

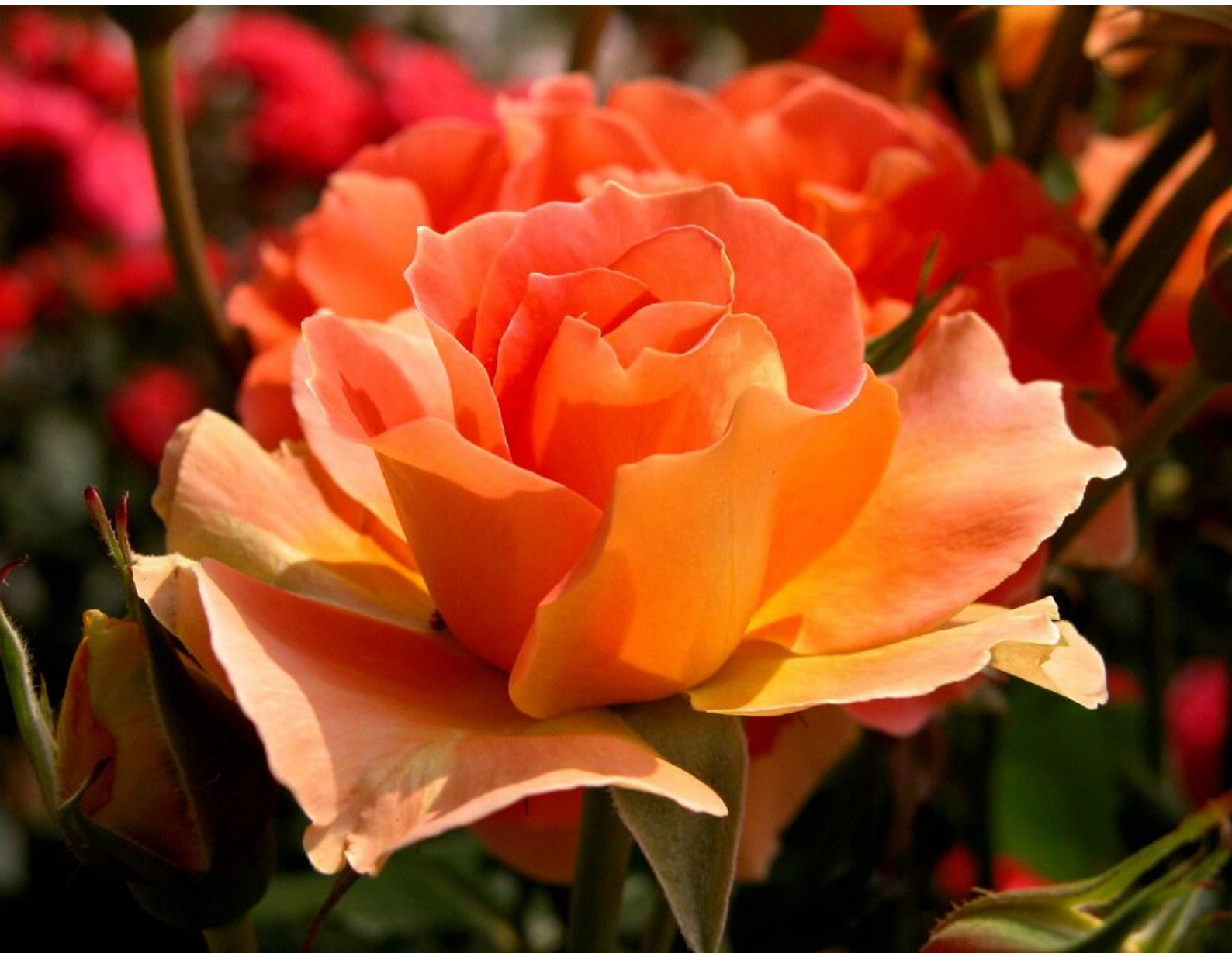


聚沙成塔 集粹为晶

塔晶投资研究

2008 12

上海塔晶投资管理有限公司主办 总第12期





目 录

财经观察.....	1
解密报告.....	2
海正药业(600267)	2
季报点评.....	9
张裕 A (000869)	9
大宗商品价格.....	14
基金服务.....	15



财经观察

双率下调：

央行 11 月 26 日宣布，将再次下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率和金融机构存款准备金率。这是央行自 9 月份以来连续第四次降低利率、第三次降低存款准备金率。从 2008 年 11 月 27 日起，下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各 1.08 个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时，一年期再贷款利率由 4.68% 下调为 3.60%，再贴现率由 4.32% 下调为 2.97%。个人住房公积金贷款下调 0.54 个百分点。央行同时宣布，从 2008 年 12 月 5 日起，下调工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行等大型存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率 2 个百分点。

CPI：

10 月份，居民消费价格总水平同比上涨 4.0%。其中，城市上涨 3.7%，农村上涨 4.6%；食品价格上涨 8.5%，非食品价格上涨 1.6%；消费品价格上涨 4.9%，服务项目价格上涨 0.9%。从月环比看，居民消费价格总水平比 9 月份下降 0.3%；食品价格下降 0.9%，其中鲜菜价格上涨 3.9%，鲜蛋价格下降 4.4%。

1-10 月份累计，居民消费价格总水平同比上涨 6.7%。其中，城市上涨 6.4%，农村上涨 7.3%；食品类价格上涨 16.3%，烟酒及用品类价格上涨 2.9%，衣着类价格下降 1.4%，家庭设备用品及维修服务价格上涨 2.8%，医疗保健及个人用品类价格上涨 3.1%，交通和通信类价格下降 0.9%，娱乐教育文化用品及服务类价格下降 0.7%，居住类价格上涨 6.7%。

人民币连跌四天：

在 6.83 附近徘徊了两个多月后，人民币对美元汇率走势近日呈现下行迹象。对美元汇率中间价不但连续四个交易日走低，而且继上一个交易日大幅下跌 156 个基点后，12 月 2 日再度下跌 22 个基点。人民币进入贬值通道的预期陡然升温。

社保新角色：

全国社保基金理事会 11 月 30 日宣布，将着手采取扩

大指数化投资规模，同时追加部分股票投资，以稳定市场信心。

据新华社报道，全国社保基金理事会理事长戴相龙介绍，社保基金会着手采取五大措施，以期在促进自身发展的同时推动资本市场的发展、支持金融改革和经济发展。这些措施包括：加大对国家重点投资项目的研究，并重点关注与民生问题相关的项目；逐步扩大指数化投资规模，同时追加部分股票投资，以稳定市场信心并追求资本市场长期发展中的稳定收益；密切关注国家开发银行和中国农业银行的股份制改造进程，准备以战略投资者身份入股；向重庆高速等 5 个项目共提供 50 亿元信托贷款，支持基础设施建设和经济发展；加紧制订有关股权投资基金管理办法，为进一步扩大股权基金投资奠定基础。

房产：

随着一系列房贷新政策的出台实施，长沙、青岛、南京等地房地产市场逐渐活跃起来，房屋交易成交量开始放大。

青岛实施五项购房优惠政策后，一手房和二手房市场的交易量明显增加。青岛市国土资源和房屋管理局住房交易中心主任王育生说，原先，一手房和二手房每天成交大约在 20 多套，现在一手房能达到 30 多套，二手房也有所增加，每天将近 50 套，一手房和二手房的交易量基本上都增长了 20% 以上。

随着住房公积金贷款额度的大幅提高，南京市各大银行住房公积金贷款量明显增加。按照规定，南京市个人住房公积金贷款最高可贷 30 万，夫妻双方可贷 60 万，增幅都达到了 50%。

湖南省实施的包括购房契税下降至 1%、减免二手房交易税等 18 项地产新政，给购房的市民带来了实惠。在长沙市房产局的交易大厅，前来咨询的市民明显增多。

除了购买新房，长沙市二手房交易也能享受多种减免政策，让不少处于困境的地产中介公司看到了希望。

随着稳定楼市新政的相继出台，沉寂了一年的上海楼市又开始重新聚拢人气。在税费减免和一些开发商打折降价的推动下，一手商品住宅的成交量达到了 17.1 万平方米，环比上升了 20%，其中商品住宅的成交量上升了 24%。



海正药业 (600267)

结论

- ◇ API仍是立身之本。内分泌药将是新的增长点，2009、2010年有望达到1.3、2亿元。抗肿瘤药新品支撑持续增长，2009、2010年有望达到2.2、3亿元。心血管药将通过低毛利率策略，淘汰竞争者，获得定价权，预计2010年提价10%。
- ◇ 国内制剂成为增长新动力。增长主要来自抗肿瘤药和培南类抗感染药。预计抗肿瘤制剂2009、2010年有望达到5.5、6.5亿元。预计抗感染制剂2009、2010年有望达到2.1、3亿元。
- ◇ 制剂出口可以期待，但仍尚需时日。制剂车间FDA认证可能在2011年完成。氟伐他汀实现制剂出口，销量很少。
- ◇ 盈利预测。我们预测公司08—10年的EPS分别为0.446元、0.594元、0.880元。
- ◇ 风险因素：投资项目回报低于预期，导致盈利能力大幅下降。汇率风险，可能影响产品的竞争力，产生汇兑损失。

主要内容

◇ 公司盈利预测及说明

主要假设

假设人民币汇率保持相对稳定

假设国家近几年不对药品进行降价

销售预测

抗肿瘤药销售预测

由于公司在不断加强制剂销售，国内制剂增长迅速，原料药表阿霉素销售稳定增长，新增原料药品种市场空间较大，预测2008、2009、2010年销售分别达到6.3、7.7、9.5亿元。由于竞争激烈预测毛利率呈下降趋势。

图表1 肿瘤药销售预测

单位:百万元

抗肿瘤药	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	438.4	392.2	525.5	632.3	771.0	950.0
增长率(YOY)	17.96%	-10.54%	33.97%	20.34%	21.93%	23.21%
毛利率	66.52%	77.76%	81.39%	86.16%	85.26%	84.11%

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

抗感染药销售预测

公司今年逐步加大抗感染制剂销售，预计2009年培南类放量，培南类原料逐步量产，也将有较快增长，预测2008、2009、2010年销售分别达到4.3、5.7、7亿元。随着培南类制剂和原料药销量的增加，毛利率将有较大提高。

图表2 抗感染药销售预测

单位:百万元

抗感染药	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	267.2	342.1	432.0	434.0	574.9	700.0
增长率(YOY)	102.71%	28.06%	26.28%	0.46%	32.46%	21.76%
毛利率	0.26%	16.05%	24.30%	35.58%	41.32%	45.70%

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心



心血管药销售预测

2008 年他汀类原料药价格下降，但销量有所增加，预测 2008 年全年销售收入下降 15%，毛利率为 20%。公司可能通过低价格、低毛利淘汰竞争对手，然后再采取提价策略。故预测 2009 年收入不变，毛利率降低 2 个百分点，2010 年销量不变，价格上涨 10%。

图表 3 心血管药销售预测

单位:百万元

心血管药	2005	2006	2007	1H08	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	386.5	335.9	345.5	147.2	293.7	293.7	323.1
增长率(YOY)	-37.99%	-13.07%	2.86%	-10.08%	-15.00%	0.00%	10.00%
毛利率	46.84%	32.99%	28.51%	23.44%	20.00%	18.00%	25.45%

资料来源:公司公告,塔晶投资研究中心

抗寄生虫药及兽药销售预测

抗寄生虫药新产品增长较快,同时富阳寄生虫项目有可能在 2009 年上半年投产,预测 2008、2009、2010 年分别达到 2.6、3.5、5 亿元。由于规模化生产,毛利率逐步提高。

图表 4 抗寄生虫药销售预测

单位:百万元

抗寄生虫药及兽药	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	188.0	124.9	135.1	260.0	350.0	500.0
增长率(YOY)	33.07%	-33.55%	8.12%	116.96%	34.62%	42.86%
毛利率	11.31%	-14.48%	6.17%	17.00%	20.00%	22.00%

资料来源:公司公告,塔晶投资研究中心

内分泌药销售预测

由于量少具有波动性,预测 08 年销售 8000 万;因为阿卡波糖和奥利司他技术壁垒教高,量产后销售增长较快,预测 2009、2010 年达到 1.3、2 亿元。毛利率由于规模化生产后有所提高。

图表 5 内分泌药销售预测

单位:百万元

内分泌药	2006	2007	1H08	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	52.6	73.9	43.1	80.0	130.0	200.0
增长率(YOY)		40.51%	67.05%	8.22%	62.50%	53.85%
毛利率	22.49%	10.95%	19.73%	28.00%	33.00%	34.00%

资料来源:公司公告,塔晶投资研究中心

盈利预测

我们预测公司 2008—2010 年的 EPS 分别为 0.446 元、0.594 元、0.880 元。

◇ API 仍是公司立身之本

抗肿瘤 API:

2006 年抗肿瘤药全球销售规模超过 270 亿美元,占市场总体规模 4.6%,排名第二,是增长最快的药品细分领域。预计 2006—2010 年美国市场约有 600 亿美元抗肿瘤药专利到期,2006 年 9 月美国 FDA 批准了第一个抗肿瘤仿制药上市,拉开了抗肿瘤仿制药上市序幕。随着仿制药的放量,API 的需求也将快速增长。

抗肿瘤药基本以小分子发酵为主,生产工艺非常复杂,生产壁垒高,生产企业少。公司能生产几乎全部萘环类抗肿瘤药,并跟踪国际市场抗肿瘤药专利到期时间,储备了一批抗肿瘤药,以赢得抗肿瘤药专利到期高峰的国际市场机遇。

抗生素抗肿瘤药全球销售规模 5.4 亿美元,其中表阿霉素 3.12 亿美元,阿霉素 2.06 亿美元。海正药业萘环类抗肿瘤药销售规模 2000 万美元,以表阿霉素和阿霉素为主,约占北美市场 60%的份额。随着工艺改进生产成本不断降低,以及新客户的开发,预计每年将以 20%的速度增长。除老品种外,公司还储备了抗肿瘤药新品:伊立替康、比卡鲁胺、来曲唑和其他一些等专利到期和未到期的抗肿瘤药品,预计



未来两年将有所贡献。

图表 6 海正药业抗肿瘤药面临专利到期高峰市场机会

产品名称	海正DMF 备案编号	产品类别	2006年市场规模 (亿美元)	专利到期时间	专利药企业
阿霉素	13773	抗生素抗肿瘤药	2.06	已过期	辉瑞
表阿霉素	18498	抗生素抗肿瘤药	3.12	已过期	先令葆雅
放线菌素D	20658	抗生素抗肿瘤药	na	已过期	
格拉司琼	16470	止吐药	6.24	已过期	罗氏
伊立替康	无	植物类	9.03	已过期	辉瑞
昂丹司琼	无	止吐药	15.61	已过期	葛兰素史克
卡培他滨	无	代谢类	8.1	2009	罗氏
阿那曲唑	无	内分泌类	15.08	2008	阿斯利康
比卡鲁胺	17878	内分泌类	12.06	2008	阿斯利康
拓扑替康	无	植物类	11.3	2010	葛兰素史克
吉西他滨	无	代谢类	14.08	2010	礼来
来曲唑	20356	内分泌类	7.19	2011	诺华

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

内分泌 API:

阿卡波糖 降糖药阿卡波糖专利药企业是拜尔，2006 年销售 3.87 亿美元，海正阿卡波糖原料药壁工艺专利成功，和下游制剂药企业共同通过了 FDA 专利第四段申明 (P4)，制剂药企业 ANDA 获得了 FDA 批准，海正也因此成为其供应商。专利预计 2009 年 9 月到期，届时销量将有很大增长。

图表 7 获得阿卡波糖通用名批准药企情况

Generic Drug Name	Generic Manufacturer	Brand Name	Approval Date
ACARBOSE TABLETS, 25 MG, 50 MG, AND 100 MG	ROXANE LABORATORIES, INC.	PRECOSE TABLETS	5/7/2008
ACARBOSE TABLETS, 25 MG, 50 MG, AND 100 MG	COBALT LABORATORIES	PRECOSE TABLETS	5/7/2008

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

阿卡波糖专利情况 2009 年 9 月到期。 U.S. Patent No. 4,904,769; Granted February 27, 1990, to Erich Rauenbusch; Owner of Record: Bayer Aktiengesellschaft; Title: Highly Pure Acarbose; Classification: 536/17.2; Product Trade Name: PRECOSE; Original Expiration Date: February 27, 2007; Term Extended: 922 days.

奥利司他 奥利司他是罗氏专利减肥药，专利 2009 年到期，公司正在进行工艺改进，今年已有小批量出口，2009 年可能迎来较大规模出口。

奥利司他是长效和强效的特异性胃肠道脂肪酶抑制剂，它通过与胃和小肠腔内胃脂肪酶和胰脂肪酶的活性丝氨酸部位形成共价键使酶失活。食物中的脂肪不能分解为游离脂肪酸，因而脂肪不能被吸收、利用，从而减少热量摄入，控制体重。

罗氏公司的奥利司他和雅培公司的西布曲明是抗肥胖药物市场的主导产品。除膳食保健品外，这两种药物占全球抗肥胖药物市场 68.8% 的份额。据 IMS 数据，2005 年抗肥胖药物全球销售额达 12 亿美元。奥利司他于 1997 年首先上市，目前占有 42% 的市场份额，每年销售额以 2% 的固定增长率增长。CMR 曾预测：2005 年，奥利司他的全球销售额可能达到（或超过）20 亿美元。

心血管 API:

公司在心血管原料药方面具有丰富的经验和很强的竞争力，心血管原料药他汀类公司的生产规模已经达到了全球前二，价格逐步下降，公司的毛利率还有将近 20%，公司可能靠规模效应和低毛利率策略，淘汰一批竞争者，获得定价权之后，提高价格。预计 2009 年公司仍会降低毛利率销售，以提高市场占有率，2010 年可能会提价 10%。

阿托伐他汀钙：商品名：立普妥，全球销量最好的他汀类产品，2002 年，辉瑞公司的阿托伐他汀以年销售额 79.7 亿美元占据了全球他汀类降血脂药物市场 42% 的份额，2010 年专利到期，公司在争取第一供



应商。

抗感染 API:

卷曲霉素、万古霉素、头孢类、沙星类、都是公司抗感染 API 的传统品种。卷曲霉素与礼来合作，为其供应原料药，希望实现生产转移，由于多年的密切合作，成功的可能性较大。万古霉素与雅来合作之前是为其生产原料，现在逐步转变为其在国内的生产设施建设以及万古霉素生产提供技术服务，收入相对稳定。

除上述品种外，公司在培南类原料药生产上具有很大优势。培南类药物为碳青霉烯和青霉烯类抗生素的统称，它是 20 世纪 70 年代发展起来的新型结构 β -内酰胺类抗生素，具有超广谱、高效能的抗菌活性，对控制耐药菌、产酶菌感染和免疫缺陷者感染发挥了极其重要的作用。08 年产业化后，09、10 年将有较大增长。

抗寄生虫 API:

公司抗寄生虫 API 品种主要有：阿佛菌素、吡喹酮、莫能菌素、伊维菌素、朵拉克汀、克洛索隆等。另外公司正在富阳建设抗寄生虫项目，主要包括莫西克汀、泰乐菌素 2 个新品种，预计 2009 年下半年能够投产，2010 年能够贡献业绩。2009 年主要靠已有品种的增长，伊维菌素、朵拉克汀、克洛索隆相对增长较快。

莫西克汀在国际上有美国诺华公司及日本三共公司生产，仍在专利保护期。莫西克汀是十六元大环内酯抗生素。

泰乐菌素由美国礼来公司开发，由放线菌属弗氏链霉菌经发酵提取而得到的一种大环内酯类动物专用抗生素，是一种禽、畜专用的高效、无残留抗菌促生剂。对鸡败血症、猪流行性肺炎等疾病有独特的疗效，且对禽、畜的生长具有明显的促进作用。泰乐菌素作为动物专用抗生素，避免了人畜共用抗生素易产生交叉耐药性的问题，用于防治猪、禽支原体病，如鸡的慢性呼吸道病和传染性窦腔炎以及猪的支原体肺炎和支原体关节炎。对敏感菌并发的支原体感染尤为有效。

◇ 国内制剂增长迅速

2007 年公司开始花大力气抓国内制剂业务，增持浙江省医药工业公司股权从 51%至 85%，以其作为国内制剂销售平台。2007 年 4 月公司派原财务总监蔡时红先生担任工业公司董事长，开始对工业公司的管理层进行调整。2008 年上半年高薪聘请的总经理和财务总监到位，市场总监近期也将到位。同时，工业公司的经营思路和营销构架也进行了相应调整。工业公司将以集中销售海正自有品种为主。营销方面大区制为产品分线销售，海正自有产品分成肿瘤线、固体制剂和抗菌素、普药、商务线四条线，并增加销售人员。目前，销售队伍有 500 人左右，肿瘤线比较成熟，销售人员近 300 人，抗感染药去年起步。自有品种销售队伍的目标是扩增至 700 人。

2007 年海正自有制剂从 2006 年的 3.05 亿元增长至 3.64 亿元，同比增长 19.28%，2008 年上半年在表阿霉素和培南类抗感染药带动下，销售规模达到 2.67 亿元，同比增幅 41.78%，制剂收入占比达到 32.95%。公司制剂收入主要来自抗肿瘤药和抗感染药，肿瘤药占 80%以上。

图表 8 海正制剂情况

单位:百万元

	2006-12-31	2007-6-30	2007-12-31	2008-6-30
海正自产产品	1259.83	733.70	1530.56	810.82
增长			21.49%	10.51%
毛利率	37.08%	41.03%	42.77%	49.08%
其中制剂	305.51	188.42	364.41	267.15
增长			19.28%	41.78%
毛利率	68.55%	65.19%	73.67%	83.45%
占比	24.25%	25.68%	23.81%	32.95%

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

预计未来两年国内制剂主要增长点是抗肿瘤药和培南类抗感染药，同时在心血管、降糖药和免疫制剂等领域有竞争力的品种也会有所贡献，公司国内制剂将保持持续快速增长。基于丰富的产品线，随着营销



能力的逐步提升，2010年以后国内制剂的增量会比较明显。

抗肿瘤药

公司主导品种是表阿霉素，2007年实现销售规模约2亿元。该产品由法玛西亚普强公司（现并入美国辉瑞公司）研制，商品名为“ELLENCÉ”。1999年获得FDA批准上市，2005年全球销售3.67亿美元，同比增长了7%。2005年国内市场法玛西亚普强公司的产品“法玛新”占据了57.86%的市场份额，海正药业占有42.14%的市场。

除表阿霉素外，公司还有比卡鲁胺、伊达比星、克拉屈滨、氟达拉滨等抗肿瘤制剂批文。预计随着营销的不断深化，老品种将稳定增长，新品种将逐步放量，抗肿瘤制剂2009、2010年分别达到5.5、6.5亿元。

图表9 海正肿瘤制剂批文

品 种	应用领域	市场容量
比卡鲁胺片（国药准字 H20073877）	晚期前列腺癌	13.35 亿美元
注射用盐酸伊达比星（国药准字 H20050144）	抗肿瘤	
注射用盐酸吡柔比星（国药准字 H20045983）	抗肿瘤	
盐酸多柔比星注射液（国药准字 H20041318）	抗肿瘤	2.06 亿美元
盐酸表柔比星注射液（国药准字 H20041211）	抗肿瘤	3.12 亿美元
盐酸格拉司琼注射液（国药准字 H20030341）	抗肿瘤	6.24 亿美元
注射用磷酸氟达拉滨（国药准字 H20054378）	B 细胞性慢性淋巴细胞白血病（CLL）	1.64 亿美元

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

抗感染药

目前公司的抗感染制剂销售主要以一些头孢类、阿莫西林等普药为主，高端制剂培南类很少。08年公司组建了抗菌素销售团队，构建了销售网络，重点推广美罗培南，预计未来两年培南类产品放量。

培南类是碳青霉烯和青霉烯类抗生素。由于生产工艺壁垒很高，目前全球上市的碳青霉烯类抗生素共7个品种。2005年，国内重点城市样本医院碳青霉烯类3个品种用药金额为2.2亿元，占抗感染药物的3.65%，增长了24.17%，全国碳青霉烯类用药金额已达到了6.8亿元。

美罗培南是日本住友开发的品种，2005年，全球市场销售额为7.24亿美元。国内开发较早，1998年浙江海正药业已获得原料药及注射剂生产批文。2001年深圳市海滨制药获准生产。2005年样本医院用量，增长了55.61%，达8765万元。海滨制药占50%用量，日本住友占43%，海正药业占7%的市场份额。

除在售品种外，公司还有新的品种，为销售提供了产品梯队。

图表10 海正抗感染药批文

单位：万元

品 种	批文号
亚胺培南	国药准字 H20070067
头孢拉定/L-精氨酸	国药准字 H20073832
阿莫西林克拉维酸钾(2:1)	国药准字 H20073687

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

其他制剂品种

除上述品种外，公司还有众多有竞争力的品种储备，如果销售做得好，仍有巨大潜能。

图表11 海正主要制剂品种

单位：万元

品 种	应用领域	市场容量
盐酸罗格列酮片（国药准字 H20080257）	降血糖药	
伏格列波糖（国药准字 H20083043）	降血糖药	4 亿美元
他克莫司胶囊（国药准字 H20083039）	免疫抑制剂	15 亿美元
吗替麦考酚酯胶囊（国药准字 H20070081）	免疫抑制剂	18 亿美元
氟伐他汀钠胶囊（国药准字 H20070168）	降血脂	7.6 亿美元
盐酸舍曲林片（国药准字 H20051791）	抗抑郁药	25 亿美元

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心



◇ 国际制剂可以期待，但尚需时日

制剂进入国际规范市场必备的条件

制剂要进入国际规范市场必须满足以下要求：①生产车间通过规范市场药政部门认证（cGMP）；②具有多种剂型生产能力，能够生产质量稳定的制剂产品；③熟悉规范市场仿制药 ANDA 药政注册，或者合作伙伴熟悉药政注册；④在当地建立或者收购销售渠道和营销网络，或者寻找具有销售网络的合作伙伴。

生产车间认证是硬件条件，公司可能在 2011 年完成。公司正在建的富阳制剂项目主要包括抗肿瘤药的制剂、培南类高端抗感染类制剂、以及可能获得的礼来授权的卷曲霉素制剂项目。富阳制剂项目目标是建造通过 FDA 认证的国际制剂中心，现在是建设的第二年，预计 09 年底完成建设，通过 FDA 认证至少需要 1-2 年时间，也就是说 2011 年可能通过相关认证。

至于熟悉规范市场仿制药 ANDA 药政注册，公司有一定的 API 经验，可以通过学习或者与他人合作完成。销售问题考虑为时尚早。

制剂出口模式：

制剂出口模式 包括制剂 OEM、制剂转移生产、合作开发、自主开发，成为专利药企的授权仿制药生产伙伴是公司的目标。

制剂 OEM 生产：制剂 OEM 可能盈利水平非常低，但可以培养和储备制剂人才，掌握质量、生产和销售流程。公司是辛伐他汀全球第三大生产企业，有能力接受辛伐他汀 OEM 订单生产。

制剂转移生产：由于密切的合作关系，API 技术上的优势，跨国药企会将制剂生产转移给为其提供 API 的药企。卷曲霉素项目公司与礼来合作多年，有获得制剂转移生产的可能性。

合作开发：心血管药氟伐他汀专利药企是诺华，欧洲专利 2008 年下半年到期。公司挑战专利成功，与合作伙伴完成药政注册，08 年已经有出口。但是由于该品种主要市场在北美，欧洲市场较小，销量很少。虽然跨出了国际合作制剂出口这一步，但是销售和市场对公司来讲还很陌生，需要走的路还很长。

免疫抑制剂 FK506 专利药企是阿斯泰来制药，专利已经到期。公司与合作企业联合申报药证，目前正在进行生物等效性实验，距离制剂出口还有一段时间。

◇ 风险因素：

由于为转移生产和制剂出口作准备，公司近几年持续投资，资金需求巨大，资产负债率接近 60%，财务费用激增，如果项目回报低于预期，盈利能力将大幅下降。

原料出口占目前海正产品收入的 70%左右，国际金融形势跌宕起伏，汇率波动具有不确定性，可能影响公司产品的竞争力，并可能产生汇兑损失。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1,906	2,312	2,839	3,306	4,046	4,888
增长率		21.3%	22.8%	16.4%	22.4%	20.8%
主营业务成本	-1,391	-1,784	-2,106	-2,385	-2,871	-3,377
% 销售收入	73.0%	77.2%	74.2%	72.2%	70.9%	69.1%
毛利	515	528	733	920	1,175	1,511
% 销售收入	27.0%	22.8%	25.8%	27.8%	29.1%	30.9%
营业税金及附加	-8	-11	-19	-20	-24	-29
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-82	-83	-114	-225	-313	-420
% 销售收入	4.3%	3.6%	4.0%	6.8%	7.7%	8.6%
管理费用	-218	-244	-321	-357	-427	-507
% 销售收入	11.4%	10.6%	11.3%	10.8%	10.6%	10.4%
息税前利润 (EBIT)	207	190	279	319	411	554
% 销售收入	10.8%	8.2%	9.8%	9.6%	10.1%	11.3%
财务费用	-37	-55	-65	-71	-75	-75
% 销售收入	1.9%	2.4%	2.3%	2.1%	1.9%	1.5%
资产减值损失	0	-25	-13	-13	-15	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	1	1	0	0	1
% 税前利润	2.3%	0.5%	0.7%	0.0%	0.0%	0.1%
营业利润	174	110	202	235	321	469
营业利润率	9.1%	4.8%	7.1%	7.1%	7.9%	9.6%
营业外收支	-5	-4	-8	-8	-8	-5
税前利润	169	106	194	227	313	464
利润率	8.8%	4.6%	6.8%	6.9%	7.7%	9.5%
所得税	-50	-23	-51	-23	-33	-55
所得税率	29.6%	21.5%	26.4%	10.1%	10.7%	11.8%
净利润	119	84	143	205	280	409
少数股东损益	3	1	3	4	5	6
归属于母公司的净利润	116	82	140	200	275	403
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	119	81	143	205	280	409
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	122	146	159	189	236	272
非经营收益	36	56	71	84	92	91
营运资金变动	-163	-175	65	36	-264	-96
经营活动现金净流	114	108	438	514	344	677
资本开支	-269	-315	-274	-700	-451	-155
投资	-12	3	-1	0	0	0
其他	1	7	4	0	0	1
投资活动现金净流	-280	-305	-271	-700	-451	-155
股权募资	5	6	0	0	0	0
债权募资	300	229	-24	557	343	-275
其他	-107	-110	-122	-77	-129	-131
筹资活动现金净流	199	125	-147	481	214	-407
现金净流量	32	-72	20	295	107	116

资产负债表 (人民币百万元)

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	274	190	200	495	602	717
应收款项	263	390	405	507	602	649
存货	444	450	401	477	569	664
其他流动资产	23	41	68	77	91	108
流动资产	1,004	1,071	1,074	1,556	1,864	2,138
% 总资产	38.5%	37.9%	36.0%	39.1%	41.3%	45.7%
长期投资	12	7	2	2	2	2
固定资产	1,540	1,563	1,715	2,135	2,366	2,265
% 总资产	59.1%	55.2%	57.4%	53.6%	52.4%	48.5%
无形资产	51	172	175	270	260	249
非流动资产	1,602	1,758	1,911	2,427	2,649	2,537
% 总资产	61.5%	62.1%	64.0%	60.9%	58.7%	54.3%
资产总计	2,606	2,829	2,986	3,983	4,513	4,676
短期借款	740	910	775	1,142	1,385	1,210
应付款项	412	368	443	667	610	682
其他流动负债	110	90	107	163	173	174
流动负债	1,262	1,368	1,325	1,972	2,168	2,066
长期贷款	114	174	284	474	574	474
其他长期负债	2	1	0	0	0	0
负债	1,378	1,542	1,609	2,446	2,742	2,540
普通股股东权益	1,210	1,265	1,363	1,518	1,748	2,107
少数股东权益	18	22	14	18	23	29
负债股东权益合计	2,606	2,829	2,986	3,983	4,513	4,676

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.258	0.184	0.311	0.446	0.611	0.898
每股净资产	2.693	2.816	3.034	3.380	3.891	4.689
每股经营现金净流	0.253	0.240	0.974	1.144	0.767	1.506
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.000	0.100	0.000
回报率						
净资产收益率	9.58%	6.52%	10.25%	13.20%	15.71%	19.15%
总资产收益率	4.45%	2.91%	4.68%	5.03%	6.09%	8.63%
投入资本收益率	6.99%	6.28%	8.43%	9.09%	9.83%	12.80%
增长率						
主营业务收入增长率	7.08%	21.28%	22.81%	16.45%	22.39%	20.81%
EBIT增长率	-37.29%	-8.29%	47.13%	14.24%	28.91%	34.97%
净利润增长率	-43.28%	-28.84%	69.39%	43.46%	37.07%	46.87%
总资产增长率	19.55%	8.58%	5.52%	33.40%	13.31%	3.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.9	45.1	44.9	45.9	46.4	46.0
存货周转天数	92.3	91.4	73.8	73.8	73.8	73.8
应付账款周转天数	48.0	43.4	41.5	45.0	41.5	41.5
固定资产周转天数	262.0	207.8	181.4	168.9	199.9	158.0
偿债能力						
净负债/股东权益	47.23%	69.40%	62.38%	72.99%	76.63%	45.26%
EBIT利息保障倍数	5.6	3.4	4.3	4.5	5.5	7.4
资产负债率	52.68%	54.51%	53.88%	61.42%	60.75%	54.32%

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

(塔晶投资研究中心 医药行业研究员 李圣春)



张裕 A (000869)

结论

- ◇ 第三季度高档酒解百纳、酒庄酒收入的下滑，导致营业收入、毛利率均有所下滑。可见当前中国经济增速下滑对葡萄酒的消费还是带来了负面影响。
- ◇ 三项费用控制较好，增长均低于收入的增长，较健康。但是由于高档酒的营销费用较高，随着高档酒收入占比增长，预计未来营业费用率将很难下降。
- ◇ 现金流量情况较好，资金压力不大。公司现金销售占比大，应收账款占比很小。公司增强了对经销商的控制，强化了对经销商的保证金收取，三季度其他应付款出现较大增长。公司三季度预收账款有所增长，预计四季度销售不会很差。
- ◇ 盈利预测：08年净利润增长36.05%，每股收益1.64元；09年净利润增长27.49%，每股收益2.091元。

主要内容

- ◇ 前三季度实现营业收入25.64亿元，同比增长25.00%；实现营业利润7.77亿元，同比增长36.00%；实现净利润5.91亿元，同比增长44.01%，实现每股收益1.12元。

营业收入：今年第三季度收入增速同比减少 7.93 个百分点，环比减少 4.54 个百分点。今年前三季度收入增速同比减少 2.67 个百分点，环比减少 1.68 个百分点。

第三季度虽包含中秋和国庆，但销量还是有所下降。增速放缓的原因主要是：一、当前中国经济增速下滑对以餐饮、商务渠道为主的高端葡萄酒的消费带来了负面影响。二、部分经销商在提价前（08年2月）有所囤货，也导致今年增速有所下降。目前终端销售也是感到一些压力的。

图表 1：公司各单季度收入及增速情况 单位：百万元

单季度	1Q2007	2Q2007	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008
收入	995.75	443.44	614.12	676.85	1,264.76	556.49	742.80
增速	22.72%	37.68%	28.88%	21.45%	27.02%	25.49%	20.95%

数据来源：公司年报、塔晶投资研究中心

图表 2：公司各时间段累计收入及增速情况 单位：百万元

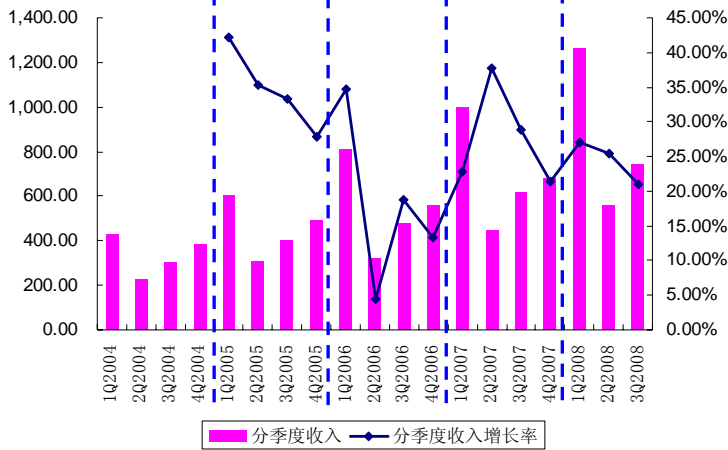
累计	1Q07	1H07	3Q07	2007	1Q08	1H08	3Q08
收入	995.75	1,439.20	2,053.31	2,730.17	1,264.76	1,821.25	2,564.05
增速	22.72%	26.97%	27.54%	25.97%	27.02%	26.55%	24.87%

数据来源：公司年报、塔晶投资研究中心

公司营业收入呈现的规律是一季度收入占比最大，二季度最小，二三四季度收入逐步增加。按此规律预计四季度收入可达 800 百万元左右，全年收入预计 3360 百万元左右。全年收入增速 23.33%。



图表 3: 公司分季度收入规律 单位: 百万元



数据来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

分产品情况: 收入贡献较大的解百纳、酒庄酒、干红、甜酒第三季度销量增速有所下滑。高档酒收入的下滑也影响了第三季度的毛利率。

图表 4: 公司各分产品销量和增长情况 单位: 吨

分产品	07Y		1H08		3Q08	
	销量	增长率	销量	增长率	销量	增长率
解百纳	16000	23.08%	10930	21.44%	14200	16.26%
(卡斯特)酒庄酒	1700	54.5%	1270	58.75%	1750	35.23%
普通干红	34000	12.96%	19600	22.50%	25000	13.65%
甜酒	32000	6.6%	19400	11.62%	26700	13.44%
白兰地	3065	3.7%	1850	15.62%	2400	22.00%
保健酒	2365	11.03%	1450	20.83%	1900	5.37%

数据来源: 塔晶投资研究中心

图表 5: 公司酒庄酒销量和增长情况 单位: 吨

销量 (吨)	07Y	08 第三季度
解百纳	16000	3270
卡斯特	1700	480
爱菲堡	23	70
冰酒	130	120
凯利	50	

数据来源: 塔晶投资研究中心

毛利率: 今年第三季度毛利率较低, 同比减少 2.5 个百分点, 环比减少 4.7 个百分点。去年环比仅减少 0.3 个百分点, 由此可见今年第三季度毛利率下滑较大。这与毛利率较高的高档酒销售下滑有关。

图表 6: 公司各季度毛利率情况

单季度	1Q2007	2Q2007	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008
毛利率	66.7%	69.7%	68.0%	75.8%	69.8%	70.2%	65.5%

数据来源: 塔晶投资研究中心

前三季度毛利率同比增加 0.96 个百分点, 由于一季度和二季度毛利率较高, 且一季度收入占比大, 因此拉高了前三季度毛利率。虽然 08 年 2 月 2 日, 公司对主要产品价格进行了调整, 其中解百纳提价 15%, 酒庄酒提价 15%, 保健酒提价 20%, 普通干红提价 10%。但是由于部分经销商在提价前提前囤货, 因此毛利提升不明显。



图表 7: 公司累计时间段毛利率情况

累计	1Q07	1H07	3Q07	2007	1Q08	1H08	3Q08
毛利率	66.65%	67.59%	67.70%	69.71%	69.84%	69.94%	68.66%

数据来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

四季度为一年中第二销售旺季, 预计高端酒占比的增长, 四季度毛利率有所回升, 全年预计毛利率为 70.37%。预计明年分产品没有提价计划, 因此假设分产品毛利率较稳定, 随着产品结构中高毛利产品占比的增长, 预计明年毛利率 70.97%。

第三季度费用的增长均低于收入的增长, 较健康。财务费用科目历年都为收入。

图表 8: 公司各季度营业费用、管理费用情况

单位: 百万元

单季度	1Q2007	2Q2007	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008
营业费用	247.73	146.16	160.26	70.50	373.00	170.38	174.37
营业费用率	24.9%	33.0%	26.1%	10.4%	29.5%	30.6%	23.5%
增长率	13.65%	50.70%	20.18%	32.95%	50.57%	16.57%	8.81%
管理费用	72.29	30.97	19.06	55.66	74.94	34.97	20.54
管理费用率	7.3%	7.0%	3.1%	8.2%	5.9%	6.3%	2.8%
增长率	27.90%	-4.07%	15.75%	-49.88%	3.68%	12.95%	7.75%

数据来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

前三季度销售费用为 7.18 亿元, 占公司营业收入的比例为 28.00%, 同比增加了 1 个百分点, 公司加大了对新市场的投入, 为今后销售收入稳步增长打下了坚实基础。前三季度管理费用占主营收入的比例为 5.09%, 同比下降了 0.87 个百分点, 规模效应明显。

图表 9: 公司累计时间段营业费用、管理费用情况

单位: 百万元

累计	1Q07	1H07	3Q07	2007	1Q08	1H08	3Q08
营业费用	247.73	393.89	554.15	624.65	373.00	543.38	717.76
营业费用率	24.88%	27.37%	26.99%	22.88%	29.49%	29.84%	27.99%
管理费用	72.29	103.25	122.31	177.97	74.94	109.92	130.45
管理费用率	7.26%	7.17%	5.96%	6.52%	5.93%	6.04%	5.09%

数据来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

从历史数据看, 公司营业费用率逐年下降。但是由于高档酒的营销费用较高, 随着高档酒收入占比增长, 营销费用率将很难下降。另外, 国内葡萄酒市场竞争将更趋激烈, 市场开发难度加大, 市场拓展费用亦将继续上升。预计今年营业费用率为 25%。

公司管理费用率逐年下降, 表现出了明显的规模效应, 预计今年管理费用率为 5.64%, 明年 5.18%。

第三季度净利润增速同比下降 8.17 个百分点, 环比减少 25.04 个百分点。

图表 10: 公司分季度净利润、所得税率情况

单位: 百万元

单季度	1Q2007	2Q2007	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008
净利润	195.28	77.86	137.21	225.28	271.64	127.17	189.72
净利率	19.6%	17.6%	22.3%	33.3%	21.5%	22.9%	25.5%
增长率	30.34%	49.44%	46.45%	127.77%	39.10%	63.32%	38.28%
所得税率	30.0%	23.8%	27.8%	39.6%	25.6%	13.8%	28.8%

数据来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

公司前三季度净利润增速同比增加 4.6 个百分点, 环比减少 2.6 个百分点。净利率同比增加 2.97 个百分点, 环比增加 1.05 个百分点。毛利率提升以及税率下降是公司前三季度净利润增长的主要原因。



图表 11: 公司累计时间段净利润、所得税率情况

单位: 百万元

累计	1Q07	1H07	3Q07	2007	1Q08	1H08	3Q08
净利润	195.28	273.14	410.35	635.63	271.64	398.80	588.53
净利率	19.61%	18.98%	19.98%	23.28%	21.48%	21.90%	22.95%
增长率	30.3%	35.3%	38.8%	61.1%	39.1%	46.0%	43.4%
所得税率	29.99%	28.36%	28.16%	32.71%	25.61%	22.17%	24.44%

数据来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

公司加大了市场投入和开发力度, 强化了对经销商的保证金收取与管理, 增强了对经销商的控制, 公司其他应付款出现较大增长。

图表 12: 公司其它应付款情况

单位: 百万元

	1Q07	1H07	3Q07	2007	1Q08	1H08	3Q08
其他应付款	289.31	262.59	309.90	224.10	450.26	433.70	426.50

数据来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

现金流: 现金流量情况较好, 资金压力不大。公司对经销商全部现金销售, 应收账款占比很小。公司三季度预收账款增长 35.8%, 预计四季度销售不会很差。

图表 13: 公司现金流情况

单位: 百万元

	1Q07	1H07	3Q07	2007	1Q08	1H08	3Q08
经营活动产生的 现金流净额	486.50	533.78	725.11	816.16	862.85	753.09	957.84
现金及现金等价 物净增加额	44.56	-215.71	83.76	183.65	530.33	-298.30	109.70
期末现金及现金 等价物余额	44.56	457.17	756.64	856.53	1386.86	558.23	966.24

数据来源: 公司年报、塔晶投资研究中心



图表 14: 张裕 A 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1,804	2,167	2,730	3,367	3,986	4,741
增长率		20.1%	26.0%	23.3%	18.4%	18.9%
主营业务成本	-631	-723	-827	-998	-1,157	-1,339
% 销售收入	35.0%	33.4%	30.3%	29.6%	29.0%	28.2%
毛利	1,174	1,444	1,903	2,369	2,829	3,402
% 销售收入	65.0%	66.6%	69.7%	70.4%	71.0%	71.8%
营业税金及附加	-118	-160	-186	-229	-259	-282
% 销售收入	6.5%	7.4%	6.8%	6.8%	6.5%	6.0%
营业费用	-489	-501	-625	-842	-997	-1,185
% 销售收入	27.1%	23.1%	22.9%	25.0%	25.0%	25.0%
管理费用	-147	-216	-178	-190	-206	-229
% 销售收入	8.1%	10.0%	6.5%	5.6%	5.2%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	420	566	914	1,109	1,367	1,705
% 销售收入	23.3%	26.1%	33.5%	32.9%	34.3%	36.0%
财务费用	22	21	23	55	88	130
% 销售收入	-1.2%	-1.0%	-0.9%	-1.6%	-2.2%	-2.7%
资产减值损失	0	-22	10	-10	19	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	1	3	2	2
% 税前利润	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	442	565	948	1,157	1,475	1,836
营业利润率	24.5%	26.1%	34.7%	34.4%	37.0%	38.7%
营业外收支	-1	0	1	0	0	0
税前利润	441	565	949	1,157	1,475	1,836
利润率	24.4%	26.1%	34.8%	34.4%	37.0%	38.7%
所得税	-130	-168	-311	-289	-369	-459
所得税率	29.5%	29.6%	32.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	311	398	639	868	1,106	1,377
少数股东损益	1	3	3	3	4	5
归属于母公司的净利润	310	395	636	865	1,102	1,372
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	1,161	1,192	1,323	2,248	3,486	4,986
应收款项	104	116	119	147	156	176
存货	530	715	836	1,028	1,179	1,364
其他流动资产	20	29	49	40	41	40
流动资产	1,816	2,052	2,326	3,463	4,862	6,567
% 总资产	77.3%	72.2%	71.5%	78.6%	84.2%	88.2%
长期投资	27	25	25	25	25	25
固定资产	479	636	689	778	720	663
% 总资产	20.4%	22.4%	21.2%	17.6%	12.5%	8.9%
无形资产	6	111	112	97	94	91
非流动资产	532	789	925	945	909	879
% 总资产	22.7%	27.8%	28.5%	21.4%	15.8%	11.8%
资产总计	2,348	2,842	3,251	4,408	5,771	7,445
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	279	413	472	721	864	1,021
其他流动负债	181	253	465	505	618	758
流动负债	460	666	937	1,226	1,482	1,779
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	460	666	937	1,226	1,482	1,779
普通股股东权益	1,850	2,027	2,229	3,094	4,196	5,569
少数股东权益	38	54	85	89	93	98
负债股东权益合计	2,348	2,746	3,251	4,408	5,771	7,445

比率分析						
	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.764	0.748	1.205	1.640	2.091	2.603
每股净资产	4.561	3.843	4.227	5.867	7.958	10.561
每股经营现金净流	0.803	0.755	1.548	2.028	2.393	2.899
每股股利	0.250	0.250	0.150	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	16.76%	19.47%	28.52%	27.95%	26.27%	24.64%
总资产收益率	13.21%	14.37%	19.55%	19.62%	19.10%	18.43%
投入资本收益率	15.69%	19.15%	26.58%	26.13%	23.90%	22.57%
增长率						
主营业务收入增长率	34.81%	20.11%	25.97%	23.33%	18.38%	18.94%
EBIT增长率	37.02%	34.84%	61.44%	21.28%	23.28%	24.77%
净利润增长率	53.03%	27.25%	61.12%	36.05%	27.49%	24.47%
总资产增长率	8.41%	16.97%	18.39%	35.59%	30.92%	29.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.3	13.5	10.6	12.0	9.5	9.0
存货周转天数	274.8	317.6	346.7	380.0	372.0	372.0
应付账款周转天数	64.3	62.5	72.3	70.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	95.6	99.3	85.7	78.7	61.2	47.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-61.52%	-57.33%	-57.16%	-70.64%	-81.28%	-88.00%
EBIT利息保障倍数	-19.4	-26.7	-39.1	-20.0	-15.6	-13.2
资产负债率	19.60%	24.25%	28.82%	27.81%	25.68%	23.90%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	313	447	639	868	1,106	1,377
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	35	65	50	67	41	61
非经营收益	-21	-23	-17	67	-2	-2
营运资金变动	-1	-90	145	68	115	92
经营活动现金净流	326	398	816	1,070	1,262	1,529
资本开支	-43	-103	-316	-147	-25	-30
投资	5	-3	53	0	0	0
其他	17	22	19	3	2	2
投资活动现金净流	-21	-84	-244	-144	-24	-29
股权募资	0	0	33	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-203	-284	-422	0	0	0
筹资活动现金净流	-203	-284	-389	0	0	0
现金净流量	102	31	184	925	1,238	1,500

资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心

(塔晶投资研究中心 食品饮料行业研究员 王焱)



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	2980-2990	-50	-80	+40
南宁	3000	-20	-20	+80
昆明	2910-2920	0	-40	+60
甸尾	2900	0	0	+80
湛江	3000	0	0	+80
乌鲁木齐	2950-3000	0	-10	0

资料来源: 中国食糖网 2008-11-28

最新国际油价

名称	最新价格 (\$/bbl)	涨跌幅%
Brent	47.97	-10.32
NYMEX	49.28	-9.46

资料来源: BLOOMBERG 2008-12-01

金属期货价格

名称	最新价格(USD/MT)	涨跌额	涨跌幅%
锌	1166.000	69.000	5.89
镍	9800.000	905.000	7.54
铜	3590.000	-30.000	-0.83
铝	1735.000	-37.000	-2.09

资料来源: BLOOMBERG 2008-12-01

国际金价

名称	最新价格 (美元/盎司)	涨跌额	涨跌幅%
黄金	773.105	4.20	0.55
白银	9.33	0.06	0.65

资料来源: BLOOMBERG 2008-12-01

农产品价格

名称	最新价值 (USd/bu.)	涨跌额	涨跌幅
玉米	347.000	-1.750	-0.50
小麦	528.750	0.750	0.14
大豆 (CBT)	842.750	-3.250	-0.38

资料来源: BLOOMBERG 2008-12-01



基金服务

■ 尚福林：股指期货推出时间日趋成熟

10月27日，中国证监会主席尚福林在出席中国证券业协会、中国期货业协会等7家行业协会联合主办的中国金融衍生品大会上指出，要深刻认识现阶段我国资本市场的发展特征，进一步深入贯彻落实科学发展观，促进资本市场健康发展。

尚福林指出，近年来，在党中央、国务院的正确领导下，随着《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的深入贯彻落实，我国资本市场发生了转折性变化。但同时必须看到，当前我国资本市场“新兴加转轨”的特征依然突出，长期影响资本市场健康发展的内外部制约因素并没有根本改变，风险防范和化解的自我调节机制尚未完全形成。与经济社会发展的现实需要相比，现阶段我国资本市场的基础性制度建设还比较薄弱，并在很大程度上制约着市场健康发展和其功能的有效发挥。一是市场产品不够丰富，直接融资和间接融资比例不合理的问题没有得到根本解决；二是市场结构比较单一，多样化的投资融资需求还没有得到有效满足；三是面对市场的迅速发展，进一步提升市场运行安全和效率的任务依然艰巨；四是随着市场发展，违法违规和损害中小投资者利益行为呈现新特点；五是新入市个人投资者增长较快，对市场风险缺乏足够认识。贯彻落实科学发展观，加强市场体制和机制建设、促进市场协调发展，仍然是今后一段时期推进资本市场改革和发展的重心所在。

尚福林表示，当前我国资本市场改革发展正面临难得的机遇，也有诸多新的挑战。一方面，我国经济长期稳定增长、资本市场的内外部环境不断改善等因素决定了我国资本市场具有巨大的发展潜力。另一方面，我国资本市场发展的基础尚不牢固，夯实市场发展基础、防范和化解风险，是我们必须面对的一项长期而艰巨的任务。我们必须准确把握我国资本市场“新兴加转轨”的阶段性特征，把它作为推进改革、谋划发展的依据，坚持在推进资本市场改革发展中既不妄自菲薄、自甘落后，也不脱离实际、急于求成；要始终保持清醒头脑，科学分析新机遇新挑战，全面认识新形势新任务，着力解决新课题新矛盾。

尚福林在谈到做好当前和今后一个时期资本市场改革发展工作时指出，要认真贯彻落实党的十七大精神，按照科学发展观的要求，立足现阶段我国资本市场实际，进一步强化资本市场的基础性制度建设，着力解决好市场发展中的体制性、机制性问题，丰富市场结构和产品结构，不断改进和加强市场监管工作，促进我国资本市场健康发展。重点包括：

一是着力推进多层次市场体系建设，优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重。要继续吸纳符合条件的公司上市，采取措施增加流动性股份的比重，稳步发展股票市场；大力推动公司债市场的发展，争取在较短时间内扩大债券市场的规模和比重；加快创业板市场建设；形成更有效率的场外交易市场；稳步推进金融衍生品市场的建设。同时，改进和改善现行市场运行制度，提高市场效率，使市场功能得到有效发挥。

二是以风险教育为重点，继续深入开展投资者教育工作。投资者教育是加强市场基础建设的重要内容，



是今后推进资本市场改革发展的一项长期性、系统性工作。我国资本市场发展时间不长，规范运作程度有待提高，市场不够成熟、健全，在当前市场比较活跃的情况下，其潜在的、可能发生的风险不容忽视。要针对近期新入市的投资者缺乏证券投资经验，投资理念不成熟，风险意识淡薄且抗风险能力弱的新情况、新特点，深入开展以风险教育为主要内容的投资者教育工作，加深投资者“买者自负”的风险意识，强化其风险识别能力和承受力。要通过不断增强投资者的风险意识提高市场的有效性，促进资本市场的健康发展。

三是继续加强市场监管，严厉打击各种违法违规行为。随着市场的日趋活跃，各种违法违规现象有所抬头，违法违规行为手段花样翻新，并日益呈现出新型化、网络化、多元化的特征，其隐蔽性更强，欺骗性更大，严重损害广大投资者的合法权益，给证券监管工作带来了新的挑战。要改进监管方式和监管手段，提升监管的科学性、针对性和有效性，不断增强市场监管能力；要加强执法力量，加大对市场违法违规行为的查处力度，维护公平的市场环境，更加全面地保护投资者的合法权益。

尚福林在讲话中表示，要积极稳妥地发展中国金融期货市场。随着我国经济的发展和资本市场广度和深度的不断拓展，发展金融衍生品市场的条件正日趋成熟。积极推动我国金融衍生品市场与资本市场等各种金融市场的协调发展，稳妥推进金融期货市场建设，对于扩大金融现货市场规模，丰富交易品种，改善市场结构，完善市场功能，优化资源配置，乃至对于稳定资本市场，增强国民经济的抗风险能力，具有重要的意义。

尚福林说，自2006年以来，中国证监会按照“高标准，稳起步”的原则，积极筹建金融期货市场，做了大量的准备工作：修改和制订了相关的法规规章，对股指期货的市场框架、业务模式、准入标准、机构监管及投资人保护等方面内容做了全面系统的规定，为股指期货的推出确立了制度基础；成立了中国金融期货交易所，在合约设计、交易系统建设、交易规则制订，结算会员管理、风险控制以及仿真交易等方面做了大量准备工作；创新监管手段，除了实行严格的准入制度外，在日常监管中，证监会全面推广了以净资本为核心的管理办法，通过量化期货公司的抗风险能力，增加了监管的灵活性和有效性；以防范市场风险，维护市场平稳运行，保障现货和期货市场发展为目标，在证监会统一部署和协调下，建立了股票现货市场和股指期货市场跨市场联动的监管协调机制；组织和协调中国金融期货交易所，期货业协会、证监会派出机构等单位，根据股指期货准备工作的整体进展情况，分步骤、分批次、全面深入地开展了股指期货的投资者教育活动。此外，为准备股指期货，期货公司增资扩股、强化内控制度和风险管理制度、完善交易系统、培训高管和从业人员等，也进行了积极的筹备工作。目前，中国股指期货在制度上和技术上的准备已基本完成，推出股指期货产品的时机正日趋成熟。

尚福林表示，下一步，中国证监会将继续做好股指期货推出前的各项准备工作。在巩固前期工作成果的基础上，本着“把风险讲够，把规则讲透”的原则，继续做好包括机构投资者和管理者等在内的股指期货投资者的知识普及和风险教育工作，要通过做深、做实和做细股指期货投资者教育工作，使会员机构的中高层管理人员充分认识到各种可能存在的风险，确保股指期货的平稳推出。

（来源于：中国证券业协会）

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
