

## 三季度業績出現滑坡，料公司業績隨銅價下行而倒退

- **2008年三季度業績出現滑坡，四季度會更差：**公司08年前三季營業收入為人民幣415.44億元，同比增長45.46%；基本每股收益為人民幣1.22元，其中三季度EPS為人民幣0.30元，第三季度業績出現滑坡。
- **銅價變數較大，前景暫不容樂觀：**08年10月上海銅價下跌約30%，下跌幅度很難判斷是否與銅的供需基本面匹配，銅價變數較大，但銅庫存資料使銅價前景不容樂觀。三季度末公司期貨投資持倉浮動虧損為人民幣2.2億元。
- **業績增長動力弱化，09年業績仍將倒退：**預計09年黃金和硫酸的價格走勢要弱於2008年的表現，09年貴金屬和硫酸業務的毛利率將分別下降至29.65%和60%，由於銅業務難有起色，09年業績仍將倒退。
- **股價短期仍有下行壓力，資源量價值分析結果顯示投資安全邊際大：**熊市中公司股價最低可到0.45倍P/B，對應股價為3.30港幣，短期股價仍有下行壓力。但選取保守參數計算公司資源價值合每股6.87港元，顯示投資安全邊際已較充分，但目前市場仍未到合理的投資時機。
- **調降12個月目標價至6.55港元，維持買入評級：**公司現金流狀況的改善已能較充分的抵禦未來業務運營資金短缺的風險，故我們認為採用熊市4-6倍的P/E估值水準更為合理。調降公司12個月目標價至6.55港元，目標價相當於2008-2010年的4倍、6倍和5倍P/E，相當於08年0.8倍動態P/B。維持買入評級。

第一上海研究部

86755-33367018

行業	有色金屬
股價	3.83 港元
目標價	6.55 港元 (+71.02%)
市值	57.72 億港元
已發行股本	30.23
52周高低	32.40 港元/4.16 港元
每股淨現值	7.77 港元
主要股東	江西銅業集團公司 (42.41%)

匯率: 1 港元=0.88 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	504.8	416.3	463.6
变动 (%)	84	68	22	(18)	11
净利润(亿元人民币)	47.4	41.5	39.0	29.0	34.6
每股收益(元人民币)	1.62	1.40	1.29	0.96	1.14
变动 (%)	151	(13)	(8)	(26)	19
市盈率(倍)@4.16港币	2.3	2.6	2.8	3.8	3.2
每股股息(元人民币)	0.40	0.31	0.32	0.24	0.29
息率	10.8%	8.4%	8.8%	6.5%	7.8%

來源: 公司資料, 第一上海估計

### 股價表現



來源: 彭博

## 2008年三季度業績點評

### 2008年三季度業績滑坡，表現遜於預期

2008年前三季EPS為人民幣1.22元

公司公告 2008年三季度業績，按中國會計準則，公司 2008年三季度營業收入為人民幣 415.44 億元，2007年同期為人民幣 285.61 億元，同比增長 45.46%，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 49.35 億元，2007年同期為人民幣 37.64 億元，同比增長 31.14%，毛利增長幅度小於收入增長，原因在於公司銅業務毛利率大幅下滑，料四季度銅業務毛利率仍將下滑；歸屬於本公司股東的淨利潤為人民幣 36.99 億元，2007年同期為人民幣 32.51 億元，同比增加 13.86%，股東應占盈利增長幅度低於毛利增長幅度，原因在於公司所得稅率和管理費用大幅提升；基本每股收益為人民幣 1.22 元，07年同期為 1.10 元。由於第三季度公司業績出現滑坡，公司前三季業績表現稍遜我們的預期，但預計四季度公司盈利情況會更差。

圖表 1：2008年第三季度業績概覽

單位：人民幣百萬元	2007年 第三季	2008年 第三季	變動	2007年 前三季	2008年 前三季	變動
營業收入	11,260.7	14,713.9	30.67%	28,561.2	41,544.8	45.46%
營業成本	9,819.8	13,232.6	34.75%	24,797.4	36,609.0	47.63%
毛利	1,440.9	1,481.4	2.81%	3,763.9	4,935.8	31.14%
銷售費用	40.3	45.0	11.43%	108.0	130.3	20.62%
管理費用	160.7	160.2	-0.27%	348.2	457.8	31.46%
財務費用	66.4	79.7	20.05%	157.3	124.8	-20.65%
稅前盈利	1,515.5	1,316.1	-13.15%	3,882.0	5,001.2	28.83%
期間利潤	1,251.7	940.0	-24.91%	3,286.3	3,726.5	13.40%
歸屬本公司股東淨利潤	1,257.8	919.5	-26.90%	3,251.4	3,698.8	13.76%
基本每股收益 (人民幣元)	0.43	0.30	-30.23%	1.10	1.22	10.91%
毛利率	12.80%	10.07%	下降2.73%	13.18%	11.88%	下降1.3%

資料來源：公司資料，第一上海

### 三季度業績出現滑坡，四季度盈利預期會更差

第三季度公司毛利率環比和同比均下滑

公司第三季度業績因銅價下跌而出現明顯的滑坡。第三季公司營業額為 147 億元人民幣，同比增長 30.7%。第三季公司生產成本同比上漲 34.75%，高於收入增長幅度。同時 08 年第 3 季公司投資損失為 1.72 億元人民幣，而去年同期為投資收益 6281 萬元人民幣，公司毛利率由去年第 3 季的 12.8% 縮窄至 2008 年第 3 季的 10.1%。08 年第 3 季度每股盈利 0.30 元人民幣，與 08 年第 2 季度的 0.50 元人民幣和 07 年第三季的 0.43 元人民幣相比分別下降了 40% 和 32.5%。公司第三季度業績滑坡幅度大於我們的預期。另根據公司公告資料顯示，第三季末公司持倉期貨浮動虧損達 2.2 億元人民幣。

預測第四季度公司 EPS 僅為 0.07 元人民幣

我們判斷四季度公司盈利預期會更壞。首先，鑒於 10 月份上海銅價連續跌停，下破 40000 元/噸的水準，跌幅達約 30%，我們預計公司仍會有期貨市場的投資虧損。其次，公司庫存將持續對盈利造成壓力，由於公司銅精礦自給率只有約 23% 的

水準，我們預計高價區間採購的銅精礦將使陰極銅冶煉業務基本處於虧損的狀態。由於存貨周轉期約 80 天，在銅價的下行週期裏，我們不排除公司年終有計提存貨減值損失的可能；最後，上半年對公司盈利貢獻最大的貴金屬和硫酸業務，由於金價和硫酸價格都較前三季的水準有所下降，我們預計該兩項業務的利潤率會有所下降。總體上我們認為第四季度的業績會更差。有鑒於此，我們盈利預測第四季度公司的 EPS 為 0.07 元人民幣。

### 現金流情況改善增強償債能力

速動比率為 1.28，公司 07 年的現金流緊張問題已化解

2008年三季度末公司現金流狀況改善。經營活動產生的現金流量淨額較上年同期增加人民幣42.45億元，主要是銷售商品等現金流入與去年同期相比增加人民幣164.1億元，購買商品等現金流出與去年同期相比增加人民幣121.7億元，存貨與年初相比減少人民幣3.4億元。籌資活動產生的現金流量淨額較上年同期減少人民幣26.91億元，主要是本期籌資現金收入與去年同期相比增加人民幣76.9億元，償還債務與去年同期相比增加人民幣105.3億元。報告期末公司現金及現金等價物餘額為人民幣70.16億元，資產負債率為41.8%，流動比率為2.86，速動比率為1.28，現金流動負債比率0.48，而2007年末，以上資料分別為27.53億元、38.8%、1.60、0.53和0.14，現金流狀況改善化解了公司2007年現金流緊張的問題。

## 增長動力弱化，09年業績仍將倒退

### 銅價變數較大，需求狀況使銅價前景暫不容樂觀

#### 全球經濟增速放緩和美元升值打壓銅價

由美國次貸問題引發的全球金融信貸危機對實體經濟的影響已逐漸顯現。國際貨幣基金組織IMF最新的預測預計全球經濟增長將從2007年的5%下降到2008年的4.1%和2009年的3.9%。美國2009年的經濟增長率預計只有0.8%，而歐元區2008年和2009年的增長率分別僅為1.7%和1.2，中國2008年和2009年的經濟增長率將下降至9.7%和9.8%。由於市場普遍擔心全球經濟增速放緩而導致大宗商品需求的下降，加之9月後美元走強，銅價進入10月後快速下跌。事實上，LME銅庫存自6月以來就逐步增多，顯示全球銅需求減緩。但我們也在密切關注銅市場的庫存，以判斷目前的銅價下跌幅度是否過度反應了需求的減緩速度。

#### 銅價未來走勢變數較大，暫不容樂觀

國際銅業研究機構（ICSG）2008年10月的最新預測顯示，預期2008年全球精煉銅的有效供給為1835.9萬噸，全球消費則為1825.0萬噸，只輕微過剩10.9萬噸；2009年全球精煉銅的有效供給為1915.3萬噸，全球消費需求則為1887.6萬噸，過剩27.7萬噸。ICSG最新的統計資料顯示2008年7月全球精煉銅產量為159.5萬噸，需求為153.1萬噸，進入6月份後銅的供給緊張局面得到解決。但ICSG對2009年的供給、需求和供需差額的預期都較早先預計的小，顯示未來銅的供應局面依然偏緊。總體上，銅價未來的走勢變數較大，但考慮到目前的經濟形式和庫存資料，特別是中國的需求疲弱，中國2008年8月進口銅精礦320,000噸，同比下降42%。2008年前9個月中國銅與半成品銅材進口量同比下降10.6%，至190萬噸，故我們認為未來銅價前景暫不容樂觀，但市場平穩後，若LME的庫存能穩定在20萬噸的水準，我們預計2009年的銅價應該在5000-5500美元/噸之間運行。目前的銅價下跌幅度有過分擔心需求放緩之嫌，我們將密切關注銅市庫存的變化情況。

#### 銅業務毛利率因銅價下跌而下降

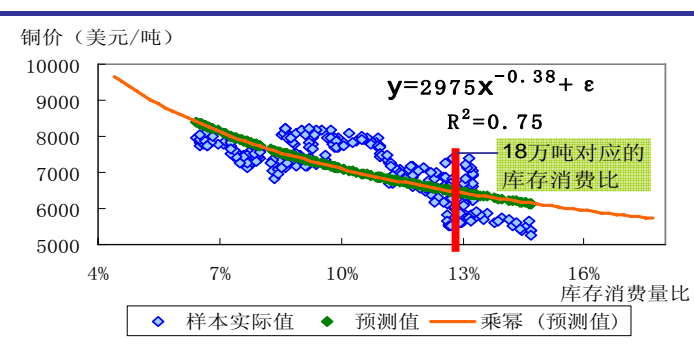
正如我們一直強調的——庫存資料是我們觀察需求情況的現行指標，我們中期業績的更新報告中特別強調LME銅庫存在18萬噸以下對穩定銅價的意義，事實表明真是在LME銅庫存突破18萬噸後，銅價開始快速回落。我們再次強調這個庫存分界線，因為我們仍難以判斷目前的LME庫存變化是長期趨勢，還是短期投資者的過度表現。若庫存未來沒有繼續擴大，即便庫存維持在20萬噸水準，則目前的銅價偏離供需基本面而超跌。總體上銅價的回落大大降低了公司主營銅業務的毛利率水準。2009上半年的形式最不容樂觀。

圖表 2：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	17353	18089	18359	19153
全球銅消費量	16471	16731	17123	18126	18250	18875
全球供需缺口	(701)	(143)	230	(37)	109	278
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)	(668)

料來源：ICSG，第一上海

圖表 3：銅價與庫存消費量比的數量關係



資料來源：LME, ICSG，第一上海

### 2009年預計黃金均價低於2008年850美元/盎司的水準

黃金價格的繼續走強動力不足

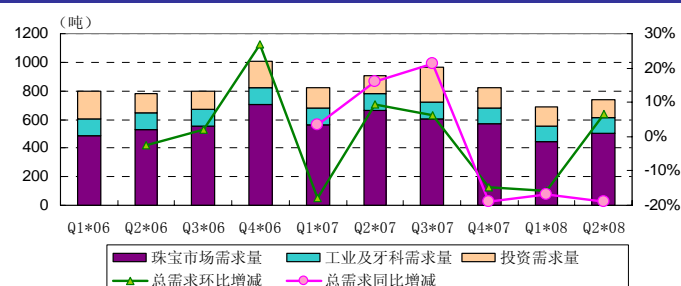
到目前為止，我們早先判斷2008年黃金均價為850美元/盎司的水準基本可實現。金融危機的爆發一方面催生了投資者投資黃金的熱情；另一方面，金融危機的演進卻使美元走強，我們認為未來美元貶值的幅度和速度會小於2007年的情況，故由美元貶值推動的黃金價格上漲動力弱化。另一方面，黃金價格的回落又會刺激保值投資和珠寶首飾業的需求。根據GFMS最新的統計資料，進入2008年6月以來黃金價格下跌帶動黃金消費提升是有據可察的，占全球珠寶首飾交易額20%的迪拜市場，二季度黃金需求因金價下跌而增加逾15%，6月需求進一步跳增17%。而從中長期看，美國經濟雙赤字導致的美元貶值基本趨勢仍未有根本的轉變，因此我們預計2009年黃金價格在650-950美元/盎司之間運行，09年的黃金均價預計會低於2008年預期的850美元/盎司的水準。貴金屬業務業績因價格上漲而上升的動力有弱化的跡象。

圖表 4：2008年以來美元與歐元的匯率



資料來源：第一上海

圖表 5：全球黃金季度需求量分析



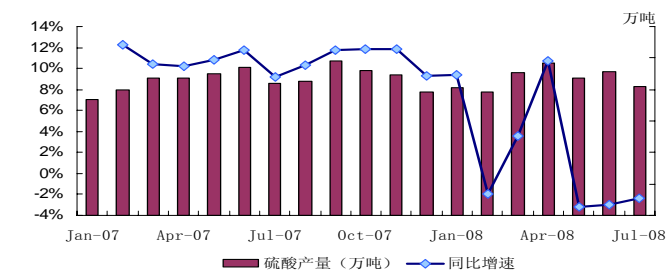
資料來源：GFMS, 第一上海

### 硫酸業務高毛利率仍可維持，但總體趨勢毛利率會下降

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

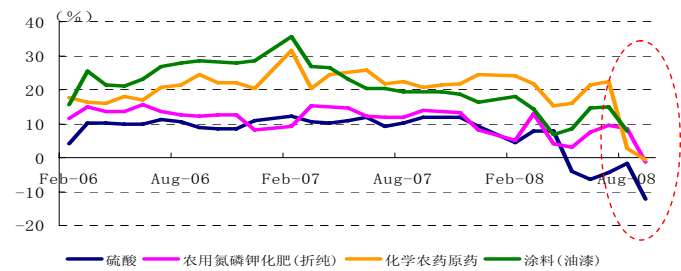
硫酸總消費量的60%左右用於生產化肥。最新的統計資料顯示2008年5月到9月全國硫酸月產量同比成負增長，而作為主要需求的化肥和農藥產量增速在10%和20%左右的水準，9月份化肥和農藥的同比增速為負主要是季節性因素較大，總體上看硫酸產量的增速仍明顯落後於下游產品產量增速。但硫磺價格預計2009年有下降的壓力，主要是國際原油價格已回落到不足70美元/桶的水準，同時明年四川普光氣田的投產預計會大幅改善國內硫磺供需基本面，硫磺價格整體將有所回落，但由於硫酸市場的整體需求依然緊張，我們判斷硫酸價格有回落的壓力，但不致大幅回落，公司硫酸業務2009年的毛利率有下降的壓力，我們預計2009年和2010年公司硫酸業務的毛利率將由2008年上半年的79%分別下降到60%和50%。

圖表 6：中國硫酸月度產量圖



資料來源：國家統計局,第一上海

圖表 7：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 年三季度業績表現和市場情況，我們調整盈利預測模型的主要產品銷售價格，維持產量預期不變。

圖表 8：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 9：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	50500	37000	40000
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	56700	44000	47500
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	450	350	310

資料來源：第一上海

### 毛利率下降已成實事

2009 年綜合毛利率預計為 11.2%

由於銅精礦自給率在海外項目投產前難以大幅提高，而銅價已處在下行週期，我們預計銅業務毛利率將大幅下滑，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，根據我們的價格假設和成本測算，預計公司2009年綜合毛利率將下降至11.2%，2010年後會有所回升。一直到海外項目投產後銅精礦自給率提高，公司毛利率方將迎來實質性的好轉動力。

圖表 10：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%	20.5%	8.5%	2.1%	6.0%
铜杆线及加工	22.9%	10.0%	1.4%	8.0%	8.8%
黄金/白银	35.1%	26.4%	38.2%	29.6%	26.6%
硫酸/硫精矿等	19.3%	29.0%	70.0%	60.0%	55.0%
合计	26.6%	16.6%	12.1%	11.2%	11.9%

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

礦產資源價值分析顯示投資安全邊際高

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，選取保守的估值參數，按 50 年可開採期限，每年淨利潤為 17.90 億元人民幣，這個值已基本於公司 2005 年的盈利水準相若，即便 2009 年盈利倒退，盈利預期也要達 29 億元人民幣，貼現率取 10%，據此算得公司礦產資源的每股價值為 6.87 港元。顯示股價已有較高的投資安全邊際。

圖表 11：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)	4.50	16,000.00	250.00	35.00	
金屬商品價值(億元)	4,060.71	308.99	121.44	698.25	5,189.39
淨利潤(億元)	607.36	77.38	33.44	176.67	894.86
開採年限	50	50	50	50	50
平均每年淨利潤(億元)					17.90
折現(億元) 按10%折現率					177.45
每股價值(港元) 按10%折現率					6.87
折現(億元) 按12%折現率					148.63
每股價值(港元) 按12%折現率					5.77
折現(億元) 按14%折現率					127.65
每股價值(港元) 按14%折現率					4.95
開採年限	30	30	30	30	30
平均每年淨利潤(億元)					29.83
折現(億元) 按10%折現率					281.19
每股價值(港元) 按10%折現率					10.91
折現(億元) 按12%折現率					240.27
每股價值(港元) 按12%折現率					9.32
折現(億元) 按14%折現率					208.88
每股價值(港元) 按14%折現率					8.10

資料來源：公司資料，第一上海

銅市場混亂顯示目前缺乏較好的投資機遇

我們認為短期股價仍有下行壓力，主要是市場有將處於虧損狀態的銅冶煉資產按負值處理的訴求，但從長期投資的角度看，隨著公司銅精礦自給率提高，銅冶煉資產長期仍將能帶來正向的現金流。而短期來看，由於銅業務處於虧損狀態，我們認為公司股價較熊市中公司最低 0.45 倍 P/B 的估值水準（對應價格為 3.30 港元）而言，仍有約 20% 的下行空間。另外由於銅市場的混亂，很難準確判斷公司盈利狀況會在明後年何時好轉，因此市場仍缺乏較好的投資機遇，但考慮到目前 LME 銅庫存資料顯示銅價有信心缺失而超跌的嫌疑，公司股票或將存在交易性投資機會。投資者可密切關注銅庫存的變化，若銅庫存沒有繼續增加，可關注公司股票。

## 公司估值

### 同類公司估值比較

國際同類公司估值水準大幅下滑

根據最新的股價表現，國際銅業公司估值水平平均大幅下滑，2007-2009 年平均預期市盈率為 3.9 倍、3.8 和 3.7 倍，平均預期市淨率為 1.5 倍、1.3 倍和 1.1 倍。公司目前的估值水準仍低於同行業平均水準。

圖表 12：國際銅業公司估值水準

公司名称	货币	股价		市盈率		市净率		
		2008-10-23	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
Freeport Copper	USD	26.92	3.6	4.4	3.8	0.6	0.6	0.5
Southern Copper	USD	10.85	4.9	4.9	4.4	2.3	2.1	1.9
BHP Biliton	AUD	24.70	3.9	3.8	4.0	1.7	1.4	1.4
Xstrata	USD	15.20	2.3	2.2	2.2	0.5	0.4	0.3
Rio Tinto	AUD	66.95	4.7	4.3	4.0	1.6	1.2	1.0
平均值			3.9	3.8	3.7	1.5	1.3	1.1
江西铜业	HKD	4.16	2.9	3.9	3.2	0.5	0.5	0.4

資料來源：Thomson ONE

### 調將目標價至 6.55 港元，維持買入評級

12 個月目標價 6.55 港元，維持買入評級

考慮到公司現金流狀況的改善已能較充分的抵禦未來業務運營資金短缺的風險，公司 2008 年 9 月末的資產負債率為 41.8%，流動比率和速動比率分別為 2.86 和 1.28，償債能力正常，故我們認為採用熊市 4-6 倍的 P/E 估值水準更為合理。調降公司 12 個月目標價至 6.55 港元，目標價相當於 2008-2010 年的 4 倍、6 倍和 5 倍 P/E，相當於 08 年 0.8 倍動態 P/B。目標價較 3.83 港元的現價有 71.02% 的上升空間，維持買入評級。

圖表 13：盈利預測變更

亿元人民币	2008年		2009年		2010年	
	之前预测	目前预测	之前预测	目前预测	之前预测	目前预测
收入	524.7	504.8	519.5	416.3	562.6	463.6
经营收入	77.0	54.0	67.1	40.6	69.4	48.3
净利润	55.1	39.0	47.6	29.0	49.5	34.6

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	504.8	416.3	463.6
毛利	70.2	56.6	61.2	46.5	55.1
其他业务收入	0.4	1.7	1.4	1.2	1.0
销售及管理费用	(6.0)	(6.0)	(7.8)	(6.5)	(7.2)
其他收入	(5.5)	(0.2)	(0.8)	(0.6)	(0.7)
营运收入	59.2	52.0	54.0	40.6	48.3
财务开支	(1.9)	(2.6)	(1.7)	(1.8)	(1.9)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	57.3	49.4	52.3	38.8	46.4
所得税	(9.1)	(7.2)	(13.1)	(9.7)	(11.6)
少数股东应占利润	(0.8)	(0.7)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
净利润	47.4	41.5	39.0	29.0	34.6
折旧及摊销	5.3	5.8	9.4	9.8	10.5
EBITDA	64.5	57.9	63.4	50.4	58.8
增长					
总收入 (%)	84.3%	67.9%	22.3%	-17.5%	11.4%
EBITDA (%)	127.8%	-10.2%	9.5%	-20.5%	16.6%
每股收益 (%)	150.5%	-13.4%	-8.0%	-25.8%	29.1%

## 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	27.6	55.3	64.9	70.2
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	0.5	25.6	29.0	28.7
总流动资产	110.9	178.9	239.7	261.3	275.5
固定资产	89.6	106.6	118.9	129.5	138.7
无形资产	3.1	4.5	6.4	6.4	6.5
其他固定资产	2.6	12.1	12.7	13.9	15.2
总资产	206.1	302.2	377.7	411.1	435.9
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	50.5	59.2	51.7
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	93.7	104.4	101.9
长期银行贷款	12.0	4.0	67.9	67.9	67.9
其他负债	1.1	1.8	2.7	3.6	4.7
总负债	73.2	118.3	164.3	175.8	174.5
少数股东权益	4.2	2.4	2.6	2.8	3.0
股东权益	128.8	181.5	210.8	232.5	258.4
每股账面值(元)	4.4	6.0	7.0	7.7	8.5
营运资金	50.8	66.5	146.0	156.9	173.6

## 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%	12.1%	11.2%	11.9%
EBITDA 利率 (%)	26.2%	14.0%	12.6%	12.1%	12.7%
净利率 (%)	19.3%	10.0%	7.7%	7.0%	7.5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	2.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
实际税率 (%)	15.8%	14.6%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率 (%)	24.0%	21.5%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	98.0	77.3	74.3	90.9	83.9
应付账款天数	39.4	32.2	29.8	39.3	39.1
应收账款天数	56.9	53.6	48.2	64.3	63.5
财务状况					
净负债/股本	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7
收入/总资产	1.19	1.37	1.34	1.01	1.06
总资产/股本	1.60	1.66	1.79	1.77	1.69
盈利对利息倍数	31.8	19.8	31.0	22.9	25.3

## 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
EBITDA	64.5	57.9	63.4	50.4	58.8
融资成本	1.6	2.4	1.36	1.17	1.24
营运资金变化	(47.1)	(37.1)	(10.3)	(8.2)	(6.2)
所得税	(9.1)	(7.2)	(13.1)	(9.7)	(11.6)
营运现金流	9.9	16.0	41.4	33.7	42.3
资本开支	(19.0)	(21.8)	(21.6)	(20.5)	(19.5)
其他投资活动	(0.9)	(9.6)	(23.0)	(0.4)	(0.3)
投资活动现金流	(19.9)	(31.4)	(44.6)	(20.9)	(19.8)
负债变化	11.0	21.0	(29.7)	3.7	(12.5)
股本变化	0.0	21.6	(0.1)	(0.1)	(0.1)
股息	(5.7)	(11.6)	(9.1)	(9.8)	(7.2)
其他融资活动	3.2	23.6	69.6	2.8	2.6
融资活动现金流	8.6	33.0	30.9	(3.3)	(17.1)
现金变化	(1.4)	17.6	27.7	9.6	5.3
期初持有现金	11.4	10.0	27.6	55.3	64.9
期末持有现金	10.0	27.6	55.3	64.9	70.2

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項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。