

成長性原油股

- **商品牛市仍然持續，原油價格將長期高位運行：**在全球經濟和中國、印度等國經濟仍然持續增長的環境下，以及資源供給增長緩慢和資源枯竭預期，本輪原油價格上漲週期將大大延長。預計 2007 年美國西德克薩斯中質油 (WTI) 價格正常波動區間大致為每桶 55 至 70 美元，平均油價約為每桶 65 美元。
- **產量增長速度同業領先：**在全球最大的獨立油氣勘探及生產公司當中，多數公司的產量增長極為緩慢，而中海油的產量增長速度相對較快。
- **儲量增加的前景樂觀：**高額的勘探資金投入確保了原油儲量的持續增長；深水區域巨大的勘探潛力將為中海油的發展帶來新的契機；成功邁入多個世界級油氣富集盆地及勘探新領域；機遇性購並也是公司工作重點。
- **成本優勢：**中海油的成本控制在國際同行中非常出色，屬於成本最低之列。
- **估值略低：**現價之 06—08 年預測市盈率分別為 9 倍、8.7 倍和 8.1 倍。國際同類公司 06 年平均預測市盈率約為 9.86 倍。而中海油產量增長速度較快，以及擁有成本優勢，未來業績增長速度將快於國際同行，可以有一定估值溢價。
- **12 個月目標價 7.5 港元：**我們評級為買入，設定其 12 個月目標價為 7.5 港元，相當於 07 年預測每股收益的 10 倍。

第一上海研究部

86755-33367856

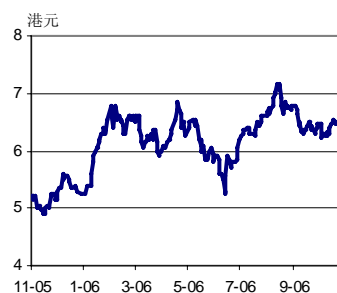
行業	原油
股價	6.48 港元
目標價	7.5 港元 (+15.7%)
市值	2808 億港元
已發行股本	433.27
52 周高低	7.16 港元/4.9 港元
每股淨現值	2.2 港元
主要股東	中國海洋石油總公司 (70.6%)

匯率: 港元=1.01 人民幣

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测
收入(亿元人民币)	552.2	694.6	903.0	960.8	1,035.0
变动	<>	26%	30%	6%	8%
净利润(亿元人民币)	161.9	253.2	314.8	327.7	348.9
每股收益(元人民币)	0.39	0.62	0.73	0.76	0.81
变动	<>	56%	18%	4%	6%
市盈率(倍)	<>	10.6	9.0	8.7	8.1
每股股息(元人民币)	0.23	0.21	0.25	0.26	0.28
息率	<>	3.2%	3.9%	4.0%	4.3%

股價表現



來源: 公司資料, 第一上海估計

來源: 彭博

公司基本狀況

在中國約 300 萬平方公里的管轄海域中，200 米水深範圍以內的近海大陸架面積約 130 萬平方公里，蘊藏著豐富的原油和天然氣資源，據地質家們預測，這部分海域總的原油資源量約為 237 億噸，天然氣資源量 15.8 萬億立方米。

1999 年，中國海洋石油總公司整合旗下油氣業務，成立中國海洋石油有限公司負責勘探、開發、生產及銷售海上石油及天然氣。2001 年 2 月，中海油在紐約證券交易所及香港聯合交易所上市。

作為全球最大的獨立油氣勘探及生產公司之一，中海油在中國海域擁有渤海灣、南中國海西部、南中國海東部及中國東海四個主要作業區。除中國近海外，通過積極開展資產並購及合作開發，中海油油氣資產已廣泛分佈於澳大利亞、東南亞、非洲、里海等海外地區，並成為印尼最大的海上油氣生產商。

在過去的十年裏，公司儲量與產量得到顯著增長，探明儲量由 1995 年 12 月 31 日的 6.68 億桶油當量，增加到 2005 年 12 月 31 日的 23.6 億桶油當量。公司平均淨日產量由 1995 年 12 月 31 日的 107,600 桶油當量，增加到 2005 年 12 月 31 日的 424,108 桶油當量。

通過母公司——中國海洋石油總公司，該公司在中國近海石油和天然氣勘探、開發和生產方面具有與外國公司合作的專營權。根據產品分成合同，可以無償獲得中國近海石油和天然氣發現的 51% 的權益，並擔任大多數產品分成合同的作業者或合作作業者。

公司綜合實力主要包括以下幾方面：

巨大的探明儲量及重要的勘探機會

可觀的作業面積和已證實的勘探潛力

成功的獨立勘探和發展歷程

有競爭力的成本結構

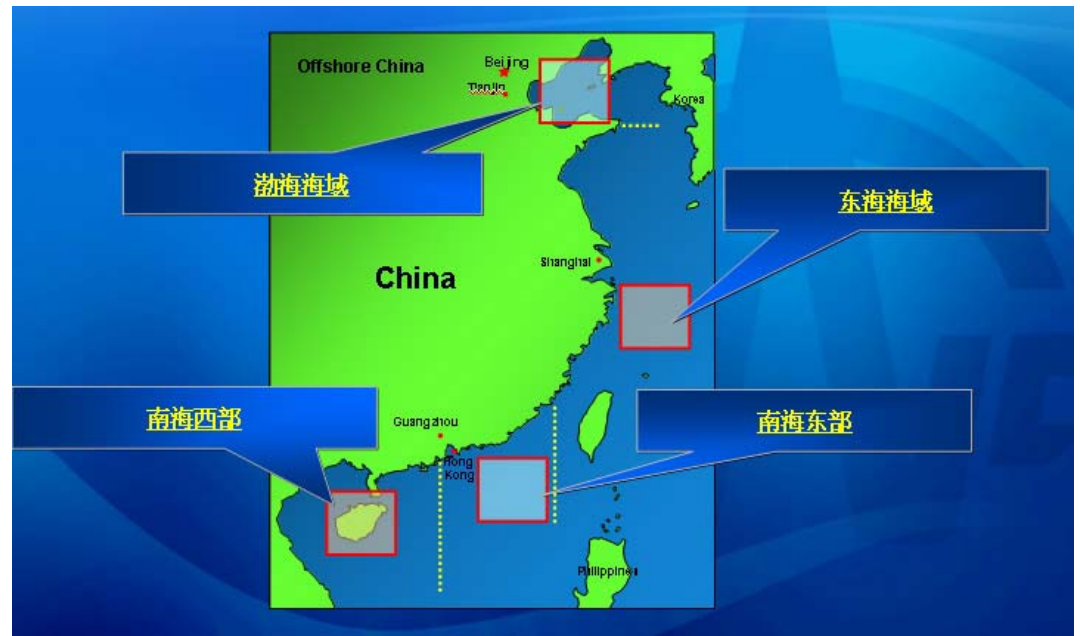
通過產品分成合同降低風險，掌握技術、控制資本

在中國不斷增長的天然氣市場上佔據著戰略性地位並擁有一支經驗豐富的管理團隊

公司業務

主要作業區塊

圖表 1：公司在中國海上的主要作業區域



資料來源：公司資料

渤海海域

渤海灣位於中國的東北部，位於北京東部約 200 公里處。由康菲公司於 1999 年發現的蓬萊油田就位於該海域，這是中國海域迄今為止最大的海上油田。

渤海灣是中國近海最為重要的油氣生產基地，該海域對公司油氣產量、儲量的貢獻多年來一直居於各區域首位。

2005 年，公司在渤海灣的儲量和產量繼續增長，進一步加強了其龍頭地位。截至 2005 年 12 月 31 日，公司在渤海海域共擁有淨探明儲量 1,044 百萬桶油當量，占公司總淨探明儲量的 44%。該海域二零零五年的平均日產量達到了 187,021 桶油當量，占公司日淨產量總額的 44%。

南海西部

南海西部地區是公司最重要的天然氣生產和勘探區域，它位於中國的南部，香港的西南方。公司的兩大天然氣田，崖城 13-1 和東方 1-1 均位於該海域。2005 年，公司在該海域的東方 1-1 二期專案工程建設已經完工，並已在 2006 年上半年投產。

截至 2005 年底，公司在南海西部海域共擁有淨探明儲量 640 百萬桶油當量，占公司總淨探明儲量的 27%。公司在本海域的平均日淨產量達到了 89,583 桶油當量，占公司總產量的 21%。南海西部主要勘探區包括北部灣、鶯歌海和瓊東南盆地。

南海東部

南海東部海域是公司的重要原油生產基地之一，該海域位於中國的南部，香港的正

東南方向。該海域所產原油主要為中質油或輕質油，品質優良。

截至 2005 年年底，公司在南海東部海域的淨探明儲量達 342 百萬桶油當量，約占公司總淨探明儲量的 14%。南海東部海域的平均日淨產量為 103,741 桶油當量，占公司總產量的 24%。

東海海域

東海海域有著廣闊的勘探區域和巨大的勘探潛力。截至 2005 年底，公司在東海海域擁有淨探明儲量 88 百萬桶油當量，約占公司總淨探明儲量的 4%。東海海域對公司的平均日淨產量貢獻為 4,751 桶油當量，占公司總產量的 1%。

海外

2005 年底，公司在印尼和澳大利亞擁有淨探明儲量 249 百萬桶油當量，約占總淨探明儲量的 11%。公司在海外的平均日產量為 39,013 桶油當量，約占公司總產量的 9%。

產量/儲量情況

公司從 2001 年到 2005 年在 5 大作業區域的產量、儲量等資訊如下表。

圖表 2：歷年五大作業區域的產量、儲量資訊

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
生产数据					
原油净产量 (桶/天)					
渤海湾	99978	127756	129506	134512	178,840
南海西部	41277	56910	60944	55873	49,016
南海东部	81404	73792	72981	96989	103,741
东海	3967	3223	2536	2121	1,706
海外	2247	36944	40497	29941	23,565
总计	228873	298625	306464	319436	356868
石油液体净产量 (桶/天)					
渤海湾	46.2	47.1	47.1	47.7	49.1
南海西部	139	142.3	127.8	215.2	229.6
南海东部	0	0	0	0	0.0
东海	9.8	12.4	14.2	17.1	18.3
海外	0	70.8	101.9	84.1	92.7
总计	195	272.6	291	364.1	389.6
总净产量 (桶油当量)	261379	346639	356729	382513	424108
年底储量					
总净探明储量 (百万桶油当量)					
渤海湾	1066.2	1092.3	1084.8	1092.3	1043.7
南海西部	535.1	578.9	601	603.8	639.7
南海东部	132.2	127.5	246.1	289.8	341.9
东海	45.2	42.4	59.8	88.7	88.2
海外	8.4	174.7	136.8	155.5	249.1
总计	1787.1	2015.8	2128.5	2230	2362.6

資料來源：公司資料

經營分析

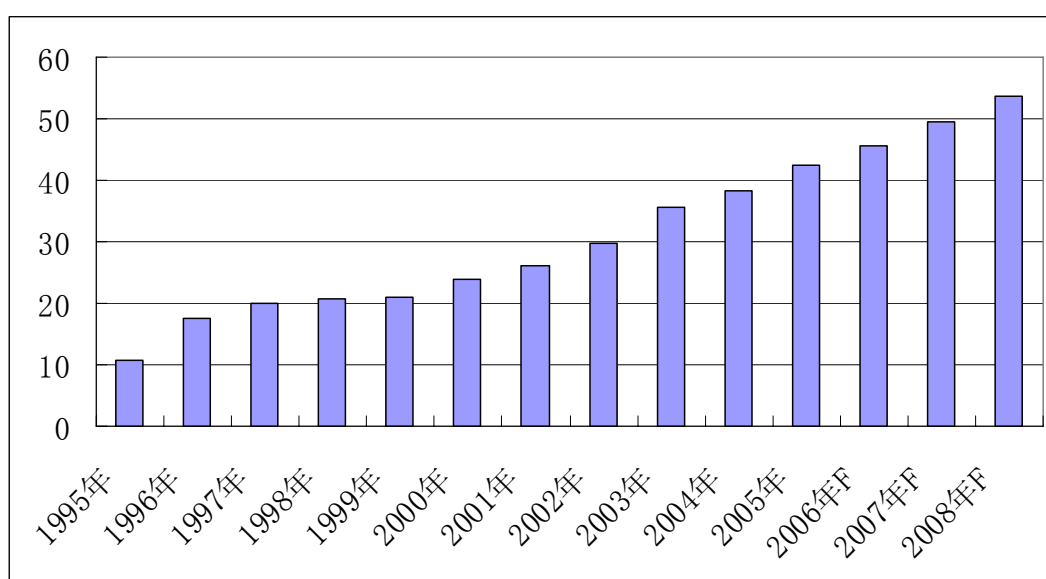
公司的經營策略是“注重產量、儲量增長；開發和拓展天然氣業務；保持審慎的財務政策”。我們認為在經驗豐富的管理團隊的領導下該公司經營非常出色。

注重產量/儲量增長

1995年到2005年的十年裏，公司儲量得到顯著增長，探明儲量由6.68億桶油當量增加到2005年年底的23.6億桶油當量，年均複合增長率13.46%。公司平均淨日產量由1995年的10.76萬桶油當量增加到2005年年底的42.411萬桶油當量，年均複合增長率14.70%。

圖表3：曆年產量增長情況

單位：萬桶/天



資料來源：公司資料，第一上海

在全球最大的獨立油氣勘探及生產公司當中，多數公司的產量增長極為緩慢，而中海油的產量增長速度是非常快的，成長性要優於同類公司。

堅持積極的勘探活動

公司從油氣富集區增加儲量，堅持積極的勘探活動，公司勘探投資逐年增長。

2006年計畫勘探投資達到4.55億美元，其中中國近海3.14億美元，印尼SES勘探項目1800萬美元，其他海外勘探項目1.23億美元。目標儲量替代率高於100%。高額的勘探資金投入確保了原油產量和儲量的持續增長。

海外拓展潛力巨大

受高油價帶動，近年來對原油資源的爭奪日趨激烈。經過多年在海外的經營，中海油公司在海外取得了一定的成果，成功邁入多個世界級油氣富集盆地及勘探新領域，主要包括：尼日利亞 OML 130、澳大利亞 Outer Browse 盆地、尼日利亞 OPL 229、尼日利亞 S 區塊、肯雅 6 個區塊。

收購 OML130 將使公司近期、長期的儲量和產量顯著增長。從 SAPETRO 公司購買 OML130 區塊 45%的工作權益，交易的總對價為 22.68 億美元，該收購價可能會有所調整。對中海油的有利之處：世界一流資產，勘探和開發潛力巨大；與中海油長期產、儲量增長的戰略高度契合；加強中海油資產地域分佈的多元化；與世界上最為成功的深水作業者之一合作。OML130 OML130 工作權益包含的 P50 可採油 4.95 億桶油當量，工作權益包含的高峰產量：2008 年後，每天 7.9 萬桶。

尼日利亞 OPL 229 項目：出資 6000 萬美元收購尼日利亞 OPL229 石油合同 35%的工作權益，區塊位於尼日利亞陸上及近海，面積 1376 平方公里，水深小於 25 米。

赤幾區塊簽訂新產品分成合同：位於赤道幾內亞南部海域，面積達 2,287 平方公里；水深：30-1500 米；勘探期 5 年

澳大利亞 Outer Browse 盆地：勘探區塊 WA-301-P, WA-303-P, WA-304-P 及 WA-305-P；位於澳大利亞的 Outer Browse 盆地；工作權益 25%；面積 21000 平方公里；水深 1000-3000 米；合作夥伴 BHP Billiton 及科麥奇。

圖表 4：海外主要作業區塊



資料來源：公司資料

2006年的開發計畫

圖表 5：2006 年開發計畫

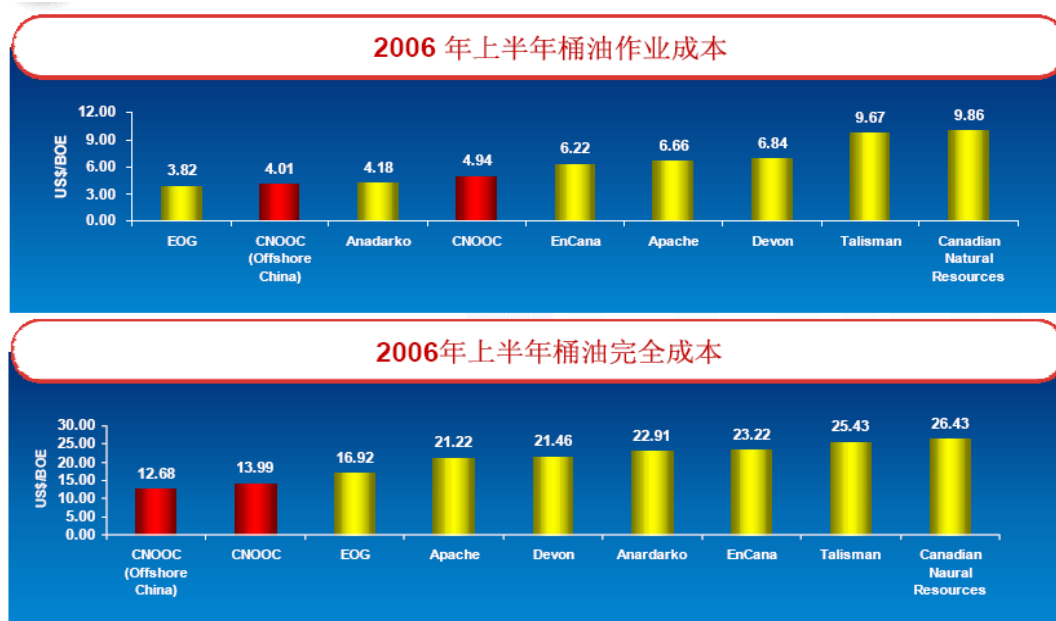
中国近海开发任务饱满		
开发项目	高峰产量 (桶油当量/天)	预计投产时间
2005年已做好投产准备		
1 东方1-1二期	16,000	2006年上半年
2 春晓一期	13,000	2006年上半年
2006		
1 惠州21-1气	12,800	2006年上半年
2 渤中25-1(A平台)	6,800	2006年上半年
3 惠州19-1	2,000	2006年上半年
4 歧口17-2东	1,700	2006年下半年
5 涇洲6-1	2,900	2006年下半年
6 平湖-八角亭	3,600	2006年下半年
7 番禺11-6	2,700	2006年下半年
8 曹妃甸11-6/12-1南	16,000	2006年下半年
2007		
1 蓬莱19-3(C平台)	71,000	2007年上半年
2 番禺30-1	19,000	2007年上半年
3 涇洲11-1	6,500	2007年下半年
4 涇洲11-4N	3,400	2007年下半年
5 锦州21-1	6,000	2007年下半年

資料來源：公司資料

成本低於國際同業平均水準

中海油的成本控制在國際同行中是非常出色的，以 2006 年上半年為例，桶油作業成本約 4.01 美元，桶油完全成本約 12.68 美元。

圖表 6：2006 年上半年成本國際比較



資料來源：公司資料

開發和拓展天然氣業務

在中國不斷增長的天然氣市場上佔據著戰略性地位並擁有一支經驗豐富的管理團隊。天然氣業務關注迅速增長的沿海市場，國內第一個進口液化天然氣（LNG）項目——廣東 LNG 專案已於 2006 年 5 月順利投產，福建、浙江和上海項目正在緊張建設階段。公司在中國 LNG 領域的領先地位已牢固確立，並將為東南沿海地區的經濟發展和環境保護做出重要貢獻。

上游項目主要是印尼東固項目、澳大利亞西北大陸架專案、高更氣田等。海上天然氣項目不斷推進，主要有東海的春曉氣田群、南海西部的東方 1-1 氣田二期、南海東部的惠州 21-1 氣田。

天然氣的產量增長速度要快於原油，預測未來增長速度約 15%。

受不可抗力影響，2006 年油氣產量增長目標 9%的實現有一定難度。預計 2006 年油氣產量增長約 7.4%，未來 2 年油氣產量增長約 8.5%，儲量替代率高於 100%。

財務分析

產品價格變動是盈利增長的主要動力

從歷年財務報表可以看到，公司業績與產品價格有著很強的正相關性，幾乎所有利潤來自於油氣勘探及開採。近幾年的高油價使公司獲得了持續暴利，2003 年起業績就大幅增長，一年上一個臺階。根據我們的敏感性分析，油價每變動 5 美元/桶，06 年預期盈利變動約 8.8%。

成本控制得力，僅輕微上漲

每桶原油的全額生產成本不含產量稅增長速度遠低於油價上漲速度，2004 年、2005 年和 2006 年的成本增長速度僅 5.2%、3.5%和 1%。我們預計未來兩年的生產成本仍將控制較好。

特別權益金削弱盈利能力

2006 年二季度開始徵收的特別權益金削弱了中海油的盈利能力。2006 預計增加費用 50 億，2007 年、2008 年約 57 億、63.5 億。

財務狀況繼續保持良好態勢

油氣價格的持續大幅上漲和產量的提高為公司帶來了充裕的現金流，也進一步優化了公司的財務結構，提升公司抵抗風險的能力。公司 2005 年現金及等價物有 90 億，預期 2006 年底為 144 億、2007 年底為 229 億；公司 2006 年每股經營性現金流量預計為 0.86 元，2007 年預計為 0.93 元。

資產負債率穩步下降，由 2005 年的 36%下降到 2006 年的 30%，以及 2007 年的 27%。

我們認為，油氣價格未來仍將高位運行，公司財務狀況將繼續保持良好態勢。

原油行業展望：油價高位運行

2006年原油需求反彈，供需基本平衡

三大權威國際機構（IEA、EIA 和 OPEC）的最新報告顯示，由於高油價對需求的抑制，2006年世界原油需求增長明顯放緩，但2007年仍將有所反彈，他們預計2006年的需求增長大致是102-120萬桶/天，而2007年的需求增長分別是154萬桶/天、150萬桶/天和129萬桶/天。需求增長主要來自中國在內的亞洲地區、北美和中東。

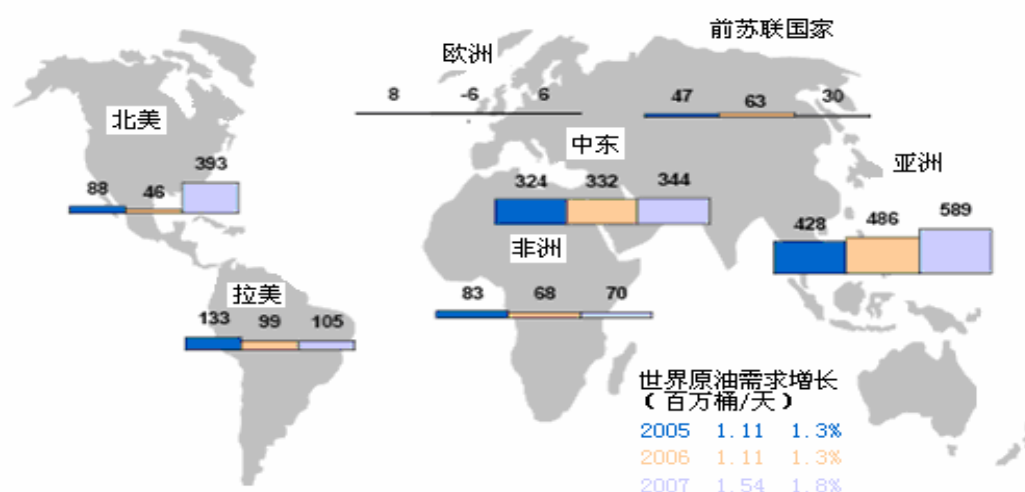
產量增長主要來自非OPEC國家，尤其是前蘇聯國家、拉丁美洲和非洲，增產在2007年將超過全年新增需求，約180萬桶/天。而OPEC國家的產量將略下降。由於控制產量的需要，剩餘產能將增加。

圖表 7：三大國際機構對世界原油供求形勢預測 (萬桶/天)

	2005年	2006年	2007年	2006年增長量	2007年增長量
IEA預測					
世界總需求	83.59	84.68	86.22	1.09	1.54
非OPEC總供應	50.23	51.04	52.84	0.81	1.8
EIA預測					
世界總需求	83.8	85	86.5	1.2	1.5
世界總供應	84.4	84.7	86.5	0.3	1.8
OPEC國家預測					
世界總需求	83.21	84.23	85.52	1.02	1.29
非OPEC總供應	50.14	51.23	53	1.09	1.77

資料來源：IEA、EIA、OPEC

圖表 8：2005-2007年世界原油需求增長分佈 (千桶/天)



資料來源：IEA

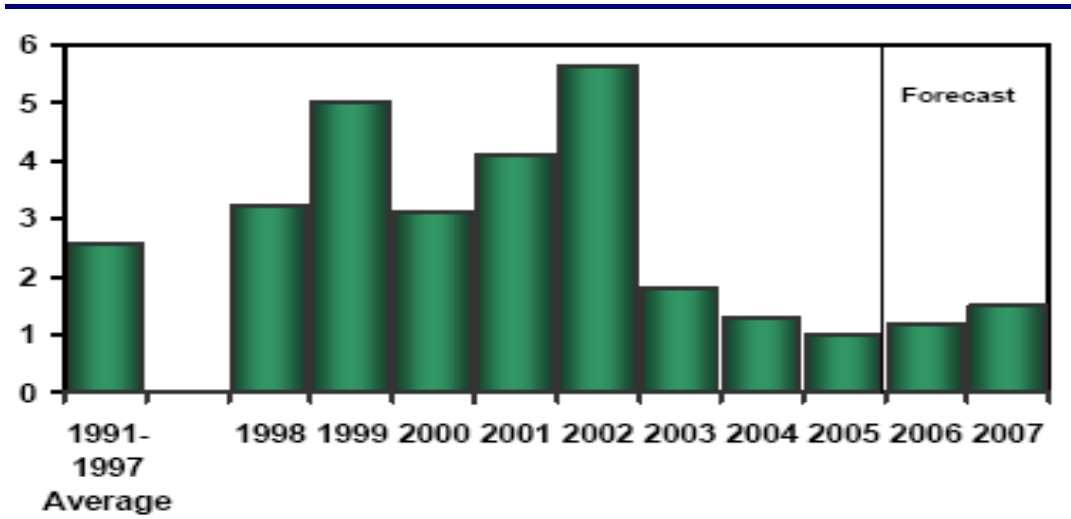
剩餘產能處於中等水準，但絕大部分受 OPEC 國家控制

世界剩餘產能最低值出現在2005年，預計2006年、2007年略有增長，剩餘產能約

為世界總需求的 3%，仍然處於較低水準，供應能力的安全邊際不夠高。

圖表 9：世界原油剩餘產能

(百萬桶/天)



資料來源：EIA

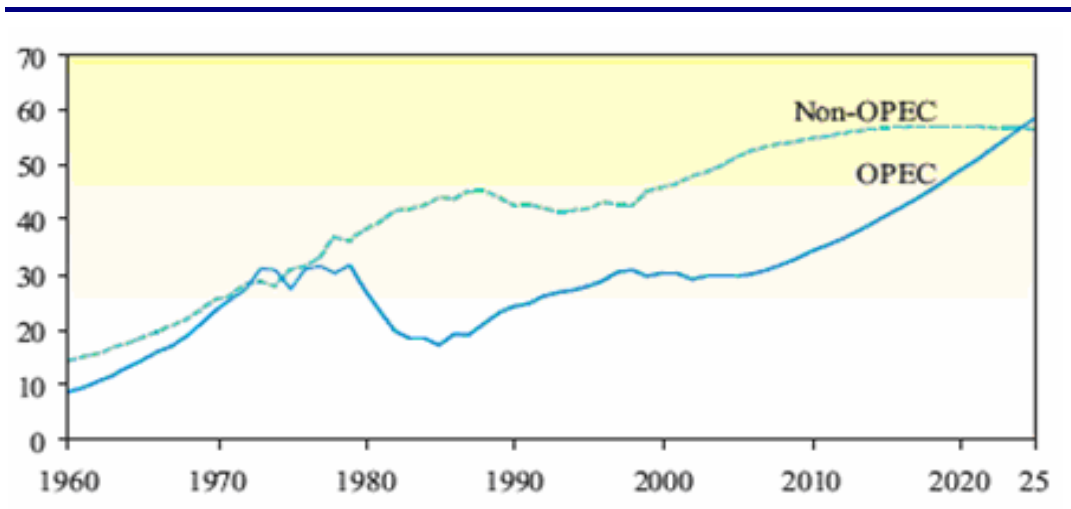
2006 年 9 月剩餘產能擴大至每日 260 萬桶。近期 OPEC 國家全面落實減產每日 120 萬桶的協議，剩餘產能將進一步擴大至每日 380 萬桶，相當於需求的 4.3%，處於中等水準。我們認為絕大部分剩餘產能掌握在 OPEC 國家手中，成員國控制油價的決心比剩餘產能的數位更為重要。

OPEC 國家具有調控油價的能力

油價漲跌很大程度控制在 OPEC 國家手中。OPEC 國家控制著全球約 40% 的原油供應和 78% 的探明原油儲量，有著舉足輕重的地位。而且未來 20 年，其產量將穩步上升並超過非 OPEC 國家。由於儲量有限以及部分國家地區過了原油產量頂峰，非 OPEC 國家未來增產空間並不大。因此，在相當長時間內，OPEC 國家成為世界原油主要供應商，其每一次的原油產量計畫都將對國際油價形成較有力的干預。

圖表 10：1960 年—2025 年 OPEC 和非 OPEC 原油產量

(百萬桶/天)



資料來源：OPEC

當 OPEC 國家意圖控制油價在一定範圍時，它會根據世界原油需求和非 OPEC 國家的原油產量倒算出自己的生產量，主要的剩餘產能保留在自己的手中。當世界原油需求旺盛時，它的剩餘產能就會減少；當世界原油需求衰退時，它就會減少生產量，增加剩餘產能。

OPEC 國家對現有世界原油利益分配格局非常不滿，認為 G7 國家通過徵收重稅賺取了大部分利潤，而 OPEC 國家是獲得了小部分利益。OPEC 國家可能會借助長期高油價來試圖改變現有的利益分配格局。

高油價符合 OPEC 國家的利益。本輪油價跌破每桶 60 美元就觸發了每日 120 萬桶的減產。很明顯他們更希望油價保持在高位，每桶 60 美元以下是他們不能接受的。我們認為今後如果油價繼續下跌至每桶 50 美元，將再次減產來控制油價。

全球資產流動性泡沫略受控制，但油價不會大幅度下跌

美國自 2001 開始實施的低利率寬鬆貨幣政策導致的全球資產流動性膨脹是商品市場此輪牛市形成和發展的重要因素。資產增值帶來的宏觀經濟強勁、通貨膨脹加劇、美元貶值、息差交易盛行等推動商品市場（包括原油）牛市的主要因素，全部與全球流動性泡沫有著非常密切的聯繫。

美國聯邦基金利率還沒有提高到使全球資產流動性泡沫破滅的程度。所以商品牛市仍然持續，原油價格不會大幅度下跌。

供應能力受到損失成爲常態，隨時會打破脆弱的供求平衡，從而導致油價暴漲

當部分產油國政治局勢依然動盪不安、恐怖襲擊、自然災害、意外事故等影響部分產能時，供應形勢將很容易出現緊張。不幸的是，這些不穩定因素已經成爲一種常態。每次事件都促使油價暴漲，加劇了油價的波動性。

我們認為高油價仍將持續，預計 2007 年美國西德克薩斯中質油（WTI）價格正常波動區間大致爲每桶 55 至 70 美元，平均油價約爲每桶 65 美元。在需求資料變得更強勁、供應不穩定的時候，油價有突破每桶 70 美元的能力。布倫特原油（Brent）價格波動區間大致爲每桶 53 至 68 美元，平均油價約爲每桶 63 美元。

原油價格波動性很大，將在高價位大幅度震盪。世界經濟的短期走弱、需求的暫時疲軟將造成油價回落，這正是投資原油以及原油股票的大好機會。

原油股的投資策略是“買入並長期持有”。在 WTI 油價接近每桶 55 美元之時，則是積極買入的好機會。

業績預測

我們對中海油主要產品實現價格、產量的假設如下：

圖表 11：主要產品實現價格、產量的假設

	2004年实际	2005年实际	2006年预测	2007年预测	2008年预测
石油净产量（百万桶）	117.00	130.00	137.47	147.09	157.38
增长率（%）		11.11%	5.74%	7.00%	7.00%
天然氣净产量（十亿立方英尺）	133.00	142.00	168.46	193.73	222.79
增长率（%）		6.77%	18.63%	15.00%	15.00%
合計油气净产量（百万桶油当量）	140.00	155.00	166.51	180.49	195.80
增长率（%）		10.71%	7.43%	8.40%	8.48%
实现油价（美元/桶）	35.41	47.31	60.00	60.00	61.00
实现气价（美元/千立方英尺）	2.75	2.82	3.18	3.43	3.71

資料來源：公司資料，第一上海

基於未來兩年公司原油產量和天然氣產量穩定增長和高油價的預期，公司經營業績仍將繼續獲得豐厚利潤。以下是我們的預測結果。

圖表 12：公司未來三年盈利預測表

單位：億元

	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测
营业额	552	695	903	961	1035
增长率（%）		25.78%	30.02%	6.40%	7.73%
费用	(328)	(333)	(445)	(487)	(533)
增长率（%）		1.36%	33.72%	9.41%	9.45%
营业利润	224	362	458	474	502
税前利润	231	363	463	482	513
所得税	(69)	(110)	(148)	(154)	(164)
净利润	162	253	315	328	349
增长率（%）		56.45%	24.32%	4.08%	6.49%
EPS(元/股)	0.394	0.617	0.727	0.756	0.805

資料來源：公司資料，第一上海

公司業績對油價高度敏感，敏感性分析如下：原油價格由 60 美元/桶開始，上升 5 美元/桶，公司 EPS 上升 8.8%；上升 10 美元/桶，公司 EPS 上升 17.74%；下降 5 美元/桶，公司 EPS 下降 8.94%；下降 10 美元/桶，公司 EPS 下降 17.88%。

圖表 13：業績對油價敏感性分析

	油价（美元/桶）	2006年 EPS（元/股）	变动幅度
场景 1	75	0.856	17.74%
场景 2	70	0.791	8.80%
基准	60	0.727	0.00%
场景 3	55	0.662	-8.94%
场景 4	50	0.597	-17.88%

資料來源：第一上海

估值

目前國際油氣公司平均市盈率為 9.86 倍，中海油略低於平均水準。

但是，中海油產量增長速度較快，以及擁有成本優勢，未來業績增長速度將快於國際同行，因此可以有一定估值溢價。

我們評級為買入，設定其 12 個月目標價為 7.5 港元，相當於 07 年預測每股收益的 10 倍。

圖表 14：國際油氣公司估值

公司名称	2005年PE	2006年预测PE	2007年预测PE	2005年PB
中国石油	10.63	9.91	9.90	2.89
中国石化	11.86	10.54	9.01	2.12
埃克森美孚	11.39	11.62	11.88	3.81
雪佛龙德士古	8.78	8.67	9.17	2.18
英国石油	10.35	10.45	10.09	2.69
戴文能源	8.93	10.64	8.91	1.78
阿纳达科	7.35	8.58	7.38	1.60
阿帕奇	7.83	8.47	7.91	1.70
平均值	9.64	9.86	9.28	2.35

資料來源：彭博

風險因素

業績受原油價格劇烈波動的影響

中海油的業績將面臨國際油價頻繁劇烈波動的價格風險。如我們敏感性分析所述，油價波動 5 美元/桶，則公司業績變動約 8.8%。

最近兩年，國際油價的波動幅度都超過 20 美元/桶。我們預計 2007 年國際油價的波動幅度約 15 美元/桶。

勘探風險

在深水海域和海外勘探面臨比較大的風險。尤其是海外，除了獲得專案的難度大、代價高、技術局限性外，跨國油氣勘發還存在著較大的政治風險和經濟風險。

財務報表摘要

損益表

人民币亿元，财务年度截至12月31日

	04年 实际	05年 实际	06年 预测	07年 预测	08年 预测
收入	552.2	694.6	903.0	960.8	1,035.0
费用	(328.4)	(332.8)	(445.1)	(486.9)	(532.9)
其他业务收入	1.5	1.4	1.0	1.2	1.3
销售及管理费用	(10.6)	(13.7)	(14.1)	(15.3)	(16.6)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运利润	223.9	361.7	458.0	473.8	502.1
财务开支	(2.1)	(4.5)	(3.0)	0.0	3.0
联营公司	3.4	3.1	3.5	3.5	3.5
税前盈利	231.2	363.0	463.0	481.8	513.1
所得税	(69.3)	(109.8)	(148.1)	(154.2)	(164.2)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	161.9	253.2	314.8	327.7	348.9
折旧及摊销	54.6	59.6	66.5	72.1	78.2
EBITDA	285.7	422.7	529.5	554.0	591.3
增长					
总收入 (%)	< >	25.8%	30.0%	6.4%	7.7%
EBITDA (%)	< >	47.9%	25.3%	4.6%	6.7%
净利润 (%)	< >	56.5%	24.3%	4.1%	6.5%

资产负债表

人民币亿元，财务年度截至12月31日

	04年 实际	05年 实际	06年 预测	07年 预测	08年 预测
现金	140.9	89.9	144.3	229.4	324.2
应收账款	42.8	52.8	63.3	66.5	69.8
存货	11.5	12.0	14.4	15.1	15.9
其他流动资产	157.8	289.5	308.4	318.7	329.4
总流动资产	352.9	444.2	530.4	629.6	739.3
固定资产	571.8	666.3	784.5	906.7	1,033.0
无形资产	0.0	13.0	14.3	15.0	15.8
其他	13.3	24.2	27.1	27.4	27.6
总资产	938.0	1,147.7	1,356.3	1,578.7	1,815.7
短期负债					
应付帐款	31.0	28.7	25.8	27.1	28.5
短期银行贷款	0.2	8.3	5.0	5.0	5.0
其他	72.8	99.2	97.8	101.0	104.3
总短期负债	104.0	136.2	128.6	133.1	137.7
长期银行贷款	8.7	0.2	3.5	3.5	3.5
其他负债	260.9	275.2	283.5	288.5	294.0
总负债	373.6	411.6	415.7	425.1	435.3
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	564.4	736.0	940.7	1,153.6	1,380.4
每股账面值(元)	1.4	1.8	2.2	2.7	3.2
营运资金	248.9	308.1	401.9	496.6	601.6

财务分析

	04年 实际	05年 实际	06年 预测	07年 预测	08年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	40.5%	52.1%	50.7%	49.3%	48.5%
EBITDA 利率 (%)	51.7%	60.9%	58.6%	57.7%	57.1%
净利率 (%)	29.3%	36.5%	34.9%	34.1%	33.7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-1.9%	-2.0%	-1.6%	-1.6%	-1.6%
实际税率 (%)	-30.0%	-30.2%	-32.0%	-32.0%	-32.0%
股息支付率 (%)	< >	31.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应付账款天数	0.3	8.9	4.0	3.7	3.4
应收账款天数	7.5	6.2	5.7	5.7	5.5
财务状况					
净负债/股本	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
收入/总资产	0.59	0.61	0.67	0.61	0.57
总资产/股本	1.66	1.56	1.44	1.37	1.32

现金流量表

人民币亿元，财务年度截至12月31日

	04年 实际	05年 实际	06年 预测	07年 预测	08年 预测
EBITDA	285.7	422.7	529.5	554.0	591.3
融资成本	2.3	7.4	7.0	5.0	3.0
营运资金变化	4.5	1.2	(17.1)	(0.9)	0.6
所得税	(69.3)	(109.8)	(148.1)	(154.2)	(164.2)
营运现金流	223.3	321.5	371.3	403.9	430.8
资本开支	(186.2)	(174.7)	(193.6)	(195.6)	(204.9)
其他投资活动	(59.9)	(118.8)	(13.0)	(8.6)	(8.9)
投资活动现金流	(246.1)	(293.5)	(206.6)	(204.2)	(213.8)
负债变化	81.3	(0.2)	0.0	0.0	0.0
股本变化	(0.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(61.0)	(77.7)	(110.2)	(114.7)	(122.1)
其他融资活动	80.7	(0.0)	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	19.7	(77.9)	(110.2)	(114.7)	(122.1)
现金变化	(3.1)	(49.8)	54.4	85.0	94.8
期初持有现金	144.0	140.9	89.9	144.3	229.4
期末持有现金	140.9	89.9	144.3	229.4	324.2

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。

©2006 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。