



塔晶投资研究

2009年第12期 总第24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
【季报点评】	
恩华药业 (002262)	2
恒瑞医药 (600276)	4
九阳股份 (002242)	6
七匹狼 (002029)	8
上海家化 (600315)	12
荣信股份 (002123)	16
【大宗商品价格】	18
【基金服务】	
迪拜债务结构详解：总额逾千亿美元	19

【财经观察】

空头割肉出局 1200 美元“金顶”轻松告破

出乎市场的意料，国际金价在 1200 美元附近并没有迎来“压力测试”。承接隔夜外盘涨势，12 月 2 日纽约期金继续大幅上扬，截至国内收市，COMEX12 月合约电子盘报价最高触及 1215.2 美元/盎司。

政策转向条件不成熟 明年月均货币供应量 6000 亿

针对市场就宏观政策转向和迪拜债务危机引发的担忧，国家发改委宏观院副院长陈东琪 11 月 29 日送上定心丸。他认为，明年我国的宏观政策转向条件仍不成熟，预计明年月均货币供应量 6000 亿元较为合理，而迪拜危机对全球经济的影响不大。

期市统一开户完成 利于股指期货推出

最后一批 62 家期货公司已于近日顺利上线统一开户系统。至此，全国正常经营的 164 家期货公司已分五批全部纳入统一开户系统，期货统一开户顺利完成。中国证监会相关负责人此前表示，期货市场统一开户制度有利于股指期货的推出。统一开户既是规范期货市场发展的正常工作，有利于提高市场的效率，同时有助于将来对股指期货市场的运行进行实时监测。

农产品价格应该上涨 目前不存在通胀

近期我国农产品价格持续上涨再次引发业界对于通货膨胀的关注，国家统计局总经济师姚景源 28 日在“百年中国经济：回顾与前瞻”论坛上表示，面对农产品价格的上涨应该“叫好”，我国目前不存在通货膨胀，今年年内物价都将保持平稳。

迪拜“倒债危机”重挫全球股市

受银行股持续走低以及迪拜面临主权债务违约等因素打击，亚太及欧洲股市 26 日全面大跌。欧洲股市盘中一度重挫逾 2%，中国内地股市则创近三个月来最大跌幅。

迪拜当局周三发出请求，希望该国政府控股旗舰企业迪拜世界的债权人同意暂缓偿还债务，作为该公司重组的第一步。在本轮金融危机爆发前，为了大力发展房地产和观光旅游业，迪拜政府举债 800 亿美元，为随后的债务危机埋下祸根。

穆迪和标普两大评级机构都警告说，迪拜世界推迟偿债的行为可能会被视为违约。迪拜政府债券的信用违约掉期（CDS）11 月 26 日大涨，一些人甚至认为，迪拜可能成为继 8 年前阿根廷倒债以来，全球最严重的主权债务违约事件。加上临近年末假期，投资

人有较强的套现需求，都对股市带来了较大压力。

银行须“一对一”选择现有险企投资

银监会几易其稿的《商业银行投资保险公司股权试点管理办法》（下称《办法》）昨天终于正式对外公布。《办法》明确，现阶段商业银行投资保险公司原则上应选择现有保险公司，且一家商业银行只能投资一家保险公司。

银监会相关人士表示，《办法》的发布为银保合作打开了新的空间。在《办法》正式发布后，银监会审批银行入股保险公司的进程也将加快。

货币政策：明年年中或现拐点

随着经济回升趋势日趋明确，何时收紧货币政策成为市场关注的焦点。光大证券、长江证券、东方证券在近期发布的 2010 年年度策略报告中，均对货币政策收紧时间做出预测，认为 2010 年二三季度将是敏感时段。

宏观经济：明年将呈“前高后低”

临近岁末，多家券商发表了 2010 年投资策略报告。在谈到对明年宏观经济的看法时，“谨慎乐观”一词频频出现。多家券商的宏观策略分析师表示，2010 年宏观经济“前高后低”是基本判断，但这个“后低”并非是悲观的下降，而是在复苏高点过后的平稳增长期，因此对明年宏观经济的判断是谨慎乐观。

煤炭需求逐渐转旺 我国今年煤炭产量近 30 亿吨

11 月 26 日，国家发改委公布数据显示，前 10 个月全国原煤产量 24.18 亿吨，同比增长 11.4%，其中 10 月份全国煤炭产量 2.73 亿吨，同比增长 21.1%，增速比上月加快 8.4 个百分点。业内人士指出，考虑到海外煤炭进口量不断增长，预计全年我国煤炭表观消费量或超 30 亿吨。

全国住宅用地交易量连涨 9 个月

11 月 25 日，中国指数研究院对全国 60 个城市的监测显示，全国住宅用地供应量和成交量连续 9 个月呈增长态势。从土地供应情况来看，今年 1-10 月份全国 60 个城市共推出住宅用地 15733 公顷，同比增加 25%。住宅用地累计供应量超过去年同期水平，连续 9 个月呈增长态势。从土地成交情况来看，前 10 个月份全国 60 个城市共成交住宅用地 12843 公顷，同比增加 50%。住宅用地成交量连续 9 个月呈增长态势，且在 10 月进一步扩大。



恩华药业 (002262)

主要结论

- + 报告期内，公司实现营业收入8.38亿元，同比增长 15.52%，实现净利润4451万元，同比增长 41%。EPS 0.247元。基本符合预期。3季度单季实现营业收入2.88亿元，同比增长23.09%；毛利率39.5%，略高于中报0.2个百分点；净利润1485万元，同比增长37.29%。商业子公司基本保持微利，工业子公司仍然小幅亏损，但有好转迹象。
- + 报告期内，母公司实现营业收入 3.8亿元，同比增长19.34%，实现营业利润 5512万元，同比增长27.44%，实现净利润 4707万元，同比增长40%。从单季情况看，3季度实现营业收入1.29亿元，环比2季度略少300万元，同比增长16.67%；毛利率77.1%，高于中报近2个百分点；净利润1545万元，同比增长38.62%。
- + 麻醉科用药：前三季度销售1.7亿元，增速超过30%，增长仍然较快，主要是以大品种为主的品牌营销带动了其他品种的增长。力月西销售超过9600万元，增速超过20%，略有加快；福尔利销售4400万元，增长接近50%，增速有加快趋势；氟马西尼达到1900万元，增长超过50%。预计全年麻醉科用药销售有望达到2.3亿元。
- + 精神科用药：前三季度1.4亿元，增长25%左右。思利舒销售6400万元，增长25%，预计全年有望超过9000万元。齐拉西酮销售1800万元，增长依然迅速，超过50%，预计全年有望达到2500万元。丁螺环酮销售1500万元，增长15%以上。
- + 神经科用药：前三季度销售2400万元，增长15%左右。力月西片剂增长达到80%，达到800万元，全年有望超过1000万元。迭力增长超过80%，销售达到540万元。以上两个品种将是神经科用药的主要增长点。老品种适洛特销售900万元，下滑10%。
- + 风险：公司精神科用药中利培酮和齐拉西酮都是大品种，但是面临的竞争也异常激烈，如果不能在高端市场占用一席之地，公司将很难成为中枢神经领域的大公司。
- + 盈利预测：09-11年的EPS为0.361、0.505和0.698元。

主要内容

◇ 业绩回顾

报告期内，公司实现营业收入8.38亿元，同比增长 15.52%，实现净利润4451万元，同比增长 41%。EPS 0.247元。基本符合预期。3季度单季实现营业收入2.88亿元，同比增长23.09%；毛利率39.5%，略高于中报0.2个百分点；净利润1485万元，同比增长37.29%。商业子公司基本保持微利，工业子公司仍然小幅亏损，但有好转迹象。

◇ 母公司运行情况分析

由于公司主要业务均在母公司，重点研究母公司情况。报告期内，母公司实现营业收入 3.8亿元，同比增长19.34%，实现营业利润 5512万元，同比增长27.44%，实现净利润 4707万元，同比增长40%。从单季情况看，3季度实现营业收入1.29亿元，环比2季度略少300万元，同比增长16.67%；毛利率77.1%，高于中报近2个百分点；净利润1545万元，同比增长38.62%。

净利润 母公司净利润增长40%，主要是营业收入增加和所得税率下降所致。母公司今年施行15%所得税率，去年是25%的税率，所得税率大幅下降。

销售费用 前三季度销售费用率46.82%，比中报上升1.6个百分点，主要是公司销售投入加大。公司未来2年将逐步进入高端市场，销售费用将逐年加大，但销售费用率预计将保持相对稳定水平46%左右。

其他应收款 由于经营状况欠佳，子公司赛德、和润、统一连锁、远恒4家子公司暂借款接近2000万元，占其他应收款的40%。

◇ 主要产品分析

2009年前三季度，母公司产品销售3.79亿元，增长19.34%；毛利率较75.8%，较08年提高1.1个百分点。母公司主要产品包括：麻醉科用药、精神科用药、神经科用药以及原料药。

麻醉科用药

麻醉科用药前三季度销售1.7亿元，增速超过30%。其中，第一大品种力月西销售超过9600万元，增速超过20%，略有加快；福尔利销售4400万元，增长接近50%，增速有加快趋势；氟马西尼达到1900万元，增长超过50%。总体看，公司麻醉科用药增长仍然较快，主要是以大品种为主的品牌营销带动了其他品种的增长。预计全年麻醉科用药销售有望达到2.3亿元。

精神科用药

精神科用药上半年销售1.4亿元，增长25%左右。其中思利舒销售6400万元，增长25%，预计全年有望增长30%左右，超过9000万元。齐拉西酮销售1800万元，增长依然迅速，超过50%，预计全年有望达到2500万元。丁螺环酮销售1500万元，增长15%以上。

神经科用药

神经科用药前三季度销售2400万元，增长15%左右。其中，力月西片剂增长达到80%，达到800万元，全年有望超过1000万元。迭力增长也很快，增速超过80%，销售达到540万元。以上两个品种将是神经科用药的主要增长点。老品种适洛特销售900万元，下滑10%，预计全年下滑10%。

原料药

原料药上半年销售3000万元，下滑10%左右，毛利率稳定在23%左右。全年销售有望与上年持平，但毛利率很难恢复，预计维持现状。

◇ 销售情况

公司专门针对县医院组织的100多人销售队伍已经开始工作，预计明年县级医院销售将贡献业绩。公司针对三甲综合性医院精神科的市场开发进展不快，预计明年会有所表现。

◇ 风险

公司精神科用药中利培酮和齐拉西酮都是大品种，但是面临的竞争也异常激烈，公司如果不能在高端市场占用一席之地，公司将很难成为中枢神经领域的大公司。

◇ 盈利预测：09-11年的EPS为0.361、0.505和0.698元。

(医药行业研究员 李圣春)



恒瑞医药 (600276)

主要结论

- 2009 前三季度公司实现营业收入22.11 亿元,同比增长23.73%;实现净利润4.73 亿元,同比增长72.22%。扣除投资收益及公允价值变动后归属于公司普通股股东的净利润为4.19 亿元,同比增长21%。每股收益0.76 元,扣除非经常性损益后0.67元。基本符合预期。
- 2009年三季度实现营业收入7.82亿元,同比增长32.64%,收入增长明显加速。实现归属于母公司所有者净利润1.00亿元,同比增长20.43%。环比二季度,公司营业收入有所增加,但净利润较有所下降,是由于公司三季度管理费用大幅上升且公允价值净损失所致。
- 公允价值变动拉高净利润,主业保持20%左右的稳定增长。净利润大幅增长的主要原因是投资收益及公允价值变动较上年同期增加1.55亿元。扣除投资收益及公允价值变动后,主业净利润增长20.02%,保持稳定增长。
- 抗肿瘤药实现销售收入13.3 亿元,同比增长21%。其中最大的产品多西他赛仍然维持快速增长,实现销售收入5 亿元,同比增长20%,奥沙利铂实现销售收入3亿元,同比增长5%,伊利替康实现销售收入1.5 亿元,同比增长近40%,来曲唑实现销售收入1 亿元,同比增长35%以上,亚叶酸钙实现销售收入1亿元,同比增长超过10%。
- 手术用药则高速增长。手术用药实现销售收入3亿元,同比增长超过50%,其中阿曲库胺实现销售收入1.3 亿元,同比增长70%,七氟烷实现销售9000 万元,同比增长100%,速卡实现销售收入3000万元,小幅下滑。
- 其他销售额较大的产品:厄贝沙坦实现销售8000 万元,贝莱实现销售收入5000 万元,碘氟醇实现销售收入5000 万元。

主要内容

◇ 业绩回顾

2009 前三季度公司实现营业收入22.11 亿元,同比增长23.73%;实现净利润4.73 亿元,同比增长72.22%。扣除投资收益及公允价值变动后归属于公司普通股股东的净利润为4.19 亿元,同比增长21%。每股收益0.76 元,扣除非经常性损益后0.67元。

◇ 三季度收入增长明显加速

2009年三季度实现营业收入7.82亿元,同比增长32.64%;实现主营业务利润6.47亿元,同比增长30.86%;实现归属于母公司所有者净利润1.00亿元,同比增长20.43%。环比二季度,公司营业收入有所增加,但净利润较二季度有所下降,这是由于公司三季度管理费用大幅上升且公允价值净损失所致。

◇ 公允价值变动及投资收益仍是净利润增长的主因,主业保持 20%稳定增长。

净利润大幅增长的主要原因是投资收益及公允价值变动较上年同期增加1.55亿。扣除投资收益及公允价值变动后,主业净利润增长20.02%,保持稳定增长。

◇ 主要产品销售

抗肿瘤药实现销售收入13.3 亿元,同比增长21%。其中最大的产品多西他赛仍然维持快速增长,实现销售收入5 亿元,同比增长20%,奥沙利铂实现销售收入3亿元,同比增长5%,伊利替康实现销售收入1.5 亿元,同比增长近40%,来曲唑实现销售收入1 亿元,同比增长35%以上,亚叶酸钙实现销售收入1亿元,同比增长超过10%。

手术用药则高速增长。手术用药实现销售收入3亿元,同比增长超过50%,其中阿曲库胺实现销售收入1.3 亿元,同比增长70%,七氟烷实现销售9000 万元,同比增长100%,速卡实现销售收入3000万元,小幅下滑。

抗生素实现销售收入2.5 亿元，同比小幅下滑。其中克拉霉素实现销售收入1.5 亿元，同比增长15%。

其他销售额较大的产品：厄贝沙坦实现销售8000 万元，贝莱实现销售收入5000 万元，碘氟醇实现销售收入5000 万元。

◇ 盈利能力分析

收入增长23.73%，略有加快。3季度单季，增速32.64%，有所加快。综合毛利率84.05%，保持稳定。

销售费用增长较快，前三季销售费用率45.6%，同比上升了5个百分点。前三季管理费用率14.36%，基本稳定。但单季波动较大，3季度单季达到1.62亿，超过前两季之和，主要是研发费用支出。

由于3季度两项费用合计5.15亿，费用率达65.9%，明显高于前两个季度，故净利润低于前两个季度。

图表1 盈利能力

单位:百万元

科目	2009-9-30	2009年第三季	2009年第二季	2009年第一季
营业收入	2,211.47	782.33	717.58	711.56
增长率	23.73%	32.64%	19.80%	18.89%
毛利率	84.05%	84.2%	84.3%	83.7%
销售费用	1,008.61	352.93	375.44	280.24
销售费用率	45.61%	45.1%	52.3%	39.4%
管理费用	317.53	162.51	58.15	96.87
管理费用率	14.36%	20.8%	8.1%	13.6%
费用合计	1326.14	515.43	433.59	377.12
费用率	59.97%	65.9%	60.4%	53.0%
归属母公司净利润	472.79	99.61	160.47	212.71
增长率	72.2%	20.43%	36.54%	186.33%

◇ 盈利预测：09、10年每股收益为1.04和1.25元。

(医药行业研究员 李圣春)



九阳股份（002242）

主要结论

- 去年三聚氰胺牛奶事件影响造就高基数，今年三季度豆浆机系列增速变缓。
- 电磁炉产品销售恶化继续扩大，三季度超过中报46%的降幅，是收入增幅降低的主要原因。
- 综合毛利率比中报下降1.35个百分点，低毛利率产品占比增加。
- 销售费用和管理费用得到控制，政府补贴增厚净利润。其他财务指标正常，公司经营质量良好。
- 受益于行业需求稳步上升，公司持续成长空间依然可观。

主要内容

业绩情况

三季度实现营业收入11.83亿元，同比增长5.6%，1-9月份实现营业收入33.64亿元，同比增长23%；三季度实现净利润1.55亿元，同比减少8%，1-9月份实现净利润4.72亿元，同比增长18%。每股收益0.93元。

我们预计：2009-2011年EPS为1.24、1.45和1.72元。

去年三聚氰胺牛奶事件影响造就高基数，今年三季度豆浆机系列增速变缓

由于08年9月11日爆发了三聚氰胺牛奶事件，导致该年下半年和今年一季度豆浆机销售异常火爆。在事件影响逐渐淡去的背景下，豆浆机恢复了正常的销售态势。但由于去年3季度基数太高，所以豆浆机增速大大慢于上半年的63%，仅有20%左右。

电磁炉产品销售恶化继续扩大，三季度超过中报46%的降幅，是收入增幅降低的主要原因

电磁炉是公司第二大产品，中报时其占收入的比重已由22%降至10%，三季度进一步下滑，同比降幅估计超过50%，对收入负面影响很大。电价提高导致行业性放缓，公司在电磁炉产品上也无品牌和专有技术，无法确立竞争优势，短期内受无法摆脱行业影响。

综合毛利率比中报下降1.35个百分点，低毛利率产品占比增加

产品售价基本稳定，原材料价格有所上涨但压力不大，综合毛利率下降的原因主要是料理机和电压煲等低毛利率产品占比相对增加。由于豆浆机的增长空间已经有限，其产品增速将慢于其他产品，综合毛利率下降的趋势将会继续下去。

销售费用和管理费用得到控制

销售费用1.65亿元，同比减少了7.31%，环比也减少了1000万元；销售费用率13.9%，同比降低2个百分点，与中报持平。估计公司已经认识到去年的产品广告已经达到预期效果，边际效应递减，减少了广告投入力度。营销渠道、市场终端、售后服务和物流体系、终端建设费开支也趋向平稳。单纯靠广告拉动销售的模式无法持久，估计公司今后会采取与收入更加匹配的促销方式，销售费用率保持合理水平。

另外，公司在三季度集中计提了2万家门店的VI升级级费用共几千万元，计入销售费用。如果扣除此升级费，则销售费用降幅更大。

管理费用7800万元，同比增长31%，但环比减少了3700万元；管理费用率6.6%，同比上升1.3个百分点，比中报下降1.8个百分点。公司坚持进行技术创新，在上半年投入4500万元的基础上，三季度又研发投入3200多万元，累计增长超过80%。

我们认为四季度可能会加大销售投入，但由于品牌导入期已经结束，估计费用率会大大低于去年。

政府补贴增厚净利润

1-9月份营业外收支2600万元，去年为-326万元，主要为来自政府的财政补贴，相对提高了公司业绩。

◇ 其他财务指标正常，公司经营质量良好

现金充沛，货币资金23.83亿元，比中报增加1亿元。

应收票据减少0.5亿元，至2.8亿元，显示经销商资金压力有所缓和。

应收账款仍然保持低位，仅有1534万元，比年初下降3400万元，现款现货模式保证了坏账损失很小。

预付账款2482万元，比年初减少400万元，公司对供应商有很强的谈判能力。

存货仅为2.11亿元，比年初减少0.9亿元，公司采用了ERP软件，进销存管理很好。

◇ 受益于行业需求稳步上升，公司持续成长空间依然可观

产品更新和新增需求还处于上升阶段，公司作为小家电行业龙头，在健康产品研发、销售网络上具备较强优势，发展空间依然很大。商用豆浆机和豆业的逐步启动，将为公司带来再一次强劲增长。

(机械行业研究员 曲成涛)



七匹狼 (002029)

主要结论

- 公司2009年7-9月实现营业总收入5.76亿元，同比增长94.60%。2009年1-9月实现营业总收入14.56亿元，同比增长27.62%。公司2009年7-9月实现归属于上市公司股东的净利润3852.1万元，同比增长113.86%。2009年1-9月实现归属于上市公司股东的净利润1.33亿元，同比增长28.74%。前三季度EPS：0.47元。09年三季度收入及净利润增速较快主要是去年二季度存在提前发货，导致去年三季度收入基数较低；今年因中秋国庆而提前发货。
- 由于成本的下降、返点的减少，综合毛利率提升了3.78个百分点。在所得税率、费用率提升的情况下，公司净利润增速超过收入增速，得益于毛利率的显著提升。
- 尽管宏观经济有所回暖，但终端仍面临着库存及资金压力。而公司对供货商议价能力增强。另外现金流非常充裕，为未来扩张渠道或者是修炼内功提供了坚实的物质基础。
- 盈利预测：预计公司2009-2010年的EPS分别为0.692元和0.835元。

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股盈利(元)	0.453	0.470	0.541	0.692	0.835	0.987
净利润增长率	33.37%	77.21%	72.50%	28.00%	20.57%	18.31%
市盈率(倍)	43.71	57.54	19.45	27.89	23.14	19.56
PE/G(倍)	1.31	0.75	0.27	1.00	1.12	1.07
净资产收益率	13.82%	8.55%	12.79%	14.06%	14.50%	14.64%
每股净资产(元)	3.28	5.50	4.23	4.92	5.76	6.74
市净率(倍)	6.04	4.92	2.49	3.92	3.35	2.86
每股经营性现金(元)	0.02	1.10	0.62	1.68	1.17	1.23
发行股数(百万股)	110.50	188.60	282.90	282.90	282.90	282.90

资料来源：塔晶投资研究中心

主要内容

- 公司2009年7-9月实现营业总收入5.76亿元，同比增长94.60%。2009年1-9月实现营业总收入14.56亿元，同比增长27.62%。

公司三季度营业收入增速较快，最主要的原因是08年二季度存在收入提前确认的状况，因此08年三季度收入确认较少。而今年收入确认时间恢复正常，因此相对于去年较小的基数，09年三季度收入增幅较大。其次是今年三季度因为中秋和国庆存在提前发货的情况。另外由于宏观经济回暖，消费行业收入增速普遍提升，公司从6月份开始终端销售趋稳，7、8、9月均延续这样的趋势。

图表1：公司期末营业收入及增速情况

单位：百万元

	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3
累计收入	844.74	1,140.89	1,652.69	879.71	1,455.99
收入增长率	151.60%	117.54%	88.56%	4.14%	27.62%

资料来源：公司报告

图表2：公司单季度营业收入及增速情况

单位：百万元

单季度	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009
收入	188.71	352.03	403.25	441.49	296.15	511.80	491.31	388.40	576.28
增速	132.36%	67.30%	141.90%	161.18%	56.93%	45.39%	21.84%	-12.03%	94.60%

资料来源：公司报告

我们维持原收入增速预测，全年收入增速预计为16%。在2010年春夏订货会上，由于终端库存压力依然较大，经销商仍然比较谨慎，订货会略有增长，但是增速低于去年，预计可能订货会增长10%不到，2010

年全年收入增速略好于订货会情况，为12%。

图表 3: 营业收入预测

单位:百万元

	2009E	2010E
收入	1,933.64	2,301.20
收入增长率	16.00%	12.00%

资料来源: 公司报告

◇ 09年前三季度综合毛利率提升了3.78个百分点，延续了09H的状况。原因分析如下：

图表 4: 公司期末综合毛利率情况

累计	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3
毛利率	33.87%	35.19%	33.95%	38.37%	38.97%
同比增加	-0.76	0.53	-1.47	4.49	3.78

资料来源: 公司报告

1) 原材料成本同比下降幅度较大。报告期内，公司优化了供应商团队，大大提高产品质量和缩短产品生产周期。与此同时，公司继续加强内部管理，提升供应链反应速度和效率，有效降低了成本。而公司产品的销售价格变化不大。从而提升了产品的毛利率。

图表 5: 公司单季度综合毛利率情况

单季度	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009
毛利率	34.7%	36.6%	37.2%	30.9%	38.9%	31.2%	36.9%	40.2%	39.9%

资料来源: 公司报告

2) 在扩张比较激进的时期，公司为了鼓励经销商、加盟商多开店，通常返点让利会比较多，而今年前三季度新开店铺不多，因此就没有给经销商很多返点，这块对毛利率的影响还是比较大的。

预测全年毛利率为38%：公司是提前半年的订货会制经营模式，订货会后产品即开始生产，因此2009年下半年销售的产品是提前半年生产的（即用2009年上半年的原材料），因此生产成本较低，预计毛利率较高。比前三季度略低的原因是：每年的四季度返点较多，拉低了全年毛利率。所以综合下来毛利率预测为38%。

图表 6: 毛利率预测

	2009E	2010E
毛利率	38%	38%

资料来源: 公司报告

◇ 09年前三季度销售费用率同比下降了0.2个百分点，三季度销售费用率同比下降了8.75个百分点，主要是三季度收入增速较快，收入（分母）较大。

09年前三季度管理费用率同比增长了0.81个百分点，三季度管理费用率同比下降了1.48个百分点，三季度管理费用率同比下降原因同销售费用率情况。前三季度管理费用率上升原因：1) 公司规模扩大，人员编制增加（特别是高管），职工薪酬相应增加，同时人力成本较上年同期有一定幅度的增长；2) 公司为了增强品牌竞争力度，投入的研究开发费成本较上年同期有一定幅度的增长；3) ERP项目的实施推进，产生较多的项目实施费用（ERP是08年5月开始投入费用，所以今年同比支出费用就多了4个月。）

财务费用为定期存款产生的收入，存款略有减少，公司目前无计息负债。

图表 7: 公司期末三项费用率情况

累计	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3
销售费用率	13.91%	16.45%	14.66%	17.10%	16.25%
管理费用率	5.22%	6.19%	6.30%	6.69%	7.00%
财务费用率	-0.18%	-0.98%	-0.91%	-0.44%	-0.51%

资料来源: 公司报告

◇ 利润表中除了资产减值损失变化较大外，投资收益、少数股东损益均无异动，营业外收支变化较大是延续了中报时的状况，具体原因是政府补助大幅提升及供应商的产品货期延误及品质问题等的扣款形成收入有所提升。下面分析一下资产减值损失变化原因：公司应收款项的增加相应计提的坏帐增加，过季商品增加相应计提存货跌价准备增加。公司应收款项的增加是因为：国庆节、中秋节前，系发货高峰期，

公司给经销商较多的信用额度。而直营业务过季产品增加相应计提存货跌价准备增加。可见尽管宏观经济有所回暖，但终端仍面临着库存及资金压力。

图表 8: 公司期末营业外支出、资产减值损失情况

单位: 百万元

累计	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3	2009E	2010E
营业外收支	-4.72	-4.28	-3.38	5.57	5.46	5.00	4.00
资产减值损失	3.47	5.90	14.55	4.77	43.12	18.29	6.70

资料来源: 公司报告

图表 9: 公司期末应收账款、存货情况

单位: 百万元

	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3
应收账款	78.88	108.46	117.31	154.20	291.13
存货	108.80	367.58	411.79	332.36	410.31

资料来源: 公司报告

- 公司 2009 年 7-9 月实现归属于上市公司股东的净利润 3852.1 万元，同比增长 113.86%。2009 年 1-9 月实现归属于上市公司股东的净利润 1.33 亿元，同比增长 28.74%。在所得税率、费用率提升的情况下，公司净利润增速超过收入增速，得益于毛利率的显著提升。

图表 10: 公司期末所得税率、净利润等情况

单位: 百万元

	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3	2009E	2009E	2010E
所得税率	17.38%	18.55%	18.87%	20.82%	23.86%	20.80%	22.00%	23.00%
净利润	85.30	103.31	153.00	94.48	133.00	188.51	195.84	236.11
净利率	10.10%	9.06%	9.26%	10.74%	9.13%	9.92%	10.22%	11.00%
净利润增长率	190.4%	150.0%	72.5%	10.8%	28.7%	23.21%	28.00%	20.57%

资料来源: 公司报告

所得税率提升主要是由于子公司厦门七匹狼税率增加。其中: 2007 年按 15% 税率执行, 2008 年为 18%, 2009 年 20%, 2010 年 22%, 2011 年 24%, 2012 年 25%。由于子公司厦门七匹狼服装营销有限公司是主要的收入核算单位, 08 年净利润 1.2 亿元, 占公司净利润的 79.1%, 因此公司所得税率基本与厦门七匹狼接近。

全年净利润预测略有提高, 预计净利润增速达 28.00%。(公司预测 2009 年度预计的经营业绩: 归属于母公司所有者的净利润比上年增长幅度 10%-40%。)

- 前面已经分析到尽管宏观经济有所回暖, 但终端仍面临着库存及资金压力 (存货和应收款), 针对相关情况, 公司在采取一系列措施, 帮助经销商消化库存, 及资金支持, 经销商的资金状况有了很大缓解。而公司对供货商议价能力增强, “预付账款+应付账款”反映公司和供货商之间的博弈关系, 预付下降 81% 以及应付增加 66% (比中报时的幅度更大), 体现出对供货商议价能力不断增强。

图表 11: 公司期末存货、应收、预付、应付、预收等情况

单位: 百万元

	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3	2009E	2009E	2010E
应收帐款	78.88	108.46	117.31	154.20	291.13	130.18	183.83	176.48
存货	108.80	367.58	411.79	332.36	410.31	393.66	423.34	437.67
预付帐款	202.01	138.08	77.58	96.02	26.10	107.76	47.54	53.25
应付帐款	88.32	160.98	162.42	112.61	181.95	131.22	162.82	182.36
应付票据	65.56	89.40	119.18	185.28	234.09	167.63	190.18	186.37
预收账款	48.88	78.51	184.13	204.17	172.85	247.08	249.23	279.13

资料来源: 公司报告

去年同期为了扶持经销商, 部分推迟预收 08 秋冬订金。而 09Q3 预收账款的大幅增加, 说明经销商的资金状况有了很大缓解。

- 报告期末, 公司货币资金较上年度期末增长 34.45%, 主要原因系收到较多销售款以及子公司晋江七匹狼服装制造有限公司将持有的未到期银行承兑汇票提前向银行贴现。报告期末, 公司投资性房地产较上年度期末增长 30.05%, 主要原因系购置的出租给经销商经营的店铺增加。

其他科目如固定资产、在建工程、长期股权投资等无显著变化。

图表 12: 公司期末货币资金、投资性房地产等情况

单位: 百万元

	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3
货币资金	671.30	476.77	597.90	762.52	804.67
投资性房地产	115.62	173.43	242.36	245.41	260.22

资料来源: 公司报告

- ◇ 现金流充裕: 报告期, 经营活动产生的现金流量净额同比、环比均大幅增加, 主要原因是公司收回了较多的销售款及订金, 并运用银行信用, 开出较多银行承兑汇票, 延长货款支付期限。(见预收账款、预付账款、应付帐款、应付票据的变动)。

期末现金及现金等价物余额达7.8亿元, 主要是年初担心房地产价格下滑, 因此将购买店铺计划改为租用店铺, 虽然房地产价格走势超出预期, 但公司今后在投资上依然会比较谨慎。如此高的现金, 为公司未来扩张渠道或者是修炼内功提供了坚实的物质基础。

图表 13: 公司期末现金流等情况

单位: 万元

	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3
经营活动产生的现金流量净额	7,969.89	355.92	17412.47	15,580.31	23968.20
期末现金及现金等价物余额	67,129.51	47,677.46	58017.73	77,852.12	77167.04

资料来源: 公司报告

- ◇ 盈利预测: 预计公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.692 元和 0.835 元。

(奢侈品休闲品行业研究员 王焱)



上海家化（600315）

主要结论

- 公司2009年7-9月实现营业收入7.56亿元，同比增长6.03%；净利润4539.2万元，同比增长8.36%。2009年1-9月实现营业收入21.82亿元，同比增长4%，扣除合并范围变化的影响，同比增长11.1%；净利润1.90亿元，同比增长27.52%。化妆品销售收入同比增长11.4%，其中六神、佰草集、高夫、家安等品牌产品的销售均有良好表现。
- 销售费用率的大幅提升抵消了毛利率提升、所得税率下降、投资收益增加带来的正面效应。
- 经营质量、现金流状况良好。
- 盈利预测：预计2009、2010年EPS分别为0.737元和0.959元。

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股盈利（元）	0.345	0.756	0.853	0.737	0.959	1.291
净利润增长率	3.28%	119.14%	39.58%	29.60%	30.19%	34.57%
市盈率（倍）	53.51	63.94	32.88	36.22	27.82	20.67
PE/G（倍）	16.30	0.54	0.83	1.22	0.92	0.60
净资产收益率	7.57%	15.53%	16.88%	17.93%	18.93%	20.30%
每股净资产（元）	4.56	4.87	5.05	4.11	5.07	6.36
市净率（倍）	4.05	9.93	5.55	6.49	5.27	4.20
每股经营性现金（元）	2.35	1.27	1.52	1.06	1.10	1.35
发行股数（百万股）	175.26	175.26	217.03	325.55	325.55	325.55

资料来源：公司报告

主要内容

- 公司2009年7-9月实现营业收入7.56亿元，同比增长6.03%；2009年1-9月实现营业收入21.82亿元，同比增长4%，扣除合并范围变化的影响（08年8月天江制药由于各方增资后公司股权占比从60.92%下降为30.46%，不再进入合并范围），同比增长11.1%。1-9月化妆品销售收入同比增长11.4%，增速略有下降，主要是受Adidas的拖累，公司主力品牌（六神、佰草集、高夫、家安）增速相对上半年还有提升。

图表 1：公司收入、化妆品收入及增速情况

单位：百万元

	06年	07年	08H	08Q3	08年	09Q1	09H	09Q3
化妆品收入	1535.71	1720			2150			
化妆品增速	18.8%	12.00%	23.3%	23.8%	25.00%	19.4%	13.3%	11.4%
主营业务收入	2,274.04	2,260.80			2,493.50			
收入增长率	16.69%	-0.58%	19.16%	17.86%	10.29%	10.69%	2.90%	3.99%

资料来源：公司报告

六神前三季度增速约10%，去年六神有提价，而今年价格没有变化，从量上的增长看差不多。

佰草集三季度增速有所提升，达到40%以上，预计全年收入将超5亿元。佰草集在今年夏季推出的新品保湿、玉润系列销售情况良好，预计年底前将推出太极系列其他产品，新品推出有望提高内生增长，目前佰草集门店数约610家，比年初增加110家左右，加盟商还是比较积极的，佰草集的广告也相应增加。

高夫五月份新换了代言人后，收入增长较快，前三季度收入增速达37%，三季度增速再次超过上半年，高夫2010年收入预计可达1亿元。

家安的收入增速也比较可观，有30%以上。目前开始增加广告宣传，预计此品牌将会做大，成为家化新的利润增长点。

Adidas三季度情况相比前两季度没有改观，9月同比甚至减少30%，因此拉底了整体化妆品收入的增速。

可采现在还是亏损，一方面可能是中低端本草概念的化妆品品牌较多，如相宜本草、可怡本草，竞争较

激烈，可采无突出优势；另一方面目前可采的经营团队仍是可采原先的人马，经验不足，家化虽给他们做过品牌规划，但是执行各方面还是有点问题

图表 2: 公司业务收入、增速情况

单位: 百万元

		2006Y	2007Y	2008Y	09H	09E	10E
六神	营业收入	898	990	1089		1219	1316
	YOY		10%	10%	9%	8.00%	8.00%
美加净	营业收入	210	220	255.2		270.51	292.15
	YOY		4.8%	16%	销售主要 在下半年	6%	8%
佰草集	营业收入	120	200	354		513.30	718.62
	YOY		67%	77%	40%	45%	40%
高夫	营业收入	31	37	55.5		74.93	101.15
	YOY		20%	50%	30%	35%	35%
清妃	营业收入	106	100	108		108	108
	YOY		-5%	8%		0%	0%
Adidas	营业收入	110	150	189		141.75	155.93
	YOY		36%	26%	-20%	-25%	10%
可采 (51%)	营业收入			60		80	96
	YOY				亏损		
家安	营业收入	15	20	27.6		35.88	48.438
	YOY		33%	38%	30%	30%	35%
化妆品合计	营业收入	1535.71	1720	2150		2473.26	2818.25
	YOY	18.8%	12.00%	25.00%	13.3%	15.04%	13.95%
	毛利率		49.16%	50.90%		53.62%	55.68%

资料来源: 公司报告

因为08年四季度收入基数较低, 预计09年四季度同比增速将快于第三季度, 全年收入预计增长5.2%。2010年预计收入增速有所提升, 主要是考虑阿迪达斯虽无法达到2008年的收入, 但是应该会比09年有所上升。具体分产品预测见上表。

图表 3: 收入预测

单位: 百万元

	2009E	2010E
营业收入	2,623.26	2,968.25
收入增速	5.20%	13.15%

资料来源: 公司报告

图表 4: 公司单季度收入情况

单位: 百万元

单季度	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009E
营业收入	526.14	858.49	713.19	395.68	582.38	842.43	756.74	441.71
收入增速	10.60%	25.09%	15.40%	-17.71%	10.69%	-1.87%	6.11%	11.63%

资料来源: 公司报告

09Q3综合毛利率同比增加4.25个百分点, 其中化妆品毛利率同比上升幅度超过4.25个百分点, 公司原材料成本下滑, 以及结构的优化仍在持续, 因此化妆品毛利率提升幅度加大。

图表 5: 公司毛利率情况

累计	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3	2009E	2010E
毛利率	50.45%	49.07%	51.43%	52.30%	53.32%	53.99%	55.95%
毛利率同比增加 (百分点)	3.11	2.28	5.72	1.85	4.25	2.56	1.96
化妆品毛利率同比增加 (百分点)				>3	>4.25		

资料来源: 公司报告

图表 6: 公司单季度毛利率情况

单季度	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009
毛利率	46.5%	52.8%	46.4%	63.9%	46.6%	56.3%	55.2%

资料来源: 公司报告

1-9月公司销售费用率33.38%，同比增加5.15个百分点，但是销售费用的增速是22.9%，远高于化妆品收入增速；7-9月销售费用率为39.4%，同比增加10.8个百分点。销售费用率的增长是超出预期的，销售费用率的增长吞噬了毛利率的提升，这是三季度净利润增速较低的重要原因。预计全年公司销售费用率还是比较平稳的。

销售费用率的提高，这在短期内对公司盈利能力的提升造成了一定的负面影响；但长期而言，这将进一步加强公司化妆品品牌在市场上的影响力，从而有利于公司未来的平稳快速增长。特别是在今年宝洁、欧莱雅、自然美增速下滑甚至负增长的情况，有利于抢占市场。

1-9月管理费用率9.71%，同比增加0.51个百分点，低于中期的管理费用率，控制较有效。2010年股权激励费用约1600万，比09年的3400万明显下降，管理费用率预计显著下降。

财务费用率0.11%，显著减少0.44个百分点，到09Q3末公司仅有1000万元的计息负债（08年末还有1.03亿元短期借款），负担较轻。

图表 7: 公司三项费用率情况

	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3	2009E	2010E
销售费用率	28.04%	28.23%	30.43%	30.21%	33.38%	32.66%	34.06%
管理费用率	9.33%	9.20%	10.77%	9.94%	9.71%	10.49%	9.63%
财务费用率	0.55%	0.45%	0.42%	0.13%	0.11%	0.15%	-0.11%

资料来源: 公司报告

图表 8: 公司三季度费用率情况

单季度	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009
销售费用率	25.4%	29.7%	28.6%	42.1%	27.3%	32.2%	39.4%

资料来源: 公司报告

投资收益显著增加，延续了09H的情况：因为08年8月天江制药由于各方增资后公司股权占比下降为30.46%，不再进入合并范围，收益进入“投资收益”核算。天江制药盈利能力较强，营业收入增速达30%以上，净利率达19.2%。

少数股东损益显著下降，延续了09H的情况：因为1) 公司原来控股天江60.92%，现在降为30.46%，因此不再进入合并范围，过去是要核算少数股东损益的。2) 因为08年5月可采进入合并范围，公司拥有股权51%，目前可采现在还是亏损。

图表 9: 公司投资收益、少数股东损益情况

百万元	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3	单位: 百万元	
投资收益	2.77	3.70	13.18	9.61	12.96		
少数股东损益	7.65	10.17	1.58	-2.39	-4.43		

资料来源: 公司报告

公司2009年7-9月实现净利润4539.2万元，同比增长8.36%。2009年1-9月实现净利润1.90亿元，同比增长27.52%。净利润增速显著下滑与销售费用率大幅上升有关，销售费用率大幅上升抵消了毛利率提升，投资收益增加，所得税率减少带来的正面效应。

图表 10: 公司净利润等情况

	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3	2009E	2010E
所得税率	20.22%	14.43%	19.19%	13.80%	11.22%	14.00%	14.00%
净利润	106.83	148.71	185.04	144.88	190.27	239.81	312.21
净利率	7.72%	7.09%	7.42%	10.17%	8.72%	9.14%	10.52%
净利润增速	52.3%	48.7%	39.6%	35.6%	27.9%	29.60%	30.19%

资料来源: 公司报告

公司09Q3应收帐款、存货周转正常，应付账款显著增加，公司经营性现金净流入达到4.2亿元，账上现金

6.9亿元，比较充裕，总体来讲，经营质量、现金流状况较好。

图表 11: 公司应收账款和存货、现金流情况 单位: 百万元

	1H08	08Q3	2008	1H09	09Q3
应收账款	416.47	269.57	228.80	397.19	283.94
应收账款/收入	0.30	0.13	0.09	0.28	0.13
存货	342.20	237.68	338.29	287.40	248.79
存货/收入	0.25	0.11	0.14	0.20	0.11
应付账款	377.36	249.77	267.98	289.54	359.53
经营活动产生的现金流量净额	254.62	322.37	329.58	178.14	421.98
期末现金及现金等价物余额	504.97	466.93	478.99	486.58	689.61

资料来源: 公司报告

◇ 盈利预测: 预计 2009、2010 年 EPS 分别为 0.737 元和 0.959 元。

(奢侈品休闲品行业研究员 王焱)



荣信股份（002123）

主要结论

- ✚ 并购余热发电系统开始发力，但毛利率较低影响综合毛利率下降。
- ✚ SVC增长受冶金行业投资减少影响收入增速放缓，毛利率持平。
- ✚ HVC继续保持较快增速，毛利率与中报持平，增发助力快速形成规模。
- ✚ 电网串补工程形成新的盈利增长点。
- ✚ 费用率下降1.2个百分点，增值税退税返还增厚利润。
- ✚ 智能电网的建设将给公司带来更多的行业机会。

主要内容

- ✧ **业绩情况：**三季度实现营业收入 2.38 亿元，同比增长 37%，1-9 月份实现营业收入 6.54 亿元，同比增长 52%；三季度实现净利润 6240 万元，同比增长 39%，1-9 月份实现净利润 1.30 亿元，同比增长 42%。EPS 为 0.58 元。

我们预计：09-11年EPS为0.82、1.20和1.34元。

- ✧ **并购余热发电系统开始发力，但毛利率较低影响综合毛利率下降。**

08年5月26日，公司以2160万元人民币收购北京信力筑正新能源技术有限公司60%股权。08年信力筑正实现营业收入604万元，09上半年营业收入3409万元，占营业收入的比重超过8%，三季度实现收入约5000万元，增速加快。信力筑正的主导产品余热余压节能发电系统主要应用于冶金行业，符合国家政策导向，市场容量大，有较好的发展前景。公司现持有约4亿多元的合同，收入快速增长有保障。此业务属于总包性质，毛利率在25%左右，低于其它业务50%左右毛利率水平，因此公司整体的综合毛利率降低。

三季度毛利率44.07%，同比下降11个百分点，1-9月份毛利率同比下降2.4个百分点，主要原因是并购的余热发电系统业务今年收入大幅增加，这部分业务毛利率约25%，大大低于公司其他业务。

- ✧ **SVC 增长受冶金行业投资减少影响收入增速放缓，毛利率持平。**

受到金融危机影响，冶金行业投资减少，导致SVC订单在上半年增速放缓，直接影响到三季度收入增速有所降低。随着经济刺激政策逐步在实体经济产生效果，下半年销售情况开始好转。SVC生产周期一般在1-3个月，预计四季度收入将会比三季度有较大提高。

- ✧ **HVC 继续保持较快增速，毛利率与中报持平，增发助力快速形成规模。**

HVC是公司今年的力推产品，公司加大了产品研发和市场推广力度，上半年增长约50%，收入规模与08全年相当。下半年行业需求开始恢复，预计全年将会实现一倍左右增长。由于公司定位于煤矿提升机等专用高压变频，进入壁垒较高，可以保持获得50%以上的毛利率水平，避免了低价恶性竞争。

7月30日，公司非公开增发募集资金4.98亿元，其中1.83亿元投入10kV大功率变频装置。该产品主要应用于大型交流高压大功率电机系统中，用来实现大型压缩机、提升机、风机、泵机等电机设备变频调速及节能降耗，是国家天然气液化（LNG）和西气东输等重大工程的关键配套产品，在其他大型石化、煤矿、冶金、电力、机械等领域也具有广阔的市场应用前景。增发HVC项目建设完成后，预计可实现含税销售收入9.65亿元，利润总额1.63亿元，有望成为与SVC并驾齐驱的另一个主导产品。

- ✧ **电网串补工程形成新的盈利增长点。**

9月14日荣信电力电子股份有限公司和西门子股份公司组成的联合体云南电网公司建设分公司签订了《500kV 德宏至博尚至墨江双回线串补工程串补成套设备商务合同》，合同金额为人民币1.44亿元，其中荣信股份直接供货金额为人民币8084万元，荣信股份首先向西门子公司采购然后向买方供货金额为人民币6341万元。预计工程将于年内完成，由于其中6000多万元采购自西门子，而且是公司首台设备，毛利率会低一些。电网领域是公司着力开发的新兴市场，以前一直被电力科学院和外资企业垄断，此次中

标具有里程碑意义，标志着公司在电网领域的重大突破。

- ◇ **费用率下降 1.2 个百分点：**前三季度费用率同比下降 1.2 个百分点，三季度费用率同比下降 5.8 个百分点。管理费用 2300 万元，低于前 2 季度 3500 万元的平均水平，单季费用率仅为 9.8%；营业费用 2300 万元，同比增长 10%，单季费用率仅为 9.9%，同比均下降 2 个百分点。用募集资金归还了前期所借部分项目短期贷款，财务费用也略有下降。由于该季利润总额较少，与之匹配的销售和研发费用也较少，四季度可能会有较大增加，因此预计全年费用率水平将高于前三季度。
- ◇ **增值税退税返还增厚利润。**前三季度增值税返还约 3400 万元，单季增加 1700 万元，当期利润的 25%，对业绩增厚明显。公司享受“超过 3%的增值税退回”减免税收优惠，税务机关退回税款日期有不确定性，三季度明显有所增加，预计全年将会比 08 年略低的水平。
- ◇ **智能电网的建设将给公司带来更多的行业机会。**荣信股份作为电力电子行业的龙头，技术和市场份额处于领先地位，随着智能电网的大范围应用，柔性输变电系统、风电变流器等储备产品将会迎来广阔的市场空间，公司面临较好的发展机遇。公司可以采取自建、并购和合资合作等方式来保证业绩的持续快速增长。
- ◇ **公司公告：**全年目标 30%-60%，比前三季度增长 40-60%有所降低，我们预计业绩增长幅度在 40%左右。

附录：三张预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	241	367	583	1,005	1,459	1,963
增长率		52.1%	58.7%	72.5%	45.1%	34.6%
主营业务成本	-103	-178	-294	-549	-827	-1,118
% 销售收入	42.7%	48.4%	50.5%	54.6%	56.7%	56.9%
毛利	138	190	288	456	632	845
% 销售收入	57.3%	51.6%	49.5%	45.4%	43.3%	43.1%
营业税金及附加	-3	-3	-5	-10	-15	-20
% 销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-45	-47	-74	-121	-168	-216
% 销售收入	18.5%	12.8%	12.7%	12.0%	11.5%	11.0%
管理费用	-50	-82	-102	-151	-204	-255
% 销售收入	20.7%	22.5%	17.5%	15.0%	14.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	41	57	107	174	246	355
% 销售收入	17.0%	15.5%	18.4%	17.4%	16.8%	18.1%
财务费用	-1	1	0	-2	-2	-2
% 销售收入	0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-2	-7	-13	-17	-12	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	38	51	95	155	232	346
营业利润率	15.6%	13.9%	16.3%	15.5%	15.9%	17.6%
营业外收支	16	35	46	57	81	15
税前利润	54	86	141	212	313	361
利润率	22.3%	23.5%	24.2%	21.1%	21.4%	18.4%
所得税	-3	-3	-10	-17	-25	-36
所得税率	5.5%	3.4%	6.8%	8.0%	8.0%	10.0%
净利润	51	83	131	195	288	325
少数股东损益	0	0	1	3	5	7
归属于母公司的净利润	51	83	130	192	283	318
净利润率	21.0%	22.7%	22.4%	19.1%	19.4%	16.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	50	83	131	195	288	325
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	11	23	33	36	33
非经营收益	3	7	18	-55	-73	-5
营运资金变动	-16	-82	-154	-242	-172	-95
经营活动现金净流	45	20	18	-69	78	258
资本开支	-27	-41	-192	24	58	-8
投资	5	0	-10	-25	-32	-40
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-22	-41	-202	-1	26	-48
股权募资	0	302	0	498	0	0
债权募资	0	-14	70	-1	150	200
其他	-15	-17	-9	-5	-7	-10
筹资活动现金净流	-15	272	61	492	143	190
现金净流量	7	251	-124	423	246	400

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	50	294	157	580	826	1,226
应收账款	115	232	374	600	779	899
存货	31	80	151	166	226	276
其他流动资产	21	47	79	110	165	224
流动资产	217	653	761	1,455	1,996	2,624
% 总资产	83.2%	89.4%	71.8%	80.8%	84.1%	86.4%
长期投资	1	1	32	57	89	129
固定资产	32	65	242	258	256	251
% 总资产	12.2%	8.8%	22.8%	14.3%	10.8%	8.3%
无形资产	11	11	22	24	25	27
非流动资产	44	78	299	345	377	413
% 总资产	16.8%	10.6%	28.2%	19.2%	15.9%	13.6%
资产总计	261	730	1,061	1,800	2,373	3,037
短期借款	13	0	70	0	0	0
应付账款	81	194	324	357	495	638
其他流动负债	-6	-7	-22	-7	-10	-14
流动负债	88	186	372	349	485	624
长期贷款	1	0	0	100	250	450
其他长期负债	24	26	31	0	0	0
负债	113	212	403	449	735	1,074
普通股股东权益	148	518	645	1,336	1,618	1,936
少数股东权益	0	0	12	15	20	27
负债股东权益合计	261	730	1,061	1,800	2,373	3,037

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	1.057	1.302	1.017	0.859	1.261	1.418
每股净资产	3.086	8.095	5.040	5.963	7.224	8.643
每股经营现金流	0.930	0.312	0.138	-0.307	0.347	1.150
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	34.26%	16.08%	20.19%	14.41%	17.46%	16.41%
总资产收益率	19.45%	11.41%	12.28%	10.69%	11.91%	10.46%
投入资本收益率	23.97%	10.63%	13.77%	11.06%	11.97%	13.22%
增长率						
主营业务收入增长率	47.08%	52.11%	58.69%	72.54%	45.12%	34.55%
EBIT增长率	48.52%	39.02%	88.52%	62.28%	40.90%	44.26%
净利润增长率	43.55%	64.17%	56.29%	47.76%	46.84%	12.46%
总资产增长率	20.10%	179.94%	45.19%	69.75%	31.81%	27.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	127.7	149.4	193.1	195.0	170.0	140.0
存货周转天数	99.5	113.5	141.1	110.0	100.0	90.0
应付账款周转天数	99.8	90.9	108.7	110.0	100.0	90.0
固定资产周转天数	42.5	52.3	36.9	78.0	60.8	44.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.75%	-56.74%	-13.29%	-35.52%	-35.16%	-39.51%
EBIT利息保障倍数	43.8	-79.8	-460.6	99.5	163.2	200.3
资产负债率	43.22%	29.07%	38.01%	24.96%	30.96%	35.36%

资料来源：塔晶投资研究中心

(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	4680-4700	+100	+300	+445
南宁	4680-4700	+80	+280	+430
昆明	4500	0	+150	+400
旬尾	4300	0	+50	+320
湛江	4700	+100	+200	+400
乌鲁木齐	4420-4450	+20	+70	+240

资料来源: 中国食糖网 2009-12-02

最新国际油价

名称	最新价格 (\$/bbl)	涨跌幅%
Brent	75.62	-2.74
NYMEX	76.44	-2.46

资料来源: BLOOMBERG 2009-12-02

金属期货价格

名称	最新价格(USD/MT)	涨跌额	涨跌幅%
锌	2421.00	41.00	1.72
镍	16375.00	25.00	0.15
铜	7115.00	55.00	0.78
铝	2145.00	40.00	1.90

资料来源: BLOOMBERG 2009-12-02

国际金价

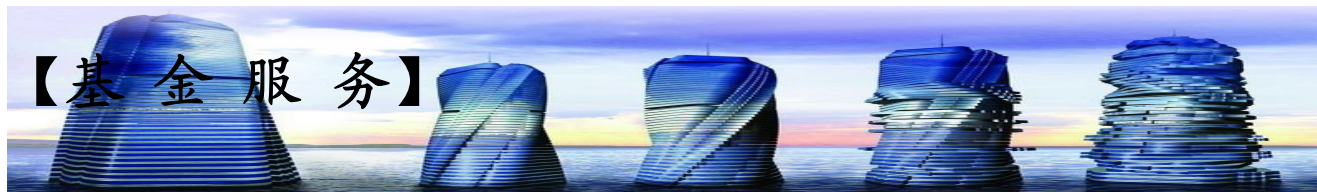
名称	最新价格 (美元/盎司)	涨跌额	涨跌幅%
黄金	1216.4	20.00	1.67
白银	1925.5	85.00	4.62

资料来源: BLOOMBERG 2009-12-02

农产品价格

名称	最新价值 (USd/bu.)	涨跌额	涨跌幅
玉米	407.00	-6.00	-1.45
小麦	575.00	-9.50	-1.63
大豆 (CBT)	1033.00	-24.50	-2.32

资料来源: BLOOMBERG 2009-12-02



■ 迪拜债务结构详解：总额逾千亿美元

“幻城”迪拜风光不再。迪拜世界(Dubai World)的债务风险到底是主权债务危机的开始，还是其发展模式导致的结果？

国有控股的迪拜世界在12月1日宣布了重组计划，把将近600亿美元债务中的260亿美元进行债务重组，其中有60亿美元为伊斯兰债券，同时也有意出售资产还债。

不过，重组计划的细节至今仍一片模糊，官方至今也没有透露三大国有控股企业——迪拜控股(Dubai Holdings)、迪拜投资公司(Investment Corporation of Dubai)，以及迪拜政府的债务情况。

12月2日，穆迪投资者服务机构(下称“穆迪”)向本报记者提供的一份特别报告显示，迪拜政府及国有企业的已确认债务总额超过1000亿美元，而且要帮助迪拜的私营部门抵御迪拜世界债务重组所带来的冲击，迪拜政府的可用资源相当有限，迪拜中央政府本身也有273.34亿美元的债务。

瑞士隆奥银行的私人客户部总监叶峰立(Pillip Jehle)对本报记者表示，迪拜过去几年投资量太大，不过其未偿还债务对比阿布扎比的资产来说，只是很小的一个数目，他相信阿布扎比最终会出手相助。

全国总负债超过1千亿美元

迪拜这个庞大的集团公司的核心，由中央政府加上三大控股企业组成，包括迪拜控股(Dubai Holdings)、迪拜世界(Dubai World)，以及迪拜投资公司(Investment Corporation of Dubai)。其中，迪拜世界和迪拜投资公司由政府持有，迪拜控股由酋长穆罕默德直接持有。穆迪表示，已确认的迪拜中央政府债务为273.34亿美元，国有企业债务为582.68亿美元，加上其他额外债务150亿美元，总计1006.02亿美元。

迪拜世界旗下的企业包括了此次出问题的地产发展商 Nakheel 及 Limitless、投资公司 Istithmar、环球港务集团(DP world)，以及 Dubai DryDocks、Tejari、EZ World (Jebel Ali Free Zone)、Dubai Multi Commodities Centre、Dubai Customs World、P&O Ferries 等。

根据本报记者目前掌握的消息，此次重组将不包括财政稳健的子公司和关联公司——Infinity World Holding、Istithmar 以及 Ports & Free Zone World。而环球港务集团与 Jebel Ali Free Zone 都不会纳入重组。而迪拜世界本身拥有的55亿美元债务、Nakheel 的约80亿美元债务，以及 Limitless 的22亿美元债务都将属于重组计划。

迪拜世界表示不排除会出售资产集资还债，不过迪拜的地产价格自去年高位已下跌超过50%，迪拜世界旗下的发展商 Nakheel 和 Limitless 虽然拥有多个大型发展项目，出售资产也并非易事。

目前迪拜世界旗下各主要企业已确认的负债情况为：环球港务集团为80.14亿美元，Nakheel 为79.56亿美元，DryDocks 与 Limitless 都为22亿美元，Jebel Ali Free Zone 为20亿美元，其他企业的各类债务也接近

200 亿美元。

除了迪拜世界，另外的两大国有企业也有不同程度的负债：迪拜控股的已知债务合约 44 亿美元；迪拜投资公司旗下的 Dubai Electricity & Water Authority 有 40.71 亿美元的债务，Emirates Group 有 46.78 亿美元债务。

尽管身为阿联酋七大酋长国之一，迪拜本身所拥有的油气资源并不多。

穆迪的报告显示，目前迪拜中央政府有 273.34 亿美元的债务，包括了 43.34 亿美元的政府债券和财政部门的债务、150 亿美元的阿联酋债券计划、20 亿美元的政府担保债务，以及 60 亿美元的迪拜投资公司的债务。

亚洲不会重蹈覆辙？

由于迪拜世界的触角几乎延伸到迪拜的所有经济部门，因此其带来的风险对迪拜当地的就业水平以及本地银行产生重大影响。穆迪驻迪拜首席中东主权评级分析师 Tristan Cooper 表示，“迪拜的经济规模很小，而且政府掌握的资源有限，制约了政府为私营部门提供财政刺激的能力。”

因此，有分析师认为，此前一直努力将自己打造为地区金融中心地位的迪拜，或许会放弃这一想法从而获得阿布扎比的援助。Tristan Cooper 说，阿布扎比的石油财富的累积令阿联酋的净外部债权人地位十分强劲，因此其整体宏观经济的稳定受到保障。

叶峰立对本报记者指出，迪拜的债务事件不会再引发市场的大幅调整，不过确实值得关注的信号，因为目前的全球债务分布并不平衡，而且此前大家对于新兴市场的看法过于乐观。

迪拜政府在 11 月 30 日表示，不会为国有的迪拜世界(Dubai World)作担保，这一表态马上引起市场对于其他地区同类的政府直接或间接控制企业的疑虑，因为不少亚太区新兴市场最大的公司和发债人均为此类与政府相关企业。这类公司在亚洲有 82 家，其中 60 家分布于亚洲的新兴市场。

不过，穆迪方面表示，目前没有证据显示亚太地区的这些政府相关企业有迫切和重大的信用问题，大部分一直享有“蓝筹”借款人的称誉，在当地和亚太区的债市和银行市场均有强大的募资能力，包括了 Singapore Power、Petronas、中移动和 KEPCO 等。随着楼市越来越热，房贷政策可能出现更多变数。上海证券报独家获悉，上海多家商业银行内部开始流传一则消息，即在基准利率基础上下浮 30% 的优惠房贷利率可能从明年 1 月起叫停。而政策最早有望在今年 11 月份公布。

(来源于：21 世纪经济报道)

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
