



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2010 年 1 月 6 日

金属及采掘

研究部

蔡宏宇 CFA, CAIA 联系人
caihy@cicc.com.cn

韩永 CFA 分析员
hanyong@cicc.com.cn

卢扬 分析员
luyang@cicc.com.cn

李峥 分析员
hlizheng@cicc.com.cn

重申煤炭股推荐，提示关注铝和铜

经济复苏支持金属及煤炭股票

投资建议：

煤炭方面我们重申短期看好动力煤，中期看好炼焦煤的观点。金属方面，提示更多关注有色（目前我们仅覆盖铜、铝），认为黄金近期走势将在一定程度上受到向好经济数据的抑制，但中期仍将保持高位。结合中金宏观对中国和美国 GDP 的上调，我们小幅调整了金属及煤炭价格预测和公司盈利，但维持目前所有评级不变。股票方面，我们依然认为煤炭类股票在回报风险比方面比金属类股票更有优势，并重申对煤炭股的重点推荐及中长期价值性投资取向。另一方面，在一季度国内流动性环比增加，海外经济逐步复苏，而铝及铜类股票前期与金属涨幅脱钩的背景下，我们认为它们有一定的补涨机会，特别是铝，但仍维持金属类股票整体的交易性投资策略。煤炭股方面，短期 A 股看好神火、神华和中煤；H 股看好中煤、兖煤、和神华。中期 A 股看好神火、平煤和西煤；H 股看好福山。神火除受益于冶金煤外，同时也受益于铝价上涨。金属股方面，A 股提示关注铝业股票（中铝 A 股目前在中金公司限制名录上，故不提供评级）、江铜、山东黄金和中金黄金；H 股提示关注中铝、江铜和招金。

理由：

煤炭方面，近期数据及调研表明基本面仍然向好。我们维持 10 年动力煤合同价上涨 10%-12% 的预测，将秦皇岛现货年均价预测上调 10% 至 750 元（25% YoY），并维持炼焦煤年均价上涨 20%-25% 的预测。近期电煤消耗的新高和新增净进口均证明了需求的强劲，而基础设施和房地产投资将在上半年继续拉动下游需求。供给方面，山西小煤矿复产进程缓慢（对炼焦煤影响更大），而其它地区也开始推行行业整合，加之运输瓶颈，将导致供需不断趋于紧张。

煤炭股方面，由于秦皇岛价格波动较大而多数公司煤炭现货价格涨幅会少一些，我们小幅调整了盈利预测和目标价，并将 Felix 收购纳入兖煤的模型。近期高启的现货煤价将支持电煤谈判和动力煤股票，而 A 股股指期货的推出也将利好神华及中煤等行业龙头的股票。中期工程建设旺季的到来及基础设施和房地产的拉动，将带来新一轮炼焦煤价格上涨，利好焦煤类股票。资源税改革可能在 2010 年实施。我们在 11 月 23 日策略报告中已预测了 3%-5% 的从价税率。

金属方面，我们对 10 年均价进行了微调（铜、铝、黄金分别较原来调高 4%、8% 和 6%）。由于流动性充裕及通胀预期渐增，金融属性仍将主导金属价格。考虑到上半年海内外的经济数据将不断改善，在流动性收紧之前，铜、铝仍将保持震荡上行趋势。中期来看，铜的供应瓶颈更紧张。尽管铝的基本面较弱，但近期略有改善，并可能持续一段时间。黄金方面，经济向好将对金价短期产生一定抑制，但中期通胀的上升将成为金价的主要支撑。

金属股方面，我们调整了盈利和目标价，提示关注中铝的交易性机会，重申中期看好江铜的观点。由于中铝刚刚扭亏为盈，对金属价格变化较敏感。虽然估值远高于江铜，但如果铝价年均价与现价一致（高于我们假设 9%），中铝的盈利就会接近翻番，市盈率降低近一半。江铜则将继续受到中期铜价强劲走势的支撑。对黄金新兴市场增储及抗通胀价值感兴趣的投资者，我们建议关注黄金股盘整和回调中的买入机会。

估值：

煤炭股估值相对更加合理，而金属股由于 A 股市场投资标的有限性，较煤炭 A 股和金属 H 股的溢价仍将持续。

风险：

04 年初美国政策退出预期形成推动美元阶段性走强并导致股市回调。中国经济调控对股市的影响更为显著，即使在商品价格向上趋势不变的情况下，04 年的宏观紧缩政策仍导致了金属及矿业板块的回调。历史经验告诉我们市场对海内外经济政策导向的敏感度及波动将随经济复苏而增加。建议利用盘整和回调机会逢低吸纳铜及焦煤类股票。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

目录

小幅上调 2010 年金属及煤炭价格、局部调整盈利预测及目标价	5
局部调整股票盈利预测，维持金属及煤炭股投资评级	6
煤炭供给：增长缓慢	9
煤炭需求：复苏强劲	9
2010 年煤价调整：上调秦皇岛港动力煤现货均价涨幅	11
煤炭公司盈利预测和评级调整：短期关注电煤谈判，中期看好炼焦煤	12
经济复苏及通胀预期推动金属价格持续振荡上行	16
供应紧张及流动性将继续推升铜价	16
价格回升驱动电解铝复产，但局部供应滞后及金融属性将支持铝价维持高位	17
通胀预期中期将支撑黄金价格维持高位	18
金属股投资策略：近期关注铝及铜类股票，中期黄金股应受通胀支持	20
黄金公司敏感度排序：中金黄金、山东黄金、招金矿业、紫金矿业	21
中国铝业 (601600.CH/2600.HK)：维持审慎推荐	26
江西铜业 (600362.CH/358.HK)：维持审慎推荐	28
紫金矿业 (601899.CH/2899.HK)：维持审慎推荐	30
招金矿业 (1818.HK)：维持审慎推荐	32
山东黄金 (600547.CH)：维持审慎推荐	34
中金黄金 (600489.CH)：维持审慎推荐	36
中煤能源 (1898.HK/601898.CH)：维持H股推荐、A股审慎推荐的评级	38
兖州煤业 (600188.CH/1171.HK)：维持审慎推荐	42
兰花科创 (600123.CH)：维持审慎推荐	47

图表目录

图表 1：中金主要宏观指标及商品价格预测	4
图表 2：煤炭及金属价格预测调整—小幅上调铜、铝、黄金、秦皇岛现货价格预测	5
图表 3：盈利和评级调整—上调 10 年部分公司盈利预测	6
图表 4：金属及矿业估值表	7
图表 5：港股目标价	7
图表 6：山西省煤矿复产进度缓慢对国内主焦煤（肥煤和焦煤）的影响更大	9
图表 7：电煤消耗创出新高，库存显著低于正常水平	10
图表 8：中国和全球的日均粗钢产量都将稳中有升	10
图表 9：煤炭进口量继续维持高位	10
图表 10：房地产月新开工面积高速增长	11
图表 11：净利润对煤价的敏感度：平煤、中煤、西煤和兖煤对煤价最为敏感	13
图表 12：煤炭A股公司主要经营指标	14
图表 13：煤炭H股公司主要经营指标	15
图表 14：伦敦、上海、纽约库存不断上升	16
图表 15：通胀预期推动铜价走高	16
图表 16：各国PMI继续复苏	17
图表 17：新订单/库存比值上升表明补库存正在进行	17
图表 18：全球（除中国外）电解铝产量回升缓慢	17
图表 19：12 月以来铝的注销仓单比例继续上升	17
图表 20：LME欧洲库存自 9 月份开始下降	18
图表 21：铝的forward curve为期货升水	18
图表 22：10 年美元指数易涨难跌 通胀预期推高金价	18
图表 23：强烈通胀下黄金抗通胀作用明显 中国CPI分项指数已经开始大幅转正	19
图表 24：铜价每变动 1%，江铜盈利变动 1.4%	20
图表 25：黄金股随着通胀上升还会迎来上涨	20
图表 26：金价每变动 1%，中金黄金盈利变动 2.1%，山东黄金盈利变动 1.94%	21
图表 27：金价每变动 1%，紫金矿业盈利变动 0.83%，招金矿业盈利变动 1.81%	21
图表 28：铝价每变动 1%，中国铝业盈利变动 8.7%，神火股份盈利变动 2.3%	21

图表 29: 中铝H股与铝价 9 月份开始明显脱钩	22
图表 30: 中铝的高敏感度使其在乐观情况下的估值水平有望大幅下降	22
图表 31: 中国铝业主要假设	24
图表 32: 江西铜业主要假设	24
图表 33: 紫金矿业主要假设	24
图表 34: 山东黄金主要假设	25
图表 35: 招金矿业主要假设	25
图表 36: 中金黄金主要假设	25
图表 37: 中国铝业财务概要	27
图表 38: 江西铜业财务概要	29
图表 39: 紫金矿业财务概要	31
图表 40: 招金矿业财务概要	33
图表 41: 山东黄金财务概要	35
图表 42: 中金黄金财务概要	37
图表 43: 中煤能源A股的财务指标	38
图表 44: 中煤能源H股的财务指标	39
图表 45: 中国神华A股的财务指标	40
图表 46: 中国神华H股的财务指标	41
图表 47: 兖州A股的财务指标	43
图表 48: 兖州H股的财务指标	44
图表 49: 西山煤电财务概要	45
图表 50: 开滦股份财务概要	46
图表 51: 兰花科创财务概要	47
图表 52: 平煤股份财务概要	48
图表 53: 神火股份财务概要	49
图表 54: 福山能源财务概要	50

图 1：中金主要宏观指标及商品价格预测

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	目前价格
宏观经济指标											
中国GDP同比增速(%)	9.1%	10.0%	10.1%	10.4%	11.6%	13.0%	9.0%	8.4%	10.0%	*8.7%	
中国VAI同比增速(%)	12.6%	17.0%	16.7%	16.4%	16.6%	18.5%	12.9%	10.0%	13.0%	*12.0%	
中国FAI同比增速(%)	18.4%	29.5%	27.6%	27.2%	24.5%	25.8%	26.1%	38.3%	22.0%	*15.0%	
OECD国家GDP同比增速(%)	1.6%	1.9%	3.0%	2.6%	3.0%	2.6%	0.5%	*-3.5%	*1.4%	*2.2%	
全球GDP同比增速(%)	2.0%	2.7%	3.9%	3.5%	4.1%	4.0%	2.0%	*-2.1%	*2.6%	*3.3%	
美元兑人民币汇率	8.28	8.28	8.28	8.19	7.97	7.61	6.95	6.83	6.57	6.38	
铜											
LME现货价(美元/吨)	1,560	1,779	2,869	3,678	6,721	7,116	6,887	5,173	6,850	7,150	7,466
LME现货价(美元/磅)	0.71	0.81	1.30	1.67	3.05	3.23	3.12	2.35	3.11	3.24	3.39
同比增速(%)		14%	61%	28%	83%	6%	-3%	-25%	32%	4%	
长江现货价(元/吨, 含增值税)		19,056	28,064	35,354	62,197	62,669	55,484	41,953	53,708	54,428	59,900
同比增速(%)			47%	26%	76%	1%	-11%	-24%	28%	1%	
铝											
LME现货价(美元/吨)	1,349	1,431	1,716	1,897	2,566	2,639	2,571	1,672	2,030	2,230	2,267
LME现货价(美元/磅)	0.61	0.65	0.78	0.86	1.16	1.20	1.17	0.76	0.92	1.01	1.03
同比增速(%)	-7%	6%	20%	11%	35%	3%	-3%	-35%	21%	10%	
长江现货价(元/吨, 含增值税)		14,977	16,188	16,823	20,393	19,519	17,019	13,901	16,073	17,142	17,090
同比增速(%)			8%	4%	21%	-4%	-13%	-18%	16%	7%	
锌											
LME现货价(美元/吨)	772	828	1,047	1,381	3,274	3,240	1,874	1,661	*2,062	*2,100	2,542
LME现货价(美元/磅)	0.35	0.38	0.47	0.63	1.48	1.47	0.85	0.75	*0.94	*0.95	1.15
同比增速(%)		7%	26%	32%	137%	-1%	-42%	-11%	24%	2%	
长江现货价(元/吨, 含增值税)		8,655	10,917	13,757	27,209	27,561	15,508	14,192	17,321	17,640	21,000
同比增速(%)			26%	26%	98%	1%	-44%	-8%	22%	2%	
黄金											
伦敦收盘价(美元/盎司)	310	363	409	444	604	695	872	972	1,100	1,080	1,122
同比增速(%)	14%	17%	13%	9%	36%	15%	25%	11%	13%	-2%	
上海现货价(元/克)	87	97	109	117	155	170	196	214	233	222	245
同比增速(%)		11%	13%	7%	32%	10%	15%	9%	9%	-5%	
动力煤											
国内现货价(元/吨, 含增值税)	279	268	356	426	427	466	723	602	750	788	780
同比增速(%)		-4%	33%	20%	0%	9%	55%	-17%	25%	5%	
国内长单价(元/吨, 含增值税)	235	236	270	360	380	420	460	540	594	624	n.a.
同比增速(%)		0%	14%	33%	6%	11%	10%	17%	10%	5%	
亚太地区出口价(美元/吨)	32	27	45	56	53	56	125	70	*80	*80	n.a.
同比增速(%)		-16%	68%	24%	-5%	5%	124%	-44%	14%	0%	
焦煤											
亚太地区炼焦煤合同价(美元/吨)		47	58	125	116	98	300	129	*180	*170	n.a.
同比增速(%)			23%	116%	-7%	-16%	206%	-57%	40%	-6%	
西山煤电精煤价格(元/吨, 含增值税)						716	1,310	1,173	1,408	1,549	1,330
同比增速(%)							83%	-10%	20%	10%	
钢铁											
螺纹钢国内现货价(元/吨, 含增值税)	2,215	2,927	3,515	3,253	3,021	3,621	4,593	3,513	3,865	n.a.	3,710
同比增速(%)		32%	20%	-7%	-7%	20%	27%	-24%	10%		
热轧板国内现货价(元/吨, 含增值税)	2,771	3,394	4,571	4,363	4,037	4,379	5,138	3,700	4,070	n.a.	4,010
同比增速(%)		22%	35%	-5%	-7%	8%	17%	-28%	10%		
铁矿石											
国内铁矿石长协价(美元/吨)		19	23	38	46	50	90	60	69	n.a.	60
同比增速(%)			21%	67%	19%	10%	80%	-33%	15%		

*表示consensus预测

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

小幅上调 2010 年金属及煤炭价格、局部调整盈利预测及目标价

根据 09 年四季度的商品价格表现、最新市场动态、及中金宏观对中国及美国 GDP 的上调，我们对金属和煤炭价格预测进行了小幅调整，反映出中国持续强劲的增长势头，海外发达国家补库存的缓步进行，及持续充裕的流动性和新增的通胀预期对商品价格的支持。具体而言，我们分别上调 2010 年铜、铝、黄金、秦皇岛现货动力煤价格预测 4%、8%、6%、10%，2011 年价格预测 3%、13%、10%、10%。并维持现有焦煤价格预测不变。铝价的调整同时还反映出长期能源价格上涨对边际产能的逐步淘汰和对长期铝价的支持，金价的调整反映出新兴市场增储及通胀增加中期对金价的支撑，而动力煤的调整反映出国内煤炭行业整合的缓慢进程。我们在此对 2010 年的季度均价也进行了预测，具体细节见表 2。

图表 2：煤炭及金属价格预测调整—小幅上调铜、铝、黄金、秦皇岛现货价格预测

	2009			2010E				2010E			2011E		
	先前	最新	变化	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	先前	最新	变化	先前	最新	变化
铜													
LME 现货价(美元/磅)	2.32	2.35	1.3%	3.11	3.36	2.95	3.02	3.00	3.11	3.6%	3.15	3.24	3.0%
LME 现货价(美元/吨)	5,108	5,173	1.3%	6,850	7,400	6,500	6,650	6,613	6,850	3.6%	6,944	7,150	3.0%
上海现货价(元/吨，含增值税)	42,042	41,953	-0.2%	53,708	58,021	50,964	52,140	51,853	53,708	3.6%	52,860	54,428	3.0%
铝													
LME 现货价(美元/磅)	0.75	0.76	1.8%	0.92	0.94	0.90	0.92	0.86	0.92	7.6%	0.90	1.01	12.6%
LME 现货价(美元/吨)	1,643	1,672	1.8%	2,030	2,071	1,988	2,028	1,887	2,030	7.6%	1,981	2,230	12.6%
上海现货价(元/吨，含增值税)	13,521	13,901	2.8%	16,073	16,394	15,738	16,053	14,937	16,073	7.6%	15,227	17,142	12.6%
黄金													
伦敦下午收盘价(美元/盎司)	965	972	0.7%	1,100	1,050	1,150	1,100	1,035	1,100	6.3%	980	1,080	10.2%
上海金价(元/克)	212	214	0.7%	233	222	243	233	219	233	6.3%	201	222	10.2%
动力煤价格													
秦皇岛山西优混煤价(元/吨，含增值税)	593	602	1.5%	760	700	750	790	682	750	10.0%	716	788	10.0%
焦煤价格													
西山煤电精煤价(元/吨，含增值税)	1,173	1,173	0.0%	1,330	1,380	1,440	1,480	1,408	1,408	0.0%	1,549	1,549	0.0%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

2010 年中国经济的持续增长将对金属及煤炭需求形成有力支撑。中金公司宏观组最近将中国 GDP 预测从 8.8% 上调至 10%。投资方面，由于房地产投资对 GDP 的举足轻重的影响，政府将更多地从增加供给方面来应对房价的上涨；同时中小城市城镇化的推动也将有利于房地产投资以及相关的原材料需求。中金宏观预计房地产开发投资将从 09 年的 18% 上升至 10 年的 25%。政府对消费的扶持力度也继续加大，大幅提高了家电下乡产品限价，并将汽车以旧换新补贴金额由 3000~6000 提至 5000~18000 元。另外，10 年信贷增长可以满足实体经济的资金需求，预计 10 年新增贷款约为 7.5 万亿元，加上 09 年已发放未使用的 1.6 万亿元，10 年实际可用的贷款增量约 9.1 万亿元，增速为 24%，可以支撑 20% 以上的投资增速。这些因素都将对煤炭和有色金属的需求形成有效推动。

2010 年美国复苏势头较预期有所增强，欧元区经济增速较预期小幅放缓。中金宏观组认为美国 10 年经济增长将更加平衡，并将 GDP 增速从 2.2% 上调至 2.6%：上半年宽松的货币政策以及财政刺激政策还将推动经济持续复苏，下半年随着政策力度的减弱，经济复苏将有所放缓。欧元区则在财政紧缩的拖累下经济增长预期由原先的 1.5% 下调至 1.3%。**10 年全球经济增长动力仍然以新兴市场为主，经济增速遥遥领先于发达国家，特别是中国和印度的表现更为突出。**IMF 预计发展中经济体 10 年 GDP 增速为 5.1%，明显高于全球经济增长的 3.1%。而新兴亚洲 10 年 GDP 将增长 7.0%，其中中国和印度的 GDP 增速有望分别达到 10% 和 6.4%，分别贡献 2.1 和 1.1 个百分点。

2010 年发达国家通胀保持温和，新兴市场通胀风险远高于发达经济体。受工资水平、失业率、产能利用率等因素的制约，中金宏观组预测 10 年美国 and 欧元区的 CPI 同比通胀率分别为在 2~2.5% 和 1~1.2% 左右。而由于对油价和食品价格高度敏感以及积极财政和宽松货币政策导致国内需求有所上升，新兴市场国家面临的通胀风险远高于发达经济体。IMF 预计发展中经济体 10 年 CPI 通胀为 4.9%，远高于发达经济体的 1.1%。

局部调整股票盈利预测，维持金属及煤炭股投资评级

根据我们最新的商品价格预测，我们对金属及矿业个股盈利进行了调整。煤炭方面调整幅度较大的是兖煤和神火，主要由于我们将Felix加入了兖州模型，而神火的盈利变化则主要受到铝价上调的影响。金属方面调整幅度较大的是中金和山东黄金，主要由于金价上调之后，公司较高的业绩敏感性使得业绩上升明显，此外我们小幅上调了两家公司明年的矿产金产量预测也是原因之一

股票方面我们仍然看好煤炭股的投资价值，同时提示关注有色方面的交易性机会。正如我们在 11 月 23 日发布的 2010 年策略报告中谈到的，由于煤炭板块相对有色板块在资源、估值和盈利能力等方面的优势，我们对煤炭股采取中期价值性投资取向，而金属方面，由于流动性和金融属性仍然较强，我们建议采取交易性策略，近期提示关注有色类股票（目前覆盖铜、铝）。

► 煤炭方面我们维持现有投资评级，但 A 股排序方面有所调整。H 股：仍然看好福山、中煤、神华；A 股：近期看好神火、神华、中煤；中期看好神火、平煤、西煤。

► 金属方面我们维持审慎推荐的评级。相对 A 股而言，H 股估值更具吸引力。A 股方面，我们短期看好江铜、山东黄金、中金黄金及其他一些我们目前尚未覆盖的铜铝类股票，中期看好江铜及黄金类股票，特别是山东黄金及中金黄金；H 股方面，短期看好中铝，中期看好江铜及招金。

图表 3：盈利和评级调整—上调 10 年部分公司盈利预测

			盈利调整									同比增速		
净利润(百万人民币)	彭博代码	评级	2009E			2010E			2011E			2009E	2010E	2011E
			先前	最新	变化	先前	最新	变化	先前	最新	变化			
基本金属														
中国铝业H	2600.HK	审慎推荐	-2,548	-1,735	n.a.	3,657	3,849	5%	5,493	5,318	-3%	n.a.	n.a.	38%
江西铜业H	358.HK	审慎推荐	2,599	2,639	2%	4,005	4,016	0%	4,567	4,604	1%	15%	52%	15%
中国铝业A	601600.CH	限制*	-2,548	-1,735	n.a.	3,657	3,849	5%	5,493	5,318	-3%	n.a.	n.a.	38%
江西铜业A	600362.CH	审慎推荐	2,599	2,639	2%	4,005	4,016	0%	4,567	4,604	1%	15%	52%	15%
黄金														
紫金矿业H	2899.HK	审慎推荐	4,123	4,089	-1%	4,964	5,366	8%	5,050	5,566	10%	33%	31%	4%
招金矿业	1818.HK	审慎推荐	701	712	2%	842	946	12%	874	1,042	19%	33%	33%	10%
紫金矿业A	601899.CH	审慎推荐	4,123	4,089	-1%	4,964	5,366	8%	5,050	5,566	10%	33%	31%	4%
中金黄金	600489.CH	审慎推荐	394	404	3%	754	911	21%	962	1,164	21%	-16%	125%	28%
山东黄金	600547.CH	审慎推荐	853	869	2%	1,138	1,360	19%	1,232	1,396	13%	36%	56%	3%
动力煤														
中国神华H	1088.HK	推荐	33,966	33,966	0%	39,134	39,564	1%	43,468	43,962	1%	27%	16%	11%
中煤能源H	1898.HK	推荐	8,039	8,217	2%	10,377	10,441	1%	11,744	11,821	1%	15%	27%	13%
兖州煤业H	1171.HK	审慎推荐	4,396	4,660	6%	5,141	6,486	26%	5,830	7,373	26%	-28%	39%	14%
中国神华A	601088.CH	推荐	32,132	32,132	0%	37,090	37,520	1%	41,341	41,835	1%	21%	17%	12%
中煤能源A	601898.CH	审慎推荐	6,544	6,722	3%	8,756	8,819	1%	9,959	10,036	1%	-1%	31%	14%
兖州煤业A	600188.CH	审慎推荐	4,163	4,372	5%	4,997	6,286	26%	5,698	7,185	26%	-33%	44%	14%
焦煤														
福山能源	639.HK	推荐	1,396	1,396	0%	2,210	2,210	0%	2,461	2,461	0%	180%	58%	11%
西山煤电	000983.CH	推荐	2,678	2,678	0%	4,520	4,520	0%	5,630	5,630	0%	-23%	69%	25%
平煤股份	601666.CH	推荐	1,575	1,575	0%	2,450	2,450	0%	3,008	3,008	0%	-41%	56%	23%
开滦股份	600997.CH	审慎推荐	799	799	0%	1,099	1,099	0%	1,403	1,403	0%	-3%	38%	28%
无烟煤														
神火股份	000933.CH	推荐	642	642	0%	1,173	1,340	14%	1,477	1,690	14%	-44%	109%	26%
兰花科创	600123.CH	审慎推荐	1,197	1,197	0%	1,409	1,409	0%	1,551	1,551	0%	-15%	18%	10%

*中铝A股在中金公司的限制名录上

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 4: 金属及矿业估值表

指标	彭博代码	评级	Jan-4-10 货币 收盘价	上涨 空间	市值 百万元	YTD表现	3M成交差 百万股	P/B(x) 2009E 2010E	P/E(x) 2009E 2010E	EV/EBITDA(x) 2009E 2010E	EBITDA Margin 2009E 2010E	ROE 2009E 2010E	Net Debt/Equity 2009E 2010E	BPS 2009E 2010E	EPS 2009E 2010E	EPS增长率 2009E 2010E
上证指数	SHCOMP INDEX		3243.8		18,336,540	-1%	13,002	3.1 2.4	24.1 19.0							
香港国企指数	HSCEI INDEX		12750.6		4,323,677	0%	2,047	2.4 2.1	16.2 12.9							
基本金属																
中国铝业H	2600.HK	审慎推荐	8.7 港币	22%	117,663	2%	35	2.0 1.8	n.a. 26.3	46.0 15.0	11% 19%	-3% 7%	82% 82%	4.45 4.85	-0.14 0.33	n.a. n.a.
目标价			10.6 港币					2.4 2.2	n.a. 32.0	33.6 10.9						
中国铝业A	601600.CH	限制*	14.5 人民币		195,699	0%	44	3.7 3.5	n.a. 50.8	51.5 16.7				3.94 4.17	-0.13 0.28	n.a. n.a.
江西铜业H	358.HK	审慎推荐	18.4 港币	25%	55,681	0%	19	2.2 1.9	18.7 11.9	17.5 11.8	10% 12%	12% 16%	36% 35%	8.45 9.77	0.99 1.54	16% 57%
目标价			23.0 港币					2.7 2.4	23.3 14.9	13.7 9.5						
江西铜业A	600362.CH	审慎推荐	40.2 人民币		121,518	0%	17	5.4 4.8	46.1 30.3	19.8 13.8				7.48 8.41	0.87 1.33	15% 52%
黄金																
紫金矿业H	2899.HK	审慎推荐	7.4 港币	14%	107,897	0%	28	5.2 4.4	23.2 17.3	16.0 12.8	34% 37%	22% 26%	-5% -9%	1.42 1.67	0.32 0.43	35% 34%
目标价			8.5 港币					6.0 5.1	26.5 19.7	14.6 11.9						
紫金矿业A	601899.CH	审慎推荐	9.6 人民币		139,887	0%	159	7.7 6.7	34.2 26.1	17.9 14.6				1.25 1.43	0.28 0.37	33% 31%
招金矿业	1818.HK	审慎推荐	15.9 港币	18%	23,115	2%	6	4.2 3.7	28.7 21.0	14.7 12.3	44% 45%	16% 19%	-17% -15%	3.74 4.29	0.55 0.75	34% 37%
目标价			18.8 港币					5.0 4.4	34.0 24.9	19.0 16.1						
中金黄金	600489.CH	审慎推荐	57.4 人民币		45,389	-1%	18	10.8 9.6	112.3 49.8	39.4 24.7	7% 11%	10% 19%	9% 9%	5.29 5.98	0.51 1.15	-16% 125%
山东黄金	600547.CH	审慎推荐	79.2 人民币		56,332	-1%	20	19.1 13.9	64.8 41.4	37.8 29.6	7% 9%	29% 34%	19% -7%	4.15 5.68	1.22 1.91	36% 56%
动力煤																
中国神华H	1088.HK	推荐	38.4 港币	26%	763,762	1%	15	3.9 3.3	19.9 16.6	10.2 8.8	51% 48%	20% 19%	-7% -10%	8.67 10.00	1.71 1.99	27% 16%
目标价			48.6 港币					5.0 4.2	25.2 21.0							
中国神华A	601088.CH	推荐	34.3 人民币		681,617	-2%	27	4.0 3.4	21.2 18.2	11.9 10.4	49% 47%	20% 19%		8.67 10.00	1.62 1.89	21% 17%
中煤能源H	1898.HK	推荐	14.1 港币	30%	186,947	-1%	39	2.6 2.2	20.1 15.4	10.1 7.3	37% 39%	12% 14%	17% 16%	4.86 5.46	0.62 0.79	15% 27%
目标价			18.4 港币					3.3 2.9	26.2 20.1							
中煤能源A	601898.CH	审慎推荐	14.6 人民币		193,576	-1%	42	2.8 2.6	28.8 21.9	16.9 11.9	18% 20%	11% 14%		5.13 5.64	0.51 0.67	-1% 31%
兖州煤业H	1171.HK	审慎推荐	17.6 港币	14%	86,367	2%	16	2.6 2.3	16.4 11.5	10.7 9.0	67% 68%	15% 16%	-40% -36%	5.87 6.60	0.95 1.32	-28% 39%
目标价			20.0 港币					3.0 2.6	18.6 13.0							
兖州煤业A	600188.CH	审慎推荐	23.2 人民币		114,205	1%	20	3.9 3.5	26.1 18.2	13.0 11.0	34% 33%	14% 15%		5.91 6.57	0.89 1.28	-33% 44%
焦煤																
福山能源	639.HK	推荐	8.0 港币	21%	42,958	6%	21	2.3 2.1	26.8 16.6	14.5 9.8	74% 43%	9% 13%	-5% -11%	3.42 3.88	0.30 0.48	186% 58%
目标价			9.7 港币					2.8 2.5	32.4 20.0							
西山煤电	000983.CH	推荐	39.2 人民币		94,900	-2%	23	8.6 6.8	35.4 21.0	21.3 13.1	39% 42%	38% 24%	29% 23%	4.55 5.77	1.10 1.86	-23% 69%
平煤股份	601666.CH	推荐	31.4 人民币		43,898	-2%	15	4.2 3.7	27.9 17.9	14.2 10.0	17% 19%	29% 15%	-13% -31%	7.54 8.59	1.13 1.75	-54% 56%
开滦股份	600977.CH	审慎推荐	25.0 人民币		30,817	-1%	23	6.3 5.5	38.6 28.0	20.2 15.8	20% 18%	19% 16%	46% 37%	3.94 4.55	0.65 0.89	-3% 38%
无烟煤																
天广股份	000933.CH	推荐	36.7 人民币		27,533	0%	10	8.2 6.6	42.9 20.5	18.4 12.9	23% 25%	19% 28%	214% 160%	4.50 5.60	0.86 1.79	-44% 109%
兰花科创	600123.CH	审慎推荐	43.2 人民币		24,676	-1%	8	4.8 4.1	20.6 17.5	10.8 9.7	48% 46%	23% 24%	12% -6%	8.96 10.44	2.10 2.47	-15% 18%

*中铝 A 股在中金公司的限制名录上

注：金属股票的目标价为 3 个月，矿业为 6 个月

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

港股方面，重点推荐中煤、神华、福山、中铝、江铜及招金。根据最新盈利预测，我们调整了所覆盖的金属及矿业公司港股的目标价。除江铜和兖煤的目标市盈率采用扩张期中值加一个标准差、紫金矿业采用黄金以及铜业务加权市盈率的歷史中值水平外，其余的目标市盈率都采用上次扩张期的中值左右。我们的分析表明，中煤、神华、福山、中铝、江铜和招金有较大的上升空间。

图表 5: 港股目标价

		目标价(港币/人民币)			价格(港币/人民币)		评级		估值方法
公司	彭博代码	先前	最新	变化	目前价格	上涨空间	先前	最新	最新
基本金属									
中国铝业H	2600.HK	9.7	10.6	9%	8.7	22%	审慎推荐	审慎推荐	扩张期中值-32倍P/E
江西铜业H	358.HK	23.0	23.0	0%	18.4	25%	审慎推荐	审慎推荐	扩张期中值+1个标准差-14.9倍P/E
黄金									
紫金矿业H	2899.HK	9.5	8.5	-11%	7.4	14%	审慎推荐	审慎推荐	加权市盈率-19.7倍P/E(黄金板块24.9倍，铜板块10倍)
招金矿业	1818.HK	16.8	18.8	12%	15.9	18%	审慎推荐	审慎推荐	扩张期中值-24.9倍P/E
动力煤									
中国神华H	1088.HK	48.0	48.6	1%	38.4	26%	推荐	推荐	扩张期均值-21倍P/E
中煤能源H	1898.HK	18.2	18.4	1%	14.1	30%	审慎推荐	推荐	扩张期均值-20倍P/E
兖州煤业H	1171.HK	16.9	20.0	18%	17.6	14%	中性	审慎推荐	扩张期均值+2个标准差-13.6倍P/E
焦煤									
福山能源	639.HK	8.7	9.7	11%	8.0	21%	审慎推荐	推荐	08年以来均值×1.15-20.8倍P/E

注：金属股票的目标价为 3 个月，矿业为 6 个月

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

A 股方面，重点推荐神火、神华、中煤、江铜、山东黄金及中金黄金。近期电煤谈判、股指期货、及股价回调使神华及中煤的价值更加显现，而神火将继续受益于强劲的铝价。中期来看，铜及焦煤仍是供应方面最紧张的品种，我们提示利用任何回调的机会增加铜业股及焦煤股的仓位。此外，对长线投资者，我们认为黄金股的盘整提供了吸纳的机会，因为黄金类股票在通胀显著上升的时候会有较好的表现。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

2009 年 11 月 23 日我们推出的 2010 年投资策略报告后的股价走势与我们在报告中的判断基本吻合。我们当时重点推荐煤炭股（特别是焦煤股），预期有色股会在盘整后出现有利的交易性机会。H 股方面我们重点推荐了中煤、福山。此后的 6 周里，中煤能源 H 股上涨了 6.3%，明显强于中国神华（0.4%）；而福山能源上涨了 16.8%。金属股方面，招金表现最好，上涨 13.0%，是我们当时金属类 H 股股票中距目标价上升空间最大的一个。恒生国企指数此间下跌 4.3%。A 股方面煤炭公司中，神火股份的上涨幅度最大，达到了 12.7%，是我们重点推荐的 4 家 A 股煤炭公司之一。金属股方面，除山东黄金外，多数股票有所下调，符合我们对有色盘整的预期。上证指数此间下跌 2.0%。

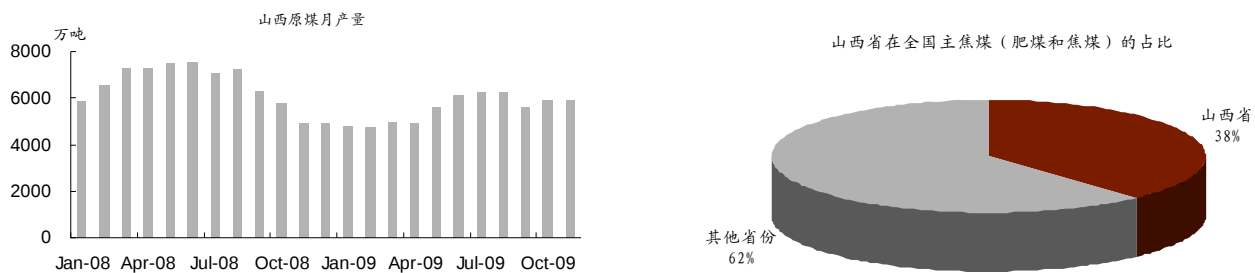
煤炭供需关系趋紧

煤炭供给：增长缓慢

2010 年山西煤矿产能恢复将低于市场预期。正如我们在《2010 年金属及矿业行业展望》中所强调的，山西“小煤矿复产不会一蹴而就”。根据我们的测算，2009 年 11 月山西煤炭产量约为 5882 万吨，距离 2008 年中期 7550 万吨的月度产量还有明显 20% 左右的差距。12 月 27 日，晋中介休市发生了死亡 12 人的东沟煤矿事故，导致介休市副市长被免职。这将使得山西省在批准煤矿复产时坚持更加严格的标准。根据山西省国土资源厅的消息，2009 年 12 月底采矿许可证换证工作基本完成，山西省资源整合发证工作实现的产能大体在 9 亿吨，预计 2009 年煤炭产量约 6.2 亿吨，2010 年产量控制在 7 亿吨（我们目前预测 7.4 亿吨），增产 8000 万吨左右（我们预测增产 8600 万吨）。

山西煤矿产能复苏进程缓慢，对于全国的炼焦煤供需关系影响更为显著。2008 年，山西省原煤产量 5.7 亿吨（不包括中煤集团的产量），占全国煤炭总产量的 20.8%；炼焦煤产量 2.4 亿吨，占全国炼焦煤总产量的 23.3%。而在炼焦煤中，山西省主焦煤（焦煤和肥煤）的产量占到全国总产量的 38%（两个煤种的占比分别为 40.1% 和 33.5%）。因此，山西省煤炭产量的缓慢复苏，对炼焦煤市场的影响更大，支持我们中期更看好炼焦煤的判断。

图表 6：山西省煤矿复产进度缓慢对国内主焦煤（肥煤和焦煤）的影响更大



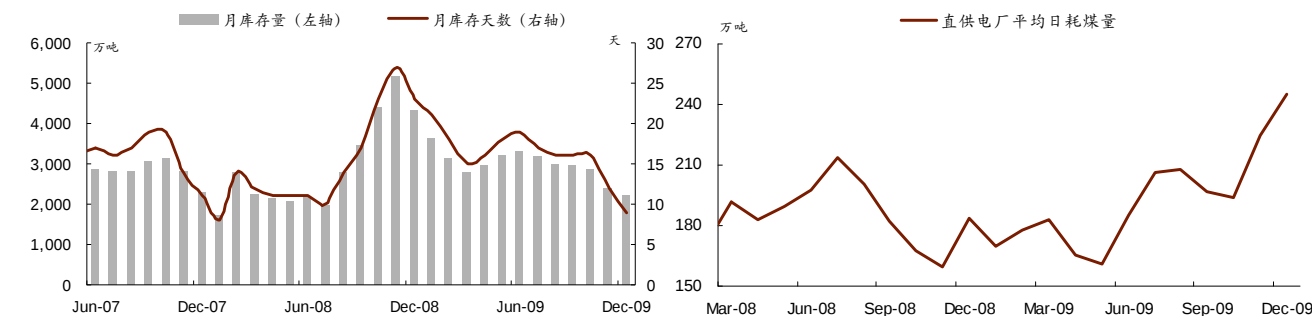
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

河南、黑龙江等省也将推进行业整合，对 2010 年煤炭生产造成负面影响。为了提高煤矿安全生产水平（09 年 9 月份，河南发生了死亡 76 人的新华四矿事故），12 月下旬召开的河南省经济工作会议决定在 2010 年推进煤炭行业整合，完成对 646 座小煤矿的兼并重组；黑龙江省由于发生了死亡 108 人的新兴煤矿事故，预计在 2010 年也会大力加强煤矿安全监管。2009 年 1~10 月份，河南和黑龙江煤炭产量分别为 16655 万吨和 7649 万吨，占全国煤炭产量的 7.1% 和 3.3%。这些省份的煤炭行业整合将影响 2010 年煤炭产量。

煤炭需求：复苏强劲

电煤消耗创出新高，2010 年电煤需求增长有可能超预期。2009 年 12 月电网直供电厂日均耗煤量 245 万吨，同比增长 33.4%，环比也增长 9.1%，显示出电煤需求的强劲增长。同时，煤炭库存显著下降，2010 年 1 月 3 日直供电厂库存天数下降到 8 天，远低于 15 天的正常库存水平。

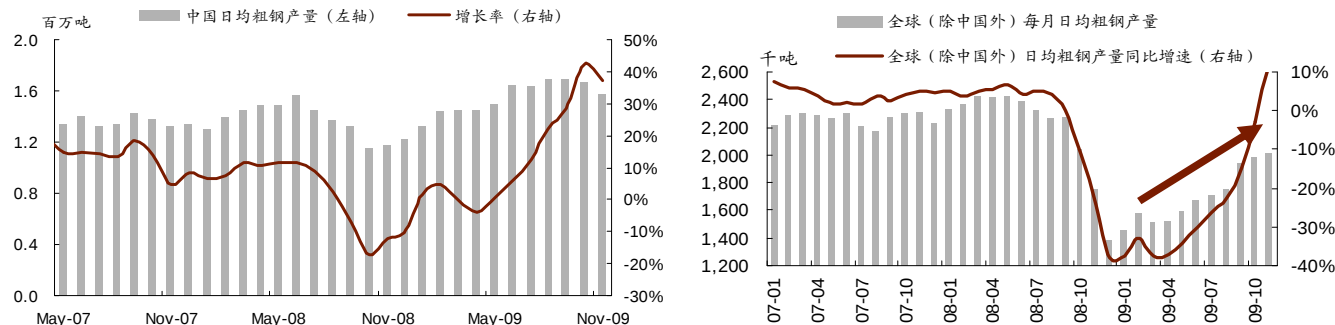
图表 7：电煤消耗创出新高，库存显著低于正常水平



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

11 月日均粗钢产量下降主要是由于许多钢厂安排了集中检修，预计 12 月粗钢产量将有显著回升。由于 2009 年 9~10 月份钢材价格显著回落，许多钢厂在 11 月上旬和中旬安排了设备检修，导致 11 月日均粗钢产量环比回落了 5.6%。而随着钢厂检修的结束以及钢材价格的回升，预计 12 月粗钢产量将显著回升。2009 年 11 月，剔除中国之外的全球日均粗钢产量 200.7 万吨，已经连续 7 个月环比回升。

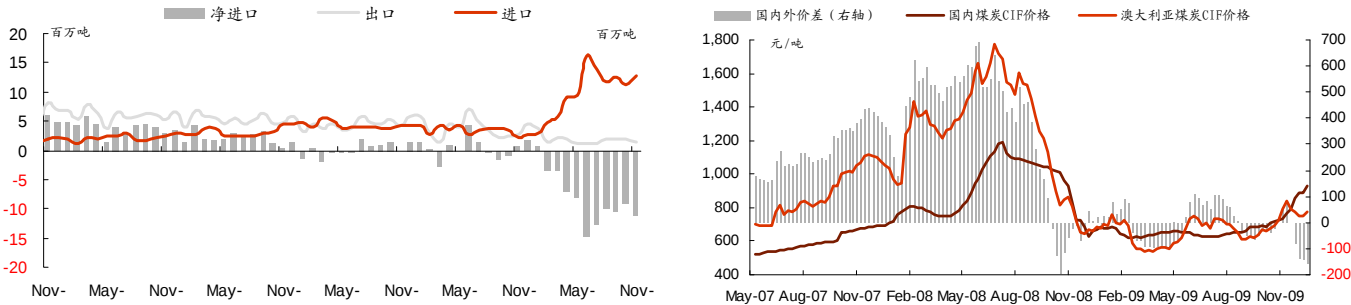
图表 8：中国和全球的日均粗钢产量都将稳中有升



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

在全球煤炭需求复苏的形势下，国内外煤价将呈现交替上升的态势。11 月份中国煤炭进口量为 1265 万吨，环比上升了 13.6%。其中炼焦煤进口量为 286 万吨，环比上升 29.4%；动力煤进口量 979 万吨，环比上升 9.7%。由于 2009 年 11 月份澳大利亚动力煤的 CIF 价显著高于国内煤价，预计 2009 年 12 月份煤炭进口量不会显著增加；但进入 12 月份以来国际煤炭价格优势重新显现，预计 2010 年 1 月份中国煤炭进口量将重新上升。虽然在某些时候煤炭进口量大幅增加对国内煤价上涨幅度有一定抑制作用，但从国内外煤价呈现交替上升的态势来看，全球煤炭需求处于复苏过程中。

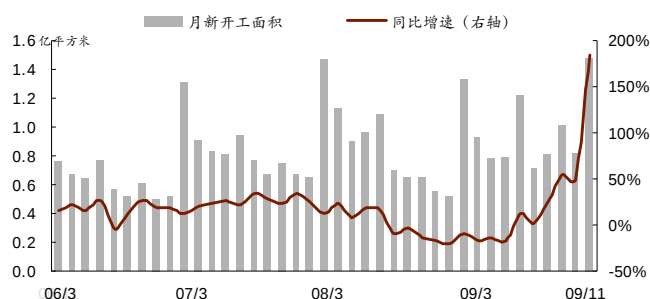
图表 9：煤炭进口量继续维持高位



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

房地产投资加速，将带动对煤炭行业的需求。2009 年 11 月份我国房地产新开工面积 1.62 亿平方米，同比增长 195%，环比增速也高达 98%；中国最大的房屋施工企业中国建筑在 2009 年 11 月的新开工面积也同比上升 91.6%，环比上升 40.8%。国家对房地产的调控政策也是更多地着力于通过增加供给来抑制房价的过快上涨。预计房地产行业新开工面积的加速，将带动 2010 年煤炭需求的回升。

图表 10：房地产月新开工面积高速增长



中国建筑主要经营数据

项目	1-11月份		11月单月	YoY %	月度环比
	金额	比上年同期增长			
1 建筑业累计新签合同额 (亿元)	3,145	28.1%	346	71.7%	-6.7%
2 建筑业累计施工面积 (万m2)	26,982	23.5%	1,242	23.5%	20.0%
3 建筑业累计新开工面积 (万m2)	8,761	19.6%	1,211	91.6%	40.8%
4 建筑业累计竣工面积 (万m2)	3,036	68.4%	720	58.0%	355.7%
5 房地产业累计销售额 (亿元)	436	77.9%	26	22.2%	-35.0%
6 房地产业累计销售面积 (万m2)	519	92.9%	29	3.5%	-32.6%
7 本月末土地储备 (万m2)	4,925	n.a.			
8 本年新增土地储备 (万m2)	1,661	n.a.			

资料来源：CEIC, 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

2010 年煤价调整：上调秦皇岛港动力煤现货均价涨幅

春节前动力煤现货价格将保持高位。一方面，从正常的季节性特征来看，动力煤价格的强势一般会持续到春节；近期电厂煤炭消耗量持续走高，12 月 27 日直供电厂煤炭库存天数为 9 天，远低于正常的 15 天水平，存在补库存需求。但另一方面，进口煤价格优势重现，12 月 28 日澳大利亚进口煤到岸价比国内煤价便宜 158 元/吨，预计 12 月下旬之后中国煤炭进口量将出现显著回升，从而对国内煤价上涨形成一定抑制作用。两个因素相互抵消，预计春节前秦皇岛煤价将保持高位。

维持 2010 年电煤合同价上涨 10% 的预测。2009 年 12 月 15 日，国家发改委发布了《关于完善煤炭产运需衔接工作的指导意见》，在今年正式取消了以往的煤炭订货会，改为煤炭供需双方在 1 个月内进行价格谈判，然后在 1 周内通过网上汇总合同确认铁路运力。我们在策略报告中预计，2010 年秦皇岛港交付的电煤合同价（5500 大卡/千克）上涨 10%（54 元/吨）达到 594 元/吨。

2010 年秦皇岛港的动力煤现货均价涨幅从 15% 上调为 25%。我们将 2009 年全年实现均价从 593 元/吨上调至 602 元/吨，同时，将 2010 年的均价涨幅从 15% 上调至 25%，达到 750 元/吨。但预计多数煤炭企业的动力煤价格涨幅低于该数值，主要是由于港口现货煤仅是全国煤炭的一小部分：2008 年全国煤炭产量 27.8 亿吨，主要港口的煤炭中转量为 5.10 亿吨，占全国煤炭产量的 18.3%；同时，按照现货价销售的部分又仅占港口煤炭的 20%~30%。因此，秦皇岛现货煤价可以作为全国动力煤市场的风向标，但多数地区煤价的波动幅度小于该煤价。

维持 2010 年炼焦煤均价上涨 20% 的预测。虽然我们对 2010 年炼焦煤均价涨幅的预测低于动力煤现货均价的涨幅预测，但山西焦煤集团属于中国最大的炼焦煤生产企业，其产品价格波动幅度低于行业平均水平；而秦皇岛港的动力煤现货价格波动幅度则明显大于行业平均水平。另一方面，我们对秦皇岛港山西优混煤（5500 大卡/千克）的 2010 年均价预测为 750 元/吨，比 780 元/吨的现价低 4%；而我们预计 2010 年西山煤电的肥精煤均价为 1408 元/吨，比 1330 元/吨的现价高 6%。

煤炭股投资策略：短期关注电煤谈判，中期看好炼焦煤

2010 年 1 季度煤炭板块的催化剂：

- 1) **春节前有望基本完成 2010 年电煤合同价格谈判，这对中煤和神华的影响较大。**根据中国煤炭运销协会的汇总数据，截至 2010 年 1 月 5 日 8 时，已经签订了 39063 万吨（3.91 亿吨）的煤炭合同。由于 2010 年煤电双方对煤价走势的判断相对一致，差异只不过在于涨价幅度的大小，而且国家发改委在 2010 年煤炭产运需衔接通知中也明确提到会继续执行煤电联动政策。预计 2010 年电煤合同的谈判难度较小，即使不能按照发改委规定的 1 个月期限全部完成，也将有望在春节前基本完成。神华和中煤作为前两大煤炭供应商，合同煤占比都在 70% 以上，2010 年电煤合同谈判对其影响最为显著。
- 2) **动力煤现货价格春节前保持高位，春节之后将小幅回落。**近期北方地区的大面积降雪和降温将使得动力煤需求旺盛，并使得煤炭运输受到负面影响，对动力煤现货价格起到助推作用，并有利于煤炭企业的电煤合同谈判。而在春节过后，北方取暖用煤量逐步下降，同时水力发电量逐步增加，因此预计动力煤现货价格将小幅回落，回落幅度将在 10% 以内（2009 年从 600 元/吨回落到 558 元/吨，幅度为 7%；2007 年回落幅度亦为 7%；2006 年回落幅度为 5%）。
- 3) **焦煤价格在 3 月份之后将有进一步上涨动力。**元宵节过后建筑工人将陆续回城，而且北方天气也将逐步转暖，工程施工逐步恢复，预计 3 月份之后建筑用钢量会明显增长，从而带动炼焦煤需求。

H 股公司：

小幅上调中煤和神华的盈利预测，维持推荐评级。虽然我们大幅上调了 2010 年煤炭现货均价，但预计中煤和神华的价格涨幅将低于该数值，我们将其 2010 年现货均价上调 3 个百分点。在此基础上，我们将神华 A 股 EPS 从 1.86 元上调为 1.89 元；H 股 EPS 从 1.97 元上调为 1.99 元，目标价从 48.0 港元上调为 48.6 港元。将中煤 A 股 EPS 从 0.66 元上调为 0.67 元，H 股 EPS 从 0.78 元上调为 0.79 元，目标价从 18.2 港元上调为 18.4 港元。

上调兖煤的盈利预测和目标价，维持审慎推荐的投资评级。2009 年 12 月 30 日兖州煤业公告，公司已经完成收购澳大利亚 Felix 100% 股权的全部法律程序。因此，我们将 Felix 公司业务纳入了兖州煤业的盈利预测模型之中。2009 财年 Felix 公司的权益煤炭销量为 480 万吨，2010 年 3 月，年产 1000 万吨的 Moorlaben 露天矿将投产（Felix 持有该矿的 80% 权益），我们预计 2010 年 Felix 的权益煤炭销量约为 1040 万吨，贡献净利润约 9.80 亿元人民币，折合 EPS 约 0.20 元。同时，我们将公司的现货煤价涨幅做了 3% 的上调。在此基础上，我们将兖煤 H 股的 2010 年 EPS 从 1.05 元上调为 1.32 元人民币（折合 1.54 港元）。另外，由于收购使得兖州煤业的增长前景有所改善，我们将目标市盈率从 12 倍上调为 13.6 倍，将目标价从 16.9 港元上调为 20.9 港元，在 1 月 4 日的收盘价（17.56 港币）基础上还有 19% 的上升空间。由于兖煤的动力煤产品在现货市场销售的占比达到 70% 以上，预计春节前动力煤现货价格的强势将对公司股价形成正面推动。

上调福山能源的目标价至 10.0 港元，维持推荐的投资评级。我们维持对福山的推荐投资评级，考虑到公司进行资产收购的潜力，将目标价调升 15% 至 10.0 港元，距目前股价还有 26% 的上升空间。未来公司股份的可能催化剂包括：1) 完成对棋盘井矿业的收购。2009 年 10 月 22 日公司公告了计划收购内蒙古棋盘井矿业 60% 股权，该公司目前具有 180 万吨的炼焦煤产能，可以贡献权益产能 108 万吨，带动福山能源权益产能增长约 20%。2) 联山煤矿的采矿权审批获得进展。该矿设计能力 400 万吨，福山能源持有 65% 的股权，将增加权益产能约 50%。3) 利用山西省资源整合的机会收购其他煤炭资产。

A 股公司：神火和神华

神火股份：上调铝价和盈利预测，维持推荐的投资评级。我们将 2010 年电解铝的均价从 14500 元/吨上调为 16000 元/吨，将电解铝业务的毛利率从 10% 上调为 14%。在此基础上，我们将神火股份的 2010 年 EPS 从 1.56 元上调为 1.79 元，其中煤炭业务的贡献为 1.41 元，电解铝业务的贡献为 0.38 元（电解铝价格上升 1%，神火股份的净利润将上升 2.3%）。我们维持对公司推荐的投资评级。

中国神华：关注电煤谈判和股指期货。神华的股价催化剂包括：1) 2010 年度电煤合同谈判进展；2) 如果 2010 年股指期货推出，中国神华作为沪深 300 指数中权重最大的煤炭公司将会相对受益（占沪深 300 指数的 2.06%，排名第八）；3) 神华 A 股对 H 股的溢价仅为 4%，在三家煤炭公司中最低。

资源税改革可能在 2010 年实施。12 月 21 日《上海证券报》文章称，资源税改革 2010 年或推出，有望从价计征。而我们在 11 月 23 日的《2010 年金属及矿业投资策略》中已经提出“资源税改革：2010 年可能推出，但预计不会对煤炭股价形成明显冲击”，我们预计的税率范围为 3%~5%，在盈利预测模型中已经假设 2010 年开始征收 5% 的从价资源税。

图表 11：净利润对煤价的敏感度：平煤、中煤、西煤和兖煤对煤价最为敏感

	2010E 净利润		
	现预测	煤价+1%	变化
平煤股份	2,450	2,580	5.3%
中煤能源	8,817	9,049	2.6%
西山煤电	4,520	4,633	2.5%
兖州煤业	6,286	6,435	2.4%
神火股份	1,340	1,369	2.2%
开滦股份	1,099	1,122	2.1%
兰花科创	1,409	1,432	1.7%
中国神华	37,520	38,038	1.4%
兖州煤业 (H)	6,486	6,635	2.3%
中煤能源 (H)	10,439	10,670	2.2%
中国神华 (H)	39,564	40,082	1.3%
福山能源 (百万港币)	2,570	2,603	1.3%

资料来源：CEIC, 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

图表 12：煤炭 A 股公司主要经营指标

平均煤价(元/吨)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	平均煤价	2008	2009E	2010E	2011E
西山煤电	375	681	620	661	694	西山煤电	82%	-9%	7%	5%
平煤股份	370	566	451	529	628	平煤股份	53%	-20%	17%	19%
开滦股份	452	864	796	950	1,040	开滦股份	91%	-8%	19%	9%
兰花科创	412	614	609	671	740	兰花科创	49%	-1%	10%	10%
神火股份	443	774	620	720	776	神火股份	75%	-20%	16%	8%
中国神华	313	379	392	431	451	中国神华	21%	4%	10%	5%
兖州煤业	437	650	709	817	872	兖州煤业	49%	9%	15%	7%
中煤能源	355	432	427	494	535	中煤能源	22%	-1%	16%	8%

单位煤炭成本(元/吨)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	单位煤炭成本	2008	2009E	2010E	2011E
西山煤电	235	343	317	344	349	西山煤电	46%	-8%	9%	2%
平煤股份	273	367	342	379	459	平煤股份	35%	-7%	11%	21%
开滦股份	259	452	437	481	510	开滦股份	74%	-3%	10%	6%
兰花科创	177	204	235	249	271	兰花科创	16%	15%	6%	9%
神火股份	230	342	373	410	435	神火股份	49%	9%	10%	6%
中国神华	208	238	230	243	248	中国神华	14%	-3%	6%	2%
兖州煤业	201	266	275	299	312	兖州煤业	33%	3%	9%	4%
中煤能源	184	197	187	201	209	中煤能源	7%	-5%	8%	4%

煤炭销量 (百万吨)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	煤炭销量	2008	2009E	2010E	2011E
西山煤电	16	16	18	25	28	西山煤电	-1%	12%	39%	12%
平煤股份	27	28	35	37	39	平煤股份	6%	22%	7%	4%
开滦股份	5	4	4	4	4	开滦股份	-20%	7%	0%	0%
兰花科创	5	5	6	6	6	兰花科创	9%	9%	0%	0%
神火股份	4	5	6	7	8	神火股份	18%	16%	25%	8%
中国神华	209	233	252	276	300	中国神华	11%	8%	10%	9%
兖州煤业	35	35	35	48	52	兖州煤业	0%	0%	37%	8%
中煤能源	69	74	80	89	100	中煤能源	8%	8%	12%	12%

吨煤毛利润 (元/吨)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	吨煤毛利润	2008	2009E	2010E	2011E
西山煤电	177	415	317	367	393	西山煤电	134%	-24%	16%	7%
平煤股份	98	199	109	150	170	平煤股份	104%	-45%	37%	13%
开滦股份	193	413	358	469	529	开滦股份	114%	-13%	31%	13%
兰花科创	236	410	374	422	469	兰花科创	74%	-9%	13%	11%
神火股份	213	432	247	309	341	神火股份	103%	-43%	25%	10%
中国神华	107	144	169	195	209	中国神华	34%	18%	15%	7%
兖州煤业	236	399	254	314	345	兖州煤业	69%	-36%	23%	10%
中煤能源	171	235	240	292	325	中煤能源	38%	2%	22%	11%

吨煤净利润 (元/吨)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	吨煤净利润	2008	2009E	2010E	2011E
西山煤电	73	212	144	174	191	西山煤电	189%	-32%	21%	10%
平煤股份	56	94	57	71	78	平煤股份	70%	-40%	26%	9%
开滦股份	92	154	137	176	215	开滦股份	67%	-11%	28%	22%
兰花科创	112	221	197	214	236	兰花科创	97%	-11%	9%	10%
神火股份	107	250	119	144	167	神火股份	133%	-52%	21%	16%
中国神华	64	88	102	113	119	中国神华	38%	16%	11%	5%
兖州煤业	94	205	127	159	178	兖州煤业	117%	-38%	26%	12%
中煤能源	55	75	71	85	95	中煤能源	37%	-6%	20%	12%

资料来源：CEIC, 中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 13: 煤炭 H 股公司主要经营指标

	2008	2009E	2010E	2011E		2009E	2010E	2011E
ASP(Rmb/t)					YoY change			
Shenhua	379	392	431	451	Shenhua	4%	10%	5%
Domestic contract	336	364	397	416	Domestic contract	8%	9%	5%
Domestic spot	438	428	501	526	Domestic spot	-2%	17%	5%
Export	577	544	484	480	Export	-6%	-11%	-1%
Yanzhou Coal	628	503	581	624	Yanzhou Coal	-20%	16%	7%
Domestic contract	417	430	473	496	Domestic contract	3%	10%	5%
Domestic spot	710	799	928	992	Domestic spot	12%	16%	7%
Export	731	652	600	613	Export	-11%	-8%	2%
China Coal	432	427	494	535	China Coal	-1%	16%	8%
Domestic contract	365	416	458	481	Domestic contract	14%	10%	5%
Domestic spot	612	420	496	520	Domestic spot	-31%	18%	5%
Export	705	559	492	484	Export	-21%	-12%	-2%
Fushan Energy					Fushan Energy			
Raw coal	785	582	704	774	Raw coal	-26%	21%	10%
Clean coal	1,473	1,082	1,291	1,417	Clean coal	-27%	19%	10%
Unit cost (Rmb/t)					Unit cost change			
Shenhua	246	244	257	262	Shenhua	-1%	5%	2%
Yanzhou Coal	260	269	292	305	Yanzhou Coal	3%	9%	4%
China Coal	293	284	306	320	China Coal	-3%	8%	5%
Fushan Energy	132	141	151	157	Fushan Energy	7%	7%	4%
Sales volume (mt)					YoY change			
Shenhua	233	252	276	300	Shenhua	8%	10%	9%
Domestic					Domestic			
Of which: Domestic contract	164	165	181	198	Of which: Domestic contract	0%	10%	9%
Of which: Domestic spot	48	73	80	88	Of which: Domestic spot	53%	10%	9%
Export	21	14	14	14	Export	-34%	0%	0%
Yanzhou Coal	35	35	48	52	Yanzhou Coal	0%	37%	8%
Domestic					Domestic			
Of which: Domestic contract	7	8	8	8	Of which: Domestic contract	7%	0%	0%
Of which: Domestic spot	26	26	28	29	Of which: Domestic spot	-1%	10%	3%
Export	0	0	0	0	Export	-66%	0%	0%
China Coal	74	80	89	100	China Coal	8%	12%	12%
Domestic (Thermal)					Domestic			
Of which: Domestic contract	55	64	70	77	Of which: Domestic contract	17%	8%	10%
Of which: Domestic spot	11	13	14	15	Of which: Domestic spot	17%	8%	10%
Export	7	2	2	2	Export	-74%	0%	0%
Fushan Energy					Fushan Energy			
Raw coal	2.5	6.0	6.6	6.6	Raw coal	143%	10%	0%
Clean coal	0.3	1.8	6.4	7.9	Clean coal	574%	250%	23%
Gross profit per tonne(Rmb/t)					YoY change			
Shenhua	136	155	180	195	Shenhua	14%	16%	8%
Yanzhou Coal	368	234	289	319	Yanzhou Coal	-36%	23%	10%
China Coal	134	140	167	186	China Coal	5%	20%	12%
Fushan Energy	609	396	509	574	Fushan Energy	-35%	28%	13%
Net profit per tonne(Rmb/t)					YoY change			
Shenhua	88	107	119	125	Shenhua	21%	11%	5%
Yanzhou Coal	191	123	135	150	Yanzhou Coal	-36%	10%	11%
China Coal	79	87	100	112	China Coal	9%	16%	12%
Fushan Energy	409	266	322	336	Fushan Energy	-35%	21%	4%

资料来源: CEIC, 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

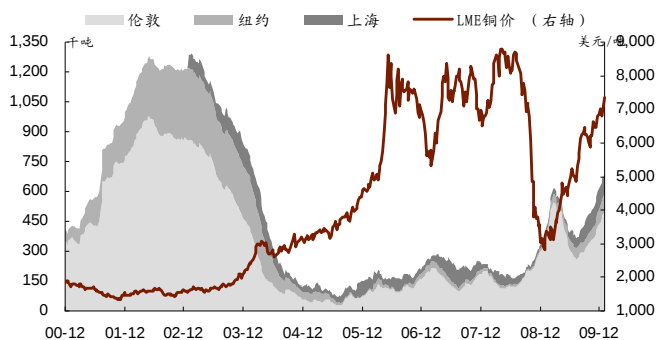
经济复苏及通胀预期推动金属价格持续振荡上行

在经济复苏、流动性仍然充裕以及通胀不断升温的背景下，我们更加看好基本金属。去年 12 月以来，不断向好的宏观经济以及充裕的流动性推动铜、铝价格创出年内新高，黄金则在美元走强以及经济复苏的制约下进行了一轮调整。进入到 10 年，供应紧张及流动性将继续推升铜价；尽管面临复产的压力，但局部供应滞后及金融属性将支持铝价维持高位；黄金价格虽然会受到经济复苏的抑制，但通胀预期渐增及新兴市场增储等因素仍将支撑金价维持高位。我们相应上调 2010 年铜价预测 \$237t (\$0.11/lb) 至 \$6850/t (\$3.11/lb)，上调 2010 年铝价预测 \$143t (\$0.06/lb) 至 \$2030/t (\$0.92/lb)，上调 2010 年金价预测 \$65/oz 至 \$1100/oz。

供应紧张及流动性将继续推升铜价

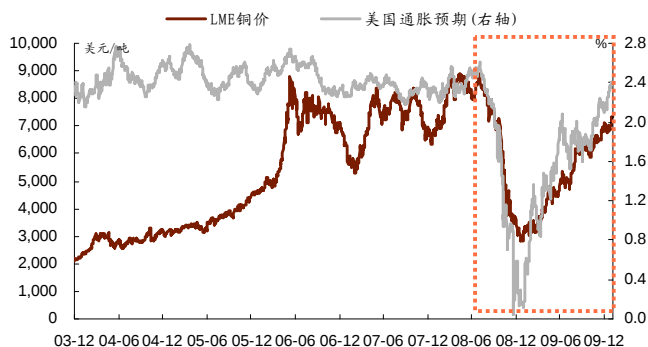
- **金融因素推动近期铜价不断走强。**12 月以来，LME 铜的库存一直保持上升的势头，从月初的 42 万吨升至最新的 50 万吨，与年初 54 万吨的高点已经相差不多，上海铜的库存也是由月初的 8.9 万吨升至最新的 9.9 万吨。同时，各地贸易商升水也在不断减少，反映铜的现货需求有所减弱。与此同时，LME 铜价在 12 月份却上涨了 4.2% 至 7350 美元/吨，反映出在基本面之外的流动性和通胀预期等因素对铜价的支持。

图表 14：伦敦、上海、纽约库存不断上升



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

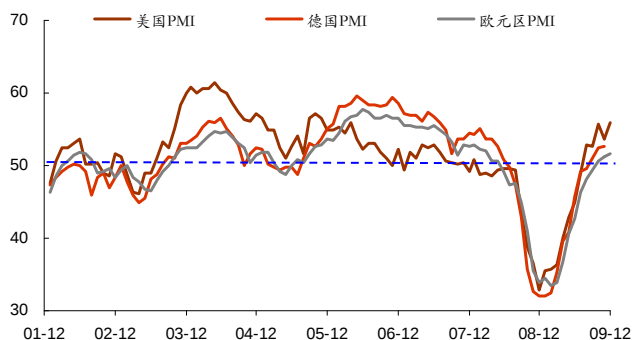
图表 15：通胀预期推动铜价走高



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

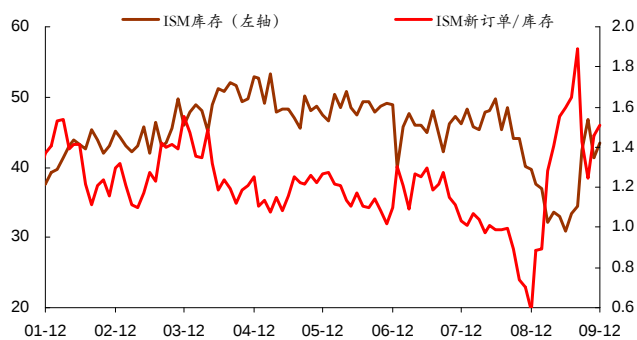
- **供应紧张仍将延续。**正如我们在 11 月 23 日的策略报告中指出的，年底进行的新一轮劳工谈判如果触发罢工，将导致铜价迅速上扬，近期发生的智利全球第二大铜矿 Chuquibambilla 的罢工事件印证了我们的观点：该矿山年产阴极铜 75.5 万吨，占预计 10 年全球矿产铜产量的比重达 4%。同时，一直困扰铜矿山增产的品位下降、地区政治不稳定、资本开支不足等问题还将长期存在，使得矿产铜的供应紧张难以得到根本解决。12 月底，美国自由港铜业与日本冶炼企业敲定了 10 年铜加工费的长协价格，TC/RC 为 46.5/4.65，较 09 年的长协价格降幅达到 38%，这也从一个侧面反映了铜精矿供应的紧张程度。
- **中国下游电力以及家电行业平稳增长给铜价提供支撑。**国家电网 12 月底第二期 200 亿元企业债券的顺利发行及工业终端电价的上调为 10 年电网投资的平稳增长奠定了基础。各种鼓励家电消费的政策也将在 10 年得以延续。12 月 7 日闭幕的中央经济工作会议提出进一步做好家电下乡工作、继续实施家电以旧换新政策，12 月 9 日召开的国务院常务会议，也对明年家电的相关政策进行了研究和部署，主要内容包括继续实施家电下乡政策、大幅提高下乡家电产品最高限价、进一步完善下乡家电产品补贴标准和办法。此外，出口转暖也会进一步带动家电需求增长。
- **OECD 国家经济仍在缓步进入复苏通道。**最新的 PMI 指数显示，发达国家经济仍在逐步复苏。美国 12 月份 PMI 分类指标显示库存小幅上升，同时新订单正逐步增加，新订单/库存比值继续上升，表明补库存还在进行。

图表 16: 各国 PMI 继续复苏



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 17: 新订单/库存比值上升表明补库存正在进行



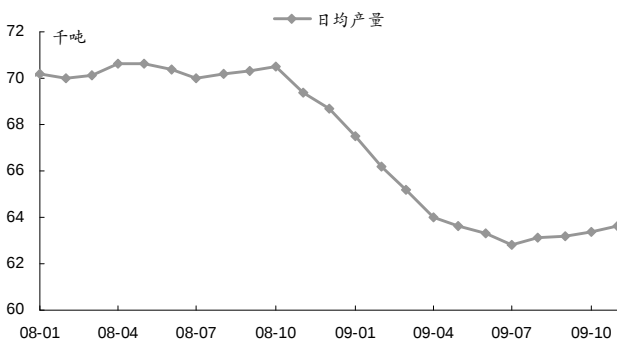
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

- **通胀预期以及流动性推动铜价继续走高。**作为最能受益于经济复苏和通胀的基本金属，铜一直受到众多基金的青睐。此轮铜价的反弹伴随着通胀预期以及基金投资热情的不断升温。根据巴克莱的统计，09年以来共有创记录的600亿美元流入到商品市场，使得年末商品市场管理的资产规模达到2300~2400亿美元。10年，随着经济继续复苏、通胀预期的升温以及充裕的流动性，铜价还将维持向上势头。

价格回升驱动电解铝复产，但局部供应滞后及金融属性将支持铝价维持高位

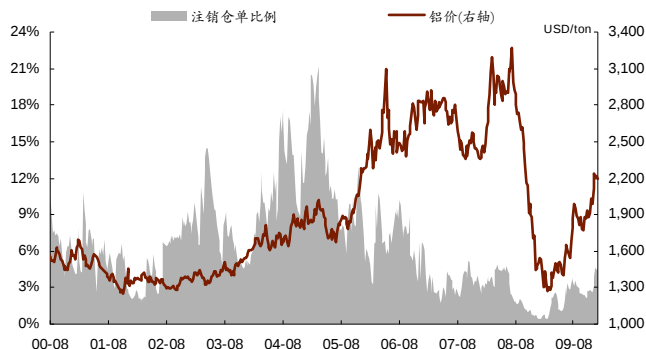
- **近期铝价的走强既有基本面好转的因素，也有金融属性驱动的因素。**需求方面，欧洲多国施行“以旧换新”购车补贴计划比较明显的刺激了汽车需求从而带动了电解铝的消费。而供应方面，**海外复产速度较慢造成全球电解铝产量增速较慢。**根据IAI最新的数据，11月份全球（不含中国）的日均电解铝产量为6.4万吨，比7月份的最低值仅高1.3%，其中欧洲的日均产量09年以来一直处于下降状态。因此，LME欧洲库存从8月底开始下降5%，这段时间对应LME铝价上涨20%。同时日本和美国的现货铝溢价不断攀升，尤其是日本的溢价水平达到02年以来的历史高位，表明现货市场供应偏紧。从金融属性来看，**一些资金借助电解铝持续的期货升水通过质押融资等方式而套利的行为也为铝价上涨带来动力。**另外，12月以来LME铝的注销仓单比例出现持续上升，当前的注销仓单比例由11月底的2.6%上升至4.6%。

图表 18: 全球（除中国外）电解铝产量回升缓慢



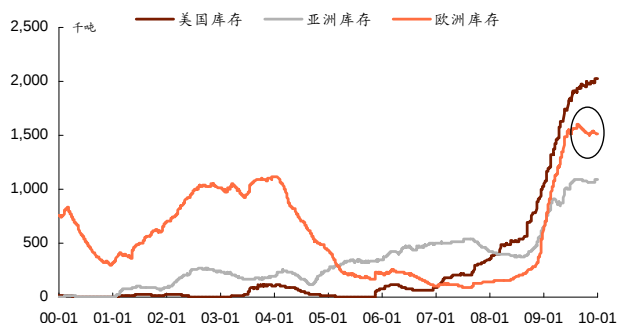
资料来源：IAI，中金公司研究部

图表 19: 12月以来铝的注销仓单比例继续上升



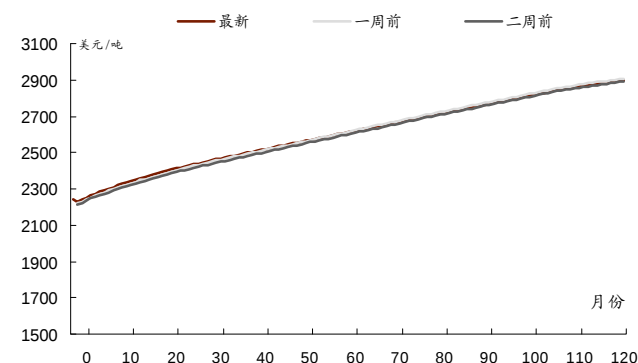
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 20: LME 欧洲库存自 9 月份开始下降



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 21: 铝的 forward curve 为期货升水



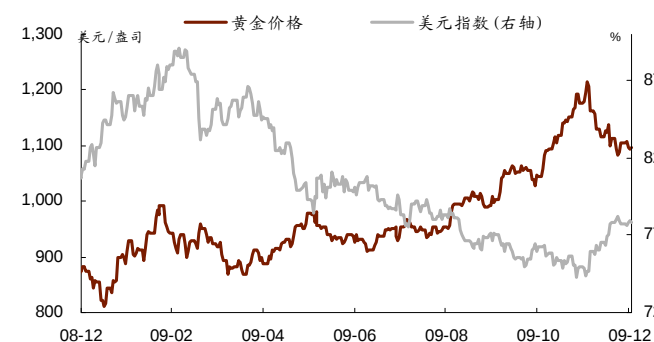
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

- 我们认为支持铝价上涨的因素短期内仍将维持。首先，中国地产和汽车等用铝终端需求仍将保持强劲增长，其次海外市场需求也将有所回升，未来经济数据将逐步转好，而短期内海外复产仍然比较缓慢，因此库存逐步下降的概率较大。另一方面，尽管随期货升水的幅度逐步缩小，质押融资套利交易将逐步减少，最终释放部分被锁定的库存，但这一变化需要一定的时间，而所释放的库存也会被复苏的需求所逐步消化。
- 部分欧洲电解铝厂的长期电力合同将在 2012 年到期，新的电力成本将迫使部分铝厂关闭，在长期支持电解铝价格。我们估计有关闭风险的产能占欧洲电解铝产能的 10-15%，约 40-60 万吨，受影响的国家主要位于西欧，如德国、荷兰、意大利等。需要注意的是，北欧的电费较低，电解铝厂的生产成本仍然处于可控状态。同时，除中国外，中东地区也有相当的新增产能在建，如阿曼的 35 万吨和卡塔尔的 58.5 万吨的铝冶炼产能。铝价持续高位将刺激复产和产能扩张，对铝价产生抑制作用，从这个角度讲铝的供应瓶颈远不及铜紧张，因此铝价在整个经济上升期的上升空间可能也不及铜价。

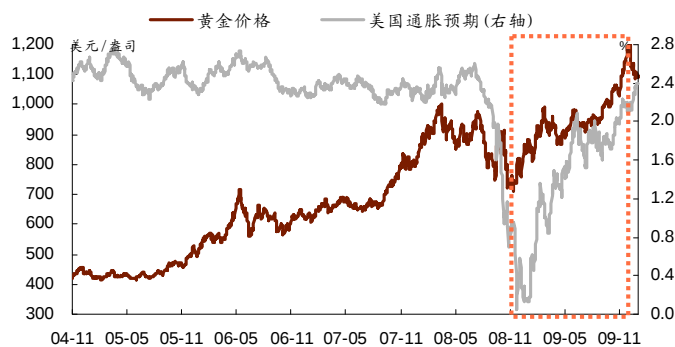
通胀预期中期将支撑黄金价格维持高位

- 不断改善的经济数据对金价造成一定压力。海内外公布的一系列经济数据显示经济在逐步复苏，导致美元阶段性走强，从而对金价上涨形成抑制。自 11 月底 74.4 的低点至今，美元指数已经反弹 4.2% 至 77.5。尽管海外复苏并不会是坦途，而一些经济数据在年底节假日季节性因素走强后会有局部回调，导致美元再次受到下行压力，但总体而言，上半年的整体趋势是世界各国的经济在逐步复苏，而在这一大背景下美元即使仍有下跌，幅度也将较为有限，我们认为有色比黄金应有更大的上行空间。

图表 22: 10 年美元指数易涨难跌



通胀预期推高金价

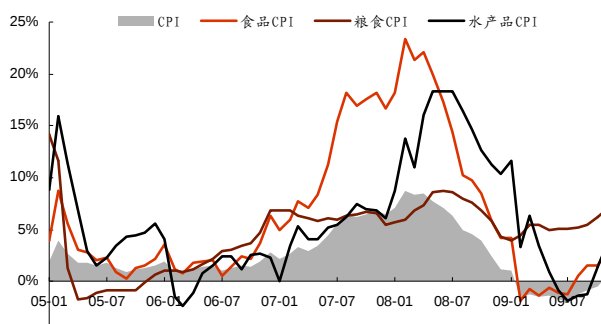
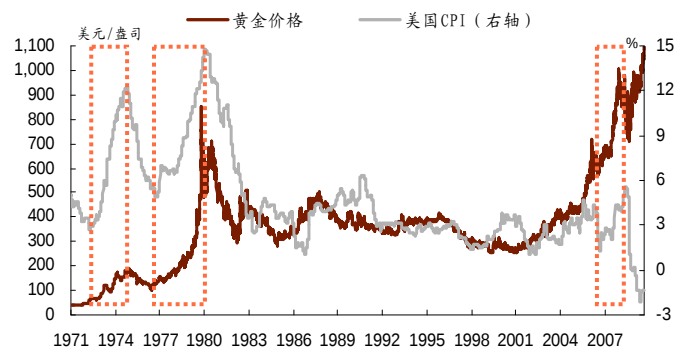


资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

- **不断增强的通胀预期为金价提供支撑。**10 年充裕的流动性以及不断好转的经济还将推动通胀预期以及通胀不断升温。根据中金宏观组的观点，新兴市场国家由于对食品和高油价的高敏感面临的通胀风险远高于发达经济体，其中中国、巴西的通胀在 3-4%，印度、俄罗斯的通胀在 8-10%，而美国、欧元区分别仅为 2-2.5% 和 1-1.2% 左右。以中国为例，尽管 11 月份的 CPI 同比涨幅仅为 0.6%，但是食品、粮食、水产品等分类指数已经大幅转正，七十个大中城市房屋销售价格指数 11 月份同比涨幅更是加快至 5.7%，反映通胀正在从预期向现实快速转化。我们在 11 月 23 日的报告中指出，金价主要受到美元、通胀和风险偏好的影响。历史上 70 年代以来，金价在几次高通胀时期均有较好的表现（见下图）。因而，我们认为虽然金价会在近期震荡盘整，但中期如果通胀升温，金价仍会受到有力支撑。

图表 23：强烈通胀下黄金抗通胀作用明显

中国 CPI 分项指数已经开始大幅转正



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

- **新兴市场国家增持黄金以及人民币国际化中长期利好金价。**美国、日本过去本币国际化的经验表明，中国推动人民币国际化的努力，必须以雄厚的黄金储备为支撑。历史上黄金价格出现大幅上涨的三个时期 1930 年代（上涨了 75%）、1970 年代（上涨了 13 倍）以及 2002 年以来（上涨了 3 倍）分别伴随着美国大幅增加黄金储备（占全球黄金储备比重由 30% 上升至 69%）、日本大幅增持黄金储备 2.5 倍（占全球黄金储备比重由 0.7% 上升至 2%）以及主要新兴市场国家增持黄金储备。人民币的国际化将是中长期趋势，对美元失去信心的主要新兴市场国家（包括印度、巴西、俄罗斯）还将继续增持黄金储备，这些均使得黄金价格中长期有望继续上扬。（详见我们 09 年 11 月 23 日发布的《2010 年金属及采掘行业展望》及 2010 年 1 月 5 日中金宏观组发布的经济报告。）

金属股投资策略：近期关注铝及铜类股票，中期黄金股应受通胀支持

考虑到中铝对铝价的高弹性，如果铝价上半年能保持目前高位，中铝将有补涨的交易性机会，我们维持中铝 H 股审慎推荐的投资评级不变。而尽管铜价仍有上行动力，但是江铜盈利的敏感性逐步减弱，使得股价上涨空间受到限制，我们维持对江铜 H 股和 A 股审慎推荐的评级，并建议投资者在股价调整的时候积极介入。每 1% 铝价上涨将推升中铝盈利 7-8%，而每 1% 铜价上涨，仅推升江铜盈利约 1.4%。因此，虽然铝的供给瓶颈远不及铜紧张，而且复产和期货套利趋势反转将在中期抑制铝价上行空间，但假如铝价 10 年均值能与现价一致（比我们的均值预测高 9%），中铝的盈利将会比我们目前的预测高出近一倍，而其市盈率也将降至与江铜目前近似的水平。所以我们提示关注中铝 H 股短期的交易性机会。在 A 股方面，焦作万方（尚未覆盖）对铝价的联动性较中铝更强。

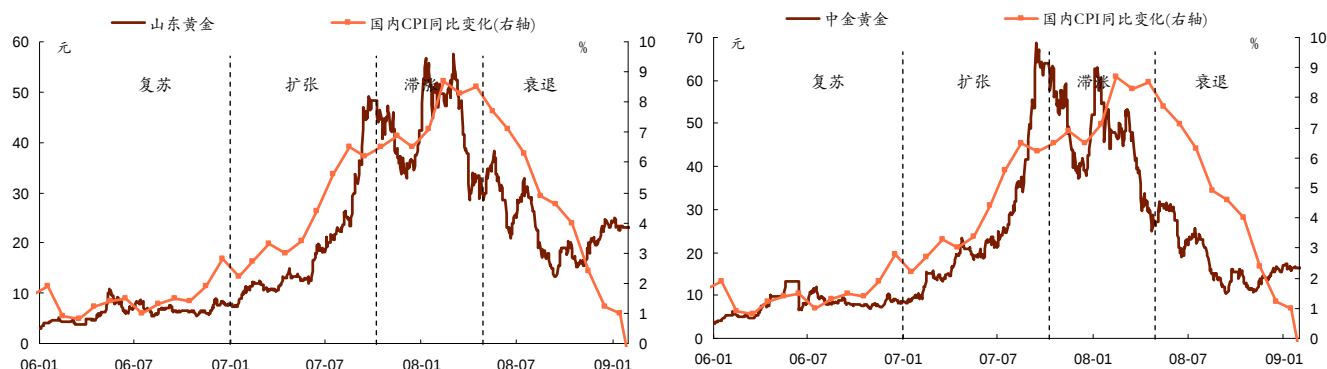
图表 24：铜价每变动 1%，江铜盈利变动 1.4%

A股						H股							
		铜价	% 变化	2010E EPS	% 变化	2010E PE			铜价	% 变化	2010E EPS	% 变化	2010E PE
江西铜业 A股	美元/吨		人民币				江西铜业 H股	美元/吨		港币			
		5480.0	-20.0%	0.95	-28.2%	42.2			5480.0	-20.0%	1.11	-28.2%	16.6
		6165.0	-10.0%	1.14	-14.1%	35.2			6165.0	-10.0%	1.33	-14.1%	13.8
		6507.5	-5.0%	1.23	-7.1%	32.6			6507.5	-5.0%	1.44	-7.1%	12.8
	基本假设	6850.0	0.0%	1.33	0.0%	30.3		基本假设	6850.0	0.0%	1.54	0.0%	11.9
		7192.5	5.0%	1.42	7.1%	28.3			7192.5	5.0%	1.65	7.1%	11.1
	现价	7375.0	7.7%	1.47	10.8%	27.3		现价	7375.0	7.7%	1.71	10.8%	10.7
		7877.5	15.0%	1.61	21.2%	25.0			7877.5	15.0%	1.87	21.2%	9.8
	8220.0	20.0%	1.70	28.2%	23.6		8220.0	20.0%	1.98	28.2%	9.3		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

黄金股在上半年经济逐渐好转而通胀尚未成为市场焦点的情况下将保持区间震荡，而当通胀较为明显或预期加剧时，黄金股将有较好的表现。建议长线投资者利用黄金股回调机会逐步建仓布局。我们维持对 H 股和 A 股黄金公司审慎推荐的评级。基于黄金具备抗通胀的特性，黄金股走势也与通胀紧密相联。根据研究我们发现，黄金股在经济的扩张期以及滞胀期会随着通胀的上升迎来上涨，我们建议投资者在通胀启动初期提前布局黄金股。A 股方面，山东黄金作为纯黄金股将最直接受益于高通胀环境，而中金黄金的增长性和紫金估值也各具优势。H 股方面，我们基于高增长和纯黄金属性继续看好招金，而紫金的最近的回调也使其价值逐步有所显现。

图表 25：黄金股随着通胀上升还会迎来上涨



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

黄金公司敏感度排序：中金黄金、山东黄金、招金矿业、紫金矿业

图表 26：金价每变动 1%，中金黄金盈利变动 2.1%，山东黄金盈利变动 1.94%

	金价		2010E		2010E PE
	美元/盎司	% 变化	人民币	% 变化	
中金黄金	935.0	-15.0%	0.79	-31.9%	73.1
	990.0	-10.0%	0.91	-21.3%	63.2
	现价 1096.0	-0.4%	1.14	-0.8%	50.2
	基本假设 1100.0	0.0%	1.15	0.0%	49.8
	1155.0	5.0%	1.28	10.6%	45.0
	1210.0	10.0%	1.40	21.3%	41.1
	1265.0	15.0%	1.52	31.9%	37.8
	1320.0	20.0%	1.64	42.5%	34.9
山东黄金	935.0	-15.0%	1.35	-29.1%	58.5
	990.0	-10.0%	1.54	-19.4%	51.4
	现价 1096.0	-0.4%	1.90	-0.7%	41.7
	基本假设 1100.0	0.0%	1.91	0.0%	41.4
	1155.0	5.0%	2.10	9.7%	37.8
	1210.0	10.0%	2.28	19.4%	34.7
	1265.0	15.0%	2.47	29.1%	32.1
	1320.0	20.0%	2.65	38.8%	29.8

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 27：金价每变动 1%，紫金矿业盈利变动 0.83%，招金矿业盈利变动 1.81%

	金价		2010E		2010E PE
	美元/盎司	% 变化	港币	% 变化	
紫金矿业 H股	935.0	-15.0%	0.38	-12.5%	19.8
	990.0	-10.0%	0.39	-8.3%	18.9
	现价 1096.0	-0.4%	0.43	-0.3%	17.3
	基本假设 1100.0	0.0%	0.43	0.0%	17.3
	1155.0	5.0%	0.45	4.2%	16.6
	1210.0	10.0%	0.46	8.3%	16.0
	1265.0	15.0%	0.48	12.5%	15.4
	1320.0	20.0%	0.50	16.6%	14.8
招金矿业	935.0	-15.0%	0.55	-27.1%	28.8
	990.0	-10.0%	0.62	-18.1%	25.7
	现价 1096.0	-0.4%	0.75	-0.7%	21.2
	基本假设 1100.0	0.0%	0.75	0.0%	21.0
	1155.0	5.0%	0.82	9.0%	19.3
	1210.0	10.0%	0.89	18.1%	17.8
	1265.0	15.0%	0.96	27.1%	16.5
	1320.0	20.0%	1.03	36.1%	15.4

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 28：铝价每变动 1%，中国铝业盈利变动 8.7%，神火股份盈利变动 2.3%

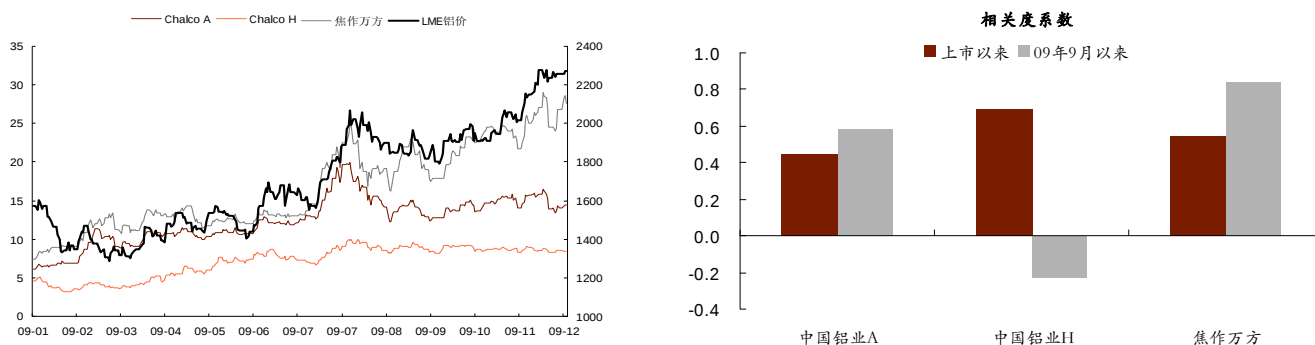
	铝价		2010E		2010E PE
	美元/吨	% 变化	人民币	% 变化	
中国铝业	1724.7	-15.0%	-0.09	-130.7%	-165.6
	1826.1	-10.0%	0.04	-87.1%	395.0
	1927.6	-5.0%	0.16	-43.6%	90.1
	基本假设 2029.0	0.0%	0.28	0.0%	50.8
	2130.5	5.0%	0.41	43.6%	35.4
	现价 2231.9	10.0%	0.53	87.1%	27.2
	2333.4	15.0%	0.66	130.7%	22.0
	2434.8	20.0%	0.78	174.3%	18.5
神火股份	13600.0	-15.0%	1.18	-33.9%	31.1
	14400.0	-10.0%	1.38	-22.6%	26.5
	15200.0	-5.0%	1.58	-11.3%	23.2
	基本假设 16000.0	0.0%	1.79	0.0%	20.5
	16800.0	5.0%	1.99	11.3%	18.5
	现价 17600.0	10.0%	2.19	22.6%	16.8
	18400.0	15.0%	2.39	33.9%	15.3

资料来源：公司数据，中金公司研究部

中国铝业 H 股

- 上调中国铝业 10 年盈利预测及目标价，维持 H 股审慎推荐的投资评级。基于我们上调 2010 年铝价 8%，氧化铝和电解铝成本分别上调 8% 和 9%（目前 10 年电解铝成本较 09 年上涨 4%，氧化铝成本上涨 8%），我们小幅上调 10 年中铝的盈利至 0.28 元。电解铝成本假设隐含 10 年电费较 09 年下降 1 分钱/千瓦时且吨铝非电力成本上涨 9%。H 股方面，由于铝的下游需求不断回升，我们采用中铝扩张期中值 32 倍作为 H 股目标市盈率，目标价上调至 10.6 港币，目前存在 22% 的上涨空间，并维持审慎推荐的投资评级。
- 中铝未来股价走势与铝价相关度将增强，铝价的走强将支持中铝的股价。中铝股价自从 10 月以来明显与铝价脱钩，其中中铝 H 股与铝价脱钩更为明显，从 09 年 10 月以来股价基本横盘，而铝价却不断攀升。我们认为，前期中铝的高估值使其投资价值下降，尽管目前中铝的估值水平仍然偏高，但是其对铝价的高度敏感性使得估值的下降空间较大。而目前的铝价仍处于周期中间水平，如果年均价能接近现价水平，中铝的投资价值则将逐步显现。

图 29：中铝 H 股与铝价 9 月份开始明显脱钩



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

- 乐观的情况下中铝的盈利可能大大超出我们的预期，估值水平也将明显下降。电解铝价格每增加 5%，中铝的盈利增加 44%。电费每下降 1 分钱，对应吨电解铝生产成本将减少 140 元，2010 年每股盈利可上升 2-3 分钱。综合铝价和电费两方面的因素，如果 10 年电解铝均价为 1 美元/磅，电费较 09 年下降 3 分钱/千瓦时，则中铝的每股盈利有可能达到 0.58 元，对应 10 年市盈率下降至 12.9 倍。这种乐观情形的每股盈利较我们当前基本情况下 0.28 的每股盈利高出 104%，对应的市盈率也较我们当前的预测低 51%。考虑到煤价上涨，即使中铝直购电谈判不顺，电价较 09 年没有任何节省（我们的基本情况假设节省 1 分钱/千瓦时），中铝的 10 年盈利仍有 0.26 元。

图 30：中铝的高敏感度使其在乐观情况下的估值水平有望大幅下降

2010年EPS (元)		2010年电解铝均价(美元/磅)			对应H股PE	2010年电解铝均价(美元/磅)		
		0.86 (调整前铝价)	0.92 (调整后铝价)	1.00 (铝现价)		0.86 (调整前铝价)	0.92 (调整后铝价)	1.00 (铝现价)
电费	下降1分钱	0.09	0.28	0.53	下降1分钱	78.7	26.3	14.1
	下降2分钱	0.12	0.31	0.55	下降2分钱	61.9	24.1	13.5
	下降3分钱	0.15	0.34	0.58	下降3分钱	51.0	22.2	12.9
		基本情况		乐观情况			基本情况	乐观情况

资料来源：公司数据，中金公司研究部

江西铜业 A+H:

- ◆ 维持江西铜业 10 年盈利预测及目标价，维持 A 股和 H 股审慎推荐的评级。虽然我们铜价及金价的上调幅度在 3%~6%，但是在目前的高铜价下，江铜盈利的敏感性较低，加之我们将 10 年 TC/RC 预测从原先的 65/6.5 下调至 45/4.5，因此综合起来，10 年 EPS 维持不变。估值方面，我们继续采用扩张期中值+1 个标准差的水平 14.9 倍作为目标市盈率，港股目标价仍维持在 23 港币，我们维持审慎推荐的评级。A 股方面，10 年估值已经达到 30 倍，维持审慎推荐。

招金矿业 H:

- ◆ 上调盈利预测及目标价，维持审慎推荐的投资评级。公司 09 年完成的一系列资源扩张增强了 10 年矿产金增长的确定性，特别是 09 年底完成的对招远地区蚕庄矿权的竞购新增矿产金产量 650 公斤，推动 10 年矿产金产量增长 6.5%。考虑到公司对已有矿山的扩建，我们将 10 年矿产金产量提高至 11.7 吨，增速由 13%提高至 18%。结合上调后的金价，我们将 10 年EPS由 0.67 港币上调 12%至 0.77 港币。估值方面，我们继续采用扩张期中值的水平 24.9 倍作为目标市盈率，按照上调后的EPS，港股目标价从 16.8 港币上调至 18.8 港币，距离最近 15.9 港币的收盘价有 18%的上涨空间，从EV/黄金储量的角度，公司估值处于低端，为 409 美元/盎司，我们维持审慎推荐的投资评级。

紫金矿业 A+H

- ◆ **上调盈利预测，维持港股和 A 股审慎推荐的投资评级。**根据上调后的铜价和金价，我们将公司 10 年 A 股 EPS 由 0.34 元上调 8% 至 0.37 元，H 股 EPS 由 0.40 港币上调至 0.43 港币。由于 10 年铜板块的毛利贡献占比将由 09 年的 28% 提升到 35%，因此我们认为以板块利润占比加权之后的市盈率作为目标市盈率更为合理。铜板块，我们选用江铜 H 股扩张期中值的水平 10 倍，黄金板块采用招金矿业扩张期中值的水平 24.9 倍，综合起来我们得到目标市盈率为 19.7 倍。根据最新的目标市盈率，我们将港股目标价从 9.5 港币下调至 8.5 港币，距离最新 7.4 港币的收盘价有 14% 的上涨空间，我们维持审慎推荐的评级。A 股方面，公司 26 倍的市盈率水平处于黄金公司最低端，从 EV/黄金储量的角度，公司估值处于中游水平，为 787 美元/盎司，我们维持审慎推荐的评级。

中金黄金：

- ◆ **上调金价和盈利预测，维持审慎推荐的投资评级。**我们将 10 年金价由 1035 美元/盎司上调 6.3% 至 1100 美元/盎司。由于 09 年公司收购矿山将新增产量 5 吨，同时原有矿山产量也将在扩建之后有所提升，我们相应将 10 年的产量预测由 18.5 吨提升到 20 吨，较 09 年增长 50%。在此基础之上，我们将 10 年 EPS 由 0.95 元上调 21% 至 1.15 元，对应 10 年 PE 为 50 倍，处于 A 股黄金公司估值高端。如果从 EV/黄金储量的角度来看，公司处于估值低端，仅为 532 美元/盎司。由于资产注入的确定性较强以及较高的业绩弹性，我们维持对公司审慎推荐的投资评级。

山东黄金：

- ◆ **上调金价和盈利预测，维持审慎推荐的投资评级。**10 年，焦家金矿采选 6000 吨/日扩建、三山岛金矿 8000 吨/日采选工程以及鑫汇金矿的 1300 吨选厂扩建将为公司矿产金产量增长提供动力，预计 10 年的矿产金产量达到 20 吨。根据上调后的金价，我们将公司 10 年 EPS 由 1.60 元上调 19% 至 1.91 元，对应 10 年 PE 为 42 倍，处于 A 股黄金公司的中游水平。从 EV/黄金储量的角度，公司估值处于高端，为 1070 美元/盎司。我们维持对公司审慎推荐的投资评级。

金属公司主要假设

图表 31：中国铝业主要假设

氧化铝板块	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
平均价格 (元/吨, 含增值税)	3,442	3,128	2,371	2,781	2,891		-15%	-9%	-24%	17%	4%
平均价格 (元/吨, 不含增值税)	2,942	2,673	2,026	2,377	2,471		-15%	-9%	-24%	17%	4%
平均价格 (美元/吨)	387	385	297	362	387		-11%	-1%	-23%	22%	7%
销售量 (百万吨)	10.3	9.7	8.7	9.7	11.6		-8%	-5%	-11%	11%	19%
对外销售量 (百万吨)	4.0	3.2	2.0	2.9	3.5		-52%	-20%	-38%	42%	22%
主营业务成本 (人民币/吨)	1,674	2,092	1,850	2,000	2,160		10%	25%	-12%	8%	8%
主营业务成本 (美元/吨)	220	301	271	304	339		15%	37%	-10%	12%	11%
电解铝板块	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
平均价格 (元/吨, 含增值税)	19,546	17,248	13,901	16,635	17,656		-4%	-12%	-19%	20%	6%
平均价格 (元/吨, 不含增值税)	16,706	14,742	11,881	14,218	15,091		-4%	-12%	-19%	20%	6%
平均价格 (美元/吨)	2,638	2,572	1,672	2,030	2,230		3%	-3%	-35%	21%	10%
平均价格 (美元/磅)	1.20	1.17	0.76	0.92	1.01		3%	-3%	-35%	21%	10%
销售量 (百万吨)	3.0	3.1	3.2	3.7	4.0		39%	4%	3%	16%	8%
主营业务成本 (人民币/吨)	14,496	15,294	11,200	11,650	12,100		12%	6%	-27%	4%	4%
主营业务成本 (美元/吨)	1,906	2,200	1,640	1,773	1,897		17%	15%	-25%	8%	7%
净利润 (百万元)	10,753	9	-1,735	3,849	5,318		-9%	-100%	n.a.	n.a.	38%

资料来源：公司数据，中金公司研究部 *右侧数据为同比增速

图表 32：江西铜业主要假设

阴极铜	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
平均价格 (元/吨, 含增值税)	62,200	54,856	42,576	54,235	56,562		0%	-12%	-22%	27%	4%
平均价格 (元/吨, 不含增值税)	53,162	46,885	36,390	46,355	48,344		0%	-12%	-22%	27%	4%
平均价格 (美元/吨)	6,990	6,746	5,328	7,056	7,579		5%	-3%	-21%	32%	7%
产量 (千吨)	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
阴极铜	500	702	780	820	850		32%	40%	11%	5%	4%
铜精矿	154	159	167	180	200		6%	3%	5%	8%	11%
自给率	40%	27%	25%	25%	27%						
铜材	450	491	500	500	500		50%	9%	2%	0%	0%
净利润 (百万元)	4,534	2,285	2,658	4,016	4,604		-4%	-50%	16%	51%	15%

资料来源：公司数据，中金公司研究部 *右侧数据为同比增速

图表 33：紫金矿业主要假设

价格	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
黄金(元/克)	170	196	214	233	222		10%	15%	10%	9%	-5%
黄金(美元/盎司)	697	872	972	1,100	1,080		15%	25%	12%	13%	-2%
电解铜(元/吨)	62,669	55,484	41,953	53,708	54,428		1%	-11%	-24%	28%	1%
铜精矿(元/吨)	52,093	46,500	39,613	51,368	51,971						
产量(吨)	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
矿产金	24.8	28.5	31.2	33.6	38.5		20%	15%	10%	8%	15%
加工金	26.1	28.8	45.7	46.6	47.5		-6%	11%	58%	2%	2%
自给率	49%	50%	41%	42%	45%						
矿产铜	49,072	61,408	83,915	97,253	116,084		22%	25%	37%	16%	19%
单位现金成本	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
矿产金(元/克)	54	66	59	63	62		8%	22%	-11%	7%	-1%
矿产铜(元/吨)	10,523	10,942	8,754	9,016	9,287		41%	4%	-20%	3%	3%
净利润(百万元)	2,548	3,066	4,057	5,366	5,567		52%	20%	32%	32%	4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部 *右侧数据为同比增速

图表 34: 山东黄金主要假设

黄金	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2007	2008	2009E	2010E	2011E
平均销售价格(元/克)	167	196	214	233	222	8%	17%	9%	9%	-5%
平均销售价格(美元/盎司)	697	872	972	1,100	1,080	15%	25%	12%	13%	-2%
产量(千克)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2007	2008	2009E	2010E	2011E
金锭	53,508	101,050	107,235	114,264	121,977	178%	89%	6%	7%	7%
矿产金	6,150	15,550	17,460	20,000	23,000	18%	153%	12%	15%	15%
自给率	11%	15%	16%	18%	19%					
单位现金成本(元/克)	68	72	76	79	79	13%	6%	6%	4%	0%
净利润(百万元)	193	637	868	1,360	1,396	47%	230%	36%	57%	3%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部 *右侧数据为同比增速

图表 35: 招金矿业主要假设

黄金	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2007	2008	2009E	2010E	2011E
平均销售价格(元/克)	170	196	214	233	222	10%	15%	10%	9%	-5%
平均销售价格(美元/盎司)	697	872	972	1,100	1,080	15%	25%	12%	13%	-2%
产量(千克)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2007	2008	2009E	2010E	2011E
矿产金	6,296	7,753	9,924	11,710	13,818	-1%	23%	28%	18%	18%
外购金	2,082	2,072	2,383	2,621	3,014	146%	0%	15%	10%	15%
自给率	75%	79%	81%	82%	82%					
单位现金成本(元/克)	68	74	72	74	74	13%	9%	-3%	3%	0%
净利润(百万元)	388	534	710	946	1,042	11%	37%	33%	33%	10%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部 *右侧数据为同比增速

图表 36: 中金黄金主要假设

黄金	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2007	2008	2009E	2010E	2011E
平均销售价格(元/克)	170	196	214	233	222	10%	15%	9%	9%	-5%
平均销售价格(美元/盎司)	697	872	972	1,100	1,080	15%	25%	12%	13%	-2%
产量(千克)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2007	2008	2009E	2010E	2011E
金锭	67,476	67,430	73,880	86,000	90,000	67%	0%	10%	16%	5%
矿产金	4,680	11,630	13,000	20,000	24,000	1%	149%	12%	54%	20%
自给率	7%	17%	18%	23%	27%					
单位现金成本(元/克)	88	95	93	95	95	7%	8%	-2%	2%	0%
净利润(百万元)	417	479	401	911	1,164	182%	15%	-16%	127%	28%

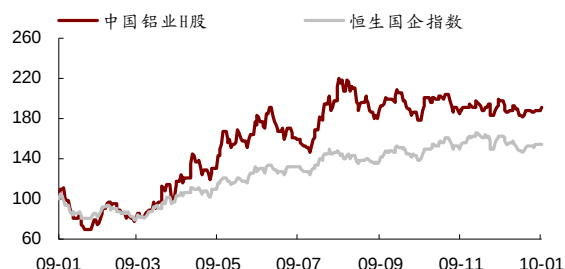
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部 *右侧数据为同比增速

中国铝业 (2600.HK)：维持审慎推荐

主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	85,199	76,726	57,238	79,546	97,582
(+/-%)	31%	-10%	-25%	39%	23%
主营业务利润	19,691	6,524	2,732	11,573	14,763
(+/-%)	-3%	-67%	-58%	n.a.	28%
净利润	10,753	9	-1,735	3,849	5,318
(+/-%)	-9%	-100%	n.a.	n.a.	38%
每股收益(元)	0.82	0.00	-0.13	0.28	0.39
(+/-%)	-6%	-100%	n.a.	n.a.	38%
每股经营现金流(元)	0.90	0.37	0.47	0.88	1.31
市盈率(倍)	17.6	21104.5	n.a.	50.6	36.6
市净率(倍)	3.2	3.5	3.7	3.5	3.2
股价/经营现金	16.1	38.9	30.8	16.3	11.0
EV/EBITDA (倍)	11.4	26.0	38.4	15.2	12.5
净资产收益率(%)	17.7%	0.0%	-3.3%	6.8%	8.7%
已动用资本回报率(%)	17.6%	2.3%	-0.5%	6.6%	8.5%
股息收益率(%)	1.3%	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%

	H股(港币)	A股(元)
股票代码	2600.HK	601600.CH
当前股价	8.70	14.47
日成交量(百万股)	26.89	24.19
52周最高价/最低价	10.36/3.15	20.83/6.29
发行股数(百万股)	3,943.97	9,580.52
其中：流通股(百万股)	3,943.97	3,931.31
主要股东(持股比例)	中国铝业公司(38.56%)	



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

投资建议

上调中国铝业 10 年盈利预测及目标价，维持 H 股审慎推荐的投资评级。基于我们上调 2010 年铝价 8%，氧化铝和电解铝成本分别上调 8% 和 9%（目前 10 年电解铝成本较 09 年上涨 4%，氧化铝成本上涨 8%），我们小幅上调 10 年中铝的盈利至 0.28 元。电解铝成本假设隐含 10 年电费较 09 年下降 1 分钱/千瓦时且吨铝非电力成本上涨 9%。H 股方面，由于铝的下游需求不断回升，我们采用中铝扩张期中值 32 倍作为 H 股目标市盈率，目标价上调至 10.6 港币，目前存在 22% 的上涨空间，并维持审慎推荐的投资评级。

中铝未来股价走势与铝价相关度将增强，铝价的走强将支持中铝的股价。中铝股价自从 10 月以来明显与铝价脱钩，其中中铝 H 股与铝价脱钩更为明显，从 09 年 10 月以来股价基本横盘，而铝价却不断攀升。我们认为，前期中铝的高估值使其投资价值下降，尽管目前中铝的估值水平仍然偏高，但是其对铝价的高度敏感性使得估值的下降空间较大。而目前的铝价仍处于周期中间水平，如果年均价能接近现价水平，中铝的投资价值则将逐步显现。

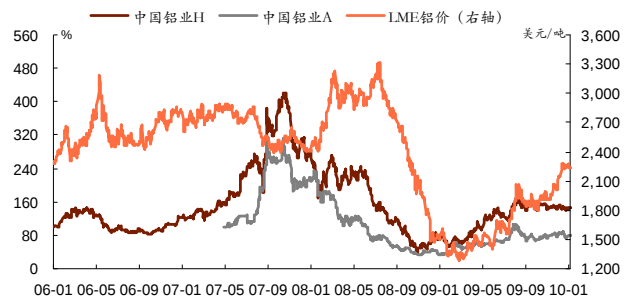
乐观的情况下中铝的盈利可能大大超出我们的预期，估值水平也将明显下降。电解铝价格每增加 5%，中铝的盈利增加 44%。电费每下降 1 分钱，对应吨电解铝生产成本将减少 140 元，2010 年每股盈利可上升 2-3 分钱。综合铝价和电费两方面的因素，如果 10 年电解铝均价为 1 美元/磅，电费较 09 年下降 3 分钱/千瓦时，则中铝的每股盈利有可能达到 0.58 元，对应 10 年市盈率下降至 12.9 倍。这种乐观情形的每股盈利较我们当前基本情况下 0.28 的每股盈利高出 104%，对应的市盈率也较我们当前的预测低 51%。考虑到煤价上涨，即使中铝直购电谈判不顺，电价较 09 年没有任何节省（我们的基本情况假设节省 1 分钱/千瓦时），中铝的 10 年盈利仍有 0.26 元。

图表 37: 中国铝业财务概要

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	76,726	57,238	79,546	97,582	货币资金	16,296	11,845	8,469	9,068
销售成本	(70,201)	(54,506)	(67,973)	(82,819)	应收账款	3,743	3,434	3,977	4,879
销售分销及行政成本	3,933	3,320	3,810	4,489	存货	19,876	16,027	19,887	20,492
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	2,572	2,188	2,628	2,984
其它营业利润(支出)	-	-	-	-	流动资产合计	42,487	33,493	34,961	37,423
EBITDA	8,936	6,050	15,260	18,591	固定资产净值	65,129	73,341	79,631	84,857
折旧及摊销	(6,344)	(6,638)	(7,497)	(8,317)	无形资产净值	2,335	2,335	2,335	2,335
利息税项前利润	2,591	(588)	7,763	10,274	投资合计	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	其他长期资产	25,577	20,747	18,959	18,416
利息支出	(1,735)	(2,126)	(2,218)	(2,293)	总资产	135,528	129,916	135,887	143,032
联营公司收入/(支出)	-	-	-	-	应付账款	5,296	3,255	4,059	4,945
其它	(732)	200	200	200	短期借款	17,518	15,518	14,518	13,518
税项前利润	125	(2,514)	5,745	8,181	其他流动负债	15,637	12,357	14,186	16,180
税项	34	553	(1,321)	(2,045)	流动负债合计	38,451	31,130	32,763	34,643
少数股东权益	(149)	226	(574)	(818)	长期借款	36,133	39,803	40,410	40,496
优先股股息前净利润	9	(1,735)	3,849	5,318	其他长期负债	747	747	747	747
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	36,880	40,550	41,157	41,243
净利润(特殊项目前)	9	(1,735)	3,849	5,318	负债合计	75,331	71,680	73,920	75,886
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	9	(1,735)	3,849	5,318	股东权益合计	54,998	53,264	56,420	60,781
每股盈利(基础, 特殊项目前)(元)	0.00	-0.13	0.28	0.39	少数股东权益	5,198	4,972	5,547	6,365
每股盈利(基础, 特殊项目后)(元)	0.00	-0.13	0.28	0.39	负债及股东权益总计	135,528	129,916	135,887	143,032
每股盈利(全面摊薄, 特殊项目后)(元)	0.00	-0.13	0.28	0.39	每股帐面价值(元)	4.07	3.94	4.17	4.49
每股股息(元)	0.00	0.00	0.05	0.08					
派息率(%)	18.50	0.00	18.00	18.00					
自由现金流收益率(%)：A股	0.00	0.00	(0.00)	0.02					
自由现金流收益率(%)：H股	0.00	0.00	(0.01)	0.04					

增长及利润率(%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	(9.9)	(25.4)	39.0	22.7	净资产收益率(%)	0.0	(3.3)	6.8	8.7
EBITDA 增长	(56.2)	(32.3)	152.2	21.8	资产收益率(%)	0.0	(1.3)	2.8	3.7
EBIT 增长	(83.7)	(122.7)	(1420.3)	32.4	平均投入资本回报率(%)	1.9	(0.4)	5.1	6.3
净利润增长	(98.7)	n.a.	n.a.	38.2	存货周转日数	83.8	114.5	82.4	75.5
每股盈利增长	(99.9)	n.a.	n.a.	38.2	应收账款周转日数	16.8	22.9	17.0	16.6
毛利率	8.5	4.8	14.5	15.1	应付账款周转日数	25.1	27.3	16.8	16.8
EBITDA 率	11.6	10.6	19.2	19.1	净债务/权益比率(%)	0.2	(4.4)	7.2	8.4
利息税项前利润率	3.4	(1.0)	9.8	10.5	净利息覆盖率(倍)	1.5	(0.3)	3.5	4.5

现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	158	(1,735)	3,849	5,318	A股				
折旧及摊销	5,457	6,638	7,497	8,317	市盈率(倍)	21,104.5	n.a.	50.6	36.6
少数股东权益	-	(226)	574	818	市净率(倍)	3.5	3.7	3.5	3.2
营运资金变动	(2,861)	(484)	(2,211)	1,017	EV/EBITDA (X)	26.0	38.4	15.2	12.5
其它经营活动现金流	2,249	2,126	2,218	2,293	股息收益率%	0.0	0.0	0.4	0.6
经营活动现金流	5,004	6,319	11,928	17,763	H股				
资本开支	(17,328)	(10,000)	(12,000)	(13,000)	市盈率(倍)	11,362.4	(60.0)	26.3	18.6
收购	-	-	-	-	市净率(倍)	1.9	2.0	1.8	1.6
出售	23	-	-	-	EV/EBITDA (X)	15.8	23.3	9.2	7.6
其它	(4,900)	-	-	-	股息收益率%	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(22,204)	(10,000)	(12,000)	(13,000)					
股息支出(普通股及优先股)	(4,376)	(2,126)	(2,911)	(3,250)					
借项变动	28,302	1,670	(393)	(914)					
发行(再购买)股票	-	-	-	-					
其它融资活动现金流	461	-	-	-					
融资活动现金流	24,388	(456)	(3,303)	(4,164)					
现金流总计	7,187	(4,137)	(3,375)	599					

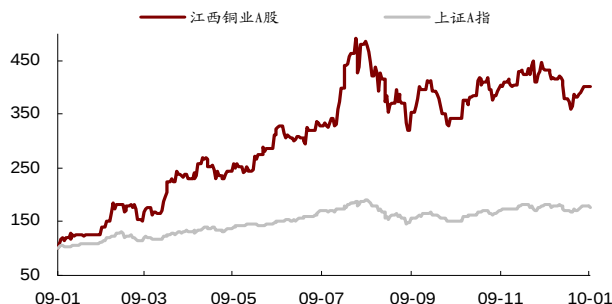


资料来源：公司数据，中金公司研究部

江西铜业 (600362.CH/358.HK)：维持审慎推荐

主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	H股(港币)	A股(元)
主营业务收入	43,337	53,972	46,633	59,879	63,595	股票代码	358.HK
(+/-%)	73%	25%	-14%	28%	6%	当前股价	18.42
主营业务利润	6,921	6,527	4,800	6,765	7,927	日成交量(百万股)	7.92
(+/-%)	-3%	-6%	-26%	41%	17%	52周最高价/最低价	21.35/4.74
净利润	4,534	2,285	2,658	4,016	4,604	发行股数(百万股)	1,387.48
(+/-%)	-4%	-50%	16%	51%	15%	其中：流通股(百万股)	1,387.48
每股收益(元)	1.50	0.76	0.88	1.33	1.52	主要股东(持股比例)	江西铜业集团公司(42.41%)
(+/-%)	-4%	-50%	16%	51%	15%		
每股经营现金流(元)	0.53	2.07	1.47	0.85	1.78		
市盈率(倍)	26.8	53.2	45.7	30.3	26.4		
市净率(倍)	6.2	5.9	5.4	4.8	4.2		
股价/经营现金	75.8	19.4	27.3	47.4	22.6		
EV/EBITDA (倍)	18.9	29.7	25.8	18.2	15.9		
净资产收益率(%)	23.2%	11.0%	11.8%	15.8%	16.1%		
已动用资本回报率(%)	19.6%	11.7%	12.3%	16.6%	17.1%		
股息收益率(%)	1.1%	0.6%	0.7%	1.0%	1.1%		



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

投资建议

维持江西铜业 10 年盈利预测及目标价，维持 A 股和 H 股审慎推荐的评级。虽然我们铜价及金价的上调幅度在 3%~6%，但是在目前的高铜价下，江铜盈利的敏感性较低，加之我们将 10 年 TC/RC 预测从原先的 65/6.5 下调至 45/4.5，因此综合起来，10 年 EPS 维持不变。估值方面，我们继续采用扩张期中值+1 个标准差的水平 14.9 倍作为目标市盈率，港股目标价仍维持在 23 港币，我们维持审慎推荐的评级。A 股方面，10 年估值已经达到 30 倍，维持审慎推荐。

高位运行的铜价使得公司盈利敏感性下降，铜价继续上升带来 A 股估值下降空间不大。以我们 10 年 6850 美元/吨的铜价进行敏感性分析，铜价每变动 1%，江铜盈利变动 1.4%，敏感性已经大幅下降。按照目前 7375 美元的铜价计算，A 股估值水平也仅小幅下滑至 27.3 倍。由于铜价在历史最高的 2007 年均价也只达到 7116 美元，10 年的世界经济增长水平难以与 07 年相比，充裕的流动性是否能够将铜价推向新高还不得而知，因此 A 股的高估值压力目前还难以较快化解。

3 季度库存大幅增加对公司不会有负面影响。按照 3 季度新增的 33 亿元存货以及 3 季度阴极铜 46300 元的均价计算，该季度新增阴极铜（含铜量）应该在 7 万吨左右，假设这部分库存在 4 季度全部消化完毕，那么在 4 季度均价平均上涨 5800 元的基础上将会减少销售成本 4 亿元。当然这一成本减少是在公司不再新增存货的基础上做出的。

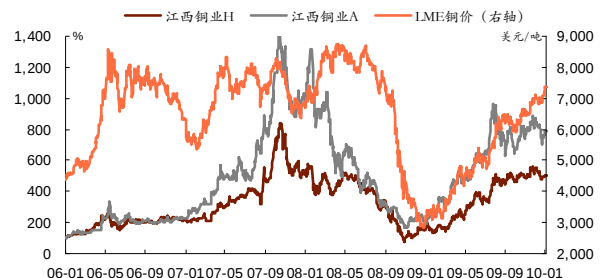
未来两年矿产铜增长主要来源于德兴矿的扩建，预计工程 10 年底完工，届时德兴矿产量将由目前 10 万吨提升至 13 万吨，在其他矿山稳产的前提下，公司矿产铜产量将由 09 年的 16.7 万吨提升至 20 万吨。2011 年之后的增长主要来源于阿富汗艾娜克铜矿。该项目由江铜和中冶共同开发，其中江铜的股权为 25%。该项目进展顺利，目前已进入全面设计阶段并开始进行矿体外部剥离，预计将于 11 年底前投产，首期年产量达 18 万吨铜，待第二期完成后，铜年产量将增至 32 万吨。项目全部完成将给公司新增权益产量 8 万吨，提高幅度达到 40%。

图表 38: 江西铜业财务概要

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	12/08	12/09E	12/10E	12/11E		12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	53,972	46,633	59,879	63,595	货币资金	4,140	3,074	157	-110
销售成本	(47,445)	(41,833)	(53,114)	(55,668)	应收账款	5,942	5,181	6,653	7,066
销售分销及行政成本	(1,331)	(1,049)	(1,018)	(1,335)	存货	6,886	6,933	8,802	9,225
研究及开发					其他流动资产	762	693	880	923
其它营业利润(支出)					流动资产合计	17,730	15,882	16,493	17,103
EBITDA	4,233	4,869	6,895	7,897	固定资产净值	14,053	17,113	20,243	23,426
折旧及摊销	(843)	(1,018)	(1,148)	(1,305)	无形资产净值	1,152	1,156	1,153	1,148
利息税项前利润	3,390	3,851	5,747	6,591	投资合计	853	853	853	853
利息收入	-	36	16	0	其他长期资产	363	363	363	363
利息支出	(387)	(247)	(262)	(285)	总资产	34,151	35,366	39,105	42,893
联营公司收入/(支出)					应付账款	2,851	2,270	2,674	2,587
其它	(5)	-	-	-	短期借款	3,348	3,623	3,837	4,249
税项前利润	2,998	3,641	5,501	6,307	其他流动负债	1,610	1,259	1,333	1,353
税项	(801)	(910)	(1,375)	(1,577)	流动负债合计	7,809	7,152	7,845	8,190
少数股东权益	88	(73)	(110)	(126)	长期借款	4,895	4,835	4,961	5,055
优先股股息前净利润					其他长期负债	328	327	326	326
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	5,223	5,162	5,287	5,381
净利润(特殊项目前)	2,285	2,658	4,016	4,604	负债合计	13,032	12,314	13,132	13,570
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	0	0	0	0
净利润	2,285	2,658	4,016	4,604	股东权益合计	20,752	22,613	25,424	28,646
每股盈利(基础, 特殊项目前)(元)	0.76	0.88	1.33	1.52	少数股东权益	367	439	549	676
每股盈利(基础, 特殊项目后)(元)	0.76	0.88	1.33	1.52	负债及股东权益总计	34,151	35,366	39,105	42,893
每股盈利(全面摊薄, 特殊项目后)(元)	0.76	0.88	1.33	1.52	每股帐面价值(元)	6.87	7.48	8.41	9.48
每股股息(元)	0.23	0.26	0.40	0.46					
派息率(%)	30.0	30.0	30.0	30.0					
自由现金流收益率(%)A股	0.7	0.3	0.3	1.2					
自由现金流收益率(%)H股	0.7	0.4	0.3	1.5					

增长及利润率(%)					财务比率				
	12/08	12/09E	12/10E	12/11E		12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	24.5	(13.6)	28.4	6.2	净资产收益率(%)	11.0	11.8	15.8	16.1
EBITDA 增长	(36.1)	15.0	41.6	14.5	资产收益率(%)	6.6	7.6	10.8	11.2
EBIT 增长	(42.3)	13.6	49.2	14.7	平均投入资本回报率(%)	11.5	12.8	17.4	18.0
净利润增长	(49.6)	16.3	51.1	14.6	存货周转日数	53.3	60.8	60.8	60.8
每股盈利增长	(49.6)	16.3	51.1	14.6	应收账款周转日数	40.2	40.6	40.6	40.6
毛利率	12.1	10.3	11.3	12.5	应付账款周转日数	21.9	22.8	22.8	22.8
EBITDA 率	7.8	10.4	11.5	12.4	净债务/权益比率(%)	19.8	23.8	34.0	32.9
利息税项前利润率	6.3	8.3	9.6	10.4	净利息覆盖率(倍)	8.8	13.6	20.7	23.1

现金流量表 (人民币百万元)					估值				
	12/08	12/09E	12/10E	12/11E		12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	2,198	2,658	4,016	4,604	A股				
折旧及摊销	843	1,018	1,148	1,305	市盈率(倍)	53.2	45.7	30.3	26.4
少数股东权益	-	(73)	(110)	(126)	市净率(倍)	5.9	5.4	4.8	4.2
营运资金变动	2,145	524	(2,749)	(697)	EV/EBITDA (X)	29.7	25.8	18.2	15.9
其它经营活动现金流	1,064	326	260	302	股息收益率(%)	0.6	0.7	1.0	1.1
经营活动现金流	6,249	4,452	2,565	5,388	H股				
资本开支	(2,469)	(4,010)	(4,210)	(4,420)	市盈率(倍)	21.7	18.5	11.9	10.2
收购	(1,681)	-	-	-	市净率(倍)	2.4	2.2	1.9	1.6
出售	54	-	-	-	EV/EBITDA (X)	12.6	10.9	7.7	6.7
其它	25	-	-	-	股息收益率(%)	1.4	1.6	2.5	2.8
投资活动现金流	(4,071)	(4,010)	(4,210)	(4,420)					
股息支出(普通股及优先股)	(1,380)	(1,008)	(1,450)	(1,666)					
借项变动	80	(171)	179	430					
发行(再购买)股票	-	(330)	-	-					
其它融资活动现金流	2	-	-	-					
融资活动现金流	(1,298)	(1,509)	(1,271)	(1,236)					
现金流总计	880	-1,067	-2,916	-268					



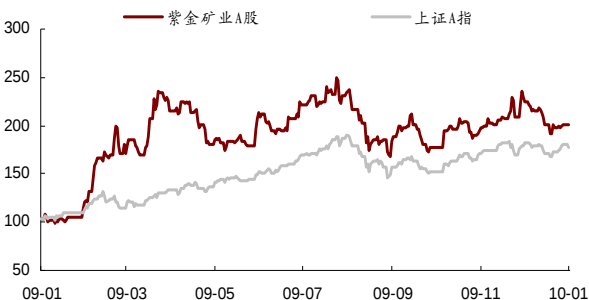
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

紫金矿业 (601899.CH/2899.HK)：维持审慎推荐

主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	H股(港币)		A股(元)
主营业务收入	15,257	16,984	21,042	25,647	27,230	股票代码	2899.HK	601899.CH
(+/-%)	42%	11%	24%	22%	6%	当前股价	7.42	9.62
主营业务利润	5,832	6,418	7,145	9,640	11,006	日成交量(百万股)	15.47	81.81
(+/-%)	43%	10%	11%	35%	14%	52周最高价/最低价	9.33/3.72	12.29/4.68
净利润	2,548	3,066	4,057	5,366	5,567	发行股数(百万股)	4,005.44	10,535.87
(+/-%)	52%	20%	32%	32%	4%	其中：流通股(百万股)	4,005.44	6,324.97
每股收益(元)	0.18	0.21	0.28	0.37	0.38	主要股东(持股比例)	闽西兴杭国有资产投资有限公司(28.96%)	
(+/-%)	52%	20%	32%	32%	4%			
每股经营现金流(元)	0.30	0.28	0.45	0.57	0.61			
市盈率(倍)	54.9	45.6	34.5	26.1	25.1			
市净率(倍)	26.2	8.7	7.7	6.7	5.9			
股价/经营现金	31.5	34.8	21.6	16.9	15.7			
EV/EBITDA (倍)	25.5	24.8	19.1	14.4	12.2			
净资产收益率(%)	47.7%	19.0%	22.3%	25.7%	23.6%			
已动用资本回报率(%)	36.0%	21.5%	24.6%	27.8%	28.6%			
股息收益率(%)	0.9%	1.0%	1.5%	1.9%	2.0%			

Date	紫金矿业A股 (Red Line)	上证A指 (Grey Line)
09-01	100	100
09-03	150	120
09-05	200	140
09-07	240	160
09-09	180	140
09-11	200	160
10-01	200	180



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

投资建议

上调盈利预测，维持港股和 A 股审慎推荐的投资评级。根据上调后的铜价和金价，我们将公司 10 年 A 股 EPS 由 0.34 元上调 8% 至 0.37 元，H 股 EPS 由 0.40 港币上调至 0.43 港币。由于 10 年铜板块的毛利贡献占比将由 09 年的 28% 提升到 35%，因此我们认为以板块利润占比加权之后的市盈率作为目标市盈率更为合理。铜板块，我们选用江铜 H 股扩张期中值的水平 10 倍，黄金板块采用招金矿业扩张期中值的水平 24.9 倍，综合起来我们得到目标市盈率为 19.7 倍。根据最新的目标市盈率，我们将港股目标价从 9.5 港币下调至 8.5 港币，距离最新 7.4 港币的收盘价有 14% 的上涨空间，我们维持审慎推荐的评级。A 股方面，公司 26 倍的市盈率水平处于黄金公司最低端，从 EV/黄金储量的角度，公司估值处于中游水平，为 787 美元/盎司，我们维持审慎推荐的评级。

铜板块成为未来业绩增长主要动力。09 年公司矿产铜产量有望增长 37% 至 8.4 万吨，但是由于平均铜价大幅下滑 25%，使得铜业务毛利贡献与去年基本持平，维持在 28% 的水平。明年，我们预测平均铜价涨幅超过 30%，加上矿产铜产量还将稳定增长 15% 左右至 9.7 万吨，铜板块对于利润贡献比重将提升至 35%。由于已有矿山已经基本满产，海外收购的矿山建设存在一定不确定性，黄金板块增长乏力，预计 09、10 年产量分别为 31.2、33.6 吨，增速分别为 9.6%、7.6%。

我们认为公司将通过积极的海外收购、提高对国内已有矿山的股权比例实现业绩的稳定增长。

1) 积极的海外并购。公司 09 年 12 月初宣布以 5.45 亿澳元（约合人民币 33.68 亿元）的价格收购澳大利亚矿业公司 Indophil Resources 全部股份。此次收购使得公司得以拥有菲律宾大型未开发铜金矿 Tampakan 37.5% 的权益。根据我们的测算，本次收购将使紫金矿业铜资源（探明和控制）储量增加 390 万吨（40%）至 1,360 万吨，黄金资源储量增加 146 吨（21%）至 850 吨；2016 年投产后预计可年产矿产铜 34 万吨、黄金 10.89 吨，按权益计算，分别增加矿产铜 12.7 万吨、黄金 4.1 吨，较 2009 年分别提高 150%、13%。除此之外，公司还以 2 亿美元出资认购全球最大的原材料/大宗商品供应商—Glencore 集团发行的可转换债券，以此建立起长期的战略伙伴关系，寻求更多的海外扩张机会。

2) 提高对国内已有矿山的股权比例。公司同时加快了整合旗下矿业资产的步伐，在 12 月中旬公司就分别宣布以 1.62 亿元购买子公司元阳华西剩余的 20% 权益、以 1.5 亿元购买乌后紫金 22% 的股权、以 4320 万元购买巴彦诺尔紫金 4.8% 的股权。根据我们的测算，这几项收购分别增厚净利润 1130 万元、2370 万元、200 万元，合计对净利润影响为 3700 万元，占 2009 年预测净利润的 1%。

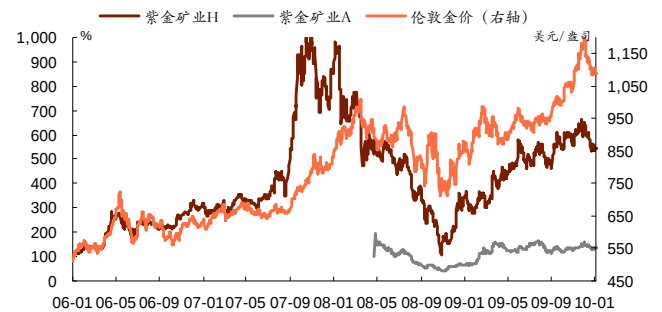
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 39: 紫金矿业财务概要

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	16,984	21,042	25,647	27,230	货币资金	5,039	4,612	5,647	8,147
销售成本	(10,566)	(13,897)	(16,008)	(16,225)	应收款项	322	443	490	501
销售分銷及行政成本	(1,318)	(1,073)	(1,359)	(1,253)	存貨	1,594	1,675	2,309	1,920
研究及开发					其他流动资产	1,097	1,272	1,277	1,334
其它营业利润(支出)					流动资产合计	8,052	8,002	9,723	11,902
EBITDA	5,590	7,229	9,588	11,381	固定资产净值	5,611	9,308	12,504	14,776
折旧及摊销	(701)	857	1,208	1,527	无形资产净值	4,440	4,440	4,440	4,440
利息税项前利润	4,889	6,372	8,380	9,853	投资合计	1,847	1,847	1,847	1,847
利息收入					其他长期资产	6,267	6,613	6,708	6,410
利息支出	(98)	(189)	(249)	(318)	总资产	26,218	30,211	35,223	39,375
联营公司收入/(支出)					应付账款	728	649	1,176	924
其它	(258)	(140)	(140)	(140)	短期借款	2,558	2,758	2,958	3,158
税项前利润	4,533	6,042	7,991	9,395	其他流动负债	2,193	3,237	3,513	3,554
税项	(639)	(906)	(1,199)	(2,349)	流动负债合计	5,659	6,645	7,647	7,636
少数股东权益	(828)	(1,079)	(1,426)	(1,480)	长期借款	969	869	769	669
优先股股息前净利润	3,066	4,057	5,366	5,567	其他长期负债	410	410	410	410
优先股股息	0	0	0	0	长期负债合计	1,379	1,279	1,179	1,079
净利润 (特殊项目前)	3,066	4,057	5,366	5,567	负债合计	7,038	7,924	8,827	8,716
税项后特殊项目	0	0	0	0	优先股				
净利润	3,066	4,057	5,366	5,567	股东权益合计	16,134	18,163	20,846	23,630
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	0.21	0.28	0.37	0.38	少数股东权益	3,045	4,123	5,550	7,030
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	0.21	0.28	0.37	0.38	负债及股东权益总计	26,218	30,211	35,223	39,375
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	0.21	0.28	0.37	0.38	每股帐面价值(元)	1.11	1.25	1.43	1.62
每股股息 (元)	0.10	0.14	0.18	0.19					
派息率 (%)	47.4	50.0	50.0	50.0					
自由现金流收益率 (%) : A股	-1.5	0.2	1.5	2.6					
自由现金流收益率 (%) : H股	-2.1	0.3	2.3	4.0					

增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	11.3	23.9	21.9	6.2	净资产收益率 (%)	19.0	22.3	25.7	23.6
EBITDA 增长	3.0	29.3	32.6	18.7	资产收益率 (%)	14.3	14.3	16.3	14.7
EBIT 增长	0.0	30.3	31.5	17.6	平均投入资本回报率 (%)	26.9	26.2	29.9	30.5
净利润增长	20.3	32.3	32.3	3.7	存货周转日数	28.3	28.3	28.3	28.3
每股盈利增长	20.3	32.3	32.3	3.7	应收帐款周转日数	6.6	6.6	6.6	6.6
毛利率	37.8	34.0	37.6	40.4	应付帐款周转日数	23.3	24.3	24.3	24.3
EBITDA 率	32.9	34.4	37.4	41.8	净债务/权益比率 (%)	(9.4)	(5.4)	(9.2)	(18.3)
利息税项前利润率	28.8	30.3	32.7	36.2	净利息覆盖率 (倍)	49.8	33.7	33.7	31.0

现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	3,894	5,136	6,793	7,046	A股				
折旧及摊销	701	857	1,208	1,527	市盈率 (倍)	45.6	34.5	26.1	25.1
少数股东权益	-	-	-	-	市净率 (倍)	8.7	7.7	6.7	5.9
营运资金变动	(1,082)	408	117	109	EV/EBITDA (X)	24.8	19.1	14.4	12.2
其它经营活动现金流	512	89	149	218	股息收益率 %	1.0	1.5	1.9	2.0
经营活动现金流	4,025	6,491	8,267	8,901	H股				
资本开支	(5,217)	(5,000)	(4,500)	(3,500)	市盈率 (倍)	31.4	23.4	17.3	16.3
收购	(495)	-	-	-	市净率 (倍)	19.7	6.0	5.2	4.5
出售	117	-	-	-	EV/EBITDA (X)	16.7	12.9	9.8	8.2
其它	(3,057)	200	100	100	股息收益率 %	1.5	2.1	2.9	3.1
投资活动现金流	(8,651)	(4,800)	(4,400)	(3,400)					
股息支出 (普通股及优先股)	(2,177)	(2,029)	(2,683)	(2,783)					
借项变动	(2,971)	100	100	100					
发行(再购买)股票									
其它融资活动现金流	10,355	(189)	(249)	(318)					
融资活动现金流	5,207	(2,118)	(2,832)	(3,001)					
现金流总计	581	(427)	1,035	2,499					

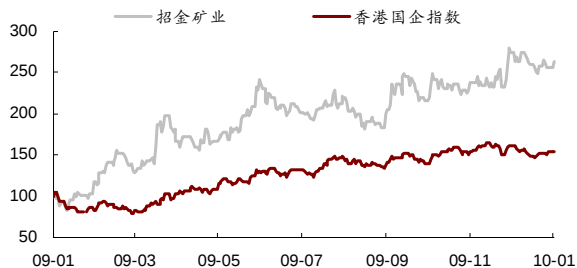


资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

招金矿业 (1818.HK)：维持审慎推荐

主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	H股(港币)
主营业务收入	1,512	2,153	2,906	3,641	4,029	股票代码 1818.HK
(+/-%)	30%	42%	35%	25%	11%	当前股价(元) 15.86
主营业务利润	755	1,080	1,379	1,832	1,965	日成交量(百万股) 1.88
(+/-%)	21%	43%	28%	33%	7%	52周最高价/最低价 17.28/4.82
净利润	388	534	710	946	1,042	发行股数(百万股) 1,457.43
(+/-%)	11%	37%	33%	33%	10%	其中:流通股(百万股) 437.17
每股收益(元)	0.27	0.37	0.49	0.65	0.71	主要股东(持股比例) 山东招金集团有限公司(37.3%)
每股收益(港币)	0.27	0.41	0.55	0.75	0.85	
(+/-%)	11%	37%	33%	33%	10%	
每股经营现金流(元)	0.26	0.36	0.97	0.77	1.15	
每股经营现金流(港币)	0.26	0.40	1.09	0.89	1.37	
市盈率	58.0	38.6	28.8	21.0	18.6	
市净率	6.0	4.7	4.2	3.7	3.2	
股价/经营现金	60.1	39.7	14.5	17.8	11.6	
EV/EBITDA	28.5	20.7	15.8	12.4	11.2	
净资产收益率	10.5%	13.2%	15.8%	18.7%	18.4%	
已动用资本回报率(%)	14.1%	14.8%	19.1%	23.5%	23.9%	
股息收益率(%)	0.8%	1.0%	1.2%	1.6%	1.8%	



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

投资建议

上调盈利预测及目标价，维持审慎推荐的投资评级。公司 09 年完成的一系列资源扩张增强了 10 年矿产金增长的确 定性，特别是 09 年底完成的对招远地区蚕庄矿权的竞拍新增矿产金产量 650 公斤，推动 10 年矿产金产量增长 6.5%。考虑到公司对已有矿山的扩建，我们将 10 年矿产金产量提高至 11.7 吨，增速由 13%提高至 18%。结合上调后的金 价，我们将 10 年EPS由 0.67 港币上调 12%至 0.77 港币。估值方面，我们继续采用扩张期中值的水平 24.9 倍作为 目标市盈率，按照上调后的EPS，港股目标价从 16.8 港币上调至 18.8 港币，距离最近 15.9 港币的收盘价有 18%的 上涨空间，从EV/黄金储量的角度，公司估值处于低端，为 409 美元/盎司，我们维持审慎推荐的投资评级。

09 年的资源扩张为未来增长提供了坚实基础。09 年下半年进行的一系列扩张行动使公司未来有机会获得超过 600 吨的黄金储量和 4 吨以上的产量增长，是公司目前 231 吨黄金储量的 2.6 倍、10 吨矿产金产量的 40%。

1) 与新疆托里县人民政府签订的矿产资源整合协议帮助公司未来有机会获得 500 吨的黄金储量。根据协议，将由公 司对托里县境内的黄金资源进行统一整合。未来三年内，公司将在资源整合中投入约人民币 5 亿元作为勘探和建设的 资金，使公司在托里县的企业采选规模达到 5000 吨/日。目前托里县拥有金矿 187 座，黄金储量约 500 吨，平均 品位在 3-12 克。2008 年全部矿产金产量为 2.9 吨。

2) 与崇礼县签署的黄金资源开发战略框架协议帮助公司未来有机会获得 130 吨的黄金储量。崇礼县位于河北省张家 口市，黄金资源储量较为丰富，远景储量达到 130 吨，2008 年，该县共生产黄金 1 吨。

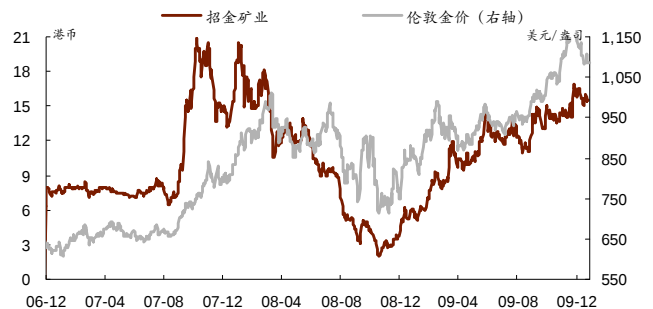
3) 对招远地区蚕庄矿权的收购帮助公司新增黄金储量 20 吨、矿产金产量 650 公斤。公司以 4.26 亿元获得了受让 蚕庄金矿 100%国有产权的受让资格（合 21.3 元/克，97 美元/oz）。此次受让事项完成后，公司将增加黄金金属量 20 吨以上（储量增加 9.5%）至 231 吨，增加 4 个采矿权，面积约为 3.2 平方公里，增加 12 个探矿权，面积约为 72.0 平方公里，新增年产矿产金产量约 650 公斤，推动公司矿产金产量增长 6.5%。

图表 40: 招金矿业财务概要

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	2,153	2,906	3,641	4,029	货币资金	689	1,037	860	1,159
销售成本	(1,073)	(1,526)	(1,809)	(2,064)	应收款项	35	254	254	254
销售分销及行政成本	(318)	(404)	(539)	(552)	存货	422	595	611	765
研究及开发					其他流动资产	380	162	162	162
其它营业利润(支出)	(39)	-	(10)	(10)	流动资产合计	1,526	2,047	1,886	2,339
EBITDA	974	1,276	1,629	1,801	固定资产净值	2,148	2,491	2,931	3,373
折旧及摊销	(248)	(298)	(344)	(397)	无形资产净值	1,847	1,750	1,653	1,556
利息税项前利润	726	978	1,285	1,405	投资合计	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	其他长期资产	410	410	410	410
利息支出	(17)	(19)	(9)	1	总资产	5,931	6,698	6,880	7,677
联营公司收入/(支出)					应付账款	206	376	353	380
其它					短期借款	471	271	71	(129)
税项前利润	708	959	1,276	1,406	其他流动负债	433	812	660	1,016
税项	(170)	(240)	(319)	(351)	流动负债合计	1,110	1,459	1,083	1,267
少数股东权益	(4)	(9)	(11)	(13)	长期借款	8	9	10	11
优先股股息前净利润	534	710	946	1,042	其他长期负债	404	404	404	404
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	412	413	414	415
净利润 (特殊项目前)	534	710	946	1,042	负债合计	1,522	1,872	1,498	1,683
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	534	710	946	1,042	股东权益合计	4,055	4,482	5,049	5,674
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	0.37	0.49	0.65	0.71	少数股东权益	353	345	333	321
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	0.37	0.49	0.65	0.71	负债及股东权益总计	5,931	6,698	6,880	7,677
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	0.37	0.49	0.65	0.71	每股帐面价值(元)	3.02	3.31	3.69	4.11
每股股息 (元)	0.17	0.19	0.26	0.29					
派息率 (%)	45.3	40.0	40.0	40.0					
自由现金流收益率 (%) A股	(0.0)	0.0	0.0	0.0					
自由现金流收益率 (%) H股									

增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	42.4	35.0	25.3	10.6	净资产收益率 (%)	13.2	15.8	18.7	18.4
EBITDA 增长	37.4	31.0	27.7	10.6	资产收益率 (%)	9.8	11.2	13.6	13.8
EBIT增长	24.9	34.7	31.5	9.3	平均投入资本回报率 (%)	16.1	19.6	24.3	24.8
净利润增长	37.4	33.0	33.1	10.1	存货周转天数	128.5	121.7	121.7	121.7
每股盈利增长	37.4	33.0	33.1	10.1	应收帐款周转天数	34.9	36.5	36.5	36.5
毛利率	50.2	47.5	50.3	48.8	应付帐款周转天数	37.4	36.5	36.5	33.2
EBITDA率	45.2	43.9	44.7	44.7	净债务/权益比率 (%)	(5.2)	(16.9)	(15.4)	(22.5)
利息税项前利润率	33.7	33.6	35.3	34.9	净利息覆盖率(倍)	41.5	51.5	142.4	n.a.

现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	435	719	957	1,054	H股				
折旧及摊销	248	298	344	397	市盈率 (倍)	38.6	28.8	21.0	18.6
少数股东权益	-	-	-	-	市净率(倍)	4.7	4.2	3.7	3.2
营运资金变动	(255)	376	(191)	229	EV/EBITDA (X)	20.7	15.8	12.4	11.2
其它经营活动现金流	91	19	9	(1)	股息收益率%	1.0	1.2	1.6	1.8
经营活动现金流	519	1,412	1,119	1,679					
资本开支	(687)	(600)	(800)	(800)					
收购	(491)	(4)	(4)	(4)					
出售	18	-	-	-					
其它	(157)	-	-	-					
投资活动现金流	(1,317)	(604)	(804)	(804)					
股息支出 (普通股及优先股)	(199)	(242)	(284)	(378)					
借项变动	90	(199)	(199)	(199)					
发行(再购买)股票	-	-	-	-					
其它融资活动现金流	(20)	(19)	(9)	1					
融资活动现金流	(130)	(460)	(492)	(576)					
现金流总计	(928)	348	(177)	299					

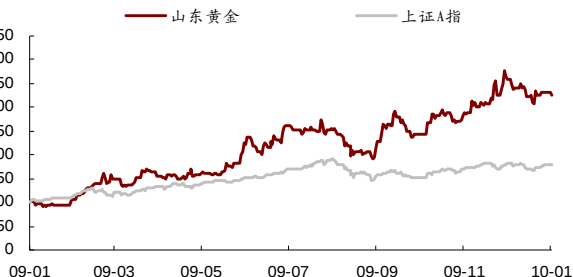


资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

山东黄金 (600547.CH)：维持审慎推荐

主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股
主营业务收入	9,930	19,873	23,064	26,757	27,250	股票代码 600547.CH
(+/-%)	179%	100%	16%	16%	2%	当前股价(元) 79.17
主营业务利润	662	1,735	2,249	3,045	3,014	日成交量(百万股) 6.73
(+/-%)	41%	162%	30%	35%	-1%	52周最高价/最低价 93.3/22.09
净利润	193	637	868	1,360	1,396	发行股数(百万股) 711.54
(+/-%)	47%	230%	36%	57%	3%	其中：流通股(百万股) 345.96
每股收益(元)	0.27	0.89	1.22	1.91	1.96	主要股东(持股比例) 山东黄金集团有限公司(50.25%)
(+/-%)	47%	230%	36%	57%	3%	
每股经营现金流(元)	0.52	1.61	1.31	2.47	2.53	
市盈率	292.1	88.5	64.9	41.4	40.3	
市净率	32.2	24.9	19.1	13.9	10.9	
股价/经营现金	151.0	49.2	60.3	32.0	31.3	
EV/EBITDA	90.5	45.0	36.5	25.0	24.1	
净资产收益率	11.0%	28.2%	29.4%	33.6%	27.1%	
已动用资本回报率(%)	12.6%	28.7%	33.6%	41.1%	34.7%	
股息收益率(%)	0.2%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

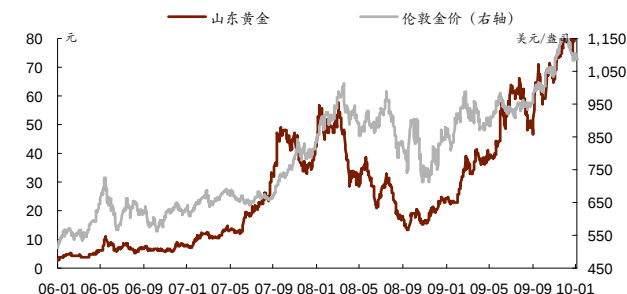
投资建议

上调金价和盈利预测，维持审慎推荐的投资评级。10 年，焦家金矿采选 6000 吨/日扩建、三山岛金矿 8000 吨/日采选扩建工程以及鑫汇金矿的 1300 吨选厂扩建将为公司矿产金产量增长提供动力，预计 10 年的矿产金产量达到 20 吨。根据上调后的金价，我们将公司 10 年 EPS 由 1.60 元上调 19% 至 1.91 元，对应 10 年 PE 为 42 倍，处于 A 股黄金公司的中游水平。从 EV/黄金储量的角度，公司估值处于高端，为 1070 美元/盎司。我们维持对公司审慎推荐的投资评级。

公司 09 年资产注入方面进展较为缓慢。09 年至今，公司完成的黄金资产收购仅为两笔，一是以 6.7 亿元获得莱州市新立村金矿的探矿权，新增黄金储量 33.2 吨；二是收购三山岛外围探矿权，如果收购成功将新增黄金储量 11 吨左右。这两笔收购将公司黄金储量从 09 年初的 237 吨提升至 281 吨 (19%)。目前集团公司 (含股份公司) 拥有黄金储量约 800 吨，扣除已进入股份公司的，还有 500 多吨的储量等待注入，为公司未来的储量增长提供了保障。

图表 41: 山东黄金财务概要

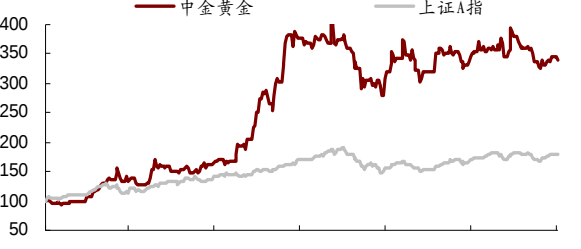
损益表(人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表(人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	53,972	46,633	59,879	63,595	货币资金	4,140	3,074	157	-110
销售成本	(47,445)	(41,833)	(53,114)	(55,668)	应收款项	5,942	5,181	6,653	7,066
销售分销及行政成本	(1,331)	(1,049)	(1,018)	(1,335)	存货	6,886	6,933	8,802	9,225
研究及开发					其他流动资产	762	693	880	923
其它营业利润(支出)					流动资产合计	17,730	15,882	16,493	17,103
EBITDA	4,233	4,869	6,895	7,897	固定资产净值	14,053	17,113	20,243	23,426
折旧及摊销	(843)	(1,018)	(1,148)	(1,305)	无形资产净值	1,152	1,156	1,153	1,148
利息税项前利润	3,390	3,851	5,747	6,591	投资合计	853	853	853	853
利息收入	-	36	16	0	其他长期资产	363	363	363	363
利息支出	(387)	(247)	(262)	(285)	总资产	34,151	35,366	39,105	42,893
联营公司收入/(支出)					应付账款	2,851	2,270	2,674	2,587
其它	(5)	-	-	-	短期借款	3,348	3,623	3,837	4,249
税项前利润	2,998	3,641	5,501	6,307	其他流动负债	1,610	1,259	1,333	1,353
税项	(801)	(910)	(1,375)	(1,577)	流动负债合计	7,809	7,152	7,845	8,190
少数股东权益	88	(73)	(110)	(126)	长期借款	4,895	4,835	4,961	5,055
优先股股息前净利润					其他长期负债	328	327	326	326
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	5,223	5,162	5,287	5,381
净利润(特殊项目前)	2,285	2,658	4,016	4,604	负债合计	13,032	12,314	13,132	13,570
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	0	0	0	0
净利润	2,285	2,658	4,016	4,604	股东权益合计	20,752	22,613	25,424	28,646
每股盈利(基础, 特殊项目前)(元)	0.76	0.88	1.33	1.52	少数股东权益	367	439	549	676
每股盈利(基础, 特殊项目后)(元)	0.76	0.88	1.33	1.52	负债及股东权益总计	34,151	35,366	39,105	42,893
每股盈利(全面摊薄, 特殊项目后)(元)	0.76	0.88	1.33	1.52					
每股股息(元)	0.23	0.26	0.40	0.46	每股帐面价值(元)	6.87	7.48	8.41	9.48
派息率(%)	30.0	30.0	30.0	30.0					
自由现金流收益率(%) A股	0.7	0.3	0.3	1.2					
自由现金流收益率(%) H股	0.7	0.4	0.3	1.5					
增长及利润率(%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	24.5	(13.6)	28.4	6.2	净资产收益率(%)	11.0	11.8	15.8	16.1
EBITDA 增长	(36.1)	15.0	41.6	14.5	资产收益率(%)	6.6	7.6	10.8	11.2
EBIT 增长	(42.3)	13.6	49.2	14.7	平均投入资本回报率(%)	11.5	12.8	17.4	18.0
净利润增长	(49.6)	16.3	51.1	14.6	存货周转日数	53.3	60.8	60.8	60.8
每股盈利增长	(49.6)	16.3	51.1	14.6	应收账款周转日数	40.2	40.6	40.6	40.6
毛利率	12.1	10.3	11.3	12.5	应付帐款周转日数	21.9	22.8	22.8	22.8
EBITDA率	7.8	10.4	11.5	12.4	净债务/权益比率(%)	19.8	23.8	34.0	32.9
利息税项前利润率	6.3	8.3	9.6	10.4	净利息覆盖率(倍)	8.8	13.6	20.7	23.1
现金流量表(人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	2,198	2,658	4,016	4,604	A股				
折旧及摊销	843	1,018	1,148	1,305	市盈率(倍)	53.2	45.7	30.3	26.4
少数股东权益	-	(73)	(110)	(126)	市净率(倍)	5.9	5.4	4.8	4.2
营运资金变动	2,145	524	(2,749)	(697)	EV/EBITDA (X)	29.7	25.8	18.2	15.9
其它经营活动现金流	1,064	326	260	302	股息收益率%	0.6	0.7	1.0	1.1
经营活动现金流	6,249	4,452	2,565	5,388	H股				
资本开支	(2,469)	(4,010)	(4,210)	(4,420)	市盈率(倍)	21.7	18.5	11.9	10.2
收购	(1,681)	-	-	-	市净率(倍)	2.4	2.2	1.9	1.6
出售	54	-	-	-	EV/EBITDA (X)	12.6	10.9	7.7	6.7
其它	25	-	-	-	股息收益率%	1.4	1.6	2.5	2.8
投资活动现金流	(4,071)	(4,010)	(4,210)	(4,420)					
股息支出(普通股及优先股)	(1,380)	(1,008)	(1,450)	(1,666)					
借项变动	80	(171)	179	430					
发行(再购买)股票	-	(330)	-	-					
其它融资活动现金流	2	-	-	-					
融资活动现金流	(1,298)	(1,509)	(1,271)	(1,236)					
现金流总计	880	-1,067	-2,916	-268					



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

中金黄金 (600489.CH)：维持审慎推荐

主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	中金黄金	
主营业务收入	12,524	14,503	16,758	21,271	21,237	股票代码	600489.CH
(+/-%)	133%	16%	16%	27%	0%	当前股价(元)	57.41
主营业务利润	1,573	1,630	1,582	2,971	3,247	日成交量(百万股)	9.92
(+/-%)	121%	4%	-3%	88%	9%	52周最高价/最低价	70.79/15.682
净利润	417	479	401	911	1,164	发行股数(百万股)	790.6
(+/-%)	182%	15%	-16%	127%	28%	其中：流通股(百万股)	376.4
每股收益(元)	0.53	0.61	0.51	1.15	1.47	主要股东(持股比例)	中国黄金集团公司(52.4%)
(+/-%)	182%	15%	-16%	127%	28%		
每股经营现金流(元)	1.34	0.13	1.54	2.01	2.80		
市盈率(倍)	108.9	94.8	113.2	49.8	39.0		
市净率(倍)	26.5	11.5	10.9	9.6	8.4		
股价/经营现金	42.7	427.1	37.2	28.5	20.5		
EV/EBITDA(倍)	36.9	37.8	36.7	20.2	17.0		
净资产收益率(%)	24.3%	12.2%	9.6%	19.3%	21.4%		
已动用资本回报率(%)	26.6%	14.9%	12.8%	23.3%	25.2%		
股息收益率(%)	0.4%	0.4%	0.4%	0.8%	1.0%		

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

投资建议

上调金价和盈利预测，维持审慎推荐的投资评级。我们将 10 年金价由 1035 美元/盎司上调 6.3%至 1100 美元/盎司。由于 09 年公司收购矿山将新增产量 5 吨，同时原有矿山产量也将在扩建之后有所提升，我们相应将 10 年的产量预测由 18.5 吨提升到 20 吨，较 09 年增长 50%。在此基础之上，我们将 10 年 EPS 由 0.95 元上调 21%至 1.15 元，对应 10 年 PE 为 50 倍，处于 A 股黄金公司估值高端。如果从 EV/黄金储量的角度来看，公司处于估值低端，仅为 532 美元/盎司。由于资产注入的确定性较强以及较高的业绩弹性，我们维持对公司审慎推荐的投资评级。

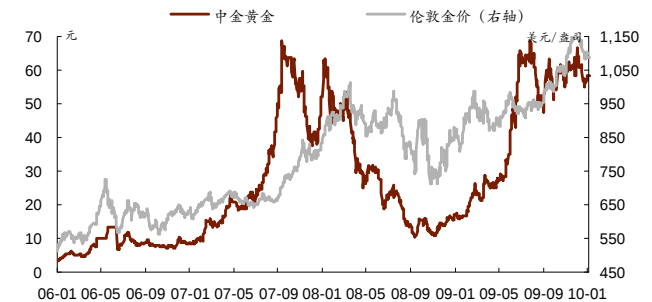
与 A 股黄金公司相比，公司在资产注入方面进展顺利。09 年已经先后从母公司竞购成功河北金厂峪、河南秦岭、河北黄金、夹皮沟、嵩县前河等 5 座矿山 100%的股权，并成功收购镇安县黄金矿业 100%股权，累计增加黄金储量 88 吨，黄金储量也由此提升至 415 吨。10 年，还有嵩县金牛等矿山计划注入，预计储量还将增长 70~80 吨。目前中金集团拥有黄金储量约 1200 吨，扣除股份公司拥有的 415 吨，还有 800 吨的储量尚未进入到股份公司，这给公司未来资产增长提供了坚实保障。

图表 42: 中金黄金财务概要

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	14,503	16,758	21,271	21,237	货币资金	921	1,372	1,522	2,832
销售成本	(12,873)	(15,176)	(18,300)	(17,989)	应收款项	126	112	142	141
销售分销及行政成本	(695)	(716)	(1,127)	(913)	存货	1,152	1,262	1,521	1,381
研究及开发					其他流动资产	671	662	797	796
其它营业利润(支出)					流动资产合计	2,870	3,407	3,983	5,149
EBITDA	1,210	1,247	2,264	2,684	固定资产净值	2,734	2,622	2,589	2,537
折旧及摊销	(288)	(381)	(420)	(350)	无形资产净值	2,346	2,441	2,705	2,949
利息税项前利润	923	866	1,844	2,334	投资合计	85	86	86	86
利息收入					其他长期资产	42	42	42	42
利息支出	(67)	(101)	(108)	(118)	总资产	8,076	8,598	9,404	10,763
联营公司收入/(支出)					应付账款	562	757	913	855
其它	31	-	-	-	短期借款	1,342	1,471	1,586	1,694
税项前利润	887	765	1,736	2,217	其他流动负债	918	694	219	287
税项	(202)	(191)	(434)	(554)	流动负债合计	2,822	2,922	2,718	2,836
少数股东权益	(205)	(172)	(391)	(499)	长期借款	256	283	356	399
优先股股息前净利润	479	401	911	1,164	其他长期负债	387	369	369	369
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	643	652	724	768
净利润 (特殊项目前)	479	401	911	1,164	负债合计	3,464	3,573	3,442	3,604
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	0	0	0	0
净利润	479	401	911	1,164	股东权益合计	3,942	4,183	4,729	5,428
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	0.61	0.51	1.15	1.47	少数股东权益	670	842	1,233	1,732
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	0.61	0.51	1.15	1.47	负债及股东权益总计	8,076	8,598	9,404	10,763
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	0.61	0.51	1.15	1.47					
每股股息 (元)	0.24	0.20	0.46	0.59	每股帐面价值(元)	4.99	5.29	5.98	6.87
派息率 (%)	40.0	40.0	40.0	40.0					
自由现金流收益率 (%) A股	(1.8)	1.4	1.1	4.0					
自由现金流收益率 (%) H股									

增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	15.8	15.5	26.9	(0.2)	净资产收益率 (%)	12.2	9.6	19.3	21.4
EBITDA 增长	2.6	(2.9)	(44.9)	(15.7)	资产收益率 (%)	6.9	4.8	10.1	11.5
EBIT 增长	(3.1)	(6.2)	112.9	26.6	平均投入资本回报率 (%)	18.8	13.3	25.1	27.2
净利润增长	14.8	(16.2)	127.0	27.7	存货周转天数	29.0	30.4	30.4	28.1
每股盈利增长	14.8	(16.2)	127.0	27.7	应收账款周转天数	3.2	2.4	2.4	2.4
毛利率	11.2	9.4	14.0	15.3	应付账款周转天数	16.0	18.3	18.3	17.4
EBITDA 率	8.3	7.4	10.6	12.6	净债务/权益比率 (%)	17.2	9.1	8.9	(13.6)
利息税项前利润率	6.4	5.2	8.7	11.0	净利息覆盖率 (倍)	13.8	8.5	17.1	19.9

现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	684	401	911	1,164	A股				
折旧及摊销	288	381	420	350	市盈率 (倍)	94.8	113.2	49.8	39.0
少数股东权益	-	172	391	499	市净率 (倍)	11.5	10.9	9.6	8.4
营运资金变动	(962)	164	(238)	82	EV/EBITDA (X)	37.8	36.7	20.2	17.0
其它经营活动现金流	97	101	108	118	股息收益率 (%)	0.4	0.4	0.8	1.0
经营活动现金流	106	1,219	1,592	2,212					
资本开支	(852)	(600)	(1,100)	(400)					
收购	(1,691)	(1)	-	-					
出售	6	-	-	-					
其它	3	-	-	(0)					
投资活动现金流	(2,534)	(601)	(1,100)	(400)					
股息支出 (普通股及优先股)	(192)	(161)	(365)	(465)					
借项变动	185	129	131	81					
发行(再购买)股票	(7)	(34)	-	0					
其它融资活动现金流	1,849	(101)	(108)	(118)					
融资活动现金流	1,836	(167)	(342)	(502)					
现金流总计	-592	451	150	1,310					



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

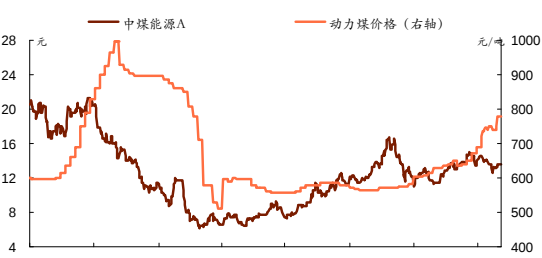
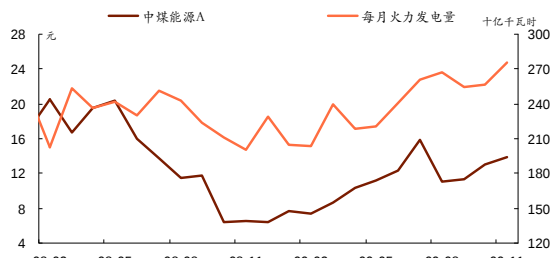
中煤能源 (1898.HK/601898.CH)：维持H股推荐、A股审慎推荐的评级

图表 43：中煤能源 A 股的财务指标

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	51,465	50,924	65,014	76,429	货币资金	37,389	36,592	28,868	23,728
销售成本	29,840	30,052	36,357	42,791	应收账款	4,458	4,788	6,113	7,186
销售分销及行政成本	9,765	10,797	13,183	15,545	存货	4,171	5,069	6,133	7,218
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	5,000	5,367	6,582	7,687
其它营业利润(支出)	-	-	-	-	流动资产合计	51,019	51,816	47,695	45,819
EBITDA	11,164	9,386	13,053	15,187	固定资产净值	21,913	26,711	40,311	53,584
折旧及摊销	553	547	698	821	无形资产净值	9,677	9,330	8,983	8,636
利息税项前利润	10,611	8,839	12,355	14,366	投资合计	3,310	1,893	2,080	2,232
利息收入	-	-	-	-	其他长期资产	8,759	12,188	13,920	14,729
利息支出	(525)	(431)	(154)	(265)	总资产	94,679	101,939	112,990	125,000
联营公司收入/(支出)	103	297	-	-	应付账款	6,072	6,863	8,303	9,772
其它	-	-	-	-	短期借款	268	1,860	1,860	1,860
税项前利润	9,972	9,428	12,712	14,869	其他流动负债	6,553	8,162	9,920	11,613
税项	2,322	2,263	3,178	3,717	流动负债合计	12,893	16,885	20,083	23,245
少数股东权益	839	443	714	1,115	长期借款	10,194	8,928	8,928	8,928
优先股股息前净利润	6,812	6,722	8,819	10,036	其他长期负债	1,452	1,596	1,931	2,273
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	11,646	10,525	10,860	11,201
净利润 (特殊项目前)	6,812	6,722	8,819	10,036	负债合计	26,551	28,665	32,198	35,703
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	6,812	6,722	8,819	10,036	股东权益合计	13,259	13,259	13,259	13,259
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	0.51	0.51	0.67	0.76	少数股东权益	4,659	5,103	5,817	6,932
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	0.51	0.51	0.67	0.76	负债及股东权益总计	94,679	101,939	112,990	125,000
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	0.51	0.51	0.67	0.76	每股账面价值(元)	4.8	5.1	5.7	6.2
每股股息 (元)	0.07	0.17	0.17	0.23					
派息率 (%)	13.7	34.4	25.8	29.8					
自由现金流收益率 (%) A股	5.6	4.8	7.2	8.9					

增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	42.8	(1.1)	27.7	17.6	净资产收益率 (%)	10.7	9.9	11.8	12.2
EBITDA 增长	55.0	(15.9)	39.1	16.3	资产收益率 (%)	7.2	6.6	7.8	8.0
EBITDA 增长	57.7	(16.7)	39.8	16.3	平均投入资本回报率 (%)	13.0	10.4	13.3	14.1
净利润增长	17.7	(1.3)	31.2	13.8	存货周转日数	45.8	56.1	56.2	56.9
每股盈利增长	4.2	(1.3)	31.2	13.8	应收账款周转日数	27.8	33.1	30.6	31.8
毛利率	42.0	41.0	44.1	44.0	应付账款周转日数	64.6	78.5	76.1	77.1
EBITDA 率	21.7	18.4	20.1	19.9	净债务/权益比率 (%)	(42.4)	(37.9)	(24.1)	(15.7)
利息税项前利润率	20.6	17.4	19.0	18.8	净利息覆盖率 (倍)	(20.2)	(20.5)	(80.1)	(54.3)

现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	6,812	6,722	8,819	10,036	A股				
折旧及摊销	553	547	698	821	市盈率(倍)	26.2	26.5	20.2	17.8
少数股东权益	839	443	714	1,115	市净率(倍)	2.8	2.6	2.4	2.2
营运资金变动	1,772	820	2,540	3,877	EV/EBITDA (X)	14.6	17.3	12.5	10.7
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率 (%)	0.5	1.3	1.3	1.7
经营活动现金流	9,976	8,532	12,772	15,849	H股				
资本开支	-	-	-	-	市盈率(倍)	23.4	20.1	15.4	13.3
收购	-	-	-	-	市净率(倍)	2.8	2.6	2.2	1.9
出售	-	-	-	-	EV/EBITDA (X)	12.3	11.9	8.9	7.5
其它	-	-	-	-	股息收益率 (%)	0.4	1.1	1.3	1.7
投资活动现金流	(30,965)	(7,873)	(18,480)	(18,344)					
股息支出 (普通股及优先股)	-	-	-	-					
借项变动	-	-	-	-					
发行(再购买)股票	-	-	-	-					
其它融资活动现金流	24,728	(1,457)	(2,016)	(2,645)					
融资活动现金流	24,728	(1,457)	(2,016)	(2,645)					
现金流总计	3,739	(798)	(7,724)	(5,139)					



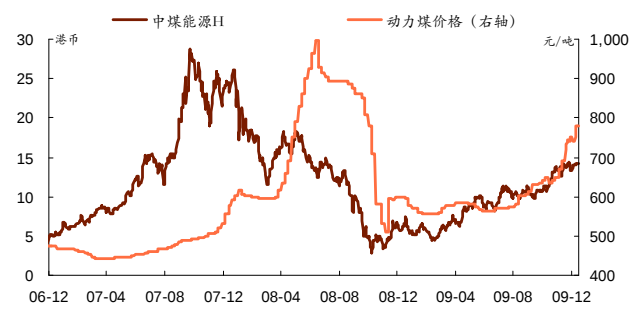
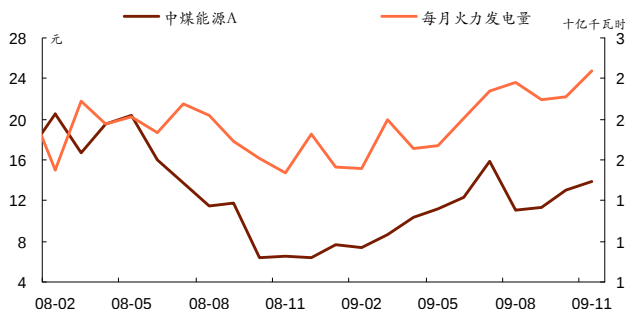
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 44: 中煤能源 H 股的财务指标

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	50,993	50,924	65,014	76,429	货币资金	7,885	20,034	8,095	(2,350)
销售成本	(37,445)	(36,786)	(46,233)	(54,611)	应收账款	5,582	5,575	7,117	8,367
销售分銷及行政成本	(2,845)	(3,203)	(4,089)	(4,807)	存货	4,171	4,097	5,149	6,082
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	33,414	17,156	21,751	25,501
其它营业利润(支出)	-	-	-	-	流动资产合计	51,052	46,863	42,113	37,601
EBITDA	13,215	13,621	18,204	21,672	固定资产净值	28,848	41,883	54,135	65,160
折旧及摊销	1,815	2,527	3,310	4,424	无形资产净值	-	-	-	-
利息税项前利润	11,399	11,094	14,894	17,248	投资合计	1,898	2,964	3,264	3,264
利息收入	-	-	-	-	其他长期资产	6,386	6,373	6,356	6,339
利息支出	(994)	431	154	265	总资产	88,184	98,082	105,867	112,364
联营公司收入/(支出)	-	-	-	-	应付账款	6,707	6,589	8,281	9,781
其它	-	-	-	-	短期借款	268	1,860	1,860	1,860
税项前利润	10,512	11,525	15,048	17,513	其他流动负债	5,769	8,321	6,183	7,064
税项	2,492	2,766	3,762	4,378	流动负债合计	12,744	16,770	16,324	18,705
少数股东权益	-	-	-	-	长期借款	10,194	9,763	9,608	4,804
优先股股息前净利润	7,141	8,217	10,441	11,821	其他长期负债	2,476	2,705	3,115	3,345
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	12,670	12,467	12,723	8,149
净利润 (特殊项目前)	7,141	8,217	10,441	11,821	负债合计	25,414	29,237	29,047	26,855
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	7,141	8,217	10,441	11,821	股东权益合计	58,542	64,616	72,592	81,281
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	0.54	0.62	0.79	0.89	少数股东权益	4,229	4,229	4,229	4,229
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	0.54	0.62	0.79	0.89	负债及股东权益总计	88,184	98,082	105,867	112,364
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	0.54	0.62	0.79	0.89	每股帐面价值(元)	4.4	4.9	5.5	6.1
每股股息 (元)	0.06	0.16	0.19	0.24					
派息率 (%)	11.56	26.07	23.61	26.50					
自由现金流收益率 (%) : H股	5.48	5.83	7.43	8.97					

增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	43.1	(0.1)	27.7	17.6	净资产收益率 (%)	12.2	12.7	14.4	14.5
EBITDA 增长	16.4	3.1	33.6	19.1	资产收益率 (%)	8.1	8.4	9.9	10.5
EBIT 增长	26.7	(2.7)	34.3	15.8	平均投入资本回报率 (%)	15.1	13.6	16.6	18.4
净利润增长	18.6	15.1	27.1	13.2	存货周转日数	(36.5)	(41.0)	(36.5)	(37.5)
每股盈利增长	5.0	15.1	27.1	13.2	应收账款周转日数	35.3	40.0	35.6	37.0
毛利率	173.4	172.2	171.1	171.5	应付账款周转日数	(55.4)	(66.0)	(58.7)	(60.4)
EBITDA 率	25.9	26.7	28.0	28.4	净债务/权益比率 (%)	4.4	(13.0)	4.6	11.1
利息税项前利润率	22.4	21.8	22.9	22.6	净利息覆盖率(倍)	(11.5)	25.7	96.5	65.2

现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	7,141	8,217	10,441	11,821	H股				
折旧及摊销	1,815	2,527	3,310	4,424	市盈率(倍)	23.4	20.1	15.4	13.3
少数股东权益	-	-	-	-	市净率(倍)	2.8	2.6	2.2	1.9
营运资金变动	1,282	147	136	524	EV/EBITDA (X)	12.3	11.9	8.9	7.5
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率%	0.4	1.1	1.3	1.7
经营活动现金流	10,238	10,891	13,886	16,769					
资本开支	-	-	-	-					
收购	-	-	-	-					
出售	-	-	-	-					
其它	24,036	1,529	(6,443)	(8,985)					
投资活动现金流	24,036	1,529	(6,443)	(8,985)					
股息支出 (普通股及优先股)	-	-	-	-					
借项变动	-	-	-	-					
发行(再购买)股票	-	-	-	-					
其它融资活动现金流	24,036	1,529	(6,443)	(8,985)					
融资活动现金流	24,036	1,529	(6,443)	(8,985)					
现金流总计	(122)	12,149	(11,940)	(10,444)					

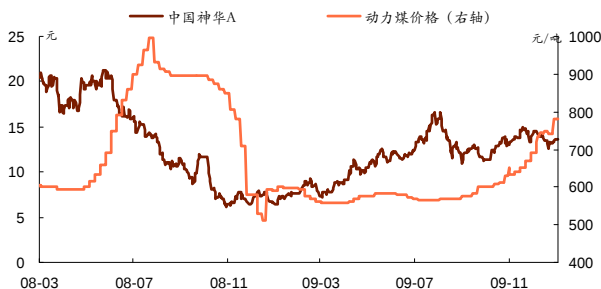


资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

中国神华 (1088.HK/601088.HK)：维持推荐

图表 45：中国神华 A 股的财务指标

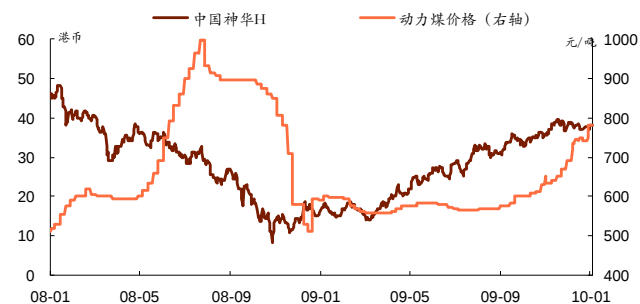
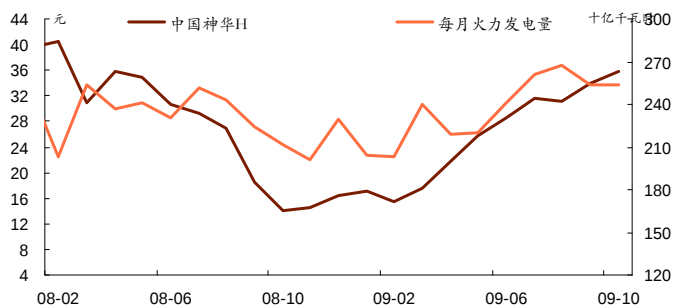
损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E
主营业务收入	107,133	121,469	145,337	165,893	货币资金	59,491	55,590	58,008
销售成本	54,111	61,146	70,940	79,703	应收款项	7,525	8,715	10,428
销售分销及行政成本	8,975	10,114	14,041	15,653	存货	7,842	9,721	11,278
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	3,048	5,387	6,478
其它营业利润(支出)	472	-	-	-	流动资产合计	77,906	79,412	86,191
EBITDA	49,884	60,125	68,825	80,670	固定资产净值	132,069	148,703	170,729
折旧及摊销	8,518	12,772	14,746	17,241	无形资产净值	23,806	23,126	22,517
利息税项前利润	41,366	47,354	54,079	63,429	投资合计	3,902	3,902	3,902
利息收入	-	897	971	1,009	其他长期资产	40,724	41,527	48,964
利息支出	3,865	3,202	2,888	2,888	总资产	278,407	296,670	332,303
联营公司收入/(支出)	(330)	(630)	(757)	(876)	应付账款	9,641	10,889	12,633
其它	-	-	1	2	短期借款	13,119	-	-
税项前利润	36,871	44,292	51,286	60,516	其他流动负债	19,896	23,523	26,218
税项	7,056	8,194	9,488	13,919	流动负债合计	42,656	34,412	38,851
少数股东权益	3,227	3,966	4,278	4,762	长期借款	56,045	56,045	56,045
优先股股息前净利润	26,588	32,132	37,520	41,835	其他长期负债	5,566	4,634	4,634
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	61,611	60,679	60,679
净利润 (特殊项目前)	26,588	32,132	37,520	41,835	负债合计	104,267	95,091	99,530
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-
净利润	26,588	32,132	37,520	41,835	股东权益合计	19,890	19,890	19,890
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	1.34	1.62	1.89	2.10	少数股东权益	25,173	29,139	33,417
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	1.34	1.62	1.89	2.10	负债及股东权益总计	278,407	296,670	332,303
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后)	1.34	1.62	1.89	2.10	每股帐面价值(元)	7.5	8.7	10.0
每股股息 (元)	0.47	0.44	0.53	0.62				
派息率 (%)	35.1	27.3	28.3	29.6				
自由现金流收益率 (%) A股	1.1	2.8	2.0	2.2				
增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E
主营业务收入增长	30.5	13.4	19.6	14.1	净资产收益率 (%)	17.8	18.6	18.8
EBITDA 增长	16.7	20.5	14.5	17.2	资产收益率 (%)	9.6	10.8	11.3
EBIT 增长	22.9	14.5	14.2	17.3	平均投入资本回报率 (%)	17.5	18.1	18.4
净利润增长	29.7	20.9	16.8	11.5	存货周转天数	47.8	52.4	54.0
每股盈利增长	29.7	20.9	16.8	11.5	应收帐款周转天数	22.8	24.4	24.0
毛利率	49.5	49.7	51.2	52.0	应付帐款周转天数	62.6	61.3	60.5
EBITDA 率	46.6	49.5	47.4	48.6	净债务/权益比率 (%)	6.5	0.3	(1.0)
利息税项前利润率	38.6	39.0	37.2	38.2	净利息覆盖率 (倍)	10.7	14.8	18.7
现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E
优先股股息前净利润	26,588	32,132	37,520	41,835	A股			
折旧及摊销	8,518	12,772	14,746	17,241	市盈率 (倍)	25.6	21.2	18.2
少数股东权益	3,227	3,966	4,278	4,762	市净率 (倍)	4.6	4.0	3.4
营运资金变动	5,893	260	859	861	EV/EBITDA (X)	15.1	12.6	11.0
其它经营活动现金流	-	-	1	2	股息收益率 %	1.4	1.3	1.6
经营活动现金流	44,226	49,130	57,404	64,701	H股			
资本开支	(36,395)	36,395	29,907	43,601	市盈率 (倍)	25.7	20.0	16.7
收购	199	958	1,136	1,319	市净率 (倍)	4.6	3.9	3.3
出售	-	-	-	-	EV/EBITDA (X)	0.5	0.4	0.3
其它	-	-	-	-	股息收益率 %	1.2	1.1	1.4
投资活动现金流	(36,020)	(28,949)	(42,465)	(48,449)				
股息支出 (普通股及优先股)	(9,325)	(8,774)	(10,604)	(12,382)				
借项变动	(199)	-	-	-				
发行(再购买)股票	-	-	-	-				
其它融资活动现金流	6,968	(15,309)	(1,917)	(1,879)				
融资活动现金流	(2,556)	(24,083)	(12,521)	(14,261)				
现金流总计	5,650	(3,901)	2,418	1,991				



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 46: 中国神华 H 股的财务指标

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	107,133	121,469	145,337	165,893	货币资金	59,054	86,160	93,851	101,983
销售成本	(59,378)	(64,373)	(77,064)	(87,085)	应收账款	8,236	9,202	11,010	12,568
销售分销及行政成本	(6,961)	(7,573)	(11,824)	(12,823)	存货	7,842	9,467	11,333	12,807
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	2,774	6,510	7,707	8,653
其它营业利润(支出)	(1,119)	(878)	(998)	(1,113)	流动资产合计	77,906	111,339	123,901	136,010
EBITDA	48,886	61,619	70,457	82,397	固定资产净值	145,253	148,703	170,729	197,063
折旧及摊销	8,518	12,772	14,746	17,241	无形资产净值	2,435	2,435	2,435	2,435
利息税项前利润	40,368	48,847	55,711	65,157	投资合计	3,045	3,045	3,045	3,045
利息收入	1,288	897	971	1,009	其他长期资产	46,901	48,083	55,520	62,323
利息支出	(4,681)	(3,202)	(2,888)	(2,888)	总资产	275,540	313,604	355,630	400,876
联营公司收入/(支出)	654	-	-	-	应付账款	9,642	17,398	20,828	23,537
其它	(39)	(201)	(260)	(285)	短期借款	18,213	18,213	18,213	18,213
税项前利润	36,975	46,542	53,793	63,277	其他流动负债	14,801	16,319	19,393	23,239
税项	7,076	8,610	9,952	14,554	流动负债合计	42,656	51,930	58,435	64,988
少数股东权益	3,258	3,966	4,278	4,762	长期借款	56,045	56,045	56,045	56,045
优先股股息前净利润	26,641	33,966	39,564	43,962	其他长期负债	5,096	5,103	5,557	6,129
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	61,141	61,148	61,602	62,174
净利润 (特殊项目前)	26,641	33,966	39,564	43,962	负债合计	103,797	113,078	120,037	127,162
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	26,641	33,966	39,564	43,962	股东权益合计	147,432	172,249	203,039	236,397
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	1.34	1.71	1.99	2.21	少数股东权益	24,311	28,277	32,555	37,316
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	1.34	1.71	1.99	2.21	负债及股东权益总计	275,540	313,604	355,630	400,876
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	1.34	1.71	1.99	2.21	每股账面价值(元)	7.4	8.7	10.2	11.9
每股股息 (元)	0.46	0.44	0.53	0.62					
派息率 (%)	34.34	25.83	26.80	28.16					
自由现金流收益率 (%) H股	9.64	9.08	13.50	15.40					
增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	30.5	13.4	19.6	14.1	净资产收益率 (%)	18.1	19.7	19.5	18.6
EBITDA 增长	15.7	26.0	14.3	16.9	资产收益率 (%)	9.7	10.8	11.1	11.0
EBIT 增长	21.7	21.0	14.1	17.0	平均投入资本回报率 (%)	17.3	18.7	18.7	19.4
净利润增长	29.4	27.5	16.5	11.1	存货周转日数	(43.6)	(49.1)	(49.3)	(50.6)
每股盈利增长	29.4	27.5	16.5	11.1	应收帐款周转日数	25.3	26.2	25.4	25.9
毛利率	155.4	153.0	153.0	152.5	应付帐款周转日数	(57.5)	(76.7)	(90.5)	(93.0)
EBITDA 率	45.6	50.7	48.5	49.7	净债务/权益比率 (%)	10.3	(6.9)	(9.6)	(11.7)
利息税项前利润率	37.7	40.2	38.3	39.3	净利息覆盖率(倍)	(8.6)	(15.3)	(19.3)	(22.6)
现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	26,641	33,966	39,564	43,962	H股				
折旧及摊销	8,518	12,772	14,746	17,241	市盈率(倍)	25.7	20.0	16.7	14.7
少数股东权益	3,258	3,966	4,278	4,762	市净率(倍)	4.6	3.9	3.3	2.7
营运资金变动	2,214	2,274	1,478	2,540	EV/EBITDA (X)	0.5	0.4	0.3	0.3
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率%	1.2	1.1	1.4	1.6
经营活动现金流	40,631	52,978	60,066	68,504					
资本开支	(33,371)	(16,723)	(43,601)	(49,768)					
收购	3,295	-	-	-					
出售	-	-	-	-					
其它	27,520	7,574	34,827	39,164					
投资活动现金流	(2,556)	(9,149)	(8,774)	(10,604)					
股息支出 (普通股及优先股)	(15,070)	(9,149)	(8,774)	(10,604)					
借项变动	14,344	-	-	-					
发行(再购买)股票	-	-	-	-					
其它融资活动现金流	(1,830)	-	-	-					
融资活动现金流	(2,556)	(9,149)	(8,774)	(10,604)					
现金流总计	5,650	27,106	7,691	8,133					



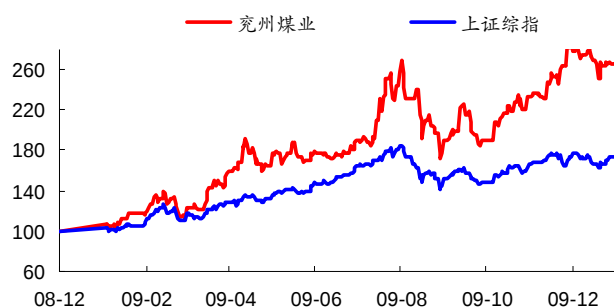
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

兖州煤业 (600188.CH/1171.HK)：维持审慎推荐

主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	26,124	19,669	30,176	34,158
(+/-%)	57%	-25%	53%	13%
主营业务利润	12,624	8,779	12,407	13,975
(+/-%)	56%	-30%	41%	13%
营业利润	8,876	5,810	8,301	9,479
(+/-%)	81%	-35%	43%	14%
净利润	6,484	4,372	6,286	7,185
(+/-%)	101%	-33%	44%	14%
每股盈利(元)	1.32	0.889	1.28	1.46
(+/-%)	101%	-33%	44%	14%
每股净资产(元)	5.36	5.94	6.77	7.72
(+/-%)	25%	11%	14%	14%
每股股利(元)	0.17	0.31	0.45	0.51
市盈率(X)	13.8	20.5	14.2	12.4
市净率(X)	3.4	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA(X)	17.7	9.4	13.6	11.5
资产收益率	20.2%	12.9%	10.7%	11.1%
净资产收益率	24.6%	15.0%	18.9%	18.9%
ROCE	34.2%	18.9%	15.1%	15.8%
分红收益率	0.9%	1.7%	2.5%	2.8%
每股经营现金流	1.5	1.3	1.1	1.4

	H股(港币)	A股(元)
股票代码	1171.HK	600188.CH
当前股价	17.56	23.22
日成交量(百万股)	29.73	22.29
52周最高价/最低价	19.26/4	26.15/8.4
发行股数(百万股)	1,958.40	2,959.96
其中：流通股(百万股)	1,958.40	359.96
主要股东(持股比例)		兖矿集团(52.86%)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

投资建议

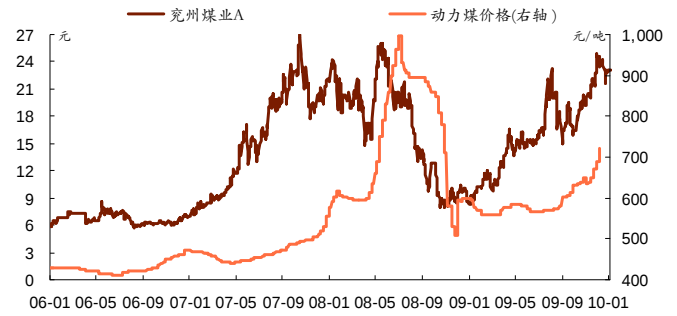
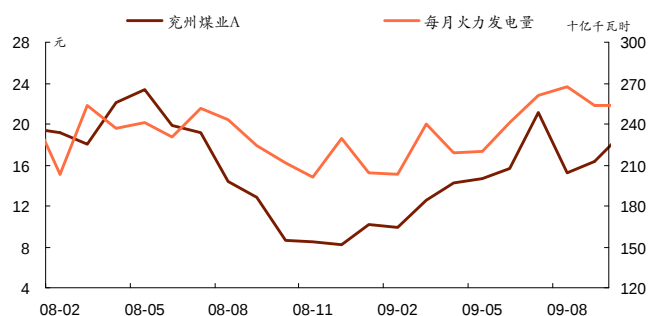
收购 Felix 公司明显增厚公司 EPS。2009 年 12 月 30 日兖州煤业公告，公司已经完成收购澳大利亚 Felix 100% 股权的全部法律程序。因此，我们将 Felix 公司业务纳入了兖州煤业的盈利预测模型之中。2009 财年 Felix 公司的权益煤炭销量为 480 万吨，2010 年 3 月，年产 1000 万吨的 Moorlaben 露天矿将投产 (Felix 持有该矿的 80% 权益)，我们预计 2010 年 Felix 的权益煤炭销量约为 1040 万吨，贡献净利润约 9.80 亿元人民币，折合 EPS 约 0.20 元。

预计近期动力煤现货价格仍然较强，会对兖州煤业的股价形成支撑。我们预计由于雨雪天气的影响，动力煤现货价格仍然有望保持强势。兖州煤业的现货比例高于 70%，而神华和中煤的现货比例在 30% 以下，因此当现货煤价显著上涨时，兖州煤业将更为受益。

上调 2010 年盈利预测和投资评级。我们将 Felix 纳入盈利预测模型，同时将公司的现货煤价涨幅做了 3% 的上调。在此基础上，我们将 2010 年公司 A 股 EPS 从 1.02 元上调至 1.28 元，H 股 EPS 从 1.05 元上调至 1.32 元。预计由于收购 Felix 使得公司未来增长前景有所改善，公司的估值有望获得一定提升，因此我们将兖煤的目标市盈率从 12 倍调整为 13.6 倍 (07 年扩张期+2 倍标准差)，目标价从 16.9 港元上调为 20.9 港元，投资评级维持审慎推荐。

图表 47: 兖州 A 股的财务指标

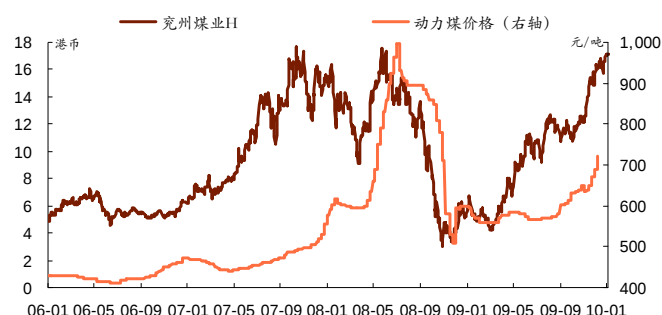
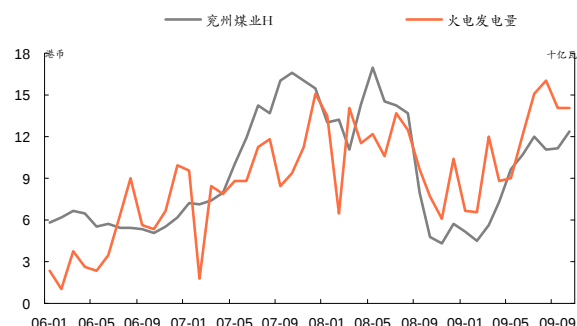
损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	26,124	19,669	30,176	34,158	货币资金	5,780	9,691	12,128	14,652
销售成本	13,107	10,537	16,280	18,520	应收款项	436	731	550	844
销售分销及行政成本	3,591	3,224	4,487	5,035	存货	440	820	659	1,018
研究及开发	1	2	3	4	其他流动资产	3,443	4,033	2,614	5,049
其它营业利润(支出)	-	-	-	-	流动资产合计	10,099	15,274	15,952	21,563
EBITDA	10,428	7,015	9,810	10,890	固定资产净值	8,844	9,322	11,588	14,351
折旧及摊销	1,318	1,461	1,705	1,705	无形资产净值	789	1,531	1,543	17,602
利息税项前利润	9,110	5,554	8,105	9,185	投资合计	1,307	970	970	970
利息收入	-	-	-	-	其他长期资产	4,888	5,020	3,964	4,512
利息支出	234	(256)	(196)	(294)	总资产	25,926	32,118	34,018	59,000
联营公司收入/(支出)	(74)	(344)	(7)	19	应付账款	559	789	626	966
其它	-	-	-	-	短期借款	-	29	-	-
税项前利润	8,869	5,829	8,320	9,498	其他流动负债	3,716	4,693	3,942	4,495
税项	2,387	1,457	2,034	2,313	流动负债合计	4,275	5,512	4,568	5,461
少数股东权益	(2)	-	-	-	长期借款	258	176	176	20,176
优先股股息前净利润	6,484	4,372	6,286	7,185	其他长期负债	308	12	14	17
优先股股息	1	2	3	4	长期负债合计	566	188	190	20,193
净利润 (特殊项目前)	6,483	4,370	6,283	7,181	负债合计	4,841	5,700	4,758	25,655
税项后特殊项目	1	2	3	4	优先股	-	-	-	-
净利润	6,482	4,368	6,280	7,177	股东权益合计	4,918	4,918	4,918	4,918
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	1.32	0.89	1.28	1.46	少数股东权益	50	50	50	50
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	1.32	0.89	1.28	1.46	负债及股东权益总计	25,926	32,118	34,018	59,000
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	1.32	0.89	1.28	1.46	每股账面价值(元)	5.4	5.9	6.8	7.7
每股股息 (元)	0.17	0.31	0.45	0.51					
派息率 (%)	12.9	35.0	35.0	35.0					
自由现金流收益率 (%) A股	3.9	6.1	3.3	0.1					
增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	57.4	(24.7)	53.4	13.2	净资产收益率 (%)	30.8	16.6	21.5	21.6
EBITDA 增长	80.7	(32.7)	39.8	11.0	资产收益率 (%)	25.0	13.6	18.5	12.2
EBIT 增长	89.1	(39.0)	45.9	13.3	平均投入资本回报率 (%)	42.1	20.9	27.5	17.2
净利润增长	101.4	(32.6)	43.8	14.3	存货周转日数	14.2	21.8	16.6	16.5
每股盈利增长	101.4	(32.6)	43.8	14.3	应收账款周转日数	5.9	10.8	7.7	7.5
毛利率	49.8	46.4	46.1	45.8	应付账款周转日数	17.0	23.4	15.9	15.7
EBITDA 率	39.9	35.7	32.5	31.9	净债务/权益比率 (%)	(26.2)	(36.0)	(40.9)	16.6
利息税项前利润率	34.9	28.2	26.9	26.9	净利息覆盖率 (倍)	39.0	(21.7)	(41.3)	(31.2)
现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	6,484	4,372	6,286	7,185	A股				
折旧及摊销	1,318	1,461	1,705	1,705	市盈率 (倍)	18.3	27.1	18.8	16.5
少数股东权益	(2)	-	-	-	市净率 (倍)	4.5	4.1	3.6	3.1
营运资金变动	(3,219)	1,372	(1,591)	(3,477)	EV/EBITDA (X)	7.6	11.3	8.1	7.3
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率 (%)	0.7	1.3	1.9	2.1
经营活动现金流	4,581	7,204	6,400	5,413	H股				
资本开支	-	-	-	2,533	市盈率 (倍)	11.0	15.2	10.6	9.1
收购	-	-	-	185	市净率 (倍)	2.7	2.4	2.0	1.7
出售	-	-	-	-	EV/EBITDA (X)	8.0	10.5	7.7	6.8
其它	-	-	(128)	208	股息收益率 (%)	1.0	2.0	2.8	3.2
投资活动现金流	(3,683)	(3,437)	(2,661)	(20,888)					
股息支出 (普通股及优先股)	-	-	(1,530)	(2,200)					
借项变动	-	-	-	-					
发行(再购买)股票	-	-	-	-					
其它融资活动现金流	(1,048)	(997)	229	20,199					
融资活动现金流	(1,048)	(997)	(1,301)	17,999					
现金流总计	(191)	2,720	2,438	2,524					



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 48：兖州 H 股的财务指标

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	24,656	19,410	29,903	33,872	货币资金	8,440	10,201	17,822	22,176
销售成本	(12,452)	(10,766)	(16,271)	(18,506)	应收账款	2,977	3,361	5,157	5,837
销售分销及行政成本	(3,832)	(3,023)	(5,659)	(6,388)	存货	820	979	1,492	1,701
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	2,758	1,952	2,360	2,526
其它营业利润(支出)	-	-	-	-	流动资产合计	14,994	16,492	26,831	32,240
EBITDA	9,953	7,543	10,288	11,591	固定资产净值	14,149	16,270	17,703	18,701
折旧及摊销	1,049	1,579	1,827	2,045	无形资产净值	1,040	861	671	477
利息税项前利润	8,904	5,964	8,461	9,545	投资合计	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	其他长期资产	2,155	2,505	19,018	19,226
利息支出	38	(256)	(196)	(294)	总资产	32,339	36,129	64,223	70,644
联营公司收入/(支出)	-	-	-	-	应付账款	910	1,259	1,920	2,188
其它	-	-	-	-	短期借款	-	-	-	-
税项前利润	8,865	6,219	8,657	9,840	其他流动负债	4,387	5,399	7,952	8,989
税项	2,386	1,555	2,164	2,460	流动负债合计	5,297	6,659	9,872	11,177
少数股东权益	-	-	-	-	长期借款	-	-	-	-
优先股股息前净利润	6,489	4,660	6,486	7,373	其他长期负债	225	257	20,277	20,286
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	225	257	20,277	20,286
净利润 (特殊项目前)	6,489	4,660	6,486	7,373	负债合计	5,522	6,915	30,150	31,463
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	6,489	4,660	6,486	7,373	股东权益合计	26,755	29,147	34,001	39,101
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	1.32	0.95	1.32	1.50	少数股东权益	61	66	73	80
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	1.32	0.95	1.32	1.50	负债及股东权益总计	32,339	36,129	64,223	70,644
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	1.32	0.95	1.32	1.50	每股账面价值(元)	5.4	5.9	6.9	7.9
每股股息 (元)	0.17	0.33	0.46	0.52					
派息率 (%)	12.89	35.00	35.00	35.00					
自由现金流收益率 (%) : H股	8.86	9.65	10.63	12.08					
增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	65.4	(21.3)	54.1	13.3	净资产收益率 (%)	24.3	16.0	19.1	18.9
EBITDA 增长	79.2	(24.2)	36.4	12.7	资产收益率 (%)	20.1	12.9	10.1	10.4
EBIT 增长	94.8	(33.0)	41.9	12.8	平均投入资本回报率 (%)	32.9	20.2	15.6	16.1
净利润增长	100.9	(28.2)	39.2	13.7	存货周转天数	(18.5)	(30.5)	(27.7)	(31.5)
每股盈利增长	100.9	(28.2)	39.2	13.7	应收账款周转天数	42.4	59.6	52.0	59.2
毛利率	150.5	155.5	154.4	154.6	应付账款周转天数	(23.0)	(36.8)	(35.7)	(40.5)
EBITDA 率	40.4	38.9	34.4	34.2	净债务/权益比率 (%)	-31.54	-35.00	-52.42	-56.72
利息税项前利润率	36.1	30.7	28.3	28.2	净利息覆盖率(倍)	232.11	(23.33)	(43.11)	(32.44)
现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	6,489	4,660	6,486	7,373	H股				
折旧及摊销	1,049	1,579	1,827	2,045	市盈率(倍)	11.0	15.2	10.6	9.1
少数股东权益	-	-	-	-	市净率(倍)	2.7	2.4	2.0	1.7
营运资金变动	(443)	1,490	201	252	EV/EBITDA (X)	8.0	10.5	7.7	6.8
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率%	1.0	2.0	2.8	3.2
经营活动现金流	7,095	7,729	8,514	9,670					
资本开支	-	-	-	-					
收购	-	-	-	-					
出售	-	-	-	-					
其它	(922)	2,268	(18,367)	2,272					
投资活动现金流	(922)	2,268	(18,367)	2,272					
股息支出 (普通股及优先股)	-	-	-	-					
借项变动	-	-	-	-					
发行(再购买)股票	-	-	-	-					
其它融资活动现金流	(922)	2,268	(18,367)	2,272					
融资活动现金流	(922)	2,268	(18,367)	2,272					
现金流总计	4,082	13,697	9,406	14,985					

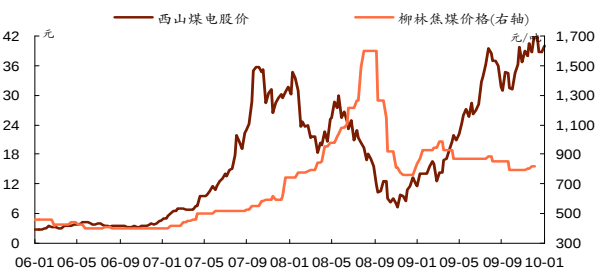
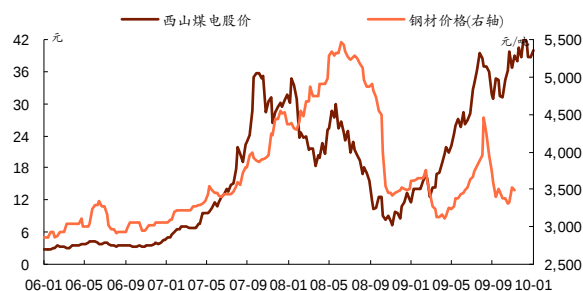


资料来源：公司数据，中金公司研究部

西山煤电 (000983.CH): 维持推荐

图表 49: 西山煤电财务概要

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	13,255	11,794	17,700	21,488	货币资金	3,056	1,533	2,301	3,008
销售成本	6,432	6,006	8,355	10,131	应收款项	599	694	1,042	1,265
销售分销及行政成本	1,859	1,882	2,438	2,908	存货	444	497	691	839
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	5,702	5,780	7,362	8,439
其它营业利润(支出)	-	-	-	-	流动资产合计	9,801	8,504	11,397	13,550
EBITDA	5,350	4,578	7,427	9,071	固定资产净值	6,235	11,427	13,218	14,400
折旧及摊销	570	788	1,055	1,226	无形资产净值	193	174	174	174
利息税项前利润	4,780	3,790	6,371	7,845	投资合计	862	811	811	811
利息收入	31	37	33	45	其他长期资产	2,251	1,695	1,348	1,089
利息支出	106	209	298	286	总资产	19,341	22,611	26,949	30,025
联营公司收入/(支出)	(12)	(16)	-	-	应付账款	1,724	1,588	2,210	2,679
其它	-	-	-	-	短期借款	96	2,654	3,418	2,208
税项前利润	4,658	3,615	6,103	7,601	其他流动负债	4,628	4,016	3,973	4,059
税项	1,125	904	1,526	1,900	流动负债合计	6,448	8,258	9,600	8,946
少数股东权益	43	34	57	71	长期借款	2,105	2,105	2,105	2,105
优先股股息前净利润	3,489	2,678	4,520	5,630	其他长期负债	367	53	53	53
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	2,471	2,158	2,158	2,158
净利润 (特殊项目前)	3,489	2,678	4,520	5,630	负债合计	8,920	10,416	11,758	11,104
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	3,489	2,678	4,520	5,630	股东权益合计	2,424	2,424	2,424	2,424
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	1.44	1.10	1.86	2.32	少数股东权益	1,125	1,158	1,215	1,286
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	1.44	1.10	1.86	2.32	负债及股东权益总计	19,345	22,615	26,952	30,028
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	1.44	1.10	1.86	2.32	每股账面价值(元)	3.8	4.6	5.8	7.3
每股股息 (元)	0.51	0.39	0.65	0.81					
派息率 (%)	35.1	35.0	35.0	35.0					
自由现金流收益率 (%) : A股	3.2	(2.6)	1.9	4.2					
增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	69.9	(11.0)	50.1	21.4	净资产收益率 (%)	37.5	24.3	32.3	31.9
EBITDA 增长	111.7	(14.4)	62.2	22.1	资产收益率 (%)	18.0	11.8	16.8	18.8
EBIT 增长	142.0	(20.7)	68.1	23.1	平均投入资本回报率 (%)	37.1	26.4	36.7	37.2
净利润增长	171.3	(23.3)	68.8	24.5	存货周转天数	22.5	28.6	26.0	27.6
每股盈利增长	35.6	(23.3)	68.8	24.5	应收账款周转天数	13.0	20.0	17.9	19.6
毛利率	51.5	49.1	52.8	52.9	应付账款周转天数	92.8	100.7	83.0	88.1
EBITDA 率	40.4	38.8	42.0	42.2	净债务/权益比率 (%)	(9.2)	29.2	23.0	7.4
利息税项前利润率	36.1	32.1	36.0	36.5	净利息覆盖率(倍)	45.2	18.1	21.4	27.5
现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	3,489	2,678	4,520	5,630	A股				
折旧及摊销	570	788	1,055	1,226	市盈率 (倍)	28.2	36.8	21.8	17.5
少数股东权益	43	34	57	71	市净率 (倍)	10.6	8.9	7.0	5.6
营运资金变动	(974)	(590)	(1,283)	(655)	EV/EBITDA (X)	18.8	21.9	13.5	11.1
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率%	1.2	1.0	1.6	2.0
经营活动现金流	3,128	2,910	4,349	6,271					
资本开支	-	-	5,500	2,500					
收购	-	110	5	9					
出售	-	-	-	-					
其它	-	-	-	-					
投资活动现金流	(2,327)	(5,440)	(2,495)	(2,139)					
股息支出 (普通股及优先股)	-	(937)	(1,582)	(1,970)					
借项变动	-	(438)	-	-					
发行(再购买)股票	-	-	-	-					
其它融资活动现金流	140	2,383	496	(1,454)					
融资活动现金流	140	1,008	(1,086)	(3,424)					
现金流总计	942	(1,522)	768	707					



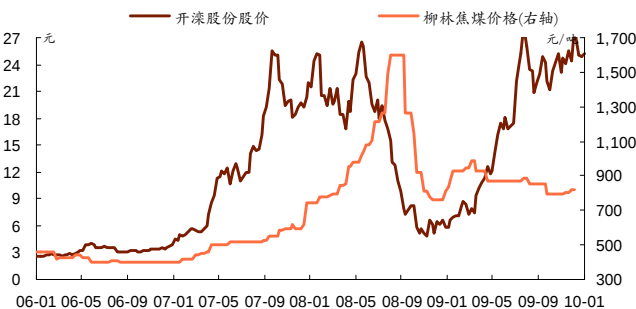
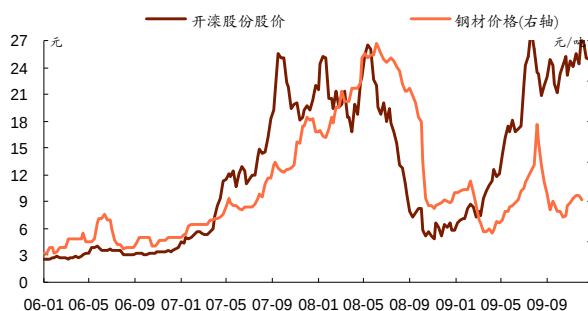
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

开滦股份 (600997.CH)：维持审慎推荐

图表 50：开滦股份财务概要

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	9,401	8,532	12,102	13,695	货币资金	2,670	1,109	1,573	1,917
销售成本	7,131	6,255	8,899	9,860	应收账款	711	762	1,081	1,223
销售分銷及行政成本	727	836	1,121	1,253	存货	381	506	719	797
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	1,471	1,825	2,306	2,580
其它营业利润(支出)	-	-	-	-	流动资产合计	5,233	4,201	5,679	6,517
EBITDA	1,635	1,688	2,163	2,694	固定资产净值	4,204	5,265	6,164	6,928
折旧及摊销	306	351	398	464	无形资产净值	439	395	374	353
利息税项前利润	1,328	1,337	1,765	2,230	投资合计	-	-	-	-
利息收入	14	20	23	30	其他长期资产	1,855	1,423	1,147	940
利息支出	193	193	182	185	总资产	11,732	11,284	13,364	14,738
联营公司收入/(支出)	(9)	(1)	-	-	应付账款	1,883	1,629	2,317	2,568
其它	-	-	-	-	短期借款	1,461	1,452	1,780	1,566
税项前利润	1,135	1,163	1,605	2,075	其他流动负债	1,459	691	896	1,119
税项	277	291	401	519	流动负债合计	4,802	3,772	4,993	5,253
少数股东权益	30	73	105	153	长期借款	1,882	1,882	1,882	1,882
优先股股息前净利润	828	799	1,099	1,403	其他长期负债	-	-	-	-
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	1,882	1,882	1,882	1,882
净利润 (特殊项目前)	828	799	1,099	1,403	负债合计	6,722	5,654	6,875	7,135
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	828	799	1,099	1,403	股东权益合计	617	1,235	1,235	1,235
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	0.67	0.65	0.89	1.14	少数股东权益	698	771	876	1,029
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	0.67	0.65	0.89	1.14	负债及股东权益总计	11,732	11,284	13,364	14,738
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	0.67	0.65	0.89	1.14					
每股股息 (元)	0.23	0.20	0.28	0.36					
派息率 (%)	33.9	31.5	31.5	31.5	每股帐面价值 (元)	3.5	3.9	4.5	5.3
自由现金流收益率 (%) A股	4.4	(1.5)	2.0	3.7					
增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	71.7	(9.3)	41.8	13.2	净资产收益率 (%)	19.2	16.4	19.6	21.3
EBITDA 增长	39.2	3.3	28.1	24.6	资产收益率 (%)	7.1	7.1	8.2	9.5
EBIT 增长	43.7	0.6	32.0	26.4	平均投入资本回报率 (%)	19.2	17.8	21.1	23.5
净利润增长	32.7	(3.5)	37.5	27.6	存货周转日数	17.5	25.9	25.1	28.1
每股盈利增长	32.7	(3.5)	37.5	27.6	应收账款周转日数	14.7	31.5	27.8	30.7
毛利率	24.2	26.7	26.5	28.0	应付账款周转日数	67.5	102.5	80.9	90.4
EBITDA 率	17.4	19.8	17.9	19.7	净债务/权益比率 (%)	15.6	45.8	37.2	23.3
利息税项前利润率	14.1	15.7	14.6	16.3	净利息覆盖率 (倍)	6.9	6.9	9.7	12.1
现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	828	799	1,099	1,403	A股				
折旧及摊销	306	351	398	464	市盈率 (倍)	38.2	39.5	28.8	22.5
少数股东权益	30	73	105	153	市净率 (倍)	7.3	6.5	5.6	4.8
营运资金变动	468	(702)	39	135	EV/EBITDA (X)	21.4	20.7	16.2	13.0
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率 (%)	88.8	79.6	109.5	139.7
经营活动现金流	1,633	522	1,641	2,155					
资本开支	(233)	233	1,000	1,000					
收购	-	-	-	-					
出售	-	-	-	-					
其它	-	-	-	-					
投资活动现金流	(233)	(1,000)	(1,000)	(1,000)					
股息支出 (普通股及优先股)	(281)	(252)	(346)	(442)					
借项变动	589	(649)	-	-					
发行(再购买)股票	56	617	-	-					
其它融资活动现金流	(193)	(174)	(159)	(155)					
融资活动现金流	171	(456)	(505)	(597)					
现金流总计	1,571	(935)	136	558					



资料来源：公司数据，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

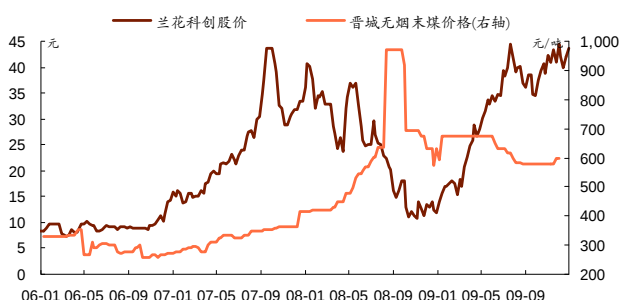
兰花科创 (600123.CH): 维持审慎推荐

图表 51: 兰花科创财务概要

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	4,912	5,180	6,059	6,959	货币资金	835	673	1,458	2,150
销售成本	2,357	2,952	3,353	3,924	应收款项	41	72	84	97
销售分销及行政成本	813	1,010	1,181	1,357	存货	566	790	898	1,050
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	691	862	946	1,036
其它营业利润(支出)	-	-	-	-	流动资产合计	2,134	2,398	3,385	4,333
EBITDA	2,267	2,496	2,773	3,030	固定资产净值	4,713	4,760	4,752	5,190
折旧及摊销	368	772	836	926	无形资产净值	1,510	1,359	1,208	1,057
利息税项前利润	1,899	1,724	1,937	2,105	投资合计	518	500	500	500
利息收入	-	13	22	37	其他长期资产	409	414	438	455
利息支出	95	131	113	106	总资产	9,283	9,431	10,283	11,536
联营公司收入/(支出)	(12)	(35)	(43)	-	应付账款	676	835	949	1,111
其它	-	-	-	-	短期借款	478	194	-	-
税项前利润	1,769	1,564	1,845	2,036	长期借款	1,851	1,644	1,756	1,941
税项	392	391	461	509	流动负债合计	3,006	2,674	2,705	3,052
少数股东权益	(25)	(25)	(25)	(25)	长期借款	1,236	1,236	1,236	1,236
优先股股息前净利润	1,401	1,197	1,409	1,551	其他长期负债	4	-	-	-
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	1,239	1,236	1,236	1,236
净利润 (特殊项目前)	1,401	1,197	1,409	1,551	负债合计	4,456	3,910	3,941	4,288
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	1,401	1,197	1,409	1,551	股东权益合计	571	571	571	571
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	2.45	2.10	2.47	2.72	少数股东权益	426	401	377	352
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	2.45	2.10	2.47	2.72	负债及股东权益总计	9,283	9,431	10,283	11,536
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	2.45	2.10	2.47	2.72	每股帐面价值(元)	7.7	9.0	10.4	12.1
每股股息 (元)	0.68	0.84	0.99	1.09					
派息率 (%)	27.8	40.0	40.0	40.0					
自由现金流收益率 (%) A股	6.4	1.4	3.8	2.7					

增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	40.6	5.5	17.0	14.9	净资产收益率 (%)	31.8	23.4	23.6	22.5
EBITDA 增长	109.9	10.1	11.1	9.3	资产收益率 (%)	15.1	12.7	13.7	13.4
EBIT 增长	75.9	(9.2)	12.3	8.7	平均投入资本回报率 (%)	30.2	25.5	25.6	24.8
净利润增长	98.3	(14.6)	17.6	10.1	存货周转日数	67.4	83.9	91.9	90.6
每股盈利增长	98.3	(14.6)	17.6	10.1	应收帐款周转日数	2.5	4.0	4.7	4.7
毛利率	52.0	43.0	44.7	43.6	应付帐款周转日数	95.8	93.5	97.1	95.8
EBITDA 率	46.1	48.2	45.8	43.5	净债务/权益比率 (%)	20.0	14.8	(3.7)	(13.3)
利息税项前利润率	38.7	33.3	32.0	30.2	净利息覆盖率(倍)	19.9	13.2	17.2	19.9

现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	1,401	1,197	1,409	1,551	A股				
折旧及摊销	368	772	836	926	市盈率(倍)	17.7	20.7	17.6	16.0
少数股东权益	(25)	(25)	(25)	(25)	市净率(倍)	5.6	4.8	4.2	3.6
营运资金变动	(159)	(888)	(566)	(558)	EV/EBITDA (X)	11.9	10.8	9.7	8.9
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率%	1.6	1.9	2.3	2.5
经营活动现金流	1,585	1,057	1,654	1,895					
资本开支	-	-	700	700					
收购	-	627	680	718					
出售	-	-	-	-					
其它	-	-	-	-					
投资活动现金流	(1,773)	(91)	(20)	(513)					
股息支出 (普通股及优先股)	-	(479)	(563)	(621)					
借项变动	-	(243)	-	-					
发行(再购买)股票	-	-	-	-					
其它融资活动现金流	(104)	(405)	(286)	(69)					
融资活动现金流	(104)	(1,127)	(849)	(690)					
现金流总计	(291)	(161)	785	692					



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

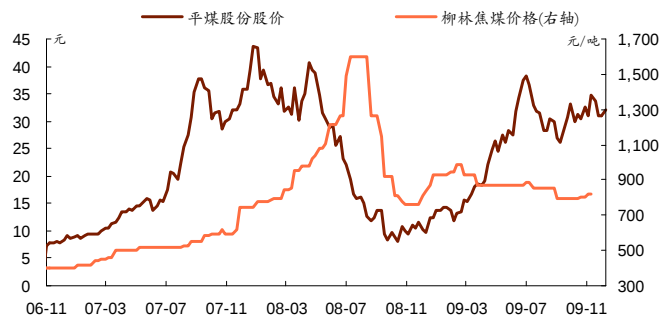
平煤股份 (601666.CH)：维持推荐

图表 52：平煤股份财务概要

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E
主营业务收入	17,381	17,271	22,914	26,224	货币资金	4,395	2,723	4,988
销售成本	11,803	13,721	16,935	19,144	应收账款	364	598	793
销售分销及行政成本	1,152	1,226	1,719	1,967	存货	308	1,128	1,392
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	2,340	2,936	3,979
其它营业利润(支出)	-	-	-	-	流动资产合计	7,406	7,385	11,152
EBITDA	4,904	2,991	4,281	5,095	固定资产净值	6,571	7,227	7,665
折旧及摊销	730	900	1,029	1,151	无形资产净值	605	605	605
利息税项前利润	4,174	2,090	3,252	3,945	投资合计	7	7	7
利息收入	-	63	66	115	其他长期资产	1,768	1,368	1,101
利息支出	4	57	57	57	总资产	16,358	16,592	20,530
联营公司收入/(支出)	4	(618)	-	-	应付账款	2,852	2,443	3,016
其它	-	-	-	-	短期借款	-	-	-
税项前利润	3,553	2,097	3,261	4,003	其他流动负债	3,287	3,184	5,079
税项	884	522	811	996	流动负债合计	6,139	5,627	8,095
少数股东权益	8	-	-	-	长期借款	1,326	1,326	1,326
优先股股息前净利润	2,661	1,575	2,450	3,008	其他长期负债	530	9	9
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	1,856	1,335	1,335
净利润 (特殊项目前)	2,661	1,575	2,450	3,008	负债合计	7,995	6,963	9,430
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-
净利润	2,661	1,575	2,450	3,008	股东权益合计	1,075	1,397	1,397
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	2.48	1.13	1.75	2.15	少数股东权益	247	247	247
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	2.48	1.13	1.75	2.15	负债及股东权益总计	17,509	17,744	21,682
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	2.48	1.13	1.75	2.15	每股账面价值(元)	6.6	7.5	8.6
每股股息 (元)	0.51	0.45	0.70	0.86				
派息率 (%)	20.5	40.0	40.0	40.0				
自由现金流收益率 (%)：A股	8.2	(2.5)	7.1	10.2				

增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E
主营业务收入增长	57.1	(0.6)	32.7	14.4	净资产收益率 (%)	28.7	15.0	20.4
EBITDA 增长	75.8	(39.0)	43.1	19.0	资产收益率 (%)	16.3	9.5	11.9
EBIT 增长	91.7	(49.9)	55.6	21.3	平均投入资本回报率 (%)	40.9	19.1	26.2
净利润增长	79.3	(40.8)	55.6	22.7	存货周转日数	9.0	19.1	27.2
每股盈利增长	79.3	(54.5)	55.6	22.7	应收账款周转日数	4.3	10.2	11.1
毛利率	32.1	20.6	26.1	27.0	应付账款周转日数	68.6	70.4	58.8
EBITDA 率	28.2	17.3	18.7	19.4	净债务/权益比率 (%)	(33.1)	(13.3)	(30.5)
利息税项前利润率	24.0	12.1	14.2	15.0	净利息覆盖率 (倍)	1,161.4	37.0	57.5

现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E
优先股股息前净利润	2,661	1,575	2,450	3,008	A股			
折旧及摊销	730	900	1,029	1,151	市盈率 (倍)	13.1	28.8	18.5
少数股东权益	8	-	-	-	市净率 (倍)	4.9	4.3	3.8
营运资金变动	312	(2,402)	956	1,668	EV/EBITDA (X)	9.0	14.8	10.4
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率 (%)	1.6	1.4	2.2
经营活动现金流	3,711	74	4,435	5,826				
资本开支	-	-	1,200	1,200				
收购	-	-	-	-				
出售	-	-	-	-				
其它	-	-	-	-				
投资活动现金流	(1,984)	(1,200)	(1,200)	(1,200)				
股息支出 (普通股及优先股)	-	(630)	(980)	(1,203)				
借项变动	-	(210)	-	-				
发行(再购买)股票	-	322	-	-				
其它融资活动现金流	(228)	(27)	9	58				
融资活动现金流	(228)	(545)	(971)	(1,145)				
现金流总计	1,499	(1,671)	2,265	3,481				



资料来源：公司数据，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

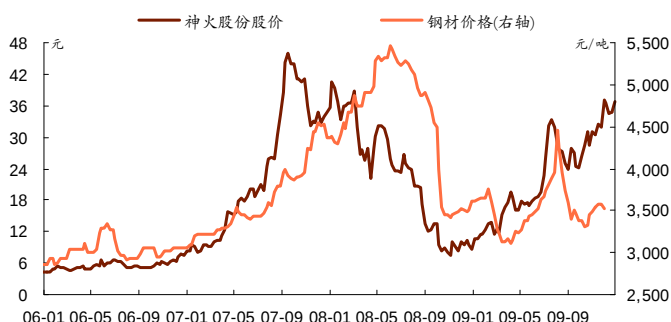
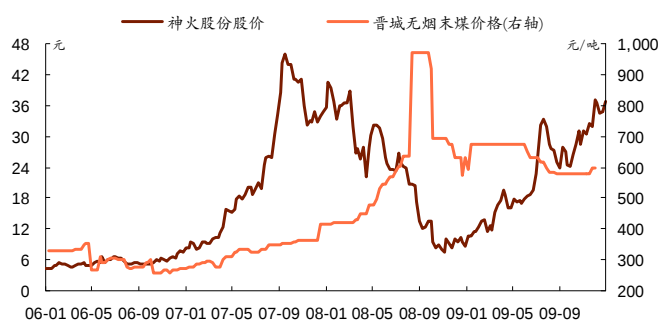
神火股份 (000933.CH): 维持推荐

图表 53: 神火股份财务概要

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	12,006	8,993	12,245	15,029	货币资金	1,159	1,169	1,592	2,104
销售成本	9,350	7,208	9,001	11,084	应收账款	584	560	763	936
销售分銷及行政成本	399	387	546	666	存货	724	854	1,067	1,313
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	1,651	1,706	1,992	2,270
其它营业利润(支出)	-	-	-	-	流动资产合计	4,117	4,290	5,413	6,624
EBITDA	2,668	2,025	3,194	3,854	固定资产净值	6,575	7,862	8,840	10,704
折旧及摊销	666	777	831	969	无形资产净值	796	716	696	675
利息税项前利润	2,002	1,249	2,364	2,885	投资合计	161	161	161	161
利息收入	-	5	5	7	其他长期资产	3,795	2,827	2,239	1,799
利息支出	402	398	411	413	总资产	15,444	15,856	17,348	19,961
联营公司收入/(支出)	19	7	7	7	应付账款	910	692	864	1,064
其它	-	-	-	-	短期借款	4,374	5,143	4,862	5,232
税项前利润	1,607	863	1,965	2,485	其他流动负债	3,448	2,924	3,413	4,062
税项	451	216	491	621	流动负债合计	8,733	8,760	9,139	10,359
少数股东权益	7	6	134	174	长期借款	2,352	2,352	2,352	2,352
优先股股息前净利润	1,150	642	1,340	1,690	其他长期负债	379	341	382	418
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	2,731	2,693	2,734	2,770
净利润(特殊项目前)	1,150	642	1,340	1,690	负债合计	11,496	11,453	11,874	13,129
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	1,150	642	1,340	1,690	股东权益合计	500	750	750	750
每股盈利(基础, 特殊项目前)(元)	1.53	0.86	1.79	2.25	少数股东权益	1,020	1,026	1,159	1,333
每股盈利(基础, 特殊项目后)(元)	1.53	0.86	1.79	2.25	负债及股东权益总计	15,444	15,856	17,348	19,961
每股盈利(全面摊薄, 特殊项目后)(元)	1.53	0.86	1.79	2.25	每股账面价值(元)	3.9	4.5	5.8	7.3
每股股息(元)	0.13	0.59	0.54	0.68					
派息率(%)	8.7	69.0	30.0	30.0					
自由现金流收益率(%) A股	5.6	(0.5)	5.3	3.7					

增长及利润率(%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	财务比率	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	38.3	(25.1)	36.2	22.7	净资产收益率(%)	39.3	19.0	31.0	30.7
EBITDA 增长	7.6	(24.1)	57.7	20.6	资产收益率(%)	7.4	4.0	7.7	8.5
EBIT 增长	5.1	(37.6)	89.2	22.1	平均投入资本回报率(%)	29.8	17.6	28.8	30.0
净利润增长	37.0	(44.2)	108.8	26.2	存货周转日数	32.8	39.9	38.9	39.2
每股盈利增长	37.0	(44.2)	108.8	26.2	应收账款周转日数	10.8	23.2	19.7	20.6
毛利率	22.1	19.8	26.5	26.2	应付账款周转日数	30.4	40.6	31.6	31.8
EBITDA 率	22.2	22.5	26.1	25.6	净债务/权益比率(%)	190.1	187.3	130.3	99.7
利息税项前利润率	16.7	13.9	19.3	19.2	净利息覆盖率(倍)	5.0	3.1	5.8	7.0

现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	1,150	642	1,340	1,690	A股				
折旧及摊销	666	777	831	969	市盈率(倍)	24.0	42.9	20.5	16.3
少数股东权益	7	6	134	174	市净率(倍)	9.4	8.2	6.4	5.0
营运资金变动	373	(360)	366	558	EV/EBITDA (X)	12.8	16.9	10.7	8.9
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率%	0.4	1.6	1.5	1.8
经营活动现金流	2,196	1,064	2,670	3,391					
资本开支	(653)	653	1,200	1,200					
收购	84	0	-	-					
出售	-	-	-	-					
其它	-	-	-	-					
投资活动现金流	(2,978)	(1,200)	(1,200)	(2,371)					
股息支出(普通股及优先股)	(100)	(443)	(402)	(507)					
借项变动	141	-	-	-					
发行(再购买)股票	-	250	-	-					
其它融资活动现金流	1,241	338	(646)	(1)					
融资活动现金流	1,282	145	(1,047)	(508)					
现金流总计	500	10	423	512					



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

福山能源 (639.HK)：维持推荐

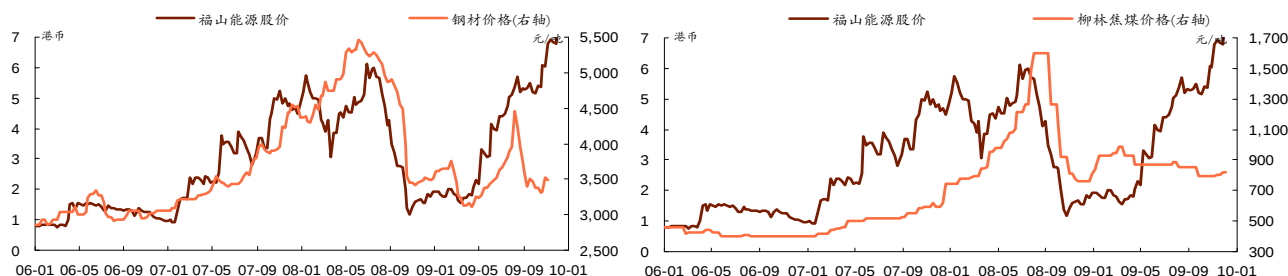
图表 54：福山能源财务概要

损益表 (港币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	资产负债表 (港币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入	1,897	4,233	10,714	14,275	货币资金	760	2,297	3,519	4,309
销售成本	660	1,308	5,847	8,536	应收账款	999	520	1,316	1,754
销售分销及行政成本	201	345	840	995	存货	187	33	148	216
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	2,045	1,914	2,211	2,387
其它营业利润(支出)	59	62	151	191	流动资产合计	3,992	4,764	7,195	8,666
EBITDA	1,791	3,127	4,621	5,448	固定资产净值	2,063	2,755	4,655	7,116
折旧及摊销	248	610	745	895	无形资产净值	10,546	10,090	9,588	9,086
利息税项前利润	1,543	2,517	3,876	4,553	投资合计	8	8	8	8
利息收入	-	-	-	-	其他长期资产	2,644	4,327	5,071	5,512
利息支出	91	62	35	17	总资产	19,252	21,944	26,516	30,388
联营公司收入/(支出)	-	-	-	-	应付账款	381	115	512	747
其它	0	-	(76)	(103)	短期借款	1,591	1,591	1,591	1,591
税项前利润	933	2,541	3,996	4,747	其他流动负债	2,430	908	2,669	3,712
税项	(226)	(604)	(930)	(1,366)	流动负债合计	4,401	2,613	4,772	6,050
少数股东权益	139	350	496	520	长期借款	35	-	-	-
优先股息前净利润	568	1,587	2,570	2,861	其他长期负债	2,367	2,163	2,281	2,352
优先股息	-	-	-	-	长期负债合计	2,402	2,163	2,281	2,352
净利润 (特殊项目前)	568	1,587	2,570	2,861	负债合计	6,803	4,776	7,053	8,402
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	568	1,587	2,570	2,861	股东权益合计	12,449	17,169	19,463	21,986
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	0.11	0.30	0.48	0.54	少数股东权益	-	-	-	-
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	0.11	0.30	0.48	0.54	负债及股东权益总计	19,252	21,944	26,516	30,388
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	0.11	0.30	0.48	0.54	每股帐面价值(元)	2.3	3.2	3.7	4.1
每股股息 (元)	0.00	0.09	0.14	0.16					
派息率 (%)	0.00	30.00	30.00	30.00					
自由现金流收益率 (%) H股	7.75	2.98	11.04	11.19					

增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
主营业务收入增长	12496.8	123.2	153.1	33.2
EBITDA 增长	(4650.6)	74.6	47.8	17.9
EBIT 增长	(3725.0)	63.1	54.0	17.5
净利润增长	(828.2)	179.6	61.9	11.4
每股盈利增长	(828.2)	179.6	61.9	11.4
毛利率	65.2	69.1	45.4	40.2
EBITDA 率	94.5	73.9	43.1	38.2
利息税项前利润率	81.4	59.5	36.2	31.9

现金流量表 (港币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股息前净利润	568	1,587	2,570	2,861
折旧及摊销	248	610	745	895
少数股东权益	139	350	496	520
营运资金变动	2,471	(1,229)	1,069	668
其它经营活动现金流	-	-	-	-
经营活动现金流	3,425	1,318	4,880	4,944
资本开支	-	-	-	-
收购	-	-	-	-
出售	-	-	-	-
其它	(1,281)	2,748	(771)	(858)
投资活动现金流	(1,281)	2,748	(771)	(858)
股息支出 (普通股及优先股)	-	-	-	-
借项变动	-	-	-	-
发行(再购买)股票	-	-	-	-
其它融资活动现金流	(1,281)	2,748	(771)	(858)
融资活动现金流	(1,281)	2,748	(771)	(858)
现金流总计	1,833	1,537	1,222	790

估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
H股				
市盈率(倍)	77.9	27.9	17.2	15.4
市净率(倍)	3.6	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA (X)	20.4	11.7	7.9	6.7
股息收益率%	0.0	1.1	1.7	1.9



资料来源：公司数据，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。