

買入

2006年11月29日

非一般口味，非一般增長潛力

- 中國方便麵及飲料市場增長強勁：**受惠於中國龐大人口及快速的經濟增長支持，中國方便麵及軟飲料市場多年來一直保持強勁增長。於 01-05 年期間之複合年增長率分別達 22% 及 21%。我們預期隨著農村消費增長帶動，國內方便麵及軟飲料行業仍將維持目前高增長水平。
- 憑藉品牌優勢不斷提升旗下產品市佔率：**多年來康師傅兩大主打產品 - 方便麵及包裝茶飲料的市佔率不斷提升。根據 AC Nielsen 於 9 月份的調查顯示，集團方便麵及包裝茶飲料產品的市佔率分別較去年同期上升 0.5 及 4.7 個百分點至 41.4% 及 50.0%。我們認為憑藉康師傅的市場領導地位及品牌優勢，集團可望透過擴大產品類別進一步提升其市佔率令盈利持續增長。
- 人民消費能力提升：**隨著中國經濟起飛、國家政策支援下，人民可支配收入比例不斷提高，令消費能力加強。我們認為中國政府對內地消費市場發展的支援長遠將有利零售及消費品行業發展及增長。
- 預測 05-08 年間每股盈利複合增長 26.7%：**我們認為公司未來盈利將受惠於行業持續擴張及集團市場佔有率提高而持續上升，預期集團盈利於 2005-2008 年間的複合增長率為 26.7%，2008 年度預測淨利潤將達 2.51 億美元。
- 目標價 7.50 港元，評級買入：**我們預測集團於 06 及 07 年度的每股盈利分別為 2.9 美仙及 3.6 美仙。根據自由現金流折算法計算，我們給予康師傅的目標價為 7.5 港元，相當於 06 及 07 年度預測市盈率約 33.1 倍及 26.8 倍。目標價與現價比較約有 14.0% 的上升空間，我們給予康師傅控股的評級為買入。

余家豪

852-25321576

leo.yu@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	消費品(食品飲料)
股價	6.58 港元
目標價	7.50 港元 (+14.0%)
股票代碼	322
已發行股本	55.89 億股
市值	367.7 億港元
52 周低/高	2.83 — 7.19 港元
每股淨現值	1.24 港元
主要股東	頂新控股(33.2%) 三洋食品(33.2%)

匯率：美元 = 7.777 港元

表 1：盈利摘要

截止12月31日財政年度	2004實際	2005實際	2006預測	2007預測	2008預測
收入(百萬美元)	1,467	1,846	2,359	2,846	3,552
變動(%)		26	28	21	25
淨利潤(百萬美元)	286	124	152	196	251
每股攤薄收益(美仙)	5.13	2.21	2.73	3.51	4.50
變動(%)		-57	23	29	28
市盈率@6.58港元(倍)	16.5	38.3	31.0	24.1	18.8
每股派息(美仙)	5.13	2.21	2.73	3.51	4.50
息率(%)	6.06	2.61	3.22	4.14	5.32

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


來源：彭博

全球最大方便麵消費國

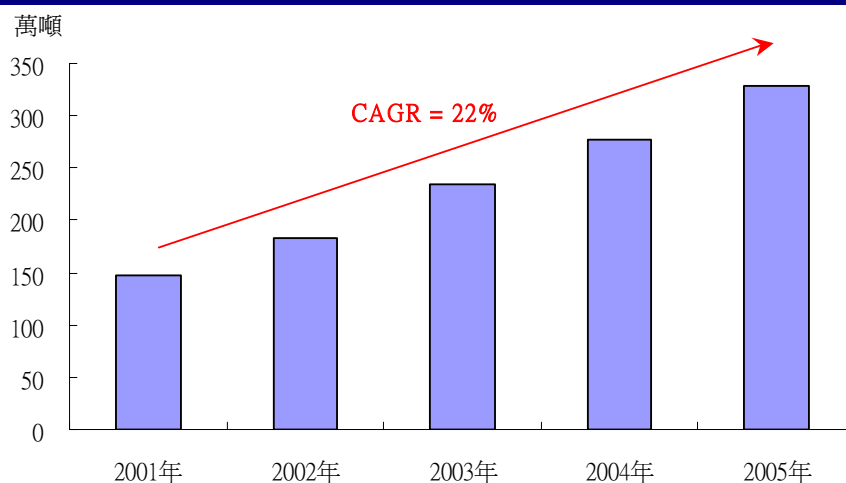
預期國內人均方便麵消費量仍有上升空間

根據中國食品工業協會的統計資料顯示，中國於 2005 年首度成為全球最大的方便麵消費國，創下年消費 460 億包的紀錄(相當於全球總消費量 51%)。而 2005 年國內人均消費量約為 21 包，與亞洲其他國家相比如日本的 80 包、南韓的 50 包及台灣的 30 包，其數字仍屬偏低，我們預期未來仍有一定上升空間。

產量複合年增長率達 22%

根據中國食品工業年鑒的資料顯示，中國方便麵產量多年來一直保持強勁增長，從 2001 年 148 萬噸增至 2005 年 328 萬噸，期內年複合年增長率為 22%。我們預期隨著農村消費增長帶動，國內方便麵市場仍將維持目前高增長水平。

圖 1：中國方便麵產量於 2001-2005 年度的增長情況



資料來源：2001-2005 年度中國食品工業年鑒

低、中價袋麵為方便麵業未來增長重點

目前國內一線城市的方便麵市場主要由康師傅及統一兩大台資廠商所壟斷。根據 AC Nielsen 在 2006 年 9 月的市場調查顯示，兩者共佔約 55% 市場份額，而目前市面產品主要以中、高價袋麵及容器麵為主。至於國內二、三線城鎮及農村的方便麵市場，目前仍高度分散，出售產品則以低、中價袋麵為主。由於低、中價袋麵目前佔全國方便麵市場超過 70% 的份額，加上隨著農村市民近年收入及消費能力不斷提高，因此我們預期低、中價袋麵未來將是方便麵業的增長重點。

表 2：中國方便麵於 2005-2006 年度市場份額分佈情況

	市場佔有率			
	以銷售額計		以銷售量計	
	05年9月	06年9月	05年9月	06年9月
康師傅 (322 HK)	40.9%	41.4%	29.5%	30.3%
統一	13.6%	13.6%	12.7%	13.4%
華龍	14.6%	13.0%	17.0%	15.3%

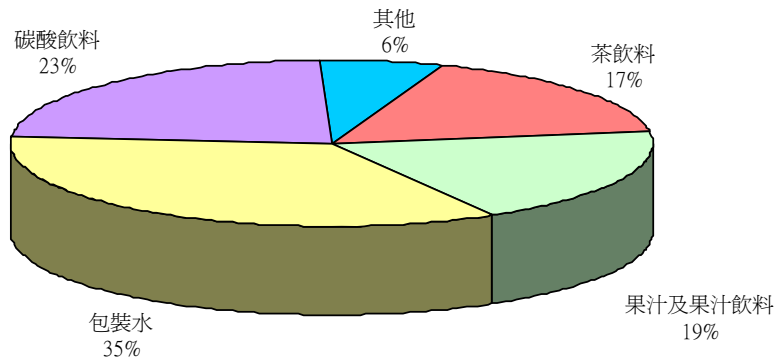
資料來源：AC Nielsen

軟飲料市場分析

產量複合年增長率達 21.2%

近年中國軟飲料工業持續高速發展，根據中國食品工業年鑒的資料顯示，全國軟飲料總產量由 2001 年的 1,350 萬噸增至 2005 年的 2,910 萬噸，期內年複合年增長率達 21.2%。從產品分類來看，以包裝水所佔比重為最高，其於 2005 年佔軟飲料總產量約 34.9%，其次為碳酸飲料，約佔 22.8%。

圖 2：中國軟飲料產品於 2005 年市場分佈情況

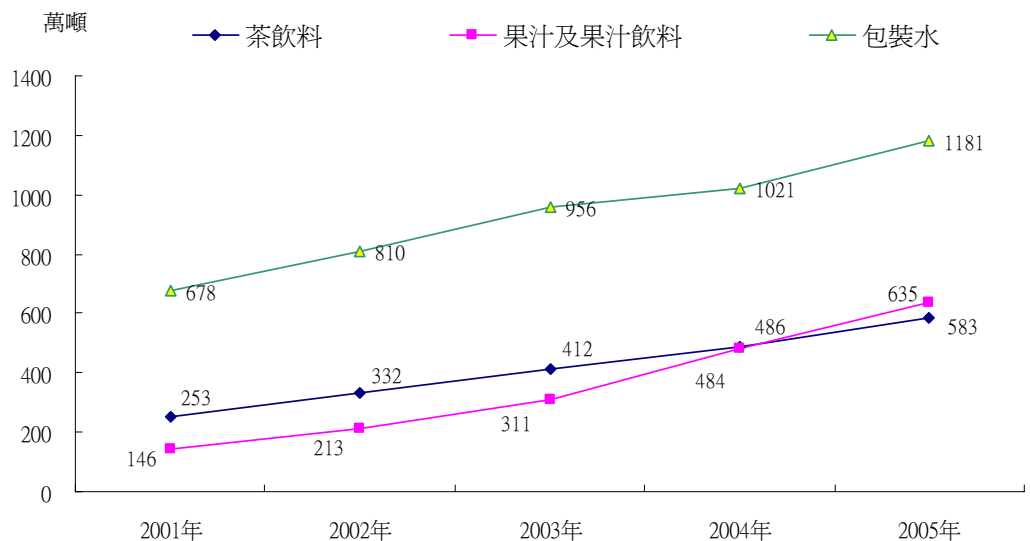


資料來源：中國食品工業協會

預期果汁及茶飲料將維持高增長水平

從個別產品增長來看，果汁及果汁飲料是各飲料產品中增長最快的，其產量由 2001 年的 146 萬噸增至 2005 年的 635 萬噸，期內複合年增長率達 44.4%。其次為茶飲料產品，期內複合年增長率亦達 23.2%。兩者增幅均較產量最大的包裝水高，我們認為隨著消費者對產品質量及口味水平要求提高，果汁及果汁飲料和茶飲料產品將維持現時高增長水平。

圖 3：中國各飲料產品於 2001 年至 2005 年間的增長情況



資料來源：2001-2005 年度中國食品工業年鑒、中國食品工業協會

三大飲料商市場份額持續提高

我們從 AC Nielsen 在 2006 年 9 月的市場調查發現各大飲料產品中，三大製造商的市場份額持續增加，反映市場領導者於業內具營運優勢。目前三大國內包裝茶生產商分別為：康師傅、統一和娃哈哈。於稀釋果汁飲料市場中，三大生產商分別為：統一、可口可樂及康師傅。

表 3：中國包裝茶飲料於 2005-2006 年度市場份額分佈情況

	市場佔有率			
	以銷售額計		以銷售量計	
	05年9月	06年9月	05年9月	06年9月
康師傅 (322 HK)	45.3%	50.0%	46.2%	50.4%
統一	27.5%	24.5%	27.3%	24.7%
娃哈哈	11.5%	11.0%	11.3%	10.5%

資料來源：AC Nielsen

表 4：中國稀釋果汁飲料於 2005-2006 年度市場份額分佈情況

	市場佔有率			
	以銷售額計		以銷售量計	
	05年9月	06年9月	05年9月	06年9月
統一	29.0%	29.0%	30.4%	30.7%
可口可樂	21.0%	23.6%	18.8%	20.4%
康師傅 (322 HK)	17.7%	15.9%	18.2%	16.7%

資料來源：AC Nielsen

表 5：中國包裝水於 2005-2006 年度市場份額分佈情況

	市場佔有率			
	以銷售額計		以銷售量計	
	05年9月	06年9月	05年9月	06年9月
娃哈哈	20.1%	15.9%	18.7%	14.5%
康師傅 (322 HK)	6.6%	12.4%	6.2%	12.7%
農夫山泉	10.8%	10.7%	10.3%	10.2%

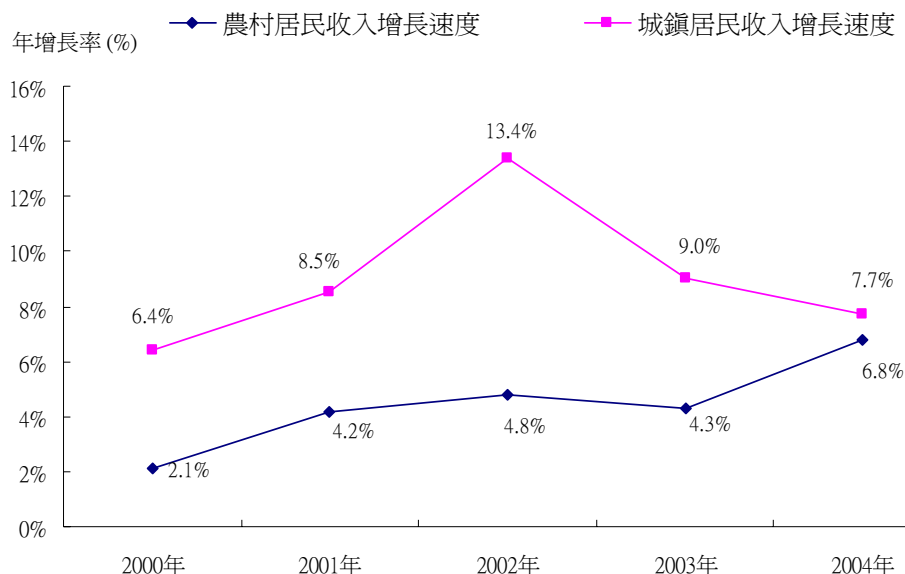
資料來源：AC Nielsen

人民收入提高帶動消費增長

國家政策有利消費市場發展

隨著中國經濟起飛，中國國民可支配收入穩步上揚，近年中國不斷改善農村地區經濟，農民收入年增長率正逐步追近城鎮居民的收入年增長水平，我們預期農民收入增長將可拉動國內中西部地區的經濟發展。此外，在國家政策支援下，如農業稅務轉免及個人免稅額提升等均令人民可支配收入比例不斷提高，令消費能力加強。我們認為中國政府對內地消費市場發展的支援長遠將有利零售及消費品行業發展及增長。

圖 4：中國城鄉居民可支配收入增長情況



資料來源：2004年中國居民收入分配總體狀況

業內競爭激烈，預料新一輪整合潮將爆發

根據中國食品工業年鑒資料顯示，目前國內方便麵及軟飲料製造商的虧損比例仍處較高水平，加上近年原材料價格不斷上升令業內營運成本大幅增加，造成規模較小企業的營運空間日漸減少。因此我們預期未來行業整合速度將持續加快，而市場領導者擁有較佳的規模效益可望從中佔優。

表 6：中國方便麵及軟飲料業的營運情況

	方便麵製造業			軟飲料製造業		
	企業總數	虧損企業數	虧損比例	企業總數	虧損企業數	虧損比例
2003年	583	131	22.5%	904	214	23.7%
2004年	722	166	23.0%	983	292	29.7%

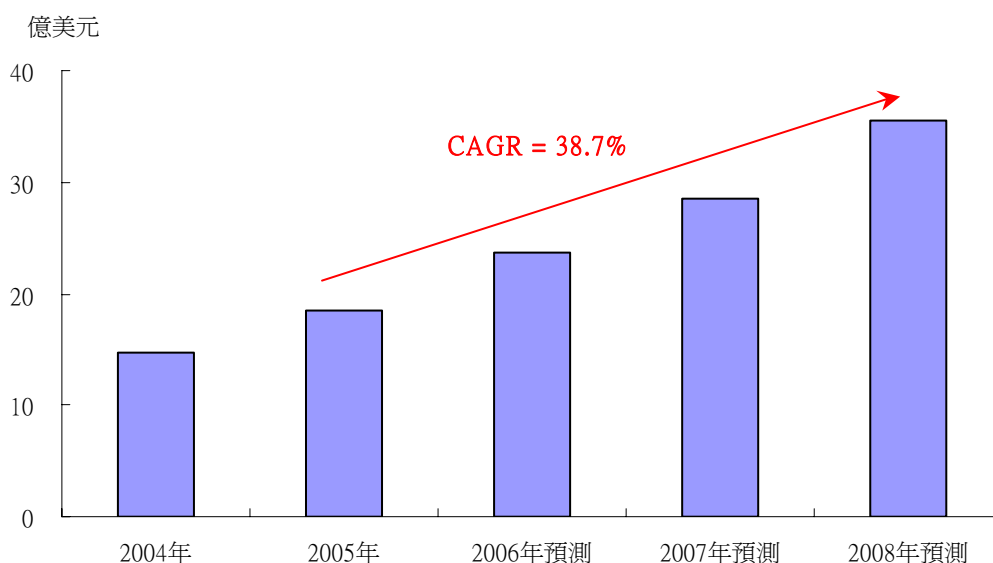
資料來源：2005年度中國食品工業年鑒

業務分析

預期營業額 05-08 年間複合年增長率達 38.7% 康師傅控股主要從事生產方便麵、飲料及餅乾類產品業務，旗下產品種類超過 100 種，主要透過『康師傅』、『福滿多』及『鮮の毎日 C』等品牌銷售。目前方便麵及飲料業務為集團兩大主要業務，合共約佔整體營業額 90%。

集團早前亦與兩大日本飲料製造商建立合作夥伴關係以加大對國內飲料業務發展，我們預期飲料業務的比重將持續提升，預期將由 2005 年的 38.1% 增至 2008 年的 59.8%。而我們預期集團營業額於 2008 年將增至 35.52 億美元，05-08 年間複合年增長率為 38.7%。

圖 5：2004-2008 年度康師傅營業額增長情況



資料來源：公司資料、第一上海估計

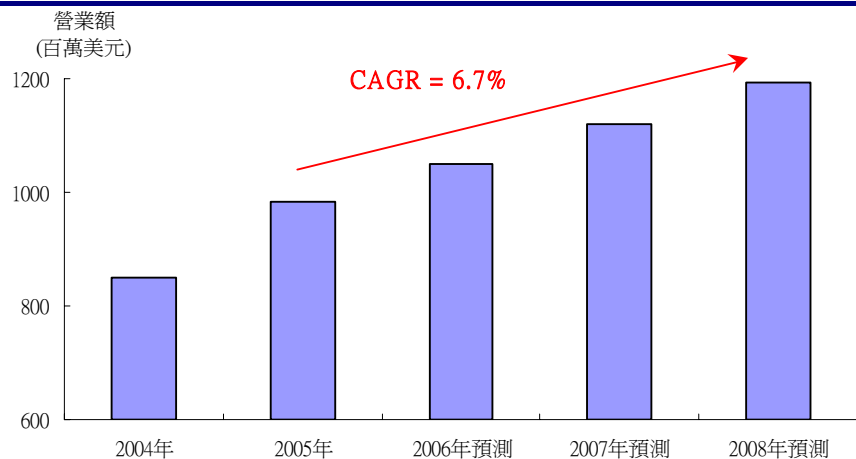
方便麵業務

高價麵目前仍為方便麵業務之主要收入來源

從產品售價來看，集團生產的方便麵主要分為三類，分別為售價超過兩元人民幣的容器麵及高價袋麵、售價介乎一元至兩元人民幣的中價袋麵和售價低於一元人民幣的低價袋麵。中、高價麵主要以『康師傅』品牌於沿海地區等一線城市作銷售，而低價麵則以『福滿多』品牌於國內中、西部二、三線城市及農村作銷售。目前中、高價麵為集團方便麵業務之主要收入來源，合共約佔方便麵業務總銷售之 75%。

根據 AC Nielsen 9 月份最新的數據顯示，集團容器麵及高價袋麵產品於國內的市佔率分別達 65% 及 59%。以銷售額計，集團總體方面麵的市佔率約為 41%。雖然集團以二、三線城鎮及農村作銷售對象的低檔麵銷售受業務重組影響而持續下跌，但由於其佔總體業務比重為低，因此我們認為對集團盈利之影響不大。我們預期康師傅方便麵業務於 05-08 年間的年複合增長率仍能達 6.7%。

圖 6：康師傅方便麵業務之營業額增長情況



資料來源：公司資料、第一上海估計

飲料業務

飲料業務將為集團未來盈利增長亮點

集團飲料業務近年一直保持強勁增長，2005年銷售金額更較2004年大幅上升46.3%至7.0億美元，成為集團盈利增長之主要來源。我們預期其營業額今年將超越方便麵業務而成為集團第一大業務，預測於05-08年間之複合年增長率將達44.6%。

旗下產品主要可分為包裝茶飲料、稀釋果汁飲料及包裝水等。根據AC Nielsen 9月份最新調查顯示，集團包裝茶飲料於國內的市佔率達50%、稀釋果汁飲料市佔率為15.9%、而包裝水則達12.4%。目前包裝茶飲料為集團飲料業務之主要收入來源，約佔飲料業務總銷售之63%，而稀釋果汁飲料及包裝水則分別各佔16%和21%。集團目前共有106條飲料生產線，而未來將計劃增加43條生產線以應付市場需求。

表 7：康師傅飲料產品分類

類別	個別產品
包裝茶飲料	冰紅茶、冰綠茶、大麥香茶、茉莉清茶等
稀釋果汁	鮮の每日C、實粒派、果汁甜蜜一族等
包裝水	礦物質水、天然優質礦泉水

資料來源：公司資料

糕餅業務

國內第二大夾心餅生產商

糕餅業務佔集團整體營業額約5%，目前集團共有17條糕餅生產線，主要分佈於天津、杭州及廣州。主要產品包括『3+2』夾心餅、美味酥、米餅、蛋酥卷及妙芙蛋糕、五谷珍寶等。根據AC Nielsen 9月份最新調查顯示，集團為國內第二大夾心餅生產商，以銷售額計的市場佔有率達24.5%，僅次於全球最大食品生商品卡夫的25.4%。我們預期集團糕餅業務將繼續保持平穩增長，預測其糕餅業務於05-08年間的年複合增長率為3.8%。

冷藏業務

預測冷藏業務 05-08 年間複合年增長率達 24.6% 冷藏業務佔集團整體營業額約 4%，主要產品包括優乳酪、100%鮮果汁、乳酸菌飲料及咖啡等。根據 AC Nielsen 9 月份最新調查顯示，集團為上海地區最大的純鮮果汁生製商及第二大的優乳酪生產商，其市場佔有率分別為 48%及 18%。隨著國內乳製品市場的快速發展，我們預期集團未來將加大對優乳酪及乳酸菌飲料的發展，預測冷藏業務於 05-08 年間複合年增長率將達 24.6%。

縱向整合改善營運情況

集團透過縱向整合以減低生產成本，目前集團方便麵所需的調味料、脫水配料、包裝物料以及飲料業務的包裝瓶等均由集團旗下附屬公司生產。這樣除了有助降低整體生產成本外，還可確保產品原料的穩定性，避免因原料供應緊張對業務運作造成影響。

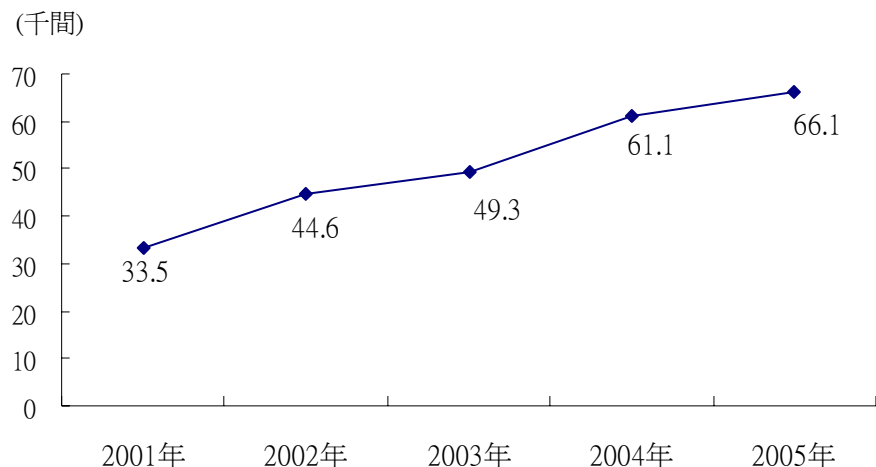
引入外資管理經驗、提高集團競爭力

集團於 2004 年與日本兩大軟性飲料製造商伊藤忠及朝日組成策略聯盟伙伴，在國內經營飲品業務。我們認為外資企業多年累積之管理及營運經驗將有助集團提高產品之生產和研發能力以及成本控制等管理經驗。此外再加上集團在方便麵及飲料市場的領導地位，長遠將有助集團未來的擴展。

廣大完善之銷售網絡

集團目前約 80%銷售均來自直營零售商。多年來集團致力擴大銷售網絡以配合國內整體業務發展，其直營零售商數目由 2001 年 3.3 萬家增至 2005 年底的 6.6 萬家，我們認為完善的銷售網絡將有助新產品迅速推廣及確保產品供應的穩定性。

圖 7：康師傅直營零售商概況



資料來源：公司資料

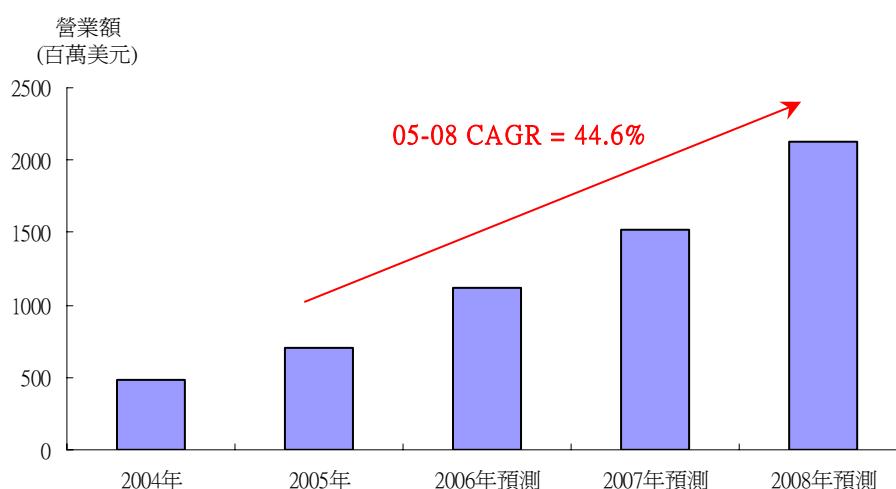
盈利增長動力

飲料業務為未來盈利增長重點

計劃增加 43 條飲料生產線而應付需求

我們認為集團未來盈利增長主要以飲料業務所帶動，預測其 05-08 年間之複合年增長率達 44.6%。集團近年推出的包裝飲用水的市場佔有率(按銷售額計)較去年大幅增長 5.8 個百分點至 12.4%，管理層亦預期其市場佔有率將持續提升，並可望於明年超越主要競爭對手娃哈哈成為包裝水產品的市場領導者。此外，集團亦計劃明年增加 43 條飲料生產線而應付市場需求，預期於明年夏季的銷售旺季時可望推動集團盈利增長。

圖 8：康師傅飲料業務於 04 至 08 年增長情況



資料來源：公司資料、第一上海估計

農村方便麵市場發展潛力大

加大對中、西部地區投入以發展低檔方便麵市場

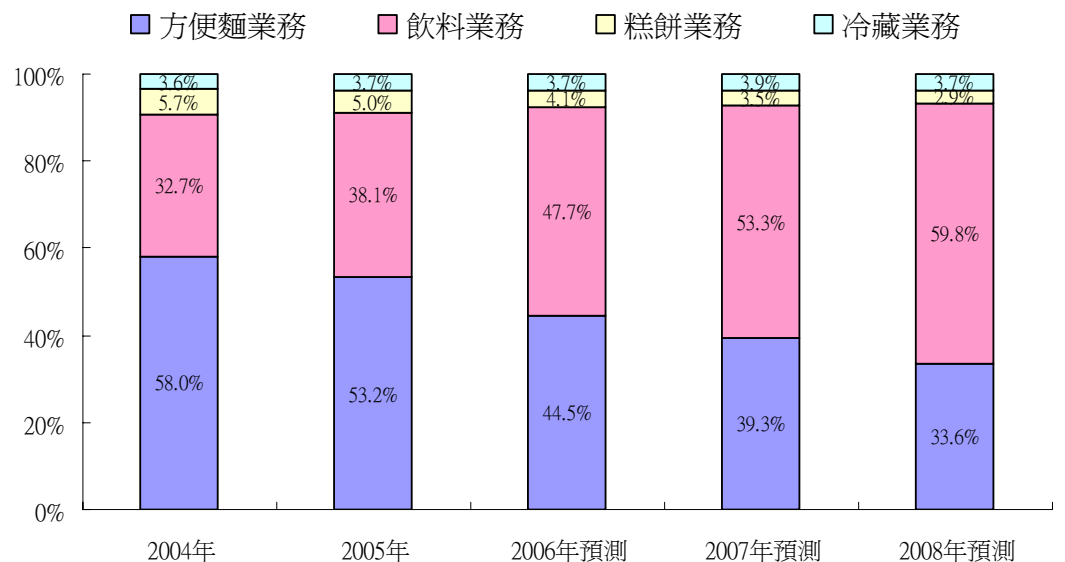
雖然目前國內城市方便麵市場主要被康師傅及統一兩大台資廠商所壟斷，但農村市場目前仍處於高度分散局面，其市場地區性小型企業所主導。我們認為出現上述情況主要與方便麵產品的特性有關。方便麵產品易脆，不利長途運輸，加上其產業屬高投入、低產出的行業，因此跨區供應將令運輸成本大大提高，大大減低外地產品在當地的競爭力。加上農村居民對產品價格的敏感度較高，因此成本控制成為企業能否打進農村市場的關鍵。

有見及此，康師傅從 2005 年中便開始加大對農村市場的投入，以『福滿多』品牌開拓農村低檔麵市場，並分別於淮安、瀏陽、南陽及唐山等地增建低檔麵生產基地以配合中西部地區的開拓，管理層預期整個低檔麵市場發展佈局約需兩年時間。雖然近幾季集團方便麵業務受『福滿多』低檔麵業務整合令其銷售未能達至預期目標，但我們預期上述情況可望於 2007 年中出現改善。我們相信廣大的農村市場將有助推動集團方便麵業務的未來發展。

毛利率受惠產品組合調整而持續改善

近年來集團整體毛利情況持續改善，毛利率由 2004 年的 27.6% 升至 2005 年的 31.3%，主要因擁有較高毛利率的飲料業務銷售比重增加所致，其佔總體銷售比重由 2004 年的 32.7% 增至 38.1%。我們預測其比重於 2008 年將可望進一步升至 59.8%，預期整體毛利率於 2008 年約升至 34% 的水平。

圖 9：康師傅各類業務之分佈情況



資料來源：公司資料、第一上海估計

原材料價格從高位回落有利改善營運環境

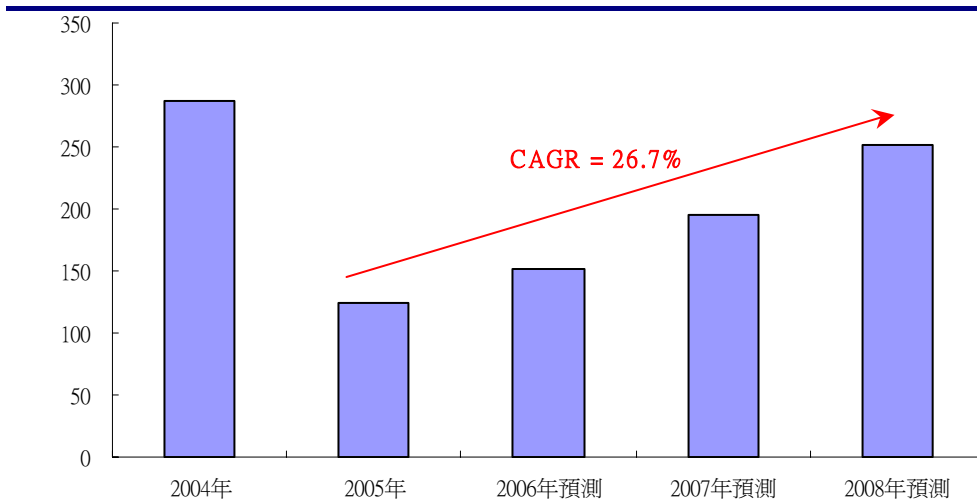
雖然近年原材料價格如白糖及膠料價格高企令集團生產成本大增及毛利受壓。但我們認為隨著近期原油及白糖價格分別從高位大幅回落約 20% 及 40%，集團的經營情況可望於今年第 4 季度開始獲得改善。

財務分析

預測飲料業務將帶動集團 05-08 年純利複合年增長率達 26.7%

康師傅 2005 年純利較 2004 年下跌 57% 至 1.24 億美元，主要受去年出售附屬公司部份權益令 2004 年純利基數大增所致。而期內銷售額則較去年上升 25.8% 至 18.5 億美元。我們認為集團未來盈利增長主要由飲料業務所帶動，預測集團純利於 05 年至 08 年間之複合年增長率達 26.7%。

圖 10：2004-2008 年度康師傅純利增長情況



資料來源：公司資料、第一上海估計

成本控制得宜

集團 2005 年分銷成本對營業額比例較 2004 年同期下跌 2.5 個百分點至 18.3%，而行政及其他營運費用開支對營業額比例則由 2004 年同期下跌 2 個百分點至 4.2%，這反映集團在成本控制上的優勢。而財務費用亦因集團利用去年出售附屬公司部份權益所得資金償還大部份債項而大幅降低 42.2% 至 8.6 萬美元。

在營運數據方面，集團於 2005 年度的應收帳款回收天數及庫存周轉天數均較去年同期回落。而經營業務所得現金流於 2005 年間較去年同期大幅上升 2.6 倍至 3.1 億美元，手頭現金亦較去年增加 20.7% 至 1.52 億美元，反映集團財務穩健及現金充裕。

未來有效稅率介乎 9.4% 至 10% 水平

康師傅之有效稅率由 2004 年的 2.9% 大幅升至 2005 年的 9.3%，主要由於康師傅擯股主要附屬子公司之稅務優惠期已於 2004 年屆滿所致，我們預期集團未來三年之有效稅率將保持平穩，約介乎於 9.4% 至 10% 的水平。

表 8：康師傅主要財務資料

	2004	2005	2006預測	2007預測	2008預測
盈利能力					
毛利率	27.6%	31.3%	32.3%	33.4%	34.3%
經營利潤率	20.3%	9.8%	9.8%	10.6%	11.0%
純利率	19.5%	6.7%	6.5%	6.9%	7.1%
成本比率					
分銷成本對營業額	20.8%	18.3%	19.0%	19.2%	19.5%
行政費用對營業額	6.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.3%
有效稅率	2.9%	9.3%	9.4%	9.5%	10.0%

資料來源：公司資料、第一上海估計

估值比較

自由現金流折算法

目價價 7.50 港元

根據我們對康師傅控股未來 5 年的自由現金流預測、加權平均資本成本 (WACC) 10.62% 及最終增長率 3%，我們以自由現金流折算法對康師傅控股作出價值評估，給予康師傅業合理估值約為每股 7.50 港元。

表 9：康師傅於 2006 年至 2010 年間的自由現金流預測

百萬美元	2006年 預測	2007年 預測	2008年 預測	2009年 預測	2010年 預測
經營溢利 x (1-稅率)	210	273	352	429	524
折舊	97	111	124	137	150
營運資金變動	10	38	20	22	24
資本開支	(210)	(200)	(200)	(200)	(200)
抵銷稅務效果之利息支出	7	8	6	3	1
自由現金流	114	230	301	391	499
現值 (06年)	114.2	207.8	246.1	288.9	332.9

資料來源：第一上海估計

12 個月目標價 7.50 港元，評級為買入

12 個月目標價距離現價
有 14% 上升空間

我們預測集團 06 及 07 年度每股盈利分別為 2.7 美仙及 3.5 美仙。根據自由現金流折算法計算，我們給予康師傅目標價為 7.5 港元，相當於 06 及 07 年預測市盈率約 35.4 倍及 27.5 倍。目標價與現價比較約有 14.0% 的上升空間，我們給予康師傅控股的評級為買入。

表 10：康師傅估值比較 (以 11 月 29 日收市價計算)

	2006年度預測P/E (倍)	2007年度預測P/E (倍)
中國飲料、食品製造商		
王朝酒業 (828 HK)	20.9	17.4
蒙牛乳業 (2319 HK)	37.9	31.6
青島啤酒 (168 HK)	33.3	29.9
雙滙發展 (000895 CH)	36.1	30.2
中國雨潤食品 (1068 HK)	21.5	19.5
伊利 (600887 CH)	28.1	23.9
平均	29.6	25.4
康師傅 (322 HK)	31.3	24.2

資料來源：彭博、第一上海估計

主要風險

業內競爭加劇

近年來國食品及飲料製造商爭相發動減價促銷運動以擴大旗下產品的市場份額，導致產品售價不斷回落、銷售費用比例不斷提高，令企業營運環境惡化。此外，佔集團盈利比重甚高的茶飲料業務近年亦受外資如可口可樂及百事等爭相進入市場而令競爭日趨激烈。

原材料價格波動

原材料如白糖、PET 包裝膠料等價格近年大幅上漲，令企業生產成本不斷上升。目前，白糖及 PET 包裝膠料分別約佔集團飲料業務生產成本約 50%及 10%，國內糖價及 PET 膠料過去一年分別大幅上升超過 50%及 10%令集團飲料業務的毛利持續受壓。如未來此等原材料價格持續攀升，集團盈利將受到嚴重影響。

客戶忠誠度低

目前中國消費者選購貨品時對價格的敏感度仍大，加上價格戰仍為企業搶奪市場份額所採取的主要方法。因此造成產品價格仍為消費者選購貨品時主要考慮因素，令客戶對品牌忠誠度偏低。

產品質素監控

隨著生活質素提高，市民對食品衛生要求亦日趨嚴謹。倘若集團因監管不善造成產品質量出現問題，這將對集團品牌構成負面影響，令客戶群流失及市場佔有率下降，嚴重影響其盈利能力。

主要財務報表

損益表

<百万美元>, 财务年度截至<十二月>

	2004年 实际	2005年 实际	2006年 预测	2007年 预测	2008年 预测
收入	1,467	1,846	2,359	2,846	3,552
毛利	405	578	761	950	1,216
其他业务收入	304	26	26	26	26
销售及管理费用	(397)	(415)	(547)	(666)	(845)
其他收入	0	0	0	0	0
营运收入	312	189	240	310	397
财务开支	(15)	(9)	(8)	(9)	(6)
联营公司	(1)	8	8	8	8
税前盈利	296	188	240	309	399
所得税	(9)	(17)	(23)	(29)	(40)
少数股东应占利润	(1)	(47)	(65)	(84)	(108)
净利润	286	124	152	196	251
折旧及摊销	90	98	100	114	127
EBITDA	402	287	340	424	524
增长					
总收入 (%)	不适用	25.8%	27.8%	20.6%	24.8%
EBITDA (%)	不适用	-28.5%	18.2%	24.9%	23.6%

资产负债表

<百万美元>, 财务年度截至<十二月>

	2004年 实际	2005年 实际	2006年 预测	2007年 预测	2008年 预测
现金	126	152	144	269	461
应收账款	71	85	116	133	175
存货	97	102	127	145	186
其他流动资产	84	79	105	120	155
总流动资产	378	418	492	667	976
固定资产	880	991	1,105	1,194	1,270
无形资产	0	15	13	11	8
长期投资	144	125	124	124	124
总资产	1,402	1,549	1,734	1,996	2,379
应付帐款	188	206	263	312	384
短期银行贷款	187	120	120	60	50
其他短期负债	106	159	191	228	293
总短期负债	481	485	573	599	727
长期银行贷款	14	33	44	44	0
其他负债	22	21	23	26	27
总负债	517	539	641	669	754
少数股东权益	87	138	139	152	187
股东权益	798	872	955	1,174	1,438
每股账面值	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
营运资金	(138)	(121)	(148)	(2)	223

财务分析

	2004年 实际	2005年 实际	2006年 预测	2007年 预测	2008年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	27.6%	31.3%	32.3%	33.4%	34.3%
EBITDA 利率 (%)	27.4%	15.6%	14.4%	14.9%	14.8%
净利率 (%)	19.5%	6.7%	6.5%	6.9%	7.1%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	27.0%	22.5%	23.2%	23.4%	23.8%
实际税率 (%)	2.9%	9.3%	9.4%	9.5%	10.0%
股息支付率 (%)	23.9%	114.5%	35.7%	35.7%	0.0%
库存周转	33	29	29	28	29
应付账款天数	65	59	60	60	60
应收账款天数	18	17	18	17	18
财务状况					
净负债/股本	0.25	0.17	0.17	0.09	0.03
收入/总资产	1.0	1.2	1.4	1.4	1.5
总资产/股本	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7
盈利对利息倍数	21.0	22.0	31.4	34.3	63.6

现金流量表

<百万美元>, 财务年度截至<十二月>

	2004年 实际	2005年 实际	2006年 预测	2007年 预测	2008年 预测
EBITDA	402	287	340	424	524
融资成本	15	9	8	9	6
营运资金变化	15	39	10	38	20
所得税	(7)	(15)	(18)	(24)	(32)
其他营运活动	(305)	(9)	(9)	(12)	(13)
营运现金流	119	310	330	436	506
资本开支	(135)	(189)	(210)	(200)	(200)
其他投资活动	343	21	5	5	11
投资活动现金流	208	(169)	(205)	(195)	(189)
负债变化	(230)	(49)	12	(60)	(54)
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(64)	(68)	(141)	(54)	(70)
其他融资活动	0	6	0	0	0
融资活动现金流	(294)	(112)	(130)	(115)	(124)
现金变化	34	30	(5)	126	193
期初持有现金	95	128	156	152	278
匯兌變化	(1)	(1)	0	0	0
期末持有现金	128	156	152	278	471

資料來源：公司報告，第一上海估計

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專案。

©2006 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。