



塔晶投资研究

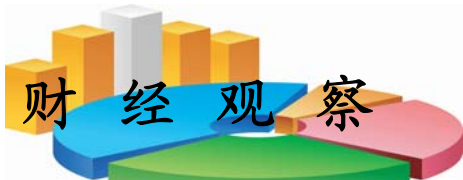
2010年第6期 总第30期

上海塔晶投资管理有限公司主办
www.tajing.com



目 录

【财经观察】	1
【新股分析】	
棕榈园林	2
江苏神通	10
【大宗商品价格】	18
【基金服务】	
国家石油储备体系首向民企开放	19



G20 财长和央行行长会议召开

20 国集团(G20)财长和央行行长会议 6 月 4 日至 5 日在韩国釜山召开。此次会议将为本月在加拿大多伦多召开的 G20 峰会寻求共识,并为 11 月在韩国首尔召开的 G20 峰会进行预热。

土地增值税预征从严 楼市调控加码

在房产税争论仍在纠结之时,土地增值税调控利器再次祭起。国税总局日前下发通知,要求各地税务机关对目前的土地增值税预征率进行调整,并研究预征率调整与房价上涨的挂钩机制。对确需核定征收的,要严格按照税收法律法规的要求,从严、从高确定核定征收率。通知还规定,为了规范核定工作,核定征收率原则上不得低于 5%,各省级税务机关要结合本地实际,区分不同房地产类型制定核定征收率。

今年以来全国洪涝灾害直接经济损失约 169 亿元

国家防汛抗旱总指挥部办公室统计,截至 6 月 3 日 15 时,今年以来全国累计洪涝受灾人口 2309 万人,农作物受灾 1556 千公顷,因灾死亡 125 人,失踪 34 人,倒塌房屋 11.9 万间,直接经济损失约 169 亿元。据国家防总办公室分析,因灾死亡人员多集中发生在山丘区,由于暴雨集中、雨量大所引发的滑坡、泥石流、房屋倒塌是造成人员伤亡的主要原因。今年以来,全国各地先后提前转移受威胁地区的群众 89 万人,大大减轻了洪涝灾害造成的损失。

新疆资源税改革启动 原油天然气从价税率 5%

财政部 6 月 2 日消息,财政部和国家税务总局联合印发《新疆原油天然气资源税改革若干问题的规定》的通知,新疆原油、天然气资源税实行从价计征,税率为 5%。规定自 2010 年 6 月 1 日起执行。新规适用于在新疆开采原油、天然气缴纳资源税的纳税人。应纳税额计算公式为:应纳税额=销售额×税率。

日本首相鸠山由纪夫宣布辞职

日本首相鸠山由纪夫 6 月 2 日在执政的民主党众参两院议员全体会议上宣布辞去首相职务。鸠山还要求民主党干事长小泽一郎辞职。小泽随后表示,他将辞去干事长职务。

前四月实现股票交易印花税 168 亿

来自证监会有关部门的市场统计数据,今年 1 月到 4 月,我国证券市场共实现股票交易印花税 168 亿元左右,约为去年全年的 31.4%。今年截至 4 月,我国股票市场成交金额共 16.83 万亿元,其中 2、3、4 三个月的月成交金额逐月递增,4 月股票日均成交额 2472.83 亿元,为年内最高。前四个月,资本市场

共实现股票交易印花税 168.27 亿元。

成品油价去年 9 月以来首次下调

国家发改委昨天傍晚发布通知,自 6 月 1 日零时起将汽、柴油价格每吨分别降低 230 元和 220 元,国产陆上天然气出厂基准价格每千立方米提高 230 元,并进一步改进天然气价格管理,完善相关价格政策。据了解,国内此次汽油降价的幅度折合成升价约为 0.17 元/升,柴油降价幅度折合成升价约 0.19 元/升。调整后,国内汽柴油最高零售价均价分别为 7990 元/吨和 7260 元/吨,分别下跌 2.80%和 2.94%。这也是去年 9 月以来首次下调成品油价格。

温家宝: 做好预防世界经济“二次探底”准备

国务院总理温家宝 31 日在东京表示,必须密切观察形势,做好预防世界经济“二次探底”的准备。中国现在退出经济刺激政策为时尚早。温家宝认为,世界经济仍有“二次探底”的可能,因此要把困难想得充分一点,做好“二次探底”的准备。当前,各国要协调一致,加强政策对经济的支持力度,不可有丝毫放松。

外汇局否认评估欧元债券

针对外电“中国外管局正在评估所持欧元债券”的报道,国家外汇管理局有关负责人 5 月 27 日驳斥,“这一报道毫无事实根据。”近一段时期以来,欧洲债务危机愈演愈烈,欧元区经济重现颓势,并进一步引发国际市场波动,欧元下跌势头明显。据记者初步计算,以中间价计,人民币对欧元近两个月已经升值近 10%。分析人士表示,以欧元计价的资产面临贬值风险,以及进一步诱发的流动性风险。

5 月新增信贷预计回落至 6000 亿

由于 4 月份新增贷款已达 7740 亿元,5、6 月份的月均新增信贷也将维持在 6000 亿元左右,保持二季度新增贷款在 2 万亿元左右的均衡、平稳投放。随着 4 月中旬房地产新政出台,5 月份新增信贷将较 4 月份有所回落是在预期之中。不过,由于贷款审批的滞后效应,也有观点认为 5 月份按揭贷款不会大幅下挫。

证监会将加大力度查办老鼠仓

中国证监会副主席姚刚 5 月 20 日前在“证券行政处罚体制改革和投资者保护国际研讨会”上表示,下一步证监会将努力维护好“三公”市场秩序,推动司法机关细化、完善“操纵市场”、“内幕交易”两个认定指引;对于市场反应强烈的内幕交易、“老鼠仓”和损害上市公司利益等违法违规行为,将加大查办力度。

棕榈园林

—— 园林双雄：南棕榈、北东方

主要结论

- 园林景观行业市场空间巨大，预计 2010 年市场容量为 1800 亿元，行业正处于朝阳发展期，以 25-30% 速度快速增长。
- 公司综合竞争实力较强，兼具园林景观设计和施工的“双甲”资质，且产业链一体化、跨区域经营、客户资源优势显著。
- 公司与东方园林比较下来，盈利模式略有差异，棕榈园林为地产园林龙头，而东方园林为市政园林龙头，但无论是资质、产业链、财务状况而言，两者的实力都很强，在景观园林行业拥有北东方、南棕榈的美誉。
- 募投项目有利于：1) 增加公司营运资金，开拓市政园林工程业务；2) 提高苗木自给率，提高公司的毛利率水平；3) 增强研发能力，维护和提升公司的综合竞争力。
- 盈利预测：公司 2010-2012 年每股收益预计分别达到 1.02、1.50、2.00 元。

主要内容

■ 发行情况

中文名称：广东棕榈园林股份有限公司

发行股数：3000 万股

占发行后总股本的比例：25%

发行日期：2010 年 5 月 31 日

拟上市的证券交易所：深圳证券交易所

发行后总股本：12000 万股

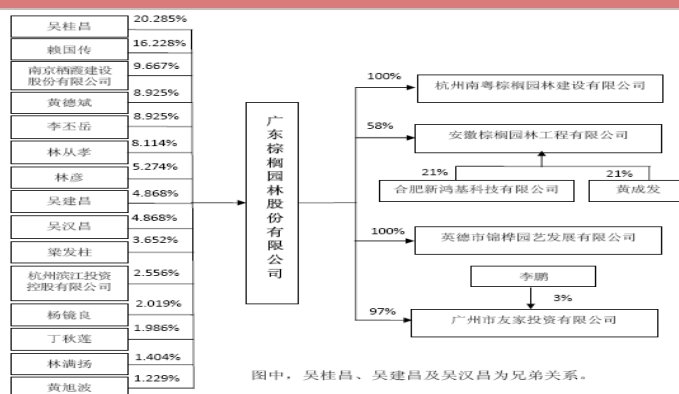
■ 公司概况

公司前身成立于 1984 年，发行人自创始以来就开始经营苗圃，后逐步发展成为园林工程综合类企业，目前是一家以风景园林景观设计和营建为主业，具有原建设部颁发的城市园林绿化一级资质（2000 年获得）和住建部颁发的风景园林工程设计专项甲级资质（2008 年获得）的综合性园林企业，截至 2009 年 12 月，全国同时具有上述两项资质的企业共有 15 家（东方园林也是其中之一）。

公司现已成为国内风景园林行业的领先企业，截至目前已完成园林景观设计项目及园林施工项目累计超过 1000 个，累计获得各种荣誉和奖项达 100 项。08 年底被认定为“高新技术企业”。

■ 公司股权结构合理

图表 1：公司发行前股权结构



数据来源：公司招股说明书、塔晶投资研究中心

本次发行前，吴桂昌、吴建昌和吴汉昌三位公司的发起人合计持有公司2701.88万股，占公司总股本的30.02%，吴桂昌、吴建昌和吴汉昌为兄弟关系，事实上为一致行动人关系。吴桂昌现任公司董事长，吴建昌现任公司监事会主席，吴汉昌现任公司监事。

公司股权较分散，一股独大的决策风险较小；公司高管较早就开始持有公司股份，起到了很好的激励作用。

公司于2008年7月引进栖霞建设作为战略投资者，占发行前总股本的9.667%。2008年8月，滨江控股增资555.17万元。栖霞建设、滨江控股分别为房地产开发公司、滨江集团房地产开发公司的控股公司，与公司形成了产业联盟的关系。两个公司的房地产园林绿化项目，预计都将优先考虑广东棕榈园林，棕榈园林通过资本层面的战略合作较好的锁定了客户资源，同时也挤压了竞争对手的发展空间。

■ 公司主营业务——以地产园林景观为主

主营业务是园林景观设计 and 园林工程施工，业务领域涉及房地产景观以及政府公共园林项目的设计和营建，具体包括房地产景观、政府公共园林、高端休闲度假区地产园林、星级酒店园林及滨水景观等。

施工业务中，公司地产项目的施工收入占到工程收入的90%以上，占总收入的80%以上，市政工程相对较少（未来计划占比达到30%）。

公司设计业务对施工业务的带动作用也非常明显，07年带动比例为16.8%，08年为26.9%，09年达到了33.8%。

公司主营业务还包括园林绿化苗木产销。目前公司共建成苗木基地4,337.85亩，培育生产各种规格的苗木品种达1,000余种。充足的绿化苗木储备为提高工程施工质量和提升公司整体竞争力提供了有力的保障。

图表 2: 公司 07-09 年主营业务情况

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
工程施工	58,565.69	88.80%	42,444.51	87.37%	35,901.86	91.66%
园林设计	5,891.90	8.93%	4,661.94	9.60%	3,046.38	7.78%
苗木销售（不对外）	1,381.34	2.10%	1,324.95	2.73%	219.46	0.56%
合计	65,949.33	100%	48,579.70	100.00%	39,167.70	100.00%

数据来源：公司招股说明书、塔晶投资研究中心

图表 3: 公司 07-09 年主营业务毛利率情况

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
工程施工业务毛利率	21.97%	21.12%	20.36%
设计业务毛利率	69.05%	68.46%	68.96%
苗木销售业务毛利率	43.02%	36.54%	22.30%
主营业务毛利率	26.62%	26.10%	24.15%

数据来源：公司招股说明书、塔晶投资研究中心

■ 公司竞争优势显著

➤ 品牌优势

公司始终依靠质量和诚信打造品牌，努力营建优质工程，在行业内留下了较高的美誉度。多年以来，发行人及其所承揽的项目多次获得社会和发包方的好评，累计获得各种荣誉和奖项达100多项。

公司在业务开拓方面，品牌的作用突出：在报告期内公司承接业务的方式主要是发包方邀标，已建立合作关系的客户在新项目立项时通常主动邀请公司参与策划和提供咨询服务，继而邀请公司承接设计或施工业务；未建立合作关系的发包方通过参观、了解公司优秀项目作品或通过业内同行介绍后，也纷纷向公司发出投标邀请。发行人企业品牌优势是公司业务开拓和维持客户资源稳定的重要基础与保障。

➤ 产业链条完整，具备一体化运作优势

公司是一家综合性的大型园林企业，经过通过多年的努力，打造出从园林苗木生产、园林景观设计到园林工程施工的较为完整的产业链条，并在人才、技术、市场等方面获得丰厚的积淀。通过这一完整产业链，发行人实施有效的上下游滚动发展战略，使得公司具备了稳定、灵活的发展优势。

公司目前拥有苗木基地4000多亩，目前栽植苗木品种达1000余种，苗木种植规模在以工程施工为主营业务的园林企业中处于领先地位。公司在抗逆性棕榈科植物的培植、驯化技术，品种规格和储量等方面处于国内领先水平，成为公司园林景观设计、施工业务的坚强后盾。

- 公司同时拥有风景园林工程设计专项甲级资质和城市园林绿化一级资质，能够为园林项目提供设计—施工一体化服务。优势表现在：增强了公司在业务承揽时的竞争力；设计业务与施工业务市场开拓相辅相跨区域经营能力优势

发行人通过准确把握市场脉搏，紧随中国区域经济发展步伐，快速建立了全国性多层次的分支机构，建立了跨省市、跨区域的市场战略布局，现已成为全国性的具有较强竞争力的大型园林企业。

图表 4：2009 年项目收入地区占比

地区	华南	华中	华东	西南	华北
项目收入占比	29.77%	7.41%	49.39%	8.95%	4.49%

数据来源：公司招股说明书、塔晶投资研究中心

发行人跨区域经营优势表现在：① 一定程度上可以消除季节因素对公司工程业务的影响；② 通过跨区域信息网络收集、整理，建立全国性的包括园林原材料供求状况、设计风格的地域特点及变动趋势、各地园林市场需求情况等方面的信息资源库，可丰富公司项目的设计元素，同时提高工程施工项目的成本控制能力；③ 可以均衡市场业务，分散业务区域集中可能带来的经营风险。

- 客户资源优势

凭借自身强大的品牌优势、跨区域经营能力、设计—施工一体化和苗木资源等优势，公司业务开拓获得了长足的发展，目前发行人的客户主要集中于房地产领域，大部分客户是全国性房地产领先企业或区域房地产龙头企业。优质的客户资源保证了公司的业务稳定，有利于公司有效控制财务风险。公司主要客户及参与项目数量：保利地产（18个项目）、合生创展（7）、栖霞建设（7）、滨江集团（8）、绿城地产（3）、富力地产（2）、福星惠誉（4）、星河湾地产（3）、华润集团（2）、万科（5）、宁波银亿（4）、宁波市交通房产（3）、中南集团（2）等。

■ 风景园林行业发展状况及未来空间

- 政府投资力度的加大带动园林行业高速增长

政府直接用于大型公共绿地建设的资金由2001年的163.20亿元增加到2008年的649.9亿元，2008年的投资总额比2001年增长了298.2%。根据统计数据，2007年我国主要城市公共绿地面积为33.3万公顷，占建成区绿地面积的26.64%，比1995年的13.86%有了较大幅度的增长；主要城市人均公共绿地面积为8.98m²，比1995年的2.49m²增长了260.64%。

从政策驱动面来看，随着城市化进程的不断推进，城市建成区面积、城市建设固定资产投资、城市建成区绿化面积、公共绿地面积和人均拥有公共绿地面积，仍将在往年的基础上继续保持增长态势。

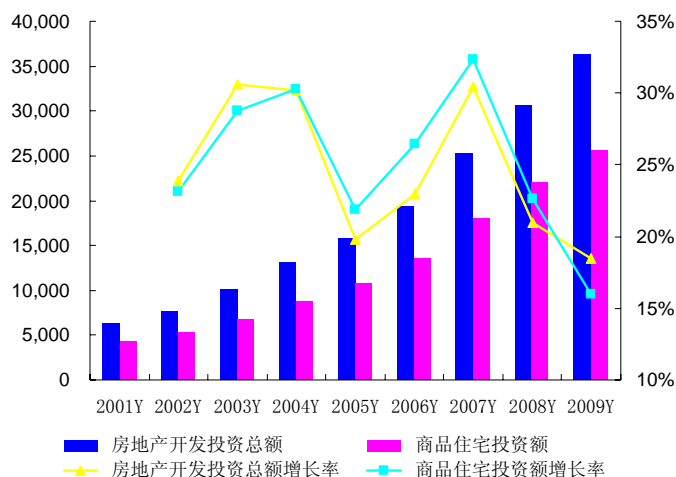
- 地产景观园林市场已成为园林行业发展的主要增长点

2001年后，公共绿地面积虽然逐年保持增长，但它在园林绿地总面积中的占比增速开始趋缓，说明从此阶段开始，包括房地产景观、星级酒店园林、旅游度假区环境等方面在内的社会投资在逐步加大。其中，房地产行业对园林的投资在该市场领域占据了绝对的市场份额。

根据以往数据粗略统计，地产项目配套园林占销售收入的比例为1-4%。按保守估计，假设房地产企业的销售收入近似于房地产开发投资总额，以房地产开发投资总额的2%用于配套园林支出测算，截至2009年12月底，我国地产园林设计和工程的市场容量约为724.63亿元。目前居住区景观园林市场依托于商品住宅投资额的快速增长已成为我国园林行业发展的主要增长点。

随着房地产投资额的逐步扩大，今后我国房地产园林业的投资额和需求将进一步增长，并将保持较快的发展速度。

图表 5: 2001-2009 年我国房地产投资情况



数据来源: 国家统计局、塔晶投资研究中心

➤ 风景园林的多重功能获广泛认同

风景园林不只是作为游憩之用, 其还具有生态效益、社会效益和经济效益等多重功能。

其中园林的经济功能主要体现在: 一是优美的园林环境会提高房地产项目的经济效益。近年来, 房地产发展商越来越重视园林营建对其物业价值的提升作用。据统计, 具有优秀园林景观的房地产项目平均售价要高出同类普通房地产售价的30%以上, 并且销售进度良好; 二是优美的公共园林空间是城市建设的绿色基础设施。公共绿地的建设会提高周边不动产的商业附加值, 有利于城市招商引资。

■ 行业内比较

➤ 行业内主要竞争对手及排名

我国目前具有16000多个园林企业, 但是年收入规模超亿元的以及具有较高设计与施工资质的企业占比很小。目前公司主营收入排名全行业前五, 地产园林施工项目排名第一。下面是公司的主要竞争对手(收入规模都在3亿元以上):

图表 6: 公司主要竞争对手

地区	公司名称
北京	北京东方园林股份有限公司
	北京金都园林绿化有限责任公司
长三角	苏州园林发展股份有限公司
	杭州天开市政园林工程有限公司
	杭州市园林绿化工程有限公司
珠三角	广东棕榈园林股份有限公司
	深圳市四季青园林花卉有限公司
	东莞市岭南园林建设有限公司
西南	广州普邦园林配套工程有限公司
	重庆华宇园林工程有限公司
西北	陕西红叶园林绿化设计工程集团有限公司

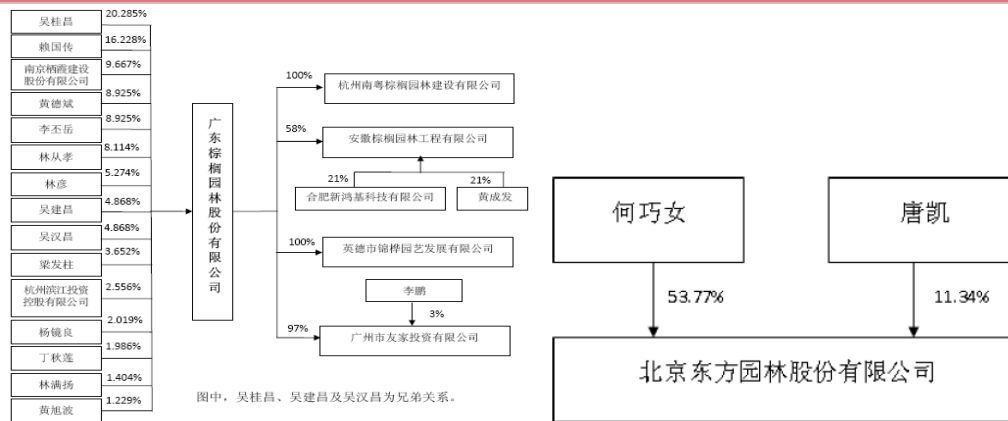
数据来源: 塔晶投资研究中心

➤ 与东方园林的详细比较——难分伯仲

股权结构比较:

棕榈园林的股权结构相对于东方园林(董事长夫妇占65%)而言更分散, 并且高管合计持股份额最大, 不仅有利于团队的稳定性和激励作用(不过东方园林已通过股权激励, 这从另一方式激烈了团队), 还可防止决策集中的风险。另外棕榈园林还有战略投资者(栖霞建设、滨江控股), 形成了较好的产业联盟。股权结构方面我们认为棕榈园林更加合理。

图7: 棕榈园林及东方园林股权结构



数据来源: 公司招股说明书、公司年报、塔晶投资研究中心

施工及设计资质比较:

两个公司都拥有城市园林绿化一级资质和风景园林工程设计专项甲级资质，截至2009年12月，全国同时具有上述两项资质的企业共有15家。两个公司的资质实力都很强。

土地资源比较:

棕榈园林公司目前共建成苗木基地4,337.85亩，培育生产各种规格的苗木品种达1,000余种。

东方园林公司目前在北京拥有1,073亩苗圃种植大规格绿化苗木。IPO计划是公司拟建设的苗圃总面积8,495亩。

充足的绿化苗木储备为提高工程施工质量和提升公司整体竞争力提供了有力的保障。

财务状况比较:

收入比较:

图8: 棕榈园林及东方园林收入比较 (单位: 百万元)

	2007Y	2008Y	2009Y
棕榈园林			
主营业务收入	391.68	485.80	659.49
收入增长率		24.03%	35.75%
东方园林			
主营业务收入	270.15	415.78	584.08
收入增长率	25.52%	53.91%	40.48%

数据来源: 公司招股说明书、公司年报、塔晶投资研究中心

两个公司的收入规模比较接近，目前行业的集中度还比较低，行业前几名企业的收入规模都差不多，没有特别大的企业，未来预计行业集中度将不断提升，拥有综合竞争实力的企业规模将越来越大。

目前两个公司都存在由于资金或人员瓶颈而不能接更多单子的情况，即处于满负荷运转状态。

图9: 棕榈园林公司07-09年主营业务情况

项目	2007 年度		2008 年度		2009 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
工程施工	35,901.86	91.66%	42,444.51	87.37%	58,565.69	88.80%
园林设计	3,046.38	7.78%	4,661.94	9.60%	5,891.90	8.93%
苗木销售 (不对外)	219.46	0.56%	1,324.95	2.73%	1,381.34	2.10%
合计	39,167.70	100.00%	48,579.70	100.00%	65,949.33	100%

数据来源: 公司招股说明书、塔晶投资研究中心

图表 10: 东方园林公司 07-09 年主营业务情况

项目	2007 年度		2008 年度		2009 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
园林工程施工	25,701.80	95.14%	40,308.67	96.95%	57016.53	97.62%
园林景观设计	1,271.16	4.70%	1,130.96	2.72%	1206.43	2.07%
苗木对外销售	42.32	0.16%	138.41	0.33%	184.89	0.32%
合计	27,015.28	100%	41,578.04	100%	58407.85	100%

数据来源: 公司招股说明书、公司年报、塔晶投资研究中心

从施工、设计、苗木销售占比来看, 两者也差不多, 不过棕榈园林设计占比及绝对额都显著高于东方园林, 而设计对施工的带动作用毋庸置疑的。另外景观设计含金量最高, 从毛利率就可以看出。这一点棕榈园林更胜一筹。

另外施工业务中, 棕榈园林公司地产项目的施工收入占到工程收入的90%以上, 占总收入的80%以上, 市政工程相对较少 (未来计划占比达到30%)。而东方园林施工业务中市政工程占到70%以上。这两种业务模式的差异, 导致两个公司的毛利率及资金周转都产生了较大的差异。

图表 11: 棕榈园林公司 07-09 年工程业务情况

	09年收入	占工程收入比例	占总收入比例
地产园林项目	34075.89	94.91%	87%
市政园林项目	705.02	1.96%	1.8%

数据来源: 公司招股说明书、塔晶投资研究中心

图表 12: 东方园林公司 07-09 年工程业务分类情况

	09年收入	占工程收入比例	占总收入比例
市政园林项目	42115.25	73.86%	72.11%
休闲度假项目	7518.67	13.19%	12.87%
地产景观项目	4297.33	7.54%	7.36%
生态湿地项目	3085.28	5.41%	5.28%

数据来源: 公司招股说明书、公司年报、塔晶投资研究中心

附: 市政园林与地产园林的差异

在设计收入确认方面两者是相似的, 与施工工程款分开结算; 在施工收入确认方面两者有所不同: 地产项目从开工带竣工验收周期为6个月-1.2年, 完工时可结算工程款80%, 竣工验收时可结算工程款10%, 质保后最后结算10%; 而市政园林周期长, 通常是2年, 完工时可结算工程款50%, 竣工验收时可结算工程款30%, 质保后最后结算20%, 因此对资金实力的要求较高, 过去棕榈园林由于受资金实力的影响因而大力发展地产园林项目, 上市后将逐步增加市政园林项目, 主要承接有标志性的项目, 以提升品牌形象为目标。

由于市政园林周期长, 资金占用大、周转慢 (见应收账款周转比较), 因此企业要求较高的毛利率作为资金成本上的补偿, 所以市政园林的毛利率上高于地产园林项目。(见毛利率比较)

尽管地产园林与市政园林属于两种盈利模式, 虽然前者毛利率低, 但资金周转快, 因此两者的ROE是相似的, 都在30%左右。所以两种模式不存在孰优孰劣的问题, 未来预计两个企业竞争将加剧, 相互会渗透到对方的工程领域。

图表 13: 棕榈园林与东方园林 ROE 比较

	2007Y	2008Y	2009Y
棕榈园林ROE	31.97%	29.11%	29.33%
东方园林ROE	30.75%	32.83%	7.86%

数据来源: 公司招股说明书、公司年报、塔晶投资研究中心

注: 东方园林 09 年末上市募集到资金后, 净资产大幅增加, ROE 下降。

毛利率比较:

图表 14: 棕榈园林公司 07-09 年主营业务毛利率情况

项目	2007 年度	2008 年度	2009 年度
工程施工业务毛利率	20.36%	21.12%	21.97%
设计业务毛利率	68.96%	68.46%	69.05%
苗木销售业务毛利率	22.30%	36.54%	43.02%
综合毛利率	24.15%	26.10%	26.62%

数据来源: 公司招股说明书、塔晶投资研究中心

图表 15: 东方园林公司 07-09 年主营业务毛利率情况

东方园林	2007 年度	2008 年度	2009 年度
园林工程施工	31.11%	32.01%	32.74%
园林景观设计	44.75%	36.87%	42.10%
苗木对外销售	35.10%	37.43%	17.83%
综合毛利率	31.76%	32.16%	32.89%

数据来源: 公司招股说明书、公司年报、塔晶投资研究中心

上文已经提到由于市政园林周期长, 资金占用大、周转慢, 因此企业要求较高的毛利率作为资金成本上的补偿, 所以市政园林的毛利率上高于地产园林项目。而棕榈园林公司地产项目的施工收入占到工程收入的90%以上, 市政工程相对较少。而东方园林施工业务中市政工程占到70%以上。导致棕榈园林的工程施工毛利率显著低于东方园林。

棕榈园林市政园林施工毛利率也低于东方园林的原因: 南方园林行业竞争更激烈, 棕榈园林在承接北京玉潭公园毛利率也达到了30%。再有是棕榈园林在承接市政园林时以标志性项目为主, 主要是一线城市, 一线城市的政府负债率低, 而东方园林的很多项目都是二三线城市, 二三线城市政府负债率较高, 因此作为资金的补偿也更高, 相对而言毛利率更高。

棕榈园林的设计业务毛利率显著高于东方园林, 这一业务上公司收入绝对额也显著高于东方园林, 可见实力更强。

苗木方面, 棕榈园林都是自用, 不对外销售, 产品都是精品, 因此毛利率较高。东方园林的苗木种植是以自用为主, 绝大部分用于本公司的园林绿化工程施工项目。但也有部分苗木是对外销售, 主要是一些大众化产品, 因此毛利率略低。

费用率比较:

图表 16: 棕榈园林与东方园林公司 07-09 年费用率情况

	2007Y	2008Y	2009Y
棕榈园林			
销售费用率	0.77%	1.90%	1.05%
管理费用率	5.83%	7.14%	7.58%
销售、管理合计	6.60%	9.04%	8.63%
财务费用率	0.15%	0.22%	0.16%
东方园林			
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	12.45%	11.31%	10.74%
财务费用率	0.74%	0.62%	0.57%

数据来源: 公司招股说明书、公司年报、塔晶投资研究中心

两个公司的销售费用都很少, 东方园林将其划入管理费用中, 总的费用率棕榈园林比东方园林低一些, 控制的更好一些。

净利润比较:

图表 17: 棕榈园林与东方园林公司净利润比较 (单位: 百万元)

棕榈园林	2007Y	2008Y	2009Y
所得税费用率	29.11%	17.21%	15.31%
净利润	35.27	55.73	77.58
净利率	9.00%	11.47%	11.76%
净利润增长率		58.0%	39.2%
ROE	31.97%	29.11%	29.33%
东方园林			
所得税费用率	11.71%	19.70%	20.68%
净利润	38.34	59.20	83.73
净利率	14.19%	14.24%	14.34%
净利润增长率	50.7%	54.4%	41.4%
ROE	30.75%	32.83%	7.86%

数据来源: 公司招股说明书、公司年报、塔晶投资研究中心

两个公司的净利润规模、盈利能力、成长能力都比较接近, 业内也有北东方、南棕榈的美名。

资产周转、现金流情况比较:

图表 18: 棕榈园林与东方园林公司资产周转、现金流情况比较 (单位: 百万元)

棕榈园林	2007Y	2008Y	2009Y
应收账款周转天数	53.0	93.2	84.3
存货周转天数	56.1	117.9	116.5
经营活动产生的现金流量净额	11.40	10.83	34.74
期末现金及现金等价物余额	37.62	65.27	84.78
东方园林			
应收账款周转天数	115.6	87.3	97.0
存货周转天数	164.6	163.9	225.0
经营活动产生的现金流量净额	42.26	23.51	-113.82
期末现金及现金等价物余额	45.59	95.39	839.82

数据来源: 公司招股说明书、公司年报、塔晶投资研究中心

前文已提到市政园林周期长, 资金占用大、周转慢, 所以棕榈园林比东方园林的周转略快一些, 现金流更稳定一些。东方园林未来也有加大高端地产园林的打算, 主要是出于改善现金流的考虑。

■ 募投项目分析:

图表 19: 棕榈园林募投项目

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	补充公司园林工程施工业务运营资金	8,000.00	8,000
2	高要苗木生产基地技术改造及建设项目	5,106.10	2,742
3	英德苗木生产基地技术改造及建设项目	7,503.64	4,280
4	风景园林科学研究院建设项目	1,860.00	1,860
	合计	22,469.74	16,882

数据来源: 公司招股说明书、塔晶投资研究中心

募投项目有利于: 1、增加公司营运资金, 开拓市政园林工程业务; 2、提高苗木自给率, 提高公司的毛利率水平; 3、增强研发能力, 维护和提升公司的综合竞争力。

■ 风险因素:

房地产市场宏观调控政策不确定性对公司经营产生一定影响;

工程业务结算模式影响公司运营资金, 给公司带来一定的经营风险;

园林行业是轻资产行业, 人才是非常重要的资源, 随着公司规模不断扩大, 项目经理等高端人才能否及时到位以及未来是否会流失, 是风险之一。

自然灾害风险: 自然灾害风险主要危及公司生产场的苗木。

(奢侈品休闲品行业研究员 王焱)

江苏神通

—— 核电阀门和冶金特种阀门龙头

主要结论

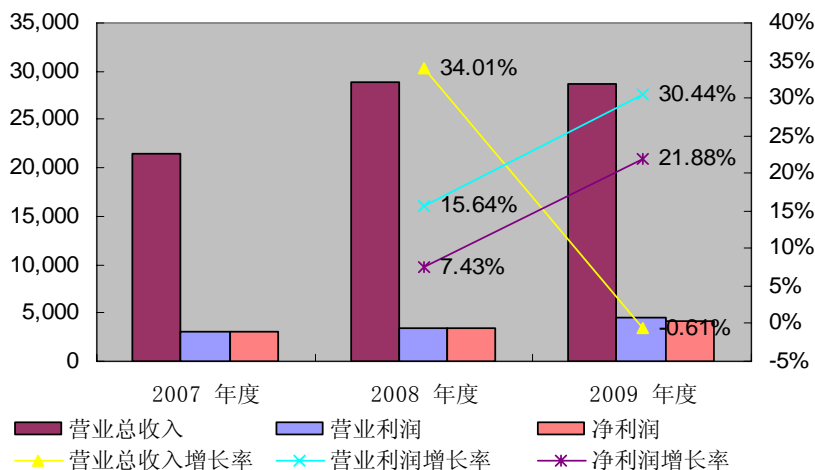
- 公司是核电阀门和冶金特种阀门龙头：**近三年收入呈上升趋势，产品毛利率水平处于机械行业的领先地位，盈利能力强。未来随着核电阀门比重的增加，毛利率将保持增长。
- 市场容量较大：**节能减排、技术改造升级稳定产品需求 3 亿元以上，核电大发展和鼓励国产化政策给本土阀门企业带来巨大发展空间，未来十年内国内新建核电站项目对核电蝶阀、球阀、风阀的市场需求超过 40 亿元。
- 公司在冶金特种阀门和核电阀门领域占据领先地位：**根据近三年高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统、焦炉烟气除尘系统、煤气管网系统所需冶金特种阀门国内招投标统计信息，公司市场占有率超过 70%。公司陆续在红沿河、宁德一期、阳江一期、方家山工程、福清一期等项目核岛蝶阀、球阀的招标中实现 100% 中标。
- 先发优势突出：**公司在 2008 年和 2009 年我国核电工程用阀门的一系列国际招标中，公司为核级蝶阀和核级球阀唯一中标企业，获得了核电工程已招标核岛蝶阀、核岛球阀的全部订单。
- 预计公司 10、11、12 年发行后 EPS 为 0.60 元、0.75 元和 0.95 元。

主要内容

■ 公司基本情况：核电阀门和冶金特种阀门龙头

公司成立于2001年1月4日，主要从事应用于冶金领域的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统、焦炉烟气除尘系统、煤气管网系统的特种阀门以及应用于核电站的核级蝶阀、核级球阀、非核级蝶阀、非核级球阀等产品的研发和生产，产品涵盖6大类、145个系列、2,000多个规格。自2004年以来连续进入中国阀门二十强企业，是我国冶金特种阀门和核电阀门自主化的主要生产企业之一。

图表 1：公司近三年来经营情况（万元）



数据来源：公司招股说明书、塔晶投资研究中心

冶金特种阀门方面，公司产品服务于宝钢、莱钢、包钢等特大型钢铁企业，产品主要应用于对冶金企业具有节能、减排及降耗效果的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统和焦炉烟气除尘系统，根据相关招投标情况的统计分析，公司近三年在这些领域内已实施项目中的市场占有率达70%以上，公司冶金阀门产品在上述应用领域优势地位突出。

核电阀门方面，公司在核电蝶阀、球阀产品领域优势地位突出，公司在2006年成为岭澳核电二期工程的核级蝶阀、球阀设备国内唯一供货商；在2006至2007年度成为秦山二期扩建工程的核级蝶阀、球阀设备国内唯一供货商；在2008年和2009年我国核电工程用阀门的一系列国际招标中，公司成为核级蝶阀和核

级球阀唯一中标企业，实现了核级蝶阀和核级球阀产品的全面国产化。

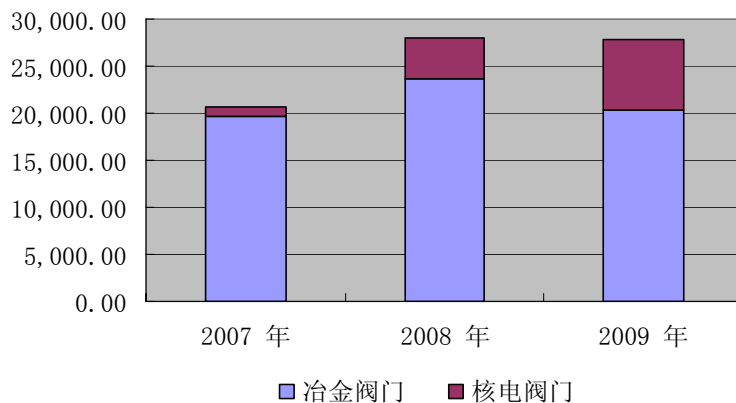
图表 2: 公司产品应用概况

应用领域	应用子领域	主要配套阀门产品及其数量
高炉	高炉煤气全干法除尘系统	全封闭盲板阀约 36 套/座 金属硬密封蝶阀约 36 套/座 (蝶阀) 调压阀组 1 套/座
	高炉煤气余压发电 (TRT) 系统	快速切断阀 1 套/座 (蝶阀) 快开阀 1 套/座 (蝶阀) 盲板阀、金属硬密封蝶阀 (蝶阀) 各若干
	转炉煤气湿法除尘与回收系统	水封逆止阀 1 套/座 三通阀 1 套/座 旁通阀 1 套/座
转炉	转炉煤气干法除尘与回收系统	杯形阀、回收阀各 1 套/座 泄爆阀 4 套/座
	其它通风除尘阀门	蝶阀、盲板阀若干
焦炉	焦炉 (包括干熄焦) 拦焦、装煤烟 气除尘多管阀等	多管阀约 110 口/座 蝶阀约 35 套/座
煤气管网系统	煤气管网及煤气柜、煤气加压站系 统	金属硬密封蝶阀约 45 套/座 盲板阀约 45 套/座
核电	压水堆、重水堆、实验快堆	核级蝶阀、核级球阀、非核级蝶阀、 非核级球阀、风阀等

资料来源: 招股说明书, 塔晶投资研究中心

近三年公司主营业务收入总体呈上升趋势, 其中, 核电阀门销售收入保持快速上升趋势, 主要原因是受益于国家大力发展核电政策, 核电产品市场需求增长较快, 核电阀门特别是高附加值的核级阀门销量逐年增加; 冶金阀门销售收入总体呈上升趋势, 2009年较2008年有所下降, 主要是受产品销售价格下降、2009年钢铁行业固定资产投资规模下降的影响。但由于公司冶金阀门主要应用于钢铁行业节能减排、环境保护领域, 受益于国家节能环保政策以及钢铁行业节能环保的内在需要, 冶金阀门的销售仍将保持稳定、良好的发展势头。

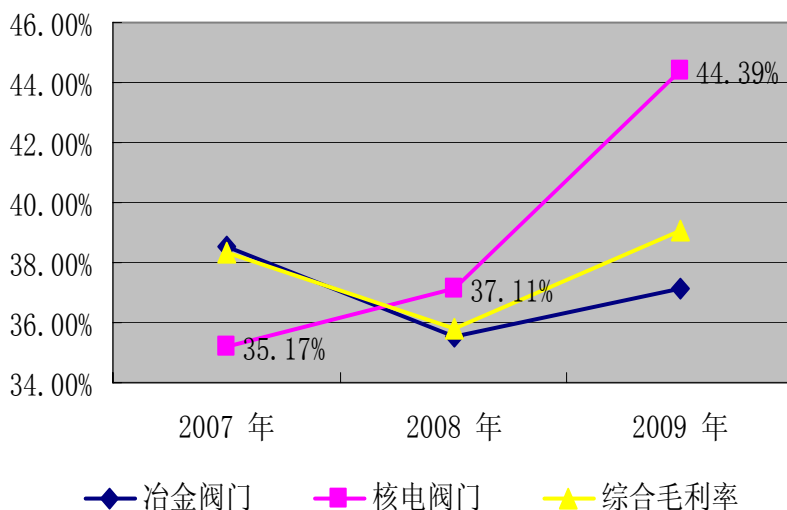
图表 3: 公司产品按应用领域收入构成 (万元)



数据来源: 公司招股说明书、塔晶投资研究中心

产品毛利率水平处于机械行业的领先地位，盈利能力强。公司2009年度核电阀门产品达到了44.39%，是三年来的最高水平；同时冶金产品为37.16%，综合毛利率为39.1%。

图表 4: 最近三年综合毛利率变动情况



资料来源：招股说明书，塔晶投资研究中心

公司综合毛利率水平的变动受产品成本及收入结构变动的共同影响。2008年公司综合毛利率较2007年略有下降，主要是毛坯价格增长19.97%和客户选用的电动驱动装置占比较高，而电动驱动装置的单价比其他类型驱动装置的单价高，导致了冶金阀门毛利率水平下降，虽然核电阀门毛利率水平较2007年略有提高，但是核电阀门销售收入占比还较小，尚不足以抵消冶金阀门毛利率下降对综合毛利率的影响。

未来随着核电阀门比重的增加，毛利率将保持增长态势。随着核电阀门销售规模的逐渐扩大，核电阀门销售收入占主营业务收入比重呈上升趋势，从2007年的4.99%上升到2009年的26.90%，公司综合毛利率水平越来越受到核电阀门销售的影响。

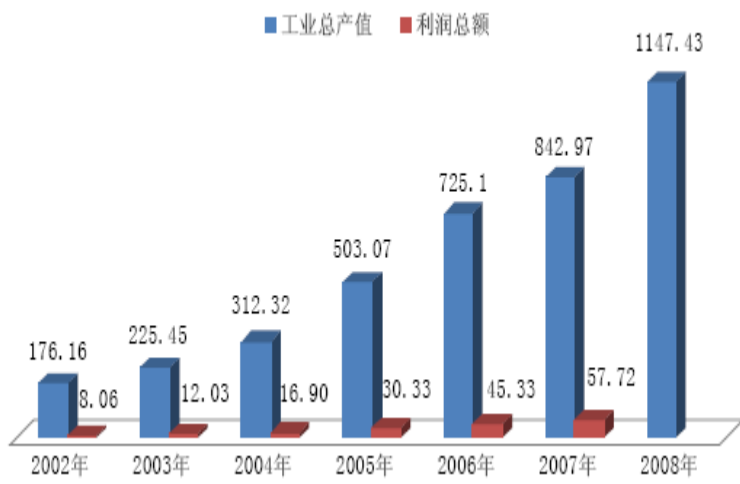
■ 市场容量：冶金阀门每年稳定需求3亿元以上，核电阀门未来十年市场需求超40亿元

阀门行业作为我国通用机械行业的重要组成部分，其产品广泛应用于冶金、水利、电力、石化等国民经济的各行各业。阀门在通用机械产品中占有相当大的比重，据国外工业发达国家统计，阀门的产值是压缩机、风机和泵三者的总和，约占整个机械工业产值的5%。

经过几十年发展，我国阀门行业内企业数量不断增加。据不完全统计，全国阀门行业规模以上企业约1,700家，2008年完成工业总产值1,147亿元（约占机械工业总产值的1.26%），工业销售产值1,117亿元。

2009年以前，我国阀门行业产量平均增速达到22.68%，2008年阀门产量达到326.78万吨。2009年，虽然我国经济同样遭遇历史上最严重金融危机的影响，我国阀门行业仍保持小幅增长的良好态势，阀门产量达到458.39万吨，同比增长3.74%。行业工业总产值及利润总额也同样保持了平稳较快的增速，2008年完成工业总产值1147亿元，约占机械工业总产值的1.26%。由于阀门下游需求广泛，伴随着我们装备制造业的快速升级，未来行业仍将保持平稳较快的增长。

图表 5: 阀门行业主要经济指标 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 塔晶投资研究中心

经过几十年的技术改造, 目前我国阀门企业的技术水平, 包括设计技术、铸锻件加工技术、机械加工工艺技术等方面, 都有了大幅提高, 已具备生产12 大类、3,000 多个型号、40,000 多个规格的阀门产品, 阀门的市场成套率、成套水平也有了较大提高。但与国外先进水平相比, 我国阀门技术约滞后10 年左右。

➤ 冶金阀门行业: 节能减排、技术改造升级稳定产品需求 3 亿元以上

冶金产业是国民经济的支柱产业, 2009 年我国钢铁产量约5.68亿吨, 同比增长13.5%, 几乎占据全球钢铁总产量的半壁江山。但目前我国钢铁产量与产能已经形成倒挂, 我国钢铁已经进入产能“过剩”时代。受全球金融危机和钢铁行业宏观调控的影响, 预计未来几年中国钢铁产能将在2009年的基础上不会有明显的增长。

冶金阀门需求分为纯粹扩大产能的新建项目、淘汰落后产能的新建项目、技术改造项目以及维修项目。受钢铁行业宏观调控影响, 纯粹扩大产能的新建项目需求将会减少, 但由于钢铁行业加大新建淘汰落后以及技术改造方面的投资力度, 同时钢铁行业积极采用新技术、新工艺, 以降本增效、提高竞争力, 其余领域未来保持对冶金特种阀门的正常需求, 且将进一步放大需求效应。据相关资料分析测算, 2015年前, 高炉煤气全干法除尘系统技改每年需高炉全干法除尘系统配套阀门约1.74 亿元; 转炉煤气除尘与回收系统每年约需5,140万元的阀门(包括水封逆止阀、杯形阀等)产品; 焦炉干熄焦技改每年约需3,000万元的拦焦及装煤烟气多管阀等除尘阀门; “纯烧高炉煤气锅炉”技改项目约有9,000万元的阀门需求。

图表 6: 我国冶金特种阀门 2015 年之前年均市场需求预测

阀门名称	应用领域			
	高炉煤气全干法除尘系统新建淘汰落后及技术改造	转炉煤气除尘与回收系统新建淘汰落后及技术改造	焦炉干熄焦技术改造	纯烧高炉煤气锅炉管网系统技术改造
蝶阀、盲板阀、快速切断阀和调压阀组等	17,400			9,000
水封逆止阀、三通阀、旁通阀、杯形阀、泄爆阀、通风除尘阀等		5,140		
焦炉拦焦及装煤烟气多管阀等除尘阀门			3,000	

资料来源: 招股说明书, 塔晶投资研究中心

此外, 冶金阀门在使用过程中受腐蚀、磨损、冲刷等恶劣因素的影响, 高炉、转炉、焦炉、煤气管网等设备上所用阀门一般每3—5年需要更换一次, 因此, 钢铁行业, 从长远发展来看, 冶金特种阀门未来的市场前景将保持稳定的发展态势。

➤ 核电阀门行业: 核电大发展和鼓励国产化政策给本土阀门企业带来巨大发展空间, 未来十年内国内新建核电站项目对核电蝶阀、球阀、风阀的市场需求超过 40 亿元

根据中电联发布的《2009年全国电力工业统计快报》，截止2009年底，中国发电设备装机容量达8.74亿千瓦，同比增长10.21%。相对于国外一些国家而言，我国存在能源结构严重不合理、核电、风电等清洁能源开发严重不足的情况。就核电而言，目前仅6座核电站约900万千瓦11台机组投入商业运行，核电装机容量占电力总装机容量的比例约为1.03%，远远低于世界各国核电装机容量占电力总装机容量17%的平均水平。

2006年3月22日，国务院常务会议审议并原则通过《核电中长期发展规划（2005—2020年）》，确定我国核电的发展方向将由“适度发展”转向“积极推进”，计划在2020年完成核电装机运行规模4,000万千瓦、在建1,800万千瓦的目标，并将通过国际招标引进第三代压水堆核电技术。另外，国家能源局对核电中长期发展规划的修改意见是到2020年我国核电运行装机容量应调整为7,000万千瓦，在建3,000万千瓦。

长期以来，包括核电阀门在内的核电设备主要依赖进口，这从很大程度上影响到我国的核能源安全，为此，国家提出了加快核电设备国产化的战略目标，国家发改委、中国机械工业联合会等单位多次组织会议，讨论核电设备国产化事宜，确立了核电设备国产化的具体目标。在核电阀门方面，要求“依托大连红沿河及近期要建设的核电站工程项目，实现非核级和核三级阀门全部国产化，核二级阀门国产化率达到80%，核一级阀门国产化率达到70%”。红沿河、宁德、阳江、福清和方家山等项目的核岛阀门国产化工作已经取得了丰硕成果，部分核级安全阀和部分气动调节阀实现了国产化，超过90%的闸阀、截止阀和止回阀实现了国产化，95%的隔膜阀实现了国产化，全部蝶阀、球阀实现了国产化。

2009年7月，国家能源局有关人士表示：目前，我国《核电中长期发展规划》修改工作已经完成，正等待国务院批复。根据国家核电规划修改草案，到2020年，我国核电装机容量将比现在扩大十倍，达到一亿千瓦左右。在核电站的建设当中，设备约占总投资的一半左右。未来十年，我国核电设备制造业的市场规模将达5,000亿元人民币。

据统计，一座两台100万千瓦机组核电站共需各种阀门约28,000台，其中核岛阀门约11,700台，常规岛阀门约12,800台，电站辅助设施阀门约3,500台。在以上核电站所需阀门中，核岛蝶阀、球阀约1,700台，按照目前招投标价格计算约6,500万元；常规岛及电站辅助设施蝶阀、球阀约2,100多台，约3,500万元，风阀1,100多台，约2,000万元。

根据国内已批准的新建核电站预计施工进度情况和公司收集的产品投标价格信息资料分析，核电蝶阀、球阀、风阀将在2009—2015年内陆续交货的合同价值合计约28.5亿元，其中已招标合同约5.5亿元，待招标合同约23亿元左右。

目前世界各国核电装机容量占电力总装机容量的平均水平为17%，到2020年，预计我国整个电力装机达到14亿—15亿千瓦，核电占整个电力装机的比例将从目前的1%提高到7%左右，从而达到1亿千瓦。根据前述分析，未来十年内国内新建核电站项目对核电蝶阀、球阀、风阀的市场需求总计约47亿元，平均每年市场需求约4.7亿元。

另外，投入商业运行的核电站核电阀门的维修更换。在核电站60年正常运行期间，阀门是需要维护的主要设备，核电站花在阀门上的维修费一般占核电站维修总额的50%以上。一座具有两台百万千瓦机组的核电站每年总维修费用将在1.35亿元左右。阀门维修、更换费用每年达到约6,700万元，其中蝶阀、球阀维修、更换费用每年约900万元。当我国运行的百万千瓦核电机组装机容量达到2,000万千瓦时，每年核电阀门的维修、更换费用就将达到6.7亿元，其中蝶阀、球阀维修、更换费用每年约9,000万元；当我国运行的百万千瓦核电机组装机容量达到6,000万千瓦时，每年核电阀门的维修、更换费用就将达到20.1亿元，其中蝶阀、球阀维修、更换费用每年约2.7亿元。

■ 竞争格局：公司在冶金特种阀门和核电阀门领域占据领先地位

我国阀门生产企业众多，据不完全统计，全国阀门行业规模以上企业约1,700家，但工业总产值在2亿元以上的规模较大的企业不多，国内阀门企业整体规模偏小、行业集中度不高，规模和资金实力难以与国外大型企业抗衡。

在“十五”期间，随着股份制企业和私营企业的增加，我国阀门生产企业数量大幅增加，但绝大多数企业的阀门产品主要集中于城市建筑、城市给排水、一般工业等中低端市场。而在高端市场，如核电关键设备阀门市场，由于绝大多数国内企业研发水平不高，只有为数极少的企业从事这方面的业务，如中核科技、沈阳盛世、大连大高、公司等。这些企业面临的是法国AMRI公司、法国VANATOME公司等国外知名阀门企业的竞争，国内已经建成投产的大亚湾、田湾、秦山等核电站所用的核级阀门，绝大部分都由国外进口，尽管岭澳二期、秦山二期扩建、红沿河一期等项目核级阀门国产化取得了实质性的成果，

但仍有相当一部分高端核电阀门目前国内不具备生产能力，国内阀门企业竞争能力仍有待进一步提高。

公司的冶金特种阀门主要应用于钢铁行业节能环保领域，其设计难度和制造工艺都较普通的阀门复杂，在高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统、焦炉烟气除尘系统、煤气管网系统领域，公司的冶金特种阀门的市场占有率较高，在上述领域具有较高的市场知名度。根据近三年高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统、焦炉烟气除尘系统、煤气管网系统所需冶金特种阀门国内招投标统计信息，公司在上述领域已实施项目中冶金特种阀门市场占有率保持领先地位。

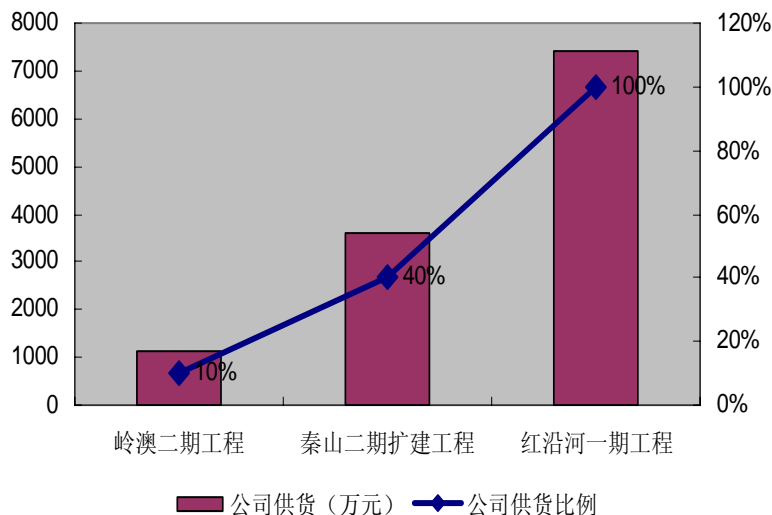
图表 7：公司冶金阀门各应用领域市场占有率较高

系统名称	神通阀门占有率	其他公司市场占有率
高炉煤气全干法除尘系统 <2000m3	70%	30%
高炉煤气全干法除尘系统 ≥2000m3	82%	18%
转炉煤气除尘与回收系统	76%	24%
焦炉烟气除尘系统	72%	28%
煤气管网系统	45%	55%

资料来源：招股说明书，塔晶投资研究中心

公司核电阀门产品主要包括核电蝶阀、球阀，在这一细分市场领域，公司优势明显。2006年6月，在岭澳二期工程国际招标中，公司为国内唯一的核级蝶阀和球阀供应商，合同金额1,111万元，约占该工程蝶阀和球阀总额的10%；在秦山二期扩建工程国际招标中，公司为国内唯一的核级蝶阀和球阀供应商，合同金额3,590万元，约占该工程蝶阀和球阀总额的40%；2008年9月，在红沿河一期工程国际招标中，公司成为唯一的核岛蝶阀和球阀供应商，合同金额7,419万元，占该工程已招标核级蝶阀和核级球阀总额的100%。红沿河项目从此成为国内第一个核电蝶阀、球阀实现100%国产化的项目。此后，公司陆续在宁德一期、阳江一期、方家山工程、福清一期等项目核岛蝶阀、球阀的招标中实现100%中标。

图表 8：公司核电蝶阀、球阀市场占有率变化趋势图



资料来源：招股说明书，塔晶投资研究中心

■ 竞争优势

➤ 先发优势

核电阀门方面，公司在核电蝶阀、球阀产品领域优势地位突出，公司在2006年成为岭澳核电二期工程的核级蝶阀、球阀设备国内唯一供货商；在2006至2007年度成为秦山二期扩建工程的核级蝶阀、球阀设备国内唯一供货商；在2008年和2009年我国核电工程用阀门的一系列国际招标中，公司为核级蝶阀和核级球阀唯一中标企业，获得了这些核电工程已招标核岛蝶阀、核岛球阀的全部订单，实现了核级蝶阀和核级球阀产品的全面国产化，成为我国核电阀门自主化的重要生产企业。

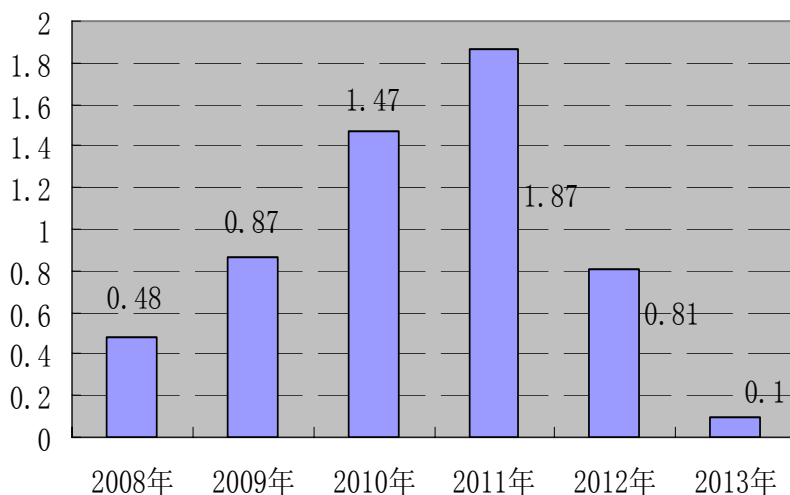
图表 9: 公司在核电站招标项目中的中标情况

	项目名称	中标比例
2006 年 6 月	岭澳核电站二期工程	10%
2007 年 8 月	秦山核电站二期扩建工程	40%
2008 年 9 月	红沿河核电站一期工程	100%
2008 年 9 月	宁德核电站一期工程	100%
2008 年 9 月	阳江核电站一期工程	100%
2008 年 12 月	方家山核电站工程	100%
2008 年 12 月	福清核电站一期工程	100%

资料来源: 招股说明书, 塔晶投资研究中心

目前公司在手核电阀门三年内订单为4.2亿元人民币, 每年金额分布如下:

图表 10: 公司核电阀门已签订合同预计每年交货额 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 塔晶投资研究中心

冶金阀门方面, 公司产品服务于宝钢、莱钢、包钢等特大型钢铁企业, 产品主要应用于对冶金企业具有节能、减排及降耗效果的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统和焦炉烟气除尘系统, 根据相关招投标情况的统计分析, 公司近三年在这些领域内已实施项目中的市场占有率达70%以上, 公司冶金阀门产品在上述应用领域优势地位突出。

➤ 技术优势

为提升核电设备联合研制能力和核电设备成套供应能力, 2009年2月中广核工程有限公司牵头, 国内各核电设备制造相关企业、企业集团、科研设计单位自愿参与, 成立了“中广核核电设备国产化联合研发中心”, 其中核电阀门生产企业仅三家, 即中核科技、大连大高和公司, 公司拥有获得核电设备制造与国产化研发任务的优先权。

公司与东南大学合作研发了“焦炉烟气除尘专用超大型转换设备”, 与中广核工程有限公司合作研发了“安全壳隔离蝶阀”, 与上海核工程研究设计院等合作研发核岛蝶阀、球阀产品。2007年, 公司、中核科技、沈阳盛世及大连大高四家核电阀门骨干企业共同与中广核工程有限公司签订《核电阀门国产化开发合作战略协议书》, 就核一、二、三级闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀等展开研发合作。与这些科研院所及相关企业的友好合作, 为公司产品技术的先进性提供了良好的技术支持和技术保障。

■ 募集资金项目分析: 扩大核电阀门产能

公司此次拟发行股份募集资金将用于核电阀门扩大生产能力项目, 项目总投资22,949万元, 建设周期为1.5年。一方面可缓解公司产能瓶颈, 另一方面有助于公司提高产品技术水平, 优化产品结构, 巩固公司在市场的竞争力。

图表 11: 核电阀门产能变化情况

序号	产品	单位	项目实施前产能（台/年）	项目实施后产能（台/年）
1	核级蝶阀	台	500	3,200
2	核级球阀	台	600	3,400
3	非核级蝶阀	台	300	3,000
4	非核级球阀	台	600	4,200
5	风阀	台		1,200
	合计	台	2,000	15,000

资料来源：招股说明书，塔晶投资研究中心

项目建设第二年完成全部固定资产投入且生产负荷达到80%，第三年生产负荷达到100%。项目全部建成后将新增核电阀门13,000台/年的生产能力，核电阀门的产能将从项目实施前的2,000台/年增加到15,000台/年。项目建成投产后，预计年均实现销售收入30,937万元，年均新增利润总额4,271万元，年均新增税后利润3,631万元。

■ 风险因素：

➢ 竞争风险

核级蝶阀和核级球阀属于核2和核级，技术和制造难度不如核1级阀门。现在，国内国内已取得核级核电阀门设计、制造许可证的企业有23家，其中取得核级蝶阀设计、制造许可证的企业7家，取得核级球阀设计、制造许可证的企业6家。虽然现在公司是唯一中标企业，但如果其他厂家（如中核苏阀可以生产核1级阀门）强势进入该细分产品市场，公司将面临较大的竞争压力。

➢ 原材料价格波动风险

公司冶金阀门从签订合同到供货的周期一般为1—18个月，而核电阀门的供货周期一般达6—36个月。主要原材料（毛坯及驱动装置）成本占主营业务成本的70%左右，若钢材价格大幅上涨，将对公司利润产生不利影响。

（机械行业研究员 曲成涛）



大宗商品价格

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	4980-5120	+20	-20	-10
南宁	5050-5060	+20	0	0
昆明	4860-4870	+10	-20	-40
旬尾	4830-4840	+10	-40	-40
湛江	5100	0	-20	-100
乌鲁木齐	4930-4950	0	+30	-130

资料来源: 中国食糖网 2010-06-02

最新国际油价

名称	最新价格 (\$/bbl)	涨跌幅%
Brent	73.75	1.43
NYMEX	73.63	2.26

资料来源: BLOOMBERG 2010-06-02

金属期货价格

名称	最新价格(USD/MT)	涨跌额	涨跌幅%
锌	1809.8	-74.2	-3.94
镍	19900	-600	-2.93
铜	6693.0	-100.8	1.48
铝	1988.0	-8.50	-0.43

资料来源: BLOOMBERG 2010-06-02

国际金价

名称	最新价格 (美元/盎司)	涨跌额	涨跌幅%
黄金	1225.6	-0.1	-0.01
白银	1838.0	-17.1	-0.92

资料来源: BLOOMBERG 2010-06-02

农产品价格

名称	最新价值 (USd/bu.)	涨跌额	涨跌幅
玉米	348.00	-6.25	-1.76
小麦	442.75	-8.25	-1.83
大豆 (CBT)	933.00	+1.50	+0.16

资料来源: BLOOMBERG 2010-06-02



■ 国家石油储备体系首向民企开放

“新 36 条”降低能源行业投资门槛

国务院鼓励和引导民间投资的“新 36 条”文件发布后，民营企业在石油储备领域率先有所斩获。6 月 4 日，记者从易贸资讯获悉，国家石油储备中心近日举行利用社会库存存储国储油的资格招标，6 家中标企业中 3 家为民营企业，这也是国家石油储备体系首次向民企开放。

此次招标由国家石油储备中心委托中招国际招标公司组织，全国共有 70 多家民营和地方企业参与，经过筛选共有 8 家符合资质的企业参与竞标，分别是宁波大榭开发区恒信燃料有限公司、山东晨曦集团、蓬莱安邦油港有限公司、莱州东方石油化工港储有限公司、舟山世纪太平洋化工有限公司、舟山金润石油转运有限公司、浙江天禄能源有限公司和烟台港集团。

入围的这 8 家企业，都拥有油库和码头，其中最大的油库 81 万吨，最小的油库也在 13 万吨以上。而依据相关规定，承担国家石油战略储备的企业，除必须具有一定规模的码头、10 万吨以上油库以外，还必须达到每个储罐容量在 1 万立方米以上的要求。

经过激烈角逐，6 家企业获准参与国家石油储备，其中蓬莱安邦和莱州东方为央企下属公司，烟台港属地方国企，舟山世纪、舟山金润、浙江天禄为民营企业。

6 家中标企业的总库容能力为 150 万立方米，相当于大连国家石油储备基地总库容的一半。据透露，上述 150 万立方米库容预计耗时 180 天注满，政府部门将与中标企业签订两年租赁合同，每月每立方米租金统一为 17 元。照此计算，这些闲置的仓储能力两年可获得 6 亿元的油储租金。业界预测，国家石油储备中心今后还会陆续举行多轮招标，更多民企将参与国家石油储备计划。

此前，中国商业联合会石油流通委员会积极向政府部门反映民营企业的诉求，并于 2008 年 11 月和 2009 年 4 月两度提交《关于加大进口石油建立国家能源战略储备机制的报告》，建议“把民间闲置油库纳入战略石油储备之中，减少国家资本投资，防止重复建设。”在“新 36 条”出台后，该项建议终于得以落实。

数据显示，我国民营石油企业 2.3 亿吨的总储油量中，能够得到充分利用的库存容量仅为几十万吨，不到总量的百分之一，剩余的库存容量都被闲置，而且每年的维护、管理需要高昂的费用。

国家发改委相关人士也表示，此次招投标有望形成双赢的局面，既能增强国家石油储备能力，又能拓宽民营油企的发展空间。参考欧美和日本经验，中国石油储备体系设计为四级，分别为国家战略石油储备、地方政府石油储备、国有石油公司商业储备以及其他中小型公司石油储备。

新闻背景

“新 36 条”鼓励民间资本投资能源

“非公经济 36 条”颁布 5 年之后，国务院于 2010 年 5 月 13 日再次发布“关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见”，饱受垄断质疑的能源行业成为鼓励民间资本进入的重点领域。具体内容如下：

鼓励民间资本参与电力建设。鼓励民间资本参与风能、太阳能、地热能、生物质能等新能源产业建设。支持民间资本以独资、控股或参股形式参与水电站、火电站建设，参股建设核电站。进一步放开电力市场，积极推进电价改革，加快推行竞价上网，推行项目业主招标，完善电力监管制度，为民营发电企业平等参与竞争创造良好环境。

鼓励民间资本参与石油天然气建设。支持民间资本进入油气勘探开发领域，与国有石油企业合作开展油气勘探开发。支持民间资本参股建设原油、天然气、成品油的储运和管道输送设施及网络。RJ033

专家观点

藏油于民节省储备成本

2004 年，中国正式启动国家石油战略储备体系的建设，计划投资千亿元，到 2020 年将国家石油储备能力提升到约 8500 万吨，相当于 90 天的净石油进口量，这也是国际能源署(IEA)规定的战略石油储备能力的“达标线”。

投资巨大的国家战略石油储备基地建设周期较长，当国际油价处于相对低点时，利用民间仓储库容迅速提升储备规模可节省时间成本和经济成本。中商联石油流通委员会会长赵友山曾公开表示，去年国际油价处于低谷期间，拥有庞大库容的民营油企未能承担储油重任是一大遗憾。

清华大学国情研究中心能源专家管清友表示，加快民间石油储备体系建设，藏油于民是发达国家的成功经验。以日本为例，政府投资的国家战略储备约为 4840 万立方米，相当于 91 天的进口量；而企业承担的储备量为 4370 万立方米，相当于 82 天的进口量。因此，中国石油储备体系建设，民营和地方企业参与的空间很大。

管清友同时建议，除仓储、流通环节外，国家还应在原油贸易环节逐步放开管制，让更多民间资本进入。针对放开原油进口可能重蹈铁矿石进口覆辙的担忧，管清友认为，国际铁矿石是寡头垄断操纵的市场，与石油行业充分竞争、定价机制稳定而成熟的状况截然不同，逐步放开原油贸易管制将有利于增加市场竞争，破除国内石油行业的垄断格局。

不过，在动辄斥资上千亿元的上游勘探、开发领域，石油巨头的影​​响根深蒂固，民间资本要真正参与难度很大，需要国家政策的持续推动。

(来源于：北京日报)

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
