

## 買入

2008年09月04日

### 08年中期主營業務表現符合預期，新項目利潤貢獻可期

- 2008年中期主營業務表現符合預期：**2008年中期公司營業收入為人民幣19.4億元，同比增長28.5%；毛利為人民幣5.6億元，同比增長58.3%。股東應占溢利為人民幣4251萬元，扣除非經常性損益則為人民幣6245萬元，同比僅下降1%。但投資虧損超預期使08年中期業績遜於預期。
- 噸鉀鹽淨利潤1230元，為公司全年業績高增長定基調：**公司2008上半年的鉀鹽含稅銷售價在3600~3900元/噸之間，每噸鉀鹽淨利潤達1230元，預計下半年公司尚有4.5個月的生產期，7月份公司生產鉀鹽3.6萬噸，9、10月份是生產的高峰期，全年實現預期的24萬噸銷量可期。
- 電子製造業新專案產能爬坡，上、下半年表現大不相同：**印製電路上半年因龍崗新廠增加折舊和費用而利潤下降，但鑒於高端印製電路板項目進展順利，預計全年實現利潤與去年持平；上海天馬TFT-LCD項目進展慢於預期，液晶顯示器市場疲弱，08年盈利增長困難。預計2009年電子業務新專案達產後，收入和利潤增幅都將達40%。
- 手錶業務業績和毛利率如預期提升：**2008年中期手錶業務收入同比增長42.8%，除稅後盈利同比增長190%。飛亞達毛利率提升至65.4%，亨吉利連鎖零售的毛利率提升至24.4%，毛利率指標優於競爭對手。
- 目標價下調為8.20港元，買入評級：**根據最新的資訊，公司2008-2010年EPS調整為人民幣0.48元、0.75元和0.92元，據此調將公司12個月目標價至8.20港元，目標價相當於公司2008年和2009年預測盈利的15倍和9.6倍市盈率，維持買入評級。

★1 港元=0.88元人民幣

### 第一上海研究部

0755-33367018

### 主要資料

行業	綜合企業
股價	3.46 港元
目標價	8.20 港元 (137%)
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/ 3.37 港元
每股淨現值	3.04 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	5,127	6,972	7,944
变动(%)	33.45%	27.66%	52.71%	35.99%	13.94%
净利润(百万元人民币)	123	199	325	511	626
每股攤薄收益(人民币元)	0.19	0.31	0.48	0.75	0.92
变动(%)	628.75%	62.5%	53.0%	57.5%	22.5%
市盈率(倍, @3.46港元)	15.82	9.74	6.37	4.04	3.30
每股派息(港元)	0.06	0.06	0.10	0.15	0.18
息率(%)	1.54%	1.54%	2.46%	3.88%	4.75%

### 股價表現



來源：彭博

來源：公司資料，第一上海

# 2008年中期業績點評

## 08年中期主營業務表現符合預期，惟投資損失超預期

上半年公司毛利率為29.07%，如預期提升

2008年中期公司錄得營業收入為人民幣19.38億元，較上年同期人民幣15.08億元增長約28.5%；毛利為人民幣5.63億元，較上年同期3.56億元增長約58.3%。本公司股東應占溢利為人民幣4251萬元，去年同期股東應占溢利人民幣8921萬元；每股盈利約為人民幣0.06元，去年同期每股盈利人民幣0.14元。扣除非經常性損益，2008年中期公司股東應占溢利為人民幣6245萬元，（扣除非經常性損益，去年同期綜合股東應占溢利約為人民幣6316萬元），較去年同期下降1%。考慮到公司鉀鹽、印製電路、上海天馬等項目都處在產能爬坡階段，而相應的折舊和費用都在增加，且公司2008年中期整體毛利率29.07%提升超過預期，故我們認為公司主營業務表現基本符合預期，但過高的投資損失、行政費用增加使公司中期業績倒退。

圖表 1：公司 2008 年中期財務資料

人民幣百萬元	2007年中期	2008年中期	變動	點評
營業額	1,508.04	1,937.96	28.51%	鉀鹽、印製電路和手表業務增長
毛利	355.85	563.33	58.31%	銷售額增加，及鉀鹽、手表毛利率提升
銷售及分銷成本	(76.88)	(105.52)	37.25%	銷量增加帶動分銷成本
行政開支	(134.25)	(203.62)	51.67%	三鉀硅業、上海天馬、深南高端PCB項目增加費用
財務費用	(36.21)	(106.02)	192.78%	公司較2007年末新增約20億貸款
應占聯營公司損益	(1.53)	(11.16)	631.67%	按國際會計準則中航地產盈利為負，按中國則為正
除稅前盈利	142.59	128.98	-9.54%	管理和財務費用增加，及投資損益增加所致
所得稅開支	(21.26)	(49.76)	134.10%	子公司稅前盈利增加
股東應占盈利	89.21	42.51	-52.35%	投資損失、費用增加、聯營公司虧損
每股受益	0.14	0.06	-57.14%	股東應占盈利下降所致
毛利率	23.60%	29.07%	增加5.47%	鉀肥毛利率帶動
所得稅率	14.91%	38.58%	增加6.06%	公司總部不可攤費用不能抵稅，導致有效稅率提高

資料來源：公司資料，第一上海

## 08年上半年業績倒退的原因在於費用增加、投資虧損和應占聯營公司虧損

惟投資虧損超預期

公司2008年上半年業績倒退的主要原因在於三方面：一是公司新專案處在產能爬坡階段，增加了相應的折舊和管理費用，例如行政開支08年中期增加了7000萬，但整體情況仍在我們的預期內；二是投資損失較大，公司持有廈新電力股票由於股價下跌，08年中期虧損約3000萬，超過我們預期的1500萬的水準。三是應占聯營公司收益為負，原因主要是國際會計準則對房地產企業的收入確認和土地撥備要求更為嚴格，中航地產（持股22.35%）的利潤為負，而按中國會計準則該公司2008年中期

淨利潤為人民幣1791萬元，我們預計到年底由會計準則引起的該項差異將趨小。

# 增長動力分析

## 鉀鹽盈利能力為公司全年業績大幅提升定下主基調

預計 2008 年實現 24 萬噸鉀鹽產銷量

2008 年中期中航三鉀矽業共產銷氯化鉀 7.212 萬噸，實現營業額約人民幣 2.31 億元，除稅後溢利約人民幣 8873 萬元。上半年鉀肥的實現價格在 3600 元/噸~3900 元/之間，扣除增值稅後好於我們的預期，每噸鉀鹽的完全生產成本為 1700~1800 元之間，由於所得稅率為 25%，噸鉀鹽實現淨利潤約為 1230 元，最終盈利表現符合我們的預期。公司表示目前月產量已穩定在 3.6 萬噸以上，並達到了最高 1307 噸的日產記錄，生產期可持續到 11 月份，而九、十月份是生產的高峰期，公司表示可實現全年 25 萬噸的生產目標。考慮到不確定的因素，我們認為我們早先預期的 24 萬噸產銷量符合實際，而價格方面預計下半年仍有上升空間，但不會很大，另下半年電力由柴油發電改為電網輸電後，預計每噸成本可節約 60 元，綜合而言，我們認為鉀鹽業務實現我們全年的盈利預期較為確定，我們預計鉀鹽業務 2008—2010 的淨利潤為人民幣 2.79、3.28 和 3.53 億元。

圖表 2：預測三鉀矽業 2008 年產量

單位：萬噸	2008年上半年	2008年7月	2008年8月	2008年9月	2008年10月	2008年11月	2008年合計
鉀鹽產量	7.2	3.6	3.6	4	3.8	1.8	24

資料來源：公司資料，第一上海

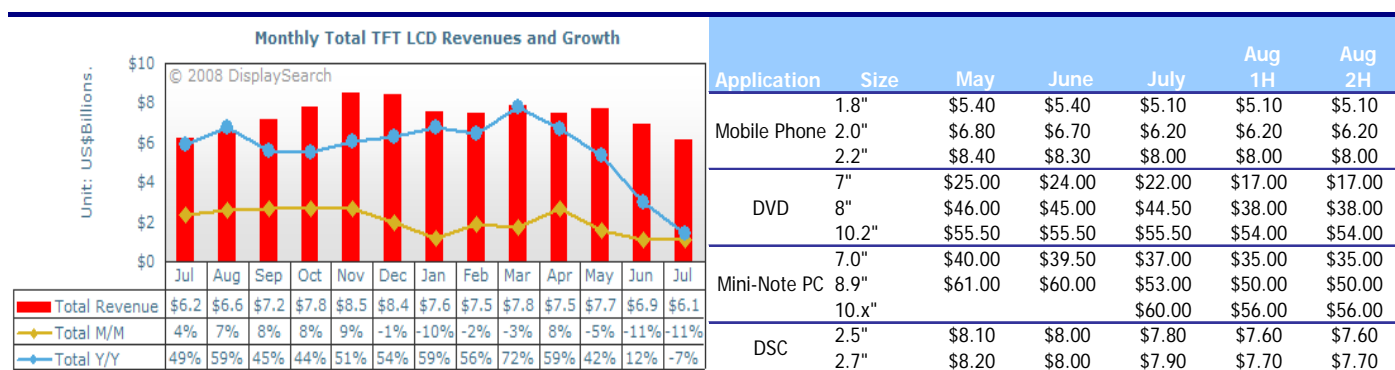
## 液晶顯示器業務總體表現落後於預期，上海天馬進展慢於預期

液晶顯示器市場不確定性較高

液晶顯示器業務營業額約為人民幣6.80億元，較上年同期人民幣7.65元，下降約 11%，除稅後溢利約為人民幣4588萬元，較上年同期人民幣3798萬元增長約21%。平板顯示市場進入放緩週期，產品價格下降超預期，導致收入和主營業務利潤增長未達預期。公司上半年液晶顯示模組毛利率為13.90%，液晶顯示幕毛利率為25.52%，均較去年有所下降。但最新的市場顯示中小尺寸液晶顯示幕價格趨穩，主要是手機發貨量預計四季度後會回暖，而早先由於市場壓力轉做中小尺寸的第5代TFT生產線終因成本不合算而逐步退出中小尺寸市場，我們預計下半年中小尺寸LCD市場價格降有所好轉，但不確定性較強。

圖表 3：全球 TFT LCD 月度收入增長情況

圖表 4：中小尺寸年面板價格



資料來源：DisplaySearch

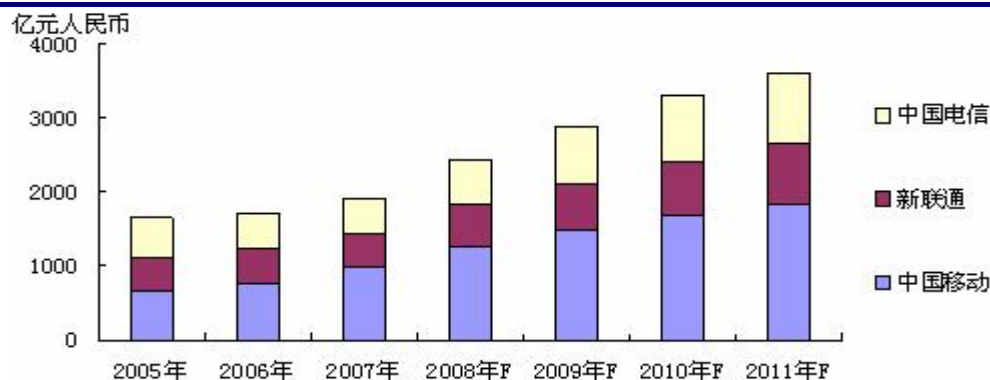
資料來源：DisplaySearch，第一上海

**上海天馬進展慢於預期** 上海天馬的進展慢於預期，公司公告要到10月份方能達到行業平均和可研報告設計的產能，但根據我們最新溝通的情況上海天馬7月份的產能利用率約為50%，因此我們將全年產量由14萬片下調到10萬片，液晶顯示器業務2008—2010年的毛利率下調為15.77%、18.35%和17.97%。預計上海天馬2008年最終的虧損幅度大於我們早先的預期。但我們預計該項目2009年仍將貢獻較大的利潤。

### 印製電路板業務毛利維持穩定，高端印製電路板專案進展順利

**電信業投資增速為印製電路專案盈利提供支撐** 公司印製電路板業務營業額約為人民幣4.41億元，較上年同期人民幣3.72億元增長約18.3%，除稅後溢利約為人民幣3852萬元，較上年同期人民幣6495萬元下降約40.7%。下降的原因主要是高端印製電路板項目上半半處於產能爬坡階段，而相應的折舊和費用大幅增加，導致上半年業績倒退。但公司10層以上中高端產品銷售收入同比增長18%，比去年同期提升2個百分點，儘管成本上升壓力較大，但公司精細化管理消化了部分上升的成本，公司毛利率較去年略有下降；公司高端印製電路板項目2008年上半年完成所有檢驗、檢測設備的調試及運行，實現產值約人民幣1.28億元。實現了高難度背板的批量生產，批量生產最高層數達40層。公司技術層級繼續提高。該項目進入5月後以開始實現盈利，我們早先預期印製電路板業務實現與去年持平的利潤應是可實現的。公司目前的產品主要運用在通信和工程機械方面，主要的客戶包括中興通訊和華為等，考慮到明後兩年通信領域的固定資產投資將大幅增加，特別是3G投資2009年開始體現，預計2010年電信業的固定資產投資將達3000億元。我們對印製電路業務的前景感到更為樂觀。

圖表 5：中國電信行業固定資產投資預測



資料來源：第一上海

### 手錶業務如預期快速增長

**2008年中期飛亞達品牌利潤增長57.4%** 飛亞達品牌手錶業務實現營業收入8047萬元，同比增加1075萬元，增長15.42%，實現利潤總額1102萬元，同比增長57.43%。公司新開設飛亞達品牌專賣店6家，其中機場專賣店（浦東機場2號航站樓）1家，專賣店總量已達9家。飛亞達表在已經進入的新加坡、馬來西亞、加拿大等海外市場銷售勢頭較好。公司加快推進產品的系列化與標準化，成功推出了陀飛輪高端產品、恒昱系列、印象·城市系列，取得較好的銷售成績。

### 亨吉利利潤同比增長 95.5%

亨吉利名表零售共實現營業收入 39973 萬元，比去年同期增長 57.17%；實現利潤總額 3273 萬元，同比增長 92.53%。上半年新開太原國貿店、福州大洋二店、福州大洋三店、萬象城歐米茄店、北京聖拉娜店、貴陽星力店、深圳免稅店和瀋陽 1928 店共計 8 家店；關閉深南天虹店、深圳名表中心店、南寧王府井 3 家店（前兩店關閉為商場拆遷原因），截至報告期末，連鎖店總數已達 76 家（不包括亨聯達），上半年內已完成老店改造 5 家，還有 9 家正在進行之中。

**圖表 6：飛亞達品牌手錶業務和亨吉利名表連鎖的業績表現**

單位：百萬元RMB	2008年上半年	实际同比增长	2008年预测值	预测同比增长
手表制造销售收入	80.47	15.4%	176.28	13.9%
名表连锁销售收入	399.73	57.2%	970.43	60.0%
手表业务总收入	480.20	48.6%	1146.71	50.6%
手表业务利润总额	43.75	82.3%	88.33	79.6%

資料來源：公司資料，第一上海

### 手錶業務毛利率提高幅 度超預期

飛亞達品牌手錶業務毛利率為 65.37%，較去年同期增加 4.86%，名表連鎖的毛利率為 24.45%，較去年同期增加 1.72%，兩類手錶業務的毛利率表現都好過我們 2008 年的預期 62%和 23.6%。由於毛利率表現超預期，加之上半年開設新店下半年必將有所表現，我們預計公司手錶業務 2008 全年盈利或將超預期。

# 財務分析

## 重要假設變更

### 充分考慮不利因素

根據最新情況，維持對印製電路板業務和手錶業務早先的基本假設，充分考慮鉀鹽和液晶顯示器業務的情況，對本報告財務模型和估值的重要假設做了必要的變更：

- 維持 2008—2010 年鉀鹽銷售數量 24 萬噸、26 萬噸和 29 萬噸的預測，銷售單價（不含稅）上調為 3300 元/噸、3400 元/噸和 3300 元/噸。
- 由於上海天馬產能釋放進度慢於預期，將上海天馬 2008 年的產量由 14 萬塊下調到 10 萬塊，並充分考慮液晶顯示面板價格下降的壓力，2008—2010 年液晶顯示器業務收入增長率分別調整為 12.73%、45.87%和 1.41%。
- 對手錶業務的基本假設維持不變。
- 根據公司可出售金融資產情況，將公司損益表中的其他收益/（虧損）2008—2010 年的資料調整為-2000 萬元、-500 萬元和 500 萬元。
- 根據現金流測算 2008—2010 年的財務成本為 2.21、2.88 和 3.16 億元。
- 增加 2008 年公司資本開支額度，但仍未考慮天馬微電子在成都專案的投資。公司 2008—2010 年的資本開支情況調整為人民幣 20.0、11.5、9.5 億元。
- 公司下屬的三鉀矽業 2008 年中期所得稅率為 25%，儘管公司表示 2009 年後有望實行 15%的優惠稅率，但處於保守考慮 2009 年後我們仍採用 25%的稅率，公司在深圳的公司預計 2008—2010 年所得稅率分別為 18%、20%和 22%，上海天馬所得稅率為 25%，根據我們的財務模型，我們將公司 2008—2010 年總體的所得稅率上調為 26%、24%和 25%

圖表 7：重要假設資料

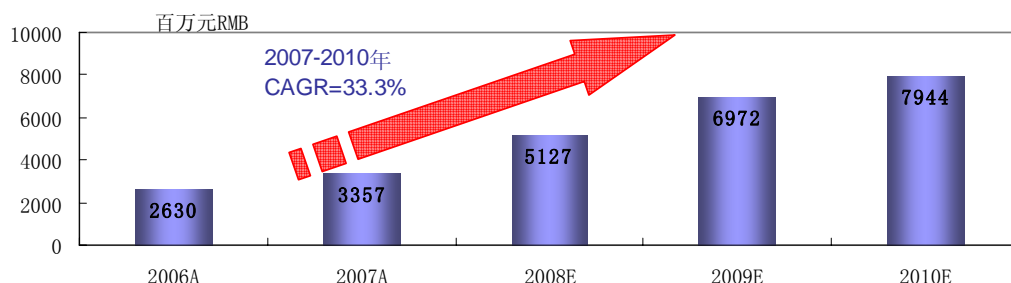
	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
鉀鹽銷量(萬噸)	—	—	24	26	29
鉀鹽銷售單價(元/噸)★	—	—	3300	3400	3300
PCB業務收入增長率	28.59%	37.50%	46.15%	26.00%	14.78%
液晶顯示器業務收入增長率★	38.30%	13.39%	12.73%	45.87%	1.41%
飛亞達手表銷售單價(元/塊)	1257	1420	1560	1680	1880
飛亞達手表標準銷量(萬塊)	10.55	10.90	11.30	11.70	12.10
亨吉利門店數	55	71	86	101	118
亨吉利收入增長率	78%	89%	60%	55%	40%
其他收益/（虧損）（百萬元）★	25	43	(20)	(5)	5
財務成本★	(59)	(94)	(221)	(288)	(316)
資本開支（人民幣百萬元）★	430	2727	2000	1150	950
有效所得稅率★	14.67%	11.50%	26.00%	24.00%	25.00%

資料來源：第一上海，注：星號為假設變更項

**銷售額：2007–2010年複合平均增長率調整為33.3%**

2007–2010年收入複合年預測公司2008–2010年的收入分別為人民幣51.27億元、69.72億元和79.44億元。收入預測調整後，2007–2010年淨利潤複合平均增長率為33.3%。

**圖表8：公司營業收入**

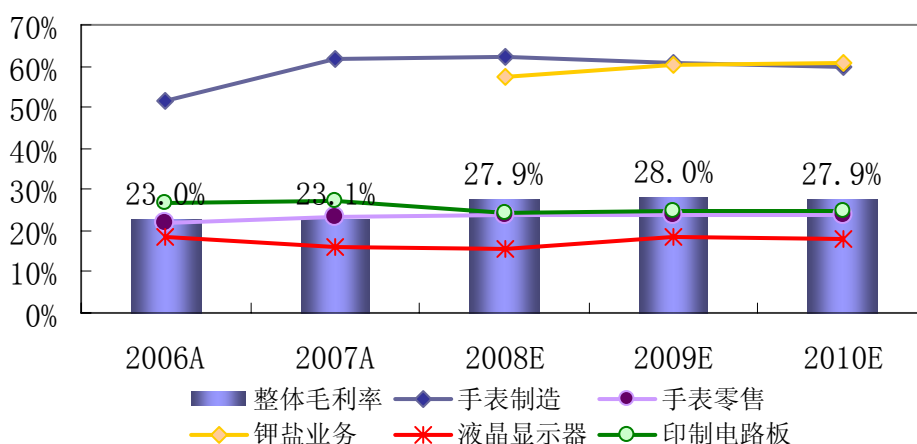


資料來源：第一上海

**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28%。由於鉀鹽業務毛利率高於預期。預測2008–2010年公司整體毛利率為27.9%、28.0%和27.9%，而同期預計鉀鹽業務的毛利率為57.6%、60.4%和60.8%。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下調為15.7%，2009年隨著上海天馬4.5代TFT–LCD達產，毛利率回升至18.4%，2010則預計下將為18%。

**圖表9：公司各業務板塊和整體毛利率**

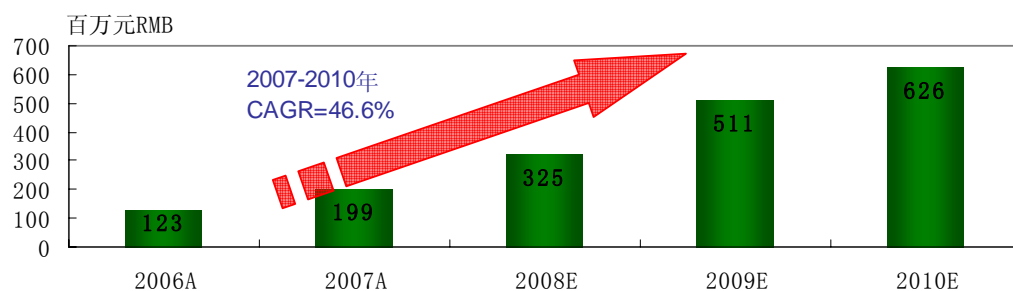


資料來源：第一上海

**淨利潤：2007–2010年複合平均增長率為46.6%**

2007–2010年淨利潤複合年預測公司2008–2010年的淨利潤分別為人民幣3.25億元、5.11億元和6.26億元。盈利預測調整後，2007–2010年淨利潤複合平均增長率為46.7%。

圖表 10：公司淨利潤



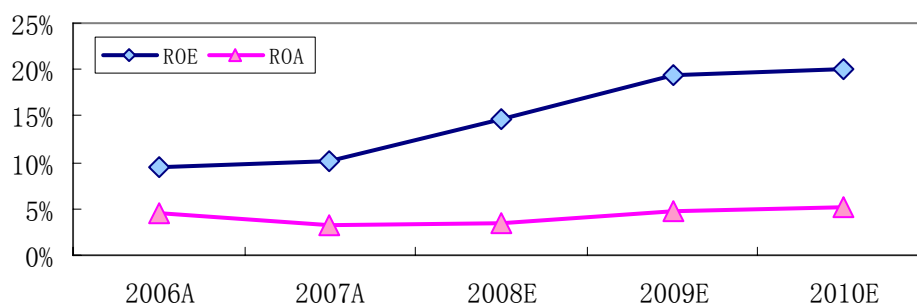
資料來源：第一上海

## 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 10.08% 提高到 14.56%、19.37% 和 19.94%，對應的 ROA 由 2007 年的 3.30% 提高到 3.58%、4.78% 和 5.23%。

圖表 11：ROE 和 ROA



資料來源：第一上海

## 估值

### 分部加總估值結果 8.20 港元

鉀鹽業務 08 年貢獻利潤  
每股人民幣 0.41 元

我們仍將公司業務劃分為三塊：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 為人民幣 0.48 元，其中鉀鹽業務帶來 EPS 為人民幣 0.41 元，手錶業務帶來的 EPS 為 0.05 億元，電子製造和其他業務帶來的 EPS 為人民幣 0.02 元。

圖表 12：分類業務對 EPS 的貢獻情況

單位：人民幣元	2008年	2009年	2010年
鉀鹽業務EPS貢獻	0.41	0.48	0.52
手表業務EPS貢獻	0.05	0.06	0.08
電子製造業及其他業務EPS貢獻	0.02	0.21	0.33
合計EPS	0.48	0.75	0.92

資料來源：第一上海

鉀鹽業務的價值為每股  
7.00 港元

由於鉀肥價格高漲，國際同類鉀鹽公司的盈利預期大幅提高，估值水準下降顯著，而國內目前鉀鹽公司 2008 年動態市盈率仍維持在 20 倍以上。考慮到兩地市場的差異，我們認為給予公司鉀鹽業務 15 倍 P/E 估值水準是合理的，據此算得鉀鹽業務的價值為 7.00 港元。

圖表 13：鉀鹽同類公司估值水準

公司名稱	股價		市盈率	
	2008-09-01	2008E	2009E	2010E
撒鉀公司	173.60	13.6	8.1	8.5
美盛	106.74	7.7	6.4	7.9
阿格里姆	84.30	8.9	6.9	7.3
平均值		10.1	7.1	7.9
盐湖鉀肥	88.12	27.9	18.4	18.7
冠農股份	31.83	64.0	10.6	6.5
中信國安	9.72	19.8	24.5	25.5
平均值		37.3	17.8	16.9

資料來源：彭博，第一上海

手錶業務的價值為每股  
0.64 港元

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，公司主要的競爭對手為新宇亨得利，同類的公司還有宜進利和東方表行，而宜進利目前的經營情況不善，新宇亨得利與公司目前合作開有亨聯達店。就 2008 年上半年來看公司手錶業務的財務和運營表現都處於行業前列，因此我們認為給予公司手錶業務 2008 年 12 倍的 P/E 估值水準是可接受的，算得公司手錶業務的價值為每股 0.64 港元。

圖表 14：手錶業務同類公司估值水準

公司名称	股价		市盈率	
	2008-09-01	2008E	2009E	2010E
新宇亨得利	2.37	11.4	8.9	7.3
宜进利	1.50	2.4	2.1	—
东方表行	2.28	4.6	4.1	—
平均值		6.1	5.0	—

資料來源：Thomson ONE, 第一上海

電子製造和其他業務的價值為每股 0.55 港元

由於投資損失虧損較大，導致公司 2008 年電子業務和其他收入的利潤大幅下滑，考慮到公司主營業務表現良好，我們採用 2008 年和 2009 年的電子製造和其他業務的 P/E 估值平均數作為估值結果。我們給予 2008 年電子製造業的市盈率為 6 倍，2009 年的市盈率為 4 倍，估值結果的平均值為 0.55 港元。

分部加總估值公司價值為每股 8.20 港元

根據以上分部估值結果，加總後算得公司價值為每股 8.20 港元，該價格相當於公司 2008 年預測盈利的 15 倍市盈率，以及 2009 年預測盈利的 9.5 倍市盈率和 2010 年預測盈利的 7.8 倍市盈率。

圖表 15：分部加總估值結果

单位：港币	估值结果	备注
钾盐业务	7.00	相当于2008年钾盐业务的15倍P/E
手表业务	0.64	相当于2008年手表业务的12倍P/E
电子制造业及其他业务	0.55	相当于2009年电子制造和其他业务的2.4倍P/E
合计	8.20	相当于2008年公司盈利的15倍P/E

資料來源：Thomson ONE, 第一上海

## 12 個月目標價為 8.20 港元，買入評級

目標價 8.94 港元

根據最新的資訊，公司 2008-2010 年 EPS 調整為人民幣 0.48 元、0.75 元和 0.92 元。考慮到我們的首發報告於 2008 年 7 月發出，相信 12 個月後公司 2009 年的業績增長預期將對股價有正面積極的影響，我們的目標價不對公司分部加總的估值結果給予折讓是可接受的，據此調降公司 12 個月目標價至 8.20 港元，目標價相當於公司 2008 年和 2009 年預測盈利的 15 倍和 9.6 倍市盈率，維持買入評級。

## 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

# 附錄 1：主要財務報表

## 損益表

人民幣百萬元，財務年度截至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	5,126.9	6,972.1	7,944.3
毛利	605.0	774.6	1,430.2	1,952.4	2,218.9
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)	(646.0)	(836.7)	(897.7)
其他收入	24.5	43.2	(20.0)	(5.0)	5.0
<b>营运收入</b>	270.0	356.4	789.2	1,135.8	1,351.2
财务开支	(58.7)	(94.1)	(221.0)	(288.0)	(316.0)
营业外收入	0.1	52.9	(5.0)	16.0	20.0
<b>税前盈利</b>	211.4	315.3	563.2	863.8	1,055.2
所得税	(31.0)	(36.2)	(146.4)	(207.3)	(263.8)
少数股东应占利润	(57.3)	(80.2)	(92.0)	(145.0)	(165.0)
<b>净利润</b>	123.1	198.8	324.8	511.5	626.4
折旧及摊销	(131.1)	(137.4)	(346.9)	(422.0)	(485.7)
<b>EBITDA</b>	401.1	493.8	1,136.0	1,557.7	1,836.9
<b>增长</b>					
总收入 (%)	33.4%	27.7%	52.7%	36.0%	13.9%
EBITDA (%)	-	23.1%	130.1%	37.1%	17.9%
每股收益 (%)	628.8%	62.5%	53.0%	57.5%	22.5%

## 资产负债表

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
现金	740.9	1,286.6	982.4	1,202.4	1,370.1
应收账款	862.7	1,075.5	1,481.8	1,979.0	2,249.6
存货	615.6	829.8	1,012.8	1,375.3	1,568.6
其他流动资产	65.2	74.0	74.0	74.0	74.0
<b>总流动资产</b>	2,284.4	3,266.0	3,551.1	4,630.7	5,262.3
<b>固定资产</b>	1,206.1	3,411.9	4,599.5	5,311.6	5,759.0
投资性资产	472.5	1,002.0	1,944.9	2,166.0	2,393.8
其他固定资产	93.1	769.7	1,560.1	1,629.1	1,706.1
<b>总资产</b>	4,056.1	8,449.6	11,655.6	13,737.4	15,121.1
短期负债					
应付帐款	758.1	956.6	1,416.3	1,814.1	2,038.4
短期银行贷款	938.5	1,780.2	3,037.5	4,201.0	4,733.8
其他短期负债	14.5	14.5	14.4	14.3	14.2
<b>总短期负债</b>	1,711.1	2,751.3	4,468.2	6,029.3	6,786.4
长期银行贷款	10.0	1,945.6	2,945.6	2,945.6	2,945.6
其他负债	39.7	52.9	217.9	227.9	237.9
<b>总负债</b>	1,760.8	4,749.9	7,631.7	9,202.9	9,970.0
少数股东权益	997.9	1,728.2	1,792.6	1,894.1	2,009.6
<b>股东权益</b>	1,297.4	1,971.4	2,231.2	2,640.4	3,141.5
每股账面值(元)	2.0	3.1	3.3	3.9	4.6
营运资金	573.2	514.6	(917.2)	(1,398.7)	(1,524.2)

資料來源：公司資料、第一上海預測

## 财务分析

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	23.0%	23.1%	27.9%	28.0%	27.9%
EBITDA 利率 (%)	15.3%	14.7%	22.2%	22.3%	23.1%
净利率 (%)	4.7%	5.9%	6.3%	7.3%	7.9%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	14.0%	14.5%	12.6%	12.0%	11.3%
实际税率 (%)	14.7%	11.5%	26.0%	24.0%	25.0%
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	139.8	131.9	130.0
应收账款天数	119.7	116.9	105.5	103.6	103.4
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	1.4	2.4	3.4	3.5	3.2
收入/总资产	0.65	0.40	0.44	0.51	0.53
总资产/股本	3.13	4.29	5.22	5.20	4.81
盈利对利息倍数	4.6	3.8	3.6	3.9	4.3

## 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
<b>EBITDA</b>	401.1	493.8	1,136.0	1,557.7	1,836.9
融资成本	58.7	94.1	221.0	288.0	316.0
营运资金变化	(169.9)	(771.7)	(603.9)	(1054.8)	(893.4)
所得税	(31.0)	(36.2)	(146.4)	(207.3)	(263.8)
<b>营运现金流</b>	259.0	(220.1)	606.7	583.6	995.7
资本开支	(429.7)	(2727.0)	(2000.0)	(1150.0)	(950.0)
其他投资活动	(22.2)	(189.8)	(854.6)	56.7	79.9
<b>投资活动现金流</b>	(451.9)	(2916.8)	(2854.6)	(1093.3)	(870.1)
负债变化	613.4	935.7	2257.3	1163.5	532.8
股本变化	(14.2)	196.7	0.0	0.0	0.0
股息	(42.4)	(38.2)	(65.0)	(102.3)	(125.3)
其他融资活动	103.2	2785.0	(248.6)	(331.5)	(365.5)
<b>融资活动现金流</b>	674.2	3682.6	1943.7	729.7	42.0
<b>现金变化</b>	481.3	545.7	(304.2)	220.0	167.7
期初持有现金	259.6	740.9	1,286.6	982.4	1,202.4
期末持有现金	740.9	1,286.6	982.4	1,202.4	1,370.1

### 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，並非作為或被視為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為可靠，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。