



2011.03.21

新三板会否冲击创业板

——小盘股周报 0302

**王稹**

021-38676720

Wangzhen@gtjas.com

S0880511010043

小盘股研究团队

本报告导读：

摘要：

- 本期我们对七家新股进行了分析，佳士科技、森马服饰、福安药业、上海绿新、益盛药业、张化机、科斯伍德。我们认为最值得关注的是从事焊割设备制造领域的佳士科技，其与已上市公司中的瑞凌股份可比，可能由于市场对焊割设备制造行业的认识尚不充分，虽然行业高速增长，但市场却给予瑞凌股份较低的估值水平，未来存在修复的可能，相比瑞凌股份，佳士科技产品更为高端，技术实力更强，客户服务更好，并通过收购向高端的工业领域拓展；与高铁、电网建设和节能环保的概念沾边，值得跟踪。
- 本期深度报告介绍的公司七星电子是我们小组内部讨论过的公司，该公司所处行业比较特殊，又同时具有新能源、航天军工等诸多概念，在投资标的中具有稀缺性。讨论下来我们认为受益于光伏行业的极高景气度，公司目前产能完全供不应求，今明两年业绩有保证，但光伏产业 12 年后有出现产能过剩的风险，公司是否具有长期投资价值还得看新产品线开拓的进展情况。本期我们撰写了 5 家公司调研纪要，搜于特、贵州百灵、老板电器、软控股份、新北洋，从反馈结果来看没有特别值得关注的信息。
- 本期专题我们研究了新三板推出对创业板的影响，我们认为新三板扩容使创业板面临估值压力，但这种影响重在心理面而非资金面。而真正的影响因素——新三板的转板制度，会后于园区扩容、做市商制度和投资者适当性管理制度等试点工作，不会一蹴而就。
- 未来几周的专题，我们更强调小的细分行业深入研究。
- 本期，维持投资组合不变，中小板和创业板的投资机会不显著。

小盘股研究团队

王稹

021-38676720

wangzhen@gtjas.com

S0880511010043

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. 佳士科技新股分析

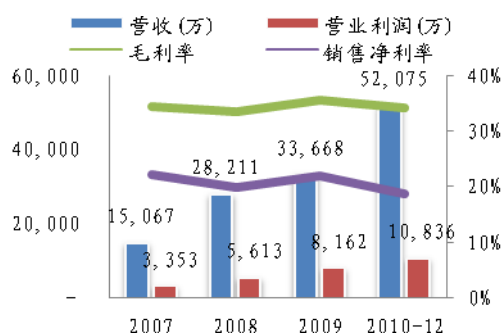
上市合理定价：22~26 元，对应 2010 年 PE 50~60 倍

投资总结：行业增速 25%，有一定技术壁垒，集中度缓慢提升；同可比公司瑞凌股份相比，公司在产品上更为高端，技术实力更强，客户服务更好，并通过收购向高端的工业领域拓展；与高铁、电网建设和节能环保的概念沾边。可以跟踪。

公司介绍

公司是国内焊割设备制造领域的领先企业，焊割设备产品线丰富，包括逆变焊机、内燃发电焊机和焊割成套设备。产品广泛应用于航空航天、铁路、油气管道建设、压力容器、车辆、船舶、建筑五金等领域。佳士科技脱身于前期中小板上市的瑞凌股份，两者规模和产品均为接近，但历史成长性上看，瑞凌股份更胜一筹，文章着重对比两公司，从产品、服务与渠道的角度，分析并预测一下瑞凌股份在未来能否继续跑赢佳士科技。

图：关键财务指标



投资要点：

主营产品简介：焊接行业可以大致细分为以下几个子行业（见下表），佳士科技主要产品为逆变弧焊机，为整个焊接机行业的低端产品。该产品主要是为了取代传统电弧焊接，由于采用了半导体功率器件，逆变焊接可以大幅降低功率损耗。这个子行业的行业壁垒不高，固定资产投资少（瑞凌股份的设备原值 1700 万）、不需要认证，市场集中度非常低，中国当前一共有 900 家公司，前 10 大公司市场占有率 30%。

表格：焊接行业简介

				设备价格	瑞凌	佳士	奥太	时代
融化焊接	电弧焊	传统焊接						
		逆变焊接	通用、低端	1500~2000	★	★		
			专用、高端	5~10 万			★	★
	气焊							
	激光焊			2~7 万			★	
压力焊接								

传统焊接变压的原理为：工频交流（220/380V，50Hz）->变压（低压，50Hz）->直流（低压），设备需要一个重量很大的变压器。而逆变焊接的主要原理为：工频交流（220/380V，50Hz）->直流->高频交流（15~100K Hz）->变压（低压，15~100K Hz）->直流，逆变焊接通过提高变压器的输入频率，可以大幅减少变压器的体积并提高能源转化效率。以一个常用产品为例，其额定功率 8000W，变频焊接比传统焊接省电 20%计算，能耗减少 2KW，按照一天使用 8 小时、一年使用 250 天，一年可以省电 4 千度，按照 0.6 元/度的电价可以节省

2400 元，而这个产品终端售价仅 2000 元左右（当然，对某些消费者而言，电焊机的年均使用时间可能低于这个数字）。两者对比如下：

表格：传统焊接 V.S. 逆变焊接

	优点	电能转化率	重量
传统焊接	价格便宜、故障率低	40~60%	75KG
逆变焊接	省电节能、体积小	80%	20KG

市场增长率 25%、市场集中度缓慢提升：根据招股书中的《中国割接设备市场调研报告》，中国割接设备市场规模 217 亿元，未来 2 年销售额的年复合增长率 8%，而逆变焊割设备的市场规模为 70 亿元，未来 2 年销售额的年复合增长率为 25%。根据华南理工大学黄教授的观点：变频焊接产品的技术难度不大、由于节能明显其相对高的价格也能被消费者接受，关键在于产品的稳定性，部分中小企业由于选用的元器件性能不过关、整体设计实力差和生产工艺不稳定，导致产品可靠性较差。我们认为，**未来整机设计实力强、生产工艺稳定、有较强渠道和服务网络的行业领先者会获得更大的市场份额，市场集中度有望提升。**行业排名靠前的瑞凌股份和佳士科技的营收增长大幅超过这个行业的营收增长，也侧面支持了这一观点。

上市公司对比。产品介绍完了，下面着重对比一下两个公司，并在此基础上给出股票定价。从下表可以初步看到，瑞凌股份的历史增长率更高，而佳士科技的产品毛利率和净利率则更高。

表格：基本财务情况对比

(万元)	营收	4 年 CAGR	净利润	4 年 CAGR	毛利率	净利率
佳士科技	52,075	51%	9,801	43%	34%	19%
瑞凌股份	61,637	75%	8,850	92%	28%	11%

注：2010 年报表，但因只公布了业绩预告，瑞凌股份的毛利率和净利率为 2009 年数字。

佳士科技技术更强。从技术储备角度看，焊接器的核心技术在于变频电路，当前有几种主流变频技术，而民用领域，单管 IGBT 的可靠性和性价比更好，有取代 MOSFET 的趋势。同时，工业机型的逆变焊机由于技术含量高、功能强等优点使得毛利率较民用机型高，而佳士科技在 2009 年度的工业机型销售比重由 2008 年度的 28.34% 上升至 38.45%。

表格：焊接变频技术对比

	MOSFET	单管 IGBT	模块 IGBT
开关频率	100KHz	20-50KHz	20KHz
工作电流	100-400A	100-500A	大电流
成本	较低	适中	较高
说明	工作电流 250A 下有优势	工作电流 400A 下有优势；可靠性、性价比高。	工作电流 400A 以上有优势

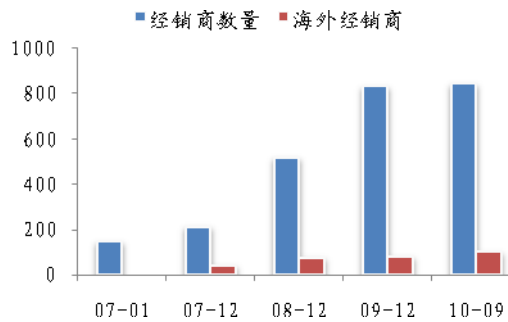
表格：技术情况 佳士科技 V.S. 瑞凌股份

(万元)	毛利率	净利率	研发投入	单管 IGBT 进展	MOSFET
佳士科技	34%	19%	1062	量产	量产
瑞凌股份	28%	11%	629	研发中	量产

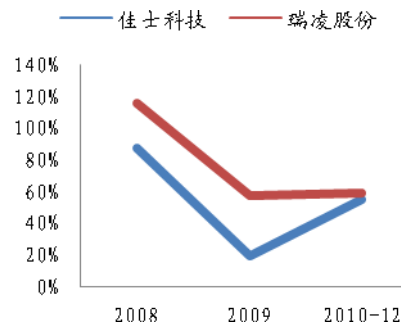
瑞凌股份历史增长来自于渠道扩张，2010 年，佳士科技增速赶上瑞凌股份。两个公司销售渠道均全部为经销商，佳士科技招股书中未披露经销商历史数量。而分析瑞凌股份的经销商增长情况，可以发现 2008 年，经销商数量有大幅增长，同期营收增长为 120%，而在 2009 年，经销商数量和营收增长均放缓，在 2010 年 9 月，

瑞凌股份经销商数量与上年持平。我们认为，可能的原因是，瑞凌股份以扩张经销商数量的方式来刺激营收增长的阶段已经结束，后期增长只能靠提高经销商平均销售额。

图：瑞凌股份经销商数量



图：历史营收中增长率



行业整体返修率较高，客户服务比较重要，佳士科技的客户服务更好。根据前文引用的黄教授观点，变频焊接产品关键在于故障率低。据某券商对变频焊接经销商的调研显示，当前两个公司产品的返修率相对较低，但也在10%左右；佳士科技提供上门维修服务，而瑞凌股份则依靠经销商来维修。我们认为，在故障率较高的情况下，客户会比较关注售后服务，能为客户提供更好服务的佳士科技更注重客户。

受益于公路、铁路、油气管道、输变电网建设，内燃发电焊机成为利润增长点。内燃发电焊机是采用自带动力的发电机供电，主要应用于野外无法架设电网的作业中，包括石油、天然气管道、铁路建设、高速公路、输变电网、输配水管网等。《报价报告》披露，2009年，我国内燃发电焊机市场规模近7.8亿元。预计在未来的3-5年内，内燃发电焊机市场需求的增长率约为10%~15%。佳士科技于2010年3月份购买相关技术，当年产生营收4500万元，产品毛利率43%。我们认为，公司积极向高端业务扩展，可以充分利用公司现有的渠道、品牌优势，这个收购可以较好的发挥协同效应，显著的增强了公司竞争力。

未来增长更看好佳士科技。总体而言，佳士科技在技术和客户服务上更有优势，而瑞凌股份的历史成长更多依赖渠道扩张。我们认为，瑞凌股份依赖渠道扩张的阶段已经结束，而佳士科技作为后起之秀，其在技术、客户服务上的优势更为明显，未来成长性也将更高，应享受更高的估值。

盈利预测

1. 2010-2012年，营收的增长率为：52%、60%和50%。
2. 毛利率基本保持稳定。
3. EPS为：0.44、0.78、1.15元。

2. 森马服饰新股分析

合理估值区间：60-65元

投资总结：公司采取生产外包和以加盟店为主的模式，过去几年依靠快速的渠道扩张取得了快速的增长，但由于公司体量已经很大以及一二线城市布点已经比较完全，今后的成长更多来自于原有店面的扩建带来的增长及多品牌策略，相比之下扩张难度加大。谨慎推荐。

公司主营业务介绍

森马是我国著名的休闲服饰公司，公司旗下两个品牌，森马和巴拉巴拉，收入占比分别为76%和24%，从趋势上看，巴拉巴拉的占比有所提高，但也不是特别快。以2010年销售规模看，森马（46.7亿元）仅次于美邦是我国第二大休闲服饰品牌，巴拉巴拉（14.7亿元）是我国第一大儿童服饰品牌，此外从09年的渠道数量来看，森马有3258个，而美邦只有2863个，所以公司的渠道数量位居行业第一。公司的经营模式和美邦、搜于特类似，都采用了生产外包的形式，而营销思路上和搜于特较为类似，都是以加盟为主，目前的加盟店

收入占比达到 92%。从成长性来看,公司过去几年表现突出,森马品牌 03-10 年的门店数量的复合增速为 42.5%,07-10 年的收入增速为 46%,毛利润增速为 66%;巴拉巴拉是 02 年创立的,03-10 年的门店数量复合增速为 57.76%,07-10 年的收入增速为 67%,毛利润增速为 73%。

投资要点

- 1、多品牌策略值得关注。在美邦、以纯、班尼路、真维斯等众多国内的休闲品牌中,森马是唯一一家成功的多品牌运营商。和美邦的 ME&CITY 相比,森马的巴拉巴拉 02 年就创立,且一年就盈利,童装的定位也更为清晰,不会对主品牌造成威胁,所以森马在多品牌运营的经验更为成熟。我们认为靠单一品牌,随着开店覆盖率的提高,公司的发展会遇到瓶颈,因此,要想壮大,多元化是服装类公司的必然选择。多元化有两种方式,一种可以称为品牌多元化,即新建并行的独立品牌,另一种我称之为系列多元化,比如原来是卖校园装的,现在把年龄阶段拓展到 30 岁左右,通过同一个渠道卖。从国外经验来看,世界四大时装连锁机构中,西班牙的 Inditex 和美国的 Gap 属于品牌多元化,Inditex 除了 Zara 之外,还有 Pull and Bear、Massimo Dutti、Bershka、Stradivarius、Oysho、Zara Home、Uterque、Zara Kids 等五个品牌,Gap 集团除了 Gap 以外,还有高端品牌 Banana Republic。而德国的 C&A 和瑞典的 H&M 就属于系列多元化的,他们在同一品牌同一店面下就覆盖了男装、女装、半职业装、童装、内衣等几乎服装的各个方面,可以为消费者提供“一站式”购物的体验。两种方式无所谓好坏,只有适合与否。从目前来看,美邦和森马选择的都是第一种,背后的原因和原有品牌定位有关,两个品牌之前都集中在校园,年龄覆盖阶段比较窄,品牌形象深刻,消费群体特定,如果贸然拓展其他系列比较困难。尤其对于森马来说,如果利用原有渠道划出一块地方做童装,这部分人还没有小孩,自然也不会看童装。另一个原因与店铺的稀缺性和租金上涨有关,由于国内的休闲服装连锁一般都采用加盟,店面较小,进行多系列铺货也不现实。除了国际的四大巨头,国内也有成功案例,不过不在服装,而是百丽女鞋,旗下共有 10 个品牌,经常让人感慨在商场里挑来挑去,最后买的都是同一家的鞋。从国外经验、目前我国服装公司的集中度、以及过去的数据来看,服装行业的整合也是一个趋势,所以,有能力运作多品牌的公司会更有优势。高管称今年下半年会推出目标为城市白领的新品牌,值得跟踪。
- 2、新股会上高管反复强调的一个看点是公司单店收入的提高。从投价报告的预测也可以看到未来 2 年公司盈利增长 40%,其中门店增长 20%,单店收入增长 20%。公司认为单店收入的提高有两个方面,一个是扩建,原来是两百平米的,扩建到四百平米,这样收入就翻了一倍,其次是装修,公司举例说新装修和采用过某种系统之后的单店收入都提升了 10-20%,而目前新装修的只有 10%的比例未来预计提高到 80%的比例。我们认为这个成长的故事不是很另人信服,例如不能理解单店面积怎么能说增加就增加了,还有对这个装修的概念也不是很理解,而且渠道数量的增加也会降低单店收入。我们比较了公司各个系列 08-10 年的平效和单店收入变动,发现单店收入除了 09 年基本都接近 20%的增长,而平效增长明显慢很多,都在个位数以内,09 年还出现了负增长,说明过去几年公司已经在着手扩大店面了,这个过程还能持续多久,还很难讲,所以我们对这一块比较谨慎。
- 3、另外,承接上面第二点,公司从 08 年即开始考虑做大店面,提高单店收入等等,从侧面说明森马已经过了单靠渠道扩张的快速增长期,在这一点上,森马的成长性明显弱于搜于特,搜于特是过去的森马。
- 4、看好儿童服装市场。虽然过去几年儿童服装市场的复合增速只有 10%,低于休闲服 15%的增速,但是我认为我未来几年童装市场的增长会加速,主要有两个原因,第一个原因我认为是“小小婴儿潮”的驱动,前一波生育高峰出现在 1982-1983 和 1986-1987 年,该轮生育高峰所带来的下一轮生育高峰预计在 2010 年出现,或可持续到 2015 年。其次,新生婴儿父母的主题将逐渐转为独生子女,与上一代相比,新生代父母在购买童装时也会偏向有品牌,大品牌,所以传统的自制童装或者二手衣服的模式将被迅速替代,我们称之为消费主体观念的改变。目前国内童装市场的竞争相对休闲服明显温和很多,市场集中度也很低,能有一定知名度的就是七八家,而在定位上又有一定差别,巴拉巴拉定位主要在二、三线城市 25-40 岁追求品质、时尚、讲究儿童穿着的中产阶级及小康家庭。从平效情况来看,巴拉巴拉增长明显,其中巴拉巴拉加盟店 09 年的平效达到 8420 万元,超过森马同年度平效 20%,且虽然渠道拓展增速快于森马,

但平效增速并不慢。策略是先做规模发展，所有的童装都是开在商场里，巴拉巴拉是开在街边，小学边开连锁的，可以很深入。下个阶段才是提升品质，目前还是一站式童装购物门店。综上，我们认为巴拉巴拉可以重点关注，尤其是明年下半年会播放以巴拉巴拉形象为主的卡通片，预计会对巴拉巴拉的销售起到刺激作用。

- 5、股权激励：与罗莱家纺、富安娜、探路者等相似，森马在上市前就解决了中高管股权激励问题，并采取了与罗莱家纺类似的通过投资公司持股的措施。其中 46 名高管共持有森马投资 30% 的股权，间接持有森马服饰 1820 万股。我们认为间接持股既有效的激励中高层管理者积极性，又能有效避免上市后中高层管理人员辞职变现的风险，有利于团队的稳定性。
- 6、运营效率：作为服装零售类公司，我们对存货周转率和应收账款周转率都非常关注，森马是表现最好的。

风险

除了服装行业面临的普遍问题，如劳动力成本上升，棉价上涨等，我们认为森马还有几个风险：1）今年下半年要推出白领系列新品牌，所以前期的宣传费用和投入都会暴增，而且最快也要个 1 年盈利期，这个对公司 11 年的业绩会有多大影响？2）公司募投项目 26 亿要用来购买直营店面，新增的折旧费用的影响。例如美邦就因为购买物业牺牲了净利润率，募投项目实施出现业绩放缓。3）公司的代理商渠道不够扁平化，虽然前五名代理商销售额占比不到 10%，但是有一半都是二级代理，所以我们担心对终端的控制是否稳定。

新股会见闻

路演团队人数较多，有七八个问题，所有高管都参与了回答问题，对公司情况都很了解，而且分工明确，思路淡定，估计跟公司一早实施了股权激励有关，虽然有些问题感觉回答的不够好，但也都能说出个一二三来。现场气氛火爆，参会研究员很多，很多都是全程站着听的，很少见的情况，问问题也很踊跃。现把几个我认为有价值的问题以及高管回答整理如下。

1 和美邦比较的竞争优势？

首先是公司运营多品牌，其次美邦是以直营为主，森马以加盟为主，最后企业文化不同，森马关注上下游的共同盈利，所谓小河有水大河满的理念。

2、公司毛利的提升空间有多大？目前比美邦，zara 都低

毛利低的主要原因是因为 92% 都来自加盟，后两者都是以直营为主，从趋势来看，过去几年都是持续上升的，即使有原材料劳动力上涨的影响。公司对公司的毛利率还比较有信心，认为其在成本控制比其他家更有竞争力。

3、最近一次订货会的情况？

11 年春夏订货额，总金额占总年度比例超过 40%，一般合理的比例占 35%，说明广大的经销商对森马合作信心很足；其次，关于单价，行业原材料和人工上涨是全行业面临的问题，目前还是可以接受的情况，每年成衣的采购总量接近 1 亿件，采购的议价和定价能力比较强，按不同商品层级，成本上涨 20%，森马可以控制在 15% 以下，所以价格仍会有竞争优势，11 年单价上涨的情况在 10-15%，和其他品牌相比价格仍有优势。

4、最近两年加盟店的扩建计划？直营店的占比会有明显提升么？

公司聘请麦肯锡做了个模型，认为每 2w 人可以覆盖一个售点，目前森马还不够，还有开拓的空间。其次是仍有新的空白市场等待开发，如去年在广东销售还没超过 1 个亿，而江苏已经超过了 10 个亿，所以假设广东市场如果也增加，河北目前还有 40 家空白的县级市，还有海南等都可以挖掘。仍然会维持目前的直营店占比情况。

5、开店怎么应付单店收入下降？

第一，渠道扫描，第二和单一客户，制定渠道计划；第三业绩评估系统，最后还会推出新的品牌。中国的休闲服市场和体育用品市场有很大区别，后者目前渠道遭到瓶颈的原因，国外大牌渠道下沉的影响，所以国内产品有转型压力。最后，休闲服行业还处在如何把蛋糕做大的阶段，休闲服是个国际趋势。（这个问题觉得回答的不好，且有很多值得推敲的地方）

6 全球化采购的进度？

过去三年已经实现了全球化采购，目标基地的流向是越南，越南人工是在 80-120 美元，国内在 2800 以上；其次越南用的是消费型增值税，中国式生产性增值税，目前相当于零关税，公司认为未来成本上涨时不可避免的。过去靠的是贸易行，把订单给贸易行，后者去采购。未来打算建一支外贸团队，保持稳定。其次加大对未来供应商的稳定。

7、对自有物业的看法，为何要购买自有物业？

原因一，店铺资源稀缺，成本急剧上涨，所以必须得买，能锁定成本，购买的折旧费已经低于租金费用。原因二，之前的店面积太小，所以要开大店，提升收入；原因三，未来仍以渠道扩张为增长方式之一，核心商圈开店也是起示范作用。

盈利预测和结论

对比三家休闲服装上市公司，我们认为搜于特成长性最佳，森马次之，其多品牌方面的运营经验比美邦有更多的看点，但也会有更大风险。初步预计未来 3 年公司的业绩增长在 40% 左右，2011-2013 年 EPS 分别为 2.1 元、3.2 元、4.4 元。考虑到市场对该公司热情较高，估计会有明显溢价。

3. 福安药业新股分析

合理估值区间：36.5-43 元

投资要点：抗生素市场竞争激烈，产品壁垒不高；销售队伍尚未建立，制剂药的发展还需观察；新药储备较多，但重磅产品少。不推荐。

主营业务

公司专注于抗生素原料药和制剂药。目前主要产品包括氨曲南原料药及制剂，替卡西林钠、磺苄西林钠原料药，头孢硫脒、头孢唑肟钠制剂，其中氨曲南原料药及制剂为公司主导产品。2010 年氨曲南原料药及制剂在总收入和总毛利的比重分别为 63.94% 和 77.79%。

投资要点

1、现有产品壁垒低，竞争激烈。抗生素虽然总体需求量大，但单一品种规模有限，目前公司产品对应的制剂药都是医保乙类，竞争力没有甲类强。

主导产品氨曲南是 05 年才引进中国的一类抗生素，到 10 原料药销量增长 18 倍，占整体抗生素市场的 6%。目前公司是该类药的龙头企业，原料药毛利率 50.8%，制剂药 63.5%。但是未来毛利率有降低的趋势：（1）注射用氨曲南 0.5g 最高零售价经国家调整由 83 元降到 57.5，到昨天调价后的 37 元。（2）众多药企投资扩建氨曲南生产线，如：莱美募投将氨曲南原料药产能从 9.11 吨增加到 20.04 吨，11 年即能达产。公司自身扩建氨曲南原料药从 40 吨到 110 吨。（3）原料价格下跌空间有限。（4）公司说原来靠提高收率来提高毛利率，目前产率已难以再提高。

二线产品磺苄西林钠和替卡西林进入 09 版医保目录，但两产品各自可能难以上 5 亿。目前在青霉素产品中市场份额较大的阿莫西林钠/克拉维酸、美洛西林钠/舒巴坦，也是 09 年才进入医保乙类的青霉素产品，引进时间略早于磺苄西林钠和替卡西林，而对比着看，磺苄西林钠目前销售规模估计在 6000 万多，替卡西林可能不到 5000 万。这说明药品的性能和价格才是决定其是否能畅销的因素。未来这两产品还将与阿莫西林钠/克拉维酸、美洛西林钠/舒巴坦等竞争，所以市场份额恐怕难以超过阿莫西林钠/克拉维酸、美洛西林钠/舒巴坦。

2007 年-2009 年我国青霉素制剂重点品种终端销售情况

单位：亿元

品名	2009 年		2008 年		2007 年	
	销售额	市场份额	销售额	市场份额	销售额	市场份额
阿莫西林钠	36.23	24.85%	38.99	30.80%	42.11	36.88%
哌拉西林钠/三唑巴坦	20.43	14.01%	16.24	12.83%	13.99	12.25%
哌拉西林钠/舒巴坦钠	14.43	9.90%	9.04	7.14%	4.06	3.56%
阿莫西林钠/克拉维酸	9.93	6.81%	10.35	8.18%	9.24	8.09%
阿莫西林钠/舒巴坦钠	7.79	5.34%	8.26	6.53%	7.79	6.82%
美洛西林钠/舒巴坦钠	6.74	4.62%	7.14	5.64%	6.4	5.60%
阿洛西林钠	5.20	3.57%	4.91	3.88%	4.56	3.99%
美洛西林钠	5.19	3.56%	4.64	3.67%	3.23	2.83%
阿莫西林钠/氟氯西林	5.12	3.51%	3.38	2.67%	2.21	1.94%
氨苄西林钠/舒巴坦钠	1.88	1.29%	1.81	1.43%	1.95	1.71%
合计	112.94	77.46%	104.76	82.76%	95.54	83.67%

2、公司说的另一个故事是拿到替卡西林制剂生产批文，将开始制剂生产和销售。但公司目前制剂药的销售模式主要还是经销商代理和学术推广，销售人员只有 35 人，销售费用占比只有 3.62%。可以说，公司还未形成自己的销售队伍，这对制剂药的推销很不利。

3、新药储备较多，但近期没有重磅产品。公司已有 28 个产品申报生产，未来 3 年将有超过 10 个拿到批文，但仍多为抗生素类产品，少有的几个非抗生素类产品，如罗库溴胺、硫酸氢氯吡格雷等都已公司首仿，等拿到批文时产品的成长期可能已过。正在申请临床的新药中有不少专科药，可以期待一下。另外研发费用占营收 2.54%，主要依靠技术合作和技术转让，自身的核心研发能力不强。

推介会见闻

1、公司来的人较多，高管较多出身研发。高管在谈时谈的较多的是市场和新药前景，较少谈到销售。公司又有意向扩大制剂药比例，这样销售这块应该是很重要的，但感觉公司还没有这个规划。

2、投资者关心最多的是氨曲南未来的价格和毛利变化。昨天最高零售价下调到 37，公司认为影响不大，因为公司以前售出的价格也低于 37。零售价压低有利于销量的提高。目前已经完成三甲的布局，正在向地级市推广，未来还将推广到县级市和农村。公司自制氨曲南中间体，原料价格波动不会太大了，产能上去后成本能降。但我认为氨曲南最高零售价仍然高于与他差不多的其他青霉素药物，可能在农村等价格敏感的地方推广较难。

3、有投资者问为何公司的储备新药都是些药性一般的抗生素，公司的回答是也在努力做专科药，但研发需要时间。抗生素还是主打产品，抗生素方面的选择公司认为低级些的药市场会比药性强的药更大。

可能的股价触发因素

- 1、新药拿到生产批文
- 2、甲流等类似的需要抗生素的疾病突发

盈利预测

1、假设氨曲南新增产能 13 年才能释放 60%，但之前靠提高收率还能提高产能，毛利率逐年下降。替卡西林和磺苄西林今年就能利用新增产能，13 年合计产能到达 90 吨，但预计产能利用 70%，保持毛利不变。假设销售费用率上升至 5%。

2、预计 2011-2013 年 EPS 为 1.25 元，1.75 元和 2.25 元。

4、上海绿新新股分析

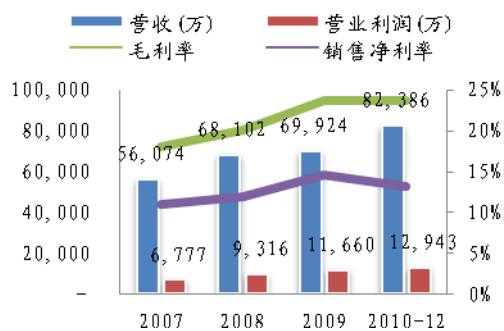
上市合理定价：17~20 元，对应 2011 年 PE 20~24 倍

投资总结：行业历史增速 15%，受制于下游香烟市场增速放缓，行业未来增速也将逐步放缓；壁垒主要体现在设备投资上；公司市场占有率 8%，近几年呈缓慢下降趋势；过去三年，公司主营产品没有增长，业绩增长来自我们并不看好的多元化收购；综合来看，未来成长不如竞争对手万顺股份。不予跟踪。

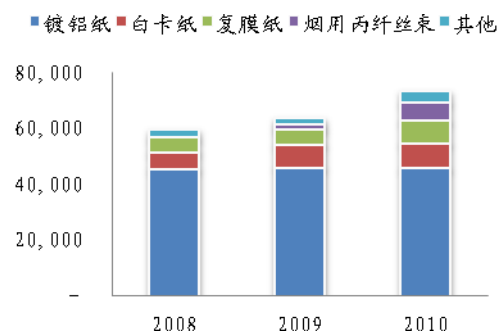
公司介绍

公司主营是真空镀铝纸、烟用丙纤丝束、白卡纸、复膜纸的生产和销售。公司的财务数据比较有吸引力，2010 年，营收 8.2 亿元，4 年 CAGR 14%，营业利润 1.3 亿元，4 年 CAGR 24%，综合毛利率稳步提升，从 2007 年的 18% 提升到 2010 年的 24%。文章先分析一下，公司历史的增长来自哪里，再剖析一下主要业务的竞争力和公司的收购情况，最后预测一下公司未来的发展。

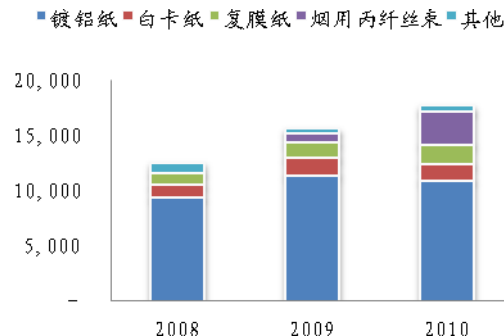
图：关键财务指标



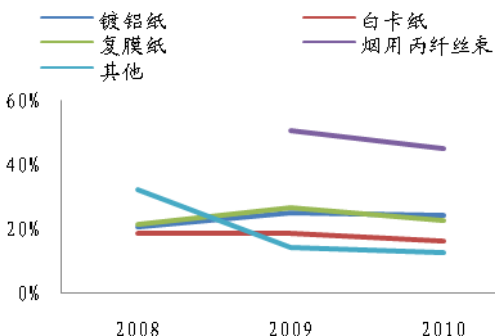
图：营收构成



图：毛利构成



图：产品毛利率



投资要点

公司历史增长主要来自外延式扩张。公司的历史业绩看起来不错，可是当我们详细分析各个业务的情况，就会发现事实并不那么美好。2008~2010 年，公司的各个业务营收和毛利基本上没有增长，唯一贡献增长的就是烟用丙纤丝束。公司 2009 年 9 月，收购主营为烟用丙纤丝束的蚌埠金叶，从而在 2010 年，在公司的合并财务报表中，该业务贡献了毛利增长的主要部分。镀铝纸是公司的主营产品，同时也是公司高管在推介会上主要介绍的产品，文章将主要分析该产品。

主营产品行业简介。主营产品镀铝纸主要用在中高档香烟包装上，据高管在推介会上说，当前香烟包装市场总体渗透率 30% 左右。镀铝纸在技术和渠道上壁垒很小，壁垒主要体现在设备上，关键设备需要进口，以公司为例，公司增加 4 万吨的产能需要支付设备购买和安装费 2.4 亿元。产品没有差异化，基本是一个大宗商品的属性。产业链为：膜、特种纸、铝丝供应商 本公司 印刷厂 烟厂。

镀铝纸未来增速不高。高管在推介会上说，公司产能严重不足，不得不租用厂房来完成生产任务。而我们认为，公司的镀铝纸业务未来增长将会较为缓慢，未来翻番的产能有可能不能被市场消化。

公司销量下降、市场占有率下滑。根据中国造纸协会数据，2008~2010 年，中国镀铝纸需求量 CAGR 为 14%，2010 年总需求量为 40 万吨，而同期，公司的销量几乎没有增长，分别为 2.97、3.15、3.02 万吨，2010 年，该产品的产销率甚至出现下滑，仅为 93%。

历史产能扩张缓慢，增长瓶颈在于下游。2008~2010 年，公司产能仅从 2.8 万吨扩张到 3.0 万吨，公司现金比较充裕，账面现金 1.2 亿元，如果营收增长受限于产能不足，公司应该早日着手扩张产能。我们认为，公司在该业务上营收没有增长，主要是受限于不断增加的市场竞争。同时，这也说明，公司募投项目对产能 100% 的扩张，会很难被市场消化。

多元化收购较难获得协同效应。公司 2009 年 9 月份，收购了为香烟厂提供过滤嘴滤芯的公司蚌埠金叶，对于这个收购，我们需要考虑这个收购的目的是什么，是否会对公司产生协同效应，从而有效提升公司营收。一个关于收购的数字比较值得关注，某国际咨询公司统计过欧美收购的情况，发现 70% 的收购最后都以失败告终。收购基本上可以分成横向收购、纵向收购和多元化收购。总体上而言，产业链中的横向收购和纵向收购还是相对有些道理，毕竟有些公司可以通过横向和纵向整合，增强对上下游的购买力或者降低管理、生产、营销成本。而多元化收购则相对缺乏吸引力，有人给起了个名字叫“恶多元化”。公司作为生产香烟包装的镀铝纸工厂，去收购生产香烟过滤嘴滤芯的公司，看起来很有说服力。毕竟两个产品的最终用户都是卷烟厂，可是，这两个产品的直接客户相关性不大，镀铝纸主要是销售给印刷厂，由印刷厂将包装印制好销售给烟厂，这个印刷厂应该不会去生产香烟过滤嘴。公司的这个收购，在客户、技术、采购规模上并不能给公司带来明显的好处。不过，这个收购对公司业绩增长的贡献还是挺明显的。

上市公司对比，更看好万顺股份的收购和未来成长。万顺股份与上海绿新主营业务、规模最为接近，这里将 2 家公司做个简单的对比。财务表现上，两个公司比较接近，关键点是万顺股份是通过产品升级的内生式增长来完成了净利润的增长，而上海绿新是通过多元化收购来完成增长。同时，万顺股份近期收购了做软包转铝箔的公司江苏中基，这个收购的协同效应要好于上海绿新收购的协同效应。我们更看好万顺股份的增长方式。

(万元)	营收	3 年 CAGR	净利润	3 年 CAGR	毛利率	净利率	历史增长来源
上海绿新	82,386	10%	10,393	15%	24%	13%	多元化收购
万顺股份	62,788	5%	8,177	17%	23%	13%	产品升级

注：2010 年财务数字

推介会见闻

- 1、推介会出席了 140 人，现场提问比较少，问答环节进行了 40 分钟左右就结束了，买方和卖方研究员均有提问，会后有 30 人上前与高管交换名片。
- 2、问：11 年营收增速 27%，而产能保持不变，业绩增长来自哪里？设备租赁能带给公司多少产能？答：当前产能不足，3 月份订单推迟到 5 月，公司在上海附近租用厂房，设备从其他厂商购买。部分订单来不及做，公司通过委托加工。公司在适当的时机，可能通过并购来扩大产能，同时可以带来相关订单。（客户为什么要通过公司来做委托加工一个同质化非常严重的产品？）
- 3、问：下游占比如何，烟酒和化妆品等？答：下游直接客户为印刷厂，终端用户烟草占比 85%，其他的占比很低。烟草绝对数量增长缓慢，但是由于低档烟向高档烟的转换，会带来公司销售增长。未来，公司希望能达到 5:5 的比例。（当前的趋势没有体现出这一点）
- 4、问：对比万顺股份，公司的优势在哪里？董事长回答：万顺是我们的对手。两家区别在于，公司在上海，从成立起就做环保；万顺一开始，可能不做环保，份额相对较小。万顺是公司最大的竞争对手，公司希望有更多这样的对手来共同推广市场。另外一个高管补充说，公司有优势：1）通过多家烟草企业认证；2）产能优势；3）包装一体化能力。
- 5、问：古北项目进展如何？答：已经正在做，前期设备已经正在做了，当前公司通过租用厂房来缓解厂房不足。（土地是否已经拿到？）

- 6、问：卷烟增长前景不被看好，公司有安排其他非卷烟产品的下游市场么？答：董事长说了很多，不过没正面回答问题。
- 7、问：低焦油的烟增长很快，大概对应多少吨的纸？答：1万箱需要250吨纸，60到600万箱，对应15万吨的规模。在中高档烟，公司当前有8.4%的份额。
- 8、问：非烟市场情况如何？答：高管说了一段，可是没正面回答问题。
- 9、问：公司如何转移原材料上涨？答：木浆有4-5年的循环（类似于设备投资周期），每年有2-3%的涨价幅度。膜的上涨对公司业绩影响不大，因为膜可以重复使用，甚至在无法使用后卖给其他公司做拉花等。
- 10、问：公司占有率8%，行业比较分散？答：董事长说了一大段，我没抓住重点。
- 11、问：当前烟草领域，镀铝纸的渗透率如何？答：中高档烟45%，55%的低档烟。70%用这种纸，低档烟每年有24%提升到高档烟，总体渗透率 $46\% \times 70\% = 30\%$ 。
- 12、问：镀铝纸市场扩张的推动力来自哪里，烟厂还是纸厂？董事长答：公司在推动镀铝纸做了很多努力。

盈利预测

- 2011-2013年，营收增长率为5%、25%、20%。募投项目在2012年投产，2013年达产，对公司业绩有一定支撑。
- 毛利率基本保持稳定。
- EPS为0.83、1.06、1.30元。

5、益盛药业新股分析

合理估值区间：30-35元

投资总结：公司在13年人参采收减少成本以前难以实现高速增长。三个主导产品比较一般，无爆发性增长，公司着重推广的心悦胶囊除了进医保目录的优势外，几乎是从零开始推广，所以这三年业绩贡献有限。但公司有人参资源这个炒作题材，13年后开始收获，可以降低成本，带来业绩增长。中性。

主营业务

公司是国内最大的以人参提取物为核心的医药公司。主导产品有生脉注射液、清开灵注射液、振源胶囊，以及09年进入全国医保的心悦胶囊。

投资要点

1、公司认为清开灵注射液供不应求，生脉注射液稳定增长，明年扩产1亿只针剂。清开灵注射液用于广谱抗病毒，治疗病毒性疾病，包括呼吸道感染、病毒性肝炎、脑出血等。09年进入国家基本药物目录，并被卫生部列为甲流和禽流感用药，带动09-10年清开灵注射液整体销量大增，从竞争对手销售额增加看，可能都有50%以上的扩产。益盛目前规模尚小，扩产后增加75%产能，预计到1.5亿左右，若还要扩大则非常考验公司的销售能力。

表：神威和白云山清开灵销售额

	2010年上半年销售额	2010年上半年增速	2009年销售额	2009年增速
神威	3	87%	4.23	36%
白云山	1.44	52%	2.2	24%
	2010年销售额	2001年增速	2009年销售额	2009年增速
益盛	0.83	184%	0.39	109%

2、公司计划2年内提升心悦胶囊的销售额过亿，最终达到8-10亿规模。心悦胶囊用于促进缺血性心肌毛细血管新生，治疗微循环梗塞，是公司独家品种，09年进入医保乙类，至10年底共在19个省中标，是公司11年重点推广产品。虽然该产品03年就推出，但10年以前就只在新疆、云南、江西销售，目前只有446万

收入；规划的开发机构是 6000 多家，振源已经深入 2700 多家，心悅为 0。要预测该药的市场空间，需要清楚药的使用症，从问答以及网上的搜索来看，心悅胶囊的治疗不是马上疏通血管，而是促进心肌毛细血管再生，增加冠状动脉分支或侧支循环血流量，所以用于已经疏通血管后的恢复性治疗比较好，和生脉注射液市场不同，但跟通心络胶囊等直接构成竞争。从南方所 9 省市医院终端看，前十大品牌中非注射液占比不到 25%。公司心悅胶囊不走 OTC 渠道，因此将和银杏叶片（市场规模 18 亿左右）、通心络胶囊、复方丹参滴丸（超过 10 亿）竞争。这三个产品市场在医院市场增长较为缓慢，因此公司达到 1 个亿的销售规模可能需要用 2 年，要推广至 10 亿则需要很长时间（可能远远长于公司预计的一般新药推广到饱和的时间 5 年）。

表：南方所对 9 省市医院终端心血管类中药市场调查结果

心血管	07 年增速	08 年增速	09 年增速	09 年份额
银杏叶注射液	75.50%	16.60%	23.70%	15.60%
丹红注射液	634.20%	94.50%	20.70%	8.41%
银杏叶片	24.60%	11.40%	13.40%	5.83%
银杏达莫注射液	85.90%	19.70%	0.80%	5.38%
参麦注射液	24.50%	2.40%	8.30%	5.20%
通心络胶囊	24.90%	11.60%	0.90%	4.69%
复方丹参滴丸	11.40%	5.40%	0.00%	3.89%
丹参酮 IIA 磺酸钠	36.40%	8.00%	36.00%	3.52%
丹参川芎嗪注射液	996%	271.60%	142.20%	2.94%
生脉注射液	9%	5.30%	4.30%	2.87%
其它				41.60%

3、营销能力是接下去两年产品推广的关键，但从前几年的情况看不出公司销售方面的优势。公司走的是低端路线，农村和小城市销售占比 1: 1。

有近 1000 人的营销队伍，10 年总销售额 5.1 亿，人均销售 51 万，远低于行业平均。而且公司录取的销售人员全部是吉林当地人员，认为这样有利于产品理解和公司忠诚度公司内部团结，且会继续这个策略。但从结果来看是明显降低了效率，心悅胶囊 03 年就推出了，04 年没有进入医保目录，09 年终于进入医保目录。09 年前只进入偏远的江西、新疆和云南，10 年销售额都没上 500 万。一般医药公司都会采用客户当地销售获得地缘优势，如红日药业的血必净 05 年推出，到 09 年都没进入医保目录，09 年也有过亿的销售收入。因此我们认为公司的营销方面有欠缺，可能会影响未来的发展。

表：各中药或生物提取公司销售费用率和销售人员人均销售额比较

销售	销售费用率	人均销售额
信邦制药	40.96%	76
上海凯宝	57.30%	102
众生药业	33.58%	118
香雪制药	20.68%	138
康恩贝	38.49%	105
益盛药业	45.61%	51

4、公司的另一个故事是平地种参，储备人参资源。公司 2007 年投资建设 801 亩非林地栽参基地项目，预计 12 年后收获，可采人参 200-240 吨。公司规划，未来三年内每年新增种植面积约 200 亩，至 2013 年形成约 1400 亩的种植规模。公司采用韩国技术，是国内率先进行非林地种参，可保证人参质量，减少公司成本。12 年若公司项目成功，可能将改变国内人参种植业格局，人参价格也可能会下跌。但目前还没有其他人平地种参，公司领先至少 3 年，人参种植林地的减少使公司具备了资源股属性。

推介会见闻

1、公司非常重视此次路演推荐，来了 6 位高管，问答中各自回答自己负责的部分，对业务都比较熟悉。
 2、投资者对人参种植业务非常关心。（1）非林地栽种多少年可以收获，亩产多少，人参对土壤破坏严重，多少年后才可以再种植人参。公司回答：4 年是可以收获，但一般为了经济效益会等到 6 年收获。平地种参

应该比山上亩产还要高 20%，一般 500-600 斤/亩。非林地栽参按照韩国的经验，7 年就可以种参。但如果通过施肥等方式可以 2 年再种。（2）韩国平地种参和山地种参的比例，有无价格差。回答：韩国山上不种参，40 年以前就用平地种参。（3）平地和林地的成本。每亩 30-35 元。（4）紫鑫药业也要种人参，但他的原料和种植方式不一样，全用人参的深层次开发只有公司一家。紫鑫收购了一部分原材料，产品结构不一样。

3、心悦推广很多年了，为啥一直没放量？10 年为啥没增长？是否是辅助用药。

原先是新疆和云南进省级医保。但这两个省临床用药较少，公司没有注重，当时做研究较多。09 年医保目录出来后各个省的招投标时间没确定，去年底比较多，我们进了 19 个省份。

4、中药在治疗过程中的运用和西药的区别：冠心病，先解决堵塞问题；糖尿病，先纠正糖水平。但两个都需要治本，心悦治疗的就是这个本。

5、新版 GMP 实施后有冲击吗？

原 GMP 验证过的等需要验证时根据新版验证。公司最近的一条需要验证的线在 2012 年 2 月。份。主要更改的是净化部分：整个区百级，原先罐装百级。软件的管理要跟国际接轨。重新换需要两三千万就可以。

6、3 年后的增长点，看好哪些品种？

一个产品的市场导入至少需要 5 年，心悦长期规划是 10 亿。储备品种里有个生发的。还开发人参茶\咀嚼片等项目。以后每年推 1-2 个新产品。

盈利预测

1、假设清开灵注射液 11 年 12 年还能持续畅销，产能全部消化；生脉注射液每年增长 10%。振源胶囊增速 25%左右。心悦胶囊 11 年销售额达到 2000 万，12 年销售额达到 5000 万元，13 年能过亿元。

2、根据公司的想法，6000 多个机构目前只进入了 2700，因此销售费用还会增长，保持销售费用率不变。

3、预计 11 年-13 年 EPS：0.99 元，1.25 元，1.62 元

股价催化因素

1、心悦胶囊增长快于预期。如果心悦 12 年就能达到 1 亿元收入，则 12 年 EPS 增厚 1 毛 1。

2、12 年以后人参涨价，公司拥有人参资源，成本稳定。或者市场炒作人参资源时公司股价会有反应。

风险

1、人参种植失败。目前还没有产出，所以还不知道结果。另外，人参平地种植也可能挤占粮食种植面积而遭反对，所以以后扩建也还未定。

6、张化机新股分析

上市合理定价：25~28 元，对应 2010 年 PE 35~40 倍

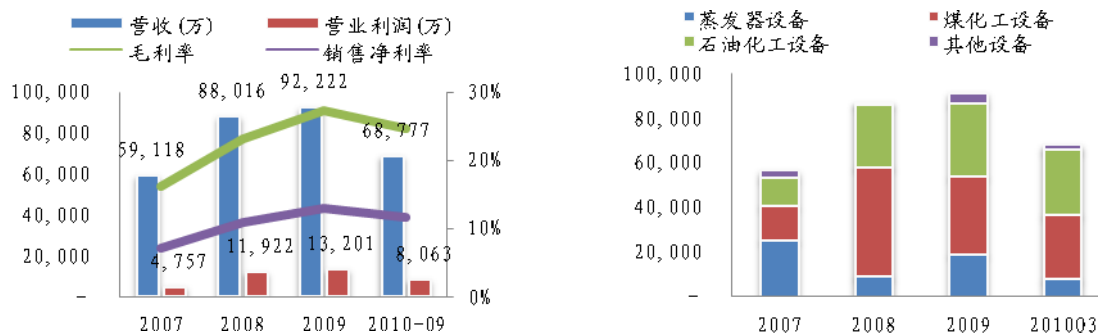
投资总结：公司下游应用广阔，但增速不明；行业壁垒不高，竞争较为激烈；公司有一定先发优势，2011 年释放的产能将有效贡献营收增长；但不确定的大订单模式增加了投资的风险，若高管公布的订单情况被投资者接受，则盈利超预期的可能性就很小，若高管公布的订单情况不被认可，那这个股票就更没投资价值了；有多晶硅的概念，如果能确认这个合同的真实性，倒是一个不错的短炒机会。综合而言，不将该公司列入跟踪目标。

公司介绍

公司主营石油化工、煤化工、有色金属等领域压力容器、非标设备的设计与制造，各类产品的毛利率较为接近，在此不详细罗列。

图：关键财务指标

图：营收构成



投资要点

主营产品简介：压力容器是各类化工子行业中比较常用的设备，通俗的说就是一个可以承受高温、高压的金属容器，用作各种化学反应。公司的下游主要包括石油化工、煤化工两个子行业，核电站中也需要很多类似的设备。2009 年，中国下游的市场结构是：石油化工 29%、化工 23%、煤化工 15%、核电 6%。

行业的历史增速在下降、未来增速不明：根据公司招股书，2009 年，中国非标压力容器市场总规模 431 亿元，而增速从 2008 年的 28%，下降到 2009 年的 14%。而公司的主要下游子行业，石油化工和煤化工增速下滑也非常明显。作为细分的上游重型装备业，行业的未来增速很不明朗，招股书和推介会中都没有透露，相关行业的研究员也看不清楚。

表格 1：中国非标压力容器市场情况

中国细分市场	2007		2008		2009	
	市场规模	增长速度	市场规模	增长速度	市场规模	增长速度
石油化工	97	--	119	23%	125	5%
化工	67	--	85	23%	100	18%
煤化工	38	--	54	42%	65	15%
核电	10	--	17	70%	26	53%
有色金属	8	--	11	38%	13	18%
其他	74	--	91	23%	102	12%

行业壁垒不是很高、集中度较低。行业的模式是，根据下游客户的需求，向上游采购原材料（60%为特种钢材、锻件），利用卷板机将钢板卷成钢桶并焊接等。壁垒主要体现在：

- 高端设备，公司募投项目的 300mm 厚钢板卷板机是国内唯一一台性能最强的卷板机；
- 资质，特种设备需要通过国家相关部门的资质考核；
- 有相应证书的焊接工人；
- 相应的施工经验。

总体上来说，上面每个壁垒都不是什么很难跨越的壁垒，例如美国的 ASME 资质，中国有 584 家企业通过验证，而至于设备优势和焊接工人等也是很容易解决的。这也使得整个行业竞争较为激烈，行业集中度较低，中国前 10 的企业市场占有率为 25%。前十大公司，一半是央企下属的子公司，例如一重、兰州石化集团等，另一半是以公司为代表的一些民营企业。

公司有一定综合实力和经验的先发优势。公司作为民营企业，能一步一步成长起来，说明公司在管理、技术、市场开拓上，是有一定综合实力的。同时，公司也承接了很多中国神华、中石油、中石化的订单，积累了一定的先发优势。

募投项目主要为扩张产能。公司计划投入 11 亿元进行扩产 6 万吨，较 2009 年增长 160%。公司的产能利用一直处于 100% 以上，而且产能从 2007 年的 2.3 万吨增长到 2009 年的 3.0 万吨，作为重资产的企业，公司扩张产能是有一定必要的。该项目已经开始进行，产能将在 2011 年下半年开始逐步释放。

公司在手订单充足、但超预期的可能性较小。高管在推介会上透露，公司在手订单 25 亿元，（2009 年营收 9 亿元）其中，大部分订单的生产周期为半年到一年，所以公司今明两年的业绩增长是比较明确的。但是，公司的业绩都很明确了，那么就很难有超预期的可能，留给投资者的上涨空间较小。如果发行价较低，说明投资者并不太认同公司的发展前景，后期就很难涨上去；如果发行价较高，那后期的空间也不大了。

高管透露，公司近期签下 3.5 亿元多晶硅炉总包订单。高管没有透露下游客户的具体名字，只是说预付款已经到账。如果这个合同属实，倒是提供了一个较好的炒作概念。只是，这个合同有几个需要进一步确认的地方：

1. 这个工程总承包合同与公司历史的主营业务相差比较远，公司并没有相应的经验，为什么客户会找到公司呢？
2. 高管在推介会上很有信心的说，这个工程总包的订单毛利率较高，但是没有透露明确数字，只是说，例如一些工程总承包合同的利润在 20% 以上，40% 也不稀奇。有研究员问，化工领域的总承包毛利率也就 12% 左右，公司的这个订单为什么会比较高，董事长也没有给出很有说服力的回答。
3. 合同已经签好，那么毛利率应该还是比较确定的了，高管何不一起告诉投资者。

核电应用是个概念，短期还看不到。公司当前并没有相应资质，还不能为热门的核电提供相应设备。公司计划与一重合作，在未来 2-3 年内，取得相应证书。

推介会见闻

1. 推介会出席了 160 人，但在问答环节刚开始，就走了一半的人去领礼物。现场提问不太热烈，买方和卖方研究员均有提问，会后有 20 人上前与高管交换名片。
2. 问：行业的规模扩大来自哪里，进口替代还是整体规模扩大？董事长回答：公司作为一个民营企业，从小到大，客服了很多困难，靠的是：1）改革 30 年的机遇；2）民营企业，上山容易下山难，因为理念本质不同，当时，公司为了买卷板机都要将很多东西抵押给银行；3）民营企业对市场反应快。总经理补充，增长来自：1）下游范围广，尤其是石油等能源的需求，从目前来看，在未来 10 年，仍有高速发展的机会，例如新疆、内蒙、广西、四川等地；2）国内企业制造能力提升，近 10 年，国内企业大力扩充装备，政府支持，要求国外进口设备要进行国产化，从税收、审批上限制进口；3）新能源包括核电增速快，当前核电装机 1.8%，2020 年，新增 4300 万千瓦，需要 43 个机组，按照当前投资规模一共 120 亿左右，合计 7000 亿元，行业 600 亿元，公司可以做 80 亿元。
3. 问：认证证书，公司有无 A3 认证，有无 U2 认证？核设备安全许可证，是几级的？答：公司有 U2、S 证书，正在申报 A3 证书，核电取得了三级证书，核设备的安全性要求较高，需要相关的业绩，计划在 2-3 年的时间，通过与三重等合作，扩充到核一级，核焊工是基本条件，公司有 10 多名。
4. 问：设备运输半径，陆路和水路各是多少？答：通用的运输半径最大的在，运输半径是公司的优势之一，公司将工厂搬到临江，例如上海的大石化都在江边，4.5m 以上，陆路输不能走的，公司就有优势。大型煤化工设备都在 100 吨以上，新疆在 4000km，公司在陕西、内蒙古等，也有项目。
5. 出现冷场，董事长开始主动介绍。公司当前在手订单为 25 亿元，重大订单情况可以着重关注一下。
6. 问：公司毛利率如何？答：近几年成稳定增长趋势，订单模式生产情况下，公司定价方式为成本加成模式，公司会锁定主要原材料的成本，公司业绩不会随着原材料波动而大幅波动，公司原材料主要为特种材料，其价格变动不大。
7. 问：公司在核电的热加工上，有何想法？答：公司的锻压是板材的静压，高温炉可以达到 1200 度、15 米直径的总体炉子，可以满足核电的要求。
8. 问：多晶硅的投资计划如何？公司具体提供哪些设备和工程，利润率如何？答：多晶硅的核心设备为还原炉，客户原来采用美国设备，公司帮助其完善设备，产量已经达到 500 吨，最近将设备全部交给公司。公司作为制造公司，缺的是不技术，而是资质。之前，因为项目比较大，现在公司已经收到该项目的预付款，公司才开始披露。至于具体是什么东西，高管有点含糊，大意是工程总包，别的工程总包利润总体在 20% 以上，40% 也不稀奇。年底前后，也许能拿到 10 个亿的订单。至于核电，作为上市公司，公司要

马上见效益。公司有航空炉项目，这是中国第一套设备，对公司未来的影响非常大。公司未来会成立工程公司，将施工部分承揽下来。

- 9、问：核电的市场空间多大，核1、2、3级占比如何？客户会参考公司历史业绩，公司有无历史业绩？答：100万千瓦的压力容器包括，核岛内、外，一二、三级，核级和非核级统一招标，设备总计占20-30亿元。公司在02年，在甘肃做过与核设备相关的承压设备。AP1000为三代核电技术，主流的欧洲阿尔法还有CEP1000，AP1000在观望，只有在芬兰有概念，没有大规模商用，其技术比较先进，EPR1000是传统技术，AP1000把单级放大，张化机满足上述三种技术。
- 10、问：航天炉的情况？因为借鉴的壳牌在中国失败了？答：10年做了11套，今年在车间里是16套，面临爆发式增长，航天是真正反映中国科技队伍素质的。（航天炉用在煤化工中，而投价报告中，煤化工的增速一般）
- 11、问：公司在工程总承包的资质情况如何？总承包的毛利率低于工程设计很多，化工领域也就12%，为何公司的多晶硅项目毛利率非常高？答：公司此次总承包包括设计、采购等很多步骤，公司的毛利率应该更高。
- 12、问：产品交付期多久？答：交货期在半年-一年，按期交付在80%以上。

盈利预测

- 1、2010-2012年，营收增长率为10%、50%和30%。
- 2、毛利率、销售费用率和管理费用率保持不变。
- 3、财务费用会下降到0%。
- 4、EPS为：0.72、1.01和1.20。

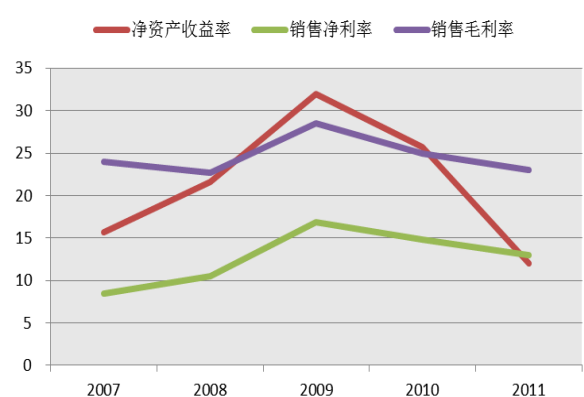
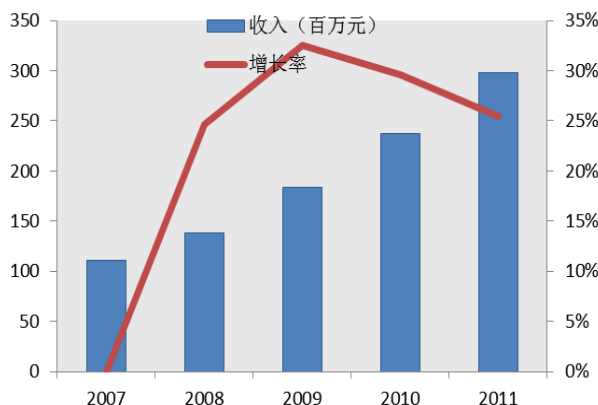
7、科斯伍德新股分析

建议合理定价：18.3元 - 21.3元

投资总结：公司下游增速尚快，但行业竞争壁垒不高，公司尚无定价能力，且上游原材料成本占比较大，波动较剧烈，由此带来公司盈利能力较不稳定，中性评级。

主营业务

公司地处江苏苏州市，是我国胶印油墨行业的龙头企业之一。主要产品为快干亮光型、高光泽型、高耐磨型三大系列胶印油墨。年产量超过10,000吨，近年油墨产品出口排名第一。



投资要点

1. 公司的产品是各种环保型单张纸胶印油墨，产品主要应用在要求精美的出版物印刷和包装印刷上。公司的产品主要有三大系列，其中快干亮光型可未各位纸张印刷用油，适用于高速印刷；高光泽型适用于铜版纸印刷和对色彩要求高的高档印刷品；高耐磨型则适用于需要后道自动化加工的印品。近三年公司营业收入实现复合增长32%，利润复合增长52%，远高于行业均速。2010年公司销售油墨产品10709吨，属于行业内较大的公司之一，具有一定的规模效应。目前胶印油墨的市场总需求量约为24万吨/年，公司的市场占有率在4.5%左右。公司同时具有一定的外销能力，油墨产品出口在国内企业中排名第一。

2. 目前我国有油墨生产厂商 600 家左右, 依然处于市场完全竞争阶段, 其中像公司一样年产万吨以上的近 10 家。上市公司里有主要生产柔印油墨的天龙集团, 主要生产凹印油墨的乐通股份, 他们和公司分属不同的细分行业, 产品的生产过程和应用领域有所不同, 无法相互替代, 因此和公司之间不存在直接竞争关系。公司目前的直接竞争对手主要是具有日资背景的油墨企业天津东洋、杭华油墨等, 未来则很可能是日本油墨巨头 DIC 集团。我们判断由于下游印刷行业和包装行业的稳定发展, 胶印油墨市场也会有一个 7% 左右的稳定增速, 同时行业内竞争加剧会逐渐导致中小企业的退出, 公司在未来还是有一定的市场空间可以争取。
3. 公司原材料成本占生产成本的比重在 85%~90%, 豆油、颜料等大宗商品价格的涨跌决定公司产品毛利的变化, 而油墨产品销售还处于市场完全竞争阶段, 尤其是较为基础的广泛使用的快干亮光型油墨, 公司没有领导市场的定价能力。如果未来大宗商品价格持续走高, 公司将持续承受高成本的压力。这一点从公布的财务数据可以得到验证, 我们发现公司 2009 年的毛利率有 5-6% 的同比提升, 而公司 2010 年各项成本增速都高于营收的增长, 尤其是原材料和人工。这使得公司毛利率从 2009 年 28.5% 下滑至 2010 年上半年的 25.5%。结合当时豆油、颜料等大宗商品的价格走势, 可以推断原材料价格波动对公司的毛利率水平的影响很大, 而公司的产品议价能力不强。
4. 公司此次募集资金投资项目的主要目的是扩大产能, 从目前的 8000 吨/年, 新增 1.6 万吨/年的胶印油墨生产能力。规划是产能随建设工期逐渐释放, 到 2014 年全部释放。尽管我们相信公司的市场拓展能力和竞争优势能使公司的发展有高于市场平均的增速, 我们认为如此巨大的产能释放未来几年会给公司带来的较大的销售压力。
5. 关于估值。我们挑选其它两家同属油墨细分子行业龙头的天龙集团 (300063) 和乐通股份 (002319) 做对比, 发现这两家油墨公司上市后成长性低于市场预期。我们给予公司 30-35 倍 2011 年 PE 估值。

发行推介会见闻

1. 公司董事长兼总经理吴贤良很年轻, 表达能力也不错, 和财务总监吴艳红是姐弟关系, 两人也同时都是公司的大股东。一定程度上公司是一个家族企业。下面列出部分问答环节的问答记录。

2、Q&A

Q: 植物油取代矿物油, 对公司成本的影响多大; 水性油墨和油性油墨的差异; 不同油墨替代效果如何? A: 现在成本高 20%, 但植物油价格的趋势是降的。水性油墨里连接料使用醇加水, 油性使用油, 所以成本高一些, 这也是公司的毛利比天龙低的原因。公司在松香成本比较有优势, 环保方面两种的重金属含量差不多, VOC 方面公司是从矿物, 天龙是从乙醇中。应用领域也有差别: 胶印用在包装和杂志, 水性油墨则需要承印物具有吸水性。乐通的油墨多用在薄膜 (塑料袋) 上, 水性的大多用在瓦伦纸箱 (电脑包装), 而胶印大多用在杂志, 宣传册, 包装等。

Q: 募投项目方面对产品如何细分; 如此巨大的产能的销售计划如何。A: 产品比重会有所调整, 增加高光高耐磨油墨的比重, 达到快干 50%, 高光耐磨 50% 的比例。销售方面, DIC 目前产量 120 万吨, 占世界 30% 油墨生产量。因此市场需求是有的, 公司也可以做大的。公司的产能释放也是逐步的过程, 11 年 4 月-12 年 4 月是募投项目建设期, 12 年 9000 吨, 14 年全部投放。

Q: 毛利率在三家油墨企业中最低, 为什么。A: 三个企业中毛利率天龙最高, 因为大家成本不同, 树脂、溶剂使用的不同; 但公司销售费用低, 因为是采用经销商模式而不是驻厂模式。公司内贸由于需求导致公司毛利率相对较高, 出口方面毛利率低一些, 因为和一级品牌比议价能力不强。

Q: 公司的定价策略是什么, 扩展之后产能第一集团, 定价策略会不会变化: A: 快干型色相按南方 DIC、北方东洋的色相设计, 价格约比他们低 5%-10%; 高光走的是进口替代路线, 便宜比进口产品低 40%-50%, 定价能力比较高。

盈利预测

盈利预测(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	183	237	298	354
增长%	-	29.5%	25.7%	18.8%

毛利率%	28.5%	25%	23%	23%
归属于母公司所有者的净利润	30	35	45	60
摊薄每股收益(元)	0.46	0.48	0.61	0.81

2. 调研、点评和专题

2.1. 调研

1、七星电子深度报告

投资建议和结论:

相比国内同行，公司技术水平属于第一梯队，但跟国际先进水平相差还很远，龙头地位不明显，下游行业具有强周期性，光伏产业 12 年后有出现产能过剩的风险，公司产品线还不够丰富，面临已有产品市场饱和的风险，长期投资需谨慎。短期来看，受益于光伏行业的极高景气度，目前产能完全供不应求，今明两年业绩有保证，预计增长至少保持在 30%以上，公司同时具有新能源、航天军工、高送配等诸多概念，也属于概念炒作类投机股票。

公司概况

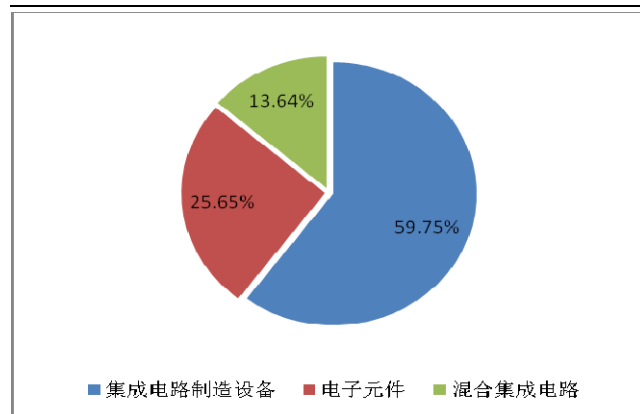
2010 年 3 月上市，目前总股本为 6500 万股，七星集团持有 82.82% 的股份，北京电控作为七星集团的大股东是公司的实际控制人。公司的国资背景和政府资源优势，在研发上获得国家重大专项的直接支持。（2010 年 8 月公告，公司承担“65nm 超精细清洗设备研制与产业化”项目将分三年获得重要财政资助约 11838 万元）。

主营产品简介

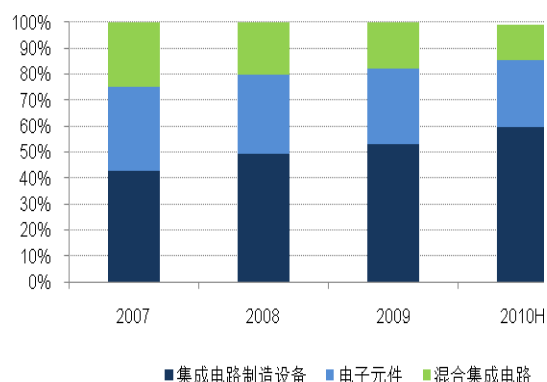
主营产品为大规模集成电路制造设备、混合集成电路和电子元件，其中集成电路制造设备是主要的收入来源，2010 年上半年收入占比为 60%，平均毛利率为 30%。

公司集成电路设备收入占主营业务收入中的比重不断上升，从 2007 年的 42.71%，提高到 2008 年的 49.37%，2009 年为 52.92%，2010 年上半年为 59.75%。

图：公司产品构成图



图：集成电路制造设备收入比重逐步上升



混合集成电路和电子元件，主要用于航空航天在内的军工行业，占军工市场排名第二，市场份额 23.78%，主要有电阻器、电容器、石英晶体器件等

集成电路生产工序包括前道工序和后道工序，公司的集成电路制造设备集中在前道工序，扩散炉应用于前道工序中扩散工艺、化学汽相淀积和氧化工艺；清洗机应用于各工序间的硅片表面清洗处理工艺；单晶炉应用于材料制备工序的硅晶体生长工艺。

应用领域：集成电路、TFT-LCD、太阳能电池、分立器件等行业

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表: 主要产品和用途

	主要产品	产品用途
集成电路设备 ---材料制造	单晶炉	硅片制备工艺的晶体生长
集成电路设备 ---前道工艺	扩散氧化炉、清洗机、气体质量流量计	硅薄膜制备及清洗、TFT-LED等平板显示产品制造、太阳能电池制造等
混合集成电路	厚薄膜混合集成电路、模块电源等	军工行业电子的控制电路和电源模块
电子元件	高精密电阻、电容、石英晶体元件	军工行业工程及各类精密仪器仪表

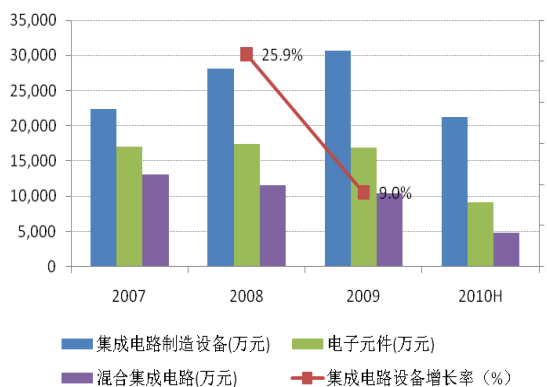
投资要点

过去几年产品缺乏竞争力，业绩缺乏成长性

公司在 2007 年至 2009 年之间业绩成长乏力，主营业务和净利润增速均在较低的水平。分业务来看，电子元件受限于航天军工，市场趋于饱和，收入基本没有增长，混合集成电路收入逐年下滑，唯一的增长业务集成电路制造设备收入增速由 2008 年的 25.9% 下滑至 2009 年的 9%。

一方面原因是公司 09 年之前的产品主要以 4 英寸-6 英寸设备为主，产品竞争力不强，面临激烈的竞争，市场规模也较小，这也是公司产品毛利率水平较低的主要原因。另一方面受金融危机的影响，行业景气度较低，下游客户生产线投资快速下滑，虽然行业在发展，公司没有相应的成长性。

图：业绩增长缓慢



图：营业收入和净利润增速处于较低水平

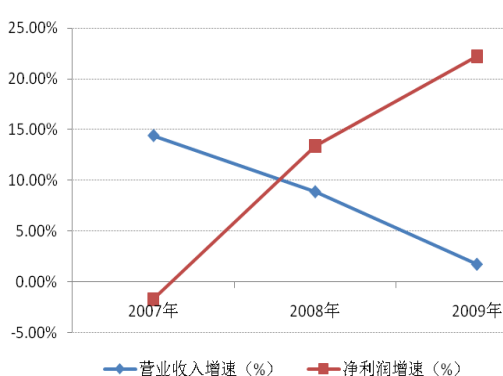


表: 公司近三年没有扩产，没有出现满负荷生产的情况

	2007	2008	2009
产能 (台)	250	250	250
实际产量 (台)	186	247	237
产能利用率 (%)	74.4%	98.8%	94.8%

投资亮点一：技术水平从 4-6 英寸跨入 8 英寸和 12 英寸技术水平

8 英寸以上的集成电路设备属于高端领域，国外大厂商设备在 8 英寸及以上的集成电路生产线中占据大部分市场份额，处于垄断地位。国内生产集成电路设备的企业数量不多，主要在 8 英寸以下的市场展开激烈竞争，利润率普遍较低。公司在 2009 年之前主要以 4-6 英寸的设备为主，平均毛利率只有 30%。

表: 中国集成电路设备水平与世界水平比较: 落后 10 年

请务必阅读正文之后的免责条款部分

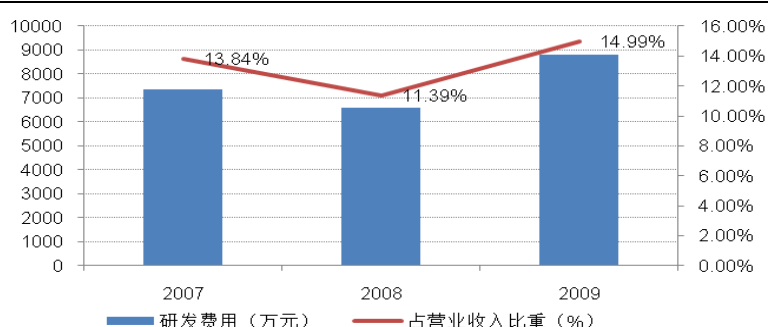
	世界设备水平	中国设备水平
研发水平	12" 45nm	12" 90nm
生产水平	12" 90nm	6" 500nm , 8" 180nm

公司的主要竞争对手是中国电子科技集团下面的 48 所和 45 所。从 48 所的产品结构来看，扩散炉只是其一个产品分支，其研发投入主要在离子注入机方面，102 项专利中跟离子注入机相关的专利数量占 50% 以上，在研发上跟七星的正面竞争较小。45 所以“光刻机”为主要产品，没有扩散炉产品，在清洗机产品上和七星形成一定的竞争，相比之下七星专注于扩散炉和清洗机的研发投入，在该领域的技术保持国内领先。

表：竞争对手产品侧重点不同

	2009 年 收入	其中：电子 专用设备	产品结构
七星电子	5.8 亿元	3 亿元	清洗机、扩散炉、气体质量流量计、PEVCD
48 所	15 亿	5 亿元	离子注入机生产龙头，国内太阳能电池设备制造龙头
大族光伏	2010 年 3 月成立， 预计 11 年收入 5 亿		扩散炉、PEVCD
45 所	-	-	光刻机生产龙头、清洗机

图：较高的研发投入



公司在 07 年成功验证完 8 英寸集成电路设备后，目前是国内唯一一家具有 8 英寸立式扩散炉生产能力的企业。在 8 英寸清洗机方面，已经量产，快于竞争对手进入 IC 生产线，据了解，国内其他厂家由于时间和认证方面的问题，已经有生产能力但还没有投产。

为什么 8 英寸设备没有量？

公司在招股书上表明 09 年之前集成电路制造设备主要集中于 4-6 英寸的集成电路制造设备，上市募投项目才开始增加 8 英寸扩散炉和清洗机的产能，说明 8 英寸设备在 07 年验证完以后基本没有销量。研究下来，主要的原因有以下几点：首先是金融危机导致国内大部分 8 英寸线建设停滞；其次国内 8 英寸产品相比国外产品并没有成本优势，一是国外 8 寸线的建设已经进入尾声，目前主流已经是 12 寸线，大量的二手 8 寸线出口到了中国，二是国家对国内 8 英寸以上集成电路制造业所用的设备实行零关税和免增值税，而国内设备制造业企业不享受此待遇，所进口的零部件要交全额关税和增值税。

期待 12 英寸设备通过验证，进入市场，实现高增长

所以我们认为 8 英寸设备属于过渡产品，而 12 英寸设备才是公司未来最大的机会。12 英寸 90/65nm 立式氧化炉/质量流量控制器和 65nm 超精细清洗设备的研制水平已经和世界水平相当，目前已经研制出来，正在做中芯国际的工艺验证阶段，一旦跨过验证门槛，推广速度会很快。对于产能，最晚将在 2012 年实现量产。

高技术含量的 12 英寸设备的客户验证一旦达到标准:

市场规模: 从一个 4 英寸-6 英寸市场 (2-3 亿元) 跃升到 12 英寸市场 (400 亿美元) 市场上竞争。

参与全球竞争: 竞争对手从国内对手变成国际对手, 市场范围从中国本土市场比变成参与国际市场竞争。

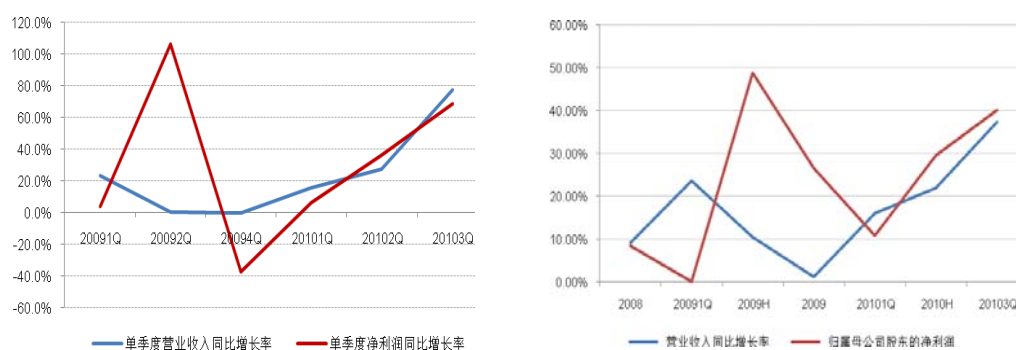
投资亮点二: 太阳能电池制造设备业务有望大幅超预期

(1) 业绩进入快速增长通道, 2010 年单季度净利润同比增速逐季上升

由于 8 英寸集成电路设备市场规模较小, 公司 09 年开始进行了调整, 把技术成果转向 8 英寸太阳能电池制造设备、以及做 TFT-LCD5、6 代线的清洗机。

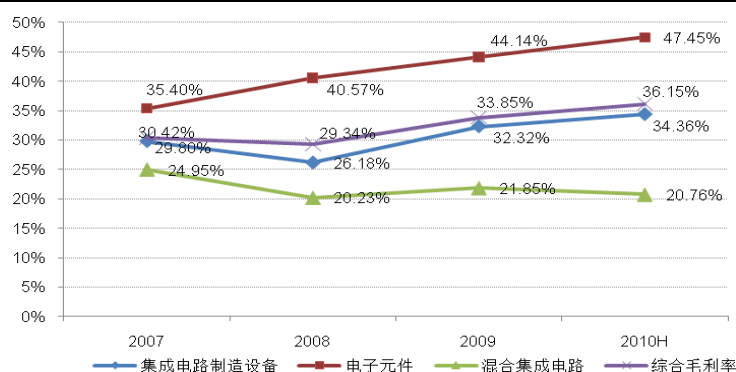
从 2010 年的数据来看, 我们发现公司业绩恢复明显, 连续三个季度实现增长, 第二季度和第三季度单季度净利润同比分别增长 36.31% 和 68.85%,

图: 2010 年业绩进入快速增长通道



公司综合毛利率水平也出现了上升, 主要原因是 2010 年上半年具有较高毛利率的光伏设备出货增加。电子元件毛利率上升的原因是近年公司缩减民品元件数量, 以军工高技术、高可靠、高市场占有率为战略, 订单结构转变为以高价、高毛利的高精密元件为对象, 逐渐发挥公司在军工行业的资源优势。

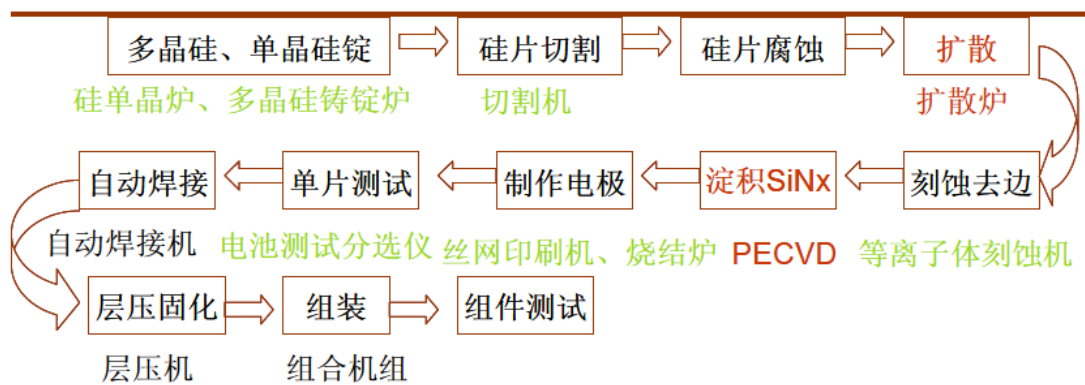
图: 产品盈利能力逐步增强



(2) 太阳能电池设备行业简介

太阳能电池制造设备主要有扩散炉、PECVD、刻边机和清洗机四类, 此外还有硅材料设备—单晶炉。

图: 太阳能电池制造工艺流程



扩散炉是集成电路生产线前道工序的重要工艺设备之一，它在半导体行业的主要用途是对半导体进行掺杂，即在高条件下将掺杂材料扩散入硅片，从而改变和控制半导体内杂质的类型、浓度和分布，以便建立起不同的电特性区域。

对于光伏行业，为了在太阳能电池片中生成电势，需要将磷原子扩散到硅片的晶格中。这个过程就是在充满磷原子空气的扩散炉中完成。

什么是化学气相沉积（PECVD）？

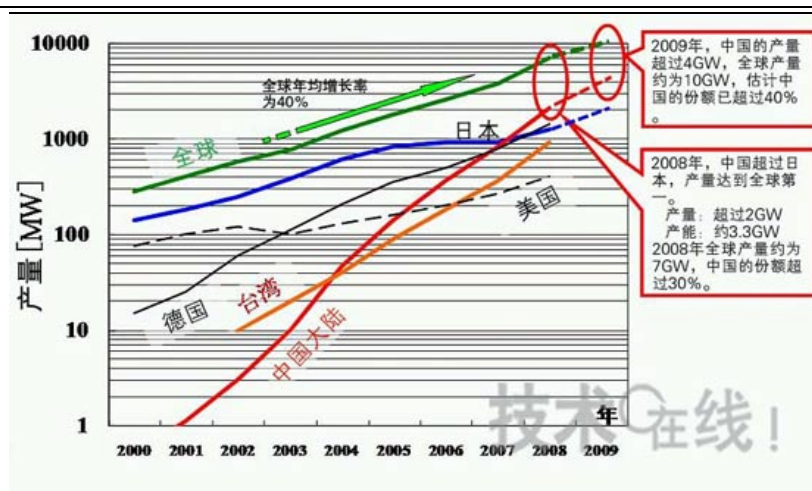
为了增强太阳能电池片的转换效率，需要在电池片表面覆盖一层防反射薄膜。比如说在工业化应用中，SiNx膜被选择作为硅表面的减反射膜。而这种覆盖薄膜的特殊技术叫等离子增强型化学气相沉积（PECVD）。PECVD设备就是用于沉积防反射薄膜的一个仪器系统。

（3）太阳能电池设备行业分析

2000年-2010年太阳能电池行业连续十年高速增长

2000年以后，全球太阳能电池产量以年均40%左右的速度增长。其中，中国的年增长率则高达100%以上。2008年，中国超过了之前一直居全球市场份额首位的日本，成为全球第一大生产国。100%的年增长率，意味着每年产量都翻倍，10年将达1000倍。用图表表示这一增长速度，需要使用对数轴。中国的太阳能电池产量增长率在2001年以后的8年内超过了“三位数”。在此期间，日本也实现了一位数增长，但从对数图表上看，二者的差别十分明显（图1）

图：中国太阳能电池产量连续十年高速增长



金融危机后，2010年开始行业景气度迎来迅速恢复

2010年9月15日，工信部公布消费品行业1-8月的运行情况显示，期间太阳能电池产量同比增长200%以上，远远高于其他消费品20%左右的增长速度。2010年12月28日，中国可再生能源学会副理事长、光伏

分会主任赵玉文在牡丹江举办的黑龙江省国际光伏产业发展高峰论坛上表示，预计 2010 年中国光伏太阳能电池产量将达到 8GW，占世界生产总量的 50%，居世界首位。

表：2010 年太阳能电池产业链迎来全面繁荣

	2008	2009	2010E	2011E
中国太阳能电池产能 (GW)	3.3GW	4.3GW	8.5GW	17GW (全球需求预计将达到 19.3GW)
增长率 (%)	100%	30%	98%	100%
中国占世界产量 (%)	30%	40%	50%	60%

根据网上搜集的信息，国内太阳能电池生产商 2011 年都将有比较大扩产计划，主要是因为 2008 年底金融危机以来，很多产能扩张的计划推迟了，集中到了 2010 年和 2011 年。

(4) 扩散炉和 PECVD 设备市场空间估算：

10 年国内太阳能电池的新增产能约为 4GW，预计 11 年的新增产能为 8.5GW。这对国产扩散炉和 PECVD 设备来说，市场空间是 340 套，相当于是 34 亿元的市场（一条 25 兆瓦的电池生产线，总投资为需要 1 台 PECVD 设备+2 台扩散炉（以下称其为“1 套”设备），造价高达人民币 1000 万元（600 万+200 万 X2），约占一条 25MW 光伏电池生产线设备价值的 25%-35%）。

根据网上资料显示，10 年中国光伏电池企业在 PECVD 设备和扩散炉上的国产化率约 40% 左右，目前国内采用设备国产替代的仅尚德和 JA Solar，其他电池厂商都在观望，一旦其他一线厂商开始采用国产的 PECVD 设备，他们也会考虑跟进（国产设备有它的比较优势，主要是低成本、更短的交货期和有些质量也可以有保证，最主要的就是服务及时）。预计 11 年行业在 PECVD 设备和扩散炉上的国产化率目标将上升到 70%，也就是说，将有约 230 套左右的 PECVD 设备和扩散炉需求转向国内设备提供商，留给国内设备生产商的蛋糕有 23 亿元。

(5) 市场集中度较高，形成三足鼎立之势

扩散炉和 PECVD 技术门槛较高，国内只有七星电子、中电四十八所、大族光伏等少数企业可以提供，三家企业里中电四十八所实力最强，是太阳能电池制造设备的龙头企业，09 年之前市场占有率超过 80%，受益光伏景气度最明显，近年来每年以翻番的速度实现高速增长，2010 年实现 45 亿元销售收入是 2009 年的 3 倍，随着七星电子和大族光伏（2010 年 3 月份刚刚成立，技术团队人员均来自 48 所）的参与，形成三足鼎立之势。

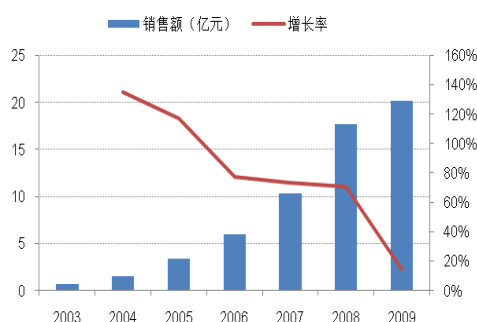
(6) 晶澳成为公司第一大客户，公司将大大受益于晶澳的产能扩张

公司的 PECVD 设备已经稳定地向晶澳太阳能 JA Solar 供货，从公司 2010 年半年报数据来看，前三名客户均来自光伏领域，分别是晶澳（扬州）太阳能科技有限公司、晶澳太阳能有限公司和宁夏隆基硅材料有限公司，合计占公司营收的三成；仅向 JA Solar 的出货金额已达到 6700 多万元，根据规律，电池和硅片产能的大规模投资都集中在下半年，下半年对设备的需求远远大于上半年。2010 年晶澳的产能达到 2GW，相比 2009 年增长了 2.5 倍，晶澳总裁于 2010 年底表示，2011 年晶澳产能至少将扩大 30%，公司 2011 年不断获得晶澳的大订单是大概率事件。

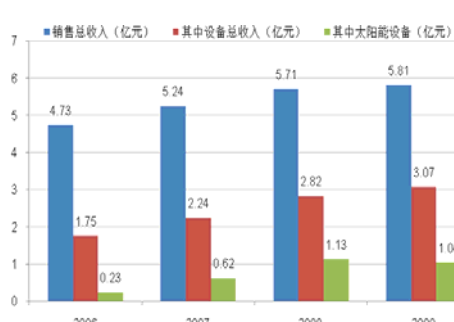
表：2010 年上半年公司前五大客户构成

客户名称	主营业务收入	占公司主营业务收入的比例 (%)
晶澳(扬州)太阳能科技有限公司	67,413,743.59	19.16
晶澳太阳能有限公司(宁晋晶龙中澳太阳能发展有限公司)	23,928,632.48	6.80
宁夏隆基硅材料有限公司	12,913,017.14	3.67
陕西舜天能源科技股份有限公司	12,410,256.33	3.53
潍坊威能环保电源邮箱公司	7,435,897.44	2.11
合 计	124,101,546.98	35.27

图：中国太阳能设备销售情况



图：到 09 年太阳能设备合计销售 3.02 亿元



盈利预测和估值

预计公司 2010-2012 年销售收入分别为 7.9 亿元、10.40 亿元、14.1 亿元；净利润分别为 8190 万元、11501 万元、16712 万元；对应 EPS 分别为 1.26 元、1.8 元、2.56 元,按照 108 元收盘价,对应 PE 分别为 86 倍、60 倍和 42 倍,估值偏高,“谨慎推荐”评级

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	580	587	790	1040	1410
(+/-)%	9.2%	1.4%	35%	32%	36%
经营利润 (EBIT)	55.1	67.0	113	161	225
(+/-)%	2.2%	21.6%	70%	41%	40%
净利润	39.2	49.6	81.9	115	167
(+/-)%	11.6%	26.6%	65%	41%	45%
每股净收益 (元)	0.60	0.76	1.26	1.8	2.56
每股股利 (元)	-	-	0.12	0.16	0.2

2、搜于特调研纪要

投资建议和结论:

整体来看,我们把搜于特划归为高风险高收益型公司,依靠渠道快速拓展,公司未来 3 年增速维持在 50-60% 左右,但是要注意到公司快速扩张带来的一系列问题,如供应链跟不上,加盟商难以管控,外包加工质量问题等,如曾经红极一时的森域,年销售额也接近两亿,全国有近千家加盟店,从建立到顶峰花了三年时间,而因为裤装质量问题从鼎盛迅速衰落只用了 3 个月时间,此外搜于特也是在上市后大搞基建,买楼买店铺,所以是否会出现美邦的情况即上市前成长惊人,上市后业绩裹足不前都还是有可能的。如果按照市场上普遍给予 70-80% 的业绩增速,搜于特低于预期的可能性较大,我们认为合理价格 90 元左右,从目前股价来看,还难有大机会。

搜于特品牌定位和目前行业空间大小

中国的青春休闲服装市场 2000-3000 亿容量，目前有 1-2 万家参与者，门槛低、竞争激烈，所以单个公司的市场占有率都不高，做大做强不容易，比如以前有真维斯、佐丹奴，现在都不行了，又比如虎门大小小也只有一个以纯做成了，但他上市困难，没法做。搜于特的优势在于定位三四线市场，深耕乡镇、平价时尚，比美邦和森马便宜 20-30%，这块市场是竞争相对空白的。和杂牌相比，公司有规模和资金优势，能够大手笔投得起广告，例如去年公司的广告费就 3000 多万。和美邦相比，如果美邦发展副牌也进军三四线城市，搜于特的优势在于对三四线市场的先入优势，且不同的品牌有自己的发展路径依赖。整体来看，公司目前感觉到的竞争压力不是很大，主要任务是迅速铺店，未来目标是开 2w 家店，收入做到 100 亿，11 年的目标是收入 10.8 亿。

公司目前渠道管理情况和未来拓展进度

公司 10 年开店 1166 家，多少个加盟商不知，不过有些加盟商会开十多家或者五六家加盟店的。开店没有区域侧重，全国布点，目前还有好多空白区，就东莞的几个乡镇都有好多空白。目前每天都有 6-7 家要求加盟开店的。目前对所有的店都上了 ERP 系统，可以进行实时管理，并有督导员进行巡查。终端所有价格都一致，如果促销打折要向总公司申请。

目前给加盟商的价格是 4.2-4.5 折，新开店是 4.5 折，11 年不会再有提高。美邦以纯等普遍都在 5 折以上。最终销售价格是 88 折。

对加盟商的要求：只要求有店铺资源，没有加盟费，所以拓展速度很快。其次要求有行业经验，最后要求有资金实力，一个 100 平的店面，加盟初始投入要 50-70 万资金，其中铺货费用 10 多万，每年要求赚 15 万，否则不建议开，一般来说平销是要到 6000 元以上。09 年有 8 家因主动淘汰退盟。做的最好的店面在厦门和贵州，130 平米可以订 130 万元的货品，终端售价收入 300 多万。

公司也会找一些优秀的加盟商，比如送货架、灯具的方式，但尚未考虑给加盟商股份，董秘认为做到 50-60 亿销售之前没有问题。

深耕渠道有没有具体措施？

- 1) 广告入乡镇。除了在中央三、湖南卫视、浙江卫视等上星电视台做广告，还会有加盟商自己掏钱去县电视台做广告，视频公司做，投放是地方做，目前还较少人这样做，所以收效很好。
- 2) 利用募集资金购置店铺租赁给加盟商，降低租金上涨给加盟商的压力。

应对棉价上涨，公司的成本控制情况？

公司目前只有加工环节外包，原材料采购自己做。从 10 年的情况来看，原料价格控制低 10%，终端价格就可以低 30%。11 年会继续提前采购，主要通过先付钱给原料供应商来压价。听公司的意思就是，搜于特是每年最早采购的，所以通过先付钱来进行压价。而像美邦，规模比较大，不够灵活所以无法做到这一点。

公司的口号是平价时尚，如何保证设计的时尚性？

公司有 100 多人很年轻的设计团队，通过出国和跑市场了解时尚的最新的流行趋势。

募集资金用途？

15 亿募投资金，2 亿用来补充资金，其中 5000 万还贷款，1.5 亿补充流动资金，5 亿用来买店铺，2-3 亿盖行政楼，行政中心设计 80 亩地，包含员工公寓（80 亩地是去年买的，40 万一亩，目前公司的办公室条件），4 亿投物流，租了 50 亩地，建三栋仓库，一栋三层，今年上半年启动，预计明年可以使用。关于直营店和其他购买店铺的选址，目前仍在全国筛选中。

2011 年经营目标

2011 年计划销售额达到 10.8 亿元，收入增速 70%，毛利率可以保持，预计提价 10%，可覆盖成本压力。直营

店不做发展重点。

我们的观点：整体来看，服装行业空间巨大，公司目前规模很小，且定位在竞争不那么激烈的三四线城市，还处于快速铺店期，没有到做大单店提高单店收入的阶段。宣讲会上董事长给的目标是开店 2 万家，销售额要做到 100 亿。经估算，中国目前共 4 万多个镇，平均镇人口 2 万多人，借助麦肯锡的模型，每 2 万多人差不多可以支撑起一个休闲类服装店面，所以董事长的目标应该是做到中国一半的乡镇有一家搜于特，按均价 100 元计算，算是每家店每天销售 16 件衣服，推理下来这个目标还是有可能达到的，尤其是根据森马、美邦等的案例，在加盟店达到 5000 家之前确实压力也不会太大。

但问题的关键在于增速到底有多快，100 亿的目标什么时候可以实现？董秘给的答案不是很肯定。我们担心的问题是 1）渠道增速预计就是 30-40% 的增长，一来符合招股会上董事长的预期，二来增长太快公司管控的风险很大。假设终端价格上涨 15%，销售增速也就在 50-60%。而且公司目前从战略上也不强调单店收入的增长。2）谈及公司如何深耕市场，如何保住自己在三四线市场的领先优势，董秘反复强调了打广告的重要性，所以预计未来销售费用率提升可能性较大，以及随着加盟店增多，督导员也会数量明显增加。3）公司毛利率能否稳定？从公司的年报情况来看，我们仍然非常担心在折扣率不上调的情况下，终端销售价格是否能覆盖成本上升的压力。

3、贵州百灵调研纪要

投资建议和结论：

公司表示涉足中药材种植主要意在实现原材料自给，同时承担部分当地种植资源整合规范的任务。因此是否成为长期盈利模式目前尚难定论。当下对盈利影响较大的太子参种植，中性预测下增厚 11 年 EPS 0.27 元，由于波动大，我们给予这块业务 15-20 倍的动态 PE，合理价值 4 元。

公司目前看主要资产还在于制药业务。银丹心脑通高增长复合预期，VC 毛利率持续提升，部分小品种崭露头角，近半年可能有整合并购动作。不考虑并购扩张，预计制药业务 10、11EPS 0.66、0.94 元，给予 35 倍 PE，制药业务合理价值 33 元。目标价=33+4=37 元。

太子参种植

产量：太子参一年生，85-100kg/亩。公司估计太子参贵州产量近全国的 1/3，种植面积 30000-40000 亩，福建 1/3，全国估计 13-15 万亩。另一太子参生产大户福建拓荣号称年产 5000 吨，正常年景全国年产量应该是在 1 万吨以上。

施秉+六枝种植面积合计不超过 20000 亩：目前已经开始按合同在 20000 亩地推行种植，但最后实际有效种植面积不到 20000，但应该在 10000 亩以上。太子参公司不用，全部供给市场。

收成规模判断时间：5 月后如果雨水过多，当年太子参减产；8、9 月是收成季节。

种苗和成品的关系：太子参繁殖主要通过块茎繁殖，即收成后留部分鲜参，作为来年的种苗，其余的鲜参晒干后成干货卖出。种苗产出比例大约 1: 10，即 1kg 鲜参种苗产大约 10kg 鲜参成品，或大约 5kg 干货。

成品价格和种苗成本的关系：1kg 鲜种苗出 10kg 鲜成品，即当期成品价格的 1/10 为次年的种苗成本。

11 年价格判断：太子参目前 280 元/kg，预计 11 年维持高位。去年减产，干货价格高，部分种苗也被当做成品卖出去，全国来看种苗留的不多，影响今年的种植量。今年供给量不会太高，估计与去年持平。公司自己留的种苗够 2 万亩的种植量。

11 年的成本：目前看保本点大概是 100 元/kg。其中主要是苗、肥的成本，大概占 50%。其他是支付合作社的各项运营费用、管理和劳务费用。

历史价格波动大，且难以延续：太子参在历史上曾经几次到达过 100 元以上的高价，也曾几次到过 6~10 元的低谷。如 98 年太子参价格达到 120 元高位后，种植面积急剧扩大，2000 年跌至每千克 10 元的极低位。2000、2001 年栽种面积骤减，价位在 15 元左右徘徊。太子参一年生，留下的种苗产出率 1: 10，很难维持高位。

业绩增厚：我们对太子参种植分别给出了三种情景分析，EPS 增厚 0.08 元、0.27 元、0.56 元。业绩受太子参价格波动影响显著，且太子参历史上波动极大，我们认为这块应该按照大宗原料药给予估值，中性预测下 0.27

元业绩 $\times 15 = 4$ 元。

表：太子参种植盈利预测

	保守预测	中性预测	乐观预测
种植面积（万亩）	1	1.3	1.6
亩产（kg）	85	90	95
产量（kg）	85	117	152
价格（元/kg）	130	170	210
收入（亿元）	1.105	1.989	3.192
单位种植成本（元/kg）	100	100	100
毛利（亿元）	0.255	0.819	1.672
毛利率	23%	41%	52%
期间费用率	10%	10%	10%
期间费用（亿元）	0.11	0.20	0.32
增厚 EPS（元）	0.08	0.27	0.56

数据来源：公司资料，国泰君安证券

公司选择药材种植的理由

公司认为中药材种植业规范化是趋势、也是目标，将以这两个品种为开端尽可能积累经验，逐步实现公司自己产品的主要原材料自供。

药材种植产业不规范，没有龙头承担，种植农户受药材波动影响大，政府和农户都有规范化的意愿。公司意在统一生产，稳定产销，平滑量价的波动。

公司选择种植太子参和山银花理由

太子参：过去价格波动大，种植产业不健康，作为当地重要中药材，地方政府和农户都有规范产业、稳定产量和价格的诉求；

山银花：作为抗病毒品种，需求大，价格波动也较大，公司自己有材料需求；

两个品种在贵州当地有较好的种植基础；如咳速停的部分药材不是大宗产品，公司在熟悉种植模式后会自己开始推进种植吉祥草等。

药材种植成本构成概况

成本方面，总体而言包括材料费（种苗、肥料等）；种植劳务费用；合作社运营费用。

目前公司合作模式：公司支付种植劳务费，农户形式类似工人雇佣；支付合作社运营管理费；种苗、肥料等原材料公司提供。次年的成本基本提前锁定。

农户支付：按时序支付费用，农户作为雇佣工人支付劳务费，农户按固定工作流程提供一定规格一定量的太子参。

11 年业绩预期

银丹估计 2 亿，不含税约 1.7 亿，同比增长近 50%；

咳速停：估计略增，接近 2 亿，主要是咳速停胶囊的增量，糖浆平稳；

金感：增长较快，09 年 5000 万，10 可能和银丹增速接近，估算大约 7000 万；

VC 银翘：收入略有降低；主要由于 VC 银翘片的不良反应事件受波及，11 年应该会恢复。另外产品价格由 0.5 提至 0.6 元/袋（12S）。

小品种也有部分走上规模，复方一枝黄花喷雾剂、小儿柴桂退热颗粒上千万。

处方药业务规划

加大自主营销比重：公司成立了百灵学术营销推广中心。不仅仅为银丹心脑通，未来包括姜酚胶丸等新上产

品。后面可能收购处方药品种，今年上半年会有整合动作。10 年公司银丹心脑血管 2 亿销售，其中经销商贡献收入 60%，自销比重大约 40%。

扩张学术营销团队。北京处方药推广中心 70 人，主要为后面队伍培训做准备，目前销售职能不强。其他各地也在陆续组建扩张，11 年计划做到 1000 人。目前处在，处方药队伍建立初期，主要重机制建设。

公司认为银丹心脑血管是 10 亿的品种。

姜酚胶丸、骨力胶囊：新生产线目前已建成，今年会分配一定产能生产，在地区试销。

Y101：今年打算做临床前总结，合适进入临床还有待时日。

4、老板电器调研纪要

渠道开拓进展：

公司渠道业态已包括 KA、地方百货卖场与地方通路、专卖店、精装修、网络、橱柜渠道与工厂直销等。2010 年，KA 销售占比略降至 49%，地方百货卖场与地方通路、专卖店均有接近 15% 的份额，后面四种渠道各占 5% 左右。子品牌“名气”开拓了独立销售网络，销售占比不到 3%。

专卖店渠道拓展顺利。2010 年底已建成约 900 家专卖店；今年计划发展 500 家，前两个月已发展约 100 家。2009 年底建成专卖店 520 家，以平均数量 710 家测算，2010 年单店出货或超过 20 万元，单店销售已达到 35-50 万元，应能保证 90% 以上的成活率。如果今年年底建成 1400 家专卖店，专卖店平均数量将增长 62%。

新兴渠道几何级数增长。精装修与网络渠道给公司的利润率高于传统分销渠道。精装修已成为厨电厂商必争之地，公司凭借较高端市场定位，与恒大地产、雅居乐等大型地产企业合作，今年订单量有望翻番以上增长。网络渠道是当前家电销售趋势，公司开发了官网、淘宝商城、京东等网络渠道，采取网络销售、代理商服务的方式，透明价格及赠品促使网络渠道快速增长。

KA 渠道稳步增长，进店率与市场份额持续提升。目前 KA 进店率约 75%，仍有提升空间；同时 KA 本身也在扩张。份额提升方面，今年广告投入（总部+代理商）将超过 1 亿元，辅以灵活的促销激励措施，在 KA 渠道的份额还有缓步提升空间。整体来看，公司在 KA 渠道的增长率应高于行业增速 10%-15%。

地方百货卖场较为稳定。虽然部分地方性传统渠道受到 KA 扩张的冲击，但仍有部分生命力较强，这一业态还将长期存在。公司通过地方性渠道的销售至少会比较稳定。

橱柜与直销渠道有待继续培育。目前公司有上千家橱柜合作网点，还将继续扩张，存在放量的潜力。工厂直销渠道目前主要辐射周边地区，价格优势显著，有望加大开发力度。

子品牌开拓独立销售网络。通过 10 个省份 300 个网点，去年销售额 3000 万元左右。目前只有烟机，全部现款现货交易。

代理商数量缓步增加，由上市时的 52 家增长到 59 家，目标是 100 家。同时人员有所调整，逐步形成能者居之的局面。代销模式下代理商利润丰厚、风险很低，公司对他们最大的要求就是对公司政策的执行力度。

今年公司收入增长目标在 30% 左右。从代理商对公司政策执行力度来看，收入目标的达成应问题不大。

收入增长细分：我们估计，专卖店、精装修与网络各贡献 8%，KA 贡献 10%，其他贡献 6%。

如果单店销售不变，专卖店渠道销售同比增长 62%，新增 1 亿元销售额，贡献收入增长 8%。

精装修与网络渠道翻番增长，也将新增 1 亿元销售额，贡献收入增长 8%。

KA 渠道网点数量、进店率与市场份额上升，带来收入增长 15%-20%，将新增销售额 1 亿元左右，贡献收入增长 7%-10%。

地方百货、橱柜与直销渠道、子品牌等新增 0.5 亿元销售额应无问题，贡献收入增长 6%。

房地产的影响：二手房成交量下降可能影响到今年一线城市销售，但去年创新高的期房逐步交房有望对冲。即使房地产下滑超过预期，造成 KA 渠道增长低于预期，对整体收入增长的影响应该也不大。

根据业绩快报，公司 2010 年净利率达到 10.9%，同比提升 2.2 个百分点；其中，下半年净利率达到 11.3%。我们一直强调，厨房大电行业高端品牌市场价与成本之间存在巨大差距，因此成本从来都不是很大的问题。此外，随着收入增长，费用率还有下降的空间。

成本转移能力强。09 年毛利率达 55.1%，考虑终端开票的影响，实际毛利率 51% 左右。春节终端已出现涨价，

出厂价存在上调空间。今年新品的实际毛利率也将提升至 53% 以上（今年计划推出 15 款烟机新品）。

费用率还有下降空间。因规模效应及渠道结构变化，费用率还有进一步下降的空间，源于：

专卖店及新兴渠道的期间费用率较低。专卖店采取经销方式，公司负担费用比例较小。即使考虑 3 万元的一次性装修补贴，整体费用率应仍较其他渠道为低。精装修、网购及工厂直销的费用率均低。

规模效应带来费用率降低，募集资金将增加财务收益。

募投项目进展及业务扩展

募投项目进展顺利，其中技改项目略目前已经完成。新建生产线将于年底完工。

技改项目已经完成。因先租用厂房实施技改项目，目前技改新增 15 万台项目已经完成。

新建生产线项目年底完工。目前厂房建设进度顺利，年底将全部完工。公司 2010 年销售吸油烟机 55 万台、燃气灶 50 万台、消毒柜 9.5 万台，募投项目达产后产能将分别达到 105 万台、75 万台与 18.5 万台，明年产能将较为宽裕。

除募投项目增加产能之外，公司已有其他方向的业务拓展：

产品线延伸：已经将厨房三件套（烟灶消）扩展至五件套（烟灶消、烤箱、蒸汽炉），未来可能向嵌入式厨电及小家电方面继续深入拓展。从节奏来看，仍将以烟灶消为主体，逐步推进其他产品业务。

市场定位拓展：已成立部门独立运作低端子品牌“名气”，目前只有吸油烟机产品，价格体系与华帝相当、高于美的，将市场定位拓展到了中低端。

超募资金带来拓展空间。公司超募资金近 4 亿元，年利润亦超过 1 亿元，应有能力通过并购等方式拓展业务。

5、软控股份调研纪要

Q：10 年年报情况？

如果排除别的因素，应该就是净利润 30% 的增长。

不达预期的主要原因，就是补交税。根据 2009 年 87 号文件，增值税的退税是作为收入，计入应纳税所得额的。这次公司补交了 08-10 年 3 年的税。这个文件不同的税务局解读不一样，包括北京等地方就不一样，很多别的上市公司的确也没有，青岛税务局偏严谨。

Q：快报的所得税率是按 10% 还是 15%？

A：按 10% 算的。公司之前也年年评到，知道今年应该也能评到。

Q：公司订单和收入确认情况？

A：公司在手订单不是大问题，主要还是产能的问题

Q：公司 1 月份收入增速很高？

A：1 个月的收入由于订单确认的问题，往往跳跃会比较快，做不了依据。

Q：公司收入是否有明显季节性？

A：不太明显。就是一季度会少点，因为很多轮胎企业平时不放假，春节放 1 个月。公司有 1 个半月到 2 个月的时间的收入被延迟确认了，主要原因包括胶州基地搬迁和春节导致的外协企业交付延迟。

Q：往年同期是否也有类似时间的延迟？

A：差不多。胶州基地搬迁基本上去年 11 月底就完成了，所以说主要还是春节导致的外协企业交付延迟。尤其是今年用工荒，导致春节后开工更难。

Q：毛利率变动趋势？

A：长期看毛利率会上升，不过短期因为产品结构的原因，可能有波动。

Q：原材料上涨的压力大吗？

A：还好。主要成本还是电子器件

Q：人工成本变化如何？

A：人员数量在增加，公司目前 3000 人，每年增加约 300 个。另外这两年引进了些加工制造方面优秀的人，外籍的也比较多。

Q：近几年公司软件比例下降？

A：之前配料做得多，配料设备的控制系统多；现在做成型机多了，成型机主要是机械的东西多。化工这块

软件也少。而 MES 目前占比也还小。

Q: 有无股权激励计划?

A: 是管理工具之一, 必须要做的事。但不是很急迫, 反正人员很稳定, 也有其他的激励方式。这一年做的可能都不大。目前要做没什么障碍, 大股东都愿意自己无偿拿出股份来, 不用增发股份; 方案一个星期就能做出来, 现在已经做了很多版本了。但事实上股权激励是把双刃剑。要考虑人员分配的问题。公司目前人员岗位也在变化的时候, 不太好选定人, 不是很好的时机。此外, 还需要考虑股权激励行权后部分员工可能会走。

Q: 是否有收购计划?

A: 收购是手段之一。具体标的还不好说, 可能会收些公司短板的東西。

6、新北洋调研纪要

Q: 10 年快报净利润增速低于收入的主要原因?

A: 产品结构变化导致毛利率降低。而且去年 6 月份开始对诺恩并表, 其收入高毛利率低市场开拓和研发方面也都有费用投入, 研发费用 2 千多万的样子。09 年毛利率达到 50% 是太高了, 无法长期维持, 回落到 45% 反而是正常的公司 10 年首次被评为规划布局内重点软件企业。而此前业绩快报还是按照税率 15% 来算的。年报会按所得税率 10% 来算。

Q: 股权激励计划?

A: 股权激励行权条件给的增速较高, 也是对股东负责, 通过行权条件来促进公司发展。而且, 看公司历史增速 40% 左右, 应该可以保持这个增速, 之所以还没过会, 主要两个问题: 股东人数多; 公司是国有企业, 需要国资那边批准。

Q: 公司产品和国外竞争对手比主要差距在哪里?

A: 产品质量、性能比 EPSON 等还是有差距, 而且最主要的是品牌影响力的差距。但有些地方还是比他们强, 主要是反应速度快, 国外对手已经把公司列为第二梯队的竞争对手

Q: 国内竞争对手实力如何? 是否可能有新的厂商进入导致竞争加剧?

A: 招股书里披露的竞争对手都是凑的, 其实没什么竞争力。新进入会很难。技术门槛很高, 涉及光机电一体化技术。专利门槛也很高, 还有人才的壁垒。

Q: 生产情况?

A: 张村科技园: 研发中心 6、7 月搬过去, 生产基地今年年底或明年年初搬过去, 生产上公司能外协的就外协, 公司这边主要做组装、测试。

Q: 公司是否存在产能瓶颈?

A: 唯一的瓶颈就是场地不够, 设备没地方放

Q: 员工情况?

A: 目前算上控股子公司数码科技共 900 来人, 200 多是工人, 开发占 37%, 市场 100 来人。剩下的是管理、行政、后勤等, 研发人员一年能招 70-80 人, 来自山东大学、哈工大较多, 这两个学校都有威海分校, 还包括成都电子科技大学、西安电子科技大学等, 工人就不确定了, 三四季度有时会突击招人。

2.2. 专题: 新三板专题研究

主要研究结论:

- 1、新三板市场已经明显滞后于创业板和中小板, 扩容迫在眉睫, 改革方向包括园区扩容、引进做市商制度和投资者适当性管理等, 这将给园区公司、创投公司以及证券公司等带来发展机遇。
- 2、我们预计只要相应的制度出台, 未来几年新三板挂牌企业数量将超过目前中小板和创业板上市公司数量总和。
- 3、新三板与创业板之间存在明显的差异, 主要体现在挂牌条件、挂牌程序、交易制度、参与人群、信息披露等方面。
- 4、新三板扩容使创业板面临估值压力, 我们认为新三板对创业板的影响重在心理面, 而非资金面。在目前创业板上市须经过实质性审批的情况下, 真正的影响因素——新三板的转板制度, 会后于园区扩容、做市商制度和投资者适当性管理制度等试点工作, 不可能一蹴而就。

5、11 年创业板公司受三个因素的影响比较大：一是板块整体性的高估值、二是新三板扩容改革对创业板估值起到的下拉式比价效应、三是创业板退市制度的引进。

作为 2011 年资本市场改革重点之一——“新三板”扩容已进入倒计时，“新三板扩容方案将在两会后公布”这样的消息不时影响着资本市场，证监会主席尚福林在两会上也表示：新三板扩容制度安排基本到位。本次小盘股策略专题将目光聚集在新三板和创业板这两个关联度较高的板块。

新三板市场简介

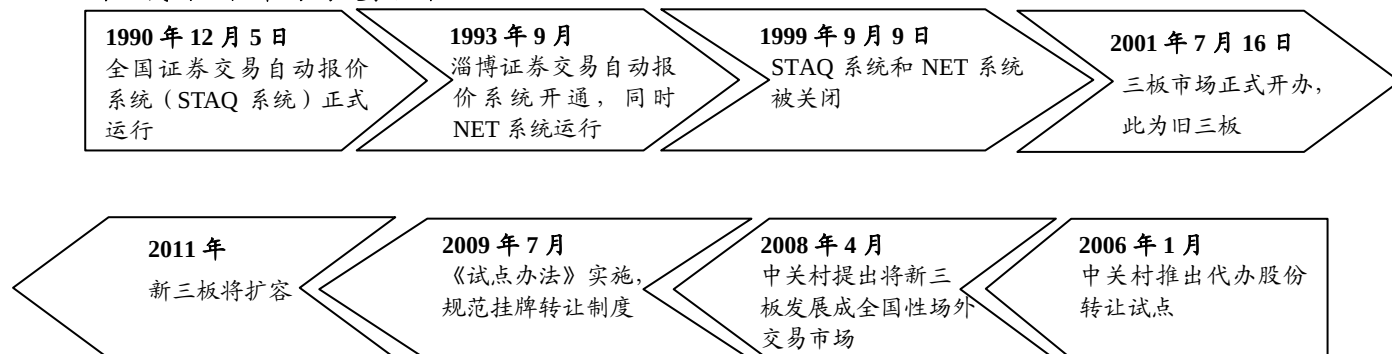
新三板市场特指中关村科技园区非上市股份有限公司进入代办股份系统进行转让试点，因为挂牌企业均为高科技企业，而不同于原转让系统内的退市企业及原 STAQ、NET 系统挂牌公司，故被称为新三板。

早在 2001 年 7 月 16 日，三板市场（旧三板）已经成立，该市场依托深圳证券交易所和中央登记结算公司的技术系统运行，由证券公司代理买卖挂牌公司股份。当时的三板市场一方面为退市后的上市公司股份转让提供继续流通的场所，另一方面也解决了原 STAQ、NET 系统历史遗留的数家公司法人股流通问题。由于“旧三板”挂牌的股票品种少，且多数质量较低，以至于后来几乎从人们的视野中消失。

2006 年初，为了让更多高科技成长型企业提供股份流动的机会，有关方面在北京中关村科技园区建立了新的股份转让系统，这就被称为“新三板”。新三板与老三板最大的不同是配对成交，设置 30%幅度，超过此幅度要公开买卖双方信息。

随着最近几年新三板市场的不断规范和完善，目前中国资本市场已经形成了以主板、中小板、创业板和新三板市场和产权交易市场等为主体的多层次股份交易平台。

图：我国三板市场的发展历程



数据来源：国泰君安证券研究

表：“三板”市场相关政策法规

时间	政策名称	颁布单位
2001.2	《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》	中国证监会
2001.6	《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》	中国证券业协会
2001.11	《股份转让公司信息披露实施细则》	中国证券业协会
2001.12	《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法（修订）》	中国证监会
2002.8	《关于改进代办股份转让工作的通知》	中国证券业协会
2003.3	《关于执行亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法（修订）的补充规定》	中国证监会
2006.1	《中关村科技园区非上市股份有限公司信息披露规则》	中国证券业协会
2006.1	《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股	中国证券业协会

	份有限公司股份报价转让试点办法》	
2006.1	《中关村科技园区股份报价转让登记结算业务实施细则》	中国证券登记结算有限责任公司
2006.1	《中关村科技园区股份报价转让业务投资者结算账户管理规则》	中国证券业协会
2006.1	《主办报价券商推荐中关村科技园区非上市股份有限公司股份进入证券公司代办股份转让系统报价转让的挂牌业务规则》	中国证券业协会
2009.7	《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司报价转让试点办法》	中国证券业协会

数据来源：国泰君安证券研究

新三板扩容改革

由于“新三板”试点范围仅限于中关村科技园，其他国家级高新技术园区尚无法开展“新三板”业务，三板市场成立近五年以来，仍只有 78 家企业挂牌（截止 2011 年 3 月 8 日），与创业板、中小板和主板市场相比有较大的差距，为此在 2011 年，证监会将抓紧启动中关村试点范围扩大也即新三板扩容列为重点工作之一。

新三板扩容将在原有中关村科技园区试点的基础上，将范围扩大到其他具备条件的国家级高新技术园区；在交易制度上，将同步引入做市商制度，而首批试点做市商则将优先考虑已有代办系统主办资格且至少推荐一家公司挂牌的证券公司；在投资者资质上，符合新三板市场投资者适当性管理有关要求的个人投资者，可进入新三板市场参与报价转让交易。

表：新三板市场的扩容方向

市场主体	目前状态	扩容方向
挂牌公司	仅限于中关村科技园区内具备高新技术资质的公司	由中关村向其他高科技园区放开，长期目标将全国所有 84 家高新技术园区纳入，但应采取分批放行原则，首批扩容应在 10-15 家左右
证券公司	44 家证券公司获主办券商资格	按照《试点办法》门槛继续扩容，并在适当时机引入做市商制度试点
投资者	仅限于机构投资者及自然人股东	引入投资者适当性制度，允许适当的个人投资者参与，普遍预期门槛为 50 万元、在证券公司开户满两年；交易门槛也将可能由 3 万股/笔降低至 1000 股/笔

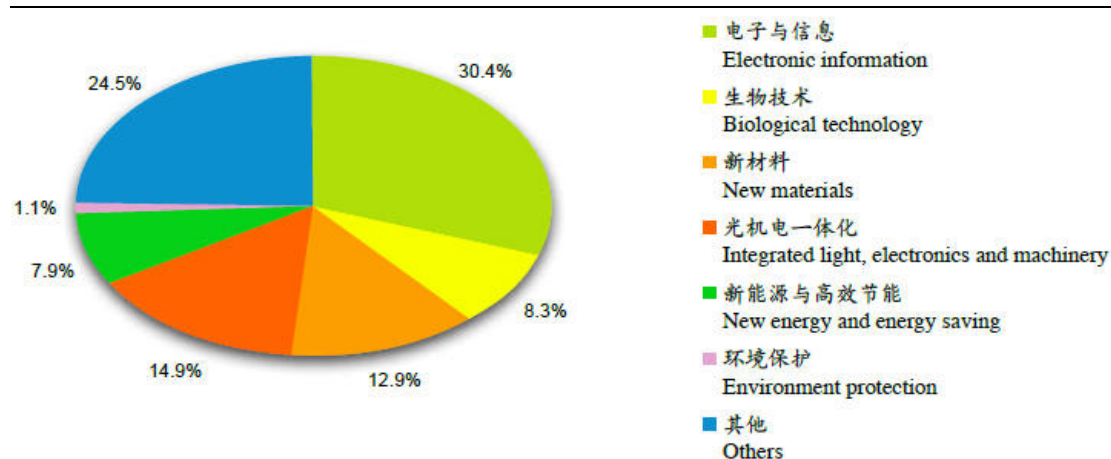
目前，中关村园区企业在新三板的挂牌数为 78 家，仅占中关村园区内十大产业企业总数的 0.60%、园区企业总数的 0.47%（2009 年数据）。而经国务院批准、与中关村类似的国家级高新区有 54 个，区内企业共有 5.37 万家，且大部分企业分布在电子信息、生物技术、新材料、新能源、节能环保等新兴产业领域，新三板挂牌企业的候选资源非常丰富。我们预计只要相应的制度出台，未来几年新三板挂牌企业数量将超过目前中小板和创业板上市公司数量总和。

表：国家级高新区企业数和工业总产值稳步增加

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
企业数 (个) Number of companies	28338	32857	38565	41990	45828	48472	52632	53692
年末从业人员数 (万人) Employment (10000 persons)	349	395	448	521	574	650	717	815
工业总产值 (亿元) Production (RMB ¥ 100 million)	12937	17257	22639	28958	35899	44377	52685	61151
工业增加值 (亿元) Value added (RMB ¥ 100 million)	3286	4361	5542	6821	8521	10715	12507	15417
营业总收入 (亿元) Revenue (RMB ¥ 100 million)	15326	20939	27446	34416	43320	54925	65986	78707
实现利润 (亿元) Net profit (RMB ¥ 100 million)	801	1129	1423	1603	2129	3159	3304	4465
上缴税额 (亿元) Taxes (RMB ¥ 100 million)	766	990	1240	1616	1977	2614	3199	3995
出口创汇额 (亿美元) Export (USD 100 million)	329	510	824	1117	1361	1728	2015	2007

数据来源：科技统计网 国泰君安证券研究

图：高新区企业产品销售收入按技术领域分布（2009）



数据来源：科技统计网 国泰君安证券研究

新三板改革带来的机遇

“新三板”扩容已进入倒计时的情况下，其带来的主体性投资机会也非常明显，园区公司、创投公司以及证券公司都将受益于新三板市场的快速发展。根据我们证券行业研究员在《新三板，新机遇》报告的测算：作为新三板的核心机构，证券公司将是新三板的最大受益者，短期内新三板对证券行业的净收入贡献在 1% 左右，但未来 3 年内，新三板市值规模和交易额将均达到 5000 亿元的量级，由此，给证券公司带来的增量收入可望达到 170 亿元左右、净收入贡献度约在 6% 左右，将成为证券公司的重要收入来源。

表：新三板 3 年内可望成长为券商的重要收入来源

	2010	2011E	2012E	2013E
挂牌相关收入	0.41	2.55	10.54	39.05
定向增资收入	0.18	0.89	3.73	13.94
转板承销费	0.49	2.22	6.21	17.39
交易佣金收入	0.03	0.83	3.51	11.78
做市商价差收入	0	2	16	88
新三板收入合计	1.10	8.22	39.57	170.49
收入贡献度	0.06%	0.37%	1.57%	5.87%

数据来源：国泰君安证券研究

表：转板候选企业的持股上市公司表

股票代码	上市公司	所持股票	持股数量	占比情况	3月7日股价
300024	机器人	新松佳和	7738066	46.43%	2.5
002038	双鹭药业	星昊药业	6923036	12%	4.0
002423	中原特钢	石晶光电	20468000	36.22%	3.8
002439	启明星辰	中海纪元	1080000	8.18%	3.0
000938	紫光股份	北京时代	9095800	15.05%	12.0
		绿创环保	16058782	18.47%	1.8
000009	中国宝安	合纵科技	3000000	3.65%	9.8
000786	北新建材	绿创环保	8693990	10.13%	1.8

数据来源：WIND 国泰君安证券研究

表：部分可能进入新三板扩容试点的国家级高新园区

园区名称	园区概况	对应上市公司
张江高科技园区	2010年张江园区的产值是1300亿，共6000多家企业。主导产业为信息产业（ICT产业）；生物医药产业；软件产业；金融信息（银联）；文化创意产业。园区最早开发的是技术创新区，以总部和研发中心落户为主；后又陆续开发了生物医药基地、集成电路产业基地、文化创意基地、软件园等。	张江高科 (600895.SH)
东湖高新区	东湖高新区规划面积已达518平方公里，常年居住人口40万人。建成有大学科技园、光谷软件园、富士康武汉科技园，以及汽车电子、金融后台等10多个产业园。截至2009年底，东湖高新区注册企业达13000多家，其中经营活跃的有9000多家，世界500强企业30多家，上市公司26家。2009年12月，被国务院批准为继北京中关村之后的第二个国家自主创新示范区。	东湖高新 (600133.SH)
苏州高新区	行政区域面积233.36平方公里，建设用地面积128.43平方公里，人口规模为130万。分五大功能组团：中心组团是集金融商贸、文化休闲和高品质居住于一体的苏州西部都市中心；横塘组团是借助国际教育园综合性教育、科技文化旅游等资源优势而快速城市化的科技教育配套区；浒通组团是集生产、生活和生态相配套的现代化产业区和北部新城；科技城组团是“科技、山水、人文和创新”特色于一体的一流研发创新高地和科技山水生态城；湖滨组团是融太湖山水与田园风光于一体的新农村样板区。	苏州高新 (600736.SH)

数据来源：互联网资料 国泰君安证券研究

表：几家高新园区“新三板”相关政策对比

高新区	主要优惠政策
中关村	企业改制上市资助金额应依据下列标准： 1、企业改制资助：每家企业按实际发生费用最高支持20万元。 2、进入股份报价转让系统挂牌资助：每家企业按实际发生费用最高支持50万元。 3、境内上市资助：企业向中国证监会提交首次公开发行并上市申请并取得《中

	中国证监会行政许可申请受理通知书》后,每家企业按实际发生费用最高支持 200 万元。 4、境外上市资助:企业与券商签定有关上市协议,且其有关上市申请已被境外证券交易所受理后,每家企业按实际发生费用最高支持 200 万元。 每家企业在改制上市过程中的不同阶段,可以分别申请相应的资助。每家企业每项资助只能享受一次。
成都高新区	1、鼓励软件或服务外包企业获取资本市场资金,进入非上市股份转让系统的一次性奖励 30 万元 2、对进入高新区“代办股份报价转让”试点后备队伍的企业,经中介机构辅导由有限责任公司改制为股份有限公司的,给予 20 万元资助;聘请中介机构进行辅导,并且支付了挂牌辅导、保荐及审计、法律服务、资产评估、工商登记变更手续等规定范围内的必要费用的,给予 20 万元资助;在报价系统成功挂牌的,给予 10 万元资助。
武汉东湖高新区	1、对区内进入试点挂牌的股份有限公司,给予不超过 20 万元的中介费用补贴; 2、对券商已经完成尽职调查,并向中国证券业协会按时完整地提交了所有备案材料,但因其他原因未能进入试点挂牌的股份有限公司,给予不超过 5 万元的中介补贴。 3、为鼓励高新区内有限责任公司改制为股份有限公司,对企业因改制发生的中介费用可酌情予以一次性补贴,补贴额不超过 2 万元。

数据来源:互联网资料 国泰君安证券研究

新三板和创业板比较

目前的“新三板”市场格局是中国证券业协会在 2009 年 7 月颁布《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司报价转让试点办法》后形成的。

截至目前,“新三板”挂牌企业共 78 家,与中小板 561 家,创业板 191 家数量上存在一定差距,且新三板与创业板之间存在明显的差异,主要体现在挂牌条件、挂牌程序、交易制度、参与人群、信息披露等方面。

挂牌条件方面:新三板与创业板比较呈现出门槛低,无实质性财务指标要求的特点。

挂牌程序上,新三板与创业板上市流程主要有以下区别:

- 1) 企业是否可以挂牌的决定权在于券商内核会议,而证券业协会只是进行形式审查;
- 2) 企业挂牌不用报证监会备案,而是要向当地政府申请挂牌资格,一般由管委会负责;
- 3) 挂牌流程简单,通过率高,所需时间较短,文件报送到协会最快一两个月即可挂牌。

图:新三板挂牌程序

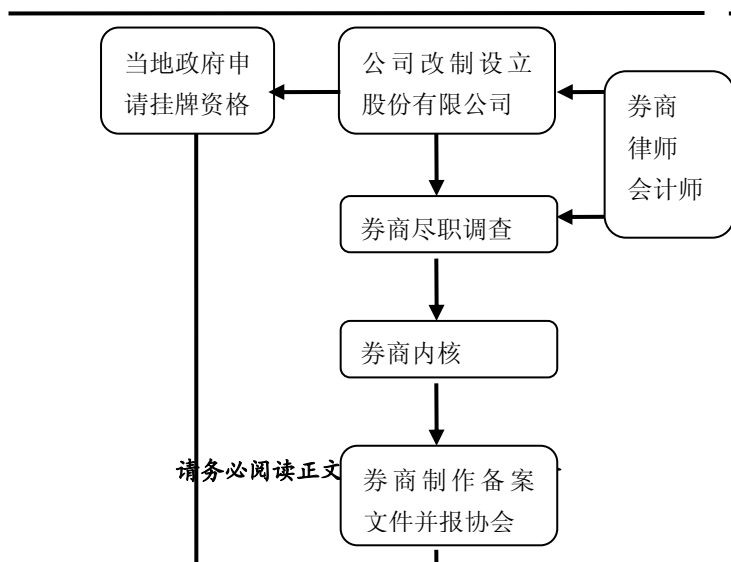
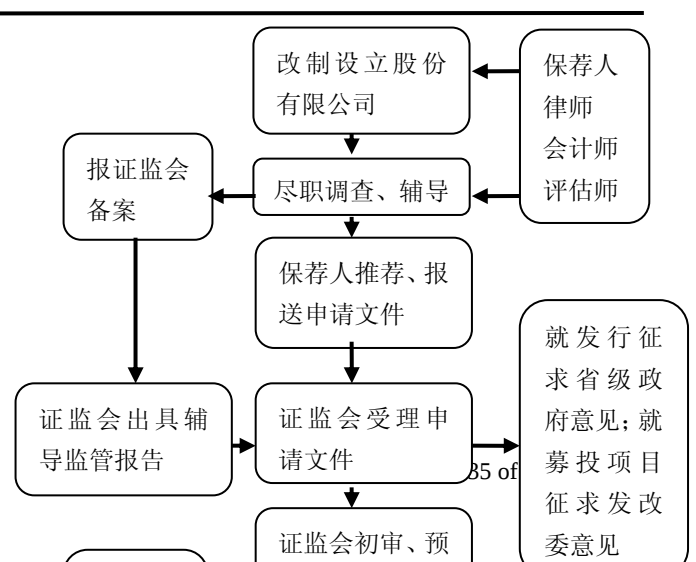


图:创业板上市程序



交易制度上，新三板与创业板一样，都登记在结算公司，在深交所进行交易，资金、股票账户均与深交所其他股票一样，主要的不同就是协议成交，不撮合，股东可以自由决定是否卖出自己的股票，控制市场对经营业绩和管理层带来的压力。

信息披露上，新三板实行的是适度信息披露制度，注重控制信息披露成本对企业的影响。只需在发生对股份转让价格有重大影响的事项时披露临时报告，而无须比照上市公司，在发生达到一定数量标准的交易就需披露临时公告。

表：新三板和创业板制度比较

	新三板	创业板
资本市场定位	场外交易市场	场内市场
公司定位	试点高科技园区的非上市股份有限公司，定位于“高科技”、“创新型”公司	“两高六新”企业：高科技、高成长、新经济、新服务、新材料、新能源、新农业、新商业模式
挂牌或上市条件	1、存续满两年。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，存续期间可以从有限责任公司成立之日起计算；2、主营业务突出，具有持续经营能力；3、公司治理结构健全，运作规范；4、股份发行和转让行为合法合规；5、取得北京市人民政府出具的非上市公司股份报价转让试点资格确认函；	1、发行人是依法设立且持续经营 3 年以上的股份有限公司，有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为有限股份公司的，持续经营时间可从有限责任公司成立之日起计算；2、最近两年连续盈利，且最近两年利润累计不少于 1000 万元，且持续增长，或最近 1 年盈利，且净利润不少于 500 万元，最近一年营业收入于 500 万元，最近两年营业收入增长率不低于 30%；3、最近一期末净资产不少于 200 万元，且不存在未弥补亏损；4、发行后股本总额不少于 3000 万元；
挂牌或上市程序	非上市公司申请股份在代办系统挂牌，须委托一家主办券商作为其推荐主办券商，向协会进行推荐。券商对申请股份挂牌的非上市公司进行尽职调查，同意推荐挂牌的，出具推荐报告，并向协会报送推荐挂牌备案文件。	发行人应当按照中国证监会有关规定制作申请文件，由保荐人保荐并向中国证监会申报。中国证监会依法对发行人的发行申请做出予以核准或不予核准的决定，并出具相关文件。
交易制度	实行证券公司的委托报价和配对成交。在新三板实现交易的投资者，通常在线下完成价格磋商，然后在新三板系统完成成交确认。另外，新三板交易以 3 万股为最低额度，并规定对于超过 30% 的公司股份的交易，须公开买卖信息。	集合竞价和连续竞价的系统撮合模式。

投资者	以机构投资者为主	无限制
股份限售	只限制控股股东和实际控制人	发起人、公司董事、监事和高级管理人员都有限制
信息披露	1、财务信息方面，只需披露资产负债表、利润表及其主要项目附注，鼓励其披露更为充分的财务信息；2、年度财务报告只需经会计师事务所审计；3、只需披露最近两年的财务报告；4、只需披露首次挂牌的报价转让报告、后续的年度报告和半年度报告，鼓励其披露季度报告；5、只需在发生对股份转让价格有重大影响的事项时披露临时报告，而无须比照上市公司，在发生达到一定数量标准的交易就需披露临时公告。	凡是对投资者做出投资决策有重大影响的信息，均应当予以披露。

数据来源：国泰君安证券研究

新三板扩容对创业板的影响分析

1、对创业板的影响重在心理面，而非资金面

新三板扩容会分流一部分创业板的资金，但从新三板的资金来源和资金量来比较，新三板对创业板市场的实际影响更多是心理面，而不是资金面。

来自深交所披露的信息显示，2011 年伊始，就有凯英信业(430032)、现代农业（430010）发布了定向增资暨购买资产预案；建工华创(430020)、诺思兰德(430047)也相继发布了定向增资结果报告书。据统计，2010 年，共有 10 家挂牌企业进行了 11 次定向增资，融资额 6.17 亿元，超过前 4 年的融资总额；累计有 20 家企业进行了 24 次定向增资，市盈率最高达到 84 倍，平均市盈率 22.59 倍，融资额合计 11.73 亿元。市场投资者都在期待创业板的财富效应蔓延到即将扩容的‘新三板’上。

表：近期股份报价转让公司定向增资计划（截至 2011-2-25）

代码	简称	增资方式	增 资 数量	增 资 价 格	定向增资投向	进展（日期）
430010	现代农装	非 公 开 定 向增资	≤ 3000 万股	6 元	拟募资 18000 万元，将用于保护性农业关键装备产业化基地厂房建设、相关设备购置及收购控股股东中国农机院持有的中机北方机械有限公司 56.29% 股权。	公 布 预 案 (2011.2.25)
430032	凯英信业	非公开定 向增资	1650 万股	1.50元	定向增资完成后，将吸收引进中电亿商的先进 Gnet 云服务模式，为实现中电亿商技术转化成效益，募集资金计划全部用于补充挂牌公司的流动资金。	公 布 预 案 (2011.1.7)
430065	中海阳	非 公 开 定 向增资	≤ 1000 万股	21.2元	拟筹资 21200 万元，将全部用于“太阳能聚光热发电反射镜生产线项目”的一期投资（共三期）。	股权登记日 (2011.1.28) 公 布 预 案 (11.26)
430047	诺思兰德	非公开定 向增资	成功增资：3780 万元；189.2 万 股，21 元		拟募集资金 3973.2 万，将用于生物新药研发项目产业化。余额用于建设“重组人肝细胞生长因子裸质注射液”新药的 GMP 生产车间。	结果报告 (2011.2.22) 股权登记日 (2011.1.28) 公 布 预 案 (11.24)

430020	建工华创	非公开定向增资	成功增资: 3780 万元; 540 万股, 7 元\股		募资 3780 万元, 投资于“RPC 活性粉末混凝土生产线”项目	结果报告 (2011.1.10) 股权登记日 (12.20) 公布预案(9.10)
430051	九恒星	非公开定向增资	成功增资: 779.985 万元; 450 万, 1.7333 元\股		拟增发 450 万股作为支付对价, 收购本次增发认购人合计所持思凯公司 100%股权	结果报告 (12.31) 公布预案 (9.1)
430003	北京时代	非公开定向增资	成功增资: 6000 万元; 1000 万股, 6.00 元\股		募资 6000 万元, 用于购买瓜州顶松机械设备制造有限公司 100%股权; 用于向该公司注资, 2.5 兆瓦风机塔架制造项目	结果报告 (12.31) 股权登记日 (12.20) 公布预案(8.27)
430037	联飞翔	非公开定向增资	成功增资: 4950 万元; 900 万股, 5.5 元		募资 4950 万元, 用于“动力电池原材料项目”等三个项目及补充公司流动资金	结果报告 (2011.1.10) 股 权 登 记 日 (12.21) 公布预案(8.24)
430033	彩讯科技	非公开定向增资	成功增资: 2600 万元; 520 万股,5.00 元\股		募资 2600 万元, 用于“彩讯第六代处理器研发项目、专业视频设备租赁技术服务项目、网络编解码器研发项目”等三个项目	结果报告 (11.26) 股权登记日 (10.29) 公布预案 (8.9)
430044	东宝亿通	非公开定向增资	≤ 600 万股	5.00 元	拟募资3000 万元, 用于“基于高灵敏度传感器的快速识别系统平台及产品”等项目	公布预案(5.14)
430065	中海阳	非公开定向增资	成 功 增 资 : 11250 万元; 1250 万股, 9 元\股		募集资金11250 万元, “LED 产品绿色照明项目”等四个项目及补充流动资金	结果报告(7.22) 股权登记日 (7.1) 公布预案(4.14)
430029	金泰得	非公开定向增资	成 功 增 资 : 1665.1228 万元; 302.7496 万股、5.50 元\股		募集资金1665 万元, 用于““肠优”新建项目”两个项目	结果报告(7.06) 股权登记日 (6.18) 公布预案(3.16)

数据来源: 深交所 国泰君安证券研究

有市场投资者担心, 新三板上市公司的低市盈率将构成巨大的吸引力, 一批原本热衷于在创业板中淘金的投资客将分流到新三板, 创业板在资金面上会比较缺紧。我们认为短期内这样的担心是多余的, 就像 09 年推出创业板是市场对中小板和主板资金分流的担心一样, 我们认为从市场资金供应和三板板投资伴随高风险的角度来看, 短期内对创业板的资金面影响不大。

2010年整个新三板市场的成交金额不足37亿元, 与目前整个创业板的日成交额差不多, 即使扩容以后, 由于扩容的阶段性和长期性, 中小投资者仍很难参与市场, 分流效应不会明显, 退一步讲, 即便允许中小投资者介入, 那么由于资源的稀缺性(像创业板刚推出时一样)也很可能会被迅速炒高, 估值反而没有吸引力, 所谓资金的分流效应或很难体现。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

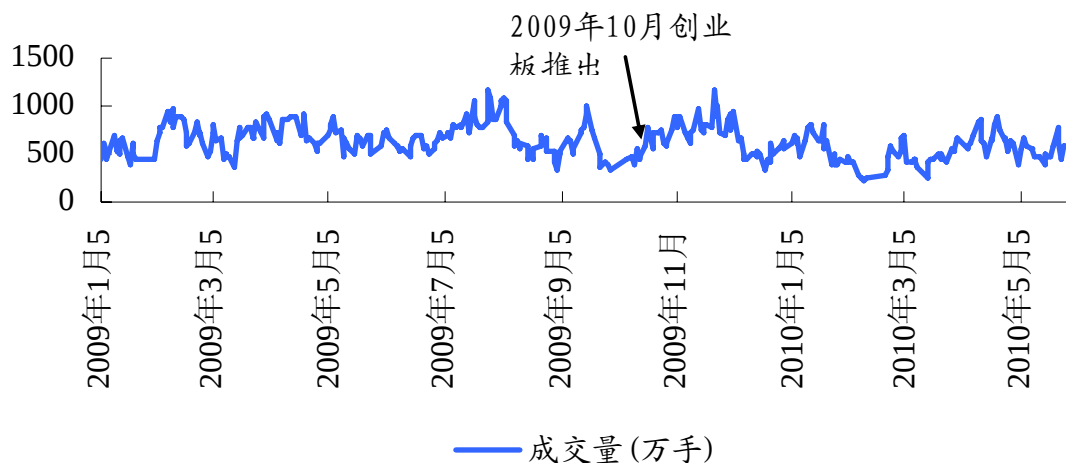
表：新三板企业股权交易基本情况

年份	挂牌公司	总股本(亿股)	成交笔数	成交股数(万股)	成交金额(亿)
2007	24	12.3603	499	4324.834	2.2472
2008	41	18.8634	479	5380.658	2.9259
2009	59	23.5892	874	10702.2557	4.8216
2010	74	25.3818	1015	9464.688	4.1678

数据来源：WIND 国泰君安证券研究

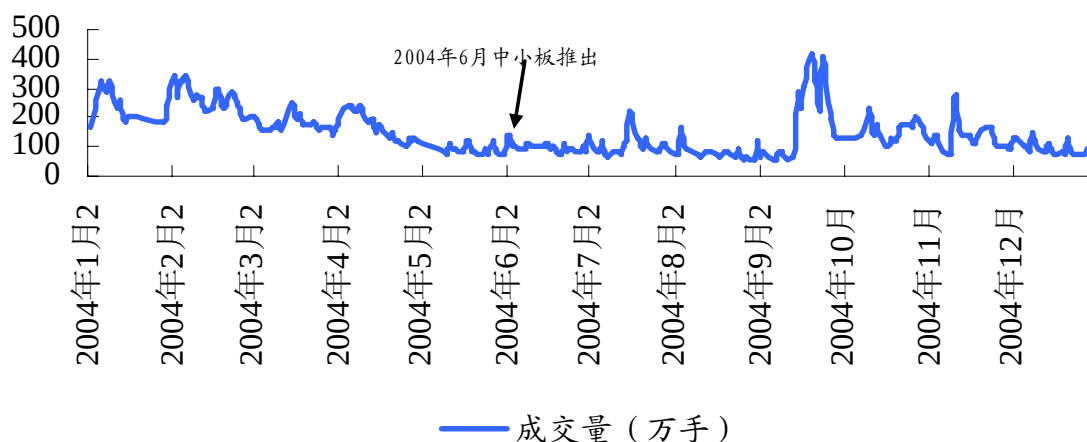
参考创业板上市，2009年9月创业板的推出对中小板资金的分流效应并不太大，中小板指数的成交量维持在稳定水平。

图：我国创业板推出前后中小板指数成交量的变化



数据来源：WIND 国泰君安证券研究

图：我国中小板推出前后上证指数成交量的变化

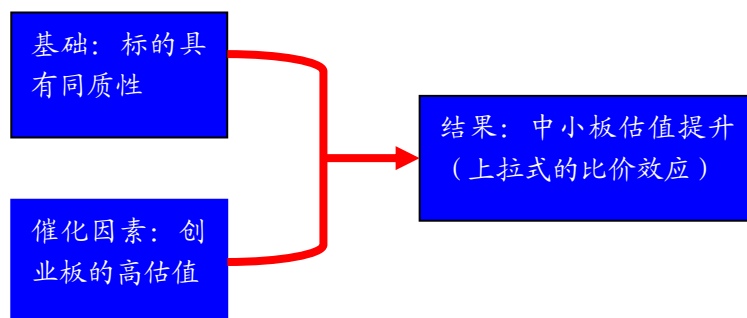


数据来源：WIND 国泰君安证券研究

2、对创业板形成“倒逼机制”，带动创业板规范化以及拉低板块整体估值水平

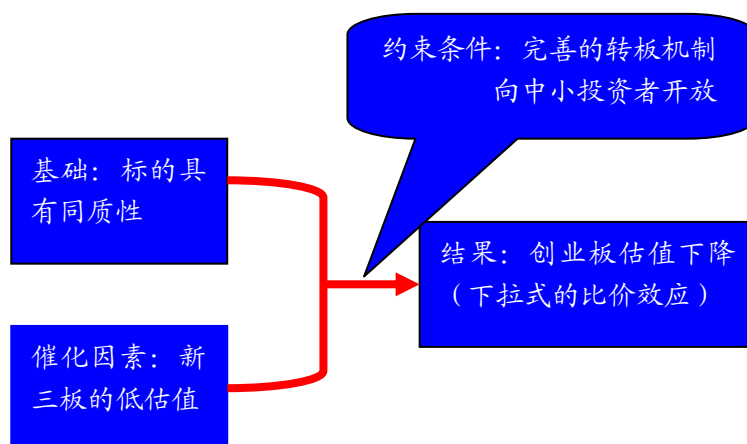
在目前制度下，新三板上市公司参与交易的都是机构投资者，这使得新三板上市公司的市盈率明显低于创业板市场，那么新三板扩容改革将对创业板估值起到下拉式的比价效应。对比创业板，新三板股票也具有高成长性，且低估值优势明显，一旦新三板扩容，市场的交易品种将大幅增加，创业板乃至中小板股票的稀缺性将不复存在。

图：创业板推出对中小板估值的影响



数据来源：国泰君安证券研究

图：新三板扩容对创业板估值的影响



数据来源：国泰君安证券研究

当然，这种下拉式比价效应有一定的前提条件，其影响大小主要取决于新三板转板制度。“新三板”扩容到了一定程度并发挥其作用以后，必然有相当一部分企业转向更高层次的资本市场进行融资，打通多层次资本市场之间的通道是“新三板”发展的必然需求。我们认为建立转板制度不可能一蹴而就，新三板扩容是一个非常漫长的过程，新的方案实施，新的试点建立都需要时间，如果新三板不能实现升板，那么即使标的的市盈率比较低，新三板和创业板的比价效应也不会很明显。截至目前为止，只有久其软件、北陆药业、世纪瑞尔等少数几家三板挂牌企业最终得以在中小板、创业板 IPO 上市，而且走了完整的券商保荐和审批上市的过程。

表：短期国内推出新三板转板制度的可能性不大

国家	场外市场	对接板块	能否转板	条件或原因
美国	OTCBB	纳斯达克主板、纽交所	是	美国市场无论是直接 IPO 还是转板，都不需要进行实质性审批，市场化运作。
中国	新三板	创业板、中小板、主板	否	创业板、中小板等在我国现阶段仍实行实质性审批，而“新三板”实行的是向证券业协会报备，二者之

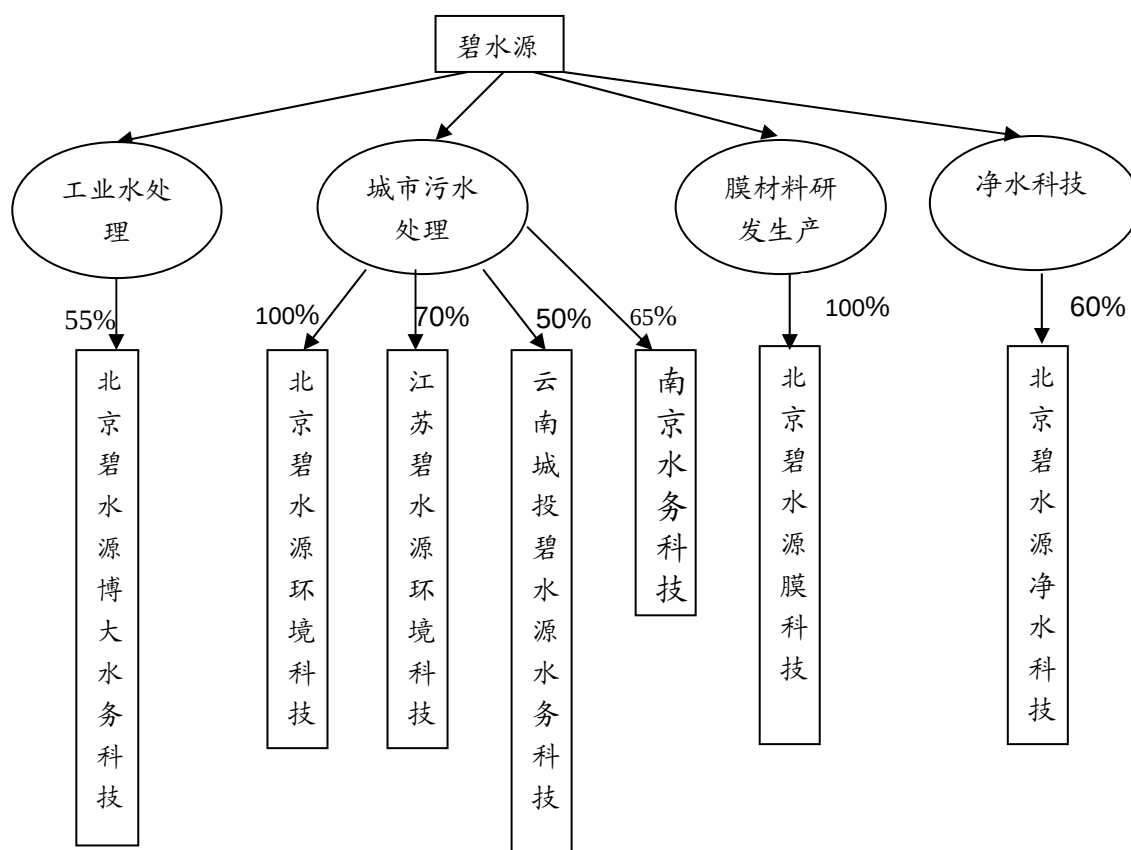
				间尚不具备转板的条件。
--	--	--	--	-------------

数据来源：国泰君安证券研究

2.3. 点评

1、碧水源年报点评

2010 年下半年，公司利用募集资金陆续设立了几个子公司，通过与地方政府合作的方式开拓外埠市场，并通过收购兼并进入新市场（净水市场和工业水处理市场）。从布局来看，公司未来主要在 4 个领域开展业务，其中，污水处理和膜材料研发生产是目前主要业务。膜科技公司主要从事膜材料的研发生产，污水处理整体解决方案主要有下属区域项目公司负责，下属控股公司净水科技公司主要从事净水技术研发和产品销售，公司与北京博大水务（北京经济技术投资开发公司的全资子公司）共同成立北京碧水源博大水务科技有限公司（持股比例 55%），主要承接北京经济技术开发区的水处理与污水处理项目，作为公司从事工业园区水处理的示范项目，将公司的水处理市场向工业水处理拓展。



公司公告的项目情况

	水处理能力 (万吨/天)	预计金额
北京市高碑店再生水厂及再生水利用工程超滤膜系统	100	3.8 亿(政府首购项目)
北京市丰台河西再生水厂工程设备	5	
北京市房山区城关再生水厂及回用管网工程设备	2	
南京城东污水处理厂三期	15	
仙林大学城污水处理厂	5	
合计	127	

资料来源：公司公告

公司 2010 年实现销售收入 5 亿元，同比增长 59.6%，利润总额 2.09 亿元，实现净利润 1.77 亿元，同比增长

65.1%，每股收益 1.2 元，每股经营性现金活动现金流量 1.21 元；其中，10Q4 实现销售收入 2.79 亿元，同比 09 年 Q4 同比增长 49.9%，净利润 1.14 亿元，同比增长 70.72%，每股收益 0.777 元。

主营业务收入大幅增加主要是公司承接的工程项目增多，工程项目收入占收入主体的 94.2%，另外膜销售收入达到 2737 万元，较 09 年大幅增加，净水器业务是公司投资的净水器公司产品对外销售，目前还比较小，仅 169 万的销售收入。从地区拓展来看，公司主要业务仍在北京，北京地区业务同比增加 131.7%，外埠地区业务基本同去年持平，仅增长 1.44%，下半年外埠地区增速放缓。从目前的业务情况来看，外埠市场拓展并没有超出预期，甚至有些低于预期。

公司 2010 年毛利率 48.6%，较 09 年增长 0.5% 左右。其中，工程项目和膜产品的毛利率分别为 48.98% 和 42.77%，分别较 09 年增长 0.5% 左右。主要是公司 200 万平方米增强型 PVDF 中空纤维膜生产线的投产并完全实现膜材料自给后，膜材料成本降低所致。

公司 1 年期间费用 4.44%，较 09 年同期下降 2.5% 左右。其中，除了应募集资金入账导致利息收入大幅增加以外，销售费用保持稳定，管理费用较上年同期有 91.5% 的增长，如果扣除上市费用 415 万，同比增长 65%，与收入增幅水平保持基本一致。

研发方面，公司目前已完成带衬纤维增强型膜研发，完成膜基地二期生产线建设并投入生产；已开发出高通量微滤膜配方并具备规模生产要求，所得膜丝通量可达 2000~4000LMH；完成第三代 MBR 膜组器研发，对膜组器的关键部件与运行方式进行了优化，组器已应用于实际工程，可降低 20% 能耗。10 年研发费用 1607 万，同比 09 年增加 412 万。

2010 年 8 月公司公告股权激励方案，拟授予 400 万股票期权，主要行权条件为：以 2009 年净利润为基数，2010-2012 年相对于 2009 年的净利润增长率分别不低于 50%、100%、170%；2010-2012 年营业收入相比于 2009 年增长率分别不低于 60%、120%、200%。激励对象涉及 120 名核心技术人员，占员工总数的 30%，激励范围较广，有利于业务开拓。（首次授予的股票期权的行权价格为 91.95 元）

我们预计 2011-2013 年 EPS 2.25 元、3.02 元、4.03 元，对应 PE 分别为 51 倍、38 倍和 29 倍，给予“谨慎增持”评级。继续关注公司外埠市场拓展和工业水处理的市场开拓，关注污染物总量减排标准和环保“十二五”规划的出台。

2、川大智胜年报点评

公司 10 年实现营业收入 1.44 亿元，增长 14%；营业利润 3128 万元，增长 29%；净利润 4057 万元，增长 21%，对应 EPS 0.54 元。扣除非经常性损益的净利润 3302 万元，增长 4%。

由于跨期确认的原因，公司分业务变动幅度较大，空管产品收入增长 59%，恢复到 08 年水平；地面交通产品收入下降 37%；其他产品收入增长 69%；三者的收入占比分别为 54%、27%、20%。

公司整体毛利率下降 1 个点至 35%。由于招投标费用和维护用材料及费用等减少，销售费用在 09 年增长 58% 后，10 年下降 54%，管理费用则下降 6%，定期存款减少使财务费用增长 43%，三费合计占营收比重下降 4 个点至 11%，使营业利润增速高于营收。由于政府补助根据项目情况确认部分收入，营业外收入增长 49%，1042 万的政府补助是非经常性损益的主要部分。

公司 10 年共获得 2.30 亿订单增长 20%，跨期订单共 2048 万元。公司目标 11 年实现营收 1.73 亿元增长 20%，营业成本则保持同步。

公司同日发布了公开增发的议案，拟发行不超过 1400 万股（占股本总额 19%），募集不超过 3.5 亿元，投向飞行模拟机视景系统研发生产、低空空域空中管理和服务系统研发生产与研发中心建设三个项目。其中前两个项目公司均已在研发上储备多年，抓住当前市场需求启动时集中投入以实现业务规模的扩张。公司 2 月以 1233 万美元向飞安国际购买的飞行模拟机主要也是为视景系统研发做准备。

我们预期公司 2011-2013 年销售收入分别为 1.77 亿元、2.13 亿元、2.51 亿元；净利润分别为 0.49 亿元、

0.59 亿元、0.71 亿元；对应 EPS 分别为 0.66 元、0.79 元、0.95 元。

3、国星光电年报点评

10 年公司实现营收 8.77 亿元，同比增长 39.74%。实现营业利润 1.72 亿元，同比增长 29.29%。实现净利润 1.47 亿元，同比增长 28.28%，对应 EPS 0.69 元。

公司综合毛利率下降 2.70 个百分点至 30.72%。下降原因与成本上升有关，同时也与公司为释放 SMD LED 器件新增产能，主动调低售价有关。

SMD LED 器件实现收入 5.22 亿元，同比增长 59.84%，占营收比重同比上升 7.48 个百分点至 59.51%。其中，TOP LED 的扩产增加收入 2.00 亿元，使得主营收入增长 32.09%；SMD LED 组件实现收入 1.90 亿元，同比增长 31.73%。而 Lamp LED 器件及组件同比增长 1.38%。

从下游应用来看，显示屏、家电及其他领域收入同比增加 1.05、0.30、0.97 亿元，国内营收同比增长 51.09%；受 LED 照明产品带动国外营收同比增长 10.84%。

公司适时向上游延伸，实现产业链垂直一体化。10 年增资持股 15%与 SemiLEDs 等合资成立旭瑞光电，目前该公司第一批 MOCVD 已于 10 年 11 月到货，进入安装、调试阶段；同时使用超募资金 4 亿元，持股 66.67%联合设立国星半导体，进入上游外延、芯片领域。

公司募投项目中，新型 SMD LED 项目新增产能 28.8 亿只，10 年已实现效益 4680 万元，预计 11 年 12 月达产；功率型 LED 及光源模块和 LED 背光源项目受项目用地影响，达产时间将延后至 12 年 12 月。

我们预计 2011-2013 年销售收入分别为 12.01 亿、15.82 亿、20.34 亿，净利润分别为 2.00 亿、2.73 亿、3.65 亿，对应 EPS 分别为 0.93 元、1.27 元、1.70 元。

4、黑猫股份年报点评

2010 年公司实现业务收入 30.23 亿元，同比增加 62.29%；归属母公司净利润 0.54 亿，同比下降 32.26%。2010 年公司产品产销两旺，炭黑总产量 45.34 万吨，同比增长 70%，至 2010 年底拥有炭黑产能 47 万吨。

公司于 2011 年初非公开增发 4990 万股，发行价格为 9.16 元/股，募集资金 4.57 亿元，主要用于对邯郸黑猫增资。邯郸黑猫一期 8 万吨的 2 条生产线已基本完成，预计 2011.3 投产。另外两条 4 万吨/年生产线预计 2011 年底建成投产，2011 年公司产销炭黑可达 56 万吨。

能源价格不断上升，煤焦油价格上涨推升成本，而轮胎企业经营困难造成炭黑产品价格传导有限，导致炭黑产品毛利率较 2009 年有较大的下滑。行业整体盈利环境不佳，预计短期内炭黑行业仍将潜行，向上拐点难以出现。

国内汽车行业需求旺盛，各大轮胎企业扩产计划稳步实施，扩张速度大于炭黑产能扩张，供需情况良好。新增轮胎项目均为子午胎，对炭黑品质要求高，具有优良品牌的大企业竞争占优。原油价格持续走高，国内炭黑企业生产成本较国外厂家具有一定优势，海外市场需求持续增长。公司 2010 年炭黑出口 5.22 万吨，同比增长 124.72%。

上游煤焦油价格仍将维持高位，公司盈利水平在山西基地用煤气降成本、邯郸项目投产等因素刺激下将有所回升，但难改炭黑行业低毛利运行的整体状况，在目前原材料价格下，公司毛利率约在 15%。

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.31、0.56、0.77 元，暂给予“中性”评级。

5、机器人年报点评

公司 10 年实现营业收入 5.52 亿元，增长 18%；营业利润 0.97 亿元，增长 37%；净利润 1.08 亿元，增长 63%，对应 EPS 0.80 元。扣除非经常性损益的净利润 0.81 亿元，增长 41%。

公司工业机器人收入增长 33%，物流与仓储自动化成套设备增长 26%，自动化装配与检测生产线及系统集成增长 4%，分别占毛利的 33%、27%、20%。交通自动化系统由于沈阳地铁收入确认进度的原因，收入下降 12%，而毛利率上升 11 个点，占毛利比重维持在 15%。

公司整体毛利率上升 2 个点至 29%，销售和管理费用分别增长 23%与 21%，占营收比重维持在 11%。杭州萧山临江工业园区管理委员会的 3000 万（税前）产业扶持资金，是非经常性损益的主要部分，使净利润增速高于营业利润。

公司经营活动净现金流由 09 年的-0.17 亿变为 1.20 亿，主要系三至四季度合同额较大，收到预收货款增加，

以及政府补贴现金增加。

公司 10 年新签合同额 8.33 亿元，同比增长 51%，为 11 年的快速发展奠定基础。其中公司创造的解决方案在智能电表计量中心处于垄断地位，10 年在北京、安徽、浙江等地累计获得订单近亿元，市场空间巨大；特种机器人产品之一自动转载机器人已通过全部测试，预计在 11 年初将获得 1.5-1.6 亿的采购协议；公司激光装备产品取得突破，10 年共签订合同近亿元；此外铁路检修装备、电动汽车电池交换系统、石油钻修装备等业务也有望成为新的增长点。

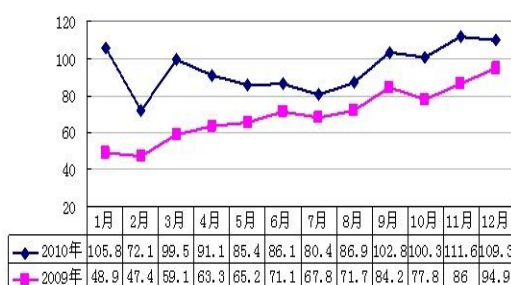
我们预期公司 2011-2013 年销售收入分别为 7.27 亿元、9.23 亿元、11.59 亿元；净利润分别为 1.45 亿元、1.85 亿元、2.24 亿元；对应 EPS 分别为 1.07 元、1.37 元、1.66 元。

6、四维图新年报点评

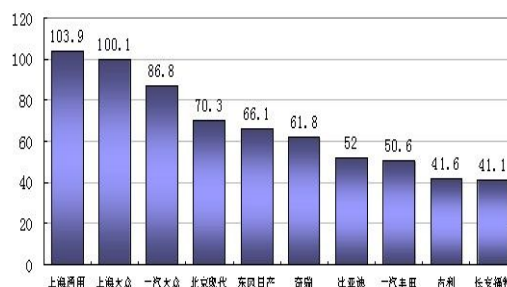
2010 年公司业绩表现良好，全年实现营业收入 6.75 亿元，同比增长 57.75%；营业利润 2.26 亿元，同比增长 70.57%；净利润 2.33 亿元，同比增长 71%。净利润增速大于营业收入增速的主要原因是费用控制良好，期间费用率下降了 4 个百分点，管理费用率和销售费用率均出现了下降。现金流状况也较为良好，经营性现金流净额为 3.98 亿元，同比增长 90.87%，大于净利润增速。

车载导航领域仍然是收入主要来源，占营业收入比重为 54.74%，同比增长了 50.87%，略微高于我们预期。一方面，2010 年我国乘用车（轿车+MPV+SUV）销量为 1132.9 万辆，同比增长 35%。另一方面，2010 年 1-9 月份我国汽车出厂前预装导航系统（前装）比例为 6.7%（以乘用车销量为基数），相比 2009 年的 4.68% 提高了 2 个百分点。在汽车销量和渗透率的双重提升下，国内汽车车载导航系统销售量大幅上升，根据 Frost&Sullivan 公司的调查统计，2010 年 1-9 月份，国内汽车车载前装导航系统销售量为 67.91 万台，同比增长了 102.7%。相比日本和欧美国家的汽车保有量和前装导航系统渗透率，国内市场仍然有巨大的提升空间。我们认为 2010 年汽车行业的景气度受国家政策影响较大，可持续性不强，2011 年 1,2 月份汽车销量已经出现放缓，2011 年汽车销量大幅度攀升的机会已经不大，四维 60% 的市场占有率实现突破难度较大，因此车载前端导航业务增速基本维持，预计 2011 年公司车载导航产品将保持 30% 左右的增长率。对于市场预期低价导航产品将打开小排量汽车市场的故事，我们了解到目前这块市场的推动主要受制于硬件的价格，低端导航产品的价格体系还难以形成，车厂为小排量车安装导航的动力不强，产品功能如何实现差异化也有难度，所以我们认为小排量汽车的成长空间还看不到。

2010年和2009年乘用车（轿车+SUV+MPV）月度销量走势对比图



2010年销量前十名乘用车企业排名



GPS 手机产品目前是公司的第二大业务，收入占比 38.9%，由于诺基亚 2010 年开始采取推广 GPS 手机的激进策略，公司作为诺基亚唯一的导航电子地图供应商，受益最大，2010 年表现突出，收入同比增长了 71.22%。诺基亚也成为公司 2010 年的第一大客户，收入达到 2.3 亿元，占公司全年收入比重达到了 34.05%。公司存在一定的大客户依赖风险，但我们认为 GPS 手机产品仍将是公司 2011 年的增长亮点，GPS 导航手机销量处于成长期，高盛研究预计 2011 年中国智能手机销量将增长 76%，诺基亚全系列手机都采用公司的地图产品，根据 IHSiSuppli 公司的预测，2011 年出售的智能手机中，将有超过 1.35 亿部具备导航功能，2013 年全球使用中的导航手机将达到 2.693 亿部，近几年复合增速将超过 100%，诺基亚在国内 GPS 手机市场占有率在 30%，此外公司目前还在开拓摩托罗拉和三星等客户。

公司战略是未来从传统的内容提供商发展成综合信息提供商和服务商，对于服务方面的业务，公司目前涉及到的是动态交通信息服务，主要应用有与北京交委合作推出的“北京公众出行网”和与北京运输局合作推出的“停车诱导系统”等。从 2010 年报数据来看，来自这块的收入为 1967.37 万元，占收入比较小，虽然同比增长了 82%，主要是基数较小的原因。我们认为该业务有先发优势，但仍然处于资本投入阶段，盈利模式还不清晰，对于该市场的增长还有待观察。

对于公司的互联网地图业务，无论是与百度等门户网站的合作还是成为天地图的独家数据供应商，目前盈利模式仍然在探索，能否成功要看后续的发展情况。

通过对轿车和卡车在 2 月下旬的销售追踪，我们发现 2011 年春节过后车市的复苏步伐要明显弱于 2010 年，国家紧缩政策对车市的影响已经初步显现。我们预计 2011 年我国汽车销量增速为 12%，较 2010 年会出现明显放缓。所以对公司 2011 年的前装车载导航业务的增长保持谨慎的观点，GPS 手机业务仍将是 2011 年的重要增长点，预计 2011 年和 2012 年的 EPS 为 0.8 元和 1.1 元，对应 47 元股价，11 年和 12 年 PE 分别为 59 倍和 43 倍，估值偏高，给予“中性”评级。

7、兴森科技年报点评

公司是国内 PCB 样板领域的龙头企业，国内可以规模化生产 PCB 样板的企业数量较少，公司的几个国内竞争对手的销售收入均不到公司的 50%，规模优势明显。从产品来看，样板模式不同于批量板模式，主要用于研发阶段，具有订单小，单价高，强调速度和柔性化，进入壁垒较高，盈利能力较强（公司 2010 年综合毛利率水平为 38.2%，PCB 量产企业毛利率一般不超过 20%）。

公司于 2010 年 6 月登陆 A 股市场，我们在公司招股书中体会到管理层的进取心，未来几年的成长路线规划地较为清晰，归纳起来主要有以下几个方面：首先是通过募投项目大力扩大产能，特别是高端产品的生产能力，HDI 板和刚挠板的收入比重将由 2009 年的 13%提升至 21%；二是完整产业链，建立设计、贴装生产能力，形成一站式硬件外包设计服务；三是大力拓展海外市场，特别是美国市场，未来 3-5 年内，使美国成为海外订单的最大来源地；四是大力开拓国防军工类 PCB 产品。

从 2010 年报的财务数据来看，公司取得了较好的经营成果，发展基本符合管理层的战略规划，全年实现营业收入 8.04 亿元，同比增长 60%，净利润 1.21 亿元，同比增长 56.37%，实现每股收益 1.22 元。分产品来看，中小批量的比重由 09 年的 30% 上升为 10 年的 38%，收入同比增速达到 86%，这跟公司新增高端产品产能有关，HDI 板和刚挠板的产能已经部分释放，中小批量的毛利率同比也出现了 8.05% 的增长。分地区来看，公司的海外拓展战略顺利，海外业务销售收入增长达到 88%，其中美国市场增幅为 100%，传统优势地区欧洲市场同比增长 80%。一方面是因为 09 年金融危机影响海外订单基数较低，另一方面是公司加大海外市场拓展，两家海外贸易企业进入 2010 年前五大客户，2010 年在美国成立了分公司，预计在五年内，美国市场的销售收入将超过 1 亿美金，成为第一大订单来源。

2010 年公司的客户质量明显提升，销售额超过 50 万的客户由 09 年的 218 家上升为 293 家，占公司销售总额的 80%；客户集中度继续降低，前五大客户收入占比从 2009 年的 12.69% 下降为 9.94%。

公司募投项目进度超预期，2010 年底募投项目的建设阶段已基本结束，广州科学城一期工程进度将提前，2012 年上半年完全达产。宜兴的生产基地主要针对中高端产品领域和中小批量，为拓展海外中高端市场做保障，产能将扩大到 2009 年的 2.5 倍，新增产能集中在较为高端的 HDI 板、高层板和刚挠板，这些产品目前均处于成长期，市场前景广阔。

从市场规模来看，根据 Prismark 预测，样板的全球和国内规模分别为 200 亿和 50 亿左右，公司的市场份额近三年不断上升，10 年 8 亿元收入规模，未来还有较大的提升空间，根据公司的产能扩大情况，预计未来三年有望成长到 13 亿元收入规模，2010 年公司的内外销市场均呈现了较快的增长，海外市场和军工市场刚刚

启动，目前发展势头良好，我们继续看好公司在军工、医疗等新领域的拓展以及替代欧美的市场份额，预计 2011 年和 2012 年的每股收益分别为 1.7 元和 2.2 元，对应 60 元的股价，11 年和 12 年 PE 分别为 35 倍和 27 倍，估值较为合理，维持“增持”评级。

8、合康变频年报点评

2010 年度，公司实现营业收入 3.8 亿元，同比增长 31%；营业利润 0.96 亿元，同比增长 39%，归属于上市公司股东的净利润 1 亿元，同比增长 46%，实现摊薄每股收益 0.82 元。

通用高压变频器收入保持快速增长，高性能高压变频器收入下滑

伴随高压变频器行业的高速增长，公司来自通用型高压变频器的收入保持了快速的增长，2010 年实现收入 3.5 亿元，同比增长 41%，同时由于面临激烈竞争，价格竞争激烈，毛利率相对 2009 年下滑了 4.97%。高性能高压变频器的收入为 3551 万元，同比下滑 22.66%，主要原因是大部分高性能高压变频器特别是同步机还没有获得验收报告，确认收入将集中在 2011 年，我们预计公司的高性能同步高压变频器（已完成交货 11 台）将有 1 亿元在 2011 年获得收入确认，平均毛利率超过 60%。

产品线延伸，产品结构变化，进入中低压变频器和防爆变频器市场

公司面临产品单一的风险，未来产品多元化是必然趋势，公司的发展战略是通过内延和外延两种方式进行产品线延伸，最终期望形成以变频器技术为核心的系统解决方案提供商。中低压变频企业进入高压变频器行业，除了掌握 VF 技术之外，还面临资金门槛（高压变频器的生产对资金占用较大）和大国企客户关系门槛，相对较为困难。相比之下，合康未来将产品线适当拓展到中低压较为容易，防爆变频器主要应用在煤矿井下，和公司的客户高度重合，公司已经将产品线拓展到防爆变频器，并且于 1 月份拿到安监证准许生产。

公司将武汉的募投项目资金金额由 2.1 亿元调整为 4.3 亿元，项目建成后 2013 年新增高压变频器产能 600 台，2014 年新增中低压变频器产能 4 万台，2014 年新增防爆变频器产能 500 台。

防爆变频行业市场容量：目前煤矿用各类电机中配置了防爆变频器的只有 10%左右，按照国家节约能源、降低吨煤能耗的要求，未来十年内将有 50%以上的电机实现变频控制，以此计算今后每年将有 20 余亿元的市场容量，如果加上每年新建的矿井，煤矿防爆变频器的市场需求将在 30 亿元以上。预计 2011 年国内防爆变频器的市场容量约 30 亿元，2012 年将超过 40 亿元

订单数量增速高于订单合同金额增速

2010 年度，公司取得订单合同台数 1,060 台，比上年同期增长 74.63%；订单合同金额 5.8 亿元，比上年同期增长 7.45%。订单数量增速高于订单金额增速的主要原因是高性能高压变频器的订单相比 2009 年大幅下降，2009 年签订 9 台同步机订单，2010 年只有 2 台，而且这两台功率较小，金额不大。

我们预期公司前期交货的同步提升机高性能高压变频器将在一季度获得验收报告，全年确认收入在 1 个亿左右，获得验收报告后公司将进行大力推广，预计未来在高性能高压变频器市场份额和订单将持续增长，产品结构更加优化，毛利率将企稳回升。在低压变频器和防爆变频器方面，公司目前已经在武汉临时租赁 2000 平方米的厂房，人员配备基本到位，今年就可以贡献收入，预计这两项业务 2011 年将实现营收 6000 万元-8000 万元。预计 11 年和 12 年的 EPS 分别为 1.3 元和 1.7 元。

9、七星电子年报点评

公司 10 年实现营业收入 8.1 亿元，同比增长 38%；实现利润总额 1.18 亿元，同比增长 61.89%；实现净利润 8109 万元，同比增长 63.47%；每股收益 1.25 元，每股经营性现金流量 4.01 元。其中，2010 年第四季度单季度实现销售收入 2.55 亿元，同比增长 38.97%，净利润 1698 万元，同比增长 333.95%。总体来看，公司 2010 年取得了非常好的经营成果，实现了高速增长，业绩基本符合我们预期。公司利润分配方案为每 10 股派发现金 1 元，转增 3 股，低于我们前期对公司高送配的预期（公司三季报显示每股资本公积达到 8.11 元，每

股未分配利润达到 4.33 元)。

2010 年业绩快速上升的主要原因是集成电路设备在太阳能电池行业的销售增加，2010 年收入为 5 亿元，同比增长了 62.37%，在主营业务的收入占比同比增加了 9.99%。受益于目前光伏产业的极高景气度，我们预计公司太阳能电池设备仍然能够保持高速增长，公司年报显示预收账款同比增长了 163.48%，说明公司的订单增长较快，产品供不应求。从应收账款和经营性现金流来看，2010 年应收账款同比增长只有 3.85%，大幅低于主营业务增长幅度，经营性现金流为 2.9 亿元，同比增长了 236.97%，说明公司回款情况较好。

其他两块业务中，混合集成电路类产品收入下滑速度有所减缓，保持平稳；电子元件业务得益于片式钽电容器、高精密片式薄膜电阻器等新产品收入的增加同比增长 13.98%。

公司综合毛利率水平受原材料价格上涨的原因略有下降，下降 1.3 个百分点，其中电子元件类业务影响最大，下降了 4 个百分点。

公司是 A 股上市公司中唯一一家集成电路设备公司，具有一定的稀缺性，受益于光伏行业的极高景气度，目前产能完全供不应求，今明两年业绩有保证，预计增长至少保持在 30% 以上，按照公司的成长性和标的稀缺性，可以给予一定的估值溢价，我们预计公司 2011-2012 年销售收入分别为 10.40 亿元和 14.1 亿元；净利润分别为 11501 万元和 16712 万元；对应 EPS 分别为 1.8 元和 2.56 元，按照 93 元收盘价，对应 PE 分别为 52 倍和 36 倍，维持“谨慎推荐”评级。

10、 博云新材年报点评

公司 2010 年实现营业收入 2.18 亿元，同比增长 26%；实现利润总额 3251 万元，同比增长 3.43%；净利润 2587 万元，同比增长 0.11%；实现基本每股收益为 0.12。

分业务来看，公司的四大块收入中，航天用炭炭复合材料、环保型高性能汽车刹车材料和高性能模具材料的销售均出现了较大的上升，分别同比增长 36%、62.4% 和 75.47%。汽车刹车材料和高性能模具材料增长的主要原因是产能的大幅释放，2010 年底公司汽车刹车材料的产能达到 1500 万片，是上市时的三倍，高性能模具材料由原先的 80 吨上升到 200 吨。2010 年公司实现了比亚迪批量供货、完成浙江亚太机电、力帆汽车等多个项目的开发，并且向北美 DAYTONA、俄罗斯和中东出口了四批产品。预计汽车刹车片业绩将在今明两年集中释放。

相比之下，公司的核心技术实力集中在飞机刹车副产品，目前国内市场份额第一，盈利能力较强，毛利率达到 59.64%，相比 2009 年增长了 3.29%，但销售收入同比下降了 10.3%。说明市场开拓较难，只是在少数机型获得应用，市场规模较小，航空公司对国产飞机刹车副的接受程度还不够，公司目前的产能为 2500 套，未来也没有扩产的计划，说明公司对飞机刹车副的增长信心不足，扩产较为保守。公司正加大市场开拓，目前波音 737-800 型飞机刹车和 A320 型飞机炭刹车在国航和南航的试用工作已经完成，我们预计 11 年市场份额可以提高 2 个百分点。

公司 2009 年的净利润为 2584 万元，其中营业外收入的政府补助收入为 1087 万元，占净利润比重达到了 42%，2010 年公司的营业外收入下降为 309 万，使得净利润同比增长只有 0.11%，如果剔除营业外收入，公司的利润总额增长率为 43%。

国家目前正在积极推进大飞机战略计划，公司在此背景下与霍尼韦尔国际公司联合竞标取得中国商飞 C919 大型客机机轮、轮胎和刹车系统独家供应商的资格，目前正在成立合资公司，但 C919 飞机于 2014 年试飞，2016 年才批量生产，所以短期之内没有利润贡献。

公司在飞机刹车副领域技术实力雄厚，产品具备替代进口的竞争实力，受益于国家的大飞机国产化战略，未

来发展潜力巨大，11年下半年募投项目将全部达产，产品需求受行政政策影响较大，预计公司2011年-2012年的EPS分别为0.2元和0.31元，对应23元的股价，PE值分别为115倍和77倍，目前估值水平较高，维持“谨慎推荐”评级。

11、搜于特年报点评

搜于特2010年实现营业收入6.32亿，净利润9080万，分别较09年增长67.1%和68%，摊薄后EPS1.14元，超过市场上1.05元的一致预测。再次验证了我们在公司上市之初的判断，即搜于特会是一个快速成长的公司。具体看来，年报信息有以下几点值得关注：

- 1、营业收入的大幅增长主要来自营销网络渠道的持续快速拓展。1)从数量上看，2010年公司新开设店铺356家，店铺总数达到1166家，超预期16家，较09年增长44%，这一增速基本与09年持平；2)从店铺结构上看，公司依赖经销商快速扩张的策略没有改变，加盟店数量上增长了351家，增长幅度达到51%，数量占比高达89%，这一比例比09年还提升了3个点。从过去几年的情况来看，公司的直营终端增长不快，尤其是商场专柜09年、10年上半年都出现了不少的撤柜情况，虽然公司解释说是专柜整合，但从直营收入的增长来看，也基本只有20%左右，远低于公司的整体收入增长水平，考虑到公司目前的规模只有6个多亿和休闲服装的龙头如美邦和森马相差距离较大，因此短期内铺店是第一需求，直营还不是公司的重点；3)从分地区情况来看，营收占比最大的仍然是华东和华南，分别为28%和26.9%，收入增速依次是48%和96.4%。从对营收增长的贡献来看，排名第一的是华南区，利润增量占比达到33%，华南地区之所以大幅增长主要原因是09年受经济危机影响最严重，和其他区域相比09年增长最慢，除此之外增长明显的还有西南和西北地区，增速分别在105%和78.3%，主要原因是受国家西部大开发政策以及当地人民消费水平提高，且西部地区竞争相对较低，所以虽然之前的基数不高，但这两个区域的增长一直很快，经过这两年的发展西北和西南区的收入占比也达到了17%。我们认为未来华东和华南地区的增速会回落至40-50%，西南、西北和华中地区的增长仍然会维持在70%以上的水平，公司收入快速增长的推动力将从华东、华南地区逐渐向西南等地区转移。
- 2、营业收入大幅增长的同时，营业利润也同步增长，公司毛利率在棉花等原材料价格的持续上涨、人工成本增加的背景下，10年综合毛利率达到34.83%，较09年略微提升1个百分点，主要是两个原因，1)出货折扣率提高，公司对加盟商的出货折扣率长期低于市场平均水平，10年公司将出货折扣率提升了2个百分点，使得使加盟体系的主营业务利润率较上年上升2.11%；2)提前采购棉花使公司规避了10年下半年棉花价格大幅上涨带来的成本压力，产品成本低于同行业竞争对手10%。我们认为，公司毛利率从07年的24%增长到10年的34.8%，出货折扣率提高是主要推动力，反映了公司议价能力和品牌效应的提升，鉴于从07年至今公司的出货折扣率已累计提高6个点，继续提升的可能性不大，而提前采购棉花代表了公司成本的控制能力，因此公司未来的毛利率会维持在34%左右的水平。
- 3、费用率方面，10年公司的管理和财务费用都略微下降，销售费用率则继续升高至9.54%。比较美邦、森马、七匹狼、报喜鸟、希努尔等服装类上市公司发现随着品牌规模的扩大，销售费用率一般都呈上升趋势，我们认为原因在于成长初期靠的是渠道的数量增加，而随着覆盖率提高，后期成长的动力转变为单店收入的增加，所以通过广告扩大品牌知名度变得重要。例如同样以加盟商作为渠道扩张路径的七匹狼，09年销售费用率已达到15%，03年（上市前一年）的销售费用率只有8.18%。在这个逻辑下我们预计搜于特未来的销售费用会进入上升通道。预计11年销售费用率为11%，提高1.5个百分点，长期来看，15%的销售费用率会是一个较为稳定的水平。
- 4、2010年公司净利率14.35%，较09年略微增长。从趋势上看，10年净利率的增长速度较前三年明显放慢。结合我们上文的分析，公司未来毛利率趋向稳定，但费用率上升可能性很大，所以判定公司净利率面临拐点。
- 5、作为零售行业，公司的存货和应收账款管理能力仍然突出。除了存货周转率和应收账款周转率双双上升以外，存货占总资产的比例（扣除募集资金）从49%下降到30%，应收账款周转率更是上升了3.3个百分点。
- 6、超募资金用来补充流动资金1.5亿元。公司计划使用超募资金10.6亿元中的5亿元购置8,000-18,000平米店铺开设战略加盟店，能够缓解三四类市场核心商圈商铺价格和租金持续增加导致的加盟商资金压力。

7、分配方案较为吸引，2010 年利润分配方案：10 股转增 10 股，并派发现金股利 10 元（含税）。

搜于特10年年报靓丽，渠道拓展迅速，且渠道拓展的同时公司运营管理能力还显著上升，对成本的转控能力也比较好，公司资质突出，但是仍有一些隐忧需要验证，如净利率是否已经遇到拐点，募投以及超募资金建设的直营店和战略加盟店是否会导致11年公司管理费用率的上升等。整体来看，我们判定搜于特仍然处于快速增长期，未来三年增长50%以上，但是否能到70-80%，还需要进一步调研验证。公司目前股价84.5，按照11年EPS1.9元，给予50倍估值，合理价格95元。

12、 尤洛卡年报点评

2010年度，公司实现营收11335万元，同比增长31%，归属母公司净利润6224万元，同比增长29%，综合毛利率81.5%，同比提升1.3%，总体财务表现略微超预期。

煤矿顶板安全监测系统及相关仪器仪表业务，营收占比88%，营收同比增长38%，毛利率83%，同比增长0.6%，主营业务增长主要来自公司加强了渠道拓展。年报中，公司仍将该业务列为公司重点发展业务，预计该业务仍是未来公司业绩主要增长点。

煤矿巷道锚护机具业务，营收占比12%，同比增长2%，毛利率71%，同比下降2.4%。该业务增速从2009年的184%快速下降，说明产品面临较大竞争。年报中，该业务未被列入未来规划，预计该业务未来增速仍将维持在较低的水平。

销售费用率持续上升，可能原因是公司的销售开拓难度增大。销售费用率从2009年的13%上升到15%，销售费用从1123万元上升到1721万元。公司的产品体积不大，运输成本占比有限，销售费用应该主要来自为争取订单产生的投入。这能从侧面说明，公司在新客户开发上的难度不断增大。我们认为，销售费用率在未来仍将上升。

综上所述，预计公司未来业绩增长主要来自煤矿顶板安全监测系统及相关仪器仪表业务，2011-2013年，营收增长率为35%、30%、30%，毛利率保持稳定，销售费用率继续保持缓慢提升态势，为17%、19%、20%，EPS为1.91、2.32和2.89元。

13、 利尔化学年报点评

利尔化学2010年营业收入4.45亿元，同比增12.96%，利润总额7552万元，同比减少30.3%，实现净利润7200万元，同比减少28.35%，EPS0.35元，低于我们0.40元的预期。公司利润不送转。

农药行业迎来第三个小年，整体需求低迷，但国外市场有所恢复，产品价格下跌、成本上升是公司业绩下降的主因。主要产品毒莠定、毕克草和氟草烟价格较2009年分别下降11.34%、18.75%和28.39%。全年化学农药毛利率仅为29.42%，相比2009年的39.75%，下降了10.33个百分点。其中，农药原药毛利率40.89%，同比减少6.74%，农药制剂及其他毛利率为7.77%，同比下降2.42%。

期间费用增加是利润降幅加大的又一因素。期间费用率提高0.82个百分点，其中销售和管理费用分别同增25.84%和31.15%，主要在于规模的扩大、人工成本提高和收购费用的增加。而因为募集资金利息收入的增加财务费用下降87.84%。

未来业绩两大增长点：IPO项目毒死蜱、氯氟吡氧乙酸酯原药及配套、丙环唑原药、草胺磷和氟环唑将于2011年陆续全部投产。10年公司以1.7亿获得快达农化51%股权（快达农化2010年上半年营业收入2.1亿，净利润2000万），11年将并入报表，由于快达农化的盈利水平较低，会降低合并后公司的毛利率，但规模扩大和品种扩充仍将有利于公司发展。

我们预计11年行业状况改善有限，产品价格与毛利大幅回升难度较大，但新增产能和快达农化合并报表将增厚公司业绩，11-13年EPS分别为0.64/0.83/0.96元，动态PE为28./21/18X，谨慎增持，目标价20元

14、 启明星辰年报点评

公司10年实现营业收入3.67亿元，增长21%；营业利润2151万元，基本保持平稳；净利润5995万元，增长16%，对应EPS 0.61元。扣除非经常性损益的净利润4355万元，增长4%。

分业务来看，公司安全产品增长17%，安全检测、平台工具、安全管理平台类产品在重点行业有突破，订单额同比增幅超过30%。其中平台工具增速最高，达87%，毛利占比升至15%；安全监管与安全检测分别增长44%

与34%，毛利占比分别为12%和27%；但09年毛利占比最高的安全网关产品由于10年竞争激烈，销售价格呈下降趋势。收入也出现了21%的下降，毛利占比降至22%。安全服务业务增长23%。

公司整体毛利率上升1个百分点至64%。由于研发投入加大、业务规模扩张、上市推介等因素，管理费用增长57%，销售费用则增长21%，合计占营收比重上升5个百分点至56%，使营业利润增速低于营收。公司研发费用增长30%，占营收比重上升1.5个百分点至20%；公司总人数增长19%至947人。占公司利润总额比重主要部分的全资子公司税率由15%降至10%，使所得税下降66%至1429万。公司政府补助增长15%，达4336万元。

信息安全正从单一的网络安全过渡到全面安全保障，市场空间将持续放大，为公司提供了发展机遇。公司10年12月29日起停牌筹划资产重组事项，目前尚未复牌。如能成功重组，将提升公司产品覆盖面与市场份额，增强整体竞争力，实现跨越式发展。

在不考虑并购及整合效应下，我们预期公司2011-2013年销售收入分别为4.63亿元、5.92亿元、7.67亿元；净利润分别为0.81亿元、1.06亿元、1.26亿元；对应EPS 分别为0.82元、1.07元、1.28元。

15、 石基信息年报点评

公司10年实现营业收入6.10亿元，增长50%；利润总额2.45亿元，增长69%；净利润2.14亿元，增长62%，对应EPS 0.95元；扣除非经常性损益后的净利润2.11亿元，增长61%。

在政策刺激、世博会等的推动下，我国旅游酒店业迎来复苏。公司软件开发与系统集成业务收入分别增长71%与59%。公司完成新建酒店信息系统项目138个，增长60%。经过全面整合升级的数字饭店整体解决方案（IP Hotel）进一步强化了公司的竞争优势。

技术支持与维护业务保持稳健增长，收入增长19%。新签技术支持与服务用户83个，总用户数达到672家，增长14%。

在较低星级及本土高档酒店方面，控股子公司西软科技净利润激增125%，占公司总净利润比重上升至15%，新增用户470家，增长38%。

公司毛利率略降1个百分点至69%；销售与管理费用分别增长32%与30%，合计占营收比重下降5个百分点至33%，其中股权激励成本为760万元。

公司的战略性项目畅联业务已全面完成技术开发和建设。到10年底，已与近3000家酒店完成有效连接，全年新增近1600家；在达成合作协议的20多家渠道中，12家渠道已上线并实现在线预订处理，并与招商银行所属电话服务中心及信用卡中心，及数个国际著名分销商达成了战略合作协议。

继10年复苏性增长之后，我们预期11年国内旅游酒店业将进入稳定增长阶段。

我们预期公司2011-2013 年销售收入分别为7.67亿元、9.39亿元、11.28亿元；净利润分别为2.90亿元、3.90亿元、5.08亿元；对应EPS 分别为1.30元、1.74元、2.27元。

16、 双鹭药业年报点评

2010 年全年公司实现营业收入 4.5 亿，比去年同期增长 17.39%，净利润 2.7 亿元，比去年同期增长 11.72%。EPS 1.08 元，每股经营现金流 0.94 元。公司 2010 年给出 10 送 3.8 转 1.2 派 2.5 元的方案。

公司毛利率有所下降，主要是收入结构变化导致，新产品三氧化二砷等收入增长较快，而低基数产品毛利率偏低，拉低了综合毛利率水平。管理费用控制良好，除了研发支出有所提升之外，其他费用与去年持平。营业外收入中，受十一五专项、G20 等项目支持，政府补助大幅提升。10 年公司现金流状况良好，偿还短期债务后账面现金余额 4.4 亿，流动比率速动比率大幅提高；资产周转加快；由于收入结构变化导致毛利率降低，ROE 为 23%，同比持平。

由于价格调整政策的不确定性，导致贝科能在 10 年 3 季度收入有所降低，对全年业绩的负面影响较大。4 季度各省市开始招标，中标价格与 09 年差别不大，出厂价保持平稳，产品销售迅速恢复。

09 版的医保目录 10 年大部分时间还没在全国范围执行，因此地方医保目录的执行可能会更靠后一些，贝科能新进各地医保的效果估计要到 11 年下半年才会有所表现。就目前看，贝科能去年新进了广东、江苏、河南、吉林、黑龙江等重要省份的医保目录，北京地区虽然目录虽然还没正式公布，但进入目录的可能性极高。公司预计 11 年北京地区的销售翻倍。

公司的几个二线品种均是国家医保目录乙类，包括立生素、欣吉尔、欣瑞金、欣尔金等，11 年新版国家医保全面实施，城镇居民医保覆盖率的提升，且保障金额较 10 年大幅提升近 70%，促进这几个产品在中低端市

场的销售。

2010 年产品线进一步扩充：公司的阿德福韦酯片获新药证书和生产批件，醋酸奥曲肽及注射液获生产批件，替莫唑胺及胶囊顺利通过生产现场检查，扶济复凝胶剂通过注册审核即将进入生产阶段；公司研发项目注射用盐酸吉西他滨、盐酸氨基葡萄糖片、依诺肝素钠及注射液目前已申报生产。

临床研究稳步推进：PEG-GCSF 二期临床实验即将完成，11 年内有望进入三期。其他处于临床研究阶段的注射用重组人甲状腺激素、注射用重组假丝酵母尿酸氧化酶、注射用重组人生长激素、氟法拉宾注射液、还原型谷胱甘肽、泰思胶囊、月馨软胶囊及滴丸等品种目前进展顺利，将陆续进入申报生产阶段；来那度胺及胶囊、SL801 凝胶剂目前已申报临床研究。

818：在圆满完成 I 期临床研究并经过审评后，SL818 即将被批准 II 期临床研究，估计在 11 年将进入 II 期。研发方面：长效立生素有望进入 III 期临床。

我们预计 11、12 EPS 1.52、2.01 元，同比增长 41%、32%，目前股价对应 PE 36、28 倍。未来两年公司业绩和医保公司产品的销售进展程度密切相关，前途光明，给予 11 年 PE 40 倍，目标价 61 元，给予增持评级。

17、 水晶光电年报点评

10 年公司实现营收 3.32 亿元，同比增长 76.55%。实现营业利润 1.07 亿元，同比增长 67.25%。实现净利润 9376 万元，同比增长 62.86%，对应的 EPS 为 0.83 元。

因用工成本上升与新产品毛利率相对较低，导致毛利率同比下降 3.58pt 至 48.09%。而期间费用率同比减少 1.31pt。其中，销售费用率、管理费用率同比分别下降 0.24pt、2.87pt。

分业务来看，OLPF 实现收入 7373 万元，同比增长 23.14%。IRCF 及组立件收入 1.38 亿元，同比增长 45.72%。散热板收入 1922 万元，同比增长 16.67%。光学窗口片收入 999 万元，同比增长 111.58%。

单反用 OLPF 迅速增量，10 年实现收入 6433 万元，同比增长 623.83%。鉴于此，公司将募投的光学读取头分光片及高反片技改项目变更为年产 50 万套单反用 OLPF 技改项目。同时，收购台佳电子 60% 股权，顺利整合冷加工资源，保证公司单反用 OLPF 产品前工序的产品配套和资源整合，单反用 OLPF 仍将成为公司未来发展重要增长点。

公司梯次推进新产品发展。窄带滤光片初步进入国际主流厂家，出货规模有望进一步放大。目前联想、华硕紧跟微软的推出步伐，游戏机市场应用有望逐步扩大；蓝宝石衬底预期 11 年下半年批量出货。微投影继续做好技术储备和市场布局，短期来看，其市场进展将取决于产业链推进速度。

我们预期公司 2011-2013 年销售收入分别为 4.94 亿元、6.93 亿元、9.16 亿元；净利润分别为 1.25 亿元、1.73 亿元、2.26 亿元；对应 EPS 分别为 1.11 元、1.53 元、2.01 元。

18、 御银股份年报点评

公司 10 年实现营业收入 4.69 亿元，增长 3%；营业利润 9414 万元，增长 1%；净利润 9405 万元，增长 4%，对应 EPS 0.36 元。扣除非经常性损益的净利润 9517 万元，增长 4%。

10 年公司 ATM 产品发机约 5200 台，数量创历史新高，占 10 年全国联网 ATM 新增量的 9.27%，并首次向市场批量投入存取款一体机。分业务来看，融资租赁业务增长 32%，毛利占比升至 19%；ATM 机销售收入下降 5%，合作运营业务收入增长 5%，毛利占比分别为 49%与 29%。

分地区来看，广州地区收入增长 68%，占比达 14%，主要系公司融资租赁业务 10 年在广州率先铺开。来自广东（除广州）的收入增长 13%，来自广东省外收入下降 6%，占比分别为 30%与 55%。

公司整体毛利率维持在 54%。销售和管理费用分别增长 11%和 13%，占营收比上升 2 个点至 30%。公司刚被首次认定为国家规划布局内重点软件企业，未来所得税率将由 15%降至 10%。

因公司加大对合作设备的投入，全年现金净增加额为-1.38 亿元，期末货币现金减至 2.31 亿元。公司目前资产负债率仍仅为 17%。

公司 11 年将投放融资租赁 ATM 机 1250 台，其中存取款一体机占到 2/3，目标 11 年净利润增长 80%，公司在新塘太平洋工业区租赁的约 6400 平方米的新厂房已于 1 月投产使用，并将投资 2.85 亿，以 2 年建设超过 3.5 万平米、产能 3 万台的新生产基地，预计达产后营收与利润总额分别达 23.4 亿元与 6.1 亿元。

我们预期公司 2011-2013 年销售收入分别为 6.22 亿元、7.50 亿元、8.95 亿元；净利润分别为 1.70 亿元、2.27 亿元、2.81 亿元；对应 EPS 分别为 0.64 元、0.86 元、1.06 元。

19、 远光软件年报点评

公司 10 年实现营业收入 4.79 亿元，增长 54%；营业利润 2.01 亿元，增长 65%；净利润 1.91 亿元，增长 66%，对应 EPS 0.74 元。扣除非经常性损益的净利润 1.88 亿元，增长 67%。

公司各项业务均保持快速增长，集团财务管控业务、FMIS 软件分别增长 68%、46%，占比分别为 37%、29%。公司及时完成了新一代的集团资源管理软件 GRIS 的发布，对国网完成项目实施工作并陆续完成验收；对南网实现了财务信息化二期项目的上线及验收工作；对国电集团完成了财务信息化建设第三阶段推广进度。

公司抓住农网改革机遇，推广新一代基础软件，基础核算软件收入增长 40%，占比为 23%；公司加大了对电力行业专业软件、解决方案、工具软件等的推广力度，业务软件收入增长 63%，占比达 6%。

由于公司主推的集团管控系统与 FMIS 定制化程度较高，先期收益略低，使整体毛利率下降 7 个百分点至 74%；由于公司计提股权激励费用 3579 万，管理费用激增 72%，若剔除其影响则增长 32%；销售费用增长 8%，合计占营收比重下降 1 个百分点至 42%。

公司参股 26%的华凯投资部分地产开发项目进入结算期，净利润激增 497%达 2.09 亿元。若剔除其影响，则净利润增长 28%。

电力行业央企在国资委推动下持续加强集团管控能力建设，并加快产业链投资并购速度，加上电力市场改革的推进，都带来了信息化需求的加深。公司作为电力行业经营管理软件市场的领导者将受益其中。

我们预期公司 2011-2013 年销售收入分别为 6.83 亿元、8.86 亿元、11.09 亿元；净利润分别为 2.52 亿元、3.25 亿元、4.58 亿元；对应 EPS 分别为 0.98 元、1.27 元、1.78 元。

20、 棕榈园林年报点评

棕榈园林 2010 年实现营业总收入 12.9 亿，同增 95.67%，归属于母公司的净利润 1.68 亿，同增 116.78%，毛利率 27.67%，同增 1.06 个百分点，摊薄后 EPS 0.88 元。各项业务收入增速：园林工程同增 97.21%、设计同增 72.71%，养护同增 220.70%、苗木同增 130.16%。毛利率：园林、设计、苗木分别增加 1.33、0.40、9.39 个百分点。实施 10 转 10 派 1 元分配方案，派现 1920 万。

2010 年新签工程合同 175 个，共 12.77 亿，新签设计合同 172 个，共 2.34 亿；截止到 10 年底，已签合同剩余价值 6.7 亿，待签合同 4 亿。

公司业绩高增长的原因：1）公司通过加大各区域的业务拓展力度，新签合同项目显著增加。设计方面增设了北京、成都设计分院；工程方面设立了山东、安徽、福建、海南等十二个工程营运中心；结合全国六大苗木中心的资源优势，在各区域中快速形成设计、施工、苗木一体化产业链服务体系。2）公司不断通过优化资源配置，不断提升自身的业务能力和管理水平，有效控制了成本费用；公司自建苗场，加大了苗木自给率，有效控制苗木价格波动的影响，毛利率稳中有升。

园林行业长期向好，市政和地产园林市场规模都超 1000 亿。棕榈处于行业领先地位，竞争优势体现在“设计+资源”端，控制上游大口径苗木、特俗石材等稀缺资源，从设计端参与到中高档园林项目，提升项目承揽能力与盈利能力。地产政策不影响地产园林需求，公司在把握中高档地产园林时，择机进入经济较为发达地区的市政园林项目。

盈利预测：预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.56、2.23、3.14 元，谨慎增持，目标价 83 元。

21、 信立泰年报点评

2010 年报预增：主营收入、营业利润分别为 12.98、4.12 亿元，分别同比上升 52.8%、67.8%，净利润 3.55 亿元，同比增长 64.7%，符合市场预期；EPS 1.57 元，ROE 20.6%。公司业绩大幅提升主要是由于泰嘉的持续放量以及头孢类原料药的产能扩张。

泰嘉有望延续高增长：1、产品需求有保障：我国冠状动脉介入治疗未来几年复合增长率在 30%以上，作为术后抗血栓的一线用药，氯比格雷的景气度持续；2、短期内竞争压力不大：从药监局数据情况看，申请氯比格雷制剂生产的厂家主要集中在 2010 年后申报，目前均在审评阶段，估计进入市场尚需一段时间。公司凭借技术和营销实力享有市场先发优势，预计未来 2~3 年面临的竞争压力不大，泰嘉仍能继续享受高增长。

产品梯队构筑未来竞争力：1、国内首仿药比伐卢定属于直接凝血酶抑制剂，临床试验证明，与传统抗血栓药物肝素疗效相当，但能显著降低出血风险。预计 2011 年内上市，与泰嘉形成系列化优势，借助现有渠道快

速放量；2、国家一类新药头孢呋辛钠舒巴坦钠仍在临床中，预计 2012 年上市；3、公司于 2010 年 8 月启动新研发大楼，多个心血管和抗生素类新药处于研发阶段。

短期内药品大幅降价压力较小：10 年广州市对公司的氯吡格雷、氯雷他定、头孢西尼进行成本调研，11 年广东省的药品招标工作仍在进行，泰嘉面临一定的降价压力。目前只有公司和原研厂赛诺菲两家生产，而且泰嘉的价格低于竞争对手，因此短期内大幅降价的可能性不大。

投资建议：公司发展战略清晰，专注于心脑血管和抗感染用药；产品储备丰富，未来成长性明确。预计 2011、2012 年 EPS 2.11、2.81 元，同比增长 34%、33%。经历前期调整后，目前股价相当于 11 年的 30 倍 PE，结合公司的高成长性，存在一定的低估。我们按照 11 年 35 倍 PE，给予“增持”评级，目标价 74 元。

22、 天虹商场年报点评

2010 年公司营业收入 101.74 亿元，同比增长 26.28%，实现净利润 4.85 亿元，同比增长 36.25%，对应发行后股本 EPS 为 1.21 元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金 6 元并送 5 股（含税），转增后，公司资本公积金由 19.2 亿元减少为 17.2 亿元。

截至 2010 年底，公司已进入深圳、厦门、南昌、福州、长沙、杭州、苏州、北京等 12 个城市，拥有“天虹”直营连锁百货商场 39 家，营业面积达 98 万多平方米；“君尚”直营门店 1 家，营业面积 3.78 万平方米；此外，公司管理 3 家特许加盟店。2011 年 2 月 22 日公司公告公司以 100 万元收购深圳公明店，该店由加盟店转为直营店。

天虹每年 8-10 家门店的扩张为公司提供了持续的收入增长点，而公司在重视收益管理的同时，新店边际收益的不断提升将会是公司利润高速增长的有利保证。改造后的君尚百货（原购物广场）定位高端，位置优越，重新开业后在品牌档次上了一个台阶，预计将对公司 2011 年及以后收入带来巨大贡献。

我们预计公司 2011-2013 年收入分别为 129/159/195 亿元，增速分别为 27%/23%/22%；归属母公司股东的净利润为 6.67/8.67 亿元，增速分别为 37%/30%/26%；对应每股收益 1.67/2.17/2.72 元。公司作为定位社区型百货的全国连锁商业零售企业，拥有大股东的有利支持和到位的管理层激励，又处在高速成长期，理应享受一些溢价，给予 2011 年 35 倍市盈率，维持目标价 58.5 元和增持评级。

23、 科伦药业年报点评

10 年业绩符合预期：主营收入、净利润分别为 40.26、6.61 亿元，分别同比上升 24.0%、54.5%；EPS 2.76 元；ROE 14.11%，每股经营性现金流 0.62 元。拟转增 10 股，每 10 股派发现金红利 5 元（含税）。

产品结构升级带来的毛利水平提高（10 年 41.1%，09 年 38.7%）：玻璃瓶销量 11.46 亿瓶，同比下降 0.71%，收入基本与去年持平。预计未来 2-3 年逐步下降到 10 亿瓶左右；软塑包装销量 14.99 亿袋，同比增长 42.9%。以直立式软袋为代表的软塑类包装的产品售价、毛利率均较玻璃瓶高，是推动业绩大幅增长的主要驱动力。期间费用控制良好，同比下降 0.8 个百分点；管理费用率提升幅度较大，同比增加 1.2 个百分点，主要是研发费用增加所致。

大输液前景持续看好：

1、从国际格局来讲，欧美国家软塑类占输液类 90%，而我国目前软塑类仅占 1/3，因此软塑化趋势明显，公司盈利能力将稳步提升。

2、政策推动：新版 GMP 将从 2011 年 3 月 1 日执行，将对医药行业带来一定的冲击。据药监局内部测算，预计新版 GMP 的技改投入在 500-1000 亿元，目前我国制药企业约 7,000 家，即平均每家医药企业将投入 700-1,400 万元进行技，这相当于要耗掉中小企业 1~3 年的利润。而大输液质量标准门槛的提高也将淘汰落后产能，因此即使政策给予了老厂 5 年的缓冲过渡期，行业集中度大幅提升已成为发展趋势。大输液产品附加值低，行业呈现明显的散、乱、小的格局，全国产能较为分散。由于扩大产能规模能降低单位成本，带来明显的竞争优势，这也直接压缩了中小企业的生存空间。因此我们认为在产业内力和政策外因的推动下，大输液行业将继续上演整合趋势。

3、内生式发展和外延式扩张共筑成长空间：由于大输液行业的特点是产品价格较低、需要一定的运输半径，因此外延式并购是扩大业务覆盖区域，迅速实现自身发展的途径。而公司 IPO 超募的 32.8 亿元资金则为并购奠定了“物质”基础。公司自 2010 年上市后，先后收购了安阳大洲（河南）、广东庆发（广东）、浙江国镜（浙江）等企业，收购产能超过 8 亿瓶（袋），按照公司项目进度公告，预计 2012 年收购项目的产能得到释

放。公司目前已在四川、黑龙江、湖南等 11 个省市拥有输液生产基地，全国性产业的战略布局已见雏形。

非输液业务启动在即：目前公司的发展战略是把握大输液行业整合的契机，专注于大输液领域的扩张布局，因此非大输液领域短期内投入较少：目前拥有的两家非输液子公司中南科伦和珍珠药业，其中中南科伦产品主要以冻干粉针剂、粉针剂等为主，而珍珠制药产品则以普药为主，与大输液产品具有高度的相关性。长期看，在完成大输液领域战略布局后，公司将利用成熟的销售网络着力发展非输液业务，实现输液类和非输液产品“比翼双飞”的发展战略。公司 2011 年公告收购了桂林大华，除了满足下游业务对头孢类原料药的需求外（中南科伦募投项目对头孢类原料药的需求量为 180 余吨；湖南科伦液固双腔软袋募投项目对头孢类原料药的需求量为 90 余吨），也可以看出公司正在加快发展非输液领域的步伐。

公司作为大输液行业领军企业，凭借规模效应、技术领先、成本优势等将继续受益行业的软塑化进程。目前仍有超过 20 亿超募资金，我们相信在积极务实的管理层带领下，公司业绩仍有超预期可能。我们预计 2011~2012 年 EPS 分别为 3.98、5.14 元，同比增长 45%、29%。按照 11 年 40 倍 PE，给予目标价 160 元，增持评级。

24、东晶电子事件点评

公司 2 月 24 日公告，公司董事会通过决议，拟出资设立子公司实施建设“年产 750 万片 LED 用蓝宝石晶片技改项目”。项目分二期建成，一期 12 年底完成并形成 300 万片的年产能，13 年底完成全部投资并投产。

此次 LED 用蓝宝石晶片技改项目总投资 12 亿元。其中，固定资产投资 11 亿元（其中设备投资 10 亿元），铺底流动资金 4500 万元。分二期建成，一期投资 6 亿元，其中固定资产投资 5 亿元，建成后形成 220 万毫米蓝宝石晶棒和 300 万片 LED 用蓝宝石晶片的年产能；二期拟投资 6 亿元，建成后新增 450 万片 LED 用蓝宝石晶片的年产能。

按照现有 LED 用蓝宝石晶片市场价格区间 200-250 元/片，一、二期项目建成预计可新增销售收入 6.9、10.6 亿元；按照市场平均利润率 30% 计算，预计可分别新增利润 2.05、3.2 亿元。公司业绩预增显示，10 年实现营业收入 3.06 亿元，同比增长 23.39%；实现净利润 2960 万元，同比增长 30.57%。项目若顺利实施，将大幅提高公司的收入与盈利能力。

蓝宝石是市场上最广泛使用的蓝绿光 LED 芯片衬底材料，由于良率提升困难，全球 LED 用蓝宝石市场占有率较为集中。DIGITIMES 预计，11 年 STC、Monocrystal、Rubicon、越峰电子前 4 大厂商合计占全球市场份额的 71.8%（考虑厂商扩产计划后）。09 年蓝宝石衬底厂商扩产趋于保守，致使 10 年全球蓝宝石衬底供货不足；虽然 10 年下半年起主要厂商大幅扩产，但考虑到 LED 芯片生产企业带动的需求持续增长以及上游衬底厂商集中度较高，短期内仍将维持供不应求的状态。

国内方面，由于 LED 厂积极扩充 MOCVD 设备产能，对上游蓝宝石衬底需求大增。同时，为改善国内明显依赖海外蓝宝石衬底的供应状况，政府将推动建立 LED 产业链规划，未来存在政策支持上游蓝宝石衬底布局的可能。

公司目前的主营业务是石英晶体元器件的研发、设计与制造，其技术、工艺、设备与市场渠道，与 LED 产业都有一定相通性。

该项目的主要风险因素在于长晶技术、学习曲线等使得良率提升不易，未来产能能否如期达成，存在不确定因素。11 年国内有多家厂商宣布在蓝宝石晶棒的投资在 1 亿元以上，总投资规模超 20 亿元。新进厂商均存在上述风险，公司能否领先突破技术壁垒，将成为项目顺利达产与未来加速发展的关键因素之一。

25、长信科技事件点评

公司 3 月 2 日公告，公司董事会通过决议，拟投资 1.91 亿元建设中大尺寸电容式触摸屏项目。项目达产后，设计年产 500 万片电容式触摸屏（7-10 英寸）。建设期 1 年，预计 2012 年 3 月正式运营。

此次年产 500 万片中尺寸（7-10 英寸）电容式触摸屏项目总投资 1.91 亿元，资金来源于 IPO 超募资金 4255.4 万元、IPO 项目节余资金以及自有资金。建设期暂定为 1 年，计划于 2011 年 3 月启动，2012 年 3 月正式运营。依照目前公司技术准备情况及外部市场需求，不排除在投产之后迅速量产的可能。公司 500 万片产能对应年销

售收入预计约2.59亿元，净利润6002万元，将加速公司11-13年的业绩成长。

本次投资为公司继去年8月进军触摸屏项目之后，向中大尺寸方向推进的重要投资动作，为国内继莱宝高科后第二家进入该产品市场的公司。前次投资中，公司使用IPO超募资金3.31亿元，对应年产能2000万只，项目建设期为2年。根据公司中大尺寸的计划推进速度，我们判断公司中小尺寸触摸屏项目达产时间在下半年完成。

触摸屏技术涉及的真空镀膜和精细微电子光刻技术方面，公司有着丰富的ITO透明导电玻璃镀膜生产经验，目前ITO透明导电玻璃产量为全球最大，Gunze、Panasonic、Sony Chemicals、DMC、SMK等触摸屏面板大商都使用公司的触摸屏透明导电玻璃；光电子刻蚀技术、FPC贴合和玻璃贴合技术也非常成熟，可以在短期内掌握以及技术整合。同时，中小尺寸触摸屏项目的技术积累也将为进军中大尺寸铺平道路。

中大尺寸电容式触摸屏目标市场为平板电脑、GPS 导航仪、移动资讯终端等新兴消费类电子产品，下游快速发展将带动触摸屏业务持续较快增长。苹果iPad去年销售1479万台，大幅超越市场预期，带动全球平板电脑热潮，PC与手机大厂纷纷明确推出平板电脑产品，为未来中大尺寸电容式触摸屏的成长增加确定性。

DisplaySearch预计，2011年全球平板电脑出货可达到5570万台，同比增长近2倍；至2014年出货将达1.724亿台，较2011年再增长2倍以上。

公司在8月首次进军电容触摸屏市场表示，将根据市场情况生产iPad用中大尺寸触摸屏。时隔半年就决定切入，反应出公司对技术掌握与下游市场情况有较大把握。长期来看，项目的实施可以一步完善公司电容屏产品的体系，形成从小尺寸到大尺寸完整产品系列，满足市场对所有规格电容式触摸屏SENSOR的需求，增强公司的核心竞争力。

26、 江苏国泰更新报告

2011年开始，公司新能源业务将从单一的电解液扩展至电解液核心材料六氟磷酸锂和正极材料（锰酸锂、三元材料、磷酸铁锂），进入跨越式发展阶段。公司新能源产品均定位中高端，盈利能力在行业内将位于高端水平。

六氟磷酸锂是电解液最核心的原材料，其国内售价达到35万元/吨，成本占到电解液生产成本的6成多。由于生产技术难度很高，国际上基本由日本企业垄断，我国依赖进口。高门槛决定高盈利，六氟磷酸锂的毛利率保守在60%以上。

子公司江苏国泰锂宝新材料公司建设1100吨锂离子电池正极材料，包括锰酸锂、磷酸铁锂、三元材料。该项目目前进展顺利，产品定位中高端，盈利能力将高于行业平均水平。

2010年公司外贸收入增幅高达40%以上，但利润增长显著低于收入增长。针对2010年外贸业务存在的问题，公司已做出调整。2011年，公司外贸业务将从2010年的“量变”变为“质变”，盈利增长将显著高于收入增长。公司管理能力优秀，经营稳健，负债率低，财务稳健，外贸业务现金流非常好，能够为化工业务发展提供良好的资金支持。公司新能源业务发展好于预期。考虑六氟磷酸锂和电极材料贡献，我们上调公司2011-2012年EPS至0.86、1.19元（原预测为0.76、0.91元），上调评级至“增持”。

3. 投资组合

组合维持，暂不更新。

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		