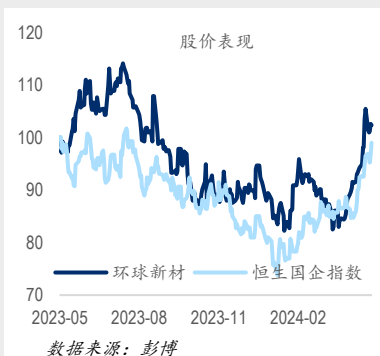


公司报告

2024年5月10日

股票代码	6616 HK/6616.HK
GICS 行业分类	材料
评级	买入
目标价	6.00
股价	4.27
上涨空间	41%
市值(百万美元)	664
已发行普通股 (百万)	1238



Ke Yan, CFA
股票分析师
yan.ke@icaasia.com

公司研报以及投资者关系联系:
research@icaasia.com

环球新材国际

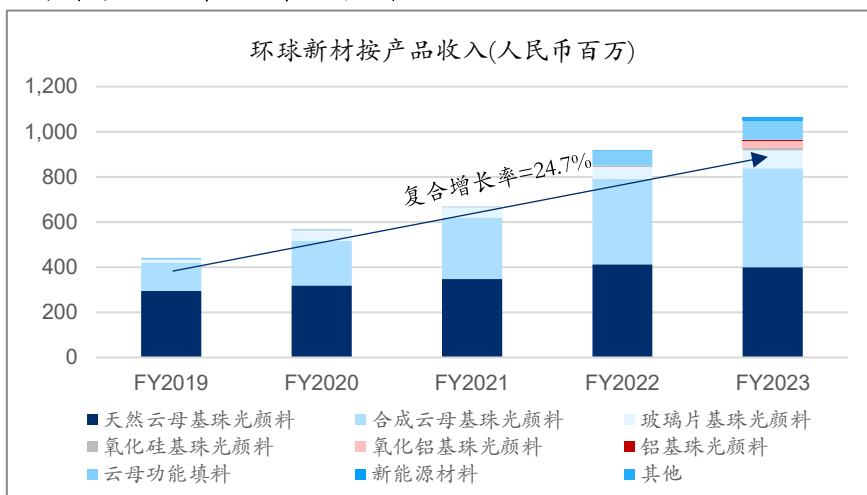
珠光颜料行业领军企业

投资要点

环球新材国际是港股上市公司中新质生产力的代表。公司受益于珠光颜料行业的发展的两大结构性趋势。第一，合成云母基产品逐步取代天然云母基产品；第二，受益于消费升级，高端珠光颜料产品的需求增长强劲。公司是珠光颜料领域的领军企业，位于全球前列，国内龙头地位。由于天然云母资源的日渐枯竭和以及考虑天然云母提纯以去除杂质所需的成本，合成云母基珠光颜料正在逐步取代天然云母基产品。数据显示，合成云母基珠光颜料的市场份额在2016年至2020年间增加了17个百分点。未来几年，汽车级珠光颜料以及化妆品级珠光颜料将是珠光颜料行业的两大增长点。该类产品均价可达工业级珠光颜料的三倍。Frost & Sullivan 估计，汽车级以及化妆品级珠光颜料在2020年至2025年间的复合年化增长率分别达25.9%和16.7%。公司近三年研发投入占收入达7.4%，每年推出100多项SKU。公司在2023年8月完成对韩国CQV的收购。CQV成立20多年，主营高端汽车级和化妆品级珠光颜料。CQV将与环球新材在产品、销售渠道上形成优势互补。

公司目前依托一期珠光颜料工厂约1.8万吨产能满足市场需求。未来二期珠光颜料工厂和桐庐合成云母基地将大幅度提高公司产能，预计公司的珠光颜料产品和合成云母粉产能将在2026年分别达到或超过4.8万吨以及4.2万吨。DCF模型给予公司68亿元人民币估值（9.45亿美元），对应于18.7倍以及11.4倍2025年市盈率和EV/EBITDA。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价港币6.00。

环球新材过去5年收入年化增长率24.7%

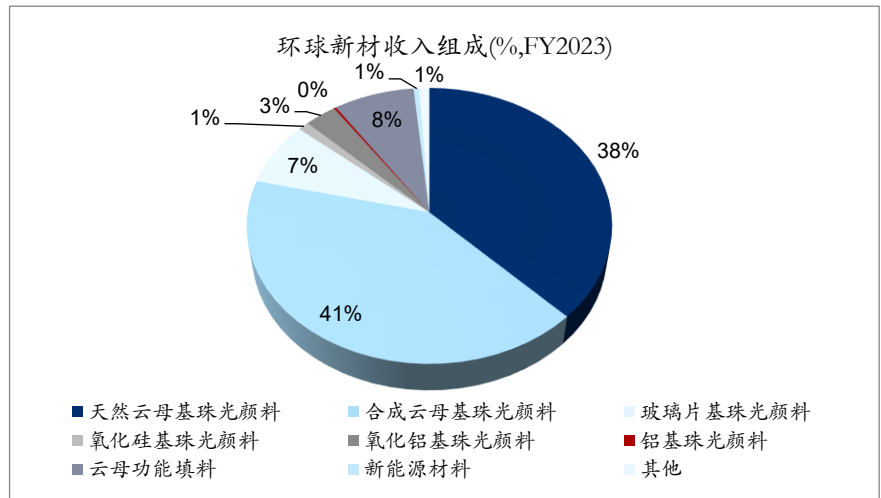


数据来源: 公司报告, DZT Research

公司背景和股东

环球新材国际（以下简称“公司”）的运营主体为七色珠光效应材料有限公司，成立于 2011 年，由苏尔田先生创立。公司是中国珠光颜料的龙头生产商。公司的主要产品是天然云母基和合成云母基珠光颜料，分别占 2023 年公司营收的 37.6%和 41.2%。该公司还生产其他基材的珠光颜料，如玻璃片基以及氧化硅基珠光颜料。此外，该公司还生产云母功能填料和新能源材料，可用于电动汽车和航空航天工业的隔热。该公司的产品主要通过经销商销售。终端用户直接采购占公司 2023 年收入的 17%。

图：不同产品销售收入占比



数据来源: 公司披露, DZT Research

2015 年 3 月，公司在中国新三板上市，名为七色珠光，也是其产品的品牌名称（股票代码 832080，中文名七色珠光），并于 2019 年 9 月摘牌，为在香港上市做准备。公司的主要股东是苏先生和广西投资集团。广西投资集团是省级国资机构。此外，收购后的 CQV 有限公司也是公司的股东。据彭博社报道，中国南方资产管理和贝莱德（BlackRock）也是公司的股东。

图：主要股东

股东名称	占发行股百分比
苏尔田	31.5%
白植煥	0.1%
胡永祥	1.4%
广西投资集团	12.4%
CQV	1.4%
张吉玩	1.0%
其他流通股股东, 包括:	49.3%
南方基金	0.3%
贝莱德	0.2%
林光水	1.2%
总计	100.0%

数据来源: 公司披露 (2023 年报), 彭博, DZT Research

珠光颜料产业链

珠光颜料是一种通过特别的技术在云母基材或其他基材表面涂覆金属氧化物层制成的材料，其制作过程基于珍珠光泽的原理。与其他类型的颜料（包括有机颜料、金属颜料和无机颜料）相比，珠光颜料具有良好的光泽、良好的装饰效果、无毒性、强光泽度、耐热性和化学稳定性等优越性能。由于其半透明性和光反射的视觉吸引力，珠光颜料被广泛应用于汽车涂料、化妆品产品、塑料、印刷油墨、工艺美术品等领域。

图：用于化妆品的珠光颜料



资料来源: Medium

珠光颜料可以按照基材进行分类。天然云母基珠光颜料是通过在天然云母粉末上涂覆一层或多层金属氧化物制成的。而以合成云母为基材的珠光颜料常用于中高端制造、汽车、化妆品等领域。此外，珠光颜料基材还包括氧化铝、二氧化硅和玻璃片。

下图表总结了珠光颜料价值链的不同组成部分。在珠光材料的上游原材料方面，印度和巴西是天然云母主要出口国。公司主要从印度进口天然云母。

全球珠光颜料市场适度集中，公司收购 CQV 后，按照合并口径计算，位于全球前列，仅次于默克和巴斯夫色彩效应 (BASF Colors & Effects)。公司在中国市场位于龙头。

图：珠光颜料价值链



资料来源: Frost & Sullivan

在下游应用方面，Frost & Sullivan 估计，2023 年中国的涂料、塑料、油墨、汽车、化妆品需求分别占总体需求的 24%、16%、12%、10% 和 16%。

行业趋势 #1 - 合成云母产品替代天然云母产品以及滑石粉

Frost & Sullivan 估计，2016 年，合成云母产量占全球云母市场的 29%，随着合成云母产品替代天然云母产品。其市场份额在 5 年里增长了 17 个百分点，达到 2020 年的 46%，预计到 2025 年将进一步增至 61%。

市场上合成云母逐渐替代天然云母的主要原因，一是天然云母矿逐渐枯竭，二是合成云母环保。以化妆品行业为例，天然云母中可能含有的重金属对健康有害。而提纯天然云母以去除重金属成分的综合成本，与人工合成云母相比并无显著差异，因此经济性不高。

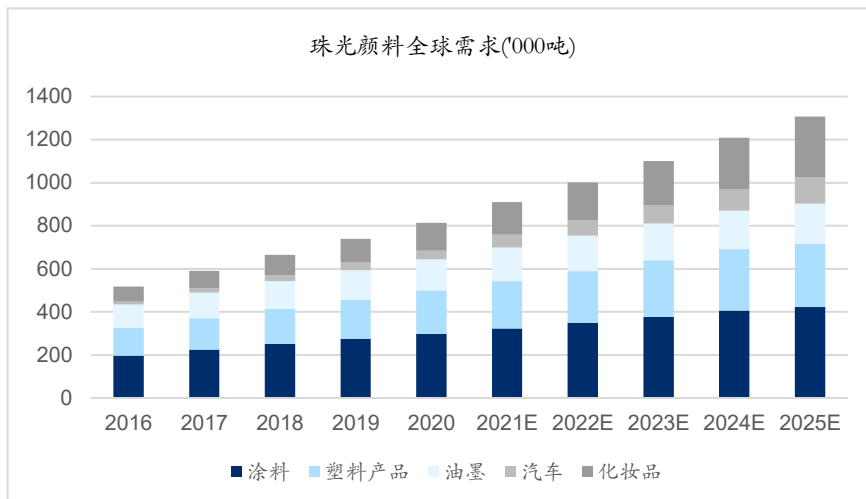
我们观察到在化妆品和个人护理行业内的另一个趋势是，作为原材料的合成云母粉末正在取代某些化妆品和个人护理产品中的滑石粉。滑石粉在开采过程中可能发生污染并含有致癌物石棉，主要原因是滑石矿附近常有石棉的存在。虽然有一系列监管标准以确保化妆品和药品级滑石粉不含石棉，但监管不严问题时有发生。含石棉滑石粉致癌的问题在针对强生公司的诉讼提起后进一步加剧。这些诉讼声称使用滑石粉致癌。

行业趋势 #2 - 高端珠光颜料需求增长

根据 Frost & Sullivan 的预测，全球珠光颜料最大的市场是涂料和塑料产品，分别占 2023 年市场的 34% 和 24%，而需求增长的最快的则是汽车市场和化妆品市场，预计 2020 年至 2025 年间的复合年增长率分别为 25.9% 和 16.7%。

需求快速增长的原因既包括合成云母基珠光颜料技术的发展，也包括汽车和化妆品市场对高端产品的需求。

图：全球珠光颜料市场增长



Source: Frost & Sullivan, DZT Research

通过在 2023 年收购 CQV，公司进一步优化了其产品线以迎合市场增长点。根据公开资料，我们测算 CQV 珠光颜料的均价是公司的 3 倍以上。

高端汽车和化妆品级产品存在着进入技术壁垒。首先，能够稳定产出符合中高端客户要求的粒径合成云母粉末的公司并不多，因此市场上的供应有限。

环球新材通过多年研发掌握合成云母最新技术，可满足从中低端工业级到高端汽车级以及化妆品级需求。其生产的合成云母粉末游离氟化物含量低于 10 ppm，经过认证符合日本准药品成分标准，可安全用于化妆品。公司的汽车级珠光颜料产品已获得国际汽车行业标准 IATF16949:2016 认证。此外，即使拥有了高端珠光颜料的原材料和生产技术，进入汽车制造商的供应链也需要长时间的验证过程。其验证周期可包括复杂气候环境下的测试，周期可长达 5-8 年。而对 CQV 的收购则为公司提供了进入高端珠光颜料产业链弯道超车的机会。通过对 CQV 的产品以及供应链整合，公司在高端产品板块未来可期。

市场需求推动产能扩张

自 2021 年公司在香港上市以来，因市场需求不断增加，公司一直通过技改和增加设备提升一期工厂的珠光颜料及合成云母产能。前者的产能在 2020 年至 2023 年间增加 31% 至约 18,000 吨/年，与公司相应期间的珠光颜料销

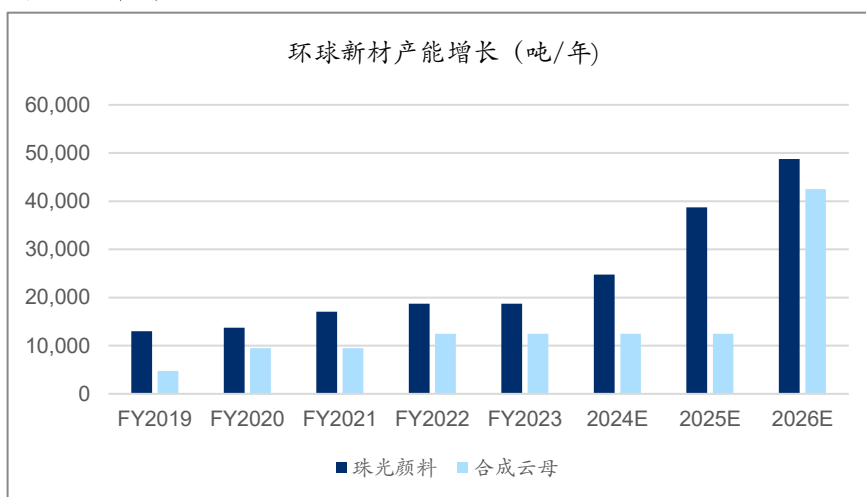
量增长率 32%相符，显示新增产能已被市场需求所消化。合成云母工厂的产能同期增加 26%，达到每年约 12,000 吨/年。

为进一步满足市场需求，公司目前正在推进两项产能扩张计划，其中包括二期工厂和桐庐基地。

二期工厂将成为全球规模最大、最先进的智能珠光颜料工厂。位于广西柳州市，毗邻其一期工厂。二期工厂总设计产能为 30,000 吨/年，目标产品为高端高性能汽车级和化妆品级珠光颜料产品。其平均售价将远高于工业级产品。二期工厂的总投资额约 13 亿元人民币。二期工厂已于 2024 年 2 月启动生产，计划于 2024 年释放 6,000 吨珠光颜料产能。

此后，二期工厂预计分别在 2025 年和 2026 年分别增加 14,000 吨/年以及 10,000 吨/年。

图: 环球新材产能扩张预测



数据来源: 公司披露, DZT Research

桐庐基地位于浙江省杭州市桐庐县，全称“环球新材国际亚太总部及表面性能材料研发生产基地项目”，设计合成云母片产能 100,000 吨/年，预计首期于 2026 年释放 30,000 吨产能。

我们预测公司珠光颜料和合成云母片总产能将在 2026 年底分别达到 48,000 吨/年和 42,000 吨/年。合成云母粉生产所需主要原材料石英砂、电熔镁砂、氧化铝、氟硅酸钾、碳酸钾等都是常见的工业原材料。因此，对比进口天然云母粉，生产成本和品质更加可控。

CQV 与公司形成优势互补

公司在 2023 年 8 月完成对韩国 CQV 的收购。CQV 公司在产品矩阵、销售渠道、技术研发、生产采购方面将与公司产生协同效应。根据 Frost & Sullivan 的估计，CQV 是珠光颜料市场全球第五大公司。根据我们的调研，CQV 是全球唯二、亚洲唯一能量产汽车级氧化铝基珠光材料的企业。

CQV 专注于高端汽车级和化妆品级珠光颜料。根据其公开披露，我们测算其珠光颜料产品销售均价为 33.01 百万韩元/吨（17.9 万人民币/吨），对比公司在中国销售的珠光颜料的均价高 247%。

截至 2023 年，CQV 的产品类别包括 976 种产品。它在高端汽车和化妆品产品领域也拥有强劲的市场地位。2023 年，CQV 实现的 61,101 百万韩元营收中，41.3%来自化妆品级珠光颜料板块，38.1%来自汽车级珠光颜料板块。CQV 销售渠道覆盖 155 个国家和地区。

表：CQV 产品与环球新材产品优势互补

产品矩阵	环球新材(2023)	CQV
天然云母基珠光颜料	573	158
合成云母基珠光颜料	422	499
氧化铝基珠光颜料	-	98
玻璃片基珠光颜料	67	140
氧化硅基珠光颜料	21	
其他产品		81
总计	1,083	976

数据来源：公司披露, DZT Research

公司于 2023 年 8 月以总对价为 859 亿韩元（5.29 亿港元）完成对 CQV Co Ltd 42.45%股权的收购。对价由现金支付和发行环球新材新股的方式支付。现金支付以及新股发行的细节见下表综述。公司为 CQV 收购共计发行 47.1 百万新股，约占 2023 年底发行股份数目 3.5%。

表：CQV 收购现金以及新股对价

卖方	收购CQV股份	占发行股比例	现金 (韩元十亿)	环球新材新股 (韩元十亿)
CQV 库存股	1,175,576	11.60%	0.0	23.6
CQV 卖方A	2,255,189	22.24%	25.0	20.1
CAV 卖方B	873,163	8.61%	0.0	17.5
总计	4,303,928	42.45%	25.0	61.2

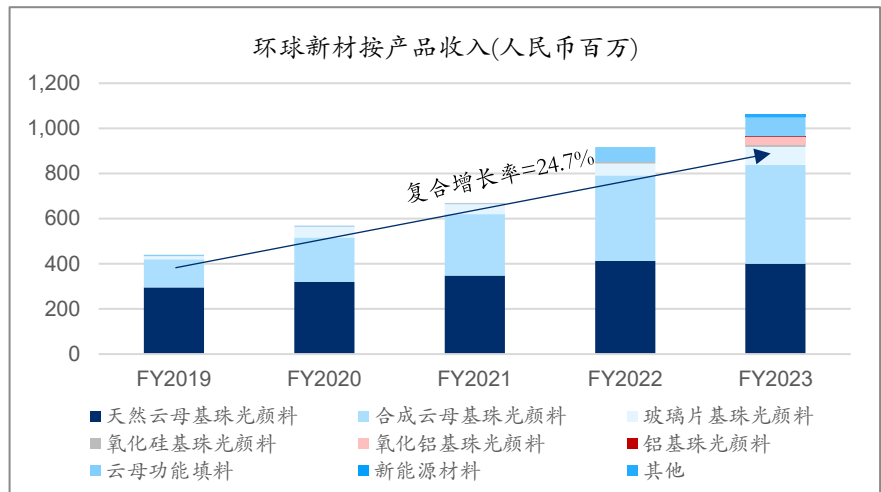
数据来源：公司披露, DZT Research

对 CQV 部分股权收购后，公司任命了六名董事会成员中的四名，实质控制了 CQV。卖方 A 林光水先生从首席执行官职位退休，而另一位卖方 B 张吉玩先生在出售股份后仍担任公司的执行董事。

财务状况和预测

尽管在 2020 年至 2022 年期间收到疫情的影响，但公司在 2019 年至 2023 年期间仍实现营收复合年化增长率 24.7%。我们认为，高端合成云母基珠光颜料和玻璃片基珠光颜料是公司过去几年主要增长点。合成云母基珠光颜料产品收入占比在 2023 年超过天然云母基产品，达到 41%。

图：公司分板块收入增长



数据来源: 公司披露, DZT Research

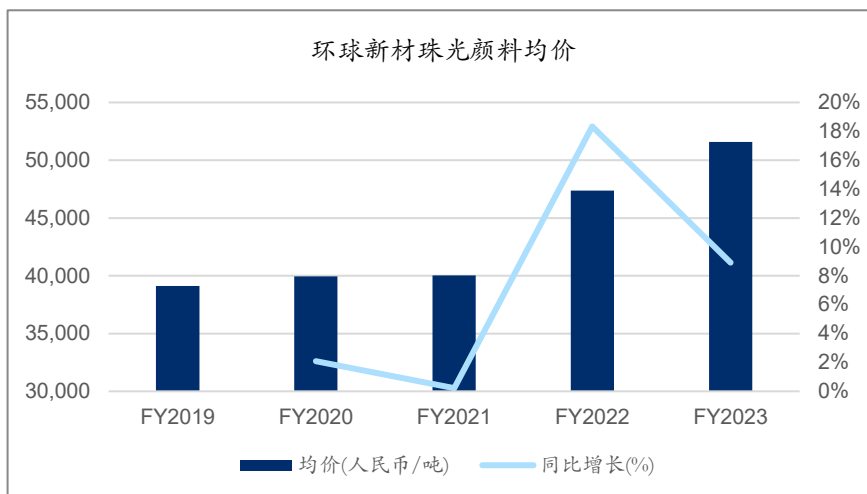
我们认为过去三年中有两个业绩增长因素：

1) **销售均价的持续提升。**过去五年公司的珠光颜料均价从 2019 年的 39,125 元人民币/吨提升增至 2023 年的 51,592 元人民币/吨，实现年化增长率 7.2%。我们预计公司每年可提高均价 5-10%。我们认为均价上涨的两个主要因素为：1) 市场对合成云母基珠光颜料需求的增长，尤其是高端化妆品级和汽车级珠光颜料；以及 2) 公司不断推出创新产品。

我们已在前文中讨论了第一个增长因素。关于第二个因素，我们注意到公司持续不断进行研发工作并推出新产品。过去三年中，公司的研发费用平均每年将 7.4% 的营收用于研发。在香港上市前，公司产品线包括 476 种天然云母基珠光颜料产品，266 种合成云母基珠光颜料产品和 30 种玻璃片基珠光颜料产品。到 2023 年，其产品线分别增至分别为 573、422 和 67。分别

对应于 20%，59%和 123%的增长率，总数达到 1,083。除了自主研发，公司还通过收购 CQV 间接获得 976 种产品。

图：公司珠光颜料产品均价趋势



数据来源: 公司披露, DZT Research

表：公司 SKU 增长

产品矩阵	环球新材(2021)	环球新材(2023)	CQV
天然云母基珠光颜料	476	573	158
合成云母基珠光颜料	266	422	499
氧化铝基珠光颜料	-	-	98
玻璃片基珠光颜料	30	67	140
氧化硅基珠光颜料	-	21	-
其他产品	-	-	81
总计	772	1,083	976

数据来源: 公司披露, DZT Research

2) 产能扩张以满足市场需求。我们在上文中已详细讨论了公司的产能扩张计划。我们预计公司的珠光颜料和合成云母粉的生能将在 2026 年分别达到 48,000 吨/年和 42,000 吨/年。

考虑到公司的年均售价调整、产能扩张、新安装产能的推广以及对 CQV 的收购，我们预测公司的营收在 2024 年至 2026 年分别将增长 20%、22%和 24%。下表总结了各板块的预测。

表：公司分板块财务预测

人民币 百万	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	2024E	2025E	2026E
总收入	441	569	670	917	1,064	1,278	1,563	1,938
同比	38%	29%	18%	37%	16%	20%	22%	24%
板块收入								
天然云母珠光颜料	296	319	348	413	400	400	400	400
同比		8%	9%	19%	-3%	0%	0%	0%
合成云母珠光颜料	125	197	272	379	438	570	741	963
同比		58%	38%	39%	16%	30%	30%	30%
其他珠光颜料	14	50	48	59	126	181	227	286
同比		256%	-3%	23%	114%	44%	25%	26%
云母功能填料	6	3	2	64	84	101	151	226
同比		-48%	-39%	3086%	30%	20%	50%	50%
其他珠光颜料	0	0	0	2	16	27	45	64
同比					820%	65%	67%	43%

数据来源: 公司披露, DZT Research

我们采用 DCF 作为主要估值方法, 主要的考虑因素是公司具有稳定的利润率和清晰的产能增长计划。DCF 模型采用 WACC 10.5%和 2035 年后的长期增速为 2.5%。由此得出公司的股权价值为 68 亿元人民币 (或 9.45 亿美元), 相当于每股 5.98 港元。

公司的当前股价对应于 14.4 倍 25 年动态市盈率为和 6.7 倍动态 EV/EBITDA 为 6.7 倍, 而目标价则对应于 18.7 倍 25 年动态市盈率为和 11.4 倍动态 EV/EBITDA。

表: DCF 估值模型

DCF	人民币 百万	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
运营利润		337	414	523	628	722	809	906	997	1056	1100	1146	1194
同比增长 (%)	%	22%	23%	26%	20%	15%	12%	12%	10%	6%	4%	4%	4%
有效税率	%	-16%	-16%	-16%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
所得税		-54	-66	-84	-126	-144	-162	-181	-199	-211	-220	-229	-239
非现金项目调整		63	85	103	150	150	150	150	150	150	150	150	150
资本支出		-320	-320	-320	-200	-200	-200	-200	-200	-150	-150	-150	-150
营运资金变动		-114	-159	-209	-150	-120	-100	-100	-80	-60	-60	-60	-60
FCF	mln	-87.4	-45.9	13.4	302.4	407.8	497.1	574.8	667.3	785.1	820.3	857.1	895.3
FCF 现值		2,373											
永续期价值现值		3,103											
现金		3,203											
子公司投资		0											
其他非流动资产		21											
减:													
总债务		903											
其他非流动债务		28											
少数股东权益		929											
估值		6,841											
发行股数		1,238											
每股估值		5.53											
港币		5.98											

数据来源: DZT Research

我们将公司的估值与可比上市公司进行比较（见附录1 估值对比）。可比上市公司种，我们认为最接近公司业务类型的可比公司是 A 股上市的坤彩科技（代码 603826 CH）。坤彩科技目前的 25 年动态市盈率为 14.7 倍，动态 EV/EBITDA 为 10.5 倍。过去三年，坤彩科技的平均研发支出占销售收入的比例为 4.2%，低于公司的 7.4%。研究显示，坤彩科技的估值受到其钛白粉项目大幅增长预期的影响。

除了坤彩科技，我们认为日本企业 DIC 收购巴斯夫色彩效应 (BASF Colors & Effects) 的估值也具有参考价值。根据 Frost & Sullivan 的估计，巴斯夫色彩效应是全球第二大珠光颜料市场参与者，2020 年市场份额为 6.1%。日本上市公司 DIC Corporation 于 2021 年 6 月以 11.5 亿欧元的估值收购了巴斯夫色彩效应，对应于 9.6 倍的 EV/EBITDA。

估值模型的上调空间。我们尚未考虑到以下潜在的利润改善因素：1) 高端珠光颜料产品的占比提升，2) CQV 整合后释放出的协同效应，3) 并购交易。

估值模型的风险：产能爬坡慢于预期；市场竞争比预期的更激烈。

附录 1: 可比上市公司估值对比

公司	代码	价格	市值	市盈率	EV/EBITDA	收入增速	净利增速	市净率	ROE (%)	YTD (%)	52周高至今	52周低至今	1年股价变化			
			(US\$m)	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	%	%	%		
平均值				21.8	14.4	12.1	9.6	33.0	16.6	-154.3	2.24	12.8	-4.9	-22.5	27.0	-9.5
中国新材料																
环球新材国际控股有限公司	6616 HK	4.3	677	18.3	14.4	7.9	6.7	20.1	22.3	59.4	1.5	8.8	8.1	-11.4	31.4	3.6
福建坤彩材料科技股份有限公司	603826 CH	45.8	2,967	27.3	14.7	17.5	10.5	332.8	76.3	836.4	7.9	5.0	-22.4	-25.0	15.0	-15.8
合盛硅业股份有限公司	603260 CH	53.1	8,683	16.6	13.2	12.7	9.4	31.2	28.4	31.9	1.8	9.3	4.0	-30.5	27.5	-25.8
横店集团东磁股份有限公司	002056 CH	14.7	3,306	12.5	10.6	7.2	6.3	20.0	18.7	5.8	2.2	21.7	8.4	-23.1	35.8	-20.9
西部超导材料科技股份有限公司	688122 CH	43.1	3,878	26.1	20.6	20.0	15.8	35.2	25.7	39.1	3.9	12.2	-19.0	-35.6	37.5	-21.4
有研新材料股份有限公司	600206 CH	9.9	1,154	22.9	16.6	14.8	12.0	23.7	6.1	62.3	2.1	6.1	-20.5	-32.6	22.1	-26.8
北京中科三环高技术股份有限公司	000970 CH	8.9	1,493	41.3	26.1	23.0	15.7	1.9	12.3	-3.9	1.6	4.2	-14.3	-33.5	24.1	-27.7
天通控股股份有限公司	600330 CH	8.0	1,369	17.4	12.5	9.4	7.7	39.8	24.5	49.3	1.2	4.1	-7.1	-40.3	44.2	-22.4
江苏太平洋石英股份有限公司	603688 CH	73.8	3,693	4.2	3.4	3.6	4.0	33.4	13.4	23.6	2.2	93.4	-15.0	-38.1	19.1	-34.2
湖北菲利华石英玻璃股份有限公司	300395 CH	30.9	2,226	23.8	18.7	17.5	14.1	24.0	25.5	23.2	3.7	15.5	-15.4	-38.8	42.3	-30.3
全球新材料																
Dow Inc	DOW US	59.5	41,809	19.8	14.1	8.7	7.4	-0.1	5.5	30.9	2.2	2.9	8.4	-2.0	25.8	11.2
Huntsman Corp	HUN US	24.9	4,301	50.6	15.3	12.2	8.4	2.1	7.3	24.1	1.3	2.9	-1.1	-16.8	12.3	-1.7
Celanese Corp	CE US	161.4	17,580	14.2	11.6	11.1	10.1	1.7	5.4	27.6	2.2	30.8	3.9	-6.2	62.5	56.8
BASF SE	BAS SE	58.2	57,251	16.7	13.8	7.7	6.8	-1.1	4.7	28.2	1.5	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Sumitomo Chemical Co Ltd	4005 JP	338.4	3,600	NA	18.0	NA	10.1	-14.6	5.1	-3801.7	0.6	0.6	-1.6	-26.1	15.3	-25.5
Mitsubishi Chemical Group Corp	4188 JP	907.3	8,778	10.9	11.0	6.9	6.9	-5.5	3.4	23.5	0.8	6.4	5.0	-8.1	17.6	13.5
DIC Corp	4631 JP	2983.0	1,823	22.9	11.1	9.0	8.3	2.8	2.7	130.7	0.7	-10.6	7.6	-3.4	30.3	18.0

数据来源: 彭博, DZT Research

附录 2: 财务报表预测

利润表						主要财务比率					
人民币百万											
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	917	1,064	1,278	1,563	1,938	盈利能力					
营业成本	-461	-536	-639	-781	-969	毛利率	49.7%	49.7%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利	455	528	639	781	969	EBITDA 率	33.6%	31.8%	31.0%	31.1%	31.4%
三费	-185	-251	-302	-367	-446	净利率	24.4%	17.4%	22.6%	23.5%	24.6%
其他收益	0	0	0	0	0	ROE	9.9%	6.6%	8.8%	10.1%	11.8%
营业利润	271	277	337	414	523	营运能力					
所得税	-38	-41	-47	-59	-77	三费比例	20.1%	23.6%	23.6%	23.5%	23.0%
净利润	237	213	246	312	406	有效税率	13.8%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
经调整净利	224	185	289	367	477	账期	123	125	124	124	124
EPS (HKD)	0.22	0.15	0.23	0.30	0.39	应付账款周转天数	19	23	22	22	22
EBITDA (Adj)	308	338	396	487	610	财务比率					
同比增速%						财务杠杆	1.24	1.26	1.26	1.25	1.25
主营业务收入	37%	16%	20%	22%	24%	资产周转率	0.29	0.21	0.23	0.27	0.31
营业利润	37%	2%	22%	23%	26%	资产负债率	0.19	0.21	0.21	0.20	0.20
经调整净利	38%	-17%	56%	27%	30%						
EPS	31%	-32%	56%	27%	30%						
资产负债表						现金流量表					
人民币百万						人民币百万					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业厂房及设备	759	1,105	1,364	1,608	1,838	税前利润	274	254	293	371	483
无形资产	63	194	197	201	204	折旧及摊销	31	70	58	65	70
其它非流动资产	1	21	21	21	21	营运资本变动	-91	-2	-114	-159	-209
非流动资产总额	824	1,320	1,632	1,936	2,236	所得税	-32	-39	-47	-59	-77
营收款	308	365	435	531	659	经营性现金流净额	181	283	190	218	266
存货	120	237	281	344	426	资本开支	-226	-162	-320	-320	-320
其它流动资产	22	29	35	43	53	其它	-105	1,245	-50	-50	-50
现金	1,883	3,203	3,074	2,972	2,918	投资性现金流净额	-330	1,083	-370	-370	-370
总资产	3,157	5,155	5,456	5,826	6,293	新增债务	342	294	50	50	50
应付款	24	33	38	47	58	其它	0	-181	0	0	0
其它应付款	158	338	344	357	369	筹资性现金流净额	306	114	50	50	50
流动负债总额	181	372	383	404	427	现金净变动	157	1,480	-130	-102	-54
长期债务	425	671	715	752	790	现金期初余额	1,565	1,723	3,203	3,074	2,972
其他非流动负债	7	28	28	28	28	外汇变动调整	160	1	0	0	0
总负债	614	1,070	1,125	1,184	1,245	现金期末余额	1,883	3,203	3,074	2,972	2,918
总股东权益	2,543	4,085	4,331	4,643	5,048						

Disclaimer

This report is produced by subsidiaries and affiliates of DZT Research Pte Ltd (hereafter DZT) under collaboration with ICA Research (Asia) Limited (hereafter ICA Research). Corporate access to the company(ies) covered in this report has been facilitated by ICA Research. DZT or ICA Research do or may seek to do business with the company(ies) covered in this report. ICA Research may from time to time act as external investor relations consultant for the company(ies) covered in this report. DZT does or may seek to do business with ICA Research.

This report may contain material that is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation or which would subject DZT or ICA Research to any registration or licensing requirement within such jurisdiction. All material presented in this report, unless specifically indicated otherwise, is under copyright to DZT. None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party, without the prior express written permission of DZT. All trademarks, service marks and logos used in this report are trademarks or service marks or registered trademarks or service marks of DZT, its affiliates or ICA Research.

The information, tools and material presented in this report are provided to you for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. DZT may not have taken any steps to ensure that the securities referred to in this report are suitable for any particular investor. DZT will not treat recipients of this report as its customers by virtue of their receiving this report. The investments and services contained or referred to in this report may not be suitable for you and it is recommended that you consult an independent investment advisor if you are in doubt about such investments or investment services. Nothing in this report constitutes investment, legal, accounting or tax advice, or a representation that any investment or strategy is suitable or appropriate to your individual circumstances, or otherwise constitutes a personal recommendation to you. DZT does not advise on the tax consequences of investments and you are advised to contact an independent tax adviser. Please note in particular that the bases and levels of taxation may change. Information and opinions presented in this report have been obtained or derived from sources believed by DZT to be reliable, but DZT makes no representation as to their accuracy or completeness. DZT accepts no liability for loss arising from the use of the material presented in this report, except that this exclusion of liability does not apply to the extent that such liability arises under specific statutes or regulations applicable to DZT. This report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment.

The information contained in this report has been compiled by the Research Department of DZT from sources that it believes to be reliable but no representation, warranty or guarantee is made or given by DZT or any other person as to its accuracy or completeness. All opinions and estimates expressed in this report are (unless otherwise indicated) entirely those of DZT as of the date of this report only and are subject to change without notice. DZT may have issued, and may in the future issue, other communications that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Those communications reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them and DZT is under no obligation to ensure that such other communications are brought to the attention of any recipient of this report. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is made regarding future performance. Information, opinions and estimates contained in this report reflect a judgment at its original date of publication by DZT and are subject to change without notice.

The price, value of and income from any of the securities or financial instruments mentioned in this report can fall as well as rise. The value of securities and financial instruments is subject to exchange rate fluctuation that may have a positive or adverse effect on the price or income of such securities or financial instruments. Investors in securities such as ADR's, the values of which are influenced by currency volatility, effectively assume this risk. Some investments discussed in this report may have a high level of volatility. High volatility investments may experience sudden and large falls in their value causing losses when that investment is realised. Those losses may

Disclaimer: This research report is intended for general circulation and is not made with regards to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any person who may receive the report. This research report should not be viewed as investment advice.

equal your original investment. Indeed, in the case of some investments the potential losses may exceed the amount of initial investment and, in such circumstances, you may be required to pay more money to support those losses. Income yields from investments may fluctuate and, in consequence, initial capital paid to make the investment may be used as part of that income yield. Some investments may not be readily realisable and it may be difficult to sell or realise those investments, similarly, it may prove difficult for you to obtain reliable information about the value, or risks, to which such an investment is exposed.

This report may provide the addresses of, or contain hyperlinks to websites. Except to the extent to which the report refers to website material of DZT, DZT has not reviewed any such site and takes no responsibility for the content contained therein. Such addresses or hyperlinks (including addresses or hyperlinks to DZT's own website material) is provided solely for your convenience and information and the content of any such website does not in any way form part of this document. Accessing such website or following such link through this report or AR's website shall be at your own risk.

DZT, ICA Research, and their respective officers, directors and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this report, may from time to time (1) have positions in, and buy or sell, the securities of companies referred to in this report (or related investments); (2) have a consulting, investment banking or broking relationship with any company referred to in this report; and (3) to the extent permitted under applicable law, have acted upon or used the information contained or referred to in this report including effecting transactions for their own account in an investment (or related investment) in respect of any company referred to in this report, prior to or immediately following its publication.