



## 中国：金属及采矿：金矿开采

### 表现领先其他金属；维持对紫金矿业/招金矿业的中性评级

#### 避险效应推动金价上涨

近期市场波动凸显了黄金的避险资产属性，推动年初至今金价上涨了15%。虽然我们的全球金属研究团队仍对以美元计价的金价走势持悲观看法，但是我们认为中国金矿企业或将从人民币走软中受益。此外，我们的全球团队认为，仅考虑到金价跌幅可能不似其它金属猛烈，金价表现就有望相对领先。

#### 调整盈利预测

在计入我们最新的大宗商品/人民币走势预测以及公司的最新项目信息之后，我们将紫金矿业/招金矿业的2016-17年盈利预测调整了15%-63%，并推出了2018年盈利预测。

此外，考虑到近期的市场波动，我们还在本报告中基于2016-18年的金价基本情景预测（每盎司1,083美元/1,000美元/1,050美元）进行了盈利敏感性测试，参见第六页。

#### 我们维持中性评级不变

我们维持对于紫金矿业(H/A)/招金矿业的中性评级。

金价面临的主要风险包括美国的加息周期以及中国和俄罗斯的黄金购买。

紫金矿业/招金矿业面临的主要风险包括大宗商品价格高于/低于预期、成本控制措施以及扩张进程。

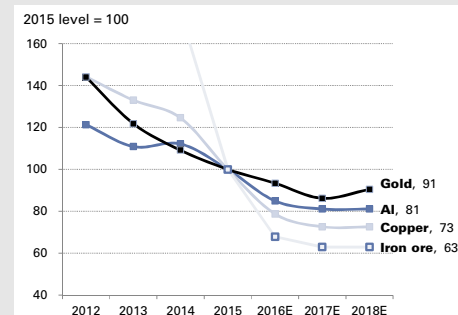
#### 我们的评级和最新12个月目标价格

	Ticker	Rating	Currency	12m TP	Closing price	Potential up/down
<b>Zijin (H)</b>	2899.HK	Neutral	HKD	<b>2.00</b>	2.21	-10%
<b>Zijin (A)</b>	601899.SS	Neutral	CNY	<b>3.40</b>	3.37	1%
<b>Zhaojin</b>	1818.HK	Neutral	HKD	<b>4.40</b>	5.16	-15%

注：截至2016年2月16日收盘价

资料来源：高盛全球投资研究

#### 高盛全球金属研究团队认为金价走势将领先其它金属



资料来源：高盛全球投资研究

#### 2015 年年报发布日期

Metals	Reporting date
Jiangxi Copper (600362.SS)	Tuesday, March 22, 2016
Chalco (601600.SS)	Friday, March 18, 2016
Zijin Mining (601899.SS)	Friday, March 25, 2016
Zhaojin (1818.HK)	Late March
China Moly (3993.HK)	Thursday, March 17, 2016
Hongqiao (1378.HK)	Friday, March 11, 2016

资料来源：公司数据，上交所，深交所

朱地武 执业证书编号: S1420515120001  
+86(21)2401-8978 julian.zhu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司  
王玮嘉 执业证书编号: S1420515080001  
+86(21)2401-8923 claire.wang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

## 黄金：似乎是安全系数相对更高的投资

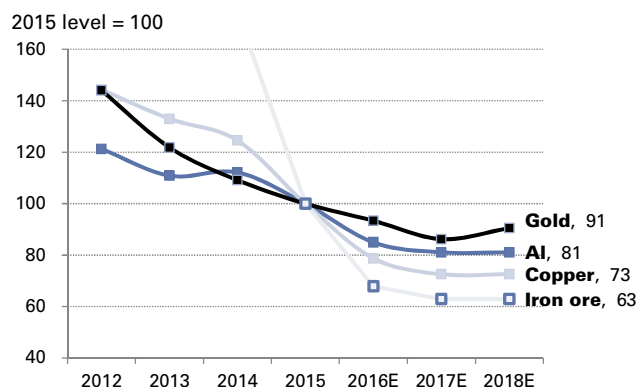
近期市场波动凸显了黄金的避险资产属性，推动年初至今金价上涨了15%。虽然我们的全球金属研究团队仍对以美元计价的金价走势持悲观看法，但是我们认为中国金矿企业或将从人民币走软中受益。此外，与基本金属相比，我们的全球团队认为，仅考虑到金价跌幅可能不似其它金属猛烈，金价表现就有望相对领先。

图表1: 大宗商品价格预测

		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Gold</b>	US\$/oz	1,413	1,266	1,160	1,083	1,000	1,050
	yoy	-15%	-10%	-8%	-7%	-8%	5%
<b>Aluminum</b>	US\$/t	1,846	1,867	1,665	1,414	1,350	1,350
	yoy	-9%	1%	-11%	-15%	-5%	0%
<b>Copper</b>	US\$/t	7,328	6,863	5,510	4,339	4,000	4,000
	yoy	-8%	-6%	-20%	-21%	-8%	0%
<b>Iron ore</b>	US\$/t	135	97	56	38	35	35
	yoy	4%	-28%	-43%	-32%	-7%	0%

资料来源：高盛全球投资研究

图表2: 我们的全球金属研究团队预计金价表现将领先其他金属



资料来源：高盛全球投资研究

图表3: 金属价格预测调整

	2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Metal prices (in US\$)</b>					<b>(in Rmb)</b>			
<b>Gold</b>	US\$/oz				Rmb/g			
<b>New</b>	<b>1,160</b>	<b>1,083</b>	<b>1,000</b>	<b>1,050</b>	<b>234</b>	<b>240</b>	<b>231</b>	<b>246</b>
yoy		-7%	-8%	5%		3%	-4%	7%
Old		1,089	1,050	1,050		231	228	228
<b>Chg from old</b>		-1%	-5%	0%		<b>4%</b>	<b>1%</b>	<b>8%</b>
<b>Copper</b>	US\$/t				Rmb/t (VAT incl)			
<b>New</b>	<b>5,510</b>	<b>4,339</b>	<b>4,000</b>	<b>4,200</b>	<b>40,437</b>	<b>34,965</b>	<b>33,649</b>	<b>35,872</b>
yoy		-21%	-8%	5%		-14%	-4%	7%
Old		4,925	4,500	4,500		37,959	35,618	35,618
<b>Chg from old</b>		-12%	-11%	-7%		<b>-8%</b>	<b>-6%</b>	<b>1%</b>

资料来源：高盛全球投资研究

## 我们的盈利及目标价格调整

我们将紫金矿业 2016/17 年盈利预测上调 8%/38%，招金矿业盈利预测上调 35%/15%，主要因人民币汇率预测调整（图表 3），我们还推出了 2018 年盈利预测。我们基于最新的业绩预警将紫金矿业 2015 年盈利预测下调了 17%。

我们对紫金矿业的盈利预测调整基于：1) 公司 2015 年业绩快报和 2016 年产量指引；2) 以人民币计价的大宗商品价格变动（金价上涨/铜价下跌）；3) 通货紧缩成本，部分由汇率变动所致 - 约 50% 的黄金产量来自海外资产。

我们对招金矿业的盈利预测调整主要基于我们全球团队的金价预测调整。

图表4: 盈利预测调整

2014		Previous			GSe net income				Consensus			%Chg from prev.			Diff. from cons.		
Rmb mn	Act.	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2018E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
Zijin Mining	2,345	1,991	1,398	1,021	1,658	1,510	1,413	1,381	2,245	2,381	3,283	-17%	8%	38%	-26%	-37%	-57%
Zhaojin	455	367	352	322	366	475	371	548	428	446	541	0%	35%	15%	-14%	7%	-31%

资料来源：彭博、高盛全球投资研究

估值方面，我们的 12 个月目标价格仍基于市净率 vs. 净资产回报率得出，但我们在计算行业估值比率、截距和估值溢价/折让时将估值基础从 2013-16 年均值延展至 2014-16 年均值。

我们 H 股研究范围内 2014-16 年最新估值比率/截距分别为 1.8 倍/0.68，而 2013-16 年为 2.2 倍/0.68。我们 A 股研究范围内 2014-16 年最新估值比率为 0.9 倍/1.23，而 2013-16 年为 1.1 倍/1.19。

如图表 5-6 所示，上述调整及我们的预测调整推动我们上调了紫金矿业和招金矿业的 12 个月目标价格。

图表5: 紫金矿业(H)和招金矿业目标价格

	Zijin Mining (H)	Zhaojin
<b>Sector Valratio (PB vs. ROE)</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>
Intercept	0.68	0.68
<b>FY17E ROE</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>
Cycle avg ROE (2014-16E)	6.8%	4.5%
<b>FY17E BVPS (Rmb)</b>	<b>1.3</b>	<b>3.2</b>
Exchange adjustment	1.1	1.1
<b>Valuation prem./disc. adjustment</b>	<b>80%</b>	<b>67%</b>
Historical avg prem. (2014-16E)	80%	67%
Rationale	In line with historical average	In line with historical average
<b>Target price</b>	<b>HK\$ 2.00</b>	<b>HK\$ 4.40</b>
Current price	2.21	5.16
<b>Potential upside/downside</b>	<b>-10%</b>	<b>-15%</b>
Previous target prices	1.6	3.9
Change from previous	25.0%	12.8%
<b>Implied FY17E PBR</b>	<b>1.4x</b>	<b>1.3x</b>
Cycle avg PBR (since listing)	2.1x	1.8x
Implied FY17 PBR vs. Cycle avg	-36%	-29%

资料来源：FactSet、高盛全球投资研究

图表6: 紫金矿业 (A) 目标价格

	Zijin Mining (A)
<b>Sector Valratio (PB vs. ROE)</b>	<b>0.9</b>
Intercept	1.23
<b>FY17E ROE</b>	<b>5%</b>
Cycle avg ROE (2014-16E)	6.6%
<b>FY17E BVPS (Rmb)</b>	<b>1.3</b>
Exchange adjustment	1.00
<b>Valuation prem./disc. adjustment</b>	<b>99%</b>
Historical avg prem. (2014-16E)	99%
Rationale	In line with historical average
<b>Target price</b>	<b>Rmb 3.40</b>
Current price	3.37
<b>Potential upside/downside</b>	<b>1%</b>
Previous target prices	3.10
Change from previous	9.7%
<b>Implied FY17E PBR</b>	<b>2.5x</b>
Cycle avg PBR (since listing)	3.1x
Implied FY17 PBR vs. Cycle avg	-20%

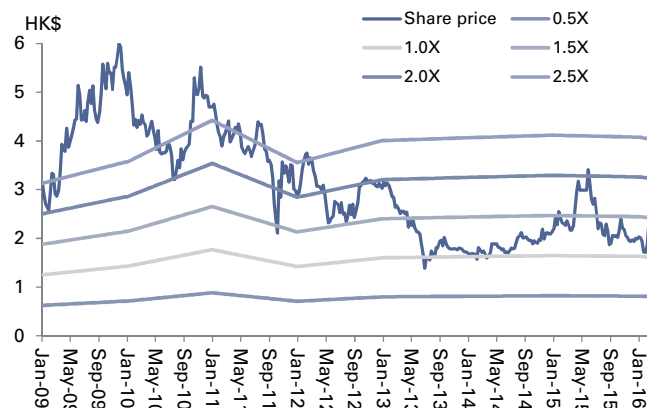
资料来源：FactSet、高盛全球投资研究

图表7: 估值概览

Ticker	Rating	16-Feb-2016 Price	Ccy	12-mth TP	Potential Upside /downside	Mkt cap (US\$m)	P/E (X)			P/B (X)			Gross margin			ROE			Net gearing			
							2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
Zijin Mining (H)	2899.HK	Neutral	2.21	HKD	2.00	-10%	6,189	24.1	26.4	28.2	1.4	1.4	1.4	8%	8%	9%	6%	5%	5%	71%	76%	80%
Zijin Mining (A)	601899.SS	Neutral	3.37	CNY	3.40	1%	11,285	43.9	48.1	51.5	2.6	2.6	2.5	8%	8%	9%	6%	5%	5%	71%	76%	80%
Zhaojin Mining	1818.HK	Neutral	5.16	HKD	4.40	-15%	1,965	35.0	26.9	34.5	1.4	1.4	1.3	43%	43%	41%	4%	5%	4%	152%	150%	151%

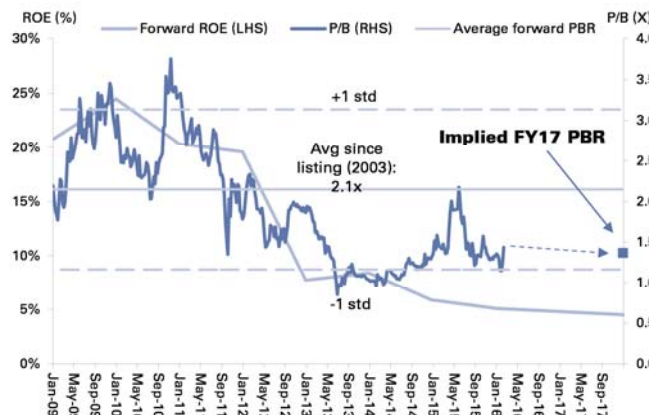
资料来源: FactSet、高盛全球投资研究

图表8: 紫金矿业(H)市净率区间



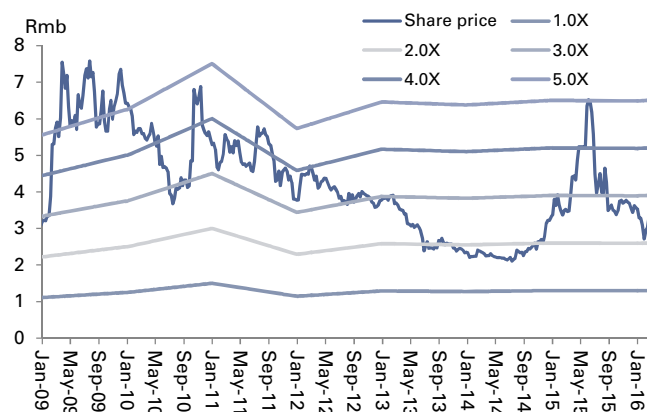
资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

图表9: 紫金矿业(H)市净率 vs. 净资产回报率



资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

图表10: 紫金矿业(A)市净率区间



资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

图表11: 紫金矿业(A)市净率 vs. 净资产回报率



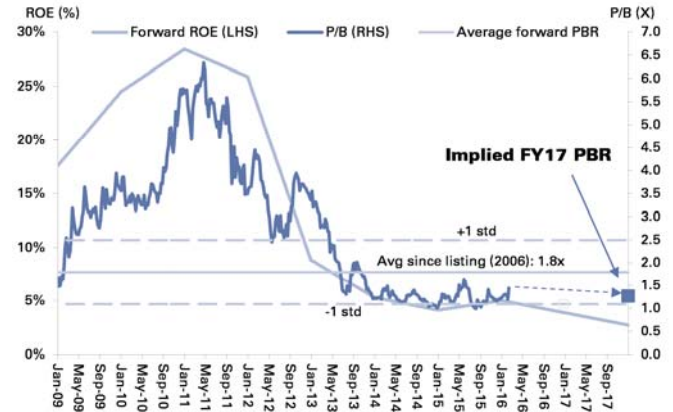
资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

图表12: 招金矿业市净率区间



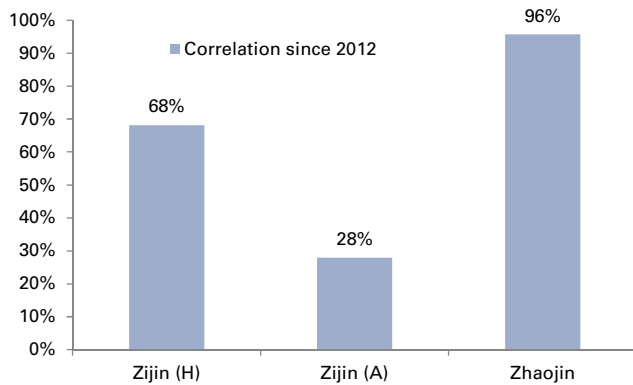
资料来源: Datastream, 高盛全球投资研究

图表13: 招金矿业市净率 vs. 净资产回报率



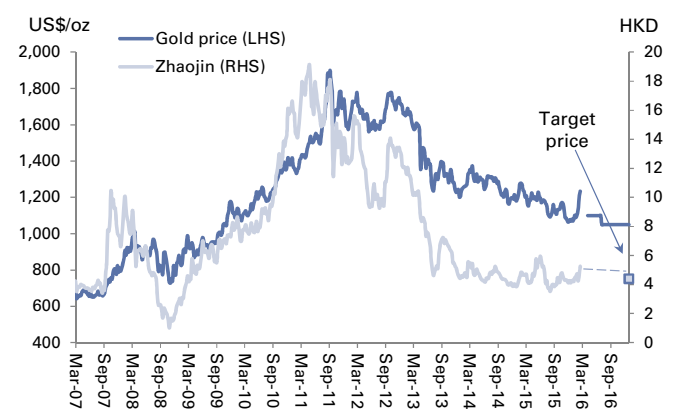
资料来源: Datastream, 高盛全球投资研究

图表14: 金矿企业股价 vs. 金价



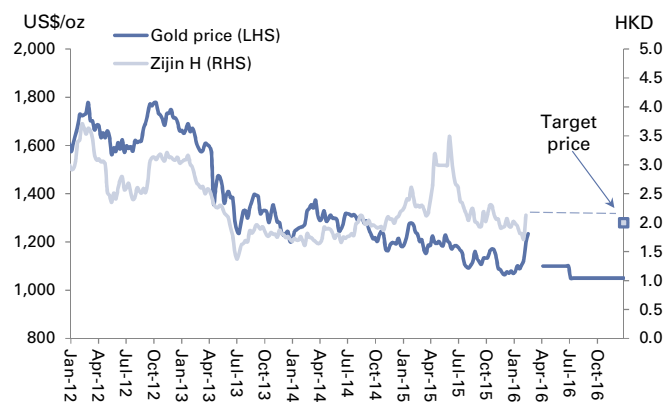
资料来源: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

图表15: 招金矿业股价 vs. 金价



资料来源: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

图表16: 紫金矿业(H) 股价 vs. 金价



资料来源: Datastream, 高盛全球投资研究

图表17: 紫金矿业(A) 股价 vs. 金价



资料来源: Datastream, 高盛全球投资研究

## 情景假设分析

基于我们的情景假设分析，金价每变动1%，紫金矿业和招金矿业盈利将变动4%-8%。鉴于近期金价在市场充满不确定因素的情况下走势强劲，我们进行了敏感性测试并假设金价在2016-18年仍维持在每盎司1,100美元的水平。

图表18: 盈利对金价/铜价的敏感性

		2016E	2017E	2018E
<b>Base case</b>				
Gold price	US\$/oz	1,083	1,000	1,050
Copper price	US\$/t	4,339	4,000	4,000
<b>Zijin earnings sensitivity</b>				
Gold price up 1%		4%	4%	4%
Copper price up 1%		2%	2%	3%
<b>Zhaojin earnings sensitivity</b>				
Gold price up 1%		6%	8%	6%

资料来源：高盛全球投资研究

图表19: 乐观情景测试：金价仍维持在每盎司1,100美元

		2016E	2017E	2018E
<b>Gold price</b>				
Bull case (US\$/oz)	US\$/oz	1,100	1,100	1,100
Base case (US\$/oz)	US\$/oz	1,083	1,000	1,050
% Chg		2%	10%	5%
<b>Zijin earnings</b>				
Bull case	Rmb mn	1,602	1,980	1,662
Base case	Rmb mn	1,510	1,413	1,381
% Chg		6%	40%	20%
<b>Zhaojin earnings</b>				
Bull case	Rmb mn	523	685	719
Base case	Rmb mn	475	371	548
% Chg		10%	85%	31%

资料来源：高盛全球投资研究

### 我们的基本假设：金价因美国进一步加息而下行

尽管近期市场承压，我们的美国经济学家仍预计稳健的美国经济增长将推动美联储将加息（基本假设：在2016年加息三次，每次25个基点）、人民币仅将小幅走软、欧洲央行和日本央行仍将维持通胀目标并进一步放松政策。在我们的分析框架下，以上因素将推动金价在2017年降至每盎司1,000美元的水平。

上行风险主要来自美国加息周期显著延迟以及由此带来的美元走软。下行风险包括俄罗斯和中国黄金净购买量显著下降。过去两年来，俄罗斯和中国是黄金仅存的两大买家，二者的黄金购买量在2015年下半年加速上升，达到年化400吨的水平。

更多内容参见我们2月11日发表的 *Value emerging in emerging market currencies* 和2月8日发表的 *'Capex'-heavy metals slow to adjust, set to underperform oil 2H16/17*。

图表20: 主要风险

Metals	Ticker	Rating	Key risks
Zijin Mining (H)	2899.HK	Neutral	1) higher/lower gold price; 2) Faster/slower than expected production ramp-up; 3) lower/higher than expected cost
Zijin Mining (A)	601899.SS	Neutral	
Zhaojin	1818.HK	Neutral	1) Higher/lower than expected gold price; 2) slower/faster than expected expansion outside Shandong Zhaoyuan Region; and 3) better/worse than expected cost control (esp. outside Zhaoyuan)

资料来源：高盛全球投资研究

高华证券感谢高盛分析师闫彦和贺美琪在本报告中的贡献。



## Zijin Mining (H): Summary financials

Profit model (Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	Balance sheet (Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
<b>Total revenue</b>	<b>58,760.5</b>	<b>82,032.7</b>	<b>83,015.7</b>	<b>81,166.9</b>	Cash & equivalents	4,139.7	3,252.8	4,175.7	4,442.9
Cost of goods sold	(50,881.8)	(75,449.2)	(75,992.3)	(74,122.5)	Accounts receivable	3,683.1	5,141.8	5,203.4	5,087.5
SG&A	(3,080.6)	(3,117.2)	(3,154.6)	(3,084.3)	Inventory	10,353.9	11,317.4	11,398.8	11,118.4
R&D	--	--	--	--	Other current assets	1,441.6	1,230.5	1,245.2	1,217.5
Other operating profit/(expense)	(591.5)	(47.7)	(454.3)	(465.7)	<b>Total current assets</b>	<b>19,618.2</b>	<b>20,942.4</b>	<b>22,023.2</b>	<b>21,866.3</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6,852.5</b>	<b>6,165.3</b>	<b>6,613.0</b>	<b>6,852.2</b>	Net PP&E	33,242.3	40,160.3	42,835.5	45,108.9
Depreciation & amortization	(2,645.8)	(2,746.8)	(3,198.6)	(3,357.9)	Net intangibles	9,881.9	9,227.7	8,573.4	7,919.2
<b>EBIT</b>	<b>4,206.7</b>	<b>3,418.5</b>	<b>3,414.5</b>	<b>3,494.3</b>	Total investments	6,015.9	5,810.8	7,352.1	9,059.5
Interest income	168.1	155.0	121.8	156.3	Other long-term assets	6,401.2	8,936.6	9,043.5	8,842.1
Interest expense	(936.1)	(1,177.1)	(1,544.3)	(1,787.2)	<b>Total assets</b>	<b>75,159.6</b>	<b>85,077.6</b>	<b>89,827.7</b>	<b>92,795.9</b>
Income/(loss) from uncons. subs.	21.4	(205.1)	0.0	0.0	Accounts payable	9,007.8	12,071.9	12,158.8	11,859.6
Others	(136.0)	0.0	0.0	0.0	Short-term debt	5,898.7	10,898.7	13,898.7	15,898.7
<b>Pretax profits</b>	<b>3,324.1</b>	<b>2,191.2</b>	<b>1,991.9</b>	<b>1,863.4</b>	Other current liabilities	8,597.5	10,537.2	11,701.1	12,477.0
Income tax	(688.7)	(551.2)	(498.0)	(465.8)	<b>Total current liabilities</b>	<b>23,504.1</b>	<b>33,507.9</b>	<b>37,758.6</b>	<b>40,235.3</b>
Minorities	(290.4)	17.7	16.1	15.0	Long-term debt	16,263.2	16,263.2	16,263.2	16,263.2
<b>Net income pre-preferred dividends</b>	<b>2,345.1</b>	<b>1,657.7</b>	<b>1,510.0</b>	<b>1,412.6</b>	Other long-term liabilities	1,723.4	1,723.4	1,723.4	1,723.4
Preferred dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	Total long-term liabilities	17,986.6	17,986.6	17,986.6	17,986.6
<b>Net income (pre-exceptionals)</b>	<b>2,345.1</b>	<b>1,657.7</b>	<b>1,510.0</b>	<b>1,412.6</b>	<b>Total liabilities</b>	<b>41,490.7</b>	<b>51,494.5</b>	<b>55,745.2</b>	<b>58,221.9</b>
Post-tax exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>Preferred shares</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Net income</b>	<b>2,345.1</b>	<b>1,657.7</b>	<b>1,510.0</b>	<b>1,412.6</b>	<b>Total common equity</b>	<b>28,059.5</b>	<b>27,991.4</b>	<b>28,506.7</b>	<b>29,013.3</b>
EPS (basic, pre-except) (Rmb)	0.11	0.08	0.07	0.07	Minority interest	5,609.5	5,591.8	5,575.7	5,560.7
EPS (basic, post-except) (Rmb)	0.11	0.08	0.07	0.07	<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>75,159.6</b>	<b>85,077.6</b>	<b>89,827.7</b>	<b>92,795.9</b>
EPS (diluted, post-except) (Rmb)	0.11	0.08	0.07	0.07	<b>BVPS (Rmb)</b>	<b>1.30</b>	<b>1.30</b>	<b>1.32</b>	<b>1.34</b>
DPS (Rmb)	0.08	0.05	0.04	0.04					
Dividend payout ratio (%)	73.6	60.0	60.0	60.0					
Free cash flow yield (%)	0.3	3.9	3.8	4.0					
<b>Growth &amp; margins (%)</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>Ratios</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
Sales growth	18.1	39.6	1.2	(2.2)	CROCI (%)	16.4	8.3	10.3	9.7
EBITDA growth	(2.5)	(10.0)	7.3	3.6	ROE (%)	8.4	5.9	5.3	4.9
EBIT growth	(9.3)	(18.7)	(0.1)	2.3	ROA (%)	3.3	2.1	1.7	1.5
Net income growth	10.3	(29.3)	(8.9)	(6.5)	ROACE (%)	6.7	4.4	4.4	4.3
EPS growth	10.7	(29.3)	(8.9)	(6.5)	Inventory days	66.5	52.4	54.6	55.4
Gross margin	13.4	8.0	8.5	8.7	Receivables days	23.9	19.6	22.7	23.1
EBITDA margin	11.7	7.5	8.0	8.4	Payable days	64.8	51.0	58.2	59.1
EBIT margin	7.2	4.2	4.1	4.3	Net debt/equity (%)	53.5	71.2	76.2	80.2
					Interest cover - EBIT (X)	5.5	3.3	2.4	2.1
<b>Cash flow statement (Rmb mn)</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>Valuation</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
Net income pre-preferred dividends	2,345.1	1,657.7	1,510.0	1,412.6	P/E (analyst) (X)	13.7	25.0	27.5	29.4
D&A add-back	2,645.8	2,746.8	3,198.6	3,357.9	P/B (X)	1.1	1.5	1.5	1.4
Minorities interests add-back	290.4	(17.7)	(16.1)	(15.0)	EV/EBITDA (X)	8.1	11.5	11.0	10.9
Net (inc)/dec working capital	(1,877.4)	641.9	(56.2)	97.2	EV/GCI (X)	1.0	1.1	1.1	1.0
Other operating cash flow	2,916.8	(179.3)	1,042.0	1,005.0	Dividend yield (%)	5.4	2.4	2.2	2.0
<b>Cash flow from operations</b>	<b>6,320.6</b>	<b>4,849.5</b>	<b>5,678.3</b>	<b>5,857.6</b>					
Capital expenditures	(6,220.7)	(3,000.0)	(3,906.1)	(3,990.5)					
Acquisitions	(1,241.6)	(5,461.3)	(851.3)	(592.5)					
Divestitures	0.0	0.0	0.0	0.0					
Others	(1,789.4)	(549.2)	(2,003.4)	(2,101.5)					
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(9,251.8)</b>	<b>(9,010.6)</b>	<b>(6,760.8)</b>	<b>(6,684.4)</b>					
Dividends paid (common & pref)	(1,731.7)	(1,725.8)	(994.6)	(906.0)					
Inc/(dec) in debt	5,412.1	5,000.0	3,000.0	2,000.0					
Common stock issuance (repurchase)	0.0	0.0	0.0	0.0					
Other financing cash flows	(1,266.3)	0.0	0.0	0.0					
<b>Cash flow from financing</b>	<b>2,414.1</b>	<b>3,274.2</b>	<b>2,005.4</b>	<b>1,094.0</b>					
<b>Total cash flow</b>	<b>(517.1)</b>	<b>(886.9)</b>	<b>922.9</b>	<b>267.2</b>					

Note: Last actual year may include reported and estimated data.

Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates.

## Zhaojin Mining Industry: Summary financials

Profit model (Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	Balance sheet (Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
<b>Total revenue</b>	<b>5,606.2</b>	<b>5,141.5</b>	<b>5,472.1</b>	<b>5,578.7</b>	Cash & equivalents	1,254.9	1,127.9	1,206.8	1,475.5
Cost of goods sold	(3,433.8)	(2,924.9)	(3,125.5)	(3,303.6)	Accounts receivable	102.6	205.7	218.9	223.1
SG&A	(1,027.2)	(1,027.4)	(1,085.4)	(1,143.4)	Inventory	3,172.3	3,509.9	3,594.4	3,733.0
R&D	--	--	--	--	Other current assets	1,313.7	1,204.8	1,282.3	1,307.3
Other operating profit/(expense)	2.3	0.0	0.0	0.0	<b>Total current assets</b>	<b>5,843.5</b>	<b>6,048.3</b>	<b>6,302.4</b>	<b>6,739.0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,838.7</b>	<b>2,011.1</b>	<b>2,145.7</b>	<b>2,097.7</b>	Net PP&E	11,133.8	14,637.0	15,908.8	17,099.0
Depreciation & amortization	(691.2)	(821.8)	(884.4)	(966.0)	Net intangibles	4,411.6	4,293.8	4,175.9	4,058.1
<b>EBIT</b>	<b>1,147.5</b>	<b>1,189.2</b>	<b>1,261.2</b>	<b>1,131.8</b>	Total investments	268.3	255.7	262.9	269.4
Interest income	24.1	25.1	24.6	28.3	Other long-term assets	4,743.1	4,343.1	3,943.1	3,543.1
Interest expense	(514.4)	(563.7)	(575.0)	(604.2)	<b>Total assets</b>	<b>26,400.3</b>	<b>29,577.8</b>	<b>30,593.1</b>	<b>31,708.6</b>
Income/(loss) from uncons. subs.	6.6	6.8	7.3	6.5	Accounts payable	479.1	468.0	500.1	528.6
Others	19.2	(19.4)	0.0	0.0	Short-term debt	8,543.4	8,543.4	9,043.4	9,843.4
<b>Pretax profits</b>	<b>683.0</b>	<b>638.1</b>	<b>718.1</b>	<b>562.3</b>	Other current liabilities	1,712.7	1,683.6	1,719.1	1,685.1
Income tax	(176.3)	(214.0)	(177.7)	(140.6)	<b>Total current liabilities</b>	<b>10,735.2</b>	<b>10,694.9</b>	<b>11,262.5</b>	<b>12,057.0</b>
Minorities	(51.4)	(58.1)	(65.4)	(51.2)	Long-term debt	4,864.3	7,864.3	7,864.3	7,864.3
<b>Net income pre-preferred dividends</b>	<b>455.4</b>	<b>366.0</b>	<b>475.0</b>	<b>370.5</b>	Other long-term liabilities	1,050.8	963.7	1,025.7	1,045.7
Preferred dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	Total long-term liabilities	5,915.1	8,828.0	8,890.0	8,910.0
<b>Net income (pre-exceptionals)</b>	<b>455.4</b>	<b>366.0</b>	<b>475.0</b>	<b>370.5</b>	<b>Total liabilities</b>	<b>16,650.3</b>	<b>19,523.0</b>	<b>20,152.6</b>	<b>20,967.0</b>
Post-tax exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>Preferred shares</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Net income</b>	<b>455.4</b>	<b>366.0</b>	<b>475.0</b>	<b>370.5</b>	<b>Total common equity</b>	<b>8,667.1</b>	<b>8,913.9</b>	<b>9,234.2</b>	<b>9,484.1</b>
EPS (basic, pre-except) (Rmb)	0.15	0.12	0.16	0.12	Minority interest	1,082.9	1,141.0	1,206.4	1,257.6
EPS (basic, post-except) (Rmb)	0.15	0.12	0.16	0.12	<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>26,400.3</b>	<b>29,577.8</b>	<b>30,593.1</b>	<b>31,708.6</b>
EPS (diluted, post-except) (Rmb)	0.15	0.12	0.16	0.12	<b>BVPS (Rmb)</b>	<b>2.92</b>	<b>3.01</b>	<b>3.11</b>	<b>3.20</b>
DPS (Rmb)	0.05	0.04	0.05	0.04					
Dividend payout ratio (%)	32.6	32.6	32.6	32.6					
Free cash flow yield (%)	(14.6)	(1.2)	(0.9)	(1.4)					
<b>Growth &amp; margins (%)</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>Ratios</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
Sales growth	(11.6)	(8.3)	6.4	1.9	CROCI (%)	7.7	6.8	6.6	6.1
EBITDA growth	(3.7)	9.4	6.7	(2.2)	ROE (%)	5.3	4.2	5.2	4.0
EBIT growth	(11.7)	3.6	6.1	(10.3)	ROA (%)	1.8	1.3	1.6	1.2
Net income growth	(38.0)	(19.6)	29.8	(22.0)	ROACE (%)	4.2	3.3	3.7	3.2
EPS growth	(38.0)	(19.6)	29.8	(22.0)	Inventory days	301.7	416.9	414.8	404.8
Gross margin	38.8	43.1	42.9	40.8	Receivables days	9.5	10.9	14.2	14.5
EBITDA margin	32.8	39.1	39.2	37.6	Payable days	59.9	59.1	56.5	56.8
EBIT margin	20.5	23.1	23.0	20.3	Net debt/equity (%)	124.6	152.0	150.4	151.1
					Interest cover - EBIT (X)	2.3	2.2	2.3	2.0
<b>Cash flow statement (Rmb mn)</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>Valuation</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
Net income pre-preferred dividends	455.4	366.0	475.0	370.5	P/E (analyst) (X)	23.6	35.9	27.6	35.4
D&A add-back	691.2	821.8	884.4	966.0	P/B (X)	1.2	1.5	1.4	1.4
Minorities interests add-back	51.4	58.1	65.4	51.2	EV/EBITDA (X)	13.0	14.7	14.0	14.6
Net (inc)/dec working capital	(750.0)	(451.8)	(65.6)	(114.5)	EV/GCI (X)	1.1	1.1	1.1	1.0
Other operating cash flow	(15.2)	34.4	(22.8)	(11.5)	Dividend yield (%)	1.4	0.9	1.2	0.9
<b>Cash flow from operations</b>	<b>432.7</b>	<b>828.4</b>	<b>1,336.5</b>	<b>1,261.8</b>					
Capital expenditures	(2,155.6)	(1,000.0)	(1,463.8)	(1,463.8)					
Acquisitions	(1,155.1)	(2,700.0)	0.0	0.0					
Divestitures	0.0	0.0	0.0	0.0					
Others	1,046.6	(107.1)	(174.6)	(174.6)					
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(2,264.1)</b>	<b>(3,807.1)</b>	<b>(1,638.4)</b>	<b>(1,638.4)</b>					
Dividends paid (common & pref)	(419.8)	(148.3)	(119.2)	(154.7)					
Inc/(dec) in debt	3,857.2	3,000.0	500.0	800.0					
Common stock issuance (repurchase)	0.0	0.0	0.0	0.0					
Other financing cash flows	(1,386.9)	0.0	0.0	0.0					
<b>Cash flow from financing</b>	<b>2,050.5</b>	<b>2,851.7</b>	<b>380.8</b>	<b>645.3</b>					
<b>Total cash flow</b>	<b>219.1</b>	<b>(127.0)</b>	<b>79.0</b>	<b>268.7</b>					

Note: Last actual year may include reported and estimated data.

Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates.



## 信息披露附录

### 申明

我们，朱地武、王玮嘉，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用多种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

**增长**是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

### Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

### GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

### 信息披露

#### 相关的股票研究范围

朱地武：亚洲商品企业。

亚洲商品企业：ACC、中国铝业(A)、中国铝业(H)、Ambuja Cements、鞍钢(A)、鞍钢(H)、海螺水泥(A)、海螺水泥(H)、宝钢、金隅股份(A)、金隅股份(H)、北控水务、碧水源、万邦达、中煤能源、中煤能源(H)、海螺创业、光大国际、中国宏桥、洛阳钼业、中国建材、华润水泥、山水水泥、中国神华(A)、中国神华(H)、Coal India Ltd.、东江环保(A)、东江环保(H)、东鹏控股、瀚蓝环境、Grasim Industries、Hindalco Industries、江西铜业(A)、江西铜业(H)、Korea Zinc、马钢(A)、马钢(H)、National Aluminium Co.、Shree Cement Ltd.、天津创业环保(A)、天津创业环保(H)、津膜科技、启迪桑德、Ultratech Cement、Vedanta Ltd.、兖州煤业(A)、兖州煤业(H)、招金矿业、紫金矿业(A)、紫金矿业(H)。

#### 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：招金矿业 (HK\$5.21)、紫金矿业(A) (Rmb3.26)、紫金矿业(H) (HK\$2.19)

#### 公司评级、研究行业及评级和相关定义

**买入、中性、卖出**：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

**潜在回报**：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

**研究行业及评级**：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

**暂无评级(NR)**：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

#### 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

**北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2016 年**

**未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。**

