

买入

2010年06月18日

中国四川最大私营铁矿运营商——资源量与产能双扩张

- **中国四川私营铁矿的领跑者：**公司是中国四川最大的私营铁矿运营商，主要从事铁矿开采、洗选及球团矿制造。公司主要的产品有铁精粉、球团矿及钛精粉。
- **2011年预估资源量可达 3.66 亿吨：**2010 年公司已完成部分铁矿收购，在完成采矿证变更后，铁矿石资源量达 3.66 亿吨，较上市时增长 125.3%。
- **2011 年铁精矿年产能将达 260 万吨：**公司 2010 年已完成海龙选厂及黑谷田选厂的收购，新增选矿能力 110 万吨/年。另公司计划在秀水河矿区新建年产能为 30 万吨的洗选厂，预计 2010 年 9 月建成投产。以现已确认的收购和扩产计划，保守估计公司 2012 年产能达铁精粉 260 万吨、球团矿 186 万吨及高品位钛精矿 42 万吨。
- **产品定价策略及成本优势稳定公司综合毛利率：**公司产品定价采取保底协议，2010 年铁精粉保底价格为 589 元/吨。市场价格高出保底价格部分，公司可享受 50% 的分成。预期公司保底价格有望进一步提升。公司采取采矿外包、选矿自营的业务模式，目前铁精矿生产成本约为 250 元/吨。预计 2010-12 公司毛利率分别为 53.4%、54.0% 及 54.4%。
- **继续争取收购机会，产量有望大幅提升：**公司未来仍保留收购经质、毛岭等铁矿的选择权，若收购完成，公司将有望新增资源量 1.1 亿吨，铁矿石原矿产能 300 万吨/年。
注：本报告暂未考虑此因素。
- **目标价 4.30 港元，买入评级：**预期 10-12 年 EPS 分别为 0.32 港元、0.43 港元和 0.46 港元，首次给予公司 12 个月目标价 4.20 港元，目标价相当于公司 2010-2012 年预测盈利的 13.4 倍、10.0 倍和 9.3 倍市盈率，买入评级。

★1 港元=0.88 元人民币

第一上海研究部

0755-33367383

主要数据

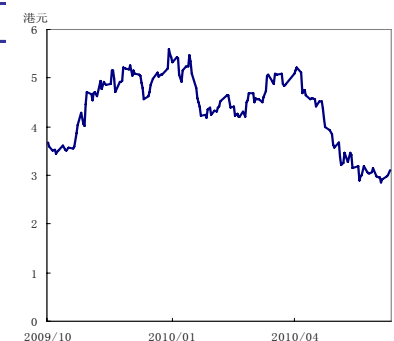
行业	采矿
股价	3.10 港元
目标价	4.30 港元 (+38.7%)
股票代码	893
已发行股本	20.75 亿股
市值	64.33 亿港元
52 周高/低	5.70/2.80 港元
每股净资产	1.376 港元
主要股东	合创国际 (48.36%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2008历史	2009历史	2010预测	2011预测	2012预测
收入 (人民币千元)	791,163.00	1,083,876.00	1,412,880.00	1,896,516.60	2,323,529.15
变动 (%)	115.77%	37.00%	30.35%	34.23%	22.52%
净利润 (人民币千元)	248,675.00	327,867.00	529,066.15	711,843.04	749,140.99
每股基本收益 (人民币元)	0.17	0.20	0.28	0.38	0.40
EPS (港元)	0.19	0.23	0.32	0.43	0.46
变动 (%)	363.20%	21.33%	40.84%	34.55%	5.24%
市盈率 (倍, @3.10港元)	16.46	13.56	9.63	7.16	6.80
每股派息 (港元)	0.00	0.00	0.05	0.07	0.07
息率 (%)	0.00%	0.00%	1.64%	2.21%	2.33%

来源：公司资料，第一上海

股价表现



来源：彭博

目 录

中国四川最大私营铁矿运营商.....	2
区域市场具领先地位.....	2
专注于铁矿石开采及矿石产品的生产和销售.....	2
积极并购带动业绩高速增长.....	3
竞争优势和业绩推动力分析.....	4
——扩产与并购是业绩快速增长的主要驱动力.....	4
矿石品种特性适于高强度钢材冶炼.....	4
政府政策导向令高强度钢材需求上升.....	5
四川周边地区钢厂产能扩张迅速，带动铁矿石需求量和价格上升.....	6
积极并购，提升铁矿石资源储量.....	6
主动提升产能，发挥规模经济效益.....	7
产品价格有进一步提升空间.....	7
成本调研.....	9
未来收购计划.....	10
财务分析.....	11
重要假设.....	11
销售额：2009—2012年复合平均增长率为30.9%.....	11
公司整体毛利率保持稳定.....	12
净利润：2009—2012年复合平均增长率为31.7%.....	12
ROE和ROA.....	12
估值.....	13
估值结果4.30港元.....	13
12个月目标价为4.30港元，买入评级.....	13
投资风险.....	13
主要财务报表.....	14

中国四川最大私营铁矿运营商

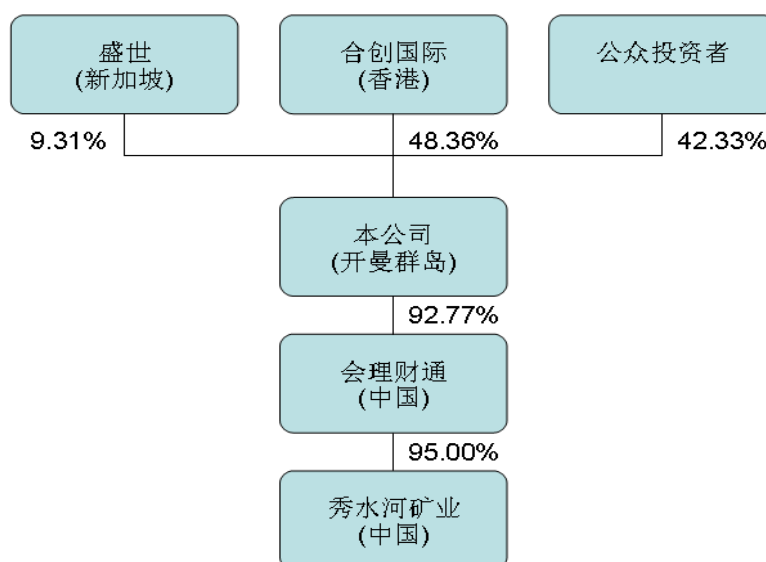
区域市场具领先地位

中国四川第二大铁矿石运营商，中国四川最大私营铁矿石矿场运营商

中国钒钛磁铁矿业有限公司（HK:0893）主要从事铁矿石开采、矿石洗选及球团矿生产，并向钢铁生产商及钛产品相关客户销售铁精矿、球团矿及钛精矿。基于2009年末铁矿石的实际产量计算，公司为四川省第二大铁矿石运营商，也是四川省内最大的私营铁矿石矿场运营商。

公司历史源于1998年成立的四川川威集团。川威集团主要业务包括钢铁生产、水泥生产、房地产及铁矿石开采。自05年1月起，公司的发起人一直是川威集团的大股东。公司于2008年4月在开曼群岛成立，于2009年10月8日在香港联合交易所主板上市，总股本为20.75亿股。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司资料，第一上海

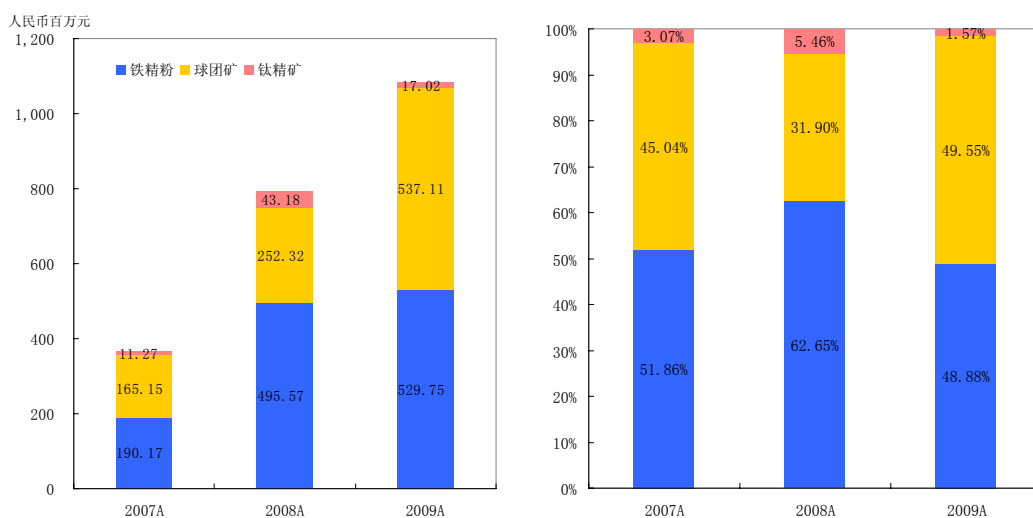
专注于铁矿石开采及矿石产品的生产和销售

主要产品有铁精粉、球团矿及钛精粉

公司目前主要业务有矿石开采、洗选及球团矿生产，并且向钢铁生产商和钛产品下游客户销售铁精粉、球团矿及钛精粉。

截至09年底三个年度，公司铁精粉销售分别占总收入的51.86%、62.65%及48.88%，球团矿销售分别占总收入的45.04%、31.90%及49.55%，钛精矿销售分别占总收入的3.07%、5.46%及1.57%。球团矿的销售比例在去年首次超过铁精矿。

图表 2：公司营业收入及营业利润构成



资料来源：公司资料，第一上海

积极并购带动业绩高速增长

07-09 营业收入 CAGR 为 71.9%，净利润 CAGR 为 147.1%

公司凭借优质独特的铁矿石资源，稳步有序的提升业绩，立志成为铁矿石行业的佼佼者。2007—2009年公司营业收入分别为人民币3.67亿元、7.91亿元及10.84亿元，收入复合年均增长率为71.9%。07-09年净利润分别为人民币5,369万元、2.49亿元及3.28亿元，净利润复合年均增长率达147.1%。

为应对地区性铁矿石需求的快速增长，填补四川地区铁矿石市场的供应缺口，公司主动扩张现有的采矿边界，积极并购，大力增加铁矿石的资源储量。同时，通过新建、改造和并购铁精矿和钛精矿生产线，不断提升产能规模，进一步巩固区域领先地位。未来公司扩产及并购计划的延续，以及向钛下游相关市场领域延伸，将成为公司业绩快速增长的驱动力。

竞争优势和业绩推动力分析

——扩产与并购是业绩快速增长的主要驱动力

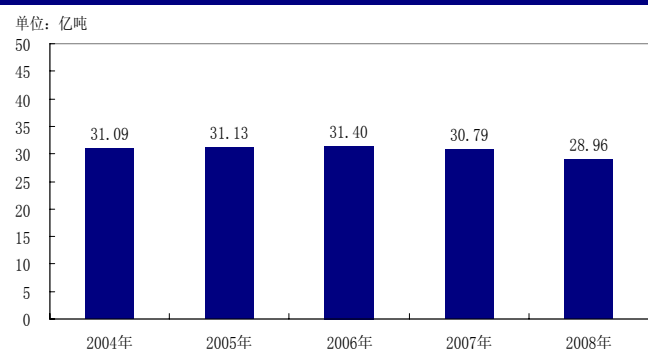
矿石品种特性适于高强度钢材冶炼

公司矿石品种为钒钛磁铁矿

影响公司矿石产品市场需求的主要因素可概括为三点。首先，矿石品种的特性为公司铁矿石销售奠定了坚实的基础。

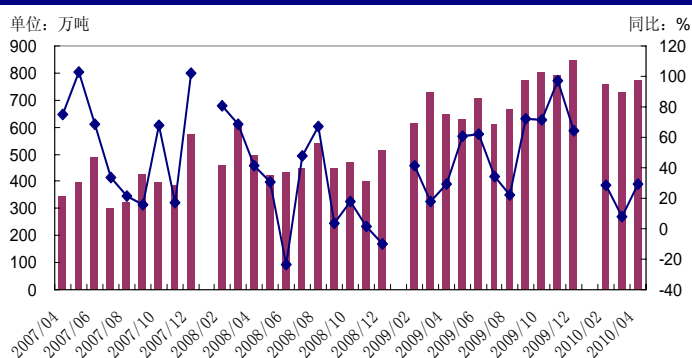
公司所属矿山集中在四川省攀西地区。攀西地区是我国著名的钒钛磁铁矿分布集中区，预估资源量达 194 亿吨。截至 07 年底，已探明的钒钛磁铁矿矿石储量 101 亿吨，占我国同类型矿总储量的 95.0%以上，占全国铁矿总储量的 15.0%以上。

图表 3：四川铁矿石基础储量



资料来源：Wind 资讯，第一上海

图表 4：四川地区铁矿石产量

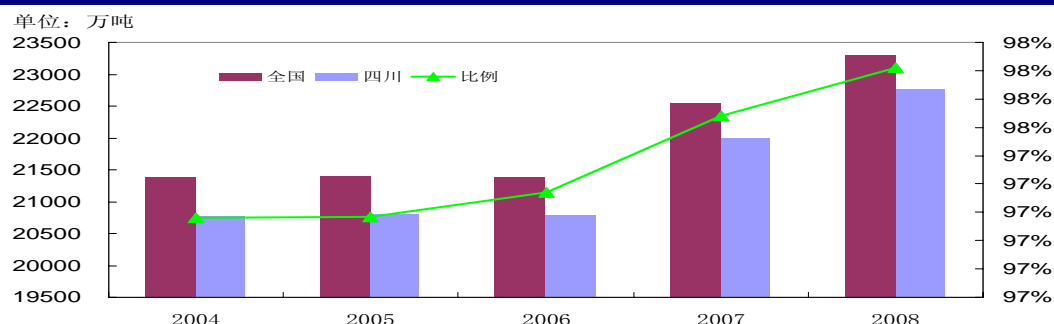


资料来源：Wind 资讯，第一上海

钒钛磁铁矿具有重要的综合利用价值

钒钛磁铁矿是一种以磁铁矿为主体的固溶性分离物，主要元素为铁、钛、钒，同时还伴生有锰、钴、镍、铬、钨、钙等有效元素，具有重要的综合利用价值。

图表 5：全国及四川原生钛铁矿储量概况



资料来源：Wind 资讯，第一上海

钒是十分重要的工业原料

钒在自然界以氧化物的形式存在，是十分重要的工业原料。公司矿场的矿石平均含 0.23%的五氧化二钒。在钢中加入 0.1%的钒，能使钢的弹性大增，硬度提升 10%至 20%。钒钢比普通钢结构更紧密，韧性、弹性与机械强度更高，抗磨损和抗爆裂性更好，既耐高温又抗奇寒。在钢铁工业上，并不是把纯的金属钒加到钢铁中制成钒钢，而是直接采用含钒的铁矿炼成钒钢。

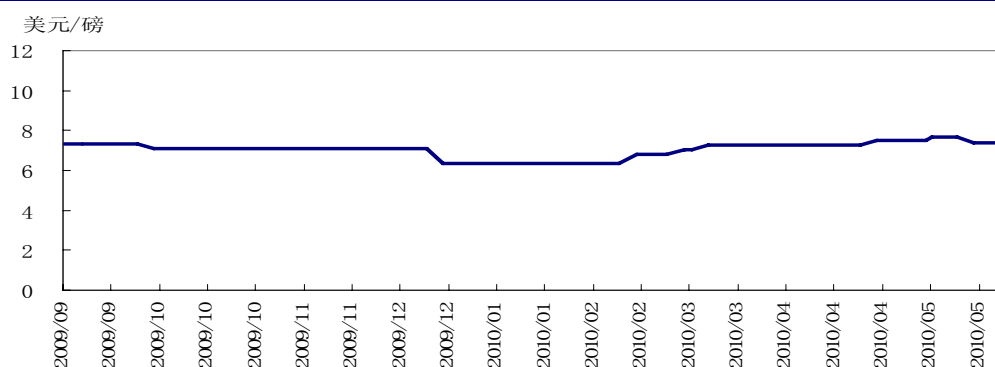
图表 6：四川攀枝花地区钒钛磁铁矿化学成分

化学成分	Fe	TiO ₂	V ₂ O ₅	Co	Ni	S	P
百分含量 (%)	30.55	10.42	0.30	0.017	0.014	0.64	0.013

资料来源：SteelHome，第一上海

尽管矿石所含元素复杂对选矿工艺要求较高，但随着我国科技实力的日益进步，选矿工艺、设备及选矿产品的质量都已较过去大幅提高。越来越多的钢铁生产商直接使用含钒的铁矿石生产高强度钢铁。同时，这些生产商也能够从含钒铁矿石中提取钒，生产能够出售或用作钢铁添加剂的钒副产品。

据彭博数据显示，目前于欧洲交易的五氧化二钒（98%）的最新平均价格为 7.4 美元/磅，相当于人民币 111,429.6 元/吨。

图表 7：欧洲市场 V₂O₅ 价格走势

资料来源：彭博，第一上海

政府政策导向令高强度钢材需求上升

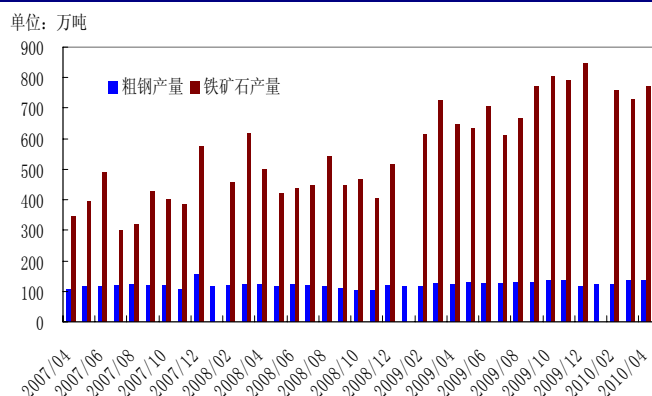
政府政策导向令周边地区含钒钢材需求上升

其次，政府政策导向令周边地区含钒钢材需求上升。自汶川地震以后，国家出台了相关政策，明确要求在建筑中使用高强度钢材。

政府于 2009 年 3 月 30 日发布了《钢铁产业调整及振兴规划》，推广在工程中使用强度达 400MPa 或以上的钢筋，加快淘汰强度 335Mpa 的钢筋，并为此设定了目标。至 2011 年，提高 400MPa 或以上的高强度钢筋的使用量至所消耗的热轧螺纹钢筋的 60%以上。而目前，这一比例仅为 20%左右。

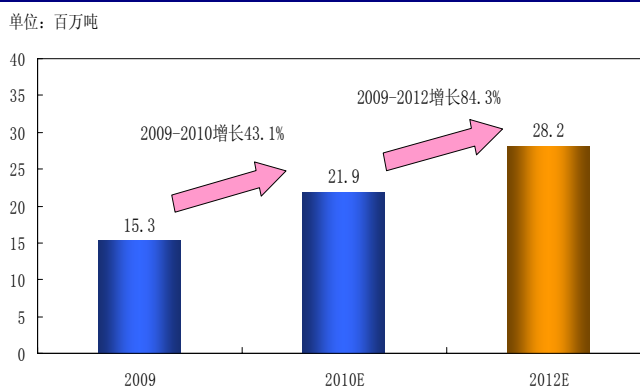
公司铁矿石产品的钒含量亦符合上述政策要求。因此，公司含钒铁矿石产品的需求将会因为高强度含钒钢材的需求上升而得到提升。

图表 8：四川地区粗钢及铁矿石产量



资料来源：Wind 资讯，第一上海

图表 9：四川地区钢铁产量增长情况



资料来源：公司资料，第一上海

四川周边地区钢厂产能扩张迅速，带动铁矿石需求量和价格上升

周边钢厂产能扩张

此外，在政府经济刺激政策的影响下，公司周边地区的钢铁生产商都在积极地扩张产能。2010 年德胜钢铁将新增产能 110 万吨，达州钢铁新增产能 115 万吨，重庆钢铁新增产能 436 万吨。2011 年攀钢将新增产能 400 万吨。2012 年公司关联客户威远钢铁将新增产能 270 万吨。以上新增产能都是特别针对钒钢，都有提钒的设备以及生产高强度钢筋的能力。

因此，四川地区钢铁产能的释放，将带动铁矿石需求量价齐升。预计 2010 年四川地区钢铁产量将同比增长 43.1%。至 2012 年，钢铁产量较 09 年增长 84.3%。

积极并购，提升铁矿石资源储量

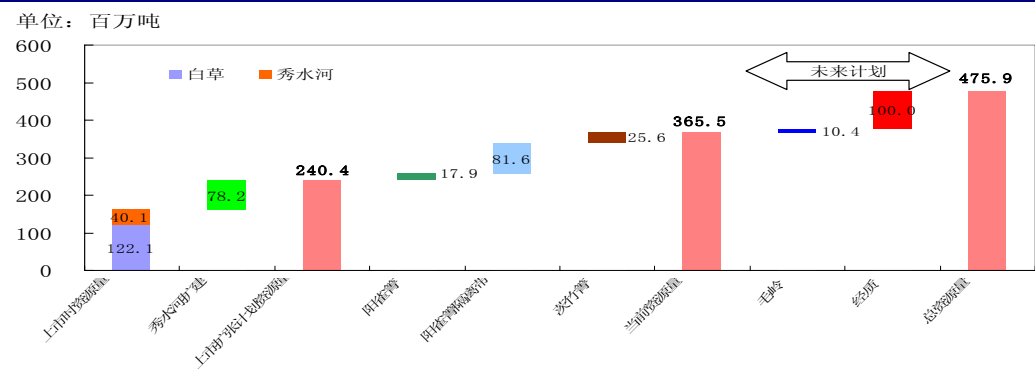
公司铁矿石资源量将达 3.66 亿吨

公司2010年初已完成对阳雀箐采矿权和茨竹箐探矿权的收购。阳雀箐铁矿石资源量为1,792万吨，铁矿石平均品位为23.14%。阳雀箐与白草为同一矿体，两者之间有约400米的隔离带，预估资源量为8,160万吨。预计公司将在2011年完成勘探，并变更采矿证。茨竹箐矿场估计资源量为2,557万吨，铁矿石平均品位为21.41%。保守估计，公司将在2011年完成勘探，获得采矿权。尽管茨竹箐矿场的资源量较低，但矿石的氧化程度和风化程度较高，含有较高的三氧化二铁，硬度较低。公司计划将此矿区的矿石与其他矿区的矿石混合使用，稳定选矿研磨效率和回收率。

公司已递交秀水河矿区扩建申请和完成详勘工作，预计在2010年内完成采矿证变更。届时，秀水河矿区预估资源量新增7820万吨。

综上所述，公司在所有采矿证变更工作完成后，铁矿石资源量将达3.66亿吨，较上市时1.62亿吨增长125.3%

图表 10：公司铁矿石资源量变化



资料来源：公司资料，第一上海

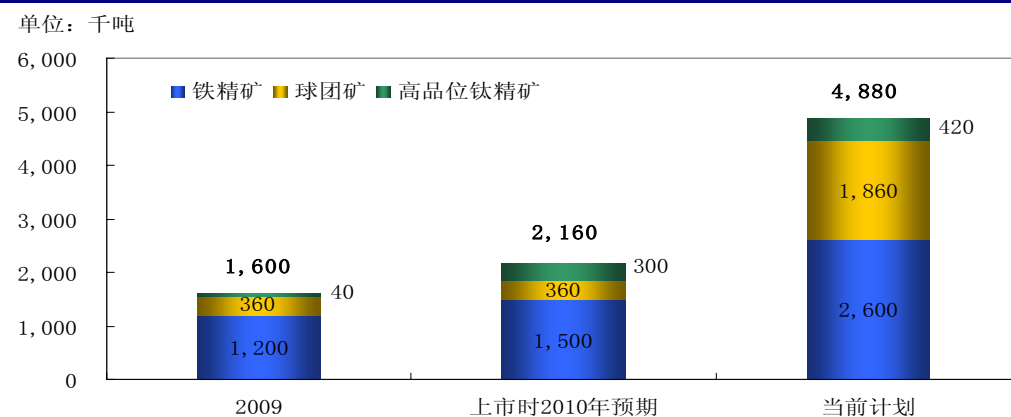
主动提升产能，发挥规模经济效益

未来三年产能扩张
205.0%

公司原有铁精矿自主选矿能力 120 万吨/年。在完成对海龙选厂及黑谷田选厂的收购后，公司新增选矿能力 110 万吨/年。其中，海龙选厂年产能 30 万吨，目前正在做技改，预计 2010 年 7 月投产。黑谷田选厂铁精矿产能 80 万吨/年，钛精矿产能 12 万吨/年。同时，公司在秀水河矿区新建一个选厂，年产能 30 万吨，预计 2010 年 9 月建成投产。

预计公司 2012 年产能将达到铁精粉 260 万吨/年、球团矿 186 万吨/年及高品位钛精矿 42 万吨/年。总产能较 09 年增长 205.0%

图表 11：公司产能概况



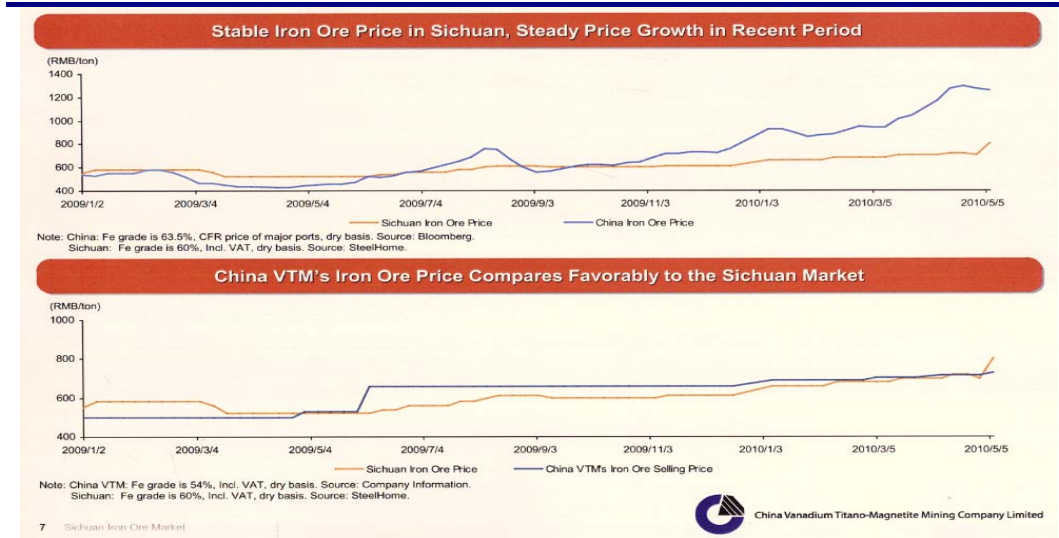
资料来源：公司资料，第一上海

产品价格有进一步提升空间

四川地区铁矿石价格保持平稳增长

由于公司所处攀西地区，地理位置促使公司产品价格除受国际价格影响外，区域市场特性也较为明显。据公司提供的资料显示，从 09 年至今，相对于国内平均价格，四川地区的铁矿石价格保持平稳增长。2010 年以来，公司的铁矿石售价与四川地区的铁矿石价格走势基本保持一致。

图表 12：四川铁矿石价格走势



资料来源：公司资料，彭博，SteelHome，第一上海

公司与客户签订价格保底协议

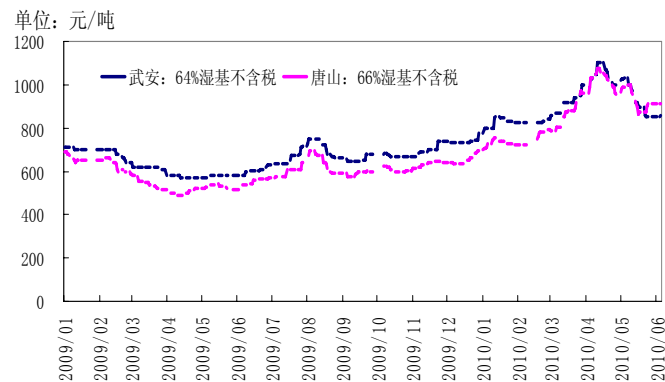
公司产品的定价策略为通过谈判，和客户签订价格保底协议。当周边市场价格低于保底价格时，公司仍按保底价格销售铁矿石；当周边市场价格高于保底价格时，对于价格增加的部分，公司和客户各分享 50%的涨幅。

以铁精矿为例，2009 年公司铁精矿的保底价 of 562 元/吨，2010 年的保底价为 589 元/吨。2010 年以来铁矿石价格的增长使当前铁精矿的市场价格为 620 元/吨左右。5 月份，公司铁精矿结算价为 606 元/吨。这样公司既规避了矿石价格下跌带来的风险，也分享了矿石价格上涨带来的利润。

球团矿的保底价为 868 元/吨，当前实际的售价约为 880 元/吨。

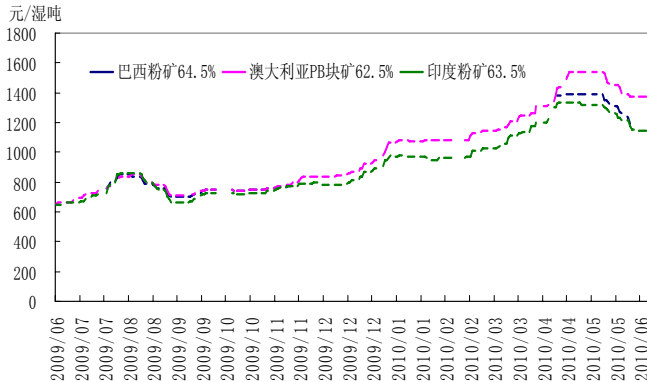
钛精矿当前售价为 550-600 元/吨，烘干、包装后价格大约为 700 元/吨。

图表 13：国内现货市场铁精矿价格走势



资料来源：Wind 资讯，第一上海

图表 14：日照港进口铁矿石价格走势

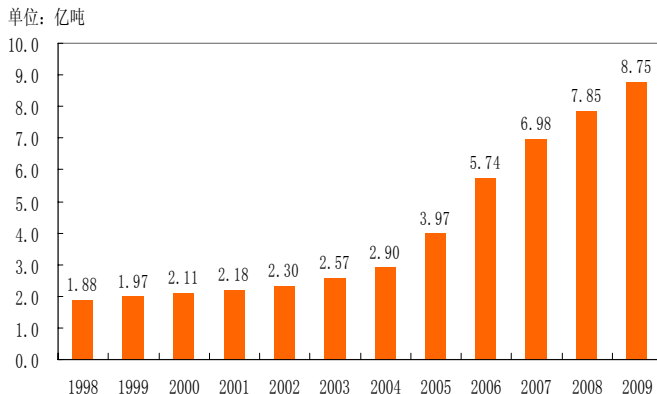
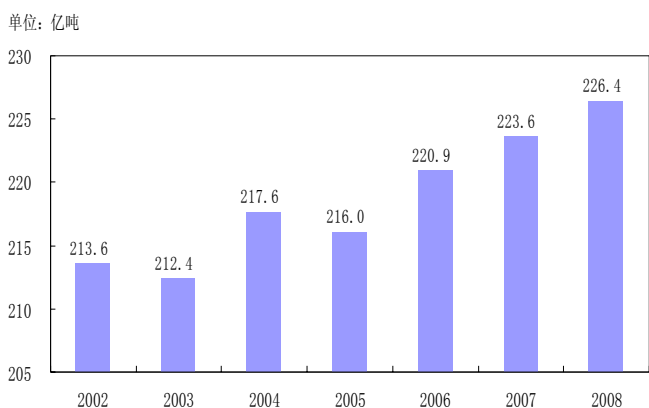


资料来源：Wind 资讯，第一上海

保底价有望进一步提升 由于铁矿石定价机制逐渐趋向于按现货市场价格执行，未来现货市场合同占采购量的比例将越来越大。目前国内现货市场铁精矿价格约为 910 元/吨（66%湿基不含税），澳洲进口 62.5%PB 块矿到岸价约为 1,370 元/吨。除去矿石品位的差异及考虑到四川地区铁矿石需求的增长，未来公司铁矿石保底价仍有进一步上升空间。

图表 15：中国铁矿石基础储量

图表 16：中国铁矿石原矿产量

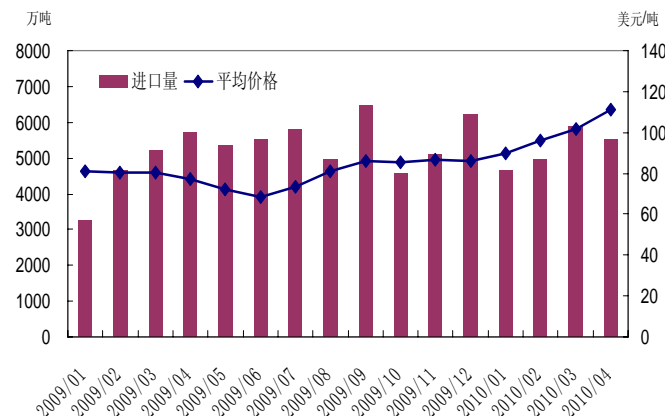
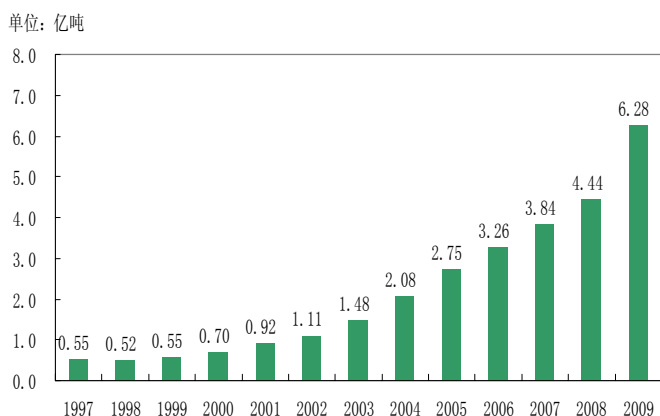


资料来源：Wind 资讯，第一上海

资料来源：Wind 资讯，第一上海

图表 17：中国铁矿石进口量

图表 18：中国铁矿砂单月进口量价走势



资料来源：中国海关总署，第一上海

资料来源：中国海关总署，第一上海

成本调研

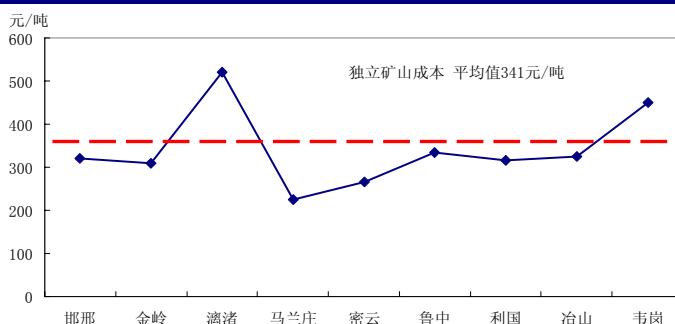
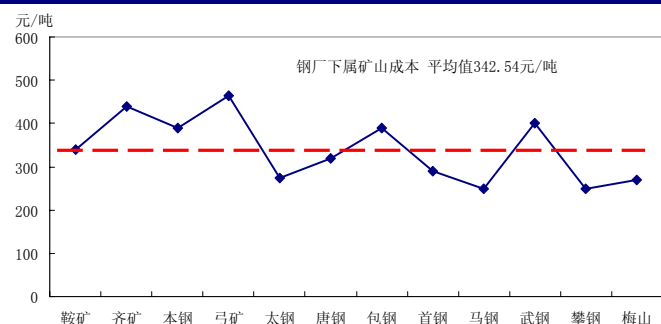
铁精矿平均生产成本约为 250 元/吨 经过实地调研，公司 09 年铁精粉生产成本约为 260 元/吨，球团矿约为 430 元/吨，钛中矿约为 240 元/吨。预计 2010 年公司的生产成本与 09 年相比差别不大，新增的钛精矿的生产成本约为 320 元/吨。

以铁精矿成本为例，选矿成本 100 元/吨，一吨铁精矿约耗 4 吨原矿，单位原矿成本包括 1.8 元的采矿权及前期勘探费用摊销，4.2 元的资源税费，以及吨原矿开采费用和吨原矿土石方剥离费用。白草的原矿开采外包费用为 13.8 元/吨，剥采系数是 1.4，白草矿区单位原矿开采费用约为 39 元/吨。

秀水河的原矿开采外包费用为 17.4 元/吨，剥采系数为 0.3，秀水河矿区单位原矿开采费用约为 30 元/吨。原矿开采外包单价视运距长远而定，约为 17-22 元/吨。由于不同矿区矿体空间分布的差异，开采成本亦有所区别。白草矿区的铁精矿成本约为 260 元/吨，秀水河矿区的铁精矿成本约为 190-200 元/吨。

图表 19: 钢厂下属矿山成本

图表 20: 独立矿山成本



资料来源: 中国矿山协会, 第一上海

资料来源: 中国矿山协会, 第一上海

未来收购计划

未来三年收购计划完成后, 公司预估资源量将达 4.76 亿吨

公司延长了小黑箐经质铁矿收购选择权的有效期, 主要原因是经质矿区采矿证的开采规模较小, 而其预估资源量巨大, 其矿主正在申请扩大原先采矿证上核准的开采规模。经质矿区铁矿预估资源量为 1 亿吨, 平均品位为 20%。预计公司将在明年内完成收购。

另外, 预计公司将在 2010 年内完成对毛岭铁矿采矿权和羊龙山探矿权的收购。毛岭铁矿预估资源量为 1040 万吨, 平均品位为 66%, 甚至可达 68%。假如以上收购顺利完成, 公司预估资源量将达 4.76 亿吨。

财务分析

重要假设

本报告财务模型和估值基于以下重要假设：

- 2010-2012 年铁精矿销售数量根据公司现实生产能力预测为 118.0 万吨、148.7 万吨和 118.1 万吨。销售收入增长率分别约为 31.4%、28.5%和-16.6%。
- 预计 2010-2012 年球团矿销售数量分别为 76.0 万吨、100 万吨和 150 万吨。销售收入增长率分别为 22.8%、34.2%和 57.5%。
- 公司从 2010 年开始停止销售中品位钛精矿，转而销售高品位钛精矿。根据我们与公司沟通了解的生产销售情况，结合对相关产品市场价格的预期，预测 2010-2012 年钛精矿销售业务收入增长率分别约为 235.0%、104.0%和 57.5%。
- 预计公司 2012 年前所需资本开支约为 16.0-18.0 亿元人民币。综合公司历史资本开支情况，预计公司 2010 年的资本开支情况约为 12.0 亿元人民币。

图表 21：重要假设数据

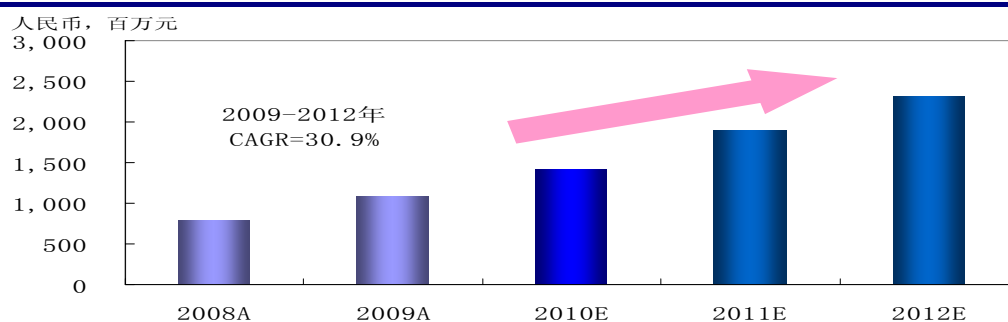
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入增长率					
铁精矿	160.59%	6.90%	31.42%	28.54%	-16.64%
球团矿	52.79%	112.87%	22.82%	34.21%	57.50%
钛中/精矿	283.07%	-60.59%	235.00%	104.00%	57.50%
销售数量（千吨）					
铁精矿	797	950	1,180	1,487	1,181
球团矿	305	693	760	1,000	1,500
钛中/精矿	217	167	100	200	300
资本开支 （千元人民币）	253,088	170,048	1,200,000	400,000	150,000

资料来源：第一上海

销售额：2009—2012 年复合平均增长率为 30.9%

2009-2012 年收入复合年预测公司 2010-2012 年的收入分别为人民币 14.1 亿元、19.0 亿元及 23.2 亿元。均增长率 30.9% 2009-2012 年收入复合平均增长率为 30.9%。

图表 22：公司营业收入



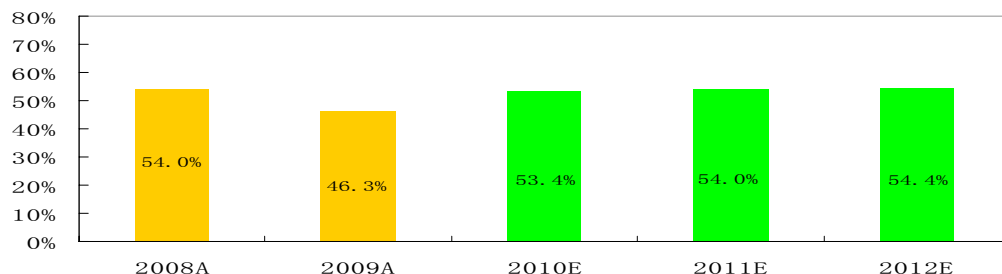
资料来源：第一上海

公司整体毛利率保持稳定

2010年-2012年整体毛利率稳定在54.0%左右

预计公司整体毛利率将维持在54.0%左右的稳定水平。预测2010-2012年公司整体毛利率为53.4%、54.0%和54.4%。

图表 23: 公司整体毛利率水平



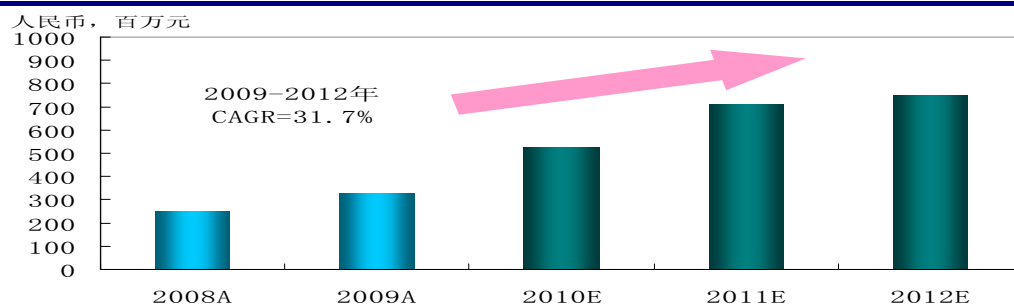
资料来源: 第一上海

净利润: 2009-2012年复合平均增长率为31.7%

2009-2012年净利润复合年均增长率31.7%

预测公司2010-2012年的净利润分别为人民币5.29亿元、7.12亿元及7.49亿元。2009-2012年净利润复合平均增长率为31.7%。

图表 24: 公司净利润



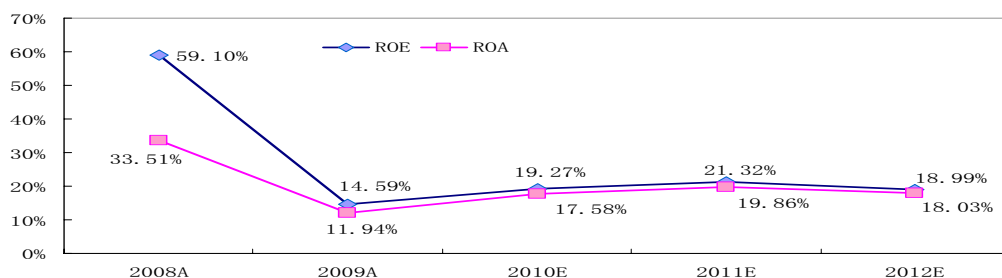
资料来源: 第一上海

ROE 和 ROA

盈利指标明显改善

预测公司2010-12年的ROE分别为19.27%、21.32%及18.99%。对应的ROA分别为17.58%、19.86%及18.03%。

图表 25: ROE 和 ROA



资料来源: 第一上海

估值

估值结果 4.30 港元

2010年EPS为0.32港元 根据我们的预测公司2010-2012年EPS分别为0.32港元、0.43港元和0.46港元。

图表 26: 同类业务公司估值水平

公司	代码	货币	股价	EPS					P/E			P/B	
				2010/6/9	2009A	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E
淡水河谷	VALE	USD	25.64	1.971	6.075	7.858	7.326	7.768	6.005	6.441	1.900	1.548	1.314
力拓	RIO	AUD	66.38	3.264	6.668	7.853	7.899	8.407	7.138	7.097	1.964	1.586	1.325
必和必拓	BHP	AUD	37.12	1.781	2.476	3.918	4.233	12.616	7.973	7.379	3.562	2.726	2.170
英美	AGL	USD	36.72	2.166	4.258	5.466	6.100	8.623	6.717	6.019	1.492	1.280	1.090
FMG	FMG	AUD	3.91	0.131	0.145	0.499	0.543	22.755	6.612	6.076	8.127	3.758	2.268
平均值				1.863	3.924	5.119	5.220	12.034	6.889	6.602	3.409	2.180	1.633
宝威控股	24	HKD	0.55	-0.006	0.043	0.085	0.110	12.791	6.471	5.000	1.410	1.196	n.a.
首长国际	697	HKD	1.19	-0.016	0.156	0.210	0.232	7.628	5.667	5.129	0.955	0.837	0.719
平均值				-0.007	0.066	0.098	0.171	6.806	4.046	5.065	1.183	1.017	0.719
中国铁钛	893	HKD	2.93	0.173	0.283	0.381	0.401	9.101	6.764	6.428	1.725	1.374	1.132

资料来源: 彭博, 第一上海预测

由于公司主要的业务收入来自于铁矿石产品销售, 从业务模式上看, 我们参考国外铁矿石行业三大巨头, 巴西的淡水河谷, 澳洲的力拓和必和必拓。同时, 我们也参考在香港上市的宝威控股(24.HK)、首长国际(697.HK)等同类型公司2010年的平均动态市盈率。

结合同类型公司的估值水平, 同时考虑到公司目前净现金状况及未来的增长预期, 评定公司价值为每股4.30港元。该价格相当于公司2010年预测盈利的13.4倍市盈率、2011年预测盈利的10.0倍市盈率和2012年预测盈利的9.3倍市盈率。

12个月目标价为4.30港元, 买入评级

目标价 4.30 港元

综合上述估值结果, 我们首次给予公司12个月目标价为4.20港元, 该价格对应公司2010-2012年预测盈利的市盈率分别为13.4倍、10.0倍和9.3倍, 目标价4.30港元较公司现价3.10港元有38.7%的上升空间, 买入评级。

投资风险

国内经济增长放缓影响公司钛铁矿石产品需求的市场风险

极端恶劣天气影响公司正常生产的经营风险

大量资本投入无法获得预期回报的经营风险

过度依赖独立第三方承包商导致成本变化的经营风险

运输成本波动影响公司产品需求的经营风险

主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日						(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日					
	08年 实际	09年 实际	10年 预测	11年 预测	12年 预测		08年 实际	09年 实际	10年 预测	11年 预测	12年 预测
收入	791.2	1,083.9	1,412.9	1,896.5	2,323.5	盈利能力					
毛利	427.0	501.7	754.2	1,023.4	1,264.1	毛利率 (%)	54.0%	46.3%	53.4%	54.0%	54.4%
其他业务收入	17.3	40.9	40.9	40.9	40.9	EBITDA 利率 (%)	46.8%	43.9%	51.3%	56.3%	55.9%
销售及管理费用	(22.4)	(28.3)	(38.1)	(51.2)	(62.7)	净利率 (%)	31.4%	30.2%	37.4%	37.5%	32.3%
其他收支净额	(70.0)	(68.5)	(82.3)	(109.1)	(132.4)	营运表现					
营业利润	351.9	445.9	674.6	903.9	1,109.8	SG&A/收入 (%)	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
财务开支	(3.0)	(9.2)	(2.8)	0.0	0.0	实际税率 (%)	8.6%	16.0%	12.5%	12.5%	25.0%
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税前盈利	348.8	436.6	671.8	903.9	1,110.8	库存周转	48.8	44.5	43.0	43.0	43.0
所得税	(30.1)	(69.7)	(84.0)	(113.0)	(277.5)	应付账款天数	248.1	178.6	146.5	101.5	70.5
少数股东应占利润	70.1	39.1	58.8	79.1	83.2	应收账款天数	20.2	46.3	30.0	30.0	30.0
净利润	248.7	327.9	529.1	711.8	750.1	财务状况					
折旧及摊销	18.7	30.1	49.6	164.6	188.2	净负债/权益	-0.25	-0.71	-0.37	-0.38	-0.44
EBITDA	370.6	476.0	724.2	1,068.6	1,298.0	收入/总资产	0.83	0.35	0.42	0.48	0.50
增长						总资产/股本	1.76	1.22	1.10	1.07	1.05
总收入 (%)	115.8%	37.0%	30.4%	34.2%	22.5%	盈利对利息倍数	115.44	48.24	245.30	-	-
EBITDA (%)	319.0%	28.4%	52.1%	47.6%	21.5%						
每股收益 (%)	363.2%	21.3%	40.8%	34.5%	5.2%						
资产负债表						现金流量表					
(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日						(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日					
	08年 实际	09年 实际	10年 预测	11年 预测	12年 预测		08年 实际	09年 实际	10年 预测	11年 预测	12年 预测
现金	133.1	1,884.0	1,123.1	1,398.7	1,936.5	EBITDA	370.6	476.0	724.2	1,068.6	1,298.0
应收账款	87.6	137.4	116.1	155.9	191.0	融资成本	(3.0)	(9.2)	(2.8)	0.0	0.0
存货	65.6	70.9	77.6	102.9	124.8	营运资金变化	85.6	(55.0)	(98.3)	(280.0)	(332.8)
其他流动资产	119.3	140.9	193.2	263.4	349.3	所得税	(30.1)	(69.7)	(84.0)	(113.0)	(277.5)
总流动资产	405.7	2,233.3	1,510.1	1,920.8	2,601.6	营运活动现金流	423.0	342.1	539.1	675.6	687.7
固定资产	357.3	495.8	1,646.2	1,881.6	1,843.5	资本开支	(173.0)	(238.7)	(1200.0)	(400.0)	(150.0)
联营公司投资	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	其他投资活动	(94.0)	(89.1)	0.0	0.0	0.0
其他固定资产	188.4	344.4	187.7	179.6	170.8	投资活动现金流	(267.1)	(327.7)	(1200.0)	(400.0)	(150.0)
总资产	951.3	3,073.5	3,344.0	3,982.0	4,616.9	负债变化	(14.8)	0.0	(30.0)	100.0	(100.0)
应付帐款	247.8	284.8	264.3	242.8	204.6	股本变化	(85.0)	0.0	(100.0)	0.0	0.0
短期银行贷款	0.0	100.0	0.0	0.0	0.0	股息	(0.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他短期负债	42.2	76.1	4.3	4.3	4.3	其他融资活动	69.8	1737.5	30.0	(100.0)	100.0
总短期负债	290.0	460.9	268.6	247.1	208.8	融资活动现金流	(30.5)	1737.5	(100.0)	0.0	0.0
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	现金变化	125.5	1751.8	(760.9)	275.6	537.7
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	期初持有现金	7.6	133.1	1,884.0	1,123.1	1,398.7
总负债	347.2	466.6	293.6	272.1	233.9	期末持有现金	133.1	1,884.0	1,123.1	1,398.7	1,936.5
少数股东权益	64.8	92.8	0.0	0.0	0.0	汇兑损失	0.0	(0.9)	0.0	0.0	0.0
股东权益	539.4	2,514.0	3,050.4	3,709.9	4,383.0						
每股账面值(港元)	0.41	1.75	1.70	2.13	2.59						
营运资金	115.7	1,772.3	1,241.5	1,673.8	2,392.8						

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。

©2010 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。