



聚沙成塔 集粹为晶

塔晶投资研究

2008 08

上海塔晶投资管理有限公司主办 总第8期





目 录

财经观察.....	1
半年报点评.....	2
北纬通信 (002148)	2
康缘药业 (600557)	4
荣信股份 (002123)	6
山下湖 (002173)	8
烟台万华 (600309)	11
交易回顾.....	14
大宗商品价格.....	15
基金服务.....	16



财经观察

CPI:

17家国内外研究机构预计三季度我国CPI涨幅为6.1%，比二季度回落1.7个百分点。

7月份CPI同比增幅将较6月份的7.1%再度大幅回落，可能至6.5%左右甚至以下。从商务部的数据来看，季节因素的作用使得7月份蔬菜、水果、肉类、鸡蛋等食品价格继续回落，但回落幅度较6月份有所减小。

有机构预测下半年CPI同比仍会整体维持在6%左右，全年CPI累计增幅会在7%以上，大大高于政府年初设定的4.8%的目标。摩根大通最近的一份经济研究报告指出，下半年，中国内地的消费物价指数将持续走低，全年物价指数已于2月份见顶，预计食品价格增长步伐将于未来12个月进一步放缓。

油价:

7月31日原油期货价格收盘下跌了超过2美元，至此7月油价下跌了近16美元，创历史最大单月下跌数字。由于美国公布的经济数据疲软，使市场担心全球最大的石油消费国需求将会降低，油价继续下滑。

纽约商业交易所9月份交割的原油期货价格下跌了2.69美元，跌幅2.1%，收于每桶124.08美元。盘中油价一度下跌至每桶122.71美元，为全天最低价。

整个7月份油价一共下跌了15.92美元，跌幅11%。

房产:

虽然开发商在7月保持了5月、6月的高推盘量，但7月上海近一半的新房滞销，导致了成交量环比下滑三成、同比下滑六成，并且一手商品住宅的成交均价也从6月的16988元/平方米下滑到12824元/平方米。

7月31日，佑威房地产研究中心发布最新统计数据，在刚刚过去的7月，商品房（剔除动迁配套房）的供应量为174.74万平方米，略低于6月的181.4万平方米。其中，商品住宅的供应量为129.97万平方米，略高于6月的129.17万平方米。

GDP:

受政策与上年基数的影响，经济增长速度趋缓。第二季度经济增速为10.1%，较第一季度回落0.5%，较2007年同期的11.9%回落1.8%。上半年GDP增速为10.4%，较2007年同期回落1.8%，较2007年年末回落1.5%（是2004年第四季度以来的最低增速）。这一方面是因为宏观调控效果逐步显现，另一方面也是因为2007年基数较高所致（2007年GDP第一季度增长11.7%，第二季度增长11.9%）。

当前经济增长已达更可持续的水平。2000年以来，我国经济单季平均增速为9.5%，累计增速平均值为10.1%。有研究认为，当前中国更可持续（失业率和通胀水平均在社会可承受范围内）的增长水平应该在9%~10.5%。目前10.4%的增速已落入更可持续的增长区间。第三季度经济增速会继续放缓。

汇率:

上上下下波动两周之后，人民币汇率仍然保持在6.83关口附近整理，7月31日的中间价报价为6.8388，较30日小幅下跌37个基点。

未能延续7月初的凌厉攻势，人民币汇率在后半个月的不温不火也“拖累”了7月份整月人民币汇率的升值幅度。数据显示，7月份的累计升值点数为141个基点，较6月份的881个基点骤降，升值幅度也仅为0.3%。

渣打银行最新发布的报告认为，随着政府政策基调从压通胀到保增长的转变，“今后一段时间人民币的升值步伐将放慢，无论是人民币名义有效汇率（NEER）还是对美元汇率。”报告将年底人民币汇率的预测值从之前的6.55调整到了6.60，意味着人民币今年的累计升值幅度为10.7%左右。这还不算，在以缓慢的速度结束了今年的升值进程之后，人民币汇率明年甚至还可能会出现反转。渣打银行认为：“2009年人民币震荡升值可能接近停顿。”



北纬通信 (002148)

——2008 半年报点评

主要结论

- ◇ 公司彩信业务增长情况良好，净利润增长慢主要是由于新项目投入拖累了业绩，08上半年由于彩信新增5省的接入业务，使收入增长达到正常水平。由于新项目的投入大，导致公司毛利率下降6%。
- ◇ 公司08半年报的利润8.17%的增幅，小于营业利润和销售收入的增幅，主要是由于公司销售费用率提高所致。
- ◇ “快信100”业务推出后已经在6省启动，目前面临一定的销售费用等压力，但未来其增长前景需要逐步观察。
- ◇ 主要风险：公司主营是SP业务，受行业政策影响较大，运营商的挤压利润风险也比较大，由于SP业务的门槛并不高，新竞争对手进入的风险也较大。
- ◇ 盈利预测：预计08—10年公司的EPS分别为：0.44/0.58/0.76元。

主要内容

- ◇ 公司主营业务为移动数据增值服务领域。报告期内，实现营业总收入6486.74 万元，营业利润1972.24 万元，净利润1625.32 万元，分别比上年同期增长22.44%，18.88%和8.17%，每股收益0.21元。业绩增长的主要原因是公司在保持原有业务稳定发展的同时，大力推广彩铃业务，取得了良好的效果。

图表 1: 主要会计数据

单位: 元

	报告期 (1—6 月)	上年同期	本报告期比上年同期增减 (%)
营业总收入	64,867,383	52,979,343	22.44%
营业利润	19,742,352	16,606,603	18.88%
利润总额	19,649,032	16,590,619	18.43%
净利润	16,253,246	15,025,128	8.17%
扣除非经常性损益后的净利润	14,434,236	15,010,774	-3.84%
基本每股收益	0.21	0.26	-19.23%
稀释每股收益	0.21	0.26	-19.23%
净资产收益率	4.60%	12.26%	-7.66%
经营活动产生的现金流量净额	7,746,154	10,534,130	-26.47%
每股经营活动产生的现金流量净额	0.10	0.28	-64.29%

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

公司实现营业总收入 6486.74 万元，同比增长 22.44%；营业利润 1972.24 万元，同比增长 18.88%；净利润 1625.32 万元，比上年同期增长 8.17%。主要由于公司新业务扩展，导致的成本费用上升，毛利率下降。

图表 2: 主营业务分行业情况

单位: 万元

分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入 同比增减	营业成本 同比增减	毛利率 同比增减
信息产品	6,486.74	2,670.83	58.83%	22.44%	35.01%	-6.11%

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

从半年报的分析可以看出，公司拓展新业务导致销售费用和销售费用率都有较大幅度的增加，管理费用



控制情况良好，三项费用整体有所下降。

图表 3: 三项费用情况

单位: 万元

科目	2008-6-30	同比增长
销售费用	903	62.20%
销售费用率	13.90%	3.4 个百分点
管理费用	851	-11.90%
管理费用率	13.10%	-5.1 个百分点
财务费用	-142	
财务费用率	-2.20%	-1.6 个百分点
费用合计	1612	8.00%
费用率	24.80%	-3.3 个百分点

资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心

- ◇ 2008 年报告期内, 中国电信增值服务行业延续着规范和调整的趋势, 行业内企业两级分化严重, 很多中小企业受监管和经营环境的变化被淘汰, 同时各基础电信运营商积极扶植规范、有实力的增值服务合作伙伴, 北纬通信在行业中的地位不断提升。北纬通信坚持规范服务, 发挥在公众服务方面的优势, 得到更多基础运营商的认可, 业务合作伙伴越来越多。
- ◇ 移动168 的升级业务“快信100”的推出, 得到中国移动各主要业务省公司的欢迎, 目前已有广东等六个省实现计费并进入业务启动期, 另外有5个省公司已实现平台接入, 合作正在洽谈中。北纬通信加大彩铃业务的推广, 该业务收入在整体收入的比例逐步提高, 又有5个电信运营商省份实现彩铃业务接入, 并产生收入。
- ◇ 在新的环境下开拓更多健康、有效的业务推广渠道, 为公司的收入规模稳步提高打下基础。公司开发的3G流媒体互动平台为中国移动在奥运期间开通的“我的奥运我报道”视频互动业务提供平台及运营支持。
- ◇ 目前国内几大电信运营商的重组和即将到来的3G时代, 为增值电信服务企业带来新的挑战和发展空间。现有的业务形态会随着移动通信产业的发展发生变化, 更多、更新的服务会不断涌现, 为基础电信运营商、增值服务商、设备供应商和广大的手机用户带来共赢得局面。
- ◇ 未来移动增值行业面临三个机遇: 即将到来的几大电信运营商的重组会为行业带来更大的发展空间和同更多运营商合作的机会; 3G时代的到来, 为移动增值服务和市场提供更广阔、更丰富多彩的服务, 实现服务的全面升级和产生新的产品市场; 越来越规范的市场环境淘汰很多不规范的中小企业, 使有实力企业的市场占有率提高。宏观机遇和北纬通信竞争力的提高使公司对未来充满信心, 公司经营能力和赢利能力会有稳定、持续提高。
- ◇ 盈利预测: 预计08-10年公司的EPS分别为: 0.44/0.58/0.76元。



康缘药业(600557)

—— 2008 半年报点评

主要结论

- ◇ 2008年上半年公司实现营业收入5.73亿元，比去年同期增长了28.41%；净利润5422万元，比去年同期增加了51.29%。
- ◇ 重点临床品种终端消化增长明显。主打品种桂枝茯苓胶囊达到29.3%、二线品种热毒宁注射液、散结阵痛胶囊、腰痹通胶囊分别达到了153.8%、52.5%、68.7%。
- ◇ 工业产品毛利率大幅提升，公司盈利能力进一步提高。

1. 业绩回顾

2008年上半年公司实现营业收入5.73亿元，比去年同期增长了28.41%；营业利润、净利润分别为7851万元和5422万元人民币，分别比去年同期增加了62.04%和51.29%。扣除非经常性损益后的净利润为5882万元，比去年同期增长了76.47%。每股收益为0.20元，同比减少了13.04%。

医药工业毛利率提高4.31个百分点，重点产品剂型毛利率均有一定提高。

图表 1: 主营业务分剂型情况

单位: 万元

分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(%)
胶囊	29416	6402	78.24	28.14	1.93	增加5.60个百分点
口服液	1923	471	75.51	33.18	-4.77	增加9.76个百分点
注射液	4384	1104	74.82	111.63	99.85	增加1.48个百分点

资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心

2. 主要临床产品终端消化增长明显

主打品种桂枝茯苓胶囊达到29.3%、二线品种热毒宁注射液、散结阵痛胶囊、腰痹通胶囊分别达到了153.8%、52.5%、68.7%。

图表 2: 主要临床产品销售情况

单位: 万元

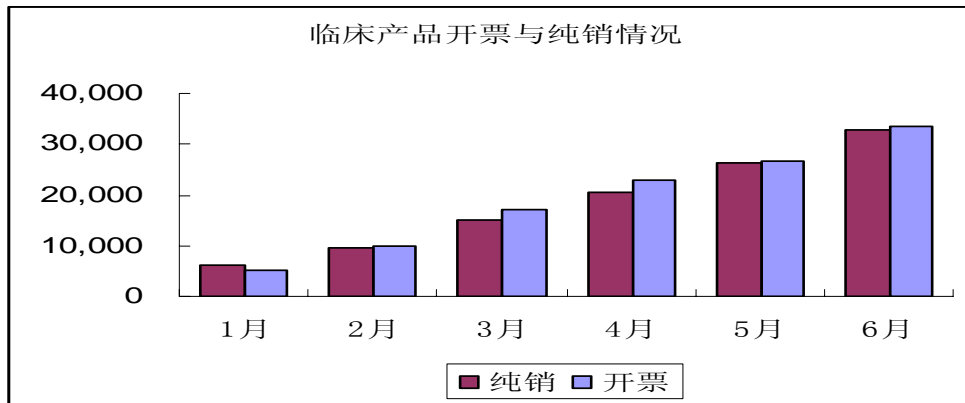
销售收入	开票值	增长率	消化值	增长率
桂枝茯苓胶囊	13165	10.6%	13649	29.3%
天舒胶囊	3276	7.3%	3330	17.4%
抗骨增生胶囊	2526	25.7%	2476	19.6%
金振口服液	1817	23.1%	1683	20.9%
腰痹通胶囊	4603	67.6%	3999	68.7%
散结阵痛胶囊	3889	41.7%	3647	52.5%
热毒宁注射液	4072	86.5%	4176	153.8%
产品合计	33348	39.0%	32960	38.6%

资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心

上半年开票数量与终端销货量基本持平，而纯销增长率总体高于开票增长率，说明公司物流以及终端销售顺畅，销售收入更加实在。

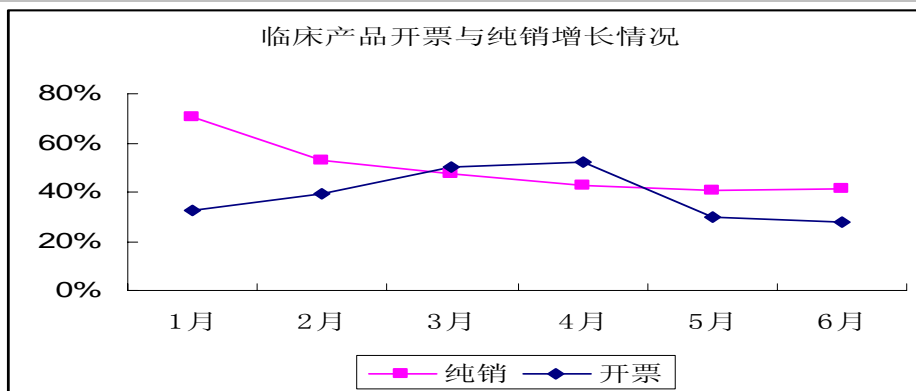


图表 3: 临床产品开票与纯销情况



资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心

图表 4: 临床产品开票与纯销增长情况



资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心

3. 盈利能力进一步提高

由于主要产品销售增长, 规模化效应明显, 重点品种毛利率提高, 综合毛利率比去年同期提高了 4.5 个百分点, 高于预期。销售费用率比去年同期升高了 3.6 个百分点, 主要是消化了 2400 万广告费用。管理费用率比去年同期下降了 1.9 个百分点, 说明公司管理能力继续提高。由于实行新的税率, 实际税率大幅降低, 但是研发费用年底抵扣, 全年所得税率仍有下降空间。上半年归属母公司净利润增长 51.30%, 其中赈灾捐赠 1000 万元。若按去年捐赠金额, 今年上半年实际增长接近 80%。

图表 5: 盈利能力情况

科目	单位: 万元			
	2008-6-30	增长	2007-12-31	2007-6-30
营业收入	57319	28.40%	99863	44637
毛利率	59.10%	4.6	56.50%	54.60%
销售费用率	32.40%	3.6	30.10%	28.80%
管理费用率	9.90%	-1.9	11.80%	11.80%
财务费用率	2.00%	-0.1	2.10%	2.10%
费用率	44.30%	1.7	44.00%	42.70%
营业利润	7851	62.00%	11302	4845
营业利润率	13.70%	2.8	11.30%	10.90%
所得税率	24.10%	-5.9	18.60%	30.00%
归属母公司净利润	5422	51.30%	9636	3584

资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心

盈利预测: 维持 08 年每股收益 0.52 元不变。



荣信股份(002123)

——2008年半年报点评

基本结论

- ◇ 上半年业绩增长符合预期。营业收入同比增长59.46%，净利润同比增长63.13%，扣除非经常性损益后的净利润同比增长43.26%；
- ◇ 订单快速增长，新产品新领域拓展成功；
- ◇ 综合毛利率下降8.52个百分点，下半年毛利率将有所回升；
- ◇ 营业费用控制成效明显，管理费用由于研发投入增多上升较多；
- ◇ 政府补助与收到增值税退税款带来营业外收入大幅增长；
- ◇ “节能还款”方式正式运作，风险与机遇并存，公司应把握好尺度；
- ◇ 08-10年EPS分别为0.90、1.35、1.92元。

主要内容

- ◇ **上半年业绩增长符合预期。**公司08上半年实现营业收入25773万元，同比增长59.46%，净利润47102万元，同比增长63.13%，扣除非经常性损益后的净利润同比增长43.26%，公司同时预增08年1-9月净利润同比增长40%-70%，业绩增长符合预期。
- ◇ **订单快速增长，新产品新领域拓展成功。**上半年公司新签订单4.25亿元，同比增长63.28%；主导产品SVC国内市场占有率50%以上，继续保持冶金、电气化铁路、煤炭等行业的领先地位，开始进入发电厂、有色金属、风力发电等新行业；新产品HVC、SVG订单增长较快，HVC新签合同4001万元，同比增长110%，SVG新签合同1162万元；国际业务发展迅速，公司SVC和VFS产品相继获得订单的国家有巴西、越南、印度、苏丹、孟加拉、巴基斯坦、德国。
- ◇ **综合毛利率下降8.52个百分点，下半年毛利率将有所回升。**半年度综合毛利率下降8.52%，其中SVC毛利率下降5.64%，MABZ毛利率下降12.75%，FC毛利率下降18.23%，HVC毛利率下降14.75%，其他产品和服务毛利率下降15.67%。毛利率下降的主要原因为上半年交货的订单中为开发新领域、赢得市场而签订的低毛利率、小额订单集中交货造成。同时员工成本上升约30%，也对毛利率构成了一定压力。为拓展高压变频的市场，今年通用型变频订单大幅度增长，上半年收入同比增长749.26%，通用型高压变频毛利率比四项限高压变频毛利率要低。

表1: 分产品毛利率

分产品	营业收入 (万元)	毛利率 (%)	营业收入同比 (%)	毛利率同比 (百分点)
高压动态无功补偿装置 SVC	17327	49.60	33.84	(5.64)
智能瓦斯排放装置 MABZ	765	53.54	45.50	(12.75)
电力滤波装置 FC	2646	11.76	59.73	(18.23)
高压变频调速装置 HVC	2945	46.03	749.26	(14.75)
静止无功发生器 SVG	1384	31.55		

资料来源：公司中报，塔晶投资研究中心

预计SVC毛利率下半年将有回升，其它产品毛利率将维持较低水平。下半年SVC将有很多大额、高毛利率的订单交货，例如与国华陕西国华锦界能源有限责任公司签订的8580万元SVC重大合同预计可以确认



一半的收入，因而毛利率会有较大回升。FC由于是从供应商处采购后直接发送到客户处进行安装，所以受原材料成本上升影响很大，预计全年毛利将维持较低水平。HVC通用型占比增加趋势不变，毛利率将维持50%左右的合理区间。

由于SVC占总收入的比重仍保持70%以上，因此综合毛利率将会有所回升。

- ◇ **营业费用控制成效显著，管理费用由于研发投入增多上升较多。**营业费用增加19%，慢于收入增速，渠道投入已见成效，费用率10.1%，环比增加1.7个百分点，处于合理水平；管理费用由于研发投入增多上升较多，增长83.7%，费用率21.6%，环比下降3.5个百分点。若扣除2821万元的技术开发费，管理费用为2700万元，同比还减少10%。预计今后2年，公司将继续维持高研发费用的政策，充分利用国家拨款和自筹资金，在较短时间内突破制约产业化发展的关键技术问题。

表 2: 费用率分析

单位: 万元

	2008 年第二季	2008 年第一季	环比增长	同比增长
销售费用	1536	1071	43.40%	90.70%
销售费用率	11.80%	8.40%	3.4 个百分点	1.3 个百分点
管理费用	2353	3207	-26.60%	47.20%
管理费用率	18.10%	25.10%	-7 个百分点	-2.8 个百分点
财务费用	-307	-36		
财务费用率	-2.40%	-0.30%	-2.1 个百分点	-2.3 个百分点
费用合计	3583	4243	-15.60%	49.20%
费用率	27.60%	33.20%	-5.6 个百分点	-3.8 个百分点

资料来源: 公司中报, 塔晶投资研究中心

- ◇ **政府补助与收到退税款带来营业外收入大幅增长。**08上半年公司收到政府补助909万元、增值税退税1567万元(07中报为427万元)，营业外收入同比增长402%，进而造成净利润增幅大大高于收入增幅。

公司作为软件产业还将继续享受增值税返还政策至2010年，退税优惠可以持续。截至上半年底，递延收益尚有3114万元，均为政府拨款科研投入项目，待正式验收后可以分期确认为营业外收入。大功率电力电子行业，属于国家重点支持的节能降耗高新技术产业，后续将会继续得到国家财政拨款的支持。

- ◇ **“节能还款”方式正式运作，风险与机遇并存，公司应把握好尺度。**08年公司正式开始节能还款方式的销售工作，分期收款促进销售，但增加了长期应收款，增大了现金周转压力，上半年短期借款增加1.02亿元，而公司以前是没有短期借款的。分期收款销售商品，销售收入确认是按照合同价款的未来现金流量现值确认销售收入，应收的合同价款与其公允价值(未来现金流量现值)之间的差额，在合同期间内，按照应收款项的摊余成本和折现率计算确定的金额进行摊销，作为财务费用的抵减处理。公司折现率是以三年期国债利率为基准，确定为6%。截至上半年底，长期应收款余额为2252万元。

采用此种方式销售产品，折现率偏低，且具有一定的财务风险，希望公司能够从严选择客户，认真做好账款催收工作，防范坏账的大幅增加。

- ◇ 根据公司近期的变化，我们小幅调整盈利预测，08-10年EPS分别为0.90、1.35和1.92元。



山下湖 (002173)

——2008 年半年报点评

基本结论

- ◇ 行业竞争加剧，收入增幅下降；毛利率、净利率均有上升，费率明显下降，公司成本、费用控制较好。
- ◇ 外销比重大，汇率升值有一定损失，但价格的提升保证了毛利。
- ◇ 公司珍珠采购和销售的特殊性，导致经营现金流净额与利润背离，如果经营活动产生的现金流量在未来几年内不能持续好转，公司的正常生产经营将受到较大影响。
- ◇ 企业问题：公司总体规模仍然偏小；我国珍珠产品征收消费税制约公司内销市场的开拓；目前我国中高档珍珠饰品市场中，境外品牌仍占优势地位。
- ◇ 风险提示：受宏观经济下滑影响，以及珍珠行业竞争加剧，预计未来业绩增幅小于前期。

具体分析

- ◇ 行业竞争加剧，收入增幅下降；毛利率、净利率均有上升，费率明显下降，公司成本、费用控制较好（见表 1）

2008 年上半年，公司实现销售收入 20838 万元，同比增长 18.54%；实现主营业务利润 4690 万元，同比增长 27.31%；实现净利润 2988 万元，同比增长 35.73%。

08 年上半年，公司加大了市场营销工作的力度，提高了珠宝级珍珠产品的销售比重，产品结构的变化，令毛利率有所增加。另外，公司自产珍珠规模的扩大、外销价格的提高，也提高了毛利率。

公司三项费用率开始下降，规模效应初步体现。

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 单位: 万元

名称	04年	05年	06年	07年	08半年
营业收入	15,141.69	19,218.90	23,863.95	29,198.28	20,837.98
收入增长率		26.93%	24.17%	22.35%	18.54%
毛利率	23.15%	22.22%	31.30%	30.48%	32.64%
毛利率增加		-0.94%	9.08%	-0.81%	
销售费用率	0.97%	1.15%	1.21%	1.41%	1.14%
管理费用率	2.30%	2.29%	4.85%	5.29%	4.07%
财务费用率	1.44%	3.79%	5.98%	5.55%	2.65%
净利率	11.35%	8.02%	10.99%	12.13%	14.34%
净利率增加		-3.33%	2.97%	1.15%	

资料来源：公司招股说明书、年报、塔晶投资研究中心

表 2: 08 年上半年公司主营业务分行业、分产品情况 单位: 万元

主营业务分行业情况				营业收入比	营业成本比	毛利率比上
分行业或分	营业收入	营业成本	毛利率(%)	上年同期增	上年同期增	年同期增减
产品				减(%)	减(%)	(%)
珍珠行业	20,837.98	14,036.20	32.64%	18.55%	15.44%	1.81%
主营业务分产品情况						
珍珠串	19,929.59	13,462.44	32.45%	20.74%	16.77%	2.30%
饰品	908.39	573.76	36.84%	26.64%	24.57%	-2.00%



资料来源：公司半年报、塔晶投资研究中心

◇ 外销比重大，汇率升值有一定损失，但价格的提升保证了毛利

公司不断加大主营业务的内销力度（见表4）。但是，外销比重依然较大（见表3），公司的产品主要销往香港地区，主要结算货币为港元，在港元与美元实行联系汇率制度的情况下，人民币对美元的持续升值给公司的业务拓展带来了较大的压力，整个珍珠行业的市场竞争情况也日趋激烈。

表 3: 08 年上半年公司分地区营业收入情况

单位：万元

地区	营业收入	占比	营业收入比上年增减 (%)
内销	3849.95	18.48%	42.50%
外销	16988.03	81.52%	13.02%

资料来源：公司半年报、塔晶投资研究中心

表 4: 公司历年外销占比情况

地区	04年	05年	06年	07年	08上半年
外销	90.83%	86.34%	85.15%	81.93%	81.52%

资料来源：公司招股说明书、年报、塔晶投资研究中心

不过，由于从 05 年开始，公司的外销价格持续回升，由 2005 年的平均 4,304 元/公斤，上升到 2006 年的 4,607 元/公斤和 2007 年 1-6 月的 5,711 元/公斤，价格的上升抵消了汇率升值所带来的损失。

◇ 公司珍珠采购和销售的特殊性，导致经营现金流净额与利润背离

2008 年上半年，公司经营活动产生的现金流量净额为-8702 万元。从公司历年情况看，均存在经营现金流净额与利润背离现象（见表 5）。

表 5: 公司历年营业收入、净利润与经营现金流净额对比

单位：万元

	04年	05年	06年	07年	08上半年
营业收入	29198	23864	19218	15142	20838
净利润	1718	1542	2622	3542	2988
经营现金流净额	-519.44	-7350.37	350.49	-9773	-8702

资料来源：公司招股说明书、年报、塔晶投资研究中心

分析原因如下：

- 1) 存货占比较大——大量购买原材料，导致现金流出较大

表 6: 公司历年存货占总资产比重

单位：万元

	04年	05年	06年	07年	08上半年
存货	7,858.90	13,478.31	17,038.65	32,329.70	38,520.42
存货/总资产	54.47%	53.25%	45.37%	53.79%	57.05%

资料来源：公司招股说明书、年报、塔晶投资研究中心

公司抓住 2007 年原材料价格下跌的契机积极备货，收购了大量原珠，以及由于使用募资收购淡水育珠蚌繁育养殖基地项目，导致公司消耗性生物资产大幅增加所致。

从育珠蚌的生长规律看，最佳采珠期为晚秋到早春，即每年的 10 月到次年 2 月，养殖户出于经济效益的考虑越来越倾向于在最佳采珠期出售育珠蚌，为应对采珠期的季节性，保证必要的高品质珍珠储备，公司每年采购量较大，并且主要的采购集中在第四季度和第一季度。

- 2) 赊销导致应收账款占比较大——资金回笼速度变慢



表 6: 公司历年应收账款占总资产比重

单位: 万元

	04年	05年	06年	07年	08上半年
应收账款	2,008.16	4,020.49	5,724.74	5,187.98	12,185.54
应收账款/资产	13.92%	15.88%	15.24%	8.63%	18.05%

资料来源: 公司招股说明书、年报、塔晶投资研究中心

公司采购时需要预付或货到后支付大量资金。另外,除高档产品收取一定数量的预收款外,为适抢占市场份额,扩大业务规模,公司销售时一般给客户3-6个月付款信用期。

采购和销售不同的资金收付方式及采购额的增加、采购期的集中,使公司存货和应收账款持续增加。令公司财务状况呈现经营活动产生的现金流量净额低于公司同期净利润的特点。但是,如果经营活动产生的现金流量在未来几年内不能持续好转,公司的正常生产经营将受到较大影响。

◇ 企业存在问题

虽然公司综合实力位居细分行业的前列,但公司总体规模仍然偏小,需要不断拓展融资渠道,以满足业务发展需要;

在我国珍珠产品的生产环节继续征收消费税的情况下,在一定程度上制约了公司内销市场的开拓;

目前我国中高档珍珠饰品市场中,境外品牌占优势地位,对公司境内外市场的开拓提出了挑战。

◇ 风险提示: 预计未来业绩增幅小于前期

由于目前总体宏观经济形势不容乐观,预计2008年下半年国内淡水珍珠行业的市场竞争形势将会更加激烈,淡水珍珠的总体价格水平可能将会出现一定的调整,整个淡水珍珠行业在未来的一段时间将可能进入新一轮的整合时期。因此,公司预计2008年1-9月归属于母公司所有者的净利润比上年同期的增长幅度小于30%。



烟台万华 (600309)

——2008 年半年报点评

主要结论:

- ◇ 公司业绩稳步增长;
- ◇ MDI产品价格下跌, 原材料价格上涨, 产品毛利率下降;
- ◇ 下游行业景气度下滑, 影响需求;
- ◇ 公司三项费用率下降;
- ◇ 产能扩张成为未来利润增长点。

分析与比较:

◇ 公司业绩稳步增长

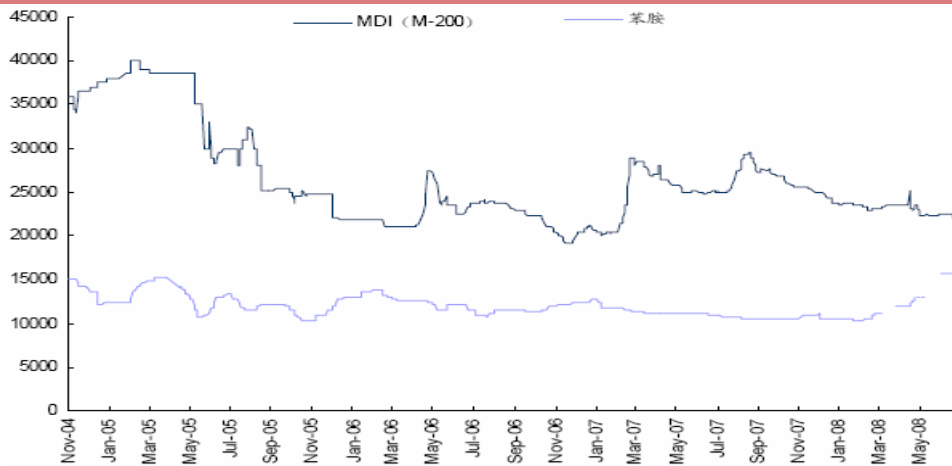
公司2008上半年实现销售收入41.68亿元, 同比增长18.11%; 主营业务利润15.86亿元, 同比增长20.20%, 毛利率38.05%, 比去年同期的37.38%上升了0.67个百分点; 实现归属于上市公司股东的净利润8.81亿元, 同比增长45.3%。利润增速高于销售收入增速的主要原因来自于: 财务费用的降低, 销售费用率的下降, 企业所得税率的降低以及政府补贴收入的增加。2008上半年实现基本每股收益0.53元/股, 同比增长3.92%。净资产收益率达到21.23%, 同比增加1.07个百分点。

公司二季度实现销售收入22.03亿元, 环比增长12.09%; 主营业务利润8.48亿元, 环比增长14.96%, 实现归属于上市公司股东的净利润5.04亿元, 环比增长34.06%, 二季度实现基本每股收益0.30元/股, 环比增长30.43%。

◇ MDI产品价格下跌, 原材料价格上涨, 产品毛利率同比下降

2007年年底以来, 国内MDI市场价格不断下降, 目前长三角地区价格为21850元/吨, 而作为原材料的苯胺价格则平稳上升至15700元/吨左右, 使得MDI生产企业的利润空间受到一定程度的压缩。近年来, 国内的MDI供需关系逐渐转向供大于求, 主要原因是国内的产能扩张仍然快于需求增长: 拜耳原计划于2008年投产的35万吨MDI项目由于人员、技术等多方面原因, 难以在2008年底之前投产。但是, 随着上海联恒24万吨生产装置的逐步稳定运转, 日本NPU 20万吨的MDI装置投产以及烟台万华的扩产改造, 2008年中国的MDI的供应量将新增58万吨, 国内供给的加大使得竞争进一步加剧, 未来MDI可能继续降价。

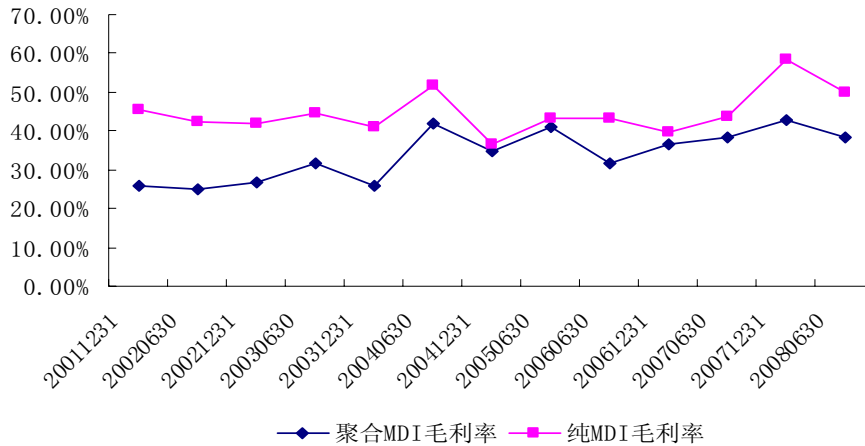
图表 1: MDI 价格走势



资料来源: 塔晶投资研究中心



图表 2: 公司毛利率下降

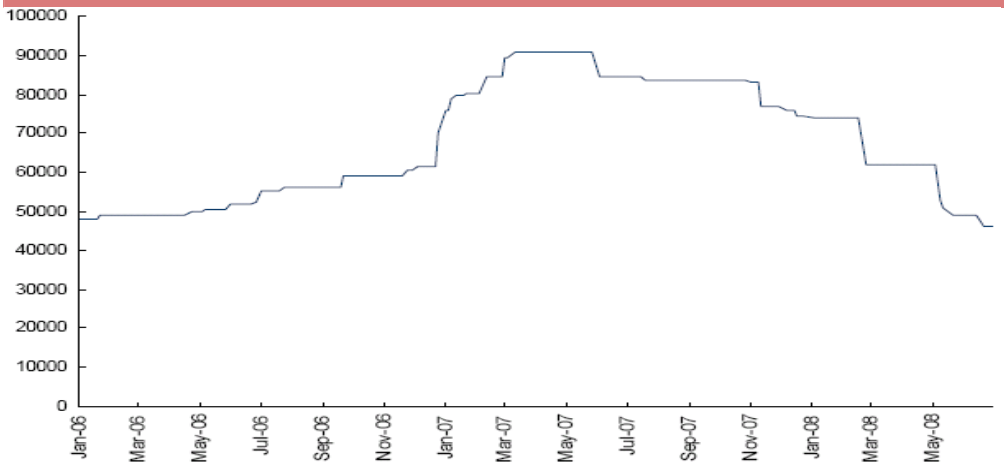


资料来源: 塔晶投资研究中心

◇ 下游行业景气度下滑, 影响需求

自2007年年中以来, 氨纶价格一路下滑至目前46000元/吨左右价位(40D有光, 浙江萧绍地区华峰报价)。在目前氨纶行业开工率已经开始下降。08年开始受纺织行业出口下降的影响, 致使纺织行业对氨纶的需求量减少, 行业内部竞争的日渐激烈也使得产品价格持续下滑, 使氨纶利润空间进一步缩水。我们认为, 如果人民币升值幅度减缓, 纺织、鞋类的出口如果有所恢复, 可能会对氨纶及MDI的需求增长带来利好。

图表 3: 氨纶(40D)价格 元/吨



资料来源: 塔晶投资研究中心

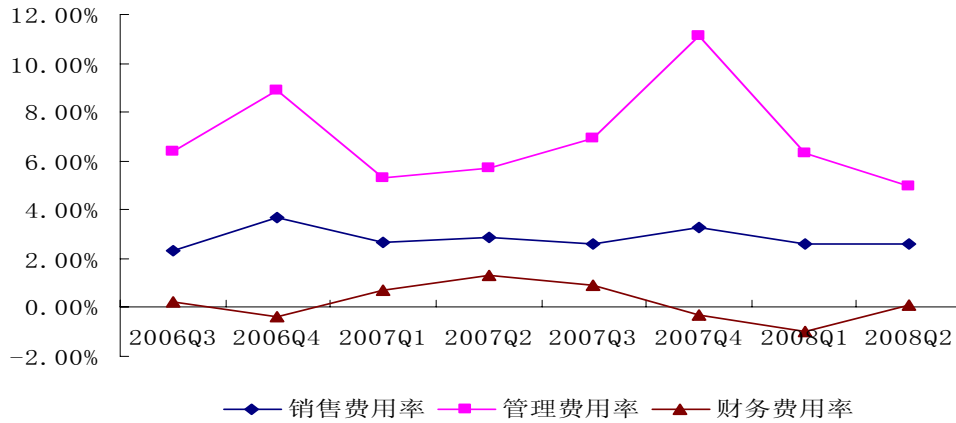
◇ 公司三项费用率下降

公司2008年中报毛利率上升0.67个百分点, 而净利润则出现较大幅度增长, 其中公司实际税率同比下降9个百分点到23%是因为企业所得税率调整至25%的原因。

公司销售费用率、管理费用率、财务费用率合计达到7.76%, 比去年同期的9.32%下降了1.56个百分点; 其中管理费用率由去年同期5.50%小幅上升至5.58%; 销售费用率由去年同期2.78%下降至2.61%; 而财务费用较上年同期下降了148.76%, 主要为随着美元汇率下降, 汇兑损益增加所致。



图表 4: 管理费用率下降



资料来源: 塔晶投资研究中心

◇ 产能扩张成为未来利润增长点。

烟台本部MDI扩产至20万吨的计划将在08年3季度完成, 而宁波万华二期总投资50亿元左右, 将于2010年3月份左右建成30万吨/年MDI, 经过改造后可达到60万吨/年的产能。届时, 烟台万华的MDI总产能将达到80-110万吨。

主要风险

公司未来经营的主要风险来自于: 1, 油价持续暴涨导致原材料价格继续快速上涨; 2, 下游需求出现快速下滑。这些均会导致宏观经济的超预期下滑, 进而影响公司业绩。目前, 油价下跌, 原材料成本上涨压力或将减少, 公司的利润率可能会上升。

公司已经在HDI、HMDI、TPU聚碳酸酯等领域取得了一定的进展, 作为国内技术研发能力一流的化工企业, 我们看好公司在这些领域的开拓能力。我们看好万华的研发和管理能力, 相信度过难关后定能再创辉煌。



交易回顾

上海塔晶旗下包括中泰塔晶一号、中泰塔晶犀牛、华宝塔晶狮王一号、华宝塔晶狮王二号、厦信塔晶华南虎一号、深国投老虎一期在内的六支信托基金借助二零零八年七月的震荡行情，在避免对净值造成过大损失的前提下，逐渐在相对低位对部分核心投资品种继续采取缓慢建仓的投资策略，边跌边买，并适度加仓优质大盘蓝筹品种，以把握本季度可能出现的较大级别的中级上涨行情。

上海塔晶旗下基金 2008 年 7 月度开放日净值如下：

塔晶信托基金 2008 年 7 月度净值披露

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	1.0151	1.0528	5.28%	2007-06-20	2008-07-10
中泰. 塔晶. 犀牛	1.0776	1.0776	7.76%	2007-07-20	2008-07-10
华宝. 塔晶. 狮王一号	0.8870	0.8870	-11.30%	2007-09-03	2008-07-15
华宝. 塔晶. 狮王二号	0.8020	0.8020	-19.80%	2007-10-08	2008-07-15
厦信. 塔晶. 华南虎 1 号	0.7367	0.7367	-26.33%	2007-10-24	2008-07-31
深国投老虎 I 期	0.8436	0.8436	-15.64%	2007-12-11	2008-07-10

注释：上述基金公布的净值均已扣除所有信托费用及业绩报酬。



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	2960-2970	+10	0	-240
南宁	2970	-10	+10	-230
昆明	2920-2950	-20	+80	-220
旬尾	2870-2890	-120	+70	-240
湛江	3040-3050	0	+40	-180
乌鲁木齐	3240-3250	-10	-10	-130

资料来源: 中国食糖网 2008-8-1

最新国际油价

名称	最新价格 (\$/bbl)	涨跌幅%
Brent	127.1	+4.39
WTI	126.77	+4.58
OPEC	121.73	-1.46
塔皮斯	132.55	-3.25
迪拜	119.80	-2.55
杜里	107.25	-1.86

资料来源: BLOOMBERG 2008-7-31

金属期货价格

名称	最新价格(USD/MT)	涨跌额	涨跌幅%
锌	1840.000	-75.000	-3.92
镍	18300.000	-50.000	-0.27
铅	2126.000	-84.000	-3.80
铜	7900.000	-160.000	-1.99
铝	2934.000	-46.000	-1.54

资料来源: BLOOMBERG 2008-8-1

黄金现货价格 (美元/盎司)

名称	最新价格	涨跌额	涨跌幅%
金	912.70	+4.50	0.495

资料来源: BLOOMBERG 2008-8-1



基金服务

“四根神经”左右国际油价涨跌

国际石油价格在7月出现了一轮罕见的“戏剧性涨跌”，各方的反应扑朔迷离。

在纽约商品期货交易所，油价涨跌异常活跃。7月29日，9月份原油期货最低跌至121.42美元，相比7月11日147.27美元的高点，油价累计跌幅达到18.23%。但到30日，油价盘中开始强劲反弹，上升超过5美元，31日又现下跌行情，每桶收于124.08美元。

面对一轮“戏剧性涨跌”，有机构预测：国际油价年内将攀至每桶150美元左右，原油市场供应下降需求增长的基本面格局并没有改变；但石油输出国组织(OPEC)主席卡利尔在雅加达公开表示，石油价格高于每桶120美元是不正常的，油价可能跌至每桶78美元。

人们不禁在问：未来的国际油价是涨是跌，是涨到150美元，还是回落至78美元？

众所周知，在医学上把人的神经系统分为中枢神经系统和周围神经系统两大部分，那么是否可以认为：左右国际油价涨跌走势的是否也有这样几根“敏感神经”——供应偏紧是国际油价的中枢神经系统，美元贬值、投机资金的豪赌和地缘政治因素也可看做是油价的周围神经系统。

第一根“神经”是供需趋紧的预期。全球经济的快速发展拉动石油需求迅速增长，特别是中国和中东地区，在最近5年来的石油需求增长快速，拉动全球需求增长。但与此同时，石油产能扩张艰难，各国政策因素影响、人工成本和机器设备成本不断增加，大量油田工程项目仍被延期或取消。需求的增大还在继续，产能的扩大短期难以实现，正构成市场对未来供需的潜在担忧，使国际市场对原油价格的预期不断被推高。

第二根“神经”是美元的大幅贬值。美元是当前国际货币体系的柱石，国际石油交易都是以美元计价和结算。美元贬值到底在多大的程度上推高了油价？有研究机构以去年9月18日美元指数为基准来测算，结果显示，原油实际价格涨57.3%，名义价格涨71.8%。美元贬值对原油价格涨幅的影响率达到14.5%。美元实际汇率的波动，正在使国际油价的预期变得复杂。7月29日，美元汇价当天全面扬升，美元对欧元汇率强劲上涨1.2%，使得以美元计价的原油期货价格随之下挫，美元与油价的“暧昧情缘”由此可见。

第三根“神经”是投机资金的豪赌。美元在贬值，股市和房市在低迷，商品期货市场自然会吸引大量投机资金“入场”，石油是不可再生资源，一有风吹草动，油价就会大幅波动，大批资金因此而利用市场对国际油价的敏感心里伺机炒作、兴风作浪，成为搅动油价涨跌的又一因素。但是，也有分析认为，投机影响力有限，并没有市场认为的那么大。

第四根“神经”是地缘政治因素。最近十几年来，产油国或石油输出国家的地缘突发事件都是影响油价短期波动的主要原因，比如，尼日利亚冲突以及伊朗、伊拉克等地的局势恶化都会引起国际油价的波动。

进入8月后，国际油价步入“拐点”，还是有望强势反弹，成为各方争辩的焦点。

有人以为，不论是纽约还是伦敦，国际原油期货的价格波动对国内经济走势影响有限，中国的原油、成品油还未与国际接轨。但是，中国的燃油税改革、成品油价格调整、炼油补贴等等政策目前无一不是紧盯着国际原油的波动，抑制汽油消费的过快增长，大力推进节能降耗，努力确保原油增产，理顺原油进出口贸易，是高油价时代中国的必然选择。



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