



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

观点聚焦

2010 年 1 月 27 日

金属与采掘

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 李峥 分析员
luyang@cicc.com.cn lizheng@cicc.com.cn

调控带来的下行风险尚存 历史分析及布局策略

投资提示：

历史表明，宏观调控的出台通常会造金属及煤炭板块股票较大幅度（30-50%）的回调。近期宏观（政策及市场心态）对我们板块的影响将大于商品价格，而无论是商品还是股票市场都需要一定时间来消化早于预期的收紧。我们认为目前这两个板块的股票（已回调 10-15%）仍有较大下行风险。我们建议短期继续减仓（A 股）或卖空（H 股），中长期而言，我们认为在回调充分之后，金属及煤炭板块仍有反弹并再次上升的机会。

理由：

近期有色金属价格下行风险增大，而煤价由于滞后性及现货属性将保持相对稳定。04 及 06 年调控出台后，VAI 及 FAI 增速均有明显回落，而铜铝 2-4 个月内调整幅度达 15-25%（目前已回调 2-5%），煤价由于前述原因变化较小，而黄金未受直接影响。本次调控对实体经济的影响需视后续的具体措施而论，目前市场已预期一季度加息或有其它收紧流动性的方案出台。铜的方面期货市场对于近期国家电网宣布的 10 年投资计划低于 09 年的消息关注不够，而铝的方面市场对后期开发商投资积极性因调控受到抑制的可能也重视不足。尽管春节前备库及金融属性仍对价格有所支持，但由于前期较大的涨幅及较高的库存，总体来讲继续回调的风险在加大。

由于短期两板块股票都有较大的继续回调的可能，我们建议减仓，特别是风险相对较大的股票。从前期涨幅、估值、及金属价格风险来看，有色类股票较黄金类股票风险更大。港股方面紫金、招金相对江铜及中铝更安全。A 股方面，紫金、山金和中金相对江铜和中铝更安全。煤炭方面，A 股仓位仍高于有色，短期可能继续调整，而焦煤由于受钢铁产量影响波动性更大，风险更大。港股方面，海外收购及省内兼并带来的增长潜力使兖煤相对其它煤炭股票更安全，而兖煤的估值也低于其它区域的煤炭类股票。建议短线投资者根据相对安全性做空或进行多空匹配性操作。另外，考虑到通胀和政策风险，我们调高了部分公司的成本，调低了目标 P/E，下调了部分股票的盈利预测及目标价。

充分回调将提供吸纳机会，布局上关注供应端更紧张、增长更好、弹性更大、及通胀下更受益于上游资产的公司。目前金属及煤炭产能利用率约 80-90%，虽然投资增速将放缓，只要不出现硬着陆，利用率将继续提升。有供应瓶颈的品种（铜及焦煤）仍将最终达到满负荷，需要依靠价格剧升来调节市场。我们认为动力煤在季节性回调后将保持较高的位置，提示关注兖煤（高现货率及海外收购和省内兼并带来估值扩张）。焦煤方面，我们仍看好春季施工旺季带来的提价可能，提示关注福山（增发将提供买入机会）、平煤（高弹性）、西煤（焦煤）及神火（冶金煤）。金属方面，提示关注对铝价敏感的中铝（H 股），回调充分后的江铜（部分受益于铜价再次上升）及黄金类（受益于高通胀）股票。

估值：

部分股票的估值已与亚太区域同类股票持平，但较历史调控期间 P/B 调整的幅度仍有下行空间。

风险：

在政府投资放缓之后，房地产投资将成为 10 年中国增长的支柱。政府抑制投机和投资性购房需求的举措可能导致商品房销量连续下降，打击开发商的投资积极性，导致新开工面积逐步减少，最终影响对原材料的需求。通胀加剧，比如江铜加工费的降低，中铝生产成本的升高等，对拥有下游加工性业务的公司利润将有一定的侵蚀。

目录

短期股票仍有继续下调的风险，中期关注回调充分后的吸纳机会	6
金属商品方面—短期存在下行压力，中期仍有上涨机会	9
历史表明，宏观调控初期往往会出现金属价格和股价的回调	9
只要不是硬着陆，调控造成的回调通常创造了吸纳的机会。	12
本次调控短期仍存在金属价格的下行风险，铜>铝>黄金	12
金属股票方面—短期仍有下行风险，布局上关注中期吸纳机会	15
相对而言，我们认为短期黄金股安全性更高，中长期铝业股和铜业股的上涨空间更大。	16
中长期看，我们认为回调充分后金属及股票将再次上涨，建议中长期投资者布局上关注吸纳机会。	17
煤炭板块前两次宏观调控回顾：对煤价影响有限，对股价影响很大	20
宏观调控对煤炭行业基本面的影响比较小，而且比较滞后：	20
宏观调控对煤炭下游行业的影响负面	20
宏观调控对煤炭行业股价有很大冲击	22
本轮调控：煤炭股票仍有调整空间；维持 2010 煤价预测	23
此次调控与前两次宏观调控有何不同？	23
对煤炭市场的影响如何？维持对 2010 年的煤价预期	23
股价调整在逐步释放风险，但调整时间和幅度还不够充分	24
煤炭公司选择	26
中国铝业 (2600.HK)：维持审慎推荐	31
江西铜业 (600362.CH/358.HK)：维持审慎推荐	32
紫金矿业 (601899.CH/2899.HK)：维持审慎推荐	33
招金矿业 (1818.HK)：维持审慎推荐	34
山东黄金 (600547.CH)：维持审慎推荐	35
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	37
中国神华 (1088.HK/601088.HK)：维持推荐	39
兖州煤业 (600188.CH/1171.HK)：维持审慎推荐	41
西山煤电 (000983.CH)：维持推荐	43
开滦股份 (600997.CH)：维持审慎推荐	44
兰花科创 (600123.CH)：维持审慎推荐	45
平煤股份 (601666.CH)：维持推荐	46
神火股份 (000933.CH)：维持推荐	47
福山能源 (639.HK)：维持推荐	48

图表目录

图表 1：维持主要商品价格预测	5
图表 2：调整金属类股票盈利预测，维持所有公司投资评级	7
图表 3：金属及矿业估值表	7
图表 4：港股目标价	8
图表 5：中国存贷款利率调整与股市、CPI 变动	9
图表 6：中国存款准备金率调整与股市、CPI 变动	9
图表 7：04、06 年中国调控工业产出都出现放缓	9
图表 8：04、06 年中国调控FAI都从高位回落	9
图表 9：04 年调控铜价调整 2 个月，跌幅仅为 18%	10
图表 10：04 年调控铝价调整 2 个月，跌幅为 11%	10
图表 11：06 年调控铜价调整 9 个月，累计跌幅达 40%	10
图表 12：06 年调控铝价调整 4 个月，最大跌幅为 25%	10
图表 13：04 年江铜A股调整超过 1 年，H股调整 1 个月	10
图表 14：06 年调控江铜A和H调整持续 1 个月	10
图表 15：04 年中铝H调整持续 4 个月，跌幅为 50%	11
图表 16：06 年中铝H调整持续 2 个月，跌幅为 42%	11
图表 17：A股江铜在 04、06 年紧缩初期的 1~2 个月内平均调整幅度 34%，小于港股平均 46% 的调整幅度	11

图表 18: A股黄金公司在 04、06 年紧缩初期的 1 个月平均调整幅度 33%，与港股平均调整幅度基本相同	12
图表 19: 通胀预期影响铜价走势	13
图表 20: 库存不断上升反映金融属性主导铜价近期走势	13
图表 21: 欧洲铝库存开始下降，美国、亚洲继续上升	13
图表 22: 铝注销仓单比例提高反映下游需求增长	13
图表 23: 美国通胀与黄金价格变动更加密切	14
图表 24: 美元走势对金价至关重要	14
图表 25: 金属价格悲观情形假设下有色股票还有 20-30% 的下跌空间，黄金股还有 10% 左右的下跌空间	15
图表 26: 中铝和江铜H股的P/B距离 04、06 年调控时的估值低点还有 30% 左右的下降空间	15
图表 27: 与国际可比公司相比，黄金股的估值最为安全	16
图表 28: 与上一扩张期的估值水平相比，黄金股依然表现出比较强的安全性	16
图表 29: 中铝氧化铝成本上涨主要来自铝土矿价格和煤炭价格，电解铝成本上涨主要来自电价	17
图表 30: 中铝铝价的敏感度最高（每分电价变化影响中铝盈利 2—3 分/股）	17
图表 31: 中长期价格假设下，中铝和江铜的上升空间更大	17
图表 32: 中金黄金和山东黄金的股价表现在上一个周期与CPI相关度较高	18
图表 33: 有色金属国内外可比公司估值表	19
图表 34: 2003~2004 年宏观调控对煤炭价格影响很小	20
图表 35: 2006~2007 年的宏观调控也未明显抑制煤价	20
图表 36: 宏观调控对煤炭行业的利润率未有显著影响	20
图表 37: 宏观调控对煤炭上市公司毛利率影响	20
图表 38: 2003~2004 房地产新开工面积增速显著下降	21
图表 39: 2006 年房地产新开工面积显著下降	21
图表 40: 2003~2004 发电增速基本稳定	21
图表 41: 2006~2007 年发电增速基本稳定	21
图表 42: 2003~2004 钢铁产量增速小幅回落	21
图表 43: 2006~2007 年钢铁产量增速基本保持稳定	21
图表 44: 2003~2004 水泥产量增速大幅回落	22
图表 45: 2006~2007 年水泥产量增速大幅回落	22
图表 46: 2003~2004 煤炭A股指数	22
图表 47: 2006 年A股指数表现	22
图表 48: 03~04 年兖州煤业H股表现	22
图表 49: 06 年兖州煤业和中国神华的H股表现	22
图表 50: 04 年固定资产投资增速面临失控	23
图表 51: 当前固定资产投资增速属于正常范围	23
图表 52: 此次A股煤炭板块的调整时间和幅度还不够	24
图表 53: 此次H股煤炭板块的调整时间和幅度也还不够	24
图表 54: 全球各地煤炭公司对比，A股PE值略高，而H股煤炭公司处于低端	24
图表 55: 煤炭A股公司 6 个月 forward PE接近历史平均水平	25
图表 56: 在 2~5 月份煤炭淡季，煤炭股票反而容易取得超额收益	25
图表 57: H股煤炭公司主要经营指标	26
图表 57: 山东省煤炭企业整合，为兖煤提供了新机遇	27
图表 59: A股煤炭公司主要经营指标	28
图表 57: 煤炭公司盈利弹性分析	29
图表 59: 可比煤炭公司估值比较	30
图表 60: 中国铝业财务概要	31
图表 61: 江西铜业财务概要	32
图表 62: 紫金矿业财务概要	33
图表 63: 招金矿业财务概要	34
图表 64: 山东黄金财务概要	35
图表 65: 中金黄金财务概要	36
图表 66: 中煤能源A股财务概要	37
图表 67: 中煤能源H股财务概要	38
图表 68: 中国神华A股财务概要	39
图表 69: 中国神华H股财务概要	40
图表 70: 兖州煤业A股财务概要	41
图表 71: 兖州煤业H股财务概要	42

图表 72：西山煤电财务概要	43
图表 73：开滦股份财务概要	44
图表 74：兰花科创财务概要	45
图表 75：平煤股份财务概要	46
图表 76：神火股份财务概要	47
图表 77：福山能源财务概要	48

(中铝 A 股目前在中金公司限制名录上，故不提供评级)

图表 1: 维持主要商品价格预测

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	Current
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%	8.7%	9.5%	*8.7%	
中国VAI同比增速(%)	12.6%	17.0%	16.7%	16.4%	16.6%	18.5%	12.9%	11.0%	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%	30.1%	20.0%	*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	7,465
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	59,475
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	2,242
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	1.02
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	16,760
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	20,000
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	243
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	805
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%	
西山煤电肥精煤价格(元/吨, 含增值税)						716	1,310	1,173	1,408	1,549	1,350
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.	3,670
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.	3,840
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

备注: 本报告中商品及股票价格为2010年1月25日收盘价格。

短期股票仍有继续下调的风险，中期关注回调充分后的吸纳机会

目前的调整幅度较历史仍有一定距离，建议继续减仓或短期做空。正如我们在11月23日发布的2010年策略报告中所述，宏观调控的出台将造成股票的大幅回调，但在回调充分后也将创造难得的吸纳机会。04及06年的调控，导致FAI及IP明显放缓，铜铝价格在2—4个月内下调15—25%，而有色及煤炭类股票下跌30—50%。早于市场预期的宏观调控的到来已经造成了我们板块的部分调整（铜铝价格约3—5%，有色及煤炭类股票约10—15%），但考虑到09年较大的涨幅及这两个板块的历史表现，我们认为近期仍有较多的继续下行的风险，建议投资者减仓或根据我们对目前这两个板块股票相对安全性的检测短期做空风险更大的股票，同时在布局上关注中期吸纳的机会。

金属方面，有色较黄金风险更大一些。虽然目前中国经济基本面与04年有一定的相似性（FAI同比增速均超过30%，银行贷款总额占GDP均约120%以及同样面临通胀压力），但中国的影响力远大于当年（金属需求已从相当于OECD国家的30—40%增加到75—85%）。在海外复苏缓慢而中国贡献绝大部分需求增长的情况下，调控的出台将有更大的影响。此外市场对电网10年投资减少的可能以及地产调控对开发商投资积极性的抑制目前也重视不足。当然流动性及季节性仍可能短期支持金属价格，但总体来讲，继续下行的风险在加大。通胀的抑制及短期美元的小幅走强对金价也将造成一定压力，但由于波动幅度通常小于有色，黄金的风险相对小一些。

股票方面，短期有色较黄金风险更大，焦煤较动力煤风险更大。从前期涨幅、估值、及金属价格风险来看，有色类股票较黄金类股票风险更大。港股方面紫金、招金相对江铜及中铝更安全。A股方面，紫金、山金和中金相对江铜和中铝更安全。煤炭方面，A股仓位可能仍高于有色，短期可能继续调整，而焦煤由于受钢铁产量影响波动性更大。港股方面，海外收购及省内兼并带来的增长潜力使兖煤相对其它煤炭股票更安全，而兖煤的估值也低于其它区域的煤炭类股票。建议短线投资者根据相对安全性做空或进行多空匹配性操作。

充分调整后将出现有利的吸纳机会，关注供应端更紧张、增长更好、弹性更大、及通胀下更受益于上游资产的公司。回顾上一个大的上行周期，政府从03年下半年至08年中共20次上调RRR，9次加息，并辅以各种行政性调控，我们的板块在其中也出现了若干次大幅调整，但整体震荡上行的趋势并没有改变。虽然投资增速将有所放缓，但只要需求增量仍高于产能增量，产能利用率仍将逐步上升。当前金属及煤炭行业的利用率为80-90%，在达到满负荷之前，价格将区域性震荡，一旦达到满负荷，商品价格将急剧上升，同时也将预示周期顶部的临近。目前距周期顶部仍有一定距离。

考虑到通胀风险，我们局部上调了成本，导致部分盈利预测下调。考虑到原材料及人工费用的上涨，我们对成本预测进行了上调。拥有上游资产的公司由于具备较强的定价能力，相对拥有较多冶炼加工资产的公司通胀背景下更具优势。由于我们前期在煤炭公司的预测中已考虑了10年10%左右的成本上升，本次对煤炭公司盈利不做调整。金属方面，我们对成本进行了上调，使模型中也反映出10%左右的成本上涨。对中铝，考虑到高企的煤价，我们假设其直购电谈判并不会带来任何电力成本节省。保守的预测在市场下调的情况下可以提供更高的安全边际。**考虑到政策风险，我们还局部下调了部分股票的目标P/E，小幅下调了港股的目标价。**

中期布局方面，我们提示关注调整充分后的加仓机会。从产能利用率、供给瓶颈、商品的特殊属性等角度分析，我们都认为在充分调整后会有反弹和再次上升的机会。我们认为动力煤在季节性回调后将保持较高的位置，提示关注兖煤（高现货率及海外收购和省内外兼并带来估值扩张）。焦煤方面，我们仍看好春季施工旺季带来的提价可能，提示关注福山（增发将提供买入机会）、平煤（高弹性）、西煤（焦煤）及神火（冶金煤）。金属方面，提示关注对铝价敏感的中铝，回调充分后的江铜（部分受益于铜价再次上升）及黄金类（受益于高通胀）股票。（详述见后及我们的2010投资策略及1月初的深度报告。）

图表 2: 调整金属类股票盈利预测, 维持所有公司投资评级

净利润(百万人民币)			盈利调整									同比增速		
彭博代码	评级		2009E			2010E			2011E			2009E	2010E	2011E
基本金属			先前	最新	变化	先前	最新	变化	先前	最新	变化			
中国铝业H	2600.HK	审慎推荐	-1,735	-1,735	n.a.	3,849	3,176	-17%	5,318	4,012	-25%	n.a.	n.a.	26%
江西铜业H	358.HK	审慎推荐	2,658	2,620	-1%	4,016	3,766	-6%	4,604	4,046	-12%	15%	44%	7%
中国铝业A	601600.CH	限制*	-1,735	-1,735	n.a.	3,849	3,176	-17%	5,318	4,012	-25%	n.a.	n.a.	26%
江西铜业A	600362.CH	审慎推荐	2,658	2,620	-1%	4,016	3,766	-6%	4,604	4,046	-12%	15%	44%	7%
黄金														
紫金矿业H	2899.HK	审慎推荐	4,057	4,057	0%	5,366	5,275	-2%	5,567	5,333	-4%	33%	30%	1%
招金矿业	1818.HK	审慎推荐	710	710	0%	946	885	-6%	1,042	919	-12%	33%	25%	4%
紫金矿业A	601899.CH	审慎推荐	4,057	4,057	0%	5,366	5,275	-2%	5,567	5,333	-4%	33%	30%	1%
中金黄金	600489.CH	审慎推荐	401	401	0%	911	859	-6%	1,164	1,025	-12%	-16%	114%	19%
山东黄金	600547.CH	审慎推荐	868	868	0%	1,360	1,289	-5%	1,164	1,202	3%	36%	49%	-7%
动力煤														
中国神华H	1088.HK	推荐	33,966	33,966	0%	39,564	39,564	0%	43,962	43,962	0%	27%	16%	11%
中煤能源H	1898.HK	推荐	8,217	8,217	0%	10,441	10,441	0%	11,821	11,821	0%	15%	27%	13%
兖州煤业H	1171.HK	审慎推荐	4,660	4,660	0%	6,486	6,486	0%	7,373	7,373	0%	-28%	39%	14%
中国神华A	601088.CH	推荐	32,132	32,132	0%	37,520	37,520	0%	41,835	41,835	0%	21%	17%	12%
中煤能源A	601898.CH	审慎推荐	6,722	6,722	0%	8,819	8,819	0%	10,036	10,036	0%	-1%	31%	14%
兖州煤业A	600188.CH	审慎推荐	4,372	4,372	0%	6,286	6,286	0%	7,185	7,185	0%	-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%	1,340	1,340	0%	1,690	1,690	0%	-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 3: 金属及矿业估值表

彭博代码	评级	Jan-25-10	货币	上涨	市值	YTD表现	3M成交量	P/B(x)	P/E(x)	EV/EBITDA(x)	EBITDA Margin	ROE	Net Debt/Equity	BPS	EPS	EPS增长率
指数		收盘价		空间	百万元		百万股	2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E	2009E 2010E
上证综指	SHCOMP INDEX	3094.4			17,377,300	-6%	13,230	2.4 2.0	17.9 15.0							
香港国企指数	HSCEI INDEX	11858.5			3,991,864	-7%	2,217	2.0 1.7	12.0 10.1							
基本金属																
中国铝业H	2600.HK	审慎推荐	8.6	港币	116,852	1%	44	1.9 1.8	n.a. 31.6	44.1 14.3	11% 18%	-3% 6%	82% 84%	4.45 4.80	-0.14 0.27	n.a. n.a.
目标价			8.7	港币				2.0 1.8	n.a. 32.0	29.1 9.5						
中国铝业A	601600.CH	限制*	13.5	人民币	182,716	-7%	43	3.4 3.3	n.a. 57.5	51.5 16.7				3.94 4.13	-0.13 0.23	n.a. n.a.
江西铜业H	358.HK	审慎推荐	17.1	港币	51,630	-7%	21	2.0 1.8	17.4 11.8	16.1 10.9	10% 11%	12% 15%	36% 35%	8.44 9.70	0.98 1.45	16% 48%
目标价			21.6	港币				2.6 2.2	22.0 14.9	12.9 9.0						
江西铜业A	600362.CH	审慎推荐	36.6	人民币	110,636	-9%	15	4.9 4.4	42.2 29.4	18.2 12.7				7.47 8.34	0.87 1.25	15% 44%
黄金																
紫金矿业H	2899.HK	审慎推荐	7.0	港币	101,789	-6%	31	4.9 4.2	22.1 16.6	14.9 12.0	34% 37%	22% 25%	-5% -9%	1.42 1.66	0.32 0.42	34% 33%
目标价			8.3	港币				5.9 5.0	26.2 19.7	14.3 11.7						
紫金矿业A	601899.CH	审慎推荐	8.9	人民币	129,418	-8%	146	7.1 6.2	31.9 24.5	16.7 13.6				1.25 1.43	0.28 0.36	32% 30%
招金矿业	1818.HK	审慎推荐	15.2	港币	22,182	-2%	5	4.1 3.6	27.6 21.6	14.1 11.8	44% 42%	16% 18%	-17% -15%	3.74 4.27	0.55 0.71	34% 28%
目标价			17.6	港币				4.7 4.1	31.9 24.9	17.7 15.0						
中金黄金	600489.CH	审慎推荐	52.7	人民币	41,633	-10%	15	10.0 8.9	103.7 48.5	36.3 22.8	7% 10%	10% 18%	9% 10%	5.29 5.94	0.51 1.09	-16% 114%
山东黄金	600547.CH	审慎推荐	71.6	人民币	50,932	-11%	16	17.2 12.8	58.7 39.5	34.3 26.8	7% 8%	29% 32%	19% -6%	4.15 5.60	1.22 1.81	36% 49%
动力煤																
中国神华H	1088.HK	推荐	34.9	港币	693,153	-8%	19	3.6 3.0	18.1 15.1	9.1 7.8	51% 48%	20% 19%	-7% -10%	8.67 10.00	1.71 1.99 2.21	27% 16%
目标价			43.0	港币				4.4 3.7	22.3 18.6							
中国神华A	601088.CH	推荐	30.1	人民币	598,678	-14%	28	3.5 3.0	18.6 16.0	10.5 9.3	49% 47%	20% 19%		8.67 10.00	1.62 1.89 2.10	21% 17%
中煤能源H	1898.HK	推荐	12.6	港币	167,059	-12%	45	2.3 2.0	17.9 13.8	9.1 6.6	37% 39%	12% 14%	17% 16%	4.86 5.46	0.62 0.79 0.89	15% 27%
目标价			15.6	港币				2.8 2.5	22.2 17.1							
中煤能源A	601898.CH	审慎推荐	12.4	人民币	164,010	-9%	40	2.4 2.2	24.4 18.6	15.2 10.7	18% 20%	11% 14%		5.13 5.64	0.51 0.67 0.76	-1% 31%
兖州煤业H	1171.HK	审慎推荐	16.9	港币	83,219	-1%	20	2.5 2.2	15.8 11.0	9.8 8.2	67% 68%	15% 16%	-40% -36%	5.87 6.60	0.95 1.32 1.50	-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	20.9	人民币	102,745	-9%	19	3.5 3.2	23.5 16.3	11.8 10.0	34% 33%	14% 15%		5.91 6.57	0.89 1.28 1.46	-33% 44%
焦煤																
福山能源	639.HK	推荐	7.2	港币	38,609	-5%	26	2.1 1.9	24.1 14.9	13.1 8.9	74% 43%	9% 13%	-5% -11%	3.42 3.88	0.30 0.48 0.54	186% 58%
目标价			8.9	港币				2.6 2.3	29.8 18.4							
西山煤电	000983.CH	推荐	32.4	人民币	78,562	-19%	25	7.1 5.6	29.3 17.4	17.7 10.9	39% 42%	38% 24%	29% 23%	4.55 5.77	1.10 1.86 2.32	-23% 69%
平煤股份	601666.CH	推荐	27.0	人民币	37,751	-16%	15	3.6 3.1	24.0 15.4	12.2 8.5	17% 19%	29% 15%	-13% -31%	7.54 8.59	1.13 1.75 2.15	-54% 56%
开滦股份	600997.CH	审慎推荐	21.6	人民币	26,631	-14%	21	5.5 4.7	33.3 24.2	17.7 13.9	20% 18%	19% 16%	46% 37%	3.94 4.55	0.65 0.89 1.14	-3% 38%
无烟煤																
神火股份	000933.CH	推荐	30.8	人民币	23,085	-17%	10	6.8 5.3	36.0 17.2	16.2 11.3	23% 25%	19% 28%	214% 160%	4.50 5.75	0.86 1.79 2.25	-44% 109%
兰花科创	600123.CH	审慎推荐	41.2	人民币	23,533	-6%	8	4.6 3.9	19.7 16.7	10.3 9.3	48% 46%	23% 24%	12% -6%	8.96 10.44	2.10 2.47 2.72	-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

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 4：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	最新	最新
基本金属								
中国铝业H	2600.HK	10.6	8.7	-17%	8.6	1%	审慎推荐	扩张期中值-32倍P/E
江西铜业H	358.HK	23.0	21.6	-6%	17.1	26%	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	8.5	8.3	-2%	7.0	19%	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	18.8	17.6	-6%	15.2	15%	审慎推荐	扩张期中值-24.9倍P/E
动力煤								
中国神华H	1088.HK	48.6	43.0	-11%	34.9	23%	推荐	扩张期均值-0.5倍标准差 (18.6倍P/E)
中煤能源H	1898.HK	18.4	15.6	-15%	12.6	24%	推荐	扩张期均值-0.5倍标准差 (17倍P/E)
兖州煤业H	1171.HK	20.9	20.0	-4%	16.9	18%	审慎推荐	扩张期均值+1.5个标准差 (13.0倍P/E)
焦煤								
福山能源	639.HK	10.0	8.9	-12%	7.2	24%	推荐	08年以来均值×1.1 (18.4倍P/E)

注：金属股票的目标价为 3 个月，矿业为 6 个月

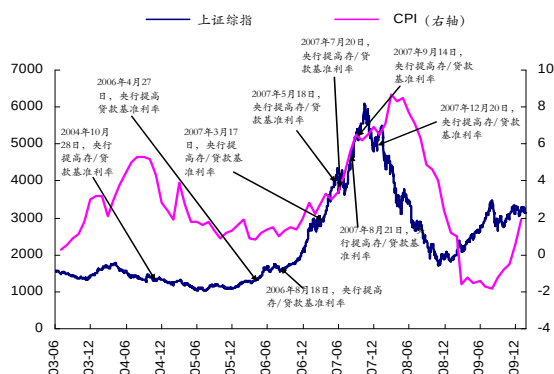
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

金属商品方面—短期存在下行压力，中期仍有上涨机会

历史表明，宏观调控初期往往会出现金属价格和股价的回调

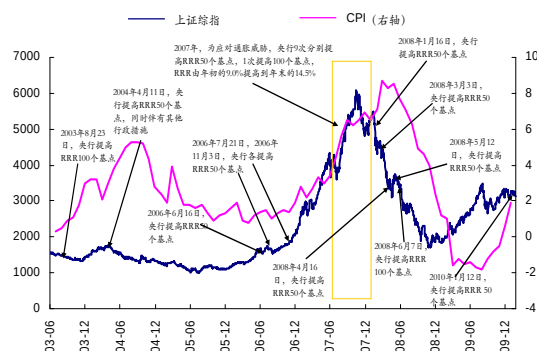
从调控手段来讲，04—05 年更多采用行政手段，而 06—07 年更多采用市场化手段。04 年在 4 月 RRR 上调和 10 月加息后，政府主要在 05 年采取了较多的行政干预来抑制固定资产投资增速。CPI 从调控前的 3% 上升至 5.3% 的高点后开始下降。而 06—07 年更多的是通过市场化手段来控制经济过热和通胀，从 06 年 4 月起先后 8 次加息，18 次上调 RRR。CPI 从调控前的 0.8% 上升至 8.5% 才开始下降。

图表 5：中国存贷款利率调整与股市、CPI 变动



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

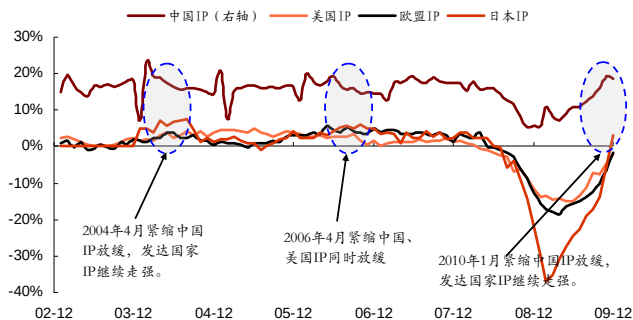
图表 6：中国存款准备金率调整与股市、CPI 变动



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

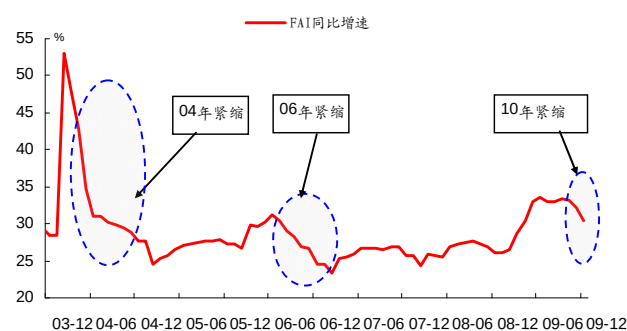
从基本面来看，调控后中国工业增加值增速均有所放缓，但同期海外的情况有所不同。在两次调控出台后的半年至九个月中，中国的工业增加值同比增速均放缓了 5—6 个百分点，从近 20% 降至近 15%，固定资产投资同比增速平均下滑了 5—10 个百分点。与此同时，海外在 04—05 年处于较强的复苏过程中，美国、欧盟和日本工业产出增速都相对强劲。而 06—07 年，虽然欧盟和日本仍有一定的增长，美国工业产出已经开始明显放缓。

图表 7：04、06 年中国调控工业产出都出现放缓



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

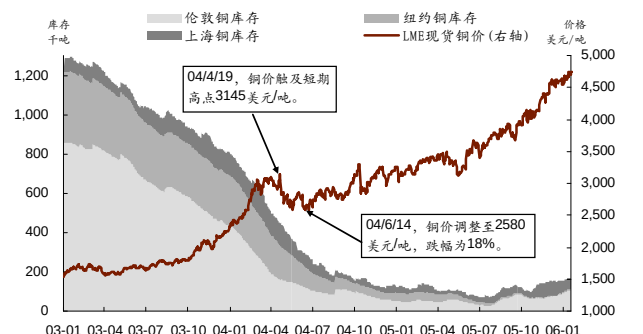
图表 8：04、06 年中国调控 FAI 都从高位回落



资料来源：Brook Hunt，中金公司研究部

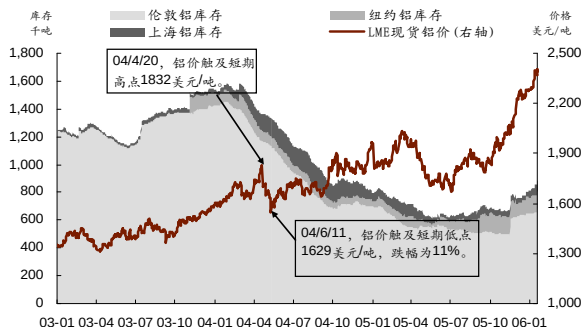
从商品价格来看，04—05 年的回调幅度远小于 06—07 年的回调幅度。04—06 年间中国在全球金属消费占比约 22%，而 OECD 国家占比约 55%。中国占比不足 OECD 国家的一半。由于 04—05 年海外经济的复苏强劲，虽然中国增速有所放缓，交易所库存仍持续下降，而金属价格调整仅持续了约 2 个月，幅度介于 10%—20% 之间。而 06 年由于美国增速与中国同时放缓，导致库存开始增加，金属价格调整持续了近 9 个月时间，幅度介于 20%—40%。从金属价格的涨幅来看，铜在 04 及 06 年调控前一年分别上涨 94% 和 162%，而铝分别上涨 35% 和 82%。

图表9：04年调控铜价调整2个月，跌幅仅为18%



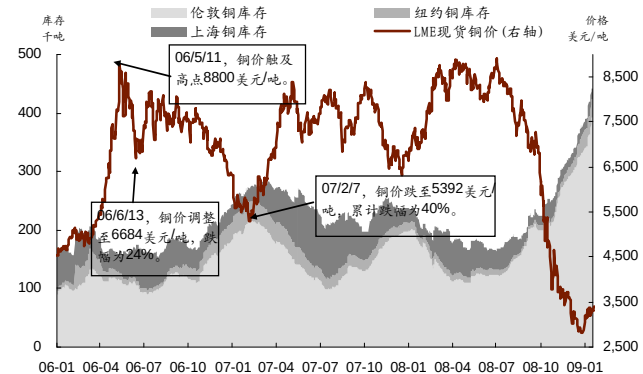
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表10：04年调控铝价调整2个月，跌幅为11%



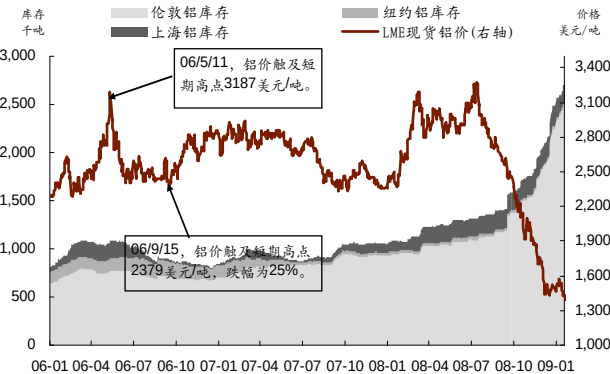
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表11：06年调控铜价调整9个月，累计跌幅达40%



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

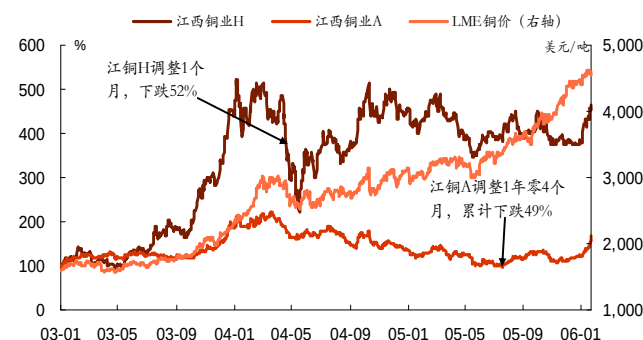
图表12：06年调控铝价调整4个月，最大跌幅为25%



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

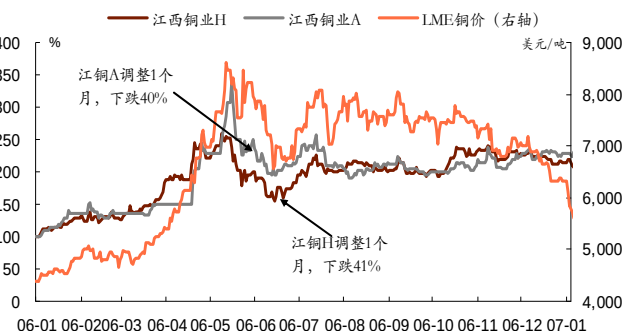
从金属股票表现来看，04—05年的回调幅度却大于06—07年，A股调整幅度与港股基本相同。04年调控的出台（二次上调RRR及相关行政手段）导致A股调整1年多，时间大大长于金属价格的调整，幅度也较大，达到50%。与此同时港股调整持续的时间尽管不到两个月，跌幅也达50%。我们认为部分原因是海外投资者更加看重中国的长期结构性增长，所以愿意及时逢低吸纳；同时港股当年也受到美国股市的提振。尽管06年金属价格回调明显，同时持续时间也比较长，但是股票方面调整的时间较短、幅度也不及04年：A股和H股都是在1~2个月的时间完成调整，随后一直维持向上趋势。究其原因，可能是市场当时对未来仍抱有较强的预期。

图表13：04年江铜A股调整超过1年，H股调整1个月



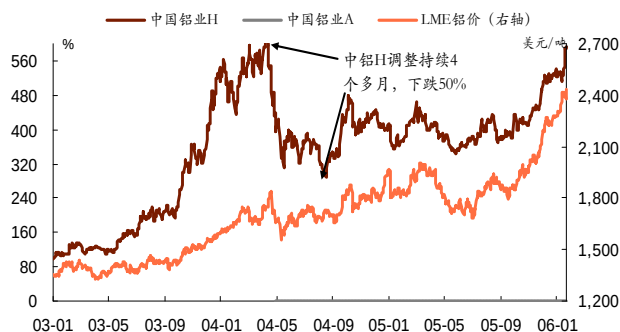
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表14：06年调控江铜A和H调整持续1个月



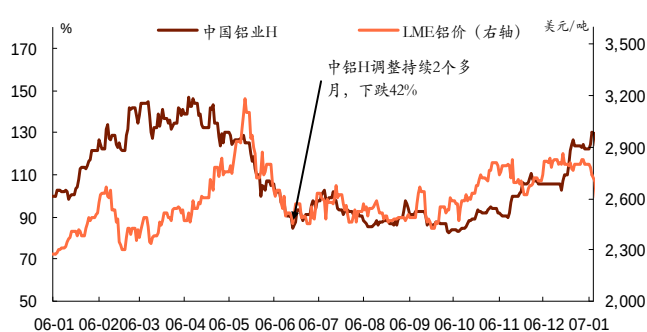
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 15: 04 年中铝 H 调整持续 4 个月, 跌幅为 50%



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 16: 06 年中铝 H 股调整持续 2 个月, 跌幅为 42%



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 17: A 股江铜在 04、06 年紧缩初期的 1~2 个月内平均调整幅度 34%, 小于港股平均 46% 的调整幅度

调控起始时间	日期	江西铜业A股	A股大盘	铜价	日期	江西铜业H股	中国铝业H股	恒生国企指数	铜价	铝价
2004年4月开始 提高存款准备金率	2003-3-21	5.04	1474.66	1706.00	2003-4-7	1.10	1.46	2199.85	1614.00	1339.00
	2004-3-22	9.13	1740.00	2965.00	2004-4-8	4.73	6.95	5037.00	2872.00	1749.00
	变动	81.2%	18.0%	73.8%	变动	329.5%	376.0%	129.0%	77.9%	30.6%
	2004-5-10	6.76	1560.00	2543.00	2004-5-17	2.15	3.50	3546.00	2513.00	1583.00
	调整幅度	-26.0%	-10.3%	-14.2%	变动	-54.5%	-49.6%	-29.6%	-12.5%	-9.5%
调控起始时间	日期	江西铜业A股	A股大盘	铜价	日期	江西铜业H股	中国铝业H股	恒生国企指数	铜价	铝价
2006年4月开始 提高贷款利率	2005-5-16	4.43	1095.47	2990.00	2005-5-8	3.68	5.90	5330.34	4395.00	2277.00
	2006-5-15	17.14	1664.09	8190.00	2006-5-8	9.55	7.50	7371.00	7630.00	2928.00
	变动	286.9%	51.9%	173.9%	变动	159.9%	27.1%	38.3%	73.6%	28.6%
	2006-6-9	9.98	1551.00	7220.00	2006-6-13	5.90	5.00	5953.94	6570.00	2455.00
	调整幅度	-41.8%	-6.8%	-11.8%	变动	-38.2%	-33.3%	-19.2%	-13.9%	-16.2%
调控起始时间	日期	江西铜业A股	A股大盘	铜价	日期	江西铜业H股	中国铝业H股	恒生国企指数	铜价	铝价
2010年1月开始 提高贷款利率	2009-1-5	10.93	1880.72	3190.00	2009-1-5	6.82	4.98	8676.75	3190.00	1550.00
	2010-1-12	40.30	3273.97	7568.00	2010-1-12	19.46	10.38	12967.00	7568.00	2330.00
	变动	268.7%	74.1%	137.2%	变动	185.3%	108.4%	49.4%	137.2%	50.3%
	2010-1-25	36.60	3094.41	7465.00	2010-1-25	17.08	8.64	11858.00	7465.00	2242.00
	调整幅度	-9.2%	-5.5%	-1.4%	变动	-12.2%	-16.8%	-8.6%	-1.4%	-3.8%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

黄金价格更多受到美国通胀以及美元走势的影响, 受中国调控影响相对较小。A 股黄金股在 04—05 年的表现更多受到大盘的影响, 06—07 年则更多与金价走势相关; H 股黄金公司则始终与金价保持高度相关。04 年 4 月中国调控之时, 美元的走强直接导致随后 1 个月黄金价格的小幅调整, 而同期 A 股黄金股则在大盘下挫 13% 的带动下调整了 25%, 显示了与 A 股大盘更强的关联性。在接下去的 1 年里面, 尽管金价有所上涨, 黄金股还是在 大盘下跌的带动下继续大幅调整。06 年中国调控之时, 美国通胀自 6 月见顶回落, 并带动黄金价格大幅调整了 17%, 在 A 股大盘仅下跌 8% 的情况下, 黄金股的调整达到了 30% 以上。在随后 7~9 月间, 大盘处于横盘状态, 而黄金股则在黄金价格再次下跌的拖累下调整了 25%~30%。

图表 18：A 股黄金公司在 04、06 年紧缩初期的 1 个月平均调整幅度 33%，与港股平均调整幅度基本相同

调控起始时间	日期	山东黄金	中金黄金	A 股大盘	黄金价格	日期	紫金矿业 H 股	恒生国企指数	黄金价格
2004 年 4 月开始 提高存款准备金率	2003-8-28	2.68	3.91	1415.69	369.80	2003-12-23	0.57	4615.11	409.25
	2004-4-5	4.01	4.83	1766.48	417.70	2004-4-6	0.63	4968.74	418.50
	变动	49.7%	23.6%	24.8%	13.0%	变动	10.5%	7.7%	2.3%
	2004-5-17	2.92	3.70	1539.96	382.95	2004-5-17	0.43	3683.28	377.70
	调整幅度	-27.1%	-23.5%	-12.8%	-8.3%	变动	-31.7%	-25.9%	-9.7%
调控起始时间	日期	山东黄金	中金黄金	A 股大盘	黄金价格	日期	紫金矿业 H 股	恒生国企指数	黄金价格
2006 年 4 月开始 提高贷款利率	2005-4-15	2.70	3.11	1216.96	424.60	2005-5-10	0.68	4759.20	427.40
	2006-5-15	10.97	9.88	1664.09	687.50	2006-5-10	3.84	7361.68	699.90
	变动	306.2%	217.2%	36.7%	61.9%	变动	468.0%	54.7%	63.8%
	2006-6-14	5.85	6.65	1531.33	567.75	2006-6-13	2.44	5953.94	586.50
	调整幅度	-46.6%	-32.7%	-8.0%	-17.4%	变动	-36.5%	-19.1%	-16.2%
调控起始时间	日期	山东黄金	中金黄金	A 股大盘	黄金价格	日期	紫金矿业 H 股	恒生国企指数	黄金价格
2010 年 1 月开始 提高存款准备金率	2009-1-5	24.93	17.34	1880.72	853.50	2009-1-5	4.99	8676.75	853.50
	2010-1-12	79.11	56.95	3273.97	1152.00	2010-1-12	7.99	12967.00	1152.00
	变动	217.3%	228.4%	74.1%	35.0%	变动	60.1%	49.4%	35.0%
	2010-1-25	71.58	52.66	3094.41	1098.00	2010-1-25	7.03	11858.00	1098.00
	调整幅度	-9.5%	-7.5%	-5.5%	-4.7%	变动	-12.0%	-8.6%	-4.7%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部，注：山东黄金 03 年 8 月 27 日上市，扣除上市当天股价异常波动，我们以 8 月 28 日做为计算起点。

只要不是硬着陆，调控造成的回调通常创造了吸纳的机会。

虽然调控引起的回整可能持续一段时间，但从较长的经济周期来看，这些回调往往提供了吸纳的机会，尽管可能需要一些耐心才能见到回报。调控的起因通常是经济增长势头强劲，通胀风险加大，而目的则是为了经济更加平稳的发展。虽然短期投资增速将有所放缓，但只要需求增量仍高于产能增量，整体产能利用率仍将逐步上升。在达到满负荷之前，价格将呈现区域性震荡，而一旦达到满负荷，价格将急剧上升以抑制需求，同时也预示周期顶部的临近。调控初期往往距产能利用率满负荷还有一定距离，而只要调控不造成硬着陆，充分回调后通常是吸纳的好机会。

本次调控短期仍存在金属价格的下行风险，铜>铝>黄金

从调控手段来讲，由于 RRR 已经较高，中金宏观组预计仅有限次数的上调，而加息或其它收紧流动性措施的运用将较早到来。由于近期经济数据较强，而通胀明显抬头，中金宏观预期一季度有加息的可能性。由于此后可能还会有一系列的调控措施出台，我们认为市场仍需要一定的时间来消化调控的负面影响。

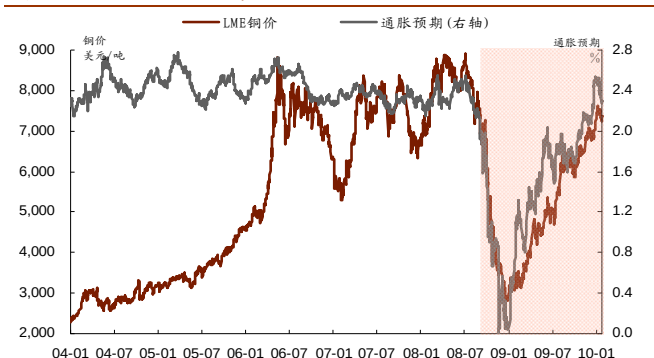
从基本面来看，中国的投资增速将有所放缓，而海外的复苏将对需求有一定的帮助。退出政策的出台必然导致中国投资和工业增加值增速的放缓。与此同时，海外的复苏将对需求有小幅拉动，尽管影响会较 04 年弱。我们预计 10 年中国的金属消费在全球的占比将约为 35—40%，接近 OECD 国家占比的 75%—85%。因此，中国增速放缓对全球需求变化的影响将远远大于 04 年。与此相反，OECD 国家的影响将比以前的周期弱一些。当然，中国增速的放缓也是一个逐步的过程，因为 09 年尚有 1.6 万亿贷而未用的资金，加上 10 年预计 7.5 万亿的新增贷款仍可保证经济的较强增长。

从商品价格来看，我们认为回调的时间、幅度都将介于 04 和 06 年之间。前两次的历史表明，当中国和海外同时增速放缓时金属价格将回调较大、历时较长，而当中国放缓而海外加速时将回调较小、历时较短。本次回调中国的影响比以前大，而海外的复苏较缓慢。此次调控前的一年内，铜铝分别上涨 125%和 59%，相比低于 06 年调控前一年铜、铝 162%和 82%的涨幅，高于 04 年铜、铝 94%和 35%的涨幅。我们认为本次可能调整幅度会大于 04 年(10~20%)，历时会长于 04 年(2 个月)，而幅度和历时将小于 06 年。

从具体金属而言，我们认为铜的回调风险较大，铝其次。本次周期由于大量的货币发行及大幅的美元贬值，金属的金融属性较此前的周期更强。金属价格中包含较多的对中国增长的预期及对金属抵御通胀性质的偏好。铜的方面尤其突出。尽管交易所库存已持续上升近半年，铜价仍持续上涨。虽然铜的基本面远远好于铝，但铜的价格已较充分地反映了良好的基本面。所以铜价已从底部反弹了近 2/3，而铝价仅 1/2。虽然目前美国仍保持宽松的财政政策，投资者仍然对金属长期对抗通胀和作为特殊投资品种的特性有所偏好，但中国流动性的收紧至少会影响到国内囤积库存的需求，而暂时的去库存也会导致表观消费量增速的放缓。

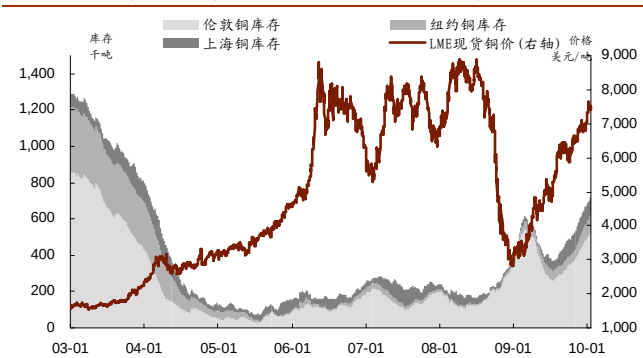
对铜较为负面但市场尚未充分关注的是近期国家电网公布的 10 年电网投资计划低于 09 年投资的消息。尽管我们不能肯定国家电网会完全依据计划投资，但即使不是投资减少而仅仅是增速放缓也会在一定程度上影响铜的需求（电力占中国铜下游总需求的 45%）和市场情绪。当然，电网总投资中包括土建和其它相关投资，不仅局限于电网。另一方面，这一消息利好中期铜的需求，因为如果国家电网维持其前期对 09—11 年三年实现 1 万亿的投资计划，10 年计划的减少意味着 11 年投资将较 10 年有大幅增加，利好铜 11 年的需求。此外，白电作为第二大需求端，在出口复苏及消费升级的带动下仍将保持较强势头，适度对冲电网投资放缓带来的影响。

图表 19：通胀预期影响铜价走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

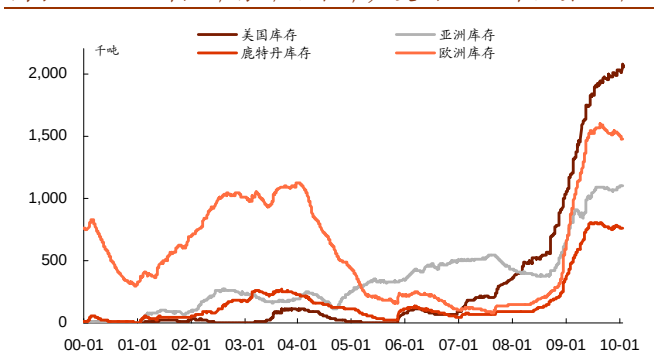
图表 20：库存不断上升反映金融属性主导铜价近期走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

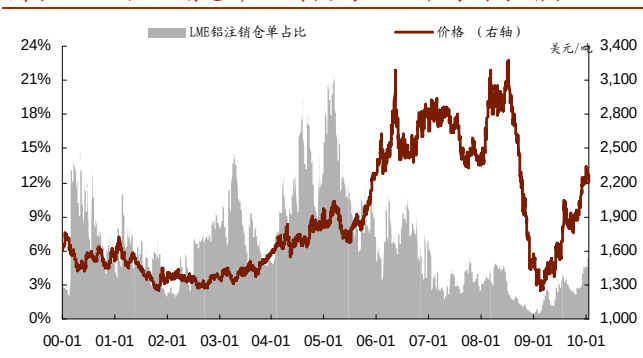
对铝较为负面的因素是近期国家对房地产的调控，特别是对投资和投机性需求的抑制。尽管政府希望通过提高供给，特别是中低档及保障性住宅的供给来抑制房价快速上涨，但调控出台后一个月内的结果却是价升量降。如果这种情况持续下去，开发商投资的信心会受到打击，最终影响土地购置和新开工率。当然，由于滞后性及 09 年下半年的强劲增长，10 年上半年地产行业对铝的需求仍将保持较快增长，但最近的投资及新开工数据已开始放缓，最终会影响到下半年需求。另一方面，汽车作为第二大用铝终端在人口结构及消费升级的推动下仍将保持较强劲增长，适度减缓地产投资放缓造成的影响。

图表 21：欧洲铝库存开始下降，美国、亚洲继续上升



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

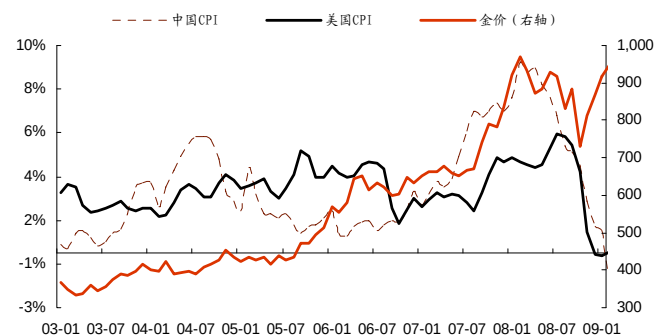
图表 22：铝注销仓单比例提高反映下游需求增长



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

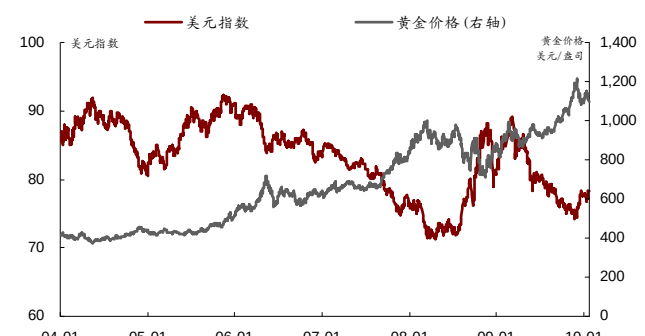
我们认为黄金价格调整的风险较铜铝小一些，将在美元以及通胀共同作用下保持高位振荡走势，这主要由于金价的波动性远小于基本金属，同时黄金不容易象基本金属那样受到供需基本面的干扰。中金宏观组认为 1 季度美元还将受益于欧元区债务危机而维持向上趋势，并且目前海外通胀在高失业率以及低产能利用率的制约下短期难以启动，因此近期黄金价格在美元走强以及美国通胀处于低位的制约下将难有好的表现。进入到 2 季度，美联储有可能继续购买住房抵押债券，其他央行则可能开始紧缩货币政策，这将给美元带来下行压力。加上经济复苏将推动通胀升温，下半年黄金价格将在美元贬值和通胀升温帮助下维持高位振荡。在此我们强调黄金价格的潜在风险：如果中国紧缩能够成功控制住通胀预期，并通过抑制国际大宗商品价格达到降低海外通胀的作用，那么黄金价格将可能面临一定的压力。

图表 23：美国通胀与黄金价格变动更加密切



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 24：美元走势对金价至关重要



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

金属股票方面—短期仍有下行风险，布局上关注中期吸纳机会

综合 04 及 06 年两次宏观调控的对股价及估值的影响，我们认为短期内金属板块还有较大（20—30%）的下行风险，调整时间则取决于股价下跌的速度以及宏观调控的节奏。

- 自 1 月 12 日央行宣布上调存款准备金率以来，两周之内 A、H 股金属板块分别下跌 10% 和 14%，这个幅度尚小于 04、06 年政策紧缩初期金属股 30-50% 的调整幅度。04 年上调存款准备金后，A 股金属在 1-2 个月内下跌 30% 左右；而 H 股有色股在 1 个月内下跌 50%，黄金股下跌 30%。06 年加息后 1 个月内下，A 股金属股跌幅为 35%-45%；H 股的金属股票 1 个月内下跌 30-40%。平均而言，回调幅度在 30%—50% 之间。从这个角度来讲，金属股还有 20—30% 下行风险。
- 通过量化悲观假设下的个股目标价格，我们判断黄金股还有 10% 左右的下跌空间，而有色股还有 20-30% 的下跌空间。我们以低于现货价格 10%、15% 和 10% 的价格分别作为铝、铜、黄金的 2010 年均价假设，得出悲观情形下的盈利预测，并以上一个扩张期中值作为目标 P/E（紫金、招金除外），推导出悲观情形下的目标价。在这样的悲观情形的假设下，我们估计黄金股有 10% 左右的下跌风险，有色股大约还有 20-30% 的下跌空间。

图表 25：金属价格悲观情形假设下有色股票还有 20-30% 的下跌空间，黄金股还有 10% 左右的下跌空间

	金属 价格悲观假设 (美元/吨)	对应EPS (元)	目标P/E	P/E说明	可以买入的价格	距离当前的下 跌空间
中国铝业A	2,007	0.19	55.4	中值	10.5	-22%
中国铝业H			32.0	中值	7.1	-20%
江西铜业A	6,282	1.09	22.4	中值	24.4	-33%
江西铜业H			10.0	中值	12.7	-25%
紫金矿业A	1,080	0.36	23.2	中值-0.5倍标准差	8.3	-6%
紫金矿业H			17.9	中值-1倍标准差	7.4	6%
招金矿业	1,080	0.59	20.7	中值-1倍标准差	14.1	-8%
中金黄金	1,080	1.11	43.6	中值	48.3	-8%
山东黄金	1,080	1.84	34.4	中值	63.3	-11%

资料来源：中金公司研究部

- 从 P/B 角度来看，H 股有色股票的估值水平距离 04、06 年宏观调控时的最低值有 30% 左右下跌空间，中铝 H 股较前两次调控的估值低点有 30% 左右的下跌空间，江铜 H 股则有 35-40% 左右的下跌空间。

图表 26：中铝和江铜 H 股的 P/B 距离 04、06 年调控时的估值低点还有 30% 左右的下降空间

2004年周期						2006年周期					
出现日期	2004-4-6	2004-5-17	2009-1-25			出现日期	2006-4-9	2004-5-17	2009-1-25		
中铝H	最高点	最低点	调整幅度	目前情况	距离低点的下跌空间	中铝H	最高点	最低点	调整幅度	目前情况	距离低点的下跌空间
股价	6.1	3.1	-49.4%	8.8	-65%	股价	7.9	4.9	-38.8%	8.8	-45%
PB	2.5	1.2	-50.4%	1.8	-31%	PB	2.2	1.3	-43.1%	1.8	-29%
铝价	1,750	1,583	-9.5%	2,250	-30%	铝价	2,540	2,485	-2.2%	2,250	10%

2004年周期						2006年周期					
出现日期	2004-4-12	2004-5-17	2009-1-25			出现日期	2006-5-12	2006-6-14	2009-1-25		
江铜H	最高点	最低点	调整幅度	目前情况	距离低点的下跌空间	江铜H	最高点	最低点	调整幅度	目前情况	距离低点的下跌空间
股价	4.1	1.9	-53.3%	16.7	-88%	股价	8.7	5.3	-38.9%	16.7	-68%
PB	2.4	1.1	-54.0%	1.7	-35%	PB	1.7	1.0	-41.4%	1.7	-41%
铜价	2,960	2,577	-12.9%	7,350	-65%	铜价	8,634	6,776	-21.5%	7,350	-8%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

相对而言，我们认为短期黄金股安全性更高，中长期铝业股和铜业股的上涨空间更大。

- 综合估值、金属价格、成本因素，我们认为相对而言黄金股在当前更为安全，其次是铝业股，最后是铜业股。与国际可比公司相比，黄金股的估值显得相对合理，特别是紫金矿业(A&H)。从盈利稳定性来看，金价较基本金属价格的波动幅度小一些，并且黄金公司的模型中已经考虑了 10-15% 的 2010 年成本上涨，因而黄金股盈利的下行风险较小。

图表 27：与国际可比公司相比，黄金股的估值最为安全

	当前P/E	国际可比公司 P/E	较国际 可比公司		当前P/E	国际可比公司 P/E	较国际 可比公司
A股				H股			
山东黄金	37.1	22.0	69%	江西铜业	10.7	11.4	-6%
中金黄金	45.5	22.0	107%	中国铝业	26.7	17.9	49%
江西铜业	26.8	11.4	135%	中铝(PB)	1.8	1	80%
中国铝业	61.3	17.9	242%	紫金矿业	16.4	22	-25%
紫金矿业	24	22.0	9%	招金矿业	20.5	22	-7%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

- 当前个股估值与上个扩张期中值水平的对比，也显示出黄金股更高的安全性。H 股方面，紫金和招金已经基本接近上一周期中值减 1 个标准差，而中铝和江铜需要下跌 10% 左右估值水平才能达到上一周期的中值水平。A 股方面，黄金股中紫金矿业的估值已经低于上一周期中值，中金黄金和山东黄金的股价需下跌 10% 左右即达到上一周期中值，而中铝和江铜需要下跌 10%-23%。

图表 28：与上一扩张期的估值水平相比，黄金股依然表现出比较强的安全性

		P/E	对应股价	距离当前up/downside			P/E	对应股价	距离当前up/downside
江西铜业H	中值+1倍标准差	14.3	20.8	22%	中国铝业 A	中值+1倍标准差	119.1	28.0	108%
	中值	10.0	14.5	-15%		中值	55.4	13.0	-3%
	中值-0.5倍标准差	7.9	11.4	-33%		中值-0.5倍标准差	n.a.	n.a.	n.a.
	中值-1倍标准差	5.7	8.3	-51%		中值-1倍标准差	n.a.	n.a.	n.a.
中国铝业H	中值+1倍标准差	52.3	14.3	62%	江西铜业A	中值+1倍标准差	34.1	42.5	17%
	中值	32.0	8.7	-1%		中值	22.4	27.9	-23%
	中值-0.5倍标准差	18.8	5.1	-42%		中值-0.5倍标准差	16.5	20.6	-44%
	中值-1倍标准差	5.7	1.5	-82%		中值-1倍标准差	10.6	13.2	-64%
紫金矿业H	中值+1倍标准差	33.3	14.1	100%	紫金矿业A	中值+1倍标准差	36.5	13.3	50%
	中值	25.6	10.8	54%		中值	27.6	10.0	13%
	中值-0.5倍标准差	21.7	9.2	30%		中值-0.5倍标准差	23.2	8.4	-5%
	中值-1倍标准差	17.9	7.5	7%		中值-1倍标准差	18.7	6.8	-23%
招金矿业	中值+1倍标准差	29.1	20.5	33%	中金黄金	中值+1倍标准差	69.0	75.0	43%
	中值	24.9	17.6	14%		中值	43.6	47.3	-10%
	中值-0.5倍标准差	22.8	16.1	5%		中值-0.5倍标准差	30.8	33.5	-36%
	中值-1倍标准差	20.7	14.6	-5%		中值-1倍标准差	18.1	19.7	-62%
					山东黄金	中值+1倍标准差	44.8	81.2	15%
						中值	34.4	62.2	-12%
						中值-0.5倍标准差	29.1	52.8	-26%
						中值-1倍标准差	23.9	43.3	-39%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

- 中铝的风险主要来自成本上升和铝价回调，而江铜的风险除成本上升、铜价下跌外，还有 09 年年报中可能套期保值损益的风险。我们对中铝的成本假设已经考虑了原材料和电费的价格上涨，具体而言：10 年氧化铝上涨 8%，反映了外购铝土矿价格上涨 20%、煤价上涨 15% 的假设；电解铝成本上涨 6%，反映了电价上涨 0.5 分钱每千瓦时和其他成本上涨 10% 的假设。成本提高后，中铝对于铝价的高敏感度增强，铝价每变动 1%，中铝盈利变动 12%。如果 10 年铝价均价可达到 1 美元/磅（2204 美元/吨），则中铝的盈利将较我们目前的盈利预测增加 1 倍至 0.48 元。江铜的估值已远高于历史中值，而冶炼加工费的下降、成本的上升及套保也给其盈利带来风险。

图表 29：中铝氧化铝成本上涨主要来自铝土矿价格和煤炭价格，电解铝成本上涨主要来自电价



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 30：中铝铝价的敏感度最高（每分电价变化影响中铝盈利 2—3 分/股）

中国铝业				2010E每股收益(Rmb)				
10 年较 09 年 电费变动	2010 年 EPS	2010 年电解铝均价(美元/吨)			金属价格变动10%	变动前	变动后	变动幅度
		2,030	2,204	2,424				
	上涨0.5分钱	0.23	0.48	0.79	中国铝业 (A+H)	0.23	0.52	121%
	上涨1.5分钱	0.21	0.45	0.76	神火股份	1.79	2.19	23%
	上涨2.5分钱	0.18	0.43	0.74	江西铜业 (A+H)	1.25	1.43	15%
					中金黄金	1.15	1.40	21%
					山东黄金	1.91	2.28	19%
	基本情况				招金矿业 (HKD)	0.71	0.84	19%
				紫金矿业 (A+H)	0.36	0.39	8%	

资料来源：中金公司研究部

中长期看，我们认为回调充分后金属及股票将再次上涨，建议中长期投资者布局上关注吸纳机会。

- 根据我们的乐观假设，对金属价格敏感度较高的中铝（H 股）和江铜将分别有 60% 和 25% 左右的上涨空间，我们建议中长期投资者予以关注。从金属基本面来看，我们认为中长期的需求增速仍然大于供应增速，产能利用率维持上升趋势将支持中长期金属价格上涨，如果最终产能利用率接近 100%，那么金属价格还将有较大幅度的上升空间。由于铜的供应瓶颈大于铝，因此铜的产能利用率会更早接近满产，从而导致价格的上涨。但是从中铝的角度来讲，因为其对铝价的敏感度非常高，铝价高于 1 美元/磅的水平就能为其盈利带来近 1 倍的增长。
- 金价将在通胀升温以及美元贬值的推动下维持高位振荡。H 股的黄金公司股价走势与金价及增长（资产及产量）相关，而在 A 股市场，除金价外，黄金股走势与通胀以及资产注入预期关系也十分密切，我们仍然看好黄金中长期投资价值。

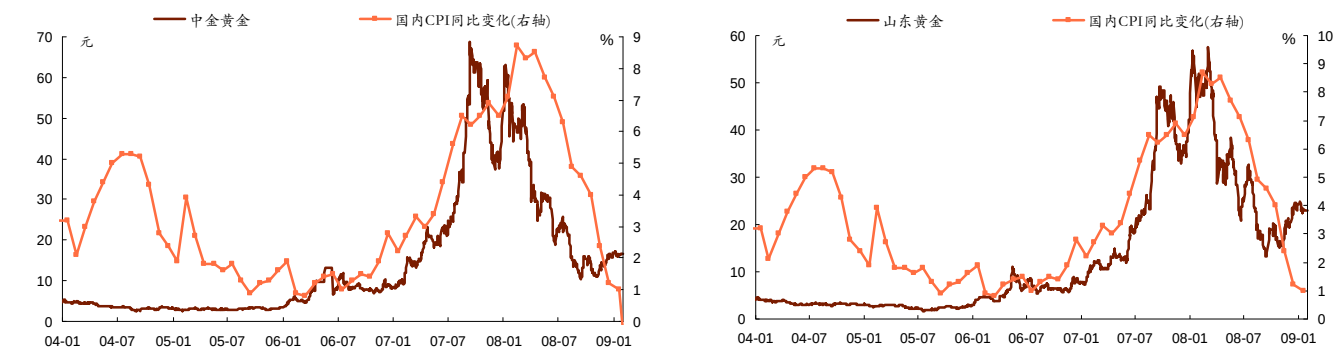
图表 31：中长期价格假设下，中铝（H 股）和江铜的上升空间更大

	金属 价格乐观假设 (美元/吨)	对应 EPS (元)	目标 P/E	P/E 说明	中长期可等待的 价格	距离当前的上 涨空间
中国铝业 A*	2,230	0.48	49.8	中值*90%	n.a	n.a
中国铝业 H			27.2	中值*85%	15.3	74%
江西铜业 A	7,390	1.39	34.1	中值+1 倍标准差	47.5	30%
江西铜业 H			12.8	中值+0.5 倍标准差	20.7	22%
紫金矿业 A	1,200	0.39	27.6	中值	10.8	22%
紫金矿业 H			21.7	中值-0.5 倍标准差	9.9	40%
招金矿业	1,200	0.71	22.8	中值-0.5 倍标准差	18.5	20%
中金黄金	1,200	1.39	43.6	中值	60.5	15%
山东黄金	1,200	2.27	34.4	中值	77.9	10%

*中铝 A 股在中金公司限制名录上

资料来源：中金公司研究部

图表 32：中金黄金和山东黄金的股份表现在上一个周期与 CPI 相关度较高



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 33：有色金属国内外可比公司估值表

公司名称	股票代码	货币单位	股价	市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA			ROE		
			2010-1-25	(百万美元)	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
国际综合公司																
CVRD	VALE5 BZ	雷亚尔	43.75	140,993	21.4	16.2	10.7	2.5	2.2	1.8	14.4	9.2	7.1	11.1	13.8	17.8
BHP Billiton	BHP AU	澳元	41.25	194,288	20.4	14.7	12.4	5.0	4.0	3.3	9.1	6.8	6.1	25.7	30.2	28.1
Rio Tinto	RIO LN	英镑	32.20	120,140	16.2	12.0	9.7	2.6	2.3	1.9	13.0	9.3	8.1	19.0	21.9	22.3
Xstrata plc	XTA LN	英镑	11.03	52,679	18.0	10.2	7.8	1.5	1.4	1.2	9.9	6.3	5.3	6.6	15.4	17.8
Anglo American PLC	AAL LN	英镑	24.59	52,630	18.7	12.0	8.7	1.9	1.6	1.5	10.2	7.0	5.5	13.8	15.5	18.5
Vedanta Resources	VED LN	英镑	25.23	11,121	21.6	9.7	6.6	3.0	2.4	1.7	8.4	4.5	3.3	16.7	30.1	34.6
平均					20.1	12.8	10.3	2.5	2.1	1.8	11.0	7.5	6.4	12.7	17.6	18.8
铝（国际）																
Alcoa	AA US	美元	13.39	13,047	15.6	11.1	9.1	1.0	0.9	0.9	7.4	6.4	5.9	5.4	7.1	8.7
National Aluminum	NACL IN	印度卢比	417.05	5,824	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Hindalco Industries	HNDL IN	印度卢比	159.20	6,602	17.4	12.3	10.3	n.a.	n.a.	n.a.	9.0	7.6	6.9	9.7	10.9	13.0
Century Aluminum	CENX US	美元	13.14	1,216	-6.5	14.2	9.3	1.0	1.0	0.8	-39.0	7.8	5.2	-15.0	8.0	10.1
Alumina LTD	AWC AU	澳元	1.71	3,783	90.0	19.9	14.6	1.1	1.2	1.1	32.5	15.1	16.6	1.4	6.0	7.1
平均					29.1	14.4	10.8	1.0	1.0	0.9	2.5	9.2	8.7	0.4	8.0	9.7
铝（中国）																
中国铝业	601600 CH	人民币	13.51	26,764	n.a.	57.5	45.5	3.4	3.3	3.1	36.4	15.4	13.3	-3.3	5.7	6.8
焦作万方	000612 CH	人民币	26.03	1,831	59.7	29.4	20.1	6.6	5.9	5.1	29.4	19.8	14.9	10.6	15.2	19.1
中孚实业	600595 CH	人民币	23.68	2,280	51.4	23.6	14.4	6.6	6.4	6.3	n.a.	n.a.	n.a.	14.8	29.2	27.6
云铝股份	000807 CH	人民币	12.87	2,232	211.0	59.3	29.9	5.0	4.8	4.6	n.a.	n.a.	n.a.	2.5	16.3	23.6
平均					107.4	42.4	27.5	5.4	5.1	4.8	32.9	17.6	14.1	6.2	16.6	19.3
铜（国际）																
Antofagasta PLC	ANTO LN	英镑	9.34	14,962	21.7	12.5	8.3	2.7	2.7	2.4	9.3	5.4	3.7	12.2	18.9	23.6
Grupo Mexico	GMEXICOB LN	墨西哥比索	28.28	17,136	20.6	11.7	8.2	3.4	3.2	3.0	9.6	5.9	4.3	18.3	25.5	33.7
Southern Copper	PCU US	美元	30.06	25,551	29.2	16.2	11.9	6.4	5.4	4.2	14.7	9.3	7.2	24.6	36.8	39.2
Sterlite Industries	STLT IN	印度卢比	802.60	14,617	17.9	11.4	8.8	1.8	1.5	1.3	13.6	8.3	6.4	11.5	14.7	16.1
Freeport Mcmoran C&G	FCX US	美元	74.60	32,069	10.1	8.7	9.5	2.8	2.2	1.8	4.4	4.1	4.4	31.6	25.0	18.7
FIRST QUANTUM	FM CN	加元	88.30	6,571	15.4	7.9	6.8	3.2	2.4	1.8	6.8	4.0	3.6	21.4	28.2	24.8
平均					19.1	11.4	8.9	3.4	2.9	2.4	9.7	6.2	4.9	19.9	24.8	26.0
铜（中国）																
江西铜业	600362 CH	人民币	36.60	16,206	42.2	29.4	27.3	4.9	4.4	3.9	23.8	17.5	16.1	11.6	14.9	14.4
铜陵有色	000630 CH	人民币	19.80	3,754	38.7	29.7	22.9	4.0	3.5	3.1	18.7	18.9	17.7	9.6	12.8	12.9
云南铜业	000878 CH	人民币	27.03	4,976	107.7	38.8	27.5	9.4	8.6	7.4	30.7	21.5	15.9	7.8	17.9	21.0
平均					62.9	32.6	25.9	6.1	5.5	4.8	24.4	19.3	16.6	9.7	15.2	16.1
黄金（国际）																
北美																
Barrick Gold	ABX CN	加元	38.07	35,474	19.8	14.4	14.5	2.4	2.2	1.9	9.2	6.9	6.7	11.8	16.2	16.5
Kinross Gold	K CN	加元	18.38	12,111	40.3	27.3	22.1	2.3	2.1	2.0	11.9	10.4	9.9	6.3	8.8	9.8
Agnico-Eagle	AEM CN	加元	56.10	8,318	n.a.	27.6	22.3	3.3	3.0	2.7	41.8	12.6	10.4	2.8	9.5	13.4
Goldcorp	GG US	美元	36.21	26,760	46.7	28.9	22.0	1.7	1.6	1.5	19.4	13.8	11.2	3.3	6.3	7.3
IAMGold	IMG CN	加元	14.90	5,200	28.3	19.8	14.0	2.2	2.0	1.8	11.4	9.3	7.3	7.9	10.2	14.0
Eldorado Gold	ELD CN	加元	13.67	6,950	49.4	32.2	18.4	2.7	3.0	2.6	39.8	18.6	11.7	6.9	8.0	12.0
Royal Gold	RGLD US	美元	44.37	1,809	44.0	33.0	33.6	2.2	2.1	2.0	16.1	11.7	11.9	4.4	n.a.	n.a.
Newmont Mining	NEM US	美元	44.13	21,654	18.4	13.9	12.4	2.2	1.9	1.7	7.9	6.3	6.2	13.7	14.7	13.0
Buenaventura（秘鲁）	BVN US	美元	32.51	8,961	15.2	11.4	12.3	4.2	3.4	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	27.5	27.5	22.4
Yamana Gold Inc	AUY US	美元	10.53	7,722	22.2	14.0	13.2	1.1	1.1	1.0	12.1	8.4	7.9	4.7	7.4	8.8
平均					31.6	22.3	18.5	2.4	2.2	2.0	18.8	10.9	9.3	8.9	12.1	13.0
南非																
AngloGold Ashanti	ANG SJ	南非兰特	293.60	14,061	n.a.	13.3	11.6	4.9	3.8	3.0	13.0	6.9	6.2	-3.6	28.2	29.7
Gold Fields	GFI SJ	南非兰特	95.56	8,909	14.1	9.9	11.6	1.4	1.3	1.2	5.4	4.4	4.7	9.1	11.2	8.3
Harmony Gold	HAR SJ	南非兰特	75.70	4,265	22.0	13.9	13.4	1.1	1.0	1.0	8.8	6.2	5.7	4.1	6.2	5.7
Randgold Resources	RRS LN	英镑	45.75	6,695	99.3	37.9	23.7	918.2	743.8	572.1	50.5	21.9	11.3	5.6	9.5	17.2
平均					45.1	18.7	15.1	231.4	187.5	144.3	19.4	9.8	7.0	3.8	13.8	15.2
黄金（中国）																
瑞金矿业	246 HK	港币	9.99	989	16.8	11.5	11.6	3.3	2.5	2.0	8.8	5.7	5.3	34.1	24.9	21.4
招金矿业	1818 HK	港币	15.22	2,518	27.6	21.6	20.3	4.1	3.6	3.2	15.2	12.5	11.8	15.8	17.7	16.5
紫金矿业H	2899 HK	港币	7.00	14,686	22.1	16.6	16.0	4.9	4.2	3.6	12.2	9.3	8.0	22.3	25.4	22.7
紫金矿业A	601899 CH	人民币	8.90	18,957	31.9	24.5	24.3	7.1	6.2	5.5	17.7	13.5	11.6	22.3	25.4	22.7
中金黄金	600489 CH	人民币	52.66	6,098	103.7	48.5	40.6	10.0	8.9	7.8	33.6	19.4	17.3	9.6	18.3	19.3
山东黄金	600547 CH	人民币	71.58	7,460	58.7	39.5	42.4	17.2	12.8	10.3	33.1	23.7	24.7	29.4	32.3	24.3
平均					43.5	27.0	25.9	7.8	6.4	5.4	20.1	14.0	13.1	22.3	24.0	21.2

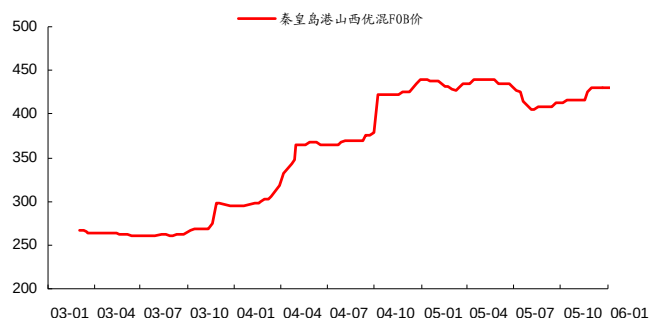
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

煤炭板块前两次宏观调控回顾：对煤价影响有限，对股价影响很大

宏观调控对煤炭行业基本面的影响比较小，而且比较滞后：

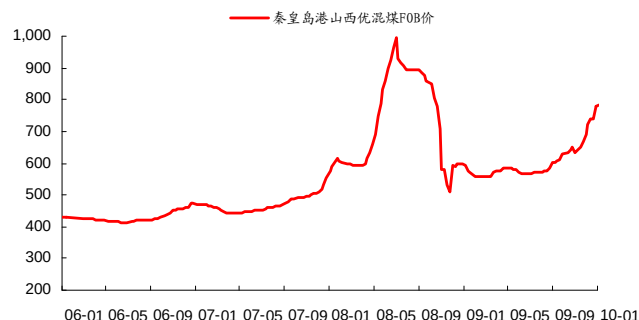
在过去两次宏观调控中，煤炭价格受到的影响都比较小，而且滞后期很长。2004年1~4季度秦皇岛煤价分别上涨7.6%、15.0%、3.6%和16.4%，全年累计涨幅为49.2%，可见存款准备金率和利率的上涨并没有改变煤价上涨的势头。06年12月25日秦皇岛山西优混煤价格473元/吨，07年4月16日见底于442元/吨，调整幅度为6.6%，周期为4个月左右。不过这种煤价调整很大程度上是由于季节性因素所致，07年下半年之后，煤炭价格开始了一年多的大幅上涨。

图表 34：2003~2004 年宏观调控对煤炭价格影响很小



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

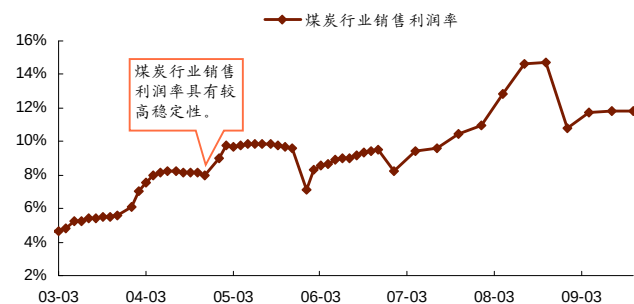
图表 35：2006~2007 年的宏观调控也未明显抑制煤价



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

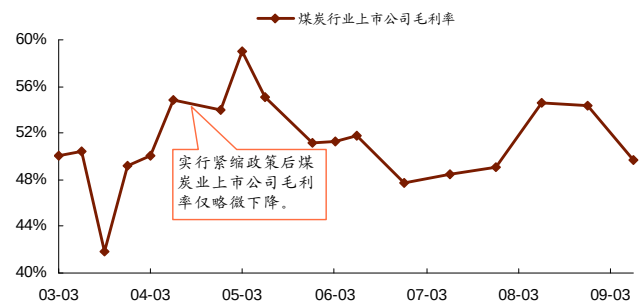
在 2004 年宏观调控中，煤炭行业的利润率保持了较高的稳定性。2004 年 4 月 11 日上调存款准备金率之后，煤炭行业的毛利率从 04 年 4 月的 34.8% 下降到 04 年底的 32.4%，但通过降低公司期间费用率而使得利润率（利润总额/销售收入）从 7.5% 上升到 8.0%。2006 年 4 月 27 日上调贷款利率之后，煤炭行业的毛利率从 06 年 4 月份的 29.6% 小幅下降到 06 年底的 29.0%，而利润率从 8.6% 上升到 9.6%。煤炭上市公司的毛利率在宏观调控前后也波动不大，基本保持在 50% 左右的水平。

图表 36：宏观调控对煤炭行业的利润率未有显著影响



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 37：宏观调控对煤炭上市公司毛利率影响



资料来源：CEIC，中金公司研究部

宏观调控对煤炭下游行业的影响负面

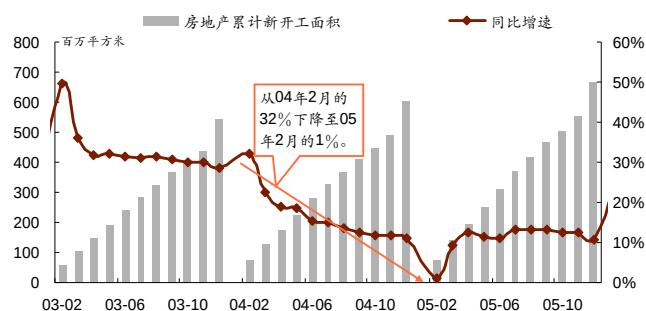
造成房地产新开工面积增速下降。在 2004 年调控周期中，房屋新开工面积增速从 2004 年 2 月的 32.3% 下降到 2005 年 2 月的 1.0%，调整周期为 12 个月。在 2006 年调控周期中，新开工面积增速从 2006 年 2 月的 28.3% 下降到 2007 年 2 月的 3.6%，调整周期为 12 个月。

发电量增速基本保持稳定。2004 年调控周期中，发电增速从 04 年 4 月的 16.6% 下降到 05 年 5 月的 14.1%。调整幅度不大，增速仅回落了 2.5%。在 2006 年调控周期中，从 06 年 12 月的 14.7% 下降到 07 年 2 月的 11.3%。调整幅度也比较小，增速仅回落了 3.4%；调整周期也仅为 2 个月。

钢铁产量增速小幅回落。2004 年调控之后，粗钢产量增速从 04 年 3 月的 26.5% 回落到 04 年 7 月的 20.6%，回落了 5.9%，时间为 4 个月。2006 年调控之后，粗钢产量增速从 06 年 7 月的 21.7% 回落到 06 年 10 月的 21.0%，回落了 0.7%，时间为 3 个月。

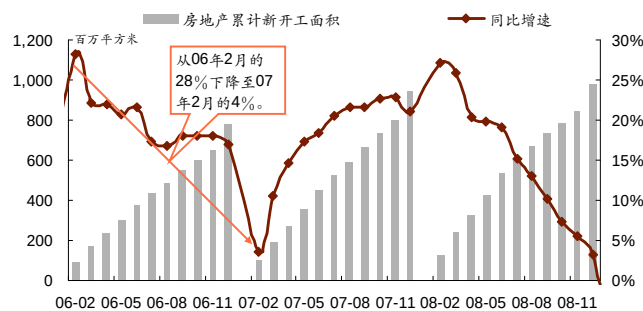
水泥产量增速大幅回落。2004 年调控之后，水泥产量增速从 04 年 2 月的 28.6% 回落到 05 年 2 月的 -14.2%，回落了 42.8%，周期为 1 年。2006 年调控之后，水泥产量增速从 06 年 3 月的 23.3% 回落到 07 年 4 月的 14.4%，回落了 8.9%，周期为 11 个月。

图表 38：2003~2004 房地产新开工面积增速显著下降



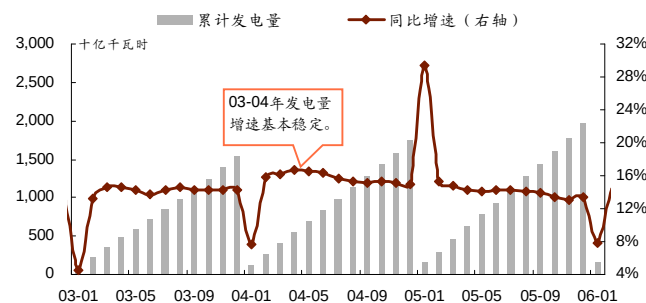
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 39：2006 年房地产新开工面积显著下降



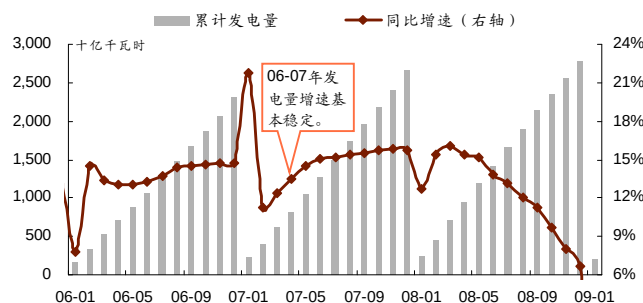
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 40：2003~2004 发电增速基本稳定



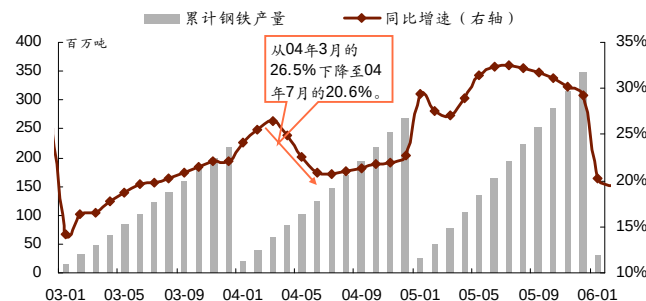
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 41：2006~2007 年发电增速基本稳定



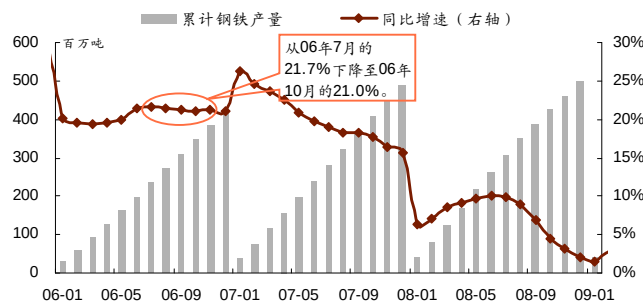
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 42：2003~2004 钢铁产量增速小幅回落



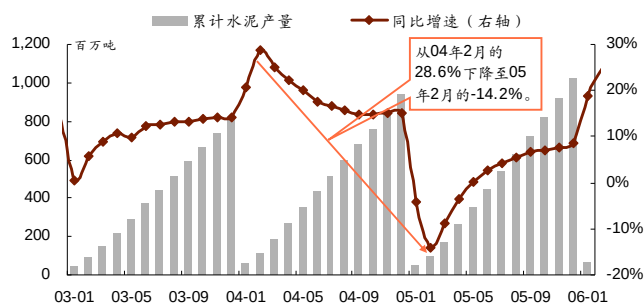
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 43：2006~2007 年钢铁产量增速基本保持稳定



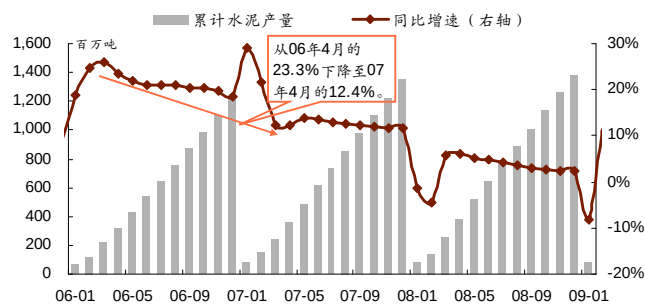
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 44：2003~2004 水泥产量增速大幅回落



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 45：2006~2007 年水泥产量增速大幅回落

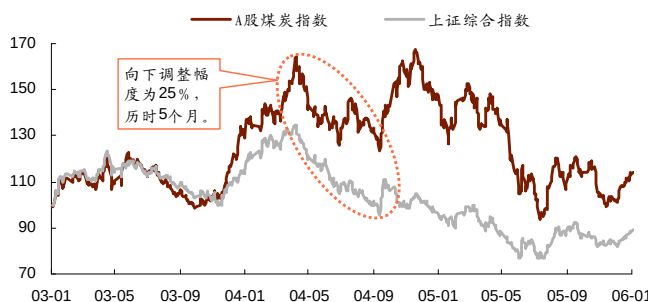


资料来源：CEIC，中金公司研究部

宏观调控对煤炭行业股价有很大冲击

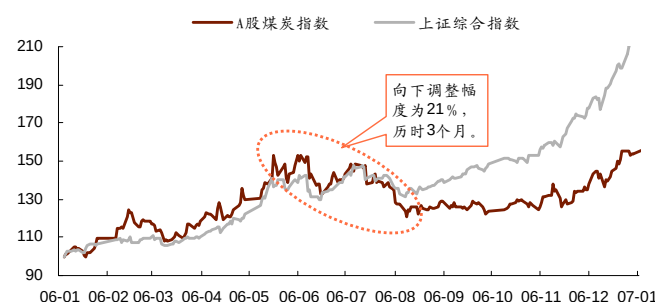
A 股市场上煤炭板块调整了大约 2~5 个月，幅度 21%~25%。2004 年 4 月 7 日煤炭指数见顶于 1623 点，然后调整到 2004 年 9 月 13 日的 1217 点，调整幅度为 25%，而调整时间大约为 5 个月；而同期沪深 300 指数下跌了 29%，煤炭股指数跑赢大盘 4 个百分点。2006 年 5 月 15 日，煤炭指数为 1708，然后调整到 06 年 8 月 7 日的 1351 点，下跌了 84 天，下跌幅度为 21%；同期，沪深 300 指数下跌 7%，跑输大盘 14%。

图表 46：2003~2004 煤炭 A 股指数



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部 注：以 03 年 1 月为基点 100

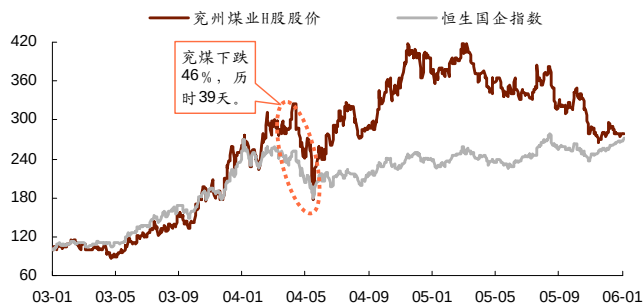
图表 47：2006 年 A 股指数表现



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部 注：以 06 年 1 月为基点 100

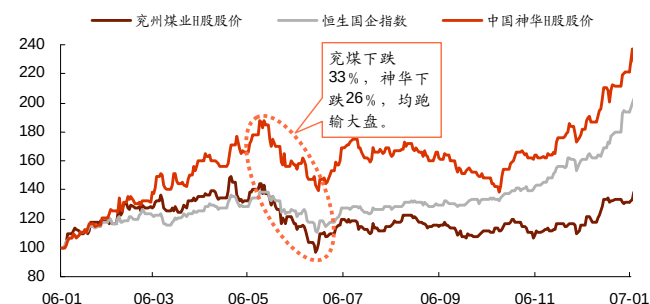
H 股煤炭公司的调整周期为 1 个多月 (38~39 天)，但幅度较大 (26%~46%)。2004 年 4 月 8 日兖州煤业最高点为 9.85 港元，04 年 5 月 17 日见下 5.30 港元，下跌了 39 天，跌幅为 46%；同期大盘跌幅为 30%，兖州煤业跑输大盘 16%。2006 年 5 月 8 日~2006 年 6 月 15 日出现调整，下跌了 38 天，兖煤最大跌幅 33%，神华下跌 26%，而同期 HSCEI 下跌 20%。

图表 48：03~04 年兖州煤业 H 股表现



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部 注：以 03 年 1 月为基点 100

图表 49：06 年兖州煤业和中国神华的 H 股表现



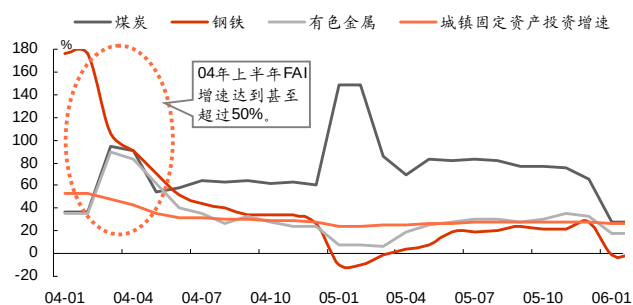
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部注：以 06 年 1 月为基点 100

本轮调控：煤炭股票仍有调整空间；维持 2010 煤价预测

此次调控与前两次宏观调控有何不同？

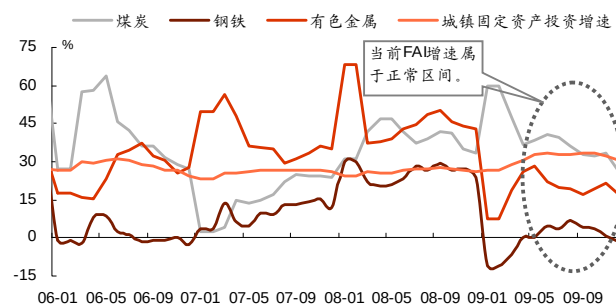
04 年投资增速过快，政府调控力度很大；而 2009 年 FAI 增速处于正常范围，调控手段将相对温和。2004 年 2 月，我国固定资产投资增速高达 53.0%，其中钢铁行业增速 137.3%，有色金属行业增速 172.6%，非金属矿物制品行业为 35.6%，投资面临失控的局面，因此当时政府采取了比较严厉的行政手段来打压投资。而在 2009 年 1~12 月份，我国固定资产投资增速 30.5%，虽然增速略高，但考虑到在 2009 年金融危机外部造成需求大幅下滑的环境下，为保持经济较快增长而使得投资增速较快也是合理的。随着 2010 年政府主导的基础设施投资增速放缓，我国的固定资产投资面临 2004 年那样失控的风险较小。因此，预计此次调控相对温和，对煤炭行业的影响要小于 2004 年。根据目前 10%—15% 的回调幅度，煤炭类股票还有 10%—20% 的下行风险。

图表 50：04 年固定资产投资增速面临失控



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 51：当前固定资产投资增速属于正常范围



资料来源：CEIC，中金公司研究部

经济发展的动力要弱于 06 年。2006 年中国经济的内在增长动力充足，因此宏观调控只是使得煤炭行业出现了短暂调整，2007 年下半年开始煤炭价格开始大幅上涨，而煤炭股票在 2007 年也远远超越大盘。而当前经济增长的动力要弱于 2006 年，短期再度出现 2007 年那样大幅上涨的概率不大。

对煤炭市场的影响如何？维持对 2010 年的煤价预期

2010 年本就是政策退出年，只不过政策退出早于预期，这更有利于经济的平稳发展。为了应对金融危机的冲击，包括我国在内的世界各国政府都实施了前所未有的刺激政策；而随着我国经济的企稳回升，2010 年这些刺激政策逐步退出本就是预料之中的事情，只不过央行上调存款准备金率的时点早于预期。政府提前实施紧缩政策，降低了未来经济过热的风险，这样未来不用出台更严厉的紧缩政策，其实有利于我国经济的平稳发展，避免大起大落。

我们 2010 年的煤炭供需预测模型里，已经考虑到了 2010 年下游需求放缓。如 2009 年粗钢产量增速 13.5%，中金公司钢铁分析师预测 2010 年粗钢产量增速 11.5%，而我们假设 2010 年粗钢产量增速 10%；2009 年水泥产量增速 17.9%，水泥分析师预测 2010 年水泥产量增速为 15.4%，我们的预测值为 13.1%。因此，除非 2010 年我国固定资产投资增速大幅下降，否则煤炭消费增速低于我们 7% 预测值的概率很小。

维持 2010 年秦皇岛港动力煤现货均价上涨 25%，炼焦煤均价上涨 20% 的预测。从供给来看山西省小煤矿复产进度缓慢，而河南、黑龙江等省份对煤炭行业的整合逐步推进也将限制其产量的增长，我们预计 2010 年全国煤炭产量增长 6.4% 左右，略低于 7% 的煤炭消费增速，预计秦皇岛港的动力煤现货均价上涨 25%，达到 750 元/吨，而这个价格略低于目前 805 元/吨的现价，其中考虑到了未来淡季煤价回落的影响。另外，我们预计 2010 年焦精煤消费量增长 9.2%，而产量增长 4.0% 左右，预计 2010 年炼焦煤均价比 2009 年上涨约 20%。

股价调整在逐步释放风险，但调整时间和幅度还不够充分

与上两次的宏观调控出台后的调整幅度相比，A 股煤炭公司还有 7%~11% 的调整空间。2004 年 4 月 7 日煤炭指数见顶于 1623 点，然后调整到 2004 年 9 月 13 日的 1217 点，调整幅度为 25%；2006 年 5 月 15 日，煤炭指数为 1708，然后调整到 06 年 8 月 7 日的 1351 点，下跌幅度为 21%。而 2010 年 1 月 12 日至今，煤炭指数调整了约 14%。

图表 52：此次 A 股煤炭板块的调整时间和幅度还不够

	煤炭指数	神火股份	西山煤电	兰花科创	兖州煤业	开滦股份	平煤股份	中煤能源	上证指数		
调整前半年表现	64%	41%	92%	90%	97%				68%	调整开始时间	2004-04-07
调整前一年表现	49%	43%	82%	86%	72%				-8%	调整结束时间	2004-09-13
04 年调整幅度	-25%	-17%	-18%	-31%	-22%				-57%	调整天数	159
调整前半年表现	70%	47%	98%	54%	52%	26%			202%	调整开始时间	2006-05-15
调整前一年表现	51%	-27%	21%	38%	-26%	14%			162%	调整结束时间	2006-08-07
06 年调整幅度	-21%	-16%	-28%	-14%	-27%	-28%			15%	调整天数	84
调整前半年表现	12%	44%	15%	21%	45%	1%	5%	-8%	51%	调整开始时间	2009-01-12
调整前一年表现	160%	137%	181%	230%	158%	82%	81%	99%	142%	当前日期	2009-01-25
此轮迄今调整幅度	-14%	-18%	-17%	-12%	-12%	-12%	-13%	-14%	-13%	调整天数	13

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

H 股煤炭公司的调整幅度也明显小于上两次宏观调控。2004 年和 2006 年宏观调控时，兖州煤业调整了 46% 和 35%，而此次兖煤的调整幅度仅为 8%；2006 年中国神华的调整幅度为 26%，此次调整幅度为 15%。

图表 53：此次 H 股煤炭板块的调整时间和幅度也还不够

	中煤能源	中国神华	兖州煤业	福山能源	恒生国企指数		
调整前半年表现			100%		45%	调整开始时间	2004-4-8
调整前一年表现			218%		130%	调整结束时间	2004-5-17
04 年调整幅度			-46%		-30%	调整天数	39
调整前半年表现		83%	19%		46%	调整开始时间	2006-5-8
调整前一年表现		114%	16%		59%	调整结束时间	2006-6-14
06 年调整幅度		-26%	-33%		-20%	调整天数	37
调整前半年表现	81%	57%	94%	84%	23%	调整开始时间	2009-1-12
调整前一年表现	170%	157%	239%	337%	77%	当前日期	2009-1-25
此轮迄今调整幅度	-18%	-15%	-8%	-11%	-9%	调整天数	13

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

A 股煤炭公司 PE 略高于可比公司，H 股公司略低于可比公司。目前，A 股煤炭公司的 2010 年 PE 大约为 17~18 倍，H 股煤炭公司 PE 为 14.5 倍，印尼煤炭公司 PE 大约为 15.4 倍，美国煤炭公司 PE 为 16.8 倍，澳大利亚煤炭公司 PE 为 22.9 倍。

图表 54：全球各地煤炭公司对比，A 股 PE 值略高，而 H 股煤炭公司处于低端

煤炭公司估值比较	EPS				P/E(x)			
	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
A 股焦煤公司(RMB)	1.39	1.10	1.60	1.95	18.3	24.6	16.8	14.2
A 股无烟煤公司(RMB)	1.53	1.85	2.16	2.45	20.1	21.2	17.2	15.2
A 股动力煤公司(RMB)	1.33	1.04	1.39	1.58	22.9	22.7	17.8	14.6
H 股煤炭公司(RMB)	0.54	0.62	0.79	0.9	20.9	18.1	14.5	11.9
印尼煤炭公司(USD)	0.06	0.08	0.07	0.09	19.7	13.2	15.4	11.3
美国煤炭公司(USD)	2.43	1.71	2.70	4.45	18.8	26.6	16.8	10.9
澳大利亚煤炭公司(USD)	1.16	0.19	0.21	0.35	8.5	25.3	22.9	14.2

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 55: 煤炭 A 股公司 6 个月 forward PE 接近历史平均水平

2003.1至今	西山煤电	平煤股份	开滦股份	神火股份	兰花科创	兖州煤业A	中国神华A	兖州煤业H	中国神华H
Max	70.3	43.6	139.0	49.7	40.0	132.2	81.5	109.6	48.3
Min	4.7	4.1	0.0	7.1	4.3	7.1	11.9	2.6	5.8
Mean	20.1	19.7	16.9	16.2	14.4	19.4	26.5	11.3	18.1
Median	17.6	19.8	12.2	14.0	14.0	17.3	20.2	9.7	16.6
STDEV	12.1	9.6	18.1	7.3	6.5	10.4	15.1	9.8	8.1
Mean+STDEV	32.1	29.4	35.0	23.5	20.9	29.8	41.7	21.1	26.2
Median+STDEV	29.7	29.4	30.4	21.4	20.5	27.7	35.3	19.5	24.7
当前水平	21.0	18.0	28.1	20.2	19.1	17.9	17.1	14.4	19.8

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

调整的时间周期还不够长。2004 年和 2006 年的第一次紧缩政策出台之后, A 股煤炭公司调整了 159 天和 84 天, 而此次调整持续了 13 天; H 股煤炭公司调整了 39 天和 37 天, 而此次 H 股煤炭股调整了 13 天。

后续的加息预期对股价形成压制。随着央行 1 月 12 日公布提高存款准备金率 0.5 个百分点, 市场对央行加息的预期也从 3 季度提前到 1 季度。在央行真正加息之前, 预计不时会有这方面的市场传言, 从而对煤炭股等投资品行业的股价形成压制。

未来煤炭板块反弹的契机:

从过去煤炭板块的表现来看, 煤炭公司在淡季出现超额收益的概率反而更大。在过去 8 年 2 至 5 月煤炭价格淡季中, 煤炭板块反而取得了超额收益。如果 1 季度加息预期兑现, 将释放市场对政策风险的担心; 同时市场需要利用 2~3 个月的时间观测调控对煤炭市场的影响。预计 3~4 月份煤炭价格的淡季调整幅度有限, 而如果股价调整也相对到位, 将提供较好的介入机会。

图表 56: 在 2~5 月份煤炭淡季, 煤炭股票反而容易取得超额收益

绝对收益	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	中值	均值
1月		8.2%	2.7%	-9.5%	9.6%	16.8%	-8.2%	25.2%	8.2%	6.4%
2月	1.8%	1.8%	5.6%	14.0%	6.8%	16.1%	-3.8%	-4.8%	3.7%	4.7%
3月	1.5%	0.8%	10.1%	-11.4%	3.1%	2.6%	-16.1%	26.7%	2.0%	2.2%
4月	5.9%	-3.6%	-7.0%	-0.4%	8.4%	42.0%	18.1%	19.3%	7.1%	10.3%
5月	-10.8%	8.3%	-2.2%	-14.3%	15.1%	19.9%	0.9%	15.9%	4.6%	4.1%
6月	12.7%	-5.9%	-8.5%	-5.7%	-2.7%	-2.5%	-16.9%	13.8%	-4.2%	-2.0%
7月	-4.8%	-2.8%	10.5%	-1.3%	-12.4%	36.1%	-12.4%	31.7%	-2.0%	5.6%
8月	-0.6%	-4.3%	-5.7%	1.9%	0.1%	19.2%	-24.3%	-28.8%	-2.4%	-5.3%
9月	-5.9%	-5.2%	6.7%	4.6%	-2.9%	33.2%	-6.9%	5.1%	0.9%	3.6%
10月	-3.5%	3.4%	10.8%	-7.6%	3.0%	-13.0%	-36.5%	18.2%	-0.3%	-3.2%
11月	-8.6%	8.6%	0.8%	-3.6%	7.3%	-14.5%	2.1%	12.3%	1.5%	0.5%
12月	-7.5%	15.7%	-7.2%	11.0%	13.2%	8.1%	7.6%	-2.1%	7.9%	4.8%

相对收益	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	中值	均值
1月		-1.1%	-4.3%	-5.2%	0.2%	-0.1%	6.0%	11.9%	-0.1%	1.1%
2月	0.0%	1.3%	0.2%	4.6%	2.4%	8.9%	-4.9%	-9.6%	0.7%	0.3%
3月	-3.9%	0.6%	7.5%	-2.2%	2.3%	-6.1%	3.5%	8.1%	1.5%	1.2%
4月	2.8%	-5.5%	3.9%	0.6%	-1.9%	11.0%	13.1%	14.1%	3.3%	4.7%
5月	-2.5%	3.2%	0.4%	-6.7%	-1.2%	8.6%	10.6%	10.2%	1.8%	2.8%
6月	-2.5%	0.8%	2.4%	-8.1%	-4.6%	1.7%	7.5%	-0.8%	0.0%	-0.5%
7月	0.3%	-3.5%	9.5%	-2.3%	-5.6%	14.9%	-12.8%	11.7%	-1.0%	1.5%
8月	-0.8%	-0.7%	-2.8%	-2.5%	-3.2%	0.4%	-11.2%	-6.1%	-2.6%	-3.4%
9月	-0.4%	-0.9%	1.6%	5.8%	-7.3%	26.4%	-0.8%	-1.0%	-0.6%	2.9%
10月	1.2%	4.8%	17.0%	-3.2%	-1.4%	-14.7%	-14.3%	8.3%	-0.1%	-0.3%
11月	-3.8%	5.6%	-0.4%	-3.3%	-8.4%	2.6%	-7.2%	4.9%	-1.8%	-1.2%
12月	-2.4%	10.7%	-1.4%	5.0%	-5.0%	-4.1%	8.4%	-3.9%	-1.9%	0.9%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

煤炭公司选择

H 股公司：兖州煤业和福山能源

图表 57：H 股煤炭公司主要经营指标

平均煤价(元/吨)	2008	2009E	2010E	2011E	平均煤价YoY	2009E	2010E	2011E
中国神华	379	392	431	451	中国神华	4%	10%	5%
国内长单价	336	364	397	416	国内长单价	8%	9%	5%
国内现货价	438	428	501	526	国内现货价	-2%	17%	5%
出口价格	577	544	484	480	出口价格	-6%	-11%	-1%
兖州煤业	628	503	581	624	兖州煤业	-20%	16%	7%
国内长单价	417	430	473	496	国内长单价	3%	10%	5%
国内现货价	710	799	928	992	国内现货价	12%	16%	7%
出口价格	731	652	600	613	出口价格	-11%	-8%	2%
中煤能源	432	427	494	535	中煤能源	-1%	16%	8%
国内长单价	365	416	458	481	国内长单价	14%	10%	5%
国内现货价	612	420	496	520	国内现货价	-31%	18%	5%
出口价格	705	559	492	484	出口价格	-21%	-12%	-2%
福山能源					福山能源			
原煤价格	785	582	704	774	原煤价格	-26%	21%	10%
焦精煤价格	1,473	1,082	1,291	1,417	焦精煤价格	-27%	19%	10%
单位煤炭成本(元/吨)	2008	2009E	2010E	2011E	单位煤炭成本YoY	2009E	2010E	2011E
中国神华	246	244	257	262	中国神华	-1%	5%	2%
兖州煤业	260	269	292	305	兖州煤业	3%	9%	4%
中煤能源	293	284	306	320	中煤能源	-3%	8%	5%
福山能源	132	141	151	157	福山能源	7%	7%	4%
煤炭销量(百万吨)	2008	2009E	2010E	2011E	煤炭销量YoY	2009E	2010E	2011E
中国神华	233	252	276	300	中国神华	8%	10%	9%
国内					国内			
国内长单	164	165	181	198	国内长单	0%	10%	9%
国内现货	48	73	80	88	国内现货	53%	10%	9%
出口	21	14	14	14	出口	-34%	0%	0%
兖州煤业	35	35	48	52	兖州煤业	0%	37%	8%
国内					国内			
国内长单	7	8	8	8	国内长单	7%	0%	0%
国内现货	26	26	28	29	国内现货	-1%	10%	3%
出口	0	0	0	0	出口	-66%	0%	0%
中煤能源	74	80	89	100	中煤能源	8%	12%	12%
国内					国内			
国内长单	55	64	70	77	国内长单	17%	8%	10%
国内现货	11	13	14	15	国内现货	17%	8%	10%
出口	7	2	2	2	出口	-74%	0%	0%
福山能源					福山能源			
原煤价格	2.5	6.0	6.6	6.6	原煤价格	143%	10%	0%
焦精煤价格	0.3	1.8	6.4	7.9	焦精煤价格	574%	250%	23%
吨煤毛利润 (元/吨)	2008	2009E	2010E	2011E	吨煤毛利润YoY	2009E	2010E	2011E
中国神华	136	155	180	195	中国神华	14%	16%	8%
兖州煤业	368	234	289	319	兖州煤业	-36%	23%	10%
中煤能源	134	140	167	186	中煤能源	5%	20%	12%
福山能源	609	396	509	574	福山能源	-35%	28%	13%
吨煤净利润 (元/吨)	2008	2009E	2010E	2011E	吨煤净利润YoY	2009E	2010E	2011E
中国神华	88	107	119	125	中国神华	21%	11%	5%
兖州煤业	191	123	135	150	兖州煤业	-36%	10%	11%
中煤能源	79	87	100	112	中煤能源	9%	16%	12%
福山能源	409	266	322	336	福山能源	-35%	21%	4%

资料来源：CEIC, 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

► 兖州煤业：增长前景改善，估值有望提升

陕西榆树湾矿有望正式投产。榆树湾煤矿设计产能 800 万吨，其股权结构为兖煤 41%、正大集团 40%、当地政府 19%。该矿产品为优质动力煤，价格为 400 多元/吨，成本为 150 元/吨。预计该公司的注册手续有望于 2010 年中完成，下半年纳入兖煤的合并报表。

收购澳洲 Felix 完成，2010 年贡献权益产量 900 万吨。Felix 拥有的三个运营煤矿在 2009 年的权益产量约 480 万吨，2010 年 3 月份设计能力 1000 万吨的 Moolaben 露天矿 (Felix 持有 80% 权益) 将投产，贡献权益产量大约 400 多万吨。

山东省煤炭行业整合为兖煤提供了发展机遇。山东省国资委已经于 2009 年完成了对钢铁行业的整合，将济钢、莱钢和日照钢铁合并成立了山东钢铁集团，在 2010 年的工作重点为推进煤炭企业的重组。目前，山东省国资委下属七大煤炭企业：兖矿集团、新汶矿业集团、枣庄矿业集团、龙口矿业集团、肥城矿业集团、淄博矿业集团和临沂矿业集团。各企业的基本情况如下表所示，可以看出兖矿集团的规模显著大于其他公司，而且兖煤也是山东省唯一的上市公司，因此获得整合主导权的概率更大。

图表 58：山东省煤炭企业整合，为兖煤提供了新机遇

企业名称	2009 年煤炭工业 100 强排名	2008 营业收入 (万元)	2008 煤炭产量 (万吨)
山东兖矿集团有限公司	8	4,679,232	3970
山东新汶矿业集团有限责任公司	15	3,287,262	1359
山东枣庄矿业 (集团) 有限责任公司	16	2,962,848	1685
山东淄博矿业集团有限责任公司	26	1,363,347	1378
山东肥城矿业集团有限责任公司	35	839,984	
山东临沂矿业集团有限责任公司	42	626,790	
山东龙口矿业集团有限公司	47	548,167	800

资料来源：中金公司研究部

► 福山能源：将继续通过收购带来增长

未来增长主要来自于：

1) **完成对棋盘井矿业的收购。**2009 年 10 月 22 日公司公告了收购内蒙古棋盘井矿业 60% 股权的计划，可以贡献权益产能 108 万吨，增长约 20%。

2) **全资收购 Willbroad 股权进一步增加公司资源储量。**公司 1 月 5 日公告，计划收购 Willbroad 公司的 100% 股权，该公司拥有 4.42 亿吨焦煤资源量和 600 万吨设计产能。

3) **联山煤矿的建设。**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%。

为收购进行的批股可能对股价造成短期压力，可以借此逢低买入。为收购 Willbroad 股权，福山能源将采取现金加发行股票的方式。参照 08 年福山能源收购现有三个煤矿的方案，预计此次收购价格大约在 200 亿元人民币左右，假设其中 60% 左右发行股票，发行价格按照 7.8 港元测算，将需要发行新股大约 17.5 亿，相当于目前 53.70 亿总股本的 33%。大量发行新股可能对公司股价造成压力。09 年 7 月 21 日公司曾经发行了 6 亿新股，7 月 20 日和 21 日公司股价下跌了 1.9% 和 3.4%，但之后公司股价重新走强，此后一周涨幅为 17.8%，一月涨幅为 11.6%。

► 中煤能源 (H) 和中国神华 (H)：近期缺乏上涨催化剂，下调目标价

2010 年电煤合同谈判已经尘埃落定。虽然剔除资源税的影响之后，30 元/吨的涨幅与我们预期基本相近，但低于一部分市场预期。

2010 年现货价格上涨对其利润贡献很小。中煤和神华的合同煤销售占比达到 70% 以上，因此未来现货价格的上涨对其当年的利润影响很小。

在政府采取紧缩政策之后，市场担心未来固定资产投资增速放缓，因此将降低对煤炭公司的估值。我们将中煤的目标市盈率下调为 17.0 倍，目标价下调为 15.6 港元；神华的目标市盈率下调为 18.6 倍，目标价下调为 43.0 港元。投资评级维持推荐。

A股公司：维持西煤、平煤、神火和神华(A)的推荐评级，但提醒近期继续调整的风险

图表 59：A股煤炭公司主要经营指标

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

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

煤炭销量(百万吨)	2008	2009E	2010E	2011E	煤炭销量YoY	2009E	2010E	2011E
西山煤电	16.2	18.1	25.2	28.2	西山煤电	12%	39%	12%
平煤股份	28.4	34.5	37.0	38.5	平煤股份	22%	7%	4%
开滦股份	4.0	4.3	4.3	4.3	开滦股份	7%	0%	0%
兰花科创	5.4	5.9	5.9	5.9	兰花科创	9%	0%	0%
神火股份	5.0	5.8	7.2	7.8	神火股份	16%	25%	8%
中国神华	232.7	251.5	275.8	299.6	中国神华	8%	10%	9%
兖州煤业	35.0	35.1	48.0	51.7	兖州煤业	0%	37%	8%
中煤能源	74.1	79.9	89.2	100.0	中煤能源	8%	12%	12%

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

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

资料来源：CEIC, 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

► 西山煤电：

公司具有最高的产量增速。2010 年预计在兴县斜沟煤矿的带动下，西山煤电将有近 40% 的原煤产量增长，在煤炭公司中增速最高。08 年西山煤电的原煤产量为 1619 万吨，而山西焦煤集团的原煤产量为 8029 万吨，集团公司煤炭产量大约为上市公司的 5 倍，为西山煤电提供了发展空间。

► 平煤股份：

公司具有较高产量增长潜力和资产注入预期，以及最高的业绩弹性。2008 年中平能化集团原煤产量 4120 万吨，并计划在陕西彬州建设 1000 万吨的矿区，在新疆哈密建设 2000 万吨的矿区。预计未来集团公司还将陆续注入所属的其他煤矿，逐步实现煤炭业务的整体上市。平煤股份具备最高的利润敏感度，在煤价上涨周期业绩弹性更大（在煤价每变动 1% 的情况下，平煤股份 10 年净利润将变动 5.3%）。

河南省煤炭行业整合利好公司。09 年 9 月新华四矿矿难之后，河南省要求全省 646 座小煤矿停产，并计划于 2010 年推动煤炭行业整合。据我们了解，河南省多数小煤矿都处于停产状态；预计河南省的煤炭整合也需要很长的时间，大多数停产小煤矿在 10 年难以复产。

► 神火股份：

电解铝业务逐渐扭亏，同时也将受益于河南地区的煤炭行业整合。公司的 10 年煤炭产量增速预计在 25% 左右，内生型增长仅次于西山煤电；而电解铝业务开始扭亏，预计在 10 年贡献 EPS 约 0.38 元（占比为 21%）。2010 年河南省计划将推动煤炭行业整合，将使得小煤矿产量难以有显著恢复，从而对公司煤价形成支撑。

煤炭公司盈利弹性分析

图表 60：煤炭公司盈利弹性分析

单位：人民币百万元	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	8,819	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)	10,441	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：中金公司研究部

图61：可比煤炭公司估值比较

A股煤炭公司	所属国家	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 2010-1-25	EPS(RMB) 2008 2009E 2010E	P/E(x) 2008 2009E 2010E	BPS(RMB) 2008 2009E 2010E	P/B(x) 2008 2009E 2010E
焦煤公司							
西山煤电*	中国	79,265	32.41	1.44 1.10 1.86	22.5 29.3 17.4	3.84 4.55 5.77	8.4 7.1 5.6
平煤股份*	中国	37,583	27.02	2.48 1.13 1.75	10.9 24.0 15.4	6.63 7.54 8.59	4.1 3.6 3.1
开滦股份*	中国	26,965	21.57	0.67 0.65 0.89	32.2 33.3 24.2	3.49 3.94 4.55	6.2 5.5 4.7
金牛能源	中国	26,483	33.61	2.49 1.60 2.18	13.5 21.0 15.4	8.09 8.51 10.87	4.2 3.9 3.1
煤气化	中国	9,833	18.73	1.33 0.74 1.16	14.1 25.2 16.2	5.15 n.a. n.a.	3.6 n.a. n.a.
盘江股份	中国	28,015	25.39	1.08 1.10 1.45	23.6 23.2 17.5	4.70 6.58 7.70	5.4 3.9 3.3
平均值-焦煤		34,691		1.58 1.05 1.55	19.5 26.0 17.7	5.32 6.22 7.49	5.3 4.8 4.0
中间值-焦煤		27,490		1.39 1.10 1.60	18.3 24.6 16.8	4.93 6.58 7.70	4.8 3.9 3.3
无烟煤公司							
兰花科创*	中国	23,699	41.20	2.45 2.10 2.47	16.8 19.7 16.7	7.71 8.96 10.44	5.3 4.6 3.9
神火股份*	中国	22,883	30.78	1.53 0.86 1.79	20.1 36.0 17.2	3.90 4.50 5.75	7.9 6.8 5.3
国阳新能	中国	37,730	39.22	1.51 1.85 2.16	26.0 21.2 18.2	5.90 6.12 7.99	6.6 6.4 4.9
平均值-无烟煤		28,104		1.83 1.60 2.14	21.0 25.6 17.4	5.84 6.53 8.06	6.6 5.9 4.7
中间值-无烟煤		23,699		1.53 1.85 2.16	20.1 21.2 17.2	5.90 6.12 7.99	6.6 6.4 4.9
其他煤炭公司							
中国神华*	中国	601,046	30.10	1.34 1.62 1.89	22.5 18.6 16.0	7.49 8.67 10.02	4.0 3.5 3.0
兖州煤业*	中国	90,602	20.89	1.32 0.89 1.28	15.8 23.5 16.3	5.36 5.94 6.77	3.9 3.5 3.1
中煤能源*	中国	160,298	12.37	0.51 0.51 0.67	24.1 24.4 18.6	4.79 5.14 5.65	2.6 2.4 2.2
大同煤业	中国	31,917	38.14	2.40 1.80 2.17	15.9 21.2 17.5	9.22 9.54 11.89	4.1 4.0 3.2
上海能源	中国	16,825	23.12	1.54 1.20 1.50	15.0 19.3 15.4	6.24 6.63 7.62	3.7 3.5 3.0
恒源煤电	中国	7,537	31.41	1.35 1.43 1.74	23.3 21.9 18.1	3.93 n.a. n.a.	8.0 n.a. n.a.
潞安环能	中国	49,094	42.13	2.48 2.08 2.45	17.0 20.2 17.2	7.82 7.95 9.77	5.4 5.3 4.3
露天煤业	中国	27,274	24.67	0.65 0.83 0.93	37.7 29.7 26.7	2.57 n.a. n.a.	9.6 n.a. n.a.
郑州煤电	中国	7,499	11.73	0.30 0.19 0.26	39.1 63.4 45.1	2.61 n.a. n.a.	4.5 n.a. n.a.
国投新集	中国	29,088	15.69	0.65 0.62 0.85	24.1 25.3 18.5	3.21 3.48 4.09	4.9 4.5 3.8
平均值-其他煤		102,118		1.25 1.12 1.37	23.5 26.8 20.9	5.32 6.76 7.97	5.1 3.8 3.2
中间值-其他煤		30,503		1.33 1.04 1.39	22.9 22.7 17.8	5.07 6.63 7.62	4.3 3.5 3.1
H股能源类公司							
		Market Cap (RMB Mn)	Price(HKD) 2010-1-25	EPS(RMB) 2008 2009E 2010E	P/E(x) 2008 2009E 2010E	BPS(RMB) 2008 2009E 2010E	P/B(x) 2008 2009E 2010E
中国神华*	中国	601,046	34.85	1.34 1.71 1.99	23.2 18.1 15.1	7.41 8.66 10.21	4.2 3.6 2.9
兖州煤业*	中国	90,602	16.92	1.32 0.95 1.32	11.4 15.8 11.0	5.44 5.93 6.91	2.8 2.5 2.1
中煤能源*	中国	160,298	12.60	0.54 0.62 0.79	20.9 18.0 13.8	4.42 4.87 5.48	2.5 2.3 2.0
福山能源*	中国	33,823	7.19	0.10 0.26 0.42	67.4 24.1 14.9	2.09 2.86 3.15	3.1 2.2 2.0
恒鼎实业	中国	15,669	8.52	0.49 0.23 0.50	15.6 32.2 14.5	2.93 2.98 3.41	2.6 2.5 2.1
平均值		180,287		0.76 0.75 1.00	27.7 21.6 13.9	4.46 5.06 5.83	3.0 2.6 2.2
中间值		90,602		0.54 0.62 0.79	20.9 18.1 14.5	4.42 4.87 5.48	2.8 2.5 2.1
国际可比公司							
		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 2010-1-25	EPS(USD) 2008 2009E 2010E	P/E(x) 2008 2009E 2010E	BPS(USD) 2008 2009E 2010E	P/B(x) 2008 2009E 2010E
综合性公司							
Rio Tinto	澳大利亚	134,048	65.69	2.26 3.23 4.37	32.5 22.7 16.8	10.85 20.40 23.18	6.1 3.2 2.8
BHP Billiton	澳大利亚	216,443	37.56	1.06 2.02 2.81	39.1 20.4 14.7	7.18 8.30 10.27	5.2 4.5 3.7
Anglo American	英国	32,985	40.37	4.34 2.14 3.35	5.7 11.5 7.4	18.68 21.31 24.71	2.2 1.9 1.6
XSTRATA	瑞士	33,064	18.13	2.12 1.00 1.76	5.2 11.1 6.3	10.79 11.58 12.93	1.7 1.6 1.4
平均值		104,135		2.44 2.10 3.07	20.6 16.4 11.3	11.87 15.40 17.77	3.8 2.8 2.4
中间值		83,556		2.19 2.08 3.08	19.1 16.0 11.0	10.82 15.99 18.06	3.7 2.6 2.2
印尼煤炭公司							
Bumi	印尼	5,551	0.29	0.03 0.02 0.02	8.5 13.0 15.1	0.10 0.10 0.11	3.0 2.9 2.6
Adaro	印尼	6,637	0.21	0.00 0.02 0.01	55.4 13.5 17.1	0.05 0.06 0.07	4.4 3.4 3.0
Indo Tambangraya	印尼	3,831	3.39	0.21 0.27 0.23	16.2 12.4 14.6	0.54 0.70 0.77	6.3 4.9 4.4
Tambang Batubara	印尼	4,239	1.84	0.08 0.14 0.12	23.2 13.6 15.7	0.25 0.28 0.32	7.4 6.6 5.7
平均值		5,064		0.08 0.11 0.10	25.8 13.1 15.6	0.23 0.28 0.32	5.3 4.5 3.9
中间值		4,895		0.06 0.08 0.07	19.7 13.2 15.4	0.17 0.19 0.22	5.4 4.2 3.7
美国煤炭公司							
Peabody	美国	12,079	45.10	3.55 1.71 2.70	12.8 26.6 16.8	14.12 14.03 16.45	3.2 3.2 2.7
Arch Coal	美国	4,029	24.80	2.47 0.46 1.27	10.2 54.5 19.9	13.01 12.61 13.40	1.9 2.0 1.9
Consol	美国	8,890	49.16	2.43 2.91 3.13	20.5 17.1 15.9	9.92 10.95 13.93	5.0 4.5 3.5
Massey	美国	3,523	41.18	0.69 1.15 2.40	60.7 36.5 17.5	14.16 13.47 17.07	2.9 3.1 2.4
Alpha	美国	5,339	44.14	2.42 1.82 3.30	18.8 24.9 13.8	24.73 20.41 24.22	1.8 2.2 1.8
平均值		6,772		2.31 1.61 2.56	24.6 31.9 16.8	15.19 14.29 17.01	2.9 3.0 2.5
中间值		5,339		2.43 1.71 2.70	18.8 26.6 16.8	14.12 13.47 16.45	2.9 3.1 2.4
澳大利亚煤炭公司							
Coal & Allied	澳大利亚	6,386	73.76	9.28 4.76 4.06	8.8 17.1 20.1	15.85 17.20 20.29	4.7 4.3 3.6
New Hope	澳大利亚	3,356	4.06	2.40 0.19 0.21	2.0 25.3 22.9	3.37 2.73 2.83	1.2 1.5 1.4
Energy Resources	澳大利亚	3,686	19.33	1.16 1.39 1.18	18.1 15.1 17.9	4.44 4.90 5.66	4.4 3.9 3.4
Aquila	澳大利亚	2,801	8.69	-0.10 0.05 0.10	n.a. 201.8 97.9	0.57 1.26 1.32	15.4 6.9 6.6
Whitehaven	澳大利亚	2,058	4.23	0.61 0.14 0.20	8.2 35.3 24.3	1.78 2.12 2.22	2.4 2.0 1.9
平均值		3,657		2.67 1.31 1.15	9.2 58.9 36.6	5.20 5.64 6.46	5.6 3.7 3.4
中间值		3,356		1.16 0.19 0.21	8.5 25.3 22.9	3.37 2.73 2.83	4.4 3.9 3.4

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

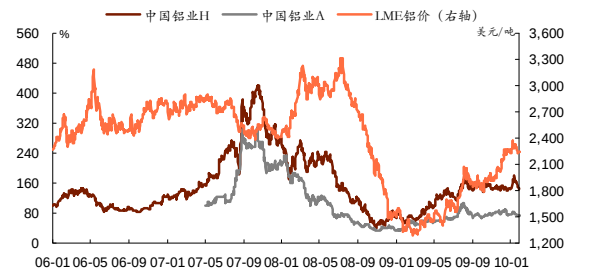
中国铝业 (2600.HK): 维持审慎推荐

图表 62: 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	8,111	7,671
销售成本	(70,201)	(54,506)	(68,754)	(84,829)	应收款项	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	34,603	36,026
EBITDA	8,936	6,050	14,479	16,582	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)	6,982	8,265	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	135,528	141,635
联营公司收入/(支出)	-	-	-	-	应付账款	5,296	3,255	4,105	5,065
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)	4,964	6,172	其他流动负债	15,637	12,357	14,288	16,442
税项	34	553	(1,142)	(1,543)	流动负债合计	38,451	31,130	32,911	35,025
少数股东权益	(149)	226	(496)	(617)	长期借款	36,133	39,803	40,410	40,496
优先股股息前净利润	9	(1,735)	3,326	4,012	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)	3,326	4,012	负债合计	75,331	71,680	74,068	76,268
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	9	(1,735)	3,326	4,012	股东权益合计	54,998	53,264	55,991	59,281
每股盈利(基础, 特殊项目前)(元)	0.00	-0.13	0.25	0.30	少数股东权益	5,198	4,972	5,468	6,086
每股盈利(基础, 特殊项目后)(元)	0.00	-0.13	0.25	0.30	负债及股东权益总计	135,528	129,916	135,528	141,635
每股盈利(全面摊薄, 特殊项目后)(元)	0.00	-0.13	0.25	0.30	每股帐面价值(元)	4.07	3.94	4.14	4.38
每股股息(元)	0.00	0.00	0.04	0.06					
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	(0.01)	0.02					
自由现金流收益率(%) H股	0.00	0.00	(0.01)	0.03					

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)	5.9	6.8
EBITDA 增长	(56.2)	(32.3)	139.3	14.5	资产收益率(%)	0.0	(1.3)	2.5	2.8
EBIT 增长	(83.7)	(122.7)	(1287.5)	18.4	平均投入资本回报率(%)	1.9	(0.4)	4.6	5.1
净利润增长	(98.7)	n.a.	n.a.	20.6	存货周转天数	83.8	114.5	82.4	75.5
每股盈利增长	(99.9)	n.a.	n.a.	20.6	应收帐款周转天数	16.8	22.9	17.0	16.6
毛利率	8.5	4.8	13.6	13.1	应付帐款周转天数	25.1	27.3	16.9	17.2
EBITDA 率	11.6	10.6	18.2	17.0	净债务/权益比率(%)	0.2	(4.4)	6.2	6.3
利息税项前利润率	3.4	(1.0)	8.8	8.5	净利息覆盖率(倍)	1.5	(0.3)	3.1	3.6

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	158	(1,735)	3,326	4,012	A股				
折旧及摊销	5,457	6,638	7,497	8,317	市盈率(倍)	19,800.2	n.a.	54.9	45.5
少数股东权益	-	(226)	496	617	市净率(倍)	3.3	3.4	3.3	3.1
营运资金变动	(2,861)	(484)	(2,062)	1,251	EV/EBITDA (X)	24.6	36.4	15.2	13.3
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	0.3	0.5
经营活动现金流	5,004	6,319	11,475	16,489	H股				
资本开支	(17,328)	(10,000)	(12,000)	(13,000)	市盈率(倍)	11,297.1	(59.6)	30.2	24.5
收购	-	-	-	-	市净率(倍)	1.9	1.9	1.8	1.7
出售	23	-	-	-	EV/EBITDA (X)	15.7	23.2	9.7	8.5
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)	(2,817)	(3,015)					
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)	(3,209)	(3,929)					
现金流总计	7,187	(4,137)	(3,734)	(440)					



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。

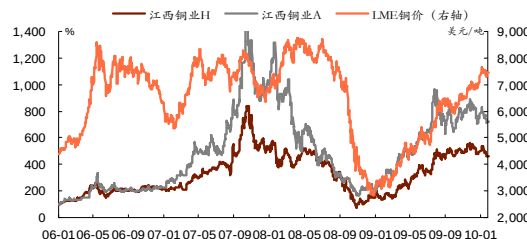
江西铜业 (600362.CH/358.HK)：维持审慎推荐

图表 63：江西铜业财务概要

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	53,972	46,633	60,007	63,537	货币资金	4,140	3,042	-91	-752
销售成本	(47,445)	(41,884)	(53,457)	(56,325)	应收账款	5,942	5,181	6,667	7,060
销售分销及行政成本	(1,331)	(1,049)	(1,144)	(1,380)	存货	6,886	6,942	8,859	9,335
研究及开发					其他流动资产	762	694	886	933
其它营业利润(支出)					流动资产合计	17,730	15,860	16,322	16,575
EBITDA	4,233	4,818	6,554	7,137	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	3,800	5,406	5,831	投资合计	853	853	853	853
利息收入	-	36	15	(4)	其他长期资产	363	363	363	363
利息支出	(387)	(247)	(262)	(285)	总资产	34,151	35,344	38,934	42,365
联营公司收入/(支出)					应付账款	2,851	2,275	2,712	2,674
其它	(5)	-	-	-	短期借款	3,348	3,623	3,837	4,249
税项前利润	2,998	3,589	5,159	5,542	其他流动负债	1,610	1,259	1,333	1,353
税项	(801)	(897)	(1,290)	(1,386)	流动负债合计	7,809	7,157	7,882	8,277
少数股东权益	88	(72)	(103)	(111)	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	2,620	3,766	4,046	负债合计	13,032	12,320	13,170	13,658
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	0	0	0	0
净利润	2,285	2,620	3,766	4,046	股东权益合计	20,752	22,586	25,223	28,055
每股盈利(基础,特殊项目前)(元)	0.76	0.87	1.25	1.34	少数股东权益	367	438	542	652
每股盈利(基础,特殊项目后)(元)	0.76	0.87	1.25	1.34	负债及股东权益总计	34,151	35,344	38,934	42,365
每股盈利(全面摊薄,特殊项目后)(元)	0.76	0.87	1.25	1.34					
每股股息(元)	0.23	0.26	0.37	0.40	每股账面价值(元)	6.87	7.47	8.34	9.28
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	0.0	0.9					
自由现金流收益率(%)：H股	0.8	0.4	0.1	1.0					

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	24.5	(13.6)	28.7	5.9	净资产收益率(%)	11.0	11.6	14.9	14.4
EBITDA 增长	(36.1)	13.8	36.1	8.9	资产收益率(%)	6.6	7.5	10.1	10.0
EBIT 增长	(42.3)	12.1	42.3	7.9	平均投入资本回报率(%)	11.5	12.6	16.4	16.1
净利润增长	(49.6)	14.7	43.7	7.4	存货周转日数	53.3	60.8	60.8	60.8
每股盈利增长	(49.6)	14.7	43.7	7.4	应收账款周转日数	40.2	40.6	40.6	40.6
毛利率	12.1	10.2	10.9	11.4	应付账款周转日数	21.9	22.8	22.8	22.8
EBITDA 率	7.8	10.3	10.9	11.2	净债务/权益比率(%)	19.8	24.0	35.2	35.8
利息税项前利润率	6.3	8.1	9.0	9.2	净利息覆盖率(倍)	8.8	13.5	19.6	20.8

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	2,620	3,766	4,046	A股				
折旧及摊销	843	1,018	1,148	1,305	市盈率(倍)	48.4	42.2	29.4	27.3
少数股东权益	-	(72)	(103)	(111)	市净率(倍)	5.3	4.9	4.4	3.9
营运资金变动	2,145	518	(2,798)	(716)	EV/EBITDA (X)	27.1	23.8	17.5	16.1
其它经营活动现金流	1,064	326	261	306	股息收益率%	0.6	0.7	1.0	1.1
经营活动现金流	6,249	4,410	2,275	4,831	H股				
资本开支	(2,469)	(4,010)	(4,210)	(4,420)	市盈率(倍)	20.2	17.4	11.8	10.7
收购	(1,681)	-	-	-	市净率(倍)	2.2	2.0	1.8	1.5
出售	54	-	-	-	EV/EBITDA (X)	11.7	10.3	7.6	7.0
其它	25	-	-	-	股息收益率%	1.5	1.7	2.5	2.7
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)	(997)	(1,377)	(1,503)					
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)	(1,498)	(1,198)	(1,073)					
现金流总计	880	-1,098	-3,133	-662					



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。

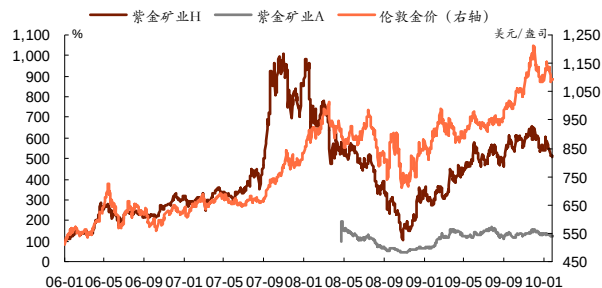
紫金矿业 (601899.CH/2899.HK): 维持审慎推荐

图表 64: 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	5,605	7,995
销售成本	(10,566)	(13,897)	(16,143)	(16,620)	应收账款	322	443	490	501
销售分销及行政成本	(1,318)	(1,073)	(1,359)	(1,253)	存货	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	9,680	11,750
EBITDA	5,590	7,229	9,453	10,985	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	8,245	9,458	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	35,180	39,223
联营公司收入/(支出)					应付账款	728	649	1,176	942
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	7,856	9,000	其他流动负债	2,373	3,237	3,540	3,633
税项	(639)	(906)	(1,178)	(2,250)	流动负债合计	5,659	6,645	7,675	7,733
少数股东权益	(828)	(1,079)	(1,402)	(1,418)	长期借款	969	869	769	669
优先股股息前净利润	3,066	4,057	5,275	5,333	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	5,275	5,333	负债合计	7,038	7,924	8,854	8,813
税项后特殊项目	0	0	0	0	优先股				
净利润	3,066	4,057	5,275	5,333	股东权益合计	16,134	18,163	20,801	23,467
每股盈利(基础,特殊项目前)(元)	0.21	0.28	0.36	0.37	少数股东权益	3,045	4,123	5,526	6,943
每股盈利(基础,特殊项目后)(元)	0.21	0.28	0.36	0.37	负债及股东权益总计	26,218	30,211	35,180	39,223
每股盈利(全面摊薄,特殊项目后)(元)	0.21	0.28	0.36	0.37	每股帐面价值(元)	1.11	1.25	1.43	1.61
每股股息(元)	0.10	0.14	0.18	0.18					
派息率(%)	47.4	50.0	50.0	50.0					
自由现金流收益率(%)：A股	-1.6	0.2	1.6	2.7					
自由现金流收益率(%)：H股	-2.2	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	25.4	22.7
EBITDA 增长	3.0	29.3	30.8	16.2	资产收益率(%)	14.3	14.3	16.0	14.2
EBIT增长	0.0	30.3	29.4	14.7	平均投入资本回报率(%)	26.9	26.2	29.5	29.4
净利润增长	20.3	32.3	30.0	1.1	存货周转日数	28.3	28.3	28.3	28.3
每股盈利增长	20.3	32.3	30.0	1.1	应收账款周转日数	6.6	6.6	6.6	6.6
毛利率	37.8	34.0	37.1	39.0	应付账款周转日数	23.3	24.3	24.3	24.3
EBITDA率	32.9	34.4	36.9	40.3	净债务/权益比率(%)	(9.4)	(5.4)	(9.0)	(17.8)
利息税项前利润率	28.8	30.3	32.1	34.7	净利息覆盖率(倍)	49.8	33.7	33.1	29.7

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	12/11E
优先股股息前净利润	3,894	5,136	6,677	6,750	A股				
折旧及摊销	701	857	1,208	1,527	市盈率(倍)	42.2	31.9	24.5	24.3
少数股东权益	-	-	-	-	市净率(倍)	8.0	7.1	6.2	5.5
营运资金变动	(1,082)	408	144	179	EV/EBITDA (X)	22.9	17.7	13.5	11.6
其它经营活动现金流	512	89	149	218	股息收益率%	1.1	1.6	2.0	2.1
经营活动现金流	4,025	6,491	8,179	8,674	H股				
资本开支	(5,217)	(5,000)	(4,500)	(3,500)	市盈率(倍)	29.6	22.1	16.6	16.0
收购	(495)	-	-	-	市净率(倍)	18.6	5.6	4.9	4.2
出售	117	-	-	-	EV/EBITDA (X)	15.8	12.2	9.3	8.0
其它	(3,057)	200	100	100	股息收益率%	1.6	2.3	3.0	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)	(2,638)	(2,666)					
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)	(2,786)	(2,884)					
现金流总计	581	(427)	992	2,390					



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

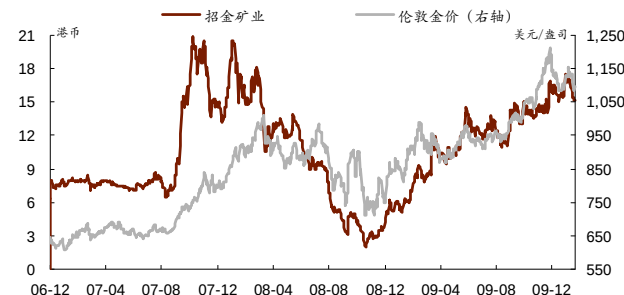
招金矿业 (1818.HK)：维持审慎推荐

图表 65：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	809	1,008
销售成本	(1,073)	(1,526)	(1,891)	(2,230)	应收款项	35	254	254	254
销售分銷及行政成本	(318)	(404)	(539)	(552)	存货	422	595	665	821
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	1,890	2,245
EBITDA	974	1,276	1,547	1,636	固定资产净值	2,148	2,491	2,957	3,426
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	1,203	1,239	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	6,910	7,636
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	1,194	1,240	其他流动负债	433	812	725	1,084
税项	(170)	(240)	(299)	(310)	流动负债合计	1,110	1,459	1,149	1,335
少数股东权益	(4)	(9)	(11)	(11)	长期借款	8	9	10	11
优先股股息前净利润	534	710	885	919	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	885	919	负债合计	1,522	1,872	1,563	1,750
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	534	710	885	919	股东权益合计	4,055	4,482	5,013	5,564
每股盈利(基础, 特殊项目前)(元)	0.37	0.49	0.61	0.63	少数股东权益	353	345	334	323
每股盈利(基础, 特殊项目后)(元)	0.37	0.49	0.61	0.63	负债及股东权益总计	5,931	6,698	6,910	7,636
每股盈利(全面摊薄, 特殊项目后)(元)	0.37	0.49	0.61	0.63					
每股股息(元)	0.17	0.19	0.24	0.25					
派息率(%)	45.3	40.0	40.0	40.0	每股帐面价值(元)	3.02	3.31	3.67	4.04
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	17.7	16.5
EBITDA 增长	37.4	31.0	21.3	5.7	资产收益率(%)	9.8	11.2	12.8	12.3
EBIT增长	24.9	34.7	23.1	3.0	平均投入资本回报率(%)	16.1	19.6	22.8	22.1
净利润增长	37.4	33.0	24.6	3.8	存货周转天数	128.5	121.7	121.7	121.7
每股盈利增长	37.4	33.0	24.6	3.8	应收帐款周转天数	34.9	36.5	36.5	36.5
毛利率	50.2	47.5	48.1	44.7	应付帐款周转天数	37.4	36.5	36.5	33.2
EBITDA率	45.2	43.9	42.5	40.6	净债务/权益比率(%)	(5.2)	(16.9)	(14.5)	(20.2)
利息税项前利润率	33.7	33.6	33.1	30.8	净利息覆盖率(倍)	41.5	51.5	133.4	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	896	930	H股				
折旧及摊销	248	298	344	397	市盈率(倍)	37.1	27.6	21.6	20.3
少数股东权益	-	-	-	-	市净率(倍)	4.5	4.1	3.6	3.2
营运资金变动	(255)	376	(180)	230	EV/EBITDA (X)	19.9	15.2	12.5	11.8
其它经营活动现金流	91	19	9	(1)	股息收益率%	1.1	1.3	1.6	1.7
经营活动现金流	519	1,412	1,068	1,555					
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)	(354)					
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)	(552)					
现金流总计	(928)	348	(228)	199					



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。

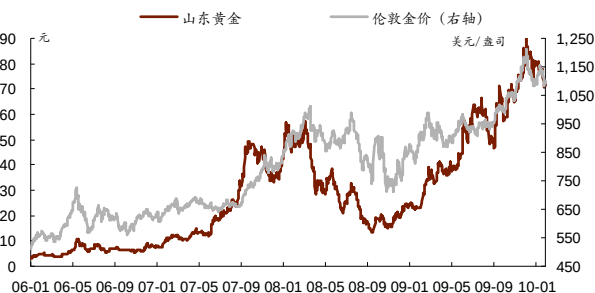
山东黄金 (600547.CH): 维持审慎推荐

图表 66: 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	19,873	23,064	26,757	27,250	货币资金	287	54	651	1,180
销售成本	(18,138)	(20,815)	(23,811)	(24,511)	应收账款	57	77	107	109
销售分销及行政成本	(737)	(969)	(1,081)	(1,008)	存货	249	384	409	408
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	433	537	593	600
其它营业利润(支出)	-	-	-	-	流动资产合计	1,026	1,052	1,759	2,297
EBITDA	1,266	1,561	2,182	2,087	固定资产净值	2,830	3,175	3,482	3,750
折旧及摊销	(290)	(280)	(318)	(357)	无形资产净值	255	230	206	181
利息税项前利润	976	1,281	1,864	1,730	投资合计	39	39	39	39
利息收入	-	-	-	-	其他长期资产	44	44	44	44
利息支出	(75)	(44)	(30)	(20)	总资产	4,195	4,540	5,529	6,310
联营公司收入/(支出)	-	-	-	-	应付账款	315	260	335	278
其它	(6)	(6)	(6)	(6)	短期借款	978	578	378	178
税项前利润	896	1,231	1,828	1,705	其他流动负债	371	372	372	372
税项	(221)	(308)	(457)	(426)	流动负债合计	1,663	1,209	1,085	828
少数股东权益	(38)	(55)	(82)	(77)	长期借款	-	50	50	50
优先股股息前净利润	637	868	1,289	1,202	其他长期负债	103	103	103	103
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	103	153	153	153
净利润 (特殊项目前)	637	868	1,289	1,202	负债合计	1,766	1,362	1,238	981
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	-	-	-	-
净利润	637	868	1,289	1,202	股东权益合计	2,261	2,955	3,986	4,948
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	0.89	1.22	1.81	1.69	少数股东权益	167	223	305	382
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	0.89	1.22	1.81	1.69	负债及股东权益总计	4,195	4,540	5,529	6,310
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	0.89	1.22	1.81	1.69	每股账面价值(元)	3.18	4.15	5.60	6.95
每股股息 (元)	0.30	0.24	0.36	0.34					
派息率 (%)	33.5	20.0	20.0	20.0					
自由现金流收益率 (%) A股	0.7	1.4	2.3	2.1					
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	100.1	16.1	16.0	1.8	净资产收益率 (%)	28.2	29.4	32.3	24.3
EBITDA 增长	101.0	23.3	39.8	(4.4)	资产收益率 (%)	15.8	19.9	25.6	20.3
EBIT 增长	147.8	31.2	45.6	(7.2)	平均投入资本回报率 (%)	29.8	35.5	43.7	33.7
净利润增长	230.2	36.3	48.5	(6.8)	存货周转天数	4.6	6.1	6.1	6.1
每股盈利增长	230.2	36.3	48.5	(6.8)	应收账款周转天数	1.1	1.2	1.5	1.5
毛利率	8.7	9.8	11.0	10.0	应付账款周转天数	4.7	4.6	4.6	4.6
EBITDA 率	6.4	6.8	8.2	7.7	净债务/权益比率 (%)	30.5	19.4	(5.6)	(19.3)
利息税项前利润率	4.9	5.6	7.0	6.3	净利息覆盖率 (倍)	13.1	29.2	61.8	88.0

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	675	868	1,289	1,202	A股				
折旧及摊销	290	280	318	357	市盈率 (倍)	80.0	58.7	39.5	42.4
少数股东权益	-	55	82	77	市净率 (倍)	22.5	17.2	12.8	10.3
营运资金变动	65	(313)	(35)	(65)	EV/EBITDA (X)	40.8	33.1	23.7	24.7
其它经营活动现金流	115	44	30	20	股息收益率 (%)	0.4	0.3	0.5	0.5
经营活动现金流	1,145	934	1,685	1,590					
资本开支	(784)	(600)	(600)	(600)					
收购	(969)	-	-	-					
出售	51	-	-	-					
其它	(23)	-	-	(0)					
投资活动现金流	(1,725)	(600)	(600)	(600)					
股息支出 (普通股及优先股)	(213)	(174)	(258)	(240)					
借项变动	(213)	(350)	(200)	(200)					
发行(再购买)股票	-	-	-	-					
其它融资活动现金流	964	(44)	(30)	(20)					
融资活动现金流	537	(567)	(488)	(460)					
现金流总计	(42)	(233)	597	530					

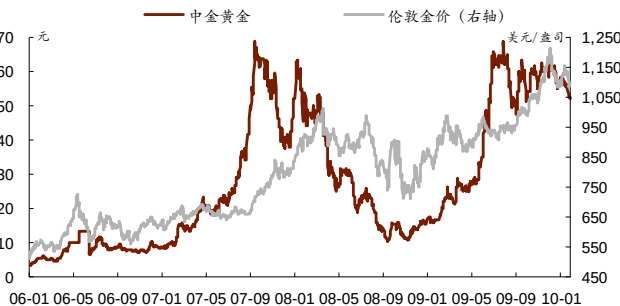


资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

中金黄金 (600489.CH)：维持审慎推荐

图表 67：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	1,466	2,631
销售成本	(12,873)	(15,176)	(18,400)	(18,253)	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	1,530	1,401
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	3,935	4,968
EBITDA	1,210	1,247	2,164	2,420	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	1,744	2,070	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	9,356	10,582
联营公司收入/(支出)					应付账款	562	757	918	867
其它	31	-	-	-	短期借款	1,342	1,471	1,586	1,694
税项前利润	887	765	1,636	1,953	其他流动负债	918	694	220	289
税项	(202)	(191)	(409)	(488)	流动负债合计	2,822	2,922	2,724	2,851
少数股东权益	(205)	(172)	(368)	(439)	长期借款	256	283	356	399
优先股股息前净利润	479	401	859	1,025	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	859	1,025	负债合计	3,464	3,573	3,448	3,619
税项后特殊项目	-	-	-	-	优先股	0	0	0	0
净利润	479	401	859	1,025	股东权益合计	3,942	4,183	4,698	5,313
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	0.61	0.51	1.09	1.30	少数股东权益	670	842	1,211	1,650
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	0.61	0.51	1.09	1.30	负债及股东权益总计	8,076	8,598	9,356	10,582
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	0.61	0.51	1.09	1.30					
每股股息 (元)	0.24	0.20	0.43	0.52					
派息率 (%)	40.0	40.0	40.0	40.0	每股帐面价值(元)	4.99	5.29	5.94	6.72
自由现金流收益率 (%) A股	(1.9)	1.5	1.0	3.9					
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	18.3	19.3
EBITDA 增长	2.6	(2.9)	(42.4)	(10.6)	资产收益率 (%)	6.9	4.8	9.6	10.3
EBIT 增长	(3.1)	(6.2)	101.4	18.7	平均投入资本回报率 (%)	18.8	13.3	23.8	24.5
净利润增长	14.8	(16.2)	113.9	19.4	存货周转日数	29.0	30.4	30.4	28.1
每股盈利增长	14.8	(16.2)	113.9	19.4	应收帐款周转日数	3.2	2.4	2.4	2.4
毛利率	11.2	9.4	13.5	14.0	应付帐款周转日数	16.0	18.3	18.3	17.4
EBITDA 率	8.3	7.4	10.2	11.4	净债务/权益比率 (%)	17.2	9.1	10.1	(10.1)
利息税项前利润率	6.4	5.2	8.2	9.7	净利息覆盖率 (倍)	13.8	8.5	16.1	17.6
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	684	401	859	1,025	A股				
折旧及摊销	288	381	420	350	市盈率 (倍)	86.9	103.7	48.5	40.6
少数股东权益	-	172	368	439	市净率 (倍)	10.6	10.0	8.9	7.8
营运资金变动	(962)	164	(241)	79	EV/EBITDA (X)	34.7	33.6	19.4	17.3
其它经营活动现金流	97	101	108	118	股息收益率 %	0.5	0.4	0.8	1.0
经营活动现金流	106	1,219	1,515	2,011					
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)	(344)	(410)					
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)	(321)	(446)					
现金流总计	-592	451	94	1,164					



资料来源：公司数据，中金公司研究部

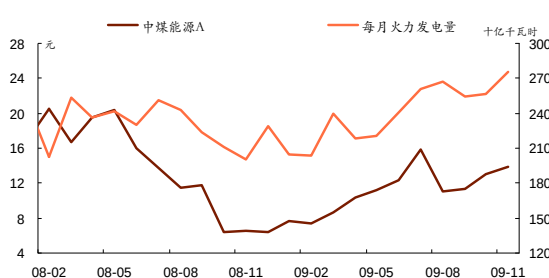
中煤能源 (1898.HK/601898.CH): 维持 H 股推荐、A 股审慎推荐的评级

图表 68: 中煤能源 A 股财务概要

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	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
销售分拨及行政成本	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	6.1	5.2	7.8	9.7					

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	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
EBIT 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	存货周转天数	45.8	56.1	56.2	56.9
每股盈利增长	4.2	(1.3)	31.2	13.8	应收账款周转天数	27.8	33.1	30.6	31.8
毛利率	42.0	41.0	44.1	44.0	应付账款周转天数	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)

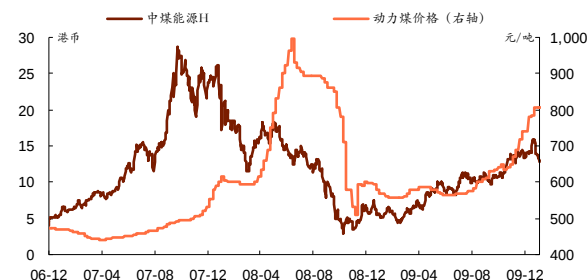
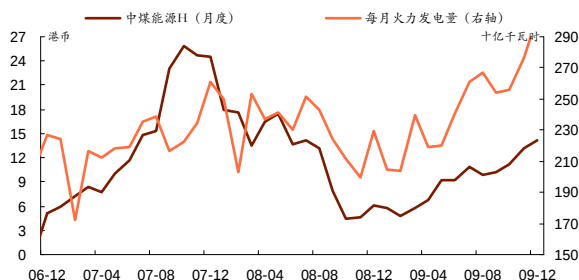
现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	6,812	6,722	8,819	10,036	A 股				
折旧及摊销	553	547	698	821	市盈率 (倍)	24.1	24.4	18.6	16.3
少数股东权益	839	443	714	1,115	市净率 (倍)	2.6	2.4	2.2	2.0
营运资金变动	1,772	820	2,540	3,877	EV/EBITDA (X)	14.6	17.3	12.5	10.7
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率 (%)	0.6	1.4	1.4	1.8
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)	20.9	17.9	13.8	11.9
收购	-	-	-	-	市净率 (倍)	2.5	2.3	2.0	1.7
出售	-	-	-	-	EV/EBITDA (X)	12.3	11.9	8.9	7.5
其它	-	-	-	-	股息收益率 (%)	0.5	1.3	1.5	1.9
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 69：中煤能源 H 股财务概要

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	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
销售分销及行政成本	(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	每股账面价值(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	6.13	6.52	8.31	10.04					
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	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	存货周转天数	(36.5)	(41.0)	(36.5)	(37.5)
每股盈利增长	5.0	15.1	27.1	13.2	应收账款周转天数	35.3	40.0	35.6	37.0
毛利率	173.4	172.2	171.1	171.5	应付账款周转天数	(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)	20.9	17.9	13.8	11.9
少数股东权益	-	-	-	-	市净率 (倍)	2.5	2.3	2.0	1.7
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 %	0.5	1.3	1.5	1.9
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	(121)	12,149	(11,940)	(10,444)					



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。

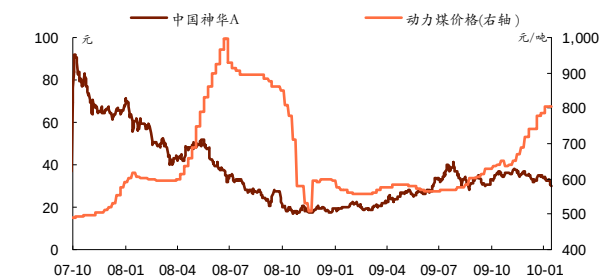
中国神华 (1088.HK/601088.HK): 维持推荐

图表 70: 中国神华 A 股财务概要

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	107,133	121,469	145,337	165,893	货币资金	59,491	55,590	58,008	59,998
销售成本	54,111	61,146	70,940	79,703	应收账款	7,525	8,715	10,428	11,903
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	12,671
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	3,048	5,387	6,478	7,604
其它营业利润(支出)	472	-	-	-	流动资产合计	77,906	79,412	86,191	92,176
EBITDA	49,884	60,125	68,825	80,670	固定资产净值	132,069	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	23,806	23,126	22,517	21,908
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	3,902
利息收入	-	897	971	1,009	其他长期资产	40,724	41,527	48,964	55,767
利息支出	3,865	3,202	2,888	2,888	总资产	278,407	296,670	332,303	370,815
联营公司收入/(支出)	(330)	(630)	(757)	(876)	应付账款	9,641	10,889	12,633	14,194
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	28,954
税项	7,056	8,194	9,488	13,919	流动负债合计	42,656	34,412	38,851	43,147
少数股东权益	3,227	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	26,588	32,132	37,520	41,835	其他长期负债	5,566	4,634	4,634	4,634
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	61,611	60,679	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	103,826
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	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	38,178
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	370,815
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	1.34	1.62	1.89	2.10	每股账面价值(元)	7.5	8.7	10.0	11.5
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	1.3	3.2	2.3	2.5					

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	30.5	13.4	19.6	14.1	净资产收益率 (%)	17.8	18.6	18.8	18.3
EBITDA 增长	16.7	20.5	14.5	17.2	资产收益率 (%)	9.6	10.8	11.3	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	19.4
净利润增长	29.7	20.9	16.8	11.5	存货周转日数	47.8	52.4	54.0	54.8
每股盈利增长	29.7	20.9	16.8	11.5	应收账款周转日数	22.8	24.4	24.0	24.6
毛利率	49.5	49.7	51.2	52.0	应付账款周转日数	62.6	61.3	60.5	61.4
EBITDA 率	46.6	49.5	47.4	48.6	净债务/权益比率 (%)	6.5	0.3	(1.0)	(1.7)
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	22.0

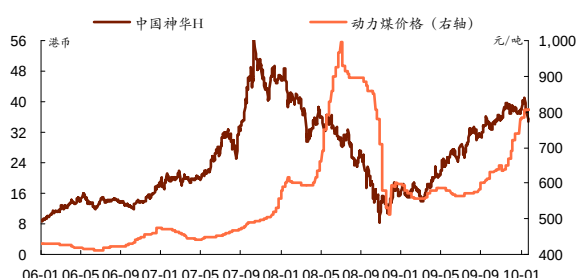
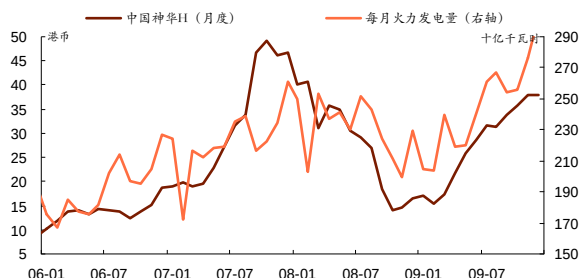
现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	26,588	32,132	37,520	41,835	A股				
折旧及摊销	8,518	12,772	14,746	17,241	市盈率 (倍)	22.5	18.6	16.0	14.3
少数股东权益	3,227	3,966	4,278	4,762	市净率 (倍)	4.0	3.5	3.0	2.6
营运资金变动	5,893	260	859	861	EV/EBITDA (X)	15.1	12.6	11.0	9.4
其它经营活动现金流	-	-	1	2	股息收益率 %	1.6	1.5	1.8	2.1
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)	23.2	18.1	15.1	13.2
收购	199	958	1,136	1,319	市净率 (倍)	4.2	3.6	2.9	2.5
出售	-	-	-	-	EV/EBITDA (X)	0.5	0.4	0.3	0.3
其它	-	-	-	-	股息收益率 %	1.3	1.3	1.5	1.8
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 71：中国神华 H 股财务概要

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	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	10.68	10.06	14.96	17.06					
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	存货周转天数	(43.6)	(49.1)	(49.3)	(50.6)
每股盈利增长	29.4	27.5	16.5	11.1	应收账款周转天数	25.3	26.2	25.4	25.9
毛利率	155.4	153.0	153.0	152.5	应付账款周转天数	(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	净利润覆盖率 (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)	23.2	18.1	15.1	13.2
少数股东权益	3,258	3,966	4,278	4,762	市净率(倍)	4.2	3.6	2.9	2.5
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 %	1.3	1.3	1.5	1.8
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

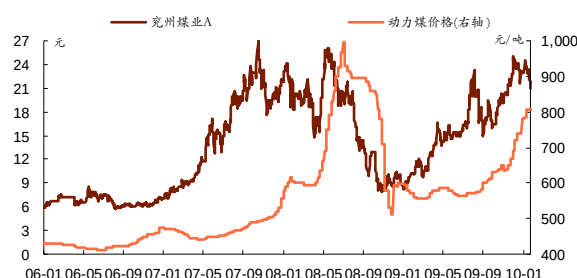
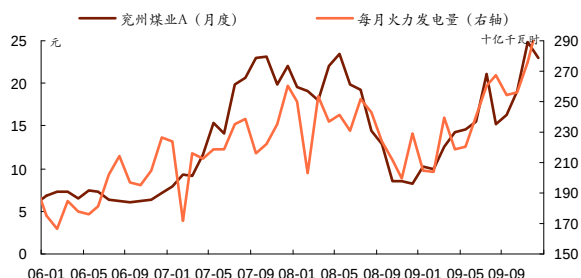
兖州煤业 (600188.CH/1171.HK): 维持审慎推荐

图表 72: 兖州煤业 A 股财务概要

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	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	应收账款	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					
股息率(%)	12.9	35.0	35.0	35.0					
自由现金流收益率(%) A股	4.5	7.0	3.8	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)

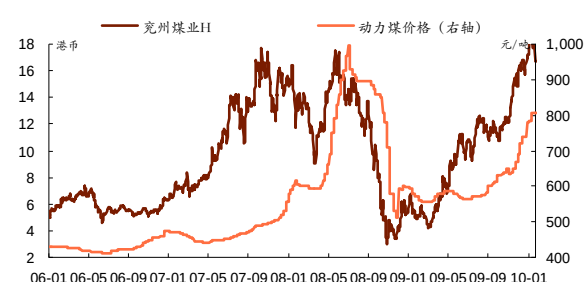
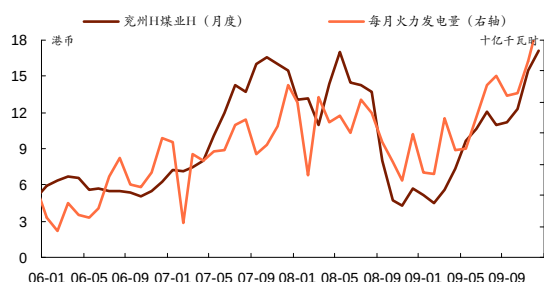
现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	估值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
优先股股息前净利润	6,484	4,372	6,286	7,185	A股				
折旧及摊销	1,318	1,461	1,705	1,705	市盈率(倍)	15.8	23.5	16.3	14.3
少数股东权益	(2)	-	-	-	市净率(倍)	3.9	3.5	3.1	2.7
营运资金变动	(3,219)	1,372	(1,591)	(3,477)	EV/EBITDA (X)	7.6	11.3	8.1	7.3
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率%	0.8	1.5	2.1	2.4
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)	11.4	15.8	11.0	9.5
收购	-	-	-	185	市净率(倍)	2.8	2.5	2.1	1.8
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	2.7	3.1
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 73：兖州煤业 H 股财务概要

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	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					
每股股息 (元)	0.17	0.33	0.46	0.52					
派息率 (%)	12.89	35.00	35.00	35.00	每股帐面价值(元)	5.4	5.9	6.9	7.9
自由现金流收益率 (%) H股	8.53	9.29	10.23	11.62					
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)	11.4	15.8	11.0	9.5
少数股东权益	-	-	-	-	市净率 (倍)	2.8	2.5	2.1	1.8
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	2.7	3.1
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

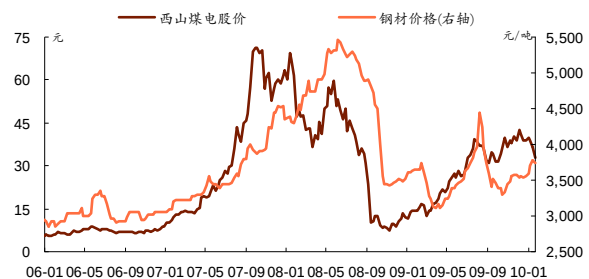
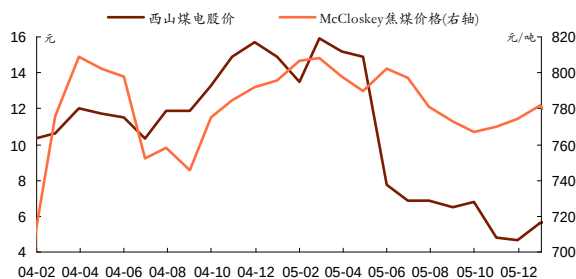
西山煤电 (000983.CH): 维持推荐

图表 74: 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	应收账款	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					
每股股息 (元)	0.51	0.39	0.65	0.81					
派息率 (%)	35.1	35.0	35.0	35.0	每股账面价值 (元)	3.8	4.6	5.8	7.3
自由现金流收益率 (%) A股	4.0	(3.3)	2.4	5.2					

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	存货周转日数	22.5	28.6	26.0	27.6
每股盈利增长	35.6	(23.3)	68.8	24.5	应收账款周转日数	13.0	20.0	17.9	19.6
毛利率	51.5	49.1	52.8	52.9	应付账款周转日数	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)	22.5	29.3	17.4	14.0
少数股东权益	43	34	57	71	市净率 (倍)	8.4	7.1	5.6	4.5
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 (%)	1.6	1.2	2.0	2.5
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					



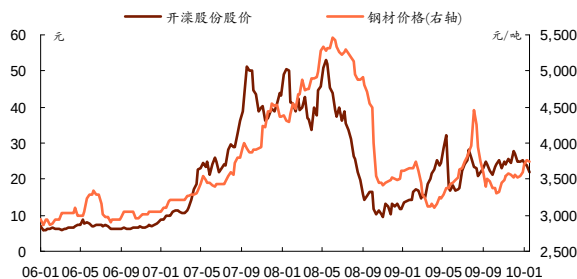
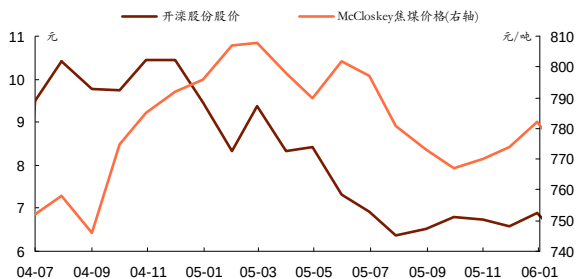
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

开滦股份 (600997.CH)：维持审慎推荐

图表 75：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
销售分销及行政成本	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	净利率 (%)	19.2	16.4	19.6	21.3
每股股息 (元)	0.23	0.20	0.28	0.36	资产收益率 (%)	7.1	7.1	8.2	9.5
派息率 (%)	33.9	31.5	31.5	31.5	平均投入资本回报率 (%)	19.2	17.8	21.1	23.5
自由现金流收益率 (%) A股	5.3	(1.8)	2.4	4.3	存货周转天数	17.5	25.9	25.1	28.1
增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	应收账款周转天数	14.7	31.5	27.8	30.7
主营业务收入增长	71.7	(9.3)	41.8	13.2	应付账款周转天数	67.5	102.5	80.9	90.4
EBITDA 增长	39.2	3.3	28.1	24.6	净债务/权益比率 (%)	15.6	45.8	37.2	23.3
EBIT 增长	43.7	0.6	32.0	26.4	净利息覆盖率 (倍)	6.9	6.9	9.7	12.1
净利润增长	32.7	(3.5)	37.5	27.6					
每股盈利增长	32.7	(3.5)	37.5	27.6					
毛利率	24.2	26.7	26.5	28.0					
EBITDA 率	17.4	19.8	17.9	19.7					
利息税项前利润率	14.1	15.7	14.6	16.3					

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	828	799	1,099	1,403	A股				
折旧及摊销	306	351	398	464	市盈率 (倍)	32.2	33.3	24.2	19.0
少数股东权益	30	73	105	153	市净率 (倍)	6.2	5.5	4.7	4.1
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 %	105.4	94.5	129.9	165.8
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					

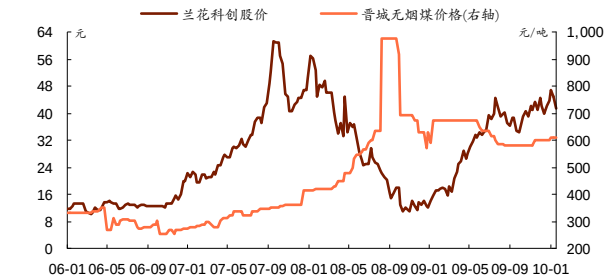


资料来源：公司数据，中金公司研究部

兰花科创 (600123.CH): 维持审慎推荐

图表 76: 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	其他流动负债	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	6.7	1.5	4.1	2.8					
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)	16.8	19.7	16.7	15.2
少数股东权益	(25)	(25)	(25)	(25)	市净率 (倍)	5.3	4.6	3.9	3.4
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 %	1.7	2.0	2.4	2.6
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

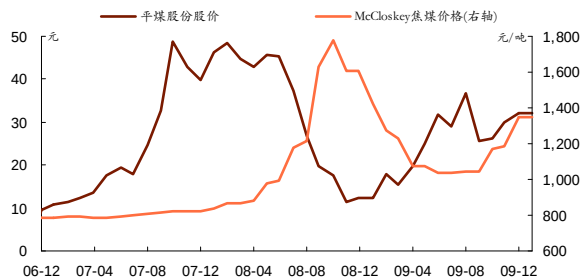
平煤股份 (601666.CH)：维持推荐

图表 77：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	12/11E
主营业务收入	17,381	17,271	22,914	26,224	货币资金	4,395	2,723	4,988	8,469
销售成本	11,803	13,721	16,935	19,144	应收账款	364	598	793	908
销售分銷及行政成本	1,152	1,226	1,719	1,967	存货	308	1,128	1,392	1,573
研究及开发	-	-	-	-	其他流动资产	2,340	2,936	3,979	4,682
其它营业利润(支出)	-	-	-	-	流动资产合计	7,406	7,385	11,152	15,633
EBITDA	4,904	2,991	4,281	5,095	固定资产净值	6,571	7,227	7,665	7,915
折旧及摊销	730	900	1,029	1,151	无形资产净值	605	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	7
利息收入	-	63	66	115	其他长期资产	1,768	1,368	1,101	901
利息支出	4	57	57	57	总资产	16,358	16,592	20,530	25,060
联营公司收入/(支出)	4	(618)	-	-	应付账款	2,852	2,443	3,016	3,409
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	7,411
税项	884	522	811	996	流动负债合计	6,139	5,627	8,095	10,821
少数股东权益	8	-	-	-	长期借款	1,326	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	9
优先股股息	-	-	-	-	长期负债合计	1,856	1,335	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	12,156
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	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	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	26,212
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	9.9
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	9.8	(3.0)	8.6	12.3					

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	57.1	(0.6)	32.7	14.4	净资产收益率 (%)	28.7	15.0	20.4	21.8
EBITDA 增长	75.8	(39.0)	43.1	19.0	资产收益率 (%)	16.3	9.5	11.9	12.0
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	27.7
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	28.3
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	11.8
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	61.3
EBITDA 率	28.2	17.3	18.7	19.4	净债务/权益比率 (%)	(33.1)	(13.3)	(30.5)	(51.7)
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	69.7

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	12/11E
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)	10.9	24.0	15.4	12.6
少数股东权益	8	-	-	-	市净率 (倍)	4.1	3.6	3.1	2.7
营运资金变动	312	(2,402)	956	1,668	EV/EBITDA (X)	9.0	14.8	10.4	8.7
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率 (%)	1.9	1.7	2.6	3.2
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。

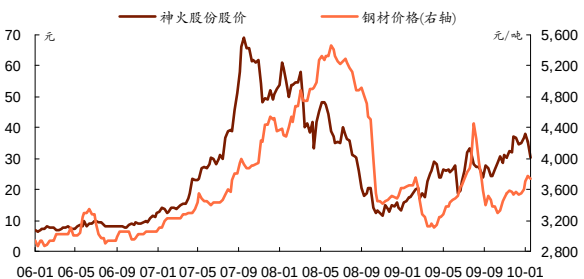
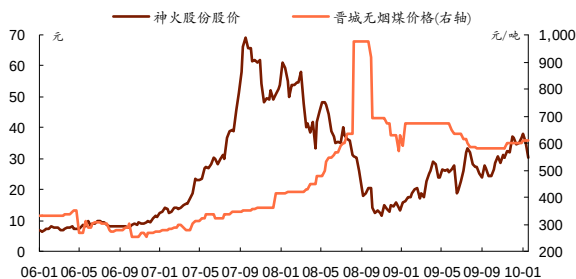
神火股份 (000933.CH): 维持推荐

图表 78: 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	6.7	(0.6)	6.4	4.4					

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)	20.1	36.0	17.2	13.7
少数股东权益	7	6	134	174	市净率(倍)	7.9	6.8	5.3	4.2
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	1.9	1.7	2.2
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					

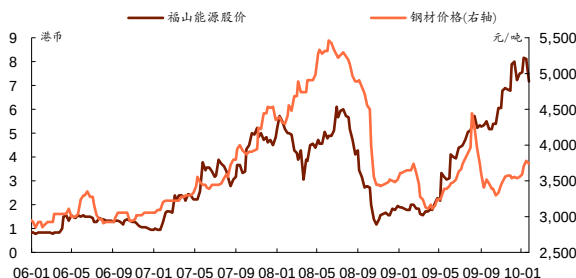
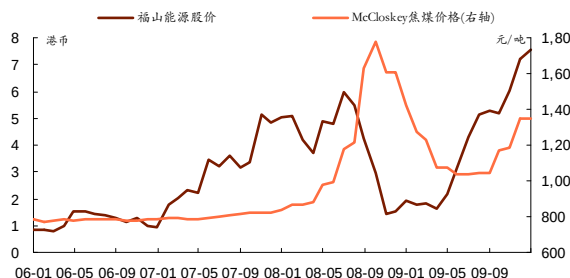


资料来源：公司数据，中金公司研究部

福山能源 (639.HK)：维持推荐

图表 79：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	每股账面价值(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	8.96	3.45	12.76	12.93					
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	12496.8	123.2	153.1	33.2	净资产收益率 (%)	4.6	9.2	13.2	13.0
EBITDA 增长	(4650.6)	74.6	47.8	17.9	资产收益率 (%)	2.9	7.2	9.7	9.4
EBIT 增长	(3725.0)	63.1	54.0	17.5	平均投入资本回报率 (%)	10.4	13.0	17.8	18.7
净利润增长	(828.2)	179.6	61.9	11.4	存货周转日数	51.9	30.8	5.7	7.8
每股盈利增长	(828.2)	179.6	61.9	11.4	应收账款周转日数	96.9	65.5	31.3	39.3
毛利率	65.2	69.1	45.4	40.2	应付账款周转日数	106.0	69.1	19.6	26.9
EBITDA 率	94.5	73.9	43.1	38.2	净债务/权益比率 (%)	7.0	(4.1)	(9.9)	(12.4)
利息税项前利润率	81.4	59.5	36.2	31.9	净利息覆盖率(倍)	16.9	40.8	110.5	267.6
现金流量表 (港币百万元)	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	568	1,587	2,570	2,861	H股				
折旧及摊销	248	610	745	895	市盈率(倍)	67.4	24.1	14.9	13.4
少数股东权益	139	350	496	520	市净率(倍)	3.1	2.2	2.0	1.7
营运资金变动	2,471	(1,229)	1,069	668	EV/EBITDA (X)	20.4	11.7	7.9	6.7
其它经营活动现金流	-	-	-	-	股息收益率%	0.0	1.2	2.0	2.2
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					



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。