

买入

2023 年 12 月 20 日

牛卡纸市场创新者，三大板块协同效应，消费需求有望复苏

➤ **牛卡纸市场创新者，造纸到包装全面覆盖：**阳光纸业自 2000 年成立以来，已成为亚洲和全球重要的造纸企业之一，拥有超过 110 亿元总资产、5000 名员工和 30 多家子公司。公司专注于高端造纸市场，年造纸产能达到 230 万吨，在白面牛卡纸和涂布白面牛卡纸领域确立了领导地位。在技术创新方面，公司建立了技术中心和研究院，拥有 70 多项自主知识产权，通过创新的“以草代木”原料策略，成为了行业内技术和标准的主要制定者。销售网络广泛，涵盖国内 34 个分公司及多个国际市场。公司在数字化转型和智能制造方面处于行业前沿，同时通过业务扩展和战略投资，如进入高端瓦楞纸市场，引入香港纸源战略投资等，进一步巩固其行业领导地位。公司在产能规模、技术实力和市场扩张方面表现出色，展现了强大的竞争优势和增长潜力。

➤ **三大板块协同效应，客户质量优异，需求有望复苏：**公司通过其全面的业务布局涵盖造纸、包装及配套产业，形成了从原材料到成品的完整产业链。在造纸板块中，公司主要生产多种纸品，包括白面牛卡纸、涂布白面牛卡纸、瓦楞纸和特种纸等，其中涂布白面牛卡纸作为公司的创新产品，在中高端市场占据约 55% 的市场份额，而白面牛卡纸市场份额超过 30%。这些产品的市场优势为公司的稳定收入和增长提供了强有力的支持。与此同时，公司与蒙牛、伊利、百威啤酒等众多头部企业建立了深厚的合作关系，进一步巩固了其在食品饮料、医药、家电、新能源等行业的市场地位。尽管面临原材料价格波动和市场竞争，公司的财务状况保持稳健，具有良好的抗压能力。在下游市场需求和原材料供给方面，公司成功应对了挑战，并持续保持正向盈利。加之中国消费市场的复苏和包装行业的需求提升，为公司未来的业务增长提供了积极的市场环境。

➤ **产品优势、客户基础和产业链布局奠定长期增长基础，目标价 3.44 港元，首次覆盖并给予买入评级：**我们看好公司中长期增长前景，基于其产品多元化和精准市场定位，稳定的端客户群体，以及强大的产业链布局。公司在造纸和包装板块之间的弹性布局增强了其抗风险能力。结合对主要竞争对手的估值分析，预测公司在未来几年将保持稳定增长，我们按 7 倍的估值设定未来 12 个月的目标价为 3.44 港元，与现价相比，尚有 25.7% 的上升空间，我们首次覆盖公司并给予买入评级。

邹炜

852-25321597

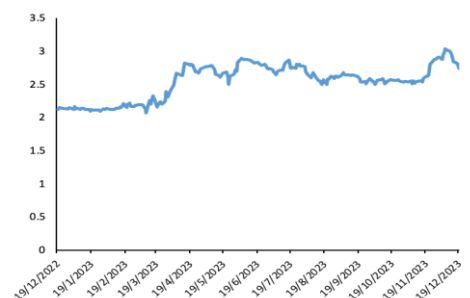
wilson.zou@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	原材料
股价	2.74 港元
目标价	3.44 港元 (+25.7%)
股票代码	2002
已发行股本	11.30 亿股
总市值	30.96 亿港元
52 周高/低	3.33 港元/1.84 港元
每股净资产	4.40 港元
主要股东	China Sunrise Paper Holdings Limited 33.24%

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测
收入(百万元)	7,982	9,538	9,117	10,099	11,281
变动(%)	19.6%	19.5%	-4.4%	10.8%	11.7%
归母净利润(百万元)	557	206	405	459	537
变动(%)	11.8%	-63.0%	96.9%	13.3%	17.0%
每股盈利(元)	0.63	0.20	0.40	0.45	0.53
变动(%)	3.3%	-68.0%	96.9%	13.3%	17.0%
市盈率@2.74港元(倍)	4.0	12.6	6.4	5.6	4.8
每股股息(港元)	0.16	0.00	0.00	0.00	0.00
息率(%)	5.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

股价表现


资料来源：公司资料，第一上海研究部预测

资料来源：Bloomberg

牛卡纸市场创新者，造纸到包装全面覆盖

阳光纸业是一家位于亚洲顶尖的造纸企业，拥有强大的技术实力和市场影响力，专注于多元化的纸品生产和销售，特别在白面牛卡纸和涂布白面牛卡纸领域占据主导地位。公司通过持续的技术创新、战略投资和市场扩张，成功巩固了其在纸张制造行业的领导地位，并积极推进数字化转型和低碳环保战略，展现了其在行业中的强大竞争优势和未来发展潜力。

阳光纸业（下称“公司”），成立于2000年底并于2007年在香港上市，已发展成为一家拥有5000名员工、30多家子公司以及超过110亿元总资产的大型企业。公司年造纸产能达到230万吨，成为亚洲在白面牛卡纸、涂布白面牛卡纸及纸管原纸生产方面规模大、设备能力强、产品档次高的生产基地之一，同时也是全球领先的预印产品基地。公司作为“以草代木”造纸原料创新途径的先行者，位列全国造纸行业前15强和全球造纸行业前75强。

公司建立了一个拥有近600名专业技术人员的技术中心和研究院，拥有70多项自主知识产权，其中包括60多项发明和实用新型专利。公司实验室通过了CNAS认证，并负责制定7套白面牛卡纸系列产品的行业国家标准。该公司被评为山东省制造业单项冠军企业，并入选工信部“绿色工厂”和“绿色设计产品”名单。

在销售网络方面，公司在国内设有34个销售分公司，并在北美、大洋洲、欧洲、东南亚、中东及日韩等国家拥有广泛的海外营销网络。公司与百威英博、青岛啤酒、蒙牛、伊利、统一、康师傅、娃哈哈、双汇、海信、海尔、联想、富士康等多家快速消费品和耐用消费品终端客户建立了战略合作关系。

公司在造纸行业率先实施信息化、供应链管理，并积极推进数字化转型，建立了新一代数字化运营管理平台、智能制造平台和大数据中台，成为行业5G+智能制造全连接工厂的典范，其转型成果被纳入清华大学经济管理学院的教学案例。为实现企业的转型升级，公司建设了阳光概念包装产业园、示范工厂和全球先进的预印生产线，推出了电商品牌“王的网”，并组建了全国性的包装产业联盟，为终端用户提供从造纸到物流配送的一站式阳光新概念包装解决方案。

公司以打造“中国造纸包装第一品牌”为愿景，聚焦于“碳达峰、碳中和”和“限塑令”，实施了“以草代木”原料制胜战略，并积极推进功能卡纸、智慧多式联运物流中心、生物基新材料研究院等项目，致力于科技创新、原料制胜、人才战略，实现产业规模化升级，并以创新、转型、开放、低碳的新步伐迈进新时代。

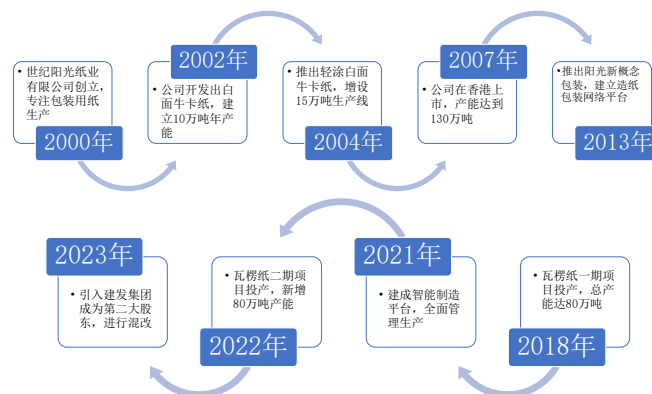
公司是牛卡纸细分领域的龙头，在涂布白面牛卡纸市场拥有显著的竞争优势，被工信部认证为涂布白面牛卡纸单项冠军，市场占有率约为55%。同时，在白面牛卡纸领域，公司也占据了约34%的市场份额，稳固了其在行业中的领导地位。此外，公司是国家制定的4套白面牛卡纸系列产品行业标准的主要制定者。

自2018年以来，公司拓展业务领域，进入瓦楞纸市场。目前，公司在高端瓦楞纸领域的总产能约为80万吨，这一数字在全国范围内处于前列。到2023年，公司进一步扩大其业务规模，公告了与厦门建发浆纸集团旗下的香港纸源有限公司的交易。根据该公告，公司拟出资认购香港纸源1.62亿股普通股。一旦本次交易完成，香港纸源将成为公司的第二大股东。这一系列的发展举措显示了公司在其业务领域内不断增强和扩展的能力，同时也表明公司在国内外市场的影响力和竞争力正日益增强。通过这些战略投资和市场扩张，公司进一步巩固了其在纸张制造行业的领导地位，并有望在未来继续增强其市场占有率和品牌影响力。

图表 1: 公司产品



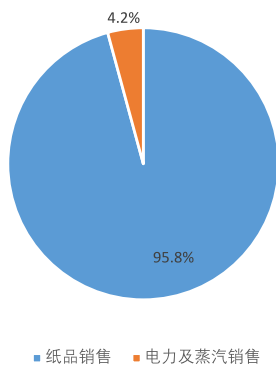
图表 2: 公司历史沿革



资料来源: 公司资料, 第一上海研究部整理

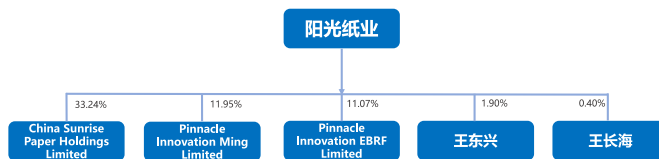
资料来源: 公司资料, 第一上海研究部整理

图表 3: 公司业务结构



资料来源: 公司资料, 第一上海研究部整理

图表 4: 公司股权架构



资料来源: 公司资料, 第一上海研究部整理

公司股权架构

公司的主要股东为 China Sunrise Paper Holdings Limited, 持有公司 33.24% 的股权。

公司财务规模

从2017年到2022年, 公司的营收显著增长, 从57.82亿元增长至95.38亿元, 年均复合增长率达到10.53%。这一增长主要得益于2021年和2022年公司瓦楞纸项目的放量, 促进了公司规模快速扩张。

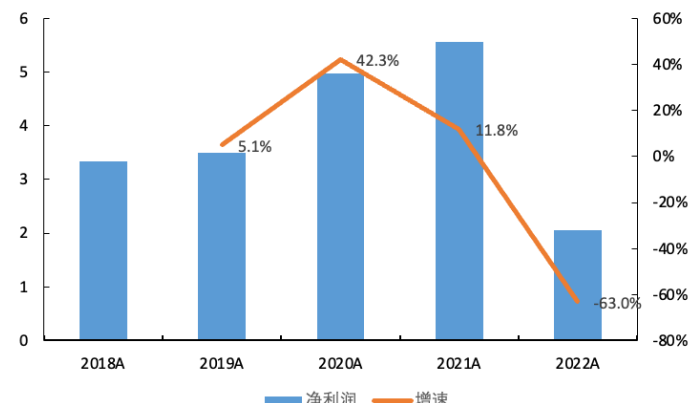
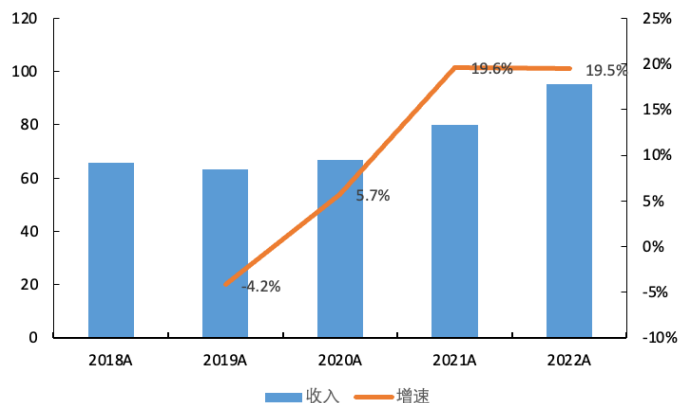
在净利润方面, 公司整体保持了稳定的增长态势。然而, 2022年公司的利润出现了下滑, 主要原因是疫情和地缘政治冲突的影响, 导致公司的原材料及能源成本大幅上涨。这种成本增加对公司的利润产生了压力。

但随着今年上半年原材料价格从高位回落, 市场需求回暖, 加上公司通过提高效率、优化成本结构以及调整销售策略等方式, 公司在业绩上重拾增长。根据公司2023年上半年公布的财报, 公司上半年实现收入42.08亿元, 同比减少4.25%, 归母净利润1.93亿元, 同比增长18.4%。

公司在面临市场挑战时表现出了一定的韧性和调整能力，展示了其作为行业领导者的稳健财务管理和市场适应性。

图表 5：公司营业收入及同比增速（亿元）

图表 6：公司归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

总产能国内领先，三大板块协同效应

阳光纸业在造纸、包装、和配套产业领域形成了全面的业务布局，拥有多元化的产品组合和强大的产能，确保了市场领先地位和业务的稳健增长，同时通过协同效应提高了整体运营效率和竞争力。

公司的业务布局涵盖三大主要板块：造纸、包装及配套产业，形成了一个涵盖原材料到下游包装和配套服务的完整产业链。

造纸板块是公司的核心业务之一，涉及多种纸品的生产和销售。该板块的主要产品包括白面牛卡纸、涂布白面牛卡纸、瓦楞纸、特种纸以及生物机械浆等。这些产品在市场上具有重要地位，为公司的稳定收入和增长提供了强有力的支持。公司纸品业务涵盖五大类：涂布白面牛卡纸、白面牛卡纸、纸管原纸、特种纸和瓦楞纸。在这些产品中，涂布白面牛卡纸是公司的首创产品，特别是 125g 低定量涂布白面牛卡纸，这是全球独有的产品，以其低克重和高强度相比竞争对手占有优势，显著减少了下游客户的原纸成本。自从公司成功研发后，这种产品迅速占据了中高端市场，目前市占率约为 55%，主要应用于乳制品、啤酒、饮料、食品和电器等包装领域。白面牛卡纸主要用于瓦楞纸箱的外层，适用于精美印刷和高环压强度的包装，市场占有率超过 30%。纸管原纸广泛用于高强度化纤管和工业纸管等，其质量指标稳定，已完全替代高档进口纸管原纸。特种纸包括装饰原纸、碳和纸、复合纸和牛皮纸袋纸等，用于各种下游产品的包装。公司的高强瓦楞纸主要用于生产高强瓦楞和异型瓦楞，具有高强度、高防水和低克重的特点。

公司目前总产能为 230 万吨，分布在多个细分板块，包括涂布白面牛卡纸产能 60 万吨、白面牛卡纸产能 40 万吨、特种纸/装饰原纸产能 15 万吨、纸管原纸产能 30 万吨、高级瓦楞纸产能 85 万吨。产品种类丰富，下游应用领域多元，总产能在国内造纸行业中处于前列。

包装产业是公司实现产业链纵向延伸和创造客户价值的重要板块，公司在包装产业领域具有一定的行业影响力和市场地位。

配套产业包括电力及蒸汽、物流、再生资源回收利用等业务。这些配套服务不仅为

造纸和包装业务提供支持，还增强了公司的业务多元化，有助于降低单一业务风险，提高整体运营效率。

这三大板块的相互协同不仅加强了公司在纸张制造和包装行业的综合竞争力，也为公司实现业务的稳健增长提供了坚实基础。通过整合和优化这些板块，公司能够更有效地应对市场变化，同时为客户提供更加全面和高质量的产品与服务。

图表 7：公司产能规模

产品种类	产能（万吨）
涂布白面牛卡纸	60
白面牛卡纸	40
装饰原纸	15
纸管原纸	30
高级瓦楞纸	85
产能合计	230

资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

客户质量优异，下半年消费需求有望复苏

阳光纸业通过其高端产品和强大的客户合作关系实现了业务增长和市场领导地位，尽管面临原材料价格波动和市场竞争，公司依然保持了良好的财务表现和强大的抗压能力。同时，公司积极应对市场变化和政策调整，借助中国消费市场的增长和数字化转型，展现了其业务的强劲前景和持续增长潜力。

公司的下游客户质量优秀，产品定位中高端，与多个头部企业，如蒙牛、伊利、百威啤酒、娃哈哈、农夫山泉、万通药业、海信、爱玛、雅迪和欧派等在食品饮料、医药、家电、新能源等行业建立了深厚的合作关系。

从业务角度分析，2022 年公司的白面牛卡纸和涂布白面牛卡纸营收稳中有升，为公司传统优势产品，业务稳步增长，成为公司增长的基石。纸管原纸和电力及蒸汽业务规模总体稳定，但由于动力煤价格大幅上涨，电力及蒸汽业务规模大幅增长。公司的专用纸品营收从 10.15 亿元增长至 20.75 亿元，年复合增长率为 15.38%，保持高速增长。2020-2022 年，随着公司两期瓦楞纸新项目投产，瓦楞纸业务迅速成长，成为公司新增长点，进一步丰富了公司在包装纸板块的产品矩阵。

与使用废纸浆为原材料的包装纸企业相比，公司的毛利率一直高于行业平均水平。近五年，公司、山鹰国际、太阳纸业、玖龙纸业、景兴纸业的毛利率平均值分别为 17.91%、15.65%、19.59%、16.96%、11.31%，公司保持在行业较高水平。

公司的期间费用中，销售费用率保持稳定，同时 2022 年管理费用率也大幅下降。财务费用率持续下降，从 2017 年的 4.37% 下降至 2022 年的 1.78%，对应财务费用从 2.53 亿元下降至 1.70 亿元，随着财务结构的优化，未来有望继续降低。

公司近几年净利率保持在 5% 以上，即使在 2022 年下游需求、原材料供给两端高压下，仍能保持正向盈利，显示出较高的抗压能力。

公司的主要生产原料是废黄板纸。今年上半年，废黄板纸价格延续了去年下半年以来的下跌趋势，根据卓创资讯的统计，同比跌幅约为 30%。此外，随着瓦楞纸进口零关税政策的实施，2 月份开始有大量进口瓦楞纸到港，这进一步对国内瓦楞纸市场价格构成压力。

今年废纸市场持续疲软的主要原因有三个：首先，废纸产业的供应过剩问题突出；其次，下游造纸企业利润承压，减少了对废纸的需求；第三，自今年 1 月 1 日起，中国对再生箱板纸及瓦楞原纸等纸品实施零关税，增加了进口瓦楞纸的积极性，进一步冲击国内市场。目前，市场预期未见明显改善，预计低价运行的情况将持续。

根据国家统计局的数据，今年上半年中国社会消费品零售总额达到 22.76 万亿元，同比增长 8.2%。其中，与公司下游相关性较高的餐饮业收入达到 2.43 万亿元，同比增长 21.4%；实物商品网上零售额为 6.06 万亿元，同比增长 10.8%，均高于平均增幅。此外，上半年快递业务量超过 600 亿件，同比增速超过 17%，有效地支撑了包装行业的需求。下半年，为了巩固经济复苏，提振消费仍将是重点。国家发改委发布了恢复和扩大消费的二十条措施。随着民生保障力度的增强和稳定就业情况的改善，需求环境有望得到改善，为提振消费创造良好环境。

图表 8：公司核心客户



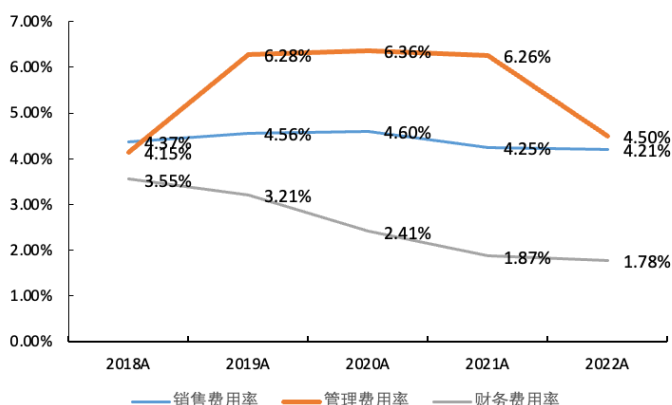
图表 9：白面牛卡纸应用场景



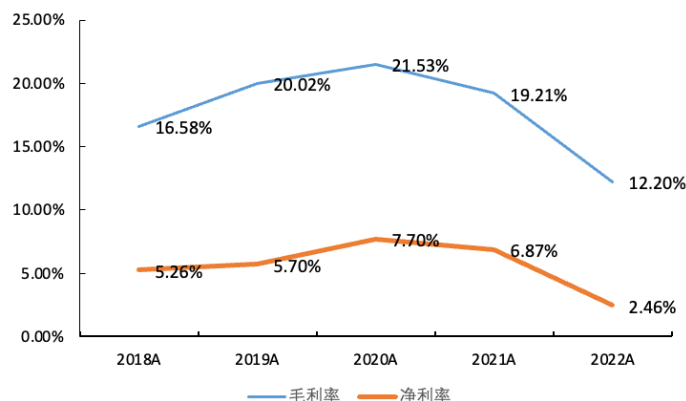
资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

图表 10：公司三项费用率



图表 11：公司毛利率和净利率



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

产品优势、客户基础和产业链布局奠定长期增长基础，目标价 3.44 港元

阳光纸业的中长期增长展望积极，基于其产品多元化、精准市场定位，稳定的端客户关系，以及强大的产业链布局和抗风险能力。这些因素共同为公司在竞争激烈的市场中提供了坚实的增长基础和业绩稳定性。

我们持续看好公司中长期的增长，主要基于以下几点核心逻辑：

首先是产品多元化和定位精准。公司拥有多样化的产品结构，核心产品定位于中高端市场，例如白面牛卡纸和涂布白面牛卡纸，公司在这一领域占据主导地位。特别是高级瓦楞纸，其“两高一低”的产品特性（高强度、高防水、低定量）使其成为大宗纸品中的精品。此外，公司近年来致力于特种纸品的研发和市场推广，进一步加强了产品的多元化。

其次是端客户的稳定性和需求刚性。公司的产品在啤酒、乳制品、家电等领域有广泛应用，与多个行业内的头部企业建立了合作关系。这些领域的市场集中度高，客户需求稳定，这有助于公司通过与大客户的合作实现共同成长。同时，由于这些领域主要是存量市场，市场竞争激烈，公司高性价比的产品成为下游客户提升竞争力的关键因素。

最后是强大的产业布局和抗风险能力。公司拥有从造纸到包装的完整产业链布局，这增强了其抗风险能力。在造纸环节和包装环节之间，利润往往呈现反向运动趋势。当上游原纸价格高利润足时，下游包装利润受压；相反，当上游原纸价格低利润少时，下游包装板块的利润潜力更大。这种上下游间的弹性更高，有助于公司在不同市场环境维持稳定的业绩。

综上所述，公司的产品优势、客户基础和产业链布局都为其提供了长期增长的坚实基础。

给予目标价 3.44 港元，相较于现价有 25.7% 的上升空间，首次覆盖给予买入评级。

公司在港股市场主要的对标公司有玖龙纸业、理文造纸和晨鸣纸业，这三家公司 2024 年平均估值约为 7 倍 PE 的水平，考虑到公司的产品优势、客户基础和产业链布局，我们认为公司将在未来几年具有一定成长性，保持稳定增长，我们给予公司 7 倍 PE 的估值中枢，并根据 2024 年的盈利预测，给予目标价 3.44 港元，相较于现价有 25.7% 的上升空间，首次覆盖给予买入评级。

图表 12: 可比公司相关情况

公司简称	代码	货币	股价	市值(亿)	EPS			PE			PB						
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E				
1	阳光纸业	2002 HK Equity	HKD	2.74	31	0.20	0.40	0.45	0.53	9.51	6.86	6.06	5.18	0.58	0.52	0.47	0.42
2	玖龙纸业	2689 HK Equity	HKD	3.82	179	0.70	0.10	0.46	0.58	8.10	34.30	7.56	6.00	N/A	0.36	0.34	0.33
3	理文造纸	2314 HK Equity	HKD	2.33	100	0.27	0.24	0.36	0.38	12.53	9.55	6.45	6.21	N/A	0.36	0.35	0.33
4	晨鸣纸业	1812 HK Equity	HKD	2.00	94	0.03	-0.30	-0.28	-0.26	72.80	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Average						0.33	0.02	0.18	0.23	31.14	21.92	7.01	6.11	N/A	0.36	0.34	0.33

资料来源: Bloomberg, 第一上海研究部整理

主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币千元, 每股除外>, 财务年度截至12/31						<人民币千元, 每股除外>, 财务年度截至12/31					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	7,982,231	9,538,229	9,116,876	10,098,729	11,280,525	盈利能力					
销售成本	(6,448,678)	(8,374,125)	(7,649,059)	(8,452,636)	(9,396,677)	毛利率 (%)	19.2%	12.2%	16.1%	16.3%	16.7%
毛利	1,533,553	1,164,104	1,467,817	1,646,093	1,883,848	EBITDA 利率 (%)	15.5%	9.5%	14.1%	13.8%	13.7%
						净利率 (%)	7.0%	2.2%	4.4%	4.5%	4.8%
销售开支	(339,582)	(401,795)	(384,046)	(425,406)	(475,189)	营运表现					
行政开支	(499,371)	(429,535)	(410,560)	(454,776)	(507,996)	SG&A/收入 (%)	10.5%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
财务费用	(149,220)	(169,344)	(183,407)	(179,739)	(176,144)	实际税率 (%)	26.6%	34.6%	34.6%	34.6%	34.6%
其他收益或损失	(82,832)	3,487	0	0	0	库存周转	0.0	44.4	50.0	50.0	50.0
其他收入	299,028	318,004	314,824	311,676	308,559	应付账款天数	0.0	54.6	45.0	45.0	45.0
营业外收支	207,527	222,421	216,745	214,577	212,431	应收账款天数	0.0	26.3	30.0	30.0	30.0
除税前利润	747,146	358,879	706,549	800,750	936,951	财务状况					
所得税	(198,752)	(124,334)	(244,785)	(277,421)	(324,608)	净负债/权益	1.84	1.88	1.66	1.51	1.38
年度利润	548,394	234,545	461,764	523,329	612,343	收入/总资产	0.72	0.79	0.74	0.78	0.83
股东利润	556,513	205,729	405,032	459,033	537,111	总资产/股本	2.92	2.96	2.74	2.60	2.47
少数股东利润	(8,119)	28,816	56,732	64,296	75,232	回报率 (%)					
折旧及摊销	342,124	382,638	400,036	414,983	428,812	ROE	16.1%	5.2%	9.4%	9.7%	10.3%
EBITDA	1,238,490	910,861	1,289,992	1,395,471	1,541,907	ROA	5.4%	1.8%	3.3%	3.6%	4.1%
增长						股息支付率	23.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
总收入 (%)		19%	-4%	11%	12%						
EBITDA (%)		-26%	42%	8%	10%						
每股收益 (%)		-68%	97%	13%	17%						
资产负债表						现金流量表					
<人民币千元, 每股除外>, 财务年度截至12/31						<人民币千元, 每股除外>, 财务年度截至12/31					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	1,088,205	900,711	1,047,816	1,157,895	1,287,216	税前盈利	747,146	358,879	706,549	800,750	936,951
应收账款	527,742	630,665	749,332	830,033	927,166	折旧和摊销	(342,124)	(382,638)	(400,036)	(414,983)	(428,812)
存货	1,088,205	900,711	1,047,816	1,157,895	1,287,216	营运资金变化	1,289,956	996,352	1,231,142	1,352,416	1,485,839
其他流动资产	1,447,666	2,313,264	1,937,701	2,015,847	2,160,405	其他	6,033	(294,572)	(430,688)	(91,708)	(110,066)
总流动资产	4,151,818	4,745,351	4,782,666	5,161,670	5,662,004	营运活动现金流	1,067,043	546,399	555,669	983,288	1,051,165
固定资产	5,185,234	5,418,346	5,618,310	5,803,328	5,974,515	资本开支	(512,620)	(327,007)	(600,000)	(600,000)	(600,000)
无形资产	276,966	529,662	529,662	529,662	529,662	其他投资活动	(874,184)	(805,640)	58,850	43,054	56,068
其他长期资产	1,414,260	1,411,065	1,411,065	1,411,065	1,411,065	投资活动现金流	(1,386,804)	(1,132,647)	(541,150)	(556,946)	(543,932)
总资产	11,028,278	12,104,424	12,341,703	12,905,725	13,577,246	借款变化	401,430	479,560	(59,570)	(58,379)	(57,211)
						其他融资活动	134,635	127,988	(183,407)	(179,739)	(176,144)
短期银行贷款	1,728,089	1,620,969	1,456,054	1,555,125	1,671,513	融资活动现金流	536,065	607,548	(242,977)	(238,117)	(233,355)
其他短期负债	2,213,223	2,047,827	2,006,870	1,966,733	1,927,398	现金变化	216,304	21,300	(228,458)	188,225	273,879
总短期负债	1,941,288	2,313,932	2,313,932	2,313,932	2,313,932	汇兑损益	0	307	0	0	0
长期借款	536,901	930,673	912,060	893,818	875,942	期初持有现金	613,268	829,572	851,179	622,721	810,946
其他负债	524,206	765,093	765,093	765,093	765,093	期末持有现金	829,572	851,179	622,721	810,946	1,084,825
总负债	6,943,707	7,678,494	7,454,009	7,494,701	7,553,879						
少数股东权益	304,974	334,003	390,735	455,031	530,263						
股东权益	3,779,597	4,091,927	4,496,959	4,955,993	5,493,104						
负债权益合计	11,028,278	12,104,424	12,341,703	12,905,725	13,577,246						

资料来源: 公司资料, 第一上海研究部整理

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，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，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，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。