

大浪淘沙 寻找成长性确定公司

编者按: 时值年末, 从联合国、国际货币基金组织 (IMF) 到普通民众, 无一例外地调低了明年甚至未来数年的经济预期。宏观经济受挫, 微观经济体也自然会受到冲击。然而, 并非所有的企业都在宏观经济的冲击之下进入“冬季”。

结构转型和发展新兴产业, 是现在和未来一段时间我国经济工作的重中之重。不过, 从欧美发达国家的经验来看, 结构转型是一个缓慢的过程。今年三季度后出现的太阳能产业危机, 让我们清醒地认识到, 新兴产业也会出现严重的产能过剩, 缺乏核心技术的企业发展新兴产业并非易事, 中国的结构转型要用的时间可能远多于欧美。因此, 就短期而言, 我们更倾向于从传统行业中寻找那些成长性确定的公司。

目前, 国内上市公司已接近 2300 家, 我们难以对中国上市公司群体进行系统梳理; 本专题推出的这一批案例, 旨在给投资者提供一个思路, 希望投资者循着这样的路径找到更多成长性确定的公司。

民和股份: 沼气提纯项目有效抵御养殖业波动风险

由于明年鸡苗价格很难再现今年的暴涨行情, 业内判断 2012 年家禽养殖企业的业绩将出现下滑。不过, 值得注意的是, 以民和股份 (002234) 为代表的上市公司近两年已开始向下游延伸产业链, 利用原料优势, 发展有机肥及沼气发电项目, 未来这块业务的收益能有效抵御传统业务下滑的风险。

作为传统行业, 养殖业业绩往往面临周期性大幅波动。以今年为例, 由于鸡苗、鸡肉价格飙升, 民和股份前三季度净利润同比增长逾 7 倍。但到了 12 月补栏淡季时, 鸡苗价格却从月初 4 元/羽大幅回落至 70%。中国畜牧业信息网数据显示, 12 月 23 日山东主产区鸡苗收购均价大多在 1 元/羽以下。尽管如此, 民和股份 2011 年业绩大幅增长已是不争事实。

不过, 业内判断, 明年鸡苗价格极有可能回归稳定, 在 2~4 元/羽之间波动。在近日召开的 2011 中国畜牧业高层论坛上, 专家表示, 随着明年春节后各地补栏需求上升, 超跌的鸡苗价格有望企稳回升; 考虑到鸡肉供应大幅增加以及进口鸡肉政策已放宽, 鸡苗价格出现类似今年前三季度大幅走高的概率较小。以目前鸡苗养殖成本价 2 元/羽左右来看, 如明年鸡苗价回归平稳, 则养殖企业传统业务业绩将同比下滑。

实际上, 以民和股份为首的养殖企业这几年在发展传统业务时, 已向产业链下游延伸, 利用原料优势, 生产有机肥、生物有机肥以及沼气发电。公司在 2010 年年报中表示已形

成“鸡—肥—沼—电—生物质”的循环经济业务链, 生物有机肥收入占到营收比重的 2%; 今年前 6 个月, 公司有机的毛利率达 44%。

今年 4 月, 公司披露定增三大项目之一粪污处理沼气提纯压缩项目, 引起业内关注。该项目计划建设周期 1.5 年, 拟年生产沼液 44.6 万吨, 是集沼气发酵、提纯压缩和沼液利用于一体的工程。12 月公司公告称, 已和美国中部实业有限公司签署了加快推进沼液提纯叶面肥等肥料研发推广的合作协议, 同时指定中部实业公司为美国肥料经销商, 这表明公司叶面肥等产品年后有望产出。

资料显示, 生物叶面肥是目前国际上较流行的新型肥料, 有用量少但增收效果明显、肥效长久且改良土壤等优势。据喷施宝等国内叶面肥生产商介绍, 目前国内叶面肥零售价格在 5~16 万元/吨, 出厂价在 2~3 万元/吨, 一般毛利率在 70% 以上。沼液是废物, 生产叶面肥只要上一部分设备就可以了, 沼液叶面肥的实际效果不逊色于喷施宝, 生产成本非常低, 毛利率高于 70%。同行企业预计民和股份年产量 44.6 万吨, 能生产近 10 万吨叶面肥。

由此推测, 如果民和股份明年叶面肥产量达到 5000~10000 吨, 则不仅能抵御传统业务净利润回落, 还有望保持 10%~40% 的增长。

点评: 上市公司中, 成功推出新产品, 尤其推出有产品下游延伸新产品的并非民和股份一家。 (欣然)

东华科技: 逆周期行业企业订单充足

民营资本进入后, 工程设计行业较 5 年前的 1 万余家公司的规模有了一定增长。总体来看, 该行业有一定的逆周期性, 受宏观经济波动影响较小。理由是在宏观经济向好的背景下, 工程设计和工程咨询等订单较多, 在经济出现一定幅度的调整后, 由于工程建设的惯性, 设计行业的订单也能维持较长时间的增长。目前, 该行业仍处于稳健成长期。

记者日前从东华科技 (002140) 了解到, 具体到工程设计中的化工设计领域, 公司不会遇上量大面广的低价竞争, 本年度已公告合同 67.67 亿元, 加上以往年度签订的订单, 可确保未来两年公司发展业绩。加之 FMP 催化床甲醇制丙烯, 我国第一个拥有自主知识产权的煤制丙烯技术、煤制乙二醇等重点发展领域的推进, 公司未来一段时间内发展向好。

东华科技有关人员介绍, 不考虑自身行业背景, 化工设计领域的公司一般分为三类。一类是包含中石油、中石化内部设计院在内的一些垄断企业, 其它化工设计公司除非在专项产品上有绝对领先的地位, 否则很难与其竞争。第二类是专业性达到化工设计领域顶层的公司, 东华科技就属此类。这类公司数量不是很多, 处于有限但不广泛的竞争中, 不容易发生低价竞争。如, 东华科技在招投标过程中, 与其竞争的一般都是五六家“老面孔”。第三类则是一般的民营设计院, 竞争较为激烈。

目前, 东华科技合同储备充足, 工程合同期一般为 1 至 2 年, 对于公司未来两年的业绩形成较强支撑。

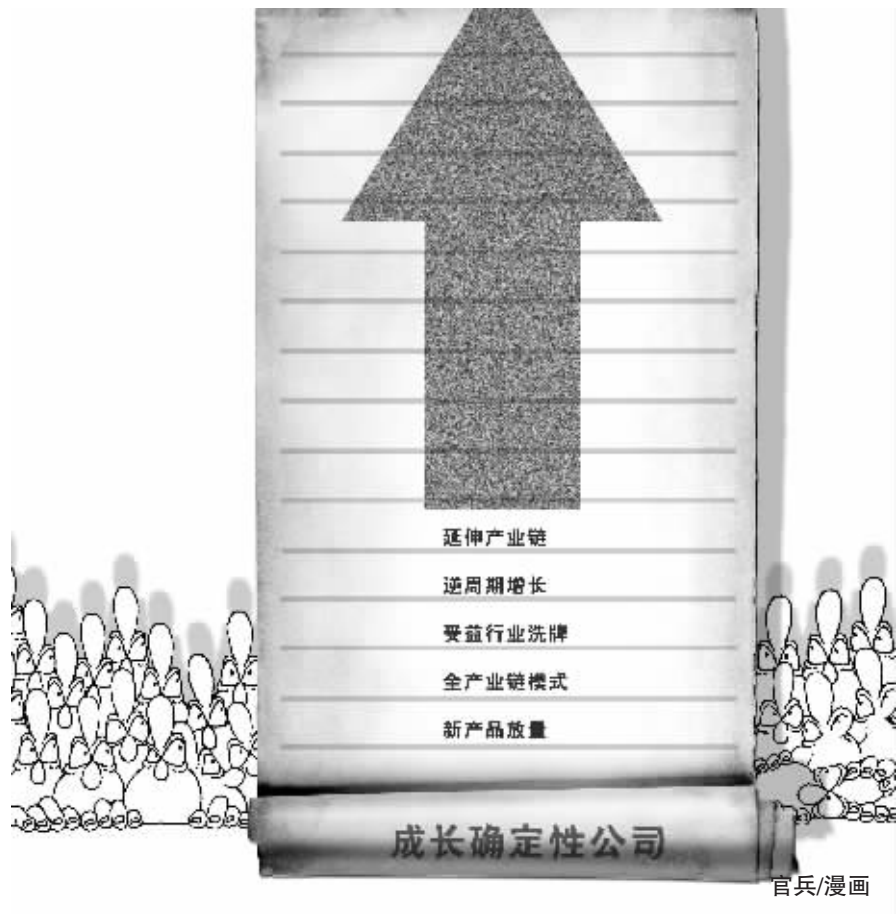
产品方面, 东华科技涉足了化工材料、化肥、无机化学、涂料、环境市政、热电等多个领域的几十种产品, 在甲乙酮生产装置的建设市场目前处于绝对垄断地位, 磷复肥项目市场占有率约 30%。

今年 11 月, 公司公告与石河子市西部翡翠能源化工有限公司签订 FMP 项目, 受到市场关注。虽然合同金额只有 3000 万元, 但这表明公司在煤制烯烃 (以煤为原料合成甲醇后再通过甲醇制取乙烯、丙烯等烯烃的技术) 市场中已经拥有足够的竞争力。

目前, 我国烯烃缺口较大。中国石油和化学工业协会预计, 我国烯烃市场未来 10 年仍有 1000 万吨以上的缺口。另据石化联合会统计显示, 目前国内共有在建、拟建及处于规划阶段的煤制烯烃项目 29 个。东华科技拥有煤制烯烃的工程技术和建设经验, 市场竞争的优势还是比较明显的。”相关人士表示。

同时, 东华科技在煤制乙二醇领域中已具备很强的竞争力。据介绍, 公司通过引进目前最成熟、最先进的日本宇部、日本高化学的相关技术来推广煤制乙二醇, 受益最快也最大。未来公司在煤制天然气、污水处理及传统的磷复肥、甲乙酮等领域, 均有向好预期, 预计 2012 年业绩将保持稳定增长。

点评: 除工程设计行业外, 检测等行业也会因为电子行业在增速下滑中加大研发力度而呈现逆周期增长的特性。 (赵缙言)



洪都航空: L15 高教机助推业绩长期向好

今年 11 月初, 国防部长梁光烈视察洪都航空工业集团公司, 并对公司猎鹰 L15 机型给予高度评价。这一信息被市场理解为空军装备 L15 为期不远。随后, 中航工业发布会传出消息, 由洪都航空 (600316) 研制的 AC313 直升机及猎鹰 L15 高级教练机, 将于明年投放市场, 目前 L15 已启动小批量生产。

资料显示, 洪都航空一直是中国教练机和攻击机的主要生产基地, 在我国航空制造业体系中具有绝对优势。公司研制的猎鹰 L15, 是中国航空发展史上第一个设计上达到国际最先进技术水平的机型。中航工业洪都公司党委书记黄俊勇曾公开表示, 国际市场上对猎鹰 L15 高教机感兴趣的国家和地区越来越多。

美国著名军事电子仪器领域情报分析公司 Forecast International 认为, 未来

10 年固定翼军用教练机的市场需求量约为 1550 架, 对应销售额 171 亿美元。按照 40% 配置比例, 对应高级教练机市场需求约 680 架, 以平均每架 1 亿元人民币计算, 全球市场容量为 680 亿元人民币。在这场国际竞争中, L15 极具竞争力。

11 月中旬, 空军副司令员景文春在空军装备部部长魏钢等的陪同下, 到中航工业洪都考察高级教练机等项目的研制生产情况。市场因此预计, 传了两年的 L15 装备空军的事宜将很快得到落实。

洪都航空今年前三季度的净利润只有 368 万元, 一旦 L15 装备空军的事宜确定, L15 的量产及其较高的毛利率, 未来几年将助推公司预计持续快速增长。

点评: 我国航空制造业在“十二五”期间的发展机会正日益凸显, 低空开放等带来的市场需求, 将为航空产业带来重大发展机遇。 (侨祖)

海康威视: 全产业链模式下 业绩即将释放

作为国内安防行业的全产业链龙头, 2011 年前三季度, 海康威视 (002415) 营业收入和净利润增速均在 30% 以上, 虽然较上半年略有下滑, 但考虑到公司明年前端设备销售量价齐升的确定性以及行业高速增长的特点, 明年公司业绩增速有望维持甚至突破。

安防行业受经济波动影响较小,

一是因为其下游主导需求方是政府, 随着人们对社会繁荣稳定越来越重视, “平安城市”等政府工程有望在其他城市推广; 其二是安防产品生命周期短, 且下游呈多元化发展。根据“十二五”规划, 2015 年安防业产值将达到 5000 亿元, 较初期翻番。

安防行业的特点是非标准化

兴化股份: 硝酸铵龙头 显著受益行业洗牌

在硝酸铵价格快速上涨和销量增加的情况下, 今年前三季度兴化股份 (002109) 净利润同比增长近 1 倍。成本低、产品结构升级, 行业龙头兴化股份正充分受益行业洗牌。随着明年 80 万吨产能释放到位, 公司业绩有望持续快速增长。

记者了解到, 近两年山西等地硝酸铵行业由于资源整合正加速洗牌, 兴化股份新增 25 万吨硝酸铵装置已从中受益。产能居山西第二的太原化工, 其 30 万吨硝酸铵装置在 2010 年几乎退出生产, 而行业特殊性决定新建产能门槛较高, 当地兴平、天脊等大厂在 2013 年前并没有新增产能; 同时, 西北地区硝基复合肥厂商也有关停并转。

兴化股份半年报显示, 今年上半年公司在山西、山东、江西三地的营业收入同比大涨 85%, 远超公司平均水平。

公开资料显示, 硝酸铵主要用于生产工业炸药和化肥, 支撑公司明年业绩快速增长的需求因素较为明确。工业用途中, 煤炭、铁矿石开采占到 7 成以上, 以山西、内蒙等煤炭资源整合省为例, 扩能改造后的矿井已经加大了对硝酸铵的需求, 在供给缺口仍存和铁路运输瓶颈的制约下, 煤炭高景气还将延续, 加之铁矿石开采增速稳定, 所以工业用硝酸铵需求能持续增长。

农用方面, 硝基复合肥作为经济作物的主要施肥品种, 需求增速有望维持在 10% 以上。

另外, 记者从氮肥工业协会了解到, 2013 年前硝酸铵行业产能仍在 600 万吨左右, 变化不大。上述背景下, 明年硝酸铵维持供不应求的可能性极大。

由于多孔硝酸铵正成为硝酸铵行业的发展方向, 兴化股份正在加快优化产品结构。在采用 KT 技术 (可同时生产多孔、普通硝酸铵, 且产品安全性提升, 能扩大运输半径) 后, 公司新增的 25

万吨装置能在多孔硝酸铵和普通硝酸铵间调配产能。并且, 公司近期拟定增募资对一期硝酸铵装置迁改, 使其具备多孔硝酸铵生产能力并扩大产能。

记者从兴化股份了解到, 由于多孔硝酸铵爆破效率比普通硝酸铵高, 且能远距离现场作业, 目前产品非常畅销, 公司已将产能尽可能调配到生产多孔硝酸铵。半年报显示, 今年上半年, 公司多孔硝酸铵收入增速是普通硝酸铵的两倍。

今年三季度, 在原料之一合成氨价格涨幅超过 12% 的情况下, 由于硝酸铵价齐升, 公司三季度营业利润率创出今年最好水平。不过记者了解到, 受制于合成氨供应瓶颈, 公司 80 万吨装置开工率只有 7 成左右, 并未充分受益行业高景气, 公司近期拟定增募投的项目之一就是 13 万吨合成氨装置扩改。

不仅如此, 作为陕西延长集团控股的唯一一家化工上市公司, 兴化股份有极大可能成为集团化工资产整合上市平台。大股东 9 月达产的 60 万吨氨醇装置, 极有可能先期填补公司原料缺口, 公司硝酸铵装置明年有望满负荷开工。

机构预测, 如果合成氨由外购转为内供, 明年公司硝酸铵吨成本能降低千元左右, 同时随着煤价高企, 采用气源路线的兴化股份成本优势还在扩大。

今年上半年, 公司硝酸铵综合毛利率为 30%, 高出煤源企业 4 至 5 个百分点。三季度, 硝酸铵从 2400 元/吨涨至 3100 元/吨左右, 四季度是 2800~3000 元/吨高位, 如明年价格维持在这附近, 则硝酸铵毛利率突破 35% 并不困难, 并且随着开工率提升, 公司 2012 年业绩增幅有望超过 30%。

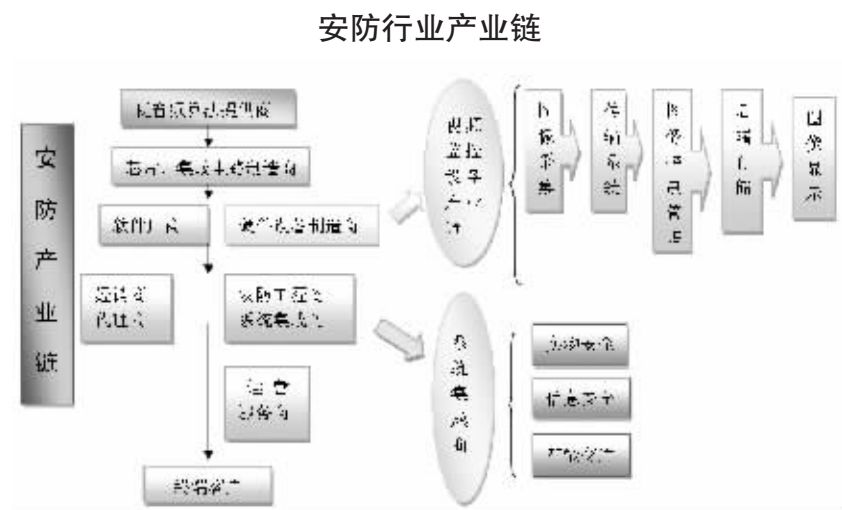
点评: 在宏观经济的波动中, 行业洗牌在所难免。缺乏竞争力的企业会在洗牌中倒下, 而那些实力强、并善于应对的公司, 反而会从中受益。 (欣然)

兴化股份今年前三季营业利润率逐季递增

(单位: 万元)

| | 一季度 | 二季度 | 三季度 |
|-------|---------|---------|---------|
| 营业利润 | 2995.1 | 5836.1 | 6750.5 |
| 营业收入 | 24327.8 | 36693.2 | 37370.9 |
| 营业利润率 | 12.3% | 15.9% | 18.1% |

欣然/制表



来源: 公司资料、中金研究报告 李娟/制图

定制, 所以客户粘性高、价格敏感度低, 这决定了行业毛利率远高于标准化行业。业内认为安防行业有两个发展趋势, 一是前端设备向高清化、智能化过渡, 因此龙头公司的市场份额和高端产品毛利率将再次提升; 二是运营服务占行业产值的比重正在增加。统计显示, 2010 年我国运营服务产值占行业比重仅为 5%, 成长空间数倍于设备市场。而这正是目前海康威视发展的两大着力点。

从国外龙头企业设备销售的情况看, 后端设备销售往往能拉动前端设备的增长, 企业两大块业务的收入比普遍在 3 倍以上。权威机构 IMS 统计, 2011 年海康威视的后端存储设备市场占有率全球第一, 且公司前端销售正在放量。

公告显示, 今年上半年, 公司前、后端销售收入比已从去年末的 1/2 升至 2/3。机构预测, 仅以保守的 1:1 设备匹配来看, 未来 3 年公司前端销量至少有 3 倍的增长空间, 结合公司今年完成的存量市场海外销售布局来看, 今年的前端销售放量只是一个开始。

事实上, 除销量确定增加外, 前端设备的售价也将提升。在设备向着高清化更新换代的趋势下, 价格 3 倍于标清的高清摄像机, 明年将大幅提升公司营业收入。不仅如此, 记者还了解到, 受益于规模效应, 海康威视从上游德州仪器 (芯片供应商) 的采购价只有其他厂商的一半左右。因此, 明年公司维持前端设备 40% 以上的毛利率, 问题并不大。

另外, 今年 10 月海康威视拿到的价值 77 亿元、项目工期 16 个月的“平安城市”重庆项目合同, 也将保证公司未来年度的业绩。

重庆订单表明, 公司有技术、资金甚至资源实力, 从设备供应商向运营服务商转型。据悉, “平安城市”项目有望在其他城市推广, 但国内能满足项目条件的公司并不多。

基于上述原因, 机构预测, 2012 年海康威视的营业收入和净利润增长率有望达到 40% 以上。

点评: 在经济增长速度趋缓的大背景下, 有的行业陷入低迷, 也有少数行业因政策等因素而迎来发展良机。 (李娟 王敏杰)