



塔晶投资研究

2009年第4期 总第16期

上海塔晶投资管理有限公司主办
www.tajing.com

目 录

【财经观察】	1
【解密报告】	
天马股份 (002122)	2
—— 轴承小龙头，机械全能王	
【年报点评】	
鱼跃医疗 (002223)	13
康缘药业 (600557)	16
光明乳业 (600597)	18
全聚德 (002186)	21
【大宗商品价格】	24
【基金服务】	
一季度经济数据汇总将公布 好坏消息可能并现	25





【财经观察】

四大举措应对复杂多变国际经济形势

继 08 年 11 月二十国集团领导人华盛顿峰会后，二十国集团领导人再次相聚伦敦，共商应对国际金融危机之策，对于提振民众和企业信心、稳定国际金融市场、推动恢复世界经济增长具有重要意义。

姚刚：创业板挂牌可能要等到 8 月份之后

中国证监会副主席姚刚 3 月 31 日在接受央视采访时表示，创业板的推出，基本上对主板没有实质性影响，不存在资金分流问题，可能更多是心理影响。

创业板管理暂行办法五月一日起实施

《暂行办法》将自 5 月 1 日起实施。修改后的《暂行办法》共六章 58 条，其中增加了 2 条，修改了 5 条，并做了若干文字调整。但最核心的上市发行门槛并未变化，即采用两套上市财务标准。

3 月信贷增势不减 新增量可能接近 8000 亿

央行研究局局长张健华 3 月 30 日在清华大学举办的“等待暖春的中国经济”研讨会上透露，3 月份前 20 天的数据显示，贷款增量仍然不少，贷款增加是可持续的。而权威人士预计，3 月份新增信贷与 1、2 月份相比，呈现稳中有降的情况，总量仍然可能接近 8000 亿元。清华大学中国与世界经济研究中心则预测，3 月份的 M2 同比增速为 18.12%。

保险业要重视防范风险 打击制售假保单

近日，中国保监会主席吴定富在海南省调研时指出，今年 1-2 月，全国实现保费收入 2123 亿元，同比增长 13.3%。从目前情况看，尽管国际金融危机对我国保险业带来一定影响，但保险行业总体偿付能力充足，财务经营稳健，风险处于可控范围。

出口有望低位企稳

今年 4 月 1 日起，部分纺织服装、轻工、钢铁、有色金属、石化和电子信息产品的出口退税率将提高。这无疑将给困境中的外贸企业进一步减压。

占资或违规担保不改 上市公司将被 ST

为维护上市公司和投资者的合法权益，督促上市公司规范运作，沪深证券交易所日前分别向上市公司发布通知，进一步明确对存在向控股股东或其关联方

提供资金，或违反规定程序对外提供担保情形的上市公司的股票交易实行其他特别处理（ST）的具体要求和程序，通知自发布之日起实施。

542 家公司存货 5000 亿元 “去库存化”负重前行

已公布的年报数据显示，2008 年上市公司存货呈现前高后低趋势，四季度“去库存化”效果明显，当季共消化库存 113 亿元，但这些公司全年新增库存仍然达到 993.59 亿元。

国务院：将上海建成国际金融航运中心

国务院总理温家宝 3 月 25 日主持召开国务院常务会议，审议并原则通过关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建设国际金融中心和国际航运中心的意见。

六大产业出口退税率下月再提高

国务院总理温家宝 3 月 25 日主持召开国务院常务会议，决定从 2009 年 4 月 1 日起，提高部分纺织服装、轻工、钢铁、有色金属、石化和电子信息产品的出口退税率。

前两月银行不良贷款“双降”

银监会 3 月 25 日发布的统计数据显示，截至今年 2 月末，我国银行业金融机构不良贷款余额和比例继续保持双降。不良贷款余额 15334 亿元，比年初减少 175 亿元；不良贷款率为 4.5%，比年初下降 0.42 个百分点。

汽柴油 25 日起涨价

国家发展改革委 24 日宣布，鉴于近期国际市场原油价格持续上升，根据完善后的成品油价格形成机制，决定自 3 月 25 日零时起将汽、柴油价格每吨分别提高 290 元和 180 元。

郑商所获准挂牌早籼稻期货 上期所上市钢材期货

继线材、螺纹钢之后，早籼稻成为今年第三个获批开展期货交易的大宗商品。中国证监会 3 月 23 日宣布，批准郑州商品交易所开展早籼稻期货交易。在各项准备工作就绪和相关程序履行完毕后，中国证监会将尽快批准郑商所挂牌早籼稻期货合约。



天马股份（002122）

——轴承小龙头，机械全能王

基本结论

- 公司定位于替代进口，研发制造高精度、高附加值和低振动、低噪音、低摩擦轴承，摆脱机械行业低毛利率困境。
- 低成本并购齐重数控，摘取机床行业明珠，开辟新的赢利增长点。
- 材料、轴承、装备三业并举，打造完整产业链，奠定成为世界级大公司的扎实基础。
- 管理产生效益，成功的费用控制经验可以复制到兼并企业中，大大提高盈利能力。
- 预计 2008—2010 年的营业收入分别为 36.66、47.93、60.53 亿元，同比分别增长 174.21%、30.75%、26.28%；2008—2010 年的归属于母公司所有者的净利润分别为 4.84、7.34、10.48 亿元，同比分别增长 88.23%、51.60%、42.87%。08 - 10 年 EPS 分别为 1.78、2.69 和 3.85 元。
- 需要关注轴承钢价格大幅上涨带来的经营风险。

主要内容

► 盈利预测假设

- 公司未来两年内不再进行重大资产并购，仅在现有业务基础上修炼内功，提升盈利水平。
- 中国风电发展能够超越国家“十一五”规划，取得超常规发展，至 2010 年风电装机超过 2250 万千瓦装机容量。
- 销售费用：公司经过多年发展，已经与客户建立了良好的合作关系。预计公司本部、成都天马保持稳定增长，齐重数控、北京天马、贵州天马由于管理提升导致增幅放缓，2008-2010 年营业费用率为 3.5%、3.1%、2.8%。
- 管理费用：公司本部、成都天马保持稳定增长，齐重数控恢复正常水平，北京天马、贵州天马由于管理模式变革导致增幅放缓，预计 2008-2010 年营业费用率为 5.6%、5.2%、4.8%。
- 所得税率：成都天马 15%，其它公司 25%。
- 增值税返还：数控机床所得税每年在一季度返还上年退税，齐齐哈尔重型铸造有限责任公司每季度返还增值税。
- 采用国产设备所得税抵免：暂未考虑。
- 未考虑非公开增发筹资 13 亿元投资风电轴承和重型数控机床项目，所需资金通过银行贷款解决。

► 销售收入预测

■ 产能

通用轴承：

公司通用轴承包括杭州本部生产的短圆柱滚子轴承、深沟球轴承、圆锥滚子轴承、主轴轴承，北京天马生产的冶金和石油机械轴承，贵州天虹除军用飞机航空轴承以外的其它轴承。

募投资金项目进展情况：200 万套精密轴承生产技术改造项目，完成进度 93%；德清 500 万套球轴承变更调减，由 1.46 亿元降为 4600 万元，已投入 2600 万元，产能形成 80 万套；80 万套精密主轴轴承，投

入 70%，形成产能 50 万套；200 万套汽车轴承取消，改为成都天马精密轴承有限公司实施精密冷辗长寿命轴承生产线技术改造项目。

现德清基地尚未开始生产，产能扩展空间足够。

图表 1：募投项目产能规划

	2006 年生产能力 (万套)	项目实施后的生产能 力(万套)	增加量(万套)	增加比例
通用轴承	1,860	2,662	802	43.12%
其中：短圆柱滚子轴承	890	1,370	480	53.93%
深沟球轴承	700	850	150	21.43%
其他轴承	270	292	22	8.15%
铁路轴承	45	53	8	17.78%

来源：塔晶投资研究中心

公司 07 年着力对通用轴承产品进行结构调整，在总量保持 1700 万套基本不变的情况下，大规格高附加值替代进口轴承比重增加。设备产能充裕公司，除热处理车间实行 3 班生产外，其它工序 2 班或 1 班生产，能够满足订单需求。

铁路轴承：

募投资金项目进展情况：8 万套提速轴承完成，现产能 53 万套。2004 年以来，铁路轴承公司一直是公司投资重点，经过大力投入，产能已经由 10 万套增至 53 万套，能够满足现有的铁路货车轴承订货需求。

风电轴承：

募投资金项目进展情况：大型精密轴承和精密调心轴承已变更为风电轴承，完成投资约 1.2 亿元，初步形成了 300 套/月的生产能力。

由于风电轴承现在属于典型的卖方市场，公司风电轴承生产不能满足需求情况十分突出。公司抢抓机遇，已经向证监会报批 4.89 亿元风电轴承非公开增发项目，原定价 52.89 元/股。

该项目 08 年 3 月已开始投入，09 年 6 月可以完工。规划形成偏航轴承 6000 套，变桨轴承 4000 套的产能。

重型机床：

天马在控股齐重之后，一方面投入资金约 4 亿元进行技术改造和提高产能，建设占地面积为 35000 平米的厂房，预计在 08 年 8 月前便可投入生产，产能由 1400 台提高到 2500 台。另一方面公司对齐重进行了管理上的改进。主要表现为优化人员配置，减少后勤人员的占比，充实一线员工队伍，在保持人员总数不变的情况下增加产能。

齐重数控产能不能满足市场旺盛需求，已经向证监会报批 8 亿元重型数控机床风电轴承非公开增发项目，公司已先期自筹资金投入建设，项目建成后可增加重型机床 220 台产能。

■ 销售收入预测

图表 2：通用轴承销售收入预测

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
通用轴承合计							
平均售价（元/套）	25.59	26.39	26.89	37.30	41.67	44.14	43.84
增长率（YOY）		3.11%	1.88%	38.74%	11.71%	5.92%	-0.68%
销售数量（万套）	1177	1410	1675	1700	1750	1900	2200
增长率（YOY）		19.80%	18.83%	1.48%	2.94%	8.57%	15.79%
销售收入（百万元）	301.18	372.02	450.41	634.10	729	839	964
增长率（YOY）		23.52%	21.07%	40.78%	15.00%	15.00%	15.00%

来源：塔晶投资研究中心

通用轴承：

公司通用轴承下游用户广泛，包括汽车、船舶、机床、电机、农用机械、纺织机械、通用机械等，几乎涵盖了机械所有子行业。所以受单一行业景气度的影响较小。公司产品 60% 直销到各大机械主机厂；40%

通过销售分公司销往维修市场和小型客户。

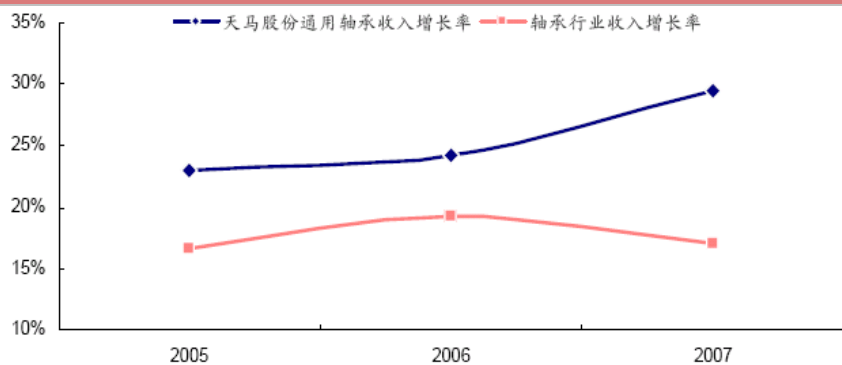
通用轴承是公司的主导产品，在原材料大幅涨价的市场背景下，公司加大了产品结构调整的力度。07年在产量基本没有增长的情况下，销售收入保持了10%的增长。

07年由于并入贵州天虹，销售收入增加 $(5055-2579)=2476$ 万元；并入北京天马，销售收入增加 $17858*9/12=13393$ 万元；合计约1.58亿元。扣除此因素后，本部实际增幅约为5.5%。

由于冶金及石油机械和贵州天马小型轴承（主要应用于电机等领域）市场较为狭窄，公司未投入资源进行大力拓展，预计增长速度在10%左右。

08—10年募集资金项目产能将逐渐释放，本部产品结构调整完毕，北京天马和贵州天马平稳增长，预计通用轴承增幅为15%。

图表 3: 天马股份通用轴承收入增速与全行业收入增速对比



来源：塔晶投资研究中心

铁路轴承：

铁路轴承是公司前两年的当家产品，由成都天马生产。产品应用于铁路货车车辆，包括新造铁路货车轴承（新增需求）和大修铁路货车轴承（更新需求）两类需求。

07年铁路轴承占销售收入比重为38.53%，随着齐重08年的并表以及风电轴承等新产品的快速发展，铁路轴承占比将下降。

铁路轴承业务已经很成熟，公司占有30%以上的市场份额。铁路轴承由铁道部统一招标，6家具有资质的企业共同分享。鉴于铁道部浓厚的政府色彩，虽然天马轴承的质量最好，但该部分业务也仅能维持现有竞争格局，为公司提供稳定的现金流。预计08—10年保持6%左右的增长，铁路轴承占公司销售收入的比重将逐渐下降。

图表 4: 铁路轴承故障率排名

排名	2005年3季度	2005年4季度	2006年1季度	2006年2季度
1	成都天马 (0.0240%)	成都天马 (0.0131%)	成都天马 (0.0108%)	成都天马 (0.0098%)
2	富安捷 (0.0268%)	斯凯孚 (0.0242%)	斯凯孚 (0.0358%)	斯凯孚 (0.0243%)
3	斯凯孚 (0.0282%)	富安捷 (0.0317%)	上滚 (0.0360%)	洛轴 (0.0340%)
4	上滚 (0.0543%)	上滚 (0.0500%)	富安捷 (0.0386%)	富安捷 (0.0352%)
5	洛轴 (0.0812%)	洛轴 (0.0564%)	洛阳 (0.0482%)	上滚 (0.0416%)
6	瓦轴 (0.1666%)	瓦轴 (0.1697%)	瓦轴 (0.1966%)	瓦轴 (0.2049%)

来源：塔晶投资研究中心

图表 5: 铁路轴承销售收入预测

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
平均售价 (元/套)	794.38	1012.16	1132.05	1145	1160	1180	1200
增长率 (YOY)		27.42%	11.84%	1.12%	1.34%	1.72%	1.69%
销售数量 (万套)	9.43	19.77	42.08	45	47	49	51
增长率 (YOY)		109.67%	112.91%	6.93%	4.44%	4.26%	4.08%
销售收入 (百万元)	74.89	200.07	476.41	515.12	545	578	612
增长率 (YOY)		167.15%	138.13%	8.12%	5.84%	6.05%	5.85%

来源: 塔晶投资研究中心

风电轴承:

目前大部分风电轴承需要进口。进口产品不但价格高,而且供货周期长,一般需要 1-2 年的时间。公司风电轴承虽然比国外产品的价格仅低 20%,但交货期短,生产周期为 3-4 个月。

公司有自己的装备企业,能够更好保障轴承生产的效率和轴承产品的精度。其中仅钻孔机这一产品,就较同类产品提高效率 10 倍以上。

公司与东方汽轮机有限公司 07 年签署了金额为 1.68 亿元的风电机组偏航及变桨轴承的订单,5 月份已执行完毕。现有的主要客户包括东方电气、金风科技、海装(重庆)、上海汽轮机国内风电机组生产厂家,正在与哈汽进行洽谈。风电轴承全行业处于供不应求的阶段,只要能够生产出合格产品,销售不成问题。

偏航轴承每套 12 万元(每台份 1 套),变桨轴承每套 8 万元(每台份 3 套),主机主轴轴承(每台份 2 套)和增速箱轴承(每台份 2 套)估计售价 10 万元/套左右。公司现手持订单约 4 亿元。

拟非公开增发募集资金项目可形成销售收入 8 亿元,净利润 2.5 亿元。如果同时生产主机主轴轴承和增速箱轴承,销售收入将增长更快。

预计 08-10 年风电轴承销售收入为 3.5、6.5 和 10 亿元。

重型机床:

齐重数控自身技术积累强,行业地位高,主要产品市场前景广阔。对其收购后注入资金、改善管理,为公司开辟了一条新的增长路径。同时也将产生协同效应,为公司的长远发展提供重要的设备保障。齐重数控将成为公司未来两年最重要的增长点。

齐重数控是我国重型机床行业龙头。主要产品大型卧式、立式车床,市场占有率在 50%以上。产品应用领域包括电力、国防、航空航天、船舶等。国内只有少数几家企业能够生产大型数控车床。

公司产品市场前景广阔,处于供不应求状况。大型数控机床是我国紧缺的设备。而且很多高端大型数控机床属于战略装备,国外政府限制该类产品向我国出口。伴随着我国中大型机械设备及零部件制造能力的不断提升,重型机床的需求将保持较长时间的增长。

手持订单充足,未来两年收入增长有保障。公司目前手持订单约 32 亿元,能够满足一年半的生产任务。新订单的需求状况良好。主要问题是产能瓶颈。

综合考虑公司的订单状况以及未来的技术改造、产能扩张进度,预计 08-10 年能够实现收入 18.5、25、32 亿元。

图表 6: 齐重数控销售收入预测

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入 (百万元)	414	696	967	1200	1850	2500	3200
增长率 (YOY)		68.12%	38.94%	24.10%	54.17%	35.14%	28.00%

来源: 塔晶投资研究中心

► 毛利率预测

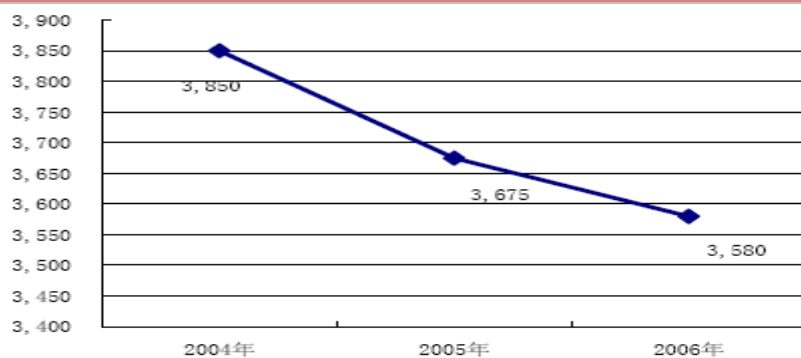
■ 成本分析

图表 7: 轴承生产所用原材料占生产成本的比重

项目	2006 年度		2005 年度		2004 年度	
	金额(万元)	占主营业务成本比例	金额(万元)	占主营业务成本比例	金额(万元)	占主营业务成本比例
轴承钢	26,009.83	37.94%	14,577.95	35.99%	9,954.70	35.46%
滚动体等配件	19,793.58	28.87%	11,981.29	29.58%	8,190.61	29.18%
铜、锌等	3,609.64	5.26%	1,733.87	4.28%	1,154.83	4.11%
天然气	1,611.23	2.35%	984.61	2.43%	204.53	0.73%
水、电	2,982.00	4.35%	1,959.32	4.84%	1,657.43	5.90%
小计	54,006.28	78.77%	31,237.04	77.12%	21,162.10	75.38%
折旧	3990	5.82%	2488	6.14%	1961	6.99%
合计	57,996.28	84.59%	33,725.04	83.26%	23,123.10	82.37%

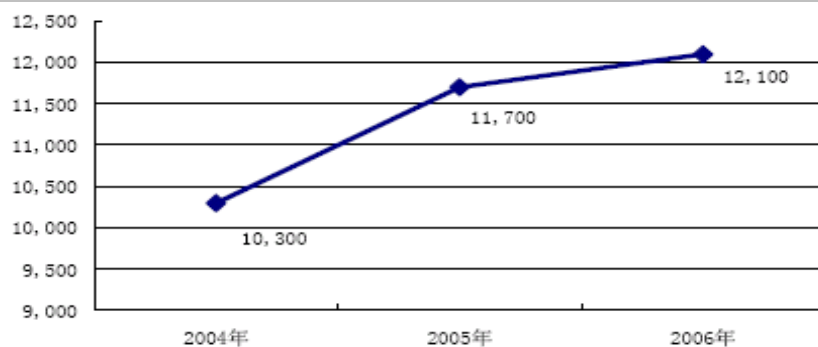
来源: 塔晶投资研究中心

图表 8: 公司采购通用轴承钢价格走势



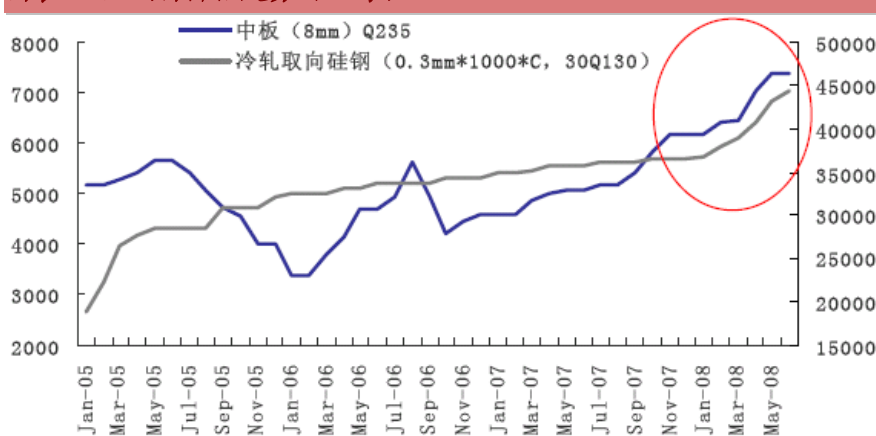
来源: 塔晶投资研究中心

图表 9: 公司采购铁路轴承钢价格走势



来源: 塔晶投资研究中心

图表 10: 钢材价格走势 (上海)



来源: WIND, 塔晶投资研究中心

公司所用钢材为轴承专用特殊钢, 06 年之前价格走势比较平稳。07 年以来, 随着钢材价格飞涨, 通用轴承钢也由 3500 元/吨攀升到 7000—8000 元/吨, 增幅达 100%; 铁路轴承钢由 12000 元/吨上升到 17000—18000 元/吨, 增幅达 50%。

为应对原材料涨价压力, 公司积极调整产品结构, 增加附加值较高的大型轴承比重。对于保留品种, 每月分析产品毛利率情况, 将低于平均水平的产品, 及时反馈给销售部门, 与客户进行提价谈判。由于公司产品质量稳定, 且产品属于小批量供货, 客户一般能够理解, 原材料涨价因素能够部分转嫁到客户。通用轴承 08 上半年价格上调 3 次, 涨幅在 10—20% 之间, 但未能完全覆盖轴承钢价格上涨带来的成本增加。

预计 08 年通用轴承毛利率将有 3.5 个百分点的下降, 09、10 年将逐步回升。

为了保证风电轴承的质量, 公司在成都建立了材料生产基地, 规划产能 8 万吨。公司原来在杭州就有材料生产基地, 能够进行小规模轴承钢冶炼, 积累了丰富的经验。成都基地从 07 年下半年开始投产, 08 年产能估计可达 3 万吨左右, 部分满足风电轴承生产需要。

由于风电轴承严重供不应求, 加之公司自制轴承钢, 预计 08、09 年将保持 50% 以上高毛利率, 2010 年随着生产厂家的增多, 毛利率将有所下降。

齐重数控从 2000 年以来进入呈现出良好发展态势, 但因为是典型的国有企业, 无成本控制观念, 毛利率变动很大, 总体来说低于行业优秀企业。天马入主后, 提出了利润考核的具体目标, 产品毛利率有望逐步提升。

预计 08—10 年重型机床毛利率为 24.5%、25.5%、27%。

图表 11: 齐重数控毛利率情况

	2007 年 1—6 月	2006 年	2005 年	2004 年
沈阳机床	16.89%	19.54%	20.33%	18.98%
昆明机床	31.64%	26.89%	26.06%	27.72%
秦川发展	37.66%	25.43%	24.55%	24.78%
青海华鼎	21.09%	19.29%	16.80%	17.10%
行业平均	26.82%	22.79%	21.94%	22.15%
齐重数控	22.22%	24.50%	13.29%	19.83%

来源: 塔晶投资研究中心

► 盈利预测结果

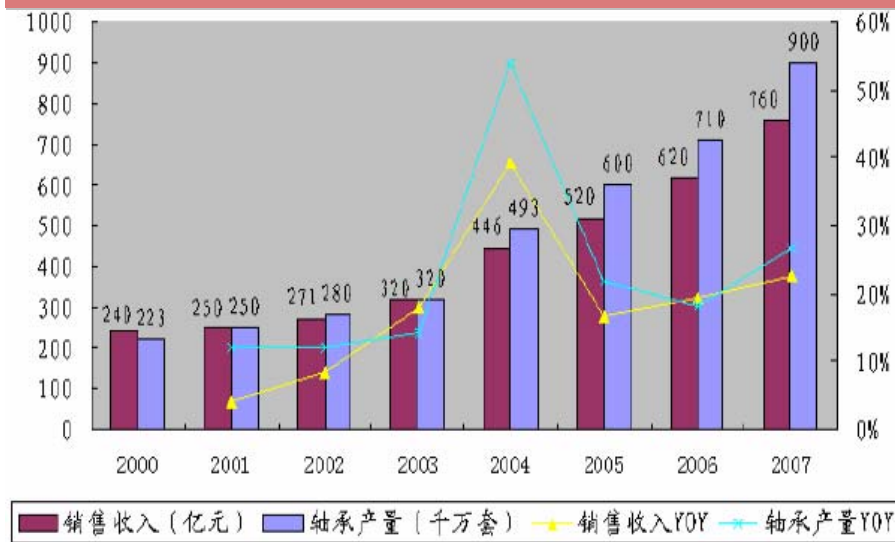
- 预计 2008—2010 年的营业收入分别为 36.66、47.93、60.53 亿元, 同比分别增长 174.21%、30.75%、26.28%; 2008—2010 年的归属于母公司所有者的净利润分别为 4.84、7.34、10.48 亿元, 同比分别增长 88.23%、51.60%、42.87%。
- 08—10 年 EPS 分别为 1.78、2.69 和 3.85 元。

附录：行业及公司情况

■ 中国轴承行业保持 20%左右增速

中国轴承行业发展情况良好，按销售收入和产品产量已居世界第三位。从销售情况来看，2001年至2006年，轴承行业销售收入年均复合增长率为19.91%，产量复合增长率为23.22%。2006年全国轴承行业规模以上企业销售收入为620亿元，同比增长了19.23%。2007年1-11月实现销售收入738亿元，同比增长27.07%；2008前2个月，实现销售收入127亿元，同比增长28.98%。

图表 12：中国轴承行业销售收入及增速



来源：塔晶投资研究中心

特大型及大型轴承在轴承行业产值逐步提升

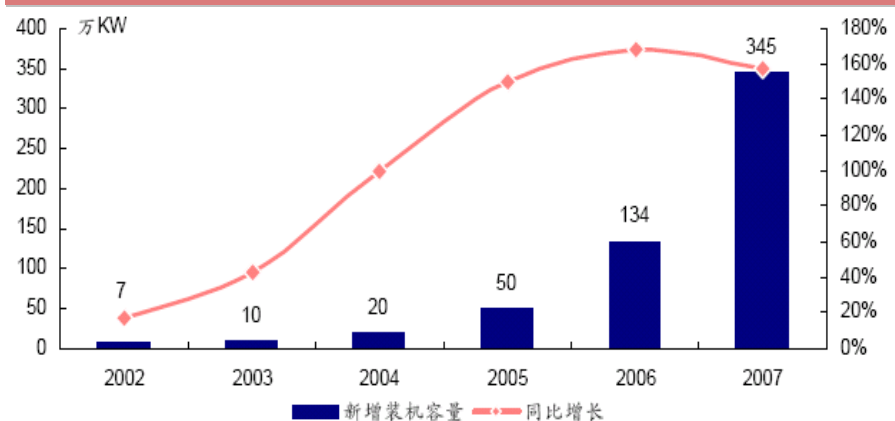
重大装备制造业高速发展拉动特大型、大型轴承的强劲需求。从01年到06年，在行业重点公司中，特大型大型轴承的产值复合增长率为21.71%，从02年到06年，其所占的产值比重提高了将近10个百分点，达到20%。与此同时，特大型轴承平均单价提高85%，大型轴承提高30%。部分特大型轴承和大型轴承的毛利率超过30%，甚至高达50%，这两类产品盈利前景可观。

风电轴承供不应求局面 2年内无法改变

风电设备制造业充分受益于风电行业的高速发展，占风电总投资的60%。同时政府鼓励风电设备的国产化，规划“十一五”期间国产化率达到70%以上。

进口产品不但价格高，而且供货周期长。一般需要1-2年的时间。风电轴承倚赖进口是对风电机组整机企业的一个关键制约因素，风电轴承面临极佳的发展机遇。

图表 13：1995-2007 年我国风电装机容量情况



来源：塔晶投资研究中心

图表 14: 国家规划装机容量

单位: 万千瓦	2006		2007		2010E	
	装机容量	比重	装机容量	比重	装机容量	比重
火电	48,405	77.82%	55,442	77.70%	81,000	76.30%
水电	12,857	20.67%	14,526	20.40%	19,000	17.90%
风电	187	0.30%	556	0.80%	1,000	0.90%
核电	685	1.10%	885	1.20%	1,000	0.90%
气电	-	-	-	-	3,600	3.40%
太阳能发电	-	-	-	-	30	0.00%
生物质能	66	0.11%	80	0.10%	550	0.50%
总装机容量	62,200	100.00%	71,329	100%	106,180	100%

来源: 塔晶投资研究中心

根据“可再生能源中长期规划”，2010年风电占总装机容量的1%，达1000万千瓦，但根据现在的发展速度，2007已达到600万千瓦，有望大大超出原规划；到2020年新增风电装机容量2900万千瓦，实际发展预计也会大大超出规划。

到2020年，按照3%的比例，装机总容量按照比2010年增长1倍计算，则需要的可再生能源装机容量为6000万千瓦，再按照2010年全国累计风电装机容量为1500万千瓦计算，缺口4500万千瓦。

我国可开发陆地风资源约为5亿千瓦，海上风资源为10亿千瓦，发展空间很大。

根据最新的煤价计算，每2吨煤可以发1度电，每度电的煤耗成本为0.40元，已与风电成本相当接近。随着风电产业化、规模化发展，风电成本还会继续下降，因此风电空间巨大。

除公司外国内介入风电轴承市场的主要有四家。其中，瓦轴在风电轴承项目上投资巨大，其兆瓦级风电轴承月生产能力超过200套；洛轴是国内最早研制、生产风电轴承的企业，已拥有约100套的生产能力；大连冶金轴承集团有限公司已经建好3万平方米的厂房，具备了200套的生产能力；2007年12月湘电股份与铁姆肯(香港)控股有限公司合资成立生产风电轴承的铁姆肯湘电(湖南)轴承有限公司，规划生产能力为400台。另据了解，在公司进入风电轴承后，洛轴、瓦轴几乎同时在齐重购置风电轴承制造设备用于扩产，因此可以预见，未来两年后风电轴承的竞争将趋于激烈。

我国重型数控机床业迈入世界先进行列

自从20世纪90年代开始，德国重型机床厂家面临市场长期不景气的困境而逐步走向衰退，继而遭到兼并或倒闭。如德国科堡于2005年被北京第一机床厂收购、济根被德国赫克力斯收购。

自我国提出加快振兴装备制造业之后，重型机床业发展速度稳步提升，目前已进入发展黄金期，为国家重点建设项目关键设备提供配套的能力显著提高，研制出了一大批重大装备，扭转了以前我国重点工程建设关键设备必须进口的局面。特别是武重、齐重数控、青重、上重、除峰机床厂、齐二、济二、北一等企业，迅速成长为我国装备制造业的示范企业，其产品与国外的产品相比，差距越来越小。

图表 14: 我国重点重型机床企业情况

企业名称	生产能力 (台/年)	总资产 (亿)	净资产 (亿)	主要产品	市场占有率
齐重数控	1400	18.69	1.60	数控重型卧式车床 数控重型立式车床	数控重型卧式车床市场占有率为95%，数控立式车床市场占有率为70%以上。
武重	400	18.60	6.46	重型立、卧式车床、重型滚齿机	CK、CH系列立车的国内市场占有率超过60%，重型滚齿机占90%以上
青重	120	10.00	4.50	数控重型卧式车床、轧辊车床、铁路专用车床、立式加工中心	铁路机床在国内市场占有率已达90%以上

来源: 塔晶投资研究中心

■ 行业竞争态势分析

图表 15: 2006 年轴承行业轴承产品销售收入前 10 名企业统计

序号	企业名称	轴承产品业务收入(万元)	主营业务收入(万元)
1	瓦房店轴承集团有限责任公司	280,794	334,947
2	万向钱潮股份有限公司	262,130	330,486
3	人本集团有限公司	180,463	400,113
4	洛阳轴承集团	165,358	184,937
5	哈尔滨轴承集团公司	119,143	221,364
6	天马控股集团有限公司	111,086	134,518
7	上海集优机械股份有限公司	92,716	92,716
8	宁波摩士集团股份有限公司	64,008	85,912
9	大连冶金轴承集团公司	61,347	61,347
10	浙江五洲新春集团有限公司	53,702	55,693

来源: 塔晶投资研究中心

图表 16: 主要轴承企业近年收入增长对比

	2004	2005	2006	2007
天马股份	N. A.	48.30%	71.10%	32.70%
龙溪股份	6.80%	46.00%	13.10%	11.70%
轴研科技	20.60%	30.20%	15.90%	16.60%
西北轴承	6.50%	16.00%	39.20%	6.30%
瓦轴	25.50%	5.40%	35.90%	11.10%
襄阳轴承	4.90%	7.50%	24.00%	30.50%

来源: 塔晶投资研究中心

图表 17: 主要轴承企业毛利率对比

	2004	2005	2006	2007
天马股份	29.30%	31.20%	31.90%	33.40%
龙溪股份	41.70%	37.60%	37.90%	35.20%
轴研科技	31.60%	33.20%	35.60%	32.50%
西北轴承	21.60%	20.20%	27.60%	26.50%
瓦轴	19.50%	17.00%	15.50%	14.60%
襄阳轴承	23.00%	27.10%	25.30%	24.30%

来源: 塔晶投资研究中心

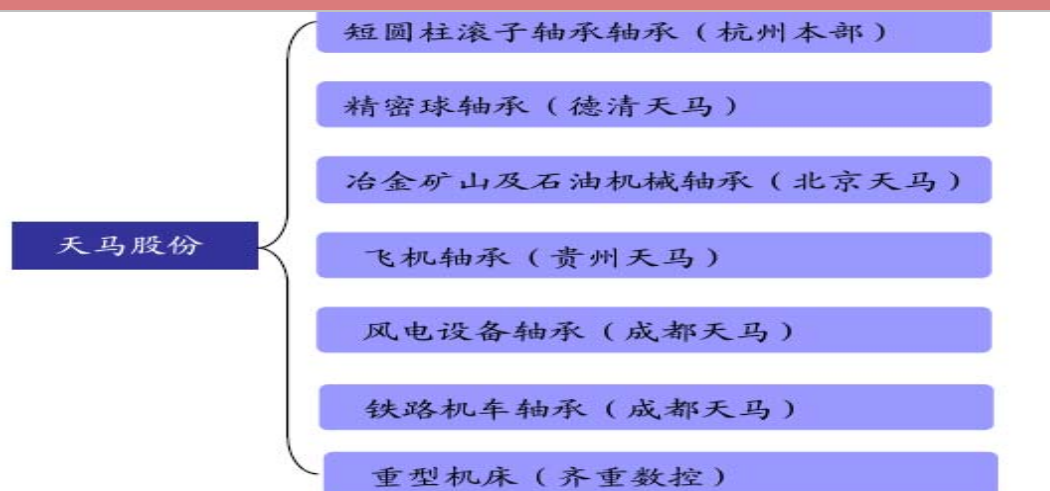
图表 18: 主要轴承企业净利率对比

	2004	2005	2006	2007
天马股份	13.50%	15.30%	18.90%	19.20%
龙溪股份	16.10%	15.10%	15.30%	17.00%
轴研科技	16.60%	15.70%	16.40%	15.80%
西北轴承	1.70%	2.10%	3.60%	7.90%
襄阳轴承	4.80%	2.40%	4.80%	7.80%

来源: 塔晶投资研究中心

■ 天马股份竞争优势分析

图表 19: 天马组织产业结构图



来源：塔晶投资研究中心

高效的执行能力保证低成本扩张

公司产品定位于进口替代，研发和生产高精度、高附加值、高可靠性、高科技含量和低振动、低噪音、低摩擦轴承，符合中国轴承行业的发展需求。

公司管理层对行业趋势具有非常的判断能力，多次把握住有利机会，高效务实地进行了业务扩张，构建了较为齐全的轴承产业链，初步形成了有纵深的战略布局。

图表 20: 天马公司发展路径图

年份	主要产品线延伸历程
2002 年	收购成都天马进入铁路轴承领域
2006 年	收购贵州天马进入航天军用轴承领域
2007 年	收购北京天马进入冶金轴承领域
2007 年	收购齐重数控，进入重型机床行业
2007 年	IPO 上市，募集资金用于大幅提升产能和改善产品结构，开始生产风电轴承

来源：塔晶投资研究中心

强大的费用控制能力保证较高的盈利能力

图表 21: 主要轴承企业费用率对比

	2004	2005	2006	2007
天马股份	10.70%	11.20%	8.40%	9.80%
龙溪股份	18.60%	15.90%	16.40%	12.10%
轴研科技	14.40%	17.40%	17.80%	15.70%
西北轴承	33.40%	25.40%	17.10%	13.10%
襄阳轴承	17.00%	23.60%	21.40%	15.70%

来源：塔晶投资研究中心

公司本部和成都天马已经实现了费用最低化，齐重数控、北京天马、贵州天马成本压缩空间还很大，这将是公司未来业绩的重要增长点。

图表 22: 齐重数控费用率与机床行业上市公司对比

管理费用	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 1—6 月
沈阳机床	8.77%	10.77%	8.67%	7.33%
昆明机床	14.22%	12.84%	9.88%	8.18%
秦川发展	8.39%	8.87%	10.88%	8.70%
青海华鼎	9.45%	8.08%	9.53%	10.23%
行业平均	10.21%	10.14%	9.74%	8.61%
齐重数控	4.27%	3.76%	23.00%	10.23%
销售费用	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 1—6 月
沈阳机床	4.51%	3.83%	4.12%	3.88%
昆明机床	6.68%	4.89%	4.53%	4.73%
秦川发展	5.08%	4.52%	5.16%	5.45%
青海华鼎	4.32%	5.56%	6.15%	6.47%
行业平均	5.15%	4.70%	4.99%	5.13%
齐重数控	4.46%	5.73%	4.47%	3.72%
财务费用	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 1—6 月
沈阳机床	3.59%	2.25%	2.24%	1.35%
昆明机床	1.39%	0.55%	0.56%	0.41%
秦川发展	1.26%	2.06%	1.85%	1.49%
青海华鼎	1.11%	1.40%	1.60%	1.61%
行业平均	1.84%	1.57%	1.56%	1.22%
齐重数控	0.90%	0.98%	2.35%	2.90%

来源: 塔晶投资研究中心

(机械行业研究员 曲成涛)



鱼跃医疗（002223）

主要结论

- ✚ 2008 年公司全年实现营业收入 40137 万元，同比增长 38.65%；归属于上市公司股东的净利润 6183 万元，同比增长 63.26%；基本每股收益 0.66 元。
- ✚ 康复护理系列保持了 30% 以上的稳定快速增长，医用供氧系列实现了快速增长。康复护理系列营业收入 2.99 亿元，增长 37.39%，毛利率 28.62%，较上年下降 0.31 个百分点。医用供氧系列营业收入 1.01 亿元，增长 45.56%，毛利率 31.13%，较上年下降 1.16 个百分点。
- ✚ 新产品将保障 2009 年快速增长。高频 X 射线机累计中标金额 3500 万左右。电子血压计已在终端推广，预计 2009 年销售能够超过 1000 万。
- ✚ 盈利能力进一步提高。2008 年营业收入增速加快，净利润大幅增长 63.1%。毛利率略有下降但仍保持在 30% 左右，净利率达到 15.45%，提高 2.15 个百分点。
- ✚ 经营效率和资产质量明显提高。报告期内，存货周转率、应收账款周转率分别为 5.41、8.98 次，明显提高。流动比率、速动比率大幅提高，分别达到了 6.18、4.93，资产负债率也从上年的 49.50% 下降到 9.74%，资产质量得到了明显的改善。
- ✚ 盈利预测：2009、2010 年每股收益分别为：0.85 元、1.10 元

主要内容

■ 业绩回顾

2008 年公司全年实现营业收入 40137 万元，同比增长 38.65%；归属于上市公司股东的净利润 6183 万元，同比增长 63.26%；基本每股收益 0.66 元。

公司营业收入出现大幅增长是因为报告期内，公司运营能力得到较好提升，同时公司引进了一批技术人员和营销人员，加大技术开发力度和产品推广能力，使公司的销售收入取得了较大的提升。公司净利润较上年同期增长 63.37%，主要原因是公司营业收入持续增长，同时报告期内公司被认定为“高新技术企业”，公司所得税率减按 15% 征收。

■ 主要业务及产品情况

公司的主要产品包括康复护理系列、医用供氧系列。康复护理系列营业收入 2.99 亿元，增长 37.39%，毛利率 28.62%，较上年下降 0.31 个百分点。医用供氧系列营业收入 1.01 亿元，增长 45.56%，毛利率 31.13%，较上年下降 1.16 个百分点。

康复护理系列保持了 30% 以上的稳定快速增长

康复护理系列产品主要包括：轮椅、听诊器、血压计和雾化器等。其中，2008 年轮椅销售 14 万台，较 2007 年的 9.4 万台大幅增长；听诊器 2008 年销售 200 万副，2007 年为 155 万副；血压计 2008 年销售 185 万台，2007 年为 136 万台。预计康复护理系列 2009 年仍将包括 20-30% 的增长。

医用供氧系列实现了快速增长

医用供氧系列包括制氧机和超轻微氧气阀。其中，制氧机 2008 年销售实现了高增长。就数量上来看，达到了 4.7 万台，2007 年为 2.4 万台，接近翻倍水平。

超轻微氧气阀 2008 年销售约 27 万支，2007 年为 11.6 万支，销量大幅增长。但是由于受金融危机影响，销售价格降幅较大，毛利率下降近 10 个百分点，销售收入只增长了 30% 左右。预计销量仍将保持较快增长，毛利率将逐渐回升。

图表 1: 主要产品销售情况

单位:万元

主要产品	2007 年	2008 年
	康复护理系列	
营业收入	21770	29910
增长率		37.39%
毛利率	28.93%	28.62%
	医用供氧系列	
营业收入	6951	10117
增长率		45.56%
毛利率	32.29%	31.13%

资料来源:公司公告,塔晶投资研究中心

新产品将保障 2009 年快速增长

高频 X 射线机: 公司 2008 年下半年开始进入这一产品领域, 着眼点完全放在医改中基层医院医疗器械配备招标。目前, 公司已经在山西、甘肃、贵州等省份中标, 累计中标金额 3500 万左右。其中, 2009 年 1 季度在贵州省独家中标 200mA 高频 X 射线机 YHF200R 559 台, 中标价格 5 万元/台, 合计金额 2795 万元, 为近年来 X 光机领域全国最大的一单。预计 2009 年高频 X 射线机将有不俗的表现。

电子血压计: 电子血压计目前已在终端推广, 预计 2009 年销售能够超过 1000 万。

■ 盈利能力进一步提高

2008 年营业收入增速加快, 净利润大幅增长 63.1%。毛利率略有下降但仍保持在 30%左右。期间费用控制良好, 净利率达到 15.45%, 提高 2.15 个百分点。销售投入增加, 导致销售费用率上升 0.63 个百分点。管理费用控制良好, 销售费用率下降 0.68 个百分点。有募集资金到位, 财务费用大幅降低至 23 万元, 财务费用率下降了 1.81 个百分点。

图表 2: 盈利能力情况

单位:万元

项 目	2006年	2007 年	2008 年
营业收入	23199	28948	40137
增长率	9.16%	24.78%	38.65%
净利润	3155	3787	6178
增长率	-46.4%	20%	63.1%
毛利率	29.37%	30.21%	29.37%
净利率	12.92%	13.3%	15.45%

资料来源:公司公告,塔晶投资研究中心

图表 3: 费用控制情况

单位:万元

项 目	2006年	2007 年	2008 年
销售费用	742	1065	1730
销售费用率	3.2%	3.68%	4.31%
管理费用	1420	1835	2270
管理费用率	6.12%	6.34%	5.66%
财务费用	290	542	23
财务费用率	1.25%	1.87%	0.06%

资料来源:公司公告,塔晶投资研究中心

■ 经营效率和资产质量明显提高

报告期内, 公司存货周转率为 5.41 次, 较上年的 4.59 次明显提高。应收账款周转率达到 8.98 次, 较上年的 6.39 次明显提高, 主要原因是公司加强了应收账款管理, 回款速度加快, 坏账损失减少, 资产营运能力增强。

图表 4: 存货、应收账款周转情况

项 目	2007 年度	2008 年度
存货周转率 (次)	4.59	5.41
应收账款周转率 (次)	6.39	8.98

资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心

报告期内, 由于上市募集资金, 流动比率、速动比率大幅提高, 分别达到了 6.18、4.93, 体现良好的偿债能力。资产负债率也从上年的 49.50% 下降到 9.74%, 资产质量得到了明显的改善。

图表 5: 偿债能力

项 目	2007 年	2008 年
流动比率	1.12	6.18
速动比率	0.75	4.93
资产负债率 (%)	49.50%	9.74%

资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心

- 盈利预测: 2009、2010 年每股收益分别为: 0.85 元、1.10 元

(医药行业研究员 李圣春)





康缘药业（600557）

主要结论

- 2008年公司实现营业收入11.32亿元，比去年同期增长了13.36%；实现归属于上市公司股东净利润1.42亿元，比上年同期增长47.31%。公司医药工业收入8.48亿元，比上年同期增长20.32%，毛利率78.44%，比上年同期提高了3.81个百分点。
- 二线品种维持快速增长。主打品种桂枝茯苓胶囊接2.87亿，增长7.22%。二线品种热毒宁注射液、散结镇痛胶囊、腰痹通胶囊消化增长分别达到了48.08%、36.62%、53.44%。
- 新产品研发进展顺利。2008年，公司获得了芪葛颗粒及口服液、羌黄祛痹颗粒、天舒滴丸4个中药新药证书和生产批件，获得桂枝茯苓胶囊增加适应症批件，获得益心舒胶囊、消癌平软胶囊、夜宁胶囊3个生产批件，获得盐酸安非他酮缓释片、注射甲磺酸帕珠沙星、盐酸格拉司琼注射液3个化学药品种生产批件；完成了对注射用藤黄酸IIb期的临床试验，增加了对肝癌的临床研究，完成了热毒宁注射液IV期临床试验总结。
- 商业资产剥离后资产运营效率更高，盈利能力更强。存货周转天数从43.2天下降到41.3天，应收账款周转天数从80.5天下降到69.3天，大大提高了资产运营效率；综合毛利率从56.50%提高到61.92%，净利率从9.21%提高到12.12%，盈利能力更强，资产负债率从45.9%下降到27.2%。

主要内容

■ 业绩回顾

报告期内，公司实现营业收入11.32亿元，比上年同期增长13.36%；实现归属于上市公司股东净利润1.42亿元，比上年同期增长47.31%，每股收益0.533元。

公司净利润快速增长主要得益于医药工业的快速增长和毛利率提升，以及公司15%所得税优惠税率的执行。公司医药工业收入8.48亿元，比上年同期增长20.32%，毛利率78.44%，比上年同期提高了3.81个百分点。综合毛利率62.74%，比上年同期提高了6.25个百分点，主要是因为08年4季度公司剥离了医药商业部分资产。

■ 二线品种维持快速增长

公司坚持专业化、学术化营销模式，强抓营销过程管理，提高营销队伍素质，促进了临床消化稳步增长。同时公司加大了分销推广力度，建立分销代表终端客户维护制度，调整优化分销组织结构，提升分销业务整体规模，为公司分销规模的持续增长打下了坚实的基础。主导品种桂枝茯苓胶囊保持了7.22%的平稳增长，二线品种热毒宁注射液、腰痹通胶囊、散结镇痛胶囊较上年同期增长幅度达到30%以上，维持了快速增长。

图表1 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	28763	7.22%	28305	12.9%
天舒胶囊	7153	12.70%	6824	4.4%
抗骨增生胶囊	5045	15.95%	4741	3.0%
金振口服液	3486	8.44%	3263	8.3%
腰痹通胶囊	9494	53.44%	8201	38.0%
散结镇痛胶囊	8908	36.62%	7962	34.1%
热毒宁注射液	9697	46.08%	9368	98.7%
产品合计	72546	20.74%	68664	23.0%

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

图表 2 主要产品销售与预测

单位:万元

主要产品	2008	2009E	2010E
桂枝茯苓胶囊	28763	33000	37000
同比增长	7.22%	14.73%	12.12%
天舒胶囊	7153	7870	8660
同比增长	12.70%	10.00%	10.00%
抗骨增生胶囊	5045	5650	6220
同比增长	15.95%	12.00%	10.00%
腰痹通胶囊	9494	13290	17280
同比增长	53.44%	40.00%	30.00%
散结镇痛胶囊	8908	11580	14480
同比增长	36.62%	30.00%	25.00%
金振口服液	3486	3830	4220
同比增长	8.44%	10.00%	10.00%
热毒宁注射液	9697	13090	17020
同比增长	46.08%	35.00%	30.00%
合计	72546	88316	104861
同比增长	20.74%	21.74%	18.73%

资料来源:公司公告,塔晶投资研究中心

■ 新产品研发进展顺利

2008年,公司获得了芪葛颗粒及口服液、羌黄祛痹颗粒、天舒滴丸4个中药新药证书和生产批件,获得桂枝茯苓胶囊增加适应症批件,获得益心舒胶囊、消癌平软胶囊、夜宁胶囊3个生产批件,获得盐酸安非他酮缓释片、注射甲磺酸帕珠沙星、盐酸格拉司琼注射液3个化学药品种生产批件;完成了对注射用藤黄酸IIb期的临床试验,增加了对肝癌的临床研究,完成了热毒宁注射液IV期临床试验总结。

2008年公司获得国内专利授权8件,国外专利授权2件,截至2008年末公司累计获得国内专利授权80件,国外专利授权8件,其中5项专利获得第六届国际发明展览会金奖。

报告期内,先后获科技部批复的“十一五”重大科技专项—重大新药创制项目6项、国际合作项目1项、国家星火计划1项、国家重点新产品1项,获国家发改委批复的国家认定企业技术中心创新能力建设项目1项、国家高技术产业化项目1项。

2008年共投入研发费用8600万元,超过母公司营业收入的10%。

■ 商业资产剥离后资产运营效率更高,盈利能力更强

商业资产剥离后存货周转天数从43.2天下降到41.3天,应收账款周转天数从80.5天下降到69.3天,大大提高了资产运营效率;综合毛利率从56.50%提高到61.92%,净利率从9.21%提高到12.12%,盈利能力更强,资产负债率从45.9%下降到27.2%,资产质量更好

■ OTC业务需要重新思考

公司开展OTC业务,是为临床品种以后双跨销售积累经验。临床品种的OTC销售可以拉长产品的生命周期。但是,近两年以六味地黄软胶囊为主的OTC业务发展很不理想,营业收入不到1亿,规模很小,基本处于盈亏平衡状态。08年虽然投入3200万元广告费,但并没有改观。因而,OTC要不要继续做?如何做?品种如何选择?都是值得公司思考的问题。

■ 09年增值税改革可能增厚利润1100万

由于09年1月1日开始施行消费型增值税,而09年公司募集项目将进行大规模固定资产投资,可能购买设备7000万元,预计抵税近1100万元。

■ 盈利预测:维持09、10年每股收益为0.65、0.78元的预测。

(医药行业研究员 李圣春)



光明乳业（600597）

主要结论

- 2008年，公司实现营业收入73.59亿元，同比下降10.33%，营业利润亏损4.88亿元，归属母公司净利润亏损2.86亿元，每股收益-0.27元。目前销售恢复较快。
- 由于原奶价格不断下降，公司08年下半年乳制品毛利率有所回升。预计09年仍有上升空间。
- 三聚氰胺事件导致公司管理费用大幅上升较上年同期大涨64.43%，管理费用的大幅增加主要是由于受到三聚氰胺事件影响，公司报销了大批存货造成。
- 盈利预测：考虑到公司的快速复苏，预计公司09-10年的EPS分别为0.11元和0.17元。

图表1 公司近五年财务数据情况及预测

名称(百万元)	04年	05年	06年	07年	08年	09E	10E
主营业务收入	6,785.68	6,903.86	7,443.43	8,206.01	7,358.54	8,374.41	10,024.20
收入增长率	13.45%	1.74%	7.82%	10.25%	-10.33%	13.81%	19.70%
毛利率	32.27%	31.15%	32.12%	31.74%	32.64%	33.97%	34.44%
投资收益	81.11	90.86	6.03	208.94	8.12	7.13	8.20
营业外收支	-11.57	-14.67	6.12	233.90	168.14	5.00	5.00
净利润	398.13	305.36	160.58	212.88	-285.99	111.21	180.43
净利率	5.87%	4.42%	2.16%	2.59%	-3.89%	1.33%	1.80%
净利润增长率	17.9%	-23.3%	-47.4%	32.6%	N/A	N/A	62.24%
销售费用率	23.11%	24.14%	24.94%	29.12%	31.50%	28.40%	28.40%
管理费用率	4.26%	4.57%	3.57%	3.43%	6.29%	3.20%	3.10%
财务费用率	0.13%	-0.03%	0.07%	0.17%	0.22%	0.09%	-0.01%
EPS	0.382	0.293	0.154	0.204	-0.274	0.107	0.173

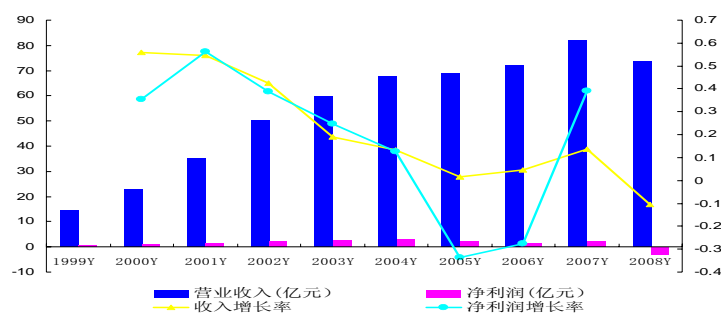
资料来源：公司年报

注：07年投资收益是出售可的股权所获取的收益176.01百万元。07年末“达能”彻底退出光明乳业，同意给予光明3.3亿元的补偿费用，这使得07、08年公司营业外收入大幅增长。如果不考虑达能补偿所得和可的股权出售，光明乳业07年将出现人民币1.56亿元的经营亏损，乳品业务也是亏损的，08年中报乳品业务才成功实现扭亏，但之后又发生三聚氰胺事件，导致再次亏损。

主要内容

2008年，公司实现营业收入73.59亿元，同比下降10.33%，营业利润亏损4.88亿元，归属母公司净利润亏损2.86亿元，每股收益-0.27元。2008年公司无利润分配及公积金转增股本预案。

图表2 公司历年收入、净利润及其增速情况



资料来源：公司年报

剔除零售业，乳制品销售收入同比增加 13.44%。2008 年公司营业收入同比下降了 10.33%，主要原因是公司于 2007 年年底出售了“可的”便利所致，2007 年，公司零售业收入达 16 亿元，剥离了零售业务后，对公司营业收入有较大的影响。剔除零售业务对销售收入的影响，公司营业收入同比增长了 13.44%，其中乳制品销售收入达到 69.46 亿元，同比增长了 12.79%。

图表 3 公司近五年分产品情况

收入	2004Y	2005Y	2006Y	2007Y	2008Y
乳制品及畜牧产品	5486.61	5454.08	5626.97	6398.57	7199.28
商业零售	1269.02	1449.79	1585.74	1616.06	0
收入增速					
乳制品及畜牧产品		-0.59%	3.17%	13.71%	12.51%
商业零售		14.24%	9.38%	1.91%	
收入占比					
乳制品及畜牧产品	80.86%	79.00%	78.01%	79.84%	100%
商业零售	18.70%	21.00%	21.99%	20.16%	
毛利率					
乳制品及畜牧产品	34.70%	33.84%	34.74%	34.09%	33.31%
商业零售	20.73%	21.02%	20.38%	19.80%	

资料来源：公司年报

由于光明上海生产产品未被检测出质量问题，而且公司以酸奶和巴氏奶销售为主，三聚氰胺事件对常温奶、奶粉销售影响较大，酸奶和巴氏奶影响相对有限。加上公司产品主销华东地区，在该地拥有强大的市场占有率，市场基础较好，而公司在本地拥有多处集团牧场，较高的产品质量获得更大的信任支持。因此公司在三聚氰胺事件后恢复较快。下半年的乳品销售仍实现了 0.93% 的同比增长。进入 09 年，一月份公司收入实现正增长 7%，一季度公司销售收入同比微增，主要来自常温奶销售复苏、新产品推出（如长效酸奶莫斯利安等）。公司 2009 年整体收入的目标为 83.64 亿元，如无突发事件，预计公司有能力和实现并超越该目标。

图表 4 公司近五年财务数据情况及预测

累计	1H07	2007	1H08	2008
乳品收入	3,000.97	6,398.57	3,770.24	7,199.28
收入增速	10.66%	13.71%	25.63%	12.51%
	07 上半年	07 下半年	08 上半年	08 下半年
乳品收入	3,000.97	3,397.6	3,770.24	3,429.04
收入增速	10.66%	16.55%	25.63%	0.93%

资料来源：公司年报

另外，因“三聚氰胺”事件，3 季度公司对库存产品计提了约 1.3 亿元的资产减值损失，但 4 季度又转回了 7400 万元，一方面表明库存商品经检验质量合格后能够顺利进入市场销售，另一方面也印证了销售的快速恢复。

图表 5 公司近五年财务数据情况及预测

	1Q08	1H08	3Q08	2008
资产减值损失	1.03	12.53	153.90	79.67

资料来源：公司年报

近几年光明营业收入七成以上在华东地区，08 年有 34% 集中在上海。除酸奶外，光明很大程度上已变为一家区域性品牌。

光明的短板亦十分明显。光明是巴氏奶的代表，这就决定了它的销售半径不会很大。而另一方面，光明也不像蒙牛和伊利那样有靠近奶源的地理优势。

图表 6 公司近五年财务数据情况及预测

地区	07年收入	07年占比	08年收入	08年占比
上海	202,294	31.62%	244,963	34.03%
外地	437,563	68.38%	474,965	65.97%
合计	639,857		719,928	

资料来源：公司年报

由于原奶价格不断下降，公司 08 年下半年乳制品毛利率有所回升。

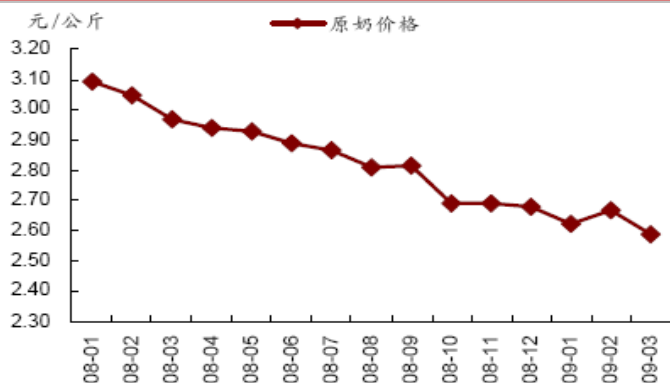
图表 7 公司近五年财务数据情况及预测

	04年	05年	06年	07H	07年	08H	08年
乳制品及畜牧产品 毛利率	34.70%	33.84%	34.74%	35.00%	34.09%	32.04%	33.31%

资料来源：公司年报

09 年 1-2 月，国内原奶平均采购均价同比下降近 14%，使得行业毛利率同比回升 5.3 个百分点。预计 09 年光明乳业的毛利率仍有上升的空间。

图表 8 原奶价格走势



资料来源：统计局

三聚氰胺事件导致公司管理费用大幅上升。公司三项费用率同比增加了 5.30 个百分点，达到了 38.01%。其中管理费用达到 4.63 亿元，较上年同期大涨 64.43%，管理费用的大幅增加主要是由于公司报告期内，受到三聚氰胺事件影响，公司报销了大批存货造成。

公司存在的问题与风险： 1) 三聚氰胺影响仍未消除。2) 光明扩张战略中，管理能力还欠缺（05 年郑州“回产奶”事件，08 年北京、江西、武汉子公司查出问题奶粉，而公司总部没有出现问题）。3) 市场局限于华东市场。

机会： 此次行业危机使得龙头公司元气大伤，这也为光明这样的巴氏奶龙头企业提供了很好的机遇。未来公司发展的关键是提升管理能力，尤其是对收购的外地子公司的管理。

盈利预测与评级： 考虑到公司的快速复苏，预计公司 09-10 年的 EPS 分别为 0.11 元和 0.17 元。

(奢侈品休闲品行业研究员 王焱)



全聚德 (002186)

主要结论

- 公司 2008 年实现营业收入 11.12 亿元，同比增长 21.32%；实现归属于母公司净利润 75.76 万元，同比增长 17.6%。实现每股收益 0.53 元。
- 第四季度比第三季度增长更快。其中全聚德北京地区的销售增速依然较快，北京地区以外的新开直营店受经济放缓影响较大。
- 公司 08 年综合毛利率比 07 年增加 0.12 个百分点。其中餐饮毛利率同比增加 0.3 个百分点，强势品牌的企业通过集中采购降低成本、推出新菜品提高售价等措施有效缓解成本上升压力。
- 盈利预测：预计公司 2009、2010、2011 年 EPS 为 0.67、0.75、0.83 元。

图表 1 公司近五年财务数据情况及预测

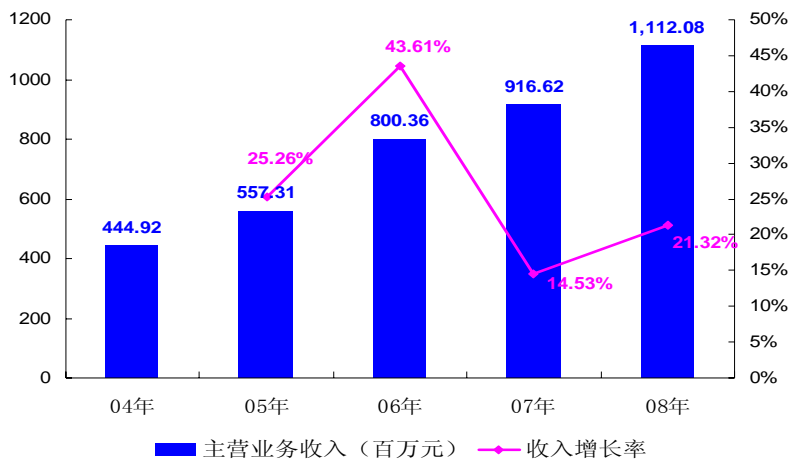
名称 (百万元)	04年	05年	06年	07年	08年	09E	10E
主营业务收入	444.92	557.31	800.36	916.62	1,112.08	1,388.30	1,606.28
收入增长率		25.26%	43.61%	14.53%	21.32%	27.25%	15.70%
毛利率	59.72%	59.19%	57.46%	54.52%	54.64%	55.30%	55.53%
净利润	37.66	47.55	61.94	64.32	75.65	94.11	105.55
净利率	8.46%	8.53%	7.74%	7.02%	6.80%	6.78%	6.57%
净利润增长率		26.3%	30.3%	3.8%	17.6%	28.93%	12.15%
销售费用率	29.45%	28.82%	28.21%	27.93%	28.30%	28.40%	28.40%
管理费用率	12.22%	12.21%	12.85%	10.90%	12.00%	12.70%	13.00%
财务费用率	1.27%	1.41%	1.48%	1.90%	1.42%	1.11%	1.08%
所得税率	32.97%	32.86%	32.24%	33.06%	25.36%	25.50%	25.50%
EPS				0.454	0.534	0.665	0.746

资料来源：招股说明书、公司年报

主要内容

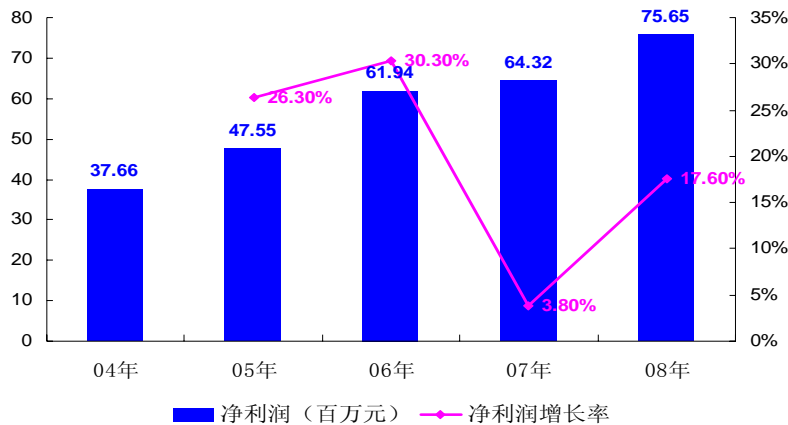
2008 年，公司接待宾客 416 万人（直营店的统计），同比增长 7.77%；实现营业收入 11.12 亿元，同比增长 21.32%；实现归属于母公司净利润 75.76 万元，同比增长 17.6%。实现每股收益 0.53 元。

图表 2 公司近五年收入及其增速情况



资料来源：招股说明书、公司年报

图表3 公司近五年净利润及其增速情况



资料来源：招股说明书、公司年报

第四季度比第三季度增长更快。目前看来经济不景气对全聚德的经营尚未产生明显冲击，主要原因是：1) 公司直接受益于奥运会在京召开以及传统三大门店之一“前门店”于8月7日起重张营业(07年4月25日开始歇业改造)。2) 凭借全聚德在北京地区的老字号品牌优势，核心成熟直营店受经济放缓影响较小。而北京地区的收入占公司全部收入的近95%。

图表4 公司08年单季度收入及净利润情况

单季度	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008
主营业务收入	232.79	236.56	300.44	342.29
收入增长率	7.12%	12.15%	20.88%	42.72%
净利润	17.35	15.64	28.05	14.61
净利润增长率	-35.28%	41.84%	56.52%	70.65%

资料来源：公司年报

图表5 公司分地区收入、利润情况

单位：元

	开业时间	营业收入	收入同比变化	利润总额	占比
北京		1,052,818,596.21	21.69%	114,687,503.3	94.67%
上海	2002年8月	16,517,094.00	25%	926,681.44	1.49%
重庆	2006年9月	11,421,832.50	-15.72%	-1,580,471.21	1.03%
长春	2006年12月	18,322,379.00	-25.77%	-1,012,323.86	1.65%
青岛	2008年7月	10,398,753.42		-4,152,544.98	0.94%
哈尔滨	2008年5月	2,597,503.00		-3,252,867.93	0.23%
合计		1,112,076,158.13		105,615,976.75	

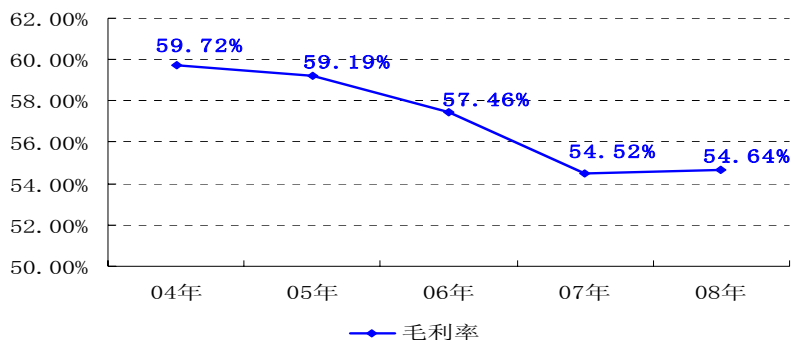
资料来源：公司年报

公司表示从历史来看，1998年的亚洲金融风暴对企业的实际影响并不明显，而2003年的非典影响具有持续时间短，反弹迅速的特点。在09年旅游投资策略报告中，我们已经指出经济危机对旅游企业的影响远小于自然灾害的冲击，但对餐饮酒店行业的影响较大，这也是全聚德北京地区的销售增速依然较快，而外地收入下滑的原因，因为北京地区的全聚德更具有旅游意义。

全聚德北京地区以外的新开直营店受经济放缓影响较大。长春全聚德08年营业收入1832.24万元，同比下降25.77%，净利润亏损118.66万元，07年净利润68.05万元。重庆全聚德08年营业收入1142.18万元，同比下降15.72%。

公司08年综合毛利率比07年增加0.12个百分点。从历年情况看，公司综合毛利率下滑较多，主要是业务结构变化所导致的，因为公司餐饮业务的占比在不断减小，而商品销售的占比在增加，而餐饮毛利率高达64%，商品销售毛利率仅26%，因此拉低了综合毛利率。如果单看全聚德餐饮的毛利率还是基本保持稳定的，强势品牌的企业通过集中采购降低成本、推出新菜品提高售价等措施有效缓解成本上升压力。

图表 6 公司近五年综合毛利率情况



资料来源：招股说明书、公司年报

图表 7 公司近五年分业务财务数据

单位：百万元

	04Y	05Y	06Y	07H	07Y	08H	08Y
收入							
餐饮	362.08	449.49	520.46	328.99	655.51	347.56	797.63
商品销售	69.40	90.46	124.36	92.84	233.75	118.55	285.14
收入增速							
餐饮		24.14%	15.79%		25.95%	5.65%	21.68%
商品销售		30.34%	37.48%		87.96%	27.70%	21.98%
收入占比							
餐饮	81.38%	80.65%	78.19%	77.99%	73.71%	74.57%	71.72%
商品销售	15.60%	16.23%	18.68%	22.01%	26.29%	25.43%	25.64%
毛利率							
餐饮	64.58%	64.22%	63.99%	63.20%	63.69%	63.72%	63.95%
商品销售	27.37%	27.14%	24.60%	28.65%	24.31%	25.66%	24.68%

资料来源：招股说明书、公司年报

另外，占收入比重 19% 的前门店从 07 年 4 月末至 08 年 8 月均未开业，导致全聚德餐饮收入占总收入比重减少，这也是全聚德在 08 年下半年毛利率有所回升的主要原因。

图表 8 公司近五年综合毛利率财务数据

	04Y	05Y	06Y	07H	07Y	08H	08Y
综合毛利率	59.72%	59.19%	57.46%	56.27%	54.52%	54.26%	54.64%

资料来源：招股说明书、公司年报

08 年公司销售费用率较稳定，财务费用率有所下降。管理费用率同比有所上升，主要是因为 08 年公司新开五家餐饮门店，开办费用增加较多。

全聚德的管理费用率较高，因为全聚德有约 50% 的直营店的门店是购买的，因此每年产生较大的折旧费导致管理费用率较高。但是购买的店铺能保持稳定性，对于稳定客流和品牌都有好处。

图表 9 公司近五年费用率情况

名称（百万元）	04年	05年	06年	07年	08年
销售费用率	29.45%	28.82%	28.21%	27.93%	28.30%
管理费用率	12.22%	12.21%	12.85%	10.90%	12.00%
财务费用率	1.27%	1.41%	1.48%	1.90%	1.42%

资料来源：招股说明书、公司年报

分配预案：公司分派现金红利预案，每 10 股派发 4.4 元（含税）。

公司存在问题及风险：1) 正餐连锁的经营效率小于快餐连锁；2) 作为连锁餐饮企业增加直营店是盈利提升的根本，但公司扩张能力较弱，收入集中于北京地区，外地市场还有待于开拓。

盈利预测：预计公司 2009、2010、2011 年 EPS 为 0.66、0.74、0.83 元。

（奢侈品休闲品行业研究员 王焱）



【大宗商品价格】

食品行业-糖价格

主产地糖价 (单位: 人民币元/吨)

地区	最新价格	比昨天变化	比上周同期	比上月同期
柳州	3540-3630	-10	-10	+140
南宁	3550-3630	0	0	+170
昆明	3380-3400	-20	-20	+130
甸尾	3350	+50	+20	+150
湛江	3580	0	0	+230
乌鲁木齐	3500	+20	+20	+160

资料来源: 中国食糖网 2009-04-01

最新国际油价

名称	最新价格 (\$/bbl)	涨跌幅%
Brent	49.23	+2.58
NYMEX	49.66	+2.58

资料来源: BLOOMBERG 2009-04-01

金属期货价格

名称	最新价格(USD/MT)	涨跌额	涨跌幅%
锌	1132.000	69.000	5.89
镍	9700.000	905.000	7.54
铜	4040.000	130.000	3.32
铝	1392.000	-2.000	-0.14

资料来源: BLOOMBERG 2009-04-01

国际金价

名称	最新价格 (美元/盎司)	涨跌额	涨跌幅%
黄金	918.65	-0.005	-0.05
白银	12.965	0.13	-0.04

资料来源: BLOOMBERG 2009-04-01

农产品价格

名称	最新价值 (USd/bu.)	涨跌额	涨跌幅%
玉米	400.000	-4.750	-1.17
小麦	527.500	-5.250	-0.99
大豆(CBT)	948.000	-4.000	-0.42

资料来源: BLOOMBERG 2009-04-01



【基金服务】

■ 一季度经济数据汇总将公布 好坏消息可能并现

4 万亿是否加码或 6 月底见分晓,存货消化周期或提前结束。

4 月 1 日,周三,3 月下旬的电力调度数据将在这个时间点急报中央宏观调控部门。

至此,今年一季度各项经济数据将陆续汇总,并将逐步公布。

不过期待经济数据大幅回升的过于乐观者可能要失望了,原因是今年头 3 个月的经济情况将与 2 月份类似,即好坏的消息并现。

中国人民银行研究局局长张健华就持有这种看法。他刚刚摸清了 3 月份头 20 天的贷款数据,贷款仍然在持续快速增长。

不过近期他赴各地调研也发现,尽管 4 万亿的投资使得银行放贷意向增加,但中小企业获得支持仍不多,而中小企业还是就业的最大蓄水池。

他进一步分析说,经济仍然处于去除库存的时期,存货周期,大概两个季度左右,因为存货周期也有顺周期现象,肯定在经济下滑时候减少库存,现在看这个过程已经基本上接近于结束,

综合起来看目前还难以判断经济是否恢复。

“如果说二季度能有一些回升的话,说明经济实打实的是恢复了。”3 月 28 日,在清华大学中国与世界经济研究中心(CCWE)举行的经济分析会上张健华说。

根据 CCWE 发布最新预测显示,今年第一季度经济增速为 6.9%,和去年第四季度的 6.8%增幅基本持平,也低于全国今年 8%的预期目标。一季度居民消费价格(CPI)涨幅为 0.82%。但二季度 CPI 涨幅或将变成负值。

外需仍疲软 内需还不坚实可靠

记者获悉,上述数据仍难以得出经济完全好转的情况。同时和 2 月份数据类似,数据好坏仍冷相互现。

中国物流与采购联合会项目经理于颖也正在紧密盯着 PMI 数据。她告诉记者,预计 3 月份 PMI 指数将在 50%以上,反映经济在加快扩张。原因是 2 月份制造业企业的订单指数已经在 50%以上,该指数占到整个 PMI 的权重 30%以上。

PMI 的运行,实际上在过去半年,在这样一个弧度内微妙运行。先是 2008 年 10 月钢铁生产处于谷底,11 月份电力生产才触底,12 月开始消化库存,2009 年 1 月份新订单开始好转,2 月份则进一步好转。“不过这反映的仅仅是整个制造业经济,尤其是内需在好转,但是外需仍在萎缩,同时出口订单 2 月份还在 50%以下。”

这个看法得到了调研的证实。

国家发改委对外经济研究所所长张燕生经过研究发现，沿海广东、福建、浙江、江苏、山东、河北用电2月份出现了上升的趋势，尤其是浙江上升比较快，不过这种上升，实际上并非是4万亿投资的作用，同时与出口没有太大的关系，因为订单并未好转。

相反，“(似乎与)企业在危机中的自立自强、消费、消费品的生产和消费有关系。”张燕生在2月28日的清华大学经济形势分析会上说。

张燕生根据外需变得更冷，国内基本面的支撑变得更强的因素判断，2009年全年中国的外贸总额将下降7.9%，出口约下降10%，进口下降5%，贸易顺差约为2000亿元。

若依上述数据测算的结果是，2009年经济增幅要实现8%，仍需要有更大的努力。

中国电力联合会秘书长王永干此前根据3月的数据判断，目前我国发电量增长和经济回暖的基础还不够坚实。

比如尽管3月上旬日均发电量约为93.7亿千瓦时，国网统调数据显示发电量增速同比约为1%，延续2月份的增长势头。但从3月17日前后的发电量又有所回落。

2月份数据还显示，包括内蒙古、山西、甘肃、陕西、宁夏等内陆省份的发电还在负增长。

这些地区工业与能源、有色、化工、建材关系比较大，似乎反映出内需的复苏仍不牢靠。

库存消化或提前结束

财政部财政科学研究所所长贾康在会后告诉记者，如果经济在2季度仍未见大的起色，国家有可能会加大财政政策的刺激力度。

“如果要出的话，新的财政刺激政策的结构调整力度将加大，比如三农投入和民生的投入比重会增加。”他说。

自从去年11月份以来，中央启动了4万亿投资，其中中央财政资金为1.18万亿元，带动整个政府投资和民间资金、银行资金等共4万亿。其中去年第四季度下发的1000亿元中央投资(第一轮)，和今年第一季度的1300亿元投资(第二轮)比重有所变化。

比如保障性住房的投资第二轮投资比重为28%，比第一轮提高了18个百分点。用于健康教育(包括医院和学校建设)的投资，第二轮投资比重为17%，也比第一轮提高了4个百分点。

同时用于科技创新的投资比重第二轮为15%，比第一轮投资多9个百分点。

不过，即便如此，经济仍存在很大的不确定性，同时各个方面分歧进一步加大。

CCWE报告执笔者之一，香港科技大学经济系教授及经济发展研究中心主任雷鼎鸣指出，从目前来看，全年经济保八是没有问题的。问题的关键在于，今年全年投资的实际增幅能否达到22%以上，同时出口增幅能否不下滑太快。

原因是，如果出口从往年增长20%变成今年下滑20%，将使得出口对GDP的影响大概有3.3到4个百分

点，显然全年经济增速达到 8% 有困难。

而目前清华报告预计的是出口全年轻仅下降 8.87%，这才使得全年经济增速在 8% 以上。

张健华则判断，即便中国目前物价下跌，个别月份是负的，仍不能判定经济出现很大的典型通缩，因为出现典型通缩，需要贷款数据下降，物价持续负增长，而目前这种情况尚未出现。

张健华强调，原先预计经济下滑时候需要减少库存，预计需要 2 个季度，目前看看这个过程已经基本上接近于结束。目前物价下行也不会太多，维持一年左右平均下来就是零左右。

“8%(目标)只是信息值，只是为了提高公众信心，核心问题是中国社会保证稳定、解决就业问题，如果在这一年当中解决好就业问题，经济问题还是不太大。”张健华表示。

(来源于：21 世纪经济报道)

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
