

2011年11月8日

# 紫金矿业

## 两项收购计划将提升金、铜产量

11月4日,紫金矿业的全资子公司鼎金与澳大利亚Warrior Advance及DMG达成协议,鼎金将以1.75亿澳元(约合11.5亿人民币)收购陇省资源100%已发行股份。11月7日,紫金及其全资子公司与金川香港及金川集团就建议收购香港注册公司金鹰矿业157.4万股普通股达成协议。我们看好这两项收购交易,其勘探项目位于中国境内,相比于紫金矿业最近较为关注的海外收购来说整合风险较低。我们对紫金矿业重申买入评级,对A股和H股分别维持7.45人民币和4.97港币的目标价。

A	<b>买入</b>
	601899.SS - 人民币 4.76 目标价格: 人民币 7.45
H	<b>买入</b>
	2899.HK - 港币 3.58 目标价格: 港币 4.97

乐宇坤\*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

### 股价相对指数表现 (A股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现 (A股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(13.0)	9.7	(13.5)	(30.7)
相对新华富时				
A50指数(%)	(3.8)	2.2	(11.3)	(9.6)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据 (A股)

发行股数(百万)	21,812
流通股(%)	0.0
流通股市值(人民币 百万)	92,848
3个月日均交易额(人民币 百万)	97.10
净负债比率(%) (2011E)	1.7
主要股东(%)	
闽西兴杭国有资产投资	29

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*徐志杰为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

### 要点

- 陇省资源拥有甘肃陇金矿产资源有限公司90%的股权,后者是一家在国内注册,主要从事矿产勘探的企业,拥有甘肃省礼县李坝金矿的勘探权。陇省资源同时拥有甘肃陇澳矿业%股权。截至2011年6月30日上述项目的JORC合规金资源总量为429万盎司(133吨),黄金品位为1.67克/吨。
- 金鹰矿业持有西藏天圆矿业100%的股权,西藏天圆拥有西藏谢通门铜金矿项目。按照加拿大NI43-101准则标准,谢通门铜金矿项目拥有约330万吨铜资源量和781万盎司(243吨)黄金资源量,铜入选品位为0.15%。

### 评论

- 我们看好这两项收购交易,其所属资产位于中国境内,相比于最近紫金矿业较为关注的海外收购来说整合风险较低。由于这些项目尚处于勘探阶段,因此短期内不会明显增厚盈利。这两宗收购反映出公司近期通过收购扩大金、铜资源量的积极扩张策略。

### 图表1.投资摘要 (A股)

年结日: 12月31日	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入(人民币 百万)	20,956	28,540	33,163	37,237	37,476
变动(%)	0.0	36.2	16.2	12.3	0.6
净利润(人民币 百万)	3,541	4,827	6,215	7,195	7,628
每股收益(人民币)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
市盈率(倍)	29.3	21.5	16.7	14.4	13.6
每股收益增长率(%)	0.0	36.3	28.7	15.8	6.0
之前预测每股收益(人民币)	0.25	0.35	0.43	0.44	0.39
市场共识预测每股收益(人民币)	0.28	0.36	0.31	0.40	0.42
<b>每股收益 vs 市场预测(%)</b>	<b>(41.6)</b>	<b>(37.7)</b>	<b>(7.8)</b>	<b>(16.9)</b>	<b>(15.7)</b>
经常性每股现金流量(人民币)	0.18	0.26	0.37	0.43	0.45
价格/每股现金流量(倍)	26.2	18.0	13.0	11.1	10.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.1	14.5	11.2	9.5	8.8
每股股息(人民币)	0.07	0.07	0.13	0.15	0.16
股息率(%)	1.4	1.4	2.7	3.1	3.3
净资产收益率(%)	20.7	24.1	25.7	25.0	23.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价相对指数表现 (H 股)



### 股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	(25.5)	45.5	(6.3)	(32.3)
相对恒生中国企业指数 (%)	(10.9)	34.4	(0.2)	(11.4)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据 (H 股)

发行股数 (百万)	21,812
流通股 (%)	0.0
流通股市值 (港币 百万)	113,575
3 个月日均交易额 (港币 百万)	49.80
净负债比率 (%)	1.7

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 投资摘要 (H 股)

年结日: 12 月 31 日	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入 (人民币 百万)	20,215	27,770	33,163	37,237	37,476
变动 (%)	0.0	37.4	19.4	12.3	0.6
净利润 (人民币 百万)	3,552	4,813	6,215	7,195	7,628
每股收益 (人民币)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
市盈率 (倍)	18.0	13.3	10.3	8.9	8.4
每股收益增长率 (%)	0.0	35.5	29.1	15.8	6.0
之前预测每股收益 (人民币)	NA	NA	NA	NA	NA
市场共识预测每股收益 (人民币)	0.28	0.34	0.29	0.33	0.35
<b>每股收益 vs 市场预测 (%)</b>	<b>(41.0)</b>	<b>(34.7)</b>	<b>(2.8)</b>	<b>(0.3)</b>	<b>(0.4)</b>
经常性每股现金流量 (人民币)	0.20	0.26	0.37	0.43	0.45
价格/每股现金流量 (倍)	14.7	11.2	8.0	6.8	6.4
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	12.3	8.8	6.8	5.7	5.1
每股股息 (人民币)	0.07	0.07	0.13	0.15	0.16
股息率 (%)	2.3	2.3	4.4	5.1	5.4
净资产收益率 (%)	20.7	24.1	25.7	25.0	23.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 收购项目概要

今日上午, 紫金矿业公布了两项收购计划, 将大幅提高其金、铜资源量。

11 月 4 日, 紫金矿业的全资子公司鼎金与澳大利亚 Warrior Advance 及 DMG 达成协议, 鼎金将以代价 1.75 亿澳元 (约合 11.5 亿人民币) 收购陇省资源 100% 已发行股份。陇省资源拥有甘肃陇金矿产资源有限公司 90% 的股权, 后者是一家在国内注册, 主要从事矿产勘探的企业, 拥有甘肃省礼县李坝金矿的勘探权。陇省资源同时拥有甘肃陇澳矿业 87% 股权。甘肃陇澳在中国注册, 拥有甘肃省礼县大庄里金矿探矿权、陈家沟金矿探矿权、洮坪乡金山金矿探矿权及石堡子金矿探矿权。截至 2011 年 6 月 30 日上述项目的 JORC 合规资源总量为金金属量 429 万盎司 (133 吨), 黄金品位为 1.67 克/吨。此项收购需获得相关部门的批准及满足一定的条件。

11 月 7 日, 紫金及其全资子公司与金川香港及金川集团就建议收购香港注册公司金鹰矿业 157.4 万股普通股达成协议 (占金鹰矿业普通股股份的 45%)。金鹰矿业持有西藏天圆矿业 100% 的股权, 西藏天圆拥有西藏谢通门铜金矿项目。项目位于西藏日喀则市与谢通门县之间, 包括雄村铜矿勘探许可证和拉则铜矿勘探许可证。按照加拿大 NI43-101 准则标准, 谢通门铜金矿项目拥有约 330 万吨铜资源量和 781 万盎司 (243 吨) 黄金资源量, 铜入选品位为 0.15%。此项收购需获得相关部门的批准及满足一定的条件。

### 点评:

我们看好这两项收购交易, 其所属资产位于中国境内, 相比于最近紫金矿业较为关注的海外收购来说整合风险较低。由于这些项目尚处于勘探阶段, 因此短期内不会明显增厚盈利。这两宗收购反映出公司近期通过收购扩大金、铜资源量的积极扩张策略。我们认为这两项交易作价合理, 陇省资源收购价约为黄金资源每盎司 44 美元, 而谢通门铜金矿项目收购价约为每吨铜资源 153 美元和每盎司黄金资源 65 美元。

我们对紫金矿业重申 **买入** 评级, 对 A 股和 H 股分别维持 7.45 人民币和 4.97 港币的目标价。

**损益表—A股(人民币 百万)**

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入	20,956	28,540	33,163	37,237	37,476
销售成本	(14,156)	(18,997)	(21,119)	(23,140)	(22,963)
经营费用	(1,892)	(2,560)	(3,057)	(3,433)	(3,455)
<b>经营息税折旧前利润</b>	<b>5,801</b>	<b>8,049</b>	<b>10,314</b>	<b>12,112</b>	<b>12,568</b>
折旧及摊销	(893)	(1,066)	(1,327)	(1,448)	(1,510)
经营息税前利润	4,908	6,982	8,986	10,664	11,058
净利息收入	79	(217)	169	(42)	227
汇兑收益	-	-	-	-	-
其他经常性收入	32	565	206	220	221
应占联营公司利润	-	-	164	184	185
非经常收入	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>5,018</b>	<b>7,331</b>	<b>9,525</b>	<b>11,027</b>	<b>11,691</b>
所得税	(968)	(1,576)	(2,381)	(2,757)	(2,923)
少数股东权益	(509)	(928)	(929)	(1,075)	(1,140)
优先股股息	-	-	-	-	-
<b>净利润</b>	<b>3,541</b>	<b>4,827</b>	<b>6,215</b>	<b>7,195</b>	<b>7,628</b>
<b>经常性净利润</b>	<b>3,541</b>	<b>4,827</b>	<b>6,215</b>	<b>7,195</b>	<b>7,628</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**每股价值—A股(人民币)**

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
每股收益	0.16	0.22	0.28	0.33	0.35
每股股息	0.07	0.07	0.13	0.15	0.16
每股帐面价值	0.83	1.00	1.22	1.42	1.62
每股有形资产	0.55	0.71	0.94	1.15	1.36
每股净负债(现金)	0.01	(0.13)	(0.02)	0.10	0.37

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表—A股(人民币 百万)**

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
<b>现金及现金等价物</b>	<b>4,138</b>	<b>4,651</b>	<b>10,154</b>	<b>12,980</b>	<b>18,793</b>
应收帐款	418	669	799	897	903
库存	2,590	3,483	4,032	4,418	4,384
其他流动资产	1,815	2,258	2,696	3,027	3,047
<b>流动资产总计</b>	<b>8,961</b>	<b>11,061</b>	<b>17,682</b>	<b>21,323</b>	<b>27,127</b>
固定资产净额	10,051	12,557	15,115	17,584	17,421
总投资	2,127	4,786	5,586	5,770	5,955
无形资产	6,195	6,429	6,184	5,951	5,671
其他资产	2,211	3,375	3,375	3,375	3,375
<b>长期资产总计</b>	<b>20,672</b>	<b>27,341</b>	<b>30,453</b>	<b>32,874</b>	<b>32,617</b>
<b>总资产</b>	<b>29,633</b>	<b>38,401</b>	<b>48,135</b>	<b>54,197</b>	<b>59,744</b>
应付帐款	957	1,025	1,157	1,268	1,258
短期债务	3,458	5,280	5,280	5,280	5,280
其他流动负债	2,753	3,332	4,137	4,631	4,678
<b>流动负债总计</b>	<b>7,168</b>	<b>9,636</b>	<b>10,574</b>	<b>11,179</b>	<b>11,216</b>
长期负债总计	407	2,303	5,409	5,412	5,415
其他负债	313	214	214	214	214
<b>股东权益</b>	<b>18,157</b>	<b>21,832</b>	<b>26,593</b>	<b>30,971</b>	<b>35,339</b>
少数股东权益	(509)	(928)	(929)	(1,075)	(1,140)
<b>总负债及权益</b>	<b>29,633</b>	<b>38,402</b>	<b>48,135</b>	<b>54,197</b>	<b>59,744</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**增长率—A股**

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
收入增长(%)	23.9	36.2	16.2	12.3	0.6
经营息税折旧前利润增长(%)	13.4	38.8	28.1	17.4	3.8
经营息税前利润增长(%)	9.0	42.3	28.7	18.7	3.7
税前利润增长(%)	11.5	46.1	29.9	15.8	6.0
净利润增长(%)	15.9	36.3	28.7	15.8	6.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表—A股(人民币 百万)**

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
<b>税前利润</b>	<b>5,018</b>	<b>7,331</b>	<b>9,525</b>	<b>11,027</b>	<b>11,691</b>
折旧	720	750	977	1,066	1,155
商誉及其他摊销	173	316	351	382	355
净利息费用	(79)	217	(169)	42	(227)
运营资本变动	(899)	(1,284)	(181)	(210)	45
税金	(968)	(1,576)	(2,381)	(2,757)	(2,923)
其他经营现金流	-	-	45	3	3
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>3,965</b>	<b>5,754</b>	<b>8,002</b>	<b>9,369</b>	<b>9,914</b>
资本性支出	(4,955)	(3,563)	(3,684)	(3,684)	(1,068)
出售带来的现金流	-	-	-	-	-
收购附属公司	-	-	-	-	-
其他	907	(3,682)	(636)	-	-
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(4,049)</b>	<b>(7,245)</b>	<b>(4,320)</b>	<b>(3,684)</b>	<b>(1,068)</b>
回购股份	-	-	-	-	-
发行债务	379	3,718	3,106	-	-
配股融资	-	-	-	-	-
收取利息	123	122	324	441	710
支付股息	(1,454)	(1,454)	(1,454)	(2,816)	(3,261)
支出利息	(168)	(324)	(415)	(483)	(483)
其他融资现金流	-	-	-	-	-
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(1,120)</b>	<b>2,062</b>	<b>1,561</b>	<b>(2,858)</b>	<b>(3,034)</b>
<b>产生的现金流总额</b>	<b>(1,204)</b>	<b>571</b>	<b>5,244</b>	<b>2,826</b>	<b>5,812</b>
公司自由现金流	39	(1,369)	4,007	6,125	9,556
权益自由现金流	250	2,025	6,698	5,642	9,073

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率—A股(%)**

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	27.7	28.2	31.1	32.5	33.5
息税前利润率	23.6	26.4	28.2	29.7	30.6
税前利润率	23.9	25.7	28.7	29.6	31.2
净利率	16.9	16.9	18.7	19.3	20.4
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.3	1.1	1.7	1.9	2.4
利息覆盖率	110.2	21.6	21.6	22.1	22.9
净权益负债率(%)	净现金	11	2	净现金	净现金
速动比率	0.9	0.8	1.3	1.5	2.0
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	29.3	21.5	16.7	14.4	13.6
核心业务市盈率	29.3	21.5	16.7	14.4	13.6
市净率	5.7	4.8	3.9	3.4	2.9
价格/现金流	26.2	18.0	13.0	11.1	10.5
企业价值/息税折旧前利润	20.1	14.5	11.2	9.5	8.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	66.8	66.9	69.7	69.9	69.7
应收账款周转天数	7.3	8.6	8.8	8.8	8.8
应付账款周转天数	24.7	19.7	20.0	20.1	20.0
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	41.1	30.1	45.3	45.3	45.3
净资产收益率	20.7	24.1	25.7	25.0	23.0
资产收益率	11.1	14.2	14.4	14.1	13.4
已运用资产收益率	21.4	24.0	25.2	24.6	23.2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**损益表—H股(人民币 百万)**

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入	20,215	27,770	33,163	37,237	37,476
销售成本	(13,642)	(18,240)	(21,119)	(23,140)	(22,963)
经营费用	(2,064)	(2,560)	(3,057)	(3,433)	(3,455)
<b>经营息税折旧前利润</b>	<b>5,725</b>	<b>8,143</b>	<b>10,314</b>	<b>12,112</b>	<b>12,568</b>
折旧及摊销	(1,215)	(1,174)	(1,327)	(1,448)	(1,510)
经营息税前利润	4,509	6,970	8,986	10,664	11,058
净利息收入	(45)	(202)	169	(42)	227
汇兑收益	-	-	-	-	-
其他经常性收入	151	186	206	220	221
应占联营公司利润	96	137	164	184	185
非经常收入	334	227	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>5,045</b>	<b>7,318</b>	<b>9,525</b>	<b>11,027</b>	<b>11,691</b>
所得税	(968)	(1,576)	(2,381)	(2,757)	(2,923)
少数股东权益	(525)	(929)	(929)	(1,075)	(1,140)
优先股股息	-	-	-	-	-
<b>净利润</b>	<b>3,552</b>	<b>4,813</b>	<b>6,215</b>	<b>7,195</b>	<b>7,628</b>
<b>经常性净利润</b>	<b>3,282</b>	<b>4,635</b>	<b>6,215</b>	<b>7,195</b>	<b>7,628</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**每股价值—H股(人民币)**

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
每股收益	0.16	0.22	0.28	0.33	0.35
每股股息	0.07	0.07	0.13	0.15	0.16
每股帐面价值	0.83	1.00	1.22	1.42	1.62
每股有形资产	0.55	0.71	0.94	1.15	1.36
每股净负债(现金)	0.01	(0.13)	(0.02)	0.10	0.37

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表—H股(人民币 百万)**

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
<b>现金及现金等价物</b>	<b>4,138</b>	<b>4,651</b>	<b>10,154</b>	<b>12,980</b>	<b>18,793</b>
应收帐款	418	669	799	897	903
库存	2,590	3,483	4,032	4,418	4,384
其他流动资产	1,815	2,258	2,696	3,027	3,047
<b>流动资产总计</b>	<b>8,961</b>	<b>11,061</b>	<b>17,682</b>	<b>21,323</b>	<b>27,127</b>
固定资产净额	10,051	12,557	15,115	17,584	17,421
总投资	2,127	4,786	5,586	5,770	5,955
无形资产	6,195	6,429	6,184	5,951	5,671
其他资产	2,299	3,569	3,569	3,569	3,569
<b>长期资产总计</b>	<b>20,672</b>	<b>27,341</b>	<b>30,453</b>	<b>32,874</b>	<b>32,617</b>
<b>总资产</b>	<b>29,633</b>	<b>38,401</b>	<b>48,135</b>	<b>54,197</b>	<b>59,744</b>
应付帐款	957	1,025	1,157	1,268	1,258
短期债务	3,458	5,280	5,280	5,280	5,280
其他流动负债	2,753	3,332	4,137	4,631	4,678
<b>流动负债总计</b>	<b>7,168</b>	<b>9,636</b>	<b>10,574</b>	<b>11,179</b>	<b>11,216</b>
长期负债总计	407	2,303	5,409	5,412	5,415
其他负债	313	214	214	214	214
<b>股东权益</b>	<b>18,157</b>	<b>21,832</b>	<b>26,593</b>	<b>30,971</b>	<b>35,339</b>
少数股东权益	(525)	(929)	(929)	(1,075)	(1,140)
<b>总负债及权益</b>	<b>29,633</b>	<b>38,402</b>	<b>48,135</b>	<b>54,197</b>	<b>59,744</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**增长率—H股**

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
收入增长(%)	23.9	37.4	19.4	12.3	0.6
经营息税折旧前利润增长(%)	13.4	42.2	26.7	17.4	3.8
经营息税前利润增长(%)	9.0	54.6	28.9	18.7	3.7
税前利润增长(%)	11.5	45.1	30.1	15.8	6.0
净利润增长(%)	15.9	35.5	29.1	15.8	6.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表—H股(人民币 百万)**

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
<b>税前利润</b>	<b>5,045</b>	<b>7,318</b>	<b>9,525</b>	<b>11,027</b>	<b>11,691</b>
折旧	846	859	977	1,066	1,155
商誉及其他摊销	369	314	351	382	355
净利息费用	45	202	(169)	42	(227)
运营资本变动	(899)	(1,284)	(181)	(210)	45
税金	(968)	(1,576)	(2,381)	(2,757)	(2,923)
其他经营现金流	-	-	45	3	3
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>4,342</b>	<b>5,696</b>	<b>8,002</b>	<b>9,369</b>	<b>9,914</b>
资本性支出	(4,955)	(3,563)	(3,684)	(3,684)	(1,068)
出售带来的现金流	-	-	-	-	-
收购附属公司	-	-	-	-	-
其他	907	(3,682)	(636)	-	-
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(4,049)</b>	<b>(7,245)</b>	<b>(4,320)</b>	<b>(3,684)</b>	<b>(1,068)</b>
回购股份	-	-	-	-	-
发行债务	379	3,718	3,106	-	-
配股融资	-	-	-	-	-
收取利息	123	122	324	441	710
支付股息	(1,454)	(1,454)	(1,454)	(2,816)	(3,261)
支出利息	(168)	(324)	(415)	(483)	(483)
其他融资现金流	-	-	-	-	-
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(1,120)</b>	<b>2,062</b>	<b>1,561</b>	<b>(2,858)</b>	<b>(3,034)</b>
<b>产生的现金流总额</b>	<b>(827)</b>	<b>514</b>	<b>5,244</b>	<b>2,826</b>	<b>5,812</b>
公司自由现金流	417	(1,427)	4,007	6,125	9,556
权益自由现金流	628	1,968	6,698	5,642	9,073

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率—H股(%)**

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	28.3	29.3	31.1	32.5	33.5
息税前利润率	22.3	25.1	27.1	28.6	29.5
税前利润率	25.0	26.4	28.7	29.6	31.2
净利率	17.6	17.3	18.7	19.3	20.4
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.3	1.1	1.7	1.9	2.4
利息覆盖率	26.8	21.5	21.6	22.1	22.9
净权益负债率(%)	净现金	11	2	净现金	净现金
速动比率	0.9	0.8	1.3	1.5	2.0
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	18.0	13.3	10.3	8.9	8.4
核心业务市盈率	19.4	13.8	10.3	8.9	8.4
市净率	3.5	2.9	2.4	2.1	1.8
价格/现金流	14.7	11.2	8.0	6.8	6.4
企业价值/息税折旧前利润	12.3	8.8	6.8	5.7	5.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	69.3	69.7	69.7	69.9	69.7
应收账款周转天数	7.5	8.8	8.8	8.8	8.8
应付账款周转天数	25.6	20.5	20.0	20.1	20.0
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	40.9	30.2	45.3	45.3	45.3
净资产收益率	20.7	24.1	25.7	25.0	23.0
资产收益率	11.1	14.1	14.4	14.1	13.4
已运用资产收益率	19.7	24.0	25.2	24.6	23.2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371