



聚沙成塔 集粹为晶

塔晶投资研究

2008 03

上海塔晶投资管理有限公司主办 总第3期



www.IEcool.com

- ❖ 智光电气 (002169. SZ) — 节能产品, 期待产能提升
- ❖ 康美药业 (600518. SH) — 盈利能力提高, 可作为后备战略品种
- ❖ 深天健 (000090. SZ) — 分离改革显活力, 房产开发价更高



目 录

财 经 观 察	1
解密报告	
智光电气（002169.SZ）	2
康美药业（600518.SH）	9
深 天 健（000090.SZ）	12
年报点评	
国电南瑞（600406.SH）	16
华帝股份（002035.SZ）	18
苏宁环球（000718.SZ）	20
通威股份（600438.SH）	21
云维股份（600725.SH）	22
交易回顾	23
大宗商品价格	24
基金服务	26



财经观察

CPI:

2007 年全年国内生产总值为 246619 亿元人民币，比上年增长 11.4%，居民消费价格比上年上涨 4.8%，其中食品价格上涨 12.3%。

2008 年 1 月 CPI 同比上涨 7.1%，创下 1997 年以来的月度新高。比去年 12 月上涨 1.2%。1 月 CPI 增幅主要原因是：首先是长达 1 个多月的罕见冰雪灾害性天气，造成供应减少、运输困难、损失成本等，都加剧了食品价格的上涨压力。其次，今年 1 月正值春节前夕，一如历年规律，节前的消费市场需求旺盛，带动 CPI 增幅上扬。

国家信息中心预计：一季度经济增长率仍可达 10.5%，CPI 涨幅升至 6.9%。

雪灾影响:

民政部透露，截止到 2 月 23 日，今年 1 月 10 日以来的低温雨雪冰冻灾害造成全国 20 个省、市、自治区和新疆生产建设兵团发生程度不同的灾害。目前，因灾死亡 129 人，失踪 4 人，紧急转运安置 166 万人；农作物受灾面积 1.78 亿亩。因灾直接经济损失 1516.5 亿元。在受灾省份里，湖南、湖北、贵州、广西、江西、安徽这六个省区灾情比较重。

顺差:

海关总署 2 月 15 日公布，2008 年 1 月份我国外贸进出口总值达 1998.3 亿美元，比去年同期增长 27.1%。其中出口 1096.6 亿美元，增长 26.7%；进口 901.7 亿美元，增长 27.6%，当月实现贸易顺差 194.9 亿美元，是 2007 年 5 月以来月度贸易顺差首次低于 200 亿美元，增长 22.6%。

汇率:

前两月升值 2.8%，人民币加速升值今年以来，人民币延续了去年末的快速升值态势。统计显示，今年头两月人民币对美元累计升值 2.80%，汇价逼近 7.10 关口。

人民币汇率中间价 2 月 29 日报 7.1058 元，较前一交易日大涨 151 个基点，询价交易盘中最高触及 7.1030。按中间价计，今年以来人民币对美元升值 2.80%，升幅达到去年全年升幅的 40%，汇改以

来升值幅度达到了 14.13%。此外，今年头两个月人民币对英镑升值 3.24%，但对欧元和日元分别贬值 1.06% 和 5.59%。今年头两个月升值速度略有加快在市场意料之中，而上周美元的下跌则加大了人民币的升值压力。今年上半年物价上涨压力较大，而由于美联储大幅降息，国内利率调整空间受限，央行明确表示要“稳妥运用利率工具”，在这种情况下市场人士普遍预计汇率的调控作用将进一步增强，适当加快汇率升值是应有之义。

贷款:

中国人民银行 2 月 14 日发布的金融统计数据报告显示，今年 1 月，金融机构人民币贷款增加 8036 亿元，同比多增 2373 亿元，而此前 3 年同期平均新增量仅为 4700 亿元左右。1 月末，人民币贷款同比增长 16.74%，增幅比上年末高 0.64 个百分点。

油价:

在 29 日纽约商品交易所隔夜电子盘中，其 4 月份交货的轻质原油期货价格一度达到每桶 103.05 美元新高。但是当天收盘价没有在这个高位站稳。该合约最终收盘价格比前一个交易日下跌 75 美分，收于 101.84 美元。同日，伦敦国际石油交易所 4 月份交货的北海布伦特原油期货价格每桶回落 80 美分，收于 100.10 美元。刚刚过去的 12 个交易日里，国际油价以接近平均每日上涨 1 美元的速度飙升，以周线水准看，国际油价已连涨四周，升幅为 10.9%。

房价:

央行在 2 月 22 日发布的《2007 年第四季度货币政策执行报告》中指出，去年以来，在国家各项宏观调控政策的共同作用下，房地产开发投资结构开始优化，全国房屋销售价格总体涨幅依然较高，但部分城市房价涨幅已出现趋缓迹象。

2007 年各季，全国房屋销售价格同比分别上涨 5.6%、6.3%、8.2% 和 10.2%。2007 年 12 月份，全国房屋销售价格同比上涨 10.5%，涨幅与 11 月份持平，环比上涨 0.2%，比 11 月份降低 0.6 个百分点。全年全国 70 个大中城市房屋销售价格上涨 7.6%，其中已有 22 个城市 12 月份出现环比负增长。



智光电气 (002169.SZ)

—— 节能产品，期待产能提升

主要结论及盈利预测

- ◇ 受益于“节能减排”，高压大功率变频装置的高速发展，2007年销售收入增速将达200%以上；培育产品——企业级电气监控与能量管理系统的市场容量较大。
- ◇ 主导产品消弧选线成套装置与思源电气共同占据60%以上市场份额，受益于电网投资增长拉动，能够实现20%的持续增长。
- ◇ 新厂区将于2008年6月建成启用，届时产能瓶颈将完全消除，业绩有望加速增长。
- ◇ 预计公司2007-2009年分别实现营业收入2.88、3.78和5.60亿元，同比增长30.4%、31.0%和48.1%；分别实现净利润3277、4868和7473万元，同比增长47.4%、48.6%和53.5%；EPS 分别为0.47、0.71和1.08元。
- ◇ 需要关注竞争加剧可能导至公司产品毛利率下降风险和应收账款坏账损失风险。

1. 盈利预测

1.1. 盈利预测假设

◇ 行业增长率预测

假设 2007、2008 年消弧选线成套装置行业增长率为 15%，高压变频调速系统行业增长率为 40%，企业级电气监控与能量管理系统行业增长率为 30%，具体分析见附录行业情况。

◇ 费用率预测

公司尚处于快速发展的初期，规模效应还未体现，维持较高的营业费用率，2007、2008 假设为 8.8%。由于 2008 年公司开始自制消弧选线中的一次设备，因此提高管理费用，2007、2008 年假设为 10%、11%。由于上市募得资金 1.52 亿元，因此 2007、2008 年资金相对充裕，财务费用率将有所下降。

图表 1: 三项费用变动趋势分析 (万元)

项目	2004	2005	2006	2007H
营业费用	942.63	1,091.69	1,943.10	869.72
营业费用率	9.16%	6.89%	8.78%	8.52%
管理费用	948.88	1,271.73	2,210.13	1,177.98
管理费用率	9.22%	8.03%	9.99%	11.53%
财务费用	107.03	128.61	222.56	97.03
财务费用率	1.04%	0.81%	1.01%	0.95%
合计费用	1,998.54	2,492.04	4,375.79	2,144.73
合计费用率	19.43%	15.73%	19.78%	21.00%

来源：塔晶投资研究中心

◇ 所得税实际税率

2004-2006 年的所得税税率为 21%、19.1%、11.4%，公司将逐步降低税率，我们预计为 10%。

◇ 研发费用

公司作为高科技企业，研发费用占营业收入的比重并不是很高。预计会维持 5% 以上的比例。

图表 2: 三项费用变动趋势分析 (万元)

年度	2004 年度	2005 年度	2006 年度
研发费用	491.74	1,181.41	1,124.95
营业收入	10,288.04	15,824.44	22,126.61
所占比例	4.78%	7.47%	5.08%

来源：公司招股说明书，塔晶投资研究中心



◇ 募资项目建设情况

公司新厂区一个车间厂房已搭建完毕，地面正在进行施工，估计可于3月1日前完工，快于计划进度。此车间约有6600平方米，可以容纳现有所有产品的生产、试验。办公楼、生活楼也在同步施工建设，3月底前可以完工。预计6月份设备可以安装调试完毕，公司新厂区正式开始生产。

◇ 融资计划

公司所处行业需要垫付较多的资金，而且有10%的质量保证金需要正式验收交付后1年才能收回，因此应收账款数额很大，2006—2007Q3应收账款为4686万、5749万、8772万、16515万元。

虽然2007年9月上市募集资金1.52亿元，但随着生产规模的快速扩张，仍有较强的融资需求。公司尚无明确的融资计划，不排除明年在证券市场继续融资的可能。假设暂不考虑这一因素的影响。

1.2. 盈利预测

◇ 预计公司2007—2009年分别实现营业收入2.88、3.78和5.60亿元，同比增长30.4%、31.0%和48.1%；分别实现净利润3277、4868和7473万元，同比增长47.4%、48.6%和53.5%。

◇ 2007—2009年EPS分别为0.47、0.71和1.08元。

2. 销售收入预测

2.1. 订单

公司产品平均生产周期在45天左右，由于生产周期较短，订单不会滚存很多，所以无法进行年度预测，但根据行业的发展态势来看，订单应该是充足的。其中高压变频调速系统前8个月接单108套。每年约有20—30%的订单会结转到下一年度确认收入，估计可以保证生产3个月。

2.2. 产能与产量

通过实地查看，我们观察到公司确实存在场地紧张问题。公司现有生产厂房为外部租赁，场地较小，影响了大体积、大重量的设备装配和检验能力，制约了公司各产品的规模化生产、组装和检验，目前的产量基本达到了成套组装能力的极限。

公司生产厂区位于广州开发区，生产消弧选线成套装置、高压变频调速系统、企业级电气监控与能量管理系统。一楼为装配车间，产品摆放十分拥挤，变压器和产成品已经摆放在车间外临时搭建的储存区。电子控制部件焊接、装配工序在三楼，产能看起来还不算十分紧张。

虽然人员可以通过加班来解决，但是场地确实紧张，生产组织难度很大，产能存在较为严重的瓶颈。

◇ 消弧选线成套装置：已经通过两班生产，提高了产量。募集资金投入达产后可形成800套的生产能力。

图表3：消弧选线成套装置产能与产量情况（套）

年份	产能	产量	销量	产销率
2004	400	358	368	102.79%
2005	400	492	478	97.15%
2006	400	505	475	94.06%
2007H	400	229	205	89.52%

来源：公司招股说明书，塔晶投资研究中心

◇ 高压变频调速系统：2007年1—9月已经生产了完成销售收入5300万元，同比增长206%，按照单价测算，大约为90套，主要是通过两班生产增加产量。募集资金投入达产后可形成400套的生产能力。

图表4：高压变频调速系统产能与产量情况（套）

年份	产能	产量	销量	产销率
2006	60	70	55	78.57%
2007H	60	45	44	97.78%

来源：公司招股说明书，塔晶投资研究中心



- 企业级电气监控与能量管理系统：2007年1—9月份增速低于2006年。募集资金投入达产后可形成100套的生产能力。

图表 5：企业级电气监控与能量管理系统产能与产量情况

年份	产能	产量	销量	产销率
2004年(台)	3,000	1,768	1,621	91.69%
(套)	10	6	5	—
2005年(台)	5,000	3,427	3,125	91.19%
(套)	16	11	10	—
2006年(台)	9,000	7,736	6,487	83.85%
(套)	30	26	21	—
2007H(台)	9,000	3,886	2,768	71.23%
(套)	30	13	9	—

来源：公司招股说明书，塔晶投资研究中心

2.3. 销售收入预测

图表 6：分产品销售收入预测(百万元)

	2004	2005	2006	2007	2008
电网安全与控制类产品	97.69	132.32	147.34	155.00	167.75
同比增长		35.45%	11.35%	5.20%	8.23%
电机控制与节能类产品			33.18	75.00	126.00
同比增长				126.03%	68.00%
供用电控制与自动化类产品	4.89	11.24	22.08	31.50	47.25
同比增长		130.07%	96.41%	42.67%	50.00%
电力信息化类产品	0.17	4.45	16.51	25.00	35.00
同比增长		2591%	271.15%	51.39%	40.00%
其他产品	0.14	10.45	2.15	2.00	2.00
同比增长		7238%	-79.40%	-7.10%	0.00%
合计	102.9	158.5	221.3	288.5	378.0
同比增长		54.0%	39.6%	30.4%	31.0%

来源：塔晶投资研究中心

3. 毛利率预测

- 消弧选线成套装置：2007年1—6月消弧线圈产品中标价格比2006年销售价格下降了5.62%，销售价格变化将导致该类产品的毛利率由2006年的26.15%下降到21.75%。07下半年由于所签订单价格有所提高，全年预计毛利率可以回升到25%左右。2008年由于下半年可以搬入新厂房生产，由部分外协改为自主生产，所以毛利率增加至27%。
- 高压变频调速系统：2007年1—6月高压变频调速系统产品中标价格比2006年销售价格上升了3.25%，销售价格变化将导致该类产品的毛利率由2006年的30.53%上升到32.72%，假设07全年为32.5%，因为该产品的市场需求比较旺盛，所以假设2008年毛利率将维持32.5%。
- 其他产品产量还很小，维持2007年上半年毛利率基本不变。

图表 7：分产品毛利率预测

	2004	2005	2006	2007	2008
电网安全与控制类产品	27.83%	23.68%	26.15%	25.00%	27.00%
电机控制与节能类产品			30.53%	32.50%	32.50%
供用电控制与自动化类产品	51.81%	62.04%	60.71%	55.00%	55.00%
电力信息化类产品	64.80%	53.19%	56.31%	55.00%	55.00%
其他产品	31.80%	6.40%	0.00%	10.00%	10.00%
综合毛利率	29.03%	26.09%	32.25%	32.72%	34.84%

来源：塔晶投资研究中心



4. 行业发展情况

根据“十一五”电网规划，国家电网公司总投资额达 9,000 亿元，南方电网公司总投资规模达 3,000 亿元，全国电网建设总投资为 12,000 亿元，约是“十五”期间的两倍。国家和地方电力部门逐步加大电网投资建设力度以及大量的设备改造投入给行业带来了巨大的发展机遇。

◇ 消弧选线成套装置市场容量及行业增速

2006 年，国内实际市场需求约在 6.3 亿元，预计未来 10 年内总的市场需求将达 143—204 亿元，每年将有 15—20% 左右的增长，并且存在较大的国际市场潜在需求。

旧有变电站改造的需要

2005 年全国电网售电量约 2.5 万亿 kWh，基于售电量和变电站数量基本成正比关系，估算出可安装本产品的主变目前全国保有量在 8 万台左右，其中 70% 以上采用的是中性点不接地方式。随着电网逐步扩大且结构趋于复杂，电网的对地电容电流越来越大，今后将逐步安装本产品；已安装本产品的电网也有设备改造的需求。预计占目前全国保有量的 20—30% 的变电站在十年内需安装本产品，按每套产品 30 万元计算，潜在市场容量为 48—72 亿元。2006 年变电站改造的实际市场容量约为 2.2 亿元，预计每年将以 15—20% 的速度增长。

新增变电站建设的需要

由于国民经济快速发展，用电需求持续增加，预计 2010 年全国用电量为 3.64 万亿 kWh，平均每年的用电量增长率约为 9—11%。预计未来十年内将新增主变 7 万—9 万台，按 40% 安装本类产品测算，潜在市场容量约为 84—108 亿元。2006 年新增变电站实际市场容量约为 3.6 亿元，预计每年将以 15—20% 的速度增长。

其它行业的需求

该产品还可广泛应用于石油、化工、钢铁、矿山、电气化铁路等行业的供电系统，市场外延性较强。随着企业供电系统的扩大、消弧技术的进步，行业标准的贯彻执行，越来越多的企业供电系统已开始采用消弧接地方式。以上相关行业保守估计约有 2,000 个 35kV 以上变电站，按每个站平均 2 台主变计算，共有 4,000 台主变，预计目前 40—50% 的主变在未来十年内需安装本产品；另每年约 20 个大型新投产项目需应用本产品，保守估计每个大型项目需 10—30 套，未来十年潜在市场容量为 11—24 亿元。

◇ 高压变频调速系统市场容量及行业增速

我国高(中)压电动机容量是 1.44 亿 kW，每年以 500-600 万 kW 的速度在增长。如果对 35% 的电动机实施调速节能改造，今后十年将有 0.7 亿 kW (2 亿 kW×35%) 的市场需求，按照目前平均 1,000 元/kW 的改造价格计算，未来 10 年的市场需求为 1,000 元/kW×0.7 亿 kW=70 亿元，考虑价格等其他因素潜在市场需求在 500-700 亿元之间。

近几年我国变频器市场一直保持着较高的增长率，2005 年我国通用型高压变频器市场销售额接近 7 亿元，增长率达到 40%。2006 年的实际市场需求超过 10 亿元，其中国产变频器的销售增长率在 60% 以上。受益于“节能减排”政策的实施力度加强，预计 2007 年的增长将超过此增长速度，行业加速增长态势明显。

◇ 企业级电气监控与能量管理系统市场容量及行业增速

企业级电气监控与能量管理系统主要面向企业级供用电领域，主要目标市场为：大中型工矿企业用电系统、大中型发电厂厂用电系统、市政建设以及基础设施用电系统等。

全国大中型工业企业总数为 3 万家以上，如每个企业实施电气监控与能量管理系统（含智能单元）的平均规模为 100 万元，以十年时间完成上述企业的技术改造，则潜在市场需求为 300 亿元。目前实际的市场需求为每年 15 亿元左右，预计未来几年将以大约 30% 速度增长。

高压设备状态监测与诊断系统、电力企业调度信息整合平台及应用软件

高压设备状态监测与诊断系统：该产品是高压设备状态检修的一种主要手段和方法，是我国电力系统在“十一五”电力建设规划中高压设备运行管理的一个主要发展方向。系统采用了特别设计的高性能传感器，结合微信号测量技术，实现对 110kV 以上电压等级变电站和发电厂升压站高压设备的实时数字化监测，为设备的状态评估提供诊断依据。目前该产品和技术已在全国数十个变电站和发电厂升压站中得到推广应用。



电力企业调度信息整合平台及应用软件：该产品主要通过电力企业同级和上下级自动化系统间、信息化系统间数据的横向整合和纵向整合，实现数据共享和业务流程化，降低用户的开发成本，消除“信息孤岛”。公司产品自 2004 年推向市场以来，获得用户一定程度的认可。

5. 行业竞争情况

◇ 消弧选线成套装置竞争情况

国内目前有十多家企业从事该产品的研发和销售，从技术方面来看，主要表现在不同调节原理之间的竞争，各主要提供商在产品原理和技术路线上存在差异。

从企业规模和竞争实力上来看，思源电气和智光电气合计占有国内 60% 以上的市场份额，已形成稳定的竞争格局。对于新进入者来说，其面临较高的资质壁垒、信誉壁垒、技术壁垒。

公司的主要竞争厂商思源电气在 2004 年 8 月上市募集资金后新建了 600 套消弧选线成套装置的生产能力（上市前 500 套产能），首发募投项目尚未完全达产。该公司上市后，最近三年消弧选线成套装置保持较快的增长，平均年增长率为 40% 左右，随着该公司营业规模的扩大，该类业务占其业务收入比例从上市前 2003 年的 71.45%，下降到 2006 年的 34.4%。

2004 年、2005 年、2006 年，公司市场份额在 24% 左右。募集资金项目达产后，预计市场占有率将在现在 24% 的基础上增加至 30% 左右。

图表 8：消弧选线成套装置市场竞争情况

序号	公司名称	2006 年			2005 年			2004 年		
		销售收入 (万元)	市场 份额	排名	销售收入 (万元)	市场 份额	排名	销售收入 (万元)	市场 份额	排名
1	思源电气	25,374	40.46%	1	19,508	37.32%	1	15,245	35.00%	1
2	智光电气	14,735	23.49%	2	13,233	25.32%	2	9,769	22.43%	2
3	河北旭辉	5,645	9.00%	3	4,965	9.50%	3	4,356	10.00%	3
4	邯郸通用	3,763	6.00%	4	3,659	7.00%	4	3,920	9.00%	4
5	顺特电气	1,568	2.50%	5	1,829	3.50%	5	1,742	4.00%	5
6	其他	11,634	18.55%		9,073	17.36%		8,524	19.57%	
	合计	62,719	100%		52,266	100%		43,557	100%	

来源：公司招股说明书

◇ 高压变频调速系统竞争情况

以西门子为代表的国外品牌占据大容量和为大型工程配套的高端市场；而国内品牌的目标市场近期主要为通用型变频器市场。随着国内品牌的技术创新和综合实力的不断增强，大型工程配套市场也会成为国内品牌的目标。

高压变频器在国内的推广时间不超过 10 年，国内市场自 2004 年才开始小规模应用。目前广大大中型工业企业普遍看好该设备的节能效果，因此近年市场需求增长迅速，平均超过 40%，其中国内品牌增长率超过 60%。除西门子等国外高端品牌占据通用变频器市场份额 43% 左右外，国内品牌的竞争格局还不稳定，目前掌握核心技术并具有自主研发能力和配套售后服务能力的国内厂商不多，利德华福、东方日立和智光电机合计占市场份额已达到 50%，为国内品牌厂商总供应量的 70%。



图表 9: 高压变频调速系统市场竞争情况

供应商	2005 年		2006 年		销售额增长率	
	销售额 (亿元)	占比	销售额 (亿元)	占比		
国外品牌	西门子	2.2	33.33%	3	28.30%	36.36%
	罗克韦尔 (AB)	0.6	9.09%	0.7	6.60%	16.67%
	ABB	0.5	7.58%	0.6	5.66%	20.00%
	东芝	0.3	4.55%	0.3	2.83%	0.00%
	小计	3.6	54.55%	4.6	43.40%	27.78%
国内品牌	利德华福	1.7	25.76%	2.8	26.42%	64.71%
	东方日立	0.7	10.61%	0.9	8.49%	28.57%
	智光电机	0.1	1.52%	0.3	2.88%	200.00%
	其他	0.5	7.58%	1.7	16.03%	240.00%
	小计	3	45.45%	6	56.60%	100%
总计	6.6	100.00%	10.6	100.00%	60.61%	

来源: 公司招股说明书

◇ 企业级电气监控与能量管理系统竞争情况

目前, 拥有自主研发能力和品牌的主要厂商, 在国内的市场份额约占 44% 左右, 主要品牌厂商有: 施耐德电气、江苏金智科技股份有限公司 (简称“金智科技”)、珠海万力达电气股份有限公司、苏州智能配电自动化有限公司、上海华建电力设备有限公司和智光电气等; 另外还有大量无自主产品或品牌的系统集成商, 大约占市场份额 40% 左右, 其它厂商占据 16% 左右的份额。

公司产品近几年发展迅速, 各厂商的行业应用领域较为分散, 且在具体销售环节, 既有单独销售纯硬件 (如 SPAC 智能单元) 的厂商, 也有进行软、硬件系统集成的厂商, 因此体现出市场集中度低的特点, 市场占有率数据统计比较困难。综合来看, 目前行业内没有明显的领先企业。

◇ 公司竞争优势

电力企业资源背景深厚, 营销优势明显

公司高管具有较长时间的电力企业从业背景, 人脉资源丰富。董事长李永喜曾先后担任广州经济技术开发区明珠发电厂厂长, 广州明珠电力股总经理, 广州明珠电力企业集团董事长兼总经理, 恒运发电厂副总指挥; 总经理芮冬阳曾任广东省电力工业局试验研究所系统室、新技术研究室主任, 从事电力系统运行控制、电力电子与电机控制等领域的研究开发工作 10 余年, 具有丰富的电力、电气行业工作与管理经验。曾多次主持、参与广东电网大型火电机组、高压输变电工程、电网安全和稳定分析项目等的规划、建设和试验研究; 主持和参与广东省、广州市和广东电网多项新技术研究开发与应用课题。

股权结构合理, 管理团队和核心技术人员主人翁责任感强

公司的管理团队和核心技术人员中有 17 人持有公司的股份, 大都为公司的创始人。公司建立了完善的法人治理结构, 结构稳定、向心力强, 形成了科学民主的决策机制, 为公司的持续稳定发展奠定了坚实的基础。



图表 10: 三张预测报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E		2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
销售收入	103	158	221	288	378	560	货币资金	10	35	74	43	40	40
增长率		54.0%	39.6%	30.4%	31.0%	48.1%	应收款项	58	71	103	185	260	408
销售成本	-73	-117	-150	-194	-246	-354	存货	10	38	58	87	123	195
%销售收入	71.0%	73.9%	67.7%	67.3%	65.2%	63.2%	其他流动资产	0	0	0	0	0	0
税金及附加	-1	-1	-1	-2	-2	-3	流动资产	78	144	235	316	423	642
%销售收入	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	长期资产	5	10	24	137	132	123
主营业务利润	29	41	70	93	130	203	资产总计	83	154	259	454	555	765
主营业务利润率	28.3%	25.7%	31.7%	32.2%	34.3%	36.2%	循环贷款	5	22	29	0	6	49
其他业务利润	0	0	0	0	0	0	应付款项	45	72	111	145	184	262
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	4	6	7	8	12	17
营业费用	-9	-11	-19	-25	-33	-49	流动负债	55	99	147	153	201	328
%销售收入	9.2%	6.9%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	其他长期负债	0	1	0	0	0	0
管理费用	-9	-13	-22	-29	-39	-63	负债	55	100	147	153	201	328
%销售收入	9.2%	8.0%	10.0%	10.1%	10.3%	11.2%	少数股东权益	2	2	7	9	13	20
财务费用	-1	-1	-2	1	1	-1	股东权益	26	52	105	290	339	414
%销售收入	1.0%	0.8%	1.0%	-0.3%	-0.3%	0.1%	负债股东权益合计	83	154	259	453	553	762
营业利润	9	16	26	39	59	91	现金流量表 (人民币百万元)						
营业利润率	8.9%	10.0%	11.9%	13.6%	15.5%	16.2%	净利润	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
投资收益	-0	-0	-0	0	0	0	少数股东损益	8	14	22	33	49	75
%税前利润	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	非现金支出	-0	-1	2	3	4	7
补贴收入	0	0	0	0	0	0	非经营收益	0	0	0	2	7	13
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	非经营收益	0	0	0	1	0	2
营业外收支	0	0	1	0	0	0	营运资金变动	0	0	0	-77	-70	-137
%税前利润	4.6%	2.8%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%	经营活动现金净流	8	13	24	-39	-9	-41
税前利润	10	16	27	39	59	91	资本开支	-6	-2	-15	-114	0	0
利润率	9.3%	10.2%	12.3%	13.6%	15.5%	16.2%	其他	0	-14	-21	0	-0	0
所得税	-2	-3	-3	-4	-6	-9	投资活动现金净流	-6	-17	-37	-114	-0	0
所得税率	21.0%	19.1%	11.4%	10.0%	10.0%	10.0%	募集资金	4	12	31	153	0	0
少数股东损益	0	1	-2	-3	-4	-7	股息	-1	-1	-2	-1	-0	-2
%税前利润	-2.1%	-3.6%	7.1%	6.5%	7.0%	7.5%	银行贷款变动	5	17	7	-29	6	43
净利润	8	14	22	33	49	75	其他	-5	-5	0	0	0	0
净利率	7.5%	8.7%	10.1%	11.4%	12.9%	13.3%	筹资活动现金净流	3	23	36	123	6	41
增长率		77.8%	62.0%	47.4%	48.6%	53.5%	现金净流量	5	20	23	-31	-4	-0
EPS (元/股)	0.965	0.312	0.435	0.474	0.705	1.082							

来源: 塔晶投资研究中心

(塔晶投资研究中心 机械行业研究员 曲成涛)



康美药业（600518.SH）

——盈利能力提高，发展潜力增强

主要结论及盈利预测

- ◇ 2007年主营业务收入达12.94亿元，增长56.74%；实现净利润1.46亿元，增长46.27%，总体情况符合预期。中药材贸易毛利率达14.25%，提高1.43个百分点，超出预期。医药商业销售收入达2.51亿元，增长38.02%，超出预期。
- ◇ 期间销售费用率和管理费用率有所下降，财务费用率略有上升。销售费用率由2006年的5.01%下降到4.33%，管理费用率由2006年的3.63%下降到2.75%，公司管理能力明显提高。财务费用率由2006年的2.13%微升到2.45%，主要因为2006年发行2亿融资券，而2007年发行了4亿。
- ◇ 2008年1月1日起，中药饮片生产企业必须在符合GMP的条件下生产。这一产业政策的执行使公司产能扩张后的销售有了保障。
- ◇ 盈利预测：调高08年盈利预测，每股收益从原来的0.49元调至0.65元。

1. 盈利预测

1.1. 盈利预测假设

- ◇ 假设2008年中药饮片二期工程5月底生产人员全部到位。
- ◇ 假设2008年中药饮片价格上涨10%，毛利率提高1%。
- ◇ 假设2008年中药材贸易销售收入增长100%，毛利率由目前的14.25%提高到18%。
- ◇ 假设2008年医药商业销售增长30%。

1.2. 假设简析

- ◇ 2007年中药饮片价格平均上涨10%，农副产品价格上涨明显，中药材价格也将上涨，所以假设2008年中药饮片价格上涨10%比较合理。2008年公司二期饮片工程开始贡献产能，规模化后毛利率将有一定提升，假设提高1%比较合理。
- ◇ 2007年中药材贸易销售增长207%，2008年公司物流港建设加快，仓储条件将改善，流动资金也将增加，成都子公司中药材业务将启动，因此销售翻番，毛利率提高到18%完全有可能。
- ◇ 医药商业2007年销售收入达2.51亿元，增长38.02%，销售增长超预期。目前公司与1000多家医院有合作关系，2007年客户量大幅增加，2008年销售将上量。因此，2008年增长30%比较合理。

1.3. 盈利预测

- ◇ 调高08年盈利预测，EPS从原来的0.49元调至0.65元。

2. 业绩回顾

2.1. 主要业务情况

- ◇ 中药饮片销售收入达3.5亿元，增长49.23%，毛利率37.23%，较2006年35.94%的毛利率提高1.29个百分点，规模化效应开始显现。基本符合预期。
- ◇ 中药材贸易销售收入达4.16亿元，增长207.72%，毛利率14.25%，较2006年12.82%的毛利率提高1.43个百分点，毛利率提高超预期。毛利率提高主要原因是公司在逐步按计划开展中药材贸易，加大囤货数量，改善仓储环境，对药材进行初加工提高附加值。逐步走上正轨后，毛利率还将大幅提高。
- ◇ 医药商业销售收入达2.51亿元，增长38.02%，毛利率14.58%，与2006年的14.89%基本持平，销售增长超预期。公司目前与1000多家医院有合作关系，全国主要覆盖北京、上海、湖南、湖北、福建。2007年



客户量大幅增加，因而增长较为迅速。

图表 1: 中药饮片、中药材贸易、医药商业销售情况(百万元)

项目	中药饮片		中药材贸易		医药商业	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
营业收入	234.74	350.31	135.20	416.04	181.92	251.08
增长率		49.23%		207.72%		38.02%
营业成本	150.38	219.89	117.87	356.75	154.84	214.48
毛利率	35.94%	37.23%	12.82%	14.25%	14.89%	14.58%

资料来源: 塔晶投资研究中心

- 自产化学制剂毛利率总体下滑，主要与产品降价有关。老产品销售低于预期，新产品超预期。利乐销售收入6670万、诺沙销售收入6480万，分别下降10.74%、7.34%，洛欣平销售收入6520万增长2.41%，新产品培宁销售3420万增长73.37%。

图表 2: 自产化学制剂销售情况(百万元)

项目	康美利乐		康美诺沙		康美洛欣平		康美培宁	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
营业收入	74.71	66.69	69.91	64.78	63.66	65.19	19.96	34.61
增长率		-10.74%		-7.34%		2.41%		73.37%
营业成本	46.52	41.96	42.47	42.11	26.96	28.84	7.24	13.58
毛利率	37.73	37.08%	39.25%	35.00%	57.64%	55.76%	63.72%	60.78%

资料来源: 塔晶投资研究中心

2.2. 期间费用情况

- 2007年期间销售费用率和管理费用率有所下降，财务费用率略有上升。销售费用率由2006年的5.01%下降到4.33%，管理费用率由2006年的3.63%下降到2.75%，公司管理能力明显提高。财务费用率由2006年的2.13%微升到2.45%，主要因为2006年发行2亿融资券，而2007年发了4亿。

图表 3: 期间费用累计数据(百万元)

项目	3Q06	2006N	1Q07	1H07	3Q07	07N
营业收入	579.02	825.61	229.38	597.50	930.97	1,294.06
毛利率	30.41%	29.15%	25.92%	25.53%	25.88%	26.11%
销售费用	29.28	41.33	12.90	27.43	42.71	56.03
比营业收入	5.06%	5.01%	5.63%	4.59%	4.59%	4.33%
管理费用	22.88	30.00	6.08	14.10	21.86	35.59
比营业收入	3.95%	3.63%	2.65%	2.36%	2.35%	2.75%
财务费用	11.29	17.57	6.20	15.28	24.22	31.76
比营业收入	1.95%	2.13%	2.70%	2.56%	2.60%	2.45%

资料来源: 塔晶投资研究中心

图表 4: 期间费用单季数据(百万元)

项目	3Q06	2006N	1Q07	1H07	3Q07	07N
营业收入	234.69	246.58	229.38	368.13	333.47	363.09
毛利率	27.68%	26.17%	25.92%	25.29%	26.50%	26.69%
销售费用	10.14	12.05	12.90	14.52	15.28	13.32
比营业收入	4.32%	4.89%	5.63%	3.94%	4.58%	3.67%
管理费用	8.24	7.12	6.08	8.02	7.77	13.73
比营业收入	3.51%	2.89%	2.65%	2.18%	2.33%	3.78%
财务费用	4.51	6.27	6.20	9.08	8.95	7.54
比营业收入	1.92%	2.54%	2.70%	2.47%	2.68%	2.08%

资料来源: 塔晶投资研究中心



深天健（000090.SZ）

——分离改革显活力，房产开发价更高

主要结论及盈利预测

- ◇ 公司是深圳的二线地产开发商。近二、三年内先后有项目进入竣工结算，特别是2009年将进入结算高峰期，预计2007年到2009年每股收益分别为0.79元，1.02元，2.00元。
- ◇ 公司在积极推进主辅分离改革，预期2008年中期会完成。此后公司将由市政工程为主转房地产行业，有望赢得较快发展。
- ◇ 主辅分离改革后，公司将借助于自身的市政建筑方面的管理优势，积极拓展代建制业务。目前开展的深盐二通道项目，在2009年将进入分成结算，2009年和2010年公司将从分成中有较大收益，2007年和2008年项目结算收入利润不显著。
- ◇ 公司的风险在于国资委控股，治理结构不合理，公司管理层及员工的潜能不能充分展现。公司的业绩和管理透明度不够。

1. 盈利预测

1.1. 盈利预测假设

- ◇ 房价2008年，2009年每年在原有基础上涨价10%。建筑材料，规划设计费用等成本也保持10%的上涨速度，由于公司土地储备充足，不考虑土地成本的提高，总体毛利率水平保持稳中有升。具体毛利率预测参见表3（土地储备不足的企业则毛利率趋于下降）。
- ◇ 市政工程的销售费用几乎没有，而管理费用率在4%左右，随着2008，2009年房地产收入的比重增大。二项费用率呈现相反的增长。前者不断增加，后者不断递减。
- ◇ 假设市政业务尚未分离。
- ◇ 物业及出租增长保持平稳增长。
- ◇ 投资收益主要是由于莱宝高科的分红，由于2006年上市前的集中派发二次，所以2006年投资收益有5000万左右，而2007年以后只会每年派发一次，2007分红约1800万，再加上中山项目的出售带来的收益约1400万（非经常因素），因此在不考虑今后莱宝出售的情况下，假设每年的公司的投资收益约2500万左右。
- ◇ 深盐二通道项目的结算收入的影响因素，主要有进度因素，拨款的进展，二次决算的进度等，在决算之前的结算收入的测算，是很保守的，预测的分成结算总收入约1.2亿，由此可假设2007、2008年的分成收入只能保守的估计2000万左右，而主要的部分将在2009年和2010年的确认。
- ◇ 房产项目的毛利率水平由于假设的各年房价的变化，以及各项目不同品种的差异导致毛利率水平的相应变化。
- ◇ 贷款利率2008年上调2次，达到8.10%，优惠贷款占总贷款的比重大约为30%。2008年优惠利率为6.79%（7.56*90%），2009年为7.27%（8.10%*90%）。利息资本化比率为90%。其余作为财务费用。
- ◇ 2007年上半年主营税金及附加占主营收入比率为7.05%，考虑到预售帐款中税金提前预交的因素，全年的比率与上年基本持平，全年估计为6.5%，2008、2009年不考虑土地增值税的因素外的比率为5.5%，土地增值税假设按税法规定计提。（这种因素对利润影响较大，由此2008、2009年土地增值税均增加在2亿以上。2008年由于毛利率较高，土地增值税增加较多。）
- ◇ 具体假设数据如图表1所示：



图表 1 盈利预测主要假设

指标	2007	2008	2009
房价涨幅	约 50%	10%	10%
成本（不考虑土地成本）涨幅		10%	10%
（主营业务税金+土地增值税）/销售收入	6.50%	14.41%	9.54%
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%
贷款利率	6%	7.31%	7.84%
一年期存款利率	2.89%	3.87%	4.41%
活期利率	0.81%	0.81%	0.81%

资料来源：塔晶投资研究中心

1.2. 盈利预测

- ◇ 预计公司2007-2009年分别实现营业收入27.1、34.2和39.98亿元，同比增长35.4%、26.8%和18.1%；分别实现净利润2.41、3.11和6.10亿元。
- ◇ 2007-2009年每股收益分别为0.792元，1.02元，2.00元。

2. 项目单位成本及售价与毛利率预测

- ◇ 开发成本中利息资本化费用按开发资金的70%乘以每年对应的贷款利率，假设利息资本化比例为90%。出于盈利预测的考虑，毛利率从二个角度来考虑，一是不考虑主营税金及附加的毛利率，适用于模型中盈利的预测。二是考虑了主营税金及附加的毛利率，这是真正意义上的毛利率。
- ◇ 成本各项目除土地成本之外，其他各项目按每年10%的上涨幅度进行测算，售价也假设每年以10%的速度进行测算。
- ◇ 毛利率由于每年的房价的不同，以及结算的品种不同导致每年的同一项目的毛利率水平不尽相同，假设房价上涨，则同一项目的同一品种（如住宅品种）的毛利水平，后一年高于前一年的水平。商铺的毛利水平则高于住宅的毛利水平。
- ◇ 芙蓉二期考虑主要是商业及部分住宅。其综合均价要高于住宅，商铺价位一般在住宅的2倍以上，由此假设二期的综合价位在8000元左右。
- ◇ 由于公司在项目的初期立足于打品牌，而且内地的房价水平远低于上海，深圳等大城市，而成本相差无几，这二方面的因素导致长沙的项目毛利率水平不会很高，经我们的测算，该项目的毛利水平只有30%左右。我们认为现代城的商铺2008年公司出售的可能不大，相反公司暂时作为持有性物业，等到适当时机出手的可能性为大。
- ◇ 项目单位成本及售价与毛利率预测见图表2：

图表 2 项目单位成本及售价与毛利率预测表（万元）

主要项目	成本								售价	不考虑 主营税金及 附加毛利 率	毛利率	
	土地 成本	建安 成本	设计 费用	绿化 配套	装修	利息资 本化费 用	其他	小计				
2007年项目												
天健现代城	1778	2,100	250	500		174.94	46.28	4849	637	9800	50.52%	44.02%
2008年项目												
天健现代城	1778	2100	250	500		213.13	46.28	4887	780	12000	59.27%	52.77%
长沙芙蓉一期	800	1800	200	500		151.97	33.00	3485	325	5000	30.30%	23.80%
2009年项目												
天健现代城	1778	2100	250	500		213.13	46.28	4887	1300	20000	75.56%	69.06%
芙蓉二期	800	1980	200	600		176.82	35.80	3793	520	8000	52.59%	46.09%
天健阳光城	2085	1980	250	550		179.41	48.65	5093	780	12000	57.56%	51.06%
宝安时尚空间	6,500	2,100	250	600		466.75	94.50	10011	1495	23000	56.47%	49.97%

资料来源：公司年报，塔晶投资研究中心



3. 收入及成本预测

- ◇ 公司2007年的收入来源主要有物业，现代城大部的结算，市政工程的大收入，小利润（该业务的净利率不到1%）及莱宝高科等项目的投资收益。
- ◇ 2008年销售结算项目主要现代城的剩余住宅项目，长沙芙蓉一期大部，市政收入，物业租赁及投资收益等。
- ◇ 2009年房产项目主要有现代城商铺，芙蓉二期部分，阳光城部分，时尚空间大部。
- ◇ 成本预测考虑到了利息资本化的费用以及各项成本的上涨变化，这在上面假设中已做说明，单位成本见图表3，按照各项目销售和结算的进度预测，及各项目毛利率的水平，可得出未来三年的项目成本及预测及销售详见图表3：
- ◇ 近三年来的销售项目、销售收入及成本见图表3：

图表3 项目销售及成本预测表 (销售成本, 销售收入单位: 亿元)

项目	结算面积 (万平方米)			结算均价(万元)			毛利率			销售 收入	销售 成本	销售 收入	销售 成本	销售 收入	销售 成本
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
天健龙岗阳光城			4.6			1.1			58%	0.00	0.00	0.00	0.00	5.06	2.15
福田保税区地块						2.1	30%			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
宝安时尚			2.9			2.3			56%	0.00	0.00	0.00	0.00	6.67	2.90
天健现代城	8.1	4.3	1.2	1	1.2	3	51%	59%	76%	8.10	4.01	5.16	2.10	3.60	0.88
芙蓉盛世一期		23	5		0.5	0.55		30%	32%	0.00	0.00	11.50	8.02	2.75	1.87
芙蓉盛世二期			6			0.8			53%		0.00	0.00	0.00	4.80	2.28
芙蓉盛世三期							46%				0.00		0.00		0.00
天健大厦											0.00		0.00		0.00
物业出租							34%			1.40	0.92	1.50	0.99	1.80	1.19
市政工程							5%			15.00	14.28	15.00	14.28	15.00	14.28
深盐二通道							100%			0.20	0.00	0.20	0.00	0.30	
工商业							2%			2	1.97	0.5	0.49		
合计	8.1	27.3	19.7							26.70	21.18	33.86	25.88	39.98	25.54

资料来源：公司年报，塔晶投资研究中心

4. 盈利预测及简析

根据上述收入及成本预测数据，以及盈利预测假设的各项比率，可得出如下简明的利润预测表，详细的财务报表参见附录。



图表 4: 三张财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E		2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
销售收入	530	1,825	1,972	2,711	3,424	3,998	货币资金	569.26	323.83	858.48	800.00	2,853.17	2,013.26
增长率		244.1%	8.1%	37.5%	26.3%	16.8%	应收款项	583.52	381.25	370.23	418.20	371.01	323.82
销售成本	-340	-1,541	-1,641	-2,138	-2,598	-2,554	存货	1,037.73	1,183.74	1,943.00	2,300.00	2,600.00	3,000.00
%销售收入	64.0%	84.5%	83.2%	78.9%	75.9%	63.9%	其他流动资产	0.01	1.68	1.51	0.00	0.00	0.00
税金及附加	-33	-63	-82	-176	-276	-492	流动资产	2,190.52	1,890.50	3,173.22	3,518.20	5,824.18	5,337.09
%销售收入	6.2%	3.5%	4.2%	6.5%	8.1%	12.3%	长期资产	124.77	1,126.31	789.44	905.41	1,168.66	1,483.93
主营业务利润	158	220	249	397	550	952	资产总计	2,315.29	3,016.81	3,962.66	4,423.62	6,992.84	6,821.02
毛利率	29.8%	12.1%	12.6%	14.6%	16.1%	23.8%	循环贷款	530.00	720.00	1,030.00	1,180.00	1,030.00	1,030.00
其他业务利润	1	3	3	3	3	3	应付款项	272.54	996.21	667.70	1,014.29	1,213.39	1,412.39
%税前利润	1.4%	3.1%	1.9%	0.9%	0.6%	0.3%	其他流动负债	34.98	76.99	91.55	121.75	131.89	142.11
营业费用	-21	-33	-16	-20	-50	-80	流动负债	837.52	1,793.20	1,789.25	2,316.04	2,375.29	2,584.51
%销售收入	4.0%	1.8%	0.8%	0.7%	1.5%	2.0%	其他长期负债	426.46	0.00	325.00	100.00	100.00	100.00
管理费用	-37	-92	-122	-100	-110	-120	负债	1,263.98	1,793.20	2,114.25	2,416.04	2,475.29	2,684.51
%销售收入	7.0%	5.0%	6.2%	3.7%	3.2%	3.0%	少数股东权益	61.71	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-1	-13	-23	-29	-29	-26	股东权益	989.61	1,223.61	1,848.42	2,119.12	5,559.10	6,108.06
%销售收入	0.2%	0.7%	1.2%	1.1%	0.8%	0.7%	负债股东权益	2,315.30	3,016.81	3,962.66	4,535.16	8,034.40	8,792.56
营业利润	100	85	90	250	364	728							
营业利润率	18.9%	4.6%	4.6%	9.2%	10.6%	18.2%							
投资收益	0	33	53	40	25	25							
%税前利润	0.0%	40.0%	38.8%	13.8%	6.4%	3.3%							
补贴收入	0	0	0	0	0	0							
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%							
营业外收支	0	-35	-7	0	0	0							
%税前利润	0.0%	-42.8%	-5.4%	0.0%	0.0%	0.0%							
税前利润	100	82	136	290	389	753							
利润率	18.9%	4.5%	6.9%	10.7%	11.4%	18.8%							
所得税	-16	-14	-24	-49	-78	-143							
所得税率	15.9%	16.5%	17.5%	17.0%	20.0%	19.0%							
少数股东损益	1	0	0	0	0	0							
%税前利润	-1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%							
净利润	86	69	112	241	311	610							
净利率	16.2%	3.8%	5.7%	8.9%	9.1%	15.3%							
增长率		-20.0%	63.1%	115.4%	29.1%	96.0%							
EPS (元/股)	0.366	0.293	0.477	0.792	1.022	2.004							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
净利润	86	69	112	241	311	610
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
非现金支出	1	54	58	38	32	32
非经营收益	4	-16	-30	-7	18	21
营运资金变动	30	366	-594	-26	-41	-141
经营活动现金	119	473	-455	246	321	522
资本开支	-839	-559	-96	-110	-173	-225
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金	-839	-559	-96	-110	-173	-225
募集资金	406	0	498	54	3,160	-0
股息	-9	-83	-72	-58	-75	-107
银行贷款变动	760	-80	635	-75	-150	0
其他	0	140	-1	0	0	0
筹资活动现金	1,156	-23	1,061	-79	2,935	-107
现金净流量	437	-110	510	56	3,083	190

来源: 塔晶投资研究中心

(塔晶投资研究中心 房地产行业研究员 赵金实)



国电南瑞 (600406.SH)

——2007 年年报点评

主要结论:

- ◇ 公司收入增长缓慢，净利润增长情况一般。主导产品毛利率下滑。
- ◇ 应收账款增加较快，主要来源为2007年收购资产。订单模式生产，预收账款和存货增加较多，2008年稳定增长有保障。
- ◇ 财务费用继续为负，管理费用率和营业费用率小幅提高。
- ◇ 今后主要看点是集团资产注入情况。
- ◇ 预计2008-2009年业绩将分别为0.70元0.87元，按照2008年业绩，公司股价市盈率约为49倍，属于电力设备行业较高估值。

具体分析

- ◇ 公司收入增长缓慢，净利润增长情况一般。

2007年公司实现营业收入10.82亿元，同比增长20.51%，扣除今年收购并表的农村电网自动化业务收入，营业收入仅增长5.7%。实现净利润1.42亿元，同比增长23.56%。

- ◇ 主导产品毛利率下滑。

主导产品电网调度自动化和变电站自动化毛利率有较大程度下滑，轨道交通电气、保护自动化毛利率微小上升，综合毛利率由31.1%降至28.8%，主要原因为行业内竞争激烈以及电网招标体系改变。

图表 1: 2007 年分产品经营情况

产品名称	营业收入	营业成本	毛利率	毛利率同比增加
电网调度自动化	318474221	218711652	31.33%	-2.83%
变电站自动化	409819886	296607814	27.62%	-5.79%
轨道交通电气、保护自动化	203343191	148830271	26.81%	3.18%
火电厂及工业控制自动化	11483982	9647538	15.99%	4.49%
技术开发及服务	3655776	606308	83.42%	-15.71%
农村电网自动化	122398606	83491357	31.79%	-
合计	1069175661	757894941	29.11%	-1.32%

来源: 公司年报

- ◇ 应收账款增加较快，主要来源为2007年收购资产。

应收账款由2006年的3.55亿元增至5.12亿元，增长44%，其中有一部分是由于收购集团公司农电自动化业务资产形成所致。坏账准备由2006年的1088万元增至1129万元，相比以前年度计提略显不足。

- ◇ 订单模式生产，预收账款和存货增加较多，2008年稳定增长有保障。

公司产品为订单生产，原材料及在产品坏账损失基本不存在。公司预收账款比2006年增加37.2%，主要为本期收取上海地铁10号线预付款及收购南京南瑞集团公司农电自动化业务所致。存货（原材料、发出商品、在产品）比2006年增加27.06%，其中发出商品和在产品合计增加24.2%，主要原因是本期收购南瑞集团公司农电自动化业务资产及公司业务增长形成所致。

2007年公司新接订单16.5亿元，同比增长48.39%，公司2007年新接订单16.50亿元，同比增长48.39%，显示了行业景气度仍在持续。公司计划08年签订合同18亿元（力争20亿元），计划实现收入12.76亿元，同比增长约18%，计划实现利润15,967万元，同比增长约12%。



◇ 财务费用继续为负，管理费用率和营业费用率小幅提高。

财务费用继续维持负值，主要原因系江苏省科技厅就公司研究开发的“轨道交通自动化通用集成平台开发及产业化”给予的贴息贷款本期产生的利息增加所致。营业费用率增加0.13个百分点，管理费用率增加0.5个百分点，费用率有所上升侵蚀了公司的净利润率。日益激励的市场竞争环境和新研发大楼投入使用是费用率上升的主要原因。主营业务利润增长11.2%，而净利润增长23.6%，主要原因为退税收入和科研经费拨款等营业外收入共5416万元，占净利润的38.0%，而2006年仅为2245万元，同比增长141%。

◇ 计划募集资金7.22亿元。

公司计划公开增发股票2500万股，募集资金7.22亿元，投资城市轨道交通指挥中心调度决策系统、风力发电机组控制及风电场综合监控系统、数字化变电站成套技术、设备及系统、城市轨道交通能馈式牵引供电系统及牵引传动系统、电力需求侧综合监控设备与运行管理系统、电网商业化运营综合服务支持系统等项目。这些项目前景较好，有利于增强公司的持续发展能力。

◇ 今后主要看点是集团资产注入。

公司正在探索和争取股权激励计划，此举可能与资产注入有先后联系。公司2007年注入的农电资产质量明显低于原上市公司资产，后续资产注入的效果尚需观察。可能注入的资产包括南瑞继保、水电自动化等，但2007年注入的农电自动化业务却令人失望，盈利能力低于上市公司原有资产。因此，如果公司治理不发生实质改变，对资产注入后的效益提升不应寄予过高期望。

◇ 预计2008-2009年业绩将分别为0.70元、0.87元，按照2008年业绩，公司股价市盈率约为49倍，已属于电力设备行业较高估值。

(塔晶投资研究中心 机械行业研究员 曲成涛)



华帝股份 (002035)

——2007 年年报点评

主要结论

- ◇ 公司为北京2008年奥运会燃气具独家供应商，由于实施奥运营销，改变经营模式，公司费用增长较快，导致净利润显著下滑。
- ◇ 公司对KA渠道依赖较大，这必将增加渠道运营费用，给公司带来了较大的经营压力。
- ◇ 公司主要产品销售增长缓慢，主要原因是行业内竞争激烈，竞争对手产品质量和研发水平较高，与公司争夺中高端市场。
- ◇ 2008年公司业绩能否好转，还须进一步观察。

具体分析

- ◇ 公司近三年的主营业务收入增长率逐年下降，毛利率历年表现平稳，净利率2006、2007年呈现较大幅度的负增长。（数据见图表1）

图表 1: 公司近三年主营收入、毛利率、净利率增长情况

名称	2005年	2006年	2007年
主营业务收入增长率	27.39%	21.69%	10.20%
毛利率增加	-0.31%	1.25%	1.13%
净利率增长率	16.79%	-17.90%	-45.03%

来源：公司年报

- ◇ 2007年公司实现营业收入13.37亿元，同比增长10.20%。其中，KA渠道全年实现销售收入5.36亿元，较2006年增长37.02%。这也反映出公司对KA渠道依赖较大，主要是各大KA卖场垄断形式的出现，公司为加快业务的增长，不得不与各大KA卖场保持合作关系，这必将增加渠道运营费用，这给公司带来了较大的经营压力。
- ◇ 各主要产品：炉具、抽油烟机、热水器的销售增长依次13.67%、8.44%、7.52%，增速并不显著。主要原因是竞争激烈：一方面，林内、樱花、西门子等外资家电巨头凭借其技术、品牌、资金的优势，瓜分厨卫行业的高端市场；另一方面，方太、老板、帅康等国内主要竞争对手，通过提升产品质量和研发水平，与公司争夺中高端市场。公司2007年加大了对厨卫产品“套装化”营销模式的推广，公司整体厨房产品的销售较2006年增长31.05%。
- ◇ 2007年毛利为3.91亿元，毛利率为29.81%，同比增加1.55%（见图表2）。其原因为公司产品得到进一步升级，中高端产品销售所占比率增加，致使产品综合毛利率有所提升。

图表 2: 分产品毛利率情况

分产品名称	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率	营业收入比 上年增减	营业成本比 上年增减	毛利率比上 年增减
炉具	43272.77	29461.52	31.92%	13.67%	8.66%	3.14%
抽油烟机	35945.60	24922.65	30.67%	8.44%	8.88%	0.28%
热水器	34945.60	26360.57	24.57%	7.52%	6.92%	0.42%
其他	19569.56	14075.82	28.07%	-1.41%	-5.34%	2.99%
小计	133702.35	94820.56	29.08%	8.23%	5.91%	1.55%
公司内部相互抵消	5502.45	5472.71	0.54%	20.38%	16.71%	3.13%
合计	128199.90	89347.85	30.31%	7.76%	5.31%	1.62%

来源：公司年报



由于各地区销售渠道差异，公司各地区业务拓展情况表现较不平衡。公司重点营销地区营业收入增长状况较好，其他地区都出现幅度较大的下降态势(详细数据见图表3)。

图表 3: 分地区营业收入情况

地区	营业收入(万元)	营业成本比上年增减
华北地区	16,938.83	-27.76%
东北地区	6,461.60	42.55%
华东地区	34,982.33	39.03%
华中地区	13,863.70	-17.76%
华南地区	40,428.75	22.54%
西南地区	13,581.42	-3.59%
其他地区	7,445.71	15.31%
小计	133,702.35	8.23%
公司内部相互抵消	5,502.45	20.38%
合计	128,199.90	7.76%

来源: 公司年报

- ◇ 实现净利润0.15亿元,同比减少45.03%。每股收益0.0863元,同比减少57.72%。净利润减少其原因主要是由于期间费用上升影响所致;其次,公司向“首都文明基金会”捐赠200万元,导致本期营业外支出较上年增长301.9%。
- ◇ 本期的期间费用上升明显(见图表4)。一方面,公司加大了对奥运营销策略的投入全年广告宣传费投入16047.54万元,较06年增加6837.13万元,增长74.23%;其次,公司加大对二、三级市场的开发力度,其销售服务费全年累计6016.55万元,致使本期销售费用较去年增加6252.12万元,增长27.05%;另一方面,因销售规模的扩大,对流动资金的需求增加,本报告期公司新增流动资金贷款22000万元,与此同时,银行利率水平相对提高,致使本期财务费用较去年增长107.89%。期间费用的增长速度大于营业收入的增长速度,致使本期营业利润较2006年减少1668.69万元,同比下降43.48%。

图表 4: 公司期间费用情况表

项目	07年	06年	同比增长
销售费用(万元)	29364.78	23112.66	27.05%
管理费用(万元)	5581.87	6370.87	-12.38%
财务费用(万元)	1068.80	514.11	107.89%

来源: 公司年报

- ◇ 应收账款由2006年的9616.03万元增至10344.60万元,增长7.58%。公司历年应收账款回收状况良好。公司应收账款的周转天数为27.4天,速度较快。
- ◇ 预收账款本期增加45.48%,但其2007年数额相对与营业收入而言较小。
- ◇ 存货比2006年增加16.32%,增加较多。其中原材料增加19.79%,库存商品15.25%,在产品增加22.96%。
- ◇ 由于在技术改造、ERP系统应用升级、全面奥运营销战略的推进等方面2008年资金需求较大,为此公司将采取各种措施寻求融资途径。

(塔晶投资研究中心 小家电行业研究员 王焱)



苏宁环球（000718）

——2007 年年报点评

主要结论

- ◇ 苏宁环球公布年报，公司主营业务收入为12.77亿元，同比增长19.62%，主营业务利润为3.68亿，同比增长124.87%。
- ◇ 公司净利润增长率194.5%，远高于销售收入的增长，主要得益于楼盘所在地南京江北地区房价上升所带来的毛利上涨。
- ◇ 公司的主要楼盘所在地为南京，近一段时间南京的房地产市场成交非常清淡，存在较大的行业风险。继续跟踪公司楼盘所在地的房价和房地产成交量变化。

具体分析

- ◇ 公司主营业务中房地产为其收入利润主要贡献来源，全部来自于南京天润城项目，全年房产结算收入为11.31亿元，占总收入比重的88%以上。公司净利润增幅远远大于主营业务增幅主要得益于南京江北区域房价的大幅上涨。2006年公司结算均价为2500元/平米，而2007年，结算均价为2953元，同比上涨了18%。我们认为，由于2007年天润城项目平均销售均价上涨了50%左右，公司该项目的2008年的毛利率将达到45%以上。如果房价不出现大幅下跌，未来3-5年，苏宁环球的毛利水平将持续保持在45%以上水平。
- ◇ 苏宁环球年报中，公司主营业务收入为12.77亿元，同比增长19.62%，主营业务利润为3.68亿，同比增长124.87%；公司净利润增长率194.5%，远高于销售收入的增长，主要得益于江北房价上升所带来的毛利上涨；2007年公司结算均价同比上涨30%，毛利由21%上涨至36%。
- ◇ 2007年，公司三项费用率为4.3%，由于公司强调做大盘开发，加速周转，三项费用率控制较好，公司三项费用率持续保持在一个较低的水平，远低于同行业其他公司。未来随着公司销售规模的扩展，公司费用率有望进一步下滑；因此，公司项目的回报在同行业中也处于相对较优水平。
- ◇ 2006年公司存货14.6亿元，2007年中期为16亿元。2007年公司的存货同比增长34.47%，近20亿元，土地储备情况较好。
- ◇ 2006年预收帐款为9亿，2007年中期预收帐款为12亿。2007年预收帐款同比增长34.92%，近13亿元。
- ◇ 预计2008年结算的项目为天润城五、六、七街区，占总预收帐款的55%，近7亿元。
- ◇ 公司现有土地储备大都来自于2005年以前，拿地成本较低，在售项目充分享受了2007年房价上涨带来的好处，即使未来房价有一些调整，项目仍具有一定的利润空间。公司项目开发模式以大盘开发为主，主推中低端住宅。这种战略定位与目前政府宏观调控的思路不会产生较大冲突，使公司能够避开一线城市较高的市场风险，又能促使公司快速成长。
- ◇ 目前公司的主要楼盘所在地为南京，南京的房地产市场全市日成交仅百套，成交非常清淡，存在较大的行业风险，所以公司2008年业绩不容乐观。需继续跟踪公司楼盘所在地的房价和房地产成交量变化。

（塔晶投资研究中心 房地产行业研究员 赵金实）



通威股份（600438.SH）

——2007 年年报点评

主要结论

- ◇ 公司主营业务收入仍然保持较快增长，原材料涨价导致毛利率下滑，新并购的食品加工、畜禽养殖项目毛利率较低，也拉低了整体毛利率。
- ◇ 通威鱼作为向产业链下游延伸的产品，目前盈利能力较弱，受原材料涨价的影响也很大，未来品牌建设和盈利能力有待观察。
- ◇ 公司收购永祥化工，进军光伏电子产业，生产高利润率的多晶硅产品，该项目是未来增长的重要保障。多晶硅项目未来资本投入巨大，风险较高。另外，多晶硅和饲料、水产品等传统农业之间的资源匹配必将加大经营管理难度，公司跨行业经营的能力有待观察。

具体分析

1. 主营业务分析

- ◇ 公司主营业务收入实现67.49亿元，同比增长37.16%，超过2006年31.46%的增幅。实现净利润1.3亿元，同比下降11.19%。净利润下降主要原因是，报告期内原材料价格大幅上涨，毛利率同比下降2.24个百分点。虽然公司根据原料价格的上涨情况及时进行了产品调价，但由于原料价格上涨过快过于频繁，产品涨价具有一定的滞后性，从而导致产品毛利有所下降。公司三项费用占主营业务收入比例5.66%，比2006年的6.51%下降0.85%。

2. 股权激励方案

- ◇ 2月26日，公司酝酿已久的股权激励方案获股东大会批准，公司大股东通威集团（持有公司55.6%股份）将提供公司总股份2.18%~3.64%，共计1500~2500万股的流通股股票，以每股16.11元（公告日收盘价17.09元）的价格转让给公司管理团队相关人员，公司此次明确公布被激励的13名董事、监事等高管人员名单（占激励总额的10.05%）其他被激励的业务骨干和核心技术人员名单及获授的激励数量则将于6个月内确定。
- ◇ 该行权股份数根据业绩增长速度不同而有相应调整。方案分三期，以2008年至2010年度业绩作为考核基准，每年一期，当期净利润增长率分别达到50%、75%、100%以上时，激励对象可获得相应的行权资格。
- ◇ 该方案所设定的盈利目标大大高于各研究机构早先的预期，这使得公司未来业绩快速增长的有一定可能。未确定的激励对象，未来6个月内由董事会决定，很有可能用于多晶硅团队的激励，促进公司未来三年业绩的高速增长。

3. 收购永祥化工，进军光伏电子产业。

- ◇ 公司股东大会2月26日通过了收购四川永祥股份有限公司股权的议案，这标志着通威股份正式进入新能源行业。
- ◇ 多晶硅是通威股份未来几年的业绩亮点，四川永祥多晶硅有限公司目前在建2条多晶硅生产线，其中一条是200吨的生产线，该生产线将在3月中旬投产，另一条的产能为800吨，将在6月中旬投产，预计上半年可达产150吨左右，全年产能可达到500吨左右。2009年可达到1000吨的产能。
- ◇ 多晶硅产品目前市场供不应求，产品的利润率很高，估计目前净利润率在50%左右，公司进军这一业务领域这将有助于未来大幅度提升公司的盈利水平。

（塔晶投资研究中心 农业行业研究员 杨琪）



云维股份 (600725)

—— 2007 年年报点评

主要结论

- ◇ 2007年公司业绩大幅增长实现主营收入33.2亿元，同比增长87.13%，实现净利润1.93亿元，同比增长61.79%，每股收益为0.687元。
- ◇ 注入资产成为2007年业绩大幅增长的主角。2008年业绩仍将继续大幅增长。
- ◇ 公司部分产品毛利率出现回升。

具体分析

- ◇ 2007年业绩大幅增长：公司2007年实现主营收入33.2亿元，同比增长87.13%，实现净利润1.93亿元，同比增长61.79%，每股收益为0.687元。公司2007年8月完成了非公开增发，注入了焦化及其下游深加工资产，作为云维集团整体上市的第一步，非公开发行解决了公司在焦炭采购上的关联交易，实现了公司产业由电石乙炔化工产业链向煤焦化和煤气化产业链的有效延伸。

◇ 注入资产成为2007年业绩大幅增长的主角：

注入的 300 万吨焦炭和 30 万吨焦炉气制甲醇，充分受益于行业的景气持续上升，价格也出现了大幅提升的走势，焦化资产为公司贡献了 1.15 亿元的净利润。

◇ 2008年业绩将继续大幅增长：

由于公司的焦炭炉在 2007 年逐步投产，并未完全释放，因此 2008 年业绩仍将快速增长。2007 年公司生产焦炭 180 万吨，2008 年产量增加 310 万吨，大为制焦的 20 万吨/年甲醇和 30 万吨/年煤焦油的加工装置均在 2007 年下半年投产，2008 年将产生贡献。10 万吨/年苯加氢装置正在建设之中，将 2008 年下半年投产。因此，产能的释放将确保公司 2008 年业绩继续大幅增长。

整体上市还有后续动作：云维集团还有 50 万吨壳牌合成氨以及尿素等装置，2008 年公司有可能迈出整体上市的第二步，注入壳牌合成氨以及尿素等资产。

上游向煤矿资源延伸，下游开发精细化工产品：公司已经收购富源县竹园镇团结煤矿 70% 的股权。该煤矿产能为 15 万吨 / 年，煤种全部为优质主焦煤。迈出了向上游煤矿资源延伸的第一步，公司的实际控制人云南煤化工集团拥有云南大量的煤炭资源，煤炭资源未来也有可能注入上市公司。同时，公司正在建设 2.5 万吨 BDO 和 20 万吨醋酸等精细化工产品，确保公司长期的盈利增长。

◇ 公司部分产品毛利率出现回升：

公司产品毛利率出现了一定程度的回升，醋酸乙烯和聚乙烯醇的毛利率在 2006 年中期见底后逐步回升，2007 年分别上升到 13.78% 和 28.8%。

图表 1 分产品毛利率变化

	焦炭	醋酸乙烯	水泥	纯碱	粗苯	聚乙烯醇	氯化铵	焦油	精甲醇
2007-12-31	13.56%	13.78%	9.63%	17.20%	46.62%	28.80%	4.68%	26.17%	21.51%
2007-6-30		3.57%	13.36%	17.26%		25.54%	-9.02%		
2006-12-31		9.69%	25.05%	19.74%		21.26%	5.10%		
2006-9-30		8.96%	23.37%	18.67%		17.77%	8.02%		
2006-6-30		11.04%	20.64%	17.95%		16.59%	8.61%		
2006-3-31		10.04%	18.03%	16.65%		16.39%	10.64%		
2005-12-31		22.33%	11.67%	26.50%		15.66%	15.32%		
2005-9-30		25.87%	8.10%	19.39%		13.77%	17.15%		
2005-6-30		35.62%	-0.19%			13.36%	19.64%		
2004-12-31		47.29%	9.40%			20.51%			

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

(塔晶投资研究中心 化工行业研究员 韩亦龙)



交 易 回 顾

上海塔晶旗下基金 2008 年 2 月度开放日净值如下：

塔晶信托基金 2008 年 2 月度净值					
计划名称	净 值	累积净值	净值增长率	成立日期	更新日期
中泰.塔晶一号	1.2854	1.2854	28.54%	2007-06-20	2008-02-05
中泰.塔晶.犀牛	1.2706	1.2706	27.06%	2007-07-20	2008-02-05
华宝.塔晶.狮王一号	1.0605	1.0605	6.05%	2007-09-03	2008-02-15
华宝.塔晶.狮王二号	1.0093	1.0093	0.93%	2007-10-08	2008-02-15
厦信.塔晶.华南虎 1 号	0.9904	0.9904	-0.96%	2007-10-24	2008-02-29
深国投老虎 I 期	1.0063	1.0063	0.63%	2007-12-11	2008-02-05

注释： 上述基金公布的净值均已扣除所有信托费用及业绩报酬。

基于我司继续维持对宏观经济、行业与企业基本面的研究判断不变，二零零八年二月份上海塔晶旗下包括中泰塔晶一号、中泰塔晶犀牛、华宝塔晶狮王一号、华宝塔晶狮王二号、厦信塔晶华南虎一号、深国投老虎一期在内的六支信托基金仍对持有股票坚定持有、持股未动。



大宗商品价格

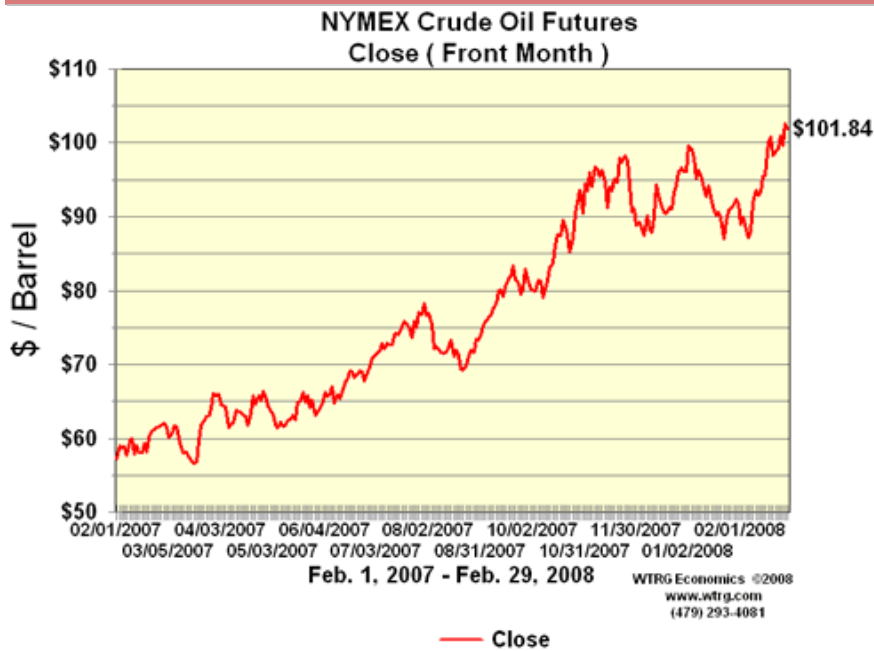
最新国际油价

名称	最新价格	涨跌幅%
Dubi 原油期货	94.38	2.15
Brent 原油期货	100	-0.99
WTI 原油期货	101.84	-0.73

资料来源: BLOOMBERG 2008-2-29

国际油价趋势图

图表 1 国际油价趋势图



资料来源: www.wtrg.com 2008-2-29

港口运输

指数名称	最新指数	单日涨跌
波罗的海干散货运价指数 (BDI)	7613	281
波罗的海原油运价指数 (BDTI)	1151	-95

资料来源: BLOOMBERG 2008-2-29

有色金属价格

金属期货价格 (美元/吨)

名称	最新价格	涨跌幅%
锌	2740	-1.79
锡	18800	-0.27
镍	31500	1.29
铅	3330	-2.06
铜	8430	-0.94
铝	3106	-1.21

资料来源: BLOOMBERG 2008-2-29



黄金现货价格（美元/盎司）

名称	最新价格	涨跌幅%
金	974.17	0.35

资料来源：BLOOMBERG 2008-2-29

食品行业-糖价格

地区	主产地糖价		单位:人民币/吨	
	最新价格	比昨天变化	比上周同期	比上月同期
南宁	3680	30	-200	280
柳州	3680-3820	30	-160	270
昆明	3600	20	-180	300
旬尾	3550	0	-230	280
湛江	3650-3660	0	-300	280
乌鲁木齐	3900-4000	0	-100	480

资料来源：中国食糖网 2008-2-29

农产品价格

农产品价格

名称	最新价值	涨跌
玉米	546	0.51
小麦	1073	-8.21
大豆	1522	7.18

资料来源：BLOOMBERG 2008-2-29



基金服务

大小非解禁的由来

中国证监会 2005 年 9 月 4 日颁布的“上市公司股权分置改革管理办法”规定，股改后公司原非流通股股份的销售，自改革方案实施之日起，在十二个月内不得上市交易或者转让；持有上市公司股份总数百分之五以上的原非流通股股东，在前项规定期满后，通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份，出售数量占该公司股份总数的比例在十二个月内不得超过百分之五，在二十四个月内不得超过百分之十。这意味着持股在 5% 以下的非流通股份在股改方案实施后 12 个月即可上市流通，因此，“小非”是指持股量在 5% 以下的非流通股股东所持股份，这就是“小非”的由来。与“小非”相对应，“大非”则是指持股量 5% 以上非流通股股东所持股份。

“大小非”解禁的时间和数量情况

4.74 亿股限售股的上市，将沪深两市猪年的最后一个交易日收“绿”，然而，这仅是 2008 年“大小非解禁”浪潮的开端。

2 月 13 日是春节长假后的第一个交易日。由于长假期间的累积，这一天上市的限售股流通企业数量则达 38 家，总流通股份数为 12.02 亿股，总市值达到 160.2 亿元。

如果说 2 月份拉开了 2008 年解禁潮的大幕，即将到来的 3 月则是这解禁潮中的第一个高峰。数据显示，3 月份共有 132 家企业的限售股解禁上市，上市流通股份达到 112.5 亿股，总市值达 4049.8 亿元；如再包括首发一般股份和股权分置对价股，总流通股份数量将达 112.83 亿股，总市值达 4069 亿元。其中，中国平安、云南铜业、中国中铁、中国太保分别以 2417.3 亿元、216.6 亿元、149.4 亿元和 115.2 亿元的解禁总市值分列 3 月解禁股前四位。

而全年解禁高峰将出现在 8 月份，届时 A 股市场将迎来 220.74 亿解禁股，总市值可能高达 4336.08 亿元。高潮迭起的解禁热，也将使 2008 年全年的解禁股总数达到 1353.64 亿股，解禁总额则可能达到 29805.2 亿元。

“大小非”扎堆流通，将对股市产生的影响分析

“解禁股上市流通，可能会对市场造成直接的冲击”，这已经成为市场的一个共识。然而，专家提醒，具体到不同的上市公司，解禁股上市后的反应却不尽相同，应根据实际情况作分析。

比如，中国石油 10 亿限售股的流通，致使其二级市场股价在解禁当日即下跌 6.37%；而兴业银行 32.79 亿股的上市流通，却不得其股票在解禁当日上涨 3.54%；大秦铁路 9.09 亿股限售股上市流通后，连续两个交易日其股价分别上涨了 7.26% 和 5.29%。可见限售股上市流通的套现压力个股存在着显著的差异。

反观即将解禁流通的公司，包括 ST 东北高、大龙地产、创兴置业、耀皮玻璃等，均由于解禁股集中于少数股东手中，且多未达到相对控股，加上解禁股份占流通 A 股比例较高，具有较大的套现压力。

招商银行于 2 月 27 日解禁上市的 23.6 亿限售股，解禁额高达 851.7 亿元。由于其涉及限售股解冻的股东高达 77 家，合计所持解冻股数占解冻前流通 A 股比例为 54.41%。分析人士认为，解禁股东所持有的招商银行股份占总股本比例都在 2% 以下，解禁后，必将使该股面临极大的套现压力。2 月 27 日早盘，招行 A 股高开后冲高，最高涨幅达 6.46%，尾盘收涨 4.87%，。全天除早盘交投稍显活跃外，未见明显放量。换手率为 0.86%，虽然高于近两日的 0.69%、0.52%，但增幅不突出，而招行走势与上证指数基本吻合。可见，解禁当日，招行股东实际套现压力小于之前市场预期。



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