

買入

2006年7月18日

以質取勝，行業整合的受益者

- 行業高度分散，未來整合為市場領導者提供增長機會：** 在2002-2005年間，中國三大豬肉供應商，當中包括雙彙發展、大眾食品及雨潤食品合共屠宰豬只數目每年均以超過百分之三十的增長速度擴張。但三家企業合共的市場佔有率約只為3.3%，加上目前國內一般國營小型屠宰場因經營不善而虧損嚴重。因此我們預期享有較佳成本效益的市場領導者將可透過並購而持續擴張，為日後業務發展打下良好的基礎。
- 產品發展策略得宜：** 集團特別著重對冷鮮肉和低溫肉製品的發展，我們認為這發展策略長遠將有助集團盈利的增長，因為冷鮮肉和低溫肉製品這兩大產品的毛利率分別比冷凍肉和高溫肉製品的毛利率高出約四至五個百分點。另外，低溫肉製品在高端市場(如酒店及大型連鎖餐館等)的滲透力亦比較強，這有助推動集團拓展新市場及增加產品的市場佔有率。
- 市民消費模式改變為未來業務發展的催化劑：** 目前中國市民普遍仍是以到傳統菜市場購買室溫豬肉為主，但我們預期這種消費模式將隨著市民收入增加及對衛生要求提高而改變。加上近年國內超市發展急速擴張，令市民逐步轉到超市里購買冷鮮肉。我們預期超市的持續發展將令市民的消費模式產生結構性改變，對以冷鮮肉為主要銷售產品的雨潤帶來正面的刺激作用。
- 預測 06-08 年間盈利複合增長 30%：** 我們認為公司未來盈利將受惠於集團產能擴張及市場佔有率提高而維持高增長水平，預期集團盈利於2006-2008年間的複合增長率為30%，2008年度預測淨利潤將達7.8億元人民幣。
- 12個月目標價 7.2 港元，評級買入：** 我們以香港市場行業平均之18倍PE及07年預測之每股收益為雨潤食品進行估值，確定其12個月目標價為7.2港元，相比現價有25%上升空間，故我們給予雨潤買入評級。

餘家豪

852-25321576

leo.yu@firstshanghai.com.hk

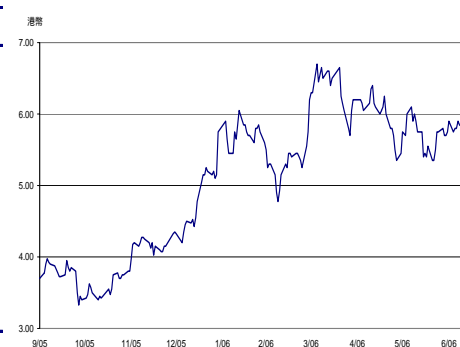
主要資料

行業	消費品 (食品)
股價	5.75 港元
目標價	7.2 港元 (+25%)
股票代碼	1068
已發行股本	14.5 億股
市值	83.4 億港元
52 周高/低	3.20—6.75 港元
每股淨現值	1.59 港元
主要股東	Willie Holding Limited (51.53%) 高盛 (8.66%)

表 1：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 (百万人民币)	2,593	4,454	5,991	7,458	10,173
变动 (%)		72	35	24	36
净利润 (百万人民币)	169	359	531	588	782
每股摊薄收益 (人民币)	0.18	0.34	0.37	0.40	0.54
变动 (%)		86	6	11	33
市盈率 (倍)	30.9	16.6	15.6	14.1	10.6
每股派息 (人民币)	0.00	0.07	0.09	0.10	0.13
息率 (%)	0.00	1.19	1.60	1.78	2.36

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


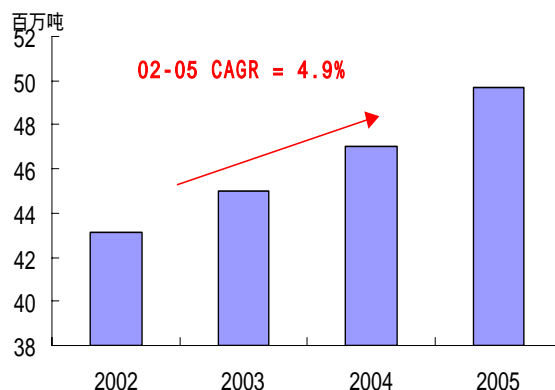
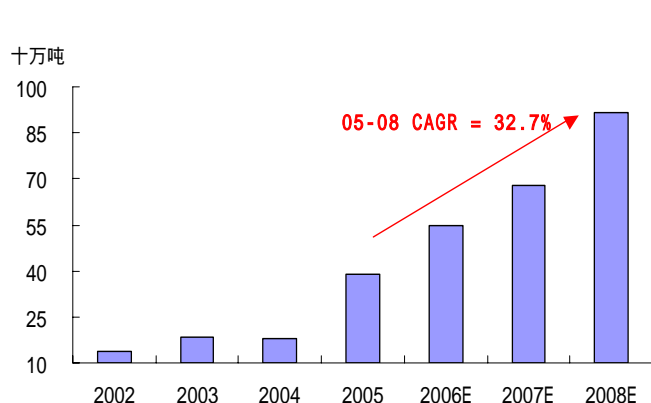
來源：彭博

中國三大肉製品供應商之一

預期 06-08 年間集團豬肉產量複合增長率達 32.7%

中國雨潤食品為中國三大肉製品供應商之一，主要於中國從事生產及供應多種生肉（冷鮮肉及冷凍肉）及豬肉製品為主的深加工肉製品（低溫肉製品及高溫肉製品）。於 2002-2005 年間，集團豬肉產量的複合增長率為 41.9%，遠高於平均行業同期的 4.9%。我們認為集團未來豬肉產量增長仍將超越行業的平均值，預期集團豬肉產量於 06-08 年間的複合增長率約為 32.7%。

圖 1：雨潤食品於 2002-2008 年間豬肉產量增長 圖 2：中國於 2002-2005 年間豬肉產量增長



資料來源：公司資料、第一上海預測

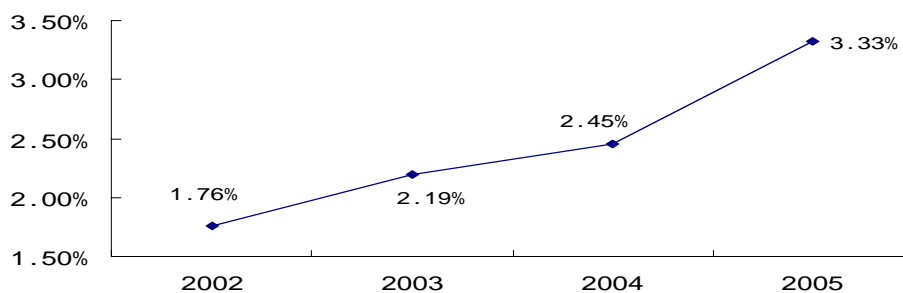
資料來源：中國國家統計局

行業整合為市場領導者提供業務增長機遇

行業高度分散，三大供應商在 05 年度合共的市場佔有率只有 3.3%

在 2002-2005 年間，中國三大豬肉供應商，當中包括雙彙發展、大眾食品及雨潤食品合共屠宰豬只的數目每年均以超過百分之三十的增長速度擴張。但三家企業合共的市場佔有率約只有 3.3%，反映出行業呈高度分散格局。市場主要以規模較小的地區性國營小型屠宰場為主，目前這些國營小型屠宰場因經營不善而長期錄得虧損。隨著行業競爭日趨激烈，加上國內政府對食品衛生的監管日趨嚴謹，我們預期享有較佳成本效益及配備現代化設備的領導者的市場佔有率將持續提升，並可透過並購經營不善的同業而持續擴張，為日後業務發展打下良好的基礎。

圖 3：三大豬肉供應商于 2002 至 2005 年間市場佔有率

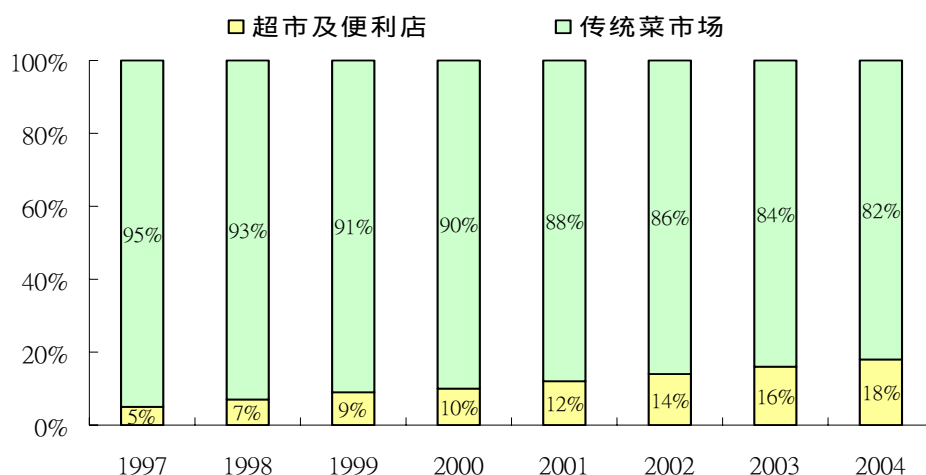


資料來源：公司資料、中國肉類協會

市民消費模式改變為業務發展的催化劑

中國市民普遍仍是以到傳統菜市場及雜貨店購買室溫豬肉為主，但近幾年這種消費模式開始出現結構性轉變。根據 Access Asia 的統計資料表明，傳統菜市場的生肉銷售占總體生肉銷售比例已從 1997 年的 95% 持續下降至 2004 年的 82%。

圖 4：中國生肉市場於 1997-2004 年間市場佔有率分佈



資料來源：Access Asia

超市發展將加速冷鮮肉普及化

隨著中國國民收入增加及對衛生要求的提高，我們預期市民轉到大型超級市場或便利店購買冷鮮肉的比例將持續提升。加上近年國內超級市場和便利店分店數目急速擴張，其中大型超級市場(全年營業額超過 500 萬人民幣)的門店數目更從 2002 年的 10,281 家增至 2004 年的 13,494 家，期內複合增長率為 17%，而期內便利店門店數目的複合增長率更達 53%。我們認為大型超市的持續發展，為擁有較大規模的冷鮮肉及冷凍肉製品供應商如中國雨潤食品等帶來發展機會。主要因超市的發展能加速冷鮮肉普及化，此外，分銷模式的改變令銷售費用大幅上升，令原本經營困難的小型供應商的經營空間日漸收窄，從而加速行業的整合。

圖 5：國內超市門店數目於 2002 年至 2004 年的增長情況

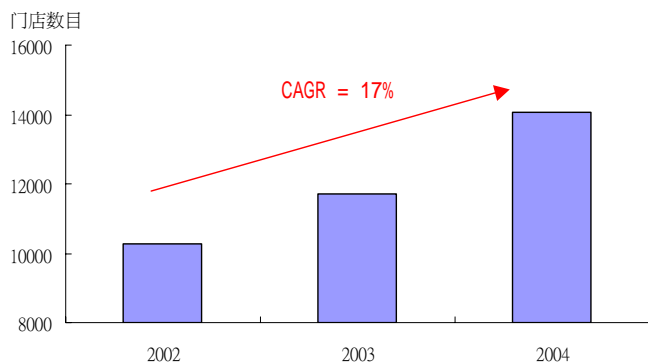
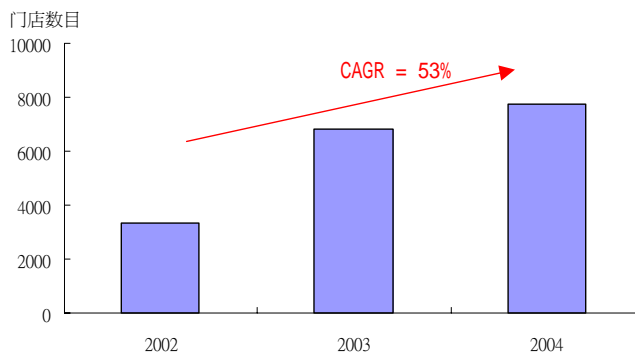


圖 6：國內便利店門店數目於 2002 年至 2004 年的增長情況



資料來源：2005 年度中國統計年鑒

資料來源：2005 年度中國統計年鑒

業務分析

產品組合多元化

雨潤產品主要可分為四大類，分別為上游產品的冷鮮肉、冷凍肉及下游產品的低溫肉產品和高溫肉產品。集團產品組合多元化以配合不同消費者口味和提高產品市場佔有率，旗下產品種類超過 900 種，並以其主要品牌「福潤」、「雨潤」、「旺潤」及「大眾肉聯」于國內營銷。

表 2：集團四大產品分類比較

	制作溫度	保存溫度	保存期	產品特質	產品種類
上游產品					
冷鮮肉	0-4	0-4	7日	生肉	77
冷凍肉	0-4	-18	1年	生肉	58
下游產品					
低溫肉制品	85-99	0-4	1-3月	直接食用或稍作加熱後食用	545
高溫肉制品	121	一般室溫	3月-1年	直接食用或稍作加熱後食用	226

資料來源：公司資料、第一上海

產品發展策略得宜

預期 06-08 年間集團冷鮮肉銷售量複合增長率達 46.9%

過去幾年間，集團特別著重對冷鮮肉和低溫肉製品的發展。于 2005 年度，集團冷鮮肉和低溫肉製品的銷售量分別較 2004 年同期上升 237%和 14%。集團管理層亦表示未來公司的發展方向亦大致相同。我們預期集團冷鮮肉和低溫肉製品的銷售量將分別由 2005 年度的 20.2 萬噸和 6.5 萬噸增至 2008 年度的 64 萬噸和 10.9 萬噸，其 2005-2008 年間複合增長率將分別達至 46.9%和 18.7%。我們預期產品銷售量於 2007 年開始略為放緩，而預期 2008 年增長率則加快主因北京奧運會令旅遊及零售業發展加快所致。

表 3：雨潤產品於 2004-2008 年的銷售量情況

	2004	2005	2006預測	2007預測	2008預測
銷售量 (萬噸)					
冷鮮肉	6.0	20.2	33.0	42.6	64.0
冷凍肉	11.9	18.9	22.0	25.0	27.4
低溫肉制品	5.7	6.5	7.8	9.0	10.9
高溫肉制品	2.8	2.6	3.0	3.3	3.6
年增長率 (%)					
冷鮮肉		237%	63%	29%	50%
冷凍肉		59%	16%	14%	10%
低溫肉制品		14%	20%	15%	21%
高溫肉制品		-7%	17%	10%	9%

資料來源：公司資料、第一上海預測

致力開拓高端市場

我們認為這發展策略長遠有助集團盈利的增長，因為冷鮮肉和低溫肉製品這兩大產品的毛利率分別比冷凍肉和高溫肉製品的毛利率高出約四至五個百分點。此外，低溫肉製品在高端市場(如酒店及大型連鎖餐館等)的滲透力亦比較強，而產品售價亦較一般超市產品售價為高。我們相信這有助推動集團拓展新市場及增加旗下產品的市場佔有率。根據管理層表示，集團低溫肉製品目前在上海酒店市場的佔有率約為60%。

表 4：2004-2008 年度雨潤各產品毛利率

	2004	2005	2006預測	2007預測	2008預測
毛利率 (%)					
冷鮮肉	11.0%	12.3%	12.5%	13.0%	13.2%
冷凍肉	7.0%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
低溫肉製品	21.2%	23.3%	23.0%	22.8%	22.5%
高溫肉製品	18.1%	17.5%	17.3%	17.0%	16.5%
集團整體毛利率	14.6%	14.3%	14.2%	14.2%	14.2%

資料來源：公司資料、第一上海預測

產品價格上升，惟活豬價格上升輕微影響毛利率

活豬價格自 04 年第三季
下跌至今超過 30%

中國活豬價格自 2004 年第三季起回落，至今累積跌幅超過百分之三十。受到活豬價格回調所影響，集團去年冷鮮肉及冷凍肉平均售價亦較前年分別下跌超過 5.5%和 19.5%。我們認為豬價近年下跌主要是受活豬供過於求有關。自 2003 年 5 月至 2004 年 9 月期間，國內活豬價格大幅上升 68%。受利潤驅使，豬農不斷加大對活豬市場的資源投放，造成活豬存欄量大幅上升，活豬上市量增加令價格不斷受壓。但我們預期活豬價格經過 20 個月的調整期已令各地養殖戶紛紛宰殺淘汰母豬，令母豬存欄比重大幅下降。

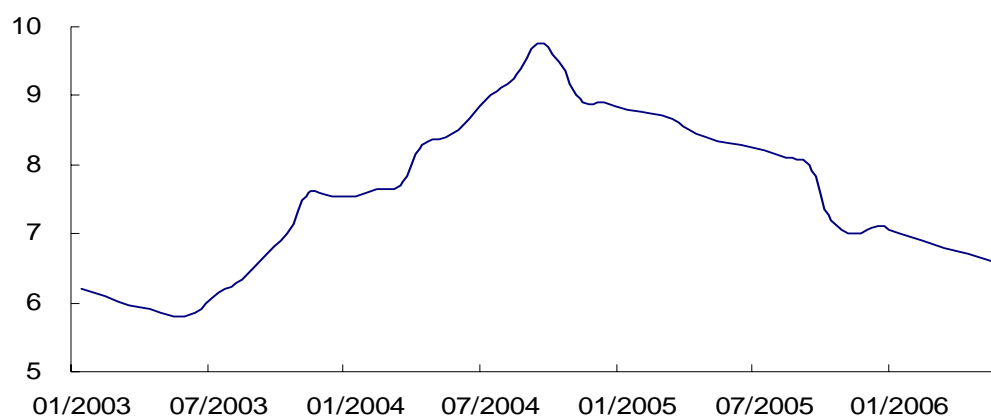
預期活豬價格將於今年
第四季開始回升

根據中國農業資訊網的調查，國內大部份地區經歷上半年大幅宰殺淘汰母豬後，目前的活豬存欄量已經降至正常水平或以下。國家農業部資料顯示截止今年 5 月底，山東省能繁殖母豬數量及出欄活豬量分別較去年同期減少約 8.6%和 4.2%。而湖北省 23 個省級養豬場能繁殖母豬數量和活豬銷售量亦分別下調約 10%和 66%。此外，活豬主產大縣重慶市榮昌縣能繁殖母豬已降至 10 萬頭左右，同比下降 16%，因此我們預期未來國內活豬供過於求的情況將會逆轉。但由於目前已踏入夏季(傳統為肉類消費品淡季)，豬價低迷時期還可能持續多三個月左右，另外業內普遍對國慶前後的行情看好，因此我們預期國內活豬價格將於第四季度開始回升。

集團上游產品價格主要跟隨活豬價格的走勢，因此活豬價格的波動對其影響並不大。但下游產品則可能受活豬價格大幅上調而令其毛利收窄。總括來說，我們認為豬價上升對集團整體毛利的影響較為不利。

圖 7：國內活豬平均格價走勢圖

(人民幣/公斤)



資料來源：中國農業部、第一上海

產品售價將穩步上升

我們預期集團冷鮮肉及冷凍肉售價將隨著活豬價格回升而穩步上揚，而集團下游產品價格亦會得到相應上調。但由於下游產品面對行內競爭日趨激烈，加上原材料價格不斷上升，因此我們預期未來產品毛利率將輕微下調。

表 5：雨潤於 2004-2008 年預測各產品平均售價

产品售价(人民币/公斤)	2004	2005	2006预测	2007预测	2008预测
冷鲜肉	10.6	10.0	9.5	9.6	9.8
冷冻肉	10.0	8.1	7.6	7.8	7.9
低温肉制品	14.6	15.3	15.5	15.7	15.9
高温肉制品	9.7	9.4	9.5	9.6	9.8

資料來源：公司資料、第一上海預測

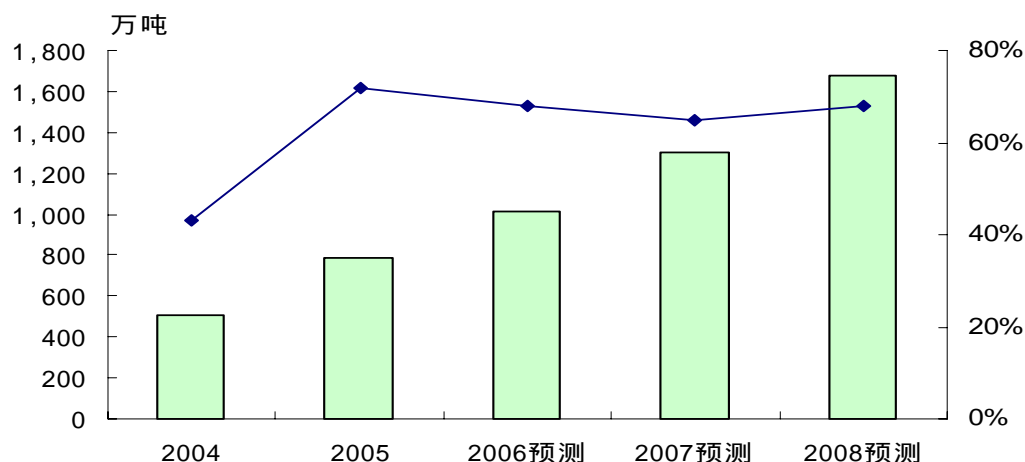
盈利增長動力

公司產能持續擴張

預期集團上游及下游產品產能於 05-08 年間複合增長率將分別達 28.9% 和 15.3%

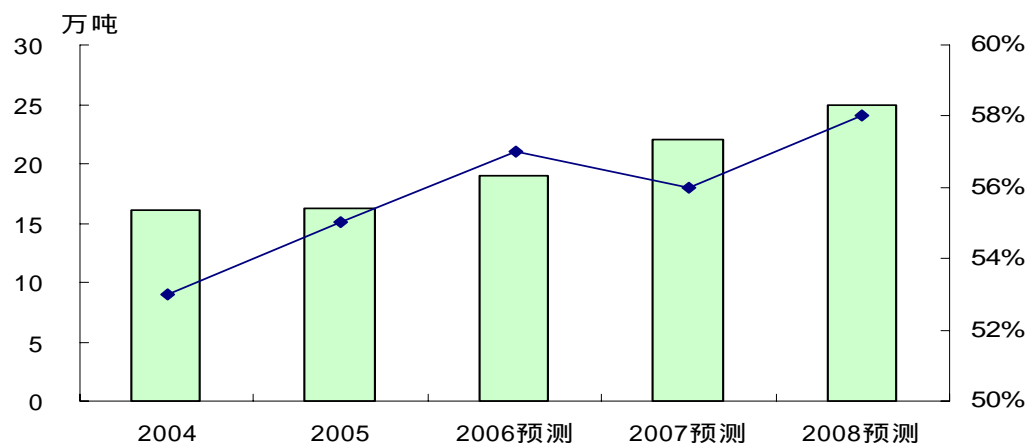
雨潤管理層表示集團未來盈利增長動力主要來自產能擴張，並預期集團屠宰場最大屠宰豬只數目將由 2005 年的 785 萬頭增至 2007 年的 1,300 萬頭，而下游深加工食品產能亦由 2005 年的 16.3 萬噸增至 2007 年的 22 萬噸。我們預測集團每年最大屠宰豬只數量和下游食品產能於 2005-2008 年間複合增長率分別將達 28.9% 和 15.3%。由於集團屠宰場產能在去年大幅提升 55%，因此我們預期其屠宰場每年平均使用率將于未來兩年間有所下調，但預期於 2008 年開始回升，而下游食品廠房的使用率預期將穩中有升。

圖 8：雨潤屠宰場於 2004-2008 年預測產能及平均使用率



資料來源：公司資料、第一上海預測

圖 9：雨潤深加工食品廠房於 2004-2008 年預測產能及平均使用率



資料來源：公司資料、第一上海預測

市場佔有率上升

集團純利 05-08 年間複
合增長率達 29.6%

通過產能擴張後，我們預期集團營業額將由 2005 年 44.5 億元人民幣升至 2008 年 101.7 億元人民幣，期內複合增長率達 31.7%。而預期集團純利亦將由 2005 年 3.6 億元人民幣升至 2008 年 7.8 億元人民幣，期內複合增長率達 29.6%。由於集團未來發展策略將著重對冷鮮肉的發展，因此我們預期其銷售占總營業額比例將由 2005 年的 42.2% 升至 2008 年的 59.6%。預期集團在國內生肉市場的佔有率將由 2005 年的 0.79% 升至 2008 年的 1.84%。

圖 10：雨潤於 2004-2008 年間營業額預測

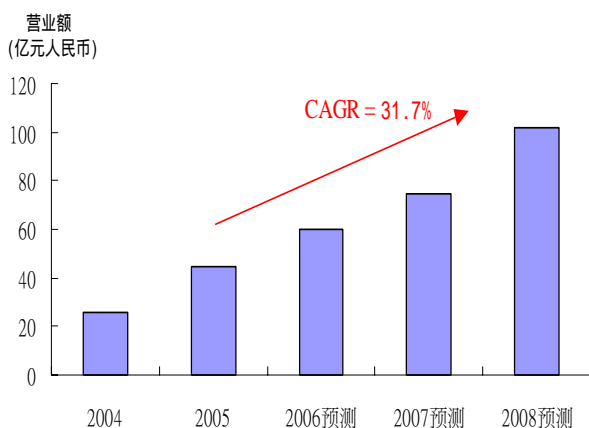
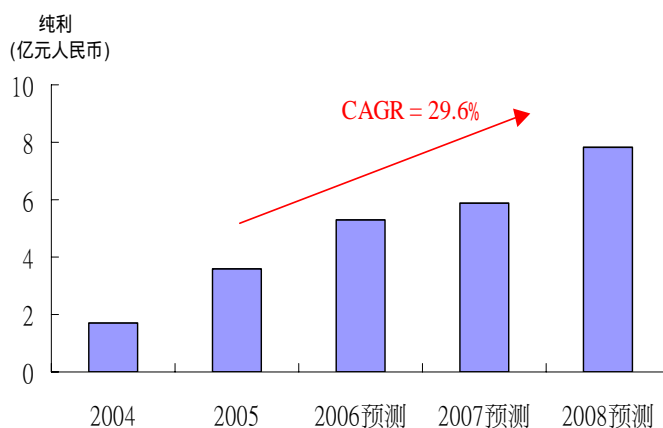


圖 11：雨潤於 2004-2008 年間純利預測



資料來源：公司資料、第一上海預測

資料來源：公司資料、第一上海預測

行業整合機遇

在過去十多年來，雨潤不斷透過並購一些經營不善的屠宰場及工場，並憑藉其管理經驗將收購業務轉虧為盈，令集團業務迅速發展。目前集團共有 10 個冷鮮肉及冷凍肉生產設施及 10 個深加工肉製品生產設施，當中 8 個冷鮮肉及冷凍肉生產設施及 6 個深加工肉製品生產設施都是由並購同業所得。我們預期未來行業整合潮將為集團帶來更多業務擴充及盈利增長的機遇。

集團管理層表示日後並購專案時主要考慮因素如下：

1. 地點 — 需考慮新專案能否與現有設施配合，帶來協同效益
2. 交通物流 — 因冷鮮肉保存期較短，需要有效率的物流網路配合
3. 附近民居的平均消費能力 — 直接影響產品的議價能力
4. 豬源及豬價 — 穩定豬源及豬價將直接影響其生產廠房的營運效益

財務分析

受產品組合變化影響，
整體毛利率回落

我們看到集團毛利率從 2004 年的 14.6% 下跌至 2005 年的 14.3%，這主要受集團產品銷售組合改變有關。由於集團近年著重對冷鮮肉產品等上游產品的發展，其毛利率較下游產品為低，因此令集團整體毛利率下跌。從個別產品毛利率來看，集團大部份產品在 2005 年的毛利率均有上調(詳情可參閱上文表 4)。我們預期行內競爭日趨激烈將對集團毛利情況構成負面影響，但集團積極研究推出新產品將有助舒緩整體毛利下調的壓力。集團在 2004 及 2005 年共推出約一百種新產品。

表 6：雨潤產品組合銷售分佈

	2004	2005	2006預測	2007預測	2008預測
銷售(占總營業額比例)					
冷鮮肉	21.6%	42.2%	49.7%	52.8%	59.6%
冷凍肉	40.6%	31.9%	26.6%	25.0%	20.6%
低溫肉制品	28.5%	20.8%	19.1%	18.2%	16.5%
高溫肉制品	9.3%	5.1%	4.6%	4.1%	3.4%

資料來源：公司資料、第一上海預測

有效稅率大幅減低帶動
05 年純利大幅增長 113%

2004 年 8 月至 12 月期間，集團為上市準備而進行重組、整頓公司業務及其架構，因而獲得稅務豁免優惠。這使集團有效稅率由 2004 年的 23.8% 大幅回落至 2005 年的 2.1%，並令集團純利率由 2004 年的 6.5% 上升至 2005 年的 8.1%，2005 年純利亦較同期大幅上升 113%。我們預期公司有效稅率將於 2007 年回升至約 12% 水平左右。根據我們的敏感程度分析所得，集團有效稅率每上升一個百分點將導致預測純利下調約 1.2% 左右。

銷售費用對營業額比例
受惠于規模效益增強而
下調

集團銷售及行政費用對營業額的比例分別從 2004 年的 5.1% 和 2.5% 下跌至 2005 年的 4.0% 和 1.9%，這主因業務擴充後的規模效益所致。管理層表示日後銷售及廣告推廣方面的開支將會相應提升，但我們預期集團銷售對營業額比例仍將維持在現時水平或略為下調，主要因規模效益所致。而我們認為集團行政費用對營業額比例於 2006 年將輕微上升，主要因集團於去年年底上市，其上市後的行政費用並未於 2005 年全部反映。

產品銷售組合改變令應
收帳款回收天數及庫存
周轉天數持續回落

營運資料方面，集團於 2005 年度的應收帳款回收天數、應付帳款周轉及庫存周轉天數均較同期回落。由於集團表示未來將加多對冷鮮肉等上游產品的發展，造成受集團產品銷售組合改變。而冷鮮肉產品一般保存天數較深加工肉製品為短，所以我們預期應收帳款回收天數及庫存周轉天數在未來將持續回落。

表 7：雨潤主要財務資料

	2004	2005	2006预测	2007预测	2008预测
盈利能力					
毛利率	14.6%	14.3%	14.2%	14.2%	14.2%
经营利润率	10.2%	8.9%	8.6%	8.5%	8.7%
纯利率	6.5%	8.1%	8.9%	7.9%	7.7%
成本比率					
销售费用对营业额	5.1%	4.0%	4.0%	4.0%	3.8%
行政费用对营业额	2.5%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%

資料來源：公司資料、第一上海預測

表 8：雨潤及競爭對手于 2005 年度之財務資料比較

	雨 潤 食 品	双 汇 发 展	大 众 食 品
盈 利 能 力			
毛 利 率	14.3%	11.0%	12.5%
经 营 利 润 率	8.9%	5.2%	9.8%
纯 利 率	8.1%	2.8%	9.6%
基 本 运 营 数 据			
应 收 帐 款 回 收 天 数	27	2	3
应 付 帐 款 回 收 天 数	14	12	4
库 存 周 转 天 数	40	23	42
年 增 长 率			
营 业 额	71.8%	33.9%	17.4%
纯 利	113.0%	24.5%	19.6%

資料來源：公司資料、第一上海

估值

現價估值偏低

現價估值較香港市場行業平均值為低

雨潤之現價 06 及 07 年 PE 分別為 15.6 和 14.1 倍，相較香港上市的食品/飲料公司平均 06 及 07 年預測 PE 的 22.1 和 18.4 倍為低。而其主要競爭對手雙彙發展 (000895 CH) 和大眾食品 (DFH SP) 分別在中國 A 股市場和新加坡市場上市，由於兩地市場之平均 PE 和投資者等均和香港市場有所不同，故不用二者來和雨潤做直接比較，列出他們的 PE 僅作為參考之用。

表 9：雨潤估值比較

	2005年度P/E (倍)	2006年度預測P/E (倍)	2007年度預測P/E (倍)
香港上市的食品/飲料公司			
蒙牛乳業 (2319 HK)	26.0	21.5	17.5
福記食品 (1175 HK)	27.3	20.4	13.9
王朝酒業 (828 HK)	18.7	17.2	14.7
康師傅(322 HK)	25.9	22.0	19.7
青島啤酒 (168 HK)	36.2	30.8	27.6
金威啤酒 (124 CH)	22.5	20.6	16.8
平均	26.1	22.1	18.4
雨潤主要競爭對手			
雙匯發展 (000895 CH)	45.8	35.5	29.8
大眾食品 (DFH SP)	7.3	8.7	6.9
平均	26.6	22.1	18.4
雨潤食品 (1068 HK)	16.6	15.6	14.1

資料來源：彭博資訊、公司資料、第一上海預測

12 個月目標價 7.2 港元，評級為買入

12 個月目標價距離現價有 25% 上升空間

我們以香港市場行業平均之 18 倍 PE 及 07 年預測之每股收益為雨潤食品進行估值，確定其 12 個月目標價為 7.2 港元，相比現價有 25% 上升空間，故我們給予雨潤買入評級。

主要風險

疫症爆發令活豬供應出現短缺

集團的活豬來源主要依賴豬農供應，一旦疫症爆發，集團可能因活豬供應量不足而嚴重影響旗下肉製品工場的正常運作，令整體盈利率下降，甚至出現嚴重虧損。

原材料價格上漲

原材料價格近年不斷上漲，令企業生產成本不斷上升。集團的深加工肉製品業務可能受活豬、燃料及包裝材料等價格上升而令其盈利下跌。

盈利增長受有效稅率上升影響

集團的有效稅率將於 2007 年起回升，這將令集團於 2007 年出現盈利增長放緩的情況，並令其經營風險增加。

消費者喜好或出現結構性轉變

集團雖然為中國三大肉製品供應商之一，但旗下大部份產品都是以豬肉為主。若中國市民的飲食習慣出現結構性轉變，這將對集團經營狀況及盈利能力出現嚴重影響。

主要財務報表

损益表

<人民币百万>, 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	2,592.7	4,454.0	5,991.3	7,457.6	10,173.4
毛利	378.0	639.0	849.9	1,060.8	1,440.8
其他业务收入	85.3	23.4	23.0	23.0	23.0
销售及管理费用	(197.9)	(264.5)	(359.5)	(447.5)	(579.9)
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运收入	265.5	397.9	513.5	636.4	883.9
财务开支	(43.8)	(31.0)	28.5	31.7	35.6
联营公司	0.0	(0.5)	0.0	0.0	0.0
税前盈利	221.7	366.4	542.0	668.1	919.5
所得税	(52.7)	(7.7)	(11.4)	(80.2)	(137.9)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	169.0	358.7	530.6	587.9	781.6
折旧及摊销	49.9	43.2	58.6	78.8	96.8
EBITDA	315.3	441.0	572.0	715.2	980.7
增长					
总收入 (%)	不适用	71.8%	34.5%	24.5%	36.4%
EBITDA (%)	不适用	39.9%	29.7%	25.0%	37.1%

资产负债表

<人民币百万>, 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	250.6	1,355.5	1,322.9	1,369.5	1,710.0
应收账款	352.6	325.6	377.5	469.9	585.3
存货	300.1	417.1	507.1	630.9	765.6
其他流动资产	2,199.8	145.5	179.1	222.9	279.8
总流动资产	3,103.0	2,243.8	2,386.6	2,693.2	3,340.8
固定资产	542.1	587.6	904.0	1,125.2	1,328.4
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	207.7	25.3	24.8	24.8	24.8
总资产	3,852.8	2,856.7	3,315.3	3,843.2	4,693.9
应付帐款	244.3	146.1	197.2	245.4	334.9
短期银行贷款	1,736.1	20.0	0.0	0.0	0.0
其他短期负债	1,029.2	159.3	201.8	275.3	360.4
总短期负债	3,009.6	325.4	399.0	520.7	695.4
长期银行贷款	70.1	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	117.8	289.6	287.0	287.0	286.0
总负债	3,197.5	615.0	686.0	807.7	981.4
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	655.3	2,241.7	2,629.3	3,035.5	3,712.6
每股账面值	0.72	1.54	1.81	2.09	2.56
营运资金	(94.5)	1,628.8	1,700.6	1,885.5	2,359.4

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 (%)	14.6%	14.3%	14.2%	14.2%	14.2%
EBITDA 利率 (%)	12.2%	9.9%	9.5%	9.6%	9.6%
净利率 (%)	6.5%	8.1%	8.9%	7.9%	7.7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-7.6%	-5.9%	-6.0%	-6.0%	-5.7%
实际税率 (%)	-23.8%	-2.1%	-2.1%	-12.0%	-15.0%
股息支付率 (%)	0.0%	27.4%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	49.5	39.9	36.0	36.0	32.0
应付账款天数	40.3	14.0	14.0	14.0	14.0
应收账款天数	49.6	26.7	23.0	23.0	21.0
财务状况					
净负债/股本	4.88	0.27	0.26	0.27	0.26
收入/总资产	0.67	1.56	1.81	1.94	2.17
总资产/股本	5.88	1.27	1.26	1.27	1.26
盈利对利息倍数	6.07	12.83	不适用	不适用	不适用

现金流量表

<人民币百万>, 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	315.3	441.0	572.0	715.2	980.7
融资成本	43.8	33.9	(28.5)	(31.7)	(35.6)
营运资金变化	132.2	(126.7)	(90.8)	(168.1)	(160.5)
所得税	(37.6)	(24.5)	(9.9)	(53.3)	(115.4)
其他营运活动	(113.9)	(50.4)	27.2	31.7	35.6
营运现金流	339.7	273.3	470.0	493.8	704.8
资本开支	(42.2)	(127.4)	(375.0)	(300.0)	(200.0)
其他投资活动	(1,603.8)	1,137.6	5.8	1.9	(2.0)
投资活动现金流	(1,646.0)	1,010.2	(369.2)	(298.1)	(202.0)
负债变化	514.4	(312.4)	(20.0)	0.0	0.0
股本变化	249.4	1,620.0	0.0	0.0	0.0
股息	(90.8)	0.0	(98.2)	(132.7)	(147.0)
其他融资活动	822.6	(1,486.1)	(15.3)	(16.4)	(15.3)
融资活动现金流	1,495.6	(178.5)	(133.4)	(149.0)	(162.3)
现金变化	189.3	1,105.0	(32.7)	46.6	340.6
期初持有现金	61.2	250.5	1,355.5	1,322.9	1,369.5
期末持有现金	250.5	1,355.5	1,322.9	1,369.5	1,710.0

資料來源：公司報告，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。