

2008年中期業績符合預期，估值水準具有吸引力

- **2008年中期業績符合預期：**公司2008年中期營業收入為人民幣267.14億元，同比增長54.65%；歸屬於本公司股東的淨利潤為人民幣27.67億元，同比增長31.98%；基本每股收益為人民幣0.92元，中期業績表現符合預期。
- **銅業務毛利率下降超預期：**按中國會計準則，報告期內公司綜合毛利率降至14.91%。陰極銅業務毛利率下降至7.5%，跌幅超預期。由於海外項目投產前，公司銅精礦自給率難以大幅提升，主營銅業務毛利率仍將面臨銅價下跌而收窄的壓力。
- **貴金屬和硫酸等化工業務成為主要的利潤增長點：**貴金屬和硫酸等化工業務占公司毛利比重分別達到19.72%和32.28%。受黃金和硫酸價格的上漲，公司貴金屬和硫酸業務的毛利率分別大幅提升至37.7%和77.9%。
- **資源量價值分析結果可作為投資安全邊際：**公司自產銅和黃金的長期平均毛利率據測為22.2%和39.6%，由此及相關資訊算得公司資源價值合每股11.64港元，儘管來自市場的系統估值壓力不可忽視，但資源價值分析結果可為投資安全邊際提供參照。
- **調降12個月目標價至16.40港元，買入評級：**結合同類公司估值水準和公司在上個熊市中的P/E Band分析結果，調降公司目標價至16.40港元，目標價相當於2008-2010年盈利預期的8.0倍、9.3倍和8.9倍市盈率。目標價較現價有33.33%的上升空間，維持買入評級。

第一上海研究部

86755-33367018

行業	有色金屬
股價	12.30 港元
目標價	16.40 港元 (+33.33%)
市值	171.77 億港元
已發行股本	30.23
52周高低	32.40 港元/10.40 港元
每股淨現值	7.39 港元
主要股東	江西銅業集團公司 (42.41%)

匯率: 港元=0.89 人民幣

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入(亿元人民币)	245.8	412.8	524.7	519.5	562.6
变动(%)	84	68	27	(1)	8
净利润(亿元人民币)	47.4	41.5	55.1	47.6	49.5
每股收益(元人民币)	1.62	1.40	1.82	1.57	1.64
变动(%)	151	(13)	30	(14)	4
市盈率(倍)@12.30港币	6.8	7.8	6.0	7.0	6.7
每股股息(元人民币)	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5
息率	2.1%	1.6%	2.9%	2.5%	2.6%

股價表現



來源: 公司資料, 第一上海估計

來源: 彭博

2008 中期業績點評

2008 年業績符合預期

2008 年中期 EPS 為人民幣 0.92 元

公司公告 2008 年中期業績, 按國際財務報告準則, 公司 2008 年上半年營業收入為人民幣 267.14 億元, 2007 年同期為人民幣 172.74 億元, 同比增長 54.65%, 增長的原因主要為公司主要產品的銷量和銷售價格均有提升; 毛利為人民幣 38.67 億元, 2007 年同期為人民幣 28.45 億元, 同比增長 35.90%; 歸屬於本公司股東的淨利潤為人民幣 27.67 億元, 2007 年同期為人民幣 20.97 億元, 同比增加 31.98%; 基本每股收益為人民幣 0.92 元, 比上年同期增加 0.22 元。董事會不建議派發中期股息。綜合而言, 公司中期業績表現符合我們的預期。

圖表 1 : 2008 年中期業績概覽

单位: 人民币百万元	2007上半年	2008上半年	变动	2008年预测
营业收入	17,274.07	26,714.08	54.65%	48,922.49
毛利	2,845.54	3,867.06	35.90%	7,385.83
税前盈利	2,512.10	3,668.69	46.04%	6,552.95
期间利润	2,098.84	2,786.54	32.77%	5,570.01
归属本公司股东净利润	2,096.52	2,766.99	31.98%	5,473.26
基本每股收益 (人民币元)	0.72	0.92	27.78%	1.81
毛利率	16.47%	14.48%	下降1.99%	15.10%
	2007年期末	2008年上半年		
总资产	30,220.18	31,883.28	5.50%	35,307.97
总负债	11,825.37	11,769.05	-0.48%	12,985.12
归属本公司股东权益	18,150.66	19,878.49	9.52%	21,981.94
少数股东权益	244.15	235.74	-3.44%	340.90
权益合计	18,394.81	20,114.23	9.35%	22,322.84
每股净资产 (人民币元)	6.00	6.58	9.67%	7.27

資料來源: 公司資料, 第一上海

業績增長的動力來自於主要產品的量價齊升

貴金屬和硫酸價格提升為盈利增長做出重要貢獻

公司業績增長動力來自於主要產品的量價齊升, 而正如我們3月份的報告指出貴金屬和硫酸等化工業務將成為公司業績增長的主要貢獻源泉, 該兩項分類業務占公司毛利比重分別達到19.72%和32.28%。報告期內公司銅金屬銷售收入占營業收入的比重為49.81%。銅材加工銷售收入占營業收入的比重為35.44%。貴金屬銷售收入占營業收入的比重為7.80%。化工及其它產品銷售收入占營業收入的比重為6.18%。據此推算報告期內公司主要產品的實現價格都有提升, 報告期內, 倫敦金屬交易所3個月期銅平均價為8,030美元/噸, 比上年同期增加1,267美元/噸(或增長18.73%); 上海期貨交易所3個月期銅加權平均價(含稅)為人民幣62,886元/噸, 比上年同期增加人民幣1,990元/噸(或增長3.27%)。黃金價格最高上沖至1000美元/盎司的水準, 上半年基本維持在850美元/盎司的水準上, 而硫酸價格上半年基本維持在1000元/噸的水準上。產量方面, 陰極銅、銅杆線和硫酸的產量同比分別增長了50.21%、22.64%和55.41%, 成為重要的收入增長點。

圖表 2：公司主要產品產量情況

	2007中期	2008中期	变动	2008预测
阴极铜(万吨)	24.3	36.5	50.2%	65.0
铜杆线(万吨)	15.9	19.5	22.6%	37.0
黄金(千克)	7281.0	7200.0	-1.1%	16500.0
白银(吨)	204.0	200.0	-2.0%	380.0
硫酸(万吨)	51.8	80.5	55.4%	190.0
硫精矿(万吨)	61.8	63.8	3.2%	125.0
铜精矿(含铜万吨)	7.4	7.8	5.4%	17.5

資料來源：公司資料，第一上海預測

銅業務毛利率跌幅超預期，綜合毛利率為 14.91%

硫酸業務毛利率高達
77.9%

按中國會計準則，報告期內公司綜合毛利率降至14.91%。由於銅加工費比上年同期有所下降、外購原料成本同比上升、外購原料比例同比提高、動力成本增加及材料設備等價格上漲，陰極銅業務毛利率下降至7.5%，下跌幅度超過我們預期，原因主要是我們對公司自給銅精礦的產量估計可能高於實際情況1.5萬噸，從而提升了公司陰極銅業務的毛利率；由於外購原料成本同比上升、外購原料比例同比提高、動力成本增加及材料設備等價格上漲，銅材加工毛利率下降至9.6%，基本與我們的預期相符；由於黃金、白銀銷售價格同比增長，貴金屬毛利率上升至37.7%，高於我們的預期，原因主要是公司外購加工黃金占比要遠小於我們的預期；受益於硫酸及硫精礦產品價格大幅上漲，化工產品毛利率大幅上升至77.9%，主要是硫酸價格表現好於我們的預期。總體上公司綜合毛利率略遜於預測。

圖表 3：業務板塊毛利率情況

板塊毛利率	2006实际	2007实际	2008预测	2008中期实际	2009预测	2010预测
阴极铜及加工	28.5%	14.3%	11.3%	7.5%	10.3%	11.7%
铜杆线及加工	28.7%	10.0%	10.2%	9.6%	11.9%	11.4%
黄金/白银	36.0%	26.4%	23.4%	37.7%	20.5%	21.1%
硫酸/硫精矿等	21.7%	39.9%	65.0%	77.9%	50.0%	40.0%
合计	26.6%	14.3%	15.1%	14.9%	13.9%	13.4%

資料來源：公司資料，第一上海預測

經營性現金流情況得到改善

08 年中期經營性現金
流量金額達人民幣
18.85 億元

2008年中期公司經營性現金流量淨額為人民幣18.85億元，比上年同期增加人民幣24.60億元，經營性現金流量增加主要有兩點原因：(1)2007年同期公司預計銅價上升而大幅增加原料儲備，導致期末存貨餘額大幅增加。而2008年存貨購入及領用情況正常，導致與上年同期相比經營活動現金淨流入量大幅增加；(2)本期比2007年同期銷售增加55.05%，也導致經營性現金淨流入量大幅增加。本報告期末，公司現金及現金等價物餘額為人民幣34.66億元，比報告期初增加人民幣7.13億元。

行業分析

銅價或面臨下行風險，需求將成爲關鍵因素

全球銅供需基本面維持弱平衡

美國次貸引發的全球經濟增速衰退擔憂仍未見消除。國際銅業研究機構（ICSG）最新預測顯示，2008年全球精煉銅的有效供給爲1857.8萬噸，全球消費則爲1849.3萬噸，只輕微過剩8.5萬噸；2009年全球精煉銅的有效供給爲1987.8萬噸，全球消費需求則爲1944.9萬噸，過剩42.9萬噸。ICSG最新的統計資料顯示2008年4月全球精煉銅產量爲153.8萬噸，需求量爲158.1萬噸，連續7個月出現供給不足的狀況。

中國對銅的需求依然存在

中國方面，儘管上半年銅進口量與去年同期相比減少了23%。不過，隨著國際市場銅價下跌，從6月起中國銅進口量又在增加。而中國海關總署公佈的初步資料顯示，中國7月份進口銅精礦46萬噸，較上年同期增長24.5%。資料顯示，中國1-7月進口銅精礦314萬噸，較上年同期增長19.1%。上海期貨交易所8月1日公佈的庫存週報顯示，當周銅庫存大幅減少4251噸，至36839噸，減少幅度超過10%。考慮到銅精礦進口的增加資料和上期所銅庫存減少，可以判斷中國的需求並沒有衰退，只是需求增速有所放緩。這可能是國內銅價走勢要比倫銅穩定的原因。

銅價在 7000 美元/噸的水準上有較強支撐

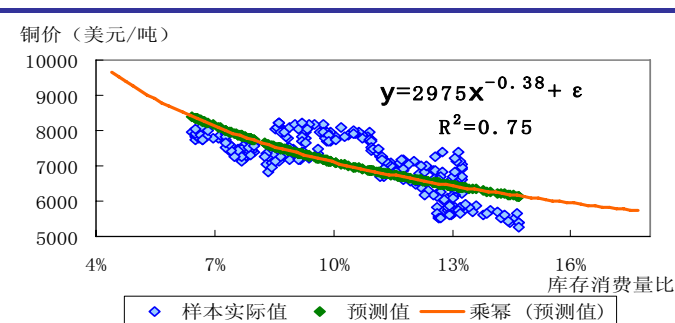
正如我們一直強調的是庫存資料是我們觀察需求情況的現行指標，由於倫銅庫存近期升至15萬噸的水準，反映銅價或有下行風險。但根據ICSG對全球銅的供需預測資料，以及對銅價和庫存消費量比樣本資料的非線性的冪函數關係（見下圖5）分析（其中庫存消費比採用LME每日庫存與ICSG公佈當月全球銅消費量的比值），我們預計只要全球銅月度消費量在140萬噸的水準，而LME銅庫存在18萬噸以下，銅價在7000美元/噸以上運行的概率就非常大了，綜合當前的經濟形勢和銅的供需基本面，我們預計LME2008年銅均價約爲7500美元/噸，而2009年我們預期銅均價仍將在7000美元/噸的水準上。

圖表 4：全球 2008—2009 銅供需預測

(千噸)	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
全球銅產量	15770	16588	17323	18089	18578	19878
全球銅消費量	16471	16731	17028	18126	18493	19449
全球供需缺口	(701)	(143)	295	(37)	85	429
中國產量	2199	2600	3049	3373	3920	4234
中國消費量	3565	3815	3967	4364	4669	4902
中國供需缺口	(1366)	(1215)	(918)	(991)	(749)	(669)

資料來源：ICSG，第一上海

圖表 5：銅價與庫存消費量比的數量關係



資料來源：LME, ICSG，第一上海

預計黃金價格將在 750 美元/盎司~1000 美元/盎司的區間運行

高價格消費彈性有助於金價高位運行

在3月份的報告中關於金價我們有如下分析——“基於美元貶值、供求缺口和資源稀缺性等因素，我們看好黃金價格中期走勢，調高08年黃金均價至850美元/盎司的水準。但我們預計2008年下半年後全球經濟形式趨穩，同時高價對消費發揮抑制作用

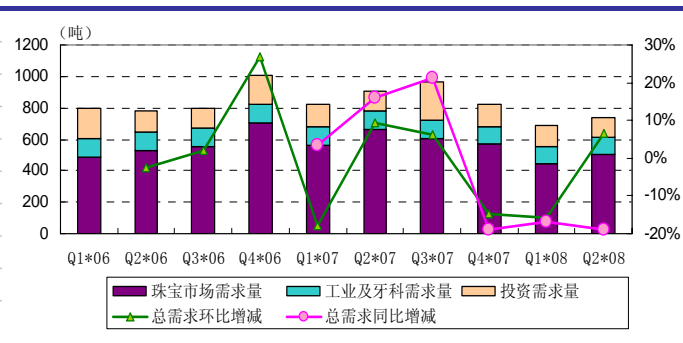
用，黃金價格將有所回落。”2008年以來的黃金價格走勢基本體現了我們的判斷。根據GFMS最新的統計資料，高金價對需求的抑制作用是明顯的，但由於宏觀經濟不穩定，黃金的保值作用仍就會刺激黃金的投資需求，進入2008年6月以來黃金價格下跌帶動黃金消費提升是有據可察的，占全球珠寶首飾交易額20%的迪拜市場，二季度黃金需求因金價下跌而增加逾15%，6月需求進一步跳增17%。而從中長期看，美國經濟雙赤字導致的美元貶值基本趨勢仍未有根本的轉變，因此我們維持2008年黃金均價為850美元/盎司的判斷不變，而2008全年黃金價格的運行區間預期為750美元/盎司~1000美元/盎司之間。

圖表 6：2008 年以來黃金價格



資料來源：KITCO

圖表 7：全球黃金季度需求量分析



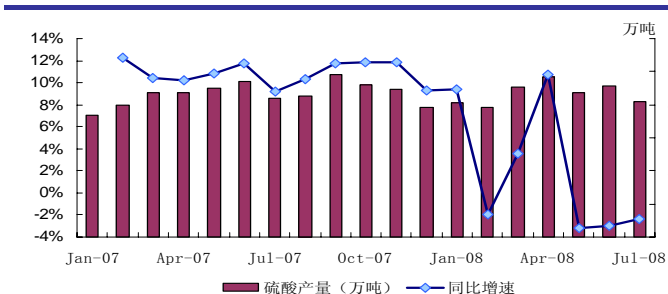
資料來源：GFMS, 第一上海

硫酸業務高毛利率仍可維持

硫酸價格獲得需求支撐，保障該業務仍能維持較高的毛利率

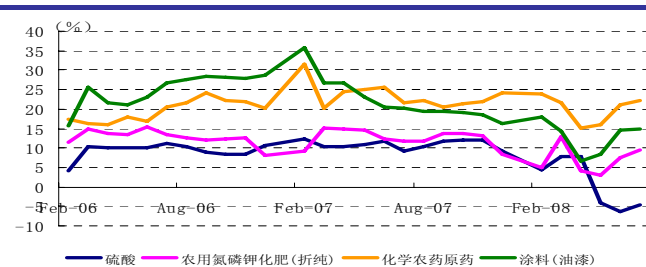
硫酸的工業用途主要用於硫酸的消費主要用於化肥和其他工業品的生產，總消費量的 60% 左右用於生產化肥。據統計推算，2008 年中國硫酸產量將達到 6000 萬噸，增長率在 5.3%。其中，硫磺制酸產量將增加 6.8%，達到 2800 萬噸；冶煉制酸增長 5.4%，達到 1390 萬噸；以及硫鐵礦制酸產量增加 3.3%，達到 1760 萬噸。然而最新的統計資料顯示 2008 年 5 月到 6 月全國硫酸月產量同比成負增長，而作為主要需求的化肥和農藥產量增速保持在 10% 和 20% 左右的水準，硫酸產量的增速明顯落後於下游產品產量增速。加之硫磺價格高位運行，推升硫酸價格不斷高漲，2008 年以來國內硫磺價格達到過 6000 元/噸，但我們預計隨著國內四川等地新建天然氣項目的投產，硫磺價格面臨下降趨勢，會對硫酸價格形成下降的壓力。但由於需求旺盛，我們認為硫酸價格的回落會比較緩慢，總體上公司硫酸業務未來兩年仍能維持 50% 以上的毛利率水準。

圖表 8：中國硫酸月度產量圖



資料來源：國家統計局,第一上海

圖表 9：中國硫酸及主要消費領域產品產量增速



資料來源：國家統計局，第一上海

財務分析

重要假設變更

根據公司 2008 年中期業績表現和市場情況，我們調整盈利預測模型的主要產品產量和銷售價格如下：

圖表 10：公司主要產品產量假設

銷量	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
阴极铜(万吨)	40.1	55.0	67.0	70.0	70.0
铜杆线(万吨)	25.5	37.8	39.0	41.0	48.0
黄金(千克)	13130.0	13192.0	15000.0	18000.0	20000.0
白银(吨)	351.0	360.0	380.0	400.0	420.0
硫酸(万吨)	100.0	162.0	190.0	210.0	220.0
硫精矿(万吨)	99.0	122.0	125.0	135.0	135.0
铜精矿(含铜万吨)	15.5	16.0	16.0	18.0	19.5

資料來源：第一上海 注：價格不含稅

圖表 11：公司主要產品銷售價格假設

售價（不含稅）	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
阴极铜(人民币/公吨)	47195	51283	53000	49000	51000
加工阴极铜(人民币/公吨)	794	359	350	400	450
铜杆线(人民币/公吨)	64648	57597	59200	56000	58500
加工铜杆线(人民币/公吨)	1003	600	660	726	798
黄金(人民币/千克)	138577	171225	190000	170000	165000
白银(人民币/千克)	2895	3205	3500	3200	3200
硫酸(人民币/公吨)	212	359	1250	1000	850
硫精矿(人民币/公吨)	165	211	422	350	310

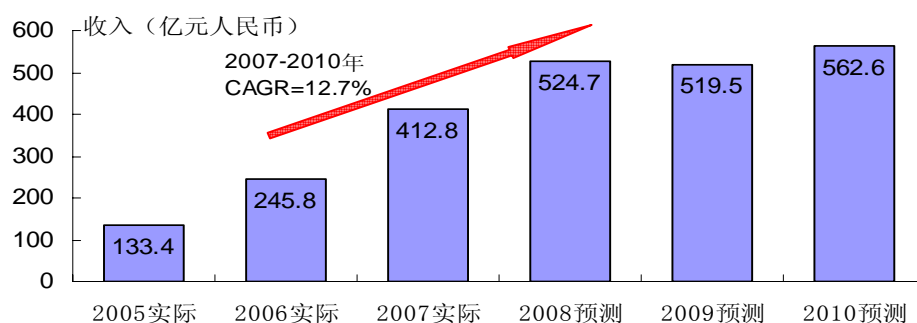
資料來源：第一上海 注：價格不含稅

未來收入增長的關鍵在於主要產品的價格走勢

2007-2010 年收入複
合年均增長率 12.7%

根據對財務模型假設的調整，重新預測公司 2008—2010 年的收入分別為人民幣 524.7 億元、519.5 億元和 562.6 億元。2007—2010 年淨利潤複合平均增長率為 12.7%。由於公司產能利用充分，未來收入增長的關鍵在於主要產品的價格走勢。

圖表 12：公司營業收入



資料來源：第一上海

未來三年毛利率仍將可能下降

2008年綜合毛利率預計為14.7%

由於銅精礦自給率在海外項目投產前難以大幅提高，而銅價又面臨下行風險，我們預計銅業務毛利率仍將面臨下滑趨勢，貴金屬的毛利率預計會隨成本上升和價格下降而緩慢降低，受硫磺供應緩解，預計硫酸價格有會落的壓力，根據我們對價格的假設和成本的測算，我們預計公司未來三年綜合毛利率仍將逐步下降至13.1%，一直到海外項目投產後銅精礦自給率提高，公司毛利方將迎來實質性的好轉動力。

圖表 13：公司營業收入

板块毛利率	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
阴极铜及加工	28.3%	14.3%	7.3%	7.2%	7.8%
铜杆线及加工	22.9%	10.0%	9.6%	11.4%	11.6%
黄金/白银	35.1%	26.4%	38.2%	29.6%	26.6%
硫酸/硫精矿等	19.3%	29.0%	75.0%	60.0%	55.0%
合计	26.6%	13.9%	14.7%	13.6%	13.1%

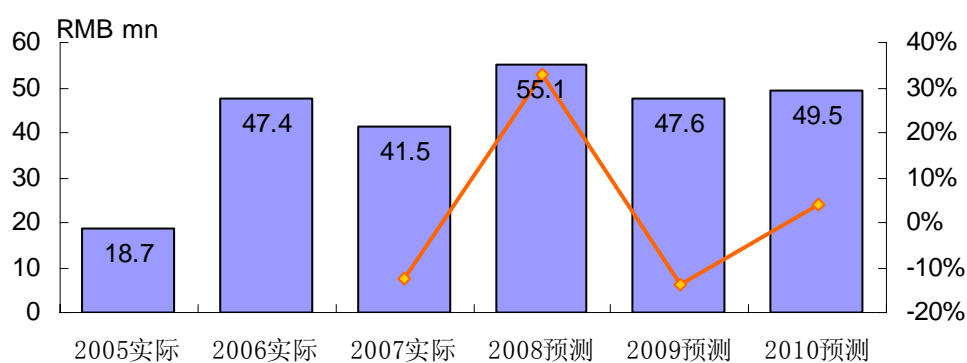
資料來源：第一上海

2008年業績表現最為搶眼

2008年預測EPS為人民幣1.82元

預測公司2008—2010年的淨利潤分別為人民幣55.1億元、47.6億元和49.5億元。對應的EPS分別為人民幣1.82元、1.57元和1.64元。2008年的業績表現最為搶眼。

圖表 14：公司淨利潤



資料來源：第一上海

礦產資源價值分析可作為投資安全邊際

礦產資源價值估算

非理性的股價逼近資源價值邊界

借鑒公司和同行業的礦產資源的儲量、采選回收率、冶煉回收率和平均毛利水準和平均毛利與淨利潤比值資料，並按 30 年可開採期限，貼現率取 10%，算得公司礦產資源的每股價值為 11.61 港元。P/E BAND 分析中可知悲觀的預期可能將使股價到一個極度非理性的狀態，但我們相信資源價值的分析能為公司確定一個安全的投資邊際。當股價低於 11.61 港元時，我們強烈建議關注公司股票。

圖表 15：公司礦產資源價值分析

	銅	金(噸)	銀(噸)	鉬精礦	合計
儲量(萬噸)	1093	308	7632	35	
平均選出率	86%	66%	67%	60%	
平均冶煉收率	96%	95%	95%	95%	
商品量(萬噸)	902.38	193.12	4,857.77	19.95	
平均售價(萬元)	5.00	16,000.00	250.00	35.00	
金屬商品價值(億元)	4,511.90	308.99	121.44	698.25	5,640.58
淨利潤(億元)	663.01	80.83	34.93	184.54	963.32
開採年限	30	30	30	30	30
平均每年淨利潤(億元)					32.11
按10%折現率折現(億元)					302.70
每股價值(港元)					11.61

資料來源：公司資料, 第一上海

公司估值

同類公司估值比較

參考同類公司給予公司 2008 年 8 倍市盈率估值水準

根據最新的股價表現，國際銅業公司 2007-2009 年平均預期市盈率為 14.4 倍、9.3 和 7.8 倍，平均預期市淨率為 5.6 倍、3.6 倍和 2.9 倍。公司目前的估值水準仍低於同行業平均水準。另我們 2009 年預期考慮銅和金價下跌的影響，綜合而言，我們認為給予公司 2008 年 8 倍的市盈率估值水準是可取的。

圖表 16：國際銅業公司估值水準

公司名称	货币	股价		市盈率			市淨率	
		2008-08-27	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
Freeport Copper	USD	91.09	10.9	8.5	7.1	2.3	1.9	1.5
Southern Copper	USD	26.17	12.4	9.5	7.9	7.3	5.4	4.5
BHP Biliton	AUD	35.76	12.9	8.1	7.9	6.0	3.4	2.7
Xstrata	USD	57.25	12.1	7.6	6.0	2.9	1.8	1.4
Rio Tinto	AUD	126.50	20.2	11.8	9.3	6.4	3.9	2.8
平均值			14.4	9.3	7.8	5.6	3.6	2.9
江西銅業	HKD	12.64	8.0	6.2	7.2	1.9	1.5	1.3

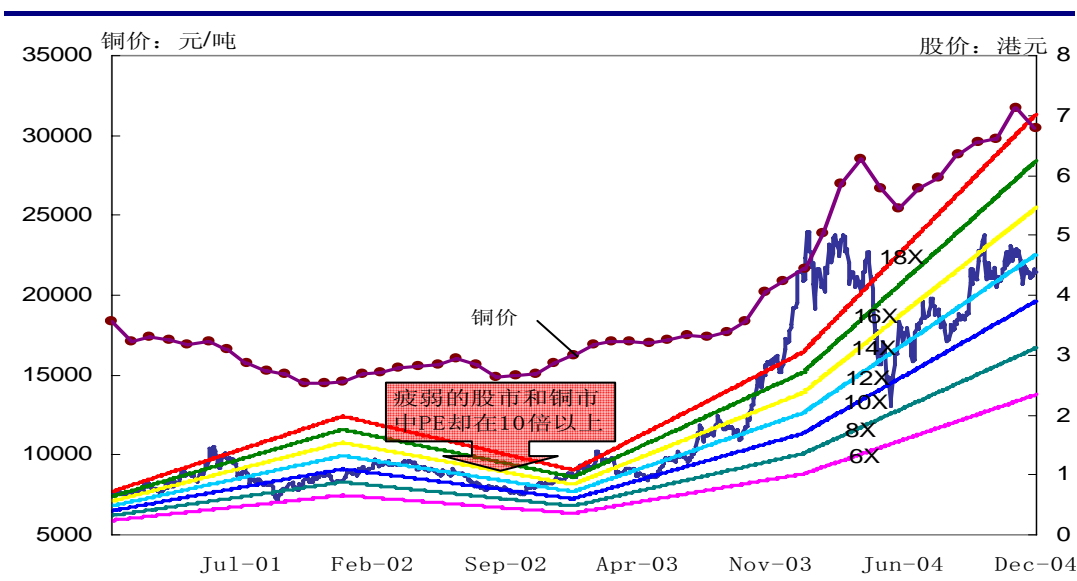
資料來源：Thomson ONE

P/E BAND 分析——從歷史尋找安全邊際

疲弱的股市和銅市中
2001—2003 年公司市
盈率卻在 10 倍以上

我們對 2001—2003 年股市和銅市都處在疲弱狀態時公司的估值水準進行分析，發現 8 倍市盈率是估值的安全邊際，公司估值水準基本保持在 10 倍市盈率以上，12 倍的市盈率基本是公司估值水準的中樞。這些過往的股價和估值水準表現儘管不能完全套用，但隨著公司在行業中低位的不斷提高，我們相信過往的經驗對目前的公司估值仍具參考意義。結合同類公司估值水準比較，考慮到宏觀經濟面對金屬市場的消極影響，我們認為選取安全的 8 倍市盈率估值水準是可取的。

圖表 17：P/E Band (2001-2004)



資料來源：第一上海

調將目標價至 16.40 港元，維持買入評級

12 個月目標價 16.40
港元，維持買入評級

根據最新的資訊，我們調整公司 2008—2010 年的 EPS 至人民幣 1.82 元、1.57 元和 1.64 元，考慮到銅和黃金價格有下行風險，而公司硫酸業務的高毛利率或將下降，我們只用 P/E 對公司進行估值，結合同類公司估值比較和公司在上個熊市中的 P/E Band 分析結果，選取 2008 年動態市盈率 8 倍作為估值水準，調降公司目標價至 16.40 港元，目標價相當於 2008-2010 年盈利預期的市盈率分別為 8.0 倍、9.3 倍和 8.9 倍。目標價較現價 12.30 港元有 33.33% 的上升空間，維持買入評級。

圖表 18：盈利預測變更

億元人民幣	2008年		2009年		2010年	
	之前預測	目前預測	之前預測	目前預測	之前預測	目前預測
收入	489.2	524.7	496.2	519.5	556.8	562.6
经营收入	68.7	77.0	63.0	67.1	67.7	69.4
净利润	54.7	55.1	48.0	47.6	50.2	49.5

資料來源：第一上海

財務報表摘要

損益表

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
收入	245.8	412.8	524.7	519.5	562.6
毛利	70.2	56.6	77.2	70.7	73.5
其他业务收入	0.4	1.7	8.4	5.0	5.2
销售及管理费用	(6.0)	(6.0)	(7.9)	(7.8)	(8.4)
其他收入	(5.5)	(0.2)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
营运收入	59.2	52.0	77.0	67.1	69.4
财务开支	(1.9)	(2.6)	(3.2)	(3.4)	(3.1)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	57.3	49.4	73.8	63.7	66.3
所得税	(9.1)	(7.2)	(18.5)	(15.9)	(16.6)
少数股东应占利润	(0.8)	(0.7)	(0.3)	(0.2)	(0.3)
净利润	47.4	41.5	55.1	47.6	49.5
折旧及摊销	5.3	5.8	9.4	9.8	10.5
EBITDA	64.5	57.9	86.3	77.0	79.9
增长					
总收入 (%)	84.3%	67.9%	27.1%	-1.0%	8.3%
EBITDA (%)	127.8%	-10.2%	49.2%	-10.9%	3.8%
每股收益 (%)	150.5%	-13.4%	29.8%	-13.7%	29.5%

资产负债表

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
现金	10.0	27.4	42.8	55.1	60.7
应收账款	38.9	61.5	67.6	74.4	81.8
存货	61.5	89.4	91.2	93.0	94.9
其他流动资产	0.6	0.7	16.1	18.3	17.0
总流动资产	110.9	178.9	217.7	240.8	254.3
固定资产	89.6	106.6	118.9	122.0	123.3
无形资产	3.1	4.5	5.0	5.1	5.1
其他固定资产	2.6	12.1	12.7	13.9	15.2
总资产	206.1	302.2	354.3	381.7	397.9
短期负债					
应付帐款	19.2	31.9	36.7	40.3	44.4
短期银行贷款	34.2	75.2	81.2	72.7	49.6
其他短期负债	0.4	0.4	0.4	1.4	2.4
总短期负债	60.1	112.4	127.1	121.0	102.3
长期银行贷款	12.0	4.0	4.0	4.0	4.0
其他负债	1.1	1.8	0.4	0.4	0.4
总负债	73.2	118.3	131.5	125.4	106.7
少数股东权益	4.2	2.4	2.7	3.0	3.2
股东权益	128.8	181.5	220.1	253.4	288.0
每股账面值(元)	4.4	6.0	7.3	8.4	9.5
营运资金	50.8	66.5	90.6	119.8	152.0

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 (%)	28.6%	13.7%	14.7%	13.6%	13.1%
EBITDA 利率 (%)	26.2%	14.0%	16.5%	14.8%	14.2%
净利率 (%)	19.3%	10.0%	10.5%	9.2%	8.8%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	2.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
实际税率 (%)	15.8%	14.6%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率 (%)	11.9%	27.9%	16.5%	34.7%	28.8%
库存周转	98.0	77.3	73.6	74.9	70.1
应付账款天数	39.4	32.2	29.5	32.3	32.6
应收账款天数	56.9	53.6	46.4	51.5	52.3
财务状况					
净负债/股本	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4
收入/总资产	1.19	1.37	1.48	1.36	1.41
总资产/股本	1.60	1.66	1.61	1.51	1.38
盈利对利息倍数	31.8	19.8	24.3	19.7	22.6

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	64.5	57.9	86.3	77.0	79.9
融资成本	1.6	2.4	2.87	2.95	2.54
营运资金变化	(47.1)	(44.6)	(3.8)	(9.1)	(7.7)
所得税	(9.1)	(7.2)	(18.5)	(15.9)	(16.6)
营运现金流	9.9	8.5	67.0	54.9	58.1
资本开支	(19.0)	(21.8)	(21.6)	(12.9)	(11.7)
其他投资活动	(0.9)	(9.6)	(23.1)	(0.5)	0.1
投资活动现金流	(19.9)	(31.4)	(44.7)	(13.5)	(11.5)
负债变化	11.0	28.0	1.0	(13.5)	(28.1)
股本变化	0.0	21.6	(0.1)	(0.1)	(0.1)
股息	(5.7)	(11.6)	(9.1)	(16.5)	(14.3)
其他融资活动	3.2	23.9	1.1	1.0	1.3
融资活动现金流	8.6	40.3	(6.9)	(29.1)	(41.1)
现金变化	(1.4)	17.4	15.4	12.3	5.5
期初持有现金	11.4	10.0	27.4	42.8	55.1
期末持有现金	10.0	27.4	42.8	55.1	60.7

資料來源：公司資料、第一上海預測

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。