

买入

2024年6月21日

黄金行业优质高成长公司，增长潜力巨大，目标价 17.46 港元

- 业绩高速增长：**公司 2023 年全年实现销售收入 84.24 亿人民币（下同），较去年增长 6.82%；实现毛利 33.70 亿，同比增长 26.90%；毛利率为 40.1%，同比增长 6.33 个百分点；实现归母净利润 6.86 亿元，同比增长 70.77%，业绩实现大幅增长。2023 年全年公司完成黄金产量 24.68 吨，同比下滑 9.75%；其中实现矿产金 17.58 吨，同比下降 8.63%，冶炼加工金为 7.11 吨，同比下滑 12.39%。矿产金产量下滑主要是因为公司买断金减少所导致。
- 海域金矿未来可期：**海域金矿从 2019 年 7 月取得采矿许可证后正式开工建设，截至目前，海域金矿项目仍处于项目建设阶段，按照项目规划，海域金矿将于 2025 年实现初步建成。该项目采用地下开采，拟采用粗碎-半自磨+顽石破碎-浮选流程，选矿回收率预计可以达到 97%，采选规模为 396 万吨矿石/年，项目总投资约为 60 亿元人民币。在整体投产达产后，预计海域金矿可以实现年产矿产金 15-20 吨。
- 成功收购铁拓矿业，资源储量进一步增加：**6 月 6 日，澳交所发布公告，称铁拓矿业将于当日交易结束时从澳交所正式名单中退市除名，这标志着招金矿业全面要约收购铁拓矿业的顺利落地。其旗舰资产是位于西非科特迪瓦的阿布贾金矿。该金矿有望成为全球重要产金区域西非的 20 大金矿之一，矿权面积 1,114 平方公里，拥有黄金储量 136 万盎司，资源量 383 万盎司，目前已勘探面积不足 10%，未来探矿前景巨大。阿布贾金矿已于 2023 年 7 月达产，2023 年全年产量约 9.4 万盎司，这也预示公司资源储量得以进一步增加。
- 看好公司未来发展，目标价 17.46 港元，首次覆盖并给予买入评级：**我们预测公司 2024-2026 年的收入分别为 103.20 亿人民币、130.90 亿人民币和 157.66 亿人民币，归属于母公司的净利润分别为 10.58 亿人民币、16.97 亿人民币和 21.37 亿人民币。基于高企的黄金价格以及公司未来黄金产能的持续释放，我们给予公司未来 12 个月的目标价为 17.46 港元，对应 2025 年的 35 倍 PE 估值中枢，较现价有 27.60% 的上涨空间，首次覆盖，给予买入评级。
- 风险因素：**黄金价格波动、矿山建设不及预期、美联储降息时点拖后

许尚青

+852-25321539

tim.xu@firstshanghai.com.hk

陈晓霞

(852)25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	有色金属
股价	13.68 港元
目标价	17.46 港元 (+27.60%)
股票代码	1818
总股本	34.02 亿股
总市值	465.45 亿港元
52 周高/低	15.40 港元/7.04 港元
每股净资产	6.60 港元
主要股东	招金集团 37.15% 紫金矿业 20%

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入(千元人民币)	7,885,557	8,423,618	10,320,723	13,090,538	15,766,654
变动(%)	15%	7%	23%	27%	20%
归母净利润(千元人民币)	401,952	686,430	1,058,323	1,697,092	2,137,792
变动(%)	N/A	70.8%	54.2%	60.4%	26.0%
每股盈利(元人民币)	0.07	0.14	0.31	0.50	0.63
变动(%)	600.0%	100.0%	122%	60%	26%
市盈率@13.68港元	181.7	90.9	40.9	25.5	20.2
每股股息(元人民币)	0.04	0.04	0.06	0.10	0.13
息率(%)	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%

资料来源：公司资料，第一上海预测

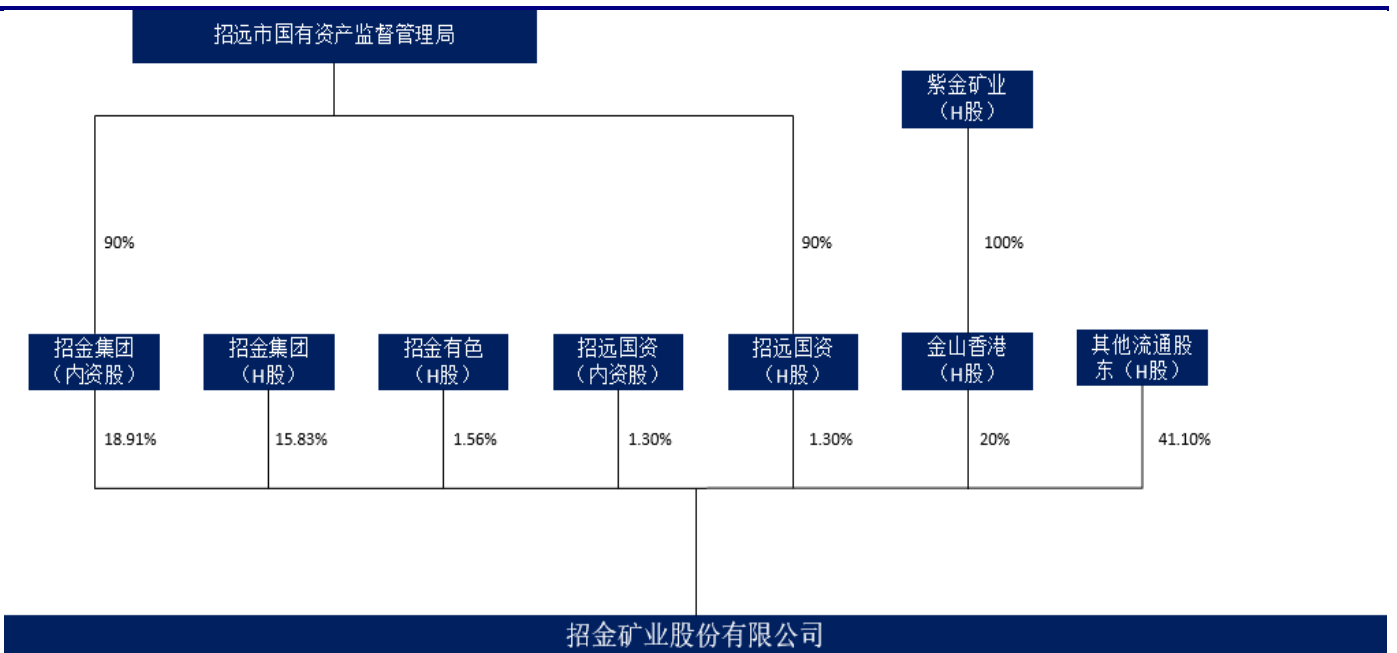
股价表现


资料来源：彭博

黄金行业优质高成长公司

招金矿业股份有限公司（以下简称“公司”）（股份代号：1818.HK）是经山东省人民政府批准，由山东招金集团有限公司、上海复星产业投资有限公司、上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司、深圳市广信投资有限公司及上海老庙黄金有限公司共同以发起方式设立，于2004年4月16日在中华人民共和国注册成立的一家股份有限公司，已成功地于2006年12月8日在香港联合交易所有限公司主板上市。公司是一家集勘探、开采、选矿及冶炼营运于一体，专注于开发黄金产业的综合性黄金生产商和黄金冶炼企业。公司位于中国山东省胶东半岛的招远市。这里资源丰富，地理位置得天独厚，黄金开采历史悠久，根据中国黄金协会提供的数据，招远市黄金资源约占中国总剩余黄金资源的十分之一，是国内重要的黄金生产基地和民族黄金工业发祥地，被中国黄金协会命名为“中国金都”。

图表 1：股东持股情况（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

主要股东

公司实控人为招远市国有资产监督管理局，通过招金集团有限公司实现对公司的控股权。招金集团直接间接共计持有公司 37.15% 股权。除此之外，紫金矿业（代码 2899.HK）通过旗下公司金山香港持有公司 20% 股权，是公司第二大股东，其他流动股东占有公司 41.10% 股权。

山东招金集团有限公司（以下简称集团）始建于 1974 年，位于中国金都——山东省招远市，是一家以矿业链、深加工产业链为核心，金融产业、环保产业、教育产业协同发展的大型综合性集团公司，公司旗下拥有全资子公司 6 户，控股及实际控制企业 12 户，参股公司 8 户，公司旗下的招金矿业股份有限公司于 2006 年 12 月 8 日在香港主板市场成功上市（股份代号：1818.HK）。

图表 2：公司发展历程



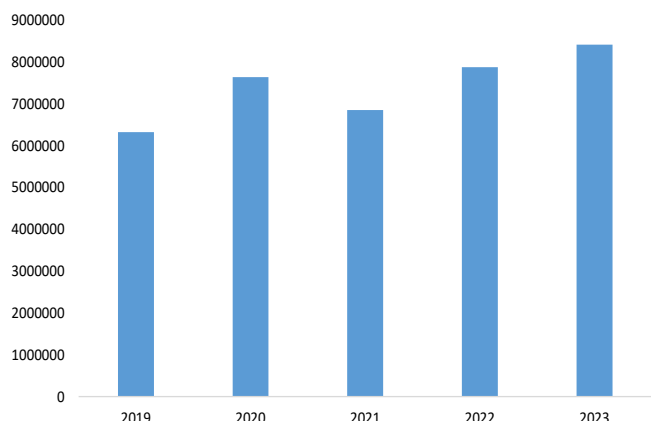
资料来源：公司公告，第一上海研究部整理

经营业绩

公司 2023 年全年实现销售收入 84.24 亿人民币（下同），较去年增长 6.82%；实现毛利 33.70 亿，同比增长 26.90%；毛利率为 40.1%，同比增长 6.33 个百分点；实现归母净利润 6.86 亿元，同比增长 70.77%，业绩实现大幅增长。2023 年全年公司完成黄金产量 24.68 吨，同比下滑 9.75%；其中实现矿产金 17.58 吨，同比下降 8.63%，冶炼加工金为 7.11 吨，同比下滑 12.39%。矿产金产量下滑主要是因为公司买断金减少所导致。

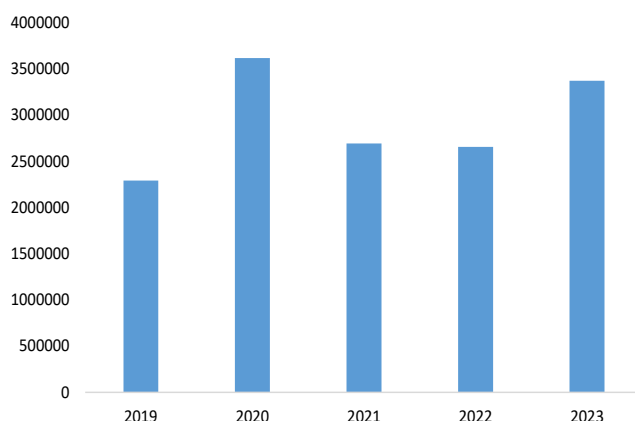
2024 年一季度，公司实现营业收入 19.81 亿元，同比增长 13.94%；实现毛利 8.34 亿，同比增长 40.4%；毛利率为 42.09%，同比增长 7.92 个百分点；实现归母净利润 2.21 亿，同比增长 124.3%，主要得益于进入 2024 年以来基于降息预期加强导致的黄金价格大幅度上涨。

图表 3:近五年公司收入（人民币千元）



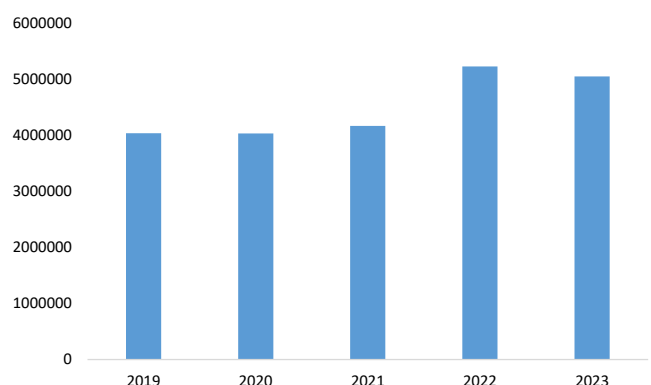
资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

图表 4: 近五年公司毛利（人民币千元）



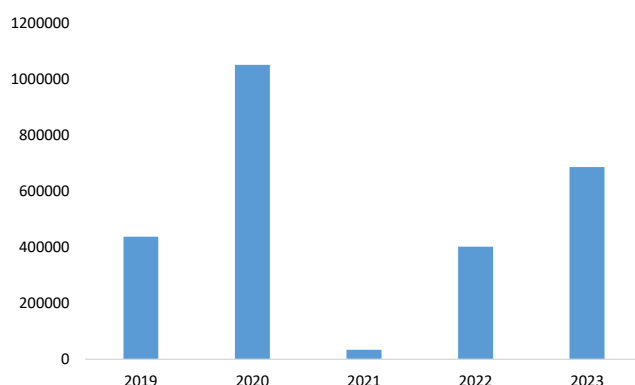
资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

图表 5:近五年公司销售成本（人民币千元）



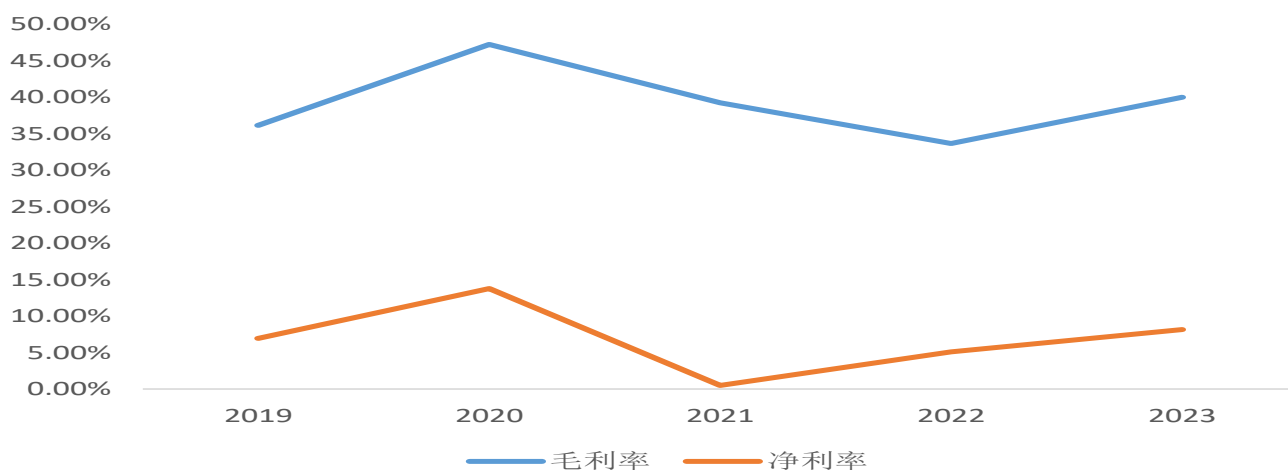
资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

图表 6: 近五年公司归母净利润（人民币千元）



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

图表 7: 近五年毛利率及净利润率走势



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

主营业务

公司发源于招远地区，截至目前，公司资产已经遍布中国主要产金区域，包括山东、甘肃、新疆、内蒙古以及辽宁等省份。境外资源位于厄瓜多尔以及加拿大等区域，公司是集勘探、开采、选矿以及冶炼营运为一体的综合性黄金生产商，主要产品为“9999金”以及“9995金”标准金锭。

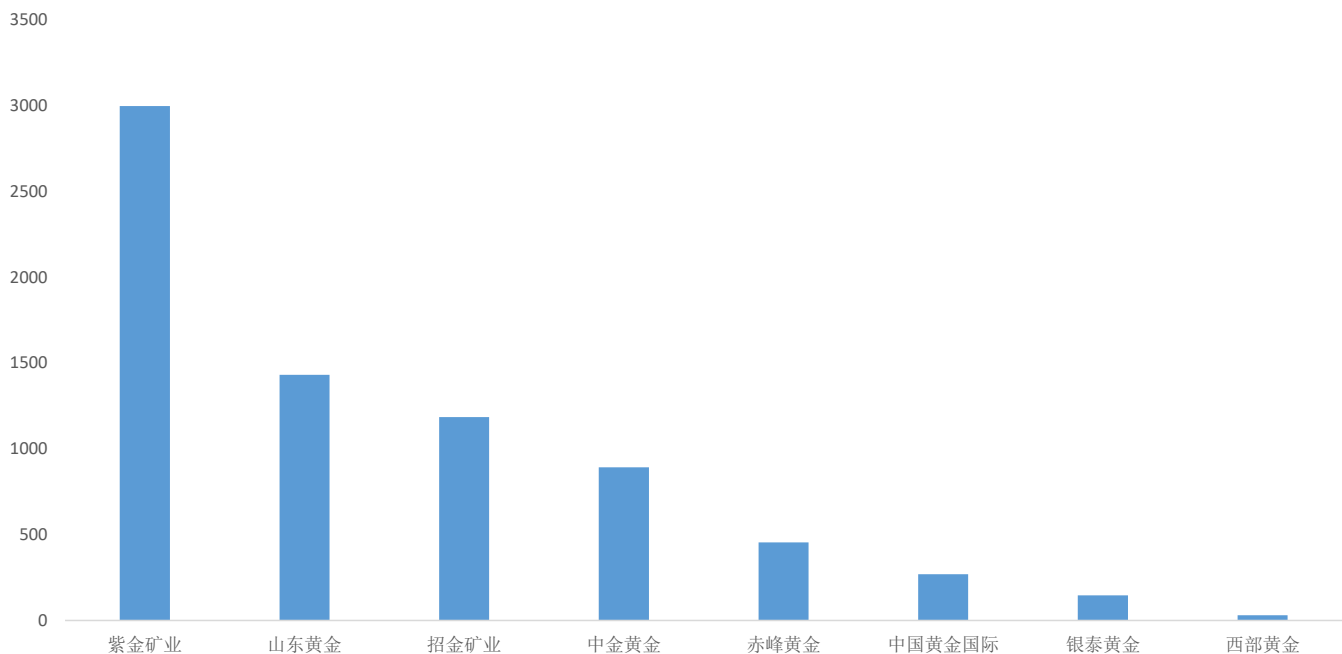
在手黄金资源量

截止 2023 年 12 月 31 日止年度，根据 JORC 规范标准，公司一共拥有约 1185 吨黄金矿产资源量以及 472 吨可采黄金储量，在上市黄金企业中排在第三，资源储量位于行业前列，拥有规模优势。

在手矿山

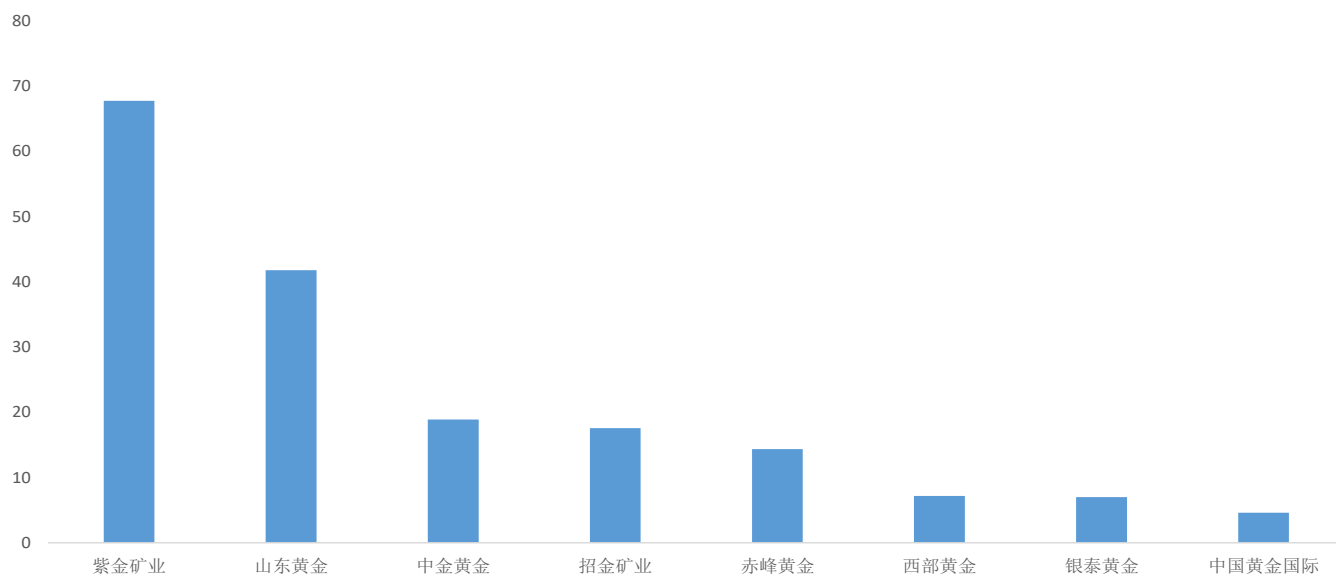
截至 2023 年 12 月 31 日止年度，公司旗下一共拥有 24 座矿山，其中资源量较大的矿山有夏甸金矿、蚕庄金矿、大尹格庄金矿、海域金矿、早子沟金矿、招金白云、青河矿业等。

图表 8: 黄金上市公司黄金资源量情况（吨）（截止 2023 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，第一上海研究部整理

图表 9: 黄金上市公司矿产金产量情况（吨）（截止 2023 年 12 月 31 日年度）

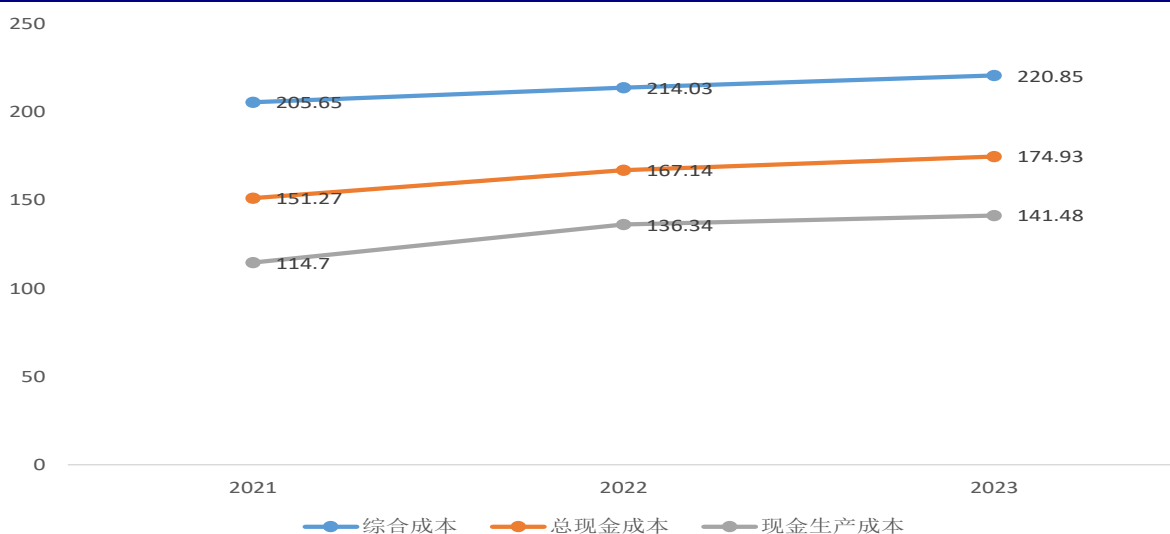


资料来源：公司公告，第一上海研究部整理

主营业务成本情况

从成本角度来看，公司 2023 年黄金开采现金生产成本为 141.48 元人民币/克，同比提升 3.77%；黄金总现金成本为 174.93 元/克，同比提升 4.66%；黄金综合成本为 220.85 元/克，同比提升 3.18%。尽管近三年公司主营业务呈现抬升的态势，主要是通胀以及黄金价格走高等因素带来的全行业成本的提升，公司的克金成本控制情况依然处于行业领先地位。

图表 10: 2021-2023 年公司黄金现金生产成本，总现金成本及综合成本（人民币/克）



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

海域金矿未来可期

在 2015 年以及 2022 年，公司分两次收购瑞海矿业共计 70% 股权，成功收购位于山东莱州的中国最大的单体金矿-海域金矿，根据 JORC 标准，海域金矿拥有探明+控制+推断黄金资源量总计 562.37 吨，拥有可采黄金储量 212.21 吨，是目前中国最大的单体金矿，拥有巨大的资源量以及优秀的开采品味，截至目前，海域金矿平均品位为 4.42 克/吨，属于资源禀赋极其优秀的黄金资源。目前海域金矿矿体勘探范围内深部仍未封闭，探矿增储的潜力仍然显著。

于此同时，在 2022 年，紫金矿业通过协议转让的方式，出资 39.845 亿元，收购山东瑞银矿业 30% 股权，进而成为海域金矿第二大股东，于此同时，紫金矿业以 40.63 亿人民币的代价，通过购买豫园旗下的招金矿业 20% 股份成为招金矿业第二大股东，进而拥有共计 44% 的海域金矿所有权，目前招金矿业以及紫金矿业在海域金矿的开发建设过程中正充分发挥各自优势进行协同开发。

图表 11: 海域金矿



资料来源：网上资料，第一上海研究部整理

海域金矿从 2019 年 7 月取得采矿许可证后正式开始建设，截至目前，海域金矿项目仍处于项目建设阶段，按照项目规划，海域金矿将于 2025 年实现初步建成。该项目采用地下开采，拟采用粗碎-半自磨+顽石破碎-浮选流程，选矿回收率预计可以达到

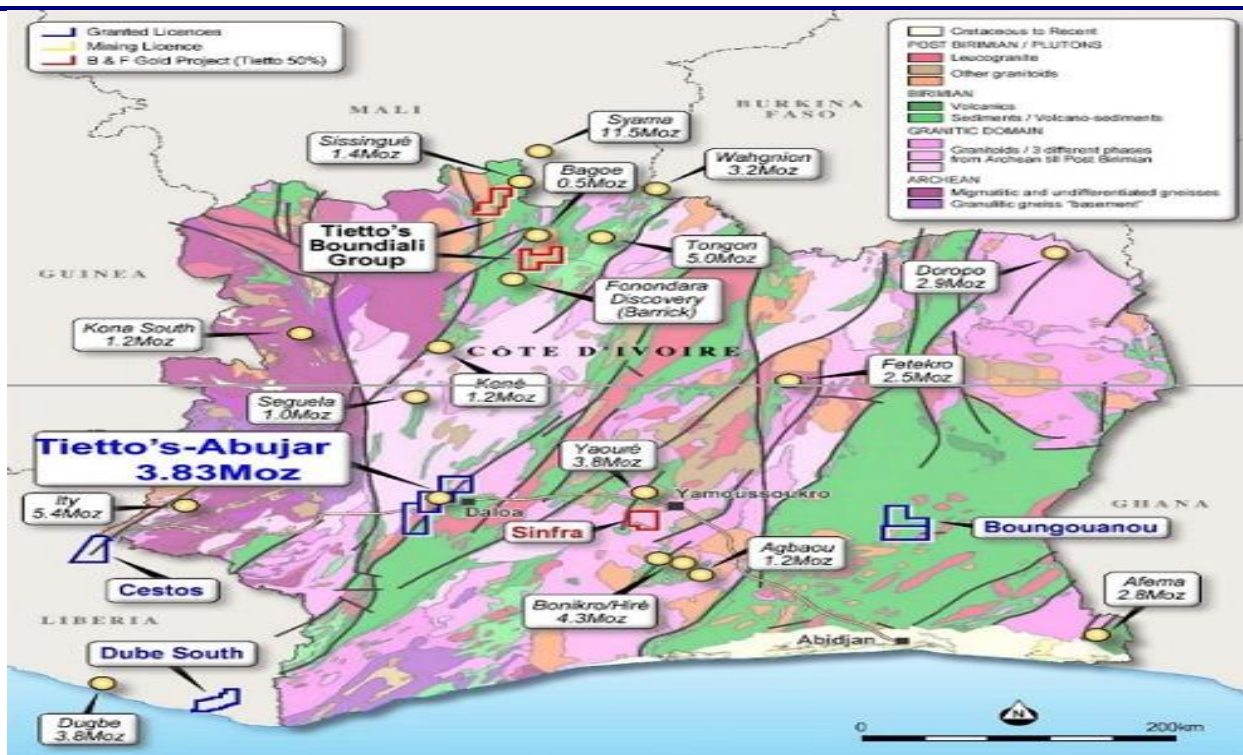
97%，采选规模为396万吨矿石/年，项目总投资约为60亿元人民币。在整体投产达产后，预计海域金矿可以实现年产矿产金15-20吨，届时将成为国内最大的黄金矿山。

成功完成铁拓矿业要约收购，黄金资源储量进一步提升

公司于2023年10月30日公告拟以每股0.58澳元的价格发起对澳大利亚上市企业铁拓矿业全部股份进行有条件要约收购。在今年6月6日，澳交所发布公告，称铁拓矿业将于当日交易结束时从澳交所正式名单中退市除名，这标志着招金矿业全面要约收购铁拓矿业的顺利落地。整个收购自2023年10月30日发起要约，历时7个多月，总交易代价约5亿美元，成为近10年来中资企业对澳洲上市矿业公司最大的并购交易，也是全球范围内首例中国矿业公司成功强制要约收购的标志性交易。

铁拓矿业成立于2010年，并于2018年在澳交所上市，其旗舰资产是位于西非科特迪瓦的阿布贾金矿。该金矿有望成为全球重要产金区域西非的20大金矿之一，矿权面积1,114平方公里，拥有黄金储量136万盎司，资源量383万盎司，目前已勘探面积不足10%，未来探矿前景巨大。阿布贾金矿已于2023年7月达产，2023年全年产量约9.4万盎司。经初步测算，此次收购将大幅提升招金矿业竞争实力，黄金资源量和自产金产量将提升约9%和20%。

图表 12: 阿布贾金矿



资料来源：网上资料，第一上海研究部整理

黄金行业分析

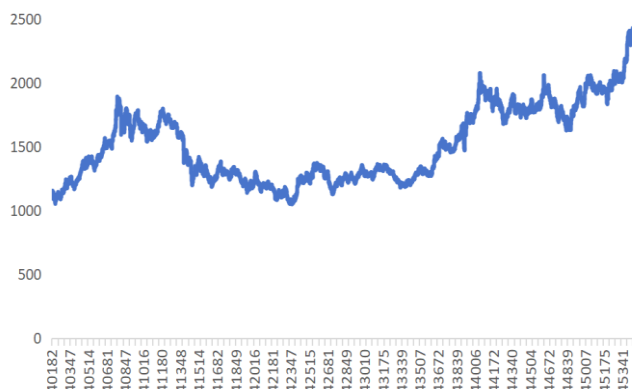
2023 年全年国际黄金现货均价为 1940.54 美元/盎司，创下历史新高，相比 2022 年上涨了 8%。国际黄金现货价于 2023 年 3 月出现加速上涨态势，国际黄金现货价一度从 1800 美元/盎司攀升至接近 2050 美元/盎司的高位，随后进入下行震荡趋势，进入 2023 年第四季度以来，美国通胀数据的环节叠加巴以新一轮冲突爆发，降息预期增强叠加地缘政治风险加剧推动了黄金价格大幅上涨。进入 2024 年 3 月，基于降息预期的发酵，黄金价格持续拉升，一度突破 2400 美元/盎司的历史高点。尽管近期因通胀数据不及预期，降息预期有所延后，黄金价格迎来调整，但仍处于高位运行，截至目前，国际黄金现货价格为 2341.26 美元/盎司，相比年初仍有较大幅度的涨幅。

图表 13: 2010-2024 伦敦黄金现货价 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 第一上海

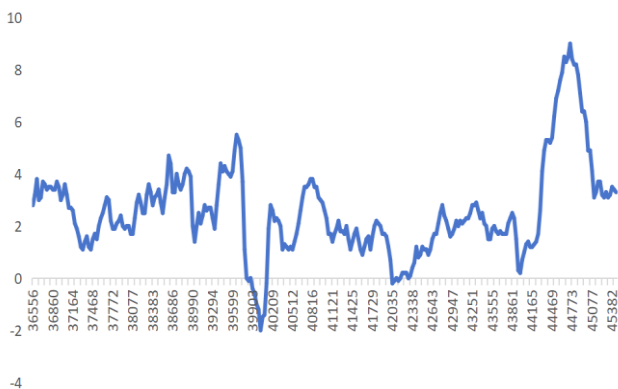
图表 14: 2010-2024 COMEX 黄金期货价 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 第一上海

近期美国劳工局公布了 5 月通胀数据，美国 5 月 CPI 同比增长 3.3%，低于前值的 3.4%；核心 CPI 同比增长 3.4%，低于前值的 3.6%；尽管仍低于美联储 2% 的通胀目标，但近期 CPI 的环比同比增速下滑也表明通胀已经在逐步降温，距离降息再进一步。

图表 15: 美国 CPI (同比) (%)



资料来源: Wind, 第一上海

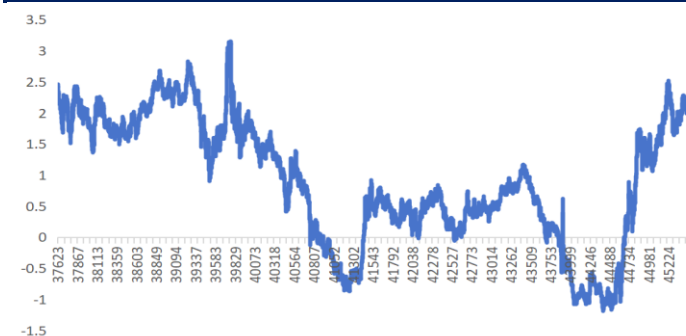
图表 16: 美国核心 CPI (同比) (%)



资料来源: Wind, 第一上海

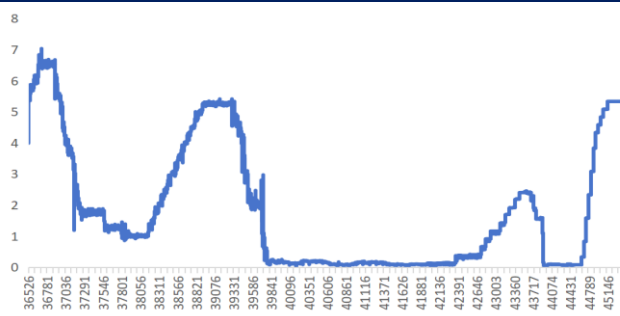
从美国通胀指数国债（TIPS）以及美国有效联邦基金利率（EFFR）来看，各项利率已经接近上一轮加息周期高点，因此我们认为美国持续维持高利率环境的可能性较小，降息周期已经接近。

图表 17: 美国通胀指数国债(TIPS)10年 (%)



资料来源: Wind, 第一上海

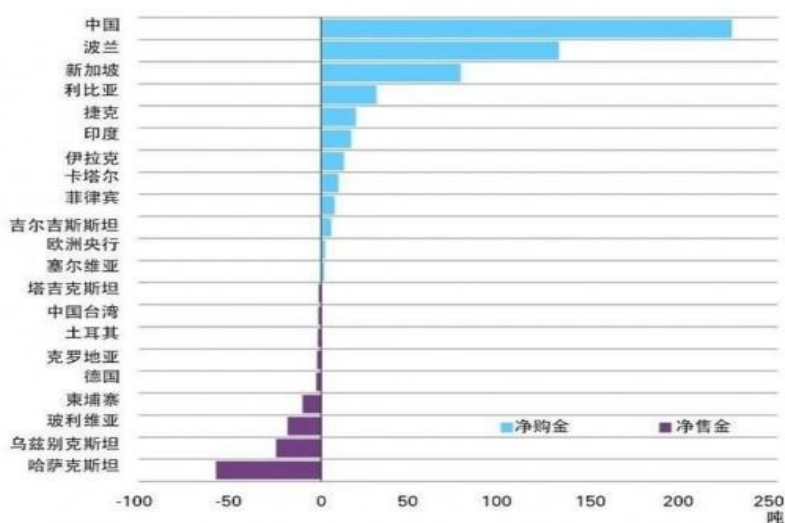
图表 18: 美国有效联邦基金利率(EFFR) (%)



资料来源: Wind, 第一上海

于此同时，央行购金已经成为黄金价格的又一有力推动，尽管 2022 年全年央行购金创下历史记录 1082 吨，2023 年央行购金规模依旧惊人。1 月 31 日，世界黄金协会发布的最新《全球黄金需求趋势报告》显示，2023 年全年全球央行购买黄金规模达到 1037 吨，创下历史第二高位，仅比 2022 年减少 45 吨。我们认为全球央行对于黄金的持续增持是对国际形式不确定性加剧叠加去美元化需求产生而带来的迫切需求，持续的央行购金行为也将成为黄金价格的有力支撑。

图表 19: 2023 年全年各国央行黄金购买量（吨）



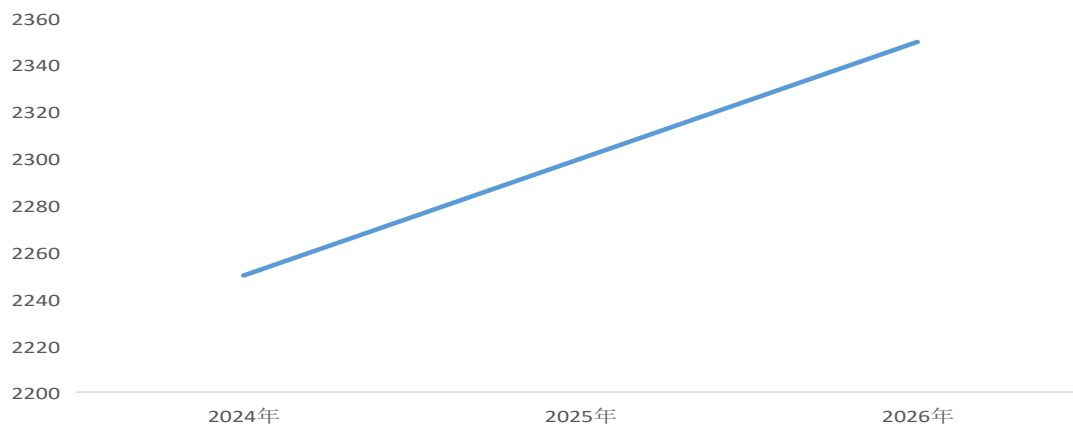
资料来源: 世界黄金协会, 第一上海研究部整理

随着美国 CPI 同比增速持续下降，通胀见顶以及降息的预期持续加强。我们认为 2024 年黄金价格的上行通道将得以开启，黄金价格的上行阻力将得到缓解。于此同时，随着经济衰退预期的增强叠加地缘政治的不确定性，黄金作为优秀的避险工具仍然拥有强有力的支撑，我们预计 2024 年黄金价格有望走上震荡向上的上行通道。

盈利预测与财务分析

结合目前美国加息周期进入尾声、降息周期将至的预测，我们预测黄金价格将在 24-26 年维持高位运行，我们预测 24 年、25 年、26 年黄金实现价格分别为 2250、2300、2350 美元/盎司。

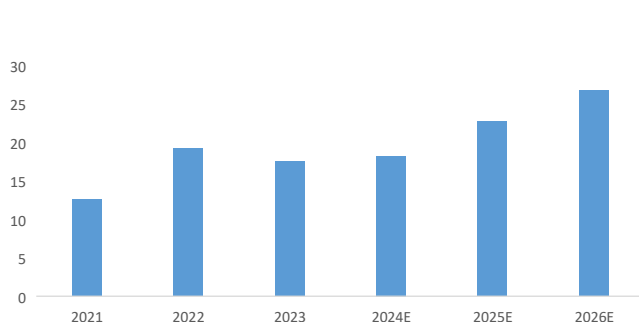
图表 20: 预计 2024-2026 年黄金价格（美元/盎司）



资料来源：第一上海预测

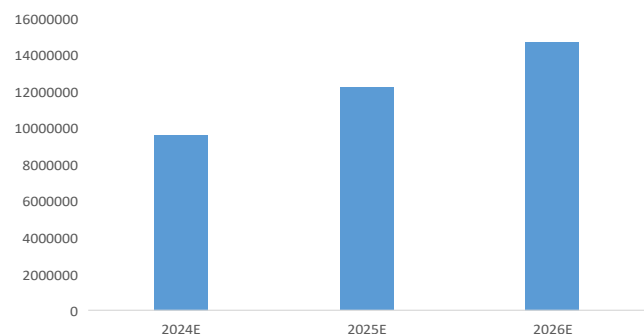
公司的收入与净利润与金价高度相关，根据金价预测趋势，我们预测 24 年、25 年、26 年矿产金收入分别为 96.25、122.08、147.04 亿人民币。24 年、25 年、26 年实现销售收入分别为 106.35、134.90、162.47 亿人民币元。受益于公司严格的成本控制，毛利分别为 44.68、57.65、70.38 亿人民币，毛利率为 43.29%、44.04%、44.64%。

图表 21: 矿产金产量预测（吨）



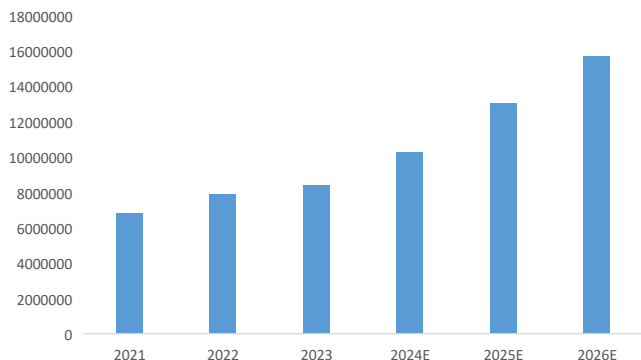
资料来源：第一上海预测

图表 22: 矿产金收入预测（人民币千元）



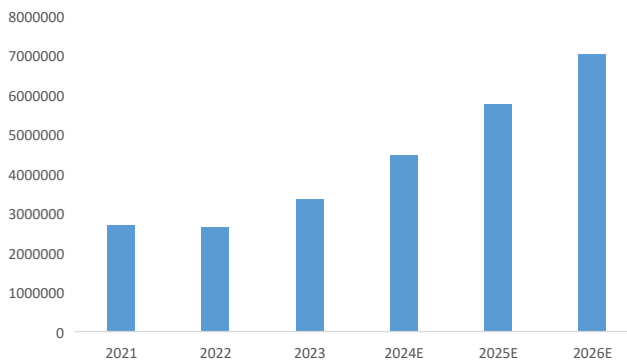
资料来源：第一上海预测

图表 23:收入 (人民币千元)



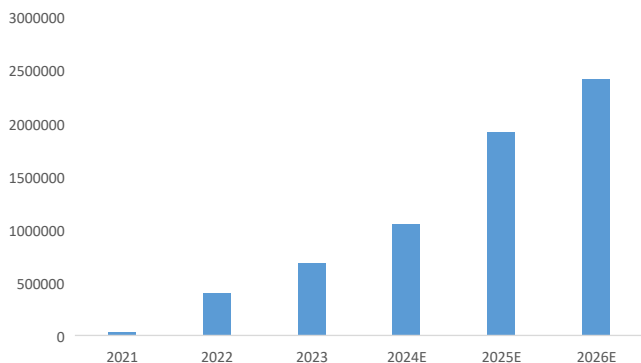
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 24: 毛利 (人民币千元)



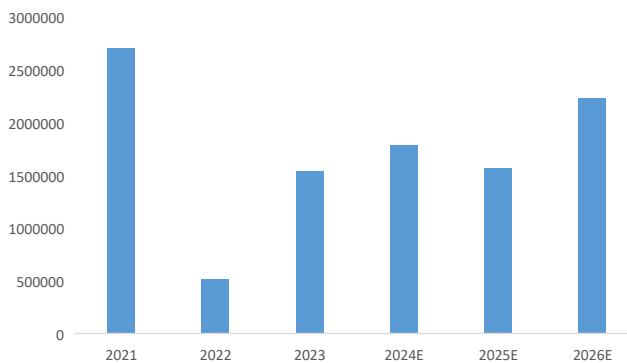
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 25:净利润 (人民币千元)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 26:经营性现金流 (人民币千元)



资料来源: 公司资料, 第一上海

看好公司未来发展, 目标价 17.46 港元, 给予买入评级

给予公司未来 12 个月的目标价为 17.46 港元

我们预测公司 2024-2026 年的收入分别为 103.20 亿人民币、130.90 亿人民币和 157.66 亿人民币, 归属于母公司的净利润分别为 10.58 亿人民币、16.97 亿人民币和 21.37 亿人民币。基于高企的黄金价格以及公司未来黄金产能的持续释放, 我们给予公司未来 12 个月的目标价为 17.46 港元, 对应 2025 年的 35 倍 PE 估值中枢, 较现价有 27.60% 的上涨空间, 首次覆盖, 给予买入评级。

图表 27: 同类公司估值情况

股票代码	公司	YTD变化 2024.06.2-2023.12.3	市值	市盈率	净利润率	收入						净利润				PE					PB												
						净利率	FY2021A	FY2022A	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E	5年CAGR	FY2021A	FY2022A	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E	3年CAGR	FY2021A	FY2022A	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E							
						亿港币	百万港币						百万港币																				
1818.HK	招金矿业	13.7	41.5%	465.4	40.0	17.3	8.1	8,267.0	9,182.0	9,312.0	10,804.0	13,198.0	17,320.0	17.0%	40.6	468.0	758.9	1,581.0	2,121.0	2,771.0	20.6%	542.0	62.4	63.0	35.0	25.0	17.3	1.5	2.1	2.4	2.1	2.0	1.9
2899.HK	紫金矿业	16.7	32.4%	4,385.9	15.8	10.8	7.2	271,305.0	314,780.0	324,370.0	361,769.0	375,616.0	394,880.0	3.0%	18,889.0	23,337.0	23,348.0	30,763.0	39,018.0	46,652.0	14.9%	12.6	12.3	14.5	18.6	11.5	7.9	2.8	2.8	2.8	3.2	2.7	1.8
1787.HK	山东黄金	16.0	8.9%	716.6	14.6	8.3	3.8	40,900.0	58,577.0	65,531.0	75,345.0	82,431.0	87,483.0	5.1%	-233.0	1,389.0	2,506.0	4,336.0	5,578.0	6,991.0	17.3%	NA	100.0	57.2	32.8	24.9	22.1	3.7	2.6	3.1	3.6	3.2	3.1
2099.HK	中国黄金国际	53.4	59.7%	211.5	17.5	7.0	NA	8,840.0	8,652.0	3,596.0	6,063.0	8,368.0	9,938.0	17.9%	2,078.0	1,744.0	-199.0	1,335.0	2,523.0	3,702.0	40.5%	4.0	5.2	NA	15.9	8.4	7.3	0.6	0.6	1.0	1.5	1.4	1.2

资料来源: 第一上海预测

风险因素

黄金价格波动

公司的收入主要依靠黄金的开采、冶炼和销售，所以黄金价格的波动将对公司业绩将形成显著影响，黄金作为贵金属，其价格与宏观环境以及货币政策息息相关，因此黄金价格的波动时常难以预测。

矿山建设不及预期

公司的新增矿产金产能主要依靠对于新矿山的建设，因为矿山的建设存在不确定性，因此投产时间可能与预期的时间表相悖，矿山的建设投产不及预期也将对公司产量形成影响。

美联储降息时点拖后

尽管美联储加息周期已经进入尾声，然而美联储降息时间仍不确定，高利率的环境可能持续较长时间，对黄金的价格将产生压制。

主要财务报表

财务报表摘要

损益表							财务分析						
<人民币千元>, 财务年度截至12/31							<人民币千元>, 财务年度截至12/31						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
收入	6,859,446	7,885,557	8,423,618	10,320,723	13,090,538	15,766,654	盈利能力						
销售成本	-4,167,369	-5,229,645	-5,053,333	-5,852,580	-7,325,219	-8,728,640	毛利率 (%)	39.2%	33.7%	40.0%	43.3%	44.0%	44.6%
毛利	2,692,077	2,655,912	3,370,285	4,468,143	5,765,319	7,038,014	EBITDA 利率 (%)	11.2%	4.1%	7.6%	14.5%	19.1%	21.4%
销售开支	-31,460	-33,126	-31,401	-38,473	-48,798	-55,183	净利率 (%)	0.5%	5.1%	8.1%	10.3%	13.0%	13.6%
行政开支	-1,495,844	-1,306,307	-1,302,072	-1,651,316	-1,832,675	-2,207,331	营运表现						
财务费用	-607,867	-533,191	-607,694	-785,666	-850,885	-1,024,832	SG&A/收入 (%)	22.3%	17.0%	15.8%	16.4%	14.4%	14.4%
其他收入	557,978	565,875	526,967	526,967	526,967	526,967	实际税率 (%)	32.2%	24.2%	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%
分占联营公司损益	25	-2,533	1,000	1,000	1,000	1,000	库存周转	367.8	308.4	337.6	292.5	239.1	205.4
分占合营公司损益	73	7	0	0	0	0	0 应付账款天数	198.8	211.6	191.6	171.1	143.5	127.0
除税前利润	281,683	739,205	1,126,525	1,723,539	2,763,812	3,481,518	应收账款天数	10.0	10.0	9.9	10.0	10.0	9.9
所得税	-90,650	-179,019	-288,107	-430,885	-690,953	-870,379	财务状况						
年度利润	191,033	560,186	838,418	1,292,654	2,072,859	2,611,138	净负债/权益	1.43	1.56	1.31	1.37	1.32	1.28
股东利润	33,697	401,952	686,430	1,058,323	1,697,092	2,137,792	收入/总资产	0.16	0.17	0.18	0.20	0.24	0.27
少数股东利润	157,336	158,234	151,988	234,332	375,767	473,346	总资产/股本	2.64	2.76	2.48	2.55	2.51	2.48
折旧及摊销	120,608	950,496	1,093,081	1,015,402	1,108,676	1,129,129	回报率 (%)						
EBITDA	768,942	321,900	641,138	1,493,803	2,506,021	3,377,221	ROE		2.4%	3.9%	5.5%	8.2%	9.6%
增长							ROA		0.9%	1.5%	2.2%	3.2%	3.8%
总收入 (%)		15%	7%	23%	27%	20%	股息支付率		32.5%	19.1%	20.0%	20.0%	20.0%
EBITDA (%)		-58%	99%	133%	68%	35%							
每股收益 (%)		600%	100%	49%	60%	26%							
资产负债表							现金流量表						
<人民币千元>, 财务年度截至12/31							<人民币千元>, 财务年度截至12/31						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
现金	2,998,213	3,583,213	2,916,103	561,990	1,185,218	2,553,831	税前盈利	191,033	560,186	838,418	1,292,654	2,072,859	2,611,138
应收账款	188,263	216,465	227,799	281,878	357,527	429,193	折旧和摊销	-120,608	-950,496	-1,093,081	-1,015,402	-1,108,676	-1,129,129
存货	4,180,883	4,670,644	5,154,577	5,669,621	7,096,224	8,599,932	营运资金变化	915,033	-1,444,032	-943,996	-72,302	-1,476,902	-1,532,532
其他流动资产	4,257,635	4,480,478	4,738,383	4,754,489	4,864,849	4,980,728	其他	1,728,466	2,348,290	2,743,057	1,899,429	2,059,701	2,069,077
总流动资产	11,624,994	12,950,800	13,036,862	11,267,978	13,503,818	16,563,684	营运活动现金流	2,713,924	513,948	1,544,398	2,104,378	1,546,981	2,018,554
固定资产	15,458,321	16,003,636	16,495,003	18,279,601	18,670,925	19,041,796	资本开支	-2,147,972	-1,461,062	-1,549,401	-6,428,000	-1,500,000	-1,500,000
无形资产	12,221,667	12,886,101	13,134,172	13,134,172	13,134,172	13,134,172	其他投资活动	-729,531	-493,987	-410,544	-162,813	-112,299	-122,052
长期投资	16,262	15,470	35,701	35,701	35,701	35,701	投资活动现金流	-2,877,503	-1,955,049	-1,959,945	-6,590,813	-1,612,299	-1,622,052
其他长期资产	3,701,362	4,031,488	4,165,658	8,087,847	8,357,797	8,669,030	借款变化	-51,255	2,352,662	-1,713,197	2,447,768	900,210	1,311,530
总资产	43,022,606	45,887,495	46,867,396	50,805,298	53,702,412	57,444,383	股息	-410,676	-101,187	-333,141	-130,816	-211,665	-339,418
应付账款	2,269,810	3,031,432	2,652,356	2,743,660	2,879,370	3,038,091	其他融资活动	1,706,373	-426,127	1,494,657	-184,631	0	0
短期银行贷款	7,828,593	9,322,514	4,824,267	5,789,120	6,368,032	7,004,836	融资活动现金流	1,244,442	1,825,348	-551,681	2,132,321	688,546	972,111
其他短期负债	5,674,690	3,217,308	4,767,068	4,760,019	4,760,019	4,760,019	现金变化	1,080,863	384,247	-967,228	-2,354,113	623,228	1,368,613
总短期负债	15,773,093	15,571,254	12,243,691	13,292,799	14,007,421	14,802,945	汇兑损益	-13,769	21,734	12,009	0	0	0
长期借款	1,299,261	2,158,000	4,943,050	6,425,965	6,747,263	7,421,990	期初持有现金	1,840,469	2,907,563	3,313,544	2,916,103	561,990	1,185,218
其他负债	6,221,378	8,110,789	7,436,329	7,548,369	7,548,369	7,548,369	期末持有现金	2,907,563	3,313,544	2,646,434	561,990	1,185,218	2,553,831
总负债	23,293,732	25,840,043	24,623,070	27,267,134	28,303,054	29,773,304							
少数股东权益	3,426,532	3,437,509	3,382,366	3,616,698	3,992,465	4,465,810							
股东权益	16,302,342	16,609,943	18,861,960	19,921,467	21,406,894	23,205,268							
负债权益合计	43,022,606	45,887,495	46,867,396	50,805,298	53,702,412	57,444,383							

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,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。