

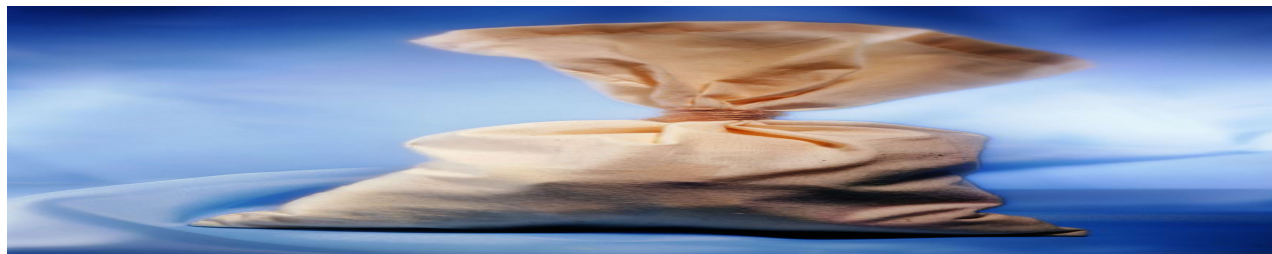


# 塔晶投资研究

2009年第2期 总第14期



上海塔晶投资管理有限公司主办  
[www.tajing.com](http://www.tajing.com)



## 目 录

<b>【财经观察】</b> .....	1
<b>【解密报告】</b>	
<b>九阳股份(002242.SZ)</b> .....	2
——一种文化，多样差异	
<b>【投资策略】</b>	
<b>医药行业2009年投资策略报告</b> .....	13
<b>【大宗商品价格】</b> .....	21
<b>【基金服务】</b>	
<b>最坏时期正在过去 1月CPI有望降至1%以下</b> .....	22



## 【财经观察】

### 上市银行获准进入证券交易所债市

中国证监会和中国银监会 1 月 19 日宣布, 已经在证券交易所上市的商业银行, 经中国银监会核准后, 可以向证券交易所申请从事债券交易。这意味着商业银行在阔别 12 年后, 将重返交易所债券市场。

### 温家宝: 尽快扭转经济增速下滑趋势

国务院总理温家宝 1 月 19 日上午主持召开国务院第二次全体会议, 讨论即将提请十一届全国人大二次会议审议的《政府工作报告(征求意见稿)》。会议决定, 将此稿发往各省、自治区、直辖市和中央有关部门、单位征求意见。

### 积小胜为大胜 加仓迎接牛年

天相投顾统计数据显示, 剔除指数型、债券型、保本型和货币基金, 已披露 2008 年四季报的基金平均股票仓位为 67.5%, 可比的平均股票仓位为 67.71%, 较三季度末基金平均 66.21% 的股票仓位上升 1.5 个百分点。

### 央行与香港签署货币互换协议

中国人民银行与香港金融管理局 1 月 20 日在京签署货币互换协议, 协议实施有效期为 3 年, 经双方同意可以展期, 协议提供的流动性支持规模为 2000 亿元人民币(2270 亿港元)。

### 房产

《每日经济新闻》统计, 上海、北京、深圳和广州在春节长假的 7 天中, 仅卖出 600 余套商品住宅。牛年的到来, 并没有给中国楼市带来“牛味”。全国各地的房地产市场依然一片“闷战”, 看不清何时才能走出低谷。

### 去年GDP增长 9% CPI上涨 5.9%

国家统计局 1 月 22 日宣布, 经初步核算, 2008 年我国国内生产总值(GDP)为 300670 亿元, 同比增长 9%, 其中四季度增长 6.8%; 居民消费价格水平(CPI)同比上涨 5.9%, 涨幅比上年提高 1.1 个百分点。

### 牛年 A 股喜迎开门红

牛年沪深股市在个股“百花齐放”中喜迎“开门

红”。2 月 2 日春节后首个交易日, 沪深股市高开高走、稳步上行, 双双出现 1% 以上的涨幅, 上证综指重返 2000 点。

### 去年 12 月全国财政支出增长 30.8%

从财政部了解到, 在积极财政政策的引导下, 2008 年 12 月份, 全国财政支出 16601.69 亿元, 同比增长 30.8%。对此, 西南证券高级宏观分析师董先安表示, 中央财政的激励作用将在 2009 年逐步体现, 2009 年的经济增长将得到有力支持。

### 基金经理对股市信心有所恢复

2 月 2 日投资财经资讯有限公司 2009 年 1 月基金经理调查结果显示, 基金经理继续调低宏观经济增长预期, 对上市公司盈利增长的预期再创新低。但在市场进入震荡整理阶段后, 基金经理对股市的信心有所恢复。

### 中国没有拿钱给银行补窟窿

国务院总理温家宝日前在伦敦看望中国驻英金融机构人员时表示, 中国四万亿的投资计划是投向实体经济, 没有拿钱给银行补窟窿。至于是否会继续买美国国债, 以及买多少, 要根据中国的需要, 根据外汇安全、保值的要求。

### 机构预期牛年股市或可牛一把

随着农历新年长假的结束, 中国股市也将正式步入牛年。尽管对于 A 股市场能否在牛年里牛一把, 业内机构看法不一, 但对于新一年的投资机会大都充满信心, 其中, 主题性的投资机会最受认可。

### 今年我国 3G 建设投资 1700 亿

近日 3 家电信企业集团分别发布了 2009 年建设计划, 预计今年 3G 建设总投资约 1700 亿元, 其中已启动或近期将启动的投资接近 1200 亿元。

### 1 月新增信贷规模有望突破 1.2 万亿

多家银行有关负责人 2 月 3 日透露, 1 月份银行新增信贷规模有望突破 1.2 万亿元, 同比增速将大大超过去年 12 月的 18.76%, 创下历年之最。



# 九阳股份 (002242.SZ)

——一种文化，多样差异

## 基本结论

- 一种文化：“健康”文化，“养生”理念，公司经过 14 年辛勤耕耘，创造了家用豆浆机市场，奠定了在市场竞争中的强势地位，建立起牢固的品牌忠诚度，是顾客很容易地将“现磨豆浆文化”与九阳联系起来。
- 多样差异：产品推陈出新，技术升级换代，渠道适度扩展，体验营销显效。销售终端由 8000 增至 12000 个，家乐福、沃尔玛、国美、苏宁全面进入，单店平效快速提高，销售形势持续向好。
- 主导产品家用豆浆机龙头地位难撼，可以保持 30%—40% 左右较快增速；商用豆浆机、豆料业务前景诱人，有望成倍增长，成为新的利润增长点；料理机、榨汁机、紫砂煲、电压力煲、热水煲处于市场导入期，销量持续增长。
- 预计 2008—2010 年的营业收入分别为 42.81、58.46、70.34 亿元，分别同比增长 120%、36%、20%；归属于母公司所有者的净利润分别为 5.55、7.29、8.06 亿元，同比分别 106%、32%、11%；每股收益分别为 2.08、2.73、3.02 元。
- 需要关注原材料(钢板、塑料)价格大幅上涨风险、竞争对手恶意竞争风险。

## 主要内容

### ► 盈利预测假设

- 政府能够有效掌握宏观调控力度，经济不会由通货膨胀急剧转为通货紧缩，居民消费不受很大影响，消费品市场景气持续。
- 国家对外资企业的税收政策不出现重大变化，杭州九阳及杭州绿嘉继续享受“减半”所得税优惠，继续执行 12.5% 税率，母公司济南九阳按照 25% 所得税率。
- 募投项目按计划完成，公司能够妥善处理征地过程中出现的问题，自制产能按时投产。

### ► 销售收入预测

- 产能、产量、产销率：产能不足，大量外购 OEM

图表 1：公司各产品产能情况

项目	2007 年		2006 年		2005 年
	产能(万台)	增长比例	产能(万台)	增长比例	产能(万台)
豆浆机	500	66.67%	300	50.00%	200
商用机	0.2	100.00%	0.1	0.00%	0.1
料理机	150	50.00%	100	400.00%	20
榨汁机	50	100.00%	25	66.67%	15
电磁炉	300	0.00%	300	50.00%	200
紫砂煲	100	233.33%	30	50.00%	20
电压力煲	20	-	-	-	-
开水煲	100	100.00%	50	100.00%	25

来源：公司报告、塔晶投资研究中心

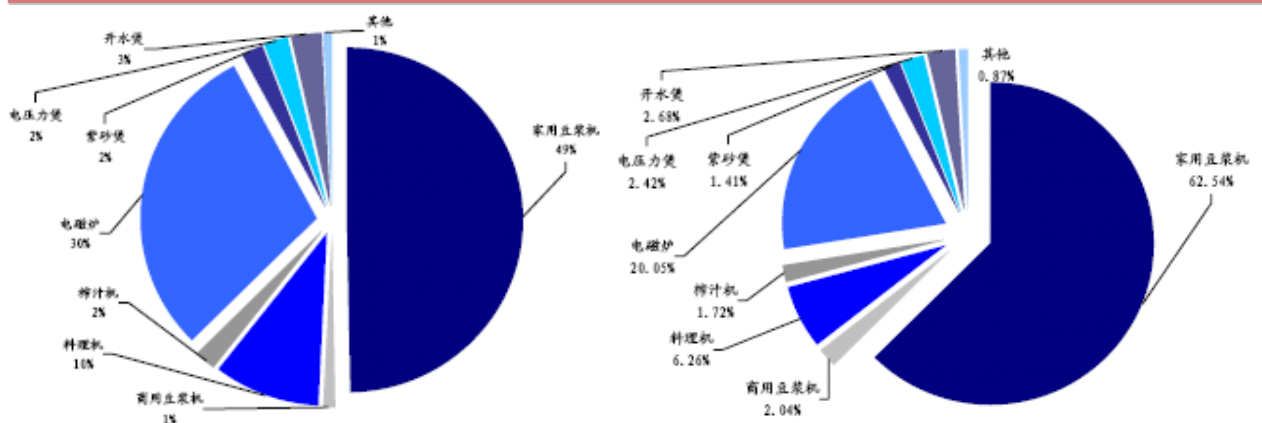
图表 2: 公司产量及产销率 (台)

产品	2007 年			2006 年			2005 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
豆浆机	4,665,825	4,385,247	94%	2,001,977	1,930,911	96%	1,489,805	1,469,199	99%
商用机	1,472	1,534	104%	884	588	67%	147	88	60%
料理机	1,861,822	1,821,297	98%	723,988	645,550	89%	341,635	329,867	97%
榨汁机	368,911	353,616	96%	198,968	209,684	105%	108,778	120,674	111%
电磁炉	3,027,807	2,889,390	95%	2,283,009	2,051,298	90%	1,868,783	1,833,238	98%
紫砂煲	462,903	481,070	104%	269,989	278,740	103%	178,233	148,659	83%
电压力煲	192,283	159,200	83%	-	-	-	-	-	-
开水煲	747,395	751,670	101%	461,692	361,708	78%	208,500	357,081	171%

来源: 公司报告、塔晶投资研究中心

## ■ 分产品收入预测

图表 3: 公司 2007 年收入及毛利构成



来源: 公司报告、塔晶投资研究中心

## 家用豆浆机市场将继续保持高速增长

豆浆作为我国传统饮品,其营养价值越来越被人们所重视。近年来,豆浆机市场快速增长,随着人们生活水平的不断提升,加之消费习惯的形成,豆浆机市场有望保持 30%左右的高速增长。公司 1994 年发明全自动家用豆浆机以来,凭借着自主研发和技术创新优势,以 80%以上的市场占有率牢牢地确立了绝对的领导地位。08 年 9 月份以来,由于三聚氰胺事件影响,大大促进了豆浆的普及进程。公司因势利导,加大了广告投放力度和新产品研发速度,家用豆浆机有望实现超预期大幅度增长。

图表 4: 家用豆浆机国内市场规模测算 (万台)

	全国家庭总数	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
保有率	37400	4.01%	6.70%	9.20%	11.60%	14.00%	16.00%
保有量		1500	2505.8	3440.8	4338.4	5236	5984
每年新增保有量			1005.8	935	897.6	897.6	748
更新换代需求			150	626.45	860.2	1084.6	1309
新增总量		530	1156	1561	1758	1982	2057
增速			118.08%	35.10%	12.57%	12.77%	3.77%

来源: 塔晶投资研究中心

图表 5: 公司家用豆浆机销售收入测算(万台、万元)

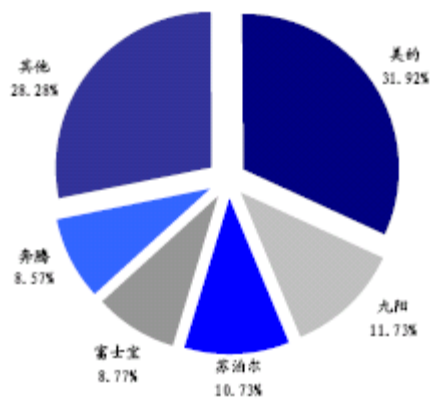
	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
市场容量	280	530	1156	1561	1758	1982	2057
市场占有率	87%	87%	87%	82%	82%	80%	80%
销量	193	439	1000	1250	1450	1600	1650
产品均价	233	221	230	235	230	230	230
销售收入	44925	97019	230000	293750	333500	368000	379500

来源: 塔晶投资研究中心

### 电磁炉市场市场占有率提高

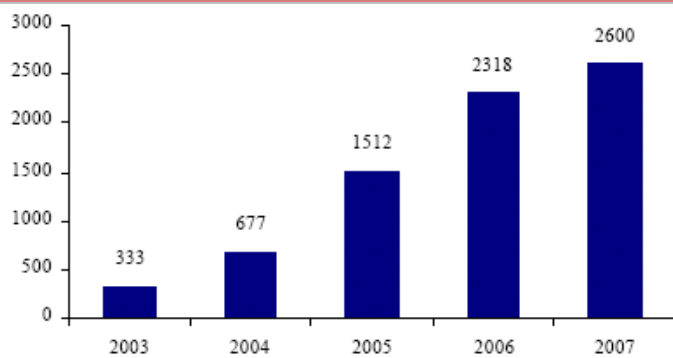
2007 年, 公司电磁炉销售收入占营业总收入的 30%, 为公司贡献了 20% 的利润, 是公司第二大收入及利润来源。据中怡康 2007 年 12 月的统计数据显示, 公司在该市场拥有一定的市场份额, 但领先优势不明显, 这与该细分子行业较为激烈的市场竞争格局相符。

图表 6: 我国 2007 年电磁炉市场份额分布



来源: 塔晶投资研究中心

图表 7: 我国 2003-2007 年电磁炉市场销量(单位:万台)



来源: 塔晶投资研究中心

进入 2008 年, 由于原油价格迭创新高, 天然气、液化石油气价格也节节上涨, 液化石油气价格从 07 年 7 月 4600 元/吨涨至 08 年 6 月的 5400 元/吨, 涨幅达 20%, 而民用电价未有上浮, 电磁炉消费人群由城乡结合部迅速向郊区、农村扩散。同时, 电磁炉经过多次设计改进, 已经具有了很多便捷功能, 居民接受度大大提高, 整个电磁炉市场重现当年成长期的火爆场面。

08 一季度, 公司电磁炉同比增长 100%, 特别是电磁炉的增长是超预期的, 既得益于行业整体发展, 公司也抢占了对手得市场份额, 从原来的 11.9% 上升到 12.7%, 这是公司品牌外溢的成功体现。

图表 8: 公司电磁炉销售收入测算(单位: 万台、万元)

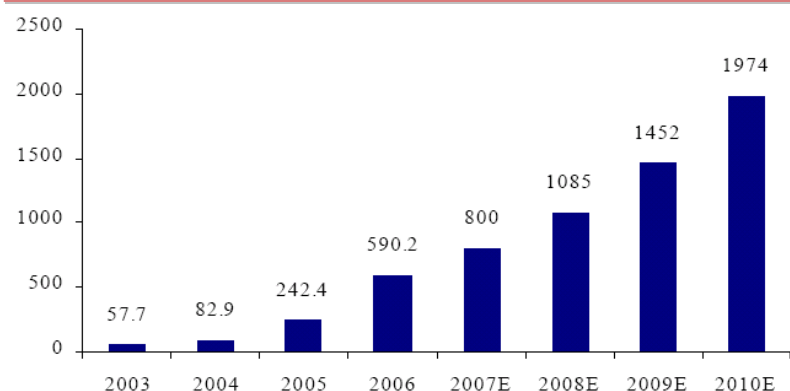
	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
市场容量	2318	2600	3770	4335.5	4682.34	4916.457	5063.951
市场占有率		11.90%	16.00%	20.00%	22.00%	22.00%	22.00%
销量		289	600	850	1000	1100	1100
产品均价	212	200	200	200	200	200	200
销售收入		57788	120000	170000	200000	220000	220000

来源: 塔晶投资研究中心

### 料理机将保持快速稳定增长

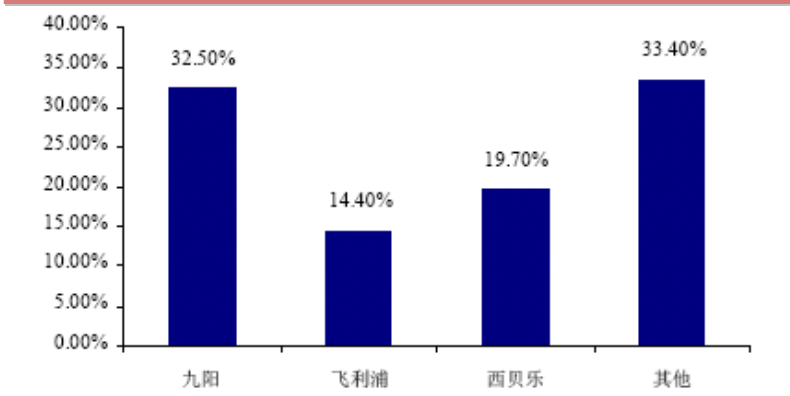
目前料理机在国内的普及率还不高, 具有较大的发展空间。同时, 作为一种健康、时尚小家电的代表, 料理机产品将向系列化、智能化、美观化方向发展, 并趋于健康、快捷、安全。

图表 9: 我国料理机市场规模预测(单位: 万台)



来源: 塔晶投资研究中心

图表 10: 我国料理机市场份额分布情况



来源: 塔晶投资研究中心

图表 11: 公司料理机销售收入预测(单位: 万台、万元)

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
市场容量	590	800	1000	1250	1563	1953	2441
市场占有率		32.50%	35.00%	36.00%	37.00%	37.00%	37.00%
销量	65	182	350	450	550	723	903
产品均价	99	104	105	108	110	110	110
销售收入	6391	18860	31500	48600	60500	79487	99349

来源: 塔晶投资研究中心

## 商用豆浆机、豆料业务将成为重要收入来源

商用豆浆机是 2002 年投入研发的，公司认为市场空间很大。小区内，食堂，超市，酒店，办公场所都可能用到，但是市场需要逐步拓展，而且对产品的性能要求不一样。公司目前已经积累了大量的技术，比如其核心技术——“轴流磨粉碎”技术已获得我国发明专利。（利用“轴流磨粉碎”技术制作的“原磨豆浆”能够使蛋白质等营养成分充分溢出，豆浆的均质乳化效果好，利于人体吸收。）此外，九阳商用豆浆机还具有 15L 制浆、10L 制浆、绿豆制浆、豆花制浆、预热制浆、单独加热、自动保温、十重安全保护、故障自诊断、声光提示、自动清洗等多种功能，拥有发明专利、实用新型专利、外观设计专利等多项专利，在产品技术方面远远领先于国内同类产品。但现在主要还是手工装配，产能有限，所以没有大力推广。经过近一年的探索和尝试，公司已决定将商用豆浆机进行租赁而不直接销售，因为公司经过测算，这样的方式利润率更高，而且有很好的可持续性。

豆料业务主要配套于豆浆机项目，随着豆浆机的热销，豆料的销售慢慢被豆浆机消费者所接受，同时逐渐形成路径依赖，从而对豆料的销售产生极大的拉动作用。

目前市场上的豆浆原料由于地域差异及进口转基因大豆对中国的渗透，消费者很难选择购买到好大豆（大豆除蛋白质、植物油外还含有丰富大豆异黄酮等对人体有益的微量元素）。为此，项目的豆浆原料来源，均选择同一种植地区、同一品种的高营养价值的大豆、黑豆、花生等品种，且与种植基地进行合作实行订单采购。项目建成后与黑龙江农垦总局下设农场通过订单农业实现合作大豆等种植，原料的产量及品质能够得到保障。

公司预计 2007 年至 2010 年，对于大豆的需求量由每年 0.38 万吨逐步增长到 7 万吨，将成为一个新的利润增长点。

## 其它产品将在品牌外溢效应带动下，收入将快速增长

**紫砂煲：**我国电饭煲行业经过 20 多年的发展，除了在饭煲的电子应用技术上有所改进，在选用材料和工作原理上几乎没有明显变化。尽管目前国内 90%以上的电饭煲生产企业仍采用“特富龙”材料喷涂的金属内胆，但在“特富龙”事件发生后，国内已有部分电饭煲制造企业着手开发其它高科技产品来开发这一庞大的替代市场。紫砂煲就是国内自主研发的保健炊具，是我国传统工艺和现代高科技相结合的产物，是新一代绿色炊具、保健炊具的代表之作。与普通金属饭煲相比，紫砂内胆耐高温、性质稳定、天然，不含对人体有害物质，加热时也不会与食物发生反应。由于紫砂煲产品投入市场的时间较短，消费者认知度还较低，市场有待进一步开发。但随着健康家电消费需求的不断增长，紫砂煲的市场规模不断扩大，紫砂饭煲等新产品也逐步受到市场青睐，并呈现良好的发展态势。

**电压力煲：**20 世纪 80 年代，我国有少量简易式电加热锅问世并推向市场，由于产品安全隐患多、成本高、消费者认同度低，上市一段时间后很快销声匿迹。20 世纪 90 年代初，国内企业又尝试研制生产电压力煲，为电压力煲的发展积累了一定的研发经验，一些专利技术相继产生和运用。20 世纪 90 年代末，电压力煲的市场销售有所启动，但由于技术不完善、推广力度不足、价格偏高等原因，市场发展缓慢。21 世纪初，随着进入该市场领域的企业数量的增加，消费者对电压力煲的认知度不断提高，市场呈现欣欣向荣的局面。总体看来，中国电压力煲行业目前仍处于市场导入期，企业利润相对较高，市场增速迅猛，2006 年容量达 300 万台，未来的 3-5 年有可能超过 1,000 万台。

**开水煲：**在现代生活方式中，电开水煲越来越为消费者所接受。加热速度快，产品实用性高，更重要是符合中国人的传统饮水习惯，所以市场增速快。在中国，此类产品在家庭的普及率与发达国家相比还很低，市场发展空间巨大。行业数据显示，2006 年市场销量达 1100-1200 万台，在未来 2-3 年内，可迅速发展过 2000 万台。开水煲市场目前仍处于分散竞争的阶段，除美的以 26.8%的市场占有率位居行业第一外，其他品牌的市场份额均低于 10%。根据最新的行业统计数据，九阳品牌的开水煲以 5.8%的市场份额，排名行业第二。

## ➤ 毛利率预测

### ■ 营业成本分析

图表 12: 营业成本占收入比重

	2007 年	2006 年	2005 年
原材料	60.13%	70.56%	74.43%
人工费	0.92%	0.92%	1.01%
制造费用	2.42%	2.76%	2.51%
其它	0.13%	0.19%	0.11%
合计	63.60%	74.42%	78.06%
毛利率	36.40%	25.58%	21.94%

来源: 塔晶投资研究中心

公司产品原材料主要有: 钢材、铜和塑料配件。2005 年、2006 年和 2007 年公司主要原材料占营业成本的比重分别为 95.35%、94.80%和 94.55%。近年来, 国际国内包括铜、铝在内的有色金属及化工材料价格大幅上涨。价格波动和持续上涨对公司生产所需的铜件、塑料件及不锈钢配件产生了一定成本压力。

图表 13: 近三年原材料采购情况

原材料名称	采购单价 (元)	采购量 (个/件)	采购金额 (元)	采购 占比
2007 年				
塑料件	5	17342444	86626146	7.50%
控制板 (电子元件集成)	35.97	2607835	93796462	8.12%
杯体 (钢/塑料)	18.87	3540559	66821005	5.79%
控制面板	13.45	4837922	65067005	5.63%
电磁线盘 (铜)	16.66	2541340	42331262	3.67%
2006 年				
电机 (金属件)	23.47	1324920	31099304	7.33%
控制板 (电子元件集成)	89.31	657590	58731403	13.84%
线路板 (电子)	18.48	1778558	32876610	7.75%
塑料件	45.75	1571965	71923799	16.95%
PC 塑料 (吨)	20,349.23	465	9464629	2.23%
2005 年				
控制板 (电子元件集成)	50.36	506310	25497772	9.30%
电机 (金属件)	17.796	1630454	29015426	10.58%
面板	94.5	281509	26602601	9.70%
杯体 (钢/塑料)	20.27	464203	94116021	3.43%
电热器 (金属件)	7.68	907209	6964717	2.54%

来源: 塔晶投资研究中心

公司除采购原材料自己装配以外, 还大量进行外包生产。随着近两年固定资产投入的加大, 自制比例正有所提高。在初期, 由于未达经济规模, 毛利率反而会比外包低, 所以公司希望快速扩充产能, 尽快实现规模生产。今年增发项目完成后, 将会实现大部分产品自制。

图表 14: 外包情况

产品	07 年外包采购量占该产品销售量比率	07 年采购金额占该产品销售收入比率	06 年外包采购量占该产品销售量比率	06 年外包采购金额占该产品销售收入比率
料理机	58.27%	29.31%	38.69%	26.97%
榨汁机	93.71%	39.83%	19.05%	37.77%
电磁炉	1.28%	0.68%	22.84%	10.98%
电压力煲	120.78%	75.06%	1.69%	0.86%
开水煲	30.39%	16.64%	81.32%	38.42%

来源: 公司报告、塔晶投资研究中心

## ■ 综合毛利率持续提高

图表 15: 近三年分产品毛利率情况 (元)

产品	2005 年		2006 年		2007 年	
	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率
豆浆机	307,198,962	29.84%	449,455,951	29.60%	968,539,190	45.67%
商用机	908,412	73.52%	6,305,244	70.36%	18,052,796	79.80%
料理机	30,055,408	25.28%	63,941,226	20.05%	188,588,813	23.49%
榨汁机	11,665,568	33.35%	22,478,199	16.95%	37,687,740	32.32%
电磁炉	382,465,788	13.48%	436,774,543	21.19%	579,020,295	24.49%
紫砂煲	16,004,351	36.30%	27,848,253	29.23%	39,949,749	24.94%
电压力煲					42,887,430	39.90%
开水煲	22,229,861	34.16%	28,354,007	35.49%	51,918,570	36.48%
其他	3,384,172	31.06%	2,505,775	20.39%	16,160,799	38.26%
合计	773,912,522	21.94%	1,037,663,198	25.58%	1,942,805,380	36.40%

来源: 公司公告、塔晶投资研究中心

## ■ 毛利率水平较高原因分析

### 出口比例低

苏泊尔、德豪润达等小家电企业出口占总收入的比例很大，而九阳出口比例很小，基本不受人民币升值的影响。

图表 16: 主要上市公司出口比例对比

九阳	苏泊尔	德豪润达
0.44%	10.15%	93.53%

来源: WIND, 塔晶投资研究中心

### 行业集中度不断提高

根据北京中怡康时代发布的统计数据，九阳豆浆机产品一直占据 80% 以上市场份额。2005 年、2006 年和 2007 年 1-6 月，美的、九阳和苏泊尔电磁炉产品的销售额合计占电磁炉市场的份额分别为 45.5%、53.8% 和 54.6%。

### 产品结构优化，高毛利产品比重提高

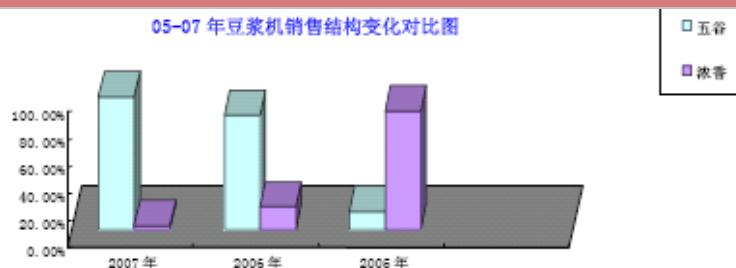
小家电的消费人群为具有较强支付能力的中高收入阶层，对产品的功能、外观要求较高，而对价格的弹性较小。根据市场一线反馈的信息，公司调整了产品结构，加大持续研发力度，制造出更加方便、口味更佳的产品，提高了产品档次，从而提高了毛利率。

图表 17: 豆浆机毛利率对比

毛利率	2005 年	2006 年	2007 年
五谷系列豆浆机	41.89%	31.19%	47.12%
浓香系列豆浆机	27.07%	18.63%	45.78%

来源: 塔晶投资研究中心

图表 18: 豆浆机结构变化情况



来源: 塔晶投资研究中心

图表 19: 电磁炉毛利率对比

项目	2005 年		2006 年		2007 年	
	单台售价	单台毛利率	单台售价	单台毛利率	单台售价	单台毛利率
A 系列电磁炉	318.41	17.59%	212.85	27.13%	205.86	35.55%
B 系列电磁炉	221.72	15.05%	210.14	15.81%	190.48	17.54%
C 系列电磁炉	173.27	8.43%	285.8	0.49%	168.51	16.94%
全部电磁炉	208.63	13.48%	212.93	21.19%	200.4	24.49%

来源: 塔晶投资研究中心

图表 20: 电磁炉结构变化情况

项目	2005	2006	2007
A 系列电磁炉占比	46%	51%	63%
B 系列电磁炉占比	29%	46%	31%
C 系列电磁炉占比	25%	3%	6%

来源: 塔晶投资研究中心

## 产品设计优化: 在提高产品性能的同时, 大大降低了原材料耗用

公司通过改进设计, 在提升功能的同时, 原材料耗用有所降低。

传统的浓香系列产品生产所需的网罩和钢杯体的平均成本价格约为 10 元/个和 25 元/个, 而新的五谷系列产品生产所需的网罩和杯体的平均成本为 6 元/个和 10 元。同时, 改进产品的线盘用铜量也减少了 25%。

## 减少关联交易

公司在 2007 年收购了原关联软件公司、产品生产工厂杭州九阳和苏州九阳, 减少了利润转移, 提高了毛利率。将原关联软件公司合并, 公司通过购买控制系统软件的版权使得单台成本下降 10 元。

## 提高集中招标比例

由于产量的快速提高, 公司具备了更强的与供应商谈判议价能力。07 年大幅提高集中招标率, 由 15% 增至 75%, 获得了更好的零部件及 OEM 产品和更低的价格。08 年, 杜邦塑料中标价下降了 10%。

## ■ 毛利率预测

在公司募投项目投产以后, 产品将由外包转为自制, 毛利率仍将保持较高水平。

## ➤ 财务指标分析

### ■ 优秀的财务指标

图表 21: 家电上市公司财务指标比较

	九阳股份	苏泊尔	德豪润达	格力电器	青岛海尔	美的电器
净资产收益率	65.43%	10.53%	3.88%	22.14%	10.20%	26.64%
净利率	13.85%	7.34%	1.65%	3.32%	2.56%	5.03%
主营收入增长率	108.05%	41.12%	9.11%	59.68%	50.18%	65.34%
净利增长率	520.90%	62.18%	-184.31%	98.12%	111.59%	118.12%
经营现金净流增长率	1230.30%	-39.00%	-100.00%	59.20%	4.00%	46.10%
应收账款周转天数	10.0	22.2	72.3	8.4	12.3	13.3
存货周转天数	52.8	67.7	86.9	72.6	32.8	75.1
应付账款周转天数	108.1	52.4	115	91.6	29.2	65
经营现金净流/净利润	117.10%	77.50%	0.00%	220.90%	169.50%	97.60%
全部资产现金回收率	37.00%	9.00%	0.00%	12.40%	11.40%	9.40%

来源: 塔晶投资研究中心

### ■ 费用预测

图表 22: 管理费用预测 (万元)

管理费用	2006 年	2007 年	2008	增长	2009	增长	2010	增长
工资	1017	2373	5932	150%	7414	25%	8156	10%
福利费	284	401	1003	150%	1254	25%	1379	10%
折旧费	172	467	935	100%	1262	35%	1514	20%
教育经费	44	124	248	100%	323	30%	371	15%
办公费	814	1566	3132	100%	3914	25%	4502	15%
差旅费	382	1493	3733	150%	4666	25%	5506	18%
招待费	237	397	794	100%	993	25%	1142	15%
开发费	1462	1543	5400	250%	7020	30%	8423	20%
咨询费	63	417	834	100%	1043	25%	1199	15%
修理费	24	274	547	100%	766	40%	881	15%
水电费	19	27	54	100%	65	20%	78	20%
劳动保险费	414	886	2215	150%	2769	25%	3046	10%
房产税	1	1	3	100%	7	150%	9	20%
印花税	87	112	223	100%	558	150%	670	20%
宣传费	2	2	5	150%	7	50%	9	20%
租赁费	30	40	300	657%	360	20%	0	-100%
认证费	41	45	63	40%	82	30%	99	20%
专利费	105	69	138	100%	193	40%	232	20%
无形资产摊销	62	258	515	100%	670	30%	804	20%
住房公积金	43	214	429	100%	536	25%	589	10%
工会经费	29	4	9	150%	12	25%	13	10%
合计	5330	10713	26513	147%	33915	28%	38622	14%
管理费用率	5.14%	5.51%	6.20%		5.80%		5.50%	

来源: 公司报告、塔晶投资研究中心

图表 23: 销售费用预测

销售费用	2006	2007	2008	增长	2009	增长	2010	增长
工资	1649	2270	5675	150%	6243	10%	6867	10%
福利费	15	30	74	150%	81	10%	90	10%
折旧费	40	49	98	100%	147	50%	161	10%
教育经费	23	38	77	100%	88	15%	97	10%
业务费	1581	357	892	150%	1070	20%	1177	10%
促销费	0	1371	4798	250%	5757	20%	6045	5%
差旅费	843	699	1747	150%	2096	20%	2306	10%
运输费	2199	3908	9184	135%	11940	30%	14208	19%
售后服务费	114	891	2674	200%	3476	30%	4171	20%
广告费	1595	3226	16130	400%	18872	17%	19816	5%
宣传费	1131	4651	10698	130%	16048	50%	17652	10%
租赁费	71	172	343	100%	412	20%	453	10%
会议费	196	1196	2989	150%	3587	20%	3946	10%
招待费	0	110	275	150%	330	20%	363	10%
合计	9456	18967	55654	193%	70146	26%	77352	10%
销售费用率	9.11%	9.76%	13.00%		12.00%		11.00%	

来源: 公司报告、塔晶投资研究中心

## ► 竞争优势分析: 差异化

### ■ 产品差异化

豆浆机是九阳创造出来的一个行业, 通过 14 年的培育, 九阳成为豆浆机的代名词, 这是其它厂家无法比拟的优势。通过持续的设计改进, 九阳逐渐改变了人们对豆浆机产品的认识。方便易洗, 支持不同材料和口味的 DIY, 卫生健康, 产品附属于食尚文化, 产品为健康产业服务。

### ■ 技术差异化

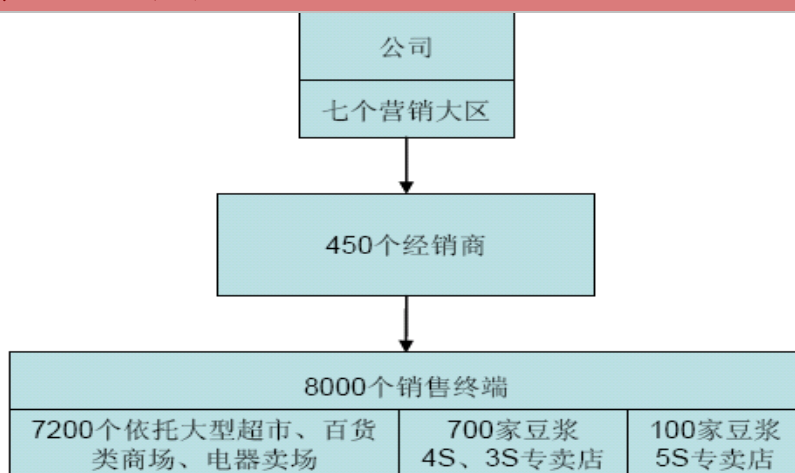
九阳十分注重核心技术的保护, 用专利武器建立差异化壁垒。公司目前共拥有发明专利 6 项, 实用新型专利 38 项, 外观设计专利 71 项; 另外还有专利申请权 53 项。家用、商用豆浆机, 电磁炉, 电压力煲, 紫砂煲产品都有专利技术。

在《中国经济周刊》列出的“2007 年十大知识产权案件”中, 九阳诉西贝乐电器“智能型家用全自动豆浆机”发明专利权侵权案被作为中国小家电行业最大一宗专利侵权案而上榜。该案以九阳胜诉、山东省高级人民法院判决西贝乐电器停止侵权并赔偿 300 万人民币告终。这一事件佐证了公司利用专利建立差异化壁垒的能力和威力。

### ■ 渠道模式差异化

与一般家电企业“一级代理——二级经销商——销售终端”的三级渠道结构之路不同, 九阳股份从一开始就采用“经销商——销售终端”的二级结构模式。通过七个营销大区来直接管理数量多达 450 个的经销商, 而一般家电企业的一级代理都只有三四十个。

图表 24: 九阳营销网络



来源：该公司报告、塔晶投资研究中心

几百个经销商意味着渠道管理能力的高要求，而九阳迄今为止优良的市场拓展和销售业绩已证明公司符合这一能力要求；450个经销商又成为九阳掌控渠道的筹码，经销商的谈判能力大大弱于三级渠道结构中的一级代理商，即使发生经销商主动离开的情况或者业绩差要淘汰，也不会对公司整体销售产生大的影响，而且容易找到替代者。而且，二级结构的市场反应效率高于三级结构也是毋庸置疑的。

分散在全国各地的经销商还为公司搭建起一张平衡的终端网络。根据中怡康 2007 年 8 月对 288 个城市 2440 家门店的统计，九阳在食品料理机市场的商场覆盖率达到 79%，高于处于第二的飞利浦 6 个百分点；零售额统计，九阳份额 51%，高于飞利浦 31 个百分点。与省级代理制往往容易出现区域短板相比，九阳的模式更易销售的平衡发展。

公司给经销商的出厂价为零售价的 60—65%，同时为 10 万元以上订单提供运输补贴，定期举行经销商会议，请专家讲授营销知识。很多供应商和公司风雨与共十几载，与公司建立了深厚的合作关系，能够比较好的执行公司的营销计划。

## ■ 营销手段差异化

体验式消费：九阳的产品多数都是新型的厨房小家电产品，是要改变固有消费习惯的，尤其是豆浆机刚面世时消费者对它的使用和便利都没有认识；也正因如此公司从创业期就开始走演示销售的营销道路，甚至采用地毯式的增饮方法，逐步打开了市场。由于公司产品价格适中，这种体验式的演示效果明显，因此很容易在演示中触发消费者的购买欲并实现销售。

公司采取以明星产品提升品牌、再用品牌带动其他产品销售的营销策略。虽然公司瞄准的是整个健康厨房小家电市场，但在包括央视播出的广告中只诉求宣传豆浆机产品，这也是营销差异化之一，九阳运用其在一个小市场中超大的份额，通过该广告进一步强化和扩大品牌知名度，而它的其他产品可以在终端借力品牌知名度实现销售。

（机械行业研究员 曲成涛）



## 09 年医药行业策略

### 主要结论

- 2008 年 1-11 月医药制造业收入累计增长 25.8%，第四季增长 19.2%；利润总额累计增长 29.1%，第四季增长 8.5%。无论是收入增速还是利润增速都远远优于整体工业水平。
- 2008 年医药制造业收入和利润增速回落的主要原因是 2007 年下半年高增长所致的高基数，医药制造业增长仍然健康。
- 2008 年是医药行业产业环境最好的一年，政府加大医疗保障投入和公共卫生投入拉动了医疗卫生的真实需求，农村和社区基本医疗网络建设稳步推进也带动了基础器械的消费。
- 2009 年医改方案正式出台，医院用药仍将是药品增长的主要来源，基础药品中独家品种受益最大，疫苗将受益于公共卫生投入的增加。
- 全民医保的推进，市场需求将继续增加，对应的药品市场规模 2009 年将新增 614 亿，中成药和化学制剂受益最大。
- 2009 年，国际和国内经济形势依然严峻，整体经济回落，增长变得弥足珍贵。作为必须消费品，医药的刚性需求没有变，行业增速虽然回落，但是向上趋势没有变化。2009 年的行业政策和监管具有不确定性，但是行业龙头会胜出。因此，我们重点关注 2009 年成长性良好、2010 年仍然具有稳定增长的确性成长个股。

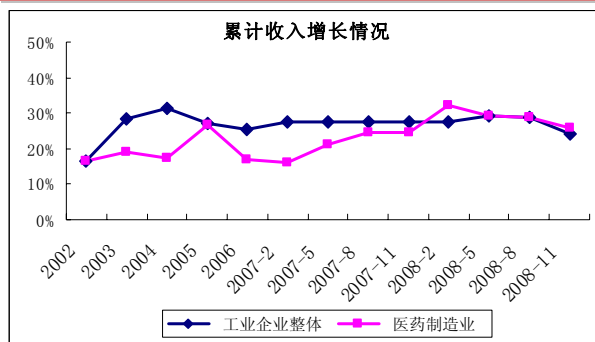
### 主要内容

#### 回顾 2008

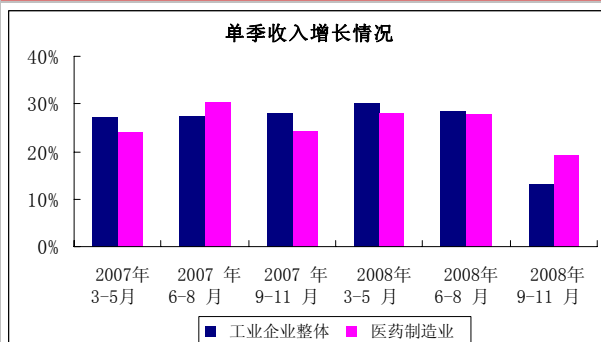
#### ➤ 医药制造业无论是收入增速还是利润增速都远远优于整体工业水平

**收入增速** 2008年1-11月医药制造业收入累计增长25.8%，略高于整体工业水平；第四季整体工业收入增速环比大幅下滑15.6个百分点至13.1%，医药制造业环比下滑8.7个百分点至19.2%，明显优于整体工业水平。

图表1: 整体工业及医药制造业收入累计增长情况



图表2: 整体工业及医药制造业收入单季增长情况



资料来源: 国家统计局 塔晶投资研究中心

**利润增速** 2008年1-11月医药制造业利润总额累计增长29.1%，大大高于整体工业水平。第四季整体工业利润增速环比下滑43.5个百分点至-26.2%，医药制造业环比下滑25个百分点至8.5%，增速高出整体工业34.7个百分点。

图3: 整体工业与医药制造业利润增长情况

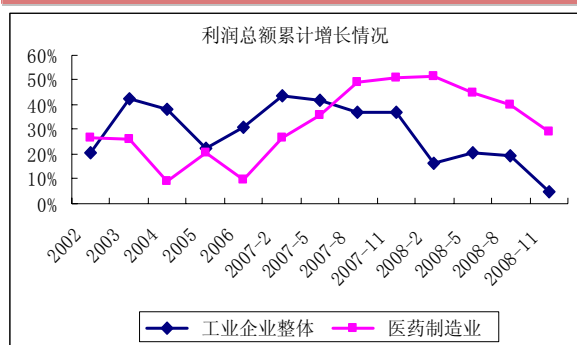
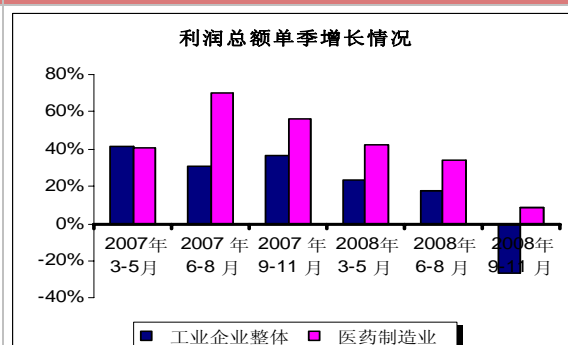


图4: 整体工业与医药制造业单季利润增长情况



资料来源: 国家统计局 塔晶投资研究中心

2008年医药制造业收入和利润增速回落的主要原因是2007年下半年高增长所致的高基数，医药制造业增长仍然健康

2008年医药制造业收入和利润增长数据呈现前高后低，增速逐季回落态势，与整体工业回落趋势一致，但是速度明显较慢。回落的主要原因是2007年下半年收入和利润高速增长形成了很高的基数。

**收入方面** 2008年1-2月、1-5月、1-8月、1-11月收入增长32%、29%、29%和26%，呈现逐季缓慢回落态势；2007年1-2月、1-5月、1-8月、1-11月收入增长16%、21%、25%、25%，呈现逐季上升态势，2007年下半年形成了一个较高的基数。

**利润方面** 2008年1-2月、1-5月、1-8月、1-11月利润总额增长52%、45%、40%、29%，逐季较快回落，而2007年1-2月、1-5月、1-8月、1-11月利润总额增长26%、36%、49%、51%，2007年下半年形成了一个很高的基数。2007年下半年，投资收益及公允价值变动使很多企业盈利大幅增长，而2008年投资收益及公允价值基本都为负值。因此，2008年利润增速表现为逐季回落。

## 各子行业运行趋势与整体行业基本一致

### 收入和利润增速

在收入和利润增速方面，化学原料药、化学制剂、中成药和生物制品运行趋势与行业基本一致。中药饮片因为GMP的执行致使上半年增速放缓，而后恢复增长。

图5: 行业及子行业收入增长情况

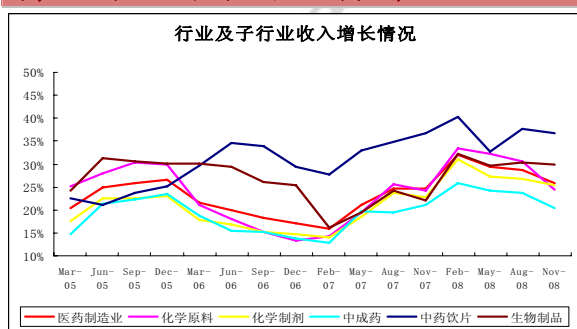
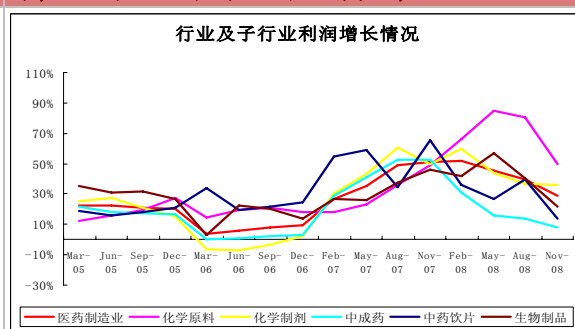


图6: 行业及子行业利润增长情况



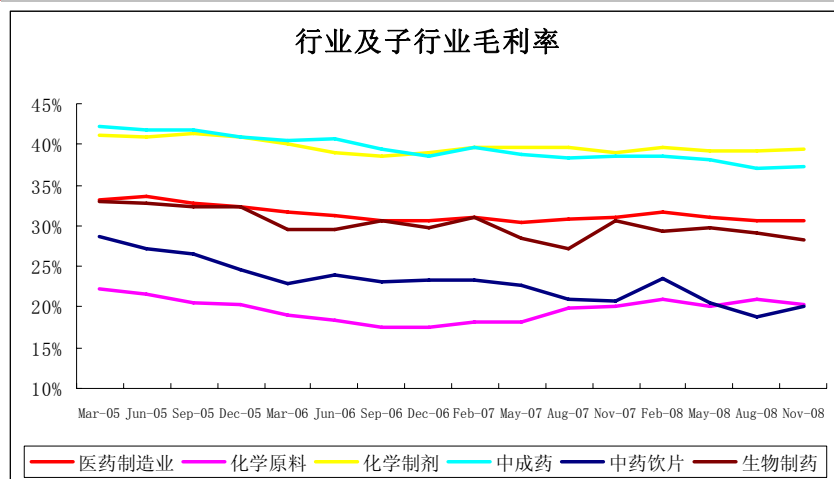
资料来源: 国家统计局 塔晶投资研究中心

### 毛利率

2008年医药行业毛利率总体运行平稳，个子行业略有不同。化学原料药、化学制剂毛利率与行业整体表现高度一致。中成药和生物制品由于原料成本上升，毛利率略有下降。而中药饮片因为GMP的执行波动较大。

在毛利率的绝对值方面，仍然表现为高附加值的化学制剂、中成药的毛利率明显高于以原料生产为主的化学原料药和中药饮片行业。

图表7: 行业及子行业毛利率情况



资料来源: 国家统计局 塔晶投资研究中心

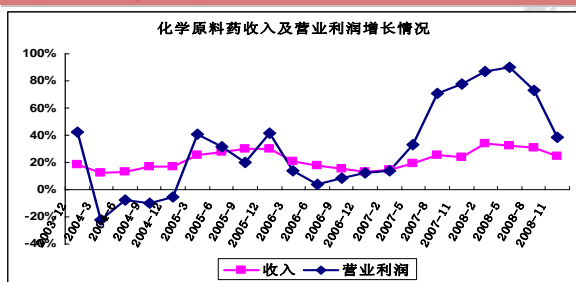
### 化学原料药

销售收入增速较年初有所回落 9 个百分点, 但仍维持 24.5% 的较高水平增长。营业利润增速由年初的 86.94% 回落到 38.48%, 出现了大幅回落, 主要因为 07 年下半年基数较高, 导致 08 年增速逐步放缓。另外, 大宗化学原料药价格有所回落也是营业利润增速放缓原因之一。由于供应逐渐增加, 需求基本不变, 大宗原料药价格上涨周期已接近尾声, 将进入调整或下降周期。

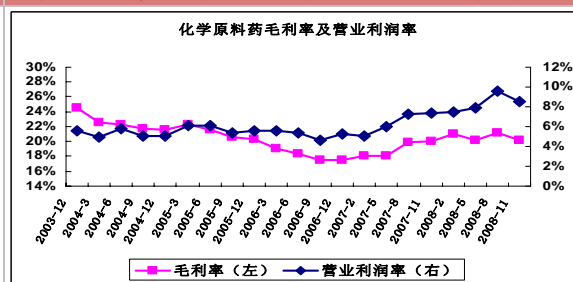
06 年底后, 随着价格的上涨, 毛利率有所回升, 但由于环保成本增加, 毛利率提高有限, 2008 年毛利率基本稳定维持在相对高位。由于销售费用比较低, 管理费用相对固定, 因而规模化效应明显, 营业利润率提高明显。总体来讲 2008 年毛利率、营业利润率都有所提升说明化学原料药企业经营管理能力不断进步, 盈利能力不断提升。

化学原料药主要以出口为主, 受汇率、出口退税等因素影响较大, 价格由供求关系决定, 国内企业定价能力不强, 且价格上涨周期接近尾声, 所以不予关注

图表8: 化学原料药销售收入及营业利润增长情况



图表9: 化学原料药毛利率及营业利润率情况



资料来源: 国家统计局 塔晶投资研究中心

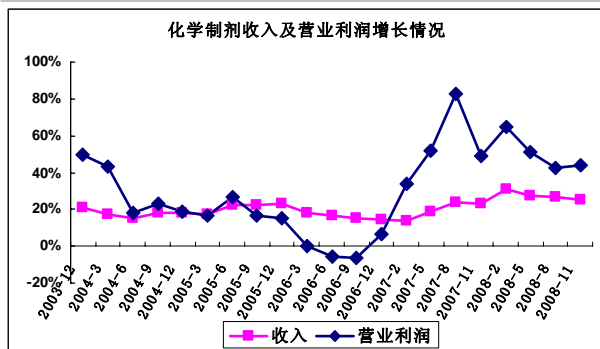
### 化学制剂

由于新农合、医保扩容的推动, 07 年下半年化学制剂销售收入增长加快, 08 年 2 月份达到了 31% 的高点, 由于 07 年下半年基数较高, 增速逐步放缓, 但仍维持在 25% 以上的快速增长。06 年末随着行业的复苏, 营业利润增速出现拐点, 增长异常快速, 最高达到 82.5%。由于 07 年的快速增长使营业利润基数不断抬高, 08 年增速逐步回落, 仍维持在 40% 以上。

虽然受降价和成本因素影响, 但是由于消化能力较强化学制剂的毛利率一直在 40% 左右小幅波动。相对稳定的毛利率下, 企业经营能力不断提高, 费用率不断下降, 营业利润率逐步提高。

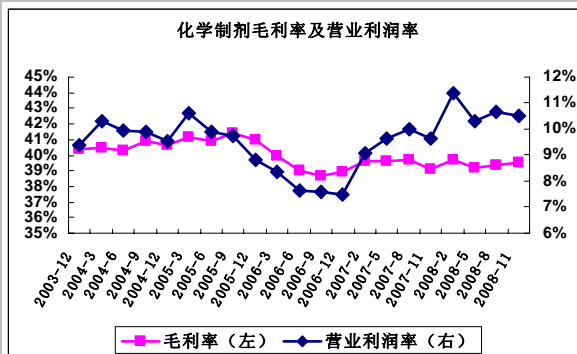
虽然第四季度整体经济出现下滑, 化学制剂仍然保持了稳定增长。主要是因为医保扩容, 新农合筹资水平提高, 整体市场容量增加, 而化学制剂临床应用最广, 受益最大。

图10: 化学制剂销售收入及营业利润增长情况



资料来源: 国家统计局 塔晶投资研究中心

图11: 化学制剂毛利率及营业利润率情况



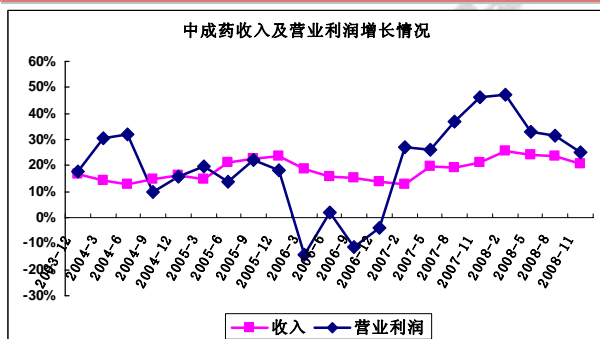
## 中成药

由于使用与化学制剂一样广泛,起行业运行情况与化学制剂基本一致。07年2月出现拐点,收入增速加快,08年二月达到高点后有所放缓,但仍维持在20%以上。营业利润增速拐点也出现在06年末,08年2月最高达到47.3%。由于07年的快速增长使营业利润基数不断抬高,08年增速逐步回落,仍维持在25%以上。

中成药对生产成本增加的消化能力没有化学制剂强,中药材价格上涨,致使毛利率逐年小幅下滑,仍维持在37%以上。不过中成药的费用控制要优于化学制剂,所以营业利润率逐年提高,绝对值基本与化学制剂相当。

中成药同样受益于医改扩容,但是传统企业在原材料涨价、产品限价的双重挤压下经营压力不断加大。新的GMP认证,以及注册标准的提高,将不断提高行业准入门槛,有利于淘汰落后产能,具有创新能力和优秀经营能力的企业将胜出。

图12: 中成药销售收入及营业利润增长情况



资料来源: 国家统计局 塔晶投资研究中心

图13: 中成药毛利率及营业利润率情况

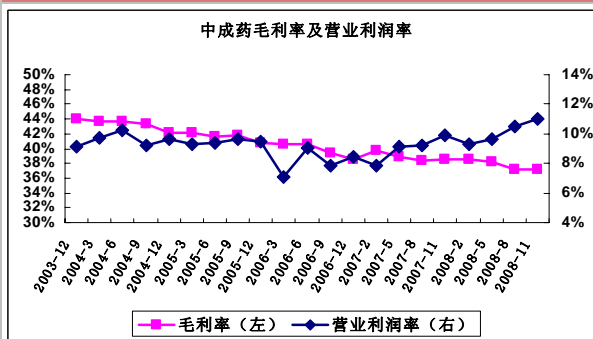


图14: 中药饮片销售收入及营业利润增长情况

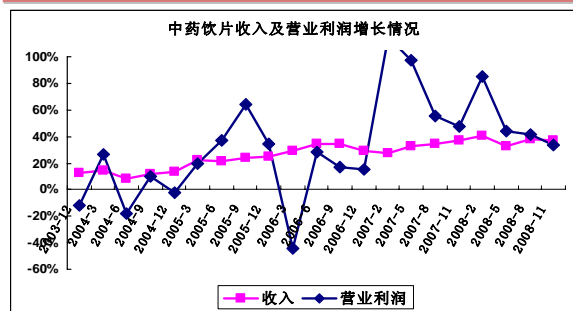
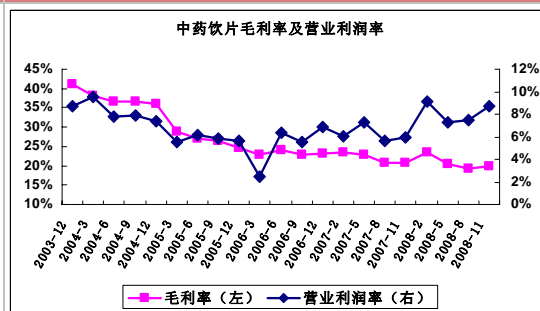


图15: 中药饮片毛利率及营业利润率情况



资料来源：国家统计局 塔晶投资研究中心

## 生物制品

生物制品收入增速 08 年基本在 30% 上下小幅波动，第四季度未受整体经济下滑影响，仍然保持了稳定的增长。收入的稳定增长是因为血液制品的价格持续走高以及计划免疫疫苗的扩容。08 年营业利润增速呈现高位回落的态势，07 年下半年基数较高是增速回落的主要原因之一，而血浆成本的上升也是增速放缓的原因之一。

生物制品毛利率 08 年相对稳定，在 29% 附近波动。营业利润率从 07 年 6 月开始逐步走高，主要是因为血液制品的供不应求，使生产企业的销售费用明显下降，从而提高了营业利润率。

生物制品一直处于比较高的景气度。在技术方面，生物制品是我国与发达国家差距最小的制药行业，是最有可能达到国际先进水平的行业，发展空间巨大。

图16: 生物制品销售收入及营业利润增长情况

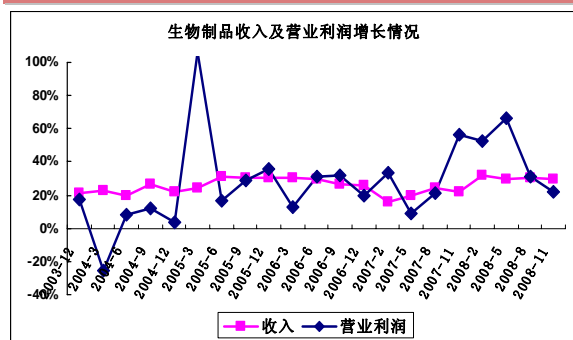
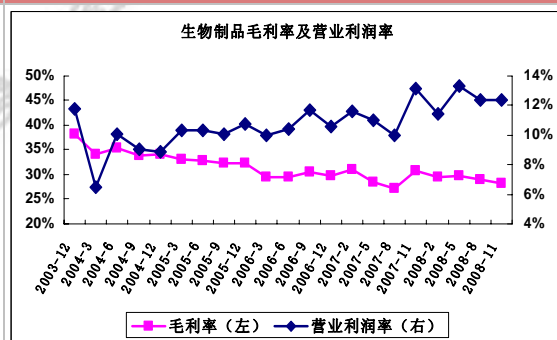


图17: 生物制品毛利率及营业利润率情况



资料来源：国家统计局 塔晶投资研究中心

## 政策环境暖意融融

2008 年是医药行业产业环境最好的一年，政府加大医疗保障投入和公共卫生投入拉动了医疗卫生的真实需求，农村和社区基本医疗网络建设稳步推进也带动了基础器械的消费。不足在于医改方案没有出台、新药审评也没有任何进展。

政府提高了城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险和新农村合作医疗的覆盖率，并对新农合提高了筹资水平。

2008 年政府没有对药品采取降价，而是着手从体制上解决医药行业的诸多问题。

农村和社区基本医疗网络形成一定规模，政府鼓励居民进入社区医院。

政府投入 66 亿推动医药研发创新转型，鼓励企业创新。

制药企业基本都获得高新技术企业认定，分别在 2008-2010 年执行 15% 所得税。

政府投入 46 亿进行农村基本医疗机构和设施建设

## 展望 2009 年

## ➤ 政策面

医改方案正式出台，医院用药仍将是药品增长的主要来源，基础药品中独家品种受益最大，疫苗将受益于公共卫生投入的增加

2009年1月新医改方案将正式公布，同时公布的还有医疗保障、基本药物、基层医疗服务体系、公共服务均等化、公立医院改革五个配套方案。

公立医院改革是最大的难点，由于目前的医院体制和现状，这项改革2009年很难有起色，医院用药的局面很难改变。而医保目录还会扩容，需求放大，这将直接带动医院药品增长，因此医院用药仍然会是药品增长的主要来源。

基本药物制度争议最大，品种的确定、使用量的确定、定价、采购、配送诸多问题需要解决。最终方案出台之前，通用名药在这个市场的竞争格局存在不确定性，但毋庸置疑的是独家品种可能分享其中的市场扩容，受益最大。

公共卫生投入将继续增加，进一步推动疫苗消费，目前，多种疫苗供给不足，这将进一步推升疫苗行业的景气度。

大部分制药企业被认定为高新技术企业，2009-2010年将实行15%的所得税率，行业和企业利润增长确定性更强

大部分制药企业被认定为高新技术企业，所得税率从原来的25%下调到15%，直接增厚了利润。2008年二级市场公允价值和投资收益带来的亏损会相应拉低盈利增速，从而为2009年带出更大的增长空间。

增值税转型后，降低了企业设备升级的成本，有利于推动产业升级。

## ➤ 市场需求情况

医疗保险覆盖率将进一步提高，对应的药品市场规模2009年将新增614亿元

新农村合作医疗市场规模2009年新增298亿

随着政府的大力推广，新农合参合率逐年提高，截至2008年9月30日，参加人数达8.14亿，参合率91.5%。

图表18: 新农合覆盖情况

项 目	2005	2006	2007-9-30	2007	2008-9-30
参合人口(亿人)	1.79	4.10	7.26	7.30	8.14
参合率	75.7	80.70%	85.96%	86.20%	91.50%

资料来源: 国家卫生部 塔晶投资研究中心

2008年前三季度新农合累计支出429.1亿元，同比增长94.77%，补偿3.69亿人次，同比增长40.20%，平均单次补偿116.23元，同比增长38.92%。我们预测：08年全年补偿人次、平均单次补偿金额增长25%，2009年较2008年增长20%，2009年新农合新增市场容量298亿。

图表19: 新农合运行情况

项 目	2005	2006	2007-9-30	2007	2008-9-30	2008	2009
支出金额(亿元)	61.75	155.81	220.31	346.60	429.10	541.56	779.85
增长率	-	152.32%	41.40%	57.32%	94.77%	56.25%	44.00%
补偿人次(亿人)	1.22	2.72	2.63	4.50	3.69	5.63	6.75
增长率	-	122.95%	-	65.44%	40.20%	25%	20%
单次补偿金额(元)	50.61	57.28	83.67	77.02	116.23	96.28	115.53
增长率	-	13.17%	-	34.46%	38.92%	25%	20%

资料来源: 国家卫生部 塔晶投资研究中心

城镇居民基本医疗保险市场规模2009年新增89亿

城镇基本医疗保险主要覆盖18岁以下和60岁以上非从业城市居民，目标人口2.4亿。2007年7月开始试点，2009年覆盖80%。2008年开始，中央政府每人每年补助40元，地方政府根据区域状况不得低于

40元，居民缴纳20元。我们预测2008年覆盖50%，药品市场增量为110亿元，2009年药品市场增量为89亿元。

图表20: 城镇居民基本医疗保险市场规模

年份	目标人口	覆盖比例	中央政府	地方政府	居民缴纳	总额	医疗规模	药品规模	增量
2007	2.40	0	20	20	10	120	240	110.40	0
2008	2.40	50%	40	40	20	240	480	220.80	110.4
2009	2.40	80%	40	40	20	240	480	249.60	89.28

资料来源: 国家卫生部 塔晶投资研究中心

### 城镇职工基本医疗保险市场规模2009新增227亿元

2007年末全国参加城镇职工基本医疗保险人数为18020万人，比上年末增加2288万人。全年基本医疗保险基金收入2257亿元，支出1562亿元，分别比上年增长29.2%和22.32%。我们预测2008、2009年支出以22%增长，新增市场规模227亿元。

图表21: 城镇职工基本医疗保险规模 单位:亿元

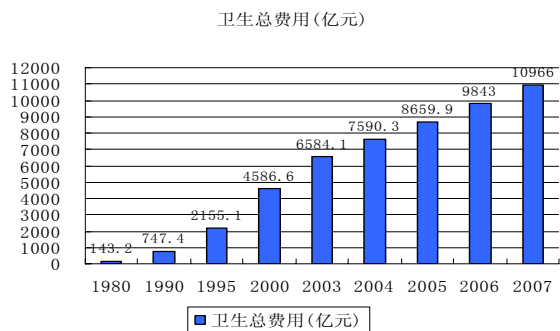
年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009
支出	862	1079	1277	1562	1906	2325
增加数		217	198	285	344	419
增长率	31.60%	25.20%	18.30%	22.32%	22.00%	22.00%

资料来源: 国家卫生部 塔晶投资研究中心

### 居民医疗保健支出逐年增加，市场需求持续扩大

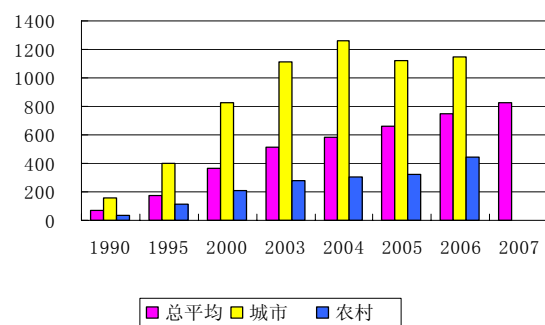
全国卫生总费用规模逐年增长，2003年以来增长更为迅速，2007年达到了10966亿。人均卫生费用逐年增长2007年超过800元。居民可支配收入逐年增加，生活水平和经济实力不断提高，医疗需求将逐步释放。居民人均医疗保健支出逐年增加。

图表22: 卫生总费用(亿)

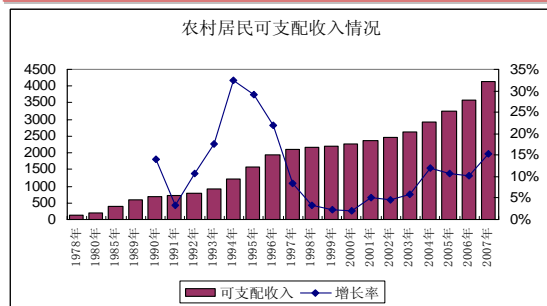


资料来源: 国家卫生部 塔晶投资研究中心

图表23: 人均卫生费用

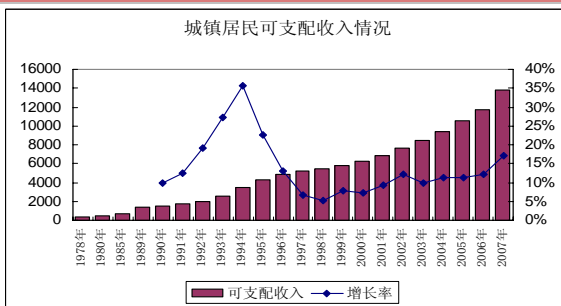


图表24: 农村居民人均可支配收入

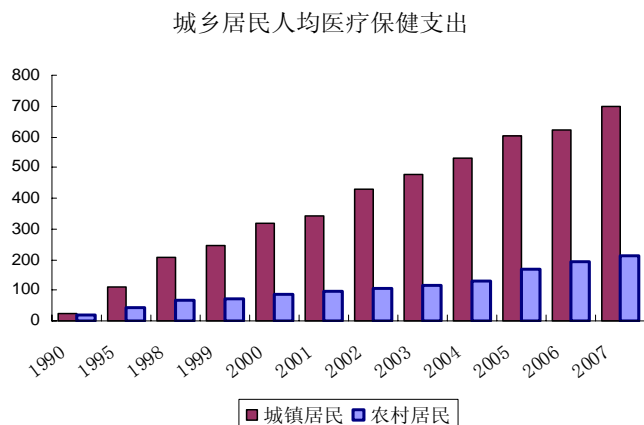


资料来源: 国家统计局 塔晶投资研究中心

图表25: 城镇居民人均可支配收入



图表26: 居民人均医疗保健支出

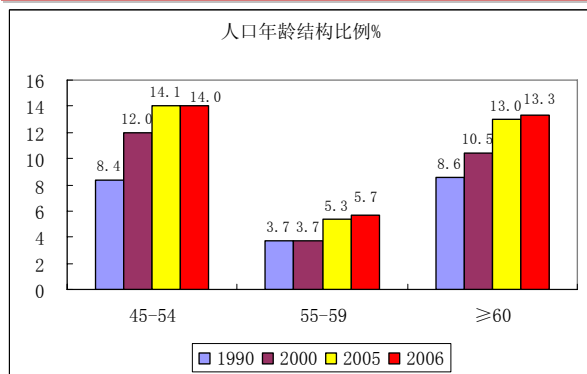


资料来源: 国家统计局 塔晶投资研究中心

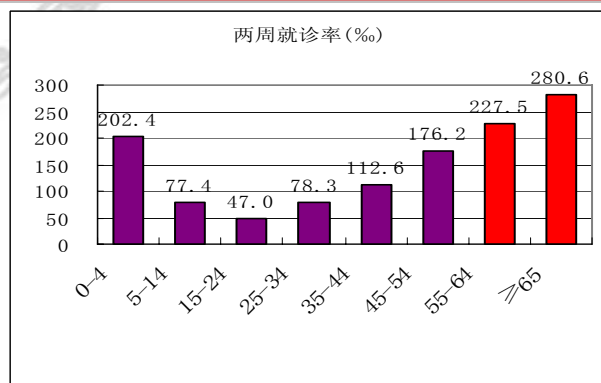
### 我国人口老龄化明显, 医疗服务需求持续增加

全国 60 岁以上人口比例逐年提高, 1990 到 2000 年 10 年提高了 1.9 个百分点, 2000 到 2005 年 5 年就提高了 2.5 个百分点, 呈加速趋势。而随着年龄的增长医疗服务的寻求也逐步增加, 用两周就诊率来衡量对医疗服务的需求发现: 65 岁以上人口两周就诊率最高, 达到 280.6, 其次是 55-64 岁人口达到 227.5, 说明老龄人口医疗寻求高于其他年龄段人口。

图表27: 我国人口年龄结构比例



图表28: 两周就诊率



资料来源: 国家统计局 塔晶投资研究中心

### 投资策略: 重点关注确定性成长个股

2009 年, 国际和国内经济形势依然严峻, 整体经济回落, 增长变得弥足珍贵。作为必须消费品, 医药的刚性需求没有变, 行业增速虽然回落, 但是向上趋势没有变化。2008 年医药管理部门职能调整基本到位, 而医改方案没有出台, 这给 2009 年的行业政策和监管带来了不确定性。但是, 确定的是行业龙头会胜出。因此, 我们重点关注 2009 年成长性良好、2010 年仍然具有稳定增长的确定性成长个股。

(医药行业研究员 李圣春)

## 【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	2900-2920	20	50	80
南宁	2910-2920	10	40	80
昆明	2840	20	40	90
甸尾	2800	20	30	80
湛江	2830	0	20	0
乌鲁木齐	2940-3000	40	60	60

资料来源: 中国食糖网 2008-12-30

## 最新国际油价

名称	最新价格 (\$/bbl)	涨跌幅%
Brent	44.08	0.59
NYMEX	40.78	1.7

资料来源: BLOOMBERG 2009-2-4

## 金属期货价格

名称	最新价格(USD/MT)	涨跌额	涨跌幅%
锌	1174.000	60.500	5.43
镍	11605.000	300.000	2.65
铜	3373.000	198.000	6.24
铝	1405.000	15.000	1.08

资料来源: BLOOMBERG 2009-2-4

## 国际金价

名称	最新价格 (美元/盎司)	涨跌额	涨跌幅%
黄金	900.945	-4.55	-0.50
白银	12.36	-0.07	-0.56

资料来源: BLOOMBERG 2009-2-3

## 农产品价格

名称	最新价值 (USd/bu.)	涨跌额	涨跌幅
玉米	370.500	-8.500	-2.24
小麦	563.750	-4.25	-0.75
大豆 (CBT)	959.500	-20.500	-2.09

资料来源: BLOOMBERG 2009-2-3



## ■ 最坏时期正在过去 1月CPI有望降至1%以下

从下周起，新年首月的宏观经济数据将由国家统计局陆续公布。在经济学界看来，虽然外部环境仍然是影响中国经济复苏的重要不明朗因素，但种种迹象表明，中国经济正在走出低谷，最坏的时期正在过去。

经济去年四季度或已见底

“如果从单月数据看，中国经济最坏的时候正在过去，”招商证券宏观经济分析师胡鲁滨向北京晨报记者表示，“从去年12月份开始，各项经济数据已经开始好转，即将公布的今年1月份数据不会太差。”

摩根大通董事总经理兼中国证券市场主席李晶表示，外部环境仍然是影响中国经济复苏的重要不明朗因素，“经济放缓可能正在结束，但经济是否持续复苏仍有待观察”。

“我们一直预期2009年中国经济将呈V形走势，于第一季度触底后出现反弹。不过，我们现在认为经济已于去年第四季度见底的可能性非常大。”时隔一个月，野村证券中国首席经济学家孙明春最新发布的研究报告中的观点更显乐观。根据近几周的数据及政策反应看，去年第四季度经济可能就已触底。换言之，GDP(国内生产总值)增长可能会比预期的更早复苏。

CPI连续9个月回落

从下周起，国家统计局将陆续公布1月份主要经济指标。多家机构数据显示，1月CPI(居民消费价格指数)同比增幅将降至1%以下，连续第九个月出现回落。

“去年12月份CPI同比增幅为1.2%，较去年11月份回落1.2个百分点，今年1月份CPI在1%左右甚至低于1%很正常，”北京大学国家发展研究院教授宋国青表示。“贷款数据和全年经济增长关系密切，不过从短期看，经济是不是已经见底，还要看1月份工业增加值和发电量能否延续去年12月份反弹趋势。”

去年12月银行贷款大幅增长，当月人民币贷款新增7720亿元。市场分析人士预测，今年1月单月的贷款增长预计将突破1万亿元，达到全年新增贷款额的20%。

新一轮经济刺激政策转向消费

2009年新春伊始，中央扩大内需的又一记“重拳”正迅速打出。据报道，继去年第四季度新增1000亿元中央投资之后，中央已悄然启动部署新一轮投资计划，这一次是1300亿元。

不过，刺激经济侧重点已经从投资开始转向消费。在昨天发布的一份题为《中国：经济刺激进入新阶段》的研究报告中，李晶表示，扩大社会安全网和消费刺激措施将是政府刺激经济工作的下一个重点。

经济刺激计划也让经济学家对今年中国经济“保八”的信心大增。孙明春表示，“今年一季度经济活动可能强于去年四季度，预计今年一季度实际GDP增长将反弹至7%，我们仍然坚持2009年GDP增长8%的预期，不过该预期面临上行风险。”

## 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)