



聚沙成塔 集粹为晶

塔晶投资研究

2008 02

上海塔晶投资管理有限公司主办 总第2期

福

春节快乐

- ❖ 康美药业 (600518. SH) — 中药饮片龙头，产业链向上游延伸
- ❖ 华星化工 (002018. SZ) — 草甘膦价格提高，助推业绩增长
- ❖ 招商银行 (600036. SH) — 资产质量最好的商业银行
- ❖ 荣信股份 (002123. SZ) — 节能安全产品，未来增长可期
- ❖ 华发股份 (600325. SH) — 珠海地王，业绩高速增长



目 录

财经观察	1
康美药业 (600518. SH)	2
北海国发 (600538. SH)	8
华星化工 (600538. SH)	13
招商银行 (600036. SH)	19
荣信股份 (002123. SZ)	27
华发股份 (600325. SH)	37
交易回顾	46
大宗商品价格	47
基金服务	49



财经观察

CPI

2007年我国居民消费价格指数(CPI)上涨4.8%，涨幅比上年提高3.3个百分点。自2003年以来，国民经济呈现出高增长、低通胀的良好态势。但从2007年开始，这一态势出现重大变化。CPI一改前些年平稳运行格局，开始出现持续攀升的势头。2007年3月份以来，连续10个月超过3%的警戒线，8月份以来又连续5个月超过6%。据国家统计局公布数据，2007年12月份CPI较上年同期上升6.5%。

存款准备金率

中国人民银行1月16日宣布，从1月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。这是央行2008年首次动用这一货币政策工具。本次上调是2008年内的首次上调，且上调幅度重新回归0.5个百分点，并未延续上次1%的步长。对于此次上调存款准备金率，央行解释其目的仍然为“落实从紧的货币政策要求，继续加强银行体系流动性管理，抑制货币信贷过快增长。”

顺差

2008年1月11日，海关总署公布数据显示，2007年12月当月外贸进出口规模为2061.5亿美元，比上年同期增长23.4%。当月贸易顺差为226.9亿美元，比上月下降14.2%。此前两个月，贸易顺差分别为270.5亿美元和262.8亿美元。2007年10月的数据更是创下全年顺差纪录。有消息人士透露，2007年中国顺差可能在2618亿美元上下，首次突破2600亿美元大关，比2006年增长47%左右。2008年初，各研究机构纷纷出台分析报告，大部分皆预测中国2008年的出口增速仅为15%左右，比去年降低10个百分点。

汇率

自2008年1月2日，人民币对美元中间价突破7.30元关口后，汇率在震荡中逐步走高，截至到1月28日中间价报于7.1996元，一举突破7.20元关口，较前一交易日大涨69个基点，为08年第11次创下汇改以来新高。美国联邦储备于1月22日意外降息75个基点，令美元承压。美国联储局1月30日再度降息50个基点，联邦基金利率降至3%。联储局在9天之内两度降息，幅度达125个基点，为1990年以来联储局采取的最为激进的货币政策。美国经济滞涨的特征已比较明显，美联储认为降息的货币政策将会有助于对抗经济衰退的风险，但同时也承认金融市场领域仍面临较大压力。

调控下，一线城市房价趋稳

2008年1月6日，国务院办公厅下发了《国务院关于进一步促进节约集约用地的通知》，以打击囤积土地为核心打响了2008年房地产行业调控的第一炮。反观过去几个月乃至过去几年，税收、限外、信贷、土地、保障性住房等调控政策频繁出台，并不断补充、细化，表明行业的调控呈常态化。调控确能抑制投机需求及房价上涨节奏，但并不会阻碍行业向上的趋势，将促使行业更加健康。

油价

2008年1月2日，新年第一个交易日，国际市场原油期货价格大幅飙升，其中纽约市场油价历史上首次在盘中突破100美元/桶，引发了国际政治经济的“心理地震”，强烈的全球性的通货膨胀预期形成连锁效应。之后随着美国各大投行报出次贷亏损，原油价格随美股一路下挫，截至到1月28日NYMEX原油期货3月原油期货结算价收于每桶90.99美元。

次贷危机

2008年1月15日，美国第一大商业银行花旗银行集团爆出第四季度98.3亿美元亏损，管理层宣布裁员2万余名，采取减记次贷资产181亿美元，减少40%股息等措施，意图挽回险境。美林(Merrill Lynch)1月17日发布了公司创建近100年来最糟糕的季度业绩，2007年四季度亏损98亿美元，相当于每股12.01美元，远高于分析师预测的每股4.82美元亏损。美国摩根大通银行1月16日发布财报称，去年第四季度净利润同比下降34%，但次贷损失仅13亿美元，损失规模相对较小。法国兴业银行1月24日曝出丑闻，由于交易员杰洛米·科维尔在股票衍生产品交易中的“欺诈”使该行蒙受49亿欧元，约合71.6亿美元的巨额亏损。此次欺诈事件也成银行史上造成损失数额最大的一次。有机构称，次贷危机的损失要到2008年底才能完全显现。

节能减排

2008年1月21日，财政部、国家发展改革委联合发布《高效照明产品推广财政补贴资金管理暂行办法》。这是我国政府加大力度推广高效照明产品，促进实现节能减排目标的又一重要举措。财政补贴重点支持高效照明产品替代在用的白炽灯和其它低效照明产品，主要是普通照明用自镇流荧光灯、三基色双端直管荧光灯(T8、T5型)和金属卤化物灯、高压钠灯等电光源产品，半导体(LED)照明产品，以及必要的配套镇流器。



康美药业（600518.SH）

——中药饮片龙头，产业链向上游延伸

主要结论和投资建议：

- ◇ 二期饮片工程投产，预计07-09年中药饮片业务将分别达到：3.5亿、6.9亿、12亿。
- ◇ 增发成功，中药物流港项目启动，中药材贸易将快速增长，预计07-09年此项业务收入将分别达到：4亿、6.8亿、9亿。
- ◇ 产业链打造逐步完备，中药资源控制型企业初见端倪。
- ◇ 行业处于快速发展阶段，整体水平较低，集中度不高，公司将引领行业发展。
- ◇ 以市场需求为导向，以销售网络为核心，公司发展脉络清晰，前景可期。
- ◇ 预计公司07-09年的EPS分别为0.29元、0.49元和0.72元。

1、公司盈利预测

1.1 盈利预测假设

假设中药饮片二期工程08年5月生产人员全部到位，09年二期饮片工程的设备效率达到一期的1.5倍。

假设08、09年中药材采购价格每年涨4%，中药材贸易09年达到招股说明书的目标9亿，毛利率15%。

1.2 中药饮片销售收入预测

图表 1：中药饮片销售预测

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入（百万元）	195.5	260.8	350.0	690.4	1212.9
增长率	22.95%	33.44%	34.19%	97.27%	75.67%
标准人工（人）	365	415	515	924	1475
人均产值（万元/人）	53.55	62.85	67.96	74.76	82.23

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

◇ 毛利率

07年上半年毛利率为37.08%，规模化后毛利率可能还会提高，假设以后保持此毛利率。

1.3 中药材贸易销售收入预测

图表 2：中药材贸易销售预测

	2006	2007	2008	2009
营业收入（百万元）	135.2	402.6	679.2	900.0
增长率		197.80%	68.71%	32.50%
销售量（吨）	2.00	4.93	8.00	10.19
销售价格（万元/吨）	6.77	8.16	8.49	8.83

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

◇ 毛利率

06年和07年上半年分别为12.82%、13.00%，增发成功物流港项目的启动，仓储条件将有所改善，因而毛



利率也将提高，假设为08年以后为15%。

1.4 化学制剂销售预测

图表 3: 化学制剂销售预测

百万元	2005	2006	2007	2008	2009
络欣平	64.4	63.6	62.4	62.4	62.4
康美诺沙片	73.5	69.9	66.1	66.1	66.1
康美利乐	78.0	74.7	69.3	69.3	69.3

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

2. 产能扩张，07-09 年中药饮片业务将快速增长。

2.1 中药饮片二期工程 2007 年 11 月投产，预测 07-09 年中药饮片销售收入分别为 3.5，6.9，12 亿元

康美药业中药饮片二期工程设计产能8000 吨,总投入3.9 亿元。2007 年11月正式投产,预计5月底全部生产人员到位。由于采用设备效率明显优于一期,预计008年可能达到一期的1.3倍,2009粘年达到1.5倍。考虑中药饮片价格上因素,预测07-09年中药饮片销售收入分别为3.5, 6.9, 12亿元。

2.2 产能扩张后销售有保障

康美药业提供易于配方的小包装中药饮片,采取“当天下单、次日送达”的快速销售模式使客户受益颇多。以广东省中医院为例,与康美合作后,该院不再与70 余家饮片供应商打交道,节约了大量的库房空间,药房员工数量由200减少到100 人左右,运营成本大幅下降。同时该院以“饮片定点采购、质量保证可靠”为卖点进行宣传,导致医院的门诊量上升,中药的年用量提高了1/4 到1/3。广东省中医院与康美药业签订20 年供货合同。

广东省内医院中药饮片市场容量很大,仍有发展空间。与广东省中医院合作的示范作用,致使许多二甲以上医院纷纷效仿。目前,广东省中医药大学二附院销售收入300万元/月,深圳中医院、深圳人民医院销售收入100-200万元/月,类似规模客户还有许多。同时,多家医院要求合作,但由于产能不足而未果,也是潜在客户。公司称,广东二甲以上医院中药饮片市场容量在20亿元左右,康美06年销售收入仅为2.35亿元,发展目标为30%市场份额,仍有足够发展空间。

出口可能成为产能扩张后销售的又一渠道。韩国、台湾、香港均有客户来洽谈过中药饮片的出口问题,并保持着联系,因为产能问题一直未达成合作,公司产能扩大后,中药饮片的出口将可能成为又一销售渠道。公司表示,广东省内仍是主要销售市场,产能过剩时可以考虑适量出口。

2.3 能够转嫁上游中药材价格的上涨

中药材是中药饮片的原材料,价格上涨向下游传导,致使中药饮片价格也上涨。中国中药协会统计数据显示:全国500种常用中药材2006年6月至2007年6月,平均涨价高达28.77%,且涨价品种数目增多。为解决中药材价格波动影响,康美每年定期不定期与客户协商中药饮片价格问题,基本能做到随药材价格调整饮片价格。

3. 顺应中药材流通发展趋势,中药物流港项目启动,中药材贸易将快速增长。

3.1 中药材流通发展趋势

中药材流通领域经营状况落后亟待规范。

在中药材流通领域,我国现在还停留在自发的中药材集贸市场和传统的中药材专业市场等落后的经营状况。目前,全国依托药材产地和传统集散地已经形成了17个主要的药材交易市场,其销售额占全国中药材销售总额的70%以上,年交易额上千亿(资料来源:2007 年5 月14 日医药经济报《中药材流通市场将进一步转型》),而其余的多通过自发的药材集贸市场流通。现有传统中药材专业市场的经营模式通常是由政府提供交易平台,以集贸性质共同组成的个体户或商业公司一并在市场中进行药材交易。



传统中药材交易模式的缺点：

- (1) 交易成本较高，据统计，中药材流通环节的成本是成药流通成本的两倍以上。
- (2) 价格波动较大，中药材产销脱节，价格传导机制失效大多数中药材品种的价格决定于市场的供求关系。
- (3) 质量缺乏保障。
- (4) 缺乏信用体系。当前在中药材交易中现款现货还是主流，市场普遍缺乏信用体系。

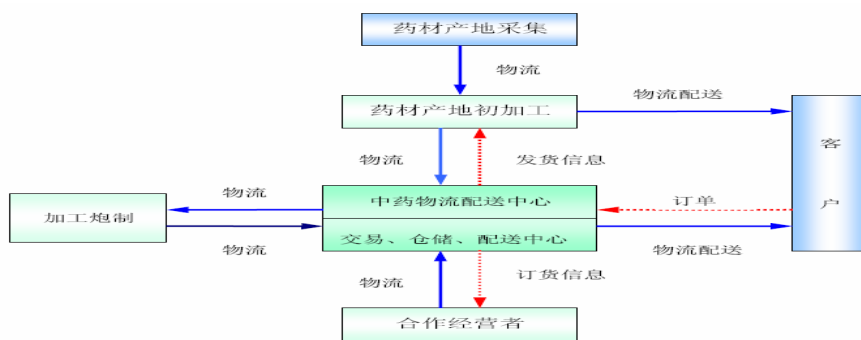
中药材流通发展趋势。

国家药监局《关于加强中药材专业市场监督检查的通知》（国食药监市[2007]212号）鼓励并引导中药材市场向企业化经营发展。国家药监局《中药材物流公司准入标准（征求意见稿）》对药品经营及中药材物流企业提出了较高的准入条件标准，中药材市场和分散的经营户由于达不到标准将逐步退出中药材流通市场。业内人士指出，那种分散农贸市场摊位的原始交易方式和模式，已不能适应现今中药材流通的需求，建立一个规范化、规模化、集约化、现代化的中药材和中药饮片物流平台已经成为中药产业发展的迫切需求。

增发成功，中药物流港项目启动

公司非定向增发成功，募集资金用于中药物流配送中心项目。该项目设计配送能力为：中药材80,000吨/年、中药饮片8,000吨/年（为公司中药饮片扩产工程配套）。公司在中药材主产地收购地道中药材并就地初加工，通过统一产品品牌、统一质量管理、统一产品等级、统一包装标识、统一储存等确保药材的质量，通过配送中心的统一销售渠道、统一交易价格等来降低药材的流通成本并进行销售，从而获取中药材采购与销售的价差收入。**整体运营模式如下：**

图表 4：康美运营模式图



资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

3.2 中药材贸易将快速增长

康美06年开始开展中药材贸易，实现收入1.35亿元，毛利率为12.82%；07年上半年实现收入1.93亿元，毛利率为13.08%，该业务增长迅速，上半年已经大大超过去年全年的收入。中药材对仓储条件要求比较高，需要专业人员养护。目前仓储条件较差，仓储容量较小，只能做转手贸易，规模也比较小。因为中药材的资源稀缺性，存储过程中，价格可能不断上涨，带来收益，所以良好的仓储条件和能力是能否做到收益最大化的关键条件。随着物流港项目的启动，仓储条件将明显改善，贸易规模将迅速加大，规模化效应将显现，中药材贸易将快速增长。

中药材贸易品种的选择。

选择标准是流通性好，需求量大，必须可以控制的品种，同时具有资源稀缺性，初步定120个，每年做5-10个，去年和今年虫草和西洋参是主要品种，明年虫草不再做，因为价格太高了。选择流程：信息收集——评估——决策。

资源控制和销售。

在上游资源控制方面，拟与采购地政府与农村信用社等合作，通过向药农提供种子、记述、贷款等方式，与当地药农建立一对一的采购关系。拟与采购地GAP中药材种植基地建立以合同形式设立最低采购价格的长期合作关系，以获得稳定的中药材供应。在销售方面，公司将以中成药生产厂商、跟公司有合作的中药饮片生



产厂商、保健食品生产厂商、中药材销售企业等为销售目标；贵细药材以市场为主，部分中药材自用。

4. 产业链打造逐步完备，中药资源控制型企业初见端倪。

4.1 中药材资源短缺，价格逐年攀升

随着部分野生药材资源日益枯竭，受社会物价整体指数上浮、劳动成本的提高、药材种植面积减少以及自然灾害的发生等因素影响，药材价格逐年上涨，个别品种涨幅惊人。根据亳州药材市场6月2日发布的5月份以来中药材价格涨幅排行表显示，野菊花在5月中旬的价格为10元/公斤，但目前已经涨到18元/公斤，涨幅达80%；杭菊花从48元/公斤上涨到70元/公斤，涨幅为45.8%；丹参、砂仁等中药材的涨幅都达到20%~30%以上。

4.2 鉴于中药材资源现状，康美着手打造和延伸公司产业链条，逐步加强地道中药材的资源控制力度，保障公司中药饮片原料的需求，以及中药材贸易原料的采购

结合国内药材主产地的实际情况，康美计划选择性设立药材采购中心，控股或并购当地中药饮片生产企业作为药材初加工中心，实施规模化采购、规范化加工，并把公司品牌延伸至中药材，逐步使公司在行业内对部分中药材品种的品质、交易价格以及标准化的制订具备指导和鉴定的能力。

4.3 四川成都全资子公司的设立标志着康美全国设立采购平台战略布局的实质性启动

中药材是四川的优势资源，四川的中药材资源种类有4354种，其中植物药材3962种，蕴藏量100万吨以上，居全国首位。在全国重点普查的430种重要的中药资源中，四川产的有383种，其中产（藏）量在1000吨以上的110种。2002年，四川人工栽培的中药材有200余种，面积109.4万亩，占全国中药材种植面积的15%左右（四川省农业厅二〇〇二年八月数据）。

中药饮片二期工程建设完工、中药物流港项目增发成功，成都全资子公司设立，标志着康美打造了从中药材采购、初加工、销售到中药饮片加工、销售的完备的中药上游产业链，也使中药资源控制性企业的目标初见端倪。

5. 行业处于快速发展阶段，整体水平较低，集中度不高，康美将引领行业发展。

5.1 中药饮片近三年增长快速，明显快于医药行业总体水平

图表 5： 中药饮片及医药行业工业生产总产值

	2004	2005	2006
中药饮片(亿元)	128.80	163.74	190.22
增长率	16.00%	26.00%	31.62%
医药行业	3584	4534.9	5345.7
增长率	17.44%	26.53%	17.88%

资料来源：塔晶投资研究中心

5.2 整体水平较低，集中度不高

中药饮片行业处于小而散的市场竞争状况。行业缺乏炮制规范和产品质量标准，生产流通秩序较为混乱。全国有近1,000余家中药饮片生产企业，但是规模都比较小，多为百万和千万规模的中小企业，达到亿元规模的屈指可数，目前通过GMP认证的只有100余家。中药饮片加工业中，前十名企业累计销售额为34.49亿元，占行业全部销售收入的18.13%，市场比较活跃，集中度不高。

5.3 康美将引领行业发展

鉴于中药饮片行业现状，国家从包装、GMP、批准文号和行业准入上支持优势企业发展，逐步规范中药饮片企业行为。尤其是强制性GMP要求和质量标准体系的建立会淘汰一大批炮制技术低下的中小型饮片企业。而康美在标准制订、质量控制、销售模式、管理经验上的优势，以及超前的经营理念，势必将引领行业发展。



6. 以市场需求为导向，以销售网络为核心，公司发展脉络清晰，前景可期。

6.1 公司发展沿革

上市之初，康美的主营业务是化学药制剂生产销售和医药产品代理，2002 年高调介入中药饮片行业，转型为以中药饮片为主，06年下半年开始开展中药材贸易业务。目前，设计产能8000吨二期饮片工程已投产，中药物流港项目成功增发。

6.2 康美成功转型反映了公司优秀的经营管理能力，但成功的核心因素是良好的销售网络

康美转型的动因来自于销售网络反馈的信息，即医院亟需质量优良的中药饮片以提高医疗质量，是以市场需求为导向的。转型后的快速发展也是依托于良好的销售网络。康美的医药商业发展迅速，占主营业务收入比例逐年提高，06 年销售收入为3.17亿元，同比增长90.06%。纵观公司发展轨迹，不难发现康美发展的内在推动力是良好的销售网络。

7. 风险提示：

7.1 中药材价格波动较大

随着部分野生药材资源日益枯竭，中药材价格受社会整体物价、劳动成本、药材种植面积、以及自然灾害等因素影响，价格波动较大。

7.2 中药材贸易资金需求量大，应收账款和存货增加较快

中药材贸易扩展需要大量资金，同时存货和应收账款也将大幅增加。



图表 6: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2005	2006	2007E	2008E	2009E		2005	2006	2007E	2008E	2009E
销货净收入	585	826	1,218	1,852	2,599	货币资金	47	708	600	600	755
销货成本	-375	-555	-872	-1,316	-1,832	短期投资	0	0	0	0	0
毛利	210	271	346	536	767	应收款项	84	293	196	252	354
销售及行政费用	-54	-66	-101	-152	-219	存货	124	206	328	494	689
折旧与摊销	-36	-38	-49	-70	-79	待摊费用	0	1	16	4	4
息税前利润	120	166	196	314	469	其他流动资产	0	0	0	0	0
利息费用	-11	-18	-1	16	19	流动资产	255	1,208	1,139	1,350	1,801
非经营收益	-0	1	21	0	0	长期投资	0	0	77	77	77
税前利润	109	149	216	330	489	固定资产	407	643	891	935	871
所得税	-36	-50	-71	-83	-122	无形资产	128	70	412	443	428
少数股东损益	0	0	0	0	0	其他长期资产	0	0	0	0	0
净利润	73	100	145	248	366	资产总计	790	1,922	2,519	2,804	3,176
EPS (元/股)	0.684	0.455	0.284	0.486	0.719	循环贷款	155	699	10	23	0
现金流量表 (人民币百万元)						应付款项	50	49	76	113	155
净利润	73	100	145	248	366	工资福利费	3	5	6	6	6
少数股东损益	0	0	0	0	0	应交税金	8	12	17	20	30
非现金支出	36	38	51	73	82	应付股利	0	0	4	8	11
非经营收益	13	22	19	1	0	预提费用	1	1	2	2	3
营运资金变动	12	-92	-8	-173	-246	其他流动负债	0	0	0	0	0
经营活动现金净流	133	68	207	149	203	流动负债	216	766	116	172	205
资本开支	-22	-413	-714	-145	0	长期贷款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-22	-413	-714	-145	0	负债	216	766	116	172	205
募集资金	0	678	1,114	0	0	少数股东权益	0	0	0	0	0
股息	-31	-16	-26	-17	-25	股本	106	219	510	510	510
银行贷款变动	-125	544	-689	13	-23	储备	467	937	1,894	2,122	2,461
其他	0	-199	0	0	0	股东权益	574	1,156	2,403	2,632	2,970
筹资活动现金净流	-156	1,006	399	-4	-48	负债股东权益合计	790	1,922	2,519	2,804	3,176
现金净流量	-45	661	-108	-0	155						

资料来源: 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)



北海国发（600538.SH）

——燃料乙醇牌照未发放，公司前途不明

主要结论及盈利预测

- ◇ 公司在未获得燃料乙醇牌照之前，食用酒精项目利润1000元/吨。2007年公司食用酒精产能为5万吨，实际产量约为12000吨。预计2008年公司将达到10万吨产能。2009年琮左项目建成后，公司将达到20万吨产能。
- ◇ 燃料乙醇牌照的获得将成为公司发展的转折点。
- ◇ 预计公司07-09年分别实现营业收入6.28、7.95和13.08亿元，同比增长16.5%、26.6%和64.5%；分别实现净利润0.15、0.37和1.17亿元。07-09年EPS分别为0.055、0.134和0.42元。
- ◇ 公司计划出售的两处物业分别是华联商厦大楼和国发药业大楼，其中前者在北海市中心地带，预计出售后可以带来投资收益1.4亿元以上。
- ◇ 主要风险是公司曾经出现过财务造假事件，公司的诚信度值得考量，恐本次燃料乙醇也成为概念炒作。

1. 盈利预测

1.1. 盈利预测假设

- ◇ 公司08年一季度拿到另外5万吨酒精生产牌照。
- ◇ 2009年初拿到国家燃料乙醇生产牌照。
- ◇ 2009年中期琮左项目完工，2009年三季度达产。
- ◇ 公司2008年食用酒精销量5万吨。
- ◇ 2009年全年按照燃料乙醇销售，全年销售15万吨，按照每吨国家补贴1300元计算，每吨毛利润1500元。
- ◇ 公司在2008年完全剥离田园生物农药公司。
- ◇ 公司在2009年初剥离邓婕化妆品公司。
- ◇ 未考虑公司出售两处物业带来的收入，公司计划出售的两处物业分别是华联商厦大楼和国发药业大楼，其中前者在北海市中心地带，预计出售后可以带来投资收益1.4亿元以上。
- ◇ 公司的医药产业维持2007年三季报收入不变，农药产业也维持2007年三季报收入不变。

1.2. 盈利预测

- ◇ 预计公司07-09年分别实现营业收入6.28、7.95和13.08亿元，同比增长16.5%、26.6%和64.5%；分别实现净利润0.15、0.37和1.17亿元。
- ◇ 07-09年EPS分别为0.055、0.134和0.42元。

2. 销售收入预测

2.1. 产能

生物医药：公司生物医药产能处于闲置状态，有部分眼药水产品为贴牌生产。

生物农药：公司生物农药产品多为出口，产能完全可以满足需求，加上生物农药资产可能要被剥离上市公司。

燃料乙醇：公司收购杨森生物能源公司后，目前具备5万吨糖蜜乙醇生产能力和5万吨木薯乙醇生产能力，



2009年计划在琼左市再新建10万吨木薯乙醇生产基地，届时公司将具备20万吨乙醇生产能力。

2.2. 销售

生物农药和生物医药都处于微利状态，故不作为销售预测的重点；公司燃料乙醇的销售主要受国家政策的影响，如果能够拿到燃料乙醇的生产牌照，那么生产多少就可以销售多少。

3. 经济效益分析（按照食用酒精计算）

3.1. 产品效益分析

按照现行的市场行情，以木薯为原料，对产品进行成本估算。每生产一吨酒精，大约需 2.61 吨木薯。

图表 1: 木薯乙醇成本分析

原料	2.61 吨（木薯）	$2.61 \times 1220 = 3262.50$
蒸气	4 吨	$4 \times 130 = 520$
电力	160kwh	$160 \times 0.52 = 83.2$
一次水	40 吨	25
机械及人工		
各种辅助材料		33.90
糖化酶	4.65kg 或 100000 单位	
干酵母	0.3kg	
青霉素	9g 或 800000 单位	
淀粉酶	2kg 或 20000 单位	
其他费用		10
合计		4371.60（含税 9.5%）

资料来源：塔晶投资研究中心

目前市场酒精价格在 4600 元左右，吨产品的利润为 228.40 元。年产 10 万吨酒精，利润约为 2284 万元。

3.2. 酒糟及沼气效益分析

酒糟治理方面，运行的费用可通过酒糟饲料的销售来解决。酒糟饲料实现销售后，每吨原料还可产生饲料收入 32 元，吨酒精减少成本 83.52 元。全年 10 万吨酒精，可创造 835.2 万元。

厌氧发酵工艺段，COD 的去除率 80%，每天去除 COD 量为 $30\text{kg} \times 80\% \times 3666 = 87984\text{kg}$ 。每公斤 COD 产沼气按 0.35m³ 计算，每天沼气 30795m³。一般情况下，1m³ 的沼气热值为 6000 千卡热量，相当 5000 千卡的煤 1.2 公斤的热值，而燃烧 1m³ 沼气，可节煤 1.2kg，这样每天可节煤 61590kg，若 5000 千卡的原煤按 500 元 / 吨计，则日节省煤费 30795 元。年节省煤费 900 多万元。去除各项开支，年净效益在 450 万元。

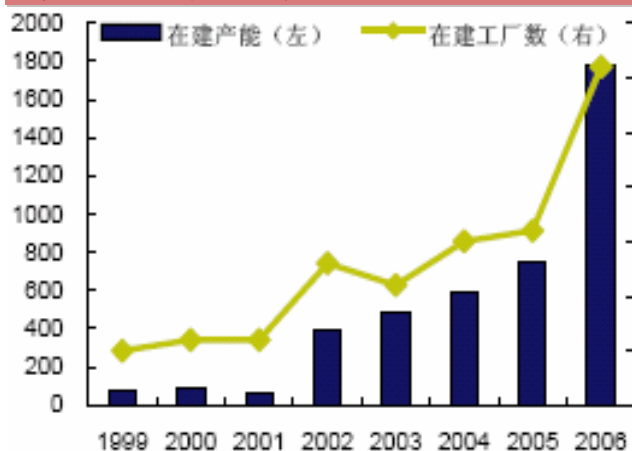
年产 10 万吨酒精项目综合效益为产品利润 2284 万元，副产品形成效益为 1285.2 万元，年综合效益为 3569.2 万元。



4. 燃料乙醇行业分析

4.1. 美国燃料乙醇行业

图表 2: 美国在建乙醇工厂家数

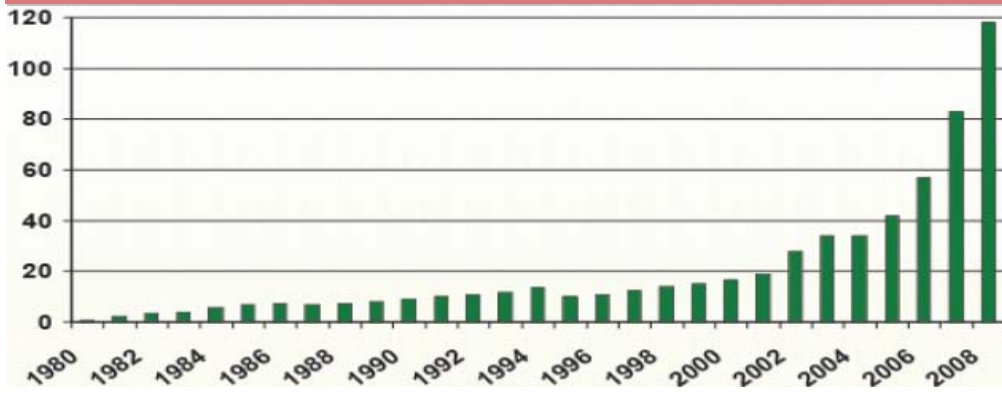


图表 3: 美国现有乙醇工厂家数及总产能



资料来源: USDA,塔晶投资研究中心

图表 4: 美国用于生产燃料乙醇的玉米需求



资料来源: USDA,塔晶投资研究中心

美国的燃料乙醇产业在 2003 年后呈现快速增长的趋势, 主要原因是, 石油价格的高涨和美国国内政策的鼓励, 导致燃料乙醇工厂的数目快速增加, 消耗的玉米数量也在相应增加。

4.2. 中国燃料乙醇行业

图表 5: 2006 年我国燃料乙醇生产企业概述

企业	年生产能力 (万吨)	供应区域	原料
吉林燃料乙醇	60	辽宁、吉林	玉米
黑龙江华润	10	黑龙江	玉米
河南天冠	30	河南、湖北、河北等 13 个地市	以小麦为主
安徽丰原	44	安徽、江苏、河北、山东等 14 个地市	玉米
合计	144	东北三省、河南、安徽以及其他 27 个城市	

资料来源: 塔晶投资研究中心

我国因人均耕地较少, 燃料乙醇工厂主要以消化陈化粮为目的, 但是随着工厂生产规模的扩大, 对粮食需求日益上升, 出于国家粮食安全的考虑, 政府不得不叫停以粮食为原料的燃料乙醇工厂的建设, 并出台了鼓励发展非粮食乙醇的政策, 以应对国际原油价格的高涨。

目前, 国内四家燃料乙醇定点生产企业分别是吉林燃料乙醇、黑龙江华润、河南天冠、安徽丰原, 其大股东都是中粮集团。

其余企业若想转型生产燃料乙醇, 需要发改委发放生产牌照, 否则即使生产出高纯度乙醇也不能作为燃料销售。这一政策, 使得燃料乙醇生产牌照成为稀缺资源, 虽然燃料乙醇的销售价格不能随便调整, 但是国



家通过补贴可以使企业维持微利保本状态。

4.3. 燃料乙醇中长期发展规划分析

可再生能源中长期发展规划中明确指出

- ◇ 在2010年前，重点在东北、山东等地，建设若干个以甜高粱为原料的燃料乙醇试点项目，在广西、重庆、四川等地，建设若干个以薯类作物为原料的燃料乙醇试点项目。
- ◇ 到2010年，增加非粮原料燃料乙醇年利用量200万吨（有人认为是包括粮食乙醇总计200万吨）。到2020年，生物燃料乙醇年利用量达到1000万吨。

按照这个计划，考虑到原料供应安全，国家应该会安排 220~250 万吨非粮原料燃料乙醇产能。由于燃料乙醇设备建设周期大约为 10~12 个月，故应该在 2009 年年底以前完成 220 万吨产能的建设。

截止到目前，只有中粮广西北海非粮乙醇基地 20 万吨新增产能。国家对非粮乙醇生产牌照的发放异常谨慎，至今仍未开始审批。中粮之所以能拿到 20 万吨木薯乙醇的生产许可（没有官方牌照），个人认为和中粮在东北的几个粮食乙醇项目下马很有关系。

这样看来 2008~2009 年将是牌照发放和新项目开工建设的高峰期，每年需新增 100 万吨左右产能。

按照重点发展地区看，东北、山东、广西、重庆、四川平均分配，各地将分到 40 万吨产能，考虑到甜高粱种植面积较小，东北和山东总计新增 50 万吨产能，那么广西、重庆、四川将各新增 50 吨产能，广西应该还有 30 万吨的新增配额，对于具有一定地方政治背景的北海国发来说，希望较大。



图表 6: 财务预测报表摘要

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
销货净收入	373	462	539	628	795	1,308	货币资金	221	210	176	180	180	180
销货成本	-247	-308	-396	-456	-574	-937	短期投资	0	0	1	1	1	1
毛利	126	154	143	172	222	371	应收款项	129	237	222	303	381	614
销售及行政费用	-71	-78	-93	-115	-146	-241	存货	59	79	93	127	161	262
折旧与摊销	-14	-27	-30	-27	-30	-31	待摊费用	1	0	0	0	0	0
息税前利润	41	49	20	29	46	99	其他流动资产	0	2	3	4	5	6
利息费用	-22	-32	-40	-29	-34	-43	流动资产	411	528	496	614	728	1,063
非经营收益	5	10	8	8	8	8	长期投资	8	7	17	11	11	11
税前利润	24	28	-11	8	20	64	固定资产	261	623	684	754	772	768
所得税	-2	-3	-8	-2	-4	-12	无形资产	60	110	104	103	102	101
少数股东损益	-5	-7	-11	9	21	65	其他长期资产	0	0	0	0	0	0
净利润	16	17	-30	15	37	117	资产总计	740	1,268	1,301	1,482	1,612	1,942
EPS (元/股)	0.146	0.087	-0.108	0.055	0.134	0.420	循环贷款	123	563	533	581	677	898
现金流量表 (人民币百万元)							应付款项	62	98	204	316	334	388
净利润	16	17	-30	15	37	117	工资福利费	4	5	8	14	20	36
少数股东损益	0	7	11	-9	-21	-65	应交税金	1	3	-1	-0	-1	-2
非现金支出	14	32	33	9	30	31	应付股利	1	1	1	6	15	47
非经营收益	24	31	39	36	39	48	预提费用	1	2	3	3	4	7
营运资金变动	-54	-85	41	4	-89	-263	其他流动负债	0	0	0	-0	-0	-0
经营活动现金净流	1	3	93	56	-4	-132	流动负债	191	671	747	920	1,049	1,373
资本开支	-323	-37	-34	-91	-46	-26	长期贷款	70	40	20	20	20	20
其他	0	0	0	-0	-0	-0	其他长期负债	0	5	5	5	5	5
投资活动现金净流	-323	-37	-34	-91	-46	-26	负债	261	716	772	945	1,073	1,398
募集资金	3	1	1	25	0	0	少数股东权益	22	53	59	51	30	-35
股息	-21	-34	-43	-35	-45	-64	股本	111	199	279	134	134	134
银行贷款变动	81	410	-51	49	95	221	储备	346	299	191	370	392	463
其他	155	-241	0	0	0	0	股东权益	457	499	470	504	527	597
筹资活动现金净流	218	136	-93	38	50	157	负债股东权益合计	740	1,268	1,301	1,500	1,630	1,960
现金净流量	-104	102	-34	4	-0	0							

来源: 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)



华星化工（600538.SH）

——草甘膦价格提高，助推业绩增长

主要结论及盈利预测

- ◇ 公司主营产品草甘膦从2007年初的3万元涨到2007年底的7万元以上，而产品成本仅从2.5万上涨到5.5万，利润涨幅明显。
- ◇ 公司新增10000吨草甘膦产能在2007年4月投产，充分享受了本轮价格上涨带来的收益。
- ◇ 公司原IPO项目氟虫青，因拜尔公司专利将在2008年7月到期，届时，公司将从原药生产延伸到制剂生产，吨原药销售价格从原先的60万/吨骤升至300万/吨，本产品将给公司带来5000万/年的净利润。
- ◇ 公司的所得税率将从2007年的33%下降到2008年的15%，以后将享受高新技术企业待遇。
- ◇ 2008年由于新项目的投产和达产，将是公司业绩爆发性增涨的一年，若维持产品销售价格和成本不变，我们预计公司2008年的每股收益将达到1.99元。
- ◇ 预计公司07-09年分别实现营业收入7.6、17.14和21亿元，同比增长74.9%、123.9%和22.5%；分别实现净利润0.79、2.5和3.32亿元。07-09年EPS分别为0.628、1.992和2.646元。

1. 盈利预测

1.1 盈利预测假设

- ◇ 2008年公司主要产品价格与成本和2007年末相同。
- ◇ 与阿根廷阿诺德公司合资项目中的4万吨双甘膦的一期工程2万吨双甘膦生产线在2008年6-7月投产，另外2万吨将在2008年年底之前投产。2008年全年双甘膦产量为10000吨，以50%权益计算，产量为5000吨。
- ◇ 合资公司的2-4D酸项目可能因为环保问题要拖延或取消。预测将在2009年建成投产。
- ◇ 公司所得税率下降到15%。
- ◇ 公司的营业费用与管理费用占收入比重呈现逐年下降的趋势，预测时分别给与5.4%和3.6%并维持不变。

1.2 盈利预测

- ◇ 预计公司07-09年分别实现营业收入7.6、17.14和21亿元，同比增长74.9%、123.9%和22.5%；分别实现净利润0.79、2.5和3.32亿元。
- ◇ 07-09年EPS分别为0.628、1.992和2.646元。



2. 销售收入预测

2.1 产量

图表 1: 公司 07、08、09 年产量预测 (吨)

产量	2006	2007E	2008E	2009E
杀虫单	6000	4500	5800	6000
杀虫双	6000	4500	5800	6000
草甘膦	5000	10000	15000	15000
双甘膦	0	0	5000	20000
2-4, D	0	0	0	5000
烟嘧磺隆	0	0	100	100
高效氟氯氟菊酯	0	70	120	120
精恶唑禾草灵	30	50	120	120
精喹禾灵	300	300	400	400
苯氧菌酯	0	150	200	200
吡虫啉	0	210	240	300
啶虫脒	300	180	240	300
亚氨基二乙腈	0	0	1000	20000
氟虫青	50	50	25	25

来源: 塔晶投资研究中心

2.2 销售

图表 2: 公司 07、08、09 年产品价格预测 (万元/吨)

税前价格	2006	2007E	2008E	2009E
杀虫单	1.3	1.3	1.3	1.3
杀虫双	1.6	1.6	1.6	1.6
草甘膦	2.7	4.2	7	4.2
双甘膦	0	0	2.5	2.5
2-4, D	0	0	0	1.7
烟嘧磺隆	0	0	31	31
高效氟氯氟菊酯	0	25	25	25
精恶唑禾草灵	45	27	27	27
精喹禾灵	18	18	18	18
苯氧菌酯	35	30	30	30
吡虫啉	11	15	15	15
啶虫脒	12	11.4	11	11
亚氨基二乙腈	0	0	1.6	1.6
氟虫青	51.2	51.2	256.4	256.4

来源: 塔晶投资研究中心



图表 3: 公司 07、08、09 年产品成本预测 (万元/吨)

成本	2006	2007E	2008E	2009E
杀虫单	0.75	0.75	0.75	0.75
杀虫双	1.1	1.1	1.1	1.1
草甘膦	2.4	2.9	5	3.5
双甘膦	0	0	1.8	1.8
2-4, D	0	0	0	1
烟嘧磺隆	0	0	24	24
高效氟氯氟菊酯	0	23	23	23
精恶唑禾草灵	20	20	20	20
精喹禾灵	13	13	13	13
苯氧菌酯	30	25	25	25
吡虫啉	10	10	10	10
啶虫脒	10	10	10	10
亚氨基二乙腈	0	0	0.8	0.8
氟虫青	50	50	120	120

来源: 塔晶投资研究中心

3. 公司费用分析

图表 4: 公司年度费用率比较

项 目	2004	2005	2006
主营业务收入	251.10	355.24	437.60
营业费用	19.29	25.96	28.06
占收入比重	7.68%	7.31%	6.41%
管理费用	11.46	14.96	19.40
占收入比重	4.56%	4.21%	4.43%
财务费用	1.97	2.21	12.45
占收入比重	0.78%	0.62%	2.84%

来源: 塔晶投资研究中心, 公司公告

图表 5: 公司季度费用率比较

项目	2006 年中报	2007 中报	2006 年三季度	2007 三季度
主营业务收入	222,881,533.83	359,196,057.20	343,140,572.59	577,507,979.43
销售费用	11,788,404.01	15,874,969.73	20,109,909.68	27,951,009.22
占收入比重	5.29%	4.42%	5.86%	4.84%
管理费用	6,367,080.01	8,346,207.09	11,074,651.78	15,155,014.02
占收入比重	2.86%	2.32%	3.23%	2.62%
财务费用	3,908,727.69	16,250,217.35	7,339,328.44	31,369,070.52
占收入比重	1.75%	4.52%	2.14%	5.43%

来源: 塔晶投资研究中心, 公司公告

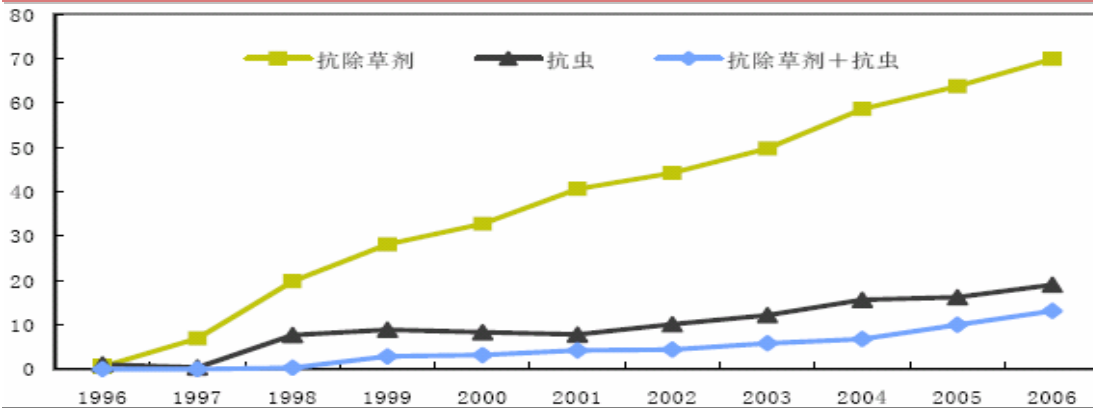
从表中可以看出, 公司的营业费用与管理费用占收入比重呈现逐年下降的趋势, 预测时分别给与 5.4% 和 3.6% 并维持不变。

公司财务费用占收入比重自 2006 年以来呈现快速上升趋势, 一方面公司是由于扩大生产规模, 囤积原材料, 导致贷款增加, 以及 2007 年下半年以来利率调整; 另一方面是由于人民币快速升值, 导致公司汇兑费用上升。由于预测模型中无对汇率调整进行修改, 故按照 2007 年三季度财务费用率进行调整, 预测中设定财务费用率为 5.4%。这样设定主要原因还有, 公司表示将以调价方式抵消汇兑风险带来的财务费用增加, 另一方面公司出口比重越来越大, 很有可能与下游企业共同分担汇率带来的损失。



4. 草甘膦行业分析

图表 6: 抗除草剂转基因作物种植面积 百万公顷



资料来源: USDA,塔晶投资研究中心

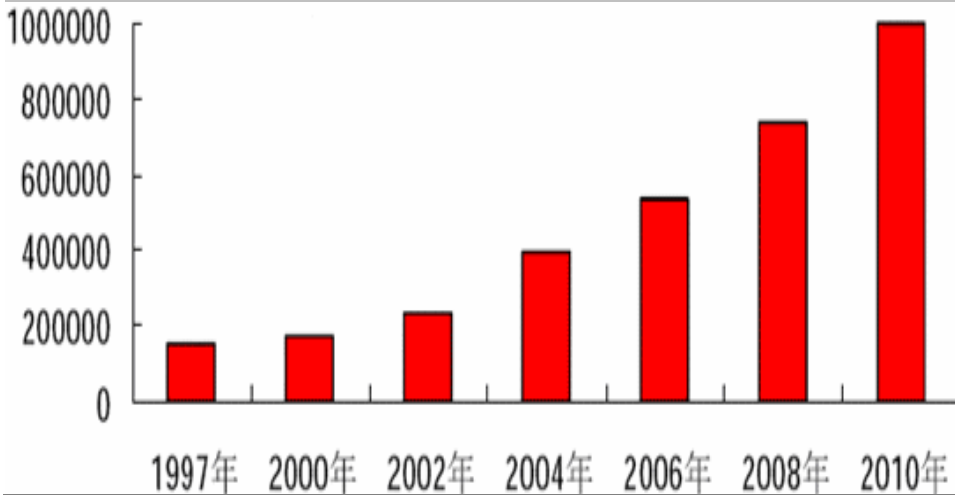
图表 7: 主要生产企未来两年扩产情况统计

草甘膦生产企业	当前产能 (万吨)	工艺	扩产计划
浙江新安股份		3 甘氨酸	
镇江江南化工厂(新安控股)	4	甘氨酸	2.5 万吨在建, 明年初投产
南通江山农药化工股份	2.7	甘氨酸/IDA	1.5 万吨在建, 明年中期
南京红太阳集团	2	IDA	
浙江金帆达化工	1.2	甘氨酸	
浙江好收成韦恩农药化工	1.2	IDA	
福建三农化学股份	1	甘氨酸	
山东胜邦绿野化学有限公司	1	甘氨酸	
江苏快达股份有限公司	1	IDA	
浙江捷马化工股份公司	1.5	IDA	3 万吨在建
浙江拜克开普化工有限公司	1	IDA	
江西电化高科	0.5	甘氨酸	
安徽华星化工	1.5	IDA	2 万吨在建
沙隆达	0.5	甘氨酸	
浙江菱化集团	0.5	甘氨酸	
江苏安邦电化	0.5	IDA	
广西自主化工	0.5	甘氨酸	
安徽氯碱化工	0.5	IDA	
江苏银燕化工	1.5	IDA	
上海沪江生化厂	0.5	甘氨酸	
江苏苏州佳辉化工有限公司	0.5	IDA	
上海开普精细化工	0.3	IDA	
湖北奇峰化工	0.3	甘氨酸	
河南安阳林药厂	0.2	甘氨酸	
安徽海丰精细化工	0.2	IDA	
江苏常熟农药厂有限公司	0.15	甘氨酸	
河北保定中原绿农化工有限公司	0.1	甘氨酸	
四川乐山福华化工	1.5	甘氨酸	
湖北泰盛化工(兴发集团)	1	甘氨酸	2 万吨在建
扬农化工	1.5	IDA	
安徽广信			2 万吨在建
山东滨农			1 万吨在建
合计	31.55		14 万吨在建

资料来源: 塔晶投资研究中心



图表 8: 全球草甘膦需求量趋势图



资料来源: 石油和化学工业规划院

草甘膦价格自 2007 年 9 月开始, 出现了快速上涨, 上涨的主要原因是: 生物质能源作物的种植面积扩大; 转基因作物的种植面积增大; 国际最大草甘膦生产商, 孟山都因环保原因限产。

2006年, 转基因作物种植面积增长了13%, 达到了1.02亿公顷, 其中种植面积增长最大的国家是美国, 增加了480万公顷。其次是印度, 增加250万公顷, 巴西增加210万公顷, 阿根廷和南非均增加了90万公顷。印度创年度增幅之最, 几乎增加了3倍。抗除草剂的转基因作物仍占据转基因作物的主导地位。抗除草剂的大豆、玉米、棉花等作物的种植面积达6990万公顷, 占转基因作物总面积的68%。

07 年 10 月 23 日国际农业生物技术应用服务局主席克莱夫·詹姆斯称, 他们估计到 2015 年全球转基因农作物面积种植将增长一倍, 因为全球越来越多的农户意识到转基因农作物的经济效益。目前全球农业耕地面积约为 15 亿公顷, 但是转基因农作物种植面积只有 1.02 亿公顷, 所占比例为 6%。按照这个数据估计, 未来十年每年的转基因作物种植面积将有 7% 的增长, 这将大大促进草甘膦的需求增长, 使得草甘膦价格维持在高位。

2007年全球草甘膦实际产量约60多万吨, 而2006年国内草甘膦产能约30万吨, 实际产量超过20万吨。国际上的生产企业主要是Monsanto、澳大利亚的Nufarm、阿根廷的阿丹诺以及Bayer、BASF等农化部门, Monsanto原有20万吨/年产能, 占全球25%以上, 由于成本和环保等原因准备逐步关闭一部分产能。根据Monsanto和Nufarm资料, 国际上除了中国以外, 基本没有企业扩产。

国内能够生产草甘膦的企业有20多家, 由于行业分散, 进入壁垒不高, 历史上看来, 草甘膦供需呈现短周期波动。根据国内企业数据, 万吨草甘膦装置的投资不到5000万元, 建设周期最短只需9个月, 上市公司主要有新安股份、江山化工、华星化工、兴发集团和沙隆达等, 渝三峡采用天然气氢氰酸法新工艺的甘氨酸(为草甘膦原料)装置明年初将投产。

由于统计数据有限, 部分小规模产能的生产状况和扩产计划不得而知。尽管目前国家对环保审批非常严格, 但当前的超额投资回报率的吸引力非常大。Monsanto2007年报中称由于草甘膦毛利急剧上升, 不排除Monsanto重启关闭产能的可能。如果孟山都恢复5万吨以上产能, 或者国内的新增产能如期达产, 2008年全年产量将达75万吨, 超过2008年预计需求70万吨。我们判断2008年中期左右, 随着国内装置的投产, 草甘膦价格将逐渐回落。



图标 9: 财务报表

损益表 (人民币百万元)

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
销货净收入	251	355	438	766	1,714	2,100
销货成本	-180	-267	-329	-522	-1,177	-1,435
毛利	71	88	109	244	537	666
销售及行政费用	-30	-42	-47	-69	-155	-190
折旧与摊销	-7	-10	-12	-18	-22	-28
息税前利润	34	36	50	156	359	448
利息费用	-2	-2	-12	-43	-66	-58
非经营收益	0	-1	1	1	1	1
税前利润	32	33	38	114	294	391
所得税	-11	-11	-12	-35	-44	-59
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	21	22	26	79	250	332
EPS (元/股)	0.330	0.334	0.340	0.628	1.992	2.646

现金流量表 (人民币百万元)

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
净利润	21	22	26	79	250	332
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	8	11	14	29	41	36
非经营收益	2	2	9	26	41	63
营运资金变动	-37	-1	25	-164	-201	-94
经营活动现金净流	-6	34	74	-30	132	338
资本开支	-47	-169	-172	-127	-278	-408
其他	1	3	1	-6	-6	-6
投资活动现金净流	-46	-166	-171	-134	-285	-415
募集资金	155	0	0	48	0	0
股息	-5	-13	-21	-25	-104	-263
银行贷款变动	-65	71	125	185	257	340
其他	88	8	-2	0	0	0
筹资活动现金净流	172	66	103	208	153	76
现金净流量	120	-66	6	44	0	-0

资产负债表 (人民币百万元)

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
货币资金	143	79	86	130	130	130
短期投资	0	0	0	0	0	0
应收款项	28	61	80	273	620	779
存货	89	118	132	246	542	661
待摊费用	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	0
流动资产	261	258	298	648	1,292	1,570
长期投资	0	2	35	38	43	48
固定资产	129	296	439	540	788	1,161
无形资产	10	2	2	5	8	11
其他长期资产	0	0	0	0	0	0
资产总计	400	558	773	1,232	2,131	2,790
循环贷款	25	78	140	326	583	922
应付款项	84	149	221	358	791	966
工资福利费	5	5	4	16	40	54
应交税金	-1	0	2	6	7	10
应付股利	0	0	0	63	200	266
预提费用	2	2	2	2	5	7
其他流动负债	0	0	0	0	0	0
流动负债	115	234	369	771	1,627	2,225
长期贷款	22	40	103	103	103	103
其他长期负债	4	11	4	-2	-9	-15
负债	141	285	476	871	1,721	2,313
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股本	65	65	78	126	126	126
储备	194	208	219	235	285	352
股东权益	259	273	297	361	411	477
负债股东权益合计	400	558	773	1,232	2,131	2,790

来源: 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)



招商银行（600036.SH）

——资产质量最好的商业银行

主要结论和投资建议：

- ◇ 由于贷款结构的调整和存款活期化趋势，2008年招商银行存贷差有望继续扩大。由于同业存放款项高于存款增长，存款增长高于贷款增长，2008年招商银行的利息支出增幅将远高于利息收入增幅，因而2008年利息净收入增幅将低于2007年。
- ◇ 招商银行2007年3季度手续费净收入环比增长已大幅回落，受股票市场增速放慢、监管部门控制基金发行规模以及各大银行对中间业务争夺日趋激烈，未来招商银行手续费净收入增幅放缓。
- ◇ 2007、2008年，招商银行的不良贷款率有望继续下降，拨备覆盖率提高，未来拨备计提压力较小，营业费用保持稳定，实际所得税费用2008年将大幅降低。
- ◇ 我们预测公司2007、2008年的EPS分别为0.95元、1.47元。

1、盈利预测假设

1.1 2008年加息空间不大，活期存款利率小幅调整

以前历次加息的累计效应将在2007年第四季度和2008年显现出来，CPI指数可能在2007年4季或2008年上半年见顶，2008年加息空间不大。因而，本报告假定2008年加息两次，每次加息定期存款利率和贷款利率上调27个基点。

1.2 2007-2009年招商银行贷款余额年均增长16%左右

截至2007年3季度，招商银行的贷款余额比2006年底增长15.32%。按照监管部门的贷款规模增长15%的窗口指导要求，我们估计招商银行全年贷款余额同比增长16%左右。考虑到监管部门的紧缩压力以及招商银行的业务重点正从传统存贷业务转向中间业务，我们假定2008年和2009年招商银行的贷款余额将保持16%这一降低的增长速度。

1.3 2007-2009年招商银行存款余额年均增长21%

截至2007年第3季度，招商银行的存款余额比2006年底增长16.01%，超过行业平均水平和我们的预期。但考虑到未来储蓄分流的影响，我们假定招商银行2007-2009年存款余额年均增长率为21%。

1.4 未来两年手续费净收入增幅回落至60%-70%。

2007年第3季度招商银行手续费净收入17.22亿元，仅略高于第2季度（17.14亿元），预计招商银行中间业务收入增长已经大大放缓。我们预测2007年第4季度招行的手续费净收入不会超过18亿元，全年同比增长145.4%；未来两年手续费净收入每年同比增长65%左右。

1.5 2008年实际所得税税率降至25%左右

不考虑法定所得税税率下调带来的一次性5.48亿所得税费用，招商银行2007年上半年和前3季度的实际所得税税率仅为25.97%和27.28%，低于2006年31.64%的所得税税率。我们估算2007年招商银行实际所得税税率为30%，2008年法定税率调整后，招商银行的实际所得税税率降至25%左右。

2、未来两年贷款规模增速下降，票据贴现面临大幅压缩

- ◇ 在历次加息仍未能控制宏观经济过热的情况下，监管部门倾向于直接通过控制贷款规模来抑制经济过热和通货膨胀。各大银行的放贷计划都受到了监管部门的窗口指导，15%的增长率几乎成为贷款规模增长的警戒线。我们预期监管部门对商业银行贷款规模的窗口指导将持续至2008年。



- ◇ 作为国内市场化程度最高的全国性商业银行之一，招商银行正在主动进行战略转型，大力发展中间业务，逐步减少对传统存贷业务的依赖。因而，即使不考虑监管部门的窗口指导，招商银行也会适当控制贷款规模的增长。
- ◇ 截至2007年3季度，招商银行贷款余额增长已达到15.32%，这一增长速度已经超过监管部门的警戒线。综上所述，我们预计2007年4季度招商银行的贷款将大幅放缓，2007-2009年招商银行将保持16%这一适度的贷款增长速度。
- ◇ 在总量一定的情况下，招行将会大幅再度压缩票据贴现贷款的规模，以便给个人贷款和企业贷款让出信贷额度，我们预计招商银行票据贴现占总贷款的比例在2007年年底将降至6%左右，并在2008-2009继续把票据贴现控制在较低规模。

图表 1: 各类贷款所占比重

	2005	2006	2007H1	2007E
票据贴现占比	21.08%	18.36%	11.55%	6.05%
其它贷款占比	78.92%	81.64%	88.45%	93.95%
其中：个人贷款	15.68%	18.03%	21.82%	
企业贷款	63.24%	63.62%	66.63%	

来源：公司年报、塔晶投资研究中心

3、存款增幅高于贷款，同业存放款项大幅增长

截至2007年3季度，招商银行的存款余额比2006年底增长16.01%，第3季度存款余额净增幅达到了6.86%，超过行业平均水平，也超过我们的预期。但考虑到未来储蓄分流的影响，我们仍保守地假定招商银行2007-2009年存款余额年均增长率为21%。

从2007年上半年数据来看，受证券二级市场火爆的影响，企业定期存款和个人定期存款的增长幅度远低于活期存款的增长，个人定期存款甚至出现负增长。预计存款活期化的趋势将在2007年下半年和2008年仍将持续，2007年年底活期存款占存款总额的比重将超过60%，2008年活期存款占比将继续小幅上升。

图表 2: 各项存款余额占比和增长情况

各期环比 增长速度	2006年 余额占比	2006年 同比增长	2007H1 余额占比	2007H1/2006 环比增长	2007Q3/2006 环比增长
企业活期	33.24%	17.34%	36.32%	19.26%	
个人活期	19.70%	28.58%	20.48%	13.44%	
企业定期	26.44%	28.46%	26.11%	7.80%	
个人定期	20.62%	16.12%	17.09%	-9.50%	
存款总额	100.00%	21.97%	100.00%	9.15%	16.01%

来源：公司年报、塔晶投资研究中心

一方面，股市分流资金导致活期存款流失，另一方面，流失的部分存款又以证券公司和基金公司保证金的形式流回银行系统，成为银行同业存放款项。随着股市火爆，招商银行的同业存放款项从2006年底的689亿增长至2007年6月底的1603亿，2007年9月底又增至1934亿，我们预测同业存放款项的增长将远高于存款增长。

4、未来两年利息收入有望保持高速增长

由于银行计息周期和固定利率的存在，商业银行的利息调整具有滞后性。我们估计2006年以来7次加息的累计影响将在2007年下半年和2008年逐渐显现出来，2007年4季度和明后两年招商银行的利息收入和利息支出都将大幅增加。

2007年3季度招商银行利息收入环比增幅13.61%，相对于2季度10%的环比增幅有明显提高。我们认为，一方面是因为票据贴现等低收益资产占总贷款的比例大幅下降，另一方面是因为以前历次加息的累计效应在3季度集中释放出来。



考虑到历次加息的影响今后将会陆续释放,我们估算贷款平均利率将从2007年上半年的5.54%上升到2007年全年的5.87%,利息收入2007年全年同比增长近50%;今明两年贷款平均利率将上升至6.78%和7.84%,利息收入增速将保持45%以上。

图表 3: 2007 各季利息收入和利息支出

单位: 百万, %	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4E	2006	2007E	2008E	2009E
期间利息收入	10,611	11,673	13,262	15,091	33,990	50,637	74,977	100,962
利息收入环比增长		10.01%	13.61%	13.79%		48.98%	48.07%	34.66%
贷款净额环比增长		1.94%	3.63%	0.54%		16.03%	16.03%	16.00%
期间利息支出	3,786	3,802	4,594	5,923	12,481	18,105	31,939	45,383
利息支出环比增长		0.42%	20.83%	28.93%		45.06%	76.41%	42.09%
存款余额环比增长		6.85%	6.28%	4.30%		21.00%	21.00%	21.00%
净利息收入	6,825	7,871	8,668	9,168	21,509	32,532	43,038	55,579
净利息收入环比增长		15.33%	10.13%	5.77%		51.25%	32.29%	29.14%

来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

5、利息支出增幅超过利息收入, 净利息收入增幅下降

2007年2季度招商银行利息支出与1季度持平,一方面缘于活期存款利率一直没有提高,另一方面缘于活期存款比例大幅度提高,而活期存款利率水平大大低于存款平均利率。但是,利息支出平稳的趋势在3季度出现逆转,在2007年7月份活期存款利率上调9个基点以及历次加息累计效应释放的影响下,2007年3季度利息支出环比增加21%。我们估算招商银行的2007年平均存款成本率将接近1.6%,2008年将大幅上升至2.1%左右。

由于股市火爆,证券公司和基金公司的客户保证金大幅增加,招商银行的同业存放款项也随之增长,以2006年年底为基数,招商银行2007年6月底和9月底同业存放款项分别增长132%和180%。同业负债占带息负债的比例从2006年底的8.86%上升至2007年9月底的19.54%。由于同业存放款项的利率成本高于普通存款,同业存放款项的大幅增长显著增加利息支出。

根据存款余额年均增长21%的假设,以及我们对平均存款成本率的估算,我们预测招商银行2007年利息支出超过180亿元,增幅将达到45%左右,2008年利息支出增幅将超过75%。由于我们估算2008年招商银行利息支出增幅高于利息收入增幅,2008年招商银行净利息增幅将下降。但我们仍认为净利息增幅将高于贷款规模和存款规模的增长速度,招商银行的存贷差将有所扩大。

6、手续费和佣金净收入增速下降, 或面临增长拐点

2006—2007年招商银行的手续费和佣金收入高速增长,2007年上半年和前三季度手续费净收入同比增幅都超过100%。从下表可以看出,手续费和佣金收入的增长主要来自托管业务佣金、代理服务手续费、银行卡手续费。

图表 4: 2005-2007 手续费净收入明细

单位: 百万元	2005	2006H1	2006	2007H1	2007Q3
收入	1,855.99	1,322.00	2,987.64	3,012.00	4,920.00
其中: 结算与清算手续费	429.10	280.00	607.27	375.00	
银行卡手续费	569.62	422.00	1,002.84	776.00	
信贷承诺及贷款业务佣金	185.61	132.00	266.72	193.00	
代理服务手续费	315.01	268.00	570.49	662.00	
托管及其他受托业务佣金	101.14	78.00	259.39	797.00	
其他	255.52	142.00	280.93	209.00	
支出	288.95	198.00	473.71	348.00	534.00
手续费收入净额	1,567.05	1,124.00	2,513.93	2,664.00	4,386.00



来源：公司年报、塔晶投资研究中心

银行卡手续费的高速增长受惠于招行在信用卡市场的领先地位，而托管业务佣金和代理服务手续费的高速增长受惠于2006年以来证券市场的火爆，受外部环境影响较大。我们发现在经历了2007年2季度手续费净收入的环比高速增长之后，3季度手续费净收入环比增长已大幅回落。除了偶发性因素和潜在季节性因素影响外，我们判断3季度手续费收入增长乏力与股票市场增速放慢、监管部门控制基金发行规模以及各大银行对中间业务争夺日趋激烈有关。我们判断这一趋势将在4季度延续，2007年4季度招商银行手续费净收入在18亿元左右，2007年全年净手续费收入同比增长145%。

图表 5：2006-2007 各季手续费净收入

单位：百万，%	2006Q1	2006Q2	2006Q3	2006Q4	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4E
各季手续费收入	474	650	600	790	950	1,714	1,722	1,783
环比增长		37.13%	-7.69%	31.67%	20.25%	80.42%	0.47%	3.55%

来源：公司年报、塔晶投资研究中心

我们长期看好中国的股票市场前景，但我们认为类似2006-2007年的火爆股市难以在未来两年重现，同时，各大银行对中间业务的争夺也将日趋激烈。据此，我们估计今明两年，与股市相关的代理服务手续费年增幅将放缓至50%-60%，托管及其他受托业务佣金增幅将放缓至70%-80%。假设其它中间业务收入增幅与2007年上半年持平，我们估计招商银行手续费净收入未来两年增幅将回落至60%-70%。

7、不良贷款率下降，拨备覆盖率提高，未来拨备计提压力较小

受宏观经济景气和银行内部风险机制强化的影响，招商银行的不良贷款率从2006年底的2.12%降至2007年6月底的1.66%。尤其是批发及零售业、房地产行业的不良贷款率2007年上半年大幅下降，但信用卡贷款的不良贷款率有上升的趋势，需要加以关注。我们预测宏观经济4季度将继续保持经济态势，2008年宏观经济将略微降温，但仍将保持高速增长。宏观经济景气有利于进一步降低银行的不良贷款率，因而，我们谨慎假定2007、2008年招商银行不良贷款率将略微降低至1.6%左右。

图表 6：各类贷款所占比重

按行业分类	2006 数额	2006 占比	2006 不 良贷款率	2007H1 数额	2007H1 占比	2007H1 不 良贷款率
企业贷款	359883	63.62%	3.18%	419477	66.63%	2.32%
制造加工业	103870	18.36%	2.96%	121931	19.37%	2.55%
交通运输、仓储及邮政业	77181	13.64%	0.50%	77868	12.37%	0.51%
批发及零售业	31003	5.48%	8.06%	47197	7.50%	4.16%
电力、燃气及水的生产和供应业	38260	6.76%	1.56%	39698	6.31%	0.67%
房地产业	26686	4.72%	8.89%	34215	5.43%	5.82%
租赁和商务服务业	27646	4.89%	4.22%	30463	4.84%	2.93%
建筑业	12668	2.24%	0.84%	17085	2.71%	0.62%
采矿业	9594	1.70%	0.00%	11615	1.84%	0.00%
教育	6359	1.12%	0.15%	7227	1.15%	0.14%
信息传输、计算机服务和软件业	7182	1.27%	4.64%	7202	1.14%	4.10%
其他	19434	3.44%	4.66%	24976	3.97%	2.85%
票据贴现	103836	18.37%		72732	11.55%	
零售贷款	101983	18.03%	0.54%	137344	21.82%	0.49%
信用卡	10146	1.79%	1.53%	14149	2.25%	1.87%
住房抵押	81383	14.39%	0.40%	106445	16.91%	0.31%
其他	10454	1.85%	0.73%	16750	2.66%	0.47%
贷款和垫款总额	565702	100.00%	2.12%	629553	100.00%	1.66%



来源：公司年报、塔晶投资研究中心

从2005年到2007年3季度，招商银行每年计提的贷款损失准备为不良贷款余额的30%，拨备覆盖率从2006年底的135.61%上升至2007年6月底的169.97%。由于不良贷款率逐年下降而拨备计提比例不变，招商银行的拨备覆盖率一直在稳步上升，我们预计招商银行不会轻易改变目前稳健的拨备计提政策，预计2008年招商银行拨备覆盖率将继续小幅上升。

图表 7: 贷款损失准备变动

单位：百万元	2005	2006	1H2007	2007E	2008E	2009E
本期期初	10,920	13,510	16,282	16,282	18,651	21,683
本期计提	3,575	3,537	1,521	3,272	3,978	4,832
在利润表新计提的减值准备	4,031	4,152	2,343			
回拨至利润表的减值准备	(457)	(615)	(822)			
本期核销	(745)	(328)		(536)	(536)	(536)
本期转出	(2)	(188)	(2)	(95)	(95)	(95)
已减值贷款利息冲转	(244)	(222)	(66)	(206)	(250)	(304)
收回以前年度核销贷款	84	58	39	54	66	80
汇率变动	(78)	(85)	(61)	(120)	(130)	(140)
本期期末	13,510	16,282	17,713	18,651	21,683	25,520

来源：公司年报、塔晶投资研究中心

8、营业费用保持稳定，人均净利润率较高

从2005年至2007年6月底营业费用数据看，招商银行营业费用与营业收入占比趋于下降。但是，员工费用和其他一般及行政费用增长较快，二者2007年上半年同比增长分别为61%和40%。

图表 8: 营业费用明细

单位：百万元	2005	2006	2007H1	2007Q3
员工费用	4,241.18	5,052.79	3,501.00	
工资、奖金及员工福利费	3,335.32	3,871.62	2,795.00	
定额供款退休保险计划	428.19	500.60	355.00	
住房津贴	249.97	385.51	179.00	
其他	227.70	295.07	172.00	
固定资产折旧	853.83	910.80	492.00	
租赁费	693.41	831.49	486.00	
其他一般及行政费用	2,108.01	2,722.70	1,437.00	
其他费用				
营业费用总额	7,896.42	9,517.79	5,916.00	9,875.00
营业税及附加总额	1,218.81	1,572.73	1,052.00	1,673.00
营业费用占总收入的比重	41.17%	37.94%	33.83%	35.05%

来源：公司年报、塔晶投资研究中心

2005年至2007年上半年，招商银行的人均存款、人均贷款、人均利息收入和人均净利润均呈上升趋势。我们认为，招商银行能够在员工费用支出大幅增长的同时保持营业费用与营业支出占比下降，源于其人均生产效率的提高。考虑到招商银行人均贷款、人均存款、人均利息收入的提升仍有空间，我们预期未来两年招商银行的营业费用与营业收入占比将略有下降，维持在32%-35%左右。



图表 9: 人均生产率情况

单位: 百万/人	招商银行			浦发银行		
	2005	2006	2007H1	2005	2006	2007H1
员工数(人)	20653	23202	24335	10151	11786	12831
人均贷款	22.86	24.38	25.87	37.16	39.11	39.74
人均存款	30.72	33.35	34.71	49.7	50.54	49.99
人均利息收入	1.25	1.46	0.92	2.23	2.41	1.34
人均营业费用	0.38	0.41	0.24	0.57	0.65	0.28
人均净利润	0.18	0.31	0.25	0.25	0.28	0.2

来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

9、所得税费用 2008 年大幅降低至 25%左右

2007年情况, 法定所得税税率调整导致招商银行递延所得税资产减少5.48亿, 按债务法2007年上半年一次性计入所得税费用。考虑到由此带来的5.48亿元所得税费用, 招商银行2007年上半年和前3季度的实际所得税税率分别为32.05%和31.07%; 剔除5.48亿元所得税费用后, 招商银行2007年上半年和前3季度的实际所得税税率仅为25.97%和27.28%, 远低于2006年31.64%的实际所得税税率。我们估计, 由于贷款发放受到限制, 招商银行增持了免税的生息资产以致实际所得税税率下降。据此我们估算招商银行2007年的实际所得税率在30%左右。

2008年情况, 法定所得税税率将统一调整至25%, 对于招商银行而言, 目前在深圳特区享受的15%的优惠所得税税率将在2008年或未来几年内上调至25%, 而其它地区适用的33%法定税率将下调至25%。2007年上半年招商银行的华南及中南地区分部(包括广东省、湖南省、江西省、湖北省及河南省)营业收入的占总营业收入的比重为44%, 我们认为招商银行在深圳特区享受15%优惠所得税税率的收入占比不大, 上调税率应当影响不大。综合考虑各项因素, 我们估算2008-2009年招商银行实际所得税税率在25%左右。



图表 10: 利润表预测摘要

招商银行 (600016.SH): 利润表					
YE 31 Dec (RMB 百万)					
	2005	2006	2007E	2008E	2009E
利息收入	25,876.87	33,989.92	49,622.70	70,241.38	90,646.13
利息支出	(9,235.06)	(12,480.96)	(17,555.20)	(30,144.22)	(44,510.54)
净利息收入	16,641.81	21,508.96	32,067.50	40,097.16	46,135.59
手续费净收入	1,567.05	2,513.93	6,428.52	10,628.30	16,939.22
公允价值变动净收益	427.65	356.95	286.13	286.13	286.13
汇兑净收入	509.17	607.27	42.37	42.37	42.37
投资净收益	32.87	96.67	96.67	96.67	96.67
非利息净收入	2,536.74	3,574.82	6,853.68	11,053.46	17,364.38
营业收入	19,178.55	25,083.78	38,921.18	51,150.62	63,499.97
营业税金及附加	(1,218.81)	(1,572.73)	(2,460.83)	(3,241.73)	(4,030.28)
营业费用	(7,896.42)	(9,517.79)	(12,634.59)	(16,128.93)	(19,727.85)
营业支出	(9,115.23)	(11,090.52)	(15,095.42)	(19,370.66)	(23,758.13)
拨备前利润	10,063.31	13,993.26	23,825.76	31,779.96	39,741.84
资产减值损失	(3,636.38)	(3,691.34)	(3,297.59)	(3,690.98)	(4,340.29)
其中: 拨备	(3,574.58)	(3,536.56)	(3,159.32)	(3,536.22)	(4,158.31)
其它资产减值损失	(61.80)	(154.78)	(138.27)	(154.76)	(181.99)
营业利润	6,426.93	10,301.92	20,528.17	28,088.98	35,401.55
非经营性净收支	73.19	95.20	95.20	95.20	95.20
税前利润 (利润总额)	6,500.12	10,397.12	20,623.37	28,184.18	35,496.75
所得税	(2,713.29)	(3,289.60)	(6,173.33)	(7,037.51)	(8,863.43)
税率	41.74%	31.64%	29.93%	24.97%	24.97%
不考虑5.48亿递延费用的所得税税率			27.28%		
少数股东权益					
净利润	3,786.84	7,107.53	14,450.04	21,146.68	26,633.32

来源: 公司年报、塔晶投资研究中心



图表 11: 资产负债表预测摘要

招商银行 (600016.SH): 资产负债表					
YE 31 Dec (RMD mn)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
现金	3,914.42	4,621.75	6,148.72	7,872.75	10,080.17
存放中央银行款项	62,101.95	82,372.38	144,933.98	200,711.65	245,394.30
同业往来资产	65,558.99	104,409.63	190,203.92	298,050.41	469,406.38
应收利息	2,264.38	2,806.46	3,395.82	4,108.94	4,971.82
贷款	472,185.00	565,702.58	658,011.03	750,319.47	855,577.31
贷款损失准备	(13,510.33)	(16,281.88)	(18,730.15)	(21,477.87)	(24,758.88)
贷款净额	458,674.68	549,420.41	639,280.88	728,841.60	830,818.43
债券投资	131,855.39	178,837.09	236,134.37	311,789.03	411,682.55
权益投资	46.50	47.63	239.00	239.00	239.00
固定资产净额	6,776.61	7,376.50	8,029.49	8,740.28	9,514.00
递延所得税资产	2,165.71	2,259.97	2,436.04	3,242.89	4,267.90
其他资产	1,254.24	1,950.43	2,575.32	3,271.66	4,156.28
资产总额	734,612.86	934,102.24	1,233,377.53	1,566,868.21	1,990,530.82
存款	634,403.55	773,757.02	936,245.99	1,132,857.65	1,370,757.75
同业往来负债	43,247.59	76,602.67	234,331.13	357,261.16	475,032.94
发行债券	19,877.00	14,679.59	16,706.74	20,272.28	24,801.89
其他负债	11,087.26	13,902.44	18,434.59	23,432.15	29,795.68
负债总额	708,615.40	878,941.71	1,165,473.89	1,481,430.40	1,883,746.36
股本	10,374.34	14,703.26	14,703.26	14,703.26	14,703.26
资本公积	6,460.35	27,380.04	27,450.00	27,450.00	27,450.00
盈余公积	2,377.16	3,087.92	4,532.92	6,647.59	9,310.92
一般风险准备	3,000.00	6,500.00	8,582.52	10,903.14	13,851.21
未分配利润	3,785.62	3,489.31	12,634.94	25,733.83	41,469.07
少数股东权益	25050.76	53383.64	64291.13	80151.14	100126.13
所有者权益总额	25,997.47	55,160.52	67,903.64	85,437.81	106,784.46
负债及所有者权益	734,612.86	934,102.24	1,233,377.53	1,566,868.21	1,990,530.82

来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

(塔晶投资研究中心 金融行业研究员 王晟)



荣信股份 (002123.SZ)

——节能安全产品，未来增长可期

主要结论及盈利预测

- ◇ 油价高企，国家能源安全面临较大压力，产业政策支持“节能安全”相关产业快速发展。08年将强化“节能减排”执行及奖惩力度，公司面临良好的发展机遇。
- ◇ 产品结构合理，产品成长性好：SVC竞争优势突出，销售数量将保持50%以上快速增长；HVC强化营销，有望实现连年翻番；MABZ市场垄断，可以实现50%以上较高增速，维持60%的高毛利率水平。
- ◇ 自制热管散热器和高毛利率产品HVC、MABZ销售收入比重的提升，将保证公司综合毛利率不会因SVC价格下降而出现较大程度的下滑。
- ◇ 公司竞争力高于同行业竞争对手，发展速度远快于同类上市公司，成功上市大大提升了公司的品牌影响力，前景值得期待。
- ◇ 预计公司07-09年分别实现营业收入3.46、5.16和7.68亿元，同比增长47.7%、48.9%和48.8%；分别实现净利润8866、12819和18943万元，同比增长77.2%、44.6%和47.8%；EPS 分别为1.39、2.00和2.96元。
- ◇ 需要关注公司的竞争加剧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

- ◇ 节能减排政策将在08年真正得到有效执行。
- ◇ 人力资源短缺将在08年得到解决。

公司现有员工300多人，比2006年9月份198人增加约50%，但关键营销技术人才依然缺乏。公司现在很大程度上是由于人力资源紧张，导致不能及时消化订单。随着新招聘人员业务技能的逐步提高，估计08年此种情况会有所改变，公司业务将出现较快的增长。

- ◇ 营销工作将取得较大进展。

公司从事营销工作的有130多人，属于典型的订单驱动型企业。07年在南京、武汉、西安分别设立南方销售分公司、东南销售分公司、西北地区销售分公司，由诚和伟业负责华北销售业务，本部成立东北销售中心负责东北地区销售。随着国内销售网络的逐步完善，将大大提高公司产品的覆盖范围，增强在全国市场的接单能力。

07年5月，公司董事会审议通过出资200万元在上海浦东设立全资子公司，主要开拓国际业务。大力开拓东南亚、欧洲市场，外销产品毛利率较高，有助于维持公司较高的毛利率水平。

05年起公司已经向越南、泰国、缅甸提供了SVC设备。虽然目前公司出口规模还较小，但随着上海国际业务中心的设立，产品出口和项目承包前景值得看好。

- ◇ 增值税返还正常退回。

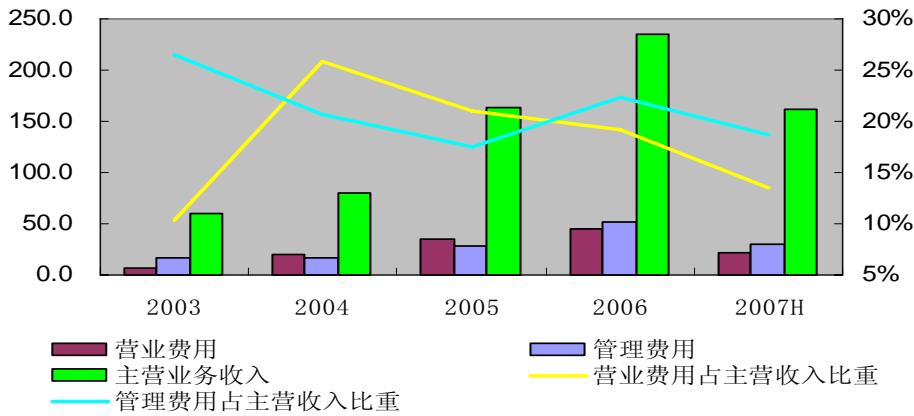
虽然公司软件产品执行“即征即退”增值税优惠政策，但由于税务部门的原因，往往不能及时收到退税。经过计算得出：公司往年退税约占销售收入的7%，即享受退税优惠的软件产品约占总收入的一半左右。依此比例，预计07、08年增值税返还为2560万元、3790万元。07三季度母公司收到1000万元退税，合并报表收到1553万元。

- ◇ 营业费用、管理费用占销售收入的比重将有所下降，07、08年营业费用率为13%、12%，管理费用率为20.5%、20%。



公司属于典型的市场驱动型企业，考虑到产品市场还处于成长初期，竞争也比较激烈，因此假设了比较高的营业费用，但由于规模效应，占销售收入的比重会有所下降。公司2006年尚有2300万元的财政拨款，此后几年将相继转入管理费用，同时占公司销售收入8%的研发费用将全部记入管理费用，因此假设较高的管理费用率。

图表 1: 营业费用与管理费用变动趋势 (百万元)



来源: 塔晶投资研究中心

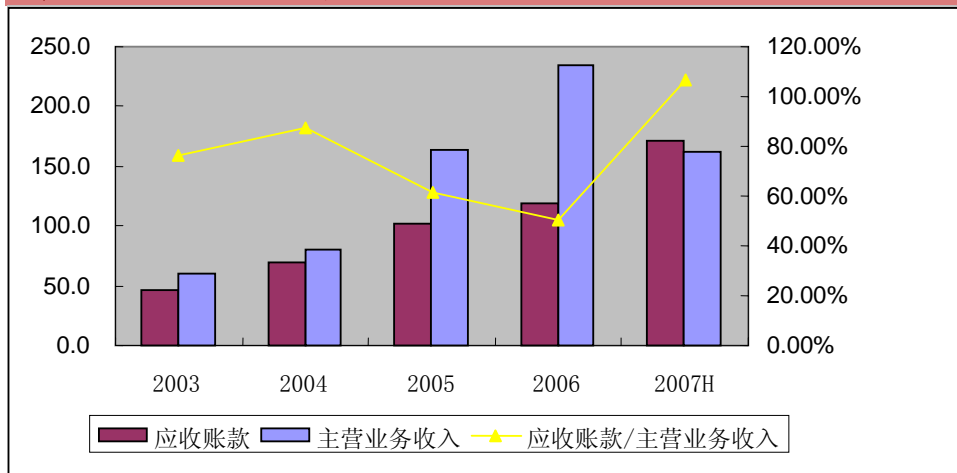
◇ 电力设备行业特点将使公司的应收账款将长期处于高位。

公司产品采用3—3—3—1收款方式，公司产品除MABZ外，在客户现场安装调试完毕、取得客户的验收报告、确认销售收入时，客户仅支付了合同金额60%的价款；其余的30%价款一般要等到6个月以后才能收到；其余10%货款需要经过一年的质保期后才能收到。还有客户在合同中约定，公司提供的SVC等其它产品在现场平稳运行一段时间后才开始计算质保期，从而导致质保期的延长，以致剩余10%货款的收款周期超过12个月。公司为了提高市场占有率，未来可能采用赊销模式，这也将增加公司的应收账款。为了降低风险，公司将应收账款向中国出口信用保险公司投保了国内贸易险，一定程度上降低了发生坏账损失的可能性。虽然公司在年末会加大回款力度，争取将应收账款占销售收入的比例降到合理比例，但大量应收账款不能及时收回，经营净现金流量将在一段时间内处于负值，较大程度上影响了公司的营运资金周转。

因为资金不能及时收回，公司于07年9月20日向银行申请了1.5亿元的信贷额度，如果使用贷款，将增加公司的财务费用。

07前三季度应收账款为1.9亿元，预计未来三年应收账款占销售收入的比重在65%左右。

图表 2: 应收账款变动趋势 (百万元)



来源: 塔晶投资研究中心

1.2 盈利预测

◇ 预计公司07-09年分别实现营业收入3.46、5.16和7.68亿元，同比增长47.7%、48.9%和48.8%；分别实现



净利润8866、12819和18943万元，同比增长77.2%、44.6%和47.8%。

◇ 07-09 年EPS分别为1.39、2.00和2.96元。

图表 3: 重点相关上市公司盈利预测对比

公司名称	总股本 (万股)	流通 A 股 (万股)	收盘价 (2007/01/24)	EPS		市盈率	
				07	08	07	08
国电南瑞	25506	14940	34.9	0.62	0.81	56	43
国电南自	17700	8805	22.71	0.46	0.99	49	23
许继电气	37827	26404	26.18	0.45	0.56	58	47
天威保变	73000	14499	35.77	0.31	0.64	115	56
思源电气	17175	8987	68.6	0.63	0.94	109	73
置信电气	20623	14935	55.74	0.68	1.22	82	46
平高电气	36517	19489	22.2	0.59	0.9	38	25
均值	32621	15437	38.01	0.53	0.87	72	44
荣信股份	6400	1600	90.88	1.39	2.00	65	45

来源：塔晶投资研究中心

2. 销售收入预测

2.1 产能

产能并不构成瓶颈。公司产品产量主要由市场需求决定，公司的主要元器件电抗器、电容器、晶闸管均为外购标准化产品，因此其产能比较容易扩张。募集项目投产前，公司拟采用优化工序、改造部分设备、增加设备利用率等方式提高产能。就我们实地调研的情况来看，车间生产管理有序，并未出现十分繁忙的景象，因此判断产能瓶颈不大。

2.2 订单

公司订单情况正常，产品尚未出现供不应求局面，滚存订单可以保证6个月的生产水平。

2.3 分产品收入预测

◇ SVC收入预测

SVC是公司的支柱产品，2003年、2004年、2005年、2006年及2007上半年，SVC销售收入占主营业务收入的比例分别为86.03%、77.33%、80.11%、85.43%和80%。预计在未来三年内SVC仍然是最重要的产品，将为公司贡献最多的收入和利润。但由于高利润率吸引，进入厂家也逐渐增多，竞争将趋于激烈。按照一般规律，当一种产品数量越来越多的时候，价格就会逐步下降，最终到达合理稳定价格。

08年以后，新产品SVG会逐步形成销售，能够拉高整体平均价格，因此我们预计近三年平均价格会稳中稍降。虽然SVC市场容量不是很大，但行业增速较快，有实力的生产厂家也不多，因此预计近三年销售数量会保持50%以上快速增长。

◇ MABZ收入预测

07年，大功率MABZ（90KW、120KW）取得防爆产品生产许可证，开始投产，这将一定程度上改变该类产品销售收入多年来徘徊不前的局面，成为公司的主导产品之一。大功率MABZ每套价格约为30万元，是小功率（30KW、60KW）产品的2—3倍左右，平均价格将大幅提高。预计07年销量会出现150%的超常规增长，08、09增速为50%以上。

◇ HVC收入预测

公司的HVC产品主要定位在煤炭行业提升机和排风主扇领域，与原有产品与拥有基本相同的客户资源，具有较好的协同效应，原有的渠道优势利于市场的开拓。04年开始实现销售收入，05、06年开始贡献利润，到了07年上半年，对公司的主营业务利润贡献为2.5%。产品价格与国外产品相比只有50%左右，具有绝对优势，预计近三年销售价格会保持高位。



08年国家将强力推进“节能减排”政策，高压变频装置迎来了快速发展的大好机遇。公司加强了HVC的营销力量，并积极向其它行业扩展，预计销售数量会保持100%以上高速增长。

◇ RGM收入预测

煤矿瓦斯安监与排放自动化成套系统（RGM）项目设计产能50套，计划09年开始逐步销售。RGM由MABZ、HVC和中央控制系统三部分组成，公司利用现有设施完全可以组织生产，08年部分收入在可能体现于HVC和MABZ之中。

图表 4: 公司主要产品销售收入变动趋势及预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
SVC/SVG (百万元)	62.0	131.5	203.3	277.8	382.8	508.6
增长率 (%)	18.80	112.01	54.63	36.64	37.81	32.86
MABZ (百万元)	7.7	10.2	7.1	19.5	31.2	46.8
增长率 (%)	60.79	32.38	-30.12	173.96	60.00	50.00
FC (百万元)	9.7	11.5	19.2	19.2	26.9	34.9
增长率 (%)	161.65	19.10	66.78	0.00	40.00	30.00
HVC/HVSS (百万元)	0.8	4.2	4.6	30.0	75.0	150.0
增长率 (%)		406.18	9.64	550.00	150.00	100.00
RGM (百万元)						27.50
销售总收入 (百万元)	80.19	164.1	234.49	346.44	515.84	767.77
增长率 (%)	32.2	104.6	42.9	47.7	48.9	48.8

来源：塔晶投资研究中心

3. 毛利率预测

◇ 自制热管散热器，有利于提高产品毛利率。

07年，公司出资约1500万元购买了与东厂区毗邻的一处闲置厂房，用于MABZ和热管散热器的生产，一方面缓解了西厂区生产场地过于拥挤的局面，另一方面着手自制热管散热器以逐步替代外协，有利于产品毛利率的提高。热管换热器用于公司所有产品，产值约占总成本的7%，按照30%毛利率计算，可以为综合毛利率贡献约2个百分点。

◇ SVC毛利率将稍有下降。

主导产品SVC毛利率由于竞争趋于激烈，07上半年出现了较大幅度的下滑。这可能与销售产品结构有一定关系，但按照一般规律，随着销售厂家和产品数量在市场上的增加，竞争会趋于激烈，产品价格将出现下降趋势，在成本变动不大的前提下，毛利率将会小幅下降。但由于自制热管换热器，相应提高了毛利率，因此仍有可能维持55%左右较高水平。

FC主要部件均从外采购，由供应商直接发至用户，业务比较简单，价格下降空间不大，预计毛利率基本稳定在往年30%水平。

◇ HVC保持50%以上毛利率。从HVC的毛利率来看，06年处于市场拓展期，毛利率下降显著，从07年上半年已经度过产品示范期，开始批量生产，毛利率已经明显回升。HVC属于电力电子高端产品，毛利率必然较高，而随着公司市场的拓展、产品的成熟、规模效应逐步产生，毛利率会稳定在一个较高水平。

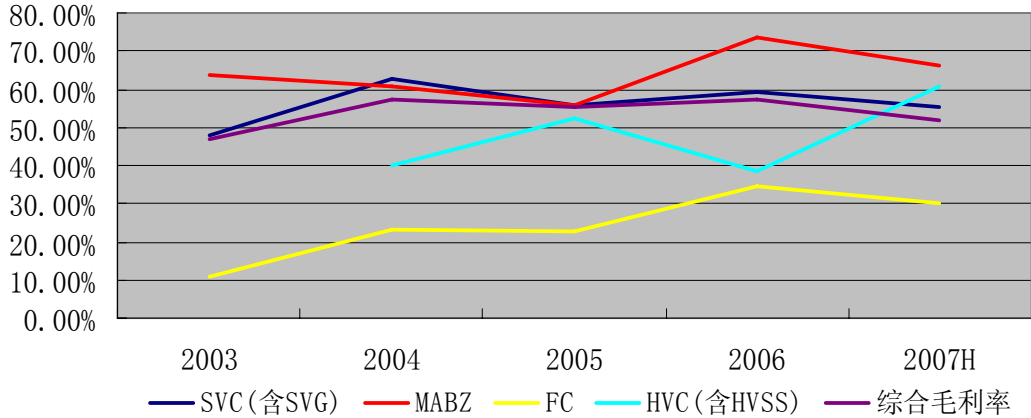
◇ MABZ保持65%以上毛利率。

MABZ产品市场竞争不充分，毛利率将保持较为稳定的高水平。MABZ在市场上基本处于垄断地位，市场占有率高达90%以上，是公司毛利率最高的产品，预计此类产品可以维持65%以上的毛利率。

◇ 07前三季度单季毛利率分别为51.77%、52.08%、56.13%，07年前三季度综合毛利率为53.49%，比上半年有所提高。由于竞争强度加大，预计公司综合毛利率今后几年将有小幅下滑，最终稳定在50%左右。



图表 5: 产品毛利率变动趋势



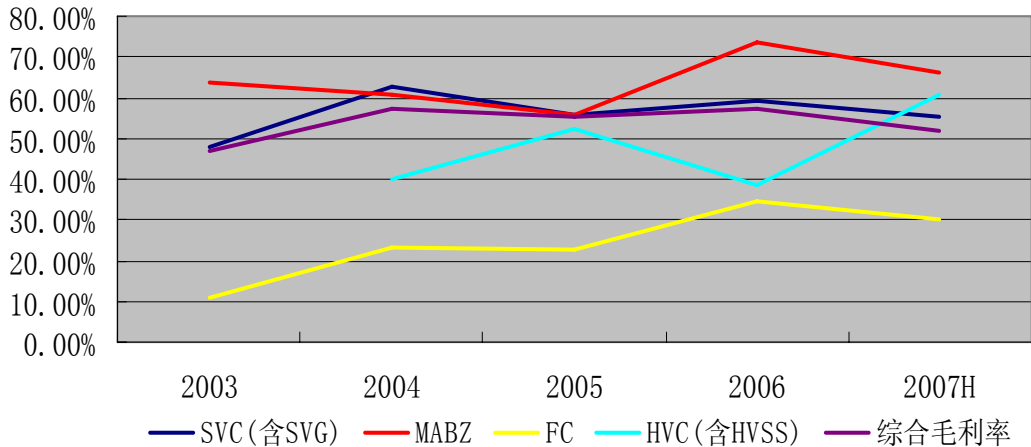
来源: 塔晶投资研究中心

4. 行业情况

电力电子技术是应用电力电子器件来实现对电能的各种变换和控制, 采用这项技术制造的电力电子装置实现了用弱电控制强电的功能, 具有节能、降耗、省材, 提高用电质量的优点。电力电子技术无论对改造传统工业(电力、机械、矿冶、交通、化工、轻纺等), 还是对新建高技术产业(航天、激光、通信、机器人等)和高效利用能源均至关重要。电力电子技术在电力行业的应用涉及发电、输电、配电、用电等各个环节。

电力电子行业涉及三个领域: 电力电子元器件(上游)、电力电子装置(中游)、电力电子技术在各个行业的应用(下游)。电力电子装置主要包括三大类产品: 变频器(也称“变频调速”)、电能质量类产品(含无功补偿SVC、高压直流输电HVDC、柔性交流输电FACTS等), 以及电子电源产品。电力电子装置发展趋势为: 高性能化、智能化、全数字控制、系统化和绿色化(无谐波公害)。

图表 6: 电力电子技术的应用领域



来源: 塔晶投资研究中心

◇ 电力电子行业节能效果明显。

电力电子技术无处不在、天生具有节能效果。电力电子行业在国民经济中具有十分重要的地位。为了合理高效地利用电能, 现在发达国家电能的75%要经过这种变换或控制后使用, 预计21世纪将达到95%以上。

目前我国经过变换或控制后使用的电能仅占30%, 70%的电能仍采用传统的传输方式, 远远达不到应用电力电子技术才能实现的效果。如果应用电力电子技术改造传统设备, 节电量将达500亿千瓦时, 相当于



全国总发电量1/10。

◇ 国家产业政策支持行业快速发展。

电力电子设备制造业涉及重大节能技术，为先进制造业、国家重大装备制造业及高技术产业，受国家多项政策支持。其中主要有：

国务院《国家中长期科学和技术发展规划纲要》（2006-2020年）在“重点领域及其优先主题”中的“能源”部分，明确指出我国科技发展思路：“坚持节能优先，降低能耗。攻克主要耗能领域的节能关键技术，大力提高一次能源利用效率和终端用能效率”；在“工业节能”部分指出：“重点研究开发冶金、化工等流程工业和交通运输业等主要高耗能领域的节能技术与装备，机电产品节能技术。”在“制造业”部分指出：“用高新技术改造和提升制造业。”

国家发改委《产业结构调整指导目录（2005年）》鼓励类包含：“降低输、变、配电损耗技术开发及应用”、“电气化铁路牵引供电功率因数补偿技术开发”、“交流变频调速节能技术开发及应用”。

国家发改委、科技部、商务部联合编制的《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2006年度）》：SVC被列入第108项中的“高速斩控型无功动态补偿/滤波装置”、第80项“电网输送及安全保障技术”中的“无功补偿设备”、MABZ被列为第73项“煤炭的高效安全生产”中的“煤矿瓦斯高效排放设备”、HVC被列为108项中的“高压、大功率、无谐波污染的变频调速机组”。

国务院2006年颁布的《国家安全生产十一五规划》指出：“百万吨煤死亡率到2010年下降25%以上”，“支持安全生产先进技术示范与推广”，“建设煤矿瓦斯综合防治和矿山安全监测及信息化”。

◇ 08年“节能减排”将强化实施及奖惩力度。

国务院于2007年11月批转了统计监测及考核实施方案和办法。今后，国家将对地方和企业，在节能减排上实行严格的考核和奖惩。节能目标成为省级人民政府领导班子和领导干部综合考核评价的重要依据，实行问责制和“一票否决”制。根据实施方案，未完成节能减排任务的省级政府不得参加年度评奖，不得授予荣誉称号，国家暂停对该地区新建高耗能项目的核准和审批。而对于企业，如果考核未达标，将予以通报批评，一律不得参加年度评奖，授予荣誉称号，不给予国家免检等扶优措施，对其新建高耗能投资项目和新增工业用地也暂停核准和审批。新的实施方案还要求相关部门，每年向社会公布节能情况、考核结果，没有完成任务的要作出说明，要接受全社会的监督。

◇ 公司主要产品市场容量分析。

公司的产品技术涉及以下三个方面：柔性输电技术领域（FACTS）、高压电气传动领域及煤矿自动化领域。具体产品包括三大类：无功补偿装置（SVC/FC/SVG）、高压大功率变频调速装置（HVC/HVSS）、矿井瓦斯智能排放装置（MABZ/RGM）。我们针对公司现有三种主导产品的市场容量进行分析。

综合公司资料和外部研究，预计未来5年，电力电子行业能够保持20%左右增长速度。SVC/SVG/FC等无功补偿装置07年以后5年国内市场容量为150亿元以上，行业增速30%以上；HVC/HSS等高压大功率变频器国内市场容量为2000亿元以上，行业增速40%以上；MABZ/RGM国内市场总容量150亿元左右，行业年均增速50%以上。

无功补偿装置(SVC/FC/SVG) —— 未来5年国内市场容量约150亿元。

SVC是无功补偿装置的一种，用以晶闸管为基本元件的固态开关替代了电气开关，实现快速、频繁地以控制电抗器和电容器的方式改变输电系统的导纳。无功补偿装置的发展路径及主要特点见图表7。



图表 7: 无功补偿装置发展路径及主要特点比较

无功补偿装置名称	时间	特点	应用范围	市场状况
机械式投切的无源装置——电容器或电抗器	最早	无源、机械开关、不具备快速性、反复性、连续性特点	低压电网	——
晶闸管投切的静止无功补偿装置 SVC（晶闸管控制的电抗器 TCR、晶闸管投切的电容器 TSC、晶闸管投切电抗器 TSR）	1978 年	无源、连续调节、较快的响应速度、维持端电压恒定；容易产生较大的谐波电流；高电压下电容器容易爆炸	配电系统 380-10KV；大型工矿企业	ABB370 套；ABB+西门子 9 万 Mvar（含已退役）；全世界 2001 年止投运容量>3.2 万 Mvar
基于电压源换流器的静止同步补偿器 STATCOM（SVG）	20 世纪 90 年代	调节速度更快、调节范围更广、欠压条件下无功调节能力更强、谐波含量和占地面积减少	输电网	全世界 2001 年止投运容量>1500Mvar

来源：塔晶投资研究中心

国内SVC行业年度订单统计数据显示,自2000年至2005年的6年间,国内SVC产品年装机容量从2000年的458Mvar增长到2005年的3242Mvar,年平均增长率达到48.74%,年订单数量平均增长率为58.42%。全国电压电流和频率标准化技术委员会是SVC的行业技术权威单位,据该委员会专门调查后测算,自2007年开始,未来5年的SVC国内需求将达到2750套,仅5年的市值就达155亿,平均每年550套,市值30多亿,而且5年后发展将更加迅速。

SVC的国际市场需求量巨大,据ABB测算,SVC的国际需求量是国内的4-5倍,价格是国内的2倍,市值是国内的10倍,并以每年15%以上的速度增长,未来5年总市值可达1550亿元。

图表 8: 国内市场 SVC 需求预测

具体应用领域	年市场需求数量（套）	年市场价值（亿元）
自动化冶炼与轧制供电	200	11
煤矿自动化生产过程供电	50	2.75
城市电网供电	50	2.75
远距离超高压输电及大电网互联	20	4
电气化铁道牵引供电	80	2.4
各种精密仪器设备生产供电	50	2.75
其他大电力用户工业供电	100	5.5
合计	550	31.15

来源：全国电压电流及频率等级标准化委员会

高压变频装置（HVC/HVSS）——约 2000 亿元的市场总容量。

变频器通过将固定频率的交流电源转换成电压可调、频率可调的交流电,实现对交流电机的无级调速。在节约电能,改善生产工艺、提高生产自动化水平等方面,具有突出的作用。

变频器的种类可以按照电压、功率和负载类型来划分。

以电压为标准,通常把低于690V的定为低压变频器市场,譬如220V和380V;高于这个等级的为中高压变频器市场,常见的电压等级有1140V、2300V、3000/3300V、4160V、6000/6300/6600V和10000V。

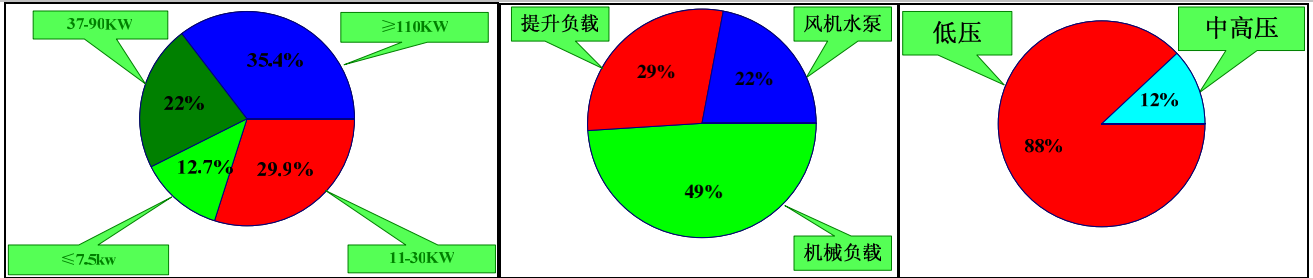
以功率为划分标准,变频器通常划分为≤7.5 KW、11-30 KW、37-90KW、≥110KW 四个功率段。

以负载类型为标准,则划分为三类:一是提升负载,主要使用行业为电梯和起重,此类变频器需要适应频繁起停和正反转、大启动转矩,由于是与人直接相关的作业,对可靠性有着非常高的要求。这些特点



决定了提升负载是技术门槛最高的一个类别。二是机械负载，它是变频器市场最大的一块，占据市场的近一半。除了冶金（轧机等）和造纸采用较大功率变频器之外，主要运用于配套较小功率变频器的OEM市场，如纺织机械、包装机械等。机械负载对精度有较高的要求，同提升负载一样，多采用矢量型变频器。三是风机水泵类负载，这是最为常见的运用类型，负载较为简单，技术要求不高，属于变频器的低端市场。

图表 9：不同分类标准的变频器市场份额



来源：中国工控网，塔晶投资研究中心整理

目前各类电机的运行效率加权平均比国外低3~5个百分点，风机和泵的效率要比发达国家低2%~3%，整体在用的电机驱动系统运行效率比国外低近20%。如果按电动机总容量的10%进行调速改造，按年平均运行4000小时、节电率20%~25%计算，年节电潜力为320亿~400亿千瓦时。加上为改善工艺流程而进行调速改造的电动机可带来的节电潜力，总节电潜力约为500亿千瓦时，相当于10000兆瓦装机容量火力发电厂年发电量。由此可见，电机系统节能是目前中国节能市场上最具商业潜力的领域。

高压变频器可以细分为通用型和牵引型两种，其中通用型高压变频器主要应用于冶金、电力、煤炭、矿山、石化等领域的风机、泵类传动控制，国内已基本实现替代进口。牵引型高压变频器主要用于矿井提升机牵引变频、轧机变频传动、船舶传动、造纸机传动以及高速机车主传动等，目前国内使用的基本为进口产品。

图表 10：高压变频传动产品国内市场容量情况

主要产品	市场总价值 (亿元)	2005 年情况 (亿元)
高压变频调速装置	1000	50
通用型高压变频器：冶金、电力、煤炭、矿山、石油、化工等领域的风机、泵类传动控制，已基本实现替代进口	300	20
牵引型高压变频器：矿井提升机牵引变频、轧机变频传动、船舶传动、造纸机传动以及高速机车主传动等，基本上是进口产品。	700	30
高压电机软启动装置	1000	40
普通软启动装置：各种低容量、小启动转矩电机的软启动控制，国产化率正在提高。	300	20
高压大功率电机软启动装置：各种高压大功率、大启动转矩电机的软启动控制，主要依赖进口。	700	20
中低压变频调速装置	1000	20
合计	3000	110

来源：中国机械研究院

在过去的10年内中国变频器市场保持着26.8%的复合增长率，其中高压变频增长率超过40%。按照这样的发展速度和中国市场的需求计算，至少在10年以后市场才能饱和并逐渐成熟。业内人士保守预测，高压变频装置市场稳定之后的年平均市场容量应在80亿—90亿元。

智能瓦斯排放装置 (MABZ/RGM) —— 市场总量约 150 亿元。



MABZ是采用先进变频调速技术、快速CPU模糊控制技术及超导热管散热技术研制的新型全自动智能瓦斯排放装备、用于控制煤矿井下分巷道掘进工作面局部风机的转速，通过自动检测各关键点瓦斯浓度，智能调节风量，实现安全、高效、自动快速排放瓦斯的目的，替代人工控制方式，以节约电能、减少瓦斯爆炸事故。

目前全国有各类煤矿2万多座，其中国有大中型煤矿2,000余家。以行业平均数统计，每座国有大中型煤矿有采煤巷道10条，其他煤矿有采煤巷道2条，全国煤炭行业共有采煤巷道6万条。按照规程，每条巷道安装2台MABZ（一工一备），共计总容量可达12万台，每台按平均售价10万元计，则总市值可达120亿元，如果再加上新开采的煤矿，则总市值超过200亿。按照50%的煤矿采用此类设备，则有效市场容量为100亿元。预计到2010年，MABZ年平均增长率可保持在50%以上，呈快速增长趋势。

RGM是基于网络信息技术的瓦斯安全监控与排放管理的全套解决方案，通过分巷道的智能瓦斯排放器（MABZ）对井下采掘分巷道的瓦斯进行自动监控排放，并通过高压变频装置（HVC）自动控制主巷道风机，实现对主巷道瓦斯进行自动排放，从而实现整座煤矿瓦斯的智能集中监控和自动化排放。

以国有大中型煤矿每个煤井应用1套产品计算，现有矿井的市场需求量就在2,000套以上；以每套产品550万元计算，其市场价值将在100亿元左右。按照50%的煤矿采用此类设备，则有效市场容量为50亿元。



图表 11: 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	80	164	234	346	516	768	货币资金	14	50	50	235	109	154
增长率		104.6%	42.9%	47.7%	48.9%	48.8%	应收款项	74	110	136	249	371	552
销售成本	-34	-74	-100	-164	-256	-390	存货	13	25	31	51	79	121
%销售收入	42.0%	44.9%	42.5%	47.3%	49.5%	50.8%	其他流动资产	0	0	0	0	0	0
税金及附加	-0	-2	-3	-4	-6	-8	流动资产	101	186	217	535	560	827
%销售收入	0.6%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	长期资产	30	31	44	102	230	207
主营业务利润	45	89	132	179	255	369	资产总计	131	217	261	638	790	1,035
主营业务利润率	56.5%	54.1%	56.4%	51.6%	49.4%	48.1%	循环贷款	13	13	13	0	0	17
其他业务利润	2	2	4	6	8	12	应付款项	47	70	81	116	167	238
%税前利润	15.5%	5.2%	6.6%	5.9%	5.9%	6.0%	其他流动负债	2	2	-6	7	11	16
营业费用	-21	-34	-45	-45	-62	-84	流动负债	62	84	88	123	178	271
%销售收入	25.9%	21.0%	19.1%	13.0%	12.0%	11.0%	其他长期负债	6	21	25	9	4	4
管理费用	-17	-29	-53	-71	-103	-150	负债	68	105	113	133	182	275
%销售收入	20.7%	17.5%	22.4%	20.5%	20.0%	19.5%	少数股东权益	0	1	0	0	0	0
财务费用	-1	-1	-1	2	3	2	股东权益	63	112	148	505	608	759
%销售收入	1.0%	0.5%	0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.3%	负债股东权益合计	131	217	261	638	790	1,035
营业利润	9	27	38	71	101	149							
营业利润率	11.3%	16.3%	16.0%	20.4%	19.6%	19.4%							
投资收益	0	0	-1	0	0	0							
%税前利润	0.0%	0.2%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	净利润	11	36	50	89	128	189
补贴收入	4	12	16	24	36	54	少数股东损益	-0	1	0	0	0	0
%税前利润	28.6%	30.9%	30.7%	25.7%	26.4%	26.6%	非现金支出	4	6	7	11	12	29
营业外收支	-0	-0	-0	-0	-0	-0	非经营收益	1	1	1	1	0	1
%税前利润	0.0%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	营运资金变动	-1	-14	-16	-95	-104	-160
税前利润	13	39	53	94	137	202	经营活动现金净流	14	29	42	5	36	60
利润率	15.8%	23.5%	22.7%	27.3%	26.5%	26.4%	资本开支	-6	-11	-22	-64	-133	3
所得税	-1	-2	-3	-6	-9	-13	其他	0	0	0	-15	-5	0
所得税率	10.7%	6.4%	5.9%	6.2%	6.3%	6.4%	投资活动现金净流	-6	-11	-22	-79	-138	3
少数股东损益	0	-1	-0	0	0	0	募集资金	0	14	0	286	0	0
%税前利润	-0.2%	1.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	股息	-2	-1	-15	-15	-24	-36
净利润	11	35	50	89	128	189	银行贷款变动	1	-0	-0	-13	-0	17
净利率	14.1%	21.6%	21.3%	25.6%	24.8%	24.7%	其他	-1	0	0	0	0	0
增长率		213.4%	41.2%	77.2%	44.6%	47.8%	筹资活动现金净流	-2	13	-15	258	-24	-19
EPS (元/股)	0.18	0.55	0.78	1.39	2.00	2.96	现金净流量	7	31	5	185	-126	44

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)



华发股份（600325.SH）

—— 珠海地王 业绩高速增长

主要结论及盈利预测

- ◇ 公司拥有丰富的土地储备。2007年末公司在建建筑面积325万平方米，未开发的土地储备210万平方米，每股存货、每股预收账款在同行业中排名居前。目前多个项目分别处于开工、预售、结算环节，保证了公司的高速成长性和可持续性。
- ◇ 公司开发楼盘外部交通环境在不断完善。2008年广珠轻轨、2009年广珠铁路将相继开通。珠海港的扩建，横琴岛的规划开发，珠海将日益受到港澳和广州的经济辐射。公司拥有房产开发的传统优势，有一定的品牌美誉度，是地方龙头房地产企业。在立足本地发展的同时，公司正积极谋求走出珠海，进行重点区域战略布局。
- ◇ 公司的核心竞争力有三个方面。一是产品品质，性价比高，给予客户超值服务。二是品牌，公司在珠海是首屈一指的房地产企业，开发楼盘客户抢先登记，抢着购买。三是管理团队，公司有一个敬业、专业、团结的管理团队。
- ◇ 近三年公司进入快速成长期，预计2008—2009年营业收入分别为35.43和53.14亿元，同比增长63.59%和49.99%；净利润分别为6.82、9.67亿元，同比增长87.88%和41.79%；每股收益分别为2.16和3.06元。
- ◇ 需要关注国家对房地产的宏观调控风险、公司的毛利率下降风险、经营风险和土地储备不能持续增长的风险。

1. 盈利预测

1.1 盈利预测假设

- ◇ 08年、09年房价涨幅均为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图表表3（土地储备不足的企业则毛利率趋于下降）
- ◇ 贷款利率2008年上调2次，达到8.08%，优惠贷款占总贷款的比重大约为30%。2008年优惠利率为6.79%（ $7.54 \times 90\%$ ），2009年为7.27%（ $8.08 \times 90\%$ ）。利息资本化比率为90%。其余作为财务费用。
- ◇ 08、09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08、09年土地增值税均增加在2亿以上。08年由于毛利率较高，土地增值税增加较多）。
- ◇ 不考虑集团绿洋山庄等托管费收入，也不考虑集团资产注入的因素。
- ◇ 08—09年，三项费用占销售收入比例基本不变。



图表 1: 盈利预测主要假设

指标	2008	2009
房价涨幅	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	14.41%	9.54%
营业费用/销售收入	4.00%	4.00%
管理费用/销售收入	5.00%	5.00%
其他业务利润成长率	50%	50%
所得税率	15.00%	15.00%
股利分配率	10.00%	10.00%
贷款利率	7.31%	7.84%
一年期存款利率	3.87%	4.41%
活期利率	0.81%	0.81%
总股本（亿股）	3.16	3.16

来源：塔晶投资研究中心

1.2 项目单位成本、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，贷款利息费用基本用于项目，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。
- 由于公司土地储备丰富，多数地块获得时间较早，随着房价的上涨，公司的毛利率水平也随之上升。公司后期获得的土地项目，毛利率则会有一定的下降，比如华发新城西项目。如以07年9月28日珠海的地王价格7700元的项目来看，土地成本占总成本的比例将达50%以上，毛利率水平一般不会超过25%。

图表 2: 项目单位成本及售价与毛利率预测表

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	主营税金及附加			
2008年项目												
华发新城四期	500	2035	132	550	1320	208.94	45.37	4791	566	8700	44.93%	38.43%
华发九州花园	3480	2035	200	500	1500	355.30	77.15	8147	1170	18000	54.74%	48.24%
华发世纪城一期	5300	1850	250	500	4500	571.06	124.00	13095	2210	34000	61.49%	54.99%
2009年项目												
华发世纪城二期	1590	2239	145	605	1452	297.87	60.31	6389	715	11000	41.92%	35.42%
华发世纪城三期	1590	2462	160	600	1597	316.57	64.09	6790	780	12000	43.42%	36.92%
华发新城五期	3580	2239	160	600	1600	403.98	81.79	8665	858	13200	34.36%	27.86%
华发水郡花园*	1500	1200	250	500	2000	269.19	54.50	5774	650	10000	42.26%	35.76%
华发生态园二期	1600	1200	250	600	5000	427.24	86.50	9164	1040	16000	42.73%	36.23%

来源：塔晶投资研究中心

1.3 收入预测

- 公司丰富的土地储备，保证了公司的快速发展。公司近年来开发速度，面积日益扩大，再加上房价的节节攀升，行业处于景气阶段，导致公司今后数年业绩将保持快速增长。
- 2008年销售结算项目主要有华发九洲，华发生态园一期，华发四期，世纪城一期联排别墅，世纪城二期



一部分，09年销售项目主要有世纪城二期，世纪城三期，华发生态园二期，华发水乡一部分，华发新城五期部分。

图表 3: 未来两年销售面积和销售收入预测

2008年	均价(元)	销售面积(万平方米)	销售收入(亿元)
华发九洲	18000	2.8	5.04
华发生态园一期	15000	2.6	3.9
华发四期	8700	10.62	9.23
世纪城一期	34000	3.2	10.88
世纪城二期	30000	1	3
华发三期车库	105000	450个	0.47
华发四期车库	105000	300个	0.32
小计			32.84
2009年			
世纪城二期	11000	18	19.8
世纪城三期	12000	10.12	12.14
华发生态园二期	16000	3.2	5.12
华发五期	13200	10	13.2
华发水乡	10000	2.5	2.5
小计			52.76

来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

1.4 成本预测

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，这在上假设中已做说明，单位成本见图2，按照各项目销售和结算的进度预测，及各项目毛利率水平，可得出未来三年的项目成本预测及销售收入情况。

图表 4: 项目销售及成本预测(平米, 万元)

项目	结算面积		结算均价		毛利率	公司权益	销售	销售	销售	销售	项目总收入	项目总成本
	2008	2009	2008	2009			收入	成本	收入	成本		
							08	08	09	09		
华发新城二期尾盘					18%	100%	0	0	0	0	0.9	0.7
华发生态园一期	26000		15000		37%	100%	3.9	2.9	0	0	6.1	3.8
华发新城三期					35%	100%	0	0	0	0	18	11
华发新城三期车库	20250		2500		45%	100%	0.5	0.3	0	0	1.3	0.7
华发新城四期	116150		8700		45%	100%	9.2	5.6	0	0	10	5.6
华发新城四期车库	13500	9000	2500	2500	55%	100%	0.3	0.2	0.2	0.1	0.6	0.3
华发九州花园	28000		18000		55%	100%	5.0	2.6	0	0	5.8	2.6
华发新城五期		120000	0	13200	34%	100%	0	0	13	7.5	16	10
华发世纪城一期	38000		34000		61%	100%	11	5	0	0	13	5
世纪城二期	30000	220000	10000	11000	42%	100%	3	1.7	20	12	27	16
世纪城三期		111227	0	12000	43%	100%	0	0	12	6	13	7.6
世纪城四期		0	0	0	42%	100%	0	0	0	0	0	0
华发水郡花园		30000	0	10000	42%	50%	0	0	2.5	1.2	3	1.7
华发生态园二期		38000		16000	43%	100%	0	0	5.1	2.5	6.1	3.5
合计	279900	528227					33	18	53	29	121	69

来源: 公司年报、塔晶投资研究中心



1.5 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。

图表 5: 利润预测简表 (百万元)

项 目	2006	2007	2008	2009
主营业务收入	839.1	2,165.68	3543	5314
收入增长率	17.47%	158.10%	63.59%	49.99%
主营业务成本	531.5	1,356.21	1817	2932
成本增长率	14.84%	155.17%	33.98%	61.36%
主营业务税金及附加	53.3	218.99	542	589
主营业务利润	254.3	590.48	1,184.40	1,793.00
主营利润增长率	23.21%	132.20%	100.58%	51.38%
营业费用	46.3	78.05	168	253
管理费用	57.8	84.28	206	316
财务费用	-6.2	-11.97	14	0
营业利润	156.6	437.81	842	1251
非经营性收益	15.5	12	18	27
税前利润	172	436.74	850.10	1,211.00
所得税	29.8	77.65	152	218
归属于母公司股东的净利润	142.3	362.83	682	967
净利润增长率	10.48%	154.98%	87.97%	41.79%
总股本数量 (百万股)	260	316	316	316
EPS (元)	0.55	1.15	2.16	3.06

来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

由图表 5 可以看出，07—09 三年受益于行业的景气，公司将迎来大发展的历史性机遇，主营业务收入、主营业务利润、净利润增长均高速增长。

2. 土地储备及净资产值的重估

2.1 土地储备及土地价值重估

公司的土地储备有 438 万平米，权益土地储备接近 400 万平米，公司正积极着手在中山等地通过购买当地房地产企业股权等方式增加土地储备。假设 07 年 9 月 28 日市区近市政府中心地带地拍地价格为 6000 元，则各地块的土地价值作相应调整，调整的结果如图表 7 所示。据最新的数据显示，珠海拍地价格为 7700 元，由此可得出溢价系数为 $7700/6000=1.28$ ，进而得出重估每股土地储备价值约为 57.3 元。



图表 6: 土地储备情况

序号	项目	占地面积(平方米)	建筑面积(平方米)	目前状态	取得价 (元/平方米)	预计售价 (万元/平方米)
1	华发新城四期	38599.36	116150	在建已售	535	0.72
2	华发九洲	10402.07	32091.92	在建已售	3480	1.3
3	华发世纪城	467442.53	794652.3	部分在建	1590	联排别墅 3 高层 0.9
4	华发生态园	578000	938000	部分在建	38 万 / 亩	联排别墅 1.2 洋房 租房 0.45
5	中山紫悦山苑	177268	351736	空地	30 万 / 亩	洋房租房 0.45
6	华发西	354458.59	726640.11	空地	3510	联排别墅 2.5 高层 1.1
7	红门楼	95483	264168.7	空地	1800	1.2
8	华发水郡	1151007.63	1151007.6	空地	500	0.8-0.9
	合计	2872661.18	4374446.7			

来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

图表 7: 土地价值重估

序号	项目	占地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	目前状态	取得价 (元)	重估 地价	重估土地价值 (亿元)	原地价 (亿元)
1	华发新城四期	38599.36	116150	在建已售	535	5500	6.39	0.62
2	华发九洲	10402.07	32091.92	在建已售	3480	6000	1.93	1.12
3	华发世纪城	467442.5	794652.3	部分在建	1590	6000	47.68	12.63
4	华发生态园	578000	938000	部分在建	570	1200	11.26	5.35
5	中山紫悦山苑	177268	351736	空地	450	1200	4.22	1.58
6	华发西	354458.6	726640.1	空地	3510	6000	43.60	25.51
7	红门楼	95483	264168.7	空地	1800	5500	14.53	4.76
8	华发水郡	1151008	1151008	空地	500	1000	11.51	5.76
	合计						141.11	57.32
	每股土地价值	14.13	总股数	3.16			44.66	18.14

来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

2.2 重估净资产值

- ◇ 总价值是预计销价与2007年6月底可售面积的乘积, 账面值是项目土地成本。建造成本是开发总成本, 包含土地成本。
- ◇ 现值是总价值扣除不含土地成本的开发成本, 再以一定的贴现率进行贴现, 假设每年以7%进行复利贴现。
- ◇ 项目增值额是现值减去项目初始获得时的成本, 即减去账面值。权益增值额是以增值额乘以各项目上市公司所占的份额比重。
- ◇ 每股重估净资产值即为权益增值额除以总股本, 加上今年上半年末每股净资产。
- ◇ 以权益增值额110亿除总股本3.1595亿股, 可得重估净资产增值额, 查07年上半年年报可得半年报账面净资产, 从而计算出重估实际净资产值。



图表 8: 项目增值额及每股净资产预测表

物业重估	未结算建筑面积	建造成本	销售价格	账面价值	总价值	现值	增值额	公司权益	权益增值额
华发新城二期尾盘	34164	0.89	3200	0.16	1.09	0.33	0.18	100%	0.18
华发生态园一期	42000	2.87	14000	0.14	5.88	2.94	2.8	100%	2.8
华发新城三期	130710	5.63	6700	0.59	8.76	3.48	2.89	100%	2.89
华发新城四期	111266	5.18	8700	0.51	9.68	4.68	4.17	100%	4.17
华发九州花园	31406	2.56	18000	1.1	5.65	3.92	2.82	100%	2.82
华发新城五期	362930	35.81	13200	13.07	47.91	21.97	8.91	100%	8.91
华发世纪城一期	30000	2.82	34000	0.48	10.2	6.87	6.39	100%	6.39
华发世纪城二期	320000	19.81	11000	5.09	35.2	17.89	12.8	100%	12.8
华发世纪城三期	111227	5.97	12000	1.77	13.35	7.47	5.7	100%	5.7
华发世纪城四期	489897	24.3	13200	7.79	64.67	39.31	31.52	100%	31.52
华发新城西五期外	345984	34.18	13200	12.46	45.67	19.55	7.09	100%	7.09
华发红门楼	265000	13.25	13000	3.42	34.45	20.1	16.68	70%	11.67
华发水郡花园*	1151007	57.55	6000	14.85	69.06	21.52	6.67	50%	3.33
中山华发生态园二期	852416	42.62	6000	2.94	51.14	9.35	6.42	100%	6.42
紫悦山苑	354558	17.73	6000	1.22	21.27	3.89	2.67	100%	2.67
其他项目		2.17							0.65
合计	4632565	271.2	9152	65.56	424	183.3	117.7		110.01
重估每股净资产增值额	34.82	07年上半年 账面净资产			5.46	重估实际 净资产	40.28		

来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

3. 对公司业绩影响的风险因素分析

- ◇ 国家对房地产行业的调控风险, 诸如政府可能进一步出台提高房贷政策以及清算土地增值税的措施, 加息的累积效应也在慢慢体现。07年9月27日的二套房提高首付的政策, 在市场上已有所反映, 但这些因素对于行业的影响是暂时的, 并不能影响行业长期向好的趋势, 房地产行业是一个先导型行业, 与之相关的行业多达50多个, 国家的调控的目的只是为了使之更持续的发展。人民币升值的背景下, 目前还没到加快升值的时候, 有理由长期看好房地产行业, 特别是其中的龙头企业和优质企业。
- ◇ 行业毛利率下降的风险。随着拿地成本的显著提高, 建材成本的涨价, 公司今后可能面临着开发成本的提高, 行业毛利率下降的风险。目前公司的土地储备丰富, 尚不存在这种风险, 但今后毛利率下降不可避免,
- ◇ 公司经营风险。公司能否利用国家行业调控带来的机遇, 提高整合中小型房地产企业的的能力, 能否继续坚持精品化的战略, 能否象在珠海一样, 在其他地方也能开发出符合当地文化和消费习惯的产品, 是考验公司经营能力和可持续发展能力的重要方面。
- ◇ 土地储备没有持续增加的风险。土地储备及资源整合能力(包括土地、资金、开发能力的整合)类似于工业企业的产。公司目前虽有丰富的土地储备, 但随着项目的不断加快开发, 公司规模的扩大, 现有土地储备在开发三年之后, 能否有后续的较大土地储备的增加, 是公司能否进一步壮大和继续保持较快增长的前提。

4. 行业分析

- ◇ 随着税收、资金、土地等方面调控压力增加和行业自身调整需要, 房地产行业集中度将逐渐提高。具有良好开发品质、品牌, 资金和土地优势的一、二线房地产优势企业将越来越多地分享整个行业的未来景气



- ◇ 商品房需求和房价上涨是中国强劲的宏观经济基本面在不动产上的直观反映，考虑到人口红利，居民财富效应引致的投资需求，短期的流动性过剩、人民币升值等因素的影响，可以说只要宏观经济景气周期没有逆转，商品房需求增长和房价上涨的大趋势难以改变，特别是人民币相对于欧元，和日元还处于相对贬值的状态，升值的潜力还很大。
- ◇ 受益于06、07年强劲的销售表现，部分公司大股东优质资产注入，一、二线优势上市公司未来两到三年业绩有望获得超过35%的行业平均增速。
- ◇ 国家的宏观调控对行业只会起到短暂的影响，而有利于行业较长时间的景气，在调控中，行业的竞争走向资金实力，土地储备实力，资源整合能力的竞争。
- ◇ 行业内以万科为代表的龙头企业已开始尝试采用产业化的路子，提高产业化的效率，提高资金使用效率，行业在每一次的调整中都将带来整合的机会，由于人口红利等方面的因素，行业有着较长时间的景气，在较长时间的较快发展中伴随着行业的不断整合。

5. 公司简况及行业中的地位

5.1 公司概况

- ◇ 公司外部交通环境在不断改善，2008年广珠轻轨和2009年广珠铁路将开通。珠海港的扩建，横琴岛的规划，人居环境优越的珠海将日益受到港澳和广州的经济辐射。
- ◇ 公司有房产开发的传统和优势，有一定的品牌美誉度，是地方的龙头房地产企业，拥有大量的土地储备。
- ◇ 公司的核心竞争力有三个方面。一是产品品质，性价比好，让客户享受超值服务，设计、装修、物业服务等方面在业内是较为出名的。二是品牌，公司在珠海是首屈一指的，表现有楼盘客户抢先登记，抢着购买。三是管理团队，公司有一个敬业、专业、团结的团队。
- ◇ 与万科的规模化、产业化发展的方向相反，公司的经营特点是精细化。公司追求每个项目都要为客户提供优美的人居环境，每个产品都要与当地的环境相和谐。这体现了公司的文化，也彰显了公司的品质。

5.2 行业地位

- ◇ 在与同行业的比较中，从规模上来看公司与万科、保利、金地、招商地产等一线龙头企业差距较大，与栖霞建设、中华企业等企业一样是区域型企业。
- ◇ 通过相关指标的对比，可以看出华发股份在每股存货、每股预收款这两项指标中，在行业内居前，这反映了其具备可持续发展的能力。每股净资产中，公司在行业中处于中等位置，但如从重估净资产的角度来看，公司每股重置净资产在行业内处于较高水平，达到每股40元，这主要由于公司大部分的土地储备拿地时间早，增值空间大。
- ◇ 毛利率水平和净资产收益率水平在行业中水平一般，这并非由于公司的开发水平不高，而主要是由于公司资产周转率水平较低。一则由于公司一直是做精装修房，周期较长；二则公司追求精品，做品牌；三则也反映了公司不急于开发的心态，坐拥大量土地，就象拥有石油、黄金等资源一样，放在家里自会升值。



图表 9: 盈利预测主要假设

代码	股票名称	每股 存货	总股本	每股 预收款	每股 净资产	每股 收入	每股 主营业 务净利	07H 毛利率	07H 每股 净利润	07H 净资产 收益率
600325	华发股份	15.76	31596	5.31	5.46	4.56	0.86	28.12%	0.35	6.46%
600383	金地集团	13.43	83908	4.83	3.8	4.44	0.93	31.15%	0.25	6.46%
600048	保利地产	13.19	110000	6.75	3.54	3.82	0.75	29.36%	0.25	7.14%
000024	招商地产	12.46	73413	0.58	7.06	4.68	0.93	29.71%	0.59	8.42%
000616	亿城股份	9.66	26817	3.79	3.46	5.89	1.66	42.19%	0.4	11.43%
600533	栖霞建设	8.7	40500	1.61	3.58	5.27	3.53	29.89%	0.4	11.26%
000046	泛海建设	8.13	75148	0.35	4.84	4.96	0.89	26.82%	0.38	7.89%
000090	深天健	6.96	30442	2.06	9.49	6.56	4.04	4.87%	0.12	1.24%
000002	万 科 A	6.61	655485	2.06	2.41	3.39	0.76	33.70%	0.25	10.55%
600675	中华企业	5.52	90669	0.01	3.05	3.71	1.04	41.96%	0.38	12.60%
000402	金 融 街	4.63	107845	1.3	3.75	3.87	0.89	34.20%	0.4	10.72%
600641	万业企业	3.74	44787	0.01	5.14	0.88	0.16	27.14%	0.64	12.42%
600823	世茂股份	3.09	47836	0.01	1.95	1.68	0.4	35.77%	0.05	2.43%
600663	陆家嘴	2.86	186768	0.01	3.9	1.08	0.31	42.72%	0.17	4.46%
600240	华业地产	2.52	35000	0	2.15	1.17	0.47	60.34%	0.06	2.60%
000031	中粮地产	1.67	69945	0.03	2.53	0.45	0.15	48.50%	0.39	15.25%
600639	浦东金桥	0.93	84439	0.03	3.21	1.08	0.3	41.19%	0.13	3.96%
600007	中国国贸	0.01	100728	0	3.85	0.87	0.35	59.25%	0.15	3.87%

来源: 塔晶投资研究中心



图表 10: 三张报表简要预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2005	2006	2007	2008E	2009E		2005	2006	2007	2008E	2009E
销售收入	714	839	2166	3543	5314	货币资金	837.51	1493.23	1572.16	2278.27	2305.46
增长率	34.70%	17.50%	158.13%	63.59%	49.99%	应收账款	130.04	525.19	0.18	68.75	68.75
销售成本	-463	-531	-1356	-1817	-2,932	存货	2409.2	2957.06	5278.82	6000	6500
%销售税金	64.80%	63.30%	62.62%	51.29%	55.18%	其他流动资产	0	0	0	0	0
税金及附加	-45	-53	-219	-542	-589	流动资产	3376.8	4975.47	7414.22	8347.02	8874.22
%销售税金	6.30%	6.30%	10.11%	15.28%	11.08%	长期资产	157.34	570.16	1826.97	3428.57	4527.63
主营业务利润	206	254	590	1184	1793	资产总计	3534.1	5545.63	9241.17	11775.59	13401.85
主营业务利润率	28.90%	30.30%	27.27%	33.43%	33.74%	循环贷款	860.7	100	250	100	100
其他业务利润	8	5	12	18	27	应付账款	626.55	1912.53	2205.06	3108.16	4411.16
%税前利润	4.80%	3.20%	2.70%	2.12%	2.23%	其他流动负债	26.45	-14.05	59.43	70.01	80.05
营业费用	-27	-46	-78	-168	-253	流动负债	1513.7	1998.47	2514.49	3278.18	4591.21
%销售税金	3.70%	5.50%	3.60%	4.75%	4.76%	其他长期负债	922.02	2329.52	3249.52	2249.52	1449.52
管理费用	-48	-58	-126	-206	-316	负债	2435.7	4327.99	6973.79	5527.7	6040.73
%销售税金	6.70%	6.90%	5.82%	5.81%	5.95%	少数股东权益	0	2.35	298	2.35	28.3
财务费用	-14	6	-12	14	0	股东权益	1098.4	1215.29	2267.38	6238.56	7325.83
%销售税金	2.00%	-0.70%	0.55%	-0.40%	0.00%	负债股东权益合计	3534.1	5545.63	9241.17	11768.61	13394.86
营业利润	125	162	438	842	1251						
营业利润率	17.50%	19.30%	20.22%	23.77%	23.54%						
投资收益	29	10	0	0	0						
%税前利润	18.30%	5.80%	0.00%	0.00%	0.00%						
补贴收入	0	0	0	0	0						
%税前利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%						
营业外收支	4	0	0	0	0						
%税前利润	2.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%						
税前利润	158	172	445	850	1211						
利润率	22.10%	20.50%	20.53%	23.99%	22.79%						
所得税	-29	-30	-78	-152	-218						
所得税率	18.30%	17.30%	17.46%	17.89%	18.00%						
少数股东损益	0	0	-4	-16	-26						
%税前利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.80%						
净利润	129	142	363	682	967						
净利率	18.00%	17.00%	16.76%	19.25%	18.20%						
增长率	50.10%	10.40%	155.63%	87.88%	41.79%						
EPS (元/股)	0.495	0.547	1.15	2.16	3.06						

现金流量表 (人民币百万元)					
	2005	2006	2007	2008E	2009E
净利润	129	142	363	682	967
少数股东损益	0	0	0	0	26
非现金支出	5	5	-1	1	1
非经营收益	-14	-4	20	27	19
营运资金变动	158	169	-1,471	172	813
经营活动现金净流	278	313	2291	1061	2067
资本开支	2	-168	-3,051	-1,500	-1,000
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	2	-168	-3,051	-1,500	-1,000
募集资金	0	0	675	3,280	0
股息	-90	-119	-55	-113	-139
银行贷款变动	896	254	1500	-1150	-800
其他	-817	376	0	0	0
筹资活动现金净流	-12	511	839	2,017	-939
现金净流量	269	655	79	1578	127

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)



交 易 回 顾

上海塔晶旗下基金 2008 年 1 月份开放日净值如下：

塔晶信托基金 2008 年 1 月份净值披露

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	1.4031	1.4031	40.31%	2007-06-20	2008-01-10
中泰. 塔晶. 犀牛	1.3997	1.3997	39.97%	2007-07-20	2008-01-10
华宝. 塔晶. 狮王一号	1.1383	1.1383	13.83%	2007-09-03	2008-01-15
华宝. 塔晶. 狮王二号	1.1069	1.1069	10.69%	2007-10-08	2008-01-15
厦信. 塔晶. 华南虎 1 号	0.9582	0.9582	-4.18%	2007-10-24	2008-01-31
深国投老虎 I 期	1.1124	1.1124	11.24%	2007-12-11	2008-01-10

注：上述基金公布的净值均已扣除所有信托费用及业绩报酬。

2008 年 1 月份，A 股市场受海外次级债危机和国内雪灾天气影响，股指出现了较大幅度的震荡下跌，非理性杀跌氛围加重。塔晶认为中国经济依然健康，宏观经济有望逐季软着陆，因此，长期牛市的根基依然牢固。由于外部因素与内部偶发性灾害导致的本轮调整行情，有利于消化市场的结构性泡沫，使市场再度回落到管理层认可的理性价值区间，排除了管理层再度调控打压 A 股市场的可能性。塔晶认为本轮调整充分释放了两年多牛市所积聚的风险，有助于拉长本轮牛市的周期，同时使市场趋于理性，快牛将转向慢牛行情，有利于我们机构投资者的价值投资行为。基于我公司对宏观经济、行业与企业基本面的研究判断，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在内的五支信托基金进行了部分仓位结构性调整，但对持有的优质低估的长线股票坚定持有，持股未动。同时，十二月份新加入的深国投老虎一期也已建仓完毕。





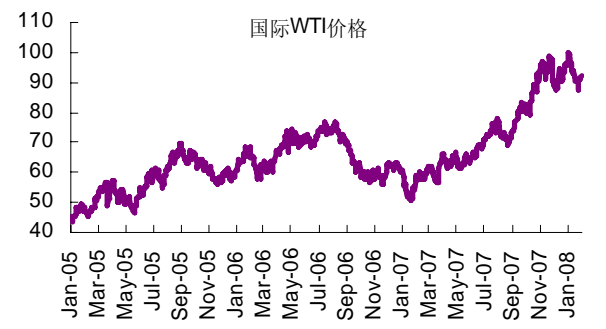
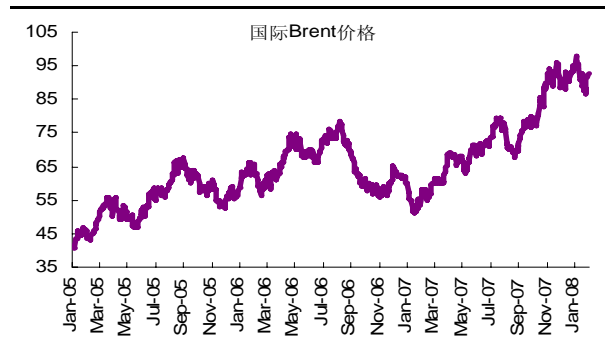
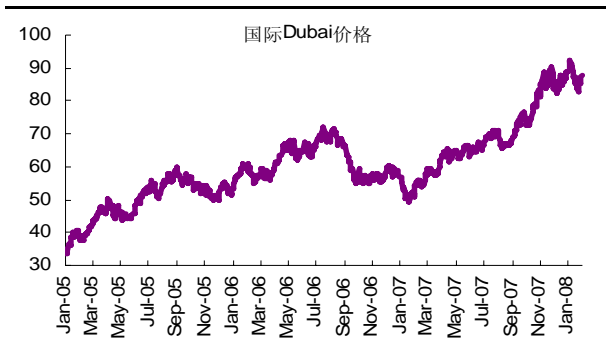
国际油价

最新油价

名称	最新价格	涨跌幅%
Dubi 原油期货	87.18	-0.80
Brent 原油期货	92.56	-0.37
WTI 原油期货	91.75	-0.63

资料来源: BLOOMBERG 2008-1-31

国际油价趋势图



资料来源: BLOOMBERG 2008-1-31

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)	6052	152
波罗的海原油运价指数 (BDTI)	1188	-15
超大型油轮运价指数 (WS)	130	10

资料来源: BLOOMBERG 2008-1-31

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	2515	7.02
锡	17000	1.64
镍	27400	0.55
铅	2820	3.30
铜	7350	2.65
铝	2710	2.65

资料来源: BLOOMBERG 2008-1-31



黄金现货价格（美元/盎司）

名称	最新价格	涨跌幅%
金	923.25	0.46

资料来源：BLOOMBERG 2008-1-31

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	3400-3420	0	40	-80
柳州	3430-3500	20	30	-50
昆明	3300	0	10	-150
旬尾	3270-3280	0	10	-150
湛江	3370-3390	0	20	-90
乌鲁木齐	3420-3430	0	0	-10

资料来源：中国食糖网 2008-1-31

农产品价格

农产品价格

名称	最新价值	涨跌
玉米	501.25	0.55
小麦	929.5	0.76
大豆	1274.5	-0.10

资料来源：BLOOMBERG 2008-1-31



私募投资步入黄金时代

在经历了多年的缓慢发展后,中国的私募投资将迎来属于自己的黄金时代。在日前举行的“2008 中国国际私募股权投资论坛”上,与会专家一致看好中国私募投资的未来发展。美林中国区主席刘二飞更是预言:“对于中国的私募投资来说,今后的 3 至 5 年将会是一个黄金时代。”

面临难得发展机遇

全国人大财经委法案室主任朱少平指出,中国私募股权投资的快速发展将主要依靠以下几个背景。一是人民币升值,二是中国经济的快速发展,特别是上市公司利润的高速增长。此外,宏观调控政策,如紧缩的货币政策等都为国内私募股权投资的发展提供了一个良好的机遇。

据海外机构统计,2006 年,海外私募股权基金在中国市场上的投资规模 50 亿美元。到 2007 年,则只有 28 亿美元左右,同比下降了 46%。国务院发展研究中心金融研究所所长夏斌表示,在海外私募股权基金对中国市场的投资有所下降的过程中,国内的私募股权市场的发展势头却十分迅猛。

美林中国区主席刘二飞预言,今后的 3 至 5 年内,私募股权投资将从美国和欧洲等成熟市场上转移到亚洲市场上来。在亚洲市场上,又将主要集中在中国和印度两个国家。相比印度,中国更是这些海外私募股权基金的投资重点。

刘二飞指出,中国企业已经基本具备了吸引相对规模较大的海外资金的条件。同时,无论是在公司的治理机制上,还是管理人员的心态和国际眼光上,也都具备了迎接海外私募股权基金的信心。

积极实施“走出去”战略

夏斌指出,未来我国私募股权基金应通过更多地与海外同行进行合作,达到培养人才、积累经验的目的。

“从目前我国私募股权市场的发展情况来看,相对来说海外成熟仍比较落后。基本原因在于人才和经验的缺乏。”夏斌说。因此,对于我国的私募股权投资机构来说,应以国内市场和股权为条件,与海外同行进行合作,从而培养本国的人才队伍。同时,他还建议,国内的私募股权投资机构应敢于通过高薪和一定的激励机制,从外资同行中“挖角”。

在与海外私募股权机构开展合作的同时,夏斌表示,还应积极支持、鼓励国内的私募股权投资机构“走出去”。夏斌建议,我国私募股权基金走出去的方向应向金融服务业、资源行业转化。应该抓住目前我国电信业、银行业高市值的难得机遇,参股、换股世界一流的金融机构和企业。同时,还应学会通过与上游企业合资,进入到上游企业相关的队伍、品牌、管理团队等核心资源中去。

此外,夏斌还表示,为推动国内私募股权基金“走出去”,我国政府应尽快制定、完善相关的办法。

创业板是一个什么“板”?

创业板的脚步离我们越来越近了。在日前召开的全国证券期货监管工作会议上,证监会主席尚福林表示,争取在今年上半年推出创业板,这是管理层首次明确创业板推出的时间。而随后,全国人大常委会副委员长成思危表示,创业板可能在两会后推出。不论是上半年推出也好,还是两会后推出也好,创业板的推出是触手可及了。



但创业板到底是一个什么“板”呢？作为正式的解释，它不是“板”，而是一个市场，全称应为“创业板市场”。创业板市场在各国的称呼不一。在有些国家叫二板市场、有些叫第二交易系统、创业板市场等等。它是指交易所主板市场以外的另一个证券市场，其主要目的是为新兴公司提供集资途径，助其发展和扩展业务。在创业板市场上市的公司大多从事高科技业务，具有较高的成长性，但往往成立时间较短，规模较小，业绩也不突出。如我国将要开设的创业板，主要服务于“两高、五新”企业，即高科技、高成长、新经济、新服务、新能源、新材料和新农业等企业。

当然，这只是创业板理论上的解释。而在现实中，不同的人，不同的群体，对创业板有不同的理解，以至创业板尽管目前还未在我国正式推出，但对创业板的理解至少可以归纳出这样几个“版本”。

一、“圈钱板”。这是相对于那些拟在创业板上市的“两高、五新”企业来说的。这实际上也是开设创业板的主要目的所在。因为这些企业设立的时间不长，企业盈利状况并不突出，企业并不符合主板甚至是中小企业板上市的条件，于是就通过降低上市门槛的方式，新设立一个创业板市场。虽然说创业板里不排除也会诞生一些优秀的上市公司，但更多的公司将平庸的。所以，创业板的开设是为这些公司提供了一个圈钱的机会，创业板也就是这些公司眼里的“圈钱板”。

二、“垃圾板”。这是相对于创业板上市公司的质量而言的。创业板公司由于低门槛的设置，这就使得创业板上市公司的质量难有保证，更何况创业板公司本来就是以“讲故事”见长的，讲述的是一个高成长的故事，本身并无多少业绩支撑，而一旦故事讲不下去了，那么，高成长也就会露出垃圾股的本来面目。如2003年德国新兴市场的关闭，就与上市资源的劣质化有着很大的关系。而在我国，主板市场尚且充满了垃圾，而上市条件远低于主板的创业板为垃圾所充斥，这也是很寻常的事情。

三、“套现板”。对于那些创投资金或风险投资资金来说，创业板就是名符其实的“套现板”。这些创投资金当初之所以承担着一定的投资风险投资于那些创业中的公司，为的就是有一天能够以较高的价格来套现。而一旦相关的公司上市了，这些资金当然会套现走人。这实际上也是开设创业板的又一个目的所在，即为创投资金安排一个出口。

四、“投机板”。这是相对于市场上的投机资金来说的。创业板公司的流通盘都很小，股价很容易被操纵；而且，创业板公司往往缺少业绩的支撑，而是以成长性见长，所以这些公司没有市盈率而只有“市梦率”。也正因如此，创业板也将成为市场投机资金的“天堂”。

五、“风险板”。这是针对创业板市场上的投资者来说的。正是基于创业板可能存在的“圈钱板”、“垃圾板”、“套现板”、“投机板”等特征，因此，对于广大投资者来说，参与创业板市场的投资将是名符其实的“风险投资”。投资者务必要有高度的风险意识。对于新股民以及防御风险能力较差的投资者来说，以不参与创业板市场为宜。

因此，创业板是一个什么“板”？虽然答案因人而异，但对于投资者来说，创业板显然不是投资者的“放心板”。

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
