



塔晶投资研究

2010年第10期 总第34期

上海塔晶投资管理有限公司主办
www.tajing.com

目 录

【财经观察】.....	1
【中报点评】	
报喜鸟.....	2
绿大地.....	7
【大宗商品价格】.....	13
【基金服务】	
货币战争全面打响 各国竞相贬值.....	14



财经观察

粮价托市上行预期强 各路资金“抢食”忙

连续七年夏粮丰收之后，今年全国不少地区却出现了农户惜售、夏粮收购困难、收购价飞涨等现象，部分地区小麦收购价格涨幅甚至一度接近20%。眼下正值秋粮生产关键时节，河南、山东等农业大省的一些基层种粮户表示，今年粮食收成总体并不算差，但玉米、大豆等秋粮品种价格可能高于去年。在粮食最低收购价政策保护以及通胀预期的影响下，产业资本、金融游资以及外资等各路资金，已盯上托市背景下易涨难跌的粮价蛋糕，对供需形势以及价格预期施加影响。

8月PMI止跌回升 经济回落势头放缓

中国物流与采购联合会9月1日发布数据显示，8月份制造业采购经理指数(PMI)为51.7%，比上月上升0.5个百分点。这是该指数在连续三个月回落后，首次有所回升，而且近几个月该指数持续位于临界点50%以上。有关专家认为，PMI指数小幅回升预示经济增速回落势头已显著放缓，中国经济不会出现深度回调，不过，需要关注购进价格指数大幅提高可能对企业成本形成较大压力。

土地打头阵 房地产调控或再出“组合拳”

房地产调控可能再出“组合拳”，以遏制投机购房需求、加快增加住房有效供给。9月27日，记者从权威渠道获悉，继国土部、住建部联手出台细化调控政策后，国家有关部委将联合下发进一步深化房地产调控政策，包括强化二三套房贷差别化，以及推进房产税试点等“重磅炸弹”或悉数登场。据悉，有关部委即将联合推出的房地产调控方案已经进入会签阶段，预计近日浮出水面。业内人士分析，中央政府如此坚决出台调控政策，对于稳定楼市预期非常及时，不但有利于房地产调控长效机制尽快建立，也有利于整个经济结构的调整。

银行间贷款转让交易启动

银行信贷资产的转让正式拥有了公开交易平台。9月25日，《贷款转让交易主协议》签署暨全国银行间市场贷款转让交易启动仪式在上海举行，工行、农行、中行等21家银行业金融机构签署了《贷款转让交易主协议》。银行贷款转让是指银行与金融同业之间，根据协议约定转让在其经营范围内，自主合规放的尚未到期的信贷资产的融资业务。

9月信贷增量或继续回落 预计规模低于5000亿

9月份的信贷增量相较于8月或继续回落，预计规模低于5000亿。昨日接受记者采访的专家普遍这样认为。理由是：一方面，房市8月突如其来的“回暖”打乱了宏观调控下楼市的阵脚，监管层调控房地产市场的决心表明，房地产调控政策仍将延续，难以放松；另一方面，在10月底之前财政部门上报融资平台二次清理结果前，融资平台贷款也难有实质性放松。综上所述，9月份的信贷增量继续回落的可能性较大。数据统计显示，截至8月末，新增人民币贷款已达5.71万亿元，完成全年信贷计划7.5万亿的76%，9-12月的平均信贷任务为6%，即4480亿元。

居民房价上涨预期大幅上升

中国人民银行9月19日发布的2010年第三季度全国银行家、城镇储户、企业调查问卷显示，63.9%银行家认为下季度货币政策将保持现状，银行家信心指数创2006年二季度以来新高。居民房价上涨预期大幅上升，但购房意愿没有明显变化。居民储蓄、消费意愿略有下降，投资意愿有所上升。

李东荣：增强人民币汇率弹性

第11届中国金融发展论坛9月9日在全国政协礼堂召开。央行行长助理李东荣发言时表示，要进一步完善人民币汇率形成机制，增强汇率弹性，防范日常资金的流出入；高度关注财政负债隐性化的潜在风险，切实防范高污染高耗能行业贷款风险；研究建立存款保险制度，健全国家金融安全网，提高危机防范和化解的能力。

保本基金固定收益类资产占比应不低于70%

中国证监会9月6日发布的《关于保本基金的指导意见》(征求意见稿)规定，保本基金可以投资于股票、债券、货币市场工具、权证、股指期货及其他金融衍生品，其中债券、货币市场工具等固定收益类资产占基金净资产的比例不得低于70%。

外汇占款创新高 热钱卷土重来

在7月份回升的基础上，8月份的金融机构新增外汇占款又进一步增加，为近4个月来的最高。央行19日公布的数据显示，截至8月末，我国金融机构外汇占款余额达210368.08亿元，较7月末新增了2430亿元。同时央行还修正7月份的新增外汇占款数据为1997亿元。今年以来，新增外汇占款走势出现明显波折。今年1-4月，外汇占款持续高位运行，外汇占款共计增加了10341亿元。但是5、6月份新增外汇占款出现锐减，两个月合计新增2487亿元，7、8月则逐步走高。

报喜鸟

主要结论

- 报告期内，公司实现营业收入 4.68 亿元，较上年同期增长 19.43%；实现营业利润 6357.95 万元，较上年同期增长 33.61%；实现净利润 5614.39 万元，较上年同期增长 42.16%。每股收益 0.19 元。公司本部业绩稳步增长，但低于预期；随着市场环境逐步回暖，公司的全资子公司上海宝鸟服饰有限公司的职业装团购业务大幅回升，超出预期较多。
- 公司节流见成效，主营业务毛利率增加 1.23 个百分点，期间费用率下降 2.24 个百分点。净利润增速超过收入增速得益于费用率的减少、所得税率的降低。
- 由于职业服团购业务大幅回升，期末未到货款支付期未到，导致应收账款大幅增长，经营性现金流金额有所减少。
- 公司公告，基于终端市场向好、仓库不足引起的三季度提前发货，预计 2010 年 1-9 月净利润比上年同期增长 40%-60%；全年业绩增速低于前三季，增速低于 40%。
- 盈利预测：预计公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.84 元和 1.09 元。

图表 1: 公司盈利预测

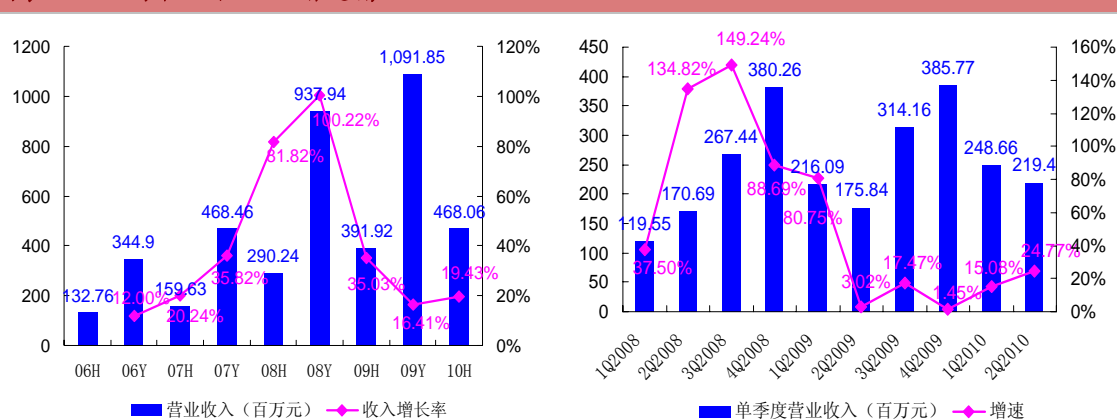
项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股盈利 (元)	0.864	0.640	0.639	0.840	1.090	1.390
净利润增长率	96.69%	48.20%	50.51%	31.50%	29.81%	27.51%
市盈率 (倍)	39.94	17.18	35.33	30.70	23.65	18.55
股息率	0.29%	1.82%	0.66%	0.70%	0.78%	0.85%
PE/G (倍)	0.41	0.36	0.70	0.97	0.79	0.67
净资产收益率	15.44%	18.54%	11.59%	13.61%	15.44%	16.89%
每股净资产 (元)	5.60	3.45	5.51	6.17	7.06	8.23
市净率 (倍)	6.16	3.19	4.09	4.18	3.65	3.13
每股经营性现金 (元)	0.74	0.90	0.61	0.91	1.03	1.21
发行股数 (百万股)	96.00	192.00	289.68	289.68	289.68	289.68

资料来源：公司招股说明书、塔晶投资研究中心

主要内容

- 收入情况：报告期内，公司实现营业收入 468,060,763.04 元，较上年同期增长 19.43%，实现净利润 56,143,906.15 元，较上年同期增长 42.16%。主要原因是随着市场环境逐步回暖及公司品牌形象进一步提升，公司本部（报喜鸟+圣杰罗）业绩稳步增长，公司的全资子公司宝鸟服饰的职业装团购业务回升，直营销售网络业绩有所增长。

图表 2: 公司营业收入及增速情况



资料来源：公司年报

分业务情况：

报告期内，公司本部收入同比增长8.57%，净利润同比增长33.4%。截止10H报喜鸟品牌网点增加至679家，比09年末增加14家；圣捷罗（S.ANGELO）时尚品牌网点增加至109家，比09年末增加26家。本部收入增速低于预期，预计下半年将新增50-60家门店，另外下半年秋冬产品预计增速将提升。

图表 3：公司本部历年门店数量、收入、净利润情况

	04Y	05 Y	06 Y	07 Y	08 Y	09H	09Y	10H
报喜鸟门店数（家）	559	556	551	585	637	668	665	679
比上期末增加数		-3	-5	34	52	31	28	14
圣捷罗门店数（家）					45	73	83	109
比上期末增加数						28	38	26
店铺总数（家）	559	556	551	585	682	741	748	788
收入（百万元）	293.00	307.95	344.90	468.46	590.56	265.04	767.96	287.76
收入增速		5.10%	12.00%	35.82%	26.06%		30.04%	8.57%
净利润（百万元）	26.83	29.60	42.16	82.93		29.75	161.90	39.70
净利润增速		10.3%	42.4%	96.7%				33.43%

资料来源：公司年报

报告期内，子公司宝鸟服饰实现营业收入1.8亿元，较上年同期增长42.11%；净利润1644万元，同比大幅增长68.84%，超出预期，7、8月也延续这样的势头。宝鸟公司随着市场回暖，职业服团购业务接单量和国内成衣加工订单量均超预期，业绩回升明显。但是加工贸易业务在国外订单仍有所下滑，但占比不大（见图表5）；EBONO电子商务、CARLBONO高级定制、BONO TAILOR楼宇定制作为培育业务，近期仍未成为公司利润增长点。

图表 4：公司全资子公司宝鸟收入、净利润变化情况

宝鸟服饰	08H	08 Y	09H	09Y	10H
收入（元）		412,545,804.65	126,875,845.37	323,889,711.23	180,303,263.85
同比变动				-21.49%	42.11%
净利润（元）	13,247,873.24	34,125,924.79	9,739,551.83	23,079,428.82	16,443,975.70
同比变动			-26.48%	-32.37%	68.84%

资料来源：公司年报。公司08年4月收购了宝鸟剩余80%股权，宝鸟成为公司全资子公司。

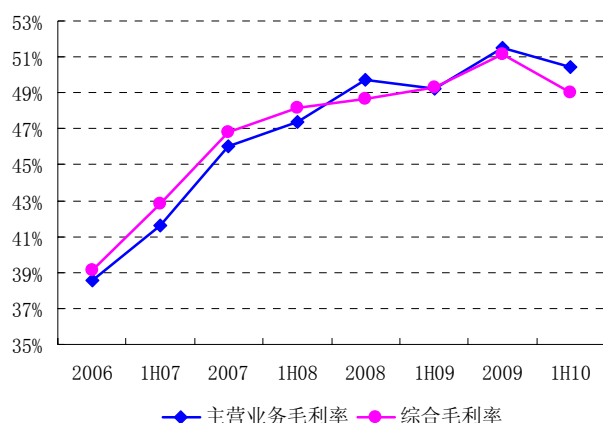
图表 5：10H 公司出口情况（国外收入全部为宝鸟出口业务收入，占宝鸟总收入的 13.12%）

分地区	主营业务收入（万元）	营业收入比上年同期增减
国内	41,380.29	19.17%
国外	2,365.47	-15.48%

资料来源：公司年报

- 10H 公司主营业务毛利率为 50.45%，同比增加 1.23 个百分点，公司通过加强供应链管理体系的建设，在原材料、劳动力成本上升的压力下，努力控制成本，充分贯彻了年初制定的“以开源为主、以节流为辅”的策略。综合毛利率 48.99%，同比减少 0.29 个百分点，主要是因为其他业务毛利率大幅下降 22.43 个百分点，其他业务主要有租金收入、品牌代理费、面料代销等，存在偶然性，因此其他业务毛利率呈不规则变化。

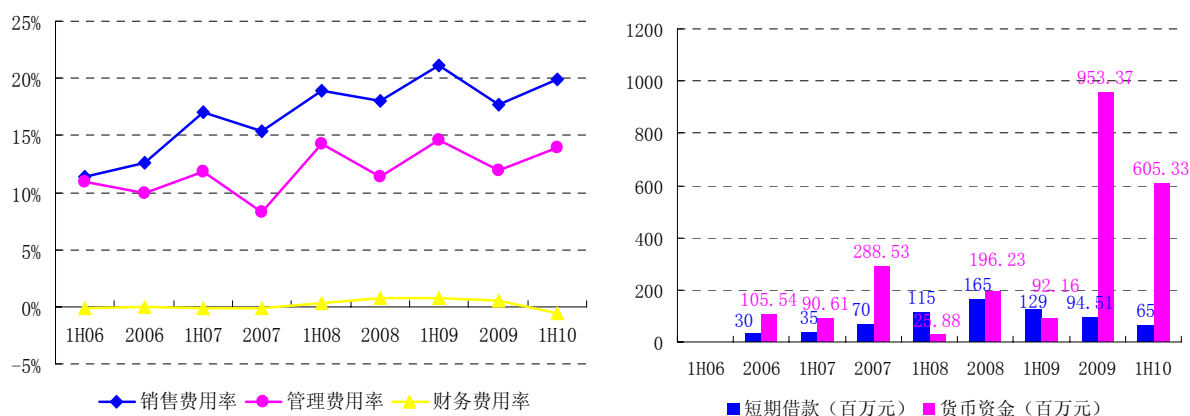
图表 6: 公司毛利率情况



资料来源: 公司年报

- 费用率控制较好, 节流见成效: 10H 三项费用率同比减少 2.24 个百分点。其中销售费用率 19.90%, 同比减少了 1.25 个百分点, 除了节流外, 上半年开店数不多, 又有一些门店关闭, 也降低了费用率; 管理费用率 13.97%, 同比减少了 1.25 个百分点; 财务费用为负值, 主要原因为公司贷款减少及募集资金利息收入。

图表 7: 公司三项费用率情况



资料来源: 公司年报

- 利润表其他变化科目, 不过数额不大: 10H 资产减值损失增加较多, 主要原因为本期应收账款与其他应收款增长所致, 相应按比例计提坏账。营业外收入增加主要是上海宝鸟收到政府补助增加所致。

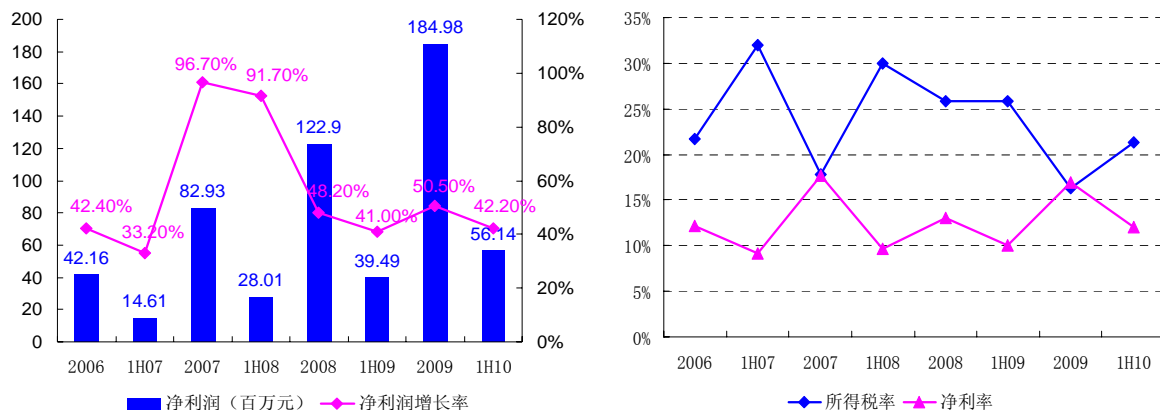
图表 8: 公司资产减值损失、营业外收支情况 (单位: 百万元)

	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009	1Q10	1H10
资产减值损失	0.00	3.14	-2.65	-0.71	-1.22	6.59	4.35	4.79
营业外收支	0.34	-3.26	-2.77	-1.26	5.68	9.72	0.99	7.81

资料来源: 公司年报

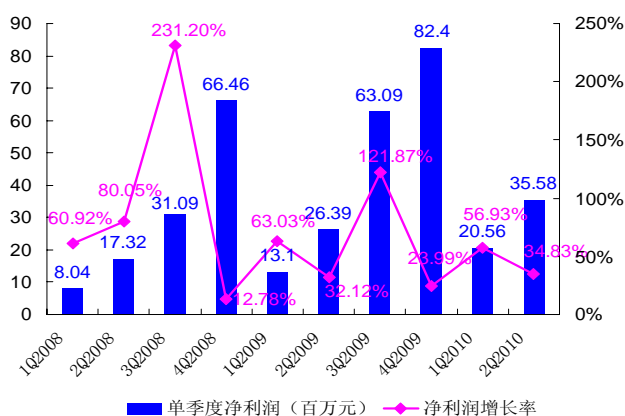
- 上半年实现净利润 5614 万元, 比上年增长 42.2%。净利率同比增加 1.92 个百分点。净利润增速超过收入增速得益于费用率的减少、所得税率的降低 (09 年 8 月公司本部被认定为高新技术企业, 2009-2011 年度公司本部企业所得税率下调为 15%, 本部利润约占 70%)。

图表 9: 公司历年净利润、净利率情况



资料来源: 公司年报

图表 10: 公司各季度净利润、增速情况



资料来源: 公司年报

- 公司 10H 应收账款较年初增长 57.58%，主要原因为职业服团购未到货款支付期。

存货虽有增加，但存货绝对额的增速（3.9%）小于收入增速（19.4%），周转加快。公司计提存货减值准备1072万元，数额不大，存货风险小。

预付款项较年初大幅增长439.3%，主要原因为本期支付购商铺预付款。

应付账款较年初增加36.41%，主要系报告期内销售业务量增加，导致应付原材料采购、备货款增加，公司对供货商议价能力不断增强。

报告期末，公司预计负债2445万元，较上年度期末增加100%，主要系公司为增强加盟商销售积极性，提高加盟商经营灵活性，允许加盟商选择一定的换货比例（比例很小），因此对加盟商期后退货预估形成，即预计退货额的预估毛利。

图表 11: 公司应收款、存货、预付帐款、应付账款、预收款情况 (单位: 百万元)

	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10
应收账款	38.62	83.12	125.48	127.27	87.95	130.02	204.89
周转天数		50.6		39.6		43.0	
存货	95.92	112.49	236.09	297.58	315.23	310.40	327.60
周转天数		146.8		154.0		208.0	
预付帐款	35.10	106.61	97.55	48.81	74.11	78.86	425.49
应付账款	42.32	78.02	70.95	111.31	117.28	93.98	128.20
预收账款	17.30	40.06	135.25	150.92	148.50	107.61	129.52
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	24.45

资料来源: 公司年报

- 其他科目无显著变化、或影响较小，不做分析。
- 现金流情况：公司经营活动产生的现金流量净额同比减少 88.68%，主要是报告期内应收账款大幅增加，职工薪酬增加及公司各项税费增加所致。

公司投资活动产生的现金流量净额-3.39亿元，主要是报告期内募集资金项目建设投入较大所致。

报公司筹资活动产生的现金流量净额为-1093.6万元，主要系报告期内公司借款减少所致。

图表 12：公司现金流情况（单位：万元）

	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10
经营活动产生的现金流量净额	582.25	7,145.49	-1,281.22	17,205.68	1,920.38	17,583.83	217.36
投资活动产生的现金流量净额	-407.24	-20,147.39	-22,296.06	-28,332.8	-2,955.44	-7,663.72	-33,928.06
筹资活动产生的现金流量净额	-1,667.94	31,300.86	-4,601.51	-841.52	-7,758.86	67,023.80	-1,093.58
期末现金余额	9,061.09	28,852.98	2,588.37	16,884.36	8,090.44	93,828.27	59,023.98

资料来源：公司年报。注：2007 年期末现金余额值较大，因为大部分募集资金尚未使用

- 盈利预测：

图表 13：公司公告预测 2010 年 1-9 月的经营业绩

2009 年 1-9 月预计的经营业绩	归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长 50% 以上 预计 2009 年前三季度归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长 40%-60%。
业绩变动的原因说明	终端市场仍然向好，公司继续致力于品牌提升和经营精细化；主要子公司上海宝鸟公司职业装团购业务将持续回升；直营销售网络优化的效果将随着秋冬销售旺季的到来体现在销售增长上。同时，鉴于 2010 年天气变化较大，公司将部分冬季产品提前发货；且由于公司物流中心建设进度延迟，无法投入使用，现有仓库库容不足，也导致部分产品提前发货，因此公司前三季度净利润增长较快，但预计全年净利润增幅将低于前三季度的增幅，全年归属于母公司所有者的净利润比 2009 年度的增幅为 40% 以下。

资料来源：公司年报

我们预计公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.84 元和 1.09 元。

(休闲品奢侈品行业研究员 王焱)

绿大地

主要结论

- 报告期内，公司共实现营业收入 19,479.14 万元、营业利润 588.34 万元、利润总额 1,074.91 万元、归属于上市公司股东的净利润 969.12 万元，分别比去年同期下降 27.49%、90.43%、82.88%、84.29%。
- 受干旱天气影响，上半年苗木销售业务大幅下滑。绿化工程收入大幅增长，实现战略转型。苗木销售亏损，工程业务盈利能力则增强。
- 2010 年上半年净利润 969 万元，同比减少 84.3%。第二季度净利润为亏损 570 万元。主要是受毛利率大幅下滑、费用率大幅增加、所得税率提升所致。
- 盈利预测：我们持续看好园林绿化行业的发展前景。今年预计绿化苗木收入大幅减少。随着旱情的结束，预计苗木销售将于 2010 年后逐步恢复正常。公司大力拓展绿化工程业务，收入将持续高速增长。我们预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.31 元/股、0.76 元/股。

图表 1: 公司盈利预测

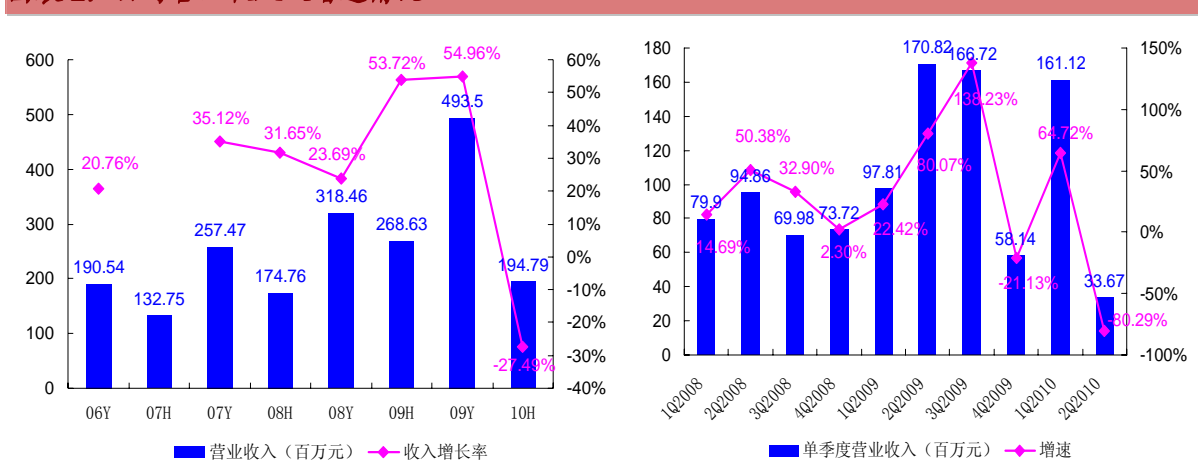
项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2112E
摊薄每股盈利 (元)	0.767	0.896	-1.001	0.306	0.762	1.200
净利润增长率	36.93%	16.80%	N/A	N/A	148.91%	57.55%
市盈率 (倍)	64.77	36.59	-28.66	92.50	37.16	23.59
股息率	0.00%	0.91%	0.00%	0.00%	0.35%	0.35%
PE/G (倍)	1.75	2.18			0.25	0.41
净资产收益率	9.89%	10.08%	-26.95%	7.61%	16.27%	20.75%
每股净资产 (元)	7.76	8.89	3.71	4.02	4.68	5.78
市净率 (倍)	6.40	3.69	7.73	7.04	6.05	4.90
发行股数 (百万股)	83.94	83.94	151.09	151.09	151.09	151.09

资料来源：公司年报、塔晶投资研究中心

主要内容

- 收入情况：2010 年上半年，公司共实现营业收入 19,479.14 万元，比去年同期下降 27.49%，主要是绿化苗木销售业务大幅减少。而第二季度收入显著下滑，主要是由于受政府拆迁、施工设计变更等方面因素的影响，公司承接的工程施工进度受到影响，二季度工程收入确认较少。

图表 2: 公司营业收入及增速情况



资料来源：公司年报

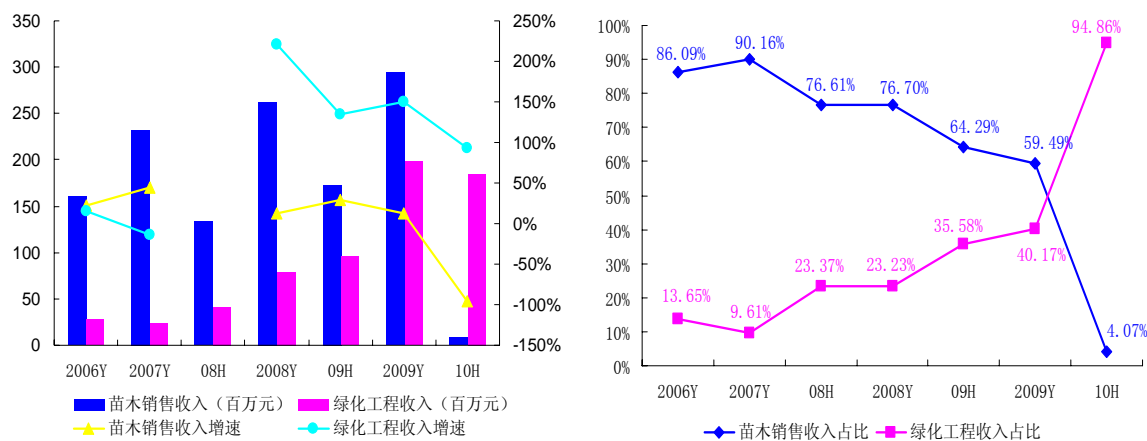
业务结构情况：尽管公司所处绿化行业依然保持快速发展趋势。但是2009年下半年持续至今年5月的严重干旱天气导致苗木大量死亡，对公司的绿化苗木业务产生较大影响。

为抵御异常天气给公司生产经营带来的不利影响，减少经营风险，同时适应绿化工程市场发展需要，分享绿化工程市场广阔的发展空间，报告期内，公司对经营战略进行调整，业务重心由原来以绿化苗木

生产为主、绿化工程设计和施工为辅，调整为在稳定现有苗木生产经营的基础上，拓展绿化工程业务。报告期内，公司加强了工程队伍的团队建设，新承接的绿化工程订单比上年同期大幅增加。

2010年上半年公司的业务构成中，绿化苗木收入占比大幅减少至4.07%；绿化工程收入占比较大，是公司上半年主要的收入、利润来源。

图表 3: 公司各业务收入及增速、占比情况



资料来源：公司年报

收入预测：年报点评时我们已指出此次旱灾导致公司土地无形资产减值、苗木大量死亡，对公司未来几年的影响都是不容忽视的，预计干旱将通过造成苗木死亡、影响生长时间、苗木规格、拖累价格以及减少可销售的苗木存货等因素拖累2010-2011年苗木的销售，因此我们对公司今后两年苗木业务持谨慎态度。不过我们原预测仍偏乐观，原预测全年收入与09Y持平，目前看来仍有困难，我们下调2010年苗木销售收入预测。随着旱情的结束，我们预计公司苗木销售将于2010年后逐渐恢复正常。

年报点评时我们已指出公司未来要大力拓展绿化工程业务，且该业务收入基数较低，预计增速较快，目前收入增速预测符合预期。公司今年上半年已经结算的合同主要有“江西省丰城市丰水湖公园建设项目（第二期、第三期、第四期）工程项目”1.43亿元、“江西丰城桥头公园工程项目”3000万元、“成都武侯198项目”确认收入1118.32万元，“酉阳县桃花源广场扩建建设工程施工项目”确认收入800万元，下半年“成都武侯198项目”、“酉阳县桃花源广场扩建建设工程施工项目”、“重庆市酉阳自治县桃花源景区改造、伏羲洞开发建设建设工程项目”、“宜良县南盘江西岸一期景观工程项目”预计可确认1.65亿元收入。预计2010年公司工程业务收入将达4亿元左右。

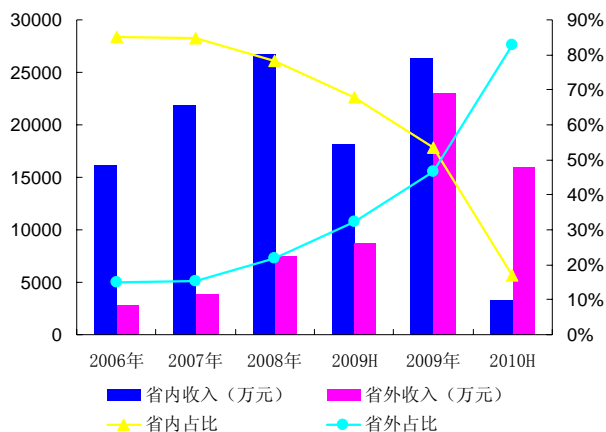
图表 4: 公司绿化工程项目承接及完工情况

序号	工程名称	合同金额 (万元)	合同订立时间	工程完工率
1	丰城桥头公园工程	3000	2008.09.08	100%
2	丰水湖二期工程	5800	2009.10.15	100%
3	丰水湖三期工程	5200	2010.01.11	100%
4	丰水湖四期工程	5700	2010.01.11	100%
5	武侯198外环路植绿项目——防护林及景观项目	4123.57	2009.12.17	16%
6	武侯198外环路植绿项目——苗木基地建设项目	9189.30	2009.12.17	5%
7	酉阳县桃花源广场扩建项目	4000	2010.04.19	20%
8	宜良县南盘江景观工程	6420.17	2010.06.18	-
9	重庆酉阳县桃花源景区改造、伏羲洞开发建设建设工程	9000	2010.06.25	-

资料来源：公司年报

- 分地区情况：公司2010年上半年省外收入占比大幅提高至83%，主要是受工程业务占比大幅提高的影响，因为工程业务通常都是跨地区的，而苗木销售跨省难度大，因为外省土地资源的获得，以及公司跨区域的土地资源、苗木销售管理上存在难度。

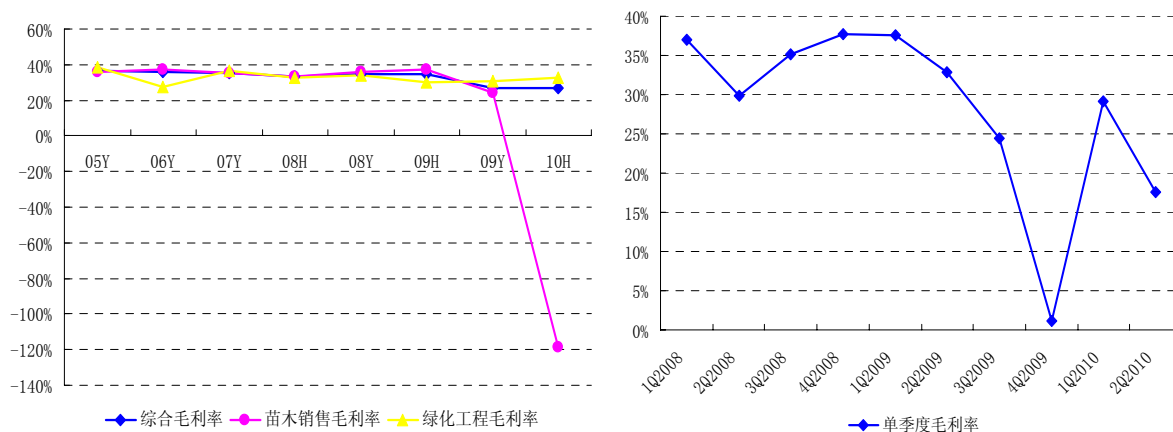
图表 5: 公司各地区收入及增速情况



资料来源: 公司年报

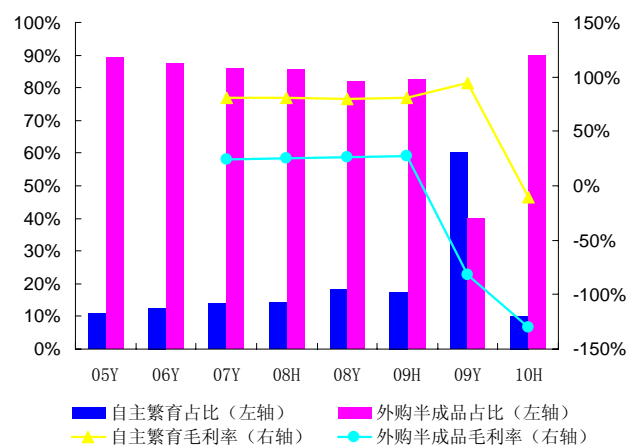
- 毛利率情况: 10H 综合毛利率 27.12%, 同比减少 7.4 个百分点。毛利率下降主要苗木销售业务, 因为干旱导致无论是自培还是外购苗木的培育成本都大幅上升。公司绿化工程毛利率同比上升 2.62 个百分点, 盈利能力增强。

图表 6: 公司毛利率情况



资料来源: 公司年报

图表 7: 公司外购、自主繁育毛利率情况



资料来源: 公司年报

毛利率预测: 10H 苗木销售业务毛利率显著低于预期, 全年预测下调, 不过由于此业务占比大幅减少, 因此对综合毛利率的影响显著减少。基于公司选择项目毛利率不低于 30% 的标准, 工程业务毛利率维持原预测。

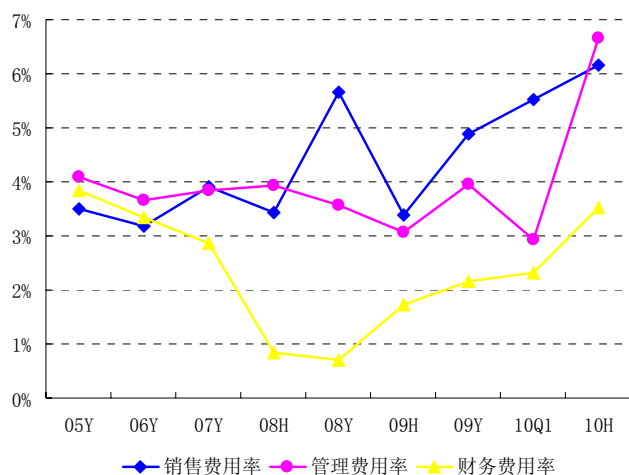
➤ 费用率情况:

(1) 销售费用率同比增加2.79个百分点, 主要原因是由于本期绿化工程收入增加, 导致按绿化工程收入的4.5%预提的绿化工程后续管养费增加所致。由于绿化工程占比较大, 预计2010年销售费用率难以下降。2011年随着苗木销售逐渐恢复, 销售费用率有所下降。

(2) 管理费用率同比增加3.6个百分点, 主要原因是报告期公司无形资产摊销、顾问费及抗旱保苗费较上年同期有较大幅度增加所致。

(3) 财务费用率同比增加1.8个百分点, 主要原因系短期借款较上年同期增加导致利息支出增加所致。公司加大绿化工程有较高的资金需求, 公司100803公告称董事会已通过公司申请1.4亿元贷款的申请, 预计未来财务费用率难以下降。

图表 8: 公司历年费用率情况



资料来源: 公司年报

- 2010年上半年资产减值损失、营业外收支恢复正常数值, 09年末资产减值损失(无形资产减值)计提较充分、营业外收支(苗木销售退回)核算较充分。

10H计提的资产减值损失主要是工程项目的增多导致应收账款增加计提的坏账准备。

图表 9: 公司资产减值损失、营业外收支情况

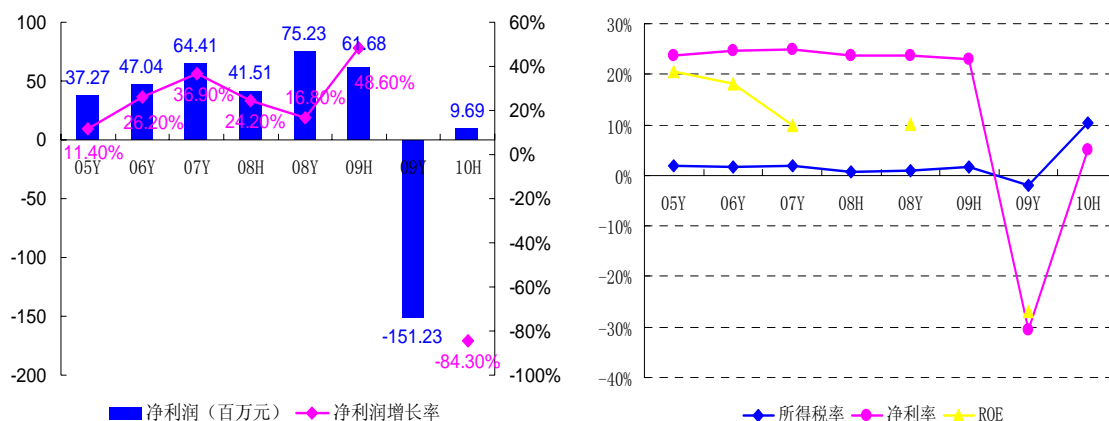
	06Y	07Y	08Y	09H	09Y	1Q10	10H
资产减值损失	0.72	1.81	2.34	5.91	68.75	5.45	8.80
营业外收支	0.72	4.46	2.59	1.31	-152.58	0.65	4.87

资料来源: 公司年报

- 2010年上半年净利润 969 万元, 同比减少 84.3%。EPS: 0.06 元。第二季度净利润为亏损 570 万元。主要是受毛利率大幅下滑、费用率大幅增加、所得税率提升所致。

所得税率预测上升是因为公司苗木种植所得税率为0, 工程业务所得税率为15%, 由于上半年工程业务收入占比达93%, 所得税率也相应大幅上升。

图表 10: 公司历年净利润、净利率情况



资料来源: 公司年报

图表 11: 公司各季度净利润、增速情况 (单位: 百万元)

单季度	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010
净利润	22.87	38.81	26.90	-239.82	15.39	-5.70
净利润增长率	16.14%	77.87%	53.38%	-1582.34%	-32.68%	-114.69%

资料来源: 公司年报

- 报告期内, 公司应收账款大幅增加 101.95%, 主要原因是报告期主要收入来源为绿化工程收入, 相对于苗木收入, 工程收入中的应收账款占比较大, 导致应收账款增加所致。

存货大幅下降66.8%, 主要原因是干旱给公司苗木的存活率带来了极大的危害。

其他应收款期末余额比年初余额增长81.19%, 主要原因是支付酉阳县桃花源景区、伏羲洞工程启动资金及投标保证金2700万元。

应付账款期末余额比年初余额增长93.76%, 主要原因是公司尚未支付工程施工过程中未到付款期限的工程材料及劳务费。

预收款项期末余额比年初余额减少77.36%, 主要原因是预收的绿化苗木款减少所致。

图表 12: 公司应收账款、存货等情况

	05Y	06Y	07Y	1H08	08Y	1H09	09Y	1H10
应收帐款 (百万元)	27.99	29.93	48.09	56.59	65.74	146.98	203.91	296.83
周转天数 (天)	64.7	55.5	55.3		65.2		99.7	
存货 (百万元)	118.33	134.68	259.61	260.48	330.36	415.96	142.72	138.09
周转天数 (天)	433.7	378.4	432.8		517.3		240.2	
其他应收款 (百万元)	3.11	3.29	6.78	1.10	5.02	2.09	30.69	55.53
应付账款 (百万元)	2.95	2.04	33.78	10.86	21.17	44.78	59.18	114.66
预收帐款 (百万元)	4.19	5.74	0.83	4.64	16.98	9.06	12.10	2.74

资料来源: 公司年报

- 公司 10H 期末资产负债率延续 09 年末的情况, 比 09H 期末大幅上升, 主要是公司存货大幅减少导致总资产大幅减少。公司 10H 期末有息负债为短期借款 2.5 亿元, 公司 100803 公告称董事会已通过公司申请 1.4 亿元贷款的申请, 未来预计财务费用率及资产负债率难以下降。

图表 13: 公司历年资产负债率情况

名称	04Y	05Y	06Y	07Y	08Y	1H09	09Y	1H10
资产负债率	48.7%	42.5%	28.6%	21.3%	22.7%	29.0%	42.7%	40.8%
短期借款 (百万元)	125.00	74.10	23.00	102.00	110.00	160.00	300.00	250.00
长期负债 (百万元)	0.00	45.00	30.00	15.00	45.00	65.00	0.00	0.00

资料来源: 公司年报

- 公司 10H 期末资产负债表其他科目无显著变化或数额较小，不做分析。
- 现金流情况：公司经营活动现金净流量为-1,877.14 万元，主要原因是：由于绿化工程施工的投入加大，未到收款期限的绿化工程款增加所致。

10H筹资活动产生的现金流量净额减少,主要原因为本期公司的银行借款减少所致。

10H期末现金余额为5353万元，公司现金流不是很充裕，未来公司绿化工程业务（需垫付项目款）的拓展势必考验公司的资金实力。

图表 14：公司现金流情况（单位：万元）

	05Y	06Y	07Y	08Y	09H	09Y	10H
经营活动产生现金流量净额	334.89	4,751.72	-4,530.98	4,402.32	-7,277.93	-804.22	-1,877.14
投资活动产生现金流量净额	-5,502.65	-528.96	-3,783.45	-21,499.75	-1,132.82	-14,802.14	-634.80
筹资活动产生现金流量净额	-1,087.06	-403.23	37,205.59	1,681.98	4,170.82	10,925.69	-5,704.45
期末现金及现金等价物余额	954.75	4,774.28	33,665.44	18,249.99	14,010.06	13,569.31	5,352.93

资料来源：公司年报

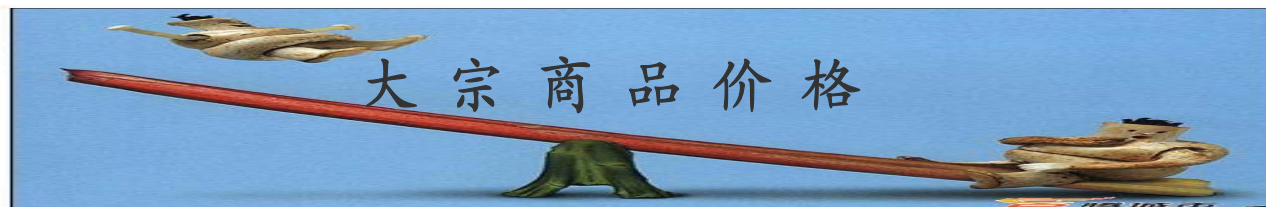
- 行业持续看好：随着我国各级政府逐步意识到环境保护和园林绿化的重要性，尤其是城市绿化对招商引资、提高旅游收入、实现城市可持续发展的重要作用，创建园林城市、宜居城市正成为越来越多地方政府的目标，园林绿化的投入也会增加，公司所处行业是一个发展速度快、市场容量高，正在逐步发展壮大的朝阳产业。

公司公告业绩预测：2010年1-9月预计归属于母公司所有者的净利润比上年同期下降50%到100%之间。业绩变动的原因说明：公司绿化苗木收入大幅减少。

我们的盈利预测：今年预计绿化苗木收入大幅减少。随着旱情的结束，预计苗木销售将于2010年后逐步恢复正常。公司大力拓展绿化工程业务，收入将持续高速增长。预计公司10-11年EPS分别为0.31元/股、0.76元/股。

- 风险提示：1、绿化工程业务（需垫付项目款）的拓展将考验公司的资金实力，现金流会受到一定的影响。2、坏账增加的风险。

（机械行业研究员 曲成涛）



食品行业-糖价格

主产地糖价 (单位: 人民币元/吨)

地区	最新价格	比昨天变化	比上周同期	比上月同期
柳州	5880-5900	-10	+60	+310
南宁	5900-5940	0	0	+280
昆明	5830-5850	0	-20	+380
甸尾	5800	0	0	+400
湛江	5950	0	0	+350
乌鲁木齐	5550	0	-50	+200

资料来源: 中国食糖网 2010-09-28

最新国际油价

名称	最新价格 (\$/bbl)	涨跌幅%
Brent	78.71	0.18
NYMEX	76.29	-0.12

资料来源: BLOOMBERG 2010-09-28

金属期货价格

名称	最新价格(USD/MT)	涨跌额	涨跌幅%
锌	2220.0	+18.0	+0.82
镍	23195	+75.0	+0.32
铜	7981.0	+73.5	+0.93
铝	2313.0	+30.8	+1.35

资料来源: BLOOMBERG 2010-09-28

国际金价

名称	最新价格 (美元/盎司)	涨跌额	涨跌幅%
黄金	1309.6	+12.8	+0.99
白银	2173.5	+28.0	+1.31

资料来源: BLOOMBERG 2010-09-28

农产品价格

名称	最新价值 (USd/bu.)	涨跌额	涨跌幅
玉米	500.20	-11.80	-2.30
小麦	684.60	-18.40	-2.62
大豆(CBT)	1106.60	-20.65	-1.83

资料来源: BLOOMBERG 2010-09-28

基金服务

■ 货币战争全面打响 各国竞相贬值

美联储日前对“通胀偏低”的状况发布预警，并表示必要时将采取措施扶持经济。在货币政策宽松的预期下，美元指数大幅下挫，跌至3月以来新低79.19。

对于许多国家而言，目前的美元贬值不亚于当年对日本经济的打击。各国政府纷纷被迫出手阻止本币升值，日本逾6年多首度干预；过去10多个月，瑞士也将外汇存底扩大至2,190亿美元，用意也是为了阻止瑞郎过分升值。

最积极的干预者仍然是新兴国家。菲律宾、马来西亚上周均传入市干预的消息；中国为维持人民币稳定，外汇存底已累积至2.45万亿美元；而就连控制货币压力较小的巴西等国也开始介入。

巴西财政曼特加周一(9月27日)表示：“我们正处于一场国际性的货币战争中，各国货币普遍贬值，这对我们形成了威胁，因为它降低了我们的竞争力”。

近期曼特加关于巴西政府入市干预巴西雷亚尔汇率的言论已经愈发激进，他曾表示，几乎全世界政府都在试图削弱自己的货币促进竞争力。

自2009年开始，美元兑巴西雷亚尔贬值已达25%，使其成为全球表现最为强势的货币之一。

随着经济成长放缓，越来越多人担心会演全球演变成所谓的“竞争性贬值”，甚至助长各国间的贸易保护主义。若各国央行印钞来防止货币升值，而不冲销流动性，则货币供给将进一步增加。

《经济学人》认为，尽管干预汇市目的相同，但中国、新兴市场乃至发达国家之间的情势与动机，却差异甚大。

诸多政治风险，是抵制各国独自行动的最佳理由；因为这不仅有保护主义反扑的可能，且会引发中国更多干预的动机。

“欧元之父”蒙代尔接受访问时指出，人民币升值不会对美国带来帮助，也不会创造更多就业机会，只会带来灾难。

他指出，在全球经济史上，从未出现过透过任何立法体系，让一个国家被迫使其货币兑另一国家货币升值。

蒙代尔补充说，史上并无充分证据显示，中国让其货币升值，会令美国受惠，或是协助贸易平衡。“这并不会对于缩减美国贸易赤字，有多大帮助；美国自1980年代起，便背负庞大贸易赤字；并不会因为中国改变其汇率政策而有所变化”。

蒙代尔提醒，美国应该把焦点放在美元与欧元之间更庞大的“不稳定性”，而非专注于试图向中国当局施压、让人民币升值。

蒙代尔认为，欧元兑美元的汇率不稳定波动，相当不利于全球经济。“在长达 3000 年的货币史上，我们从未处于这样不稳定的位置。”

他表示，政策官员应该试图让货币的波动限于一定区间，以防止石油等原物料价格出现巨幅震荡。

(来源于：网易)

特 别 声 明

本刊所载文章版权归“上海塔晶投资管理有限公司”所有，未经事先书面授权，任何人不得进行任何形式的复制、刊登、发表或引用。

本刊所载文章基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，文章涉及信息或所表达意见均不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，仅供基金持有人了解我公司投资研究情况使用，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

上海塔晶投资管理有限公司

地址：上海浦东新区新金桥路28号新金桥大厦24层

电话：(021) 33821711 传真：(021) 33821701

网址：www.tajing.com
