



聚沙成塔 集粹为晶

# 塔晶投资研究

2008 10

上海塔晶投资管理有限公司主办 总第10期





## 目 录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 财经观察.....                  | 1  |
| 半年报点评.....                 | 2  |
| <b>东华合创 (002065)</b> ..... | 2  |
| <b>飞亚达A (000026)</b> ..... | 4  |
| <b>恒瑞医药 (600276)</b> ..... | 8  |
| <b>科华生物 (002022)</b> ..... | 10 |
| <b>昆明机床 (600806)</b> ..... | 12 |
| <b>石基信息 (002153)</b> ..... | 14 |
| <b>智光电气 (002169)</b> ..... | 17 |
| 大宗商品价格.....                | 19 |
| 基金服务.....                  | 20 |



## 财经观察

### 出口:

今年前 7 个月, 中国对美国出口 1403.9 亿美元, 同比增长 9.9%, 增速下滑 8.1 个百分点, 这是自 2002 年以来中国对美出口增速首次回落至个位数。

据海关统计, 前 7 个月, 中美双边贸易额为 1891.1 亿美元, 同比增长 13.2%, 增速回落 4.3 个百分点。尽管美国仍然为中国的第 2 大贸易伙伴, 但在中国进出口总额中的比重已由去年同期的 16.2% 下降至目前的 12.8%。

7 月单月中国对美国出口同比增速反弹至两位数, 达 15.6%, 但较去年同期仍减缓 3.4 个百分点。同时, 除 3 月份以外, 中国自美单月进口增速均高于去年同期, 其中 7 月份进口 71.1 亿美元, 年内第 3 次突破 70 亿美元。

### 公积金贷款利率:

9 月 16 日起, 北京市住房公积金贷款利率下调, 1 至 5 年的公积金贷款利率由 4.77% 下调至 4.59%, 5 至 30 年贷款的利率由 5.22% 下调至 5.13%。一年期已发放公积金贷款仍执行原利率。

市公积金管理中心的相关负责人表示, 9 月 16 日以前发放的公积金贷款, 期限在一年以内的仍执行原利率, 不分段计息; 期限在一年以上的, 9 月 16 日后仍执行原利率, 自 2009 年 1 月 1 日开始, 执行调整后的利率。对于 9 月 16 日后发放的住房公积金贷款, 将执行调整后的新利率。公积金管理中心规定, 对于已经签订借款合同, 而且放款日为 9 月 16 日后的住房公积金贷款, 要在借款人签订调整贷款利率的通知单后, 才发放公积金贷款。

### 房价:

8 月份, 北京市房屋销售价格指数为 108.9%, 涨幅比 7 月份回落 1.3 个百分点; 环比价格与上月持平, 为今年以来的首次停涨。这是北京市统计局、国家统计局北京调查总队 19 日联合对外发布的消息。

8 月份, 北京市新建住宅销售价格同比上涨 11.7%, 涨幅比 7 月份回落 1.3 个百分点。1 至 8 月, 北京市商品住宅新开工面积 966.2 万平方米, 比今年上半年回落 18.9 个百分点。

### 两率下调:

央行 9 月 15 日称, 自 9 月 16 日起下调 1 年期人民币贷款基准利率 0.27 个百分点, 其他期限档次贷款基

准利率按照短期多调、长期少调的原则作相应调整, 存款基准利率保持不变。

值得注意的是, 这是 6 年以来贷款基准利率首次下调。个人住房公积金贷款利率也相应下调。与此同时, 央行还同时宣布下调中小金融机构人民币存款准备金率, 从 9 月 25 日起, 除工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行暂不下调外, 其他存款类金融机构人民币存款准备金率下调 1 个百分点, 汶川地震重灾区地方法人金融机构存款准备金率下调 2 个百分点。

### 印花税:

经国务院批准, 财政部决定从 2008 年 9 月 19 日起, 对证券交易印花税政策进行调整, 由现行双边征收改为单边征收, 税率保持 1%。

对买卖、继承、赠与所书立的 A 股、B 股股权转让书据, 由立据双方当事人分别按 1% 的税率缴纳股票交易印花税, 改为由出让方按 1% 的税率缴纳股票交易印花税, 受让方不再征收。

### AIG:

美国政府 9 月 16 日时隔一周再度出手, 出资 850 亿美元成为美国国际集团 (A I G) 的大股东。这一举措帮助消除了雷曼之后金融市场的又一大不确定因素。不过, 在金融业前景不明朗的背景下, 市场依然低迷。美联储在 16 日美股收盘后宣布, 将向濒临破产的 A I G 提供 850 亿美元、为期两年的有抵押循环贷款, 以帮助满足后者的流动资金需求。作为交换, 政府将持有该公司 79.9% 的股份, 这也意味着, 一周前刚刚宣布接管“两房”的美国政府将成为 A I G 的大股东。

### 原油:

纽约原油期货价格 9 月 24 日收盘下跌不到 1 美元, 原因是据政府报告显示, 美国过去四周中的燃料需求下跌至将近五年以来的最低水平。

纽约商业交易所 (NYMEX) 11 月份轻质原油期货价格收盘下跌 0.88 美元, 报每桶 105.73 美元, 跌幅 0.8%; 在能源部于华盛顿时间 10:35 公布库存报告以前曾最高上涨 2.89 美元, 涨幅 2.7%。与 7 月 11 日上触的每桶 147.27 美元历史高点相比, NYMEX 原油期货价格已经下跌了 28%。



# 东华合创 (002065)

## 主要内容及结论

- ◇ 公司经营情况良好，主营业务收入增长较快，销售费用、管理费用率持续降低，显示出一定的规模效应。
- ◇ 从分行业收入构成情况看，公司在优势行业的销售收入增长显著，但金融行业出现下降，需要持续关注。
- ◇ 公司技术维护收入增长较快，说明公司的软件和集成业务有一定的粘性，正在向成熟信息技术公司的盈利模式迈进。
- ◇ 收购的联银通公司销售收入同比略有下降，需要关注其后续发展。
- ◇ 预计公司08—10年每股收益为0.55元，0.78元和0.90元。

## 年报分析与点评

### ◇ 公司经营情况

2008年上半年公司营业收入较上年度营业收入增加21064万元，增加的比例为58.57%，主营业务继续保持稳定增长，需求旺盛，销售形势良好。公司在保持原有客户进行升级项目的同时扩大经营领域及客户群，承揽的项目较上年度有较大幅度的增加。上半年，公司向前5名客户销售的收入较去年同期增长了78.9%，前五位客户贡献的收入占比由去年同期的16%提高到了目前的18%。北京联银通科技有限公司实现营业收入6354万元，占公司当期营业收入的11.14%；净利润1680万元，占公司当期净利润的22.44%。扣除联银通科技并表因素，报告期内公司净利润同比增长40%。

图表 1: 东华合创费用率、利润率比较分析

|       | 08 半年报 | 07 年报  | 07 半年报 | 06 年报  |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 2.81%  | 3.10%  | 4.01%  | 3.59%  |
| 管理费用率 | 4.75%  | 5.58%  | 5.57%  | 3.17%  |
| 毛利率   | 22.60% | 21.21% | 21.80% | 19.53% |
| 净利率   | 13.13% | 11.87% | 11.54% | 11.94% |

数据来源：年报、塔晶投资研究中心

报告期内公司的销售费用、管理费用率持续降低，毛利率、净利率持续提升，显示出一定的规模效应。

### ◇ 重点行业销售收入增长显著

2008年中报销售收入分行业情况：

从分行业收入构成情况看，公司在通信、电力水利铁路交通行业等优势行业的销售收入增长显著，结合公司销售费用率下降的情况，说明公司在上述行业中具有一定的渠道优势。但金融行业出现萎缩，需要加以关注。



图表 2: 东华合创 2008 年分行业销售收入情况 (万元)

| 分行业或分产品  | 营业收入      | 营业成本      | 营业利润率  | 营业收入同比增减 | 营业利润率同比增减 |
|----------|-----------|-----------|--------|----------|-----------|
| 通信行业     | 9,087.22  | 6,812.88  | 25.03% | 59.88%   | 0.03%     |
| 电力水利     | 19,992.49 | 15,277.24 | 23.59% | 100.31%  | 1.03%     |
| 铁路交通行业   | 4,843.85  | 3,762.30  | 22.33% | 41.12%   | -0.04%    |
| 政府行业     | 7,300.79  | 5,578.77  | 23.59% | 29.56%   | -0.37%    |
| 金融保险医保行业 | 6,201.90  | 4,718.01  | 23.93% | 99.08%   | 0.07%     |
| 计算机服务业   | 1,085.79  | 880.81    | 18.88% | 29.47%   | 0.30%     |
| 制造业      | 3,057.19  | 2,647.09  | 13.41% | -15.73%  | 0.24%     |
| 其他       | 5,458.81  | 4,459.81  | 18.30% | 49.58%   | -0.16%    |

数据来源: 年报、塔晶投资研究中心

## ◇ 走向成熟软件公司的盈利模式

图表 3: 东华合创 2008 年分产品销售收入情况 (万元)

| 分产品情况         | 营业收入      | 营业成本      | 营业利润率   | 营业收入比上年增减 | 营业成本比上年增减 | 营业利润率比上年增减 |
|---------------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|------------|
| 系统集成          | 44,786.91 | 40,506.57 | 9.56%   | 58.94%    | 58.65%    | 0.17%      |
| 自制软件产品及定制软件收入 | 3,876.58  |           | 100.00% | 14.49%    |           | 0.00%      |
| 技术服务收入        | 6,203.04  | 2,073.40  | 66.57%  | 110.72%   | 31.13%    | 20.28%     |
| 其他业务          | 2,161.51  | 1,556.94  | 27.97%  | 48.54%    | 54.17%    | -2.63%     |

数据来源: 年报、塔晶投资研究中心

分产品对比分析:

图表 4: 东华合创分产品销售收入比较分析 (万元)

| 分产品        | 08 半年报   | 07 年报    | 06 年报    |
|------------|----------|----------|----------|
| 1. 系统集成    | 44584.75 | 63150.99 | 49347.27 |
| 2. 自制软件    | 3876.59  | 7654.96  | 4859.33  |
| 3. 技术支持与维护 | 6492.03  | 5367.12  | 4296.62  |
| 技术维护占比     | 11.81%   | 7.05%    | 7.34%    |

数据来源: 年报、塔晶投资研究中心

公司技术维护收入08中报大幅增加,其中收购联银通促进了技术维护收入的增长,说明公司目前的软件和集成业务的粘性有所增强,并且在行业中的长期积累已经开始显现价值,正在向成熟信息技术公司的盈利模式迈进。

## ◇ 联银通业绩略有下降

2008年合并联银通的报表。上半年联银通的收入为6354万元,较上年同期的6384万元略有下降,净利润为1680万元。公司认为销售收入是在合理范围内波动,但联银通经过收购后其业务运行情况以及与原东华合创的协同效应有待观察。

## ◇ 盈利预测

考虑到华信北美将在第三季度的并表,预计2008-2010 年公司每股收益为0.55 元,0.78 元和0.90 元。



# 飞亚达 A ( 000026 )

## 主要结论

- ◇ 从飞亚达上半年实际经营情况看，宏观经济的不景气并没有对销售带来较大冲击，在通胀预期的心理下，消费者有购买名表进行保值的消费行为，因此，公司对下半年的经营形势持相对乐观的态度。
- ◇ 品牌和规模效应带来毛利率的增长。飞亚达的名表连锁及自有品牌飞亚达毛利率呈上升趋势。
- ◇ 由于规模效应与公司管理能力不断提升，销售费用率与管理费用率持续降低。未来仍有继续降低的空间。
- ◇ 扩张导致资金压力依然不轻，表现为财务费用不断上升，现金流净额长期为负值。
- ◇ 名表经营的特殊性令公司存货周转率较慢，未来若能提升效率将减小资金占用。经营质量有待提高。
- ◇ 行业持续看好：中国整个奢侈品消费进入已爆发性增长的阶段，预计未来十年进口名表行业可保持 30% 以上的增速。

## 具体分析

表 1: 公司历年营业收入增长率、毛利率、三费率、净利润率情况 (百万元)

|       | 04Y           | 05Y           | 06Y           | 07Y           | 08H           |
|-------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入  | <b>278.25</b> | <b>341.50</b> | <b>487.24</b> | <b>805.27</b> | <b>518.55</b> |
| 收入增长率 | 21.97%        | 22.73%        | 42.67%        | 65.27%        | 48.00%        |
| 毛利率   | 37.08%        | 38.76%        | 36.66%        | 35.24%        | 35.19%        |
| 销售费用  | 55.23         | 59.04         | 78.50         | 105.95        | 68.04         |
| 占收入比  | 19.85%        | 17.29%        | 16.11%        | 13.16%        | 13.12%        |
| 管理费用  | 33.96         | 49.31         | 57.63         | 82.23         | 46.87         |
| 占收入比  | 12.20%        | 14.44%        | 11.83%        | 10.21%        | 9.04%         |
| 财务费用  | 0.10          | 1.51          | 5.68          | 18.16         | 17.20         |
| 占收入比  | 0.04%         | 0.44%         | 1.17%         | 2.26%         | 3.32%         |
| 净利润   | <b>1.91</b>   | <b>16.01</b>  | <b>29.26</b>  | <b>60.88</b>  | <b>38.42</b>  |
| 净利率   | 0.69%         | 4.69%         | 6.01%         | 7.56%         | 7.41%         |
| 净利增长率 | -62.5%        | 739.0%        | 82.8%         | 108.0%        | 42.3%         |

数据来源：年报、塔晶投资研究中心

### ◇ 收入、净利润增长稳定

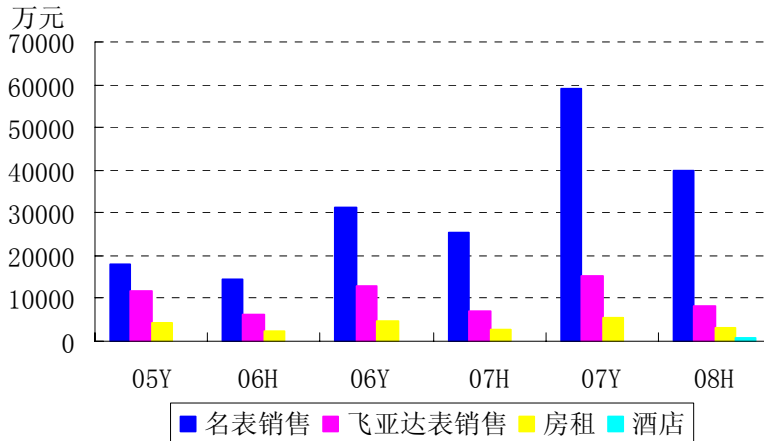
报告期内累计实现营业收入 51855 万元，比上年同期增长 48.00%，实现利润总额 4753 万元，比上年同期增长 53.42%，实现净利润 3842 万元，比上年同期增长 42.29%。

### ◇ 分业务收入增长幅度较高

2008 年上半年，在国内外经济形势诸多因素不确定的情况下，各项业务继续保持高速、稳健的发展态势，名表零售、飞亚达表、物业均保持较高幅度的增长，经济效益大幅提高。



表 2: 分业务营业收入情况

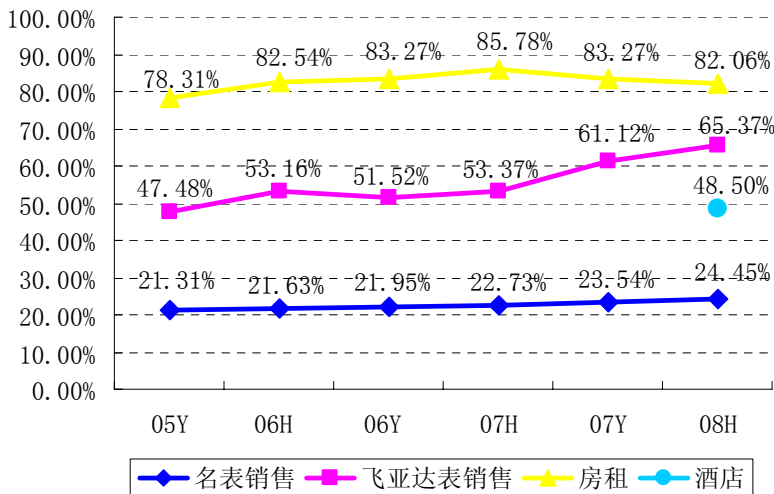


数据来源: 年报、塔晶投资研究中心

◇ 名表销售、自有品牌销售毛利率持续攀升

品牌和规模效应带来毛利率的增长。飞亚达的名表连锁及自有品牌飞亚达毛利率呈上升趋势。公司名表零售毛利率上升主要得益于亨吉利门店面积增加带来销售收入增长以及手表平均销售单价上升, 另一方面是规模扩大之后从品牌商那里拿到更大的折扣价格, 导致毛利率有所提高; 飞亚达销售毛利率上升与高档表销量增加以及手表提价有关。亨吉利的平均手表零售单价已经达到 1 万元/只, 飞亚达的平均零售单价达到 1642 元/只, 较 2007 年上涨了 15.63%。

表 3: 分产品毛利率变化



数据来源: 年报、塔晶投资研究中心

◇ 公司综合毛利率略有下降

1、业务比例结构变化: 名表销售毛利率低于自有品牌销售毛利率, 而名表销售占比逐渐增加, 令历年综合毛利率有所下降。2、物业毛利率微降。

表 4: 分产品毛利率变化

| 收入占比   | 05Y    | 06Y    | 07Y    | 08H    |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 名表销售   | 53.14% | 64.17% | 73.81% | 76.84% |
| 飞亚达表销售 | 34.73% | 26.38% | 19.09% | 15.47% |

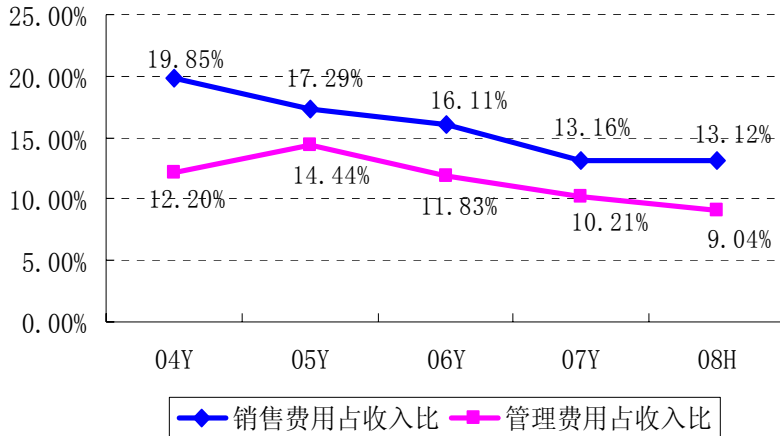
数据来源: 年报、塔晶投资研究中心



### ◇ 销售费用、管理费用持续下降，规模效应不断显现

由于规模效应与公司管理能力不断提升，销售费用率与管理费用率持续降低。老门店的内生增长率高达50%为管理费用率和营业费用率的下降提供了较大的空间，因为内生增长不需要新增管理费用和营业费用做支撑，当然较大面积的新门店密集开业也会带来一定的营业费用增长，但是总体而言预计管理费用率和营业费用率将会继续下降。

**表 5: 销售费用率与管理费用率变化**

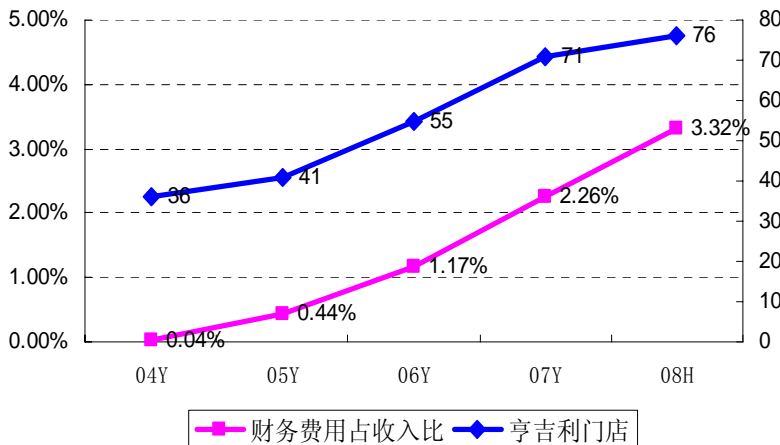


数据来源：年报、塔晶投资研究中心

### ◇ 店铺扩张导致财务费用有所增加

08年上半年公司三项费用率为25.48%，比去年同期上涨0.2%，主要是由于财务费用率同比增长1.38%。这与公司今年向银行增加短期借款17000万主要用于亨吉利门店扩大铺货规模有关。

**表 6: 财务费用率及亨吉利连锁店扩张情况**



数据来源：年报、塔晶投资研究中心

### ◇ 存货周转率较慢，占用较多现金

对于快速消费品而言，奢侈品销售量小，反映在营运资金周转上，主要表现为大部分名表零售企业需要买断存货，周转速度比较慢，现金占用较多，降低了资金使用效率。另外，如果公司向某品牌采购手表，那么就需要将供应商提供的一盘货全部买下，其中既有旺销货也有销售不佳的商品，一般一盘货能够畅销比例在50%-60%。这个取决于渠道商和供应商之间的博弈，取决于渠道商的议价能力。在这方面，公司一直在进步。并且存货跌价风险很小，世界名表基本上每年涨价在5~8%以上。



表7: 公司存货周转情况(百万元)

|               | 04Y    | 05Y    | 06Y    | 07Y    | 08H    |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 存货            | 203.98 | 233.86 | 371.20 | 517.70 | 637.31 |
| 周转天数(相对于销货成本) | 371.8  | 382.1  | 357.8  | 311.1  | 312.2  |
| 存货/销货成本(%)    | 116.5% | 111.8% | 120.3% | 99.3%  | 189.6% |

数据来源: 年报、塔晶投资研究中心

比较香港上市的两家表业企业看, 行业龙头新宇亨得利以及宜进利的存货占收入比也较大, 可见这是行业特殊性决定了存货周转较慢, 不过亨吉利与这两家比还有继续改进的余地。

表8: 其他公司存货周转情况(百万元)

| 新宇亨得利 | 04Y    | 05Y    | 06Y     | 07Y     | 08H     |
|-------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 存货    | 447.16 | 662.42 | 1262.82 | 1666.76 | 2122.99 |
| 占收入比  | 36.93% | 64.14% | 68.54%  | 46.97%  | 102.99% |
| 宜进利   | 04Y    | 05Y    | 06Y     | 07Y     | 08H     |
| 存货    | 513.00 | 654.17 | 1015.63 | 3246.56 |         |
| 占收入比  | 36.70% | 42.38% | 49.42%  | 119.74% |         |

数据来源: 年报、塔晶投资研究中心

#### ◇ 现金流方面的压力一方面来自存货周转慢, 另一方面来自于开新店

现在名表销售正处于一个跑马圈地的重要战略时期。面对如此好的机遇, 公司不会轻易放弃。并且由于公司的亨得利名表零售的货物均需要全款付帐, 因此在零售终端的扩张过程中, 对于铺货的资金压力较大。比较香港上市的两家表业企业看, 新宇亨得利与宜进利的现金流压力也较大。

表9: 现金流净额比较(百万元)

| 经营性现金净额 | 04Y    | 05Y    | 06Y     | 07Y     | 08H     |
|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 亨吉利     | -24.94 | -16.98 | -88.01  | -57.41  | -79.46  |
| 新宇亨得利   | -23.23 | 98.01  | -79.63  | -20.02  | -327.26 |
| 宜进利     | 170.94 | 324.87 | -270.75 | -370.33 |         |

数据来源: 年报、塔晶投资研究中心

#### ◇ 下半年谨慎乐观

在通胀预期的心理下, 消费者有购买名表进行保值的消费行为, 目前世界名表基本上每年涨价在5~8%以上。因此, 公司对下半年的经营形势持相对乐观的态度。

#### ◇ 未来持续看好该行业

中国目前已经是仅次于日本的第二大奢侈品消费国家, 中国整个奢侈品消费进入已爆发性增长的阶段, 随着中国经济持续高速增长和人均收入的继续增加、人们受教育程度的提高、视野不断扩大以及奢侈品消费风气与消费观念的逐渐渗透, 未来十年进口名表行业可保持30%以上的增速。



# 恒瑞医药 (600276)

——2008年半年报点评

## 主要结论

- ◇ 上半年公司实现营业收入11.97亿元，同比增长33.03%，实现营业利润2.58亿元，同比增长37.63%，实现归属于母公司净利润1.92亿元，同比增长24.75%，上半年实现每股收益0.37元。
- ◇ 公司主业继续保持快速增长，主要产品艾恒，艾素保持稳定增长，由于加大了二线产品的销售，芙瑞、吉加、艾力、七氟烷等产品报告期内实现了较快速度的增长。
- ◇ 医药制造业毛利率同比上升0.64个百分点，达到83.84%，其中片剂类产品毛利率提高8.86个百分点。
- ◇ 交易性金融资产拖累公司业绩。公司去年用闲置资金投资二级市场所获的交易性金融资产公允价值变动损失9800万元。
- ◇ 维持08、09年每股收益0.70元、0.95元不变。

## 1. 业绩回顾

上半年公司实现营业收入11.97亿元，同比增长33.03%，实现营业利润2.58亿元，同比增长37.63%，实现归属母公司净利润1.92亿元，同比增长24.75%，上半年实现每股收益0.37元。扣除非经常性损益后的净利润为2.54亿元，同比增长76.15%，即主业继续保持高速增长。主营业务增长超预期。

**交易性金融资产拖累公司业绩。**公司去年用闲置资金投资二级市场所获的交易性金融资产公允价值变动损失9800万元。

## 2. 主营业务保持较快增长

- ◇ 公司主业继续保持快速增长，主要产品艾恒，艾素保持稳定增长，由于加大了二线产品的销售，芙瑞、吉加、艾力、七氟烷等产品报告期内实现了较快速度的增长。
- ◇ **医药工业毛利率**同比上升0.64个百分点，达到83.84%，其中片剂类产品毛利率提高8.86个百分点，主要因为高毛利率的来曲唑和厄贝沙坦销售快速增长带动所致；原料方面，因奥沙利铂原料铂涨价，毛利率下降13.35个百分点。因新合并医药商业公司导致综合毛利率下降0.85个百分点。
- ◇ 报告期内公司还收购了华晨医药作为公司专门的OTC销售公司，这显示了公司加大二线产品销售的决心，力图在产品经营上实现全面开花，培养新的利润增长点。
- ◇ **新产品研发方面**，公司在报告期内投入8000多万元的科研费用，新提交的中国专利申请8件，世界专利3件。前期市场关注的几个新药临床研究进展顺利，其中卡曲沙星已经完成了临床3期试验，艾瑞昔布也即将完成3期临床试验，预计09年下半年获得生产批文。另一抗肿瘤药专利药甲磺酸阿帕替尼也已完成了临床一期试验。

## 3. 财务指标

- ◇ **报告期内销售费用率41.1%**，同比下降了0.5个百分点；管理费用率10%，同比下降了9.4个百分点。管理费用的异动主要原因是公司在2季度之前部分销售人员工资记在管理费用里，2季度调回销售费用所以有很大波动。不过不管怎样在销售和管理方面规模化效应都已显现，费用率明显降低。
- ◇ 公司应收帐款达到5.33亿，较期初增加1.06亿，主要原因是上年部分收入放在今年确认，合并了商业公司、以及伴随销售收入增长的部分。以后将基本稳定在目前水平，公司现在每个月收回现金2亿左右，对公司整体影响不大。



图表 1: 盈利情况季度环比

单位: 万元

| 科目      | 2Q08   | 1Q08   | 环比增长    |
|---------|--------|--------|---------|
| 营业收入    | 59899  | 59849  | 0.10%   |
| 毛利率     | 78.80% | 84.30% | -5.5    |
| 销售费用    | 26508  | 22659  | 17.00%  |
| 销售费用率   | 44.30% | 37.90% | 6.4     |
| 管理费用    | 3645   | 8378   | -56.50% |
| 管理费用率   | 6.10%  | 14.00% | -7.9    |
| 财务费用    | 216    | 243    | -11.20% |
| 财务费用率   | 0.40%  | 0.40%  | 0       |
| 费用率     | 50.70% | 52.30% | -1.6    |
| 公允价值变动  | -866   | -9017  |         |
| 投资收益    | 474    | 1525   | -68.90% |
| 营业利润    | 15620  | 10199  | 53.20%  |
| 营业利润率   | 26.10% | 17.00% | 9       |
| 利润总额    | 15348  | 10215  | 50.30%  |
| 所得税率    | 21.60% | 25.20% | -3.6    |
| 净利润     | 12035  | 7638   | 57.60%  |
| 归属母公司净利 | 11753  | 7429   | 58.20%  |

资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心

图表 2: 盈利情况同比

单位: 万元

| 科目      | 08H    | 07H    | 同比增长    |
|---------|--------|--------|---------|
| 营业收入    | 119748 | 90015  | 33.00%  |
| 毛利率     | 81.60% | 82.60% | -1      |
| 销售费用    | 49167  | 37442  | 31.30%  |
| 销售费用率   | 41.10% | 41.60% | -0.5    |
| 管理费用    | 12022  | 17505  | -31.30% |
| 管理费用率   | 10.00% | 19.40% | -9.4    |
| 财务费用    | 458    | 20     |         |
| 财务费用率   | 0.40%  | 0.00%  | 0.4     |
| 费用率     | 51.50% | 61.10% | -9.6    |
| 公允价值变动  | -9883  | 692    |         |
| 投资收益    | 2000   | 773    | 158.80% |
| 营业利润    | 25818  | 18759  | 37.60%  |
| 营业利润率   | 21.60% | 20.80% | 0.7     |
| 利润总额    | 25562  | 18777  | 36.10%  |
| 所得税率    | 23.00% | 16.80% | 6.3     |
| 净利润     | 19673  | 15625  | 25.90%  |
| 归属母公司净利 | 19182  | 15376  | 24.80%  |

资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心

◇ 盈利预测: 维持 08、09 年每股收益 0.70 元、0.95 元不变。



# 科华生物（002022）

## 主要结论

- ◇ 2008年上半年公司实现营业收入2.3亿元，比去年同期增长了26.56%；净利润8091万元，比去年同期增加了52.55%。
- ◇ 试剂实现销售收入1.47亿元，同比增长34%，其中生化和免疫类分别同比增长35%和28%。核酸类由于去年基数较低，同比增长179%。仪器实现销售收入7526万元，同比增长12.69%，其中代理仪器增长平稳，自产仪器实现销售收入1000多万元，同比增长68%。
- ◇ 公司上半年毛利率较去年同期提高约5个百分点，其中试剂和仪器分别上升1.63和6.94个百分点。
- ◇ 预计08-09年每股收益分别为0.55、0.78元。

## 1. 业绩回顾

收入和利润实现了快速增长：2008年上半年公司实现销售收入2.3亿，同比增长26.56%，呈加速态势，实现净利润8091万元，同比增长52.55%，每股收益0.26元。试剂和自产仪器销售快速增长、高毛利率产品比重上升是业绩大幅增长的主要因素。公司预增08年前三季度业绩增长50%以上。

## 2. 主要产品增长情况

- ◇ **诊断试剂**：08上半年公司试剂实现销售收入1.47亿，同比增长34%，其中生化和免疫类分别同比增长35%和28%。核酸类由于去年基数较低，同比增长179%，增长仍主要来自医院临床应用的推广。生化试剂2006-2007年增长平稳，分别为14.6%和17.5%，2008年受医改需求拉动、产品线扩展和公司营销推广驱动，增速开始加快，一季度增长约23%，上半年增长约35%。
- ◇ **自产仪器**：08上半年公司仪器实现销售收入7526万元，同比增长12.69%，其中代理仪器增长平稳，自产仪器实现销售收入1000多万元，同比增长68%。国内全自动生化诊疗仪器市场长期由国外厂商占据，近年深圳迈瑞在中低端市场崭露头角。公司自产的卓越系列全自动生化仪于去年4月获得SFDA认证，质量与品牌都还需要市场逐步验证和认可，凭借公司自身良好的品牌、渠道以及研发能力，卓越系列自产仪器将能在2009年获得较好增长。
- ◇ **出口业务**：公司出口业务较去年同期增长238%，主要是来自艾滋病快速诊断试剂等产品的大额国际订单开始履行，预计全年可实现出口500多万美元。

## 3. 盈利能力

- ◇ **盈利能力大幅提升**：受益于试剂的规模效应和高毛利产品的快速增长，公司上半年毛利率较去年同期提高约5个百分点，其中试剂和仪器分别上升1.63和6.94个百分点。期间费用较去年同期下降1.67个百分点，净利润率达37.4%，较去年同期提高了5.8个百分点。



图表 1: 盈利能力情况 同比

单位:万元

| 科目        | 2007-6-30 | 2008-6-30 | 增长     |
|-----------|-----------|-----------|--------|
| EPS(摊薄:元) | 0.168     | 0.256     | 0.088  |
| 营业收入      | 18243     | 23087     | 26.60% |
| 毛利率       | 58.00%    | 63.00%    | 5      |
| 销售费用率     | 14.80%    | 14.50%    | -0.3   |
| 管理费用率     | 10.20%    | 8.80%     | -1.4   |
| 财务费用率     | -0.10%    | 0.00%     | 0.1    |
| 费用率       | 25.00%    | 23.30%    | -1.7   |
| 营业利润      | 6286      | 9161      | 45.70% |
| 营业利润率     | 34.50%    | 39.70%    | 5.2    |
| 净利率       | 31.60%    | 37.40%    | 5.8    |
| 归属母公司净利润  | 5304      | 8091      | 52.50% |

资料来源:公司公告,塔晶投资研究中心

公司二季度毛利率较一季度环比提高约 6.7 个百分点,净利润率达 40.1%,较去年同期提高了 5.8 个百分点。

图表 2: 盈利能力情况

单位:万元、百分点

| 科目        | 2008 年第一季 | 2008 年第二季 | 环比增长   |
|-----------|-----------|-----------|--------|
| EPS(摊薄:元) | 0.108     | 0.149     | 0.041  |
| 营业收入      | 10840     | 12247     | 13.00% |
| 毛利率       | 59.50%    | 66.20%    | 6.7    |
| 销售费用率     | 13.30%    | 15.60%    | 2.3    |
| 管理费用率     | 8.00%     | 9.40%     | 1.4    |
| 财务费用      | 13        | -10       |        |
| 财务费用率     | 0.10%     | -0.10%    | -0.2   |
| 费用率       | 21.50%    | 25.00%    | 3.5    |
| 营业利润      | 4016      | 5145      | 28.10% |
| 营业利润率     | 37.00%    | 42.00%    | 5      |
| 净利率       | 34.30%    | 40.10%    | 5.8    |
| 归属母公司净利润  | 3393      | 4698      | 38.50% |

资料来源:公司公告,塔晶投资研究中心

#### 4. 盈利预测

科华的主业简单清晰,我们对公司 08-09 年的基本判断:国内医改导致医保人群覆盖增加,诊断试剂领域需求增长;做为国内诊断试剂行业的龙头企业,公司将享受行业扩容带来的成长。

我们预计 08-09 年每股收益分别为 0.55、0.7 元。



# 昆明机床(600806)

—— 机床主业保持较快增长，原材料涨价影响下半年业绩

## 基本结论

- 营业收入同比增长 46.8%，净利润同比增长 56.95%，实现每股收益 0.34 元。
- 机床产品继续保持增长，刨台式和卧式铣镗床增速加快，落地式铣镗床有所放缓，卧式加工中心仍未见起色。
- 毛利率保持稳定，原材料涨价影响将在下半年显现。
- 管理费用因研发费用的计入而大幅增加，销售费用率和财务费用率继续下降。
- 根据半年报情况，调高机床产品毛利率约 1 个百分点，增加管理费用约 5000 万元，提高减值准备，得到修正后的预测结果为：2008、2009 年销售收入分别为 17.82 和 22.44 亿元，每股收益分别为 0.74 和 1.00 元。

## 主要内容

- 经营业绩继续保持较快增长。**08 年上半年，公司实现营业收入 8.08 亿元，同比增长 46.8%；实现营业利润 1.79 亿元，净利润 1.48 亿元，同比增长分别为 54.67%和 56.95%，每股收益 0.34 元。其中机床业务实现收入 6.50 亿元，同比增长 46.61%；非机床业务实现收入 1.48 亿元，同比增长 34.39%，非机床业务净利润 -368 万元人民币，较上年同期减少 1666 万元。
- 机床产品继续保持增长，刨台式和卧式铣镗床增速加快，落地式铣镗床有所放缓，卧式加工中心仍未见起色。**

落地式镗铣床却依然供不应求，但由于交货期较长，上半年确认收入增速略低于卧式镗铣床，但从年度销售来看，落地式镗铣床占比增加的趋势是确定的，预计在下半年确认的收入将有明显的体现。

图表 1: 08 上半年机床分产品情况 (万元)

|        | 销售收入  | 占机床收入比重 (%) | 同比增长 (%) |
|--------|-------|-------------|----------|
| 卧式铣镗床  | 27965 | 42.99       | 63.07    |
| 落地式铣镗床 | 27453 | 42.21       | 50.97    |
| 刨台式铣镗床 | 7574  | 11.64       | 116.12   |
| 其他     | 2051  | 3.16        | -29.98   |
| 合计     | 65043 | 100         | 46.61    |

来源：公司报告、塔晶投资研究中心

### ◇ 毛利率保持稳定

2008 年中期昆明机床的综合毛利率提升 3.4 个百分点，其中最主要的原因是机床产品毛利率提升 5.59 个百分点。但需要注意的是，从去年下半年开始，新产品研发费用计入管理费用，今年上半年的研发费用为 3382 万元。而去年上半年的新产品研发费用计入了营业成本，其新产品研发费用估计将近 3000 万元。如果把新产品研发费用都计入营业费用经过计算发现，综合毛利率还是小幅降低了 0.68 个百分点，机床产品毛利率小幅提升 0.36 个百分点，说明机床产品毛利率基本维持稳定。

图表 2: 08 上半年机床两种毛利率情况对比 (亿元)

|      | 营业收入 | 营业成本<br>(计研发费) | 营业成本<br>(不计研发费) | 08 中期毛利率<br>(不计研发费) | 08 中期毛利率<br>(计研发费) | 07 年中期<br>毛利率 |
|------|------|----------------|-----------------|---------------------|--------------------|---------------|
| 合并报表 | 8.08 | 5.59           | 5.25            | 35.02%              | 30.82%             | 31.49%        |
| 机床业务 | 6.5  | 4.38           | 4.04            | 37.85%              | 32.62%             | 32.26%        |

来源：公司报告、塔晶投资研究中心



#### ◇ 原材料涨价影响将在下半年显现

由于公司产品属于大型机床，生产周期较长，而且公司现金非常充足，因此上半年交货的产品原材料在2007年已经采购。但是下半年交货的产品很大一部分原材料是今年上半年采购，而公司已经签订的合同大部分是闭口合同，因此下半年毛利率将不可避免的有所降低。假设下半年原材料涨价由供应商承担一半，公司除落地式镗铣床外的其他产品涨价6%，涨价明显的金属类原材料占成本比例30%，估计下半年由公司承担的原材料价格上涨幅度在30%左右。由此以测算出下半年毛利率将下降4个百分点左右。

**图表 3: 机床毛利率变化敏感性分析 (%)**

| 原材料价格涨幅<br>产品售价涨幅 | 0%   | 10%   | 20%   | 30%   | 40%   | 50%    | 60%    |
|-------------------|------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 0%                | 0.00 | -1.95 | -4.01 | -6.21 | -8.54 | -11.03 | -13.68 |
| 3%                | 1.89 | 0.00  | -2.01 | -4.13 | -6.40 | -8.81  | -11.39 |
| 4%                | 2.50 | 0.62  | -1.36 | -3.47 | -5.71 | -8.10  | -10.65 |
| 5%                | 3.09 | 1.24  | -0.73 | -2.82 | -5.04 | -7.41  | -9.93  |
| 6%                | 3.68 | 1.84  | -0.11 | -2.18 | -4.38 | -6.72  | -9.23  |
| 7%                | 4.25 | 2.43  | 0.50  | -1.55 | -3.73 | -6.05  | -8.53  |
| 8%                | 4.81 | 3.01  | 1.09  | -0.94 | -3.10 | -5.40  | -7.85  |
| 9%                | 5.36 | 3.58  | 1.68  | -0.33 | -2.47 | -4.75  | -7.18  |
| 10%               | 5.91 | 4.13  | 2.26  | 0.26  | -1.86 | -4.12  | -6.53  |
| 11%               | 6.44 | 4.68  | 2.82  | 0.84  | -1.26 | -3.49  | -5.88  |
| 12%               | 6.96 | 5.22  | 3.38  | 1.42  | -0.67 | -2.88  | -5.25  |
| 13%               | 7.47 | 5.75  | 3.92  | 1.98  | -0.08 | -2.28  | -4.63  |

来源：公司报告、塔晶投资研究中心

#### ◇ 管理费用因研发费用的计入而大幅增加，销售费用率和财务费用率继续下降

管理费用较去年同期增长了76.91%，主要是报告期内公司3382万元的新产品研发费记入了管理费用中，而去年的新产品研发费用计入了营业成本。除去这一因素，公司的三项费用率同比均有所下降，规模效应继续显现。

#### ◇ 准时在6月份收到07年增值税退税2629万元，增厚EPS约0.06元，下半年不会再有。

#### ◇ 应收账款坏帐准备较期初增加1604万元，总坏账准备达到1.25亿元，占应收账款和其他应收款的40%，高于一般标准。其中，上半年母公司又增提了1857万元、通用设备子公司转回了252万元的坏账准备。估计下半年减值准备将大大减少，不排除出现转回超过计提的情况。

#### ◇ 根据半年报情况，调高机床产品毛利率约1个百分点，增加管理费用约5000万元，提高减值准备，得到修正后的预测结果为：2008、2009年销售收入分别为17.82和22.44亿元，每股收益分别为0.74和1.00元。



# 石基信息（002153）

## 主要内容及结论

- ◇ 公司经营情况良好，主营业务持续高速增长，销售费用、管理费用控制较好，形成一定的规模效应。
- ◇ 受益于酒店业的持续增长，依托品牌优势，进一步巩固了细分行业的垄断地位，逐步走向成熟软件公司的盈利模式。
- ◇ 餐饮管理系统的加入与公司原有系统共用客户资源，协同效应明显，后续增长可期。
- ◇ 利用行业垄断优势积极发展新业务，畅联系统的进展情况良好，突破在即。
- ◇ 酒店银行卡收单系统盈利模式正在探索，进展快于预期，效益显著，前景广阔。
- ◇ 预计公司08—10年每股收益为1.10元、1.73元、3.02元。

## 年报分析与点评

### ◇ 公司经营情况：

报告期内，公司实现营业收入 21,417 万元，同比增长 89.27%；实现营业利润 5,825 万元，同比增长 135.92%；实现净利润 6,084.45 万元，同比增长 86.14%。实现每股收益 0.54 元。销售费用率同比减少 2.29%，管理费用率同比减少 5.02%，扣除公允价值变动、投资收益、营业外收支后的利润率同比上升，经营管理情况较好。

图表 1：石基公司费用率利润率比较

|       | 08 半年报 | 07 年报  | 07 半年报 | 06 年报  |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 10.16% | 10.39% | 12.45% | 10.75% |
| 管理费用率 | 20.42% | 19.29% | 25.44% | 19.61% |
| 毛利率   | 57.91% | 61.24% | 61.36% | 58.52% |
| 净利率   | 28.41% | 36.23% | 28.89% | 29.64% |

来源：公司报告、塔晶投资研究中心

公司总体毛利率较去年同期降低了 3.45%，主要原因是为配合部分酒店客户迎奥运进行系统改扩建的迫切需要，公司在上半年以硬件代购等极低毛利率的方式为部分重要用户改扩建了系统，从而导致公司报告期内系统集成业务毛利率有较显著的降低。公司预计，系统集成业务毛利率将在下半年恢复到正常水平。技术支持与维护毛利率同比有所提升，但环比略有下降，主要原因是可能分担了部分项目成本以及新建客户支持中心的成本投入。

图表 2：石基公司 08 中报分产品销售收入毛利率情况（万元）

| 分产品        | 营业收入   | 营业成本  | 毛利率     | 营业收入<br>同比增减 | 营业成本<br>同比增减 | 毛利率<br>同比增减 |
|------------|--------|-------|---------|--------------|--------------|-------------|
| 1. 系统集成    | 7,576  | 6,454 | 14.81%  | 106.02%      | 119.89%      | -5.37%      |
| 2. 软件开发    | 8,949  | 0.00  | 100.00% | 78.24%       | 0.00%        | 0.00%       |
| 3. 技术支持与维护 | 4,891  | 2,560 | 47.66%  | 86.91%       | 78.18%       | 2.56%       |
| 合计         | 21,417 | 9,014 | 57.91%  | 89.27%       | 106.19%      | -3.45%      |

来源：公司报告、塔晶投资研究中心

### ◇ 走向成熟软件公司的盈利模式：

公司报告期内共完成新建酒店信息系统项目 72 个（去年同期为 50 个），签署常年技术支持与服务合同用户达 396 个（去年同期为 301 个）。西软科技新增用户数量 196 家，比上年同期的 177 家提高了 19 家。



公司继续强化了在国际连锁高档酒店信息系统业务领域的主导地位。技术支持与服务是软件公司粘性产生的收入，从目前来看公司技术维护收入占比不大，主要是公司新客户拓展过程中，按照公司的垄断地位来看，完全具备迈向成熟软件公司盈利模式的基础。

图表 3: 石基公司分产品销售收入比较分析 (万元)

| 分产品        | 08 半年报 | 07 年报  | 06 年报  |
|------------|--------|--------|--------|
| 1. 系统集成    | 7,576  | 9,700  | 6,584  |
| 2. 软件开发    | 8,950  | 11,906 | 8,303  |
| 3. 技术支持与维护 | 4,891  | 6,838  | 4,424  |
| 技术维护占比     | 29.60% | 31.65% | 29.72% |

来源: 公司报告、塔晶投资研究中心

#### ◇ 餐饮管理系统产生协同效应:

公司通过收购香港 INFRASYS 公司切入餐饮信息系统领域。报告期内, INFRASYS 业务进展顺利, 其北京全资子公司 INFRASYS (BEIJING) 已经完成注册并正式运转, 在中国大陆, INFRASYS 与石基总公司在酒店餐饮系统业务方面产生了预期的协同效应, 降低了双方该项业务的销售成本, 显著提高了毛利率。INFRASYS 在香港, 澳门及东南亚地区的业务也保持了较好的发展势头。

#### ◇ 畅联业务有突破, 盈利在即:

“畅联 (Chinaonline) 酒店分销在线处理系统”继续推进: 1) 核心技术 “互联网预订引擎 (MBE)” 的引进、消化及其与公司各 PMS 系统的双向接口开发已全部完成; 2) 全面完成系统的市场推广测试, 已与 300 多家酒店用户签订 “畅联” 项目实施商务协议; 3) 已完成 100 多家酒店用户的连接运营测试, 并取得预计效果; 4) 向目标分销渠道的合作推广工作按计划推进。

#### ◇ 酒店银行卡一体化收单系统进展快于预期:

酒店银行卡一体化收单系统 (PGS) 取得重要进展: 报告期内, 与中国工商银行签订了合同额近 2000 万元的 PGS 技术开发和系统采购合同, 公司已经同中国银行总行, 交通银行总行和工商银行总行等主要收单银行达成 PGS 业务全面合作。同时与中国银行、交通银行签订了基于 PGS 之上的 DCC 增值业务收入分享合同并已为中国银行开通将近 30 家酒店。该业务收费模式有待跟踪, 从公司的运作思路和惯例来看, 有希望按交易额收费, 即使没能实现此收费模式, 软件开发和系统维护的费用也能实现较好的收入。

#### ◇ 公司下一步的业务区域:

图表 4: 石基公司分地区销售收入情况

| 地区      | 营业收入      | 营业收入比上年增减 (%) |
|---------|-----------|---------------|
| 北京      | 4,714.48  | 80.18%        |
| 上海      | 4,485.05  | 59.82%        |
| 东北      | 344.62    | 32.92%        |
| 华北      | 246.20    | -64.42%       |
| 华中      | 437.57    | -16.62%       |
| 华南      | 3,822.92  | 55.02%        |
| 华东      | 3,496.22  | 212.08%       |
| 西南      | 308.84    | -31.47%       |
| 西北      | 742.64    | 95.61%        |
| 国外 (境外) | 2,818.73  | 去年同期无境外地区收入   |
| 合计      | 21,417.27 | 89.27%        |

来源: 公司报告、塔晶投资研究中心

从 08 中报来看, 北京和华东是增长较快地区, 后续的预测北京增长会放缓, 华南地区有望持续高增长。根据目前经济有所放缓的趋势, 跟踪该类地区酒店建设进展情况可以帮助预判石基的盈利情况。



图表 5: 石基公司盈利预测情况

| 项 目           | 2005   | 2006   | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股盈利 (元)    | 0.841  | 1.366  | 1.808  | 1.095  | 1.734  | 3.018  |
| 净利润增长率        | 67.82% | 62.47% | 76.44% | 21.12% | 58.32% | 74.05% |
| 市盈率 (倍)       | 165.27 | 101.72 | 76.87  | 47.49  | 29.99  | 17.23  |
| 行业优化平均市盈率 (倍) | 19.04  | 14.65  | 25.86  | 46.98  | 46.98  | 46.98  |
| 市场优化平均市盈率 (倍) | 37.57  | 28.99  | 49.98  | 72.30  | 72.30  | 72.30  |
| 股息率           | 0.18%  | 0.18%  | 0.36%  | 0.96%  | 0.96%  | 0.00%  |
| PE/G (倍)      | 2.44   | 1.63   | 1.01   | 2.25   | 0.51   | 0.23   |
| 净资产收益率        | 33.56% | 40.88% | 19.27% | 20.72% | 26.59% | 33.39% |
| 每股净资产 (元)     | 2.51   | 3.34   | 9.38   | 5.29   | 6.52   | 9.04   |
| 市净率 (倍)       | 55.46  | 41.58  | 14.81  | 9.84   | 7.98   | 5.75   |
| 每股经营性现金 (元)   | 1.20   | 1.30   | 1.88   | 0.78   | 2.14   | 3.00   |
| 发行股数 (百万股)    | 42.00  | 42.00  | 56.00  | 112.00 | 112.00 | 112.00 |

来源: 公司报告、塔晶投资研究中心



# 智光电气(002169)

—— 自制业务进展不快，毛利率短期内难大幅提高

## 基本结论

- ◇ 销售收入和净利润低于预期。实现营业收入 1.44 亿元，实现利润总额 1082 万元，净利润 836 万元，同比分别增长 41.06%、19.43%、6.65%。
- ◇ 高压变频收入低于预期，消弧选线装置略超预期。
- ◇ 自制业务进展不快，主导产品毛利率大幅提升难度大。
- ◇ 三项费用率增加过多，下半年将有所控制。
- ◇ 7 月完成对广州智光电机有限公司两位自然人股东合计持有的 9% 的出资权的收购，减少少数股东损益。
- ◇ 下半年业绩将显著强于上半年，预计 2008、2009 年完成销售收入分别为 3.83 和 5.2 亿元，每股收益 0.48 和 0.64 元。

## 主要内容

- ◇ **销售收入和净利润大低于预期。**实现营业收入 1.44 亿元，实现利润总额 1082 万元，净利润 836 万元，同比分别增长 41.06%、19.43%、6.65%。
- ◇ **高压变频收入低于预期，消弧选线装置略超预期。**高压变频实现收入 4904 万元，低于预计的 1 亿元。由于收到风机试验装置移至新厂区，影响试验约 1 个月，影响收入 2000 万元。截至 7 月底新增订单约 1.6 亿元，全年预计可以完成收入 1.8-2 亿元。消弧选线装置实现收入 8134 万元，由于去年同比下滑，今年情况有所好转，截至 7 月底新增订单约 1.4 亿元，全年预计可以达到 25% 的增速。
- ◇ **自制业务进展不快，主导产品毛利率短期内难大幅提高。**消弧选线装置毛利率为 21.56%，同比下降 3.53 个百分点，但比去年下半年上升 4.7 个百分点，原因为价格有小幅提高。高压变频装置毛利率 37.9%，同比上升 5.85 个百分点，但比去年下半年下降 8.7 个百分点，原因为上半年交货的大容量产品占比少。供用电控制自动化毛利率 55%，与去年基本持平。电力信息化产品毛利率下降 7.57 个百分点，降幅较大，但由于占比小，对综合毛利率影响不大。

在消弧装置中，接地变压器和消弧线圈占成本的比重约为 48%，成本占收入的比重为 80%，按照 20% 的毛利率计算，可以增加毛利率 8 个百分点。高压变频装置中，变频变压器占成本的比重约为 30%，成本占收入的比重为 62%，按照 30% 的毛利率计算，可以增加毛利率 5.5 个百分点。

但由于公司对自制无经验，5-6 月份生产组织并不顺利。下半年仅会有 20%-40% 接地变压器、线圈和 20% 变频变压器实现自制。预计分别提高毛利率为 2.4 和 1.1 个百分点。

下半年大容量高压变频的产品交货比例将增加，毛利率将有提高。另外，铜价也将有所回落，可以一定程度上提高产品毛利率。

图表 1: 08 上半年分产品情况 (万元、百分点)

| 分产品          | 营业收入     | 营业成本     | 毛利率    | 营业收入<br>同比增减 | 营业成本<br>同比增减 | 毛利率<br>同比增减 |
|--------------|----------|----------|--------|--------------|--------------|-------------|
| 消弧选线装置       | 8,134.76 | 6,381.22 | 21.56% | 29.75%       | 35.87%       | -3.53       |
| 高压变频装置       | 4,904.77 | 3,045.96 | 37.90% | 87.70%       | 71.56%       | 5.85        |
| 供用电控制与自动化类产品 | 770.14   | 346.59   | 55.00% | -13.07%      | -11.76%      | -0.66       |
| 电力信息化类产品     | 596.72   | 342.62   | 42.58% | 34.30%       | 54.68%       | -7.57       |

来源：公司报告、塔晶投资研究中心



◇ 三项费用率增加过多，下半年将有所控制。

由于一季度收入确认较少，所以销售费用率10.4%较高，二季度有所回落至7.1%。管理费用率季度为15%，二季度降至9.9%。

费用率上升太快，侵蚀了营业利润，公司下半年将加大费用管理力度，切实降低费用率水平。预计全年销售费用和管理费用7000万元左右。

上半年短期借款1.01亿元，比年初增加500万元，财务费用289万元，增长2倍。主要原因为收款不及时和20%的收入来自“节能还款”，应收账款增加，需要从银行借款维持生产运营。由于公司规模较小，借款利率高于标准利率，财务费用负担沉重。下半年借款还将增加，而且公司募集资金也已大部分投入，所以财务费用将提高较大。

图表 2: 08 上半年费用率变动情况 (万元、百分点)

| 科目        | 2008 年二季 | 2008 年一季 | 环比增长   | 同比增长    |
|-----------|----------|----------|--------|---------|
| EPS(摊薄:元) | 0.058    | 0.043    | 0.015  | 0       |
| 营业收入      | 8895     | 5511     | 61.40% | 54.20%  |
| 营业成本      | 6668     | 3448     | 93.40% | 64.30%  |
| 毛利率       | 25.00%   | 37.40%   | -12.4  | -4.6    |
| 销售费用      | 631      | 572      | 10.40% | 16.20%  |
| 销售费用率     | 7.10%    | 10.40%   | -3.3   | -2.3    |
| 管理费用      | 876      | 825      | 6.20%  | 73.60%  |
| 管理费用率     | 9.90%    | 15.00%   | -5.1   | 1.1     |
| 财务费用      | 189      | 100      | 88.20% | 227.40% |
| 财务费用率     | 2.10%    | 1.80%    | 0.3    | 1.1     |
| 费用合计      | 1697     | 1497     | 13.30% | 53.40%  |
| 费用率       | 19.10%   | 27.20%   | -8.1   | -0.1    |

来源: 公司报告、塔晶投资研究中心

◇ 7 月 22 日完成对广州智光电机有限公司两位自然人股东合计持有的 9% 的出资权的收购，减少了少数股东损益。

2008 年7 月22 日完成了工商变更登记手续，智光电机成为全资子公司。收购款为676万元，分三年支付。截至2008 年6 月30 日，该公司总资产16,743.47 万元，净资产4,068.20 万元，2008 年1-6 月实现归属母公司净利润690.20 万元。

◇ 下半年业绩将显著强于上半年，预计 2008、2009 年完成销售收入分别为 3.83 和 5.2 亿元，每股收益 0.48 和 0.64 元。

由于电力行业的设备采购有较强的季节性，采购的审批一般集中于年末前后，招标安排于年中，因此设备交货和验收集集中于下半年。根据往年经验，上半年营业收入只占全年收入的30%—35%。且公司在上半年面临的厂房搬迁、生产规模调整等困难都将逐步消失或减弱，因此我们预计收入和盈利在下半年会显著好于上半年。



# 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   | 2760-2800 | +10   | -20   | -50   |
| 南宁   | 2770-2780 | 0     | -20   | -50   |
| 昆明   | 2720      | 0     | -10   | -60   |
| 旬尾   | 2640-2650 | -20   | -40   | -110  |
| 湛江   | 2800      | 0     | -20   | -40   |
| 乌鲁木齐 | 3030-3050 | 0     | -40   | -50   |

资料来源: 中国食糖网 2008-9-24

## 最新国际油价

| 名称    | 最新价格 (\$/bbl) | 涨跌幅%   |
|-------|---------------|--------|
| Brent | 102.45        | -0.611 |
| WTI   | 105.73        | -0.825 |

资料来源: BLOOMBERG 2008-9-24

## 金属期货价格

| 名称 | 最新价格(USD/MT) | 涨跌额     | 涨跌幅%   |
|----|--------------|---------|--------|
| 锌  | 1790.000     | 20.000  | 1.13   |
| 镍  | 17150.000    | -50.000 | -0.29  |
| 铅  | 1995.000     | -5.000  | -0.25  |
| 铜  | 6905.000     | -75.000 | -1.07  |
| 铝  | 2503.000     | -5.000  | -0.199 |

资料来源: BLOOMBERG 2008-9-24

## 国际金价 (美元/盎司)

| 名称 | 最新价格    | 涨跌额  | 涨跌幅%  |
|----|---------|------|-------|
| 黄金 | 889.00  | 9.40 | 1.069 |
| 铂金 | 1197.00 | 2.50 | 0.209 |
| 钯金 | 248.50  | 1.00 | 0.404 |
| 白银 | 13.37   | 0.19 | 1.441 |
| 港金 | 8228    | 88   | 1.081 |

资料来源: BLOOMBERG 2008-9-24



## 基金服务

### ■ 投资理财心态最重要

9月19日中国股市突然发飙，从前些天的持续大跌到当日全线涨停，市场以往的恐慌、沮丧、绝望一夜之间变成了激动和亢奋。那些前两天还怨声载道的股民突然变得喜笑颜开，纷纷准备将银行存款取出继续补仓加码。

这戏剧性的一幕重复发生了18年。大部分人最大的特征似乎就是健忘，一涨就全部忘记了下跌时的种种原因，甚至忘记自己在下跌时咬牙切齿地发誓“再也不做股票”之类的话，“精选个股”、“把握机会”成为他们当前最大的任务。

巴菲特说，买卖股票就是与“市场先生”做交易，“市场先生”情绪波动特别大，当他歇斯底里地给出一个远超价值的价格时，我们就要赶紧把股票卖给他；相反，当他消沉地给出一个远低于价值的价格时，我们就要乘机买进。遵循这样的原则，巴菲特与“市场先生”之间的交易做了几十年，使他做成了世界首富。

反观大部分人，交易恰好做反了。市场上大部分投资者都被“市场先生”牵着鼻子走，处于一个相当被动的位上。甚至有的没买到股票而错过这次行情的股民心里很郁闷，说自己掉了一个大大的“皮夹子”。这种心态怎么能做好投资呢？

确实有人在全线涨停前一天满仓买进了股票，他们并不是内幕交易者，仅是凭多年交易经验得到这样的抄底信号。但是，这些朋友在6124点下来的过程中屡屡抄底，每次炒完后抛得略慢一点就要斩仓，这一路下来是亏多赚少。虽然这个“底”是让他们炒到了，但他们的“试错”成本也很高，这次全线涨停的行情也未必能全部弥补他们的损失。不少人总幻想市场底部给自己抄到，那是不现实的。投资者基本也就分两类：一类是频频入市捕获底部信号的人，这种人有可能抄到短底（甚至有可能炒到历史性大底），但在此之前他们总体损失很大；另一类是等待“熊转牛”的底部反转信号出现以后才入市的人，他们没有试错成本，也不会为错失一两个涨停而懊恼。这次三部委联合救市根本没有触及到大小非问题，“熊转牛”是根本不可能的，短期脉冲式上涨在真正的成熟投资者眼里只不过是一根可以忽略的“毛刺”。

如果理智被感情战胜的话，人很容易冲动，而冲动一定是要付出代价的。看到有很多没抄到“底”而蠢蠢欲动的人，他们想在日后的行情中分一杯羹。然而，就像4月份那次印花税降低的行情那样，从最低点到最高点只有8天时间，消息公布后再买股票的人都损失惨重。因此，做投资，心态是最重要的。



## 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](http://www.tajing.com)