

成长股盛筵，摸得着的未来

策略专题报告

◆ 选股思路：“融资—高增长”正反馈

本文主要介绍一种我们认为可行性较强的成长股遴选和投资思路。在众多可能的成长股备选标的中，我们希望寻找符合下列经营模式的公司：依靠募集资金快速扩张，在高成长过程中不断衍生出新的投资机会，从而形成“融资—高增长”正反馈，估值偏低或合理的中小板和创业板公司。我们相信，上述思路得到的标的更有可能实现持续、确定的业绩高增长。

◆ 选股标准：行业壁垒和经营模式

我们认为公司从事业务进入壁垒相对较高、业务模式易于复制是成长股投资的一组必要条件。

首先，公司过往业绩的高成长必然来自产量高增长和高毛利两个方面。而随着公司募投产能的释放，行业供给端迟早会受到压力；行业较高的盈利能力也会吸引更多企业试图参与其中。只有存在一定程度垄断性的行业才能保证这种高成长在长期是可持续的。

其次，在一个小公司不断成长的过程中，其管理能力和运营能力将受到巨大的挑战。我们认为有两种模式相对易于复制，不会对经营管理造成太大的压力。其一为制造业，主要体现为扩产相对容易，对管理要求不高，如果行业需求足够，业绩成长就容易持续；其二为连锁行业，其经营模式的核心本身就是不断复制，相关优质企业应能够驾轻就熟，利用募集资金快速扩张。

◆ 光大成长10

我们初步构建的光大策略十大成长股组合包括：双龙股份、中原内配、南方泵业、兴森科技、恒基达鑫、格林美、吉峰农机、罗莱家纺、利源铝业、华英农业。

双龙股份、中原内配、南方泵业、兴森科技所在的子行业有较高的进入门槛。其中双龙股份为高端白炭黑领域无可争议的龙头和价格制定者，中原内配系亚洲最大内燃机缸套生产商，南方泵业在技术和价格方面较竞争对手有一定的优势，兴森科技在柔性生产管理方面具有优势，是国内最大的PCB样板生产商。随着募投项目的达产，这些公司的市场占有率将有所提升，同时毛利率水平有望维持高位，盈利快速增长可期。

如果仅就增长的确定性而言，恒基达鑫无疑更胜一筹。公司在珠海和扬州的仓储、装卸业务具有明显的排他性，储罐容量的提升必将导致业绩相应增长。但正是由于这一市场垄断性过强，我们对公司持续高成长的能力存有一点疑虑。格林美未来几年的成长性亦比较确定，但公司已占据再生钴、镍市场最大份额，未来继续大幅提升的空间有限。我们将希望更多地寄托在公司稀贵金属、铜铝、塑木型材等新业务上，我们认为公司在再制造领域的技术和经验是可以复制的。

吉峰农机、罗莱家纺则属于连锁经营的模式，两者均处于快速成长的行业，相对而言吉峰农机的成长性更好一些。利源铝业、华英农业所处行业竞争相对激烈。但整体上看，我们相信其募投项目的达产能够显著贡献业绩，估值具备一定吸引力，故将其纳入我们的组合。

分析师

开文明 (执业证书编号：S0930510120012)
021-22169160
kaiwm@ebsecn.com

肖超虎 (执业证书编号：S0930510120011)
021-22169120
xiaoch@ebsecn.com

冯钦远 (执业证书编号：S0930510120014)
021-22169119
fenggy@ebsecn.com

范敏 (执业证书编号：S0930510120021)
021-22169039
fanmin@ebsecn.com

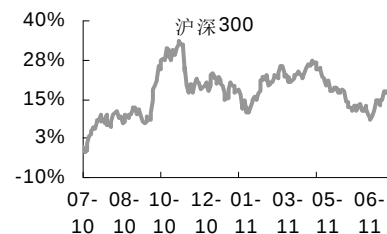
薛俊 (执业证书编号：S0930510120022)
021-22169045
xuejun1@ebsecn.com

熊伟 (执业证书编号：S0930511060001)
021-22169110
xiongwei@ebsecn.com

联系人

刘名斌
021-22169170
liumb@ebsecn.com

大盘走势图



一、选股思路：“融资—高增长”正反馈

成长股投资，一个充满魔力而永恒的主题。一方面，以万科、苏宁为代表的优质公司自上市以来，基本面和股价始终保持着显著高于经济和市场的增速，其成长性穿越了整个宏观经济周期，创造的投资神话不断撩拨投资者的心弦。另一方面，太多披着成长股外衣的上市公司业绩屡屡低于分析师的预测，到头来却被证明是不折不扣的投资陷阱。成长股，凝聚着多少喜悦、多少辛酸，究竟让人如何投资？

本文无意穷尽成长股的所有投资方法，而只是提供一条自认为可行的选股思路。因为我们相信在成长股投资中，条条大路通罗马。本文甚至没有拘泥于成长股的严格定义，我们认为，与其做繁琐的寻根溯源的理论考据，不如实实在在地找出几个有价值的投资标的。

我们深信，无论采用何种定义、何种投资框架，成长股投资的核心都在于发掘并验证标的的成长性。这里所说的成长性实际包含三层含义：高成长性、持续性和相对确定性，三者缺一不可。

本文推荐的一类成长股模式是：依靠募集资金快速扩张，在高成长过程中不断衍生出新的投资机会，从而形成“融资—高增长”正反馈，估值偏低或合理的中小板和创业板公司。

我们认为，上述思路选出的标的显然符合成长性的三重要求。首先，募投项目的业绩释放保证了公司在可见的未来能够保持显著高于同业的扩张速度。其次，公司规模相对较小，在各自行业中成长的空间巨大，这就为公司在更长时期内持续成长创造了条件。第三，“融资—高增长”正反馈意味着公司在市场条件许可的情况下可以通过进一步融资投资于新的项目，这种业绩高增长模式是可预期的，增长的确定性相对较高。

二、选股标准：行业壁垒和经营模式

实际上，在公司高速成长的过程中，往往存在着诸多不可控的风险，导致成长难以持续，从而构成了投资成长股的最大困难。这就要求我们对初步选出的成长股待选标的作进一步的限制。

通过对以往成功成长股案例的分析和总结，我们认为公司从事业务进入壁垒相对较高、业务模式易于复制是成长股投资的一组必要条件。首先，公司过往业绩的高成长必然来自产量高增长和高毛利两个方面。而随着公司募投产能的释放，行业供给端迟早会受到压力；行业较高的盈利能力也会吸引更多企业试图参与其中。只有存在一定程度垄断性的行业才能保证这种高成长在长期是可持续的。其次，在一个小公司不断成长的过程中，其管理能力和运营能力将受到巨大的挑战。我们认为有两种模式相对易于复制，不会对经营管理造成太大的压力。其一为制造业，主要体现为扩产相对容易，对管理要求不高，如果行业需求足够，业绩成长就容易持续；其二为连锁行业，其经营模式的核心本身就是不断复制，相关优质企业应能够驾轻就熟，利用募集资金快速扩张。

我们将上述两项特征进一步拆分，结合第一部分的选股思路，得到下列选股标准：

- 1、公司业务存在一定壁垒，产能扩张不会带来利润率的下降；
- 2、公司所处行业具备高成长性，最好具备“小公司、大市场的特点”；

- 3、 募集资金快速投入项目、投产并贡献业绩，未来 2-3 年收入和业绩显著上行，“融资—高增长”正反馈路径顺畅；
- 4、 制造业（偏向资本密集型），业务扩张不会遭遇明显的管理和团队瓶颈；或连锁经营型（轻资本），已经具备扩张必需的管理经验；
- 5、 已上市一段时间，以规避因上市带来的业绩波动风险；
- 6、 估值低或合理。

依据上述标准，我们建立的具体指标体系包括：

- 1、 固定资产/总资产 ≥ 0.35 ；
- 2、 募集资金/净资产 > 0.6 ；
- 3、 募集资金计划/募集资金 ≤ 3 ；
- 4、 上市前 ROE $\geq 15\%$ ；
- 5、 公司市值 ≤ 60 亿；
- 6、 上市时间为 2009-2010 年；
- 7、 2011 年动态 PE 估值 < 40 ；
- 8、 豁免条件，主要针对轻资产公司。

三、光大成长 10

经过对上述指标筛选所得标的的进一步深入研究后，我们初步得到了十个有一定投资价值的成长股标的，从而构建了光大成长 10。它们包括：双龙股份、中原内配、南方泵业、兴森科技、恒基达鑫、格林美、吉峰农机、罗莱家纺、利源铝业、华英农业。我们未来将对股票池进行持续跟踪和维护。

在上述标的中，双龙股份、中原内配、南方泵业、兴森科技所在的子行业有较高的进入门槛。其中双龙股份为高端白炭黑领域无可争议的龙头和价格制定者，中原内配系亚洲最大内燃机缸套生产商，南方泵业在技术和价格方面较竞争对手有一定的优势，兴森科技在柔性生产管理方面具有优势，是国内最大的 PCB 样板生产商。随着募投项目的达产，这些公司的市场占有率将有所提升，同时毛利率水平有望维持高位，盈利快速增长可期。

如果仅就增长的确定性而言，恒基达鑫无疑更胜一筹。公司在珠海和扬州的仓储、装卸业务具有明显的排他性，储罐容量的提升必将导致业绩相应增长。但正是由于这一市场垄断性过强，我们对公司持续高成长的能力存有一点疑虑。格林美未来几年的成长性亦比较确定，但公司已占据再生钴、镍市场最大份额，未来继续大幅提升的空间有限。我们将希望更多地寄托在公司稀贵金属、铜铝、塑木型材等新业务上，我们认为公司在再制造领域的技术和经验是可以复制的。

吉峰农机、罗莱家纺则属于连锁经营的模式，两者均处于快速成长的行业，相对而言吉峰农机的成长性更好一些。利源铝业、华英农业所处行业竞争相对激烈。但整体上看，我们相信其募投项目的达产能够显著贡献业绩，估值具备一定吸引力，故将其纳入我们的组合。

双龙股份

亮点:

公司所在子行业技术壁垒较高,公司作为行业龙头将长期享受远高于化工行业平均水平的毛利率。公司募投项目产能于 2011 年四季度开始集中释放,产能将由 1.6 万吨逐步提升至 6.6 万吨,欧盟、美国及我国对“绿色轮胎”政策扶持相继推进极大地打开了公司 1 万吨 GF 型高分散白炭黑的市场空间,业绩高速增长可期。

公司概述:

公司主营业务为高分散白炭黑的研发、生产和销售。公司产品定位于高端市场,目前主要产品 T150、TMG、消光剂系列毛利率在 40%以上,其中 TMG、消光剂系列市场份额居全国前二名。

高分散白炭黑行业技术壁垒较高,只有少数公司能在部分产品上与公司竞争;而产品需求(中高档热硫化硅橡胶、消光剂、增稠剂、防沉淀剂、油墨、彩喷纸、相纸)在未来几年内将保持 15%左右的稳定增长,且存在较大的进口替代空间。由此,我们相信这一行业远高于普通白炭黑产品(15%-20%)的毛利率能够长期维持。

在高端细分市场内,公司成立时间最长,有自主产权,市场占有率高,是指定价格制定者,系无可质疑的行业龙头。公司的主要看点在于产能释放带来的高成长性。2010 年公司通过技术改造将产能由 1.2 万吨提升至 1.6 万吨,而现有产能已接近满负荷运转。公司募投项目预计于今年四季度起贡献业绩,明年高端产品产能将进一步提升至 3.6 万吨,增幅达 125%。公司 100%控股的江西项目(定位于低端产品)亦将于同期贡献业绩,产能达 3 万吨。

公司的另一大亮点在于“绿色轮胎”引发的对募投项目“1 万吨 GF 型高分散白炭黑”需求的爆发式增长。近年来欧盟、美国均出台了鼓励提高轮胎节能效率的相关规定,而“绿色轮胎”将大量使用白炭黑,仅考虑我国出口到上述地区的轮胎数量,潜在的白炭黑需求即高达 30 万吨/年以上。而国内目前仅有公司一家能够自主生产这一产品。

公司主要风险点在于“绿色轮胎”政策力度小于预期,以及来自成本端的压力。

募集资金项目与进度:

公司首次公开发行人民币普通股 1,300 万股,每股发行价 20.48 元,募集资金总额为 26,624 万元,实际募集资金净额 23,347.2 万元。其中 12,040.23 亿元用于募投项目,具体为轮胎用高分散白炭黑(GF)1 万吨产能、高档硅橡胶用高分散白炭黑(TM)0.2 万吨产能、中档硅橡胶用高分散白炭黑(TM)0.5 万吨产能、消光剂系列白炭黑 0.3 万吨产能。估计项目于四季度投产,实际产能可能高于 2 万吨。

盈利预测：

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	61.59	78.58	112.67	208.4	344.4	610.2
增长率(%)	18.94	27.59	43.38	84.96	65.26	77.18
归属母公司股东的净利润(百万元)	13.36	23.51	24.38	48.35	84.55	156.8
增长率(%)	26.36	75.95	3.71	98.30	74.87	85.45
每股收益-摊薄(元)	0.3426	0.6028	0.4689	0.7152	1.2507	2.3195
市盈率	72.59	41.26	53.04	34.77	19.88	10.72

资料来源：wind 一致预期

中原内配**亮点：**

公司拥有核心技术优势，连续 20 年蝉联亚洲最大内燃机缸套生产企业，与德国马勒、美国辉门并列三大内燃机缸套生产企业。公司在产品设计、加工制造及销售规模方面都有较强的竞争优势。

2010 年公司收入为 8 亿元，募投项目建成后满产收入为 4.8 亿元，占目前收入的 60%，预计满产时间为第三年。

未来有较大提升空间，包括：1、2012 年国 4 排放法实施，大量重型发动机需要更换缸套；2、2-3 年内乘用车全铝发动机推广；3、行业整合；4、产品线由内燃机套向活塞、活塞环等延伸。

公司概况：

公司主营产品是内燃机核心零部件之一：汽缸套。公司配套的内燃机主要应用于商用车、乘用车、工程机械、农业机械等领域。2008 年公司国内市场占有率达到 36.5%，居行业第一名。

公司销售收入中商用车、乘用车、工程机械、农业机械气缸套分别占比 44%、15%、19%和 20%。从结构上看，与汽车行业相关的收入占比达 59%。出口占比 31%。

募集资金项目与进度：

募投或增发项目	拟投资（万）	拟筹备时间	预期投资收益率	现在进展
新建年产 1000 万只气缸套项目	32160	2 年	14.42%	2010 年年报 42.64%
研发中心及信息话建设项目	6972.8	1 年	提高一次设计成功率 20% 以上，降低新产品开发成本 25%左右，新品一次开发成功率提高 10%	33.70%

公司 2010 年 7 月上市，截止年报披露期，各项目处于顺利开发中。公司拟募集资金 39132 万元，实际募集资金 47274 万元。其中新建年产 1000 万只汽缸套项目在建设期第三年可满产。超募资金全部用于归还银行贷款。

可能的风险:

公司产品与汽车相关度较大,受汽车销售影响波动较大。

未来催化剂:

无

盈利预测:

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	622	822	1,023	1,338	1,742
营业收入增长率	-7.84%	32.11%	24.48%	30.76%	30.15%
净利润 (百万元)	66	104	159	213	276
净利润增长率	65.91%	57.02%	52.52%	34.10%	29.72%
EPS (元)	0.72	1.13	1.72	2.30	2.99
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.22%	11.71%	15.42%	17.14%	18.58%
P/E	42	26	17	13	10
P/B	9	3	3	2	2
EV/EBITDA	18	16	14	10	8

资料来源: 光大证券研究所

南方泵业

亮点:

公司主要产品为不锈钢冲压离心泵,具有节能环保的特点,将在越来越多的应用领域将替代传统的铸造泵,未来3年将保持25%左右的增速。

与国际竞争对手相比,具有明显的成本优势,售价只有外资产品的40%左右,进口替代势头明显。

具有一定的技术壁垒,对生产模具设计精度要求高,公司毛利率(30%以上)明显高于传统泵业企业(15-20%)。

募投项目将解决公司的产能瓶颈。产能的快速增长将帮助公司分享行业成长所带来的收益。

公司采取直销的方式,90%以上的产品都是通过直销的方式进行销售,这有利于品牌建设和客户管理,但前期费用比较高。

公司概述:

公司是国内不锈钢冲压离心泵领域产销量最大的专业生产厂家,在该领域的市场占有率达到12%。不锈钢冲压焊接离心泵主要应用于净水处理、楼宇供水、空调水循环、工业清洗、中低压锅炉给水泵、深井提水、制药及食品等几大领域,其市场需求非常广阔。

公司在不锈钢冲压离心泵市场份额为12%,是国内最大的专业生产商。公司市场占有率有两个提高的途径。第一,进口替代,国际厂商在国内占有50%左右的市场份额。公司产品性能已接近外资产品,但售价只有外资产品的40%左右,

进口替代优势明显。第二，替代传统铸造泵。不锈钢冲压离心泵具有节约材料、节能、安全的特点，将在诸多应用领域替代传统泵。

公司采取直销的方式，90%以上的产品都是通过直销的方式进行销售，这有利于品牌建设和客户管理，但前期费用比较高。目前已经建设好初步的直销网络体系，2011 年仍然加大销售体系的建设，虽然会导致短期销售费用上升，但有利于提高公司未来几年的市场占有率。

募投项目中有两个新产品项目未来将为公司贡献新的利润增长点。一个“年产 2,000 套无负压变频供水设备建设项目”，一个是“海水淡化高压泵研发项目”正在积极建设中。短期变频供水设备就会贡献业绩。

一季报显示，净利润同比增长 54%。

募集资金项目与进度：

按照计划，新增 20 万台产能的技改项目将于 2011 年 10 年投产，第一年达产 80%，变频供水设备项目 2011 年下半年试生产，第一年达产 80%。根据公司 2010 年年报，募投项目都还处于初期阶段，近期进展尚需调研了解。

根据最新公告，公司有两项投资计划，第一，计划投入 5,680 万元建设营销服务网络，第二，拟使用共计 7000 万超募资金投资湖州南丰，占湖州南丰注册资本的 88%，项目完成后，将形成年产 6,000 吨不锈钢、合金钢、球墨铸铁精密铸件及一定规模成套精密阀门的生产基地。

盈利预测：

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	396.93	635.65	875.86	1,169.49	1,511.17
增长率(%)	-1.62	60.14	37.79	33.53	29.22
归属母公司股东的净利润(百万元)	45.8	67.36	99.49	138.46	175.76
增长率(%)	66.37	47.07	47.69	39.18	26.94
每股收益-摊薄(元)	0.7634	0.842	0.6909	0.9615	1.2205
市盈率	24.36	22.09	26.92	19.34	15.24

资料来源：wind 一致预期

兴森科技

亮点：

我国 PCB 样本和小批量板的成长性来自两个方面。第一，各种下游电子产品行业需求的稳定增长；第二，在行业中渗透率的提高，这主要来自于国内渗透率提高和国际产业向国内转移。

行业具有较高的进入壁垒，面对众多的客户和不同工艺技术要求 and 交货期的订单，要求生产线柔性化程度高、技术要求更广泛，并能及时跟进 PCB 行业的技术更新步伐，且具有保证稳定的产品质量、快速交货的管理能力。毛利率达到 40%。

公司是国内规模最大的 PCB 样板制造商，在国际 PCB 样板业也具有较高的声誉和竞争力，在国内和全球的市场份额分别达到 5%和 2%。

产能瓶颈使得公司无法满足客户需求，募投项目将为公司分享行业增长带来的机会。

公司概述：

本公司产品为印制电路样板、小批量板，主要应用于通信设备、工业及医疗电子、计算机、国防科教等多个领域。样板为产品定型前的 PCB 需求，针对的是客户新产品的研究、试验、开发与中试阶段。公司是国内规模最大的 PCB 样板制造商，在国际 PCB 样板业也具有较高的声誉和竞争力。PCB 样板对制造商的快速交货及多品种生产能力的要求较高。PCB 样板客户往往愿意为了缩短交货期支付更高的价格。

公司广州一期工程——HDI 板、刚挠板、中高层样板及小批量板建设项目预计 2012 年全部达产。宜兴中小批量 HDI 板、刚挠板及高层板新建项目预期 2014 年 12 月前完全达产。达产后，公司产能将大幅增加。

公司募投项目设计产能及投放日期

(万平方米)		募投产能	平均层数	投产日期	达产日期	2008销量	扩产幅度
广州一期项目	高层板	2.8	12	2009.2	2012.1		
	HDI板	1.0	8	2009.2	2012.1		
	刚挠板	0.8	4.7	2010.12	2012.1		
	中低端板	5.5	5	2009.8	2012.1		
	样板合计	10.1					181%
	小批量板	10.0	6	2009.8	2012.1		270%
宜兴项目（中 小批量板）	高层板	20.0	12	2012.6	2014.12		
	HDI板	20.0	8	2012.6	2014.12		
	刚挠板	10.0	8	2012.6	2014.12		
	批量板合计	50.0					1352%
产能合计	样板	10.1				5.5665	181%
	小批量板	60.0				3.6979	1623%
	合计	70.1				9.2644	757%
		2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
预期达产率	广州一期项目	12.00%	35.00%	70.00%	100.00%		
	宜兴项目				20.00%	60.00%	100.00%

募集资金项目与进度：

公司募投项目-科学城一期项目的产能仍会持续释放，支撑业绩的继续稳定增长，根据投资计划，2010 年底前三条生产线全部建成投产，2012 年全部达产；超募资金建设宜兴项目，2011 年也将进入主要建设期，以期在 2012 年中逐步开始释放产能。

盈利预测：

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	502.43	803.89	1,117.04	1,573.38	2,199.70
增长率(%)	13.62	60	38.96	40.85	39.81
归属母公司股东的净利润(百万元)	77.71	121.28	183.27	253.36	350.03
增长率(%)	21.72	56.07	51.11	38.24	38.16
每股收益-摊薄(元)	0.9277	1.0858	0.8204	1.1341	1.5668
市盈率	26.48	22.63	29.95	21.66	15.68

资料来源：wind 一致预期

恒基达鑫

亮点:

目前公司储罐容量为 68.4 万立方米,其中珠海高栏港 44.8 万立方米,扬州恒基达鑫 23.6 万立方米,使用募集资金和超募资金用于扬州恒基达鑫库区一期扩建工程(24.3 万立方米)和珠海三期扩建工程(26.2 万立方米),建成后合计增加储罐容量 50.5 万立方米,其中 2012 年初投入使用 40.6 万立方米,2013 年投入 9.9 万立方米,未来两年储罐容量增加 74%。未来两年为公司业绩的集中爆发期。

公司概况:

公司主要从事石化产品汽油、柴油、煤油、液化气、丙稀等码头装卸和仓储业务,主要收入来自于珠海高栏港储罐和码头装卸业务,以及扬州恒基达鑫,公司原持有扬州恒基达鑫 75%股权,今年收购了其余的 25%股权,目前扬州恒基达鑫为公司的全资子公司。

石化仓储物流业务具备较强的区域垄断性,具备一定的壁垒,预计未来能够维持目前 53%左右的毛利水平。但是扩张具备较大难度,预计在公司这段时间的快速扩张之后,未来业务可能进入一个相对稳定的期间,因此投资也就是投资这段时间的高成长。

一季报披露中期业绩预计为-10%-30%。

募集资金项目与进度:

公司于 2010 年 10 月 20 日首次公开发行人民币普通股(A 股)3000 万股,每股发行价格为 16 元,取得募集资金 48,000 万元,扣除承销保荐费和发行费 3,300.96 万元后,募集资金净额为 44,699.04 万元。

其中 1.549 亿元用于 IPO 募集项目:扬州恒基达鑫库区一期扩建工程,计划建设 24.3 万立方米,建成后,扬州恒基达鑫储罐容量由原来的 23.6 上升至 47.9 万立方米。

另外投入 4.23 亿元用于 4.23 亿元用于珠海三期,扩建 26.2 亿立方米,其中 16.3 万立方米 2011 年底完成,2012 年投入使用,9.9 万立方米 2012 年建设,2013 年投入使用。

盈利预测:

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	123.16	160	172.95	197.71	263	336.03
增长率(%)	16.74	29.92	8.09	14.31	33.02	27.77
归属母公司股东的净利润(百万元)	39.75	43.73	50.03	66.06	89.9	133.44
增长率(%)	-2.97	10.02	14.39	32.04	36.1	48.43
每股收益-摊薄(元)	0.4416	0.4859	0.4169	0.5505	0.7492	1.112
市盈率	37.45	34.04	39.67	30.05	22.08	14.87

资料来源:wind 一致预期

格林美

亮点:

我国钴镍市场长期供不应求，主要生产者集中于矿石开采。而在原材料资源丰富、受政策支持的再生资源利用领域，公司是无可争议的龙头企业，并凭借其生产规模、技术水准和废料回收渠道建立起了较强的进入壁垒。公司募投和超募项目于 2010-2012 年持续释放业绩，超细钴粉/镍粉产能由 1200 吨/300 吨提升至 2000 吨/1300 吨。公司积极利用自身在循环经济、再制造领域的经验和优势，大力布局稀贵金属、铜铝、塑木型材等新产品的生产，从而大大拓宽了发展空间，为收入持续增长、毛利率进一步提升打开了空间。

公司概况:

公司主营业务为回收、利用废弃钴镍资源，生产、销售超细钴镍粉体材料；公司于 6 月份公告了增资方案，未来将加大对稀贵金属、废旧五金电器（铜铝为主）、废塑料循环利用业务的投入力度。

我国钴镍市场供求关系较为紧张，供需缺口将长期存在。一方面，以钴酸锂电池和不锈钢为主体的下游需求在未来很长时间内将保持平稳增长，而硬质合金和镍氢电池需求的快速提升有望成为重要的增长点。另一方面，我国钴镍资源贫乏，储量仅占全球 1%-1.5%，原生钴、镍的产量面临瓶颈。因而，我们对公司募投项目达产后销售前景有一定信心，但也承认该市场未来进一步成长的空间亦相对有限。

我国钴镍废弃物储量丰富，利用率低，且循环利用受政策支持，再生钴镍潜力较大。公司核心竞争力主要来自三个方面：1、行业龙头，规模效应显著；2、技术领先，生产的超细钴粉和超细镍粉基本达到国际水准；3、回收渠道优势，公司在武汉、深圳等地拥有自建回收渠道，并与湖北、江西、深圳、无锡等生产基地所在地政府和废料回收企业建立了牢固的合作关系。

短期来看，公司成长的看点在于募投项目的不断投产；长期看点则在于公司利用其规模优势和既有经验在更广阔的循环经济领域内的发展。主要风险则在于公司扩张模式对资本的高消耗。

公司预计上半年净利润同比增速在 20%-50%。

募集资金项目与进度:

公司首次公开发行人民币普通股（A 股）2,333 万股，发行价格为 32.00 元，募集资金总额 72,616.32 万元，募集资金净额为 70,353.98 万元。

其中，投入募投项目“二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高科技产品”27,205.62 万元，项目完成后超细钴粉/镍粉产能将由 1200 吨/300 吨增加到 1500 吨/1300 吨。目前超细钴粉项目已经基本达产，超细镍粉项目已经建成，公司预计将于明年达产。

投入“循环再造低成本塑木型材和铜合金制品”项目 3,752.91 万元，预计于 2011 年 6 月投产，可形成塑木型材 30,000 吨/年和铜合金制品 10,000 吨/年的产能。投入“电子废弃物回收与循环利用”项目 8,609.71 万元，预计于 2011 年 6 月投产，可形成年处理电子废弃物 2 万吨的产能。投入“年产 500 吨超细钴粉”项目 4,900.00 万元，预计于 2011 年上半年投产。投入“废水、废气改造与扩建”项目 2,601.64 万元，预计于 2011 年上半年投产。

公司 6 月宣布拟非公开发行股票不超过 5,000 万股，发行价格不低于 20.75 元/股，募集资金总额不超过 103,750 万元。预计 2 年后投产，形成 30 万吨稀贵金属、废旧五金电器、废塑料废弃物处理能力和 5 万吨电子废弃物处理能力。

盈利预测：

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	304.38	367.73	570	878.64	1,212.35	1,864.40
增长率(%)	38.68	20.81	55.01	54.15	37.98	53.78
归属母公司股东的净利润(百万元)	41.34	56.98	85.69	139.59	205.01	337.56
增长率(%)	14.31	37.84	50.38	62.90	46.87	64.65
每股收益-摊薄(元)	0.5906	0.8141	0.7063	0.5753	0.845	1.3912
市盈率	35.22	25.55	29.45	36.16	24.62	14.95

资料来源：wind 一致预期

吉峰农机

亮点：

农机流通行业过去 8 年保持了 21% 的年均增速，在政府提高农业机械化率政策推动下，预计未来 10 年仍可保持年均 10%-15% 的增长。

公司凭借资本实力在行业中进行兼并收购，迅速扩大规模，以获得规模效应和渠道优势。

公司在农机销售领域市场份额达到 1.32%，并建设了较好的信息平台，具有一定的先发优势。

风险点：

行业集中度低，竞争激烈。快速扩张的过程中公司必须具有极强的管控能力。

全国各地对农机产品的需求差异大，连锁经营的模式未必能大规模发展。

农机生产行业的集中度高于销售行业，这使得销售行业议价能力相对较弱。

公司概况：

公司是代理销售国内外名优现代农业装备及相关农村机电产品的农机销售连锁经营企业，主营业务为传统农机、载货汽车、农用工程机械、通用机电产品等现代农业装备的销售与售前售后服务。

2010 年，公司新增直营连锁店 71 家、代理经销商 814 家，新进入东北、华东、华中、西北等区域 9 个省、自治区。截止 2010 年末，公司已建立起拥有 160 家直营门店、1406 家代理经销商的全国化连锁网络架构布局。

公司采取以持股 1/2—2/3 比例区间的逐级控股方式投资设立子公司及下属公司，迅速扩大了销售网络。

一季度公司净利润增长 51%。

募集资金项目与进度：

公司信息化项目计划分为 3 阶段，目前处于第一阶段，第一阶段投资进度已经达到 80% 左右。直营店项目计划于 2012 年 6 月 30 日完成，截至 2010 年底已经投资 82%。截至 2010 年底公司累计使用超募资金 1.3 亿用于收购和新设连锁网络，占超募资金的 72%。

盈利预测：

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	1,603.39	3,651.89	6,883.86	12,483.93	22,862.00
增长率(%)	102.04	127.76	88.5	81.35	83.13
归属母公司股东的净利润(百万元)	50.23	66.42	141.6	269.72	377.82
增长率(%)	81.84	32.22	113.19	90.48	40.08
每股收益-摊薄(元)	0.5622	0.3717	0.3962	0.7547	1.0571
市盈率	20.26	30.64	28.75	15.09	10.77

资料来源：wind 一致预期

罗莱家纺**亮点：**

2010 年公司营业收入 17 亿元，募投项目建成后 2-3 年满产，满产后增加销售收入 12 亿元，占目前收入的 78%。

公司看点：募投项目将分别投向生产、销售渠道及研发和信息化建设四个方面，全方位提升公司现有经营格局。未来家纺行业整体将保持 20% 左右的增长率。作为行业龙头企业，公司占据华东有利位置，可望在未来快速发展的行业中进一步扩大市场份额。

公司概述：

公司是国内市场占有率最高、渠道规模最大、品牌知名度最高的家纺品牌之一。主要产品包括标准套件、被芯、枕芯等，分别占比达 50%、35%、7% 左右。公司主要市场在华东，与华中的梦洁、华南的富安娜形成三足鼎立之势。公司自有品牌销售占比 85% 左右，还有 15% 是代理品牌。公司采用直营店+加盟店方式，2010 年底，直营店 294 家，加盟店 1791 家。

家纺市场竞争充分。市场集中度很低，虽然公司是行业领先龙头，但与紧追其后的梦洁、富安娜相差并不大。与对手相比，公司最有利的优势是占据中国最富庶的华东地区，近五年的销售收入增长保持在三家之首。

募集资金项目与进度：

募投或增发项目	拟投资资金(万)	募投项目拟筹备时间	预期投资收益率	2010 年回报	现在进展	原因及分析
	31141 (其中拟用募集资金 21704)	一年	32.20%	0	26.64%	技术开发区能及时交付公司所购土地，导致开工时间推迟，建设周期由原 1 年延长至 2 年。
直营连锁营销网络	26889	2 年	23.90%	347	4.97%	比计划推迟的原因是原有考核机制制约直营市场发展、直营市场的管理水平暂未达到预期要求。
研发设计中心	3703	一年	无	0	30.68%	公司计划扩大研发设计中心房屋面积，由于未能及时找到合适的房源，导致建设时间推迟。

公司于 2009 年 9 月上市，上市前投入募投项目资金极少，上市后由于种种原因，募投项目都未能按期推进，导致项目建设期将集体向后延 1 年左右，这样达到满产状态的时间就变为 4-5 年。

公司拟募集资金 55000 万，实际募集 90713 万，超募 35713 万，其中，投向信息化建设 6570 万，归还贷款 1000 万，补充流动资金 8000 万。

可能的风险：

快速扩张带来的单店销售收入的下降；在华东以外的地区扩张可能遇到的价格战。

未来催化剂：

无

盈利预测：

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,145	1,819	2,588	3,640	4,902
营业收入增长率	26.88%	58.81%	42.29%	40.64%	34.69%
净利润（百万元）	144	210	339	489	642
净利润增长率	31.26%	45.15%	61.86%	44.20%	31.13%
EPS（元）	1.03	1.49	2.42	3.49	4.57
P/E	70	48	30	21	16

资料来源：光大证券研究所

利源铝业

亮点：

工业铝材和铝深加工产品在国内的市场前景仍然巨大。由于存在运输半径，市场具有区域性，公司所在东北区域存在一定的供给缺口，公司的市场份额也位居前列。

行业存在一定壁垒，加工工艺和技术的积累需要长期积淀，特别是熔铸和合金配比技术需要掌握长年的工艺参数作为基础，对中小企业形成技术壁垒。

公司具有一定的技术优势，自 2000 年以来公司摸索出系列生产诀窍，包括 1) 净化提纯，2) 稀土合金，3) 在线去皮，4) 高档电泳等。这为公司赢得了一些重要客户。

公司进入了一批大型客户的供应链，甚至是一些重要客户大陆地区唯一的供应商，这种短期的壁垒为公司未来 3 年的发展提供了保障。

产品结构升级和产能扩张是公司分享国内铝材消费的关键举措。

公司概述：

公司的工业铝型材及工业材深加工产品按照客户的规格和质量标准定制化生产，产品主要用作交通运输（包括火车及城市轨道交通车厢、汽车、集装箱、轻型货车）、电子电器、耐用消费品、机电设备、电力传输设备、医疗器械等终端产品的零件与部件。公司的建筑铝型材产品主要用于组装楼宇建筑采用的门窗框、幕墙系统及室内装修材料。公司重点生产经过复杂表面处理的高档建筑铝型材产品。

公司具有一定的技术优势，自 2000 年以来公司摸索出系列生产诀窍，包括 1) 净化提纯，2) 稀土合金，3) 在线去皮，4) 高档电泳等。这为公司赢得了一些重要客户。

公司进入了一批大型客户的供应链，甚至是一些重要客户大陆地区唯一的供应商，这种短期的壁垒为公司未来 3 年的发展提供了保障。

产品结构升级和产能扩张是公司分享国内铝材消费的关键举措。

一季度净利润同比增长 23%，预计上半年同比增长 40-50%。

募集资金项目与进度：

根据计划，公司募投资金主要投向“特殊型材及深加工”和“大截面型材及深加工”两个项目，建设期都为 2 年，投产后第一年达产 70%。

“特殊型材及深加工”项目中计划的 53 台加工中心目前已经投入使用约 30 台，预计年内所有的加工中心可以到位。进口 45MN 挤压机预计 8 月安装、11 月左右可投产；“大截面型材及深加工”项目中的进口 100MN 挤压机预计 2012 年 1 月安装、4 月左右投产。

盈利预测：

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	784.31	1,025.63	1,409.92	1,873.40	2,825.65
增长率(%)	11.19	30.77	37.47	32.87	50.83
归属母公司股东的净利润(百万元)	53.59	93.38	142.65	207.25	348.38
增长率(%)	28.56	74.25	52.76	45.28	68.1
每股收益-摊薄(元)	0.7656	0.9977	0.762	1.1071	1.861
市盈率	27.95	21.45	28.08	19.33	11.5

资料来源：wind 一致预期

华英农业

亮点：

募投项目建成后，最终将形成冻鸭 13.89 万吨，鸭苗 9500 万只，熟食 2.1 万吨，冻鸡 7.62 万吨，分别是 2010 年的 1.8 倍、1.5 倍、3 倍和 4.2 倍。未来三年是高速增长期。预计项目达到满产时间是 2013 年左右。募投项目满产收入 8.9 亿，是目前年收入 13 亿元的 68%。

公司看点是：鸭苗价格波动很大，2009 年鸭苗平均价格是 2.6 元，2010 年是 3.7 元，2011 年 4 月已涨到 7.2 元，鸭苗 2010 年在主营收入中占比 20% 左右，高弹性带来较大的股价想象空间。

公司概况：

公司是国内最大的樱桃谷鸭孵化、养殖、屠宰加工和禽肉制品生产销售一体化企业，在樱桃谷鸭一体化养殖加工企业中的市场占有率达到 15%，第二名是 12%。樱桃谷鸭是世界肉鸭市场的主流品种，约占白羽肉鸭市场份额的 60%，占中国白羽肉鸭市场份额的 70%。

公司主要产品包括冻鸭、熟食、鸭苗、冻鸡，占比分别为 50%、10%、20%、13%。经营模式是，外购父母代种鸭、种鸡，培育雏鸭销售，委托饲养+自养+外购商品鸭、商品鸡，回购并制成冻鸡冻鸭熟食等。公司自养占比仅为 25%，这种模式好处是：轻资产，两头在外，风险较小；缺点是：毛利偏低。

公司属于食品一体化加工业，在技术上并不具备独有优势，核心竞争力在于：与英国樱桃谷公司率先建立长期合作关系（同等条件下保障公司种鸭数量和技术需求）；拥有成熟的销售渠道和网络；已建立的较大的销售规模 and 市场份额。

募集资金项目与进度：

募投或增发项目	拟投资 金（万）	拟筹 时间	预期投资 收益率	实际回报	原业务回 报率	项目 进展	原因及分析
陈州华英 4000 万只/年肉鸡系列加工生产	26617	一年	15.96%	2010 年产生效益 32.01 万	冻鸡毛利 15.86%	基本完工	未达产原因：养殖规模不配套，屠宰加工所需的鸡源不足。公司称预计到年底可实现达产。
丰城建设 1000 万只雏鸭	2931	一年	18.68%	349.77	鸭苗毛利 42.56%	基本完工	完工投产
菏泽华英，2000 万只雏鸭	5696	一年	19.44%	394.24	鸭苗毛利 42.56%	基本完工	完工投产
潢川 900 只樱桃谷鸭	12196	一年	19.46	0	冻鸭毛利 17.29%	基本完工	未达产原因一是为预防养殖能力过剩有意为之，二是天气多变雨水较多影响建设进度。

公司于 2009 年 12 月发行上市，在上市之前已利用自筹资金完成募投项目大部分的固定资产建设，因此在一年后所有募投项目基本都完成投产。根据招股书，所有项目在完工后 2-3 年都可满产，鉴于所有项目已达到投产状态，募投项目进展顺利。

公司拟募集资金 4744 万元，超募资金 11448 万元，超募资金全部用于归还银行贷款。（注：归还贷款后，公司长期+短期借款仍然有较大增加）

可能的风险：

禽流感带来的鸡鸭大规模死亡的风险；鸭苗价格波动带来的风险。

未来催化剂：

取得对欧销售许可。

盈利预测：

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	932	1,303	1,748	2,201	2,706
营业收入增长率	-3.13%	39.78%	34.13%	25.92%	22.95%
净利润（百万元）	40	57	109	143	177
净利润增长率	-13.95%	40.47%	92.70%	30.74%	24.16%
EPS（元）	0.27	0.38	0.74	0.97	1.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.47%	6.00%	10.67%	12.41%	13.57%
P/E	97	69	36	27	22
P/B	4	4	4	3	3

资料来源：wind 一致预期

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。2009 年加入光大证券，任银行业分析师，现任策略分析师。此前就职于瑞银证券。

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济专业硕士，2008 年新财富交通运输行业入围，曾担任交通运输行业、环保水务行业、建筑工程行业分析师，目前负责光大策略研究团队。

肖超虎，上海交通大学工学学士，复旦大学世界经济专业硕士，曾担任保险、证券行业分析师，目前负责行业配置与行业比较研究。自从 2009 年 7 月推出月度十大金股以来，取得了 154% 的累积收益率，相对沪深 300 的超额收益为 156%，获得广大投资者的广泛好评。

范敏，西安交通大学金融学学士，上海财经大学证券方向硕士，2006 年在中诚信证券评估公司从事企业信用评级工作，2007 年底进入光大，从事传媒研究 2 年，2010 年初转做策略研究。

薛俊，日本埼玉大学金融学硕士，2006 年至今先后在长江证券和中信证券研究部从事策略研究，分获新财富策略第三名和第四名，2010 年进入光大证券研究所策略团队。

熊伟，浙江大学经济学硕士，3 年宏观经济研究经验，自加入光大证券以来，从事策略研究。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebcn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebcn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebcn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebcn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebcn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebcn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebcn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebcn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebcn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebcn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebcn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebcn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebcn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebcn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebcn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebcn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebcn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebcn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebcn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebcn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zh Rui@ebcn.com