

买入

2009 年 8 月 17 日

全球味精和黄原胶行业龙头，成本优势明显，高增长高派息

- **全球味精、黄原胶行业龙头：**公司是全球第一大味精（谷氨酸）和黄原胶生产商。产品广泛应用于饮食、保健、农业、制药以及石油勘探等，销往全国 20 多个省市和地区以及全球近 40 个国家。公司过去 5 年收入的年均复合增长率高达 54.7%。
- **成本优势明显，毛利率显著高于同行 10%-15%：**公司将生产基地由山东扩充至陕西，后来又在内蒙古建立了 1.2 平方公里的生产基地，充分利用当地资源的成本优势，结合自身的规模效益和优良工艺，使得公司的综合毛利率显著高于竞争对手 10%-15%，成本优势非常明显；未来打算利用成本优势进一步扩大其市场份额。
- **产能提升、品种增加推动收入稳步增长：**公司今年将完成内蒙古 1.2 万吨的黄原胶扩建、内蒙古 15 万吨味精扩建、内蒙 5 千吨苏氨酸新建、山东 1 千吨支链氨基酸新建等项目，产能扩张将推动业绩后续稳步增长。
- **预计今年主要原材料玉米的价格将保持平稳：**国家粮油信息中心预计今年全国玉米产量会调升 2% 至创纪录的 1.665 亿吨。需求方面，国储玉米（总量 4000 万吨）拍卖情况不理想；经国务院日前批准，国家将对吉林、辽宁、黑龙江、内蒙三省一区内的规模在 10 万吨以上的玉米深加工企业进行每吨 150 元的补贴。上述补贴将由 8 月开始，持续至今年 11 月。供需两方面的因素都有利于稳定今年玉米的价格。
- **预计 09 年盈利同比增长有望达到 142%：**我们预计公司随着产能的逐步提升，收入稳步增长，毛利率将保持在 25%-30% 的水平。预计未来三年公司收入的复合年均增长率是 24%，摊薄每股收益的复合年均增长率是 55%。
- **首次评级为买入，目标价 5.60 港元：**根据 PE 估值法，我们给予公司 5.60 港元目标价；此目标价相当于 09 年 12 倍 P/E，较现价有 74.5% 的上升空间，首次投资评级为**买入**。

第一上海研究部

86755-33367877

8610-65102590

主要数据

行业	生物化工
股价	3.21 港元
目标价	5.60 港元 (+74.5%)
股票代码	546
已发行股本	16.6 亿股
市值	53.3 亿港元
52 周高/低	3.30/0.21 港元
每股净现值	1.19 港元
主要股东	李学纯 (47.35%) Ever Soar (12.39%)

★ 1 港元=0.88 元人民币

盈利摘要

截止12月31日财政年度	07年历史	08年历史	09年预测	10年预测	11年预测
总营收 (百万人民币)	2,446	3,585	4,135	5,734	6,838
变动	36.8%	46.6%	15.3%	38.7%	19.3%
净利润 (百万人民币)	45	295	685	919	1,074
每股盈利 (人民币)	0.03	0.18	0.41	0.57	0.67
变动	-88.8%	533.9%	132.4%	38.6%	16.4%
基于3.21港元的市盈率 (倍)	100.9	15.9	6.8	4.9	4.2
每股派息 (人民币)	0.01	0.09	0.12	0.17	0.20
股息现价比率 (%)	0.29%	3.12%	4.38%	6.07%	7.07%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

目 录

目 录.....	2
投资要点	3
全球味精、黄原胶行业龙头.....	4
全球第一大味精（谷氨酸）、黄原胶生产商.....	4
公司十年发展历程.....	5
味精、黄原胶行业分析.....	6
谷氨酸、味精行业分析.....	6
谷氨酸企业目前状况	7
味精企业目前状况	7
黄原胶行业分析.....	7
黄原胶企业目前状况	7
成本优势是公司的核心竞争力	9
清晰的战略布局.....	9
抓住时机，领导行业重组	9
加大研发投入，通过技术革新降低成本.....	9
新产品推动业务增长	10
重视环保，做到可持续发展.....	10
盈利预测与估值.....	11
公司产能预测	11
成本及费用预测.....	11
盈利预测	12
现金流分析.....	12
目标价：5.60 港元	13
风险因素	13
附录：主要财务报表.....	14

投资要点

看好的方面：

1. 毛利率超同行 10 - 15 个百分点，成本优势明显。

公司的成本优势主要来自于：地理优势、规模经济、工艺水平和管理效率；以煤炭为例，内蒙古煤价只是山东的三分之一。

2. 管理层具备长远的战略眼光、执行力强，善于扑捉行业变迁中的发展机遇。

从山东到陕西，再转战内蒙，两次扩张使公司的成本大幅下降，在行业低潮期，果断发动价格战，用盈利换取市场，一举建立龙头地位，市场占有率快速提升。

3. 公司优秀的基本面（高成长、高分红、行业龙头地位）应该享有更高估值水平

我们预计公司 09 年每股收益为 0.41 元人民币，目前股价仅仅相当于预计 09 年每股盈利的 7 倍，股价明显低估。

不看好的方面：

1. 品牌认知度不高

公司从事的味精、黄原胶行业属于玉米深加工行业的细分子行业，投资者普遍对该行业比较陌生，尽管是行业龙头，但公司产品超过 80% 卖给其他厂家，超市、商场中直接销售的公司自有品牌产品不到 15%。

2. 近期股价上升幅度已很大；考虑到派息 0.10 港元的因素，目前股价较最低价已上升接近 30 倍。

后续跟踪要点：

毛利率是后续关注的重点，影响毛利率的几个主要因素是：

1. 谷氨酸、味精、黄原胶的市场价格变化
2. 玉米价格变动情况
3. 煤炭价格变动情况

全球味精、黄原胶行业龙头

全球第一大味精（谷氨酸）、黄原胶生产商

全球第一

阜丰集团在 1999 年创立，是一家致力于生物发酵产品的研发、生产和销售的企业。公司是全球第一大味精和谷氨酸生产商、黄原胶生产商。主要产品包括：谷氨酸、味精、黄原胶、肥料及淀粉糖等，产品广泛应用于不同行业，当中包括饮食、保健、农业、制药以及石油勘探等。

图表 1：公司厂区



资料来源：公司资料，第一上海

三个生产基地

集团下辖山东阜丰发酵有限公司、宝鸡阜丰生物科技有限公司、蒙古阜丰生物科技有限公司及集团研发中心，分别处于中国的山东莒南、陕西宝鸡、内蒙古呼和浩特市三个地区。企业先后通过 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、OHSAS18001 职业健康安全管理体系认证以及美国 Kosher 和 Halal 认证。主导产品谷氨酸销往全国三十多个主要味精生产厂家；福瑞味精荣获“山东名牌”和“中国知名调味品信誉品牌”称号销往全国二十多个省市和地区；黄原胶已销往世界近四十个国家。

公司产能情况

年生产能力(于 2008 年底)为：味精 280,000 吨，谷氨酸 350,000 吨，黄原胶 32,000 吨，淀粉糖 100,000 吨，生物发酵肥 460,000 吨以及 50 多种生物保健品系列品种。

图表 2：公司主要产品



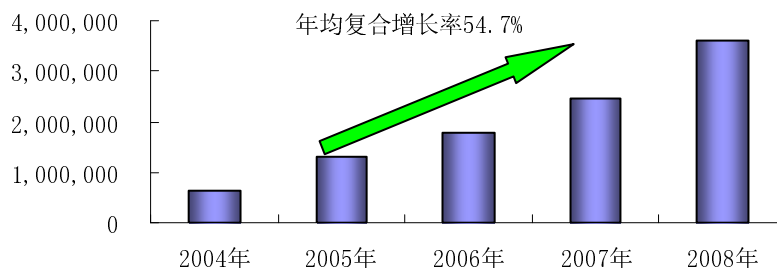
资料来源：公司资料，第一上海

公司十年发展历程

里程碑

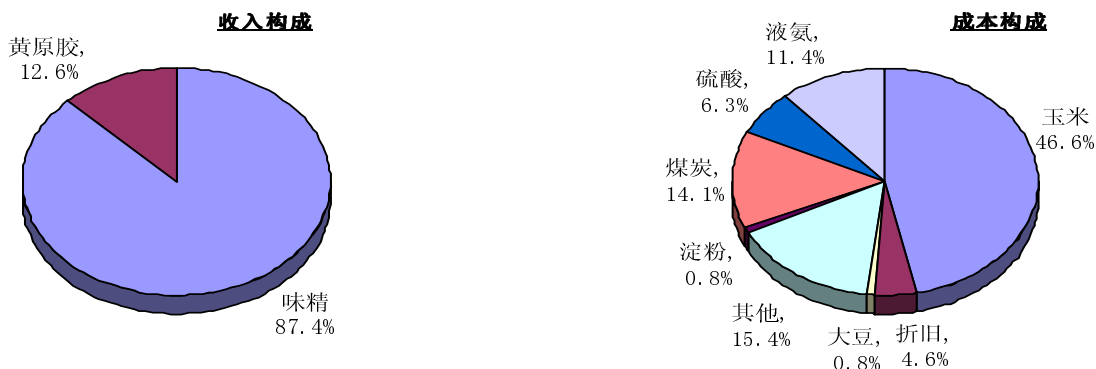
- ✚ **1999** 年，以集团董事长李学纯为首的四十多名股东集资 195 万元人民币，收购了一家濒临破产的味精企业，正式加入味精生产行业。
- ✚ **2002** 年，阜丰集团投资建立了以生产黄原胶等高科技生物发酵制品为主的阜丰生物工业园。
- ✚ **2003** 年，园内的第一个高新技术项目黄原胶竣工投产。同时，集团还上马治污再提高工程，形成 6 万吨复混肥生产能力；进行 1.5 万吨麸酸扩建和热电三期扩建
- ✚ **2004** 年，二十五万吨玉米深加工项目开始在陕西省宝鸡市高新区实施,实现了当年建设，当年投产，当年见效，创造了宝鸡当地经济发展的奇迹。
- ✚ **2005** 年在仅用不到 100 天的时间迅速进行二期扩建后，宝鸡公司的发展势头更加强劲，经济效益已大大超过了山东本部。
- ✚ **2006** 年 3 月，首批员工进驻位于呼和浩特高新区的内蒙阜丰工业园区，12 月，内蒙公司一期工程顺利投产运行。
- ✚ **2007** 年 2 月 8 日在香港联交所主板成功挂牌上市。超额认购达 630 多倍，募集资金达 10 亿元港币。
- ✚ **2009** 年，在全球遭遇金融危机的情况下，公司上半年的利润已超过 08 年全年的利润。

图表 3：公司过去五年收入增长



资料来源：公司资料，第一上海

图表 4：2008 年收入及成本结构



资料来源：电子工程世界，第一上海

味精、黄原胶行业分析

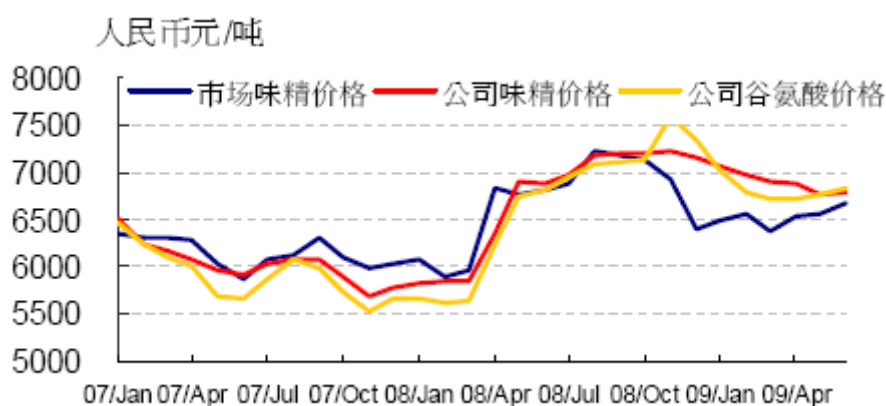
谷氨酸、味精行业分析

全球每年 200 万吨的需求 味精是一个传统行业，全国每年消费 160 万~180 万吨的味精，国外每年消费约 20 万吨。每年味精的消费还在以 5% 左右的速度增长。

味精（谷氨酸）行业

- ✚ 谷氨酸产业布局基本形成，主要生产商集中于华北及西北地区，源于原材料及能源的成本优势；谷氨酸行业集中度高，前八大企业占据市场份额 80%；
- ✚ 味精产业布局还是较为分散，区域品牌较多，前十大企业占据市场份额约 80%。
- ✚ 07 年产能过剩严重，谷氨酸行业产能利用率仅 55%；经过行业整合，至 09 年初，谷氨酸行业产能利用率约 75%。味精产能利用率一直维持在 70% 左右。
- ✚ 谷氨酸及味精进出口数量都较小，所有产能基本为国内消费。（味精年出口量约为 20 万吨。占到行业整体产量的约 10%）
- ✚ 谷氨酸实际产能约 140 万吨，味精实际产能约 170 万吨，谷氨酸与味精产能平衡。07 年的整合导致减少约 11 家谷氨酸企业，目前约 21 家企业；07 年的整合导致减少约 28 家味精企业，目前约 35 家企业。

图表 5：味精、谷氨酸价格走势



资料来源：中国发酵信息网，公司资料，第一上海

谷氨酸企业目前状况

阜丰、梅花最大

- 实际生产能力在 20 万吨以上的有阜丰和梅花两家，两家合计产能占行业总实际产能的 40% 以上。这两家产能较大，在行业具有寡头垄断地位，有动力主动地发起行业调整，来扩展市场份额。
- 实际产能在 6 万吨到 20 万吨之间的企业有 6 家，分别是河南莲花、山东雪花、山东菱花、山东齐鲁、山东信乐、宁夏伊品，这 6 家实际总产能在 49 万吨，约占行业总产能的 35%。这些公司中的四家地处山东省，
- 目前山东的原材料及能源优势已经丧失，因此四家山东不具备扩张的能力。河南莲花作为国有企业及 A 股上市公司已经没有了竞争能力。
- 实际产能在 6 万吨以下的企业约 13 家，总实际产能在 30 万吨左右，约占行业总能的 21%。由于国家产业政策的限制、环境治理和成本上升的压力，使得这些企业举步维艰，这些企业最有可能被首先淘汰出行业。

味精企业目前状况

阜丰、梅花、莲花最大

- 实际生产能力在 20 万吨以上的有阜丰、梅花和莲花 3 家；3 家合计产能约占行业总实际产能的 50%。这三家将是未来行业调整的主导者。
- 实际产能在 6 万吨到 20 万吨之间的企业有 4 家，分别是山东菱花、山东信乐、山东齐鲁、宁夏伊品，这 4 家总实际产能约 29 万吨，约占行业总产能的 19%。其中三家山东企业由于成本原因及没有品牌已经不具备竞争能力。
- 实际产能在 6 万吨以下的企业约 28 家，总实际产能约 54 万吨左右，约占行业总能的 32%。

黄原胶行业分析

全球需求 10 万吨

黄原胶主要用在食品和石化行业中，起增稠剂的作用，世界上只有 3~5 个国家能够生产。黄原胶全球实际产能约在 10 万吨左右

成本优势明显

目前黄原胶国外厂家和国内厂家有很大差异，国内厂家有很大的成本优势，而国外企业在成本压力下，纷纷停掉了生产线，转向从中国采购黄原胶。国内的黄原胶企业生产基地集中在山东，阜丰公司 2004 年进入黄原胶产业，其山东生产基地年生产能力可达 8000 吨。从 2007 开始，阜丰先后分三期，在内蒙古建立生产线，第三期完成之后，其产能将达到 4 万吨，占全球总需求的 50%。

金融危机对黄原胶有一定影响

2008 年下半年，全球油价从 147 美元/桶的高价急速暴跌，虽然目前再度反弹到 70 亿美元左右，但油价的下跌必然导致黄原胶产品需求的减少及价格的下跌。对黄原胶行业来说，度过金融危机是一个难关；但阜丰的成本优势使其处于有利地位。

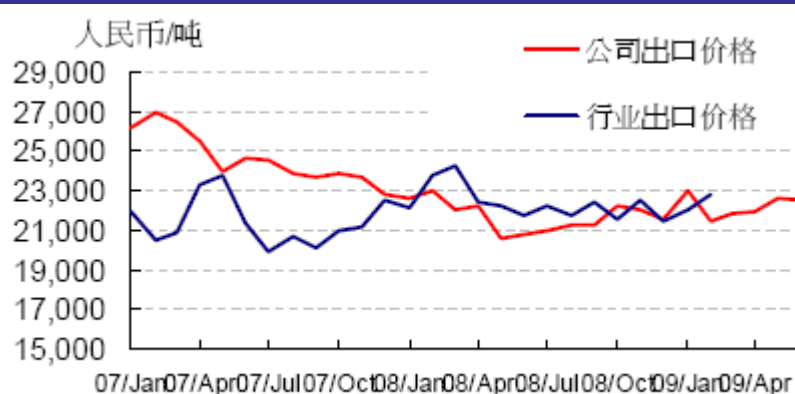
黄原胶企业目前状况

黄原胶行业

- 前三大厂商的行业集中度约占 75%。分别是阜丰、山东中轩（Deosen）、美国 CP KELCO。
- 目前三大厂商各有优势，合计市场份额约 70%。

- ✚ **阜丰**：实际产能约 3.2 万吨，优势在于成本。劣势：行业新进入者，品牌知名度低
- ✚ **中轩**：实际产能约 3 万吨，优势在于稳定的市场。劣势：股权纠纷、主要生产基地在山东，成本较高
- ✚ **CP KELCO**：实际产能约 1 万吨，优势在于较长时间的行业领导者地位、先进的科研能力、市场认可度高。劣势：成本高
- ✚ 其他厂商主要为 JBL（8 千吨）及 Cargill（8 千吨）

图表 6：黄原胶价格走势



资料来源：中国海关，公司资料，第一上海

成本优势是公司的核心竞争力

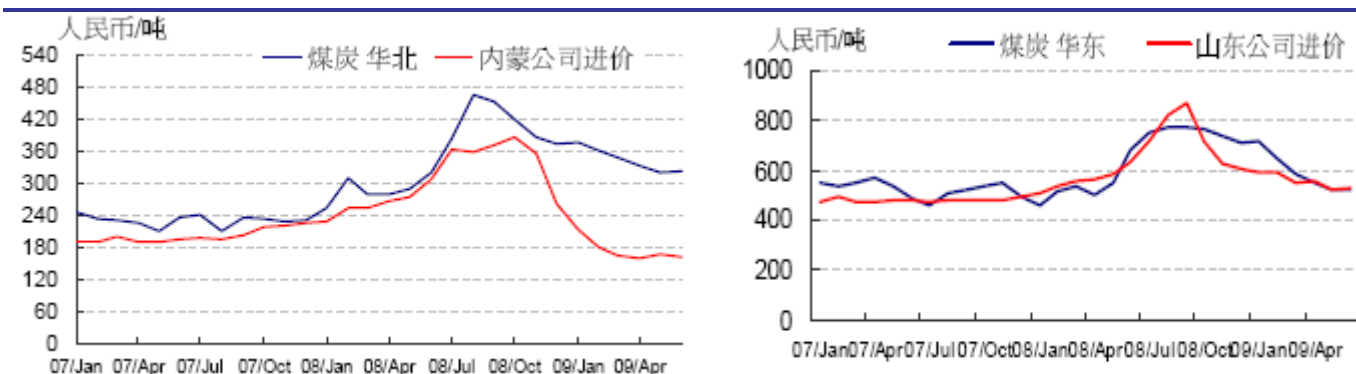
清晰的战略布局

山东->陕西->内蒙

2004 年公司由山东扩张到陕西，2006 年又将生产基地扩张到内蒙古，背后的思路很清晰，就是尽可能地寻找具有原材料优势的地理位置，降低生产成本，增强企业核心竞争力。

煤炭占黄原胶生产成本的 55%，而内蒙的煤炭成本是山东的三分之一，因此具备巨大的成本优势。山东企业黄原胶生产成本一般为 1.8 万元/吨，而内蒙古仅仅为 8000 元/吨，不到前者的一半。

图表 7：内蒙和山东煤炭成本比较



资料来源：公司资料，第一上海

抓住时机，领导行业重组

顺势洗牌

由于成本低，公司的毛利率在 30% 左右。2007 年开始，玉米价格大幅上涨 30%，其他味精生产企业成本上升很快，正是要涨价的时候，公司主动降价，把毛利率降到 10%~12% 的位置。在这样的价格面前，到 2008 年下半年，全国的味精生产企业少了 20 多家，还剩下 20 家。

此后，各种原材料的价格已经从暴涨转为暴跌，价格战之后的阜丰谷氨酸毛利率重新站上 30% 的水平；阜丰集团的营业额则从 2007 年的 24.5 亿元跃升至 2008 年的 35.9 亿元。

加大研发投入，通过技术革新降低成本

研发投入大

阜丰集团研发中心是集团下设的专设技术研发机构，是国家博士后科研工作站。中心建设有 9000m² 的研发大楼和近 2000 m² 的中试车间。下设有发酵工艺实验室，下有工程实验室、生化检测室、精密仪器室、客座教授实验室等十几个专业实验室；投资 1500 多万元配备了高效液相色谱仪、紫外分光光度计、相差显微镜、全自动凯式定氮仪、生物传感仪、系列自动发酵罐、膜过滤系统、有机玻璃交换柱、等电离子系统等近百台（套）国内外先进的检测设备和生物工程试验设备，具备完备的生物技术实验、分析、小试、中试和生产放大的研发条件。

与高校合作开发

公司先后与浙江大学、山东大学、江南大学、南开大学、中国科学院等二十多所高等院校和科研院所建立了长期稳定的技术交流与合作关系，并多次承担国家级、省部级科技公关项目。先后承担国家 863 计划项目三项，科技支撑计划项目一项，国家重大产业高技术产业化示范项目一项，升级公关项目一项。同时，自主研发了多项科研成果，并申报国家专利 40 余项。2006 年以来，有多项科研成果通过升级鉴定，均达到国际先进水平。

图表 8：公司研发中心



资料来源：公司资料，第一上海

新产品推动业务增长

新产品

公司积极研发和推出新产品，推动业务增长：包括苏氨酸、缬氨酸、亮氨酸及异亮氨酸在内的支链氨基酸新产品将陆续产业化生产；公司还将开发一系列新产品，包括聚谷氨酸、威兰胶、派可酸及色氨酸，以改善产品组合并推动未来增长。

重视环保，做到可持续发展

环保模范

公司目前仅用于环境保护方面的资金就达到 2 亿多元。企业因此被中国发酵行业认定为“全国发酵行业循环经济示范企业”。2009 年 4 月 30 日，宝鸡公司烟气治理设备开始试运行并达到预期效果，标志着公司烟气治理工程初步成功。宝鸡烟气治理工作的成功，将预示着公司解决了困扰味精行业发展的世界性的烟气治理难题。

盈利预测与估值

公司产能预测

成本优势，扩大产能

我们预计公司将凭借成本优势，逐步扩大谷氨酸和味精产能，进一步将谷氨酸产能转化为味精产能，不断扩大市场份额。具体产能情况如下：

图表 9：公司产能预测

吨	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
谷氨酸	280,000	275,000	350,000	500,000	600,000
味精	75,000	171,667	280,000	430,000	600,000
黄原胶	11,333	21,000	32,000	44,000	50,000

资料来源：公司资料，第一上海预测

成本及费用预测

国家补贴 150 元/吨

据上证报报道，经国务院日前批准，国家将对吉林、辽宁、黑龙江、内蒙三省一区内规模在 10 万吨以上的玉米深加工企业进行补贴。上述补贴将由 8 月开始，持续至今年 11 月份。国家给予玉米深加工企业定量补贴，对于公司来说是应该是极大的利好。

预计今年玉米丰收

国家粮油信息公布的数据显示，今年的玉米种植面积比去年增加 1.5%，而大豆种植面积则减少 3.7%。因此国家粮油信息中心预计今年全国玉米产量会调升 2%，至创纪录的 1.665 亿吨。农业官员此前表示，东北省份玉米和大豆主产区在 5 月和 6 月出现的雨水及低温天气将延误收割，但不可能削减产量。

图表 10：玉米成本



资料来源：公司资料，第一上海

盈利预测

预计未来 3 年收入的复合年均增长率是 24%，每股收益的年均复合增长率是 55%。

图表 11：盈利预测

千元人民币	2007	2008	2009F	2010F	2011F
销售收入	2,445,652	3,585,343	4,135,256	5,733,960	6,838,338
销售成本	341.9%	46.6%	15.3%	38.7%	19.3%
毛利	(2,195,986)	(2,941,011)	(3,004,983)	(4,224,661)	(5,103,590)
其他收入及收益	249,666	644,332	1,130,272	1,509,299	1,734,749
销售及分销成本	10.2%	18.0%	27.3%	26.3%	25.4%
行政开支	32,795	44,300	40,000	10,000	10,000
其他开支	(104,156)	(166,407)	(186,087)	(237,959)	(273,534)
财务费用	4.3%	4.6%	4.5%	4.2%	4.0%
除税前溢利	(113,709)	(141,961)	(165,410)	(200,689)	(218,827)
税项	4.6%	4.0%	4.0%	3.5%	3.2%
年度溢利	26,091	(12,222)	(12,000)	(12,000)	(12,000)
每股溢利	(45,202)	(42,662)	(50,000)	(50,000)	(50,000)
每股溢利	45,485	325,380	756,776	1,048,651	1,220,388
每股溢利	(416)	(30,674)	(71,894)	(99,622)	(115,937)
每股溢利	0	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%
每股溢利	45,069	294,706	684,882	949,029	1,104,452
每股溢利	1.8%	8.2%	16.6%	16.6%	16.2%
每股溢利	0.0280	0.178	0.413	0.572	0.665
每股溢利	不适用	533.9%	132.4%	38.6%	16.4%
每股溢利	0.032	0.202	0.469	0.650	0.756

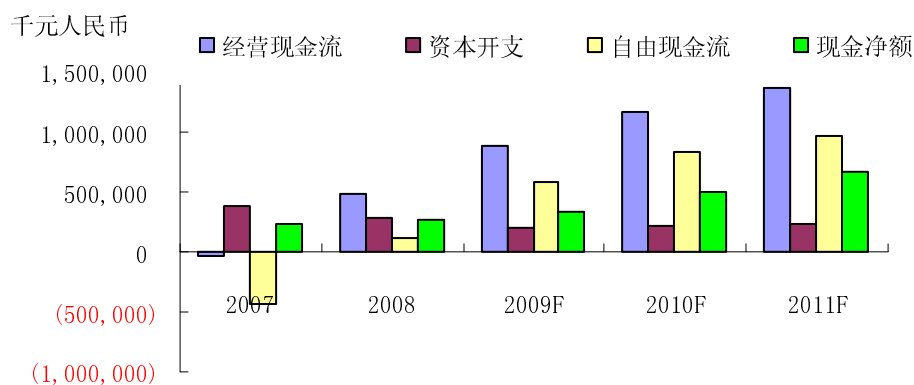
资料来源：公司资料，第一上海预测

现金流分析

公司现金流质量较佳，资本开支并不大，存货控制得当，有能力兑现公司承诺的每年不少于 30% 的派息率（08 年派息率为 50%）。

从 09 年上半年的情况来看，味精、谷氨酸基本脱销，黄原胶有少量库存，估计下半年调整价格后，将很快销售完毕。

图表 12：现金流分析



资料来源：公司资料，第一上海预测

目标价：5.60 港元

PE 估值法：5.60 港元

我们利用 PE 法为其估值，设定目标价为 5.60 港元。该目标价相当于公司 2009 年 12 倍 P/E 和 2010 年 8.7 倍 P/E，较现价有 74.5% 的上升空间，首次投资评级为**买入**。

图表 13：同类公司估值比较

公司	股票代码	07年EPS	08年EPS	09年EPS	10年EPS	11年EPS	现价	09年PE	10年PE
西王糖业	2088	0.45	0.09	0.09	0.17	0.22	2.23	21.8	11.5
味丹	2317	0.09	0.04	-	-	-	0.74	-	-
大成糖业	3889	0.19	0.15	0.17	0.20	0.18	1.50	8.7	7.5
大成生化科技	809	0.41	0.27	0.17	0.25	0.26	2.14	12.3	8.6
中国食品	506	0.28	0.17	0.25	0.30	0.35	5.17	20.7	17.5
中国淀粉	3838	0.13	0.04	-	-	-	0.76	-	-
行业平均								15.9	11.3
阜丰	546	0.03	0.20	0.47	0.65	0.76	3.21	6.0	4.3

资料来源：公司资料，彭博，第一上海预测

风险因素

如果玉米等原材料的价格上升，可能导致公司毛利率下降

玉米约占总成本的 50% 左右，因此玉米价格每上涨 1%，对毛利率的影响为 0.5%，但考虑到公司有一定的成本转嫁能力，具体影响还要看市场情况而定。

附录：主要财务报表

财务报表摘要						财务分析					
损益表											
〈人民币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉											
	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测		2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
收入	2,446	3,585	4,135	5,734	6,838	盈利能力					
毛利	250	644	1,130	1,509	1,735	毛利率 (%)	10.2%	18.0%	27.3%	26.3%	25.4%
其他业务收入	33	44	40	10	10	EBITDA 利率 (%)	5.6%	13.3%	23.0%	22.3%	21.9%
销售及管理费用	(218)	(308)	(351)	(439)	(492)	净利率 (%)	1.8%	8.2%	16.6%	16.0%	15.7%
其他支出	26	(12)	(12)	(12)	(12)						
营运收入	91	368	807	1,069	1,240	营运表现					
财务开支	(45)	(43)	(50)	(50)	(50)	销售及管理费用/收入 (%)	8.9%	8.6%	8.5%	7.7%	7.2%
联营公司						实际税率 (%)	0.9%	9.4%	9.5%	9.8%	9.7%
税前盈利	45	325	757	1,019	1,190	股息支付率 (%)	30.0%	49.6%	30.0%	30.0%	30.0%
所得税	(0)	(31)	(72)	(100)	(116)	库存周转	33	42	50	45	45
少数股东应占利润	0	0	0	0	0	应付账款天数	67	103	120	95	90
净利润	45	295	685	919	1,074	应收账款天数	51	55	55	55	55
折旧及摊销	105	141	172	210	254						
EBITDA	137	477	951	1,280	1,496	财务状况					
						净负债/股本	0.99	0.87	0.87	0.62	0.68
增长						收入/总资产	0.85	1.10	1.13	1.27	1.36
总收入 (%)	36.8%	46.6%	15.3%	38.7%	19.3%	总资产/股本	1.99	1.87	1.87	1.62	1.68
EBITDA (%)	-	247.8%	99.2%	34.6%	16.9%	盈利对利息倍数	1	7	14	18	21
资产负债表						现金流量表					
〈人民币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉						〈人民币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉					
	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测		2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
现金	229	225	317	496	665	EBITDA	137	477	951	1,280	1,496
应收账款	541	548	698	1,030	1,031	融资成本	(45)	(43)	(50)	(50)	(50)
存货	326	356	467	575	684	营运资金变化	(132)	43	11	10	10
其他流动资产	42	46	43	43	43	所得税	(0)	(31)	(72)	(100)	(116)
总流动资产	1,138	1,175	1,525	2,144	2,422	其他	0	45	28	28	28
固定资产	1,674	1,955	2,150	2,365	2,602	营运现金流	(38)	492	868	1,169	1,368
无形资产	6	0	0	1	1						
其他	63	132	0	0	0	资本开支	(578)	(356)	(427)	(512)	(615)
总资产	2,882	3,262	3,675	4,510	5,024	其他投资活动	51	(44)	(189)	(209)	(230)
应付帐款	771	888	1,088	1,111	1,406	投资活动现金流	(526)	(399)	(616)	(721)	(845)
短期银行贷款	5	7	7	8	9						
短期负债	1	0	0	0	0	负债变化	(117)	(60)	(66)	(73)	(80)
其他短期负债	318	276	300	300	300	股本变化	955	0	0	0	0
总短期负债	1,095	1,170	1,396	1,419	1,715	股息	(96)	(14)	(146)	(205)	(285)
长期银行贷款	312	312	312	312	312	其他融资活动	11	20	10	10	10
其他负债	26	39	0	0	0	融资活动现金流	752	(54)	(203)	(268)	(355)
总负债	1,433	1,521	1,708	1,731	2,027						
少数股东权益	0	0	0	0	0	现金变化	188	39	49	179	168
股东权益	1,449	1,742	1,968	2,779	2,997	期初持有现金	41	229	267	317	496
每股账面值	0.9	1.0	1.2	1.7	1.8	汇兑变化	0	0	0	0	0
营运资金	43	5	129	725	707	期末持有现金	229	267	317	496	665

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

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

©2009 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。