

安 e 理财月刊

2010 年 10 月 12 日星期二

策略导航

大盘继续调整 关注风格转换

——2010 年 10 月投资策略

平安证券财富管理部首席策略分析师 罗晓鸣

一、九月公布的重要经济数据和消息回顾

8 月份居民消费价格 (CPI) 同比上涨 3.5%，再创年内新高，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。CPI 的再度冲高，食品价格成为最明显因素。当月粮食价格同比上涨 12%，鲜菜上涨 19.2%，肉禽、水产品价格也出现一定上涨。环比来看，猪肉、鲜菜价格涨幅最为明显。食品价格拉动 8 月 CPI 上涨 2.5 个百分点，对新涨价因素的贡献达到 70% 左右。从 CPI 上涨的构成来看，8 月份，翘尾因素和新涨价因素分别贡献 48.6% 和 51.4%，后者影响近 4 个月来首度超过了翘尾因素。1-8 月份，我国 CPI 累计同比上涨 2.8%。工业品出厂价格 (PPI) 8 月份同比上涨 4.3%，比上月缩小 0.5 个百分点，环比则上涨 0.4%。PPI 和 CPI 涨幅的“剪刀差”进一步缩小，这表明未来有可能出现 CPI 涨幅反超 PPI 的情形。

8 月份不少经济指标也出现了增速企稳反弹之势。其中规模以上工业增加值同比增长 13.9%，同比加快 0.5 个百分点，自春节以来增速首度反弹。社会消费品零售总额同比增长 18.7%，加快 0.5 个百分点。反映内需活跃程度的进口增速达到 35.2%，比上月提升 12.5 个百分点。另一个值得注意的指标是，8 月份住房和汽车消费出现了一定反弹。国家统计局数据显示，8 月份全国商品房销售面积 6886 万平方米，与上月的 6466 万平方米相比略微反弹。汽车消费回升较为明显，8 月份全国汽车消费 1404 亿元，同比增长 35.2%，增速比上月回升 7.6 个百分点。

8 月新增人民币贷款 5452 亿元，好于市场预期。但是，居民户和企业部门中长期贷款均出现了下降，尤其是企业部门，其中长期贷款比上月大幅减少了 744 亿元，这说明，在内需有所改善的情况下，投资依然受到信贷调控政策的拖累。8 月存款明显上升，当月各类存款增加 1.08 万亿，较上月有明显提高。8 月 M2 增速较大幅度反弹，同比增速 19.2%，比上月上升 1.6 个百分点。而 M1 增速继续回落，同比为 21.9%，比上月回落 1.0 个百分点。

1 至 8 月我国进出口总值 18755.8 亿美元，比去年同期增长 40%。其中出口 9897.4 亿美元，增长 35.5%；进口 8858.4 亿美元，增长 45.5%；贸易顺差为 1039 亿美元，减少 14.6%。8 月份当月出口同比增长 34.4%，比上月增加 3.7 个百分点，进口增长 35.2%，比上月较大幅度提升 12.5 个百分点。与 2008 年 8 月份相比，出口增加 2.9%，进口增加 12.5%。

二、A、H、B、大盘股、小盘股的分化与其中的机会和风险

去年下半年以来，市场不断在挑战人们过去建立起来的对我国股市的认识，H 股超越 A 股从过去的折价变为

溢价；全流通了，机构投资者在市场中的比重很高了，但 A 股市场的投机程度丝毫没有降低，甚至更加疯狂，近期小盘股对大盘股的溢价再次接近历史的最高水平。这其中有合理的逻辑吗？，这蕴藏着什么样的机会与风险？。

1、 H 股溢价有其合理性，相比之下 B 股相对价值凸显

过去很长时期 H 股和 B 股总是低于 A 股，我们认为主要是三方面原因所致，第一，人民币贬值的预期；第二，H 股和 B 股是全流通，实际的流通盘比 A 股大很多；第三，投资者结构的不同，境内市场投机性强。而目前上述三个方面因素已不存在，甚至出现逆转。

2002 年以前人民币长期都存在着贬值预期，在黑市人民币兑外币总是低于官方牌价。1997、1998 年亚洲金融危机期间，由于预期人民币要大幅贬值，黑市甚至达到了人民币 10 元对 1 美元，远远低于当时官方 8.28 元对 1 美元的牌价，1998 年中深圳 B 股、上海 B 股和恒生国企指数也都因此创了历史低点。可见，人民币的汇率预期对境外上市的中资股和外币交易的 B 股的影响非常大，这也正是 B 股和 H 股过去长期相对 A 股折价的最重要原因。而 2003 年之后人民币汇率预期发生逆转，由过去的贬值预期转变为升值预期，并且 2005 年实际步入升值轨道。如果仅仅从汇率考虑，当前 B 和 H 股相对 A 股就应该溢价。显然，当前 H 股整体对 A 股的溢价是合理的，那么也就不能简单地仅仅以 A 股低于 H 股就认为 A 股跌过头了。

作为新兴市场，我国股市投机气氛非常严重，而过去的 A 股市场上市公司规模普遍较小，并且没有全流通，因此很容易被市场投机资金炒作，而波动巨大，这是过去 A 股全部高于 B 股和 H 股的另一个原因。而当前 A 股市场也有了超级大盘股，并且基本实现了全流通，这些超级大盘股无法被投机炒作，也就难以对 H 股溢价。

目前人们普遍非常困惑，在当前的负利率环境下，存钱贬值，而投资却又找不到合适的方向。房价过高还面临着政策不断调控风险；大盘股估值很低，但宏观经济趋势不明朗，目前走势普遍呈下降趋势，投资时机还不一定成熟；中小盘股目前整体估值水平都已接近历史最高，题材股经过反复挖掘之后，也已早已透支了未来任何利好因素，目前风险很高。

相比之下，也许目前 B 股是最好的投资标的。在当前人民币强烈的升值预期环境下，H 股整体已超越 A 股，而 B 股整体对 A 股的折价却创了近年新低（见图表 2），与 H 股有可比性的 B 股普遍低于 H 股，最典型的如晨鸣，其 B 股不仅低于 A 股也低于 H 股近 20%。此外，B 股个股的流通市值普遍较小，目前沪深两市 B 股总市值才约 2000 亿元，很容易被炒作。特别是，B 股是目前唯一一境内外投资者都可直接参与的市场。回顾历史，在题材股被反复炒作而估值过高，市场找不到新热点的时候，经常 B 股就会被大量热钱突然光顾而飙涨。无疑，目前 B 股是投资投机两相宜，建议特别关注。

图表 1 不同类别和板块的我国股票最新估值水平比较

类别与板块	市盈率	市净率
申万大盘指数	14.93	2.48
申万小盘指数	53.43	4.01
全部 A 股	19.10	2.94
中小企业板	36.00	4.94
沪深 300	14.78	2.45
全部 B 股	30.08	3.26
沪市 B 股	39.42	3.49
深市 B 股	25.39	3.10
H 股	13.55	2.19

图表 2 不同市场的平均股价比较（以同公司在不同市场上市的价格比较）

不同市场比较 (总股本加权算术平均)	股价比值 (1996 年 10 月)	股价比值 (现在)
深圳 A/B	1.45	1.52
上海 A/B	1.58	1.94
沪深 A/B	1.50	1.66
A/H 股	1.11	0.94

2、中小盘题材炒作有退潮迹象

自去年下半年以来，大盘指标股持续回落，而中小盘题材股的行情却此起彼伏，特别是新能源和医药股。在新能源领域，市场资金从对锂电概念炒作逐渐扩散到光伏概念的炒作，随着“《新兴能源产业发展规划》”出台时间的逐渐临近，核电、风能、智能电网、燃气、新能源汽车概念股票也受到了资金的热捧。在医药领域，借助于医疗体制改革，以及全球出现的一些流行病，原料药、中药、医疗器械轮番炒作。

无疑，新能源和医药都是国家重点发展和扶植的领域，前景广阔。但是，我们相信这些领域都远远不能与网络科技相比，网络科技对人类生活的改变和生产力提高的历史地位应该可以与蒸汽机的发明相比。然而，近一年多来对上述题材的反复炒作程度，已不亚于上世纪末期对网络科技股的炒作，目前中小盘股的估值水平已逼近历史高点，相对于大盘股的市盈率溢价也接近十年的高位，或者说目前中小盘股的绝对估值和相对估值水平都已经接近当年网络科技泡沫破灭时的水平。

我国股市投机性强，每当热炒小盘题材股时，总是会将其冠以行业前景好，公司成长性高来加以合理化。无疑，能够持续高成长的公司一定来自于小型公司，但是，从历史的实际情况看，就整体而言，中小盘股的成长性并不比大盘股高多少（见图表 3），创业板今年上半年的净利润同比增幅仅约 23.90%，甚至比大盘股还低很多。显然，中小盘股整体对大盘股溢价的理由，其成长性高只是一个方面，可能更主要是因为股价波动大，股性活跃，吸引了大量的投机资金参与。

近期大盘出现了一定幅度调整，而中小盘题材股调整幅度更大一些。对从中小板综指看，类似幅度的调整在去年下半年以来经历过很多次，但之后都继续上涨并创新高。这次是否会与之前一样，经过一段时间调整后就再步入升势？还是面临着更大的调整？。考虑上述分析，再考虑四季度中小市值股票将迎来集中解禁大潮，首发原股东限售股解禁市值将超过 2000 亿元，以及最近深交所不断提示中小盘股的风险，并加强了对中小盘股交易的监控等因素。我们认为，这次中小盘股的调整也许与之前不同了，可能将面临较大幅度和较长时间的调整。事实上，近期虽然中小盘股依然活跃，但开始严重分化，部分个股还跌幅很大，题材炒作整体已显示出逐步退潮的迹象。

表 3 沪深 300 成份股、中小板、创业板公司归属母公司净利润同比增速比较

	2009 年	2009 年上半年	2010 年上半年
沪深300	22.17%	-11.24%	41.37%
中小板综指	26.69%	-14.28%	45.87%
创业板综指	46.26%	Null	23.90%

三、10 月份大盘将继续调整

9 月份上证指数继续在 2580 - 2700 点之间振荡，而之前一直强势的中小板指数冲高回落。大盘指标股普遍继续调整，而中小盘题材股分化。技术上看，大盘有进一步调整要求。基本面看，近期新一轮房地产调控开始，通胀压力不断加大，经济环境和政策面困扰市场因素较多。因此预计 10 月份大盘将继续振荡调整，上证指数波动区间在 2530 - 2680 点之间。

1、10 月份大盘将会继续调整

自 8 月份以来上证指数一直在 2580 - 2700 点之间箱型振荡，9 月份上证指数两次上冲 2700 点未成功，之后大幅度回落一路跌至箱底才止跌回稳并反弹。虽然上证指数依然在箱体中运行，但应该注意的是，部分中线技术指标，如周线的 KDJ，在高位形成死叉，这表明上证指数中线走势在转弱，这意味着有进一步调整的要求。

9 月份，之前一直强势的中小板综指终于冲高回落，自 7 月中旬以来首次跌破了 BOLL 线的中轨，周线的 KDJ 在高位形成死叉，这表明中小板综指也有继续调整要求。

显然，近期的调整已经不仅仅是大盘股的调整，而是包括中小盘股和题材股在内的整体调整，这就意味着调整还将延续较长时间，并有进一步的下跌空间。

基本面方面困扰市场因素较多：美国经济数据反反复复，又相互矛盾，经济前景非常不明朗。而国内经济数据有所好转，但通胀压力令人担忧。全国房价大幅反弹，部分地区再创新高，新一轮的调控已经开始。

4 月中旬大盘的破位下跌，以及之后止跌反弹，都是金融和地产股率先开始。而近期虽然上证指数保持横盘，但是金融和地产股普遍已率先破位下跌，并形成下降通道，呈二次探底之势。

因此预计，10 月份大盘将继续调整，上证指数的波动区间在 2530 - 2680 点之间。并且大盘股继续调整的同时，前期涨幅大的中小盘股和题材股也将调整，可能调整幅度还更大些。

2、这次调整可能成为风格转换的开端

自去年下半年以来大、小盘股走时严重分化，大盘指标股普遍振荡回落，中小盘股继续上涨，市场整体体现为平衡市。期间市场总成交量保持基本相当水平，这表明流入流出的资金也基本保持平衡，只是资金从大盘股流出，流入中小盘股。

自去年 10 月份人们就不断预期将风格转换，但大盘股的行情总是昙花一现，之后热点又回到中小盘题材股上。毫无疑问，大、小盘股的分化走势不会一直持续下去，总有一天会出现修复的逆转。也许这次调整就可能成为风格转换的开端。第一，前面已分析过，中小盘题材炒作有退潮迹象；第二，大盘股经过一年多的调整，目前估值水平普遍很低，对 H 股的折价已达到 20% 左右，投资价值凸现；第三，近期美国开始了新一轮的经济刺激，美元大幅贬值，资产价格普遍上涨，而大盘股与经济环境关联性强。

全球经济前景不明朗，而货币政策相当宽松，在这样的经济环境下，市场不会形成趋势性的走势，或者说市场将会保持平衡市。那么市场还将表现为个股和板块的此消彼涨。中小盘股和题材股的个股行情还将继续，但可能分化加剧，不再可能象之前那样，普遍性的上涨；而大盘股可能也不会象之前那样普遍无资金关照。建议投资者在未来的调整中，减持已经涨幅很高的中小盘股，特别是概念性质的题材股，选择性地增持估值低、调整充分的大盘股，如保险，铁路、煤炭等类股票。

行业精粹

稀土行业：节能环保促进稀土永磁行业快速发展

邵 青 平安研究所研究员

1、**稀土永磁行业面临大发展机遇。**稀土永磁的传统应用领域，如消费电子、工业电机、核磁共振、传统汽车、电子计算机等，将保持稳健增长，给予行业坚实的支撑。而以新能源汽车、直驱永磁风电、变频家电为代表的节

能环保领域，未来会突飞猛进的发展，大幅增加对稀土永磁体（钕铁硼为主）的需求，从而带动行业快速发展。

- 2、 **新能源汽车有望带来钕铁硼需求的爆发式增长。**按照国家新能源汽车发展规划，我们预计到2020年，国内混合动力车年产量124万辆，纯电动车年产量超400万辆，保守估计带来4.4万吨/年高性能钕铁硼需求，市场规模超过200亿元。从全球范围来看，2020年混合动力车产量超1200万辆，纯电动车产量超过600万辆，带来9.8万吨/年高性能钕铁硼需求，市场规模466亿元。我们认为，新能源汽车是稀土永磁行业未来高速发展的强劲动力。
- 3、 **风机依然有巨大潜力。**风力发电依然是获取清洁能源的有效方式，未来新增装机容量将会持续增加。由于直驱永磁风机具有可靠性高、发电效率高、适于大功率等优点，未来将成为风机主流。我们预计到2014年，全球风机用钕铁硼市场规模达到129亿元，复合增速33%；国内风机用钕铁硼市场规模达到48亿元，复合增速50%。
- 4、 **节能电机的普及拉动钕铁硼需求。**以变频空调为例，预计到2013年将成为国内空调的主流，带来钕铁硼的市场超过30亿元。在洗衣机、冰箱等其他家电领域，会有类似的效果。
- 5、 **我们首次给予稀土永磁行业整体“推荐”评级，对于行业内的重点上市公司，如中科三环、宁波韵升，他们将充分享受行业高速成长带来的收益，前景值得关注。**

股票名称	股票代码	股票价格	EPS（元/股）				PE（倍）				评级
		2010-7-30	2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E	
中科三环	000970	13.59	0.19	0.14	0.35	0.42	71.5	97.1	38.8	32.4	推荐
宁波韵升	600366	15.77	0.27	1.64	0.45	0.66	58.4	9.6	35	23.9	推荐

锂离子电池行业：电动汽车急先锋

陈建文 化工行业研究员

电动汽车翻开锂离子电池新篇章

受益电动汽车的快速发展，未来动力锂离子电池市场规模高速增长。预计2010~2018年全球锂离子电池市场规模年均复合增长率高达54.2%，并于2018年达到160亿美元。

车用动力锂离子电池成本随规模效应逐步降低

动力锂离子电池发端于小型锂离子电池，锂离子电池末端巨头垄断竞争格局变化较小。制造商将通过规模效应降低成本，车用锂离子动力电池价格将逐步降低，为电动汽车的大规模应用开道。

动力锂电对正极材料提升要求较高，未来发展看好磷酸铁锂

长远来看，磷酸铁锂是最有前途的动力电池用正极材料。动力锂电对各种正极材料要求不断提高，钴酸锂优势渐失，未来将形成磷酸铁锂、锰酸锂和多元材料并存的局面。

电解液实现国产化，盈利水平或减弱

我国电解液和世界先进水平接近，已基本实现自给，未来动力锂电对电解液拉动明显，但由于业内产能扩张较大，盈利水平或削弱。

电解质和隔膜技术门槛高，有待突破

电解质用六氟磷酸锂和隔膜技术门槛高，我国处于突破期。六氟磷酸锂多氟多进展最大，佛塑股份则具备生产

低端隔膜的能力。

维持行业“推荐”评级

我们策略为关注三类公司：研发实力强的正极材料企业，有望突破国外技术垄断公司以及市场地位较强的电解液企业。我们给予佛塑股份“强烈推荐”评级，给予多氟多、当升科技、江苏国泰、杉杉股份、新宙邦和中国宝安“推荐”评级。

股票名称	股票代码	股价	EPS(元/股)				PE(倍)			评级
		2010-8-2	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E		
佛塑股份	000973	12.9	0.01	0.21	0.32	1257.47	61.43	40.31	强烈推荐	
多氟多	002407	48.8	0.73	1.01	1.48	67.06	48.32	32.97	推荐	
当升科技	300073	59.24	0.5	0.8	1.37	118.13	74.05	43.24	推荐	
江苏国泰	002091	25.42	0.49	0.65	0.88	51.69	39.11	28.89	推荐	
杉杉股份	600884	18.17	0.23	0.76	0.99	78.45	23.91	18.35	推荐	
新宙邦	300037	44.84	0.56	0.73	0.98	79.79	61.42	45.76	推荐	
中国宝安	000009	10.12	0.23	0.4	0.53	43.55	25.3	19.09	推荐	

汽车及新能源行业：产销旺季布局客车股，产业政策助推新能源

余 兵 平安研究所研究员

行业景气变化是风动？幡动？心动？8月汽车销售132.23万辆，同比增长16.14%；环比增长6.3%。从产销数据看，汽车行业经营情况并无大的变化，对产销数据的研读更多源于投资者的“心动”。我们维持前期观点，即汽车产销从前期的快速增长回复到平稳增长，而在今年四季度到明年一季度行业增长难度较大；在个位数销量增长幅度下，行业利润很难有增长。

客车业表现稳健，龙头企业份额提升。客车业09年基数不高，不存在政策刺激导致的透支，2010年下半年将有超越汽车业平均水平的表现。MPV、SUV依然保持高增速，上述两种产品的快速增长一方面得益于经济增长拉动高档乘用车的消费，另一方面随着中国汽车消费广度和深度的发展，MPV、SUV成为家庭购置第二台车的重要选择。

产销旺季布局客车股。四季度我们最为看好客车行业的投资机会，主要是因2009年客车市场受政策因素影响小，2010年行业增长更为稳健和持续。而从历史看，四季度客车股随着行业销售高峰表现较好。另外，客车也是最先启动的新能源整车领域。我们重点推荐宇通客车、江铃汽车。此外，伴随客车行业的景气度，相关零部件企业也跟随收益，如以大中型客车空调产品为主的松芝股份（002454）。

寻找高增长的细分市场领域。预计MPV、SUV还将较长时间内保持快速增长。上市公司中MPV、SUV产品比例较大的有：江淮汽车（600418），主要利润来源为瑞风MPV；悦达投资（600815），其参股公司东风悦达的狮跑SUV产销增长快，对公司业绩贡献大。

持续深入挖掘新能源汽车投资机会。近期新能源汽车产业链相关股票表现出色，随着行情的深入挖掘，我们一方面提示投资者对缺乏技术基础和基本面支持的股票保持谨慎态度，另一方面建议大家重点关注两类新能源公司的投资机会：1）有望较早实现产业化并产生业绩，主要是新能源电机类公司，如大洋电机、曙光股份、宁波韵升等。2）看好产业链较为完整的公司，该类公司在新能源产业发展过程中受益环节较多，同时因产品多样化，可以降低技术路线变化给企业带来的风险。近期我们积极寻找有业绩支撑且股价未充分反映的新能源个股，我们重

点推荐中国宝安（000009）。公司整体价值超过17元/股，股价提升空间大，维持“推荐”评级。

风险提示。今年9月由于节假日较多，工作日少于往年，9月汽车销量同比、环比增长难度都较大。

公司简称	EPS			PE			市净率	评级
	2009 年	2010E	2011E	2009 年	2010E	2011E		
上海汽车	1.01	1.34	1.54	17.4	13.1	11.4	3.1	强烈推荐
福耀玻璃	0.56	0.87	1	20.6	13.2	11.5	4.7	强烈推荐
福田汽车	1.13	2.23	2.73	18.9	9.6	7.8	3.9	强烈推荐
江铃汽车	1.22	2.06	2.38	24.5	14.6	12.6	4.7	强烈推荐
潍柴动力	4.09	6.62	7.57	14.6	9	7.9	3.4	强烈推荐
东安动力	0.51	0.83	1.01	25.3	15.4	12.7	2.6	强烈推荐

新能源汽车驱动电机系统：群雄逐鹿分羹电机产业化机遇

王德安 平安研究所研究员
驱动电机系统是新能源车三大核心部件之一。电机驱动控制系统是新能源汽车车辆行使中的主要执行结构，其驱动特性决定了汽车行驶的主要性能指标，它是电动汽车的重要部件。电机驱动系统主要由电动机、功率转换器、控制器、各种检测传感器以及电源等部分构成。

车用电机各类产品特征分析：电动汽车电机的三种主要形式是异步电动机、永磁同步电动机和开关磁阻电动机。其中,异步电机主要应用在纯电动汽车,永磁同步电机主要应用在混合动力汽车中,开关磁阻电机目前主要应用在客车中。各种方案各有优缺点，批量生产的可靠性和成本比方案本身更为重要。

车用电机的独特要求：与一般工业用电机不同，用于汽车的驱动电机应具有调速范围宽、起动转矩大、后备功率高、效率高的特性，此外，还要求可靠性高、耐高温及耐潮、结构简单、成本低、维护简单、适合大规模生产等。未来我国电动汽车用驱动电机系统将朝着永磁化、数字化和集成化方向发展。

国内外驱动电机产业现状：全球范围看，有刷直流电机、一般同步电机、感应电机与有刷磁铁电机商品化历史最长，产品更新换代不断，迄今还在应用。日本的电机产业化水平较高。近年来美、欧开发的电动汽车多采用交流感应电机，日本则多采用永磁电机。国内车用驱动电机行业现状：电机业中的小行业、但制造门槛高，电机驱动系统还存在较多差距与不足，但国内政策扶持将加快产业步伐。

三类企业逐鹿车用电机驱动系统：按照产业规划中的新能源汽车规模目标测算，电机驱动系统将在3—5年内形成200亿—300亿产值的产业规模。目前国内电机驱动系统企业主要有以下三类：1) 具有传统整车及其零部件生产经验的企业如万向集团、上汽集团、一汽集团、二汽集团、东风集团、深圳五洲龙、玉柴集团、中国南车等；2) 具有其它领域电机生产经验的企业如大洋电机、江特电机、中纺锐力等；3) 专门针对电动车成立的电机企业如北京精进电动、上海电驱动、上海大郡自动化等。我们判断，随着未来汽车驱动电机系统蛋糕逐步增大，三类企业有望发挥各自所长，合作共赢。从新能源整车应用程度看，为电动客车配套的电机企业最早受益，如万向、南车、五洲龙等，该领域的先行者市场地位已经较为稳固。长远看，最大的蛋糕依然是配套私人用车，但其产业化有待政策更大力度的补贴支持。

股票代码	公司简称	EPS			PE			投资建议
		2009 年	2010E	2011E	2009 年	2010E	2011E	

002249	大洋电机	0.46	0.67	0.97	63	44.5	29.8	强烈推荐
600366	宁波韵升	1.64	0.4	0.6	10	40.9	27	推荐
002176	江特电机	0.08	0.25	0.36	285	95.2	65.7	推荐
600303	曙光股份	0.72	0.76	0.96	25.1	24	18.9	推荐

热点追踪

美国农业部(USDA)10月8日公布了最新的10月供需报告,大幅下调2010年美国大豆玉米等农作物产量预估及结转库存预估水平。其中报告对美玉米产量和期末库存预估进行了大幅调整,其幅度令市场震惊,而大豆的市场供给也显得吃紧。此报告一出,外盘小麦、玉米、大豆期货价格涨停。受外盘农产品强势影响,开盘国内农产品期货各品种大涨,国内股市农业板块中敦煌种业、登海种业、丰乐种业等个股大涨。此轮行情未来将如何演绎,部分券商研究员对此进行了探讨。

——编者按

国际农产品价格大涨,农产品价格进入上升期

今年下半年以来,棉花价格出现前所未有的上涨。10月8日,中国棉花价格指数较前一日再度上涨0.11%后,达到22710元/吨,与上月同期的18110元/吨相比,环比大涨25.4%,而同比涨幅则超过71.6%。

棉花相关板块主题投资机会犹存。短期看,本轮棉花涨价的驱动因素并不会发生明显改变,棉花价格依然有向上的驱动力;而从中长期看,在收入倍增拉升必需品价格和人均农业资源稀缺的大背景下,中国必将逐步进入高价农产品时代,这也会驱动棉花相关板块的主题投资机会。

关注棉价上涨的正面影响,规避负面冲击。负面冲击角度:棉花价格快速上涨将会增加下游纺织服装生产企业的成本压力,如果下游企业不能将成本有效转移,纺织服装制造企业将存在业绩受损的可能。从投资角度看,建议重点关注两条主线和两个板块:第一,国内从事棉花生产、育种和相关业务的上市公司将直接受益于棉花价格上涨;第二,棉花(棉纱)价格上涨期间,下游生产企业由于成本因素而采用更多的粘胶短纤作为对棉纱的替代,将会增加对上述化工产品的需求,从而对粘胶、短纤和浆粕生产化工子行业也存在利好因素,上述板块我们认为短期内值得关注。

由于棉花价格在未来仍将在历史性高位徘徊,因此我们认为相关上市公司将受益。A股上市公司中,涉及棉花种植、育种、棉纱纺织、粘胶浆粕生产业务的上市公司主要有新农开发、荃银高科、新赛股份、敦煌种业、上东海龙、澳洋科技,和南京化纤。我们建议对上述公司的主题性投资机会给予关注。

我们投资和逻辑建立在棉花价格将维持在高位前提之下,所以未来可能压制棉花价格的因素构成了该领域投资的主要潜在风险:(1)国家抛储,平抑价格。近期国家连续向市场投放国储,共计100万吨,我们认为管理层的调控措施将会在一定的时间范围内对棉花价格起到平抑的作用;(2)由于成本过高,下游企业将使用更多的替代品,从而降低了对棉花的实际需求,进而对棉花价格带来影响;(3)海外需求不稳定,目前美、日、欧各国经济复苏进程仍有反复,个人消费也有波动,因此海外的不确定因素有可能直接影响对国内服装、成衣的出口需求,进而影响对棉花的实际需求;(4)不可抗力因素。如10-11年棉花主产区如新疆、长江流域风调雨顺,11年棉花丰收,改善国内棉花供需偏紧的情况。

预计2011 年粮食（谷物）价格上涨15%左右。主要理由：生产成本推动与国家稳定农民增收的政策取向。从供求角度看，尽管2010 年粮食生产受到自然灾害影响，产量或略有下降，但国家库存依然充足，秋粮丰收预期，粮食价格大幅上涨的概率不大。但粮食生产成本继续上升。据有关调查，2010 年粮食生产成本平均上涨10.89%。其中，人工成本上涨幅度最大，平均在20%以上。我们假设：2011 年粮食生产成本同比上涨12%-15%左右，要保障农民粮食生产收益增长10%左右，则粮食生产总收入至少要上涨12-15%。假设2011年国家提高粮食最低收购价格3%左右，在不考虑土地租金上涨、产量持平的情况下，则2011 年原粮市场价格至少要上涨9%-12%左右。如果发生受灾减产情况，则上涨幅度更大。从库消比看，大米库消比最低。

构建粮食加权指数供分析CPI 的投资者参考。目前，可跟踪和分析的粮食价格主要为农业部发布的全国主要粮油批发市场中小麦、玉米、粳米的月度平均批发价格（郑州粮食批发市场也可对此价格每日跟踪，数据一致）。与CPI 中使用的粮食价格并不一致。为此，我们选择了上述三个品种，按产量权重加权构建一个粮食价格指数 $L=P1*W1+P2*W2+P3*W3$ ，其中，P1、P2、P3分别代表小麦、玉米、粳米批发均价；W1、W2、W3 分别代表小麦、玉米、稻谷产量比重。从拟合程度看，效果尚可，不妨以 L 指数预测CPI 中的粮食价格。结果显示，虽然粮食价格上涨，但同比涨幅会下降。

预计生猪价格继续缓步回升，2011 年上涨25%左右。判断逻辑：前已假设：2011 年玉米价格上涨12%-15%，若要维持猪粮比6.5-7.0 的水平，2011 年生猪价格至少在现有价格基准上将上涨25.4%（按玉米价格上涨12%、猪粮比回升到7.0 水平测算）。考虑到现有生猪存栏量的释放，我们预计四季度生猪价格继续缓步回升，并可能持续到2011 年2 季度。但能繁母猪存栏量若继续下降，则2011 年下半年生猪价格上涨幅度将会加大。

棉花价格高位盘整，难以下调。中国因素是棉花价格波动的关键因素。其中，下游纺织企业的景气和开工情况直接决定棉花价格走势。2010/2011 年度中国棉花可能减产，而纺织业需求大幅增长，供求偏紧。同时，籽棉价格高企，中国棉花价格将长期维持较高的水平，除非纺织行业再次陷入困境。国际棉花库消比也创近10 年新低，USDA 的10 月供需报告预计2010/2011 年度全球棉花库消比为37.62%。

成本上升推动果汁价格走高。2010 年因自然灾害，番茄、苹果价格走高，果汁生产成本大幅上涨，果汁加工企业上调出口报价势在必行。

农业板块投资思路正在改变：逐步由主题投资向价值投资演变。目前，我们看好的子行业主要有：海洋养殖、种子、动物疫苗、发酵（酵母）；阶段性看好：水产饲料、果汁加工。公司推荐：（1）我们更看好2011 年业绩增长逻辑或预期明晰者：东方海洋（002086）、好当家（600467）、獐子岛（002069）、敦煌种业（600354）、登海种业（002041）、安琪酵母（600298）、中牧股份（600195）。2010 年第三季度经营业绩较好者有：海大集团（002311）、圣农发展（002299）。（2）主题投资方面：价格上涨或回升：果汁：中粮屯河（600737）、新中基（000972）；业务整合：新希望（000876）、五洲明珠（600873）。（3）此外，新股可关注：雏鹰农牧（002477）、荃银高科（300087）、国联水产（300094）。

国内农产品年初以来价格表现最突出的是糖、棉花和蔬菜。粮食价格稳步向上。大豆、豆油和豆粕价格基本与去年持平，其中豆油价格表现好于大豆和豆粕。畜禽（猪、鸡等）价格上半年惨淡，三季度恢复上升。谷物品种大米和小麦价格小幅上升，玉米价格则升幅较大。在粮食作物定价偏低、但又严重存在政府控制的背景下，我们认为，谷物价格今后保持稳定上升的秩序不会改变。

国际农产品中，白糖和棉花价格早已超过上一次农产品高峰时（08 年6 月）的高点。现在小麦、玉米和大豆等谷物价格正在迎头赶上。畜禽（牛、猪等）价格在高位上下整理。

上周五（10 月8 日）外盘小麦、玉米、大豆期货价格涨停，起因是美国农业部大幅调低玉米预估产量，引发投资者担忧。美国农业部10 月供需报告指出，大豆亩产低于预期，下调大豆库存预估。美国农业部的大豆数据给市场提供支持价格上涨的基本面，同时玉米期货市场上涨也给市场带来利好的溢出影响。

我们认为，农产品价格进入上升期，情况类似07/08 年。气候因素、货币因素以及贵金属、能源价格的上涨带动农产品价格交替上涨。我们继续看好农业股四季度的表现。重点推荐：油料中的金德发展（000639）和东凌粮油

(000893), 已通过重组借壳五洲明珠(600873)的梅花集团(公司远景是在农产品加工和调味品等领域成为中国乃至世界的中坚力量)。

研究机构：中投证券

9月国内农产品的价格继续保持强势,本月农林牧渔指数继续跑赢沪深300指数6.4个百分点。行业相对PE继续上升,目前达4.2倍。我们认为四季度农产品价格有望继续维持强势,农业股依然将保持强势,但需防范小盘股回调风险。10月我们对农业个股的投资排序维持为:金德发展、海大集团和国联水产。金德发展:重组为玉米油公司,享受行业快速增长;公司正快速推进产品自有品牌化,上半年自有品牌玉米油销量翻番增长,维持买入评级。海大集团:行业负增长25%情况下实现19%销量增长和27%利润增长,公司战略明确、成长确定性高,有长期投资价值。圣农发展:公司屠宰能力持续扩张,四季度肉类价格将持续向好,公司业绩对鸡肉价格弹性大。四季度小非解禁将成公司股价反转契机。

研究机构：华泰联合

国际粮食基本面越发紧张:美国全面调降各农产品产量。美国农业部10月9日发布的月度供需报告显示,全球大部分农产品产量和库存消费比在9月份下调后被继续调降,其中全球总谷物产量下调0.57%,库存下调1.55%。

产量方面,小麦、粗粮、玉米、稻米和棉花产量分别调降0.24%、0.81%、0.78%、0.99%和0.23%,仅有大豆产量在巴西等南美国家产量好于预期的状况下有所提升。库存方面,几乎所有农产品全球库存均被调降,小麦、粗粮、玉米、稻米、大豆和棉花分别下调1.76%、2.04%、2.36%、3.03%、3.44%和1.72%,导致库存消费比(安全系数)分别下降0.56个百分点、0.35个百分点、0.5个百分点、0.67个百分点、0.85个百分点和0.76个百分点。此次国际农产品产量和库存大幅被调降的主要源于作为第一大农产品生产国--美国的农产品产量和库存大幅的调降,我们认为,一方面有收割期天气因素的影响,另一方面,作为最大的农产品出口国,美国通过调降产量和库存推升农产品价格符合其利益。

国内农产品产量和库存保持稳定。从国内的情况来看,由于受到种植面积下降以及天气等因素影响,国内棉花产量和库存被继续调降3.08%和8.06%,库存消费比创出历史新低,为29.44%。大豆方面,由于期初库存的上升,国内库存消费比有所上升。其他农产品的基本面均没有发生大的变化。但我们认为,未来几个月国内农产品同样面临着巨大的不确定性,包括两方面:1、收割期国内主要粮食产区的天气并不好,玉米和稻米增产能否达预期;2、近期全国范围内的大幅降温,以及东北、内蒙古等地提早入冬,是否会影响冬播期。我们认为,在多种因素的共振下,国内农产品价格将维持上涨格局。

流动性和基本面共舞,国际农产品价格将继续上涨。10月8日CBOT农产品期货集体大幅上涨,其中玉米、小麦、稻米和大豆分别上涨5.12%、8.08%、3.27%和5.12%。除了USDA全面下调农产品产量和库存预估以外,各国为促进国内经济发展,提高出口,继续实行宽松货币政策,导致流动性的增加,以及美元下跌也是促成农产品价格大幅上涨的另一个主要原因。在基本面上,我们担心在冬播期近年来一直困扰农业生产的灾害天气会重现:最近气象专家已经警告,北半球今冬或面临"千年极寒",而中国也恐难幸免。我们认为,这将进一步支撑国际农产品价格。

农业投资机会。我们仍然建议关注三类投资机会:(1)受益农产品基本面偏紧,农产品价格上涨,农业资源重估的农业上游行业种业和种植业,重点关注:登海种业(买入)和敦煌种业(买入);(2)通过良好运作模式来获得巨大转嫁能力的企业,关注海大集团(买入);(3)受益农产品价格上涨带来通胀的高端海珍品行业和生猪养殖行业,关注正邦科技(买入)。

研究机构：东方证券

财富掘金

石基信息（002153）：股权激励保障业绩增长

财富管理部分析师 吴刚

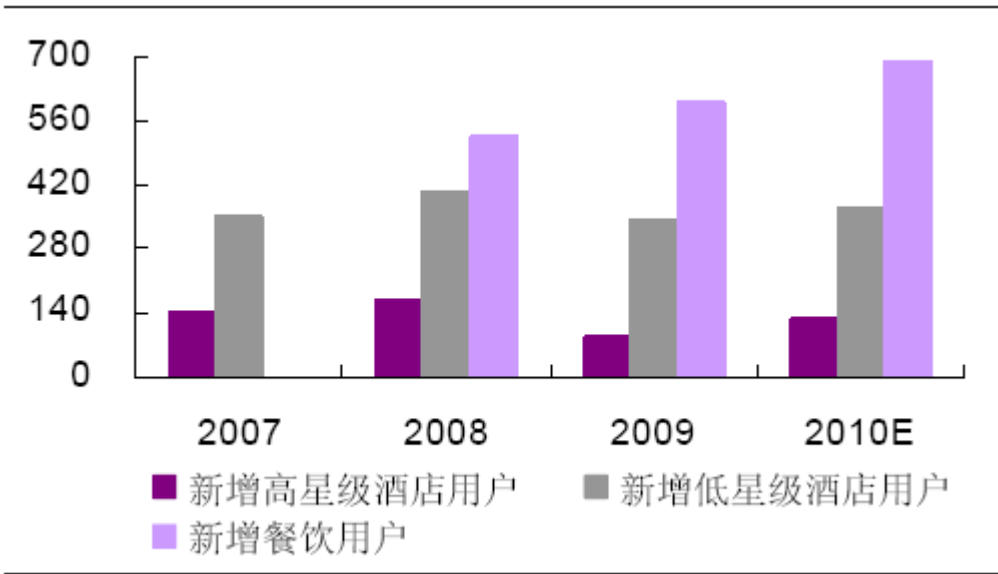
石基信息主营酒店信息行业，是国内最主要酒店信息管理系统全面解决方案提供商之一，开发具有自主知识产权石基数字酒店信息管理系统为国内高星级酒店所广泛采用。

中低端酒店在突破

08 年起，受国际经济危机影响，我国高端酒店也经历低潮。但从 09 年下半年开始，随着我国经济的迅速恢复，高星级酒店开业数重新步入增长轨道，兴建中的酒店数量和房间数都创下近年来的高点，各大国际酒店集团对未来 3-5 年都有很大的扩张计划。由于国民消费升级及国内经济的强劲增长，预计未来几年，国内新开酒店数量和房间数将保持 15-20% 的复合增速。而在酒店业的高速发展过程中，国际酒店集团、经济型酒店集团的地位将日益加强，传统的单体酒店的市场空间会受到挤压。

在国内高星级酒店市场，石基信息凭借强大的实力，居于垄断地位，占据了 80% 的市场，因此公司将成为高星级酒店市场复苏最大的受益者。在中低星级酒店市场，竞争相当激烈，石基信息旗下的西软科技的规模最大，但市场占有率却不足 20%。由于公司具有强大的竞争力，因此公司在中端市场、连锁经济型酒店市场上，占有率有很大的提升空间，如果能够抓住机遇，完全可以获得突破性发展。

07 年以来主要用户增长情况图



资料来源：光大证券

畅联业务潜力巨大

畅联业务是公司的战略性业务，通过畅联系统与酒店 PMS（前台预订管理系统）的连接，渠道商可以直接在系统中进行确认，缩短确认时间、降低运营成本、提高管理效率。由于公司占据高端酒店 90% 以上的 PMS 系统和 中低端酒店 30% 的 PMS 系统的市场份额，因此推广畅联系统具备客户优势。目前，公司的畅联系统目前已经与 20

多个渠道、40 多个酒店集团签约，其中与“艺龙”达到了战略合作协议，与同城网、芒果网的合作也在进行中，为未来的爆发式增长打下了基础。截止 6 月 30 日，“畅联”已经在 2000 多个酒店有预订记录，每日预订数突破 1000 间夜，已经表现出较好的增长性。未来，如果公司能够与携程网进行战略合作，将给畅联业务带来突飞猛进的发展空间。虽然目前公司的畅联业务无论从数量还是收入上看，规模仍然较小，但是其潜力巨大，未来如果运作得当，很可能成为公司最大的增长点。

股权激励保障增长

公司在 1 月份公布了股权激励方案，该股权激励方案要求公司净利润以 08 年为基数的复合增长率不低于 20%，考虑到 09 年公司业绩增长幅度为 10%，10 年公司业绩增长必须要达到 33%以上方可满足条件（公司半年报预测前三季度净利润增长 30-50%，因此今年达标的可能性很大）。该股权激励方案对公司 87 位高管和核心技术人员授予 287.6 万份公司股票期权，行权价 45 元。自授予之日起，激励对象可按 30%：30%：40%的比例分三年行权，第一批行权时间为 2011 年 2 月。今年 2 月份，公司临时股东大会通过了该股权激励方案。由于软件公司的核心资产是人，因此公司股权激励的顺利实施能够起到团结、激励公司核心人员的作用，这对于正处于转型期间的石基信息至关重要。

二级市场上，该股从 09 年 7 月份至今，一直维持箱形整理格局，股价没有太好的表现。今年，随着公司的业绩回升，部分基金开始建仓，其股东人数从 10 年初的 15510 户下降至 3 月底的 9006 户，到 6 月底进一步下降至 6084 户，表明筹码已经高度集中。未来，如果公司有催化剂的话，突破箱体应该问题不大。

天奇股份（002009）：自动化装备领域的领军企业

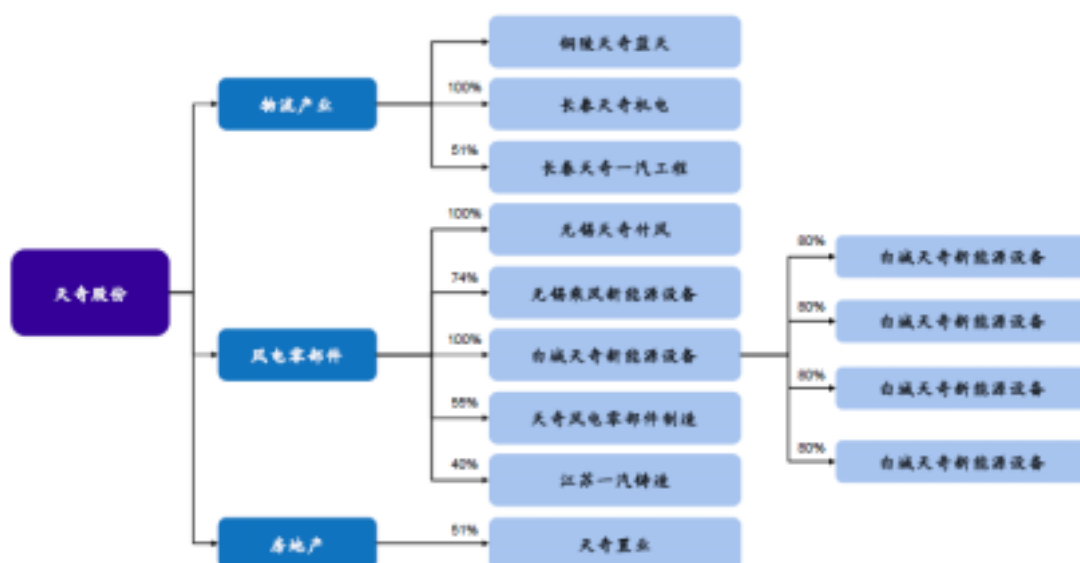
财富管理部分析师 朱华斌

天奇股份以物流输送设备制造起家，目前主营业务包括自动化输送系统、自动化仓储系统，并通过收购等方式进入风电铸件制造等风电零部件领域。目前公司已经成为国内领先的工业自动化装备应商，产品运用于汽车、家电、烟草、化工、机场等众多行业。研制的自动化输送设备主要包括：皮带输送机、滚筒输送机、链条输送机、升降输送机、自动分检机、无人搬运车、堆垛机、自动小车等。此外，天奇股份同时还研制系统集成控制软件，为客户提供系统集成服务。

表一：公司产品与业务构成

业务	业务明细	产品
自动化输送与自动化仓储系统工程	汽车物流设备	汽车物流输送及仓储系统
	自动化储运系统	机场物流及零售商配送中心
机械产品	机械产品	汽车物流机械等
散料输送机	散料输送机	皮带机等
风电设备销售	风电零部件	竹质复合材料叶片
		玻璃钢叶片
		机舱罩
		叶片及机舱罩模具
		机加工
		风电零部件铸件
房地产	“天奇城”项目	“天奇城”一期 “天奇城”二期
配件及其他	配件及其他	其他零部件等

图一：公司业务分布架构



在自动化装备市场，特别是汽车自动化装备市场，国内竞争对手较少，主要包括太原东方智能物流股份有限公司和承德输送机有限公司等，天奇股份在品牌、技术与集成方面具备明显优势；在国际市场，则包括日本、德国、美国、英国等企业。天奇股份在国内市场份额达 40%-50%，产品单价已经超过了韩国企业的水平，低于日本、德国企业的单价水平，属于全球前十强。公司分别在 08 年 6 月中标日产车体株式会社总装生产线合同（合同额达 5,826 万元），09 年 5 月中标美国福特（本部）密歇根总装工厂的输送设备合同（合同额达 4,858 万元），产品成功进入日本、美国市场。汽车自动化系统短期需求依然强劲：公司传统主业为汽车相关物流、仓储系统等业务，该板块业务的驱动因素主要源于国内汽车行业产能的扩展和改造，由于该业务板块滞后汽车销售半年到一年，09 年上半年开始逐步火爆的汽车销售，到了 09 年 4 季度汽车自动化业务板块才开始恢复。根据下游客户产能扩张的分析，2010、2011 年的需求依然强劲：2009 年受国家加大补贴力度等多方面利好因素的推动，国内汽车市场销售火爆，厂商普遍面临供不应求的市场格局，产能利用率达到极限，全年产销率达到 98.9% 的高位。根据汽车生产线投资滞后于整车销售的行业规律，2010 年开始，国内厂商普遍开始新一轮产能扩展过程，公司作为在汽车领域具有深厚积累的领先厂商，显著与受益于这一过程。

从历史周期来看，汽车自动化系统的增长往往滞后汽车销售增长一年，而持续的时间往往在两年。2009 年汽

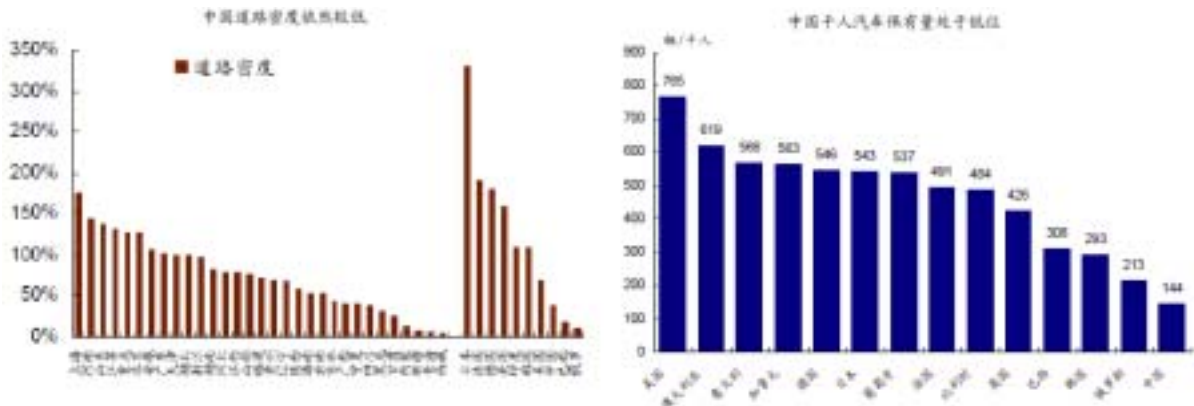
车销量大增，预计 2010 年汽车销量将继续保持 20%的增长。预计 2010、2011 年自动化系统的收入将持续保持较快增长。

图二：公司业务增长与汽车销售增长周期



长期机会依然存在：从目前来看，我国道路车辆密度依然处于全球较低水平，位列主要发达国家之后，即使北京、上海等省份也仅仅达到西欧发达国家平均水平，还远低于同处亚洲的日本，显示出目前主要城市交通容量依旧具备提升空间，同时随着政府公路固定资产投资加速，道路增长也将为汽车容量继续扩容。因而长期而言，中国汽车工业依然有广阔的发展空间，这意味着汽车工业产能的不断扩张及固定资产投入的持续进行，公司也将持续受益。

图三：我国道路密度与千人汽车保有量



此外，在中国汽车长期需求依然庞大的预期下，汽车厂商对扩大规模的愿望持续的存在。而汽车行业差异化竞争，车型数量的增加以及生产线柔性化要求等对相关改造的需求空间大。由于汽车行业的周期性，随着2010、2011年产能扩张，预计2012年汽车业务将面临一定的压力，也正由于此，天奇股份已经开始了产业的延伸，向自动化装备的其他下游行业，诸如机场、商业零售等等领域，并通过收购等方式进入到风电零部件市场。

自动化装备：向机场、商业零售等领域延伸，进口替代空间大。作为现代自动化生产系统的重要组成部分，自动检测、自动装配、清洗过滤和物流搬运等自动化装备有效解决了单一机床对人工的依赖，大幅提高了生产自动化程度、生产效率和产品质量，被广泛应用于汽车、铁路、电子、化工、医疗等多个领域。自动化设备已成为汽车及其它大批量产品制造业提高产品质量及生产率的不可缺少的重要装备。此外，自动化装备的市场前景受下游行业结构调整需求而增加。以汽车零部件发动机为例，其发展方向日趋高速、高效和高精度，发动机产量的迅速上升，从而对生产过程中的清洁度、检验和检测、高精度和高效率的检测、装配、物流及搬运设备提出了越来越高的要求。另一方面，自动化设备可以大大提高生产效率，降低生产人员劳动强度及生产成本，劳动力成本的上升将促使国内企业增加自动化装备的需求。从市场竞争格局来看，目前外资依然占据国内市场的主导。目前外资的市场份额达70%，高端产品甚至达到90%。而随着国内企业的逐步发展，已经形成了若干具有竞争力的国内企业。未来国内企业进口替代的空间大。长期而言，发达国家部分自动化设备生产制造的重心已经逐渐向发展中国家转移。中国的自动化设备制造业在技术与市场方面与世界不断接轨，中国的转包生产和分包生产以及合作制造的外贸任务量不断扩大。产业转移长期利好我国的自动化设备企业。

天奇在机场、商业等领域开始拓展：该业务主要指机场物流及零售商配送中心的输送及仓储业务，将以国内中小型机场及零售业大型配送中心为主要市场，形成自己的销售服务体系，为该等客户提供自动化储运系统。在机场物流系统市场，天奇目前使用英国FKI的资质，已经成功中标了广州白云山机场的订单。目前后续机场项目仍在谈判，公司自身也在积极申请行业准入资质（需获得民航总局资质认可）。目前该市场主要是西门子等国外企业参与竞争，市场规模在数十亿，潜在进口替代空间大。除了机场物流系统以外，随着劳动力成本的上升以及生产系统的提升，烟草、医药、零售、食品等行业的自动化物流仓储需求空间巨大。而天奇股份作为国内领先的自动化物流仓储企业，长期发展空间大。这一点，从日本大福的发展历程以及天奇股份自身的竞争力和战略调整都能看到。

风电铸件业务：机制转换促进业务发展。2006年以来，公司涉足快速发展的风电零部件产业，定位于具有品牌优势的配套体系健全的风电零部件供应商，以国内外主流风电设备制造企业为下游市场主体，提供集设计、开模、铸造、集成于一体的高端配套服务，主要产品包括玻璃钢及竹质复合材料风电叶片、重型风电铸锻件（轮毂、底座、塔筒、机舱罩）等。09年上半年，风电零部件产品链布局基本完成，经济实体正式启动。

基于公司下游需求以及公司产能建设的进度，预计未来几年公司将迎来较好的发展时期，2010~2012年，公司收入增速预期将分别达到68.1%、40.4%及17.7%，给予推荐评级。

（资料来源：中金研究报告）

天马精化（002453）：造纸化学品稳定增长、医药中间体成长空间巨大

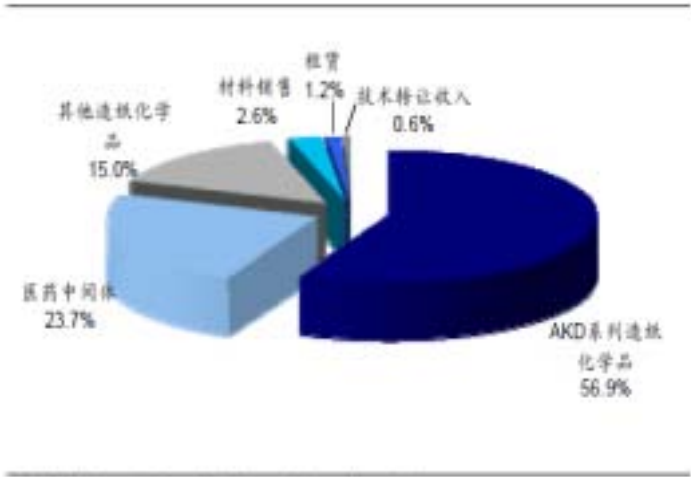
财富管理部分析师 辛建涛

一、天马精化业务介绍

天马精化主营业务为各类精细化工产品的研发、生产和销售，主要产品可分为造纸化学品和医药中间体两类，公司造纸化学品以造纸用施胶剂AKD系列产品为主，公司AKD原粉产能3万吨，AKD乳液1.2万吨，是我国最大的AKD生产企业，08年原粉的市场占有率约为51%；医药中间体主要包括氨基酸保护剂（A酯、A胺等）、保护

氨基酸和葡辛胺等三个系列150 多个产品。前者目前为公司的主导业务，09年占收入和毛利比重分别为71.9%和63.3%；后者则为公司未来重点发展的领域。

图表1 公司主要收入构成



图表2 公司主要产品介绍

产品名称	产品类别	产品用途介绍
AKD 原粉	造纸化学品—施胶剂	一种浅黄色蜡状固体。用于加工配制 AKD 中性施胶剂乳液，使纸张获得抗水的功能。
A 酯	医药中间体—氨基酸保护剂	主要用做制备 Fmoc 保护的氨基酸，进而做成多肽药物；也有作为化学药物的中间体，比如目前全球领先的瑞士罗氏公司的多肽抗艾滋病药物 Fuzeon，以及一些普利类的药物；还有可能是农药的中间体。
A 胺	医药中间体—氨基酸保护剂	N-羧基琥珀酰亚胺，主要用做制备氨基酸保护剂苄甲氧羰琥珀酰亚胺（A 酯），进而用做多肽合成，也有作为药物合成中间体制备多种药物。
保护氨基酸	医药中间体—多肽药物中间体	氨基酸是自然界各种各样的蛋白质和活性多肽的单体。保护氨基酸是多肽合成的片段。在合成多肽时，由于氨基酸有多个活性官能团，往往先将氨基酸中不 参与反应的官能团先保护起来，再反应生成多肽。
葡萄糖胺	医药中间体—其他药物中间体	主要用作替普生，酮洛芬，羧比洛芬等抗炎药的手性拆分剂。

二、公司的两大业务未来成长性较好

1、公司是AKD市场领跑者

公司是我国主要的 AKD 施胶剂生产企业，公司AKD 生产采用无溶剂法，在合成过程中无需使用甲苯，这既符合环保节能的发展趋势，也降低了能耗和成本。目前公司是国内唯一掌握该技术的企业，除此以外公司还获得了包括纳米级硅溶胶在内的5 项和造纸化学品相关的专利，并且还在申报AKD 连续生产法专利。因此在主导产品AKD 上形成了以专利为主的自主知识产权群，构筑了较高的壁垒，进而获得了高于行业标准的毛利率。2007 年以来通过委托光气加工和自身产能扩大的方式将产能由07 年初的1.2 万吨增加至09 年的2 万吨，其中委托加工企业产能0.8 万吨。

公司AKD 原粉的市场占有率也随之迅速提高，由05 年的15.6%大幅提高至08 年的51%，并占据我国AKD 原粉60%以上出口份额，行业地位十分突出。由于市场需求旺盛，2010 年初公司又将AKD 原粉产能提高到3 万吨。随着募投项目的投产，公司在乳液上的产能也将从1.2 万吨提高到1.5 万吨，届时公司将在AKD 乳胶剂方面进一步巩固自己行业龙头的地位。

图表3 2008年中国ADK原粉主要厂家生产能力及产量（吨）

厂家	2008 年产能	2008 年产量
天马精化	20000	17000
克州市天成化工有限公司	12000	10000
镇江市天亿化工研究设计院有限公司	5000	4000
龙口市龙牌精细化工有限责任公司	2000	1300
其它	1000	1000
合计	40000	33300

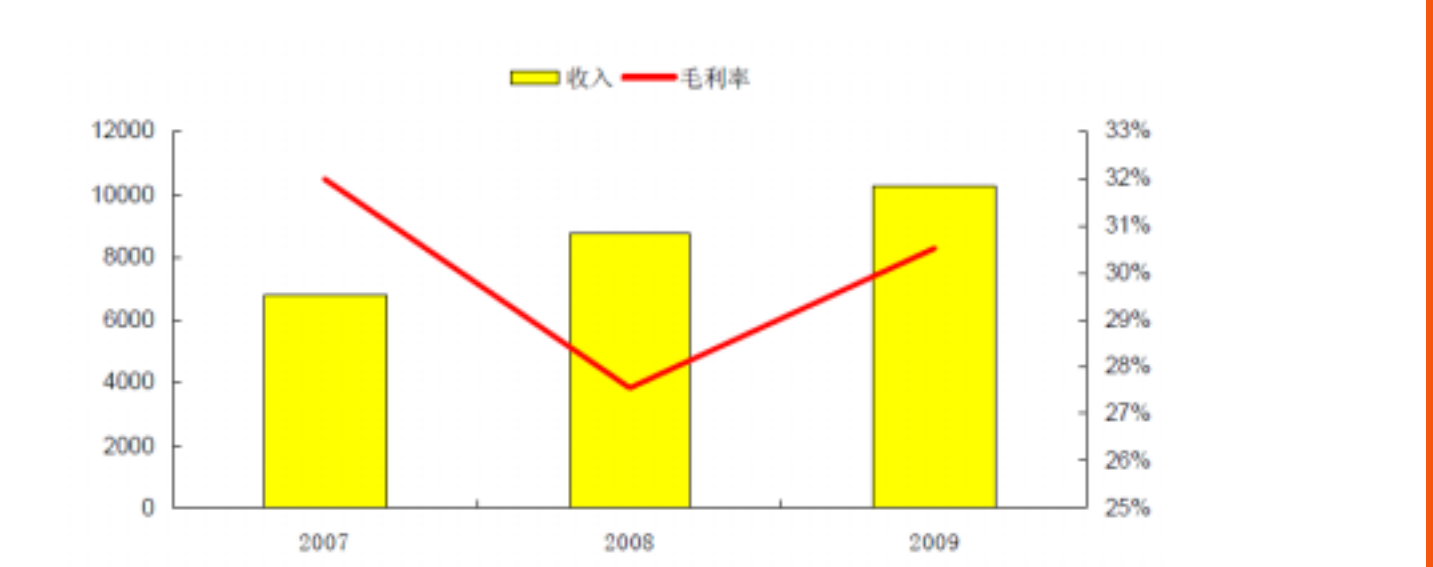
2、医药中间体成长空间巨大

多肽类药物是目前国际上最尖端的新药研究领域之一，具有氨基酸类药物的“无副作用”特点，受到了市场积极的关注，被广泛应用于治疗心血管疾病、艾滋病及癌症等，呈现出逐步取代氯化、硝化、磺化等传统工艺生产的常用药物的发展趋势，未来的市场潜力非常巨大。据预测，未来5 年，多肽类治疗药物每年将以超过15%的幅度增长。

氨基酸保护剂和保护氨基酸是合成多肽类药物的主要中间体产品，随着多肽类药物在世界范围内的进一步普及，新型功能多肽医药产品被开发，氨基酸保护剂和保护氨基酸等多肽医药中间体产品的需求也将快速增长。同时由于这类医药中间体产品技术门槛和技术质量标准较高，因此产品的附加值和利润率也相对丰厚。

2001 年开始公司进入医药中间体领域，主攻多肽药物中间体市场。依托多年的技术积淀，公司掌握了数十个单元反应的生产和控制技术，拥有高难度特殊化学反应的工业化生产能力，如零下70 超低温反应、100Pa 以上高压氢化反应、正丁基锂反应、格式反应等。凭借着技术上的优势，公司多肽中间体的营收取得了长足的进展，09 年多肽类中间体占公司医药中间体收入的80%。公司在多肽合成上的核心竞争力即体现在氨基酸保护剂、保护氨基酸和高级原药中间体等领域的研发生产能力。目前公司氨基酸保护剂包括A 胺、A 酯和A 醇，根据中国化工信息中心数据，公司前两者产量均处于行业第一，2008 年市场份额分别达到21.7%和38.1%。未来随着公司的TICC、CMPP 等等定制中间体产能的不断增长，公司有望在医药领域迎来更高速的增长。

图表4 公司主要医药中间体的收入以及毛利率情况



三、募投项目分析

公司计划募集资金用于扩大现有造纸化学品和医药中间体的产能，项目完成之后，公司造纸化学品产能将由目前的5.3 万吨增加至7 万吨，医药中间体将由目前的670 吨提高到1120 吨。

募集资金项目在巩固现有AKD 施胶剂的基础上，公司其他造纸化学品的产能有较大提高，增强剂将由现有的1000 吨提高到10000 吨；医药中间体募投主要增加多肽药物中氨基酸保护剂的产能以及高级医药中间体TICC 和CMPP 的产能，使公司在医药中间体领域更具竞争优势。

图表5 天马精化募集资金项目情况（万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入	预计投产时间
1	年产 52000 吨造纸化学品扩产建设项目	8300.17	3738.95	2010 年年底
2	年产 450 吨医药中间体扩建项目	12600.65	12600.65	2011 年下半年
	总额	20900.82	16339.60	-

四、投资建议

随着公司募投产能的投放，产品盈利结构进一步优化，总体毛利率将得到提升，预计公司未来三年净利润复合增长率在40%以上。预计10、11年每股收益分别0.60和1.00元，对应的市盈率分别为50倍和30倍，考虑到公司的成长性，建议积极关注。

数据仓库

全球重要指数一览表

指数	9月30日收盘	本月以来涨跌(%)	今年以来涨跌(%)
道琼斯	10788.05	7.72%	3.45%
纳斯达克	2354.22	11.36%	3.75%
标普500	1141.2	8.76%	2.34%
日经指数	9369	6.18%	-12.50%
恒生指数	22358	8.87%	2.22%
英国富时100	5,548.60	6.19%	2.51%
法国CAC	3,715.18	6.43%	-5.62%
德国DAX	6,229.02	5.13%	4.56%
新加坡海峡指数	3,097.63	4.99%	16.84%

全球大宗商品走势表

大宗商品指数	8月31日收盘	本月以来涨跌(%)	今年以来涨跌(%)
黄金(USD/盎司)	1309.6	4.85%	19.29%
铜(USD/吨)	8035	7.92%	8.51%
镍(USD/吨)	23350	12.58%	23.87%
铝(USD/吨)	2347.5	14.51%	4.57%
锌(USD/吨)	2190	5.54%	-14.95%
铅(USD/吨)	2280	10.95%	-6.56%
锡(USD/吨)	24300	15.99%	43.57%
原油(USD/桶)	79.76	12.18%	0.18%

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告内容仅供参考。若有任何疑问，欢迎您随时联系我们。平安证券财富管理部邮箱：pazxfw@pasc.com.cn；平安证券网站：<http://stock.pingan.com>