

—我們眼中的全球消費品 (1)

2007年09月02日

全球最大的運動產品運營商

- **全球最大的運動產品運營商**：耐克 1968 年誕生於美國，並在過去 40 年中獲得了高速增長，按照銷售額計算，耐克目前是全球最大的運動產品運營商。截止至 2008 年 3 月底，耐克在全球 180 多個國家通過分銷商經營管理 52000 多間零售門店。公司於 08 財年（截止至 3 月 31 日）共實現 186 億美元的銷售收入。
- **運動行業輕資產商業模式的開創者**：耐克將所有的生產全部外包，外包的物件為發展中國家的一些工廠，零售環節也基本全部外包，只有 1% 的門店為自營。耐克只集中精力做好品牌推廣和設計，這就是後來被許多運動品牌模仿的“耐克”模式。
- **對體育資源的壟斷是其最大優勢**：我們認為耐克最大的優勢在於其對體育資源的壟斷，最好的球員和球隊以及賽事均被其及阿迪達斯壟斷，當然這種壟斷格局也是經過多年積累起來的。另外，精確的定位、龐大的銷售網路以及超強的研發及對代言人的淨准選擇均促成了其成功。
- **1979-2008 年公司收入及淨利潤複合年均增長率分別為 18.1% 及 19.9%**：公司在過去 20 年中錄得了數十倍的增長，其中收入和淨利潤的年均複合率達到 18.1% 及 19.9%。
- **歷史上估值基本位於預測市盈率 10-25 倍區間**：耐克在過去 20 年基本都處於預測市盈率 10-25 倍的區間，只有極少數時間超過了 25 倍或者低於 10 倍。

★1 美元=6.8 元人民幣

李嶽

86755-33367200

David.li@firstshanghai.com.hk

王柏俊, Patrick

86755-33367200

patrickwong @firstshanghai.com.hk

主要資料

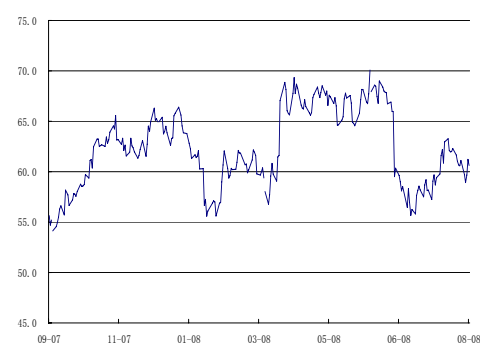
行業	服裝零售
股價	60.6 美元
股票代碼	NKE
已發行股本	4.9 億股
市值	296.9 億美元
52 周高/低	51.5—70.6 港元
07 年每股淨現值	0.19 美元
主要股東	Cardinal fund (6.5%) Fidelity management (5.7%)

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 (亿美元)	150	163	186	203	220
变动 (%)	9	9	14	9	8
净利润 (亿美元)	14	15	18	19	22
基本每股收益 (美元)	2.64	2.93	3.74	3.93	4.45
变动 (%)	110	11	28	5	13
基于60.6美元的市盈率 (倍)	23.0	20.7	16.2	15.4	13.6
每股派息 (美元)	0.59	0.71	0.88	0.98	1.11
息率 (%)	0.97	1.17	1.44	1.62	1.84

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

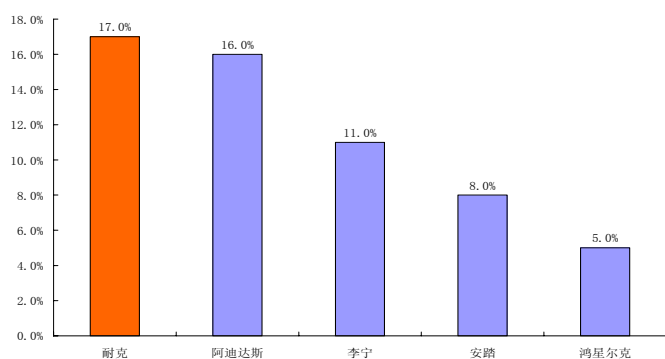
全球最大的運動產品生產商

全球最大的運動產品生產商

耐克 1968 年誕生於美國，並在過去 40 年中獲得了高速增長，按照銷售額計算，耐克目前是全球最大的運動產品運營商。截止至 2008 年 3 月底，耐克在全球 180 多個國家通過分銷商經營管理 52000 多間零售門店。公司於 08 財年（截止至 3 月 31 日）共實現 186 億美元的銷售收入。

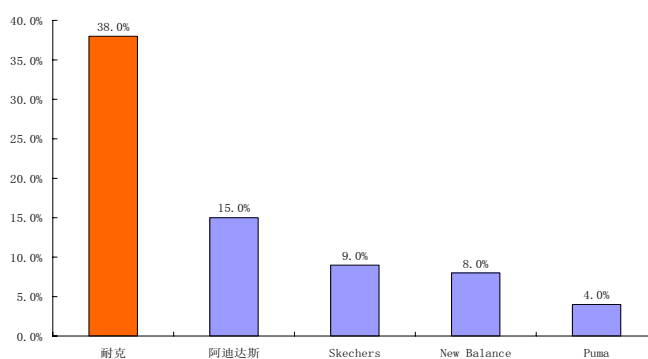
其在多個國家都具有極高的市場份額，例如按照 ZOU Marketing 的統計，其在美國本土的市場份額高達 38%，而在增長最為強勁的中國，也擁有最高的市場份額。另外，如果根據 NPD Group 的統計，2007 年整個耐克集團在美國的市場份額已經高達 41%，並且在過去幾年中持續上升。

圖 1: 中國五大運動品牌



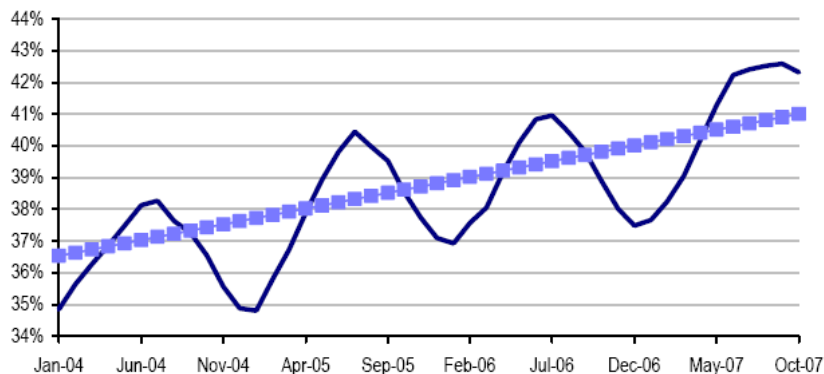
資料來源：Zou Marketing

圖 2: 美國五大運動品牌



資料來源：Zou Marketing

圖 3: 耐克在美國市場份額變動圖



資料來源：NPD Group

美國本土業務和海外業務平分秋色

耐克 1968 年誕生於美國，其目前近半數的業務都在美國。2008 財年耐克在美國共約有 25000 間門店，美國業務銷售占到總銷售額的 43%，相比 07 年的 47% 有所下降。在所有的門店中，耐克自營的門店數量約 296 間，這其中包含了 Converse 等子品牌的門店。

美國以外的業務目前占到了更高的比重，2008 年，耐克在美國以外的門店數量達到 27000，銷售額比重達到 57%。海外門店中，有 260 間為自營門店。

圖 4: 耐克自營門店情況概覽

	2008年	2007年		2008年	2007年
美国市场			美国以外市场		
Nike工厂店	121	102	Nike工厂店	141	126
Nike门店	14	14	Nike门店	46	33
Nike展示店	12	12	Nike展示店	3	3
Nike内部员工店	3	4	Nike内部员工店	12	9
Cole Hann店	102	95	Cole Hann店	57	61
Converse店	35	20	Converse店	1	0
Hurley店	9	7	Hurley店	0	0
自营门店总数	296	254		260	232

資料來源：公司資料

多品牌戰略

耐克品牌在全球的領導地位非常明顯，收購其他成熟品牌以及開發新品牌也成為公司的發展戰略之一。

目前公司旗下的主要品牌包括：Nike、Converse、Hurley 以及 Umbro。

各個品牌的定位均有所不同，例如 Nike 品牌是公司的主打品牌，覆蓋範圍較廣，是比較大眾化的運動品牌；Nike Golf 系列是針對高爾夫運動的專業產品，定位較高；而 Hurley 則是定位為專業的滑雪及其他冰上運動；Converse 以及 Umbro 為最近幾年收購來的品牌，分別定位為運動休閒和專業足球產品。

圖 5: 耐克旗下品牌

品牌	子品牌	产品定位
Nike	Nike kids\R系列	大众化的高端体育用品
Nike Golf		专业的高尔夫产品
Cole Haan\Bragano		休闲服装和鞋
Converse	Converse\All Star\Chuck Taylor等	休闲运动
Hurley		滑雪和滑冰专业体育装备
Umbro		足球，英式风格

資料來源：公司資料

以鞋類產品為主，特別是跑鞋

耐克在全球的銷售額中，鞋類產品占到絕對比重，例如 2008 年，耐克鞋類產品佔據總銷售額的 60%，服裝占 33%，配件佔據 7%。運動鞋的技術壁壘更高，因此

忠誠度也更高，因此在越成熟、越注重忠誠度的國家，運動鞋的比重也會越高。

例如在美國，運動鞋的比重高達 68%，而在亞洲地區，鞋子的比重僅為 52%，這也印證了我們的觀點。

另外，根據 NPD Group 的統計，2007 年耐克所有鞋類中跑鞋的占比最高，達到 44%，其次是籃球鞋，達到 28%，而所有鞋類產品的平均單價為 52.8 美元，其中籃球鞋最高，達到 62.6 美元。

圖 6: 耐克分產品銷售情況概覽

	2008年	2007年	增長率	2006年	增長率
美国地区					
鞋子	4,327	4,067	6.4%	3,832	6.1%
服装	1,745	1,616	8.0%	1,592	1.5%
配件	366	324	13.0%	299	8.4%
总数	6,378	6,107	4.4%	5,723	6.7%
欧洲、中东及非洲					
鞋子	3,113	2,608	19.3%	2,454	6.3%
服装	2,084	1,757	18.6%	1,559	12.7%
配件	424	358	18.5%	313	14.3%
总数	5,620	4,723	19.0%	4,377	7.9%
亚洲					
鞋子	1,500	1,159	29.4%	1,044	11.0%
服装	1,140	909	25.4%	816	11.5%
配件	242	215	12.7%	194	10.7%
总数	2,882	2,283	26.2%	2,054	11.2%
拉丁美洲					
鞋子	793	680	16.6%	635	7.0%
服装	265	194	36.9%	202	-3.9%
配件	96	79	21.5%	68	16.5%
总数	1,154	953	21.2%	905	5.3%
四大区域整体					
鞋子	9,732	8,514	14.3%	7,966	6.9%
服装	5,234	4,477	16.9%	4,168	7.4%
配件	1,129	976	15.6%	874	11.7%
其他	2,593	2,260	14.7%	1,947	16.0%
总销售	18,627	16,326	14.1%	14,954	9.2%

資料來源：公司資料

圖 7: 耐克旗下品牌

产品类别	2007年增长 VS 2006	比重	平均单价 美元
跑鞋	10.0%	44.0%	59.64
籃球鞋	-1.0%	28.0%	62.56
综合训练	-11.0%	8.0%	49.28
低强度	75.0%	6.0%	48.6
棒球	-5.0%	3.0%	37.85
嬰兒系列	0.0%	3.0%	27.62
网球	44.0%	1.0%	44.77
足球	-1.0%	1.0%	31.13
总体	6.0%	100.0%	52.77

資料來源：公司資料

商業模式：專注品牌環節

耐克創造了一種奇特的商業模式，那就是：沒有一間工廠，也幾乎沒有一間門店，但是可以創造高達 180 億美元的銷售額，這就是所謂的耐克模式。

生產：全部外包

耐克所有的產品生產全部外包，生產商主要集中在中國、越南、馬來西亞以及泰國，此四個國家分別生產耐克鞋類產品的 36%、33%、21%以及 9%，其中最大的一家佔據耐克鞋類產品的 6%。服裝的生產商共有 34 間，主要也是一些發展中國家，其中最大的一家佔據耐克服裝產品的 8%。耐克工廠的選取一方面考慮當地的經濟，希望將成本降低，另外也要考慮周邊配套，以保證其貨物的供應。

銷售：基本全部外包

作為全球最大的運動產品生產商，龐大的銷售網路不可或缺，耐克採用的模式是將分銷也外包，只留下個別門店自己經營，如圖表 4 所示，耐克基本上只有 1%的門店是自營的，而且這些門店一般都是折扣店和展示店。

在美國本土，耐克的分銷商數目約為 40 個，前三大分銷商佔據耐克集團銷售的 24%，佔據耐克品牌的 29%，而在海外市場，前三大佔據耐克集團的 9%，耐克品牌的 9%。

以全球角度看，耐克最大的分銷商為 Footlocker，08 年佔據耐克銷售額的 10%。

預訂單制

由於所有的生產和銷售都進行了外包，因此所有的貨物都要提前組織生產，這就是預訂單制度。

耐克一般都是提前 5-6 月開始收集訂單資訊，然後將訂單資訊傳送給生產商，但是為了避免全部預定可能導致的訂貨錯誤，其一般都採用約 90%的訂貨制。例如耐克品牌鞋子在美國的預訂單約為 86%，補貨 14%，而服裝為 62%。其實這個資料也反映出運動鞋的忠誠度更高，因此可以加大預定單的比重，而服裝的變化實在太快，因此只能通過後期補貨來保證產品隨時符合市場需求，而事實也證明，全球五大運動品牌的鞋子約占到市場份額的 60%，而服裝則遠低。

物流配送

以美國以外市場來看，其共經營 11 個物流中心，並負責向全球分銷商供貨。

圖 8: 耐克商業模式概覽

	耐克	安踏	鸿星尔克	李宁	中国动向
生产	外包	服装外包、鞋子自产	基本自产	外包	外包
设计	自己设计及外包	自己设计	自己设计	自己设计及外包	自己设计
推广	自己	自己	自己	自己	自己
分销	批发	批发	批发	批发	批发

資料來源：公司資料

對體育資源的壟斷使其長期稱霸

在我們看來，體育品牌的成功需要多方面的努力，但是歸納起來則是四項指標：精確的品牌定位、對體育資源的壟斷、對管道資源的壟斷以及優秀的管理團隊。毋庸置疑，耐克在這四個方面都是全世界作的最好的公司。

品牌定位：精確的消費者期望管理

我們認為精確的消費者期望管理至關重要，一方面是產品的定位要十分清晰，另一方面是要有足夠的行業空間。

耐克的定位為大眾化的專業體育用品，這和那些小眾的專業登山、專業滑雪、專業高爾夫產品有所不同，在這個範圍內有最大的市場空間，

另外，與最大的競爭對手阿迪達斯不同，耐克的定位更加時尚和叛逆，其廣告詞中的 **Just do it** 就是一個例證，阿迪達斯的定位更加成熟，比較適合 30 歲以上人群。

回顧耐克的歷史，發現其在 1983 年出現了一定的危機，當時其也試圖進入時尚服裝領域，但是模糊的定位使其受到最大競爭對手銳步的挑戰，並一度被銳步所超越，不過其很快就意識到問題的嚴重性，並且重回大眾化專業體育的軌道。其著名的廣告詞 **Just do it** 也是從 1988 年就開始使用，並且堅持使用，當 1997 年換成 **I Can** 之後，銷售情況便出現了下滑，並在第二年就出現了業績倒退，好在其也是及時意識到問題的所在，並及時糾正，才沒有影響到其正常的發展。

體育資源：兩大寡頭近乎壟斷

在我們看來，對體育資源進行壟斷是一個運動裝備行業的極高壁壘，畢竟體育賽事和體育明星的廣告作用非常明顯，而且是非常稀缺的。

耐克 08 年投入銷售額的約 12%（約 20 億美元）用於對這些體育資源進行壟斷，全世界最著名的球隊和球員幾乎都被其與阿迪達斯所簽約，例如足球賽事中的曼聯、巴塞隆納等大牌俱樂部，巴西、葡萄牙國家隊，這些球隊的知名度很高，球迷很多，因此從直接的效用角度看可以出售球衣賺錢，但是間接效用更加明顯，那就是提升了品牌的知名度。

然而這些球隊和球員的身價不菲，簽約金往往高達數千萬歐元，這決不是一般公司能夠贊助起的，擁有這些球隊和球員，必然使其忠誠度進一步加深，反過來促進了其銷售的增長，這將是一個良性的迴圈。

因此我們認為如果耐克和阿迪達斯不犯錯誤，很難有第三個運動品牌能夠超過他們，這背後的原因就是對體育資源的壟斷。

圖 9: 耐克以及阿迪達斯簽約球隊及球員概覽（足球版）

贊助的足球球隊	
耐克	曼联、阿森纳、巴塞罗那、尤文图斯；巴西、荷兰、葡萄牙
阿迪达斯	皇马、AC米兰、阿贾克斯、切尔西；法国、德国、西班牙、阿根廷
贊助的足球球員	
耐克	亨利、罗纳尔多、罗纳尔迪尼奥、C罗、伊布、费戈、范尼、卡洛斯等
阿迪达斯	卡卡、梅西、贝克汉姆、齐达内、巴拉克等

資料來源：公司資料

出眾的眼光使其實現超越

眾所周知，耐克的成就不開喬丹和伍茲（世界歷史上最偉大的籃球運動員和高爾夫運動員），正是因為其成功的選擇了這兩個人，才使其實現了兩次超越。

例如耐克 1984 年簽約後喬丹後，其銷售金額就進入第二輪高速增長期（如圖表 11 所示）：喬丹 1987 年成為得分王及常規賽 MVP 之後，耐克的銷售金額增長率就從下降開始回升，並在 91 年以前都保持 30% 以上的增速。

對技術的不斷創新是核心因素

正如我們之前所述，體育用品行業的技術壁壘比較的高，特別是運動鞋技術，每項技術都可能是競爭的核心因素。例如耐克在 1987 年推出了可視性氣囊技術，再配合喬丹行銷策略，導致其銷售進入新一輪高速增長期（圖表 11）。

對管道資源的壟斷

服裝類產品的隨機購買性非常的強，因此需要將門店開設到幾乎所有的地區，這樣才能夠保證消費者能夠購買到商品。

而耐克在全球擁有 52000 多間門店，在美國就有 25000 多個，幾乎遍佈了美國所有的地區，而在中國，截止至 08 年 2 月底，耐克品牌也擁有 3177 間門店，覆蓋了大多數的省市地區，可以說中國中高端服裝的消費基本都集中在百貨商場和購物中心裏，而幾乎每一家百貨商場都必須有耐克的門店，這就是其對管道資源的壟斷。

圖 10: 耐克位於中國門店概覽（2008 年 2 月底）

上海	北京	广东	新疆	江苏	青海	陕西	内蒙古	甘肃	山西	浙江
252	222	335	16	221	1	55	14	6	31	335
四川	湖北	湖南	广西	安徽	福建	辽宁	云南	西藏	吉林	
196	135	72	45	63	124	217	67	2	90	
宁夏	山东	海南	河南	天津	重庆	河北	江西	贵州	黑龙江	
7	160	21	74	91	67	94	43	37	84	

資料來源：公司網站

財務分析

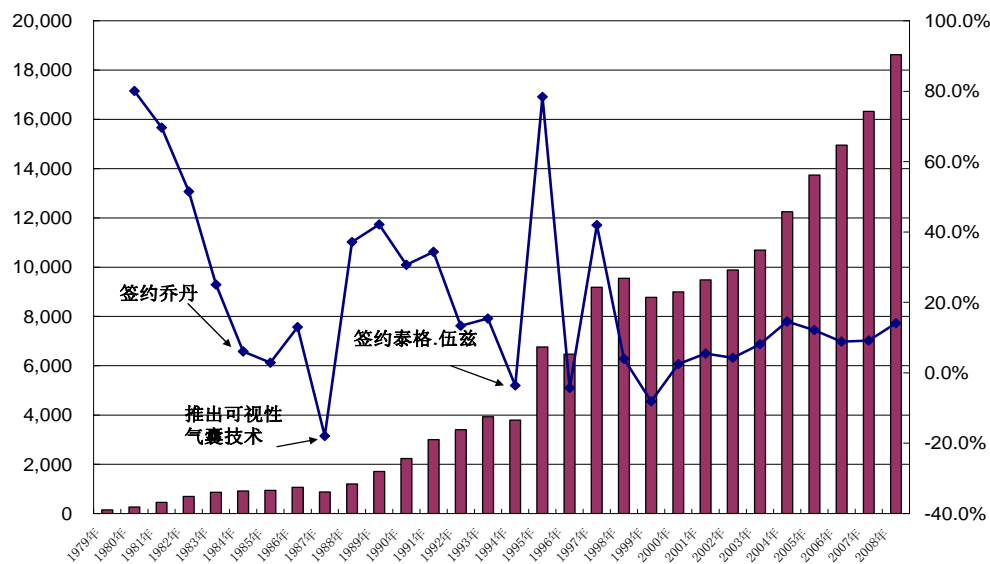
銷售收入：年均複合增長率 18.1%

耐克銷售收入從1979年的1.5億美元增長至2008年的186.3億美元，年均複合增長率高達18.1%，堪稱偉大。

耐克在過去20年中也經歷了不小的增長波動，並非一帆風順，也曾經出現過4次的收入倒退，不過基本都是出現後的第二年就迅速調整，並出現大幅增長。

推出輕質跑鞋使得耐克的從79-83年錄得55.1%的年均複合增長率，而推出可視氣墊技術以及簽約喬丹使得其87-91年錄得36.0%的年均複合增長率。

圖 11: 1979-2008 年耐克銷售金額增長率概覽



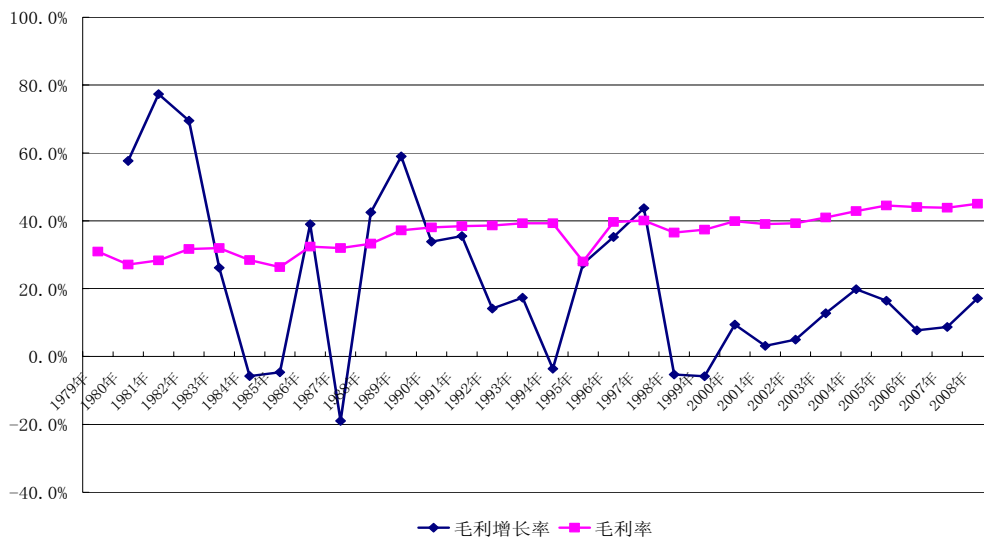
資料來源：公司資料

毛利率：穩步抬升

伴隨著品牌推廣的不斷進行，銷售單價不斷提升，公司的綜合毛利率從1979年的30.9%提升到2008年的45.0%。

但是我們也發現公司為了配合銷售也會採用較大的折扣策略，例如1995年其毛利率僅為28.0%，較1994年大幅下降10個百分點，但是銷售金額卻大增78.4%，爭取到了更多的市場份額。

圖 12: 1979-2008 年耐克毛利增長率以及毛利率概覽



資料來源：公司資料

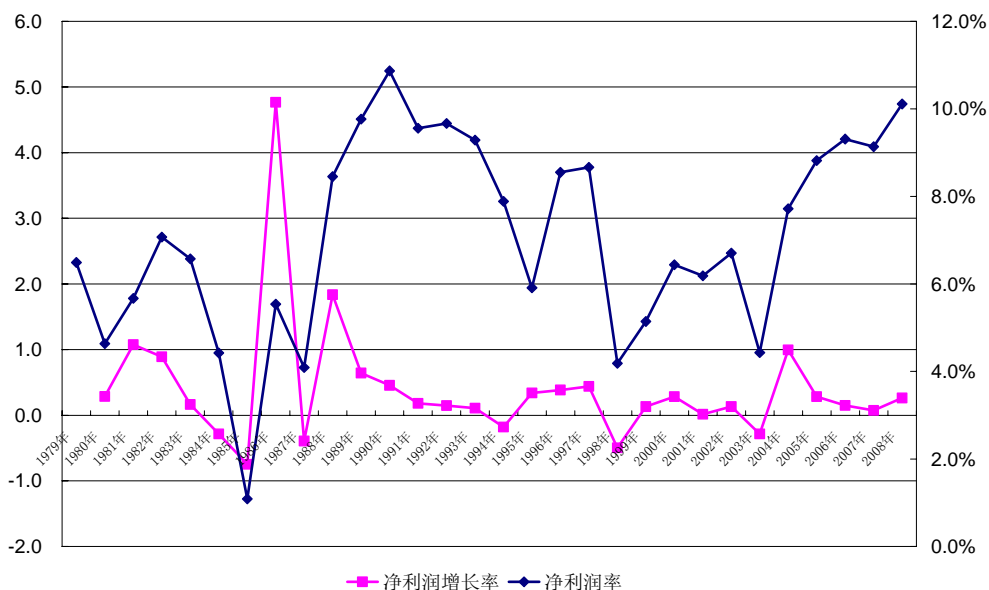
淨利潤率：維持在 8%-9%左右

公司的淨利潤在08年達到18.8億美元，利潤率達到10.1%。

公司的淨利潤在過去20年中波動極大，有6次出現了利潤倒退，但是整體來說利潤率情況比較穩定，基本都維持在8%-9%之間。

利潤率水準很難超過10%的主要原因是因為費用率較高，特別是廣告費用率較高所致。

圖 13: 1979-2008 年耐克淨利增長率以及淨利率概覽



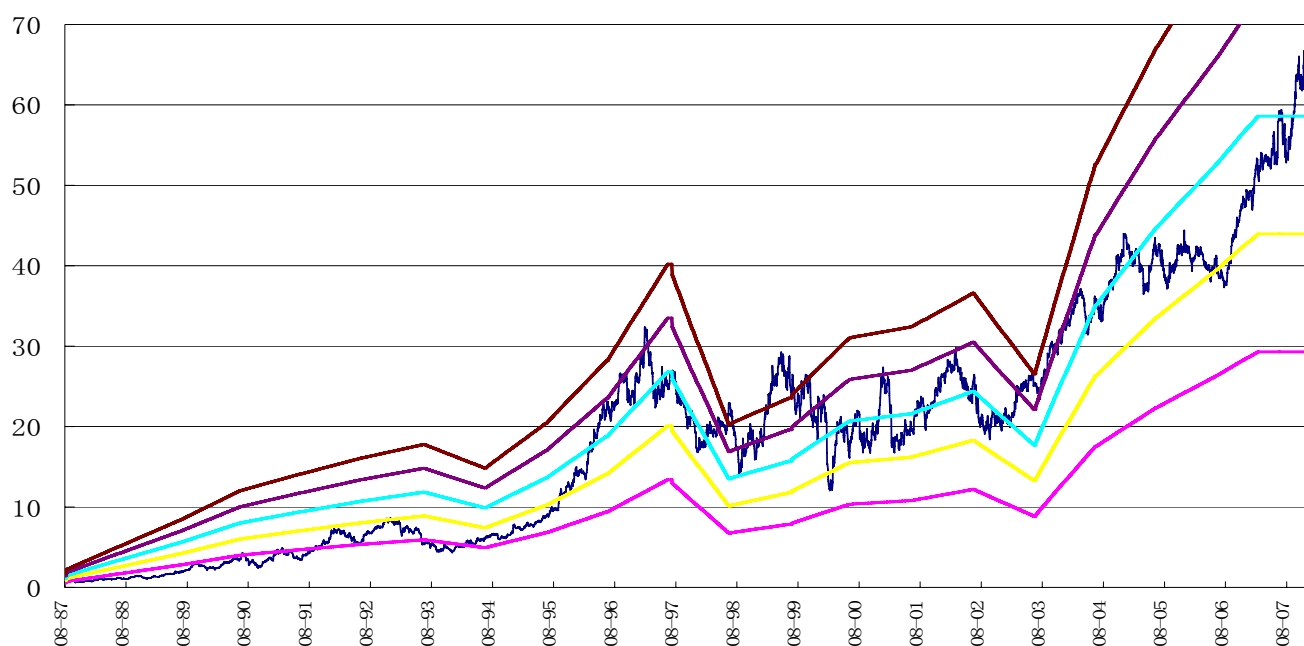
資料來源：公司資料

估值分析

歷史估值研究

- 1、高速增長之後，如果對前景依然樂觀，那麼估值水準會有所抬升，例如 NKE94、95 年兩年高增長後，95 年下半年 PE 突破 15 倍，06 年 20 倍，07 年初 25 倍。
- 2、如果未來兩年內增長率沒有明顯下降，PE 仍會維持在高位。
- 3、股價及市盈率下降基本是在實際盈利增長率下降的頭一年開始，這意味著，我們的關鍵是要做好未來兩年的盈利預測，如果能確認其高增長，市盈率一般風險不太大。
- 4、大多數時間來看，15 倍左右的估值水準是比較安全的。

圖表 14：Nike 歷史估值帶



資料來源：公司資料

耐克成功的一些啓示

以下結論都是基於對耐克的研究得出的，不排除在研究了阿迪達斯、銳步之後有改變的可能性。

銷售能力很重要，即便偶爾損失一些毛利也是必要的

耐克也會採用降價的方式來保持銷售增長，因為銷售是所有的根源，沒有好的銷售，必然會影響行銷費用以及現金周轉，銳步被耐克超越的一個重要原因是銷售沒有跟上，最終導致步步皆輸（銳步的報告會晚一些發出）。

對體育資源的壟斷使其很難被打敗

不同於時尚服裝行業，體育用品行業的專業性更強，對於體育資源的壟斷使得耐克很難被對手所打敗，那麼不僅僅要有較高的行銷費用比例，更要有好的銷售。

好的代言人將會讓企業實現超越

喬丹和伍茲是耐克成功的重要催化劑，好的代言人將會使企業實現超越，但是想要找到一個與企業文化相同的代言人非常困難，更何況其要非常成功。

做品牌並不等於打廣告

耐克在行銷的過程中，一方面是打出許多平面或者媒體廣告，另一方面也做一些隱性行銷，比如口號、贊助球員球隊或者其他參與性活動。總之，行銷並不是簡單的打廣告，而是一個細節的功夫。

研發和產品是根本，但是品牌更加至上

耐克所擁有的專利技術多達數百，這些創新的技術是推動公司產品銷售增長的重要因素，例如可視氣囊技術。但是相比之下，品牌本身更加重要，因為這才是忠誠度和加價倍數的來源。

精確的定位和專注十分重要，耐克也不例外

耐克曾經也曾試圖進入時尚領域，但是最終也是失敗的，重新定位和專注才讓其能夠壯大為世界級的公司，因此我們認為精確的定位十分重要，即便耐克也不例外。

運動鞋的技術壁壘更高，因此應更加重視

正如我們之前所述，運動鞋的技術壁壘更高，忠誠度也更高，因此對於一個專業運

動品牌來說，能否賣出更多的運動鞋將從側面反映出此品牌的影響力和技術能力。

中國運動品市場還很大

美國 2 億人口，耐克都可以實現 80 億美元的銷售，而在中國，6 億的城鎮居民，耐克也只實現了約 50 億人民幣的銷售金額，因此單個公司的發展空間還很大。

運動品牌的利潤率水準在 10%左右

考察耐克過去 20 年的利潤率水準，發現基本都位於 10%以下，我們認為這是因為運動品牌要投入大量資金去行銷和研發，因此這個行業註定不會有較高的利潤率。

附錄 1：主要財務報表

损益表					
<USD> <百万>, 财务年度截至<5月30日>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测
收入	14,954.9	16,325.9	18,627.0	20,324.3	22,006.7
毛利	6,587.0	7,160.5	8,387.4	NA	NA
其他业务收入					
销售及管理费用	4,477.8	5,028.7	5,953.7	NA	NA
其他收入					
营运收入	2,109.2	2,131.8	2,433.7	2,697.6	3,004.8
净财务收入 (开支)	(50.5)	(49.7)	(40.7)	NA	NA
联营公司					
税前盈利	2,141.6	2,199.9	2,502.9	2,734.6	3,102.0
所得税	749.6	708.4	619.5	793.0	899.0
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	NA	NA
净利润	1,392.0	1,491.5	1,833.4	1,941.7	2,203.0
折旧及摊销	282.0	269.7	303.6	300.7	336.5
EBITDA	2,391.2	2,401.5	2,737.3	2,998.3	3,341.2
增长					
总收入 (%)	47.3%	9.2%	14.1%	9.1%	8.3%
EBITDA (%)	66.1%	0.4%	14.0%	9.5%	11.4%
净利润 (%)	137.7%	7.1%	22.9%	5.9%	13.5%

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 实际	2009年 预测	2010年 预测
现金	954.2	1,856.7	2,133.9	NA	NA
应收账款	2,395.9	2,494.7	2,795.3	NA	NA
存货	2,076.7	2,121.9	2,438.4	NA	NA
其他流动资产	1,932.2	1,603.2	1,471.7	NA	NA
总流动资产	7,359.0	8,076.5	8,839.3	NA	NA
固定资产	1,657.7	1,678.3	1,891.1	NA	NA
无形资产	536.3	540.7	1,191.9	NA	NA
其他	316.6	392.8	520.4	NA	NA
总资产	9,869.6	10,688.3	12,442.7	NA	NA
应付股息及所得税	85.5	109.0	88.0	NA	NA
应付帐款、应付票据	952.2	1,040.3	1,287.6	NA	NA
短期银行贷款	255.3	30.5	6.3	NA	NA
其他应付帐款	1,330.3	1,404.2	1,939.6	NA	NA
总短期负债	2,623.3	2,584.0	3,321.5	NA	NA
长期银行贷款	410.7	409.9	441.1	NA	NA
递延税项负债	550.1	668.7	854.5	NA	NA
总负债	3,584.1	3,662.6	4,617.1	NA	NA
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	NA	NA
股东权益	6,285.5	7,025.7	7,825.6	NA	NA
账面值(分)	15.9	17.8	19.9	NA	NA
营运资金	4,735.7	5,492.5	5,517.8	NA	NA

資料來源：公司資料

财务分析					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	44.0%	43.9%	45.0%	NA	NA
EBITDA 利率 (%)	16.0%	14.7%	14.7%	14.8%	15.2%
净利率 (%)	9.3%	9.1%	9.8%	9.6%	10.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	29.9%	30.8%	32.0%	NA	NA
实际税率 (%)	35.0%	32.2%	24.8%	29.0%	29.0%
股息支付率 (%)	22.3%	24.0%	23.4%	25.0%	25.0%
库存周转	84.8	83.6	81.5	NA	NA
应付账款天数	38.0	39.5	40.4	NA	NA
应收账款天数	56.8	54.7	52.0	NA	NA
财务状况					
净负债/股本	0.36	0.34	0.37	NA	NA
收入/总资产	1.52	1.53	1.50	NA	NA
总资产/股本	1.57	1.52	1.59	NA	NA
盈利对利息倍数	41.77	42.89	59.80	NA	NA

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 实际	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	2,391.2	2,401.5	2,737.3	2,998.3	3,341.2
融资成本					
营运资金变化	(43.2)	(64.8)	(48.4)	NA	NA
所得税及其他	(680.1)	(458.0)	(752.6)	NA	NA
营运现金流	1,667.9	1,878.7	1,936.3	NA	NA
资本开支	(333.7)	(313.5)	(449.2)	NA	NA
其他投资活动	(942.9)	406.4	35.4	NA	NA
投资活动现金流	(1,276.6)	92.9	(413.8)	NA	NA
负债变化	(24.2)	(203.1)	28.5	NA	NA
股本变化	(535.8)	(606.5)	(841.7)	NA	NA
股息	(290.9)	(343.7)	(412.9)	NA	NA
其他融资活动	0.0	41.8	0.0	NA	NA
融资活动现金流	(850.9)	(1,111.5)	(1,226.1)	NA	NA
现金变化	(433.9)	902.5	277.2	NA	NA
期初持有现金	1,388.1	954.2	1,856.7	NA	NA
期末持有现金	954.2	1,856.7	2,133.9	NA	NA

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。