



**谨慎
买入**

10% ↑

目标价格: 人民币 35.50

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 43.00

600547.CH

价格: 人民币 32.13

目标价格基础: 24倍13年市盈率

板块评级: 增持

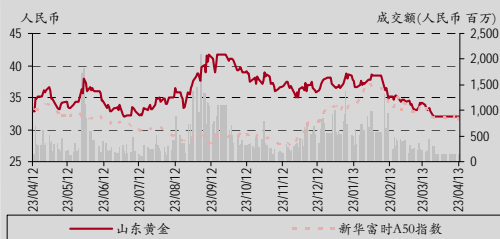
本报告要点

- 1季度盈利同比下滑
- 下调13-14金价假设, 下调13-14年盈利预测
- 下调目标价格, 并下调评级

主要催化剂/事件

- 金价反弹
- 收购金矿

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(16)	(6)	(14)	(2)
相对新华富时A50指数	(10)	1	(6)	2

发行股数(百万)	1,423
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	45,723
3个月日均交易额(人民币 百万)	453
净负债比率(%) (2013E)	27
主要股东(%)	
山东黄金集团	50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年4月23日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金属和矿产: 有色金属

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

山东黄金

13年1季度盈利同比下降, 但有成本下降迹象

山东黄金公告13年1季度净利润同比下降7%至5.74亿人民币(每股收益0.40元)。盈利同比下降主要是由于1季度管理费用同比增加9,200万元, 以及去年1季度公司有近5,261万元通过黄金现货和期货产生的投资收益, 但今年却出现近58.9万元的投资亏损。1季度国内黄金平均价格同比环比均下跌近4.6%, 但公司毛利润却同比增加4%, 环比增加了22%, 我们估计这一方面是公司可能加大了自产矿产金的销售, 另一方面, 我们估计公司加强了成本控制, 矿产金单位克金生产成本还同比下降, 这是过去几年中都未见到的。公司在2013年4月3日公告公司正在筹划重大资产重组事项, 我们估计公司的增发方案可能发生重大调整。基于金价在4月份的罕见暴跌以及市场信心受挫, 我们将2013年和14年的金价假设分别下调12.6%和7.7%。并将2013-14年的每股收益预测并分别下调25.9%和22% (未考虑增发的因素)。我们因此将目标价格由43.00元下调至35.50元, 并将该股的评级由买入下调为谨慎买入。

支撑评级的要点

- 公司储量增加潜力极大。
- 黄金产量稳步上升。
- 在金价下跌的黄金下, 公司估计会加强成本控制。

主要风险

- 收购矿山需要消耗大量资金。
- 管理费用、人工成本仍可能高于预期。
- 美元升值可能对金价形成抑制。

估值

■ 山东黄金的管理团队充满了进取精神, 母公司山东黄金集团未来的目标是“争全国第一”, 建设有国际影响力和竞争力的大型现代化黄金矿业公司。因此公司未来黄金资源储量以及产量有巨大增长的潜力, 而我们对公司即将公布的重大资产重组方案充满期待, 相信这将帮助公司迈上一个新的台阶。基于公司基本面在未来2-3年内有望持续改善, 我们认为, 该股应较同业享有较高的估值。但由于我们下调了13-14年盈利预测, 因此目标价格由43.00元下调至35.50元, 这是基于约24倍的13年市盈率。由于市场对黄金价格未来的预期下降, 同时新目标价格距离目前股价上升空间缩小, 因此我们将该股的评级由买入下调为谨慎买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	39,351	50,160	46,885	45,746	44,547
变动(%)	25	27	(7)	(2)	(3)
净利润(人民币 百万)	1,902	2,171	2,082	2,145	2,176
全面摊薄每股收益(人民币)	1.337	1.526	1.463	1.508	1.529
变动(%)	55.5	14.1	(4.1)	3.0	1.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.903	2.080	1.477
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.97	1.93	-
调整幅度(%)	-	-	(25.9)	(22.0)	-
核心每股收益(人民币)	1.337	1.526	1.463	1.508	1.530
变动(%)	55.5	14.1	(4.1)	3.0	1.5
全面摊薄市盈率(倍)	24.0	21.1	22.0	21.3	21.0
核心市盈率(倍)	24.0	21.1	22.0	21.3	21.0
每股现金流量(人民币)	1.38	2.42	2.51	2.48	2.64
价格/每股现金流量(倍)	23.3	13.3	12.8	12.9	12.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.7	12.2	11.6	11.0	10.3
每股股息(人民币)	0.200	0.213	0.293	0.302	0.306
股息率(%)	0.6	0.7	0.9	0.9	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

13 年 1 季度净利润同比下跌 7%

山东黄金公告 13 年 1 季度净利润同比下降 7% 至 5.74 亿人民币（每股收益 0.40 元）。盈利同比下降主要是由于 1 季度管理费用同比增加 9,200 万元，增幅近 26%，此外，去年 1 季度公司有近 5,261 万元通过黄金现货和期货产生的投资收益，但今年却出现近 58.9 万元的投资亏损。

环比来看，13 年 1 季度净利润较上季度大幅增加了 71%，我们估计这主要是由于公司 1 季度自产矿产金的销量有较大的增加（我们估计公司 4 季度减少了矿产黄金的销售，这反映在公司 12 年底的存货水平较 3 季度末大幅增加近 6 亿元）

图表 1. 季度金价 (人民币/克)

11 年 1 季度	11 年 2 季度	11 年 3 季度	11 年 4 季度	12 年 1 季度	12 年 2 季度	12 年 3 季度	12 年 4 季度	13 年 1 季度
296.5	316.1	352.8	345.9	345	329	338	344.5	328.7

资料来源：上海黄金交易所，中银国际研究

图表 2. 季度利润及毛利率

	11 年 1 季度	11 年 2 季度	11 年 3 季度	11 年 4 季度	12 年 1 季度	12 年 2 季度	12 年 3 季度	12 年 4 季度	13 年 1 季度
净利润(人民币, 百万)	443	606	643	210	617	789	430	335	574
毛利率(%)	11.5	10.0	11	13	9.4	13.0	8.1	9.4	9.5

资料来源：公司数据

1 季度公司可能加大了自产矿产金销售，并加强成本控制

13 年 1 季度，黄金市场较为低迷，国内黄金平均价格同比下跌了 4.6%，较上季度环比也下跌了 4.6%。在这种不利情况下，公司 1 季度的毛利润同比增加 4%，环比更是增加了 22%，应该说是高于我们预期的。我们估计这一方面是公司在 1 季度可能加大了自产矿产金的销售，这反映在 1 季度末公司存货较去年底下降了近 3 亿元，降幅达 28%；另一方面，我们估计公司也加强了成本控制，使得单位成本出现下降迹象。

1 季度矿产金单位成本可能是多年来首次出现下降迹象

我们估计 1 季度公司在金价下跌的情况下，加强了成本控制，估计矿产金单位克金生产成本还同比下降，这是过去几年中都未见到的。

相比之下，2012 年公司的成本上升较快。我们估计 2012 年公司矿产金的单位克金营业成本（不包括三项费用）为 156.3 元/克，较 2011 年大幅上升 13.6%，如果只看下半年，单位克金营业成本可能高达近 182.6 元/克。这可能主要是由于随着金价上升，公司入选矿的品位下降；另外，人员工资也增加。如果考虑三项费用，我们估计 2012 年的完全克金成本可能达到近 239 元/克，较 11 年上升近 10%。

12 年管理费用有较大增加，13 年仍可能进一步增加

13 年 1 季度公司管理费用同比增加 9,200 万元，增幅近 26%，延续了多年来管理费用不断大幅上升到趋势。12 年公司管理费用 17.4 亿元，较上年增加约 2.5 亿元，增幅 17%。我们估计 13 年 1 季度和 12 年管理费用上升除了由于人工成本上升等因素外，公司在 11 年底、12 年 3 月和 11 月分别收购了金石矿业剩下股权、甘肃省西和县中宝矿业有限公司 70% 股权和福建省政和县源鑫矿业有限公司 80% 股权，使得无形资产摊销增加，其中 2012 年无形资产摊销增加了近 1.3 亿元。因此我们预计 13 年公司管理费用有进一步上升的可能。

此外，1 季度公司财务费用仅同比上升 4%，环比更是下跌 19.6%，而 2012 年公司财务费用同比大幅上升 52%。我们注意到其实 1 季度末公司的债务规模仍是延续上升的趋势，净负债较年初上升 10%，因此财务费用上升的趋势是否遏制还有待观察。公司在 13 年 1 月底决定分期发行不超过 33 亿元的公司债券，并已在 3 月 22 日获得证监会审核通过，因此估计公司未来债务规模仍会扩大。

预计未来 2 年矿产金产量持续增长

2012 年公司矿产金产量达到 26 吨，同比增长 17%，高于 2012 年初制定的 25 吨的产量计划，但略低于我们 26.7 吨的预测，低于预期可能是由于公司下半年黄金产量低于上半年。12 年产量有较大增长主要是公司矿石处理能力大幅度提高，通过对三山岛、焦家、玲珑、新城等矿山采矿工艺、选矿磨浮系统及竖井提升系统等改造工程，进一步优化了生产作业系统，使作业效率和生产能力大幅提升，全公司生产能力超过 37,000 吨/日，较上年增加了 5,612 吨/日以上，相当于新增了一个大型在产黄金矿山。

公司未来将以“进一步提高井下采、出能力、进一步提高处理能力”为着力点，加快重点技改项目的进度，重点解决好现有各系统能力，特别是提升、通风、充填、运输系统已滞后于生产能力扩张的矛盾，实现矿山高速、良性发展。公司计划 2013 年自产黄金产量 27.9 吨，较 2012 年实际产量增长 7.3%，但这低于我们原先预期的 29.2 吨，考虑到公司以往制定全年计划时均较保守，因此我们仅小幅下调了 2013-14 年自产黄金产量的预测。

图表 3. 矿产金产量假设 (吨)

	2013E	2014E	2015E
新假设	28.6	30	31
原假设	29.2	30.5	n/a
变动(%)	(2.1)	(1.6)	n/a

资料来源：中银国际研究

在建项目进展较为顺利

2012 年，公司的三山岛金矿 8,000 吨/日项目主体工程提前建成试车；焦家金矿 6,000 吨/日项目寺庄辅助斜坡道交付使用；新城金矿 10,000 吨/日项目可研报告已通过评审，精炼厂 1,200 吨/日项目提前实现达产，西和中宝、青岛莱西、赤峰柴矿 1,000 吨/日选矿改造工程完成试车。此外，青岛鑫汇公司深部开采工程主竖井创造了月掘砌 171.7 米的山东黄金新纪录，金洲公司金青顶深部探建结合主井工程 7 个月成井超百米。这些项目的提前竣工，不仅大大节省了成本，也为公司后期产能的持续扩张提供了保障。

2013年，公司将加快在建项目、特别是三山岛8,000吨/日项目、焦家6,000吨/日项目、新城10,000吨/日项目、青岛公司鑫汇I号脉深部开采工程和鑫莱1,000吨/日采选工程、金洲公司金青顶深部开拓工程、柴矿二期四号竖井工程、中宝四儿沟采选工程、福建源鑫1,000吨/日采选工程的工程进度，使项目尽早投产。

黄金资源收购未有停下

公司对外资源收购的步伐在不断迈进中。2012年3月8日，公司公告决定以7.235亿元收购甘肃省西和县中宝矿业有限公司70%股权（另外的30%股权由叶友堂持有）。中宝公司及其全资子公司天水天龙矿业有限公司拥有“西和县四儿沟门金矿详查、西和县小东沟金矿详查、西和县元滩子金矿普查”三个探矿权。其中，四儿沟门金矿详查332+333+334类别金矿石量461.61万吨，金属量14,979吨，平均品位3.24克/吨，伴生银金属量14.356吨，平均品位3.11克/吨；小东沟金矿详查矿石量1,092.42万吨，金属量17.613吨，平均品位1.61克/吨。此次收购完成后，公司的金金属资源量将增加32.592吨以上。

此外，公司在12年10月底公告以自有资金4.904亿元收购自然人范顺生、林容彬、钟杭生、黄润明、吴云英所持有的福建省政和县源鑫矿业有限公司（源鑫矿业）合计80%的股权，实际收购日为2012年11月30日。源鑫矿业拥有一个采矿权和一个探矿权，分别是福建省政和县源鑫矿业有限公司东际金（银）矿区采矿权和东际矿区金（银）矿普查探矿权。根据2012年8月由福州东鑫矿业技术有限公司编制的《福建省政和县东际矿区金（银）矿上部矿生产勘探暨下部补充详查地质报告》，以2012年6月30日为核实基准日，核实工作获得保有矿石量289.70万吨，金金属量10.94吨，平均品位3.78克/吨；银金属量117吨，平均品位40克/吨。该报告尚未经福建省国土资源评估中心评审，目前正在福建省国土资源厅办理储量评审备案手续。我们估计该矿山未来增储的潜力较大。源鑫矿业是在产黄金矿山企业，主要产品为金精矿，于2005年投产，日处理矿石量约400吨。由于目前源鑫矿业生产规模较小，未来随着储量增加，规模提升空间也较大。

完成源鑫矿业的收购后，我们估计公司的黄金储量可能达到近392吨。

与母公司会商进行“胶东百吨黄金基地”建设的前期准备

近年来，在胶东金矿集中区几条主要断裂成矿带上，在深部及超深部找矿方面获得重大突破，最深矿体控制深度达到2,662米，探明保有金属量和远景储量达2,330吨。而地处莱州湾畔的山东莱州的焦家地质断裂被发现富存大量黄金矿床。

目前，公司的母公司，山东黄金集团是胶东地区黄金产能最大的企业，其黄金产量在2012年已跃居全国同行业第一，在福布斯排行榜上位列世界黄金企业第13位。山东黄金集团新战略目标为“2015年末进入中国100强，矿产金产量全国第一，黄金产量进入世界前十；2020年进入世界500强，黄金产量进入世界前五”，山东黄金集团“十二五”规划目标是矿产金55吨，拥有黄金资源量2,000吨以上。为此，集团决定将以焦家地质断裂为中心，在胶东半岛建设一个年产百吨的世界级黄金生产基地。该基地建成后，将超越澳大利亚纽克雷斯黄金矿业公司，成为世界五大黄金公司之一。

胶东百吨黄金基地规划建设工作于 2012 年 10 月 28 日正式启动。该基地虽然是山东黄金集团制定的黄金产业发展规划，但股份公司旗下的三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿等矿山企业，在地理位置上处于胶东百吨黄金基地规划范围，公司公告目前正与山东黄金集团进行会商，进行胶东百吨黄金基地建设的前期准备工作。由此可见，公司未来储量和矿产金产量的增长空间巨大。

增发新股收购黄金资产方案可能发生重大调整

山东黄金 2011 年 4 月底公告向特定对象非公开发行不超过 12,000 万股股票，发行价格不低于 46.80 元/股，募集资金总额约 56.2 亿元，增发完成后，股本增加约 8.4%。控股母公司山东黄金集团以现金认购 15-19 亿元，发行完成后，山东黄金集团仍持有公司至少 50% 的股份。

公司在 2013 年 4 月 3 日公告公司正在筹划重大资产重组事项，股票自 2013 年 4 月 3 日起停牌。公司承诺争取在 2013 年 5 月 2 日前披露重大资产重组预案。因此，我们估计公司的增发方案可能将发生重大调整。

下调金价假设，并下调盈利预测

黄金价格在 12 年 10 月以后逐级下滑，即使在去年 12 月份美联储推出 QE4 也未能推动金价上升，这主要还是由于市场预期随着美国经济好转，QE 的力度将减弱甚至逐步退出。而自今年 4 月 12 日起，在塞浦路斯可能出售黄金这一事件的催化下，市场信心出现崩溃，黄金经历了史上罕见的暴跌，金价连续跌破 1,500 美元和 1,400 美元，最低跌至近 1,322 美元/盎司，12 日和 13 日分别下跌了 5.1% 和 8.3%，连续 2 个交易日累计下跌 12.9%，这创下了过去 30 年的最大跌幅。其后几日中国、印度等民间的抢购黄金浪潮推升金价反弹，但由于市场信心下降，估计金价中期可能仍会面临一定压力。但从长期看，我们认为作为美元“替代品”的黄金未来仍会有表现的机会。

基于金价在 4 月份的罕见暴跌以及市场信心受挫，我们将 2013 年和 14 年的金价假设分别下调 12.6% 和 7.7%。

由于下调了金价假设，但考虑到公司今年矿产金产量可能仍有近 10% 增长，公司在金价下跌的环境下加强了成本的控制，此外，2013 年公司确定的生产经营目标是实现利润 29.8 亿元，因此我们将 2013-14 年的每股收益预测下调 25.9% 和 22% 至 1.46 元和 1.51 元（未考虑增发的因素）。

图表 4. 金价假设

(人民币/克)	2013E	2014E	2015E
原假设	354	324	n/a
新假设	310	299	289
调整幅度(%)	(12.6)	(7.7)	n/a

资料来源：中银国际研究

下调评级至谨慎买入

山东黄金的管理团队充满了进取精神，山东黄金集团未来的目标是“争全国第一”，建设有国际影响力和竞争力的大型现代化黄金矿业公司。因此公司未来黄金资源储量以及产量有巨大增长的潜力，而我们对公司即将公布的重资产重组方案充满期待，相信这将帮助公司迈上一个新的台阶。基于公司基本面在未来2-3年内有望持续改善，我们认为，该股应较同业享有较高的估值。但由于我们下调了13-14年盈利预测，因此目标价格由43.00元下调至35.50元，这是基于约24倍的13年市盈率。由于市场对黄金价格未来的预期下降，同时新目标价格距离目前股价上升空间缩小，因此我们将该股的评级由买入下调为**谨慎买入**。

图表 5. 业绩摘要

(人民币, 百万)	12年1季度	13年1季度	同比变化(%)
销售收入	12,900	13,347	3
销售成本	(11,680)	(12,079)	3
营业税	(1)	(1)	(23)
毛利润	1,218	1,267	4
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(10)	(9)	(10)
管理费用	(359)	(451)	26
其它经营费用	(3)	(0)	n/a
经营利润	846	807	(5)
财务费用	(56)	(58)	4
投资收入	53	(1)	n/a
其它非营业收入	(1)	14	n/a
税前利润	842	763	(9)
税金	(210)	(182)	(13)
少数股东权益	(16)	(7)	(57)
净利润	617	574	(7)
全面摊薄每股收益(元)	0.43	0.40	(7)
盈利能力(%)			
毛利率	9.4	9.5	
经营利润率	6.6	6.0	
净利率	4.8	4.3	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	39,351	50,160	46,885	45,746	44,547
销售成本	(34,957)	(45,192)	(41,935)	(40,776)	(39,629)
经营费用	(827)	(812)	(647)	(593)	(458)
息税折旧前利润	3,567	4,156	4,302	4,377	4,460
折旧及摊销	(671)	(972)	(1,157)	(1,226)	(1,345)
经营利润(息税前利润)	2,896	3,184	3,145	3,151	3,115
净利息收入/(费用)	(182)	(275)	(292)	(243)	(166)
其他收益/(损失)	(22)	7	(18)	1	1
税前利润	2,692	2,915	2,835	2,909	2,950
所得税	(710)	(698)	(709)	(727)	(738)
少数股东权益	(80)	(46)	(44)	(36)	(37)
净利润	1,902	2,171	2,082	2,145	2,176
核心净利润	1,902	2,171	2,082	2,145	2,177
每股收益(人民币)	1.337	1.526	1.463	1.508	1.529
核心每股收益(人民币)	1.337	1.526	1.463	1.508	1.530
每股股息(人民币)	0.200	0.213	0.293	0.302	0.306
收入增长(%)	25	27	(7)	(2)	(3)
息税前利润增长(%)	52	10	(1)	0	(1)
息税折旧前利润增长(%)	49	17	4	2	2
每股收益增长(%)	56	14	(4)	3	1
核心每股收益增长(%)	56	14	(4)	3	1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	2,692	2,915	2,835	2,909	2,950
折旧与摊销	671	972	1,157	1,226	1,345
净利息费用	182	275	292	243	166
运营资本变动	(1,138)	(28)	(42)	(120)	35
税金	(479)	(772)	(707)	(724)	(736)
其他经营现金流	32	86	33	0	0
经营活动产生的现金流	1,960	3,449	3,568	3,534	3,760
购买固定资产净值	(2,342)	(4,717)	(1,500)	(1,500)	(1,100)
投资减少/增加	114	(1)	(19)	14	14
其他投资现金流	(11)	(80)	8	8	8
投资活动产生的现金流	(2,240)	(4,798)	(1,511)	(1,478)	(1,078)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	136	1,320	(335)	(853)	(858)
支付股息	(141)	(106)	(228)	(312)	(322)
其他融资现金流	285	217	(997)	(243)	(166)
融资活动产生的现金流	279	1,431	(1,560)	(1,407)	(1,345)
现金变动	0	81	497	648	1,337
期初现金	817	817	898	1,395	2,043
公司自由现金流	(271)	(1,338)	2,075	2,083	2,727
权益自由现金流	(326)	(298)	1,421	960	1,659

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	817	898	1,395	2,043	3,379
应收帐款	13	31	29	28	28
库存	875	1,079	1,130	1,253	1,221
其他流动资产	1,628	2,336	2,168	2,109	2,050
流动资产总计	3,333	4,344	4,722	5,433	6,677
固定资产	6,033	8,055	8,831	9,539	9,728
无形资产	3,162	4,800	4,353	3,906	3,458
其他长期资产	133	262	254	246	238
长期资产总计	9,328	13,116	13,438	13,690	13,424
总资产	12,661	17,460	18,160	19,124	20,102
应付帐款	807	1,593	1,479	1,438	1,397
短期债务	2,253	4,040	1,705	853	426
其他流动负债	1,624	1,645	926	914	899
流动负债总计	4,684	7,278	4,110	3,204	2,722
长期借款	1,043	575	2,575	2,575	2,144
其他长期负债	537	892	863	863	863
股本	1,423	1,423	1,423	1,423	1,423
储备	4,248	6,175	8,030	9,863	11,717
股东权益	5,671	7,598	9,453	11,286	13,140
少数股东权益	727	1,116	1,160	1,196	1,233
总负债及权益	12,661	17,460	18,160	19,124	20,102
每股帐面价值(人民币)	3.98	5.34	6.64	7.93	9.23
每股有形资产(人民币)	1.76	1.97	3.58	5.19	6.80
每股净负债/(现金)(人民币)	1.74	2.61	2.03	0.97	(0.57)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.1	8.3	9.2	9.6	10.0
息税前利润率(%)	7.4	6.3	6.7	6.9	7.0
税前利润率(%)	6.8	5.8	6.0	6.4	6.6
净利率(%)	4.8	4.3	4.4	4.7	4.9
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.6	1.1	1.7	2.5
利息覆盖率(倍)	15.2	11.1	10.1	11.7	14.8
净权益负债率(%)	38.7	42.7	27.2	11.1	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.9	1.3	2.0
估值					
市盈率(倍)	24.0	21.1	22.0	21.3	21.0
核心业务市盈率(倍)	24.0	21.1	22.0	21.3	21.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	26.6	23.3	24.3	23.5	23.2
市净率(倍)	8.1	6.0	4.8	4.1	3.5
价格/现金流(倍)	23.3	13.3	12.8	12.9	12.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.7	12.2	11.6	11.0	10.3
周转率					
存货周转天数	5.9	7.1	8.6	9.5	10.1
应收帐款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应付帐款周转天数	6.1	8.7	12.0	11.6	11.6
回报率					
股息支付率(%)	15.0	14.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	39.8	32.7	24.4	20.7	17.8
资产收益率(%)	19.2	16.1	13.2	12.7	11.9
已运用资本收益率(%)	33.3	27.8	22.4	20.6	19.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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