深圳中航（0161）

首次報告

買入

2008 年 07 月 10 日

鉀鹽業務爲公司多元化戰略畫龍點睛

- **公司多元化戰略因鉀鹽業務發生質變**：公司十年歷程經歷多個子行業的週期波動。鑒於鉀鹽業務未來的利潤貢獻度將超 50%，爲公司每年至少帶來超過 2 億的淨利潤，由此公司多元化戰略可切實發揮平抑業績週期性波動的作用。預計 2007-2010 年淨利潤複合平均增長率達 50.6%。
- **鉀鹽業務公司業績增長最強的驅動力**：公司以低代價獲取可采鉀鹽資源 3700 萬噸，預期 2010 年前年生產鉀鹽 25～30 萬噸，公司鉀鹽銷售單價有望維持在 3000 元/噸以上。鉀鹽業務 2008－2010 年實現每股收益人民幣 0.38 元、0.41 元和 0.47 元。2011 年 50 萬噸的生產線將建成達產，爲公司鉀鹽業務繼續創造更大發展空間。
- **電子製造業享受新專案 2008 年量產後的增長**：預期高端印製電路板和中小尺寸 TFT 顯示器高景氣度仍可維持到 2009 年。深南電路龍崗高端印製電路板和上海天馬第 4.5 代 TFT－LCD 項目 2008 年初已量產，2009 年項目達產後將貢獻豐厚的利潤，預計 2008－2010 年電子製造和其他業務創造的每股收益將達人民幣 0.14 元、0.32 元和 0.46 元。
- **2008－2010 年手錶業務每年的利潤增長都將超過 20%**：預期手錶業務 2008－2010 年將維持高速增長表現。未來飛亞達毛利率將穩定在 60%以上，亨吉利連鎖零售的毛利率亦可在 23.3%的水準上穩中有升，手錶業務貢獻的利潤爲每股人民幣 0.05 元、0.06 元和 0.08 元。
- **目標價 8.94 港元，買入評級**：根據公司分部業務加總估值結果，給予公司 12 個月目標價 8.94 港元，目標價相當於公司 2008 年和 2009 年預測盈利的 14.2 倍和 10.1 倍市盈率，買入評級。

第一上海研究部

0755-33367018

主要資料

行業	綜合企業
股價	5.89 港元
目標價	8.94 港元
	(51.8%)
股票代碼	0161
已發行股本	6.79 億股
流通市值	16.68 億港元
52 周高/低	8.65/ 4.00 港元
每股淨現值	3.10 港元
主要股東	中航技進出口深圳公司(58.29%)

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万元人民币）	2,630	3,357	5,689	7,640	8,904
变动（%）	33.45%	27.66%	69.46%	34.28%	16.55%
净利润（百万元人民币）	123	199	382	535	679
每股摊薄收益（人民币元）	0.19	0.31	0.56	0.79	1.00
变动（%）	628.75%	62.5%	79.8%	40.2%	26.8%
市盈率（倍，@5.89港元）	27.24	16.77	9.32	6.65	5.24
每股派息（港元）	0.06	0.06	0.11	0.16	0.20
息率（%）	0.91%	0.91%	1.70%	2.38%	3.02%

來源：公司資料，第一上海

股價表現

來源：彭博

目　　錄

鉀鹽業務爲公司多元化戰略畫龍點睛 3

中航技進出口總公司在深圳的實業平臺 3

比較優勢基礎上的多元化業務組合推動業績穩步增長 3

競爭優勢和業績推動力分析（1） 5

——鉀鹽資源開發最爲強勁的業績增長驅動力 5

獲得青海馬海鹽湖鉀鹽資源豐富，收購代價便宜 5

馬海礦區配套設施將逐步改善,具備擴產潛力 5

中航三鉀矽業 SWOT 分析 6

2008－2012 年全球鉀肥市場供應依然偏緊 6

全球鉀肥供需的不對稱性和銷售的壟斷性支撐鉀肥價格高漲 7

國內鉀肥巨大的需求缺口和粘性定價機制利好國內鉀肥生產商 8

礦區資源整合期的單位生產成本暫時不具優勢，但毛利仍將維持在 50％以上 9

公司預計 2008 年鉀鹽生產 25 萬噸，實現利潤 2～2.5 億人民幣 9

競爭優勢和業績推動力分析（2） 10

——電子製造業期待新專案 08 年量產後的業績增長期 10

建立在比較優勢上的電子製造業務選擇降低了公司新上項目風險 10

技術研發＋精細化管理穩定盈利能力 10

天馬威電子 SWOT 分析 10

2010 年前中小尺寸液晶面板供應依然便緊，價格仍可樂觀預期 11

上海天馬第 4.5 代中小尺寸 TFT－LCD 項目 09 年大幅提升利潤空間 12

深南電路 SWOT 分析 12

中國 PBC 行業仍將面臨高速增長期 12

08 年深南電路龍崗新廠提升公司高端印製電路產能和盈利 13

競爭優勢和業績推動力分析（3） 14

——手錶業務機遇多餘挑戰 14

飛亞達 SWOT 分析 14

中國消費升級帶動中高檔手錶市場高速成長 14

自有品牌和名表連鎖同步發展戰略利於發揮研產銷之間的協同效應 15

飛亞達新品研發、推廣、行銷能力推動平均單價和銷量提升 15

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

亨吉利新店擴張、老店內生增長、毛利率提升共同推動業績 *16*

財務分析 **18**

重要假設 *18*

銷售額：2007－2010 年複合平均增長率爲 38.4% *19*

公司整體毛利率因鉀鹽業務更趨穩定 *19*

淨利潤：2007－2010 年複合平均增長率爲 50.6% *20*

ROE 和 ROA *20*

估值 **21**

分部加總估值結果 8.94 港元 *21*

DCF 估值結果 10.74 港元 *23*

12 個月目標價爲 8.94 港元，買入評級 *24*

投資風險 **24**

附錄 1：主要財務報表 **25**

附錄 2：主要附屬公司情況 **26**

天馬微電子——專注於中小尺寸液晶面板生產 *26*

深南電路——印製電路板行業的領跑者 *27*

飛亞達——手錶業務享受消費升級帶來的高增長 *28*

深圳中航資源——2008 年涉足鉀鹽資源開發 *29*

中航地產——公司未來商業地產業務平臺 *29*

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

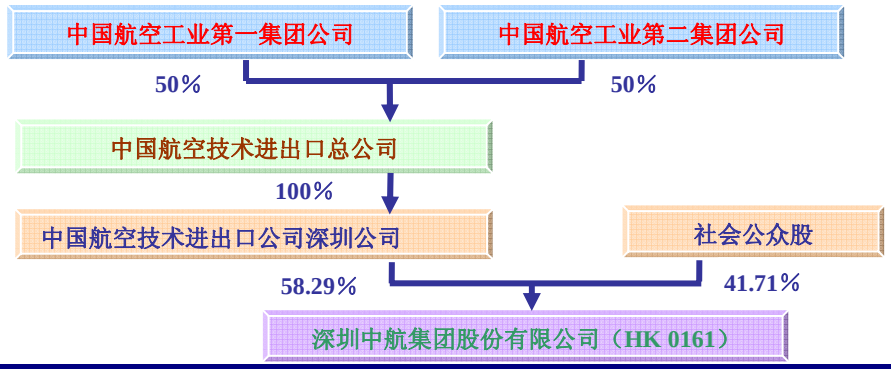
鉀鹽業務爲公司多元化戰略畫龍點睛

中航技進出口總公司在深圳的實業平臺

公司實際控制人爲中國航空技術進出口總公司

深圳中航集團股份有限公司（HK:0161）成立於1997年6月，公司實際發起和控制人爲中國航空技術進出口公司。公司作爲中航技總公司在深圳的實業平臺，主要通過附屬公司從事液晶顯示器、印製電路板、中高檔手錶、鉀鹽礦產資源開發等業務。公司於1997年9月在香港聯合交易所有限公司上市。2007 年12 月，公司經中國證監會批准在香港證券市場增發47,199,999 境外上市外資股（含存量出售國有減持股份4,290,909 股）。增發完成後,公司總股本增加至678,909,090 股，其中非上市內資法人股395,709,091股，境外上市外資股283,199,999 股。

圖表 1：公司股權結構



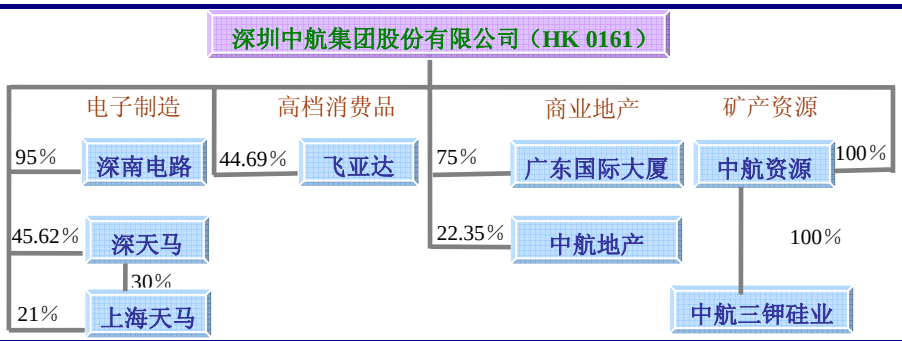
資料來源：公司資料，第一上海

比較優勢基礎上的多元化業務組合推動業績穩步增長

各項業務在細分市場均處於領先地位

深圳中航集團股份有限公司建立在比較優勢基礎上的多元化業務組合確保公司收入和盈利快速增長。2005－2007年公司收入複合年均增長率爲30%，淨利潤複合年均增長率達242%。公司在推進多元戰略的同時，致力於提升核心業務單元行業地位，電子製造業已完成重點專案投資，第4.5代TFT－LCD、高端印製電路板專案於2008年全面達產；公司飛亞達手錶品牌形象持續提升，亨吉利名表連鎖截止2007年底已擁有71個連鎖店；公司2008年涉足的鉀鹽資源開發，其資源儲量和產能在業界也居前位。公司十年歷程體現出管理團隊在把握新業務開發時機的突出能力。

圖表 2：公司參控股公司和業務



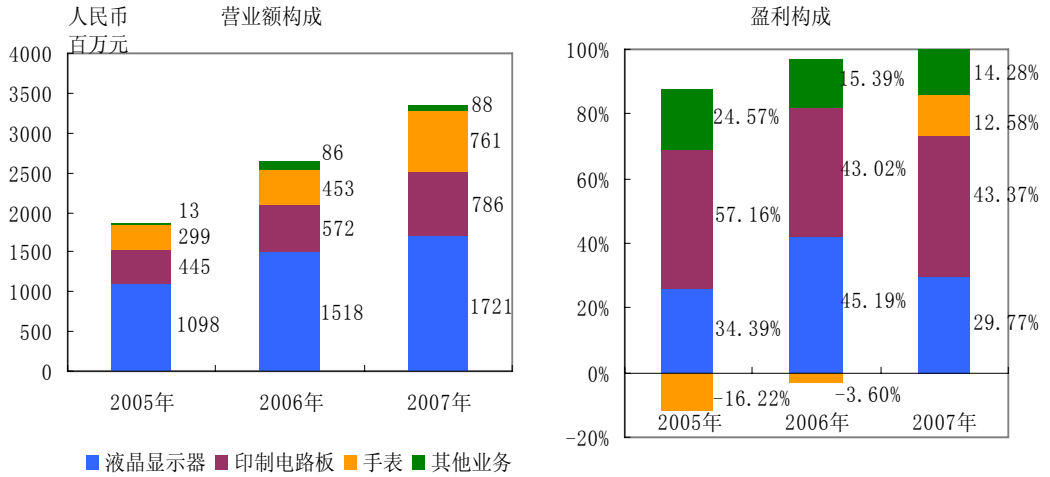
資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

05-07 年公司收入和淨利潤複合平均增長率爲 30%和 242%

截止2007年末，深圳中航集團股份有限公司年營業收入達人民幣33.57億元人民幣，淨利潤1.98億人民幣，EPS達0.313元人民幣，公司總資產達84.50億元人民幣，總負債47.50億人民幣，負債率56.21%，總權益36.99億元人民幣，公司股東應占權益19.71億元人民幣。2007年公司淨資產收益率（ROE）由2005年的1.45%升至10.22%，主營業務毛利由2005年的22.73%提升至2007年的23.07%。公司2005－2007年收入和淨利潤複合年均增長率爲30%和242%。公司業務多元化的同時盈利能力同步提升。

圖表 3：公司分類業務收入和盈利構成



資料來源：公司資料，第一上海

鉀鹽業務能切實平抑公司盈利的週期性波動

公司發展的十年歷程經歷了手錶業務、電子製造業務完整的產業週期波動，自2005年以來公司管理層合理調整業務組合，深化各業務板塊的管理，同時抓住機遇發展新項目和新產業，公司業績再次進入快速增長的軌道。特別是公司進軍農業相關的資源領域，立足鉀肥行業對公司未來發展意義重大，一方面鉀鹽業務將爲公司提供可觀的現金流和利潤增長；另一方面中國鉀肥行業的長期高景氣度將徹底改變公司盈利週期性波動大的局面。未來公司通過收購整合馬海鹽湖鉀礦及周邊中小鉀礦，鉀鹽資源開發業務仍有很大發展空間。我們認爲公司經過主要業務所屬行業完整的週期波動後，鉀鹽業務將使公司業務多元化戰略的實施得到質的提高。

(公司具體業務情況可參見附錄2)。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

競爭優勢和業績推動力分析（1）

——鉀鹽資源開發最爲強勁的業績增長驅動力

獲得青海馬海鹽湖鉀鹽資源豐富，收購代價便宜

低價獲取鉀鹽資產顯示大股東對公司支援力度

2008 年 1 月 21 日深圳中航資源分別與深圳市中航投資管理公司、楊先生及天田鉀肥公司訂立收購協議，以代價人民幣 3.3 億元、1.65 億元和 2750 萬元收購三鉀矽業公司 60%、30%和 5%的股權。2008 年 6 月 20 日公司又擬以代價人民幣 1.25 億元收購天田鉀肥所持三鉀矽業 5%股權。收購完成後，深圳中航資源將 100%控股三鉀矽業。2007 年末三鉀矽業總資產及資產淨值分別約爲人民幣 598,269,000 元及人民幣 546,782,000 元；除稅及非經常性項目前及後之虧損淨額約爲人民幣 3,215,000 元。

馬海礦區可采鉀鹽資源儲量約爲 3700 萬噸

總收購代價人民幣 6.475 億元相當於公司 2007 年淨資產的 1.18 倍市淨率，對應公司預計三鉀矽業 2008 年 2～2.5 億人民幣的利潤約爲 2.6～3.2 倍市盈率。以目前鉀肥上市公司的估值水準來看，收購代價相當便宜，體現了大股東對公司發展的支持力度，從資源量來看也不遜於國內主要鉀肥生產廠商，馬海礦區現有的資源儲量約 6380 多萬噸，可采資源儲量約爲 3700 萬噸。開發的固態鉀礦礦體 KCL 品位最低爲 3.24%，最高爲 41.76%，平均品位爲 8.30%；液態鉀礦礦體 KCL 品位最低爲 0.30%，最高爲 5.56%，平均品位爲 1.43%。公司獲此業務對未來盈利結構多元和穩定性都意義重大。

圖表 4：國內主要鉀鹽生產廠商基本情況

公司名称	总股本（亿股）	权益储量（万吨）	每股权益资源储量（吨/股）	达产后权益产量（万吨/年）	钾盐种类
盐湖钾肥	7.68	4400	0.057	82	氯化钾
中信国安	7.8	1400	0.018	24	硫酸钾
冠农股份	2.34	3100	0.132	31	硫酸钾
深圳中航集团	6.79	3700	0.054	50	氯化钾

資料來源：公司資料，第一上海整理

馬海礦區配套設施將逐步改善,具備擴產潛力

電力、交通、淡水等配套條件具備改善基礎

2008年5月底對中航三鉀矽業進行實地調研，觀察了整個礦區的生產配套條件，公司07年業績發佈會時承諾的電力供應線路建設已基本落實，目前電力供應已到生活區，公司表示6月底各生產線和鹽田的電力供應線路建設將全部完成，現在的柴油發電將被全部取代，生產成本有望大幅降低；礦區資源淡水資源豐富，公司已與馬海農場和青海冷西州政府就每年引取魚卡河淡水資源3000萬立方米達成初步意向，這將保證礦區持續開發和生態平衡；礦區目前的交通條件相對不便，但由於青海省政府十分重視馬海地區的資源開發，已與鐵道部關於修建途徑礦區至甘肅的鐵路方案，鐵路設計線路距公司現在生活區僅幾百米遠，另外目前通往礦區的路明年將建成爲國家二級路，將大大方便公司的交通運輸。途中我們路過了距礦區30公里的高泉煤礦和在礦區內天然氣管道保護標識，證明公司關於便利的煤氣資源有利於公司未來開發純鹼等產業的說法。公司2008年兩個月內建立新生活區，反應公司在礦區整合開發中的執行力到位。總體上未來礦區具備完善更好的生產配套條件基礎，爲

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

未來公司擴大產能提供外部環境支援。

圖表 5：礦區變電站和輸電線

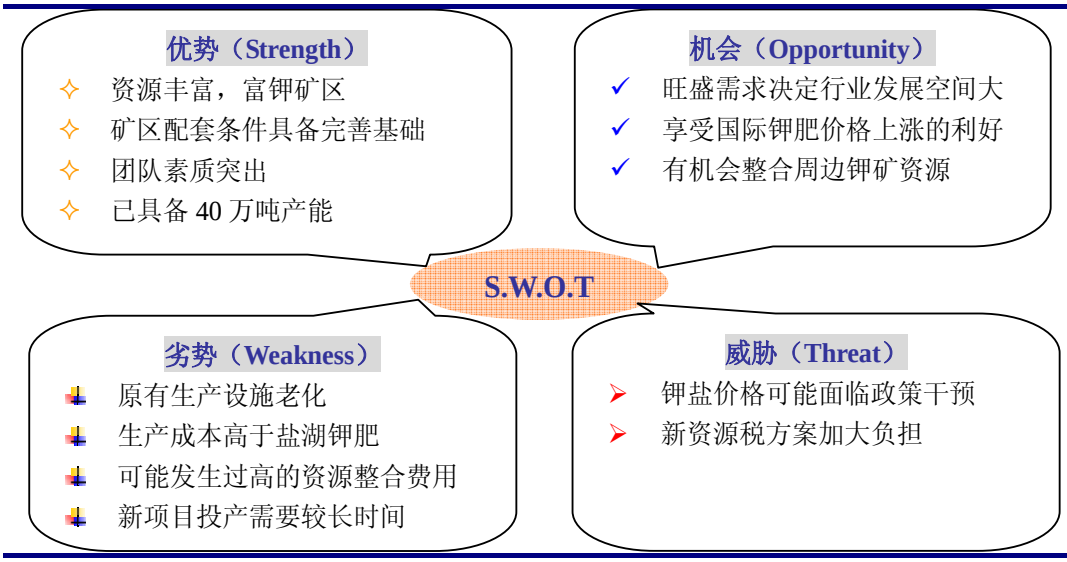
資料來源：公司資料

中航三鉀矿業 SWOT 分析

公司業務中鉀鹽是我們未來最爲看好的業務

中國鉀鹽資源的稀缺性和鉀肥巨大的需求缺口決定國內鉀肥行業的高景氣度和巨大的發展空間，上游資源的稀缺性決定三鉀矿業未來很難面對實質性的競爭威脅，政策調控的威脅更可能是中性的，相對於劣勢和威脅公司優勢和機會更爲吸引人。公司284平方公里礦區鉀鹽含量是整個馬海湖鉀鹽礦區最好的區域，最爲重要的是公司在礦區整合期內仍保留了30萬噸/年的產能，公司整合礦區資源過程中仍有盈利貢獻。公司負責生產管理的王慶生副總經理具有長期在青海開發鉀鹽資源的技術能力和經驗。基於對三鉀矿業的SWOT分析，在公司現有業務中未來我們最看好中航資源和其業務的發展。

圖表 6：中航三鉀矿業 SWOT 分析



資料來源：第一上海

2008－2012 年全球鉀肥市場供應依然偏緊

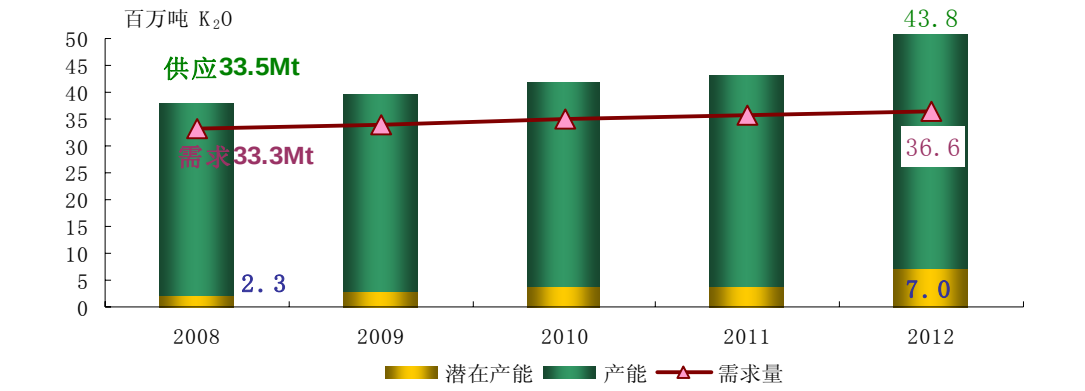
未來五年全球鉀肥供應依然偏緊

據國際肥料工業協會（IFA）2008 年 5 月報告，2007 年全球鉀肥生產量爲 5450 萬噸，折純 K_2O 爲 3410 萬噸。IFA 預測 2012 年全球鉀肥產能將提高至 5030 萬噸（折純 K_2O），較 2007 年增加 22%，產能增加主要來自於加拿大、中國和俄羅斯，2008

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

年全球產能增加有限，但 2009－2011 年每年增加折純 K_2O 產能 120 萬噸，2012 年會增加折純 K_2O 接近 500 萬噸的產能；鉀肥產量將由 2008 年折純 K_2O 的 3550 萬噸提升至 2012 年的 4380 萬噸；全球鉀鹽需求量將由 2008 年折純 K_2O 的 3330 萬噸提升至 2012 年的 3660 萬噸。考慮到鉀肥生產設施開工率（2007 年爲 91%）易受到主要鉀肥生產商的控制，IFA 預測 2008 年-2011 年全球鉀肥市場的供應將維持緊張局面，若新項目推遲投產，礦區透水事故影響生產，則全球鉀肥供應從緊的局面會推遲到 2012 年。

圖表 7：全球鉀肥供需情況



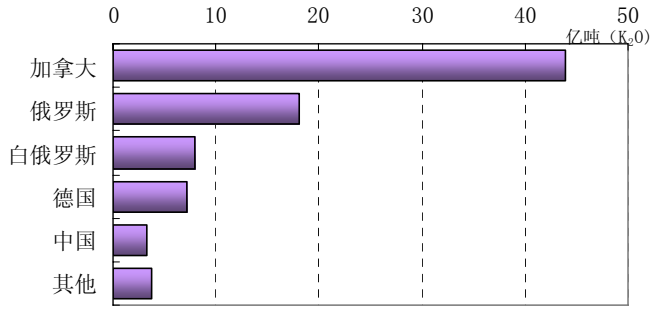
資料來源：IFA，第一上海

全球鉀肥供需的不對稱性和銷售的壟斷性支撐鉀肥價格高漲

鉀肥供需嚴重的不對稱性導致鉀肥市場價格博弈失衡

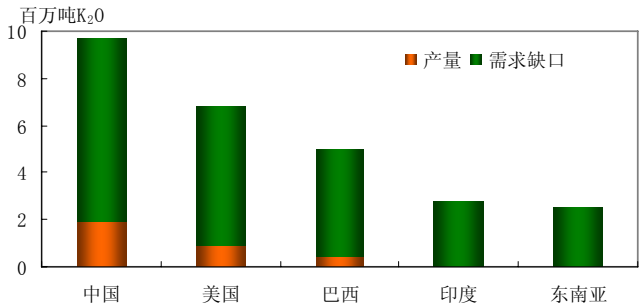
由於全球鉀鹽資源不均衡分佈的特性決定全球鉀肥市場供需的嚴重不對稱性，相對於全球 150 個鉀肥消費國，鉀肥生產國只有 12 個。全球鉀肥行業的高集中度使其具備寡頭壟斷特徵。全球最大的鉀肥生產商加拿大薩斯喀徹爾鉀肥公司（PCS）產能達到 920 萬噸，占全球產量的五分之一，全球前十位的生產商產量占全球產量的 90%。需求方面，主要消費國(中國、美國、巴西、印度和東南亞國家)的消費量幾乎占到了 2/3，但這些國家鉀肥的產量只占全球產量的 9%。鉀肥市場嚴重的供需不對稱性使生產商更易形成價格聯盟，而需求方在價格談判中更易被各個擊破。

圖表 8：全球鉀鹽資源分佈情況



資料來源：美國地質調查局 2000 統計資料，第一上海

圖表 9：2007 年全球主要鉀肥消費國情況



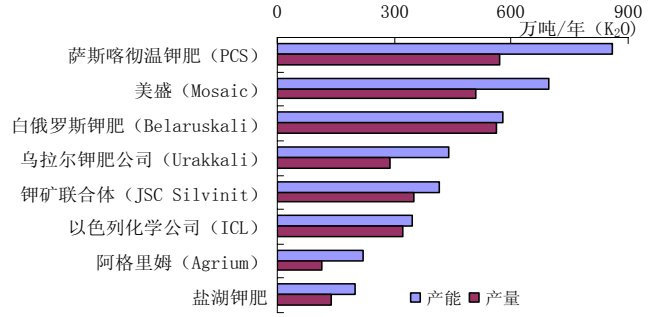
資料來源：相關公司公告，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

Canpotex 和 BPC 把持全球鉀肥貿易量 60%的市場份額

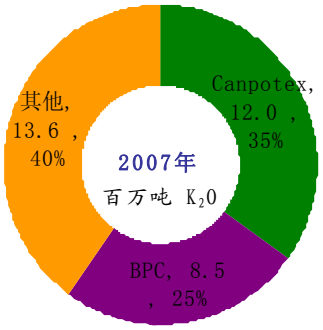
2007 年全球鉀肥貿易量占總產量的 80%，達到 4520 萬噸，但卻由北美的 Canpotex 公司和白俄羅斯鉀肥公司（BPC）把持。其中北美的 Canpotex 公司由加拿大薩斯喀徹爾鉀肥（PCS）、美盛（Mosaic）和阿格裏姆（Agrium）三家鉀肥生產商組建，專門負責這三家公司在北美外地區的的鉀肥銷售，2007 年三家占 Canpotex 公司的銷量比例分別爲 55%、35%和 10%；白俄羅斯鉀肥公司(BPC)由俄羅斯烏拉爾鉀肥公司（Urakkali）和白俄羅斯鉀肥（Belaruskali）組建，負責兩家公司國際銷售業務，2007 年兩家公司分別占 BPC 銷售比列爲 37%和 63%，BPC 目前是世界上最大的鉀肥銷售公司。根據市場訊息，估計 Canpotex 和 BPC 控制全球鉀肥約 60%的產能、產量和貿易量。兩家公司相關利益方又參股了俄羅斯鉀礦聯合體（JSC Silvinit）、以色列化學公司（ICL）、阿拉伯鉀肥公司（APC）、智利化學礦業公司（SQM）和中化化肥（Sinofert）等鉀肥生產和銷售商。如同鐵礦石貿易，鉀肥貿易的壟斷格局直接導致鉀肥貿易議價的博弈優勢一邊倒的落在供應商手中。

表 10：2007 年全球主要鉀肥生產商生產情況



資料來源：相關公司資料，第一上海

圖表 11：2007 年 Canpetex 和 BPC 產量份額圖



資料來源：相關公司公告，第一上海

國內鉀肥巨大的需求缺口和粘性定價機制利好國內鉀肥生產商

未來三年預計中國鉀肥進口量保持在 700 萬噸

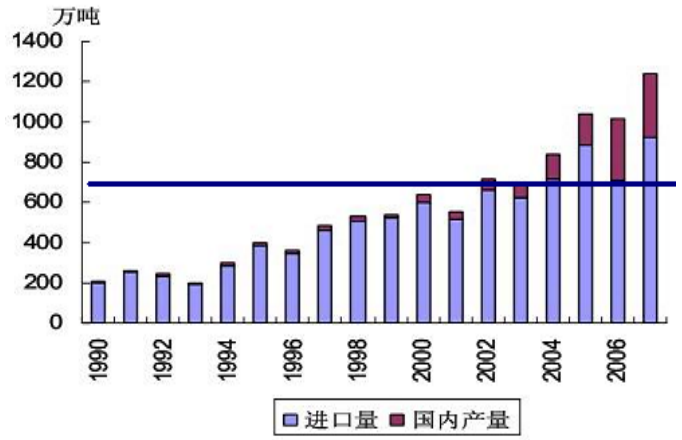
中國耕地普遍缺鉀，特別是南方地區復種程度高、雨多流失量大，高產良田鉀素虧損達到每公頃40～70kg。爲了滿足農業對鉀肥的需要，中國已成爲世界上鉀肥第一大進口國。中國目前鉀肥年需求量已經接近1100萬噸，而國內生產量只有300萬噸左右，進口依存度在70%以上。儘管國內鉀肥企業近年來持續擴大產能，但相對於巨大的需求缺口，預計未來三年中國仍需要保持每年約700萬噸的鉀肥進口量。

公司預期 2008 年鉀鹽產品的銷售價格在 3000－3200 元/噸之間

中國巨大的鉀肥需求缺口和進口量決定國內鉀肥跟隨進口鉀肥到岸價的粘性定價機制。目前中國鉀肥貿易主要由中化集團、中農集團兩家企業主導，每年具備鉀肥進口貿易資格的企業將組成代表團與BPC進行談判，2008年4月備受關注的鉀肥進口合同價格確定，離岸價在2007年中間價180美元/噸基礎上，上漲400美元到580美元/噸，到岸價格應在700美元/噸左右，折合人民幣約4800元/噸。由於中國是最大的鉀肥進口國，這一價格儘管大幅上漲但仍較全球其他鉀肥進口國便宜，顯示出鉀肥價格仍有上漲空間和動力。國內鉀肥出廠價格受政府指導調控，但仍跟隨進口鉀肥價格上漲。2008年一季度鹽湖鉀肥平均銷售價2610元/噸，目前鹽湖鉀肥以上報政府要求調高鉀肥出口價格，在沒有出臺新的銷售價格前鹽湖鉀肥和三鉀矽業都採取了惜售政策，公司預計2008年鉀鹽的銷售價在3000－3200元/噸之間，我們認爲除去產品品級和性狀的差異，這個價格是保守可實現的。

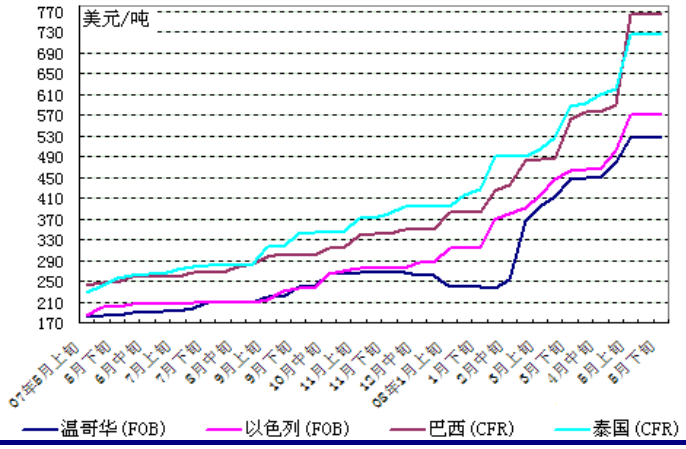
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

表 12：中國氯化鉀產量及進口量



資料來源：石油與化學工業協會，第一上海

圖表 13：近期氯化鉀價格走勢



資料來源：彭博，第一上海

礦區資源整合期的單位生產成本暫時不具優勢，但毛利仍將維持在 50%以上

2008－2010 年單位生產成本預計在 1400 元/噸

關於成本的調研與 07 年業績發佈會時保持一致，單位產品噸成本會在 1100 元/噸左右，但考慮到整合期公司或將發生其他費用。特別是公司有意在 50 萬噸新專案投產後全部停產舊生產線，舊生產線的折舊和處置損失必須充分考慮，我們保守預計公司在 2008－2010 年鉀鹽單位成本約在 1400 元/噸，這一數字較同行業比較過高，但對於目前高高在上的鉀肥價格而言，公司仍可享受超過 50%的毛利率。待公司 2011 年新生產線投產後預計單位生產成本將趨向行業平均水準。

公司預計 2008 年鉀鹽生產 25 萬噸，實現利潤 2～2.5 億人民幣

2008 年預計產量 25 萬噸，2010 年建成 50 萬噸生產線

自 2008 年 1 月收購三鉀矽業後，08 年 3 月中旬開工兩月多來礦區整合和生產進展順利。該礦區原私營礦主保有 10 條生產線 40 萬噸產能，鹵渠大多開挖較淺，規劃性差。根據礦區實際情況，公司對礦區資源開發進行了整合，目前保留了 6 條生產線共計 30 萬噸/年的產能，同時鹵渠的開挖深度統一規劃爲 8 米。現時公司鉀鹽生產 70%通過原生礦進行，30%通過再生礦（光鹵石），收率在 40%。目前的生產仍依靠柴油發電，六月底供電線路架設完畢後將全部由電網供電。公司計畫 2010 年建成一條 50 萬噸的生產線，屆時老生產線將根據經濟性決定是否停產，目前公司考慮資源的合理利用計畫全部停產。公司預計 2008 年鉀鹽生產 25 萬噸，產品主要銷售給中農集團（約占 50%）和江蘇東恒（約占 30%），實現利潤 2～2.5 億人民幣。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

競爭優勢和業績推動力分析（2）

——電子製造業期待新專案 08 年量產後的業績增長期

建立在比較優勢上的電子製造業務選擇降低了公司新上項目風險

把握電子製造業市場機遇的能力降低公司新項目風險

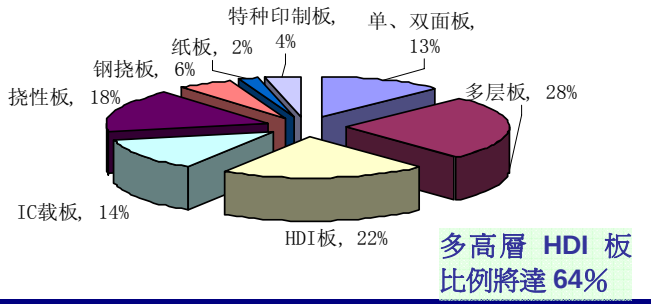
電子製造業是典型的技術更新快、週期性強的行業，由於行業固定資產投資相對較高，對電子製造企業來說新專案的投資風險往往決定企業的成敗。公司建立在比較優勢基礎上的中小尺寸液晶顯示幕和高端印製電路業務，集中體現了公司發揮自身優勢捕捉市場機遇的能力，這也大大降低了新項目的風險。在液晶顯示幕領域，公司準確把握市場向TFT轉變的時點，選擇第4.5代TFT主攻中小尺寸市場，相比競爭對手目前才開始著手建設項目，公司的先發優勢降低了市場風險；同樣公司在印製電路上龍崗新廠定位在中高端生產領域，發揮公司的技術優勢以避免未來進行價格競爭。我們預計公司上海天馬4.5代TFT液晶顯示幕項目和龍崗高端印製電路板項目2008年量產後都能較快實現盈利。

表 14：中國主要中小尺寸顯示幕生產線

公司	代数	数量	建设时间	地点
深天马	4.5	1	2007年底建成投产	上海张江
信利	2.5	1	2007.7建成投产	广东汕尾
莱宝高科	2.5	1	购买台湾统宝位于日本旧线	深圳
京东方	4.5	1	2009年2月建设期完成	成都
北方彩晶	4.5	1	项目报国家发改委	长春

資料來源：第一上海

圖表 15：全球 PBC 產品構成



資料來源：中國印製電路行業協會，第一上海

技術研發＋精細化管理穩定盈利能力

技術研發和管理優勢穩定公司毛利率水準

公司在電子製造業技術研發較競爭者有優勢，在LCD業務領域，公司累計完成申請中國技術發明專利12項（其中8項已通過國家只是產權局審核），並研製成功數十款具有完全自主知識產權的TFT顯示幕。在液晶顯示幕業務領域，公司專注於PCB的工藝的研究與開發，共有專利11項（其中10款發明專利，1款實用新型），公司自主研發的高多層通訊背板技術被列入國家重點新產品計畫，又先後獲得廣東省科學技術二等獎和深圳市科技創新獎勵。管理上公司也積極創新，公司推行六西格瑪管理達到成本控制增效的目的。我們認爲公司技術研發能力和精細化管理能確保公司在未來的毛利率保持相對穩定。公司PBC業務2007年因爲產品調整等原因在成本上上的情況下仍有所上升，而液晶顯示業務2007年由管理帶來的增效約達2000萬元。

天馬威電子 SWOT 分析

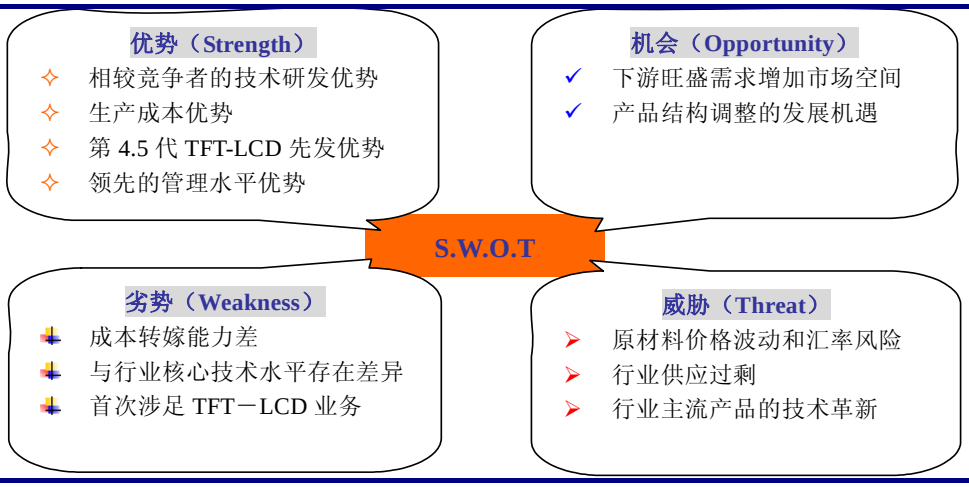
中小尺寸的市場需求緊俏，看好 2010 年前的盈利前景

作爲公司2007年收入占比最大的液晶顯示幕業務對公司未來的發展至關重要。我們認爲公司因準備把握了市場變化趨勢，專注中小尺寸領域大大降低天馬威電子的經營風險。隨著下游需求增加，我們認爲中小尺寸顯示器2009年前仍可保持較高的行業景氣度，而公司在技術管理上的能力有助於公司上海天馬第4.5代TFT液晶顯示幕

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

項目竟快達產實現盈利。總體上我們看好公司天馬威電子2010前的盈利前景。

圖表 16：天馬威電子 SWOT 分析



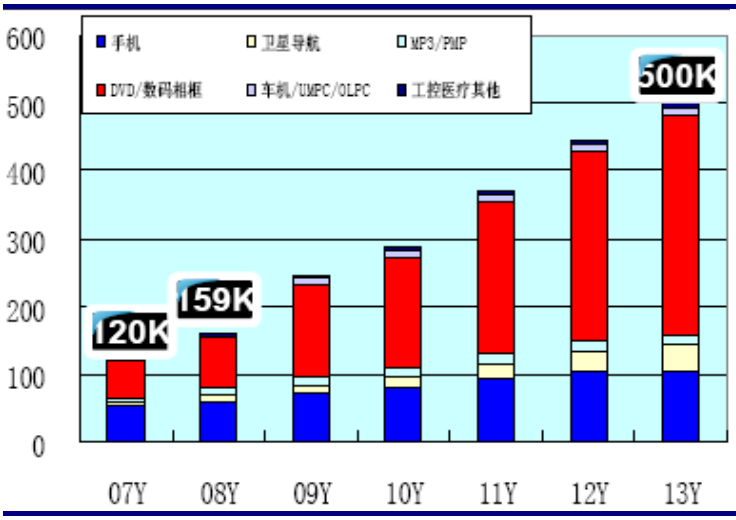
資料來源：第一上海

2010 年前中小尺寸液晶面板供應依然便緊，價格仍可樂觀預期

數碼相框帶到中小尺寸面板需求增加

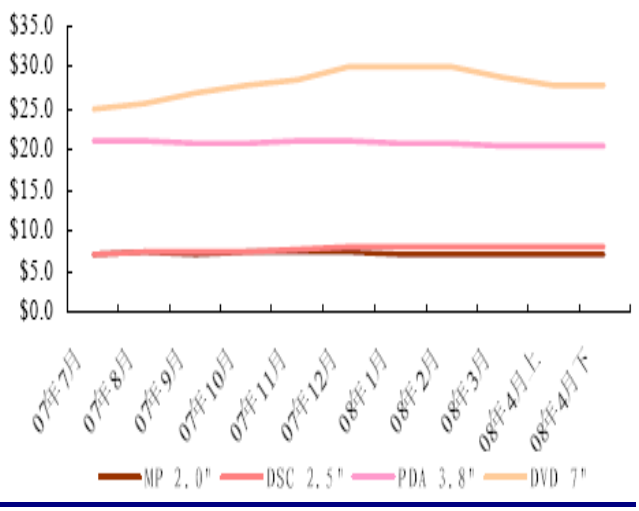
中小尺寸面板供應趨緊一方面是整個液晶顯示面板行業供應緊張，特別是隨著應用於PC、TV等大尺寸面板需求的回升，大尺寸液晶顯示面板的價格和銷量穩定的市況下，面板廠用來生產中小尺寸的4.5 代和5 代產能減少，導致結構性的供應緊張；另一方面是中小尺寸面板的應用領域擴大推升需求，包括數位相框、可攜式DVD、MP3播放器、手機和GPS 導航系統等，同時國內前期TFT液晶顯示幕項目第4.5代專案只有上海天馬一條。由於國內競爭對手第4.5代線要到2009年方能投產，而成本優勢又導致生產線向國內轉移，我們預計2009年前中小尺寸液晶顯示面板的供應依然偏緊，價格仍可樂觀預期。公司預計2013年國內中小尺寸面板月需求將達500K，約合16座4.5代生產線30K/月產能，發展空間仍很大。而DisplaySearch預測2008年數碼相框所需面板將是2007年的1.6倍。

表 17：折算成 4.5 代線月平均需求基板量（KPCS）



資料來源:公司資料，第一上海

圖表 18：中小尺寸面板價格走勢



資料來源：DisplaySearch

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

上海天馬第 4.5 代中小尺寸 TFT－LCD 項目 09 年大幅提升利潤空間

第 4.5 代 TFT－LCD 專案預計 08 年略有虧損，09 年開始盈利

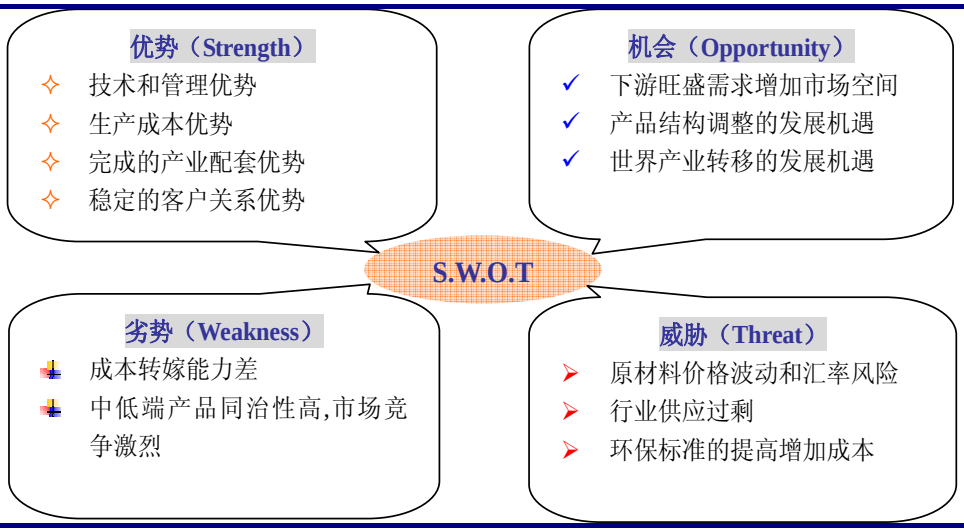
上海天馬4.5G線，設計產能爲月產3萬片730mm×920mm玻璃基板。該專案已經於07年10月開始了試生產，08年4月開始量產，計畫於08年6、7月產能利用率達到80～90%。公司表示產品良好率整體將達到90%以上，屬於行業領先水準，據此推算我們保守測算認爲公司08年基本能達成14萬片的產量，上海天馬4.5代線08年或將略有虧損，2009年則能給公司帶來較多的利潤貢獻。

深南電路 SWOT 分析

以高端爲主的產品結構決定公司仍將享受 PCB 行業的高增長

作爲公司2007年利潤貢獻最大的深南電路未來仍將是公司利潤的主要貢獻者。 中國由於在產業分佈、製造成本等多方面具備優勢，已經成爲全球最重要的印製電路板生產基地。目前中國大陸的印製電路板產值已佔據全球總產值的30%以上，並超過日本成爲世界第一的印製電路板製造地。目前由於公司產品主要定位在10層以上中高端產品，在環保上已走在國內同業的前面，我們認爲公司未來三年在面對行業調整和不斷增加的市場空間下有更多的發展潛力。但我們也認爲由於成本轉嫁較爲困難，公司儘管主要產品集中在中高端領域，料毛利率仍有可能微降。總體而言我們認爲公司的優勢將使其獲得更多的發展機遇。

圖表 19：深南電路 SWOT 分析



資料來源：公司資料

中國 PBC 行業仍將面臨高速增長期

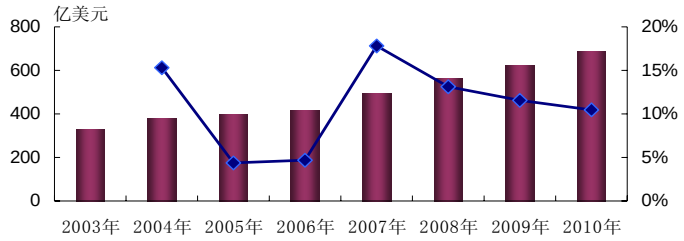
預計中國 PCB 產業 2008-2010 年複合年均增速將達 8.6%

作爲“電子系統產品之母”的印製電路板（PCB）占電子元件產業總產值的四分之一以上。根據Prismark 統計和預測，印刷電路板產品全球產值於2006－2010 年期間將由約420億美元增至約537 億美元，平均複合年增長率約爲6.3%，2007年實際表現高於該預期。從區域發展趨勢看，PCB 行業由於受成本和下游產業轉移的影響，正逐漸轉移到中國。2006年中國PCB產業的產值與產量已經躍居全球首位，2007年中國PCB產業實現155億美元產值，占全球500億美元產值的30%。中國電子元件行業協會預計2010年中國印製電路板年產值將達到290億美元，占全球比重的42%，考慮匯率變動，我們據此推算中國PCB行業2008-2010年市場複合年均增速將達

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

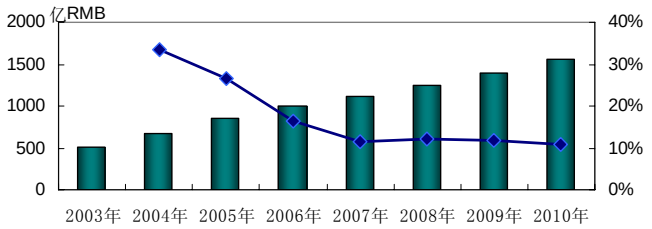
8.6%。由於國家對PCB行業的環保要求日益提高，我們認爲公司仍將面對中國未來PCB行業較好的發展期。但由於產業轉嫁成本的能力較差，我們認爲公司2008年毛利率因新廠開工不足而略有下降，2009－2010年基本維持在25%左右的水準。

表 20：全球 PBC 產業增長情況



資料來源：中國印製電路行業協會，第一上海

圖表 21：中國 PCB 產業增長情況



資料來源：中國印製電路行業協會，第一上海

08 年深南電路龍崗新廠提升公司高端印製電路產能和盈利

龍崗高端 PCB 項目 08 年貢獻收入 4 億左右，09 年達產後實現盈利

公司龍崗高端印製電路板項目是目前國內環保標準最高的 PCB 專案之一，產品主要定位于綜合應用背板及 HDI 等多種技術的高端印製電路板，應用於通信設備、微波射頻產品、高端航空航太電子等領域。專案投資 7 億元，達產後可年產高端電路板 30 萬平方米，實現年產值 8 億元。由於龍崗高端印製電路板項目在 2008 年初量產，公司預計印製電路板仍有可能是重要的利潤貢獻業務板塊。目前公司華僑城工廠不能滿足客戶需求，預計新廠產品銷售應不成問題。公司希望 2010 年印製電路板年盈利達到 3.5－4 億。龍崗新廠 2008 年 3 月份銷售額 3000 萬。大概發揮了產能的 50%，公司稱新廠不會帶來負擔，而且可能共用盈利。我們預計龍崗新廠 2008 年將使公司收入增加 40%以上，到考慮新廠開工不足我們預計 PCB 業務實現淨利潤 2008 年將基本與 2007 年持平，2009 年盈利將大幅提升。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

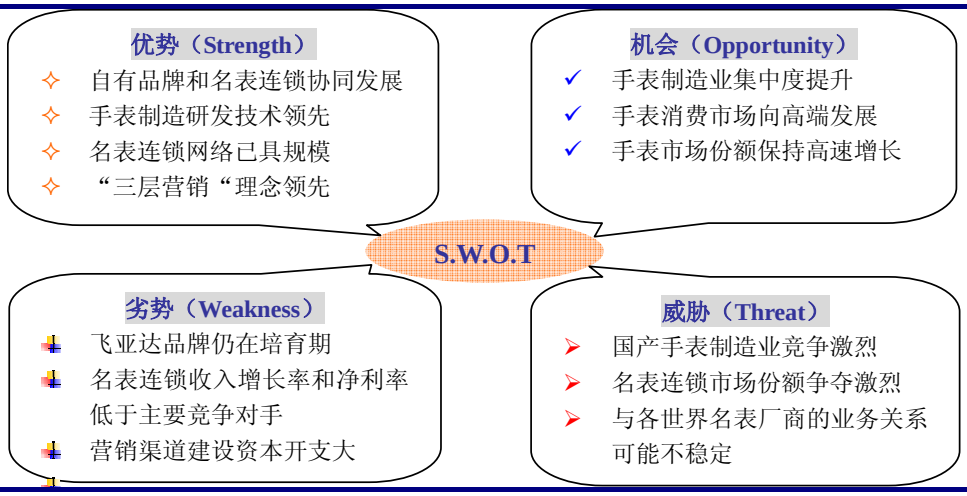
競爭優勢和業績推動力分析（3）
——手錶業務機遇多餘挑戰

飛亞達 SWOT 分析

手錶業務機遇與競爭並存，確立品牌是關鍵

作爲中國手錶業領軍者的飛亞達經歷了繁榮、衰退和再次增長的行業景氣度變遷。我們認爲公司飛亞達品牌手錶製造銷售和亨吉利名表連鎖兩塊業務未來即面臨分享市場快速增長的機遇，同時也面臨著激烈的市場競爭，相較而言機遇大於風險。隨著飛亞達品牌手錶定位中高端市場，公司在手錶領域的技術優勢使其產品擺脫國產手錶高同質性競爭的局面，但在中高檔手錶領域飛亞達品牌知名度仍待鞏固和提高，飛亞達手錶的發展或將面臨銷售單價和總量的壓力線。對於名表連鎖零售業務發展空間巨大，但來自亨得利、宜進利等同業者的競爭日趨激烈。另外公司新店擴張的風險同樣值得關注。但就奢侈品行業而言，飛亞達和亨吉利品牌建設將是未來業績持久增長的關鍵。

圖表 22：飛亞達 SWOT 分析



資料來源：第一上海

中國消費升級帶動中高檔手錶市場高速成長

中高檔手錶佔據整個中國手錶市場份額的 85%

隨著中國經濟和居民收入的快速增長，中國居民的消費升級直接推動了中高檔手錶市場的高速增長。據估計目前中國手錶市場總需求約300-400億元人民幣，其中中、高檔手錶(價格在1000元以上的手錶)的銷售額占到中國手錶消費的85%以上。價格在1000～6000元的中檔手錶約占整個市場份額的35%，6000元以上的高檔手錶銷售額占比超過50%，而在6000元以上的高端市場領域瑞士五大奢侈品手錶品牌佔領中國市場超過95%的市場份額。瑞士進口手錶市場資料基本能反應中國中高檔手錶市場的情況。

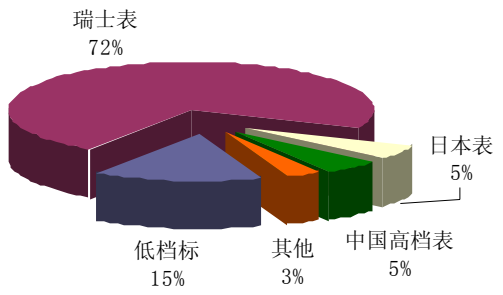
2002－2007 年代表中高端手錶市場的瑞士手錶進口額的 CAGR 爲 30.8%

儘管2006 年4 月中國對進口高檔奢侈品手錶開始加征20%的奢侈品稅，但高檔奢侈品手錶的銷售非但受影響不大，且繼續保持加速增長的趨勢。據統計，2007年瑞士表在中國進口手錶銷售數量中占比約60%，在進口手錶銷售金額中占比超過90%。根

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

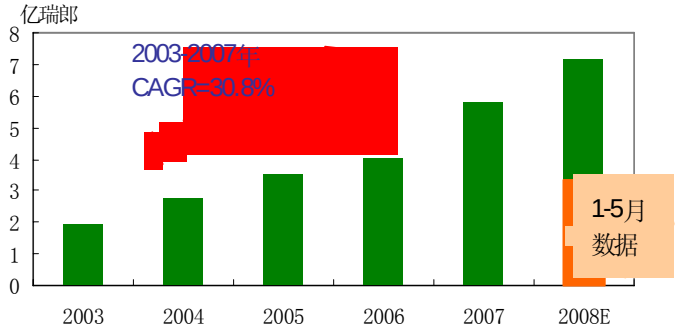
據瑞士手錶工業協會的統計資料，2008年1-5月瑞士出口到中國的手錶銷售金額達3.3億瑞郎，較2007和2006年同期的2.07瑞郎、1.67瑞郎增長60%和98%，基本達到2005年全年3.5億瑞郎的水準。目前中國每100人購買5只手錶，遠遠低於發達國家每100人平均購買27只手錶和發展中國家每100人平均購買18只手錶的數量。我們預計中國中高檔手錶市場未來三年仍可保持年均超過25%的增速。

表 23：中國手錶消費結構



資料來源：賽迪手錶市場調查報告，第一上海

圖表 24：瑞士出口到中國的手錶貿易金額



資料來源：瑞士手錶工業協會，第一上海

自有品牌和名表連鎖同步發展戰略利於發揮研產銷之間的協同效應

飛亞達品牌和亨吉利連鎖都處在所屬領域前位

“自有品牌和名表連鎖同步發展”已成爲中國主要名表連鎖零售商共同的戰略選擇。公司自有的飛亞達品牌手錶已有十幾年的發展，1997年創立亨吉利涉足名表連鎖零售業務。我們認爲公司相對于競爭對手自有品牌和名表連鎖的業務格局更爲協同，飛亞達和亨吉利連鎖品牌分別在各自的領域都居業內前位，相較而言兩者並無明顯的短板。未來兩者的同步發展更有利於公司研、產、銷之間的協同效應發揮，主要表現在名表連鎖零售對研發的市場訊息提供，爲飛亞達提供品牌建設經驗和銷售管道，爲公司戰略決策提供行業發展資訊。而飛亞達品牌的高毛利有利於爲公司發展產生穩定的現金流，飛亞達原有的管道優勢爲亨吉利新店擴張提供參考。

飛亞達新品研發、推廣、行銷能力推動平均單價和銷量提升

研發能力保障公司推出高端表款和差異化系列產品

飛亞達在產品的研發上導入由顧客、市場一線人員和設計設共同研發的三源研發理念，使新產品的研發更符合市場潮流。飛亞達2007年共上市新品30款，新品貢獻率超過17%，暢平銷率超過82%。公司突出的研發能力保障其能不斷推出高端表款和差異化產品系列，2007 年度推出富有吉祥色彩的“金玉良緣”對表，9 月初推出新型材料“太空強化鈦”產品，均取得了優異的銷售業績。12月6 款結構新穎、構造獨特的飛亞達陀飛輪腕表隆重上市，受到市場追捧。

借助主題活動培育飛亞達品牌

公司借助主題活動強化品牌推廣。2007年公司舉辦的第三屆“飛亞達杯手錶設計大賽”被列入深圳市文博會項目，共計收到來自英、德、美、日、國內和香港地區共70 多所專業院校的參賽作品近600 件，影響力繼續擴大。公司爲第6 屆亞洲冬季運動會計時設備獨家贊助商，設計主題運動表款G748，並推出“冰雪亞運激情時速”主題活動。2007年12月公司在北京舉行“技臻至善”爲主題的媒體發佈會，發佈6 款飛亞達陀飛輪腕表，取得較好的推廣效果。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

行銷網點已達 450 個，推行銷售管理五步法

飛亞達手錶不斷拓展和優化銷售網路，並開始嘗試品牌專賣店和進入國際市場的探索，2007年公司陸續在深圳、重慶、大同等城市開設了5 家新形象專賣店，並逐步拓展海外市場，已進駐馬來西亞、加拿大、新加坡、西班牙等4 個國家銷售，飛亞達品牌已有450個銷售網站。同時公司通過推行銷售管理五步法、加強業務人員考核、召開季度會議等措施，強化對銷售終端的管理。

2007 年飛亞達平均單價升至 1420 元

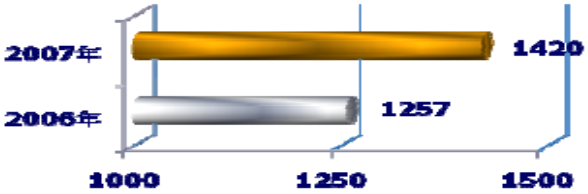
飛亞達研、產、銷的優勢推動其產品平均銷售單價和銷量不斷提升。2007年飛亞達手錶平均單價由2006年的人民幣1257元提高至1420元。高端產品對平均單價提升的貢獻重大。2006年推出的定價在3萬元以上的金佛（祈福）系列和定價在6000多元的航太表系列產品繼續熱銷，2007年公司銷售6只售價9.98 萬元的航海陀飛輪手錶和1 只售價8.98 萬元“後裔神弓”陀飛輪手錶。公司2007年銷售收入相當於平均單價計的10.9萬塊手錶，2006年爲10.4萬塊，銷量也有提升。我們看好公司未來平均單價和銷量繼續提升，但我們也認爲由於在高端領域飛亞達品牌的競爭力還不足，飛亞達品牌手錶未來的銷售單價和銷量或將面對市場壓力線，但根據公司目前的研發、生產和銷售能力，我們認爲平均單價在2000元以內的提升仍較容易實現。

表 25：飛亞達新款手錶和專利情況

年份	飞亚达主要新品	累计专利
2007年	金玉良缘、陀飞轮、全强化钛表等	119项
2006年	神六航天表、祈福（金佛）表等	104项

資料來源：公司資料，第一上海

圖表 26：飛亞達手錶平均銷售單價



資料來源：瑞士手錶工業協會，第一上海

亨吉利新店擴張、老店內生增長、毛利率提升共同推動業績

亨吉利的核心價值在連鎖網路

亨吉利名表連鎖零售業務的商業模式是以分期付款形式按一定的折扣買斷世界名表，然後按照品牌商的指導價格對外銷售。因此連鎖網路建設和經營是公司價值核心，目前公司店面全部爲直營零售店（無加盟店、批發），店面分爲經營多個世界名表品牌的綜合品牌旗艦店、經營一個品牌的單一品牌旗艦店和經營一個或者多個名表品牌的精品店三個層次。店面物業以租爲主，少部分購買，主要是對公司經營有重大影響的個別物業，百貨公司店中店爲扣點制，不承擔租金。

預計未來老店內生增長率爲 50%，新店擴張保持在 10 家/年以上

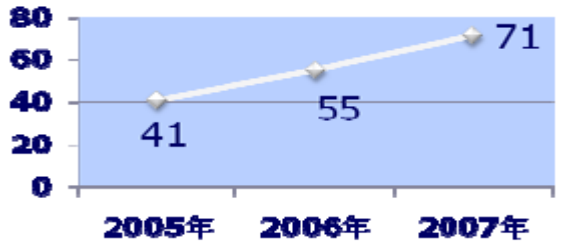
亨吉利名表零售業務擴張主要依靠新開店和老店的內生增長。截止2007年底，亨吉利新開店21家，連鎖店總數達到71家，“亨聯達”名表銷售門店共計27家（亨聯達爲飛亞達與北京亨得利共同設立的公司，雙方各占50%的股份，主要從事中檔手錶的零售業務）。2007 年亨吉利的高速增長主要來自於老店的增長，約占75%左右，新店的貢獻在25%左右，近三年公司老店的年銷售增長均在50%以上。亨吉利名表連鎖店網路快速擴張，公司力爭2008年新開店15家以上，至2008年底連鎖店達到86家（不含亨聯達）；同時對15-20家老店進行局部裝修改造。公司預測名表連鎖網路零售市場的擴張期有5-7年，根據市場訊息和公司新老店貢獻率資料，我們認爲公司未來三年，老店的內生增長率應仍保持在50%的水準，而新店開店數量仍可保持在至少每年10家以上的增速。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

預計毛利率穩中有微升

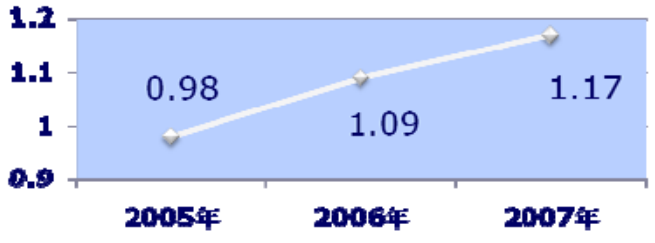
亨吉利的毛利率是公司未來盈利和估值的重要參數。近兩年公司亨吉利的毛利率穩定在23%。影響公司毛利的主要因素包括供應商的銷售折扣和公司經營效率的提升，我們預計隨著亨吉利連鎖零售品牌的發展公司在這兩方面都有改善空間。2007年亨吉利名表零售業務毛利率上升的主要原因來自於終端銷售折扣的提升、貨品的提前採購（應對漲價）和內部物流等環節的改善。作爲反映公司經營效率最關鍵的指標因此存貨周轉次數（因爲公司鋪貨需要佔用大量資金）反映公司管理不斷改善的事實，預計亨吉利名表連鎖零售業務未來毛利率仍能維持小幅上升的趨勢。

表 27：亨吉利門店數目



資料來源：公司資料

圖表 28：亨吉利庫存周轉次數



資料來源：公司資料

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

財務分析

重要假設

未考慮公司增發收購中航地產和飛亞達增發對股權結構的影響

本報告財務模型和估值基於以下重要假設：

➢ 2008－2010 年鉀鹽銷售數量根據公司現實生產能力預測爲 24 萬噸、26 萬噸和 29 萬噸，銷售單價保守預計爲 3000 元/噸、3100 元/噸和 3200 元/噸。

➢ 印製電路板（PCB）和液晶顯示器業務根據我們與公司溝通瞭解的投產進度，結合對相關產品市場價格穩定的預期（原因見前文分析），預測 2008－2010 年 PCB 業務收入增長率分別約爲 46.2%、26%和 14.8%；液晶顯示器收入增長率分別爲 49.6%、38.9%和 7.9%。

➢ 飛亞達手錶平均銷售單價預測穩步提升，2008－2010 年分別爲 1560、1680 和 1880。銷售數量以每年約標準單位 4000 塊遞增。

➢ 亨吉利連鎖門店數預計 2008 年爲 86 家，到 2010 年到 118 家。根據歷史老店能生增長率和新店增長率情況，鑒於手錶業務在公司整體業務中占比並步突出，粗略給予 2008－2010 年的手錶連鎖零售業務增長率爲 60%、55%和 40%。

➢ 根據調研結果公司鉀鹽資源 2010 年前完成綜合開發所需資本開支約 10 億人民幣，亨吉利開店按下表數量每年約需支出 5 億人民幣，天馬威電子和深南電路新專案已投產，維持發展穩定預期，暫不考慮這兩塊業務有大的資本開支，綜合公司歷史資本開支情況，預測公司 2008－2010 年的資本開支情況爲 13.5、11.5、9.5 億元。

➢ 本報告暫未考慮公司增發股票收購中航地產股份和飛亞達增發股票融資對股權結構和公司價值的影響。儘管相關事宜已獲董事會批准，只在實質性完成增發後，我們將根據實際情況調整預測和估值。

圖表 29：重要假設資料

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
钾盐销量（万吨）	—	—	24	26	29
钾盐销售单价（元/吨）	—	—	3000	3100	3200
PCB业务收入增长率	28.59%	37.50%	46.15%	26.00%	14.78%
液晶显示器业务收入增长率	38.30%	13.39%	49.58%	38.89%	7.91%
飞亚达手表销售单价（元/块）	1257	1420	1560	1680	1880
飞亚达手表标准销量(万块)	10.55	10.90	11.30	11.70	12.10
亨吉利门店数	55	71	86	101	118
亨吉利收入增长率	78%	89%	60%	55%	40%
资本开支（人民币百万元）	430	2727	1350	1150	950

資料來源：第一上海

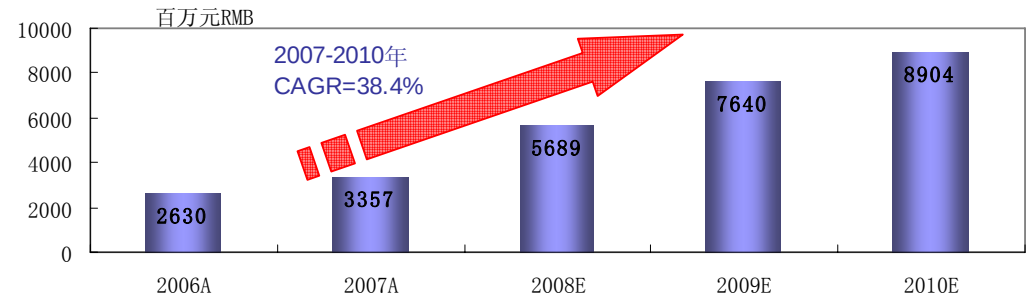
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

銷售額：2007－2010 年複合平均增長率爲 38.4%

2007-2010 年收入複合年均增長率 38.4%

預測公司 2008－2010 年的收入分別爲人民幣 56.89 億元、76.40 億元和 89.03 億元。2007－2010 年淨利潤複合平均增長率爲 38.4%。

圖表 30：公司營業收入



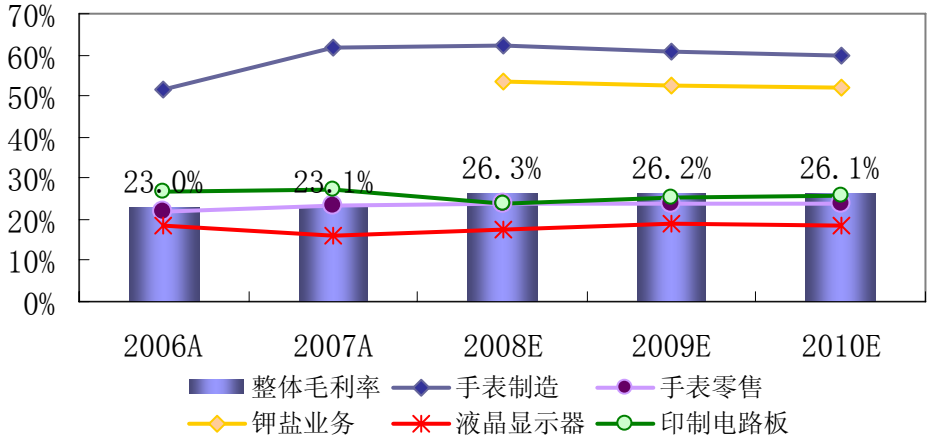
資料來源： 第一上海

公司整體毛利率因鉀鹽業務更趨穩定

2008 年－2010 年整體毛利率穩定在 26%

預計公司整體毛利率因鉀鹽業務而穩中有升。預測 2008－2010 年公司整體毛利率爲 26.3%、26.2%和 26.3%，而同期預計鉀鹽業務的毛利率爲 53.3%、52.4%和 52%。手錶製造和手錶零售業務毛利率基本保持穩定，分別在 61%和 23.5%左右。預計印製電路板（PCB）業務毛利率 2008 年下降至 24%，2010 年隨著龍崗新廠達產回升至 26%。2008 年液晶顯示器業務毛利率預計因 TFT 面板能自給而回升至 17.6%，2009 年隨著上海天馬 4.5 代 TFT－LCD 達產繼續回升至 19%，2010 預計隨著中小尺寸 TFT 供應緊缺緩解下降到 18.3%。

圖表 31：公司各業務板塊和整體毛利率



資料來源：第一上海

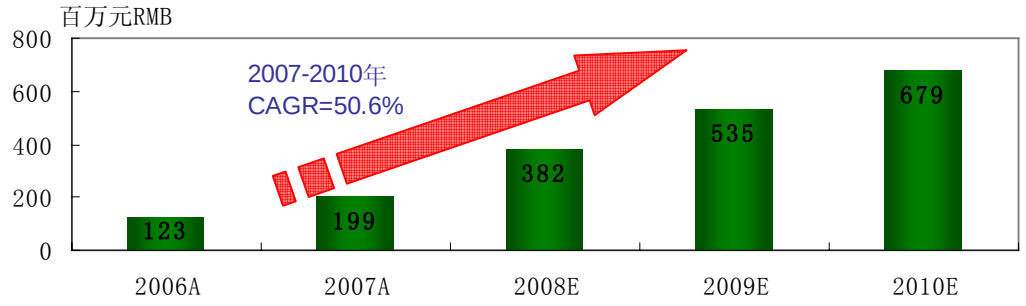
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

淨利潤：2007－2010 年複合平均增長率爲 50.6%

2007-2010 年淨利潤複合年均增長率 50.6%

預測公司 2008－2010 年的淨利潤分別爲人民幣 3.82 億元、5.35 億元和 6.79 億元。2007－2010 年淨利潤複合平均增長率爲 50.6%。

圖表 32：公司淨利潤



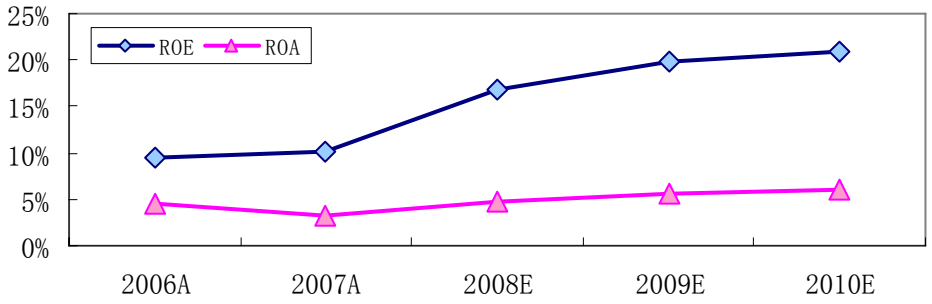
資料來源：第一上海

ROE 和 ROA

盈利指標明顯改善

預測公司 2008－2010 年的 ROE 將由 2007 年的 10.22%提高到 16.77%、19.79%和 20.90%，對應的 ROA 由 2007 年的 3.30%提高到 4.64%、5.54%和 6.12%。

圖表 33：ROE 和 ROA



資料來源：第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

估值

分部加總估值結果 8.94 港元

鉀鹽業務 08 年貢獻利潤每股人民幣 0.38 元

我們根據公司各業務板塊的利潤貢獻和估值水準差異採用分部加總估值方法進行估值，將公司業務劃分爲三塊：鉀鹽業務、手錶業務和電子製造及其他業務。將電子製造業務與其他業務並在一起主要考慮其他業務給予電子製造業務的估值水準是保守可取的。根據我們的預測公司 2008 年 EPS 爲人民幣 0.56 元，其中鉀鹽業務帶來 EPS 爲人民幣 0.38 元，手錶業務帶來的 EPS 爲 0.05 億元，電子製造和其他業務帶來的 EPS 爲人民幣 0.14 元。

圖表 36：分類業務對 EPS 的貢獻情況

单位：人民币元	2008年	2009年	2010年
钾盐业务EPS贡献	0.38	0.41	0.47
手表业务EPS贡献	0.05	0.06	0.08
电子制造业及其他业务EPS贡	0.14	0.32	0.46
合计EPS	**0.56**	**0.79**	**1.00**

資料來源：第一上海

鉀鹽業務的價值爲每股 7.05 港元

對公司加鹽業務估值我們採用資源價值分析和 P/E 估值綜合的評估結果。根據我們下表的假設我們算得公司鉀鹽資源的每股價值爲 7.77 港元；P/E 估值我們參照加拿大三大鉀肥企業和國內三家企業的估值水準，顯然國內給予加鹽業務的估值水準要遠高於國外市場，綜合公司資源和資產狀況，我們認爲給予公司鉀鹽業務 15 倍 P/E 估值水準是合理的，據此算得鉀鹽業務的價值爲 6.32 港元。最終我們選取二者的平均數 7.05 元爲公司鉀鹽業務的每股價值。

圖表 37：鉀鹽資源價值分析

儲量(亿吨)		0.37		
回收率		50%		
商品量(亿吨)		0.19		
长期平均售价(元/吨)		3,000.00		
商品价值（亿元）		555.00		
年平均净利润(亿元)				
开采年限		30	40	50
	40%净利率计	7.40	5.55	4.44
	35%净利率计	6.48	4.86	3.89
	30%净利率计	5.55	4.16	3.33
按10%折现率折现(亿元)				
	40%净利率计	69.76	54.27	44.02
	35%净利率计	61.04	47.49	38.52
	30%净利率计	52.32	40.71	33.02
每股价值(港元)				
	40%净利率计	11.42	8.88	7.20
	35%净利率计	9.99	**7.77**	6.30
	30%净利率计	8.56	6.66	5.40

資料來源：第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 38：鉀鹽同類公司估值水準

公司名称	股价 2008-07-09	市盈率 2008E	2009E	2010E
撒钾公司	216.43	20.2	13.4	14.2
美盛	137.04	11.4	10.9	12.3
阿格里姆	98.98	15.6	12.7	15.0
平均值		15.7	12.3	13.8
盐湖钾肥	88.12	40.8	27.4	22.7
冠农股份	66.81	82.5	20.6	18.0
中信国安	13.90	14.5	9.9	7.1
平均值		45.9	19.3	15.9

資料來源：彭博，第一上海

手錶業務的價值爲每股 0.64 港元

公司的手錶業務我們採用 P/E 估值，由於飛亞達和亨吉利自身品牌與奢侈品還有距離，對手錶業務我們參考的估值水準不擴大至奢侈品消費行業的平均水準，由於公司手錶業務在經營模式、地點和規模等多方面都與香港上市的新宇亨得利和宜進利相似，我們認爲參考二者 08 年動態市盈率更爲貼切，據此給予公司手錶業務 12 倍的 P/E 估值水準，算得公司手錶業務的價值爲每股 0.64 港元。

圖表 39：手錶業務同類公司估值水準

公司名称	股价 2008-06-27	市盈率 2008E	2009E	2010E
新宇亨得利	2.90	12.1	9.4	7.6
宜进利	4.80	11.7	8.1	6.6
东方表行	2.98	6.8	6.0	——
平均值		9.2	7.0	——

資料來源：Thomson ONE, 第一上海

電子製造和其他業務的價值爲每股 1.25 港元

採用 P/E 對電子製造和其他業務業估值。電子製造業公司的估值水準差異很大，集中反應了在這個行業中市場領先者給予估值溢價和一般競爭者給予折價的估值現實。根據公司在中國液晶面板和印製電路行業的技術和產能地位，同時考慮到公司 PEG 爲 0.4，我們認爲公司電子製造業務給予平均的 8 倍市盈率水準是可取的，按 08 年預測盈利計公司電子製造和其他業務價值爲每股 1.25 港元。

圖表 40：電子製造同類公司估值水準

公司名称	股价 2008-07-09	市盈率 2008E	2009E	2010E
信利国际	6.89	3.6	3.3	3.6
美维控股	1.80	5.5	4.5	4.3
精电	4.62	5.1	4.4	4.1
彩虹电子	0.51	12.8	8.5	3.0
名幸电子（日本）	2,690.00	8.5	7.0	5.8
揖斐电（日本）	3,450.00	12.9	11.2	9.6
健鼎科技（台湾）	81.50	9.3	7.9	7.2
平均值		8.2	6.7	5.3

資料來源：Thomson ONE, 第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

分部加總估值公司價值爲每股 8.94 港元

根據以上分部估值結果，加總後算得公司價值爲每股 8.94 港元，該價格相當於公司 2008 年預測盈利的 14.2 倍市盈率，以及 2009 年預測盈利的 10.1 倍市盈率和 2010 年預測盈利的 8 倍市盈率。

圖表 41：分部加總估值結果

单位：港币	估值结果	备注
钾盐业务	7.05	相当于2008年钾盐业务的16.8倍P/E
手表业务	0.64	相当于2008年手表业务的13倍P/E
电子制造业及其他业务	1.25	相当于2008年电子制造和其他业务的8倍P/E
合计	8.94	相当于2008年公司盈利的14.2倍P/E

資料來源：Thomson ONE, 第一上海

DCF 估值結果 10.74 港元

DCF 估值結果 10.74 港元

根據公司的發展規劃，我們對公司採用三階段 DCF 方法進行估值。以公司 50 萬噸鉀肥生產線投產的 2011 年爲節點，2008-2012 年爲公司的高速成長期，2012-2014 年爲成熟期，2015 年後爲穩定期，長期增長率選取 3%，算得公司每股價值爲 10.74 港元，DCF 具體估值結果如下：

圖表 34：DCF 估值

	高速增长期				成熟期			稳定期
期限	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	
	0	1	2	3	4	5	6	
自由现金流	-618	-302	334	604	958	1,173	1,342	18,431
折现自由现金流（百万人民币）	-618	-273	273	447	643	712	737	9,163
WACC	**10.5%**							
永久增长率	3.0%							
无风险利率	5.30%							
贝塔值	1.10							
风险溢价	6%							
企业价值	11083.9							
减:少数股东权益	2152.6							
减:银行及其他借款	3725.8							
加：净现金	1286.6							
股权价值	6492.1							
股份数量	679							
每股价值（港元）	**$10.74**							

資料來源：第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

DCF 估值結果對參數的敏感性分析如下：

圖表 35：DCF 估值參數敏感性分析

永久增长率 \ WACC	9.50%	10.00%	10.50%	11.00%	11.50%	12.00%
4.50%	20.01	17.02	14.53	12.44	10.66	9.11
4.00%	17.80	15.24	13.08	11.23	9.64	8.25
3.50%	15.97	13.73	11.83	10.18	8.75	7.49
3.00%	14.41	12.44	**10.74**	9.26	7.96	6.82
2.50%	13.08	11.32	9.80	8.45	7.27	6.21
2.00%	11.93	10.35	8.96	7.73	6.64	5.67
1.50%	10.92	9.48	8.22	7.09	6.08	5.17

資料來源：第一上海

12 個月目標價爲 8.94 港元，買入評級

目標價 8.94 港元

考慮到電子製造業務新專案的盈利要到 2009 年實現，最終選取估值結果低端的分部加總估值結果作爲目標價，即首次給予公司 12 個月目標價爲 8.94 港元，該價格對應公司 2008-2010 年預測盈利的市盈率分別爲 14.2 倍、10.1 倍和 8 倍，目標價 8.94 港元較公司現價 5.89 港元有 51.8%的上升空間，買入評級。

投資風險

鉀鹽產銷量大幅下降的經營風險

鉀鹽銷售價格受政府行政干預的政策風險

液晶面板和 PCB 原材料大幅漲價或銷售價格大幅下跌的市場風險

電子製造業技術革新帶來的產業風險

亨吉利名表連鎖開設新店的項目風險

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

附錄 1：主要財務報表

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
收入	2,629.8	3,357.2	5,689.1	7,639.5	8,903.7
毛利	605.0	774.6	1,499.0	2,003.8	2,323.0
其他业务收入	9.2	24.6	25.0	25.0	25.0
销售及管理费用	(368.7)	(485.9)	(716.8)	(916.7)	(1,006.1)
其他收入	24.5	43.2	(15.0)	(5.0)	0.0
营运收入	270.0	356.4	792.2	1,107.0	1,341.9
财务开支	(58.7)	(94.1)	(215.0)	(260.0)	(281.0)
联营公司	0.1	52.9	15.0	25.0	35.0
税前盈利	211.4	315.3	592.2	872.0	1,095.9
所得税	(31.0)	(36.2)	(118.4)	(191.8)	(252.1)
少数股东应占利润	(57.3)	(80.2)	(92.0)	(145.0)	(165.0)
净利润	123.1	198.8	381.7	535.2	678.9
折旧及摊销	(131.1)	(137.4)	(304.1)	(374.2)	(432.9)
EBITDA	342.5	452.6	896.2	1,246.2	1,528.8
增长					
总收入 (%)	33.4%	27.7%	69.5%	34.3%	16.5%
EBITDA (%)	-	32.2%	98.0%	39.1%	22.7%
每股收益 (%)	628.8%	62.5%	79.8%	40.2%	26.8%

财务分析

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	23.0%	23.1%	26.3%	26.2%	26.1%
EBITDA 利率 (%)	13.0%	13.5%	15.8%	16.3%	17.2%
净利率 (%)	4.7%	5.9%	6.7%	7.0%	7.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	14.0%	14.5%	12.6%	12.0%	11.3%
实际税率 (%)	14.7%	11.5%	20.0%	22.0%	23.0%
股息支付率 (%)	34.4%	19.2%	20.0%	20.0%	20.0%
库存周转	111.0	102.1	100.0	100.0	100.0
应付账款天数	136.6	135.2	135.7	129.1	126.9
应收账款天数	119.7	116.9	104.6	103.2	102.8
财务状况					
净负债/股本	1.4	2.4	2.7	2.8	2.6
收入/总资产	0.65	0.40	0.56	0.62	0.65
总资产/股本	3.13	4.29	4.49	4.54	4.25
盈利对利息倍数	4.6	3.8	3.7	4.3	4.8

资产负债表

人民百万元，财务年度截至12月31日

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
现金	740.9	1,286.6	763.1	878.3	1,023.7
应收账款	862.7	1,075.5	1,630.9	2,159.6	2,508.0
存货	615.6	829.8	1,148.0	1,544.0	1,802.9
其他流动资产	65.2	74.0	74.0	74.0	74.0
总流动资产	2,284.4	3,266.0	3,616.0	4,655.9	5,408.6
固定资产	1,206.1	3,411.9	4,411.5	5,135.6	5,595.0
投资性资产	472.5	1,002.0	1,360.9	1,597.8	1,841.4
其他固定资产	93.1	769.6	825.5	886.5	953.5
总资产	4,056.1	8,449.5	10,214.0	12,275.9	13,798.5
短期负债					
应付帐款	758.1	956.6	1,558.2	1,992.8	2,288.0
短期银行贷款	938.5	1,780.2	2,408.6	3,496.3	4,055.2
其他短期负债	14.5	14.5	14.3	14.2	14.1
总短期负债	1,711.1	2,751.3	3,981.1	5,503.3	6,357.3
长期银行贷款	10.0	1,945.6	1,945.6	1,945.6	1,945.6
其他负债	39.7	52.9	217.9	227.9	237.9
总负债	1,760.8	4,749.9	6,144.6	7,676.8	8,540.8
少数股东权益	997.9	1,728.2	1,792.6	1,894.1	2,009.6
股东权益	1,297.4	1,971.4	2,276.8	2,704.9	3,248.0
每股账面值(元)	2.0	3.1	3.4	4.0	4.8
营运资金	573.2	514.6	(365.1)	(847.4)	(948.7)

现金流量表

人民币亿元，财务年度截至12月31日

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
EBITDA	342.5	452.6	896.2	1,246.2	1,528.8
融资成本	58.7	94.1	215.0	260.0	281.0
营运资金变化	(111.2)	(730.5)	(514.4)	(782.9)	(635.0)
所得税	(31.0)	(36.2)	(118.4)	(191.8)	(252.1)
营运现金流	259.0	(220.1)	478.4	531.4	922.7
资本开支	(429.7)	(2727.0)	(1350.0)	(1150.0)	(950.0)
其他投资活动	(22.2)	(189.8)	38.7	56.7	79.9
投资活动现金流	(451.9)	(2916.8)	(1311.3)	(1093.3)	(870.1)
负债变化	613.4	935.7	628.4	1087.7	559.0
股本变化	(14.2)	196.7	0.0	0.0	0.0
股息	(42.4)	(38.2)	(76.3)	(107.0)	(135.8)
其他融资活动	103.2	2785.0	(242.6)	(303.5)	(330.5)
融资活动现金流	674.2	3682.6	309.4	677.2	92.7
现金变化	481.3	545.7	(523.5)	115.2	145.3
期初持有现金	259.6	740.9	1,286.6	763.1	878.3
期末持有现金	740.9	1,286.6	763.1	878.3	1,023.7

資料來源：公司資料、第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

附錄 2：主要附屬公司情況

天馬微電子——專注於中小尺寸液晶面板生產

國內最大的液晶顯示器及模組製造商之一

公司持股45.62%的深天馬微電子股份公司（證券代碼：000050）成立於1983年，主要從事液晶顯示器（LCD）及液晶顯示模組（LCM）的專業設計和製造；深天馬與深圳中航集團共同出資控股上海天馬微電子公司，主要從事TFT液晶顯示器生產。公司長期專注於中小尺寸液晶面板業務，主要產品分爲消費類產品和工業類產品，其中消費類產品主要TFT、CSTN；工業類產品主要爲STN、TN，具體產品爲手機、MP3、無繩電話、車載、工程和數碼相框用中小尺寸液晶面板和模組。公司目前有TN、STN、CSTN各一條面板（LCD）生產線，兩條模組（LCM）生產線，另上海天馬4.5代TFT-LCD生產線已於2008年4月量產。公司累計完成申請中國技術發明專利12項（其中8項已通過國家只是產權局審核），並研製成功數十款具有完全自主知識產權的TFT顯示幕，公司已成爲國內規模最大的液晶顯示器及模組製造商之一。

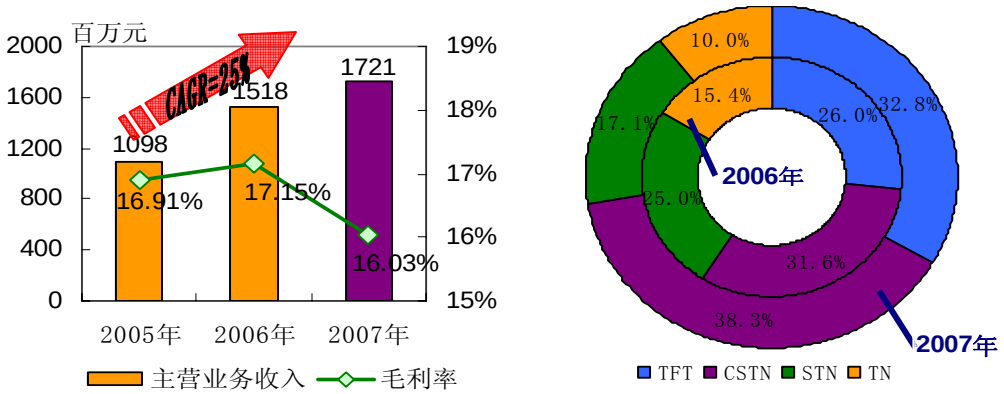
圖表 42：深天馬 2007 年主要產品和產品結構

資料來源：公司資料

2007 年全球中小尺寸液晶顯示市場排名 15 位元

截止2007年末，公司液晶顯示業務營業收入達人民幣17.2億元人民幣，較2006年增長13.4%；淨利潤0.82億人民幣，較2006年下降9.6%。2007年TFT和CSTN銷售額占總銷售額的70%，TFT同比增長73%，CSTN同比增長18%，但受全球TFT材料價格大幅上漲影響，公司液晶顯示業務毛利率略有下降至16.03%。其中上海天馬2008年4月開始量產，已推出TFT－LCD產品7款，產品的分段合格率達到90%以上。2007年深天馬在全球中小尺寸液晶顯示市場排名15位元，公司計畫2010年進入前十名。

圖表 43：公司業務收入和構成



資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

深南電路——印製電路板行業的領跑者

深南電路主要生產中、高端多層印製電路板

公司控股 95%的深南電路有限公司成立於 1984 年，是一家以生產中、高端多層印製電路板（PCB）爲主的高新技術企業。公司目前擁有華僑城、龍崗坪地兩處工廠，近 15 萬平米的工業園區。從業人員 2500 多人，年生產 2-42 層線路板近 42 萬平方米。二廠（即龍崗坪地）已進入試生產階段，預計 2008 年該項目將順利達產。同時正在籌建三廠、構想四廠。公司產品廣泛應用於通訊、工控、醫療、車載電子及航空航太領域，客戶主要是西門子、華爲、中興等公司。公司專注於 PCB 的工藝的研究與開發，共有專利 11 項（其中 10 款發明專利，1 款實用新型），公司自主研發的高多層通訊背板技術被列入國家重點新產品計畫，又先後獲得廣東省科學技術二等獎和深圳市科技創新獎勵。在對 PCB 行業的環境保護要求日趨嚴格的情況下，公司榮獲 2007 年“深圳迴圈經濟十佳企業“。公司在中國印製電路行業內享有副理事長席位及較高知名度、美國 IPC 會員。

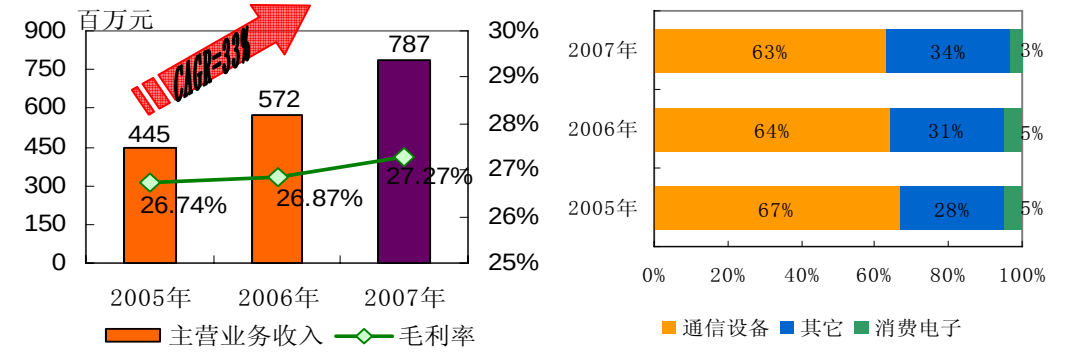
圖表 44：公司產品和生產廠區

資料來源：公司資料，第一上海

2007 年印製電路板業務是公司最大利潤來源

2007年公司印製電路板業務營業額約爲人民幣7.87億元，較2006年人民幣5.72億元增長約37.5%，其中，十層板以上高端產品銷售收入增長約47.8%，銷售收入的79%來自於國內市場，歐美地區和東南亞及其他地區的收入占比分別爲17%和4%。2007年產品毛利率達到28.4%，較上年提升約1.5個百分點。除稅後溢利約爲人民幣1.19億元，較上年人民幣0.87億元增長約37.5%，2007年印製電路板業務是公司最大的利潤來源，占公司費用分配予各分部之前的除稅後利潤（包括少數股東權益）的43.2%。2007年公司實現最高可達42層印製電路板的技術水準。

圖表 45：公司業務收入和產品結構



資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

飛亞達——手錶業務享受消費升級帶來的高增長

手錶業務形成以飛亞達品牌手錶製造銷售和亨吉利名表連鎖零售兩種商業模式

公司持股44.69%的飛亞達股份有限公司（證券代碼：000026 200026）致力於中高檔手錶的製造和連鎖銷售，包括研發、設計、製造、銷售自有品牌飛亞達手錶和經營亨吉利名表連鎖銷售網路。飛亞達手錶堅持品牌戰略，推出金玉良緣、陀飛輪、機械金表、全強化鈦表等多款高端產品，最高價格拉升至30余萬元，不斷提升品牌價值和地位。2007年飛亞達手錶開始建立品牌專賣店，目前在國內主要城市共建立18個銷售分公司分部、450個銷售網站，並已進入馬來西亞、加拿大、新加坡、西班牙等國市場。2007年底飛亞達參與制訂、修訂完成10個行業標準，1個國家標準，目前正在參與制訂、修訂4個國際標準，4個國家標準和4個行業標準；累計申請專利119項，其中發明3項，實用新型9項，外觀107項。亨吉利名表中心以銷售網路快速擴張爲核心，2007年末亨吉利連鎖總店數爲71家。公司獲得了包括SWATCH集團、勞力士集團、RICHEMONT集團、SOWIND集團，以及愛彼、雅典、蕭邦、雷蒙德、梅花等品牌的廣泛支持。公司與新宇亨得利各持股的亨聯達目前開店達20家。

圖表 8：公司飛亞達品牌手錶

資料來源：公司資料

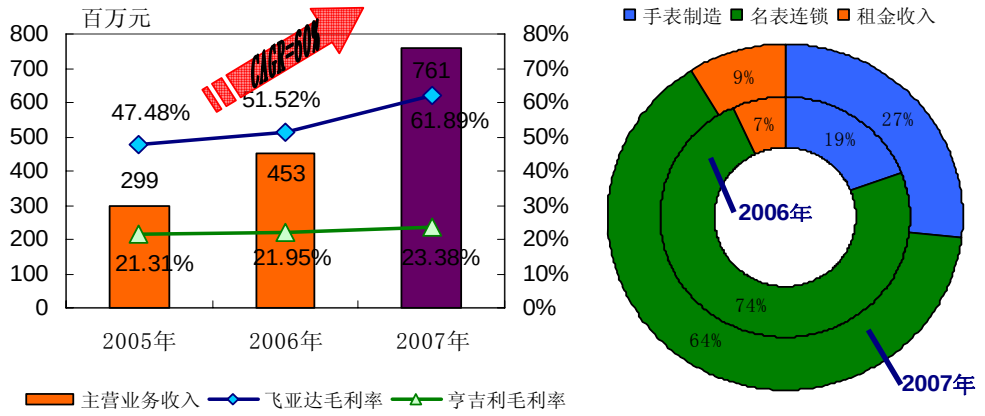
圖表 9：亨吉利店面

資料來源：公司資料

手錶業務已成爲公司過去 3 年收入和業績增長最快的業務板塊

2007年公司手錶業務營業額約爲人民幣7.61億元，較2006年人民幣4.53億元增長約67.9%，除稅後盈利爲人民幣0.35億元，較2006年人民幣-725萬元扭虧爲盈。飛亞達手2007年表銷售收入1.55億元人民幣，毛利率由2006年的51.5%上升至61.9%，飛亞達手錶2007年共上市新品30款，新品貢獻率超過17%，暢平銷率超過82%，飛亞達手錶平均單價由2006年的人民幣1257元提高至1420元；2007年亨吉利手錶營業收入達6.06億元人民幣，毛利率由2006年的21.95%提高到23.4%，2007年新開店21家，存貨周轉率由2006年的1.09次/年提升至1.17次/年。

圖表 46：公司業務收入和產品結構



資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

深圳中航資源——2008 年涉足鉀鹽資源開發

收購年產 40 萬噸鉀鹽的中航三鉀矽業公司

公司 100%控股的深圳中航資源將成爲資源業務的管理會發展平臺。2008 年 1 月 21 日深圳中航資源向中航技深圳公司協議收購青海海西中航三鉀矽業 95%股權，2008 年 6 月公司公告收購餘下 5%股權，從而 100%控股三鉀矽業，正式進軍農業相關資源領域。公司擁有生產所需的設備、設施及廠房，固定資產總額約人民幣 5 億元。收購前礦區擁有 10 條氯化鉀生產線，總裝置能力達 40 萬噸/年，爲國內第二大氯化鉀生產礦區，生產工藝主要爲浮選法。主要氯化鉀產品的品級在 85%－95%之間，公司主要客戶爲中農集團和江蘇東恒複合肥廠等。

圖表 47：生活基地和生產廠區一角

資料來源：第一上海

圖表 48：浮選和脫水生產線

資料來源：第一上海

2008 年預計生產鉀鹽 25 萬噸

中航三鉀矽業擁有青海馬海鹽湖 284.526 平方公司採礦權，核定開採的礦種爲鉀鹽，礦區氯化鉀資源儲量超過 6300 萬噸，其中固體氯化鉀 650 多萬噸，液體氯化鉀 5700 多萬噸。公司已建成永久性鹽田 14 平方公里，鹵渠 80 公里。2008 年 3 月 14 日中航三鉀矽業正式開工生產，試運行半個月共生產氯化鉀 6000 噸，正式生產後平均月產量在 3 萬噸左右，公司計畫 2008 年生產氯化鉀 25 萬噸,2010 年建成設計產能 50 萬噸/年的新生產線。公司期望未來鉀鹽業務利潤占總利潤的比重達到 50%左右，目前中航三鉀矽業已向當地政府申請按 15%的優惠稅率上繳所得稅。

圖表 49：鹵渠和鹽田

資料來源：第一上海

圖表 50：鉀鹽下線和裝袋

資料來源：第一上海

中航地產——公司未來商業地產業務平臺

地產開發爲主，物業管理、酒店管理爲兩翼

公司持股22.35%的深圳中航地產股份有限公司是1985年由中國航空技術進出口深圳公司聯合國內23家企業共同發起成立的。1994年中航地產改組爲國內公眾上市公司（證券代碼：000043）。經過二十餘年的發展，中航地產形成以地產業務爲主，以物業管理和酒店管理業務爲兩翼，充分發揮整體協同發展優勢的商業地產經營格局。2008年5月公司股東大會通過按6.725港元發行合共197,618,198股本收購中航地產27.79%股權的議案，即分別向中航深圳及深圳中航城配發及發行146,620,034

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

股和50,998,164股代價股份，已收購兩家分別持有中航地產20.62%和7.17%的股權。收購完成後，中航地產將成爲公司未來商業地產業務的平臺。

圖表 51：房地產業務

資料來源：公司資料

圖表 52：酒店業務

資料來源：公司資料

總儲備爲 270 萬平米建面，管理在營酒店 6 家

2007年中航地產營業額爲人民幣22.6億元，較2006年人民幣14.5億元增長55.9%，除稅後盈利爲人民幣1.5億元，較2006年人民幣7208萬元增長108.7%。毛利率由2006年的30.4%提升至36.2%。2007年公司地產板塊（含物業）、酒店業和工業實業分別占收入的62.50%、28.33%和9.16%，占淨利潤的93.13%、5.37%和1.50%。2007年末公司成功獲取天津濱海新區、成都高新區、贛州章江新區、昆山開發區、惠東縣等7塊商業地塊，新增儲備110萬平米建面，總儲備達到270萬平米建面；開拓工業地產業務，新增衡陽深圳工業園項目和惠東工業園項目，規劃土地面積達39.06平方公里；物業管理業務管理總面積超過3000萬平方米；酒店業務拓展廣州國際大酒店、上海園林二期等項目，目前管理在營酒店6家、在建酒店3家、待建酒店8家。本報告財務模型暫不考慮收購影響。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。