰瑞股份事件点评

事件: 2011 年 2 月 12 日公告, 公司与德州联合石油机械有限公司签署《增资框架协议》。

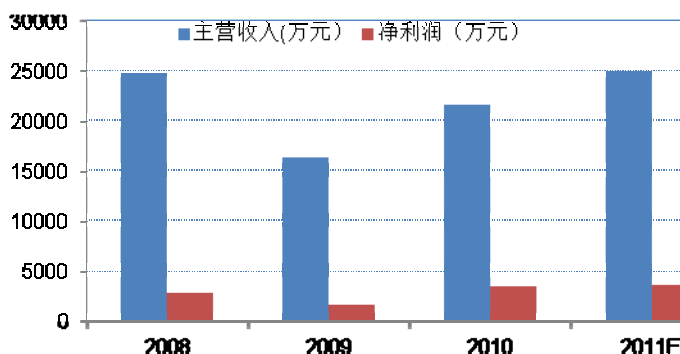
杰瑞将认缴德州联合新增注册资本 21,442,774 元, 占增资后的 35.738%, 交易完成后, 杰瑞将成为德州联

合第一大股东。

点评：德州联合主营产品为螺杆钻具，系国内知名的螺杆钻具制造商，高新技术企业，其前身是成立于 1961 年的地质部第一普查勘探大队修配厂，2004 年改制。通过增资收购德州联合，杰瑞可以延伸公司油田专用设备制造和油田工程技术服务产业链条，德州联合具有钻采动力工具的全过程生产能力，可以弥补公司某些生产制造能力的不足。

德州联合的业绩在 2009 年出现下滑，主要是受金融危机的影响，石油公司降低了投资，根据公司的预测，预计德州联合 2011 年净利润约为 3400-4000 万元，据此预测公司 2011 年度归属于母公司净利润的增加约为 1200-1400 万元，占 2010 年业绩 5%左右，对业绩贡献不大。

图：德州联合经营状况



数据来源：公司公告

2.3. 专题：超募资金和并购整合

我们在 2010 年 7 月有篇“弱市看重组，重组看中航”的专题报告，结论在 2 个月内得到兑现，当时给出的逻辑是“对投资者来说，股市低迷期间，一般也是经济景气下滑期间，大多数上市公司盈利预测都面临下调风险，因此投资的风险较大，对周期性板块尤其如此，因此重组板块的相对吸引力大大增加”。

同样是弱市和资金越来越紧张，我们认为今明两年，小盘次新股（中小板和创业板）并购整合将成为市场一大看点，当然逻辑不同与央企重组：小盘次新股上市后拥有大量超募资金，一来受到监管层必须合理安排超募资金使用的硬性要求，二来即使溢价收购，上市公司与并购公司仍有较大的估值差距，上市公司乐意低成本收购，三是现金并购大多不需要监管层审批，这进一步降低和减少了并购的难度和时间。所以我们认为只要超募现象存在，小盘股并购会成为一种必然现象。

先从小盘股的超募讲起。

一、小盘股的超募和并购

自 2009 年桂林三金首家 IPO 重启以来，262 家（截止 2011 年 1 月 15 日，从桂林三金到海立美达）中小板上市公司共募集资金 2357.7 亿元，其中超募 1329.7 亿元，超募比例为 1.29 倍；164 家创业板上市公司共募集资金 1180.9 亿元，其中超募 787.8 亿元，超募比例为 2 倍，新股发行制度改革以来，高比例超募（中小板和创业板）成为股市一种特有现象。

由于超募资金在短时间内集中爆发，部分上市公司用超募资金买地购房等现象被市场诟病，针对市场担心的超募资金使用风险，深交所于 2009 年 9 月和 2010 年 1 月，分别发布了《中小企业板信息披露业务备忘录第 29 号》和《创业板信息披露业务备忘录第 1 号》对超募资金的使用做了制度上的规定。

表 1：超募资金使用相关规定

相关规定	《创业板信息披露业务备忘录第1号》	《中小企业板信息披露业务备忘录第29号》
发布时间	2010年1月	2009年9月
使用范围	上市公司最晚应在募集资金到账后6个月内,根据公司的发展规划及实际生产经营需求,妥善安排超募资金的使用计划,提交董事会审议通过后及时披露。 超募资金应用于公司主营业务,不得用于开展证券投资、委托理财、衍生品投资、创业投资等高风险投资以及为他人提供财务资助等。	上市公司超募资金达到或超过计划募集资金净额20%时,超募资金应根据企业实际生产经营需求,提交董事会审议后,按照以下先后顺序有计划地进行使用:补充募投项目资金缺口、用于在建项目及新项目、归还银行贷款、补充流动资金。
对于补充流动资金和归还银行贷款的规定	对于超募资金用于永久补充流动资金和归还银行贷款的金额,规定每十二个月内累计不得超过超募资金总额的20%,同时在审议程序上要求该议案取得董事会全体董事的三分之二以上和全体独立董事同意,且保荐机构明确表示同意。 上市公司实际使用超募资金偿还银行贷款或补充流动资金的,公司应承诺偿还银行贷款或补充流动资金后12个月内不进行证券投资等高风险投资。	若用于归还银行贷款或补充流动资金,必须保证前后24个月内未进行证券投资等高风险投资。

数据来源: 国泰君安证券研究

“危”和“机”是超募资金的两面,除买房置地外,超募资金还主要投向并购、补充流动资金及还贷等方面,并购整合带来的外生性成长,以及归还银行贷款和补充企业流动资金带来的财务状况改善都给高比例超募的小盘股带来较大的投资机会。统计显示,截止2011年1月15日,262家中小板次新股共发生118起并购事件,涉及75家公司,162家创业板共发生71起并购事件,涉及39家公司。从并购形式上来看,主要有两种形式:一是横向并购,利用超募资金进行同业并购,主要用于做大做强主营业务规模,增强竞争力;二是纵向并购,利用超募资金整合上下游产业链,有利于降低公司的原材料成本、提升产品毛利率。

我们认为不管横向并购还是纵向并购,上市公司的这种有效外延式扩张行为无疑会提升公司业绩,降低中小板和创业板的估值水平。

表 2: 中小板并购情况统计 (2009.10.14 - 2011.1.15)

首次公告日期	股票代码	股票名称	收购标的	行业分布
2009-10-21	002278	神开股份	控股参股公司: “神开石油科技”除与录井技术服务业务有关之外的资产和业务 “神开石油科技”除与录井技术服务业务有关之外的负债	机械设备
2009-10-21	002278	神开股份	控股参股公司: 上海神开采油设备有限公司的资产、负债和业务	机械设备
2009-10-23	002293	罗莱家纺	其他关联方: 罗莱家用纺织品(香港)有限公司 100%股权	纺织服装
2009-11-27	002280	新世纪	南京江琛自动化系统有限责任公司 100%股权	信息服务
2009-12-14	002311	海大集团	控股参股公司: 湛江海兴农海洋生物科技有限公司 70%股权	农林牧渔
2009-12-21	002309	中利科技	常州船用电缆有限责任公司 100%股权	机械设备
2009-12-25	002306	湘鄂情	上海湘鄂情酒楼有限公司 100%股权	餐饮旅游
2009-12-25	002306	湘鄂情	西藏湘鄂情餐饮有限责任公司 100%股权	餐饮旅游
2010-02-02	002344	海宁皮城	控股参股公司: 海宁皮革城商贸市场开发有限公司 51%股权	商业贸易
2010-02-02	002344	海宁皮城	购买佟二堡中国裘皮皮装城房产	商业贸易
2010-03-11	002292	奥飞动漫	广东嘉佳卡通影视有限公司 60%股权	信息服务
2010-03-25	002353	杰瑞股份	杰瑞股份(002353)控股参股公司: 烟台杰瑞机械设备有限公司 35%股权	机械设备
2010-03-25	002353	杰瑞股份	杰瑞股份(002353)控股参股公司: 烟台杰瑞压缩设备有限公司 8%股权	机械设备
2010-03-26	002285	世联地产	济南信立怡高物业顾问有限公司 51%股权	房地产
2010-03-29	002328	新朋股份	新朋股份(002328)控股参股公司: 上海新朋金属制品有限公司 25%股权	交运设备
2010-03-29	002313	日海通讯	深圳市日海通讯设备有限公司 100%股权	信息设备
2010-03-29	002321	华英农业	华英农业(002321)公司股东: 彩印设备	农林牧渔

2010-04-01	002330	得利斯	得利斯(002330)控股参股公司: 潍坊同路食品有限公司 25.21%股权	食品饮料
2010-04-09	002304	洋河股份	维维股份(600300)控股参股公司: 江苏双沟酒业股份有限公司 40.5984%股权	食品饮料
2010-04-10	002316	键桥通讯	键桥通讯(002316)控股参股公司: 深圳市德威普软件技术有限公司 50%股权	信息服务
2010-04-12	002314	雅致股份	雅致股份(002314)控股参股公司: 深圳市金开利环境工程有限公司 100%股权	建筑建材
2010-04-13	002375	亚厦股份	控股参股公司: 浙江亚厦产业园发展有限公司 32.823%股权	建筑建材
2010-04-16	002344	海宁皮城	控股参股公司: 海宁(中国)皮革城出口加工区公司 30%股权	商业贸易
2010-04-17	002312	三泰电子	控股参股公司: 成都三泰电子产品销售有限责任公司 5%股权	信息服务
2010-04-17	002278	神开股份	神开股份(002278)控股参股公司: 神开石油工程技术服务有限公司 100%股权	机械设备
2010-05-05	002311	海大集团	海大集团(002311)控股参股公司: 福建海大饲料有限公司 40%股权	农林牧渔
2010-05-05	002311	海大集团	海大集团(002311)控股参股公司: 浙江海大饲料有限公司 40%股权	农林牧渔
2010-05-18	002282	博深工具	普锐高(上海)机械工具制造有限公司 60%股权	机械设备
2010-05-19	002393	力生制药	力生制药(002393)其他关联方: 天津生物化学制药有限公司 48%股权	医药生物
2010-05-20	002284	亚太股份	亚太股份(002284)控股参股公司: 杭州勤日汽车部件有限公司 25%股权	交运设备
2010-05-25	002342	巨力索具	控股参股公司: 巨力集团徐水钢结构工程有限公司 92.5%股权	机械设备
2010-05-25	002342	巨力索具	上海浦江缆索工程有限公司 100%股权	机械设备
2010-05-26	002360	同德化工	控股参股公司: 大宁黄河化工有限责任公司所属民爆相关资产	化工
2010-06-05	002344	海宁皮城	海宁皮城(002344)控股参股公司: 江苏显通置业有限公司 50%股权	商业贸易
2010-06-08	002284	亚太股份	亚太股份(002284)控股参股公司: 杭州自立汽车底盘部件有限公司 10%股权	交运设备
2010-06-09	002404	嘉欣丝绸	嘉欣丝绸(002404)控股参股公司: 嘉兴市特欣织造有限责任公司 20%股权	纺织服装
2010-06-18	002398	建研集团	控股参股公司: 重庆建研科之杰新材料有限公司 76.23%股权	建筑建材
2010-06-18	002368	太极股份	太极股份(002368)控股参股公司: 太极信息系统技术有限公司 2.73%股权	信息服务
2010-06-23	002322	理工监测	杭州雷鸟计算机软件有限公司 100%股权	机械设备
2010-07-01	002351	漫步者	漫步者(002351)控股参股公司: 深圳普兰迪科技有限公司 11%股权	电子元器件
2010-07-07	002430	杭氧股份	杭氧股份(002430)控股参股公司: 湖北杭氧气体有限公司 30%股权	机械设备
2010-07-21	002398	建研集团	上海中浦勘查技术研究所 100%股权	建筑建材
2010-07-21	002373	联信永益	长沙创新艾特数字集成有限公司 100%股权	信息服务
2010-07-30	002331	皖通科技	烟台华东电子软件技术有限公司 100%股权	信息服务
2010-07-30	002285	世联地产	武汉经天纬地兴业地产经纪有限公司 100%股权	房地产
2010-07-31	002398	建研集团	建研集团(002398)控股参股公司: 福建科之杰新材料有限公司 49%股权	建筑建材
2010-07-31	002398	建研集团	控股参股公司: 重庆建研科之杰新材料有限公司 76.23%股权	建筑建材
2010-07-31	002398	建研集团	建研集团(002398)控股参股公司: 科之杰新材料(漳州)有限公司 100%股权	建筑建材
2010-08-03	002422	科伦药业	安阳大洲药业有限公司股权	医药生物
2010-08-04	002407	多氟多	河南省有色金属工业有限公司 52.36%股权	化工
2010-08-11	002322	理工监测	宁波汉迪传感技术有限公司 100%股权	机械设备
2010-08-19	002394	联发股份	联发股份(002394)控股参股公司: 江苏占姆士纺织有限公司 49%股权	纺织服装
2010-08-19	002444	巨星科技	巨星科技(002444)其他关联方: 锂电池相关业务的资产	机械设备
2010-08-20	002302	西部建设	新疆东方卓越营销策划管理有限公司 100%股权	建筑建材
2010-08-26	002386	天原集团	许家院煤矿 100%的产权	化工
2010-08-28	002430	杭氧股份	收购承德建龙特殊钢有限公司固定资产	机械设备
2010-08-28	002442	龙星化工	沙河市精细化工有限公司 100%股权	化工
2010-08-28	002374	丽鹏股份	丽鹏股份(002374)控股参股公司: 烟台和俊制盖有限公司部分设备和资产	轻工制造
2010-08-28	002398	建研集团	建研集团(002398)控股参股公司: 33 部搅拌机	建筑建材
2010-09-04	002460	赣锋锂业	无锡新能锂业有限公司 60%股权	有色金属
2010-09-07	002386	天原集团	马边无穷矿业有限公司 100%股权	化工
2010-09-07	002386	天原集团	四川马边中天电力有限责任公司 100%股权	化工

2010-09-11	002280	新世纪	杭州德创电子有限公司 75%股权	信息服务
2010-09-16	002315	焦点科技	收购台湾文笔国际部分业务	信息服务
2010-09-21	002444	巨星科技	Goldblatt tool company,LLC 等四家公司手工具相关业务资产	机械设备
2010-09-28	002436	兴森科技	兴森科技(002436)其他关联方: 宜兴硅谷电子科技有限公司 100%股权	电子元器件
2010-09-29	002430	杭氧股份	杭氧股份(002430)其他关联方: 九江浔福气体有限公司 100%股权	机械设备
2010-09-29	002430	杭氧股份	济原钢铁公司现有总制氧量为 28600m ³ /h 的空分装置	机械设备
2010-09-30	002334	英威腾	无锡德仕卡勒科技有限公司 30.43%股权	机械设备
2010-10-11	002437	誉衡药业	化合物 SX004 及其衍生出来的药物美迪替尼专利实际所有权	医药生物
2010-10-13	002282	博深工具	CYCLONE DIAMOND PRUDUCTS LIMITED100%股权	机械设备
2010-10-16	002439	启明星辰	控股参股公司: 北京启明星辰信息安全技术有限公司 100%股权	信息服务
2010-10-20	002398	建研集团	贵州建工建材有限责任公司 100%股权	建筑建材
2010-10-28	002459	天业通联	天业通联(002459)控股参股公司: 秦皇岛通联重工车辆有限公司 9.7%股权	机械设备
2010-10-30	002440	闰土股份	江苏和利瑞科技发展有限公司 100%股权	化工
2010-10-30	002329	皇氏乳业	皇氏乳业(002329)其他关联方: 广西皇氏甲天下食品有限公司 71%股权	食品饮料
2010-11-02	002295	精艺股份	飞鸿国际发展有限公司 100%股权	有色金属
2010-11-04	002434	万里扬	万里扬(002434)控股参股公司: 山东临沂临工汽车桥箱有限公司 16.33%股权	交运设备
2010-11-06	002316	键桥通讯	南京凌云科技发展有限公司 100%股权	信息服务
2010-11-09	002419	天虹商场	天虹商场(002419)天虹购物广场的经营性资产	商业贸易
2010-11-11	002357	富临运业	成都旅客客运汽车站服务有限责任公司 70%股权	交通运输
2010-11-12	002310	东方园林	控股参股公司: 北京易地斯埃东方环境景观设计研究院有限公司 42%股权	建筑建材
2010-11-16	002422	科伦药业	浙江国镜药业有限公司 85%股权	医药生物
2010-11-18	002421	达实智能	黎明网络有限公司 100%股权	信息服务
2010-11-18	002418	康盛股份	康盛股份(002418)其他关联方: 浙江康盛科工贸有限公司 100%股权	家用电器
2010-11-23	002488	金固股份	金固股份(002488)控股参股公司: 山东金固汽车零部件有限公司 30%股权	交运设备
2010-11-25	002318	久立特材	久立特材(002318)控股参股公司: 湖州久立穿孔有限公司 11.74%股权	黑色金属
2010-11-26	002398	建研集团	泉州市建筑设计院整体产权	建筑建材
2010-11-27	002475	立讯精密	博硕科技(江西)有限公司 75%股权	电子元器件
2010-11-29	002293	罗莱家纺	罗莱家纺(002293)控股参股公司: 上海尚玛可家居用品有限公司 27%股权	纺织服装
2010-11-30	002326	永太科技	景德镇市富祥药业有限公司 26%股权	化工
2010-12-01	002392	北京利尔	北京利尔(002392)控股参股公司: 洛阳利尔耐火材料有限公司 4.31%股权	建筑建材
2010-12-09	002339	积成电子	上海慧集信息技术有限公司 40%股权	机械设备
2010-12-10	002410	广联达	北京梦龙软件有限公司 100%股权	信息服务
2010-12-15	002486	嘉麟杰	嘉麟杰(002486)公司股东: 染色溢流机 10 台	纺织服装
2010-12-16	002430	杭氧股份	杭氧股份(002430)控股参股公司: 杭州杭氧物资有限公司 6%股权	机械设备
2010-12-17	002349	精华制药	精华制药(002349)精华制药原料药分厂搬迁资产	医药生物
2010-12-17	002398	建研集团	建研集团(002398)其他关联方: 北京国芳矿业投资有限公司 51%股权	建筑建材
2010-12-22	002428	云南锗业	冠城大通(600067)控股参股公司: 北京中科镓英半导体有限公司 23.44%股权	有色金属
2010-12-23	002465	海格通信	海格通信(002465)其他关联方: 综合测试系统	信息设备
2010-12-23	002469	三维工程	北京康克工业炉有限公司 80%股权	建筑建材
2010-12-27	002388	新亚制程	深圳市库泰克电子材料技术有限公司 35.28%股权	电子元器件
2010-12-28	002422	科伦药业	广东庆发药业有限公司 100%股权	医药生物
2010-12-30	002356	浩宁达	MetroWare Pty Ltd100%股权	机械设备
2010-12-30	002408	齐翔腾达	齐翔腾达(002408)其他关联方: 淄博翔达化工有限公司 100%股权	化工
2010-12-30	002356	浩宁达	MetroNet Pty Ltd100%股权	机械设备
2010-12-30	002408	齐翔腾达	天津有山化工有限公司 70%股权	化工

2010-12-30	002362	汉王科技	汉王科技(002362)公司拥有的智能交通业务相关的部分资产、知识产权	信息服务
2011-01-04	002285	世联地产	四川嘉联兴业地产顾问有限公司 51%股权	房地产
2011-01-05	002304	洋河股份	维维股份(600300)控股参股公司：江苏双沟酒业股份有限公司 26.9182%股权	食品饮料
2011-01-05	002393	力生制药	力生制药(002393)其他关联方：坎地沙坦酯片的药品注册证（两个注册文号）	医药生物
2011-01-06	002304	洋河股份	维维股份(600300)控股参股公司：江苏双沟酒业股份有限公司 6.2179%股权	食品饮料
2011-01-07	002304	洋河股份	维维股份(600300)控股参股公司：江苏双沟酒业股份有限公司 26.2657%股权	食品饮料
2011-01-11	002453	天马精化	天马精化(002453)其他关联方：硫酸氢氯吡格雷药品生产技术	化工
2011-01-11	002347	泰尔重工	绍兴通力机床有限公司 28.25%股权	机械设备
2011-01-12	002424	贵州百灵	贵州乾元制药有限公司 100%股权	医药生物
2011-01-12	002424	贵州百灵	河北德信润生制药有限公司 100%股权	医药生物

表 3：创业板并购情况统计（2009.10.14 - 2011.1.15）

首次公告日期	股票代码	股票名称	收购标的	行业分布
2010-03-09	300015	爱尔眼科	石家庄麦格明目眼科门诊部有限公司 100%股权	医药生物
2010-03-09	300015	爱尔眼科	重庆明目麦格眼科门诊部有限责任公司 100%股权	医药生物
2010-03-09	300015	爱尔眼科	控股参股公司：济南爱尔眼科医院有限公司 5.9%股权	医药生物
2010-03-09	300015	爱尔眼科	南充麦格眼科门诊部有限责任公司 100%股权	医药生物
2010-03-09	300015	爱尔眼科	控股参股公司：南昌爱尔眼科医院有限公司 49%股权	医药生物
2010-03-25	300027	华谊兄弟	其他关联方：北京华谊视觉传媒广告有限公司 82%股权	信息服务
2010-03-31	300043	星辉车模	公司股东：陈雁升拥有的位于汕头市澄海区厂房及配套设施	轻工制造
2010-04-01	300025	华星创业	浙江明讯网络技术有限公司 20%股权	信息设备
2010-04-03	300033	同花顺	浙江国金投资咨询有限公司 100%股权	信息服务
2010-04-09	300058	蓝色光标	控股参股公司：北京博思瀚扬企业策划有限公司 17%股权	信息服务
2010-04-20	300002	神州泰岳	大连华信计算机技术股份有限公司 8%股权	信息服务
2010-04-20	300002	神州泰岳	其他关联方：北京互联时代通讯科技有限公司 100%股权	信息服务
2010-04-23	300003	乐普医疗	控股参股公司：北京卫金帆医学技术发展有限公司 63.15%股权	医药生物
2010-04-27	300059	东方财富	上海东方财富证券研究所有限公司 60%股权	信息服务
2010-04-28	300036	超图软件	控股参股公司：嘉兴兴图软件有限公司 100%股权	信息服务
2010-05-15	300027	华谊兄弟	控股参股公司：北京华谊兄弟音乐有限公司 51%股权	信息服务
2010-05-29	300010	立思辰	昆明同方汇智科技有限公司 50%股权	信息服务
2010-05-31	300047	天源迪科	广州市易杰数码科技有限公司 51%股权	信息服务
2010-06-03	300007	汉威电子	郑州春泉暖通节能设备有限公司 40%股权	机械设备
2010-06-08	300009	安科生物	浙江福韦药业有限公司 70%股权	医药生物
2010-06-08	300027	华谊兄弟	控股参股公司：北京华谊兄弟音乐有限公司 49%股权	信息服务
2010-06-08	300015	爱尔眼科	天津麦格眼科医院有限责任公司 100%股权	医药生物
2010-06-19	300036	超图软件	日本超图株式会社 10.64%股权	信息服务
2010-06-22	300027	华谊兄弟	北京掌趣科技有限公司 12.25%股权	信息服务
2010-06-30	300084	海默科技	控股参股公司：陕西海默油田服务有限公司 3%股权	建筑建材
2010-07-10	300050	世纪鼎利	广州市贝讯通信技术有限公司 50.5%股权	信息设备
2010-07-10	300050	世纪鼎利	控股参股公司：北京世源信通科技有限公司 40%股权	信息设备
2010-07-10	300050	世纪鼎利	广州市贝软电子科技有限公司 100%股权	信息设备
2010-07-12	300047	天源迪科	控股参股公司：上海天缘迪柯信息技术有限公司 20%股权	信息服务
2010-07-28	300003	乐普医疗	其他关联方：北京瑞祥泰康科技有限公司 100%股权	医药生物
2010-07-29	300015	爱尔眼科	郴州市光明眼科医院有限公司 90%股权	医药生物
2010-07-30	300017	网宿科技	济南创易信通科技有限公司 100%股权	信息服务

2010-08-03	300028	金亚科技	无锡路通光电技术有限公司 27%股权	信息服务
2010-08-16	300029	天龙光电	上海杰姆斯电子材料有限公司 68%股权	机械设备
2010-08-19	300087	荃银高科	四川竹丰种业有限公司 51%股权	农林牧渔
2010-08-20	300078	中瑞思创	控股参股公司：杭州思创安防科技有限公司 25.72%股权	信息设备
2010-08-26	300062	中能电气	武汉市武昌电控设备有限公司 51%股权	机械设备
2010-08-27	300009	安科生物	替吉奥片生产技术与新药证书、生产批件等全部知识产权	医药生物
2010-09-11	300051	三五互联	北京亿中邮信息技术有限公司 70%股权	信息服务
2010-09-14	300070	碧水源	控股参股公司：北京碧水源净水科技有限公司 33%股权	公用事业
2010-10-01	300111	向日葵	向日葵(300111)其他关联方：浙江优创光能科技有限公司 100%股权	电子元器件
2010-10-21	300119	瑞普生物	控股参股公司：湖南中岸生物药业有限公司 13.8%股权	医药生物
2010-10-21	300119	瑞普生物	控股参股公司：湖北龙翔药业有限公司 18.2%股权	医药生物
2010-10-25	300057	万顺股份	江阴中基铝业有限公司 75%股权	轻工制造
2010-10-25	300057	万顺股份	江苏中基复合材料有限公司 75%股权	轻工制造
2010-10-27	300006	莱美药业	湖南康源制药有限公司 100%股权	医药生物
2010-10-27	300067	安诺其	控股参股公司：烟台安诺其纺织材料有限公司 4.69%股权	化工
2010-10-29	300087	荃银高科	安徽华安种业有限责任公司 49%股权	农林牧渔
2010-11-05	300070	碧水源	北京市门头沟再生水厂同样设备 25 年的使用经营权	公用事业
2010-11-08	300010	立思辰	张敏、陈勇等持有的上海友网科技有限公司 100%股权	信息服务
2010-11-10	300035	中科电气	湖南岳磁高新科技有限公司 51%股权	机械设备
2010-11-12	300076	宁波 GQY	上海鑫森电子科技有限公司 42.2%股权	电子元器件
2010-11-13	300090	盛运股份	北京中科通用能源环保有限公司 11%股权	机械设备
2010-11-13	300015	爱尔眼科	北京英智眼科医院有限公司 71.413%股权	医药生物
2010-11-13	300015	爱尔眼科	北京华信英智眼镜公司 100%股权	医药生物
2010-11-19	300003	乐普医疗	北京思达医用装置有限公司 100%股权	医药生物
2010-11-24	300002	神州泰岳	北京友联创新系统集成有限公司 100%股权	信息服务
2010-12-01	300119	瑞普生物	瑞普生物(300119)控股参股公司：湖北龙翔药业有限公司 40%股权	医药生物
2010-12-07	300024	机器人	上海新松机器人自动化有限公司 90%的股权	机械设备
2010-12-08	300027	华谊兄弟	北京华谊巨人信息技术有限公司 51%股权	信息服务
2010-12-09	300006	莱美药业	青海明胶(000606)控股参股公司：四川禾正制药有限责任公司 100%股权	医药生物
2010-12-11	300015	爱尔眼科	北京英智眼科医院有限公司 27.112%股权	医药生物
2010-12-14	300113	顺网科技	上海新浩艺软件有限公司 100%股权	信息服务
2010-12-18	300013	新宁物流	上海新郁宁物流有限公司 49%股权	交通运输
2010-12-21	300119	瑞普生物	湖南中岸生物药业有限公司 17.23%股权	医药生物
2010-12-22	300057	万顺股份	一套用于导电膜项目的生产系统	轻工制造
2010-12-30	300030	阳普医疗	杭州龙鑫科技有限公司 11.32%股权	医药生物
2010-12-30	300025	华星创业	上海鑫众通信技术有限公司 20%股权	信息设备
2010-12-30	300044	赛为智能	成都中竞伟奇科技有限责任公司 51%股权	信息服务
2011-01-11	300008	上海佳豪	其他关联方：上海佳豪物流发展有限公司 100%股权	交运设备
2011-01-13	300074	华平股份	湖北视神软件科技有限公司股权	信息服务

二、 并购标的的把握原则

1. 并购可能性：超募指标的选取

如同选择高送转的股票一样，我们首先通过超募指标的筛选来判断哪些小盘股易发生并购事项，选择的超募指标包括超募资金总量、超募资金占 09 年公司营业总收入比例、超募比例（超募比例=（实际募集资金量-预期募集资金量）/预期募集资金量）三个方面。

统计显示，在 75 家发生并购的中小板公司中，超募资金总量在突破 8 亿元阈值后并购发生可能性明显提高，而创业板超募资金总量与并购发生可能性关系不明显；在超募金额占 09 年公司营业总收入比例的指标中，无论是中小板还是创业板，发生并购公司和未发生并购公司在这一指标上的分布趋同，指标基本无效；而从图 5 和图 6 中可以看到，超募比例在判断并购概率上也基本无效。上述结论也比较容易理解，许多上市公司超募资金除部分用于并购外，还有很大一部分超募资金没有使用，所以，想一劳永逸地只通过筛选超募指标来判断次新股并购概率的可行性并不大。

图 1：中小板：超募资金总量在突破 8 亿元阈值后并购发生可能性有明显提高

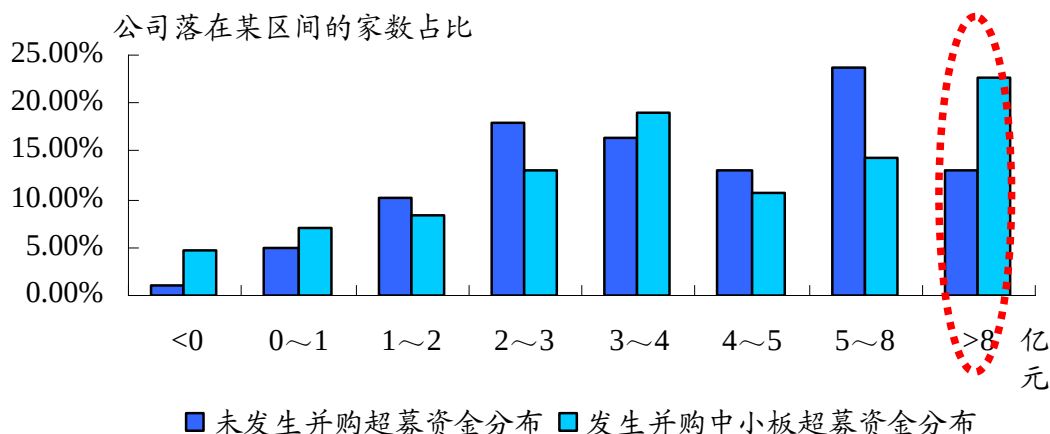


图 2：创业板：超募资金总量与并购发生可能性关系不明显

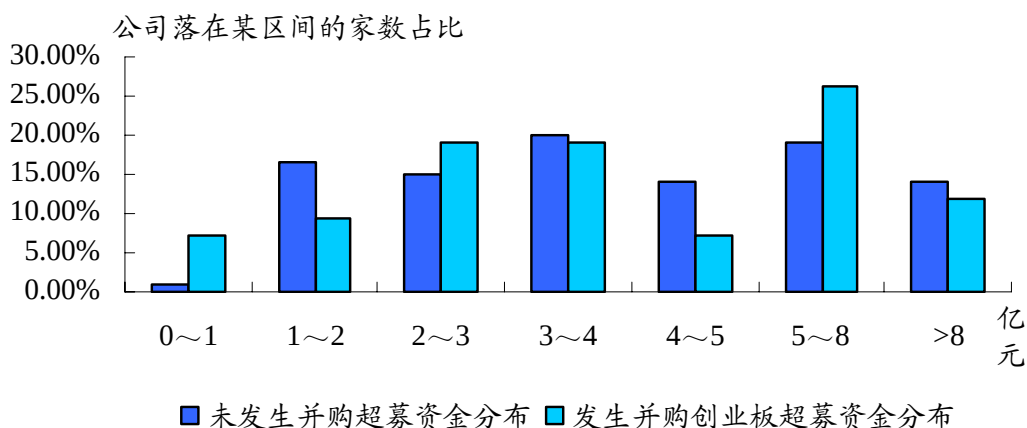


图 3：中小板：超募资金/09 年公司营业总收入指标分布趋同

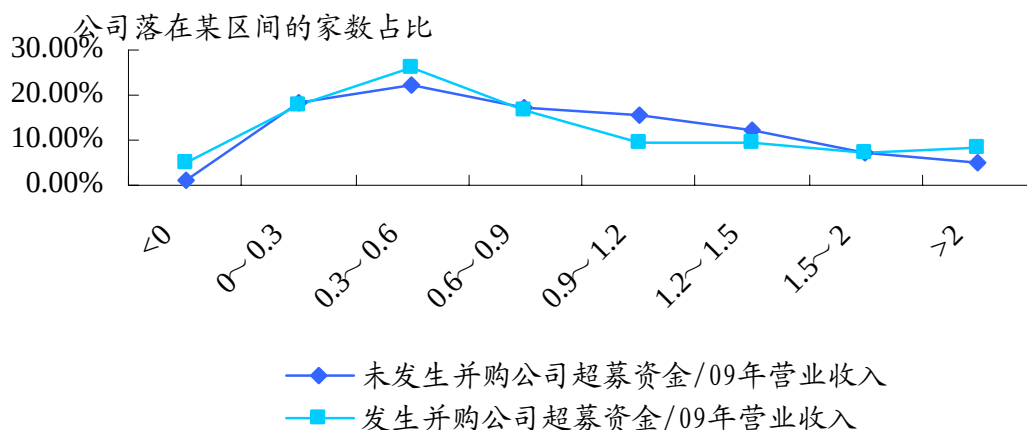


图 4：创业板：超募资金/09 年公司营业总收入指标分布趋同

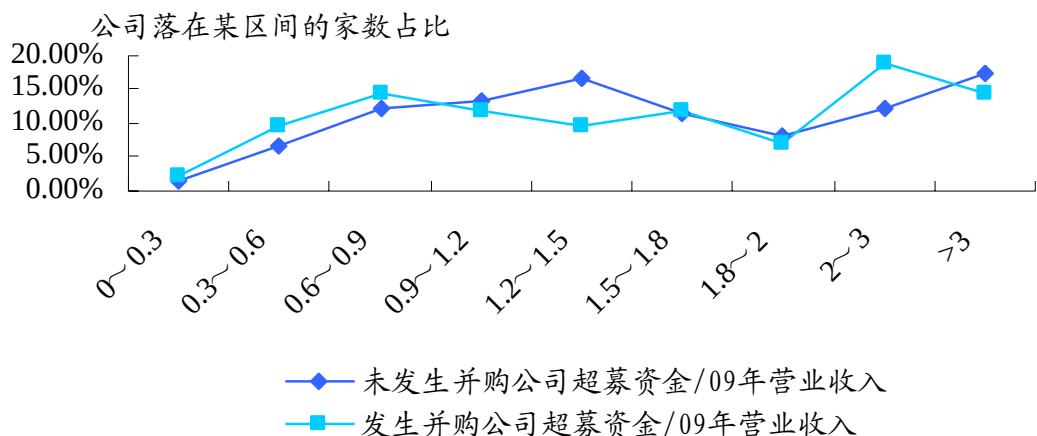


图 5：中小板：发生并购的可能性与超募比例关系不明显

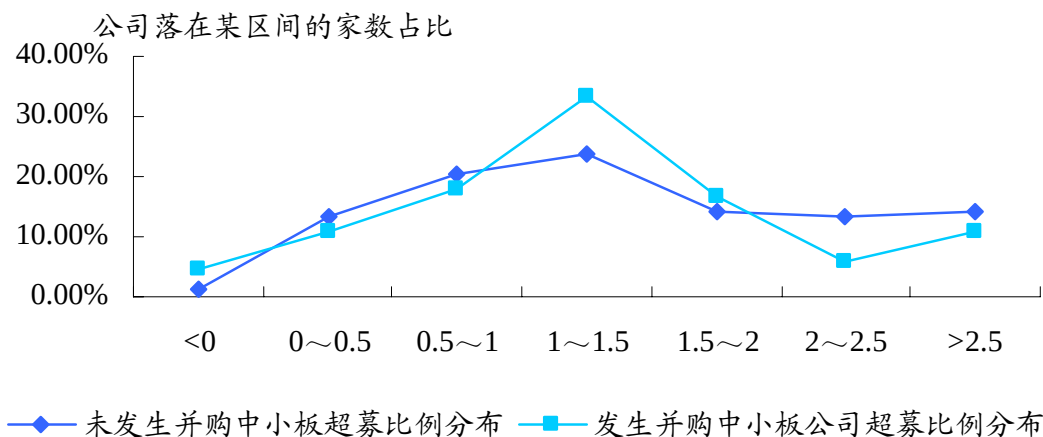
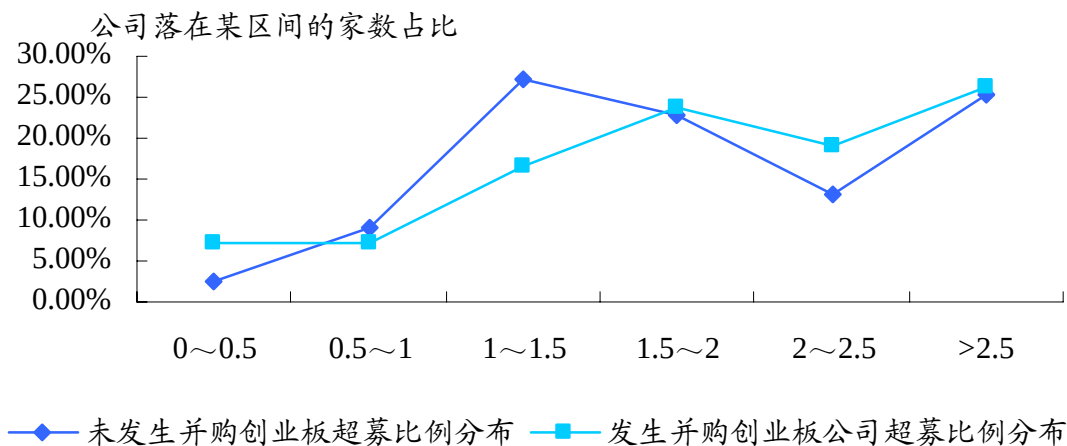


图 6：创业板：发生并购的可能性与超募比例关系不明显



2. 并购可能性：行业类型和公司类型的选取

相比宏观层面的超募指标选择，自下而上从行业和公司角度来把握并购整合更为实际，当然缺点也显而易见，一是工作量较大，且容易发生遗漏，二是对收购有关联或控股参股公司股权的行为不易发生判断（我们认为用超募指标来判断更好），从已发生并购行为的 75 家中小板和 39 家创业板公司来看，有以下几个特征比较明显：

一是易发生在集中度相对较低的行业。我们进一步归纳为三个“新”，新产品：并购丰富产品线，这是最普通的横向收购形式；新客户：加强项目获取能力，在下游客户比较集中的行业如电信、钢铁、银行等比较明显；新市场：通过收购来实现地域上的扩张，这种情况容易发生在原先厂商地域性较强，地方保护势力明显的行业，此时上市公司可以利用自己充裕的资金和强有力的品牌优势，以较低的成本获取进入新市场。

我们以通信行业中的网络优化子行业为例，国内网络优化服务由于定制性较强，现阶段仍是各地方运营商分开采购，市场集中程度非常低，地域划分比较明显，目前国内网优行业有百余家网规网优公司，2000多家运维公司。随着未来运营商加强集团采购及厂商的横向地域扩张，行业竞争将不断加剧，兼并整合将是无线网络优化企业未来发展的主要模式，而网优服务公司由于人工成本较高，且现金流状况一般不佳，这就为资金充裕的公司进行并购提供较为便利的条件。华星创业（300025），世纪鼎利（300050）以及公布增发预案的三维通信（002115）等网优公司，利用上市后的资金优势和知名度的提升，进行行业并购整合，可以获得网优服务行业市场份额的持续扩张。这里华星创业收购上海鑫众通信技术有限公司是为“新产品”；三维通信收购广州逸信是为“新市场”；华星创业收购明讯网络是为“新客户”；而世纪鼎利的收购则“三新”皆有（见表5）。

表 5：网络优化服务收购案例

公司	时间	资金来源	收购对象
华星创业 (300025)	2010 年 4 月 1 日	超募资金	公司收购明讯网络（同为网络测评优化公司）60%股权。明讯 09 年实现收入 4861 万元，净利润 1100 万元，体量约为华星的三分之一，收购直接扩大了华星创业的业务规模；并且明讯主要客户为设备商和联通，有利于华星快速打开中移动以外的市场。
	2010 年 12 月 30 日	自筹资金	公司拟使用自筹资金合计 5814 万元，以收购及增资的方式取得上海鑫众通信技术有限公司 60%股权。鑫众从事的业务除了提供网优运维服务以外，还进行相关网优设备的研发，提供 GSM/CDMA/PHS/3G 同频、移频、光纤直放站、基站放大器等产品。
世纪鼎利 (300050)	2010 年 7 月 10 日	超募资金	公司拟使用超募资金 1.66 亿元，分别投资广州市贝讯通信技术有限公司、广州市贝软电子科技有限公司、北京世源信通科技有限公司。其中持有贝讯通信 51%的股权，取得贝软科技 100%股权。同时公司分别以债权转换股权和收购股权的方式获得公司已持有 60%股份的世源信通剩余的 40%股权从而取得 100%的股权。
三维通信 (002115)	2010 年 2 月 11 日	公开增发再融资	公司以 3569 万元作为对价收购广州逸信 51%的股权，正式宣告进入移动网优服务领域，广州逸信是一家专业提供网络测试、网络评估、网络优化等移动通信网络一揽子优化服务解决方案的公司，与三维通信同处移动通信网络优化行业，通过收购广州逸信，三维通信直接获取了广东通信网优市场这一宝贵资源及相关优质客户。

数据来源：国泰君安证券研究

除网络优化行业外，业已发生并购整合取得“三新”的典型公司还有：新产品：华平股份（300074）收购湖北视神软件科技有限公司股权、中科电气（300035）收购湖南岳磁高科技有限公司 51%股权、中利科技（002309）收购常州船用电缆厂等；新客户：皖通科技（002331）收购烟台华东电子软件技术有限公司 100%股权；新市场：房地产代理商世联地产（002285）、眼科医疗爱尔眼科（300015）、建筑科研机构建研集团（002398）和酒类洋河股份（002304）的并购等等。

二是易发生在细分市场增长出现瓶颈的企业。如像做中高档包装印刷用纸的万顺股份（300057），下游两大产品需求领域：烟草 3%~4%的增长，酒类 10%左右的增速，需求增长有限，公司在 2010 年收购江苏中基、江阴中基两家公司，进入铝箔包装市场，下游市场需求得到有效拓展，另外公司还收购了一套用于导电膜项

目的生产系统，进行 ITO film 的研发生产。总体来看，原有的下游需求受限是上市公司进行并购整合的初衷，但是这样的公司比较难把握，每家上市公司都会在它的招股说明书上说自己的下游空间非常广，且第三方提供的数据也令人怀疑。

三是易发生纵向并购的行业。公司纵向并购是为了满足产业链上下游资源整合需求，典型的并购案例有：天龙光电（300029）收购上海杰姆斯电子材料有限公司 68% 股权，布局上游耗材领域；奥飞动漫（002292）收购广东嘉佳卡通影视有限公司 60% 股权，强化公司在播出环节的竞争力。我们认为上市公司用资金进行上下游并购主要还是出自成本的考虑，通过纵向并购，公司在扩大生产经营规模的同时，能节约原材料成本（上游），或者通过渠道更加接近用户市场（下游）。

图 7：中小板发生并购行为上市公司行业分布

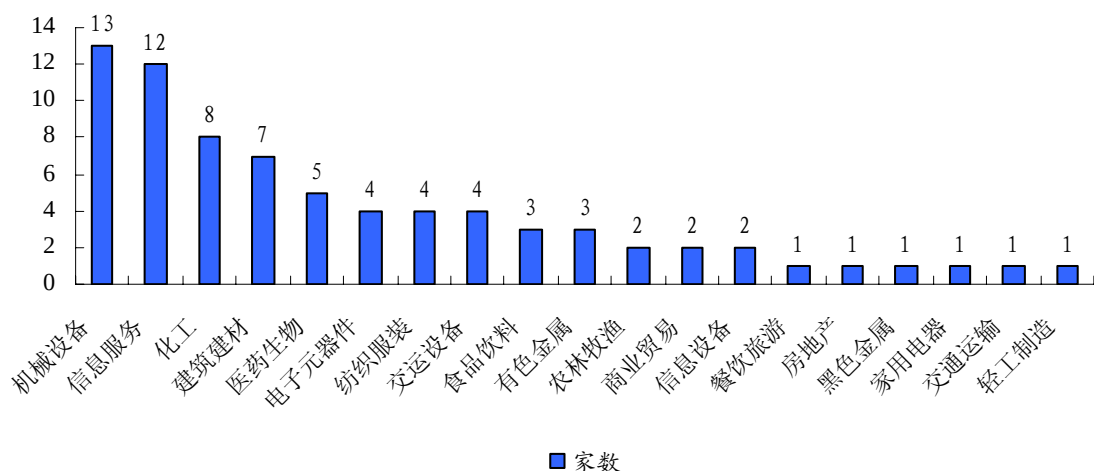
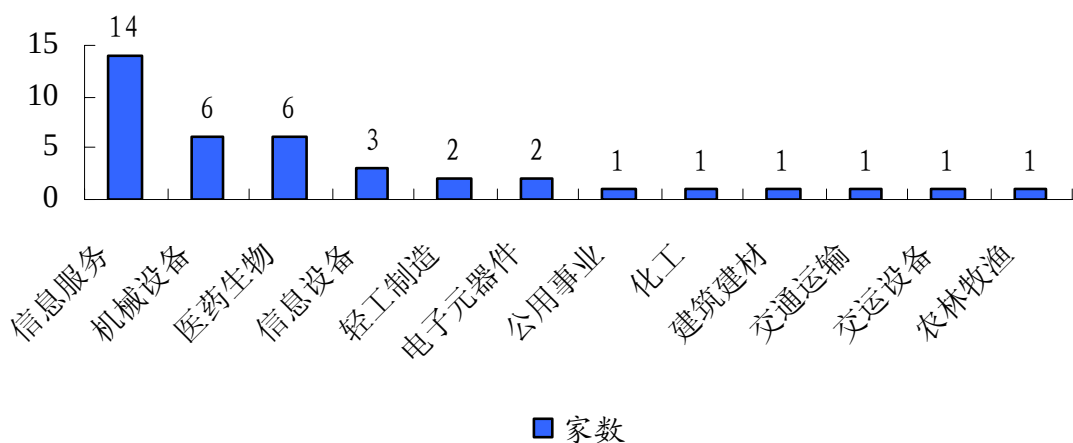


图 8：创业板发生并购行为上市公司行业分布



3. 并购可能性：时点的把握

上市公司什么时候并购取决于董事会，投资者无法知晓，但是对于上市不久的小盘股，特别是创业板股票，深交所的规定有助于我们对并购时点的把握。深交所在 2010 年 1 月份颁布了《创业板信息披露业务备忘录第 1 号--超募资金使用》，规定应在募集资金到账后 6 个月内妥善安排超募资金使用计划，并且强调超募资金应当用于公司主营业务。对于次新股，如果我们预先判断其易发生并购，那么上市后的 6 个月内，其公布并购计划的可能性还是比较大的，当然创业板公司在 6 个月内公布关于部分超募资金使用计划及其实施公告时，可以以“超募资金将根据公司发展规划，用于公司主营业务，妥善安排其余超募资金的使用计划，并提交董

事会审议通过后及时披露”的方式暂时不公布使用计划，对此我们也没有办法，毕竟时点的把握太难。

图 9：公布并购日期与上市日期的时间差分布（单位：天，左图为中小板，右图为创业板）



目前创业板的高估值别投资者责难，其实并购不仅可以快速做大，而且也可以迅速降低估值。我们近期研究的万顺股份（300057），就属于典型案例。

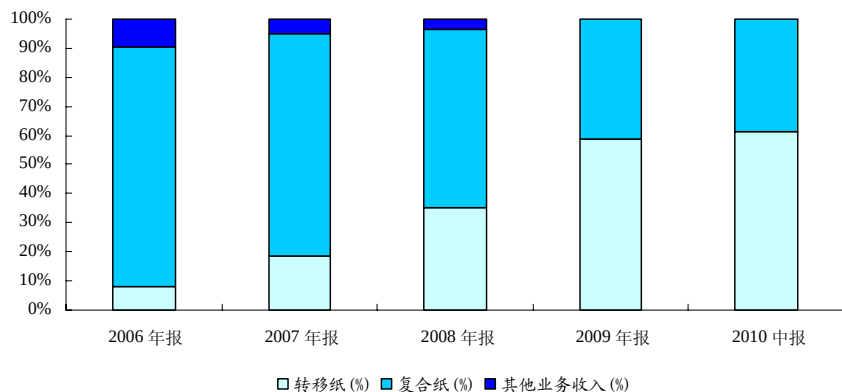
案例分析：万顺股份的并购案

公司成立于1998年，2010年2月在创业板上市，发行5100万股，总股本2.1亿股，董事长杜成城持有公司51.8%股份，为公司实际控制人。

公司的主营业务是中高档包装印刷用纸的研发、生产和销售，主导产品为转移纸和复合纸，85%应用于烟标印刷领域，其余应用于酒标和少量高档礼品的包装印刷。产业链上来看，公司向上游采购原纸、膜类等原材料，通过对白卡纸、铜版纸等基纸和 OPP、PET 等基膜进行工艺复杂的加工处理，生产出具有强烈视觉效果和防伪功能的包装印刷用纸，提供给下游印刷行业。

复合纸是指将铝层、全息图案通过薄膜直接复合在卡纸上，形成具有强烈视觉效果和防伪功能的印刷包装纸。转移纸是指在薄膜和卡纸完成复合工序之后，将薄膜从卡纸上剥离下来，铝层、全息图案以薄膜为介质转移到卡纸上，因此成为转移纸。直观上来看，二者最大的区别为最终产品是否具有覆盖了带有铝层、全息图案的薄膜，即转移纸可自然降解，并可被再生利用，因此是一种环保纸，符合国际环保潮流。转移纸的毛利率在25%左右，复合纸在17%的水平。

图：公司收入结构：转移纸是目前公司的主要收入来源，占比超过60%；转移纸的毛利率较复合纸高7个百分点左右，是目前公司的最主要利润来源。



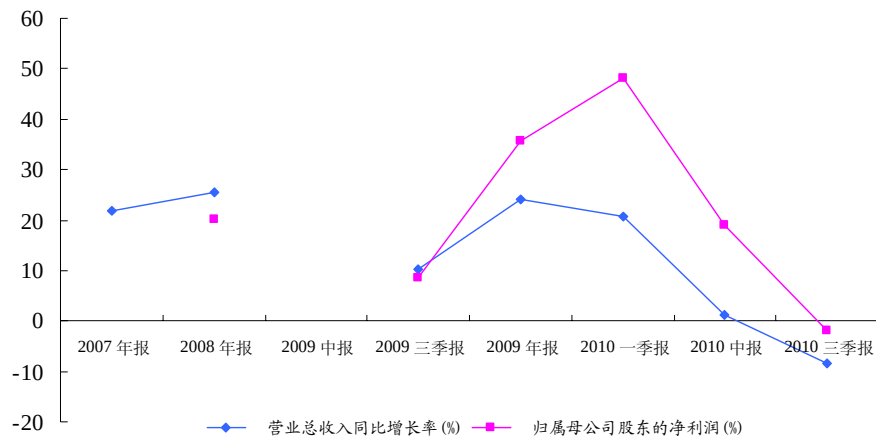
财务表现——过去几年增长一般，10年三季报营收负增长

从06年-09年公司营业收入三年复合增速为23.7%，07年-09年归属母公司净利润增长为28%。上市之后，三期财报来看，收入和净利润增速都逐期下降，收入增速跌破20%，尤其是三季报，收入和利润都出现负增长。公司目前的盈利增长主要来自结构调整，即通过提高转移纸的比例来提高毛利率。复合纸已经没有增长，

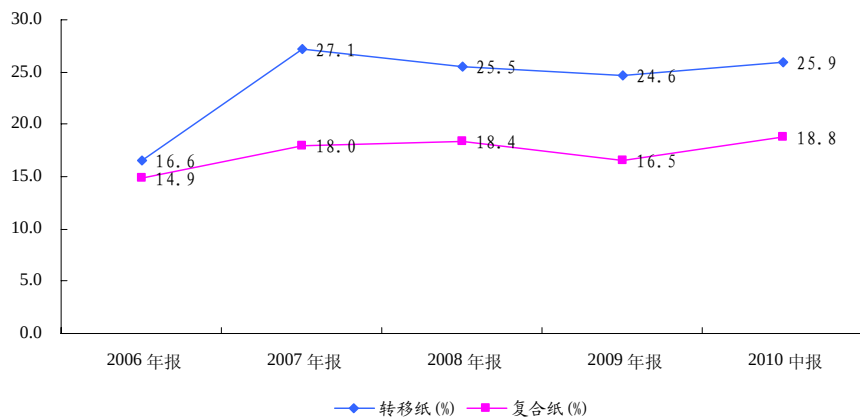
09 年销售收入甚至还下滑 17%，转移纸从 07 到 09 年的收入差不多每年翻番。

存货的问题，应收账款周转的问题

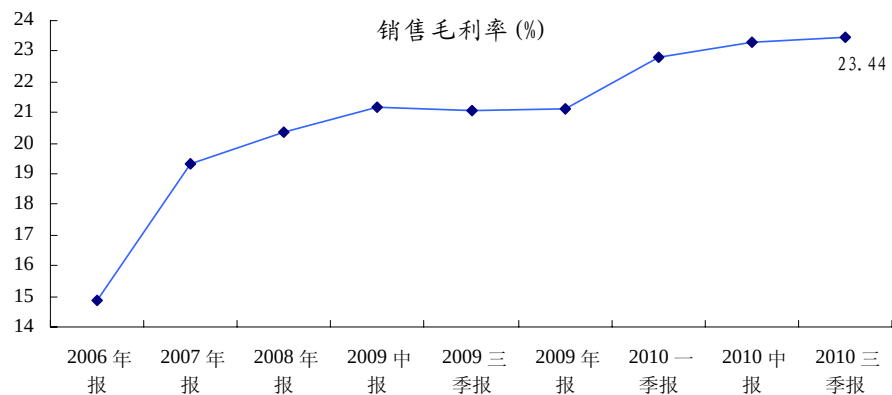
图：万顺的营业收入和净利润增速



图：公司转移纸和复合纸的毛利率趋势



综合毛利率



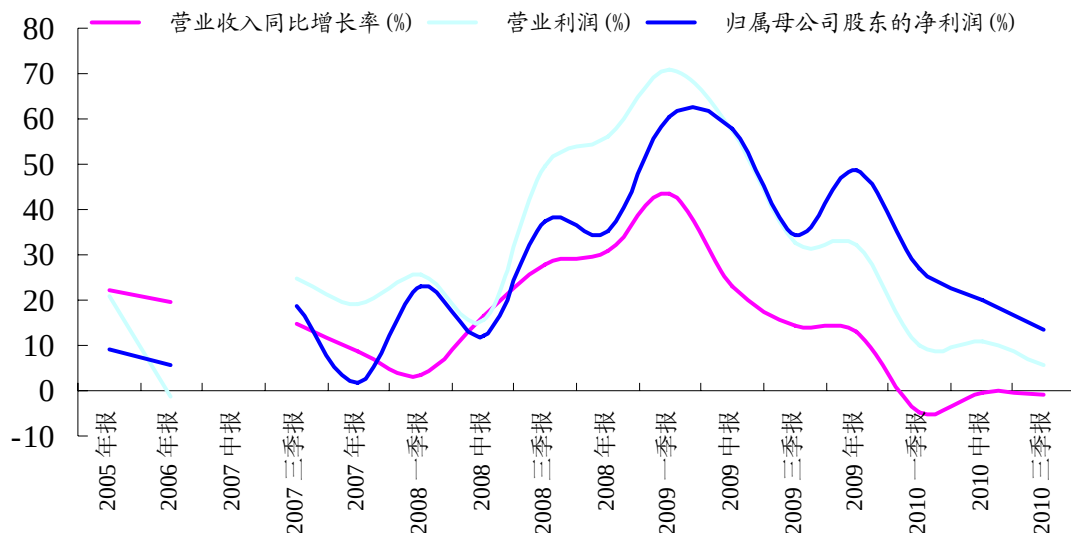
行业分析——下游行业增长受限，竞争分散，转移纸技术成熟，因而公司很难有核心竞争力

1、烟标行业增长情况:

从行业统计数据来看，近 8 年行业销量年复合增速仅 2.43%，酒标增长 11%，增长较慢。经折合计算，万顺

的市场占有率 09 年达到 5%，略低于劲嘉股份。未来随着国内烟控的逐渐严格（上调烟草税率、公共区域禁烟条例、30%面积使用警句的新版烟标）。

此外，我们分析了早几年上市的劲嘉股份，发现其收入和利润加速成长期也是出现在 08-09 年，之后业绩下滑，同样 10 年三季报的收入也出现了负增长。



2、公司产品是否有核心竞争优势？转移纸的技术含量？

六大专利技术？

“一种高镜面光泽的金属喷镀纸印材、一种高交联度热固性涂层的喷铝纸材、一种高镜面亮度的直镀镭射喷铝纸材、一种高镜面具镭射图案的喷铝纸材、一种全息转印的金属纸材、一种密布全息图案的转印喷镀金属纸材”，均为实用新型专利

劲嘉招股书里谈到自己下面的子公司永丰田2006 年纸张产能利用率大幅下降的原因，解释“报告期内，永丰田复合纸的产能一直为18,000 吨，而产能利用率则从2004年的90.08%，下降到2006 年的23.91%。产能利用率大幅下降的原因主要包括：（1）环境保护的需要。从烟标包装的发展趋势来看，环保因素正越来越受到重视，企业倾向于选择低耗、无污染、可重复使用、易降解、无公害的包装印刷材料。劲嘉集团在烟标生产过程中用镭射转移纸替代复合纸...”推到即06年劲嘉采购的转移纸就有11340吨，而06年万顺只是刚刚开始生产转移纸，产量只有1488吨，可见，万顺在转移纸方面并不是什么行业第一或者龙头地位。

相似业务分部毛利率比较					
企业简称	相似业务分部	业务分部毛利率 (%)			
		2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度	2006 年度
紫江企业	喷铝纸及纸板	14.74	21.91	24.97	21.26
大亚科技	铝箔复合纸及卡纸	22.55	22.46	22.02	18.91
劲嘉股份	镭射纸	23.32	16.53	--	9.29
业务分部毛利率均值		20.20	20.30	23.50	16.49
发行人	转移纸及复合纸	21.18	20.38	19.31	14.88

收购——寻找公司的二次增长，打开铝箔包装的广阔市场

1、收购内容

公司向上海亚洲购买其持有的江苏中基、江阴中基各 75%的股权。本次拟收购资金 7.5 亿元，预计将使用公司超募资金 4.5 亿元，剩余资金 3 亿元由公司自筹解决。

业绩补偿承诺：“根据上海东洲资产评估有限公司出具的沪东洲资评报字第 DZ100557014 号《企业价值评估报告》和沪东洲资评报字第 DZ100558014 号《企业价值评估报告》，江苏中基和江阴中基 2011 年、2012 年、2013 年三年净利润之和分别为 9,428.94 万元、11,414.37 万元、12,848.23 万元，2011 年—2013 年江苏中基和江阴中基净利润总和为 33,691.54 万元。若上述盈利承诺未能实现，杜成城将在万顺股份 2013 年年报公告之日起 30 个交易日内，以现金方式一次性向万顺股份补足该期间实际盈利数与承诺业绩之间的差额部分”

收购价格：以江苏中基为例，10 年账面价值净资产 4.3 亿，评估采用收益现值法作为最终评估结论，增值率为 124.73%。经计算这相当于 10 年 PE11 倍的价格。

2、收购的重大意义：

1) 解决公司原有的下游需求受限问题，进入铝箔包装的广阔市场

2) 业务相近，销售渠道共享，带来协同效应：

中基销售网络：软包装铝箔客户多是食品、日用品工厂，铝箔产品外面都是以精美的镭射包装为主，因为万顺以后的目标就是要走出烟标涉足精美包装、高档包装领域，所以中基的渠道为其提供了极大的便利。目前与中基公司合作超过 3 年的成熟客户有 200 多家，行业覆盖食品、烟草、医药、电子、建筑等各大领域。国内客户遍布 20 个省市，国外以北美、东南亚市场为主，与 30 多个国家建立了贸易联系。另一方面，中基的许多海外客户都是铝纸复合供应商，需要两方分别采购铝箔和卡纸进行复合工艺处理。日后，万顺可为这些客户提供全面解决方案，同时提供铝箔和卡纸。

万顺的渠道优势：利用万顺的烟草渠道进入烟箔领域，万顺在全国 28 家重点卷烟工业企业均有定点配套的服务公司。

我认为，由于大部分包装类公司的技术壁垒都不是很高，所以他们的竞争力体现在对下游客户和渠道的掌控能力，而收购正是大大增强了万顺在渠道方面的实力。

3) 一定程度上打通上下游产业链：下游：中基公司的大股东亚洲私人公司旗下还有五家公司，包括江阴新联通印务有限公司、当阳进三峡联通印务、北京金辉印务，作为印刷类公司，又可以作为万顺转移纸的下游客户。可以帮助消化未来三年万顺释放的产能。上游：转移纸里包括真空镀铝卡纸，要用到铝层

3、铝箔包装行业分析——家用包装和医药包装仍在快速增长期

铝箔可以广泛应用在电容器、热传输，建筑建材、包装等多个领域。2001 年—2007 年实现铝箔消费平均增速 18.5%，2007 年铝箔消费量达到 83 万吨，包装尤其是食品包装占铝箔消费量的 17%。全球市场来看，包装是铝箔最大的应用市场，欧洲 70% 以上的铝箔用于包装，美国 75%，日本仅食品包装就占 30%。而从我国铝箔目前的应用领域来看，空调箔、烟箔、装饰箔、电缆箔是用量最大的领域，4 个品种的铝箔消费量占中国铝箔总销量的 70% 以上。目前，我国生活用品的包装中仅有 15% 使用铝箔，发达国家的这一比例达到 65%。

铝箔在家用包装方面主要指食品包装易密封，冷冻储存期长，重量轻，易回收，环保效果好等优点，主要应用于烹饪、冷冻、烘烤、贮存等包装用目前，全球对于环境保护问题日益关注，而铝箔作为塑料薄膜、泡沫盒等包装品的替代品不仅可以起到保鲜作用，更加具有环保效果。因此，铝箔包装将是未来食品装储的发展方向。由于国内家用铝箔的消费基数比较低，一旦人们消费习惯有所改变，铝箔消费将呈高速增长，据专业人士预测，国内未来家用铝箔的消费增速在 20% 左右。中金的报告里称“未来 10 年食品铝箔潜在新增需求量 70.5 万吨，即复合增速 31%”

铝箔在药品包装中主要用于泡罩包装（由聚氯乙烯片（PVC）和 0.02mm 厚的铝箔制成）。目前，铝箔包装仅占药品包装材料的 20%。国内泡罩包装主要用于各种片剂、丸剂、胶囊剂、颗粒剂等药品包装，是西药片剂和胶囊的主要包装方式，而中药片剂、散剂、胶囊、粒丸等包装，还以纸袋、简易塑料袋、玻璃瓶包装为主。由于泡罩包装保护性能好，耐药性、化学稳定性优良等优点，未来中药包装将逐步转变为泡罩包装。另

外还有铝塑易撕膜（SP）、药膏包装用铝塑复合软管、水剂及针剂包装用铝塑复合瓶盖，以及药剂无菌包装（目前国内只有个别企业生产无菌包装清凉茶之类的保健饮料，尚未有开发无菌包装水剂中成药）都是铝箔消费的潜在市场。中金对药用铝箔的预测是未来十年年均复合增长率25%-30%

行业	类别	厚度	加工方式	用途
包装	食品	0.006-0.009	复合纸、塑料薄膜压花上色	糖果、奶及奶制品、粉末食品、茶
	烟草	0.006-0.007	复合纸、上色、印刷	香烟包装
	医药	0.006-0.02	复合纸、涂层、印刷	片剂、颗粒剂对包装
	化妆品瓶罐	0.006-0.009 0.011-0.2	复合纸，印刷 印刷，冲制	香水、化妆品包装 瓶盖、啤酒瓶、果汁瓶外封、各种商标
日用	家用	0.01-0.02	小卷	作为食品外包装应用于烹饪、冷冻、烧烤等
	容器	0.011-0.1	成型加工	食品容器、煤气灶、烟灰盒
电器工业	电解电容器	0.015-0.11	在特定介质中浸泡	电解电容器
	电力电容器	0.006-0.03	衬油浸纸	电容器
	散热器	0.09-0.2	冲制翅片	各种空调散热器
	电缆	0.15-0.2	铝塑复合	电缆包覆
建筑业	绝热材料	0.006-0.03	复合材料	住宅、管道等绝热保温材料等
	装饰板	0.03-0.2	涂漆、复合材料	建筑装饰板
	铝塑管	0.2	复合聚乙烯塑料	各种管道

是否有产能过剩的担忧？是否会竞争激烈而增收不增利？

供给端：双零铝箔指厚度小于 0.01mm 的铝箔，主要用于包装。根据中基公司提供的资料，中基公司 2008 年、2009 年、2010 年 1-6 月份分别生产双零铝箔 18,845 吨、26,689 吨、17,150 吨，分别占国内双零铝箔生产总量的 12%、14%、16%，推算 10 年双零箔的总产能就是 21 万吨。过去几年的情况是 08 年 15 万吨、09 年 19 万吨。

市场主要药用箔、医药箔生产企业情况

公司	产能设备	主要产品
美铝渤海铝业	5 台铸轧, 1 台进口冷轧机, 3 台进口箔轧机	主要生产铝板带箔, 空调箔、药用箔和家用箔、罐料、A 级 PS 版基等产品
镇江鼎盛铝业	未知	药箔, 食品箔、PS 版基、热封箔、啤酒封、空调箔、胶带箔、电缆箔、烟箔等双零箔
厦顺铝箔	6 台进口铝箔轧机	世界上最大的食品饮料无菌包装企业——利乐集团的全球材料供应商之一。市场上 90% 以上的食品饮料软包装所用的高档铝箔都来自厦顺。此外, 产品还广泛应用于香烟、食品、医药及电容器等行业
河南明泰	1 台热轧机, 4 台铸轧机, 4 台冷轧机, 5 台箔轧机	主要包括 PS 版基、合金板、铝垫片、铝塑板板基、电缆箔、空调箔、普通板带材等, 广泛用于印刷制版、食品和医药包装、交通运输、汽车制造等领域。
华北铝业	8 台铸轧, 2 台冷轧, 7 台箔轧机	医药用铝箔、包装用铝箔、空调器散热片用素铝箔、PS 版、幕墙门窗等
华西铝业	3 台铸轧机, 1 台冷轧机, 2 台箔轧机	主要生产双零箔
大亚铝业	3 台箔轧机	外购毛料, 专业生产双零箔
南方铝业	1 台热轧机, 2 台铸轧机, 1 台冷轧机, 8 台箔轧机	主要生产双零箔

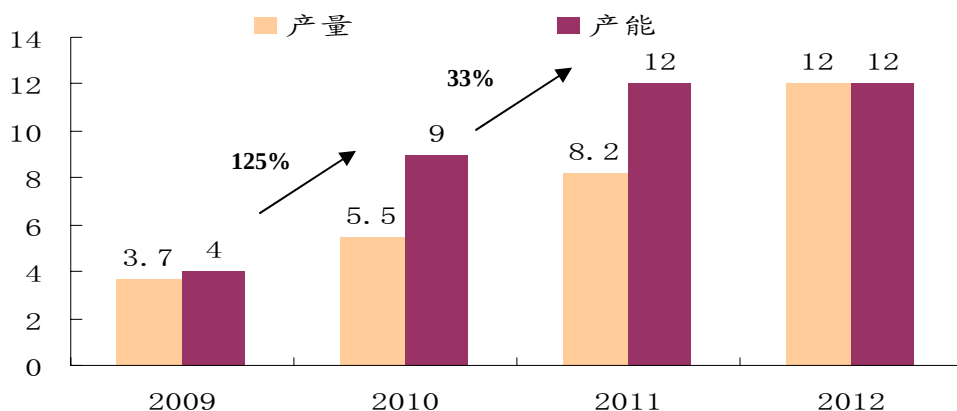
双零箔主要厂家扩产情况:

07 年开始我国双零箔产能迅速释放。引自 07 年的行业报道: “专家预测, 到 2012 年中国将需要 23 万吨双零箔, 因此, 尚可增加 3-5 个产能为 1 万到 4 万吨不等的双零箔厂。不过, 有资料显示, 目前在建的铝箔轧机共 22 台, 生产能力 12 万吨, 其中双零箔能力超过 6 万吨。河南神火集团在上海的 2.5 万吨双零箔生产线也将投产; 江苏大亚集团引进轧机今年 4 季度安装, 明年达产后, 可使其双零箔产能翻一番。”另, 中国铝业 2008 年投资 37 亿打造成 10 万吨级的双零铝箔项目。

厦顺铝箔:

	1992 年	1997 年	2003 年	2007 年
产能	6000 吨	2 万吨	4.8 万吨	8 万吨

鲁丰股份铝箔产量产能扩张情况 (万吨)



2012 年预计产能

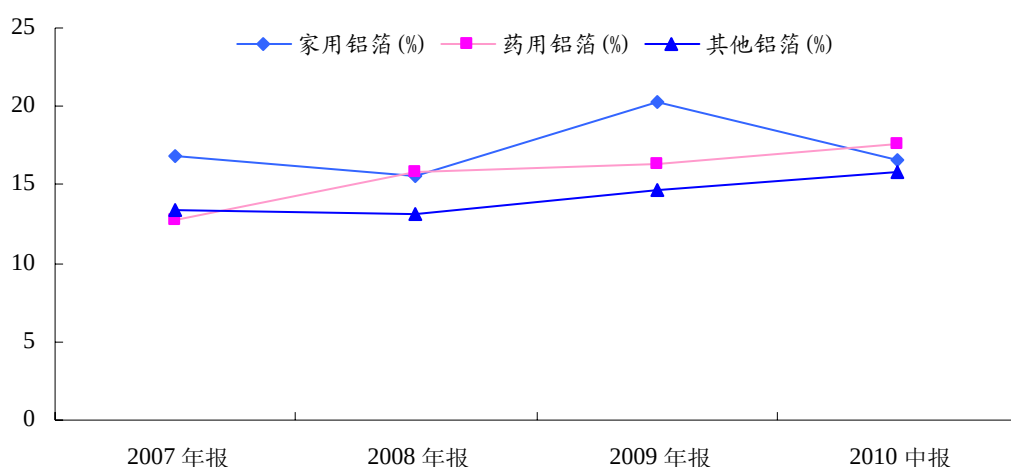
厦顺铝箔	8 万吨, 新增 3.2 万吨
鲁丰股份	12 万吨 (几乎一半出口), 新增 8 万吨

但我们认为产能扩张尚不足以构成威胁，首先是产成品率还不是很高，75%

目前，双零铝箔大规模生产并商业化的厚度最薄为0.0055-0.006 毫米，虽然大部分大型的双零铝箔生产企业均能够轧制双零5 乃至更薄的双零45 铝箔，但其成本远远超过实用价值，因此厚度在目前的技术水平下，已经不再是双零铝箔生产企业所最关注的技术参数。

在大部分行业内企业都能够生产同类产品的情况下，技术的成熟程度就主要体现在成品率的指标上。成品率的高低主要取决于生产流水线的先进程度和厂家的技术成熟程度。双零铝箔的主要成本来自于铝板带，因此损耗率每降低一个百分点，都可以给净利润指标带来明显的提升。因此，“低损耗、高效率”目标已成为双零铝箔生产厂家的生存和发展的必要条件，已经开始逐步引导双零铝箔生产厂家进行不断优化产品结构、引进国际领先的生产设备、加强人才引进与培养、加大研发投入与积累。

其次，从鲁丰的毛利率水平来看，没有明显下降趋势。且募投产能中有一半是用自有资金先行开始生产的。



4、中基公司经营情况分析

公司产品主要为双零箔（厚度最薄为0.0055-0.0006毫米），主要用于烟草、食品、医药、建筑及卫生用品等行业。经营模式：铝锭价格+加工费，国内直销为主，国外直销和经销的比例各占一半，出口地美国、欧盟、东南亚和非洲。

	08 年	09 年	10 年 (简单年化)
产能 (万吨)	2.5	3.05	4.2
产量 (万吨)	1.9	2.6	3.4
销量 (万吨)	1.9	2.62	3.3
营业收入 (亿)	6.09	6.51	9
营业利润 (亿)	0.34	0.44	0.82
净利润 (亿)	0.34	0.4	0.74

公司在双零箔行业中排名前三，09 年、10 年销量增速在 37%以上，显著快于行业增速。增资以后扩产到 6.8 万吨。尤其是 10 年业绩靓丽，营业收入增长 46%，净利润大增 84%。

投资导电膜项目，涉足触摸屏、太阳能电池基板、节能玻璃、柔性显示器等高科技领域

2010年12月21日公告投资导电膜项目

投资不超过6800万元，项目建设周期13个月，其他厂房人员等明年三季度到位，12年贡献业绩。技术来源是从供应商Applied Materials GMBH & Co. KG购买了一套生产系统，花费5000万元，设备供应商给予技术指导。

公司在真空镀膜领域已积累大量技术和经验，现有部分设备可适用于本项目，这些将为项目成功实施奠定基础。本项目若顺利实施，公司将继续投资新增生产线，形成以包装材料业务为主导、导电膜业务为辅助的发展格局，进一步提升公司的整体综合实力。

我们的观点：由于ITO膜的天生缺陷，ITO玻璃的前景更为乐观。我们认为导电膜的高峰期应该在10、11年，公司产品12年才能贡献收益，所以不应给太高估值。

盈利预测和估值

烟标用纸：募投项目进度10年开始投产，13年全部达产，其中10年投产1w吨、11年新增2w吨、12年新增1w吨，（扩产前的产能是3.9万吨）。假设募投项目可以顺利消化，即三年产能翻番，但考虑到10年三季报低于预期，收入负增长，所以简化为2年翻番，那么11年和12年收入增速应该在45%左右，同时转移纸占比提高带来综合毛利率，假设毛利率提升3个点，所以利润增速快于收入增速，预计未来两年利润增长在65%。预计10-12年EPS分别为0.35元、0.58元、0.96元。按照11年35倍估值，20.3元。

双零铝箔：09年中基净利润4000万，10年7400万元。首先，按业绩承诺里，最保守预计11年净利润9428万元，即增长27%，对应业绩0.45元。其次，业绩承诺里3年的增长相当于只有10%左右，而我们根据前面对铝箔行业的分析，结合公司的扩产情况，给予公司2011-2012年复合增长率40%的速度。综上，预计中基公司2010-2012年EPS分别为0.35元、0.49元、0.69元。给予11年30倍估值。14.1元

从另一个角度来看，对比鲁丰股份的估值，目前万顺的股价28元，其中20元是烟标纸业务，意味着收购的铝箔业务只有8元，按11年估值水平只有16倍PE，和鲁丰相比明显便宜很多。（注：招商的观点：我们预计，公司2010年、2011年及2012年的EPS将分别为1.03元、1.82元和2.64元，未来三年复合增长率达到68%。对应的动态PE分别为43.7、25和18.5倍。中金观点：我们预计公司2010年与2011年净利润分别为4,015万元与9,079万元，同比增长25%与126%，低于市场的一致预期，原因是我们认为目前市场一致预期还没有反映公司由于设备调试延期导致的产能释放推迟。如果按照发行1,950万股后的股本7,750万股计算，预计鲁丰股份2010年与2011年将实现每股收益0.55元与1.17元，对应市盈率70.0与33.0倍；）

ITO膜：

保守估计产品将于2012年一季度起贡献业绩。预计万顺股份2012年ITO film初始年产能将达到80-100万平方米左右。单位平均价格约300元/平米，毛利约35%。根据公司公开数据，我们预测该业务在2012年将贡献2.4亿元的销售额，贡献净利润约4157万元。根据总股本摊薄贡献EPS0.197元。对应莱宝高科以60元计算，12年业绩2.14算，相当于12年28倍。即使给25倍估值，4.9元

综上，万顺的合理价格在37块左右。由于之前业务一般，通过收购迅速盈利增长，同时投资圈对该公司关注度很低，这就带来阶段性的投资机会。

证券简称	总股本	净利润		PE (2010年)	
	(亿股)	2010年Q3 (亿元)	2009年 (亿元)	PE (2010年)	PE (2011年)
浙江众成	1.0667	0.4668	0.49	61.28	45.75
万顺股份	2.11	0.5122	0.8063	64.92	31.26
美盈森	1.788	1.1786	1.3264	40.62	26.46
鲁丰股份	0.775	0.256	0.3221	51.12	26.45
合兴包装	2.1719	0.4939	0.6719	41.91	26.04
通产丽星	2.5807	0.6988	0.6783	33.29	25.05

劲嘉股份	6.42	2.5989	3.3342	20.34	19.05
------	------	--------	--------	-------	-------

3. 投资组合

目前和上周没有变化。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		