

2012年12月28日

李晓璐

Mickey\_li@e-capital.com.cn

目标价

A股: 4.4元

H股: 3.5港币

## 紫金矿业 (601899.SH/2899.HK)

Buy 买入

高毛利加低估值, 金价下跌现买点

### 结论与建议:

公司是国内最大的矿产金企业, 黄金储量超过 1000 吨。由于成本上升较快使得 2012 年前三季度净利润同比下滑约 17%, 但黄金产品毛利率及整体销售毛利率仍远超同行。从内部看, 紫金山铜矿若全面复产将有助于逐步降低阴极铜的单位销售成本并扭转阴极铜亏损的局面, 从外部看, 看好 2013 年金价和铜价表现。

目前 A 股股价和 H 股股价对应 2013 年 P/E 分别为 17 倍和 11 倍, 估值处在历史低位, 均给予“买入”的投资评级。

■ **公司是国内最大的矿产金企业。**2011 年生产矿产金 28.62 吨, 占全国矿产金产量的 9.48%。截止至 2011 年底, 公司保有金储量 1043.39 吨 (其中伴生金 117.07 吨), 保有铜储量 1298.06 万吨。

■ **黄金业务是公司最主要的利润来源, 其次是铜业务。**2011 年黄金业务归属母公司股东净利润占 68.10%, 铜矿业务归属母公司股东净利润占 21.73%。

■ **展望未来, 我们认为有以下几点值得关注: 第一, 尽管黄金单位销售成本上升较快以及新线投产致铜产品毛利率迅速下滑拖累了整体毛利率, 使得 2012 年前三季度净利润同比下滑约 17%, 但公司的黄金产品毛利率及整体销售毛利率仍远超同行。**

■ **第二, 被勒令停产的紫金山铜矿已经完成整改投入试生产。预计产量完全恢复后将增加公司铜矿的自给率, 有助逐步降低阴极铜的单位销售成本同时提高阴极铜的毛利率。紫金山铜矿是紫金矿业旗下四大铜矿之一, 停产前紫金山铜矿产铜占公司铜产量的 17%。**

■ **第三, 基于流动性充足和全球经济复苏的不确定性, 看好 2013 年黄金价格。预计 2013 年铜价将受益供应偏紧和中国需求改善而上涨, 货币宽松也对铜价形成外部支撑。**

■ **盈利预测:**2012 年前三季公司实现净利润 36.18 亿元, 同比下降 16.88%, 我们预计公司 2012 年可实现净利润 46.19 亿元, 同比下降 19.13%, 对应每股收益 0.21 元。预计 2013 年公司可实现归属上市公司净利润 48.19 亿元, 同比增长 4.33%, 对应每股收益 0.22 元。

■ **风险提示:** 金价和铜价严重偏离预期。发生重大环境安全事件。

..... 接续下页.....

### 公司基本资讯

产业别	有色金属
A 股价(2012/12/27)	3.78
上证综合指数(2012/12/27)	2205.90
股价 12 个月高/低	4.75/3.53
总发行股数 (百万)	21811.96
A 股数 (百万)	15803.80
A 市值 (亿元)	597.38
主要股东	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 (28.96%)
每股净值 (元)	1.23
股价/账面净值	3.08
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	4.42 -3.82 2.92

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

### 产品组合

黄金 (抵消后)	68.9%
铜 (抵消后)	10.91%
铅锌 (抵消后)	7.16%
铁矿石 (抵消后)	13.03%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.89%
券商集合理财	0.01%
一般法人	58.97%

### 股价相对大盘走势



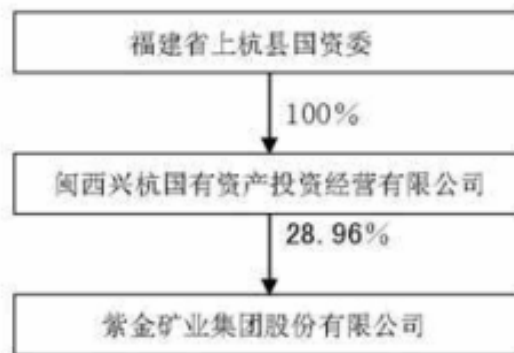
年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3066.20	3541.45	4827.92	5712.57	4619.67	4818.50
同比增减	%	20.32%	15.50%	36.33%	18.32%	-19.13%	4.30%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.22	0.24	0.33	0.26	0.21	0.22
同比增减	%	0.157895	9.09%	37.50%	-21.21%	-18.54%	4.30%
A 股市盈率 (P/E)	X	17.32	15.88	11.55	14.65	17.99	17.25
股利 (DPS)	RMB 元	0.1000	0.1000	0.1000	0.0000	0.0000	0.0000
股息率 (Yield)	%	2.62%	2.62%	2.62%	0.00%	0.00%	0.00%

## 营运分析

### ➤ 公司简介

公司主要从事以黄金为主导产业（含铜、银、锌、铁精粉等）的矿产资源的采矿、选冶和矿产品销售业务。是中国矿产金产量最大的企业：2011 年生产矿产金 28.62 吨，占全国矿产金产量的 9.48%。公司前身为福建省上杭县矿产公司，成立于 1986 年 6 月，主要业务为开发建设紫金山金矿。2003 年 12 月，公司在香港联合交易所公开发行上市，是首家境外上市的国内黄金生产企业。2008 年 7 月，公司在上海证券交易所公开发行上市。

图 1：公司与实际控制人的关系图



资料来源：公司公告，群益证券整理

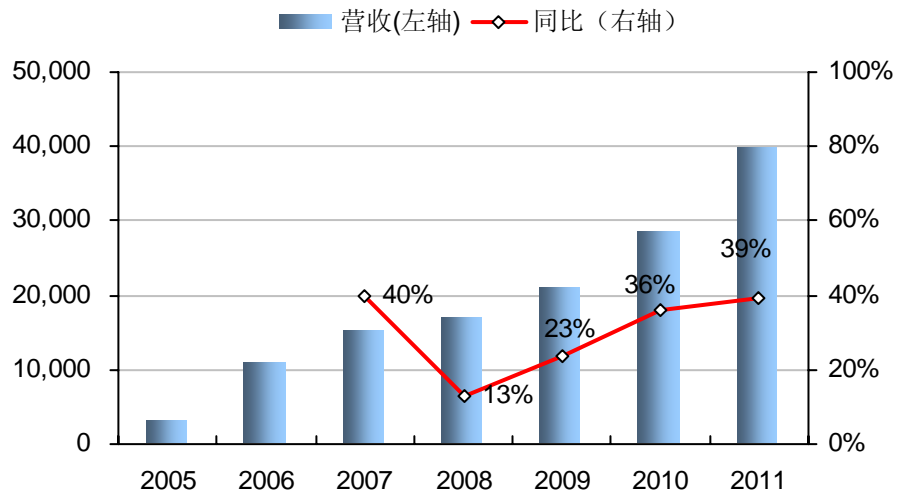
公司的主要产品为标准金锭、金精矿以及阴极铜、铜精矿、锌锭、锌精矿等金属产品。标准金锭主要用于首饰、工业制造及牙科，以及作为货币储备、投资用途，金精矿主要用于金锭的冶炼。阴极铜主要用于各类电线电缆、漆包线、铜箔、铜管等，铜精矿用于铜的冶炼。锌锭广泛用于五金材料、汽车制造、钢铁等行业，锌精矿用于精锌的冶炼。

### ◇ 盈利表现

由于 2011 年金价高于 2010 年，金锭销售增大以及进行黄金实物交易的贸易收入增加，同时部分扩建工程的完工投入使用，提高了产能，铜精矿、铜管和铁精矿等产品的销售量随之增加，2011 年，公司实现销售收入人民币 397.64 亿元，同比增长 39.33%（2010 年度：285.40 亿元）。由于生产资料和人力成本上涨等因素，导致 2011 年公司营业成本和相关费用同比上升较快，以及子公司优惠税率到期，因此净利润增速低于营收增速。2011 年公司实现归属母公司股东净利润 57.13 亿元，同比增长 18.32%。

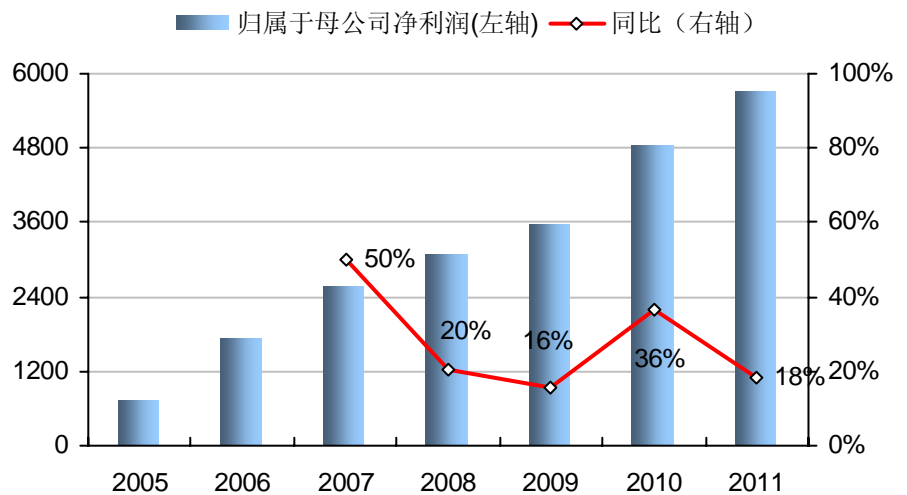
图 2：公司分年营收及同比变化

单位：百万元



资料来源：公司公告，群益证券整理

图 3：公司分年实现净利润及同比变化 单位：百万元



资料来源：公司公告，群益证券整理

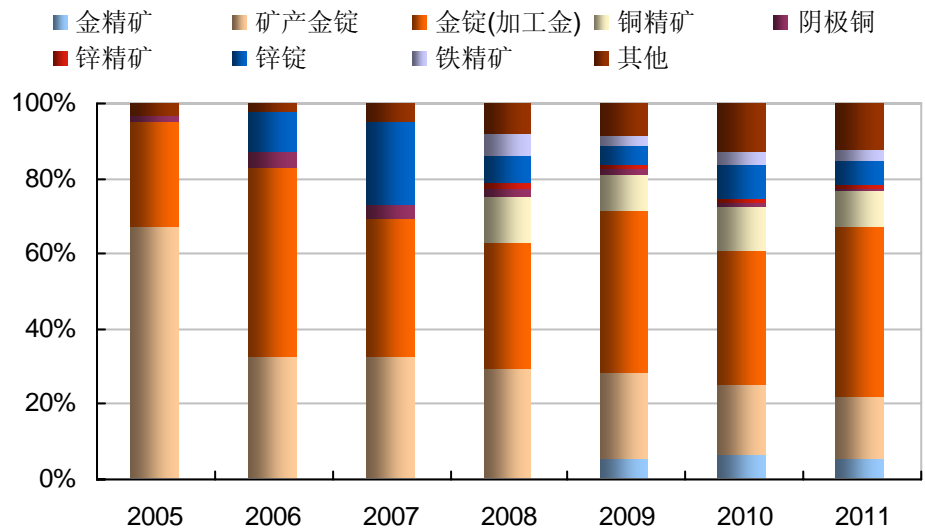
#### ◇ 业务构成

公司的主要产品为金、铜和锌，此外，还有少量铅、银和铁精矿。从 2005 年至 2011 年，黄金（包括金精矿、矿产金锭和加工金）一直是公司最为主要的营收来源，这与销售量的增加有关，也与金价连年大幅上涨有很大关系。2011 年，黄金业务获得的营业收入占到总营业收入的 67%。其中，加工金的营业收入增长很快，所占份额也很大，2011 年该子品目营收占到总营业收入的 45.36%。矿产金锭占 16.26%，金精矿占 5.39%。

2011 年，铜业务（包括铜精矿和阴极铜）营收占到总营收比重大约 10.22%，其中以铜精矿营收占比最大，达到 9.66%。主要原因是阴极铜作为锌冶炼的附属产品出现，因此产量极少。2011 年，锌业务（包括锌精矿和锌锭）营收占到总营收比重大约 7.19%，其中以锌锭营收占比最大，为 6.43%。此外，同期铁精矿营收占到总营

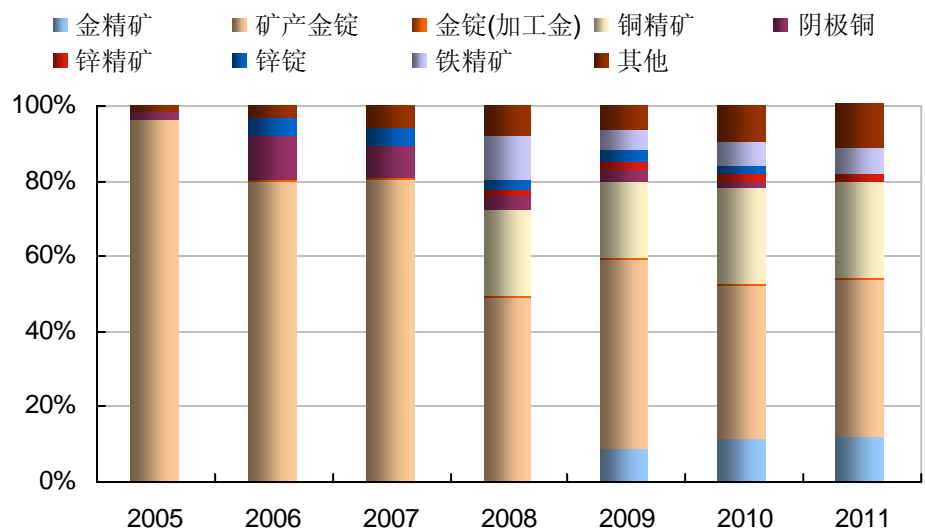
收比重的 3.1%。

图 4: 分产品营收占总营收的比重



资料来源: 公司公告, 群益证券整理

图 5: 分产品营业利润占总营业利润的比重



资料来源: 公司公告, 群益证券整理

从各业务板块对利润的贡献来看, 黄金依然是对利润贡献最大的业务板块。2011 年黄金业务为公司贡献了 54.49% 的营业利润。其中矿产金锭贡献最大, 占 42.48%, 其次是金精矿贡献 11.46%。贡献最小的是加工金, 仅占营业利润的 0.74%, 与营收占比形成鲜明对比, 主要原因是该品类毛利率非常低。

同期, 铜业务为公司贡献了 25.47% 的营业利润。铁精矿为公司贡献了 7.34% 的营业利润。锌业务为公司贡献了 1.46% 的营业利润。其他业务贡献 11.25%。

表 1: 2011 年公司分品类营收占比和利润占比一览 (抵消前)

单位: 百万元

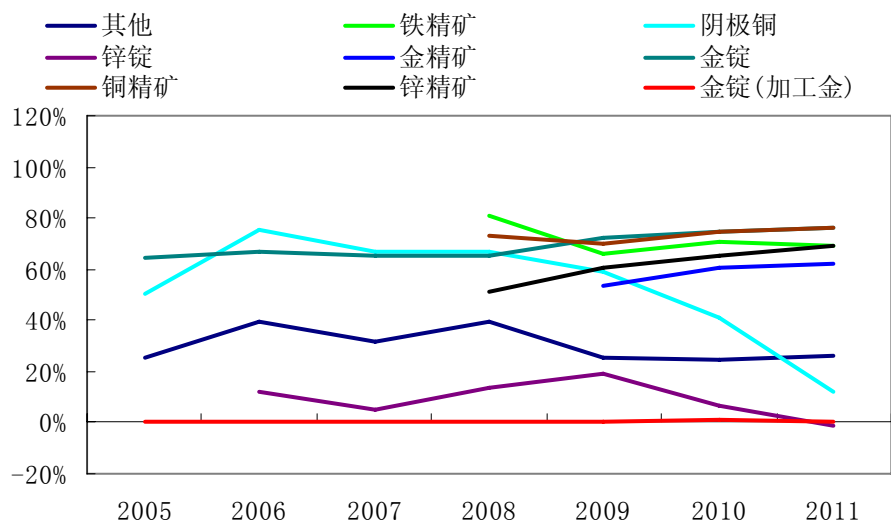
分品类	营业收入	营收占比	营业利润	营业利润占比
-----	------	------	------	--------

金精矿	2,266.84	5.39%	1413.99	11.46%
矿产金锭	6,844.18	16.26%	5215.52	42.28%
金锭(加工金)	19,085.51	45.36%	91.31	0.74%
铜精矿	4,065.55	9.66%	3112.78	25.24%
阴极铜	232.93	0.55%	28.39	0.23%
锌精矿	317.95	0.76%	219.66	1.78%
锌锭	2,705.76	6.43%	-39.92	-0.32%
铁精矿	1,304.39	3.10%	904.84	7.34%
其他	5,256.28	12.49%	1387.89	11.25%

资料来源：资料来源：公司公告，群益证券整理

公司各产品之间的毛利率差别很大，总体而言，精矿的毛利率高，冶炼加工（除矿产金）的毛利率低。以 2011 年为例，金精矿、铜精矿、铁精矿和锌精矿的毛利率分别高达 62.38%、76.56%、69.09%、69.37%。同期，矿产金锭的毛利率为 76.2%，而阴极铜、锌锭和加工金分别只有 12.19%、-1.48%和 0.48%。阴极铜的毛利率快速下滑主要是产量明显减少加上价格上涨幅度较小造成的。

图 6：分品类毛利率的历史变动情况



资料来源：公司公告，群益证券整理

#### ◇ 资源储量

公司旗下公司所拥有的矿山众多，矿产资源丰富，核心矿山为紫金山金铜矿。

截至 2011 年底，公司共有采矿权 59 个，矿权面积 150 km<sup>2</sup>；探矿权 213 个，面积 4,352 km<sup>2</sup>。截止至 2011 年底，公司主要矿山保有 333 以上（释义见表 2）资源储量为：金 1043.39 吨（其中伴生金 117.07 吨），比上年增长 39.09%；铜 1161.29 万吨，比上年增长 9.78%；银 1548.6 吨；锌 539.73 万吨，比上年增长 23.15%；铅 106 万吨，比上年增长 24.16%；；钼 35.23 万吨；钨 17.34 万吨；锡 9.93 万吨；钴 2.16 万吨；镍 60.71 万吨；硫矿石量 8370 万吨；铁矿石量 2.14 亿吨；煤 4.59 亿吨。按《NI 43-101》技术标准认定的紫金山矿田罗卜岭铜

钼矿，该矿认定探明+控制铜金属资源量达 136.77 万吨，钼资源量 13.24 万吨。

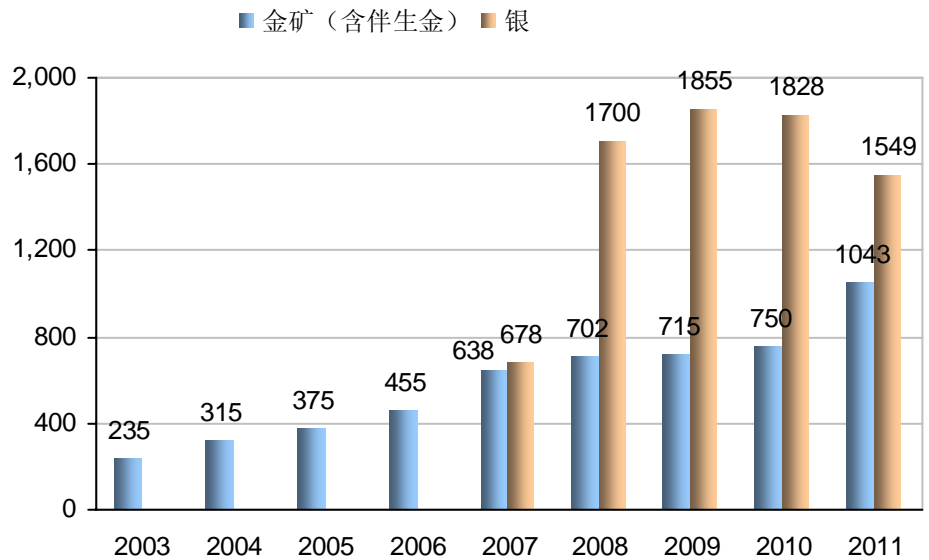
为加大资源占有，公司积极开展地质勘查工作。2011 年，公司投入地勘费 3.04 亿元，勘查新增资源/储量（未经评审）：金 76.48 吨，铜 59.18 万吨，铅锌 152.52 万吨，钼 5.94 万吨，伴生银 272.46 吨。

表 2：国内现行固定矿产资源的储量级别分类

331 级别	指 探明的内蕴经济资源量。
332 级别	指 控制的内蕴经济资源量。
333 级别	指 预测的内蕴经济资源量。
334 级别	指 推断的内蕴经济资源量。

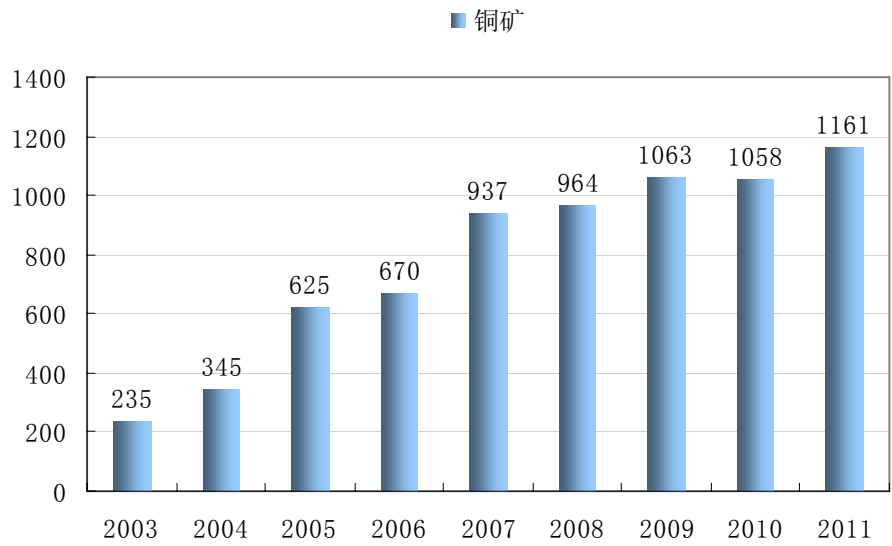
资料来源：（GB / T13908-2002）《固体矿产地质勘查规范总则》

图 7：公司的金矿和银矿储量变动情况 单位：吨



资料来源：公司公告，群益证券整理

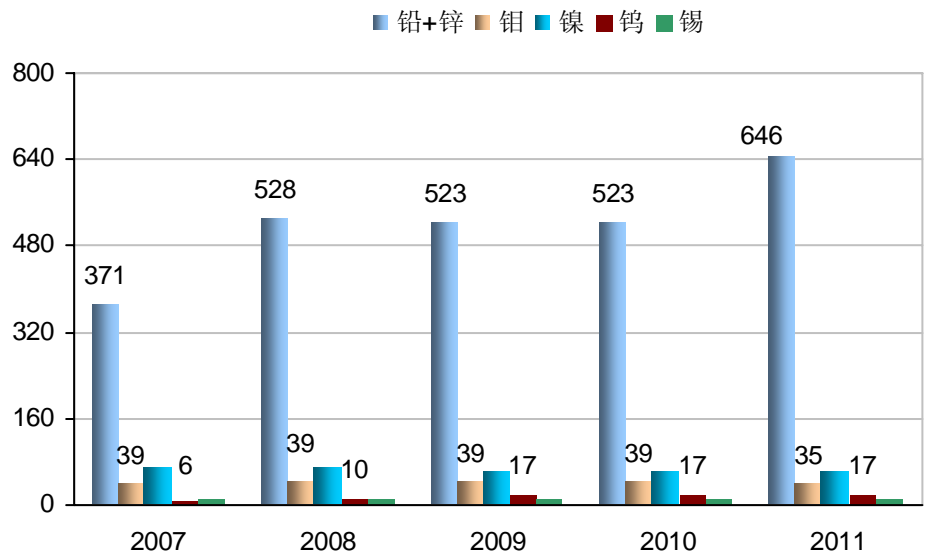
图 8：公司的铜矿储量变动情况 单位：万吨



备注：2011 年储量未包含紫金山矿田罗卜岭铜钼矿储量，该矿按《NI 43-101》技术标准认定探明+控制铜金属资源量达 136.77 万吨，钼资源量 13.24 万吨。

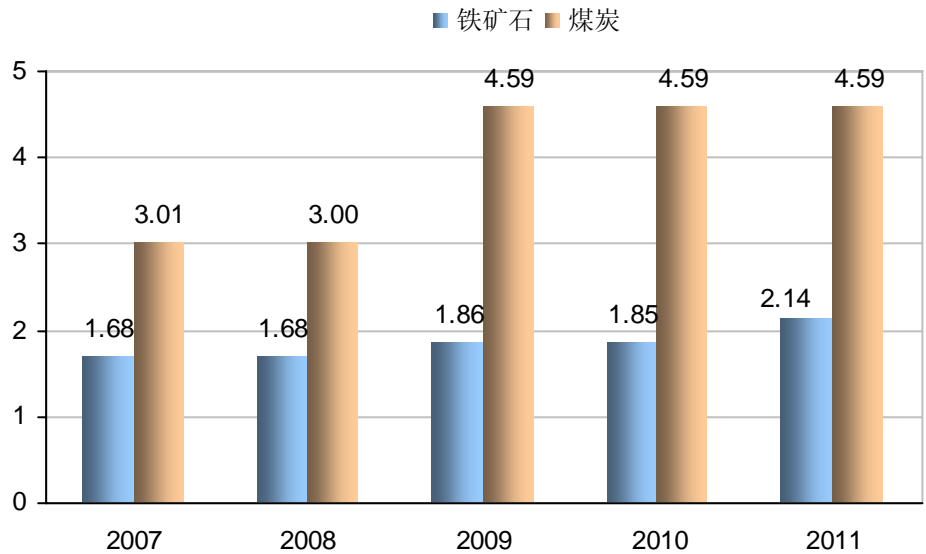
资料来源：公司公告，群益证券整理

图 9：公司其他有色金属矿种的储量变动情况 单位：万吨



资料来源：公司公告，群益证券整理

图 10：铁矿石和煤矿储量变动情况 单位：亿吨



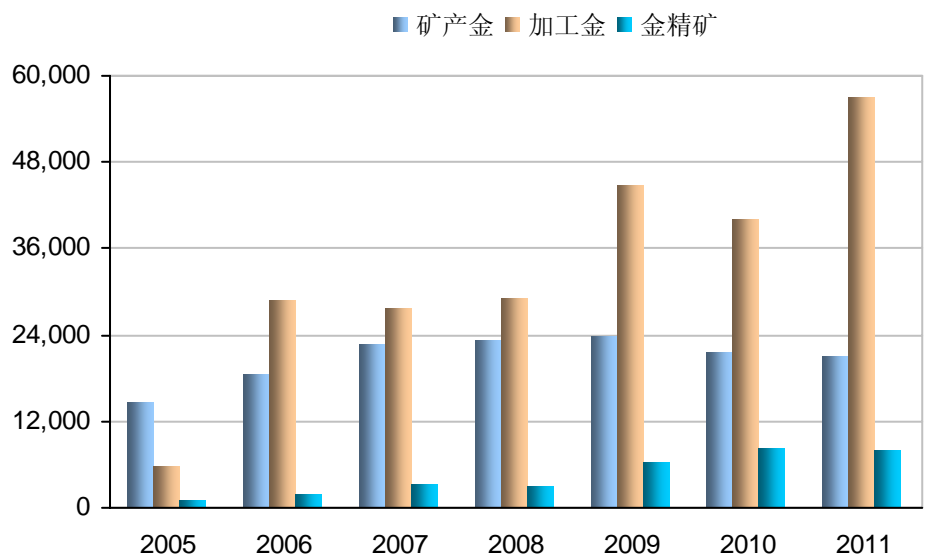
资料来源：公司公告，群益证券整理

#### ◇ 主要产品产销量

公司的主要产品是金和铜。黄金的产量每年均有增长，铜的产量由于受到紫金山铜矿停产的影响而下降。

2011年，公司生产黄金 86,170.80 千克【2,770,453 盎司】，同比增加 24.76%。其中，生产矿产金 28,628.37 千克【920,423 盎司】，同比减少 1.88%。生产冶炼金 57,542.43 千克【1,850,031 盎司】，同比增加 44.24%。

图 11：公司的黄金产品每年的销量变动 单位：千克（1 盎司=31.1035 克）

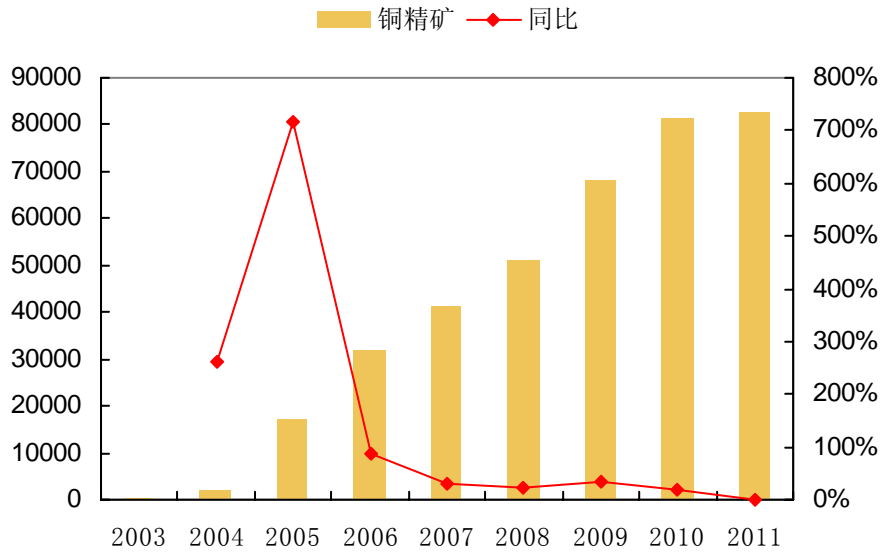


资料来源：公司公告，群益证券整理

由于紫金山金铜矿 2010 年 7 月被勒令停产，2011 年，公司产铜 88,070.71 吨，同比减少 2.46%。其中：矿产阴极铜 3,677.41 吨，同比减少 51.78%；矿产精矿含铜 81,791.20 吨，同比增长 1.97%；冶炼产铜 2,602.10 吨。

图 12: 公司的铜精矿每年的销量变动

单位: 吨



资料来源: 公司公告, 群益证券整理

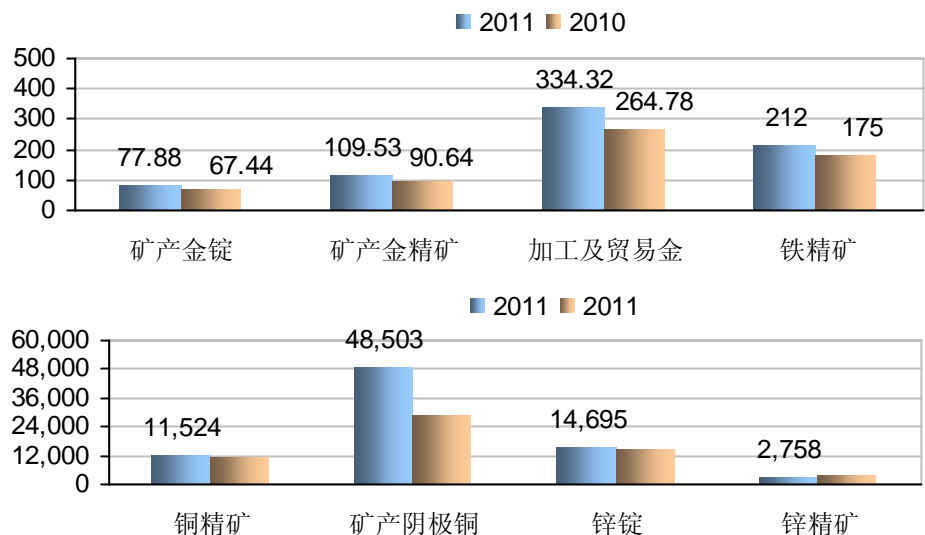
#### ◇ 产品销售成本

公司以矿山开发为主, 产品的销售成本主要包括采选冶综合成本、矿石运输成本、原材料消耗、薪金及用作生产的固定资产折旧等。受公司加大了矿山安全环保投入, 主要原辅材料价格、人工成本上升、加大处理低品位矿石, 以及新线投产等的影响, 2011年大部分产品的单位销售成本同比有较为明显的提高。其中, 金锭、金精矿和加工金成本分别上涨 15.4%、20.8%和 26.26%; 铜精矿和阴极铜分别上涨 6.07%和 70.91%。

不过, 由于 2011 年金价、铜价和铁矿石销售单价同比提高覆盖了成本的增加, 因此他们的毛利率同比依然增加。

图 13: 主要产品单位销售成本同比变化

单位: 黄金产品: 元/克; 其他: 元/吨



资料来源：公司公告，群益证券整理

➤ 业务展望

展望未来，我们认为有以下几点值得关注：

第一，2012年前三季度公司的销售毛利率同比下滑，但对比同业，公司成本优势仍旧明显，并有望继续保持。2012年1-9月，公司整体业务毛利率24.45%，同比减少8.21个百分点。分产品看，矿产金的毛利率为65.13%，同比减少7.87个百分点；加工金的毛利率为0.67%，同比增加0.02个百分点。矿山产铜的毛利率为68.09%，同比减少7.77个百分点；阴极铜的毛利率为-3.8%，而去年同期为27.14%。

前三季毛利率下滑的原因有：单位销售成本增长较快，以及黄金价格同比涨幅较小，铜价同比下降。而最主要的原因是：铜业务毛利率大幅下滑拖累了整体毛利率的表现。2012年一季度，2009年募投的20万吨铜冶炼厂项目开始投入试生产，固定费用相应大幅增加。加上紫金山铜矿自2010年7月起被勒令停产整顿，使公司的铜产量减少，因此铜业务尤其是阴极铜的毛利率大幅下滑。由于铜业务对公司的利润贡献约20%，因此铜业务毛利率大幅下滑成为拖累整体毛利率下滑的最主要原因。黄金业务方面，由于多年连续开采，老矿山的矿石品位逐渐下降——尤其是紫金山金矿，新矿山成本增加，主要原辅材料价格上升等共同导致成本快速上升。新并购的澳大利亚诺顿金田的金精矿成本达到272元/克，大约比同时期国内矿山成本（109.53元/克）高出1.5倍。这也是造成黄金单位销售成本上升的一个原因。

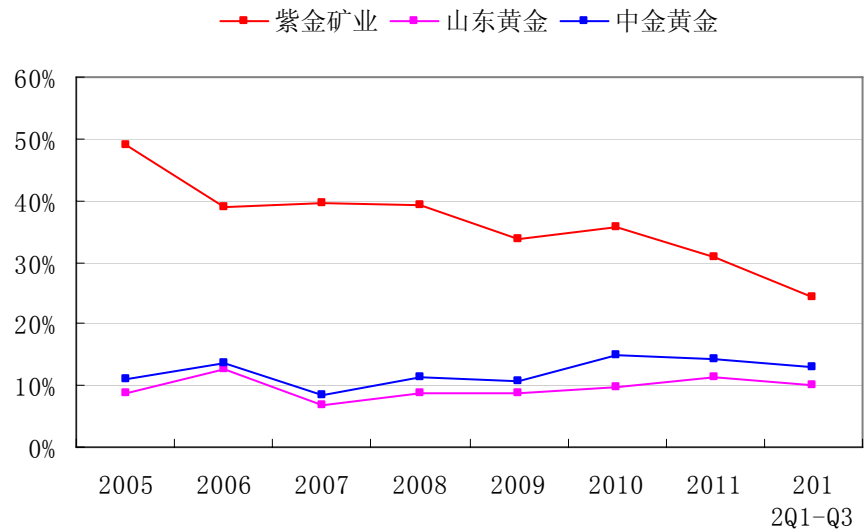
我们认为，对于任何一家资源类公司来说，随着开采年限的增加导致品位下降，以及新矿山成本上升引起的单位成本增加是刚性的。公司凭借巨大的资源储量，拥有一定的规模优势，这有助公司在业内继续保持领先的成本优势。

表3：2012年1-9月公司主要产品的单位销售成本及销售单价与去年同期对比

项目	2012年1-9月				2011年1-9月			
	单价	单位	单位销售成本	单位	单价	单位	单位销售成本	单位
矿山产金	327.33	元/克	114.13	元/克	312.01	元/克	84.23	元/克
冶炼加工及贸易金	345.18	元/克	342.86	元/克	329.49	元/克	327.37	元/克
矿山产银	3.97	元/克	1.89	元/克	4.85	元/克	2.02	元/克
矿山产铜	41962	元/吨	13391	元/吨	50822	元/吨	12268	元/吨
冶炼产铜	48261	元/吨	49748	元/吨	52366	元/吨	42599	元/吨
矿山产锌	7788	元/吨	2594	元/吨	9322	元/吨	2697	元/吨
冶炼产锌	12931	元/吨	13411	元/吨	15048	元/吨	15129	元/吨
铁精矿	621	元/吨	219	元/吨	709	元/吨	206	元/吨

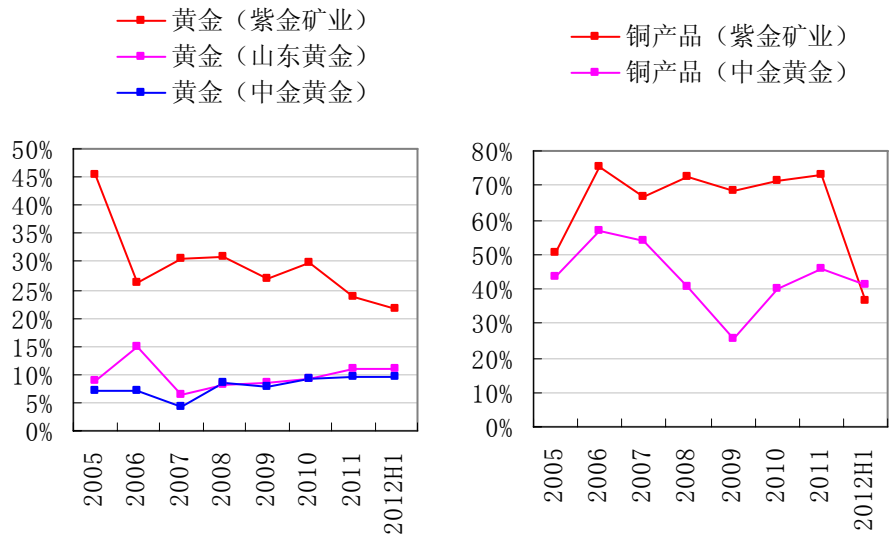
数据来源：公司公告，群益证券整理

图14：三家公司销售毛利率对比



资料来源: 各公司公告, 群益证券整理

图 15: 三家公司黄金业务/铜业务的销售毛利率对比

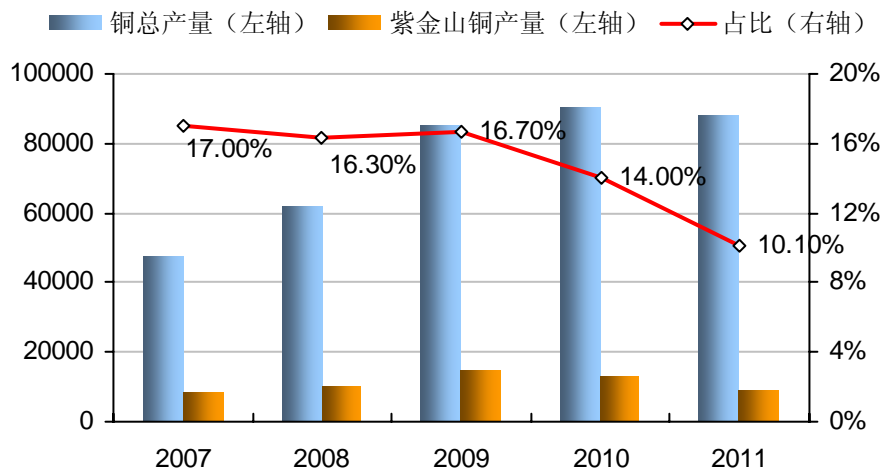


资料来源: 各公司公告, 群益证券整理

第二, 紫金山铜矿已经完成整改投入试生产, 预计产量完全恢复后将有助提高铜业务的毛利率。根据 2012 年中报披露的资讯, 紫金山铜矿湿法厂已经完成全面整改投入试生产。这意味着, 因 2010 年 7 月 3 日发生铜酸水渗漏事故而被无限期停产的紫金山铜矿有望复产, 产量完全恢复后将增加公司铜矿的自给率, 有助降低阴极铜的单位销售成本, 对扭转当前公司铜业务毛利率大幅下滑有积极意义。

紫金山铜矿是紫金矿业旗下四大铜矿之一, 截至 2010 年 7 月事故发生时, 紫金山金铜矿探明黄金储量约 200 吨, 探明铜储量约 200 万吨, 是紫金矿业的最主要的利润来源。紫金山铜矿停产后, 只能对此前遗留下来的铜矿石进行处理, 因此产量较小。据财报披露, 2011 年紫金山铜矿生产阴极铜 1409.88 吨, 生产精矿含铜 7494.22 吨, 铜的总产量占公司总产量的 10%。由于湿法生产的周期比较长, 因此预计试生产阶段对公司的铜产量贡献有限。

图 16：紫金山铜矿的铜产量占公司全部铜产量的比重 单位：吨



资料来源：公司公告，群益证券整理

### 第三，看好 2013 年黄金价格走势和铜价走势。

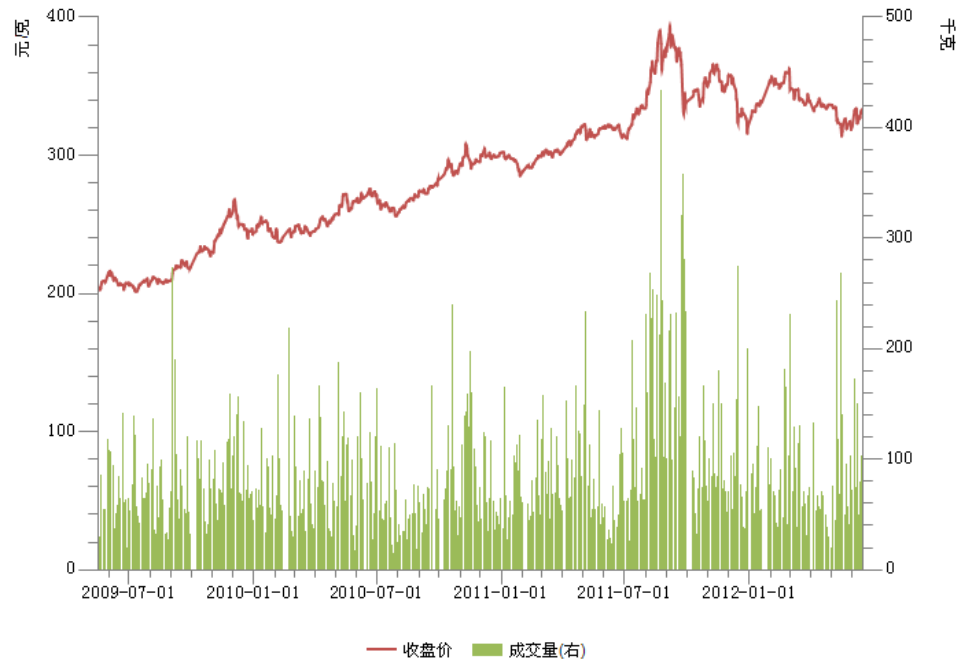
公司生产的标准金锭主要通过上海黄金交易所出手，其价格基本与国际金价一致。根据上海金交所发布的 Au100g 收盘价，截至 2012 年 12 月 21 日，金价 331.08 元/克，较 2011 年底上涨 3.5%。最高价格出现在 9 月份为 360.97 元/克，最低价格出现在 5 月份为 314 元/克。平均价格为 339.64 元/克，较去年同期均价 329.38 元/克上涨 3.1%。

我们认为，近年来黄金价格保持强劲的上涨趋势，官方储备和民间投资功能突出，金融属性凸显。2008 年金融危机发生后，各国努力探求经济复苏之路，虽取得一定成效，但纵观全球，经济复苏前景仍有很大的不确定性。另一方面，近 4 年来，各国为刺激经济频繁使用货币宽松政策，使全球货币超发更是达到顶峰。2012 年 12 月 12 日，美联储推出第四轮量化宽松政策(QE4)：美联储货币政策委员会宣布，在年底扭转操作到期之后，将以每月 450 亿美元的进度购买长期国债，同时还维持目前的抵押支持证券(MBS)购买计划。紧接着，欧洲央行推出无限量购债计划。12 月 20 日，日本央行决定继续追加货币宽松措施，将资产购入基金规模扩充 10 万亿日元（约 1190 亿美元）至 101 万亿日元。

尽管 QE4 推出之后，金价不升反跌，但我们认为，全球经济复苏的不确定性以及全球货币宽松环境这两方面的因素为 2013 年金价上涨创造了条件。这是因为，在全球央行推行宽松货币政策下，对经济复苏的作用越来越弱，但短期内似乎找不到更有效的刺激经济复苏的方法。当政府政策失效时，不安情绪会驱使投资者寻找优质的资产，黄金将成为具有吸引力的优质资产；当经济增长放缓甚至停滞不前，投资机会减少及潜在通胀风险削弱购买力，投资者手持大量现金造成负回报，黄金将成为投资和对抗通胀的选择。

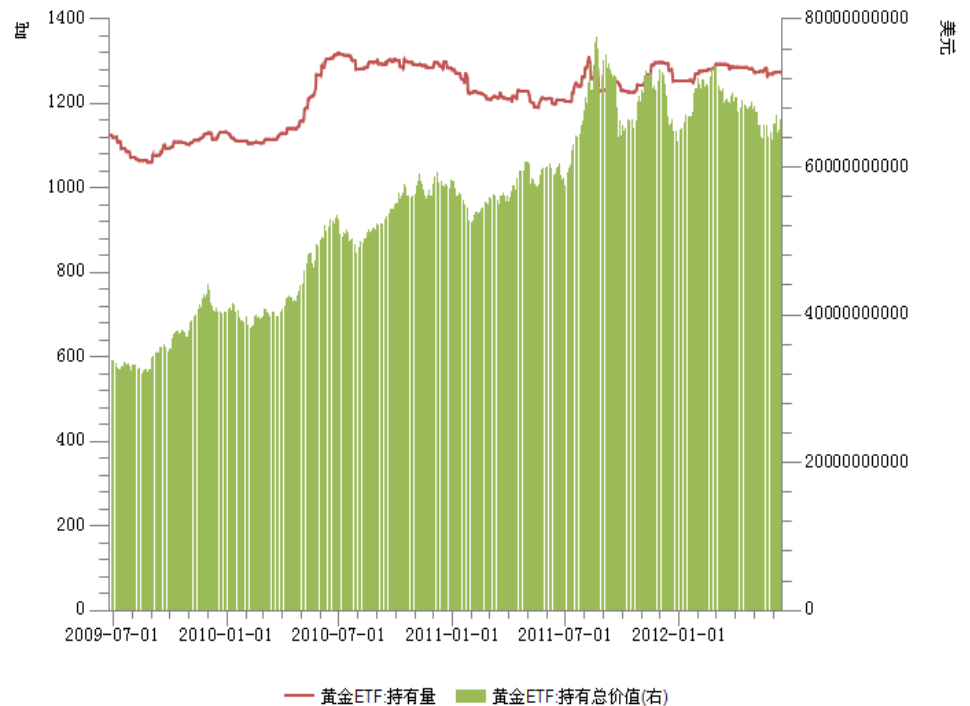
全球最大的黄金 ETF 机构 SPDR 的黄金持仓量依然处在三年来的高位，表明国际大机构对金价的预期依然向好。截至 2012 年 12 月 21 日，SPDR 黄金 ETF 持仓量为 1350.82 吨。

图 17: 上海金交所 Au100g 收盘价/成交量 (2009/11/25-2012/12/21)



资料来源: Wind

图 18: SPDR 黄金 ETF 持仓量/持有总价值



资料来源: Wind

从基本面看, 由于全球铜矿生产商集中度高, 且随着开采年限的增加致铜品位不断下降, 因此预计 2013 年全球铜矿供给增加有限, 预计增幅为 2.5%-3.1%。2011 年全球精铜供给量同比增长 0.9%, 2012 年预计增长 3.5%。需求方面, 欧洲 2013 年经济走势较难确定, 但是随着经济的企稳, 预计中国 2013 年对铜需求比 2012 年将有小

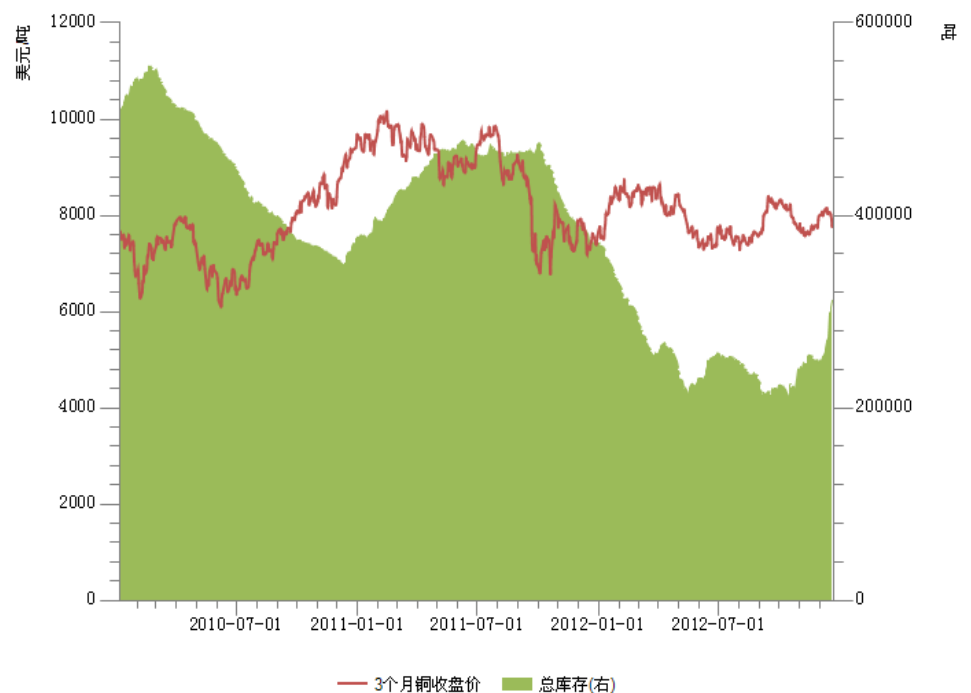
幅度的回升，预计幅度 7%–9%（2012 年预计需求增长约 6%）。此外，流动性也为铜价上涨创造了良好的外部条件。

摩根大通酝酿两年的铜 ETF 于 12 月 17 日通过了美国 SEC 的批准，据称该 ETF 持仓量可持有现货铜 6.18 万吨，相当于当前伦敦交易所全球现货铜仓储总量的 19%。如果该 ETF 于 2013 年入市，预计会加剧铜价的波动。

伦铜 12 月 24 日收于 7818 美元/吨，较去年底微涨 0.6%。伦铜价格在一季度冲高后走弱，近一年来在 8000 美元/吨附近震荡。均价 7929 美元/吨，较去年同期 8963 美元/吨下跌 11.5%。国内现货市场上，铜价在二季度经过一波大幅度的下滑之后，价格在三季度末有所反弹，目前价格企稳。以上海 1 号电解铜为例，11 月份均价 56004.09 元/吨，同比下跌 2.44%，降幅较前 10 个月明显收窄。

从库存方面看，当前 LME 全球铜库存总量为 31.735 万吨，略高于年初水准。分地区看，主要是亚洲和欧洲库存快速上升，尤其是欧洲。我们认为这从一定程度上反映了亚洲和欧洲消费需求增长放缓对铜价的压制。如果 2013 年欧洲债务危机不再持续恶化，中国的需求增长快于 2012 年，那么就有理由对 2013 年铜价保持乐观的态度。

图 19: LME3 个月铜收盘价及库存（2010/01/07-2012/12/24） 单位：美元/吨，吨



资料来源：Wind

图 20: 上海现货市场点解铜月均价格（2007/12-2012/11） 单位：元/吨



资料来源: Wind

### 盈利预测

2012年1-9月份,公司实现营业收入346.34亿元,增长21.59%;实现归属母公司净利润为36.18亿元,同比下降16.88%。

预计公司2012年可实现净利润46.19亿元,同比下降19.13%,对应每股收益0.21元。预计2013年公司可实现归属上市公司净利润48.19亿元,同比增长4.33%,对应每股收益0.22元。

从估值角度看,公司的市净率和市盈率均处在历史地位。

图 21: 公司 A 股市净率历史走势图



资料来源: Wind

图 22: 公司 A 股市盈率历史走势图



资料来源: Wind

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

## 附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	16984	20956	28540	39764	47593	52594
经营成本	10327	13905	18337	27537	36533	40912
营业税金及附加	239	252	353	382	495	547
销售费用	317	377	469	433	588	526
管理费用	1001	899	1362	1609	1826	2104
财务费用	98	45	191	496	627	631
资产减值损失	326	364	176	203	0	0
投资收益	151	-141	208	562	422	289
营业利润	4791	4987	7967	9608	7750	7955
营业外收入	57	215	100	135	110	131
营业外支出	314	184	735	466	235	132
利润总额	4533	5019	7332	9276	7625	7954
所得税	639	968	1576	2366	1946	1989
少数股东损益	828	509	928	1198	1060	1147
归属于母公司所有者的净利润	3066	3541	4828	5713	4620	4819

## 附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	5039	4140	4651	6180	6489	7138
应收账款	322	428	669	489	500	500
存货	1594	2638	3483	7160	6478	6324
流动资产合计	8052	8961	11061	17932	16809	17747
长期股权投资	1727	1688	2674	3204	4354	4157
固定资产	5611	7340	8445	10145	10574	11234
在建工程	2500	2575	3999	7899	8524	8425
非流动资产合计	18166	20685	27341	34388	36657	37417
资产总计	26218	29646	38401	52320	53466	55164
流动负债合计	5659	7168	9636	16365	17183	17698
非流动负债合计	1379	864	2736	5823	5900	5957
负债合计	7038	8033	12373	22188	23083	23655
少数股东权益	3045	3443	4197	5124	5248	5427
股东权益合计	19179	21613	26029	30133	30384	31509
负债及股东权益合计	26218	29646	38401	52320	53466	55164

## 附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	4025	4599	5920	6390	6547	6748
投资活动产生的现金流量净额	-8651	-3291	-6292	-7704	-8012	-5421
筹资活动产生的现金流量净额	5207	-1042	1185	2533	2675	2745
现金及现金等价物净增加额	561	279	792	1126	923	584

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。