锦江投资 B

买入

2005 年 11 月 2 日

重组造就的客运物流巨头

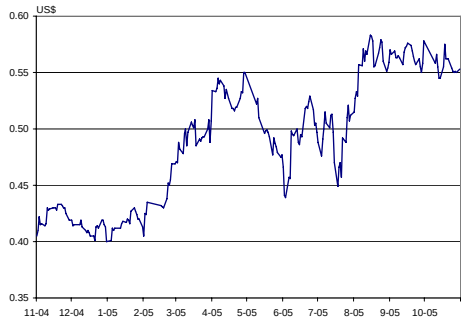
- 锦江投资于 2004 年 6 月实现了重大资产重组，通过一系列与母公司的资产置换与股权转让，公司已经成功从一家主营酒店的公司转型为客运物流行业的上市公司，并在当年盈利能力便踏上了一个台阶。2004 年的盈利较 2003 年增长了 1503%，而从 2005 年起未来可持续经营利润依然能够保持 15%的年复合增长率。
- 公司最大的盈利增长点在于其投资参与建设浦东机场货运站所贡献的投资收益。我们认为，随着长三角地区贸易周转量的持续增长，该部分盈利未来增长速度将保持 30%的年复合增长。
- 公司汽车业务（包括出租车、租赁车、汽车修理等）业务增长稳定，为公司提供长期稳定现金流。锦海捷亚作为国内货代巨头，并引入了国外合作伙伴，未来发展前景良好。而公司投资成立的第三方物流公司将于 2007 年后成为公司新亮点。
- 目前公司股价为 2006 年预期每股盈利的 10.9 倍市盈率,股息收益率达 7%，估值吸引。我们给予其 12 个月目标价为 0.652 美元，为 2006 年预期每股盈利的 12.9 倍市盈率，给予买入评级。
- 集团的风险因素主要有物流行业的无序竞争，外资物流公司进占国内市场，燃油涨价给客运带来的风险。

汇率：1 美元=8.11 元人民币

主要数据

行业	客运、物流
股价	0.551 美元
股票代码	900914 CH
已发行股本	5.52 亿股
市值	3.11 亿美元
52 周高/低	0.592 美元/0.395 美元
每股净现值	0.38 美元
主要股东	锦江国际集团(41.19%)

股价走势



来源: Bloomberg

盈利摘要

12月31日会计年结	2003A	2004A	2005A	2006F	2007F
营业额（百万元人民币）	324	2,532	2,983	2,594	2,907
变动（%）		681	18	-13	12
营业利润（百万元人民币）	16	127	211	240	255
变动（%）		704	66	13	6
净利润（百万元人民币）	12	191	248	227	263
变动（%）		1,503	30	-9	16
每股收益（美仙）	0.266	4.260	5.546	5.067	5.877
市盈率@0.551美元（倍）	207.4	12.9	9.9	10.9	9.4
权益回报率（%）	0.8%	11.0%	13.2%	11.2%	12.1%

资料来源: 公司信息、第一上海

估值与评级

我们运用 sum-of-parts 方法，给予锦江投资 12.9 倍市盈率估值，目标价为 0.652 美元，买入评级。

我们运用 sum-of-parts 法来给锦江投资 B 作估值。

客运业务

国内与香港市场上平均预计市盈率为 17.4 倍，与锦江投资 B 业务最相近的大众 B 的预计市盈率为 10 倍。考虑到锦江投资 B 的租赁车业务较大众 B 具有不可相比的市场地位与垄断优势，我们给予其客运业务 11 倍市盈率估值。

物流业务

国内与香港市场物流业务的平均市盈率为 10.5 倍，因此我们亦给予锦江投资物流业务 10.5 倍市盈率估值。

机场货运站

锦江投资机场货运站业务预计盈利的年均复合增长率未来仍然将保持在 30%的水平，考虑到该块业务快速的增长性，我们给予其 0.66 倍 PEG 估值，因此合理的市盈率应为 20 倍。

我们预计 2005 年锦江投资三大部分的盈利贡献将如下图所示。我们根据加权平均法得出锦江投资的合理市盈率为 12.9 倍。由此我们给予其目标价为 0.652 美元，给予买入评级，较现价有 18.3%的上涨空间。

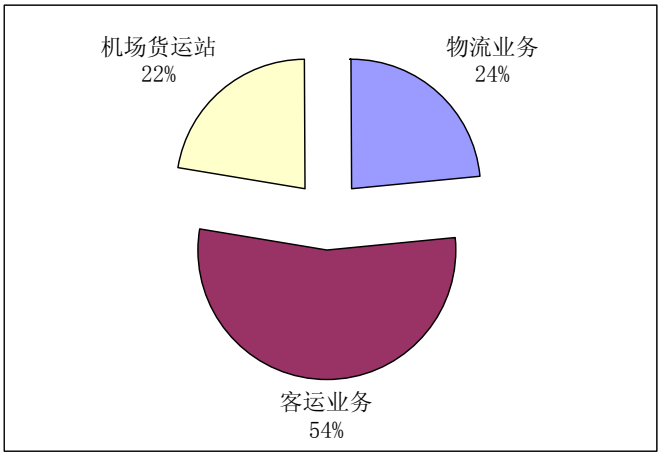
行业估值比较

股票名称	股票代码	股价	货币单位	会计年结	市盈率	估计市盈率
客运					2004A	2005F
大众B	900903 CH	0.459	美元	12月31日	9.5	10.0
九龙巴士	62 HK	44.3	港元	12月31日	24.5	27.4
冠忠巴士	306 HK	1.13	港元	3月31日	9.7	N.A.
巴士股份	600741 CH	3.25	人民币元	12月31日	14.7	N.A.
大众交通	600611 CH	5.57	人民币元	12月31日	14.2	14.9
强生控股	600662 CH	3.06	人民币元	12月31日	23.1	N.A.
				平均	16.0	17.4
物流						
外运发展	600270 CH	6.71	人民币元	12月31日	15.3	11.2
中外运	598 HK	2.725	港元	12月31日	15.0	12.5
保昌控股	562 HK	3.225	港元	3月31日	18.4	7.9
				平均	16.2	10.5

资料来源：Bloomberg，第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

营业利润分布



资料来源：公司资料，第一上海预测

加权平均市盈率预测

业务	盈利贡献	市盈率（倍）	原因
物流业务	24%	10.5	大陆香港市场平均市盈率为 10.5 倍
客运业务	54%	11.0	较大众 B 的 10 倍 PE 有 10%的溢价
机场货运站	22%	20	年复合 30%的增长，给予其 0.66 倍 PEG
	加权平均	12.9	

资料来源：公司资料，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

资产重组带来机遇

集团重组背景

锦江（集团）与新亚（集团）的合并，给锦江投资带来了新的发展机遇。

2003 年 6 月,上海市两大商业集团锦江（集团）与新亚（集团）进行了合并，组建了锦江国际集团。新组建的锦江集团是目前全国最大的旅游企业集团，总资产达到了 150 亿元人民币，净资产约为 60 亿元，其中核心业务为酒店宾馆、餐饮服务、旅游客运。

新成立的锦江集团亦重新整合了旗下三家上市公司，使该三家上市公司分别经营集团旗下主要的三大块业务，使上市公司的核心业务更突出，亦使集团的架构更清晰。

锦江系上市公司情况

公司名称	A 股代码	B 股代码	公司原称	整合后主营业务
锦江投资	**600650**	**900914**	**新锦江**	**客运、物流**
锦江酒店	600754	900934	新亚股份	酒店、餐饮
锦江旅游		900929	国旅 B 股	旅游

资料来源：公司资料

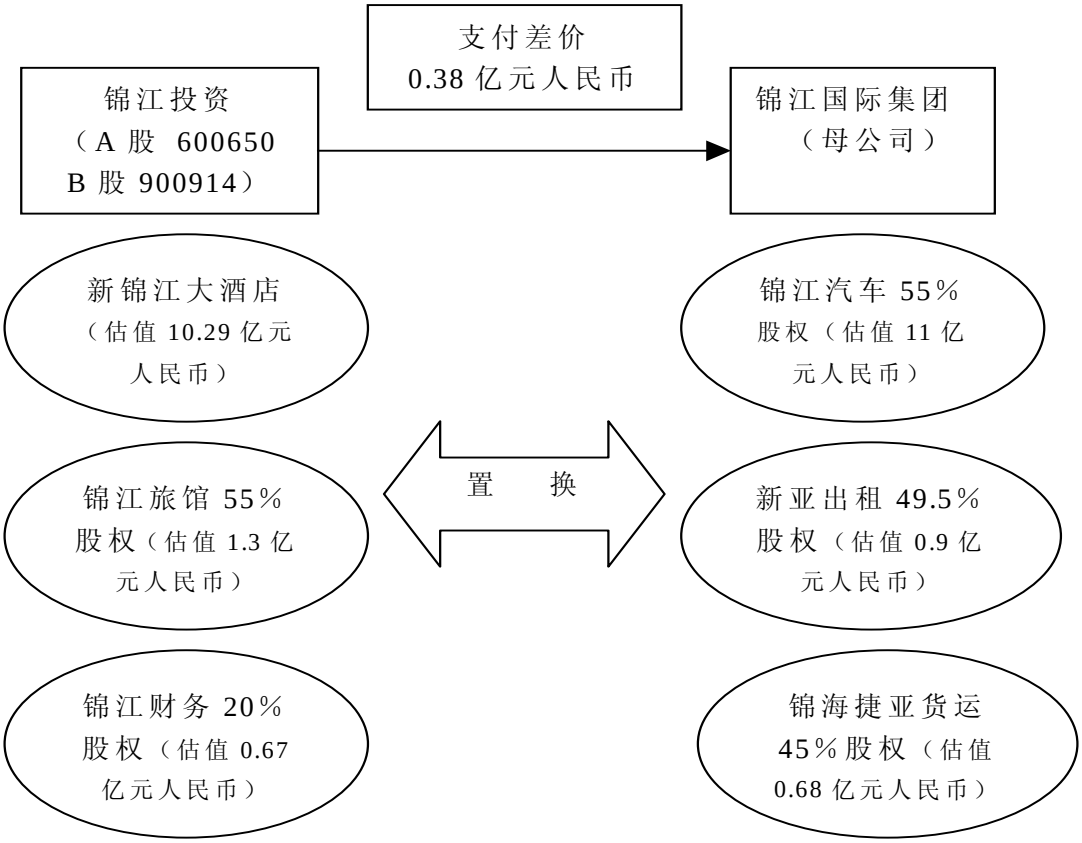
系列重组详况

重组后的锦江投资成为一家主营客运与物流公司，其主要的子公司有锦江汽车与锦海捷亚。

在锦江国际集团重组的背景下，锦江投资也于 2004 年 5 月重组了下属业务，与母公司进行了总量包括 25 亿元人民币的资产置换。锦江集团置换出的资产包括新锦江大酒店 100%的股权、锦江旅馆 55%的股权与锦江财务 20%的股权，置换进的资产包括锦江汽车 95%的股权、锦海捷亚 45%的股权与大众新亚 49.5%的股权；锦江投资另支付给母公司锦江国际集团 0.38 亿元人民币现金作为置换资产的差价。资产置换后，公司从原先主营酒店业务转型为一主营客运与物流的上市公司，并更名为“锦江投资”。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

资产置换详情



资料来源：公司资料

其后公司继续实行资本运作来提高公司整理竞争力。公司控股 65%的锦海捷亚国际货运公司旗下拥有一块盈利能力强，增长潜力良好的优质资产，浦东机场货运站业务。

物流业务系列整合过程

2004 年 12 月 17 日	公司与原锦海捷亚国际货运有限公司合资成立锦海捷亚物流有限公司，出资比例与锦海捷亚国际货运公司相同，占 65%的股权。
2005 年 3 月 30 日	锦海捷亚国际货运公司将所持浦东国际机场货运站有限公司 20%股权转予锦海捷亚物流有限公司。
2005 年 6 月 20 日	公司将所持锦海捷亚国际货运有限公司 65%的股权中的 15%转让予美国 Yellow Roadway Cooperation(YRC)，其它股东亦将其所持总共 35%的股权转让予美国 YRC。完成后，锦海捷亚国际货运有限公司与美国 YRC 各占 50%的股权。
2005 年 9 月 21 日	公司与 YRC 合资成立世联锦江物流有限公司，合资比例为中方 25%外方 75%。

资料来源：公司资料

经过这一系列的物流业务相关整合，公司在客运与物流两大块业务变得更加清晰，详细情况参见下表。

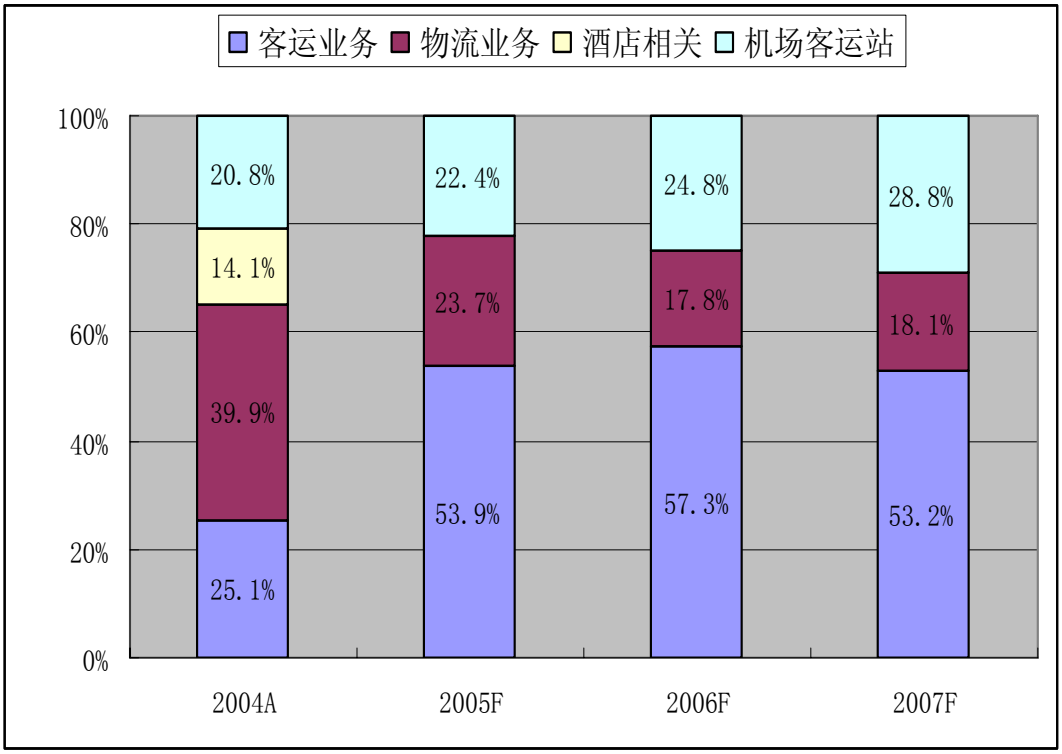
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

目前主营业务情况

业务板块	主要子公司	主要业务情况	股权比例
客运	锦江汽车服务有限公司	出租车、租赁车、汽车租赁、销售等	95%
客运	大众新亚出租车有限公司	出租车	49.5%
物流	锦海捷亚国际货运有限公司	空运、海运货物代理	50%
物流	锦海捷亚国际物流有限公司	拥有浦东国际机场货运站 20%的股权	65%
物流	世联锦江物流有限公司	与 YRC 合资成立的新物流公司	25%

资料来源：公司资料

营业利润分布情况



资料来源：公司资料 第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

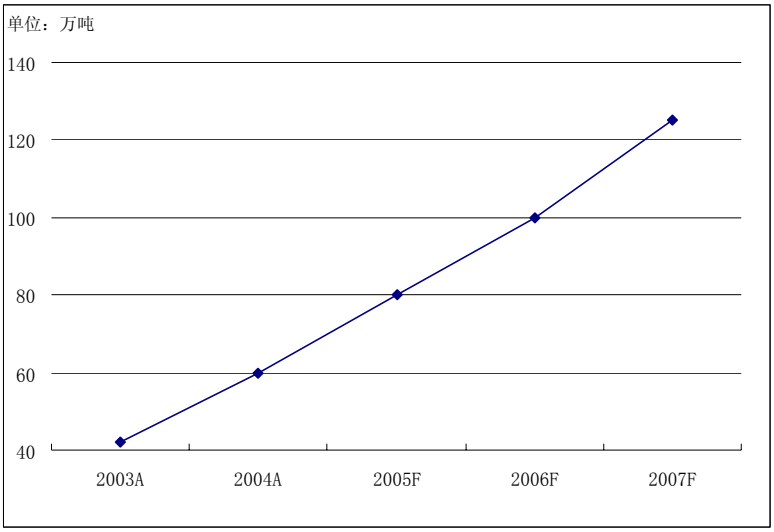
增长亮点：浦东机场货运站

浦东机场货运站受益于其所处的垄断地位与浦东机场货运吞吐的上升，成为锦江投资未来的增长亮点。

浦东机场货运站是由浦东机场（51%）、汉莎航空（29%）、锦江投资（20%）共同组建，依托对机场经营的垄断与机场货运数量的逐年提升，业绩近三年来出现持续增长。随着浦东机场货运站利润的高速增长，预期盈利贡献率将继续增加，成为公司未来主要的增长亮点。

浦东机场货运站为浦东机场重要的物流配套设施，处于垄断地位。随着近年来国内外贸易的激增，上海浦东国际机场的货物吞吐量迅速上升，使得浦东机场货运站的营收在过去三年的复合增长均达到 30%左右。货运站每年货物吞吐量的增长大约在 20 万吨左右，2003 年货物的业务量为 42 万吨，2004 年为 60 万吨，2005 年和 2006 年预计将增加到 80 万吨和 100 万吨，随着上海航空货运在未来的不断增加，我们认为浦东机场货运站未来发展的前景广阔。我们预计，今年机场经常货运站能够为公司贡献 8000 万元左右的投资收益，至 2006 年该数字将超过 1 亿元人民币。

浦东机场货运站未来的产能增长



资料来源：公司信息，第一上海预测

客运业务：稳定可靠的利润来源

公司的客运业务的收入来源主要是锦江汽车服务有限公司，所经营的业务包括出租车、租赁车、城市公交、汽车修理、汽车 4S 店专营等。

出租车业务

锦江汽车的出租车业务能够每年提供非常稳定的利润来源。

公司目前拥有出租车 4600 辆左右，占整个上海市出租车行业车辆数的 12%左右。锦江出租车在上海市的市场地位按车辆数排名为第三名，低于大众与强生，略高于巴士与农工商。

目前上海的道路情况拥挤以及出租车空车率仍然较高，因此上海市不大可能在未来大规模发放出租车牌照。锦江出租车方面的收入增长将主要依靠收购一些较小规模的出租车公司，相信不会出现太大幅度的增长，总体车辆规模将基本稳定。

目前出租车用油成本由出租车司机负担，在油价上涨幅度过大后公司会给予少量的油价补贴，因此油价上涨给公司成本带来的影响非常有限。

由于出租车经营的收入规模主要依靠出租车的数量规模，单车收入与成本较为稳

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

定，因此该部分业务将为锦江汽车提供非常稳定的利润。

大众新亚目前拥有 700 多辆出租车，贡献稳定的利润。

另外，锦江投资下属另有一家规模较小的主营出租车业务的公司，拥有 700 多辆出租车，挂大众顶灯。该部分业务原属于合并前的新亚集团，目前由锦江投资与大众交通（600611,900903）各占 49.5%的股权，闸北商业公司占 1%的股权。由于公司为双寡头股权结构，因此双方对大众新亚的经营有足够的动力，该块业务目前基本维持每年大约 1500 万左右的稳定盈利。

租赁车业务

锦江汽车的租赁车业务在上海市场处于龙头地位，拥有良好的品牌信誉与服务质量。

锦江汽车的租赁车业务在上海具有绝对的领先地位。锦江汽车是在上海最早经营租赁车业务的公司，相较其它竞争对手具有很高的品牌知名度。特别指出的是，锦江汽车租赁在国宾接待这一细分市场上拥有绝对的竞争优势，在上海所召开的绝大多数大型高规格的会议均由锦江汽车进行接送。我们相信锦江汽车这一优势将在今后能够得到保持。

由于租赁车业务各种经营模式不同，油价上涨对成本的影响较出租车复杂一些。但是总体来说，油价成本大约为总成本的 30%左右，因此油价上涨对总成本的影响亦较为有限。

租赁车市场未来增长空间巨大。一方面，随着人民收入的提高，居民生活水平的改善，普通个人租车出行以及单位组织外出旅游等的机会将大大增加；另一方面，上海经济的发展将带来更多的会展、来沪经商的可能，因而这一类的租车在未来几年也将呈一定的上升趋势。

锦江汽车未来的发展将不满足于上海地区的龙头地位，计划将网络覆盖到全国各地。通过合作、并购等形式，在长江三角洲地区建立客运服务网络，目前长江三角洲地区的网点已经有 23 个。另外锦江投资正在与首汽集团商谈合作建立汽车租赁公司，进行强强联合，以寻求更大的发展空间。

租赁车业务目前的市场地位

业务类型	市场占有率
国宾接待	超过 85%
大型会展	80%
企业班车	50%
商务包车	50%
旅游接待	30%

资料来源：公司资料

城市公交

锦江汽车的城市公交业务未来可能销售上海旅游市场的发展。

锦江汽车目前有大约 200 辆旅游大巴用于上海旅游一日专线。该部分尽管目前为公司创造盈利的贡献较小，但是作为上海旅游专用车，在上海周边旅游享有一定的垄断地位，未来可能将享受上海旅游市场的景气和成熟。

汽车修理与 4S 品牌店

随着大量汽车逐步进入修理期，汽车维修行业未来增长前景良好。

锦江汽车目前拥有大众与丰田两家 4S 专营店与六家汽车品牌专业修理中心。汽车维修行业自 2002 年起进入高速增长期，由于之前售出的大量轿车逐步进入维修期，我们认为汽车维修行业未来的增长前景良好。锦江汽车下属的汽车修理中心与 4S 维修店因其良好的品牌与其一定的客户资源，未来增长前景良好。目前锦江汽

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

车修理业务每年能够贡献 1000 万左右的盈利。

物流业务：在 WTO 开放后的竞争中处于有利地位

锦海捷亚国际货运有限公司

锦海捷亚国际货运处于国内市场领先地位，拥有庞大的各地分支机构。

处于国内市场领先地位

锦海捷亚为国内一级国际货运代理企业，是目前国内最大的货运代理公司之一。锦海捷亚的空运业务始于 1992 年，长年占据了空运物流的市场领先者，市场份额大约为 15%。海运货代起步于 1995 年，尽管起步稍晚，但增长良好，目前为国内海运物流排名第 34 位。综合空运与货运比较，排名第九。

目前的货运分支机构

区域	分支机构
华北	北京、大连、天津、青岛、黄岛、烟台、石家庄、营口、哈尔滨
华中	武汉、郑州、成都、西安
华东	上海、南京、常州、无锡、苏州、昆山、杭州、宁波、吴江、张家港、金坛
华南	广州、厦门、深圳、福州
境外	伦敦、法兰克福、新加坡

资料来源：公司资料

联手海外物流巨头将使锦海捷亚未来更居竞争力。

联手国际物流巨头，提升核心竞争力

锦海捷亚通过今年一系列股权转让与重组，现公司的股权分别由锦江投资与美国 Yellow Roadway Corporation 各占有 50%的股权。我们认为，引入美国合作伙伴对锦海捷亚未来的业务发展大有好处。一方面，国外的合作伙伴可以为公司拓展更多的网点与客户资源，增强其核心竞争力；另一方面，国外公司可能会带来先进的管理理念与手段。锦江投资的规模与政府背景加上外资的客户与管理，合作将实现双赢。

行业前景光明

随着中国加入 WTO 与全球经济一体化进程的加快，全球贸易数量呈剧增趋势。贸易量的急速增加给货运物流带来了良好的发展机遇。根据统计数据显示，2004 年全球物流总额为 38 亿元人民币，同比增长为三成；物流业创造的价值达到 2.9 万亿元人民币，同比增长 16.6%。

世联锦江物流有限公司

新成立的世联锦江物流有限公司主营第三方物流业务，预计将在 2007 年开始逐步贡献利润。

锦江投资投资 2500 万美元与美国 YRC 以 25%对 75%的股权比例合资成立了世联锦江物流有限公司，主要经营第三方物流业务。筹建中的世联锦江物流引入了 YRC 成熟的业务模式，并配以锦海捷亚和 YRC 在国内外的客户资源，为国内大中型企业与在中国的全球 500 强企业提供运输、仓储、分拨等第三方物流业务。

世联锦江目前以一个很好的时机进入市场，将在 2007 年后对公司有盈利贡献，并逐渐成为主要的盈利增长点。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

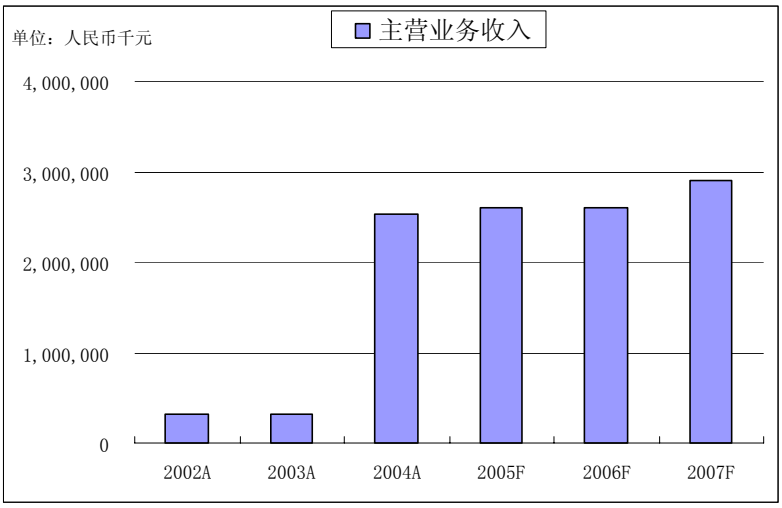
财务简析

锦江投资盈利能力强，机场货运站做出的盈利贡献将逐步增加，使可持续经营利润保持增长。

盈利能力呈明显提升

从图表我们可以看出，公司重组后的盈利能力出现了质的改变，从主营业务收入、净利润、每股收益三项数据均在 2004 年出现大幅度的突破性增长，整体经营状况得到改变。并且，我们预计未来两三年的可持续经营利润依然能够保持增长。.

公司盈利能力增长情况



资料来源：公司资料，第一上海预测

机场货运站盈利贡献增加

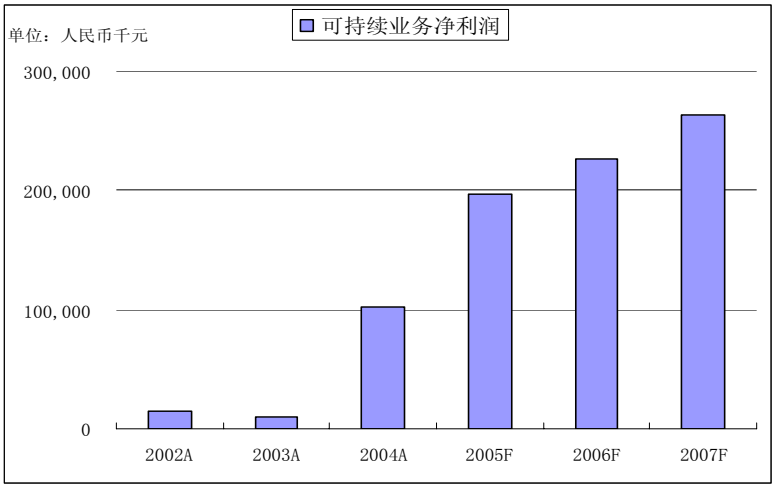
作为公司的增长亮点，浦东机场货运站未来占公司的盈利比重将逐步增加。由于公司于 2004 年 6 月重组，因此浦东机场货运站占公司的盈利仅有 7 个月的贡献，该部分占全年净利润 17％。根据我们的预计，今年机场货运站对公司将贡献超过 6000 万元的投资收益，未来对公司的盈利贡献将进一步增加。

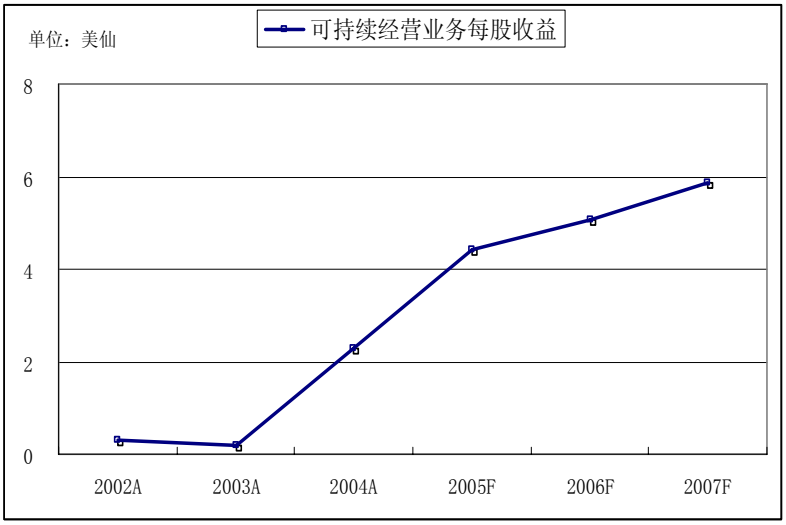
可持续经营利润继续保持增长

公司在去年和今年均有录得一次性处置资产所得投资收益。不考虑一次性投资收益的情况，我们预计公司在今后三个财年的每股可持续经营业务盈利分别为人民币 0.36 元、0.41 元、0.48 元，依然能够保持 15％以上的年复合增长率。另外，公司在明年仍然将可能录得一次性处置资产的特殊盈利。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

可持续经营业务利润增长情况





资料来源：公司资料，第一上海预测

高派系率

公司在 2002 年与 2003 年均未有派息，而在 2004 年公司业绩出现大幅增长后，派息相当慷慨。2004 年全年每股派息 0.024 美元，根据目前的股价，股息收益率为 7%。公司未来的年派系率依然将维持在 30%以上，因此公司股票极具投资价值。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

风险因素

集团的风险因素主要有物流行业的无序竞争，外资物流公司进占国内市场，汽油涨价给客运带来的风险。

货运物流行业的无序竞争

由于货运物流行业准入壁垒较低，大量小型货代物流公司进入市场。根据统计，全国一级货代公司有 1000 多家，二级货代更是不计其数。市场集中度低使货代市场的无序竞争相当激烈。

外资物流公司将抢占国内市场

根据 WTO 规定，外资物流公司将在今后被允许进入国内市场，而外资物流公司凭借其相当的网络优势，对国内货运物流公司的经营产生一定的风险。但是，我们认为，锦海捷亚相对国内其它同业公司，由于有了国外合作伙伴，将在竞争中处于有利地位。

汽油涨价给客运带来的风险

租车的成本主要由人员工资、车辆折旧、以及燃油组成，基本三者各占三分之一，因此汽油价格的上涨会对车辆租赁经营带来一定的利润压力。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

损益表

千元人民币	2003A	2004A	2005F	2006F	2007F
主营业务收入	324,284	2,531,867	2,983,112	2,593,632	2,906,632
主营业务成本及税金	(66,521)	(2,080,921)	(2,487,905)	(2,111,848)	(2,381,356)
主营业务利润	257,762	450,947	495,207	481,784	525,277
其它业务利润	87	8,817	17,000	20,000	23,000
营业费用	(78,158)	(157,732)	(178,987)	(155,618)	(174,398)
管理费用	(154,115)	(172,117)	(119,324)	(103,745)	(116,265)
财务费用	(9,726)	(2,439)	(2,400)	(2,400)	(2,400)
营业利润	15,849	127,477	211,496	240,021	255,213
投资收益	12,345	171,816	162,922	98,783	135,407
补贴收入	2,485	937	1,000	1,000	1,000
营业外收入（支出）	(579)	(31)	(100)	(100)	(100)
利润总额	30,100	300,199	375,318	339,705	391,520
所得税	(9,345)	(65,769)	(67,557)	(61,147)	(70,474)
少数股东权益	(8,870)	(43,877)	(59,662)	(51,873)	(58,133)
净利润	11,885	190,552	248,098	226,685	262,914
EPS(人民币元）	0.02	0.35	0.45	0.41	0.48
每股派息（人民币元）		0.20	0.18	0.16	0.19
毛利率	79.5%	17.8%	16.6%	18.6%	18.1%
营业利润率	4.9%	5.0%	7.1%	9.3%	8.8%
净利率	3.7%	7.5%	8.3%	8.7%	9.0%
净资产收益率	0.8%	11.0%	13.2%	11.2%	12.1%
总资产收益率	0.6%	6.9%	8.1%	7.0%	7.8%
息率	0%	58.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：公司资料，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

资产负债表

单位：千元人民币	2003A	2004A	2005F	2006F	2007F
流动资产					
货币资金	193,313	417,885	505,382	593,253	600,309
短期投资	40,943	11,043	0	0	0
应收帐款、预付帐款及其它	25,137	501,623	654,298	660,474	652,826
存货	8,556	13,550	12,917	13,481	18,270
待摊费用	1,876	2,693	2,944	3,060	3,176
其它流动资产		4,231	0	0	54,818
流动资产合计	269,825	951,025	1,175,541	1,270,269	1,329,400
长期股权投资	316,012	814,205	783,448	752,448	721,448
固定资产	1,347,191	886,090	1,016,176	1,127,917	1,224,067
无形资产及其它资产	21,811	103,650	94,963	88,275	82,214
资产总计	1,954,839	2,754,970	3,070,127	3,238,909	3,357,129
流动负债					
短期借款	107,500	41,124	40,000	40,000	40,000
应付帐款、票据及其它	170,893	682,508	760,760	707,272	656,031
应交税金	4,028	42,222	50,000	60,000	70,000
预计负债	0	21,463	0	0	0
其它负债	17,500	0	37,634	59,220	0
流动负债合计	299,921	787,317	888,394	866,492	766,031
长期负债	0	58,841	64,400	67,200	70,000
负债合计	299,921	846,158	952,794	933,692	836,031
少数股东权益	110,822	174,164	233,826	285,699	343,832
股东权益					
股本	551,610	551,610	551,610	551,610	551,610
储备	992,486	1,183,038	1,331,897	1,467,908	1,625,656
股东权益合计	1,544,096	1,734,648	1,883,507	2,019,518	2,177,266
负债及股东权益总计	1,954,839	2,754,970	3,070,128	3,238,909	3,357,129

资料来源：公司资料，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

现金流量表

单位：千元人民币	2003A	2004A	2005F	2006F	2007F
经营性现金流量					
净利润	11,885	190,552	248,098	226,685	262,914
少数股东权益	8,870	43,877	59,662	51,873	58,133
固定资产折旧与计提	58,036	170,420	174,967	193,309	208,900
无形资产与长期待摊费用摊消	4,505	1,400	3,430	2,457	1,830
待摊费用的减少（减增加）	(920)	(912)	(251)	(116)	(116)
财务费用	7,008	5,477	2,400	2,400	2,400
投资损失（减收益）	(12,345)	(171,816)	(162,922)	(98,783)	(135,407)
存货的减少	644	(920)	633	(564)	(4,789)
经营性应收项目的减少	(2,406)	2,701	(152,675)	(6,177)	7,648
经营性应付项目的增加	(8,098)	36,742	64,567	(43,488)	(41,241)
其它	(405)	3,026	0	0	0
经营活动现金流量	66,774	280,547	237,910	327,596	360,271
投资活动现金流量					
其它资产置换相关交易的现金流出	223,577	253,900	260,000	160,000	60,000
购建固定资产、无形资产和其它长期资产的付款	(74,209)	(176,864)	(305,050)	(305,050)	(305,050)
其它资产置换相关交易的现金流出	(71,707)	(6,620)	(5,000)	(4,000)	(3,000)
投资活动产生的现金流量净额	77,661	70,416	(50,050)	(149,050)	(248,050)
筹资活动产生的现金流量					
银行借款增加惊愕	(115,500)	(129,007)	(1,124)	0	0
收到少数股东投资		8,000	0	0	0
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	(16,134)	(7,185)	(99,239)	(90,674)	(105,166)
筹资活动产生的现金流量净额	(131,634)	(128,192)	(100,363)	(90,674)	(105,166)
现金及现金等价物净增加	12,801	222,771	87,497	87,872	7,055
期初现金余额		193,313	417,885	505,382	593,253
期末现金余额	193,313	417,885	505,382	593,253	600,309

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：（852）2522-2101
传真：（852）2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制并只作私人传阅。未经批准，不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向，财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠，但第一上海不能担保其准确性或完整性，而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2005第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。