

消費品行業

評級：正面

下跌帶來絕佳買入機會，關注 15 倍的優秀公司

李嶽: 86-755-3336-7200
David.li@firstshanghai.com.hk
許斐娜: 86-755-3336-7861
feina.xu@firstshanghai.com.hk
王柏俊: 852-2532-1915
patrickwong@firstshanghai.com.hk

2008年前5個月消費品行業回顧：總體暢旺

- 前 5 個月零售總額增長率 21.1%，扣除掉物價因素增長率 12.0%
- 物價上漲依然是主題：08 年前 5 個月 CPI 指數上漲達到 8.1%
- 第一季度城鎮居民收入增長率達到 11.5%，實際收入增速有所放緩
- 我們覆蓋的公司 08 上半年錄得 21% 的下跌，高於恆生指數的 18%
- “15 倍買，25 倍賣” 策略得到印證，高估值公司全線回落

2008年下半年：行業增速可能放緩，但整體還將保持健康高速發展

- 決定國內消費的主要因素沒有改變：人口結構等（參照 08 年策略報告）
- 中國目前遇到的主要經濟問題對消費品行業影響較小

子行業選擇：

- 經濟高增長溫和通脹：服裝及百貨產業鏈
- 經濟低增長溫和通脹：食品及超市產業鏈
- 惡性通脹：全部回避

下半年買點策略：堅持15倍左右買入優秀公司

- 橫向看：預測市盈率的 15 倍是全球的估值水準
- 縱向看：從歷史上看，預測市盈率的 15 倍是估值的下限
- 目標 PE 法：讓估值起點和終點一致，投資者最起碼可以賺取利潤增長
- 市場下跌帶來絕佳的買入良機

強烈建議買入跌近15倍的首選優秀公司：

- 寶姿（0589）、國美（0493）、李寧（2331）、銀泰（1833）、華寶（0336）、蒙牛（2319）、

我們覆蓋的上市公司及評價：

- 買入：寶姿（0589）、李寧（2331）、國美（0493）、安踏（2020）、銀泰（1833）、華寶（0336）、蒙牛（2319）、雨潤（1068）、永恩（0210）、中國動向（3818）、匯源（1886）、康師傅（0322）、中國香精香料（3318）、中國綠色食品（0904）
- 持有：百盛（3368）、金鷹（3308）、百麗（1880）

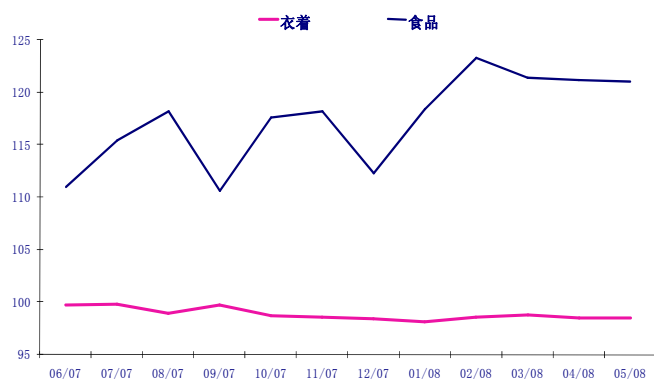
我們未覆蓋的上市公司及評價：

- 樂觀：物美（8277）、中國食品（0506）、茂業（0848）、小肥羊（0968）
- 中性：聯華（0980）、京客隆（8245）、安莉芳（1388）、特步（1368）

2008 上半年消費品行業回顧

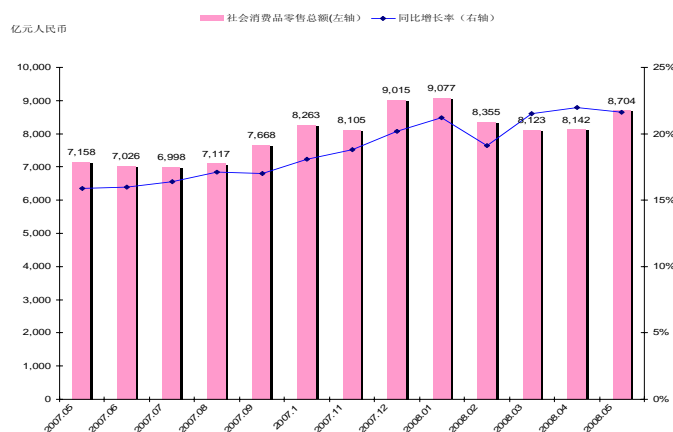
前五個月社會消費品零售總額達 42401 億元，同比增長 21.1%。08 上半年，消費品行業依然延續著 2007 年的快速增長態勢，社會消費品零售總額增長率再創新高，前五個月消費品零售總額累計同比增長 21.1% 達到 42401 億元人民幣，其中受物價上漲影響的程度加深。如扣除物價因素，消費品零售總額增長率可達 12.0%，較 07 年有所放緩。

圖表 1: 2007.5-2008.5 食品及服裝價格指數同比變動圖



資料來源：中國國家統計局

圖表 2: 2007.5-2008.5 全國社會消費品零售總額同比變動圖



資料來源：中國國家統計局

08 上半年，延續 07 年的物價上漲主題——主要由食品驅動。08 上半年，物價上漲依然是一大主題。受雪災影響，2 月的居民消費價格指數 (CPI) 又創歷史新高，同比上升達到 8.7%；在 3 月份有所回落後，又因四川地震影響而再度反彈至 8.5% 的高水準。

食品價格仍是推動此輪 CPI 大幅上漲的主要誘因，1-5 月份累計的食品類價格同比漲幅高達 21.0% (如圖 1)，相比之下，居住類價格上漲幅度回到了 6% 左右的單位數位，衣著類產品更持續呈現下降趨勢。

據美國農業部預計，2007/08 年度全球小麥及玉米產需缺口分別為 1466 萬噸及 200 萬噸，供求緊張趨勢在短期內不可能改變。全球大豆消費量較產量高 7.3%，供給趨緊。主要大米生產國緬甸遭遇風暴災害將減少全球大米的總體供應量，使短期供需趨於緊張。全球糧荒導致國際糧食價格大漲，今年首季國際市場小麥、大米、玉米、大豆、豆油期貨價格同比分別上漲 129%、44%、16%、60% 和 74%。

由於大多數食品均以這些農產品為原材料，因此通過加價的方式來轉移成本便成為大多數企業的首選方式。

08 年一季度的居民實際收入增速放緩。根據國家統計局調查資料顯示，08 年一季度，城鎮居民人均可支配收入達到 4386 元，同比增長 11.5%，扣除價格因素，實際增長 3.4%，增幅低於 07 年全年增幅約 8.8 個百分點。一季度農村居民人均現金收入 1494 元，同比增長 18.5%，扣除價格因素，實際增長 9.1%，增速則較 07 年全年下降 0.4 個百分點。我們認為實際收入增速放緩將減弱消費市場的增長動力。

分子行業看

服裝：零售額增長率波動 與我們 08 年全年策略報告相一致，服裝產業的發展速度非常的快，根據中華商業資訊中心公佈的百家零售企業第一季度的銷售資料來看，服裝類產品的銷售數量有 16.7% 的增長，達到 1.0 億件，而銷售金額也增長 22.5% 達到 229.2 億元，我們推算平均價格的增長率約為 5%（服裝的出廠價格平均漲幅約 2%）。

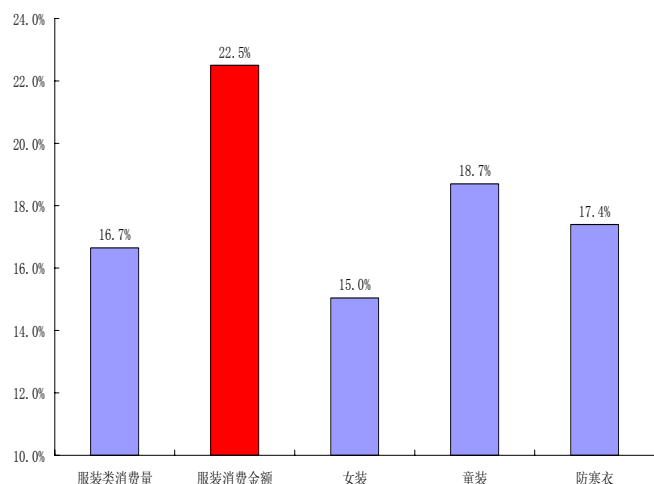
另外，分產品看，女裝的銷售數量增長了 15.0%，童裝和防寒服同比增長了 18.8% 及 17.4%。

我們認為服裝產品的加價能力較強，這是導致其銷售量和價格共同提升的重要原因。這也驗證了我們的判斷，即溫和通脹下服裝產品的價格轉移能力較強。

我們認為服裝行業在下半年還會保持較高的增長速度。

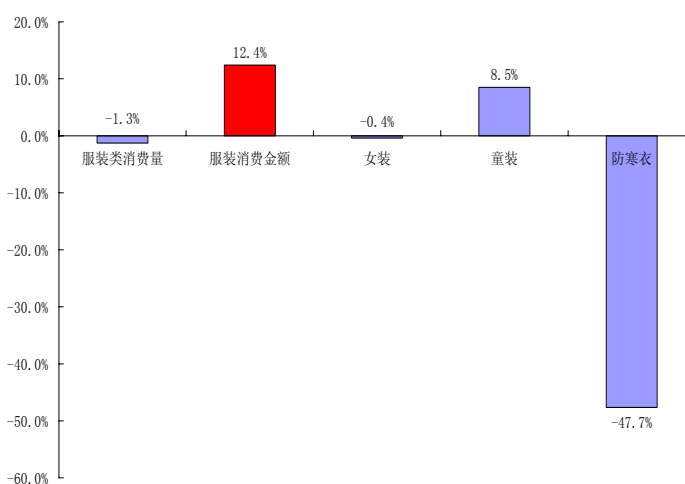
另外如果從五月的銷售資料看，服裝產品的銷售數量出現了一些下降，同比下降 1.3%，從銷售金額看則增長了 12.4% 達到 56.1 億元。分產品看女裝銷量同比下降 0.5%，童裝同比上升 8.5%，防寒衣同比下降 47.7% 個百分點。我們認為下降的主要原因是五一長假調整和地震帶來的影響。

圖表 3：服裝行業 1 季度銷售數量同比增長率概覽



資料來源：中華商業資訊網

圖表 4：服裝行業 5 月銷售數量同比增長率概覽



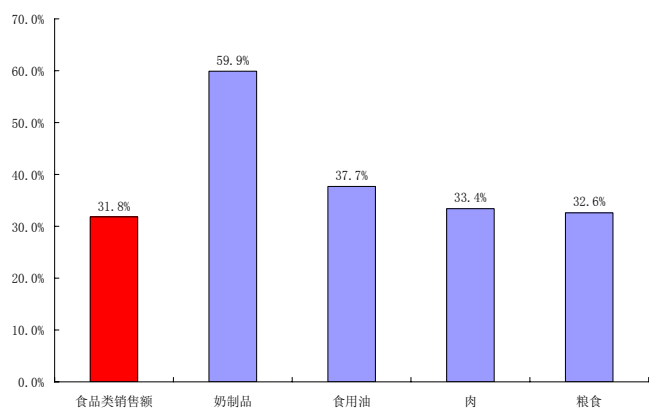
資料來源：中華商業資訊網

食品：銷售金額增幅巨大且穩定，主要原因依然是價格 根據中華商業資訊中心公佈的資料，從四月的銷售資料看，整個食品行業的銷售金額增長了 31.9%，其中奶、食用油、肉類以及糧食分別增長 64.2%、73.6%、38.8% 以及 38.3%。

即便是在受到假期調整和地震影響的五月，其銷售額也沒有出現明顯的下滑，總體同比增長 31.8%，而奶、食用油、肉類以及糧食分別增長 59.9%、37.7%、33.4% 以及 32.6%。

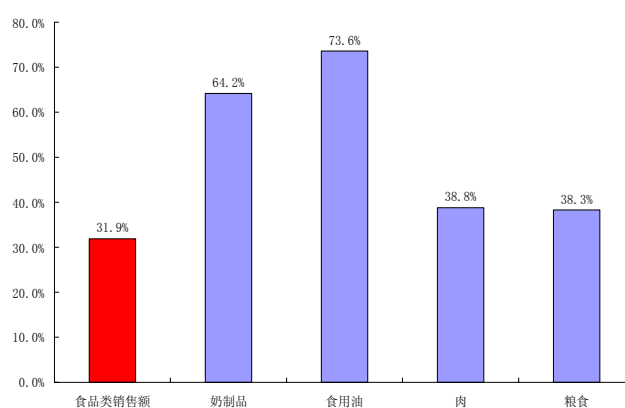
如果考察前幾個月的價格資料，就會發現食品價格的上漲幅度巨大，例如 4 月奶、食用油以及肉類產品的價格分別同比增長了 31.2%、71.0% 以及 74.2%，因此從這個角度看食品類產品的需求剛性較強。但是價格上漲的主要原因是上游原材料的價格上漲，例如原奶的價格上漲了約 40%。

圖表 5：4 月份食品銷售金額同比增長率



資料來源：中華商業資訊網

圖表 6：5 月份食品銷售金額同比增長率

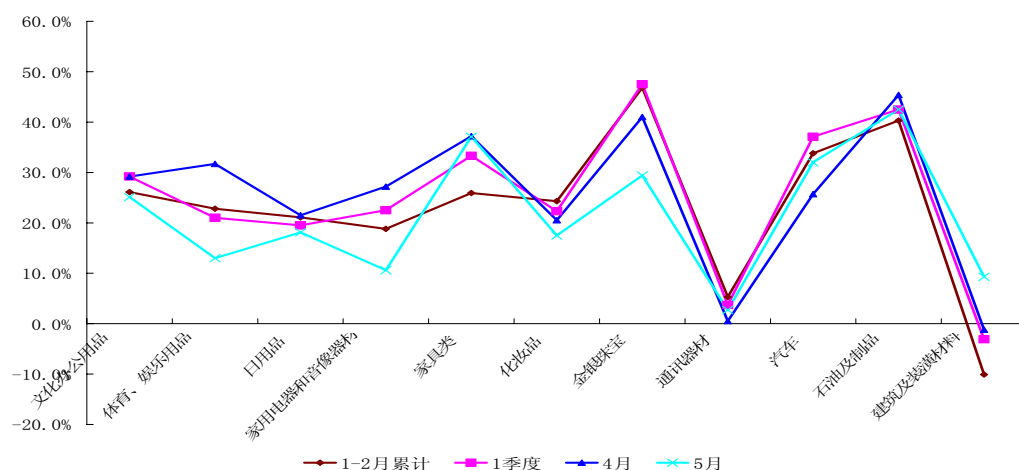


資料來源：中華商業資訊網

其他類產品：化妝品和傢俱類產品值得關注

根據國家統計局對前五個月的統計資料看，各類產品的銷售均取得了不錯的增長，其中文化辦公用品、傢俱類以及化妝品錄得了穩定而快速的增長，一季度分別同比增長 29.2%、33.3% 以及 22.3%。我們認為這些行業值得關注。

圖表 7：2008 年前五個月分產品銷售金額同比增長率



資料來源：中國國家統計局

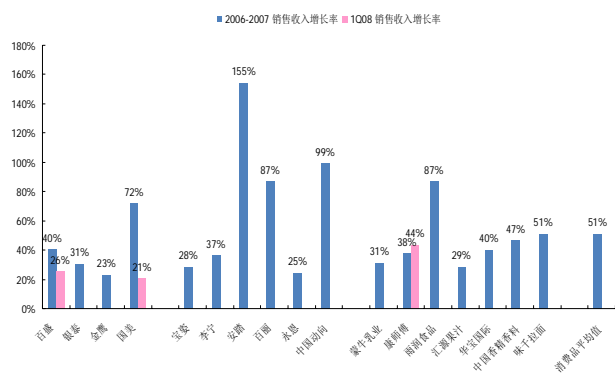
覆蓋公司的 07 年業績及市場表現回顧

我們覆蓋公司 07 財年的收入平均增幅為 51.0%，毛利率提升 1 個百分點

我們覆蓋的消費品公司於 07 財年平均收入增長率為 51.0%，其中服裝類公司的收入增長 71.8%，零售商的收入增長率為 41.5%，食品企業的收入增長率達到 46.0%。另外，這些消費類公司的平均毛利率提升了一個百分點至 47%，可見這些優秀的消費

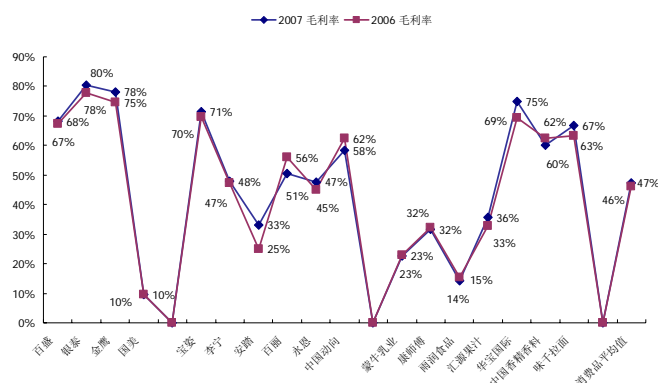
類公司在成本上升的過程中顯示出了更強的加價能力。

圖表 8: 重點消費公司 07 財年收入增長率



資料來源：公司資料

圖表 9: 重點消費公司 07 財年毛利率變動



資料來源：公司資料

市場表現大幅下降，26 周平均跌幅達 21%

如圖 5 所示，我們覆蓋的 18 家消費品公司在 08 上半年錄得了一定程度的下跌，整體平均跌幅約為 21.0% (07 年整體平均漲幅為 69.8%)，略大於同期恒生指數之 18.0% 上漲。其中僅 1 家錄得上漲，為中國綠色食品。跌幅超過 30% 的股票是百盛、李寧、百麗、動向、匯源及味千，分別錄得 31.8%、32.1%、32.8%、39.1%、37.6% 以及 37.8% 的跌幅，我們認為主要是公司的估值水準過高所致。我們推薦的首選組合在過去半年中下跌 19.2%，較我們覆蓋公司的平均跌幅為小。

圖表 10：2008.1-2008.6 重點消費公司市場表現概覽

零售百貨	公司	代碼	26周升幅	市值 (億)	P/E (08)	P/S (08)	P/B (08)	备注
	百盛	3368	-31.8%	489.8	28.5	10.0	9.8	
	銀泰	1833	-25.7%	155.6	17.7	9.0	2.2	2007年3月20日上市
	金鷹	3308	-8.2%	138.4	26.9	11.2	9.2	
	國美	493	-8.7%	614.9	1.1	4.6	20.2	
服裝鞋履	寶姿	589	-24.1%	142.2	22.3	7.6	11.2	
	李寧	2331	-32.1%	281.4	26.2	4.0	10.0	
	安踏	2020	-27.5%	252.5	21.2	4.2	3.8	2007年7月10日上市
	百麗	1880	-32.8%	930.3	25.1	4.7	4.9	2007年5月23日上市
	永恩	210	-20.4%	94.8	15.1	1.9	5.4	
	中國動向	3818	-39.1%	308.1	17.3	7.6	2.7	2007年12月24日上市
食品飲料	蒙牛乳業	2319	-22.9%	381.6	24.0	1.3	5.4	
	康師傅	322	-19.9%	90.3	27.1	2.1	6.6	
	雨潤食品	1068	-6.2%	198.2	19.6	2.1	4.5	
	中國綠色食品	904	17.8%	51.6	17.3	6.8	4.2	
	匯源果汁	1886	-37.6%	112.1	17.7	2.4	1.5	2007年2月23日上市
香精香料	華寶國際	336	-6.3%	196.4	20.4	14.5	10.6	
	中國香精香料	3318	-14.7%	14.3	9.3	2.4	1.6	
餐飲	味千拉麵	538	-37.8%	135.7	29.6	8.0	3.9	2007年3月30日上市
平均	不适用		-21.0%	254.9	20.3	5.8	6.5	
恒生指數	不适用		-18.0%	不适用	不适用	不适用	不适用	

資料來源：公司資料、彭博。(備註：以 6 月 15 日收盤價計算)

“15 倍買，25 倍賣” 策略得到印證，高估值公司全線回落

我們在 3 月提出“傻瓜式投資”模式，我們建議在當前的震盪市況下，投資者可沿用“15 倍買，25 倍賣”的投資模式，買入股價已跌近 15 倍預測市盈率的優秀公司，以及賣出股價超出 25 倍警戒線的公司。

如遵照此投資模式於 3 月中旬當蒙牛股價跌破了 15 倍的 09 年預測市盈率時買入，在 5 月中旬當股價超過了 25 倍時賣出，獲利空間達 40%。

新世界、百盛和李寧於 5 月份的月度跌幅分別達到了 18.9%、24.2%及 25.7%，如果跟隨我們的“傻瓜式投資”模式沽出上述被高估的公司，也已獲得可觀的收益。

圖表 11: 百盛 (3368) 4.17 - 6.16 股價



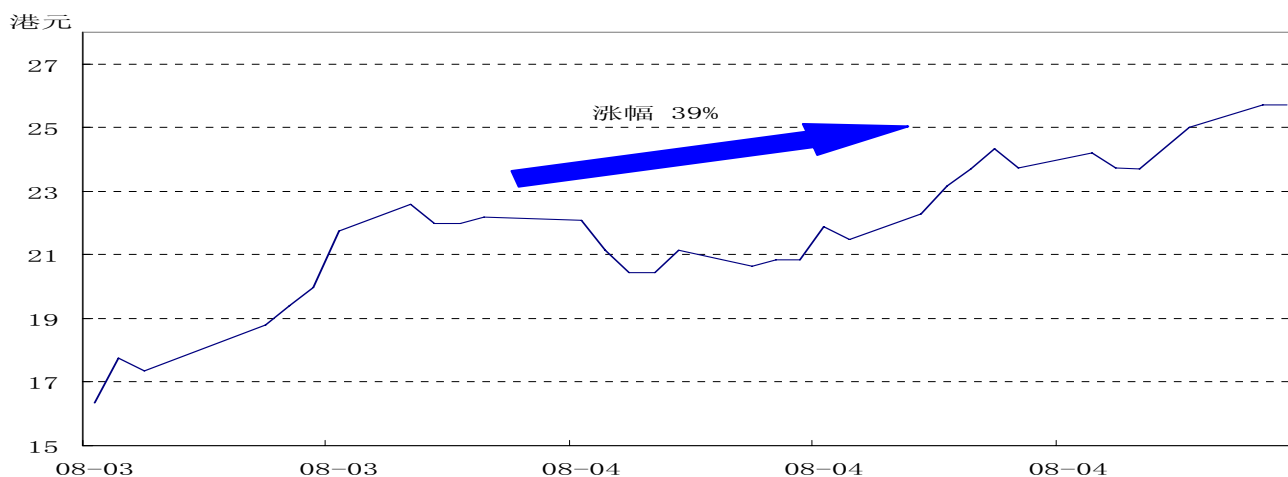
資料來源：彭博

圖表 12: 李寧 (2331) 4.17 - 6.16 股價



資料來源：彭博

圖表 13: 蒙牛 (2319) 3.18 - 5.6 股價



資料來源：彭博

2008年下半年：目前的經濟問題對消費行業衝擊不大

我們依然認為在08年下半年裏，整個中國的經濟還將保持平穩發展，消費總額增長率還將保持強勁，但增速有可能放緩。

目前中國經濟較大的三個問題為：

- 1、溫和通貨膨脹。我們認為對消費品行業影響較小，甚至是正面影響，特別是對中高檔產品，當然如果通脹持續時間較長，則會對高檔產品產生負面影響。
- 2、資金鏈斷裂。消費品行業，特別是零售行業，其經營現金都非常充裕，而且資本開支極小，因此根本不會出現資金鏈問題。
- 3、人工成本上升。品牌消費品行業的普遍特點是毛利率較高，人工成本比重較低，而且社會人工成本上升，反過來講是增加了社會購買力，因此對消費品行業負面影響不大。

當然，所有判斷的前提是溫和通脹下的經濟高速增長，如果出現惡性通脹或者滯脹那麼所有行業都將進入低谷。

子行業判斷：溫和通脹下的選擇

我們認為如果下半年中國經濟能夠保持高增長，高通脹，那麼我們堅持看好服裝和百貨產業鏈，主要考慮到加價能力。

倘若下半年經濟進入低增長、高通脹時代，那麼我們建議開始關注食品和超市產業鏈，主要考慮到食品超市的需求剛性較強。

買點策略：堅持好公司 15 倍

我們堅持在4.30日發出的“傻瓜式投資：15倍買、25倍賣”的投資策略，我們認為這種投資方式在08年的下半年依然有效，即便是長線投資者，我們也建議考慮在15倍或者接近15倍的時候購買優秀的公司，因為“起點估值和終點估值相同”，那麼賺取的將是純粹的利潤增長。倘若非常幸運的看到估值水準抬升，那麼將會獲得超額收益。

邏輯一：香港估值已經和全球比較接近，達到了09年15倍附近 按照6月15日的收盤價格計算，全球主要消費品公司的平均08年市盈率為16.7倍，09年14.6倍，而香港則為21.6倍和16.7倍，因此從09年的估值角度看，香港市場的估值已經和全球接近，但是增長率更快。

邏輯二：從歷史看，大多數時間消費品公司的預測是盈利都在15倍左右，如果能夠回到這個水準則非常安全 我們通過研究香港最近幾年最偉大的消費類成長股（李甯、蒙牛、寶姿、康師傅）以及美國最偉大的兩個成長股（Coach 以及 Nike），得出以下幾點結論：

- 1、大多數時間消費品公司的預測 PE 都在在 10-15 倍
- 2、當盈利連續兩年出現高增長，估值水準會提升，有些公司會處於 15-25 倍區間
- 3、超過 25 倍的時間非常的少。

4、目前香港市場上市公司的高增長還在，因此比國外公司有少許溢價尚屬合理

5、未來兩年的盈利預測最重要，否則估值倍數也會下降

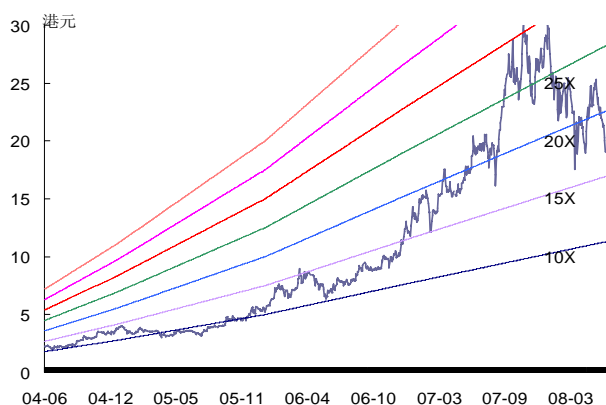
因此我們認為如果能夠 15 倍購買，則會非常安全，因為這個估值可能已經是熊市估值了。（詳情參照我們 4.30 日發出的報告“傻瓜式投資-15 倍買，25 倍賣”）

圖表 14：全球及香港消費品公司估值比較

	名稱	代碼	貨幣	股價	08 P/E	09 P/E	08 息率	08-09 ESP 增長
百貨公司	Macy's	M	USD	22.2	11.0	9.5	2.4%	15.2%
	Dillard's	DDS	USD	14.3	183.3	41.7	1.2%	339.7%
	Saks	SKS	USD	12.5	25.5	18.7	0.0%	36.7%
	百盛	3368	HKD	55.8	27.1	21.7	1.5%	24.8%
	金鷹	3308	HKD	7.7	32.1	24.8	1.3%	29.2%
	銀泰	1833	HKD	5.3	18.9	13.6	1.5%	39.3%
食品飲料	Nestle	NESN	CHF	501.0	17.3	15.0	2.6%	15.9%
	Kraft	KFT	USD	31.0	16.3	14.9	3.6%	9.5%
	Coca Cola	KO	USD	55.4	18.4	16.7	2.7%	9.6%
	康師傅	322	HKD	9.5	28.0	21.7	1.2%	29.4%
	雨潤食品	1068	HKD	12.1	18.6	13.0	1.3%	43.1%
	蒙牛乳業	2319	HKD	21.9	27.4	19.7	1.1%	38.8%
	中國香精香料	3318	HKD	2.6	8.5	7.3	4.3%	16.7%
	華寶國際	336	HKD	6.7	18.7	14.9	1.2%	25.0%
	匯源	1886	HKD	5.3	18.9	15.1	1.3%	25.0%
超級市場	Wal-Mart	WMT	USD	59.2	17.4	15.7	1.6%	10.6%
	Carrefour	CA	EUR	24.1	8.3	7.4	4.9%	11.6%
	Metro	MEO	EUR	46.0	14.3	12.3	2.7%	16.1%
高時裝	Hugo Boss	BOS3	EUR	30.5	12.6	11.4	5.0%	10.7%
	Ralph Lauren	RL	USD	66.3	18.2	16.7	0.3%	9.0%
	Burberry	BRBY	GBP	495.3	16.6	14.1	2.5%	17.9%
	寶姿	589	HKD	21.1	20.8	15.4	2.5%	35.6%
休閒及裝鞋	Inditex	ITX	EUR	44.5	21.9	19.5	2.4%	12.3%
	H & M	HM.B	SEK	321.0	16.7	14.7	5.1%	13.5%
	百麗	1880	HKD	7.9	23.8	19.7	1.0%	21.2%
運動用品	永恩	210	HKD	4.5	13.2	10.5	2.0%	26.5%
	Adidas	ADS	EUR	43.3	14.0	11.8	1.3%	18.4%
	Nike	NKE	USD	69.0	19.0	17.4	1.3%	9.1%
	李寧	2331	HKD	19.0	25.0	18.6	1.4%	34.2%
快餐	安踏	2020	HKD	7.1	20.9	16.9	1.0%	23.5%
	動向	3818	HKD	3.2	16.8	12.8	0.0%	31.6%
	McDonald's	MCD	USD	60.0	18.7	17.0	2.9%	10.0%
家賣場	KFC	YUM	USD	37.9	20.4	17.9	1.6%	13.4%
	味千	538	HKD	8.5	26.6	19.8	0.9%	34.4%
	Best Buy	BBY	USD	45.7	14.9	13.7	0.9%	8.8%
	国美	493	HKD	4.0	23.8	18.4	1.2%	29.4%
全球平均	不可用	不可用	不可用	不可用	16.7	14.7	2.4%	13.8%
香港平均	不可用	不可用	不可用	不可用	21.7	16.7	1.5%	29.9%

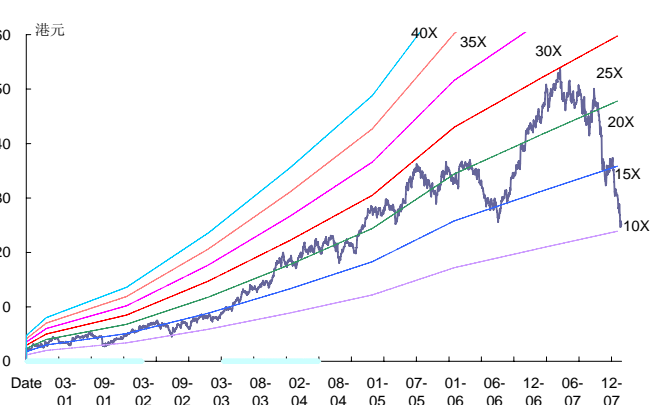
資料來源：Bloomberg

圖表 15：李寧 PE Band



資料來源：Bloomberg、第一上海

圖表 16：Coach PE Band



資料來源：Bloomberg、第一上海

邏輯三：讓起點的估值和另外，我們認為對一個公司估值不能僅僅看未來兩三年的利潤增長，然後就給其一終點估值一致，這樣賺取個估值，比如未來三年 40% 的年均複合增長率，那麼就給 40 倍的估值，這種做法其的將是真正的利潤增長。實是比較短視的。

我們為什麼在 07 年底就沒有再推薦李寧、百盛這些公司？我們認為雖然這些公司都十分優秀，但是如果將眼光放的長遠，就發現其實當時的估值已經過度透支了利潤的增長。

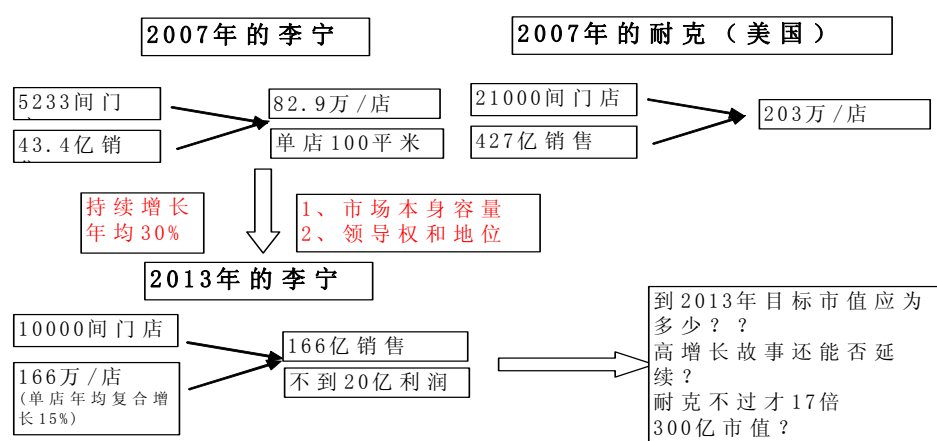
例如李寧公司，其規劃 2013 年做到 10000 家門店，我們認為這個數字是比較合理的，因為如果參照耐克在美國的門店數目就會發現也只是 21000 家，而中國的經濟體量還遠不及美國，同時耐克在美國是絕對的領導者，市場份額 35%，而李寧在中國還很難做到第一。另外，我們假設李甯的單店銷售額年均複合增長率可以在未來五年保持在 15%，那麼 2013 年單店銷售額可以達到 166 萬元，這只比耐克在美國的單店銷售額折讓 20%，以此計算李甯的銷售額應該為 166 億元。

這個行業註定了李甯必須投入大量的資金進行廣告宣傳，即便耐克也不例外，因此我們認為李甯能夠獲得 13% 的利潤率已經很高。（目前李甯和耐克的利潤率均為 9%-10%）。

以此推算李甯 2013 年利潤為 20 億元，比 07 年增長 4 倍多。但是那個時候相信無法再講高增長的故事，因此只能給其 15 倍的估值，也即 300 億元的市值。而李甯去年的市值一度突破了 300 億元，因此我們認為可能是被高估了。

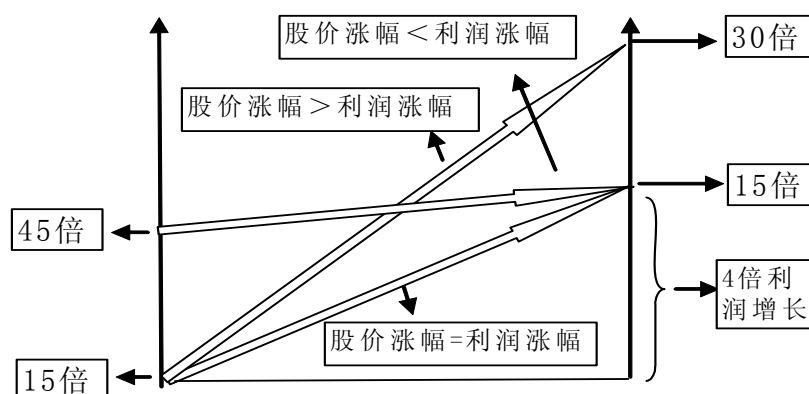
因此我們建議在今年的下跌中在 15-20 倍左右進行購買，因為這樣可以穩賺利潤增長，當然如果足夠好運，遇到了估值水準抬升，那將是超額收益。

圖表 17：李寧目標 PE 估值示例



資料來源：公司資料、第一上海

圖表 18：起點估值和終點估值對股價表現的影響示意圖



資料來源：第一上海

首選公司

根據我們的優秀公司 15 倍購買原則，我們對目前所覆蓋公司的評價如下：

買入：寶姿 (0589)、李寧 (2331)、國美 (0493)、安踏 (2020)、銀泰 (1833)、華寶 (0336)、蒙牛 (2319)、雨潤 (1068)、永恩 (0210)、中國動向 (3818)、匯源 (1886)、康師傅 (0322)、中國香精香料 (3318)、中國綠色食品(0904)

持有：百盛 (3368)、金鷹 (3308)、百麗 (1880)

尚未覆蓋的公司：

樂觀：物美 (8277)、中國食品 (0506)、茂業 (0848)、小肥羊 (0968)

中性：聯華 (0980)、京客隆 (8245)、安莉芳 (1388)、特步 (1368)

強烈建議購買跌近 15 倍的優秀公司

首選公司：

寶姿 (0589)：前五個月同店銷售繼續保持強勁增長，達到 30%

國美 (0493)：持續改善的業務、較強的網路資源以及整合能力是其賣點

李寧 (2331)：08 年業績可能再超預期，目前股價已經接近預測 15 倍

銀泰 (1833)：被嚴重低估的百貨企業，極強的整合能力，但中期業績不會太好

華寶 (0336)：占盡技術以及整合多項優勢

蒙牛 (2319)：品牌能力使其從小變大，未來還將助其成為中國乳業的大贏家

圖表 19：“傻瓜式投資”示意圖（服裝及零售）

股票	李寧	百盛	金鷹	永恩	國美	銀泰	百麗	安踏	寶姿	動向	味千
估值倍數 (09年預測PE)	2331	3368	3308	210	493	1833	1880	2020	589	3818	538
10X	10.2	25.7	3.1	4.3	2.2	3.9	4.0	4.2	13.7	2.5	4.3
15X	15.3	38.6	4.7	6.4	3.4	5.9	6.1	6.2	20.6	3.7	6.4
20X	20.4	51.5	6.3	8.5	4.5	7.9	8.1	8.3	27.4	4.9	8.5
25X	25.6	64.3	7.9	10.7	5.6	9.8	10.1	10.4	34.3	6.2	10.7
30X	30.7	77.2	9.4	12.8	6.7	11.8	12.1	12.5	41.1	7.4	12.8
6月13日 收盤價	19.0	55.8	7.7	4.5	4.0	5.3	7.9	7.1	21.1	3.2	8.5
股票	李寧	百盛	金鷹	永恩	國美	銀泰	百麗	安踏	寶姿	動向	味千
估值倍數 (08年預測PE)	2331	3368	3308	210	493	1833	1880	2020	589	3818	538
10X	7.6	20.4	2.4	3.4	1.7	2.8	3.3	3.4	10.1	1.9	3.1
15X	11.5	30.7	3.5	5.1	2.5	4.2	4.9	5.1	15.2	2.9	4.7
20X	15.3	40.9	4.7	6.7	3.4	5.7	6.5	6.7	20.2	3.8	6.3
25X	19.1	51.1	5.9	8.4	4.2	7.1	8.1	8.4	25.3	4.8	7.9
30X	22.9	61.3	7.1	10.1	5.1	8.5	9.8	10.1	30.3	5.7	9.4
6月13日 收盤價	19.0	55.8	7.7	4.5	4.0	5.3	7.9	7.1	21.1	3.2	8.5

資料來源：第一上海

圖表 20：“傻瓜式投資”示意圖（食品）

股票	華寶國際	蒙牛乳業	康師傅	雨潤食品	中國香精香料	匯源果汁
估值倍數 (09年預測PE)	336	2319	322	1068	3318	1886
10X	4.5	12.5	4.4	9.3	3.5	3.5
15X	6.7	18.7	6.7	13.9	5.2	5.3
20X	9.0	25.0	8.9	18.5	7.0	7.1
25X	11.2	31.2	11.1	23.2	8.7	8.8
30X	13.4	37.5	13.3	27.8	10.4	10.6
6月13日 收盤價	6.7	21.9	9.5	12.1	2.6	5.3
股票	華寶國際	蒙牛乳業	康師傅	雨潤食品	中國香精香料	匯源果汁
估值倍數 (08年預測PE)	336	2319	322	1068	3318	1886
10X	3.6	9.0	3.4	6.5	3.0	2.8
15X	5.3	13.6	5.0	9.7	4.6	4.2
20X	7.1	18.1	6.7	12.9	6.1	5.6
25X	8.9	22.6	8.4	16.2	7.6	7.0
30X	10.7	27.1	10.1	19.4	9.1	8.4
6月13日 收盤價	6.7	21.9	9.5	12.1	2.6	5.3

資料來源：第一上海

寶姿 (0589, 買入)

07 業績再超預期，微降目標價格至 31.6 港元

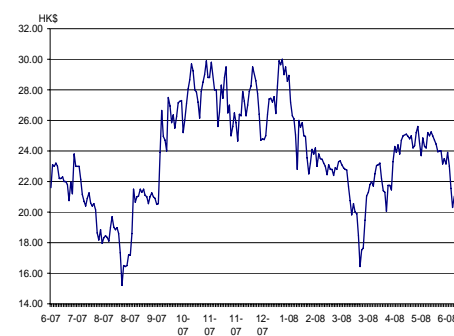
- **07 年業績再超預期**：公司 07 年實現銷售收入 13.6 億元，同比增長 28.4%，淨利潤達到 3.97 億元，同比增長 56.3%。業績情況再次大幅高於預期。
- **門店數量微增 3 間至 360 間**：截止至 07 年底，公司共擁有 325 間 Ports 品牌門店，35 間 BMW 品牌門店，總店數達到 360 間，相比 06 年的 357 間微增 3 間。另外，公司在 07 年開設 75 間新店，並關閉 72 間位置或效益較差的門店。
- **07 年同店增長率 27%，08 年前五個月更是高達 30%**：07 年公司的同店增長率繼續保持強勁，達到 27%，主要是因為其產品單價提升了約 25% 所致。08 年前五個月的同店增長率高達 30%，主要是因為 12% 的價格提升以及約 20% 的銷售量提升，目前每天每店的交易次數已經達到 4 次。
- **綜合毛利率提升 2 個百分點至 71.5%**：公司綜合毛利率繼續提升，從 06 年的 69.5% 提升到 07 年的 71.5%。零售業務的毛利率從 06 年的 80.9% 提升到 07 年的 82.1%，OEM 業務毛利率則從 18.0% 下降到 07 年的 15.4%，其他業務毛利率從 06 年的 46.7% 提升到 07 年的 55.5%。
- **成為 Giorgio Armani 的協議分銷商，並將在國內運作 Vivienne Tam 品牌**：公司與 Giorgio Armani SpA 簽訂協議，成為 Armani 的中國非獨家協定分銷商，但是目前還沒有具體規劃。另外，公司剛剛宣佈在國內運作 Vivienne Tam 品牌。
- **微降目標價至 31.6 港元，重申買入評級**：基於對其 2009-2010 年收入及每股收益的年均複合增長率分別為 24% 及 26% 的預測，我們微降寶姿目標價格至 31.6 港元，此價格相當於 09 年每股收益的 25 倍。

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 (百万人民币)	1055	1356	1729	2172	2697
变动 (%)	24	28	28	26	24
净利润 (百万人民币)	254	393	474	632	799
每股收益 (人民币)	0.45	0.70	0.85	1.13	1.43
变动 (%)	52	55	20	33	26
市盈率@21.1港元 (倍)	40.8	26.3	21.9	16.4	13.0
每股派息 (人民币)	0.27	0.93	0.51	0.68	0.86
息率 (%)	1.32	4.46	2.44	3.25	4.11

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

截止12月31日财年（百万人民币）

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	1,054.9	1,355.5	1,729.1	2,171.6	2,696.6
毛利	733.6	968.8	1,263.8	1,621.3	2,047.3
其他业务收入	15.4	15.6	19.0	21.0	22.0
销售及管理费用	(431.2)	(561.2)	(721.0)	(894.7)	(1,111.0)
其他开支	(37.9)	(51.0)	(59.3)	(70.1)	(82.7)
营运收入	280.0	372.2	502.5	677.5	875.6
财务开支	3.2	5.7	6.9	8.2	9.9
联营公司					
税前盈利	283.2	377.9	509.3	685.7	885.5
所得税	(29.2)	15.5	(35.7)	(54.9)	(88.5)
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
净利润	254.0	393.5	473.7	631.9	798.9
折旧及摊销	37.7	36.0	44.0	50.6	55.2
EBITDA	317.7	408.2	546.5	728.1	930.8
增长					
总收入 (%)	24.0%	28.5%	27.6%	25.6%	24.2%
EBITDA (%)	46.0%	28.5%	33.9%	33.2%	27.8%
每股收益 (%)	52.0%	54.9%	20.4%	33.4%	26.4%

资产负债表

截止12月31日财年（百万人民币）

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	312.3	221.5	340.3	458.0	604.0
应收账款	224.8	310.7	345.8	412.6	512.4
存货	330.2	349.2	456.0	539.3	636.3
其他流动资产	100.3	230.0	169.4	210.6	261.6
总流动资产	967.5	1,111.4	1,311.5	1,620.5	2,014.3
固定资产	154.4	163.6	200.0	220.0	240.0
无形资产	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	18.0	11.6	14.6	16.2	18.3
总资产	1,139.7	1,286.6	1,526.1	1,856.7	2,272.6
短期负债					
应付帐款	208.8	182.9	259.4	325.7	404.5
应付税项	17.5	1.2	30.6	41.1	53.1
应付股息	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
总短期负债	226.2	184.1	289.9	366.9	457.6
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总负债	226.2	184.1	289.9	366.9	457.6
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
股东权益	913.5	1,102.5	1,236.2	1,489.8	1,814.0
每股账面值	1.4	1.6	1.4	2.2	0.0
营运资金	741.3	927.3	1,021.6	1,253.6	1,556.7

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	69.5%	71.5%	73.1%	74.7%	75.9%
EBITDA 利率 (%)	30.1%	30.1%	31.6%	33.5%	34.5%
净利率 (%)	24.1%	29.0%	27.4%	29.1%	29.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	40.9%	41.4%	41.7%	41.2%	41.2%
实际税率 (%)	10.3%	-4.1%	7.0%	8.0%	10.0%
股息支付率 (%)	60.0%	93.8%	60.0%	60.0%	60.0%
库存周转	327.4	316.2	311.5	325.5	325.9
应付账款天数	59.7	52.0	46.0	48.7	0.0
应收账款天数	65.2	71.1	68.3	61.7	0.0
财务状况					
净负债/股本	-0.81	-0.84	-0.83	-0.84	-0.86
收入/总资产	0.93	1.05	1.13	1.17	1.19
总资产/股本	1.25	1.17	1.23	1.25	1.25
盈利对利息倍数	-87.26	-64.99	-73.11	-82.15	-88.48

现金流量表

截止12月31日财年（百万人民币）

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
经营业务现金净额	246.6	279.4	483.4	648.6	819.4
退税	9.4	11.0	12.0	13.0	14.0
所得税	(34.7)	15.5	(35.7)	(54.9)	(88.5)
营运现金流	221.3	306.0	459.7	606.7	744.8
资本开支	(51.0)	(75.0)	(75.0)	(75.0)	(75.0)
其他	34.8	(124.8)	66.3	(34.9)	(44.4)
投资活动现金流	(16.2)	(199.8)	(8.7)	(109.9)	(119.4)
负债变化	(1.0)	0.0	0.0	1.0	2.0
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(120.5)	(369.0)	(284.2)	(379.1)	(479.4)
其他融资活动	13.7	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	(106.8)	(120.9)	(332.3)	(379.1)	(479.4)
现金变化	98.3	(14.7)	118.7	117.7	146.0
期初持有现金	216.1	236.3	221.5	340.3	458.0
期末持有现金	312.3	221.5	340.3	458.0	604.0

安踏（2020，買入）

07 業績大幅高於預期，重申買入評級

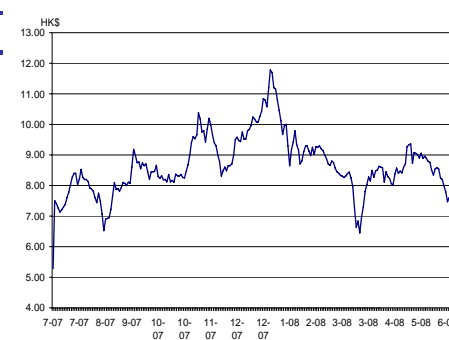
- **07 經營狀況良好：**公司 07 年錄得收入 31.8 億元，同比增長 154.2%，利潤達到 5.4 億元，同比增長 264.8%，宣派股息 1.8 億元。業績情況大幅高於我們預期。
- **門店數量達到 4716 間，08 年可能會達到 5300 間：**安踏品牌門店數量在 07 年底達到 4716 間，相比 06 年的 4108 間增加 608 間，門店實際數字相比我們預測的 4600 間遠高。另外，安踏經營的國際品牌門店數量也達到了 172 間，其中阿迪達斯門店數量達到 93 間，銳步門店達 56 間，Kappa 門店 23 間。公司表示 08 年的門店數量可望達到 5300 間。
- **老店改造助單店銷售能力大幅提升：**自 06 年下半年開始，公司便著手對一些老的、小的門店進行整改，在 07 年的一年中，共開設 1394 間新店，並關閉 786 間老店，經過置換之後，“安踏”品牌門店的單店面積從 06 年的 80 平方米提升到 92 平方米，單店銷售額從 06 年的 125 萬元提升到 07 年的 159 萬元。
- **量價齊升助公司銷售收入及毛利率共同提升，預計 08 年毛利率會繼續提升 4 個百分點：**公司 07 年鞋子的銷售價格同比提高了 29%至 88.0 元人民幣，銷售數量則增長了 56%至 1830 萬雙。服裝的銷售價格提高了 15%至 53.6 元人民幣，銷售數量增長了 167%至 2360 萬件，最終導致其綜合毛利率大幅提升 8.1 個百分點至 33.2%。從 08 年前三季訂貨會情況來看，08 年綜合毛利率可望提升至 37%-38%。
- **提升目標價至 11.3 港元，重申買入評級：**我們根據 DCF 絕對估值對其進行分析，最終提升安踏目標價至 11.3 港元，此目標價相當於 2008 年預測每股收益的 34.8 倍，目標價較現價有 32.7% 的升幅。

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	1250	3127	4614	6007	7211
变动（%）	86	150	48	30	20
净利润（百万人民币）	147	538	736	993	1199
基本每股收益（人民币）	0.08	0.22	0.30	0.40	0.48
变动（%）	204	163	37	35	21
基于7.11港元的市盈率（倍）	76.2	28.9	21.1	15.7	13.0
每股派息（人民币）	0.02	0.07	0.10	0.13	0.16
息率（%）	0.33	1.14	1.56	2.11	2.54

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	1,250.1	3,126.6	4,613.6	6,007.0	7,211.2
毛利	313.3	1,055.3	1,700.1	2,257.3	2,771.1
其他业务收入	2.0	137.9	87.4	89.6	91.5
销售及管理费用	(167.6)	(590.4)	(968.0)	(1,180.5)	(1,422.5)
其他收入	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
营运收入	148.3	600.9	819.4	1,166.4	1,440.2
净财务收入(开支)	(0.3)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.7)
联营公司	0.0	0.0	2.0	4.0	6.0
税前盈利	148.0	599.2	819.7	1,168.7	1,444.5
所得税	(0.6)	(61.4)	(83.9)	(175.3)	(245.6)
少数股东应占利润	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0
净利润	147.4	537.8	735.8	993.4	1,198.9
折旧及摊销	11.5	26.3	45.7	64.5	82.4
EBITDA	159.8	627.2	865.1	1,230.9	1,522.6
增长					
总收入 (%)	86.5%	150.1%	47.6%	30.2%	20.0%
EBITDA (%)	168.6%	292.6%	37.9%	42.3%	23.7%
净利润 (%)	207.0%	264.9%	36.8%	35.0%	20.7%

资产负债表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	176.3	3,445.7	3,471.2	3,828.3	4,353.7
应收账款	202.1	469.0	645.9	871.0	973.5
存货	154.5	435.0	466.2	600.0	710.4
其他流动资产	58.3	64.1	70.5	77.6	85.3
总流动资产	591.2	4,413.8	4,653.8	5,376.8	6,122.9
固定资产	160.8	328.4	635.2	892.5	1,109.8
无形资产	3.6	4.2	4.6	5.1	5.6
其他	100.8	91.8	115.1	139.6	166.9
总资产	856.4	4,838.2	5,408.7	6,414.1	7,405.2
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
应付帐款、应付票据	325.1	807.8	903.2	1,218.7	1,354.2
短期银行贷款	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
其他应付帐款	243.4	11.0	27.1	89.8	125.1
总短期负债	618.4	868.8	980.3	1,358.4	1,531.3
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总负债	618.4	868.8	980.3	1,358.4	1,531.3
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
股东权益	237.9	3,969.4	4,428.4	5,055.6	5,871.9
账面值(分)	13.4	159.4	177.8	203.0	235.8
营运资金	(27.3)	3,545.0	3,673.5	4,018.4	4,591.6

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	25.1%	33.8%	36.8%	37.6%	38.4%
EBITDA 利率 (%)	12.8%	20.1%	18.8%	20.5%	21.1%
净利率 (%)	11.8%	17.2%	15.9%	16.5%	16.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-13.4%	-18.9%	-21.0%	-19.7%	-19.7%
实际税率 (%)	-0.4%	-10.2%	-10.2%	-15.0%	-17.0%
股息支付率 (%)	15.5%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%
库存周转	41.6	51.9	56.4	51.9	53.9
应付账款天数	82.1	99.8	107.2	103.3	105.8
应收账款天数	45.0	39.2	44.1	46.1	46.7
财务状况					
净负债/股本	0.72	0.18	0.18	0.21	0.21
收入/总资产	1.46	0.65	0.85	0.94	0.97
总资产/股本	3.60	1.22	1.22	1.27	1.26
盈利对利息倍数	492.62	353.47	482.02	686.09	847.17

现金流量表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	159.8	627.2	865.1	1,230.9	1,522.6
其他项目	(0.9)	(124.3)	(75.0)	(73.0)	(71.0)
营运资金变化	(2.7)	(70.2)	(118.8)	(50.1)	(84.8)
所得税	(1.0)	(52.2)	(58.8)	(87.6)	(122.8)
营运现金流	155.2	380.5	612.5	1,020.1	1,244.0
资本开支	(84.5)	(268.0)	(381.8)	(367.0)	(347.7)
其他投资活动	1.2	126.0	78.5	78.4	78.2
投资活动现金流	(83.4)	(142.0)	(303.3)	(288.6)	(269.4)
负债变化	50.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股本变化	0.2	3,468.0	0.0	0.0	0.0
股息	(1.6)	(181.8)	(248.7)	(335.8)	(405.2)
其他融资活动	(13.9)	(220.5)	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	34.7	3,065.7	(248.7)	(335.8)	(405.2)
现金变化	106.5	3,304.2	60.6	395.7	569.4
期初持有现金	69.9	176.3	3,445.7	3,471.2	3,828.3
期末持有现金	176.3	3,445.7	3,471.2	3,828.3	4,353.7

資料來源：公司資料、第一上海預測

國美（0493，買入）

核心指標持續改善中...

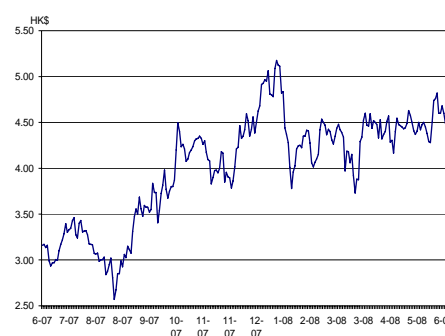
- **國美 08 年第一季度業績表現出色：**國美宣佈了其 08 年一季度業績，收入同比增長 20.7%至 122 億元人民幣，經營利潤同比增長 61.2%至 5.3 億元人民幣，如果扣除掉可轉換債券損失以及匯兌損失，公司淨利潤同比增長 76.9%至 5.7 億元人民幣，業績情況高於市場預期。
- **同店增長率持續改善，達到 3.2%：**從 08 年一季度的同店資料來看，改善還在進行，同比增長 3.2%，如果扣除元旦假期提前因素影響，第一季度應該為 5%左右。
- **綜合毛利率繼續提升 2.1 個百分點至 15.4%：**除了同店增長率，我們認為另外一個有著明顯改善空間的指標便是綜合毛利率，07 年此項指標也如期改善，同比提高 2.1 個百分點至 15.4%，一方面得益於供應商的收入大幅至 5.4 億元，另一方面對大中的管理費收入也貢獻了 0.3 個百分點。
- **門店數量達到 746 間，今年將淨開店 120 間：**公司 08 年一季度的總店面數量達到 746 間，同比增加 123 間，環比增長 20 間。其中國美品牌門店達到 549 間，永樂品牌門店達到 176 間，陝西蜂興通訊 23 間。另外，公司以委託貸款的方式控制了北京大中電器，此品牌門店有 62 間。公司表示 08 年全年會開設 120 間門店（不含手機店）。
- **目標價升至 5.0 港元，重申買入評級：**我們對公司可持續發展持樂觀態度，並認為其改善的空間巨大，因此我們上調公司的目標價格至 5.0 港元（相當於拆股前的 20.1 港元），並維持買入評級，此價格相當於 08 年剔除可轉債損失影響後每股收益的 29.0 倍。

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	24729	42478	54217	67463	79588
变动（%）	38	72	28	24	18
净利润（百万人民币）	819	1127	1635	2210	2623
基本每股收益（人民币）	0.10	0.09	0.12	0.17	0.20
变动（%）	27	(9)	41	41	19
摊薄每股收益（人民币）	0.09	0.09	0.15	0.20	0.23
变动（%）	13	3	73	31	15
基于4.0港元的市盈率水平	42.8	41.6	24.1	18.3	15.9
每股派息（人民币）	0.08	0.03	0.05	0.06	0.07
息率（%）	1.93	0.65	1.12	1.47	1.70

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	24,729.0	42,478.0	54,216.9	67,463.5	79,588.4
毛利	2,359.7	4,095.2	5,190.3	6,476.8	7,561.0
其他业务收入	1,251.8	2,546.9	3,346.9	4,146.4	4,661.4
销售及管理费用	(2,697.6)	(4,839.4)	(5,922.0)	(7,179.4)	(8,243.7)
其他收入	5.8	0.0	0.0	0.0	2.0
营运收入	919.7	1,802.7	2,615.2	3,443.8	3,980.7
净财务收入(开支)	154.3	230.2	169.3	230.4	300.6
衍生品公允价值变动	0.0	(505.5)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
税前盈利	1,068.2	1,528.1	2,354.5	3,244.2	4,049.4
所得税	(125.6)	(360.2)	(709.4)	(951.3)	(1,143.0)
少数股东应占利润	(123.5)	(40.5)	(10.5)	(11.6)	187.2
净利润	819.2	1,127.3	1,634.6	2,281.2	3,093.6
折旧及摊销	306.4	184.0	239.2	286.4	333.6
EBITDA	1,226.1	1,986.7	2,854.4	3,730.2	4,314.3
增长					
总收入 (%)	37.7%	71.8%	27.6%	24.4%	18.0%
EBITDA (%)	20.7%	62.0%	43.7%	30.7%	15.7%
净利润 (%)	64.4%	37.6%	45.0%	39.6%	35.6%

资产负债表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	1,451.8	6,270.0	5,697.1	8,246.5	12,556.9
应收账款	75.2	97.7	187.3	225.6	658.5
存货	4,882.7	5,383.0	6,521.6	7,851.2	8,961.7
其他流动资产	9,087.3	10,586.9	10,934.5	11,485.4	11,921.4
总流动资产	15,497.0	22,337.6	23,340.5	27,808.7	34,098.5
固定资产	2,206.6	3,144.0	5,100.0	6,200.0	7,300.0
无形资产	3,370.0	3,343.0	5,114.9	5,114.9	5,114.9
长期投资	103.2	1,013.0	324.8	385.9	442.4
总资产	21,176.2	29,837.5	33,880.2	39,509.4	46,955.8
短期负债	2.0	4.0	6.0	10.0	14.0
应付帐款、应付票据	12,614.0	13,556.5	17,548.3	20,723.5	24,291.8
短期银行贷款	729.3	300.0	450.0	464.0	464.0
其他应付帐款	1,610.0	2,319.6	4,262.2	6,263.2	8,303.5
总短期负债	14,955.3	16,180.1	19,946.8	23,198.5	26,810.1
长期银行贷款(可转债)	726.7	3,184.3	3,184.3	3,184.3	3,184.3
其他负债	253.7	80.4	136.0	192.7	250.9
总负债	16,301.0	19,444.8	23,782.7	27,035.5	30,648.5
少数股东权益	88.8	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	5,240.4	10,392.7	10,097.5	12,473.9	16,307.3
账面值	0.4	0.8	0.8	1.0	1.3
营运资金	541.7	6,157.5	3,393.7	4,610.2	7,288.4

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析

	2006年 预测	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	9.5%	9.6%	9.6%	9.6%	9.5%
EBITDA 利率 (%)	5.0%	4.7%	5.3%	5.5%	5.4%
净利率 (%)	3.3%	2.7%	2.7%	3.4%	3.9%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-10.9%	-11.4%	-10.9%	-10.6%	-10.4%
实际税率 (%)	-11.8%	-23.6%	-30.1%	-29.3%	-28.2%
股息支付率 (%)	28.5%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	48.8	44.3	43.0	42.6	44.3
应付账款天数	124.4	115.8	114.5	114.1	115.6
应收账款天数	0.7	1.0	1.1	1.1	1.1
财务状况					
净负债/股本	0.77	0.65	0.70	0.68	0.65
收入/总资产	1.17	1.42	1.60	1.71	1.69
总资产/股本	4.04	2.87	3.36	3.17	2.88
盈利对利息倍数	(5.96)	(7.83)	(15.44)	(14.95)	(13.24)

现金流量表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	1,226.1	1,986.7	2,854.4	3,730.2	4,314.3
融资成本	180.7	(103.8)	(44.9)	(105.9)	(176.2)
营运资金变化	(2,588.7)	1,181.2	2,125.5	2,754.7	3,605.8
所得税	(138.1)	(238.4)	(536.7)	(735.4)	(891.0)
营运现金流	(1,232.4)	2,244.4	3,417.8	4,481.0	5,965.7
资本开支	(1,020.0)	(2,020.0)	(2,100.0)	(1,400.0)	(1,200.0)
其他投资活动	(1,429.3)	(8.6)	(68.6)	111.4	111.4
投资活动现金流	(2,449.3)	(2,028.6)	(2,168.6)	(1,288.6)	(1,088.6)
负债变化	923.3	(1,800.0)	0.0	0.0	0.0
股本变化	0.0	1,458.8	0.0	0.0	0.0
股息	(236.4)	(335.1)	(459.1)	(653.1)	(776.8)
其他融资活动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	687.0	(676.3)	(459.1)	(653.1)	(776.8)
现金变化	(2,994.8)	(460.5)	790.1	2,539.4	4,100.4
期初持有现金	2,132.3	(852.4)	4,897.0	5,697.1	8,246.5
期末持有现金	(852.4)	4,897.0	5,697.1	8,246.5	12,556.9

銀泰百貨（1833，買入）

07 業績略超預期，重申買入評級

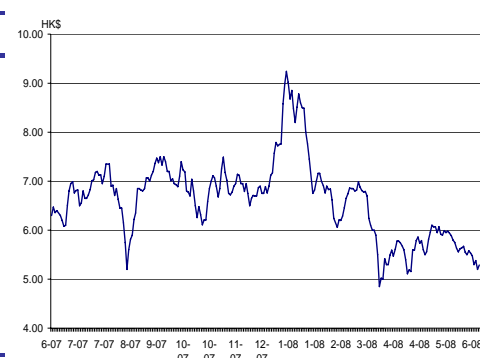
- **07 年利潤略超預期**：銀泰公司 07 年實現營業收入 8.8 億元人民幣，同比增長 30.7%，股東應占盈利 3.8 億元，同比增長 83.7%，全年業績略高於預期。
- **武林店及寧波店的同店增長率分別為 13.4% 及 23.3%**：武林店 07 年的淨銷售額達到 17.7 億元，同比增長 13.4%，其中單票銷售額達到 588 元，同比增長 19.7%；寧波店（一號及二號）07 年實現銷售收入 11.9 億元，同比增長 23.3%。
- **5 間新店錄得 5.0 億元銷售收入**：公司 07 年開設了五家新店，分別是金華店、溫州店、寧波三號店、杭州臨平店以及武漢中商店。五家新店 07 年共實現銷售 5.0 億元，其中溫州店開業當年實現盈虧平衡，其他門店略有虧損。
- **08 年又會開設 7 間新店，預計虧損 4800 萬元**：公司 08 年將會開設 7 間新店，我們認為 08 年公司新店可能會錄得 7600 萬元的虧損，但是由於許多門店有少數股東權益，因此計入銀泰的虧損額可能為 4800 萬元。
- **杭百大及鄂武商有望貢獻 8300 萬元經營利潤**：公司自 07 年下半年開始按照權益法對鄂武商業績進行併入，而從 08 年開始則開始託管杭百大並收取管理費，我們預計此兩項將為公司貢獻 8300 萬元的經營利潤。
- **目標價微降至 8.9 港元，重申買入評級**：基於對公司 07—10 年每股業績年均符合增長率 27.9% 的預測，我們按照 DCF 及 PE 法對其進行估值，最終給予其 8.9 港元目標價，此價格相當於 08 年每股收益的 32 倍，或是 09 年每股收益的 22 倍。

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007?史	2008预测	2009预测	2011预测
收入（百万人民币）	676	884	1379	2030	2563
变动（%）	85	31	56	47	26
净利润（百万人民币）	206	391	449	647	879
基本每股收益（人民币）	0.15	0.23	0.25	0.36	0.49
变动（%）	150	56	7	44	36
基于5.3港元的市盈率（倍）	31.7	20.4	19.1	13.2	9.7
每股派息（人民币）	0.07	0.07	0.07	0.11	0.15
息率（%）	1.32	1.32	1.41	2.04	2.77

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	676.3	883.6	1,379.0	2,029.8	2,562.5
毛利	526.4	707.5	1,101.7	1,617.9	2,061.1
其他业务收入	31.3	240.0	102.0	125.5	134.3
销售及管理费用	(249.8)	(381.1)	(687.0)	(912.4)	(1,011.9)
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
营运收入	334.2	566.5	516.7	831.0	1,185.6
净财务收入（开支）	(33.5)	(47.7)	(15.0)	(15.0)	(12.5)
联营公司	24.5	9.1	83.3	91.5	102.8
税前盈利	300.6	527.9	585.0	907.5	1,273.8
所得税	(81.1)	(137.2)	(146.3)	(226.9)	(318.5)
少数股东应占利润	13.1	0.0	(10.3)	33.5	76.3
净利润	206.4	390.6	449.1	647.1	879.1
折旧及摊销	20.6	40.9	75.0	85.0	84.0
EBITDA	354.8	607.3	591.7	916.0	1,269.6
增长					
总收入 (%)	41.5%	30.7%	56.1%	47.2%	26.2%
EBITDA (%)	40.3%	71.2%	-2.6%	54.8%	38.6%
净利润 (%)	137.7%	89.2%	15.0%	44.1%	35.9%

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	317.9	776.8	473.1	1,184.9	1,968.1
应收账款	134.8	323.0	210.1	214.7	219.8
存货	25.8	33.8	47.1	70.0	77.7
其他流动资产	85.9	108.4	110.7	113.3	116.1
总流动资产	564.4	1,242.0	841.0	1,582.9	2,381.7
固定资产	147.0	1,084.3	2,159.5	2,168.5	2,079.0
无形资产	0.3	166.9	0.3	0.3	0.3
长期投资	1,534.4	2,557.1	2,279.0	2,081.5	1,784.0
总资产	2,246.0	5,050.3	5,279.9	5,833.2	6,245.0
短期负债	2.0	4.0	6.0	8.0	9.0
应付账款、应付票据	269.7	436.4	579.9	863.6	953.9
短期银行贷款	649.0	450.0	300.0	300.0	250.0
其他应付账款	233.8	938.2	261.6	292.7	327.2
总短期负债	1,154.6	1,828.6	1,147.5	1,464.3	1,540.0
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	185.1	0.0	0.0	0.0	0.0
总负债	1,339.7	1,828.6	1,147.5	1,464.3	1,540.0
少数股东权益	0.0	490.0	490.0	490.0	490.0
股东权益	906.3	2,731.7	3,642.4	3,878.8	4,215.0
账面值	0.5	1.5	2.0	2.2	2.3
营运资金	(590.2)	(586.6)	(306.4)	118.5	841.7

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	77.8%	80.1%	79.9%	79.7%	80.4%
EBITDA 利率 (%)	52.5%	68.7%	42.9%	45.1%	49.5%
净利率 (%)	30.5%	44.2%	32.6%	31.9%	34.3%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-36.9%	-43.1%	-49.8%	-44.9%	-39.5%
实际税率 (%)	-27.0%	-26.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
股息支付率 (%)	NA	30.0%	30.0%	30.0%	230.0%
库存周转	58.5	61.7	53.3	51.9	53.8
应付账款天数	39.2	43.4	39.5	39.7	41.7
应收账款天数	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
财务状况					
净负债/股本	0.60	0.36	0.22	0.25	0.25
收入/总资产	0.30	0.17	0.26	0.35	0.41
总资产/股本	2.48	1.85	1.45	1.50	1.48
盈利对利息倍数	9.97	11.88	34.45	55.40	94.84

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	354.8	607.3	591.7	916.0	1,269.6
融资成本	(35.1)	(47.7)	(15.0)	(15.0)	(12.5)
营运资金变化	80.9	(276.6)	280.4	247.8	67.3
所得税	(85.4)	(102.9)	(109.7)	(170.2)	(238.8)
营运现金流	315.2	180.1	747.4	978.6	1,085.6
资本开支	(678.1)	(600.0)	(1,503.0)	(103.5)	(22.5)
其他投资活动	309.6	(970.2)	536.6	30.8	33.9
投资活动现金流	(368.5)	(1,570.2)	(966.4)	(72.7)	11.4
负债变化	330.0	(199.0)	(150.0)	0.0	(50.0)
股本变化	0.0	2,425.5	0.0	0.0	0.0
股息	(55.1)	(117.2)	(134.7)	(194.1)	(263.7)
其他融资活动	165.4	(260.2)	200.0	0.0	0.0
融资活动现金流	440.3	1,849.1	(84.7)	(194.1)	(313.7)
现金变化	119.6	459.0	(303.7)	711.8	783.3
期初持有现金	198.3	317.9	776.8	473.1	1,184.9
期末持有现金	317.9	776.8	473.1	1,184.9	1,968.1

百麗國際（1880，買入）

07 業績超過預期，重申買入評級

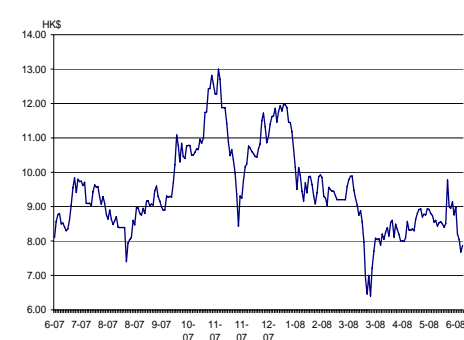
- **07 年業績超過預期：**公司 07 年收入增長 87.1% 至 116.7 億元，經營利潤增長 71.4% 至 17.6 億元，淨利潤增長 102.6% 至 19.8 億元。全年業績超過我們之前預期。
- **皮鞋業務增長 33.0% 至 62.0 億元：**公司 07 年的皮鞋業務繼續錄得穩定增長，門店數目增加 956 間達到 3732 間，其中自有品牌（百麗、思加圖、天美意、他她、伐拓及 JipiJapa）門店數量達到 3399 間，代理品牌（真美詩及 Bata）門店數量達到 333 間。另外，皮鞋業務的同店增長率約為 10%-15%。
- **運動品業務增長 95.6% 至 54.7 億元：**公司運動品牌門店數目同比增長 124.1% 至 2358 間，其中 1492 間為一線品牌（耐克及阿迪達斯），843 間為二線品牌（李寧等），公司一線品牌門店淨增加 544 間，而二線品牌增加 762 間，公司在去年加大了對二線品牌的代理力度。運動業務的同店增長率約為 20%
- **分業務毛利率持續提升，但產品結構變化使總體毛利率下降：**公司整體毛利率下降 5.5 個百分點至 50.6%，這主要是因為產品結構發生改變所致，如果分業務看，那麼毛利率均持續提升，例如其皮鞋業務毛利率增加 0.8 個百分點至 63.8%，而運動品業務毛利率增加 1.2 個百分點至 35.6%。
- **微降目標價至 10.9 港元，重申買入評級：**我們提升了對百麗的盈利預測，將其 08 年預測每股收益提升 9.6% 至 0.32 港元，但是考慮到市場整體估值水準下降，因此將目標價格微降至 10.9 港元，重申買入，此價格相當於 08 年每股收益的 29.4 倍，或是 09 年每股收益的 22.4 倍。

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	6239	11672	17032	23378	28382
变动（%）	260	87	46	37	21
净利润（百万人民币）	977	1979	2685	3511	4208
基本每股收益（人民币）	0.15	0.26	0.32	0.42	0.50
变动（%）	72	79	20	31	20
基于7.9港元的市盈率（倍）	48.6	27.1	22.5	17.2	14.4
每股派息（人民币）	0.06	0.08	0.10	0.12	0.15
息率（%）	0.77	1.01	1.21	1.59	1.90

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	6,238.5	11,671.9	17,032.0	23,378.2	28,382.1
毛利	3,500.7	5,903.0	8,885.4	12,208.2	15,067.6
其他业务收入	12.3	10.8	13.2	16.0	18.9
销售及管理费用	(2,489.8)	(4,185.0)	(6,199.5)	(8,389.5)	(10,142.4)
其他收入	2.0	4.0	6.0	8.0	11.0
营运收入	1,025.2	1,732.9	2,705.1	3,842.7	4,955.1
净财务收入(开支)	(19.9)	266.9	150.0	130.0	100.0
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	1,003.3	2,021.8	2,875.1	3,990.7	5,070.1
所得税	(26.7)	(43.2)	(287.5)	(598.6)	(1,014.0)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
净利润	976.6	1,978.6	2,587.6	3,392.1	4,055.1
折旧及摊销	183.4	336.4	434.2	500.5	551.3
EBITDA	1,208.6	2,069.3	3,139.3	4,343.2	5,506.4
增长					
总收入 (%)	260.0%	87.1%	45.9%	37.3%	21.4%
EBITDA (%)	266.0%	71.2%	51.7%	38.4%	26.8%
净利润 (%)	315.0%	102.6%	30.8%	31.1%	19.5%

资产负债表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	302.1	5,375.2	5,098.1	7,221.9	9,810.9
应收账款	1,028.8	1,712.7	1,884.0	2,072.4	2,279.6
存货	1,569.9	2,281.6	3,095.7	3,686.1	4,660.1
其他流动资产	0.0	439.3	0.0	0.0	0.0
总流动资产	2,900.7	9,808.8	10,077.8	12,980.3	16,750.5
固定资产	575.6	1,113.3	1,228.7	1,167.3	1,111.4
无形资产	656.1	1,114.0	1,111.1	1,111.1	1,111.1
其他	312.7	1,665.1	731.7	799.9	874.8
总资产	4,445.2	13,701.2	13,149.3	16,058.7	19,847.8
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款、应付票据	778.4	1,123.1	1,493.2	1,840.7	2,137.8
短期银行贷款	609.9	200.0	50.0	50.0	50.0
其他应付帐款	230.0	79.7	172.5	359.2	608.4
总短期负债	1,618.2	1,402.7	1,715.7	2,249.9	2,796.2
长期银行贷款	150.5	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	42.4	52.3	57.5	63.3	69.6
总负债	1,811.2	1,455.0	1,773.3	2,313.2	2,865.8
少数股东权益	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0
股东权益	2,632.0	12,242.1	11,370.1	13,737.5	16,971.9
账面值(分)	31.2	145.0	134.7	162.7	201.1
营运资金	1,282.5	8,406.0	8,362.1	10,730.4	13,954.3

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	56.1%	50.6%	52.2%	52.2%	53.1%
EBITDA 利率 (%)	19.4%	17.7%	18.4%	18.6%	19.4%
净利率 (%)	15.7%	17.0%	15.2%	14.5%	14.3%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-39.9%	-35.9%	-36.4%	-35.9%	-35.7%
实际税率 (%)	-2.7%	-2.1%	-10.0%	-15.0%	-20.0%
股息支付率 (%)	NA	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	145	122	120	111	114
应付账款天数	43	34	35	35	37
应收账款天数	39	35	36	35	33
财务状况					
净负债/股本	0.41	0.11	0.13	0.14	0.14
收入/总资产	1.40	0.85	1.30	1.46	1.43
总资产/股本	1.69	1.12	1.16	1.17	1.17
盈利对利息倍数	51.52	(6.49)	(18.03)	(29.56)	(49.55)

现金流量表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	1,208.6	2,069.3	3,139.3	4,343.2	5,506.4
其他项目	14.0	365.6	709.9	541.2	1,019.8
营运资金变化	(1,195.2)	(2,093.9)	(1,218.5)	(846.6)	(1,748.2)
所得税	(63.7)	(2.8)	(205.8)	(420.1)	(644.9)
营运现金流	(36.3)	338.1	2,424.8	3,617.6	4,133.2
资本开支	134.9	(1,461.8)	(571.1)	(438.4)	(391.7)
其他投资活动	207.8	(991.1)	(1,560.0)	0.0	0.0
投资活动现金流	342.6	(2,452.9)	(2,131.1)	(438.4)	(391.7)
负债变化	524.9	(119.2)	(150.0)	0.0	0.0
股本变化	0.0	8,014.6	0.0	0.0	0.0
股息	0.0	(653.2)	(548.0)	(805.6)	(1,053.3)
其他融资活动	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0
融资活动现金流	526.9	7,246.2	(692.0)	(797.6)	(1,043.3)
现金变化	69.8	5,127.4	(404.3)	2,373.7	2,688.1
期初持有现金	235.9	302.1	5,375.2	4,921.1	7,221.9
期末持有现金	302.1	5,375.2	4,921.1	7,221.9	9,810.9

李寧 (2331, 買入)

07 業績超預期，期待 08 年再次超越...

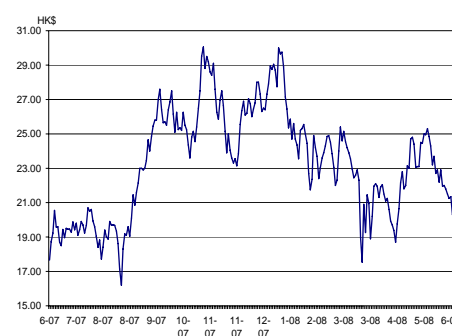
- **07 年業績再勝預期：**李寧公司 07 年實現營業收入 43.5 億元人民幣，同比增長 36.8%，股東應占盈利 4.7 億元，同比增長 60.7%，每股收益上升 60.0% 至 45.8 分，全年業績略高於預期。
- **李寧品牌門店數量達到 5233 間，總店數達到 5676 間：**公司截止至 07 年底的總店面數量達到 5676 間，淨增 1343 間，其中李寧品牌數量達到 5233 間，其他品牌（心動、AIGLE）的數量則達到 443 間，這個數字相比我們預測為高，另外公司計畫在 08 年將李寧品牌門店數量擴至 6100 間，而到 2013 年門店數量將擴到 10000 間。
- **同店收入增幅達到 20%，創上市來新高：**公司 07 年同店收入達到了 20%，相比上半年的 15% 遠高，公司表示這是因為其在 07 年加大了門店監管力度，要求每個大區都加強對門店的巡視和指導，以幫助他們能夠更好的銷售，因此其 07 年同店增長率創了 3 年來的新高。
- **鞋類產品比例繼續提高：**李寧品牌服裝銷售收入所占總收入的比重已經降到 49.5%，而鞋子比重則增加到 41.9%，配件另外貢獻了約 6.2%。
- **心動品牌還在嘗試，AIGLE 品牌正在轉型，紅雙喜品牌發展規劃還在制定：**心動品牌門店數量達到 400 間，預計 08 年將達到 800 間，而 AIGLE 品牌門店僅 43 間，轉型還在進行當中，收購的紅雙喜品牌的發展規劃還未詳細制定。
- **目標價微降至 25.0 港元，買入評級：**基於對其 07-10 年收入及每股收益的年均複合增長率分別為 30.9% 及 35.3% 的預測，我們給予李寧 25.0 港元目標價，此價格相當於 09 年每股收益的 25 倍。

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 (百万人民币)	3181	4349	6102	7829	9748
变动 (%)	30	37	40	28	25
净利润 (百万人民币)	294	474	700	938	1173
每股收益 (人民币)	0.28	0.46	0.68	0.91	1.13
变动 (%)	57	61	48	34	25
市盈率@19.0港元 (倍)	60.7	37.8	25.5	19.1	15.3
每股派息 (人民币)	0.11	0.23	0.27	0.36	0.45
息率 (%)	0.61	1.22	1.44	1.93	2.41

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

损益表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	3,180.5	4,348.7	6,102.1	7,828.6	9,748.4
毛利	1,507.3	2,082.8	2,976.6	3,826.0	4,761.7
其他业务收入	29.7	31.0	40.0	45.0	45.0
销售及管理费用	(1,135.6)	(1,504.0)	(2,117.7)	(2,666.2)	(3,300.7)
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运收入	401.4	609.9	898.9	1,204.8	1,506.0
财务开支	(1.4)	8.7	10.9	13.6	17.0
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	400.0	618.5	909.7	1,218.4	1,523.0
所得税	(106.1)	(144.5)	(209.2)	(280.2)	(350.3)
少数股东应占利润	(0.2)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
净利润	293.7	473.6	700.3	937.9	1,172.5
折旧及摊销	27.3	57.8	63.6	69.9	0.0
EBITDA	428.7	667.7	962.5	1,274.7	1,506.0
增长					
总收入 (%)	29.8%	36.7%	40.3%	28.3%	24.5%
EBITDA (%)	45.9%	55.7%	44.2%	32.4%	18.1%
每股收益 (%)	40.0%	57.2%	60.8%	47.9%	33.9%

资产负债表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	838.9	849.9	958.1	1,366.6	1,810.8
应收账款	579.1	684.7	1,037.4	1,174.3	1,559.7
存货	350.5	513.9	671.1	839.2	1,019.7
其他流动资产	120.3	125.2	142.3	163.5	184.9
总流动资产	1,888.8	2,173.8	2,808.8	3,543.6	4,575.2
固定资产	156.9	340.0	374.0	411.4	452.6
无形资产	81.6	87.8	87.8	87.8	87.8
长期投资及其他	25.6	83.0	85.9	88.9	92.1
总资产	2,152.8	2,684.7	3,356.6	4,131.8	5,207.7
短期负债					
应付帐款	424.5	490.4	793.3	1,017.7	1,267.3
短期银行贷款	0.0	100.0	0.0	0.0	0.0
其他短期负债	253.0	373.8	454.4	584.4	727.9
总短期负债	688.5	964.2	1,247.6	1,602.2	1,995.2
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0
总负债	748.2	970.2	1,255.6	1,612.2	2,007.2
少数股东权益	17.6	18.0	18.2	0.0	0.0
股东权益	1,387.0	1,696.5	2,082.8	2,519.6	3,200.5
每股账面值	1.3	1.6	2.0	2.4	3.1
营运资金	1,200.3	1,209.6	1,561.2	1,941.4	2,579.9

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	47.4%	47.9%	48.8%	48.9%	48.8%
EBITDA 利率 (%)	13.5%	15.4%	15.8%	16.3%	15.4%
净利率 (%)	9.2%	10.9%	11.5%	12.0%	12.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	35.7%	34.6%	34.7%	34.1%	33.9%
实际税率 (%)	26.5%	23.4%	23.0%	23.0%	23.0%
股息支付率 (%)	39.6%	40.0%	40.0%	40.0%	240.0%
库存周转	69.9	68.8	67.6	67.3	66.5
应付账款天数	69.7	73.0	71.9	70.7	71.3
应收账款天数	54.6	53.1	51.6	51.6	51.2
财务状况					
负债/资产	-0.35	-0.36	-0.38	-0.40	-0.40
收入/总资产	1.48	1.62	1.82	1.89	1.87
总资产/股本	1.55	1.58	1.61	1.64	1.63
盈利对利息倍数	294.04	-70.20	-82.77	-88.75	-88.75

现金流量表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	428.68	667.66	962.47	1,274.75	1,506.02
调整项	49.36	36.55	44.11	(45.43)	82.77
营运资金变化	(82.67)	(73.85)	(136.24)	20.23	(202.05)
所得税	(101.98)	(125.75)	(182.04)	(243.80)	(304.75)
营运现金流	293.39	504.61	688.30	1,005.75	1,081.99
资本开支	(105.19)	(301.00)	(298.70)	(248.70)	(198.70)
其他投资活动	17.73	18.73	23.86	26.57	29.96
投资活动现金流	(87.46)	(282.27)	(274.84)	(222.13)	(168.73)
负债变化	0.00	100.00	(100.00)	0.00	0.00
股本变化	15.77	0.00	0.00	0.00	0.00
股息	(88.27)	(236.43)	(280.12)	(375.18)	(469.00)
其他融资活动	(6.37)	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(78.87)	(136.43)	(380.12)	(375.18)	(469.00)
现金变化	236.46	85.91	33.34	408.45	444.26
期初持有现金	602.41	838.87	924.77	958.11	1,366.56
期末持有现金	838.87	924.77	958.11	1,366.56	1,810.82

金鷹（3308，持有）

超強的百貨經營能力

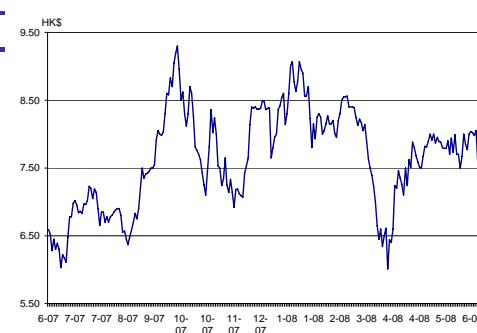
- **07年業績略超預期：**金鷹07年共實現營業收入11.1億元，同比增長23.1%（銷售額增長35.8%至48.6億元），稅後利潤增加66.3%至3.9億元，全年業績超過預期。
- **強勁的同店依然是收入增長的主要動力：**公司同店銷售額增長25.8%，南京店、揚州店以及徐州店的同店收入增長速度分別達到26.9%、29.4%以及38.2%。其強勁的同店收入增長依然是收入增長的主要原因。
- **費用節省出色，費用率下降1.8個百分點：**公司的費用率出現了明顯的下降，整體費用率從06年的10.5%下降到07年的8.7%。
- **08、09年將開設鹽城店和淮安店：**公司計畫08、09年開設淮安店及鹽城店，此兩店面積分別達到48000及50000平方米，均為自有物業。
- **目標價升至7.4港元，持有評級：**基於對公司06-09年每股收益23.2%增長的預測，我們用DCF絕對法及PE相對法進行綜合估值，最終提升其目標價格至7.4港元，此價格相當於08年每股收益的29倍，持有評級。

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（百万人民币）	900	1108	1438	1767	2032
变动（%）	22	23	30	23	15
净利润（百万人民币）	229	381	440	591	712
每股收益（人民币）	0.13	0.21	0.24	0.33	0.39
变动（%）	1	61	15	35	20
摊薄每股收益（人民币）	0.12	0.23	0.26	0.34	0.40
按现价（7.7港元）计算之市盈率	59.7	29.7	26.3	20.4	17.3
每股派息（人民币）	0.06	0.04	0.05	0.07	0.08
息率（%）	0.84	0.54	0.63	0.84	1.02

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	899.8	1,107.5	1,438.3	1,767.3	2,032.1
毛利	670.7	853.8	1,106.8	1,359.9	1,563.7
其他业务收入	76.5	187.7	83.9	89.5	95.6
销售及管理费用	(320.1)	(360.3)	(444.7)	(524.5)	(570.7)
其他收入	0.0	0.0	0.0	2.0	4.0
营运收入	427.1	681.3	745.9	926.9	1,092.6
财务开支	(40.3)	(80.5)	(80.0)	(80.0)	(80.0)
衍生品公允价值变动	(24.8)	(14.9)	(14.9)	(14.9)	(14.9)
税前盈利	361.9	585.9	651.0	832.0	997.7
所得税	(132.3)	(204.4)	(210.8)	(236.0)	(276.9)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
净利润	229.6	381.5	440.3	594.1	716.8
折旧及摊销	38.5	55.2	72.0	81.1	90.8
EBITDA	465.6	736.5	817.9	1,008.0	1,183.4
增长					
总收入 (%)	21.8%	23.1%	29.9%	22.9%	15.0%
EBITDA (%)	110.0%	58.2%	11.1%	23.2%	17.4%
每股收益 (%)	-2.9%	61.1%	15.5%	34.5%	20.4%

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	1,099.2	1,747.9	2,172.9	2,767.1	3,407.1
应收账款	49.6	63.6	83.2	102.2	117.5
存货	75.1	67.0	87.5	107.6	123.7
其他流动资产	4.1	7.0	3.7	5.7	7.7
总流动资产	1,228.0	1,885.5	2,347.3	2,982.5	3,656.0
固定资产	1,338.8	1,699.5	2,202.0	2,410.4	2,607.1
无形资产	26.0	26.0	26.0	26.0	28.0
长期投资及其他	422.3	515.4	515.4	515.4	515.4
总资产	3,015.2	4,126.4	5,090.7	5,934.3	6,806.5
短期负债					
应付帐款	929.0	1,373.4	1,798.0	2,209.3	2,540.3
短期银行贷款	0.0	10.0	10.0	12.0	14.0
其他短期负债	291.3	328.7	329.6	339.7	356.1
总短期负债	1,221.0	1,712.1	2,137.6	2,560.9	2,910.4
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	2.0	4.0
其他负债	796.8	1,071.3	1,073.6	1,084.8	1,101.7
总负债	2,065.9	2,783.5	3,211.3	3,647.8	4,016.1
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
股东权益	948.8	1,342.9	1,879.4	2,286.5	2,788.4
每股账面值(分)	53.9	73.9	103.4	125.8	153.5
营运资金	7.0	173.3	209.6	421.5	745.6

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	74.5%	77.1%	76.9%	76.9%	76.9%
EBITDA 利率 (%)	51.7%	66.5%	56.9%	57.0%	58.2%
净利率 (%)	25.5%	34.4%	30.6%	33.6%	35.3%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	35.6%	32.5%	30.9%	29.7%	28.1%
实际税率 (%)	36.6%	34.9%	32.4%	28.4%	27.8%
股息支付率 (%)	50.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
库存周转	52.0	51.5	40.4	39.7	40.8
应付账款天数	93.5	101.9	102.6	102.6	102.6
应收账款天数	3.5	4.1	4.7	6.7	8.7
财务状况					
负债/资产	0.69	0.67	0.63	0.61	0.59
收入/总资产	0.32	0.31	0.31	0.32	0.32
总资产/股本	3.18	3.07	2.71	2.60	2.44
盈利对利息倍数	10.59	8.46	9.32	11.59	13.66

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	465.6	736.5	817.9	1,008.0	1,183.4
调整项	(64.5)	(99.0)	(27.5)	(29.5)	(29.5)
营运资金变化	203.5	437.8	386.5	376.2	305.6
所得税	(105.4)	(190.2)	(168.6)	(188.8)	(221.5)
营运现金流	499.2	885.0	1,008.3	1,165.9	1,238.0
资本开支	(362.9)	(237.0)	(495.5)	(450.0)	(450.0)
其他投资活动	371.0	45.0	30.0	30.0	30.0
投资活动现金流	8.1	(192.0)	(465.5)	(420.0)	(420.0)
负债变化	997.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股本变化	403.6	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(67.2)	(45.0)	(109.8)	(147.8)	(178.0)
其他融资活动	(957.0)	1.5	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	376.4	(43.5)	(109.8)	(147.8)	(178.0)
现金变化	883.7	649.5	433.0	598.2	640.1
期初持有现金	219.6	1,097.3	1,747.9	2,172.9	2,767.1
期末持有现金	1,097.3	1,747.9	2,172.9	2,767.1	3,407.1

中國動向（3818，買入）

07年業績喜憂參半，重申買入評級

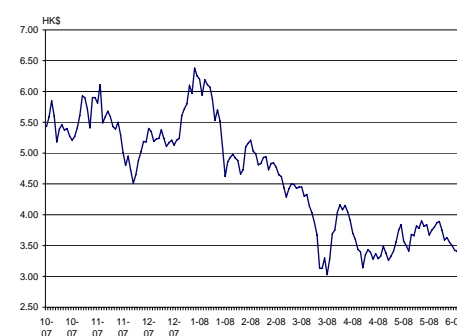
- **07年業績經營狀況良好：**公司07年錄得收入17.1億元，同比增長99.2%，利潤達到7.3億元，同比增長139.4%。業績情況大幅高於我們預期。
- **Kappa品牌業務收入大幅96%至16.5億元：**公司Kappa品牌業務在07年錄得大幅增長，門店數量大幅增長807間至1945間，銷售收入同比增長96%至16.5億元。另外，公司表示其08年還會開設不少於600間Kappa品牌門店。
- **Rukka品牌業務和國際採購業務也獲得不錯的增長：**公司Rukka品牌業務在07年錄得566萬元的收入，門店數量也達到32間。公司表示由於不擁有Rukka品牌的所有權，所以無法對其進行適當的改變，因此未來有可能將此塊業務剝離。另外公司國際採購業務也錄得快速增長，同比增長206.2%至6012萬元。
- **分產品毛利率和綜合毛利率均出現下滑：**雖然服裝產品的銷售價格提升了14.5%，但是毛利率出現了3.5個百分點的下滑，達到61.0%，我們認為這可能是因為公司在成本方面的上升速度過快所致，與此相同，鞋類產品的毛利率也出現了4.9個百分點的下滑。公司表示08年的毛利率已經鎖定，會繼續維持在目前水準。
- **維持4.8港元目標價，重申買入評級：**公司07年業績雖然高於我們預期，但是銷售情況與毛利率情況並沒有比我們預期的更好，因此我們維持對公司未來發展的判斷，根據DCF以及PE法對其綜合估值，最終維持其4.8港元目標價，此目標價相當於2008年預測每股收益的25.6倍，我們維持買入評級。

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	859	1711	2512	3476	4493
变动（%）	482	99	47	38	29
净利润（百万人民币）	306	733	945	1209	1446
基本每股收益（人民币）	0.05	0.13	0.17	0.21	0.25
变动（%）	571	139	29	28	20
基于3.2港元的市盈率（倍）	53.9	22.6	17.5	13.7	11.4
每股派息（人民币）	0.00	0.08	0.05	0.06	0.08
息率（%）	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	858.9	1,710.8	2,511.7	3,476.0	4,492.8
毛利	535.6	1,000.2	1,463.9	2,033.9	2,644.9
其他业务收入	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0
销售及管理费用	(159.9)	(296.0)	(504.8)	(698.7)	(903.0)
其他收入	12.6	20.1	24.2	29.0	31.9
营运收入	388.3	724.4	983.3	1,364.2	1,773.8
支)	(16.2)	46.5	129.0	146.8	154.2
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	372.1	770.9	1,112.3	1,511.1	1,928.0
所得税	(65.6)	(38.2)	(166.8)	(302.2)	(482.0)
少数股东应占利润	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0
净利润	306.5	732.7	945.4	1,208.8	1,446.0
折旧及摊销	2.0	6.8	12.2	16.5	21.2
EBITDA	390.3	731.2	995.5	1,380.7	1,795.0
增长					
总收入 (%)	481.0%	99.2%	46.8%	38.4%	29.3%
EBITDA (%)	851.0%	87.4%	36.1%	38.7%	30.0%
净利润 (%)	711.0%	139.1%	29.0%	27.9%	19.6%

资产负债表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	294.7	5,309.3	5,653.6	6,253.9	6,963.0
应收账款	103.5	185.1	252.4	334.7	421.7
存货	87.8	88.2	178.1	201.9	277.2
其他流动资产	20.0	0.0	201.5	0.0	0.0
总流动资产	506.1	5,582.6	6,285.6	6,790.5	7,661.9
固定资产	42.8	94.4	201.8	265.8	337.6
无形资产	286.3	279.7	278.1	272.0	265.3
其他	15.4	34.1	39.9	46.9	52.8
总资产	850.6	5,990.8	6,805.5	7,375.3	8,317.5
短期负债	0.6	1.5	0.9	1.1	1.3
据	112.9	177.7	251.5	331.7	425.0
短期银行贷款	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
其他应付帐款	122.5	136.9	292.0	440.0	633.6
总短期负债	237.8	316.1	544.4	772.8	1,060.0
长期银行贷款	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	301.9	5.9	6.3	6.6	7.0
总负债	543.1	322.0	550.6	779.4	1,067.0
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
股东权益	307.5	5,668.8	6,254.9	6,595.9	7,250.5
账面值 (分)	5.4	99.9	110.2	116.2	127.7
营运资金	268.3	5,266.5	5,741.2	6,017.8	6,601.9

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	62.4%	58.5%	58.3%	58.5%	58.9%
EBITDA 利率 (%)	45.4%	42.7%	39.6%	39.7%	40.0%
净利率 (%)	35.7%	42.8%	37.6%	34.8%	32.2%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-18.6%	-17.3%	-20.1%	-20.1%	-20.1%
实际税率 (%)	-17.6%	-5.0%	-15.0%	-20.0%	-25.0%
股息支付率 (%)	0.0%	60.0%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	67.2	49.0	49.0	48.1	48.4
应付账款天数	89.2	74.6	74.7	73.8	77.0
应收账款天数	25.8	23.6	24.5	25.1	26.7
财务状况					
净负债/股本	0.64	0.05	0.08	0.11	0.13
收入/总资产	1.01	0.29	0.37	0.47	0.54
总资产/股本	2.77	1.06	1.09	1.12	1.15
盈利对利息倍数	24.00	(15.56)	(7.62)	(9.29)	(11.50)

现金流量表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	390.3	731.2	995.5	1,380.7	1,795.0
其他项目	2.5	21.9	14.0	15.2	16.5
营运资金变化	(13.9)	(59.9)	(79.4)	(36.0)	(79.9)
所得税	(31.0)	(38.2)	(166.8)	(302.2)	(482.0)
营运现金流	347.9	655.0	763.2	1,057.7	1,249.6
资本开支	(36.8)	(75.8)	(129.6)	(88.5)	(100.0)
其他投资活动	(304.8)	(2.5)	(5.6)	(6.2)	(6.7)
投资活动现金流	(341.6)	(78.3)	(135.3)	(94.7)	(106.7)
负债变化	5.2	(5.2)	0.0	0.0	0.0
股本变化	304.2	5,013.0	0.0	0.0	0.0
股息	(30.0)	(441.0)	(283.6)	(362.7)	(433.8)
其他融资活动	(49.9)	(59.0)	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	229.4	4,507.8	(283.6)	(362.7)	(433.8)
现金变化	235.7	5,084.5	344.3	600.3	709.1
期初持有现金	39.1	274.7	5,309.3	5,653.6	6,253.9
期末持有现金	274.7	5,309.3	5,653.6	6,253.9	6,963.0

味千中國（0538，持有）

07年經營利潤低於預期，降評級至持有

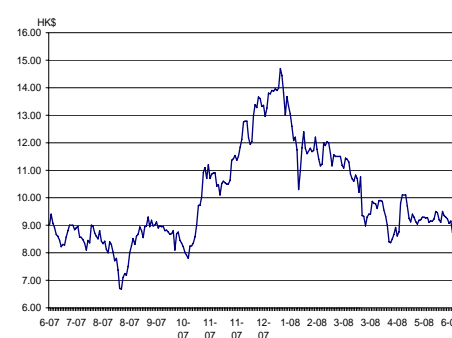
- **07年經營利潤低於預期：**味千07年實現銷售額9.0億元，同比增長51.2%，經營利潤增長98.6%至2.9億元，淨利潤增長89.4%至2.1億元。雖然淨利潤與預測完全一致，但是經營利潤低於預期。
- **門店數量達到210間，08年還要開設110間：**公司截止至07年底的門店數量達到210間，其中所有並經營的門店數量183間，經營非擁有的門店24間，擁有但不管理的店3間。公司表示08年其還會開設110間門店，並在未來幾年保持高速擴張。
- **雖然毛利率有所提升，但是經營利潤率下滑1.1個百分點：**公司綜合毛利率出現了比較明顯的提升，得益於銷售單價9%的提升，公司綜合毛利率提升3.4個百分點至66.7%，我們推測味千門店的毛利率應該在70%左右，公司表示有信心將毛利率維持在66%至68%之間。另外，經營費用率以及管理費用率出現了明顯的提高，分別提升2.3及2.2個百分點，分別達到28.7%及7.8%。因此從經營角度看，利潤率下滑了1.1個百分點。
- **其他收入大幅高於預期導致淨利潤與預期相若：**公司的其他收入大幅增長3.3倍至1.4億元，主要構成爲7000萬左右的利息收入，4000萬左右的政府獎勵以及3000萬元的管理費收入，同時也有一些匯兌損失，這部分收益大幅高於預期才導致淨利潤與預期相若。
- **目標價降至10.5港元，評級降至持有：**我們根據DCF法以及PE法對其估值，最終降味千目標價至10.5港元，此目標價相當於2008年34.1倍。

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	598	904	1407	1990	2527
变动（%）	85	51	56	41	27
净利润（百万人民币）	113	214	291	396	467
基本每股收益（人民币）	0.16	0.22	0.28	0.38	0.44
变动（%）	110	38	25	36	18
基于8.5港元的市盈率（倍）	47.9	34.8	27.7	20.4	17.3
每股派息（人民币）	0.00	0.06	0.08	0.11	0.13
息率（%）	0.00	0.72	0.97	1.32	1.56

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	598.4	904.1	1,407.0	1,990.2	2,527.1
毛利	379.5	603.6	934.6	1,314.1	1,675.0
其他业务收入	41.7	139.1	103.2	125.2	117.2
销售及管理费用	(276.5)	(455.8)	(659.2)	(911.6)	(1,169.9)
其他收入	2.0	0.0	6.0	8.0	10.0
营运收入	144.8	286.0	378.5	527.6	622.3
净财务收入(开支)	(1.2)	(1.8)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	143.0	284.2	376.5	525.6	620.3
所得税	(27.9)	(63.4)	(83.3)	(126.6)	(149.3)
少数股东应占利润	1.7	7.2	2.6	3.4	4.4
净利润	113.4	213.6	290.7	395.6	466.5
折旧及摊销	26.9	42.1	68.3	94.3	117.8
EBITDA	171.6	328.1	446.9	621.9	740.0
增长					
总收入 (%)	37.1%	51.1%	55.6%	41.4%	27.0%
EBITDA (%)	93.4%	91.2%	36.2%	39.2%	19.0%
净利润 (%)	132.7%	88.4%	36.1%	36.1%	17.9%

资产负债表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	107.5	1,682.8	1,765.7	2,247.6	2,855.4
应收账款	118.1	95.1	156.5	180.4	224.8
存货	21.4	24.7	46.3	54.6	68.8
其他流动资产	0.7	35.0	0.7	0.7	0.7
总流动资产	247.6	1,837.6	1,969.3	2,483.4	3,149.7
固定资产	166.7	297.3	322.3	347.3	372.3
无形资产	37.1	37.1	37.1	37.1	37.1
长期投资	9.2	59.8	62.6	64.0	65.4
总资产	460.7	2,231.8	2,391.3	2,931.8	3,624.6
短期负债	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0
应付帐款、应付票据	133.5	146.9	197.7	260.9	310.7
短期银行贷款	47.4	1.0	1.0	1.0	1.0
其他应付帐款	38.7	48.5	67.6	102.3	120.5
总短期负债	221.6	200.4	272.3	372.2	442.2
长期银行贷款	72.9	0.0	0.3	0.3	0.3
其他负债	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2
总负债	294.6	200.8	272.8	372.7	442.7
少数股东权益	13.3	6.0	8.0	10.6	14.0
股东权益	152.7	2,025.0	2,110.5	2,548.4	3,167.8
账面值	0.1	1.1	1.2	1.4	1.8
营运资金	26.1	1,637.2	1,696.9	2,111.1	2,707.5

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	63.4%	66.8%	66.4%	66.0%	66.3%
EBITDA 利率 (%)	28.7%	36.3%	31.8%	31.2%	29.3%
净利率 (%)	18.9%	23.6%	20.7%	19.9%	18.5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-46.2%	-50.4%	-46.9%	-45.8%	-46.3%
实际税率 (%)	-19.5%	-22.3%	-22.1%	-24.1%	-24.1%
股息支付率 (%)	NA	25.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	30.4	27.6	27.4	27.2	26.4
应付账款天数	125.2	126.9	124.8	121.6	120.7
应收账款天数	34.1	27.3	26.5	26.5	25.4
财务状况					
净负债/股本	0.64	0.09	0.11	0.13	0.12
收入/总资产	1.30	0.41	0.59	0.68	0.70
总资产/股本	3.02	1.10	1.13	1.15	1.14
盈利对利息倍数	118.7	158.9	189.3	263.8	311.1

现金流量表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	171.6	328.1	446.9	621.9	740.0
融资成本	0.6	(68.2)	(38.0)	(48.0)	(38.0)
营运资金变化	(16.1)	33.9	(21.6)	32.3	(7.3)
所得税	(18.9)	(15.8)	(16.7)	(25.3)	(29.9)
营运现金流	137.2	278.0	370.6	580.9	664.9
资本开支	3.0	(168.0)	(400.0)	(226.0)	(204.0)
其他投资活动	(43.7)	34.9	40.0	53.0	45.0
投资活动现金流	(40.8)	(133.1)	(360.0)	(173.0)	(159.0)
负债变化	104.2	(118.9)	0.3	0.0	0.0
股本变化	0.0	1,732.0	0.0	0.0	0.0
股息	(105.9)	11.2	64.6	87.2	118.7
其他融资活动	(60.5)	(2.0)	(2.6)	(3.4)	(4.4)
融资活动现金流	(62.2)	1,622.3	62.3	83.8	114.3
现金变化	34.2	1,767.2	72.9	491.7	620.2
期初持有现金	73.1	106.1	1,696.5	1,765.7	2,247.6
期末持有现金	106.1	1,696.5	1,765.7	2,247.6	2,855.4

百盛（3368，持有）

業績符合預期，維持持有評級

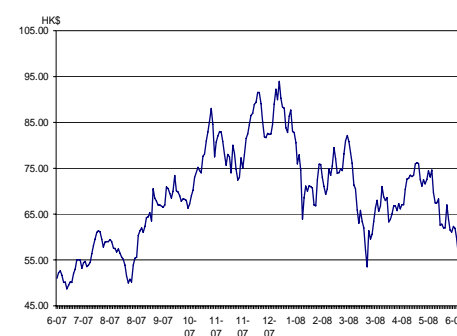
- **07年業績與預期相若：**百盛07年實現收入27.3億元，同比增長40.4%，經營利潤增長43.7%至10.2億元，淨利潤增長46.9%至6.8億元，全年業績基本與我們預期相符。
- **門店數量達到41間，同店增長率達18.4%：**截止至07年底，公司共在26個城市經營和管理了41間百貨店，其中29間為公司擁有且佔據大部分股權，剩下12間為無任何股權但是提供管理的百貨店，自有門店的總面積為61萬平方米。另外，受惠於整個經濟環境的暢旺，以及產品組合的不斷調整，公司的同店增長率達到18.4%。
- **扣點率為20.3%，直銷毛利率17.1%：**公司07年的總銷售額為85.0億元，其中特許轉櫃銷售額為74.5億元，占比87.7%，此期間公司的聯銷扣點率為20.3%，主要原因是新開門店的扣點率較低所致另外，直接銷售的利潤率較去年同期提升0.5個百分點至17.1%。
- **依然以服裝和化妝品的銷售額為主：**公司的商品銷售額中，服裝和化妝品的比重依然最高，分別實現了總銷售額的49.4%和30.7%，而家居家電占到了8.7%，生鮮等占到了11.2%。
- **租金成本的快速提升值得關注：**公司人工成本、折舊成本等均比預測為低，唯獨租金成本遠較預測為高，同比增長43.0%達到3.2億元。租金佔據經營收益的比重也從去年的10.4%提升到10.6%。另外，公司的高速擴張期始於2000年，當時的租約一般為10年，因此未來幾年其有部分門店將會陸續到期，而到期後的租金增長幅度可能較大，而且可能面臨被競爭對手搶佔的風險。
- **微升目標價格至69.2港元，維持持有評級：**公司的盈利情況與我們預測基本相符，因此我們僅小幅調整了對公司的盈利預測，並微升其目標價格至69.2港元，此價格相當於08年每股收益的38.1倍。

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	1942	2727	3425	4434	5482
变动（%）	72	40	26	29	24
净利润（百万人民币）	461	676	1003	1320	1650
每股收益（人民币）	0.83	1.20	1.82	2.39	2.99
变动（%）	51	45	51	31	25
现价对应市盈率（55.8港元）	59.2	40.9	27.0	20.6	16.4
每股派息（人民币）	0.43	0.60	0.91	1.19	1.49
息率（%）	0.77	1.08	1.63	2.14	2.68

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	1,942.0	2,579.9	3,425.2	4,433.5	5,481.7
毛利	1,309.1	1,714.2	2,256.7	2,930.0	3,639.7
其他业务收入	242.0	501.3	713.9	901.9	1,091.2
销售及管理费用	(844.5)	(1,177.8)	(1,532.2)	(1,955.2)	(2,402.4)
其他收入	0.0	0.0	0.0	1.0	3.0
营运收入	707.9	1,037.7	1,438.4	1,877.6	2,331.5
财务开支	23.5	(73.6)	(52.9)	(21.1)	(21.2)
联营公司	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
税前盈利	731.9	964.6	1,386.0	1,857.2	2,311.1
所得税	(218.8)	(215.7)	(318.8)	(464.0)	(577.0)
少数股东应占利润	(52.4)	(51.9)	(63.9)	(73.4)	(81.2)
净利润	460.7	697.1	1,003.3	1,319.8	1,652.8
折旧及摊销	88.7	114.4	130.1	144.5	156.7
EBITDA	796.6	1,152.1	1,568.5	2,022.1	2,488.2
增长					
总收入 (%)	71.6%	32.8%	32.8%	29.4%	23.6%
EBITDA (%)	72.7%	44.6%	36.1%	28.9%	23.0%
每股收益 (%)	58.2%	47.3%	46.0%	31.4%	25.1%

资产负债表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	3,271.4	3,561.5	4,127.9	4,971.9	5,954.6
应收账款	18.5	26.3	34.1	44.8	56.2
存货	109.9	154.2	204.9	259.7	311.0
其他流动资产	259.5	342.7	455.3	566.3	669.8
总流动资产	3,659.3	4,084.7	4,822.2	5,842.6	6,991.5
固定资产	749.9	939.4	1,205.5	1,458.3	1,700.0
无形资产	689.6	1,168.6	1,168.6	1,168.6	1,168.6
长期投资及其他	2,375.7	2,125.3	2,202.3	2,311.0	2,419.4
总资产	7,474.5	8,317.9	9,398.5	10,780.5	12,279.5
短期负债					
应付帐款	(871.6)	(1,158.6)	(1,484.3)	(1,906.6)	(2,240.0)
短期银行贷款	(83.9)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
其他短期负债	(724.6)	(1,005.6)	(1,355.0)	(1,780.0)	(2,186.5)
总短期负债	(1,680.1)	(2,214.1)	(2,889.2)	(3,736.6)	(4,476.5)
长期银行贷款	(1,607.0)	(1,607.0)	(1,607.0)	(1,607.0)	(1,607.0)
其他负债	(1,867.1)	(1,751.6)	(1,817.7)	(1,907.7)	(1,977.8)
总负债	(5,154.2)	(5,572.7)	(6,313.9)	(7,251.4)	(8,061.3)
少数股东权益	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
股东权益	2,324.9	2,749.8	3,089.2	3,533.8	4,222.8
每股账面值	4.2	5.4	5.6	6.1	7.1
营运资金	1,979.2	1,870.6	1,933.0	2,106.0	2,515.0

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	67.4%	66.4%	65.9%	66.1%	66.4%
EBITDA 利率 (%)	41.0%	44.7%	45.8%	45.6%	45.4%
净利率 (%)	23.7%	27.0%	29.3%	29.8%	30.2%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	43.5%	45.7%	44.7%	44.1%	43.8%
实际税率 (%)	29.9%	22.4%	23.0%	25.0%	25.0%
股息支付率 (%)	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
库存周转	65.0	63.4	63.5	55.8	57.8
应付账款天数	51.6	49.1	48.1	38.8	38.0
应收账款天数	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9
财务状况					
负债/资产	0.69	0.67	0.66	0.66	0.65
收入/总资产	0.26	0.31	0.36	0.41	0.45
总资产/股本	3.21	3.02	3.04	3.05	2.91
盈利对利息倍数	-30.12	14.10	27.17	88.99	109.98

现金流量表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	796.60	1,152.14	1,568.54	2,022.11	2,488.21
调整项	12.03	36.51	57.32	26.86	28.38
营运资金变化	501.31	397.30	436.04	572.17	496.86
所得税	(176.53)	(168.24)	(248.66)	(361.95)	(450.07)
营运现金流	1,133.41	1,417.71	1,813.24	2,259.18	2,563.38
资本开支	(675.93)	(685.82)	(685.80)	(685.80)	(685.80)
其他投资活动	10.82	10.60	10.70	10.70	10.70
投资活动现金流	(665.11)	(675.12)	(675.20)	(685.80)	(685.80)
负债变化	1456.61	(33.89)	0.00	(0.00)	(0.00)
股本变化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息	(238.71)	(348.54)	(501.67)	(659.38)	(824.91)
其他融资活动	(70.00)	(70.00)	(70.00)	(70.00)	(70.00)
融资活动现金流	1,147.90	(452.43)	(571.67)	(729.38)	(894.91)
现金变化	1,616.19	290.16	566.37	844.01	982.67
期初持有现金	2,080.41	3,271.37	3,561.53	4,127.90	4,971.90
期末持有现金	3,271.37	3,561.53	4,127.90	4,971.90	5,954.57

達芙妮國際 (0210, 買入)

最壞的時間或已渡過

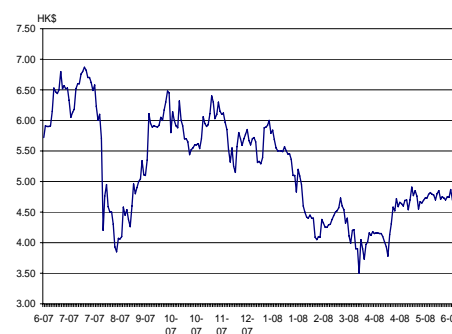
- **07年業績與預期相符**：永恩07年銷售收入增長24.6%至38.5億元，經營利潤增長34.9%至5.4億元，淨利潤增長31.5%至3.8億元，每股盈利達到0.23元人民幣，整體盈利情況與預測相若，但因為稅率因素導致淨利潤較預測為低。
- **達芙妮業務經營利潤增長35.2%**：公司達芙妮業務在07年錄得了不錯的增長，收入同比增長了29.4%。增長的主要原因是：1、門店數目同比增長21%至2374間；2、同店增長率8.8%。另外，此業務經營利潤增長35.2%。
- **鞋櫃業務開始贏利**：公司鞋櫃業務07年錄得110.1%的增長，銷售收入達到3.0億元，毛利率提升2.3個百分點至53.5%，經營利潤率提升7.9個百分點至4.7%。
- **阿迪達斯業務利潤錄得爆發式增長**：公司阿迪達斯業務收入同比增長46.6%至2.8億元，毛利率提升5.2個百分點至44.8%，經營利潤更是增長229%至2630萬元。
- **成為AREZZO品牌、Soft及Born品牌的中國區代理商**：公司宣佈成為AREZZO、Soft以及Born三大品牌在中國的代理商，這三大品牌均為國際名牌，設計及生產均為國際化，定價大約為1500元人民幣，屬高端女鞋。08年公司可能會分別開設10間以上品牌門店。
- **維持7.05港元目標價，重申買入評級**：我們預測公司07-10年每股收益的複合年均增長率可達到31.0%，我們按照PE法為其估值，最終維持其7.05港元目標價格，此價格相當於08年每股收益的20倍，我們重申買入評級。

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入(百万人民币)	3093	3853	4870	6043	7332
变动(%)	18	25	26	24	21
净利润(百万人民币)	298	384	532	681	873
每股收益(人民币)	0.18	0.23	0.32	0.41	0.47
变动(%)	15	30	37	28	14
按现价计算之市盈率(4.5港元)	22.7	17.4	12.7	9.9	8.7
每股派息(人民币)	0.05	0.06	0.08	0.10	0.12
息率(%)	1.00	1.33	1.79	2.29	2.61

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	3,093.1	3,853.0	4,870.0	6,043.1	7,332.1
毛利	1,395.2	1,841.8	2,389.3	3,009.1	3,687.6
其他业务收入	30.4	39.9	41.9	44.9	45.9
销售及管理费用	(1,025.0)	(1,337.5)	(1,731.0)	(2,158.9)	(2,586.2)
其他收入	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0
营运收入	404.6	550.2	708.3	905.1	1,159.3
财务开支	(9.2)	(11.3)	(9.0)	(9.0)	(9.0)
联营公司	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6
税前盈利	395.6	539.2	699.8	896.7	1,150.9
所得税	(96.5)	(142.2)	(166.0)	(212.8)	(273.3)
少数股东应占利润	(1.0)	(1.5)	(2.0)	(2.5)	(4.5)
净利润	298.1	395.5	531.8	681.4	873.1
折旧及摊销	66.1	98.0	112.4	129.3	147.5
EBITDA	470.7	648.1	820.7	1,034.4	1,306.8
增长					
总收入 (%)	17.9%	24.6%	26.4%	24.1%	21.3%
EBITDA (%)	25.8%	37.7%	26.6%	26.0%	26.3%
每股收益 (%)	14.8%	32.4%	34.5%	28.2%	14.2%

资产负债表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	148.7	66.2	326.5	523.2	1,017.8
应收账款	299.4	458.3	552.6	686.1	847.3
存货	684.4	992.1	1,066.7	1,365.3	1,530.7
其他流动资产	7.0	2.5	7.0	7.0	7.0
总流动资产	1,139.5	1,519.0	1,952.9	2,581.7	3,402.8
固定资产	378.6	500.4	653.2	656.9	642.4
无形资产	2.4	2.6	2.5	2.6	2.6
长期投资及其他	150.2	198.8	216.6	248.0	279.2
总资产	1,670.7	2,220.8	2,825.2	3,489.1	4,327.0
短期负债					
应付帐款	455.9	631.4	702.3	841.6	1,006.9
短期银行贷款	183.2	195.0	195.0	195.0	195.0
其他短期负债	65.6	127.2	107.9	138.3	177.7
总短期负债	704.7	953.6	1,005.2	1,174.9	1,379.5
长期银行贷款	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0
其他负债	1.0	1.0	1.0	1.0	3.0
总负债	709.7	960.6	1,014.2	1,185.9	1,394.5
少数股东权益	31.9	38.3	45.9	55.1	66.1
股东权益	929.0	1,221.9	1,765.0	2,248.1	2,866.3
每股账面值(分)	57.0	75.0	108.3	137.9	156.6
营运资金	434.8	565.4	947.6	1,406.8	2,023.3

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	45.1%	47.8%	49.1%	49.8%	50.3%
EBITDA 利率 (%)	15.2%	16.8%	16.9%	17.1%	17.8%
净利率 (%)	9.6%	10.3%	10.9%	11.3%	11.9%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	33.1%	34.7%	35.5%	35.7%	35.3%
实际税率 (%)	24.4%	26.4%	23.7%	23.7%	23.7%
股息支付率 (%)	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	77.7	78.6	76.5	73.4	72.1
应付账款天数	34.5	35.9	36.3	33.9	34.0
应收账款天数	25.3	24.9	24.6	23.2	23.4
财务状况					
负债/资产	0.42	0.43	0.36	0.34	0.32
收入/总资产	1.85	1.98	1.93	1.91	1.88
总资产/股本	1.80	1.82	1.60	1.55	1.51
盈利对利息倍数	43.98	48.69	78.70	100.56	128.81

现金流量表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	470.7	648.1	820.7	1,034.4	1,306.8
调整项	(31.8)	(16.6)	(12.8)	(14.7)	(14.7)
营运资金变化	(77.8)	(291.1)	(98.0)	(292.8)	(159.3)
所得税	(91.5)	(142.2)	(166.0)	(212.8)	(273.3)
营运现金流	269.6	198.2	543.9	514.1	859.4
资本开支	(144.0)	(190.0)	(150.0)	(150.0)	(150.0)
其他投资活动	(96.6)	2.7	5.3	8.3	8.3
投资活动现金流	(240.5)	(187.3)	(144.7)	(141.7)	(141.7)
负债变化	50.1	11.8	0.0	0.0	0.0
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(73.3)	(97.4)	(130.9)	(167.8)	(215.3)
其他融资活动	(12.5)	(7.8)	(7.8)	(7.8)	(7.8)
融资活动现金流	(35.6)	(93.4)	(138.8)	(175.7)	(223.1)
现金变化	(6.6)	(82.5)	260.4	196.7	494.6
期初持有现金	146.9	148.7	66.2	326.5	523.2
期末持有现金	148.7	66.2	326.5	523.2	1,017.8

華寶國際 (336, 買入)

盈利能力出眾且持續增強的中國香精香料行業霸主

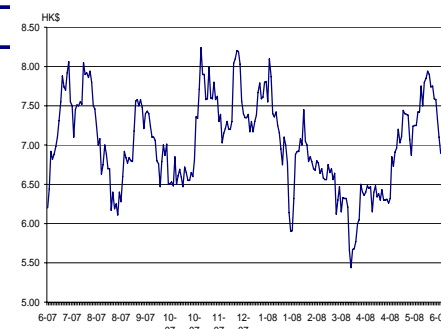
- **超群的盈利能力及高回報率：**公司在 07 財年基本完成產品線的垂直整合，將整體毛利率提升至 69.5% 後，於 08 財年繼續提升毛利率至 5.4 個百分點至 74.9%，提升淨利率至 60.8%，盈利能力持續增強，公司於 08 財年的股本回報率高達 44.2%。
- **中國香精香料行業的絕對龍頭，將全面發展：**公司以逾 14 億港元的銷售額穩居中國香精香料行業首位，拋離第二名近 10 億之遙。08 財年，公司的煙用香精業務的市場佔有率高達 40% 以上，居行業首位。自收購凱新集團後，公司的食用香精業務銷售額高速增長 70%，至 1.7 億港元，亦是細分市場龍頭之一。公司於 08 年 5 月收購了日化香精生產商琥珀公司 51% 的權益，其主要客戶包括立百洗衣粉，白貓洗衣粉，雷達殺蟲劑，攪菊蚊香，公司未來將以此為平臺開展日化香精業務，對公司全面發展具有深遠意義。
- **中國香精香料行業整合潮的主導者：**中國香精香料行業仍處於高度分散的局面，銷售額超過 1 億元人民幣的企業約僅有 20 家，而國際香精香料三大巨頭合共佔據世界 1/3 的香精市場份額，我們認為行業必將經歷整合。公司有專業的投資管理團隊負責收購整合事宜，至今已成功收購並整合了四家香精香料同行企業。公司手握現金 9.7 億港元，其輕資產運營的商業模式及零負債的健康財務狀況，助其成為整合大潮的主導者，持續並購中小型同行令其高速發展，強者愈強。
- **強勁的整合能力助公司從收購項目獲得額外收益：**中國的香精香料企業規模小，無法形成規模效應，許多國企管理落後，盈利水準低，淨利潤率僅約相當於公司的 1/3，低於 20%。公司具備強勁的採購管道、產品技術及管理整合能力，能有效提高被收購企業的盈利水準，令被收購企業呈現顯著的內生性成長，大幅增加被收購企業的利潤貢獻度。
- **30% 的銷售額增長目標：**公司的銷售額及淨利潤於 06-08 財年間的年複合增長率分別達到 35% 及 75%。管理層提出 2009-2011 財年銷售額的年複合增長率目標為 30%，其中包括原有業務的有機增長和並購項目貢獻。在前十捲煙品牌中，公司已是除紅金龍和紅山茶兩品牌外八大品牌的核心供應商，我們預期公司將向主席朱女士收購一家煙用香精生產商，進一步受惠於煙草行業的整合。另外，公司於 08 年 4 月，聘任具有二十多年國際香精香料行業經驗的劉志德先生為公司總裁，主導海外收購事宜及開拓海外銷售市場，助公司發展及研究海外市場及技術。
- **目標價 9.0 港元，評級買入：**我們給予公司的 12 個月目標價為 9.0 港元，相當於 09 及 2010 財年預測市盈率約 15 倍及 20 倍，評級買入。

盈利摘要

截止3月31日財政年度	2007实际	2008实际	2009预测	2010预测	2011预测
收入 (百萬元港元)	1,013	1,419	1,805	2,257	2,794
变动 (%)	30	40	27	25	24
净利润 (百萬元港元)	567	862	1,084	1,352	1,672
每股攤薄收益 (港元)	0.19	0.28	0.36	0.44	0.55
变动 (%)	96	48	28	25	24
市盈率 (倍)	36.0	24.3	18.9	15.2	12.3
每股派息 (港元)	0.06	0.08	0.11	0.13	0.16
息率 (%)	0.83	1.24	1.59	1.98	2.45

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

<百万港元>，财务年度截至<三月>

	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
收入	1013	1419	1805	2257	2794
毛利	704	1063	1370	1727	2146
其他业务收入	0	0	0	0	0
销售及管理费用	(140)	(214)	(231)	(286)	(344)
其他收入	11	41	37	25	20
营运收入	575	890	1176	1467	1823
财务开支	3	14	17	28	44
联营公司	0	(0)	0	0	0
税前盈利	579	904	1193	1495	1867
所得税	(1)	(34)	(101)	(135)	(187)
少数股东应占利润	10	7	8	8	8
净利润	567	862	1084	1352	1672
折旧及摊销	15	44	74	78	81
EBITDA	590	934	1250	1544	1904
增长					
总收入 (%)	30.1%	40.1%	27.2%	25.0%	23.8%
EBITDA (%)	86.8%	58.4%	33.8%	23.5%	23.3%

财务分析

	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	69.5%	74.9%	75.9%	76.5%	76.8%
EBITDA 利率 (%)	58.2%	65.8%	69.2%	68.4%	68.1%
净利率 (%)	56.0%	60.8%	60.0%	59.9%	59.8%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	13.8%	15.1%	12.8%	12.7%	12.3%
实际税率 (%)	0.2%	3.8%	8.5%	9.0%	10.0%
股息支付率 (%)	30.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	73	140	130	120	110
应付账款天数	95	166	150	140	130
应收账款天数	115	107	105	100	95
财务状况					
净负债/股本	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
收入/总资产	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
总资产/股本	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
盈利对利息倍数	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用

资产负债表

<百万港元>，财务年度截至<三月>

	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
现金	858	972	1,758	2,768	4,040
应收账款	320	416	519	618	727
存货	62	137	155	174	195
其他流动资产	12	13	18	23	28
总流动资产	1,252	1,538	2,450	3,583	4,991
固定资产	185	215	243	267	287
无形资产	12	700	649	598	547
长期投资	14	25	24	23	23
总资产	1,463	2,477	3,366	4,472	5,848
应付帐款	80	162	179	203	231
短期银行贷款	0	0	0	0	0
其他短期负债	242	262	341	418	514
总短期负债	322	425	520	621	745
长期银行贷款	0	0	0	0	0
其他负债	0	31	0	0	0
总负债	322	455	520	621	745
少数股东权益	61	70	77	86	94
股东权益	1,080	1,952	2,769	3,765	5,009
每股账面值 (港元)	0.4	0.6	0.9	1.2	1.6
营运资金	929	1082	1930	2962	4246

现金流量表

<百万港元>，财务年度截至<三月>

	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
EBITDA	590	934	1250	1544	1904
融资成本	(6)	(14)	(17)	(28)	(44)
营运资金变化	89	(65)	(41)	(27)	(20)
所得税	(1)	(28)	(81)	(108)	(149)
其他营运活动	8	29	34	56	89
营运现金流	679	857	1145	1438	1779
资本开支	(17)	0	(50)	(50)	(50)
其他投资活动	32	(751)	17	28	44
投资活动现金流	15	(751)	(33)	(22)	(6)
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	66	(1)	0	0	0
股息	(60)	(255)	(325)	(406)	(502)
其他融资活动	(2)	250	0	0	0
融资活动现金流	4	(6)	(325)	(406)	(502)
现金变化	697	100	786	1010	1272
期初持有现金	174	871	972	1,758	2,768
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	871	972	1,758	2,768	4,040

資料來源：公司資料，第一上海預測

中國香精香料（3318，買入）

與快速消費品龍頭企業共同成長

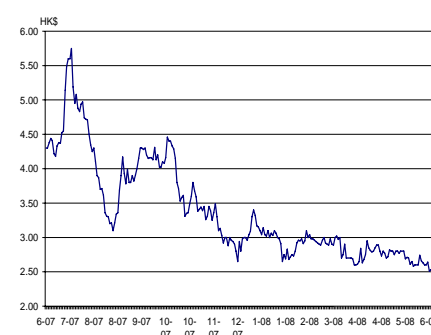
- **上游業務快速增長，降低盈利能力：**公司 07 年銷售收入同比增長 46.5%，達 4.29 億元人民幣，較我們預測高 7%，但主要是來自新收購的悟通 7020 萬人民幣的銷售貢獻，如除去此項，銷售額同比增長 22.6%。由於銷售額增長主要來自於盈利能力較弱的悟通上游業務，淨利潤僅同比增長 24.5%，至 0.94 億元人民幣，低於我們預測約 9.6%。
- **與國際日化用消費品領導品牌共同成長：**中國快速消費品市場競爭激烈，面對產品的價格戰和零售企業的利潤擠壓，國際廠家也有降低產品成本的壓力。降低成本的需求促使廠家從進口香精香料轉而尋求具價格及服務優勢的本地優質香精香料。公司已經通過寶潔和高露潔兩家國際日化巨頭長達一年以上的供應商資格認證，並已進入課題研究階段。但由於新工廠竣工時間延遲到 09 年，因此將推後公司獲得日化巨頭訂單的時點。
- **食用香精業務銷售額未來三年的複合增長率可望達 24.9%：**公司的食用香精業務是從直銷開始的，通過向大客戶提供全方位服務，公司擁有一批優質的國內及全球知名的品牌食品廠家作為核心客戶，如蒙牛、伊利、匯源、箭牌及卡夫餅乾等。公司以銷售高端食用香精為主，因此食用香精業務銷售額可望跟隨食品龍頭企業銷售量增長而平穩增長。我們預測食用香精業務銷售額於 2008-2010 年間的年複合增長率可望達 24.9%。
- **“波頓”品牌歷史悠久：**公司成立於 1991 年，成立至今一直專注於香精香料的研發，“波頓”是業內歷史最為悠久的香精香料品牌之一。公司早在 2002 年就開始發展高端食用香精業務，04 年投入研究日化用香精，於 07 年就已經通過國際日化巨頭的供應商資格認證。香精產品具有的獨特性使客戶產品區別於其他同類產品，憑藉獨特的味道和口感使消費者對產品產生忠誠度，因此後進香精廠商不容易奪取原有廠家的份額。公司領先於競爭對手的研發投入，造就其先發優勢。
- **盈利增速平穩，估值便宜：**公司的業務模式穩定，盈利增速平穩，我們預測公司的淨利潤於 2008-2010 年間的年均複合增長率可望達 14.1%，仍高於國際同行約 10% 的增長水準。公司現價的 08 年預測市盈率僅為 8.3 倍，大幅折讓於國際同行約 13 倍的平均水準，估值便宜。
- **目標價 3.3 港元，評級買入：**根據自由現金流折算法計算，我們給予公司的 12 個月目標價為 3.3 港元，相當於 08 及 09 年度預測市盈率約 10.9 倍及 9.5 倍，評級買入。

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（百萬元人民幣）	293	429	697	844	1,035
變動（%）	32	47	63	21	23
淨利潤（百萬元人民幣）	75	94	127	144	165
每股攤薄收益（元人民幣）	0.18	0.20	0.27	0.31	0.36
變動（%）	-9	15	36	13	15
市盈率（倍）	12.9	11.2	8.3	7.3	6.4
每股派息（元人民幣）	0.08	0.08	0.11	0.12	0.14
息率（%）	3.29	3.59	4.83	5.46	6.28

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>											
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	293	429	697	844	1,035	盈利能力					
毛利	183	258	387	464	562	毛利率 (%)	62.4%	60.2%	55.5%	55.0%	54.4%
其他业务收入	0	0	0	0	0	EBITDA 利率 (%)	34.8%	34.9%	31.2%	31.0%	29.9%
销售及管理费用	(92)	(129)	(206)	(247)	(301)	净利率 (%)	25.8%	21.8%	18.2%	17.0%	16.0%
其他收入	3	3	7	7	7						
营运收入	94	132	188	224	268	营运表现					
财务开支	(2)	(2)	(3)	(1)	(1)	SG&A/收入 (%)	31.3%	30.1%	29.5%	29.3%	29.1%
联营公司	0	0	0	0	0	实际税率 (%)	17.9%	22.5%	18.0%	22.0%	25.0%
税前盈利	92	129	185	223	268	股息支付率 (%)	44.3%	40.3%	40.0%	40.0%	40.0%
所得税	(16)	(29)	(33)	(49)	(67)	库存周转	102	126	126	126	126
少数股东应占利润	0	(7)	(25)	(30)	(35)	应付账款天数	102	119	119	119	119
净利润	75	94	127	144	165	应收账款天数	105	129	129	129	129
折旧及摊销	8	18	30	37	41						
EBITDA	102	150	218	261	310	财务状况					
						净负债/股本	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
增长						收入/总资产	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
总收入 (%)	32.0%	46.5%	62.5%	21.2%	22.5%	总资产/股本	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
EBITDA (%)	24.0%	46.7%	45.5%	20.0%	18.4%	盈利对利息倍数	42.7	53.3	75.2	164.7	536.5
资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金	269	258	163	197	279	EBITDA	102	150	218	261	310
应收账款	84	151	246	298	366	融资成本	(2)	(3)	(3)	(2)	(3)
存货	31	59	107	131	163	营运资金变化	(30)	(65)	(129)	(62)	(81)
其他流动资产	44	83	139	169	207	所得税	(16)	(22)	(32)	(47)	(64)
总流动资产	428	552	655	795	1,015	其他营运活动	(1)	(3)	(4)	(2)	(0)
固定资产	68	133	212	244	238	营运现金流	53	57	50	149	161
无形资产	24	183	134	131	122	资本开支	(48)	(26)	(110)	(65)	(25)
长期投资	2	77	58	57	55	其他投资活动	4	5	5	3	4
总资产	523	945	1,060	1,227	1,430	投资活动现金流	(44)	(189)	(105)	(62)	(21)
应付帐款	31	56	101	124	154	负债变化	(18)	(35)	(3)	(2)	0
短期银行贷款	27	23	22	20	20	股本变化	130	195	0	0	0
其他短期负债	18	54	78	99	125	股息	0	(33)	(38)	(51)	(57)
总短期负债	75	133	201	243	299	其他融资活动	(5)	(6)	0	0	0
长期银行贷款	0	0	0	0	0	融资活动现金流	107	122	(41)	(53)	(57)
其他负债	1	43	2	2	2						
总负债	76	176	203	245	301	现金变化	116	(11)	(95)	34	83
少数股东权益	0	75	90	108	129	期初持有现金	153	269	258	163	197
股东权益	446	695	767	875	1,000	汇兑变化	0	0	0	0	0
每股账面值	1.0	1.5	1.7	1.9	2.2	期末持有现金	269	258	163	197	279
营运资金	351	376	452	551	714						

資料來源：公司資料，第一上海預測

蒙牛乳業 (2319, 買入)

全面超越，可望成中國乳業未來大贏家

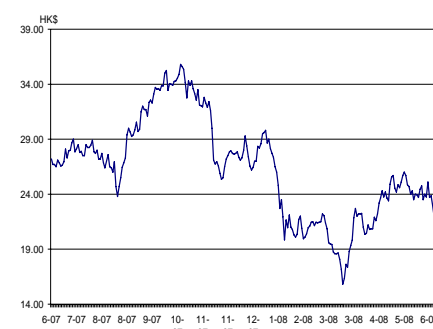
- **中國乳製品行業發展空間廣闊：**2007年中國乳製品市場銷售額約占全國食品製造業銷售總額的1/4，是食品製造業中銷售收入最高的行業，亦是僅次於印度及美國的世界第三大牛奶生產國。據Euromonitor預測，至2010年，中國乳製品市場容量可望高達2044億元人民幣，市場容量巨大。
- **龍頭企業將受惠於國家政策扶持：**行業發展關乎民生，國家於08年6月出臺《乳製品工業產業政策》協助行業健康發展。行業集中度低，兩大乳業寡頭的整體市占率約為35%，國家將扶持龍頭企業以提高行業集中度，以及行業的盈利能力。
- **原奶價格波動回歸理性：**隨著原奶營養含量的提升，我們預期中國原奶價格的穩步上漲是長期趨勢，但是原奶價格於07年中期至今的上漲速度遠遠地超過了正常水準。原奶價格在經歷了此輪快速上漲後，已因主產區進入產奶旺季令產量回升而呈現回落，逐步回歸理性。2月27日，廣州市物價部門同意好又多超市里18個品種的乳製品漲價，是1月中旬國家公佈限價措施後的首例，印證國家不可能完全抑制產品價格上漲，我們相信乳製品企業有能力調升產品價格。
- **08年的整體毛利率可望維持穩定：**07年公司的整體毛利率同比下降了0.4個百分點，主因是原奶價格同比上漲16%。公司於07年底至今提高產品平均售價15%，以及4月中旬以來原奶價格快速回落18%—24%等因素，均有助穩定產品毛利率。我們預期公司08年的整體毛利率可望維持穩定，未來將繼續受惠於產品組合的完善而逐步提升公司的整體毛利率。
- **具備贏家特質的優秀企業：**公司具備卓越創新能力，創新意識已昇華為企業文化，創意行銷理念可延續。公司由始至終地堅持品牌行銷戰略，我們預期堅守進攻型品牌行銷戰略的蒙牛將繼續出奇制勝，成為中國乳業未來的大贏家。
- **預測於2008–2010年間淨利潤的複合增長率可望高達38.4%：**公司未來盈利將受惠於產品組合的持續改善以及公司產品的市場佔有率提高而持續上升，預期公司的淨利潤於2008–2010年間的年均複合增長率可望高達38.4%，至2010年的24億元人民幣。
- **目標價28.5港元，評級買入：**根據自由現金流折算法計算，我們給予公司的12個月目標價為28.5港元，相當於08及09年度預測市盈率約32倍及23倍，評級買入。

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 (百万人民币)	16,246	21,318	28,971	36,006	44,309
变动 (%)	50	31	36	24	23
净利润 (百万人民币)	727	936	1,245	1,733	2,384
每股攤薄收益 (人民币)	0.53	0.66	0.80	1.11	1.53
变动 (%)	59	25	20	39	38
市盈率 (倍)	36.7	29.4	24.5	17.6	12.8
每股派息 (人民币)	0.18	0.25	0.27	0.38	0.52
息率 (%)	0.72	1.02	1.11	1.54	2.12

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

损益表						财务分析					
<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>											
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	16,246	21,318	28,971	36,006	44,309	盈利能力					
毛利	3,722	4,804	6,646	8,507	10,720	毛利率 (%)	22.9%	22.5%	22.9%	23.6%	24.2%
其他业务收入	0	0	0	0	0	EBITDA 利率 (%)	8.5%	7.7%	7.3%	8.1%	8.9%
销售及管理费用	(2,817)	(3,786)	(5,273)	(6,445)	(7,798)	净利率 (%)	4.5%	4.4%	4.3%	4.8%	5.4%
其他收入	76	98	98	70	70						
营运收入	981	1,116	1,472	2,132	2,991	营运表现					
财务开支	(47)	(6)	21	22	47	SG&A/收入 (%)	17.3%	17.8%	18.2%	17.9%	17.6%
联营公司	8	21	25	30	36	实际税率 (%)	8.1%	1.9%	10.0%	13.0%	15.0%
税前盈利	942	1,130	1,518	2,184	3,075	股息支付率 (%)	33.5%	36.7%	30.0%	30.0%	30.0%
所得税	(76)	(22)	(152)	(284)	(461)	库存周转	31	19	19	19	19
少数股东应占利润	(139)	(173)	(122)	(167)	(230)	应付账款天数	40	35	34	34	34
净利润	727	936	1,245	1,733	2,384	应收账款天数	7	6	6	6	6
折旧及摊销	407	530	640	803	965						
EBITDA	1,388	1,646	2,112	2,934	3,956	财务状况					
						净负债/股本	0.29	0.05	0.13	0.10	0.08
增长						收入/总资产	2.09	2.20	2.75	2.70	2.61
总收入 (%)	50.1%	31.2%	35.9%	24.3%	23.1%	总资产/股本	2.59	1.89	2.08	1.94	1.83
EBITDA (%)	49.3%	18.6%	28.3%	38.9%	34.8%	盈利对利息倍数	21	172	(69)	(95)	(63)

资产负债表						现金流量表					
<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>											
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金	1,330	2,211	2,047	2,933	4,620	EBITDA	1,388	1,646	2,112	2,934	3,956
应收账款	315	376	500	612	741	融资成本	63	50	56	39	41
存货	1,071	877	1,174	1,431	1,730	营运资金变化	179	486	420	373	417
其他流动资产	226	299	460	606	788	所得税	(78)	(34)	(140)	(273)	(447)
总流动资产	2,942	3,764	4,181	5,582	7,879	其他营运活动	(149)	(91)	(104)	(74)	(77)
固定资产	4,637	5,585	6,132	7,563	8,891	营运现金流	1,403	2,058	2,344	2,999	3,890
无形资产	129	231	151	155	158	资本开支	(1,185)	(1,322)	(1,400)	(1,500)	(1,400)
长期投资	56	102	56	56	56	其他投资活动	(116)	(447)	(3,363)	(93)	(66)
总资产	7,764	9,681	10,520	13,355	16,984	投资活动现金流	(1,301)	(1,770)	(4,763)	(1,593)	(1,466)
应付帐款	1,358	1,574	2,080	2,547	3,092	负债变化	(125)	(838)	(162)	30	20
短期银行贷款	234	183	250	280	300	股本变化	27	1,364	3,266	0	0
其他短期负债	1,485	1,606	2,098	2,529	3,024	股息	(116)	(189)	(395)	(550)	(756)
总短期负债	3,077	3,363	4,427	5,356	6,416	其他融资活动	0	(15)	0	0	0
长期银行贷款	641	80	400	400	400	融资活动现金流	(169)	340	2,708	(520)	(736)
其他负债	413	403	185	129	91						
总负债	4,131	3,847	5,012	5,885	6,907	现金变化	(68)	628	290	886	1,687
少数股东权益	634	723	447	584	772	期初持有现金	1,248	1,180	1,757	2,047	2,933
股东权益	2,999	5,112	5,061	6,887	9,305	汇兑变化	0	(51)	0	0	0
每股账面值	2.2	3.6	3.2	4.4	6.0	期末持有现金	1,180	1,757	2,047	2,933	4,620
营运资金	(1189)	(83)	(832)	(303)	972						

資料來源：公司資料，第一上海預測

雨潤食品（1068，買入）

受惠於新條例實施的豬肉製品領導企業

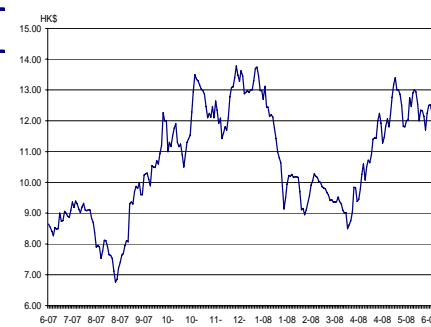
- **07 業績再超預期：**公司 07 年的銷售收入同比大幅增長 87%，主要受益於產品銷售價格的大幅提升，冷鮮肉及冷凍肉業務的銷售價格分別同比提高了 76%及 62%，冷鮮肉，冷凍肉業務及低溫肉業務銷售額分別同比 06 年快速增長 118%，81%及 48%。未來公司將重點發展毛利率較高的冷鮮肉及低溫肉業務，提升其銷售額貢獻率，在上下游的兩個細分市場中向高端發展。
- **新條例傾向扶持規模化屠宰企業的發展：**新修訂的《生豬屠宰管理條例》將於 08 年 8 月開始執行，雖然國家早在 97 年就已經實行定點屠宰制度，但我國目前生豬定點屠宰廠的數量多、規模小、機械化程度低，小於 10 人的小刀手生豬屠宰作坊的比例仍高達近 80%，新條例將協助中國的生豬屠宰業從手工生豬屠宰作坊向工業化發展。因此，新條例傾向扶持規模化屠宰企業的發展，龍頭企業將受惠於行業整合，可望快速提高市占率。
- **生豬出欄量提升助銷售額快速增長：**由於受雪災及四川地震影響，生豬價格的回落速度未如預期，但是公司管理層預期 08 下半年生豬價格可望出現約 10%的回落，有助提升下游產品的毛利率。而 08 年底生豬出欄量的提升將助公司提高屠宰產能的利用率，提升銷售額增速。
- **產能快速擴張，2008-2010 年間的銷售額複合增長率可望高達 41%：**公司計畫主要透過收購同業來提升上游生豬屠宰產能，至 2012 年上游產能可望達 5300 萬頭，2007-2012 年間的複合年均增長率高達 31%，而下游深加工產能將從 07 年底的 21.6 萬噸增加至 2012 年的 60 萬噸。由於深加工業務對設備要求高，公司將主要通過自建廠房來完成下游產能的擴張。
- **日益提高的品牌認知度助公司提升估值水準：**公司於 04—07 年間的淨利潤年複合增長率高達 66%，但其估值水準一直較主要品牌食品公司有所折讓，主要是市場普遍認為公司的冷鮮肉及冷凍肉不具備品牌效應。隨著公司持續加強冷鮮肉及冷凍肉的品牌標識化推廣，以及居民對生肉製品安全及品質的重視度提升，公司上游業務的品牌效應將獲得明顯提升，估值水準亦可望跟隨提高。
- **目標價 12.9 港元，評級買入：**我們給予公司的 12 個月目標價為 12.9 港元，相當於 08 及 09 年度預測市盈率約 20 倍及 14 倍，評級買入。

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（百万港元）	4,621	8,635	11,110	15,483	21,931
变动（%）	4	87	29	39	42
净利润（百万港元）	481	859	955	1,369	1,942
每股攤薄收益（港元）	0.33	0.58	0.65	0.93	1.32
变动（%）	-4	76	11	43	42
市盈率（倍）	36.6	20.8	18.7	13.1	9.2
每股派息（港元）	0.07	0.08	0.16	0.16	0.23
息率（%）	0.56	0.68	1.28	1.33	1.91

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

损益表						财务分析					
<港元百万>, 财务年度截至<十二月>											
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	4,621	8,635	11,110	15,483	21,931	盈利能力					
毛利	711	1,220	1,662	2,492	3,658	毛利率 (%)	15.4%	14.1%	15.0%	16.1%	16.7%
其他业务收入	89	191	80	60	90	EBITDA 利率 (%)	11.3%	11.1%	10.2%	10.8%	11.2%
销售及管理费用	(326)	(540)	(744)	(1,053)	(1,513)	净利率 (%)	10.4%	10.0%	8.6%	8.8%	8.9%
其他收入	0	0	0	0	0						
营运收入	475	872	998	1,499	2,235	营运表现					
财务开支	12	41	18	(11)	(32)	SG&A/收入 (%)	7.1%	6.2%	6.7%	6.8%	6.9%
联营公司	(1)	(1)	(1)	(1)	1	实际税率 (%)	1.1%	5.6%	6.0%	8.0%	12.0%
税前盈利	485	912	1,015	1,487	2,204	股息支付率 (%)	34.9%	26.7%	25.0%	25.0%	25.0%
所得税	(6)	(51)	(61)	(119)	(264)	库存周转	48	34	32	30	28
少数股东应占利润	1	(2)	1	1	3	应付账款天数	20	16	16	16	16
净利润	481	859	955	1,369	1,942	应收账天数	25	21	20	19	18
折旧及摊销	46	83	131	169	211						
EBITDA	520	955	1,129	1,669	2,446	财务状况					
						净负债/股本	0.29	0.54	0.52	0.50	0.50
增长						收入/总资产	1.47	1.35	1.53	1.86	2.28
总收入 (%)	3.8%	86.9%	28.7%	39.4%	41.6%	总资产/股本	1.29	1.54	1.52	1.50	1.50
EBITDA (%)	18.0%	83.4%	18.3%	47.8%	46.6%	盈利对利息倍数	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用

资产负债表						现金流量表					
<港元百万>, 财务年度截至<十二月>											
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	844	1,966	1,296	874	751	EBITDA	520	955	1,129	1,669	2,446
应收账款	323	501	609	806	1,082	融资成本	(8)	7	(18)	11	32
存货	514	682	828	1,068	1,402	营运资金变化	(88)	(123)	(171)	(281)	(378)
其他流动资产	177	257	304	384	492	所得税	(2)	(43)	(59)	(99)	(214)
总流动资产	1,858	3,406	3,037	3,132	3,727	其他营运活动	(27)	(48)	(59)	(79)	(91)
固定资产	934	1,779	2,423	3,019	3,567	营运现金流	396	748	822	1,221	1,797
无形资产	0	0	0	0	0						
长期投资	360	1,192	1,778	2,154	2,340	资本开支	(325)	(671)	(800)	(800)	(800)
总资产	3,151	6,377	7,238	8,305	9,634	其他投资活动	(420)	(644)	(433)	(276)	(218)
应付帐款	213	331	414	569	801	投资活动现金流	(746)	(1,315)	(1,233)	(1,076)	(1,018)
短期银行贷款	43	268	298	178	228	负债变化	(20)	999	(20)	(320)	(550)
其他短期负债	246	445	589	835	1,226	股本变化	0	771	0	0	0
总短期负债	502	1,043	1,301	1,583	2,255	股息	(155)	(168)	(229)	(239)	(342)
长期银行贷款	0	826	826	826	626	其他融资活动	8	(33)	(9)	(9)	(8)
其他负债	189	177	167	157	147	融资活动现金流	(167)	1,569	(258)	(568)	(901)
总负债	690	2,047	2,294	2,566	3,029						
少数股东权益	12	192	192	192	192	现金变化	(517)	1,002	(670)	(422)	(122)
股东权益	2,449	4,139	4,752	5,547	6,414	期初持有现金	1,303	844	1,966	1,296	873
每股账面值	1.69	2.80	3.22	3.76	4.34	汇兑变化	58	120	0	0	0
营运资金	1,168	1,360	743	566	698	期末持有现金	844	1,966	1,296	873	751

資料來源：公司資料，第一上海預測

康師傅（322，買入）

步入千億量級的贏家通路

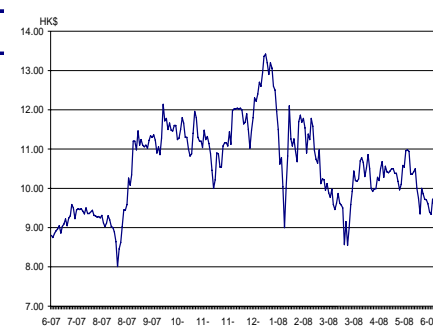
- **銷售額持續快速增長：**公司 07 年及 08 年一季度的銷售額分別同比增長 38% 及 44%，其中速食麵業務銷售額分別同比增長 42% 及 49%；飲品業務銷售額分別同比增長 39% 及 39%，銷售額增長勢頭強勁。我們預測公司於 2008-2010 年間淨利潤的年複合增長率可望達 30%。
- **08 年首季毛利率重拾上升態勢：**受壓于成本快速上升，07 年公司的整體毛利率同比下降 0.7 個百分點至 31.6%。08 年首季，受惠於產品價格提升，公司的整體毛利率同比上升 1 個百分點至 32.4%。但我們預期棕櫚油及塑膠粒價格仍將高位運行，因此公司 08 年的整體毛利率將穩定在 07 年的水準。
- **2008-2010 年間淨利潤的複合增長率可望高達 35%：**受惠於產品組合的改善，以及規模效應的進一步顯現，我們預測公司於 2008-2010 年間淨利潤的年複合增長率可望高達 35%。
- **穩固的行業領導地位：**據 ACNielsen 2008 年 3 月的調研資料顯示，公司速食麵的市占率同比繼續提升 0.9 個百分點至 35.2%，持續穩居第一。公司佔據即飲茶市場的半壁江山，瓶裝水於 07 年中期更首次打敗娃哈哈佔據市場首位，繼續提升市場份額至 17.2%。果汁飲料市場佔有率達 17.9%，居第三。
- **將進一步受惠於速食麵行業的整合：**07 年至今，棕櫚油和麵粉等速食麵的主要原材料價格均大幅上升，嚴重侵蝕速食麵生產廠家的盈利，行業的平均淨利率已經下降至 2% 左右。我們預期具有卓越成本控制及提價能力的康師傅將領導行業整合，吞併競爭對手的市場份額，進一步提升速食麵的市場佔有率。
- **擁有廣泛有效的分銷網路並不斷延伸：**我們認為要成為快速消費品行業的贏家，必須拓建廣泛，具深度且持續健康運轉的分銷通路，即要讓消費者更方便，更多機會接觸到公司的產品。截止 08 年 3 月 31 日，公司有 6,166 家分銷商，66,015 家直營零售商以及 555 個營業所遍佈全國各地，是中國具有最廣泛分銷網路的快速消費品生產商之一。公司用十年完成第一階段的通路建設，現已進入了覆蓋村鎮間區域的第二階段，公司對通路建設的前瞻性將成就其成為中國未來的千億級品牌食品企業。
- **全國知名的快速消費品品牌：**經過 17 年的持續推廣投入與品牌沉澱，康師傅已經成為了中國家喻戶曉的快速消費品品牌。據中國食品工業協會的統計顯示，在中國的一線及二線城市，康師傅的品牌認知度高達 98%。由於食品品質問題的頻繁出現將使居民提高對知名品牌的忠誠度，公司可望持續受惠，穩步提高旗下產品的市場佔有率。
- **目標價 12.2 港元，評級買入：**根據自由現金流折算法計算，我們給予公司的 12 個月目標價為 12.2 港元，相當於 08 及 09 年度預測市盈率約 36 倍及 28 倍，評級買入。

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（百万美元）	2,332	3,215	4,431	5,787	7,447
变动（%）	26	38	38	31	29
净利润（百万美元）	149	195	242	319	427
每股攤薄收益（美元）	0.03	0.03	0.04	0.06	0.08
变动（%）	21	31	24	32	34
市盈率（倍）	45.9	35.0	28.2	21.4	16.0
每股派息（美元）	0.02	0.03	0.02	0.03	0.04
息率（%）	2.01	2.20	1.77	2.33	3.13

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

损益表						财务分析					
<百万美元>, 财务年度截至<十二月>											
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	2,332	3,215	4,431	5,787	7,447	盈利能力					
毛利	752	1,016	1,411	1,863	2,430	毛利率 (%)	32.3%	31.6%	31.8%	32.2%	32.6%
其他业务收入	37	51	22	16	24	EBITDA 利率 (%)	15.1%	14.9%	12.8%	12.9%	13.1%
销售及管理费用	(549)	(738)	(1,010)	(1,308)	(1,676)	净利率 (%)	6.4%	6.1%	5.5%	5.5%	5.7%
其他收入	0	0	0	0	0						
营运收入	241	329	423	571	778	营运表现					
财务开支	(11)	(19)	(24)	(26)	(18)	SG&A/收入 (%)	24%	23%	23%	23%	23%
联营公司	7	8	8	10	12	实际税率 (%)	10%	11%	15%	18%	21%
税前盈利	237	317	407	555	773	股息支付率 (%)	92%	77%	50%	50%	50%
所得税	(24)	(36)	(61)	(100)	(162)	库存周转	26	26	26	25	24
少数股东应占利润	(64)	(86)	(104)	(137)	(183)	应付账款天数	59	55	52	50	48
净利润	149	195	242	319	427	应收账款天数	15	13	13	12	11
折旧及摊销	110	152	145	174	201	财务状况					
EBITDA	351	480	568	745	979	净负债/股本	0.29	0.39	0.37	0.20	0.09
增长						收入/总资产	1.3	1.4	1.6	1.8	2.0
总收入 (%)	26.3%	37.9%	37.8%	30.6%	28.7%	总资产/股本	2.0	2.3	2.4	2.2	2.2
EBITDA (%)	22.3%	36.8%	18.2%	31.3%	31.3%	盈利对利息倍数	22.2	16.9	17.7	21.9	44.1

资产负债表						现金流量表					
<百万美元>, 财务年度截至<十二月>											
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金	162	240	206	319	604	EBITDA	351	480	568	745	979
应收账款	94	114	158	190	224	融资成本	11	19	24	26	18
存货	112	155	215	269	330	营运资金变化	53	65	33	76	92
其他流动资产	110	137	179	227	285	所得税	(20)	(33)	(49)	(80)	(130)
总流动资产	478	647	758	1,004	1,443	其他营运活动	5	(44)	(50)	(53)	(42)
固定资产	1,230	1,567	1,843	2,072	2,174	营运现金流	401	487	527	714	917
无形资产	13	12	10	9	8	资本开支	(340)	(412)	(400)	(300)	(300)
长期投资	118	109	109	109	109	其他投资活动	(16)	53	11	11	16
总资产	1,840	2,334	2,720	3,194	3,734	投资活动现金流	(356)	(359)	(389)	(289)	(284)
应付帐款	257	334	430	538	660	负债变化	116	130	22	(140)	(120)
短期银行贷款	240	291	300	200	100	股本变化	0	0	0	0	0
其他短期负债	199	299	381	488	618	股息	(153)	(171)	(193)	(173)	(228)
总短期负债	696	925	1,111	1,226	1,378	其他融资活动	0	0	0	0	0
长期银行贷款	28	107	120	80	60	融资活动现金流	(38)	(41)	(172)	(313)	(348)
其他负债	18	21	21	22	22	现金变化	7	88	(34)	113	286
总负债	742	1,053	1,253	1,327	1,460	期初持有现金	156	164	243	209	322
少数股东权益	185	254	342	440	567	汇兑变化	1	(9)	0	0	0
股东权益	913	1,028	1,126	1,426	1,707	期末持有现金	164	243	209	322	607
每股账面值	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3						
营运资金	(264)	(406)	(495)	(323)	(17)						

資料來源：公司資料，第一上海預測

匯源果汁（1886，買入）

百分百果汁代名詞

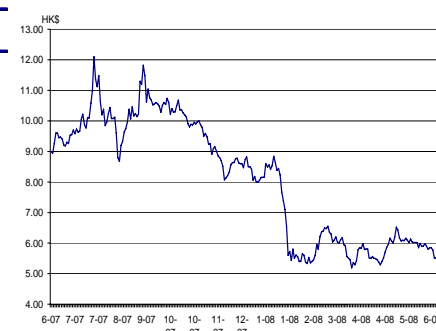
- **07年業績符合預期：**公司07年的銷售收入和淨利潤分別為26.6億元人民幣和6.4億元人民幣，較06年同期增長29%及189%，符合我們的預測。百分百果汁及中濃度果汁業務銷售額對整體銷售收入貢獻為65%，兩大業務的銷售額分別同比增長48%及32%。
- **高端產品具備較強的議價能力：**雖然07年進口濃縮橙汁價格同比快速上漲33%，但受惠於公司高端果蔬汁銷售額占比的提高以及高端果蔬汁銷售價格的大幅提升，除抵消了原材料成本上漲帶來的壓力外，公司的整體毛利率更較06年同期提升了3個百分點至35.7%，優於我們預測。
- **中國果蔬汁市場空間巨大：**如按接近臺灣人均消費水準的10升來計算，中國未來果蔬汁的市場規模可望高達約1300億人民幣，較05年的405億人民幣翻兩倍以上。隨著中國居民消費能力的提高，在低果市場出現過高速增長後，我們預期高端果蔬汁市場在未來三年很可能經歷高速增長。
- **高端果汁行業龍頭：**根據AC尼爾森調查資料顯示，按銷售量計算，公司百分百果汁的市占率從06年底的40.8%增長至07年底的42.6%，繼續穩居首位，中濃度果汁仍穩居細分市場首位，較06年底增長0.8個百分點至39.6%。同時，低濃度果汁的市占率為6.8%，居行業第四位。
- **匯源是國內領先的百分百果汁專業品牌：**匯源在高端果蔬汁市場佔據領導地位，是全國知名的果汁專業品牌。公司重視提升產品品質及專業形象，有助提高現有消費者的粘著度及吸引新的消費者。另外，與國內競爭對手相比，公司能夠穩定地獲取充足濃縮汁，保證產品供應的持續性。
- **新開拓市場及新產品可望成為公司新的盈利增長點：**公司對華東及華南地區的銷售額僅分別約占總銷售額的20%及6%，而華東及華南地區的市場銷售額約占中國果蔬汁市場的42%。公司在07年開始大力擴大銷售網路的覆蓋範圍，至07年底新建了200個代表處及新增了1425名銷售代表共達3926名，一級分銷商的數量較07年中期增長62%至3804名，而二級分銷商總數更較07年中期增長67%至8000名。我們預期華東及華南地區銷售將隨著銷售團隊搭建及產能佈局的完成而獲得高速提升，成為新的盈利增長點。與此同時，公司建立定位精確的副品牌及推出公司佔有資源優勢的差異化新品，進一步挖掘細分市場。
- **目標價7.03港元，評級買入：**根據自由現金流折算法計算，我們給予公司的12個月目標價為7.03港元，相當於08及09年度預測市盈率約25倍及20倍，評級買入。

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（百万人民币）	2,066	2,656	3,430	4,475	5,885
变动（%）	48	29	29	30	32
净利润（百万人民币）	222	640	365	459	561
每股攤薄收益（人民币）	0.27	0.36	0.25	0.32	0.38
变动（%）	-6	34	-30	26	22
市盈率（倍）	17.6	13.1	18.8	15.0	12.3
每股派息（人民币）	0.07	0.11	0.06	0.08	0.10
息率（%）	1.48	2.35	1.33	1.67	2.04

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	2,066	2,656	3,430	4,475	5,885
毛利	676	949	1,204	1,581	2,092
其他业务收入	0	0	0	0	0
销售及管理费用	(493)	(702)	(885)	(1,146)	(1,465)
其他收入	103	71	126	145	106
营运收入	286	318	445	581	732
财务开支	(55)	337	(26)	(34)	(40)
联营公司	0	0	0	0	0
税前盈利	231	654	420	547	693
所得税	(10)	(37)	(55)	(88)	(132)
少数股东应占利润	1	0	0	0	0
净利润	222	617	365	459	561
折旧及摊销	19	155	229	278	298
EBITDA	305	472	674	859	1,030
增长					
总收入 (%)	48.4%	28.6%	29.1%	30.5%	31.5%
EBITDA (%)	-0.5%	54.9%	42.8%	27.4%	19.9%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	32.7%	35.7%	35.1%	35.3%	35.5%
EBITDA 利率 (%)	14.8%	17.8%	19.7%	19.2%	17.5%
净利率 (%)	10.7%	23.2%	10.6%	10.3%	9.5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	23.9%	26.4%	25.8%	25.6%	24.9%
实际税率 (%)	4.2%	5.7%	13.0%	16.0%	19.0%
股息支付率 (%)	36.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	137	159	150	150	150
应付账款天数	88	57	57	57	57
应收账款天数	37	32	30	28	26
财务状况					
净负债/股本	0.56	0.15	0.12	0.11	0.11
收入/总资产	0.59	0.47	0.52	0.64	0.76
总资产/股本	2.26	1.65	1.56	1.56	1.61
盈利对利息倍数	5.17	-2.44	17.41	17.22	18.41

资产负债表

<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	91	1,290	823	282	211
应收账款	155	233	330	356	482
存货	523	742	1,088	1,291	1,827
其他流动资产	338	443	542	704	922
总流动资产	1,107	2,708	2,783	2,634	3,442
固定资产	2,037	2,579	3,431	3,972	3,962
无形资产	332	324	326	308	300
长期投资	21	24	29	29	29
总资产	3,496	5,635	6,569	6,942	7,733
应付帐款	237	267	428	476	709
短期银行贷款	819	0	0	0	0
其他短期负债	747	420	839	909	1,138
总短期负债	1,803	687	1,268	1,385	1,848
长期银行贷款	54	511	511	511	511
其他负债	91	1,028	587	585	585
总负债	1,949	2,226	2,366	2,481	2,944
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,547	3,409	4,204	4,461	4,789
每股账面值	1.9	2.4	2.9	3.1	3.3
营运资金	(842)	483	417	152	498

现金流量表

<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	305	472	674	859	1,030
融资成本	3	38	89	84	80
营运资金变化	(33)	(506)	25	(290)	(440)
所得税	(13)	(37)	(44)	(70)	(105)
其他营运活动	32	44	(89)	(97)	(103)
营运现金流	293	10	656	486	462
资本开支	(253)	(588)	(750)	(750)	(250)
其他投资活动	541	(1,521)	(208)	(70)	(57)
投资活动现金流	288	(2,110)	(958)	(820)	(307)
负债变化	(365)	(335)	(8)	(67)	(87)
股本变化	131	3,485	0	0	0
股息	(282)	0	(91)	(115)	(140)
其他融资活动	0	207	0	0	0
融资活动现金流	(517)	3,357	(100)	(182)	(227)
现金变化	65	1,258	(402)	(516)	(72)
期初持有现金	26	91	1,290	823	282
汇兑损失	0	(58)	(65)	(25)	0
期末持有现金	91	1,290	823	282	211

資料來源：公司資料，第一上海預測

中國綠色食品（904，買入）

開拓新產品及下游業務成增長動力，估值存提升空間

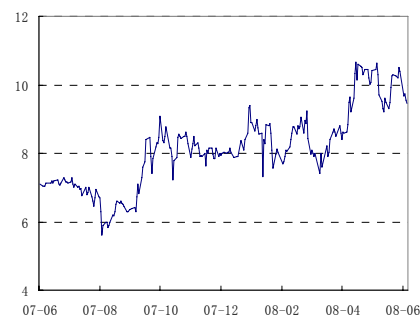
- **08 財年的中期業績超預期：**2008 財年中期，公司的銷售額達 5.3 億元人民幣，同比上升 37.8%。淨利潤達 2.1 億元人民幣，同比上升 46.8%，中期業績超預期。新推出的非油炸品牌速食麵業務銷售額達 2,761 萬元人民幣，發展勢頭良好。
- **較強的盈利能力：**受惠於垂直整合的經營模式，公司 08 財年中期的毛利率及淨利潤率分別達 51.6%和 38.9%。公司未來將重點發展高毛利業務，以及重點開拓高毛利的出口市場，可望進一步提升公司的整體毛利率。品牌業務銷售額貢獻的提升將提高公司的行銷費用占銷售額比例，加上稅率的逐步上升，我們預測公司的淨利潤率將持續下降至 2010 財年的 33.5%。
- **海外市場對中國農產品需求旺盛：**根據中國農業部資料顯示，中國農產品的出口總額由 02 年的 180 億美元增加 3.3 倍至 07 年的 781 億美元。而其中蔬菜、生果及有關加工產品的出口增長率較總體農產品出口的增幅更為顯著。中國綠色(中綠)作為新鮮農產品的生產商及加工商，07 財年的銷售額僅約為 1.3 億美元，發展空間巨大。
- **獨特的業務模式有助公司維持高利潤率：**中國綠色奉行以銷定產策略，即參考客戶的銷售訂單以制定年度的生產目標，減低因供過於求所引致的浪費。以成本加利潤率的定價方式有助公司將額外的成本轉嫁予客戶，減輕成本上漲對公司造成的壓力。另外，中綠以長期租賃形式經營種植農地，租賃期間租金不會改變，使公司能更有效地控制成本。集團于 07 年 7 月開拓其下游綠色食品配送業務，進一步強化公司的分銷能力及垂直整合產業鏈。垂直整合有助公司控制各類食品的成本、質素及數量，從而減輕對供應商及其它第 3 方的依賴程度及參與度。由於供應鏈參與者數目減少，公司獲得了較高的利潤率。
- **2008 至 2010 財年間淨利潤的複合增長率可望達 27%：**受速食麵及飲料等品牌食品營業額帶動，我們預測 2008 至 2010 財年間銷售額的年複合增長率可望達 37%。由於淨利潤率呈現下降趨勢，我們預測公司於 2008 至 2010 財年間淨利潤的年複合增長率可望為 27%。
- **目標價 10.83 港元，評級買入：**我們給予公司的 12 個月目標價為 10.83 港元，相當於 08 及 09 年度預測市盈率約 16 倍及 12 倍，評級買入。

盈利摘要

截止4月30日財政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百萬元人民幣）	687	954	1,223	1,667	2,298
變動（%）	不适用	39.0%	28.2%	36.3%	37.8%
淨利潤（百萬元人民幣）	271	346	478	585	770
每股攤薄收益（元人民幣）	0.36	0.40	0.49	0.61	0.79
變動（%）	不适用	12.2%	22.3%	23.8%	31.1%
市盈率（倍）	23.6	21.0	17.2	13.9	10.6
每股派息（元人民幣）	0.10	0.12	0.16	0.19	0.24
息率（%）	1.23%	1.40%	1.85%	2.20%	2.90%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

损益表					
<人民币百万>, 财务年度截至<四月三十日>					
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	687	954	1,223	1,667	2,298
毛利	354	498	638	881	1,225
其他收入	24	31	35	35	35
销售及管理费用	(110)	(168)	(152)	(225)	(310)
营运收入	268	360	521	691	950
财务开支	(6)	(14)	(2)	(11)	(11)
税前盈利	262	346	519	680	939
所得税	9	0	(42)	(95)	(169)
净利润	271	346	478	585	770
折旧及摊销	53	70	93	176	255
EBITDA	321	431	614	867	1,205
增长					
总收入 (%)	不适用	39.0%	28.2%	36.3%	37.8%
EBITDA (%)	不适用	34.1%	42.6%	41.2%	39.0%
每股收益 (%)	不适用	20.2%	22.9%	20.4%	31.7%

资产负债表					
<人民币百万>, 财务年度截至<四月三十日>					
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	实际	预测	预测	预测
现金	853	1,051	1,422	962	1,178
应收账款	60	51	26	83	115
存货	8	14	41	83	128
其他流动资产	64	73	110	116	118
总流动资产	985	1,189	1,599	1,245	1,539
固定资产	401	475	1,328	2,107	2,269
长期预付租金	65	94	84	121	131
其他固定资产	68	83	83	83	83
总资产	1,518	1,841	3,094	3,556	4,022
应付帐款	16	22	21	139	184
应付董事款项	0	1	1	1	1
应付税项	67	68	67	68	68
总短期负债	83	91	89	208	253
可换股债券	302	65	1,065	1,065	1,065
其他负债	1	0	0	0	0
总负债	386	155	1,153	1,273	1,318
股东权益	1,133	1,686	1,940	2,283	2,703
每股账面值	1.56	2.18	2.23	2.59	3.06
营运资金	901	1,098	1,510	1,037	1,286

資料來源：公司資料，第一上海預測

财务分析					
财务年度截至<四月三十日>					
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	51.6%	52.2%	52.2%	52.8%	53.3%
EBIT 利率 (%)	39.0%	37.7%	42.6%	41.4%	41.3%
净利率 (%)	39.5%	36.3%	39.1%	35.1%	33.5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	16.1%	17.7%	12.4%	13.5%	13.5%
实际税率 (%)	-3.4%	-0.1%	8.0%	14.0%	18.0%
股息支付率 (%)	27.7%	26.4%	28.4%	28.0%	28.0%
库存周转	4	5	12	18	20
应付账款天数	9	9	6	30	29
应收账款天数	32	19	8	18	18
财务状况					
净负债/股本	净现金	净现金	净现金	4.5%	净现金
收入/总资产	45.2%	51.8%	39.5%	46.9%	57.1%
总资产/股本	1.34	1.09	1.59	1.56	1.49
盈利对利息倍数	46.97	25.02	260.72	62.80	86.37

现金流量表					
<人民币百万>, 财务年度截至<四月三十日>					
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	实际	预测	预测	预测
EBITDA	321	431	614	867	1,205
融资成本	6	14	2	11	11
营运资金变化	1	22	(84)	132	32
所得税	0	0	(42)	(95)	(169)
其他	40	61	102	146	224
营运现金流	309	443	498	874	1,037
资本开支	(229)	(126)	(980)	(1,100)	(580)
其他投资活动	(21)	(54)	(38)	(84)	(56)
投资活动现金流	(251)	(180)	(1,018)	(1,184)	(636)
负债变化	322	0	1,000	0	0
股本变化	0	44	0	0	0
股息	(58)	(84)	(108)	(146)	(184)
其他融资活动	0	(5)	(1)	(1)	(1)
融资活动现金流	265	(45)	891	(147)	(186)
现金变化	323	217	371	(457)	215
期初持有现金	532	853	1,051	1,422	962
期末持有现金	853	1,051	1,422	962	1,178

中國食品（506，未評級）

轉向快速成長方向的食品龍頭

- **07年業績喜憂參半：**公司07年的銷售額及核心淨利潤分別為97.4億港元及3.6億港元，分別同比增長50%及5.5%。其中銷售額貢獻度高達43%的包裝食用油業務出現2200萬港元的虧損，導致淨利潤增速遠低於銷售額增速。由於包裝食用油產品提價速度大幅落後於豆油等原料的上漲速度，因此，我們預期08年公司的包裝食用油業務將繼續錄得虧損，侵蝕公司整體盈利。
- **酒業的內部資源整合初見成效，但仍需努力：**07年，公司的酒類業務銷售額同比增長19%至21.4億港元，銷售額占比為22%。葡萄酒銷售額占酒類業務銷售額的98.5%以上，公司於07年共銷售9.4萬噸的葡萄酒，同比上升9.2%。酒類業務的毛利率同比上升4.4個百分點至52.5%，相比最大競爭對手張裕超過65%的高毛利率，公司的酒類業務毛利率還存在很大的提升空間。
- **建“君頂酒莊”提升“長城”品牌形象，助產品向高端發展：**據安永會計師事務所的報告預測，到2010年，中國葡萄酒市場的高端酒將占到50%，中端酒占40%。國內葡萄酒消費結構將完成從正金字塔結構向倒金字塔結構的重大轉型。中糧參股建立“君頂”高級葡萄酒莊，助其打造“長城”葡萄酒行家形象，再以大眾行銷策略銷售長城莊園葡萄酒，搶佔高端產品的市場份額，提升葡萄酒業務的整體毛利率。
- **飲料業務可望受惠於即飲茶和果汁行業的快速增長：**07年，公司的飲料業務銷售額同比快速增長24%至30億港元，銷售額占比為31%。經營利潤達1.47億港元，同比下降8%。經營利潤同比出現明顯下降主要是由於置換一間可口可樂瓶裝廠所導致。其他運營的可樂瓶裝廠的經營利潤都錄得顯著的增長，包括於07年10月開始控股的山東廠。在產品類別上，碳酸飲料仍然是飲料業務銷售額的最大貢獻者，比例高達82%，但是非碳酸飲料業務銷售額快速增長，占比提升4個百分點至18%。
- **未來三年，中可的產能將大幅提升：**中可覆蓋的銷售區域更趨集中於華北及西北。由此覆蓋地區的人口比例和GDP比重分別從06年的28%及21%提升至09年的34%及32%。至2009年，中可的控股工廠將增加至10家。中可現有產能約為2.6億標準箱，未來3~5年將擴張到6.2億箱。
- **食用油業務受成本上漲影響出現虧損：**07年，公司的小包裝食用油業務銷售額同比增長124%至41.58億港元，銷售額占比提升14個百分點至43%。高漲的成本導致低端產品的毛利率進一步下降，公司於07年大幅降低中低端產品的銷售，令總體銷售量增長2%。公司重點發展高端產品線，“福臨門”品牌的銷售量大幅增長19%。07年，公司一線產品的銷售額占比已達到30%，二線產品的比例為60%。公司管理層預計08年下半年可獲批調升產品價格，隨著國家價格管制的鬆綁以及產品組合的改善，我們預期食用油業務可望於08年下半年走出穀底。
- **預測08年的糖果業務仍難扭虧：**07年，公司的糖果業務銷售額同比增長4%至4.37億港元，銷售額占比下降至4%。經營利潤的虧損繼續擴大，達3000萬港元，主要是由於市場競爭激烈，費用開支過大造成的。公司未來計畫對「金帝」品牌進行重新定位，但預測08年仍將難扭虧。
- **受益08年北京奧運的品牌食品企業：**長城葡萄酒及可口可樂均為08年北京奧運的合作夥伴，兩大業務可望受奧運消費拉動銷售額快速增長，另一方面亦有望借助奧運打造國際知名的葡萄酒品牌，快速提高“長城”的品牌知名度。公司的酒類業務發展持續向好，飲料業務平穩快速增長，我們對公司前景看法正面。

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。