



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

## 业绩回顾

证券研究报告

2011年3月16日

煤炭

研究部

蔡宏宇\* CFA CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080210060008

caihy@cicc.com.cn

维持审慎推荐

## 兰花科创(600123.SH)

短期缺乏催化剂, 等待大宁矿复产和化工业务改善

### 主要财务信息

| (人民币百万元)      | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入        | 4,912 | 5,616 | 5,812 | 7,344 | 8,406 |
| (+/-%)        | 41%   | 14%   | 3%    | 26%   | 14%   |
| 主营业务利润        | 2,306 | 2,274 | 2,511 | 2,788 | 2,993 |
| (+/-%)        | 46%   | -1%   | 10%   | 11%   | 7%    |
| 营业利润          | 1,596 | 1,686 | 1,881 | 1,883 | 2,327 |
| (+/-%)        | 54%   | 6%    | 12%   | 0%    | 24%   |
| 净利润           | 1,249 | 1,271 | 1,314 | 1,412 | 1,680 |
| (+/-%)        | 77%   | 2%    | 3%    | 7%    | 19%   |
| 每股盈利(元)       | 2.19  | 2.22  | 2.30  | 2.47  | 2.94  |
| (+/-%)        | 77%   | 2%    | 3%    | 7%    | 19%   |
| 每股净资产(元)      | 7.43  | 9.30  | 11.46 | 13.43 | 15.64 |
| 每股股利(元)       | 0.61  | 0.30  | 0.50  | 0.74  | 0.83  |
| 市盈率(X)        | 18.0  | 17.7  | 17.1  | 15.9  | 13.4  |
| 市净率(X)        | 5.3   | 4.2   | 3.4   | 2.9   | 2.5   |
| EV/EBITDA(X)  | 11.7  | 10.0  | 8.3   | 7.8   | 6.4   |
| 资产收益率         | 13.9% | 10.9% | 9.7%  | 9.8%  | 11.1% |
| 净资产收益率        | 29.4% | 23.9% | 20.1% | 18.4% | 18.8% |
| ROCE          | 28.4% | 25.0% | 23.2% | 20.6% | 21.4% |
| 分红收益率         | 1.5%  | 0.8%  | 1.3%  | 1.9%  | 2.1%  |
| 每股经营现金流(元)    | 2.8   | 1.9   | 2.3   | 3.8   | 3.9   |
| 股价/每股经营现金流(X) | 14.2  | 21.3  | 17.4  | 10.5  | 10.0  |

### 股票信息

|              | A股(元)              |
|--------------|--------------------|
| 股票代码         | 600123.CH          |
| 当前股价         | 39.37              |
| 日成交量(百万股)    | 17.77              |
| 52周最高价/最低价   | 52.59/23.9         |
| 发行股数(百万股)    | 571.20             |
| 其中: 流通股(百万股) | 571.20             |
| 主要股东(持股比例)   | 山西兰花煤炭实业集团(45.11%) |

### 最近估值走势

| 涨跌幅(%)      | 1周      | 1个月    | 3个月     | 年初至今    |
|-------------|---------|--------|---------|---------|
| [600123.CH] | (11.39) | (3.43) | (16.27) | (16.38) |
| [上证A指]      | (3.47)  | (0.11) | (0.54)  | 3.14    |

### 最近股价走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

### 近来事件

04/22/2011 2010 年度股东大会

\*报告贡献人: 廖明兵 (liaomb@cicc.com.cn)

### 公司近况:

兰花科创 2010 年实现营业收入 58.1 亿元, 同比增长 3.5%; 归属母公司股东净利润 13.1 亿元, 同比增长 3.4%。摊薄后 EPS 为 2.30 元, 其中 4QEPS 为 0.59 元, 环比增长 27.8%, 完全符合我们的预期。公司计划每 10 股分配现金红利 5 元。

### 评论:

**在建玉溪煤矿和整合煤矿将确保未来产量快速增长。**公司望云矿 (90 万吨) 改扩建已完成, 口前矿 (90 万吨) 年底有望投产; 兰兴煤业、玉生矿和其他已整合矿井合计产能 300 万吨, 预计 2012 年下半年投产; 在建玉溪矿 (240 万吨) 预计 2013 年投产。上述项目将确保未来产量可持续增长。

**大宁矿股权问题基本解决, 近期复产可能性增大。**亚美大宁外方股东泰国万浦已与华润电力签订股权转让协议, 将其持有的亚美大宁煤矿 56% 的股权以 6.69 亿美元 (约 43.98 亿元) 的价格转让给华润电力。这意味着导致大宁矿停产的外资控股问题基本解决, 该矿近期有望复产。2010 年大宁矿贡献 EPS 约 0.48 元或 21%。但兰花科创获得大宁矿控股权的希望落空, 持股比例仍为 36%。

**尿素业务有较大的改善空间。**公司尿素的完全成本为 2000 元/吨左右, 处于盈亏平衡的状态。随着油价的上涨和农用施肥量的增加, 尿素价格有望进一步上涨, 公司盈利有较大的改善空间。尿素价格每上涨 1%, 公司盈利将增加 1.3%。

### 盈利预测假设:

**小幅调整盈利预测。**化工用无烟煤价格涨幅由 10% 上调至 15%, 精煤、末煤价格相应小幅上调; 根据公司指引, 将 2011 年煤炭产量预测由 673 万吨下调至 650 万吨, 产量增速为 8.2%; 亚美大宁持股比例由 46% 下调至 36%, 保守估计下半年复产, 全年产量 200 万吨。2011 年 EPS 由 2.59 元下调至 2.47 元, 下调幅度为 4.4%。

### 估值与建议:

**政策观察期估值下降概率较低, 但短期缺乏催化剂, 维持审慎推荐。**公司 2011/12 年 P/E 分别为 15.9 倍和 13.4 倍, 略低于行业中值, 近期股价大幅回调已基本反映了大宁矿控股权落空的预期。在政策处于观察期以及国际油价维持高位的背景下, 公司估值继续下降的概率较低。但短期缺乏催化剂, 预计仍将以震荡为主, 未来可能催化剂包括紧缩政策放松、大宁矿复产以及煤炭尿素价格的大幅上涨。

**风险:** 大宁矿复产进度低于预期; 尿素产品价格下跌。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 兰花科创季度业绩分析

| (百万元)     | 1Q08  | 2Q08  | 3Q08  | 4Q08  | 1Q09  | 2Q09  | 3Q09  | 4Q09  | 1Q10  | 2Q10  | 3Q10  | 4Q10  | QoQ    | YoY    | FY09  | FY10  | YoY    |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入      | 951   | 1,184 | 1,422 | 1,355 | 1,407 | 1,433 | 1,254 | 1,521 | 1,235 | 1,723 | 1,470 | 1,382 | -6.0%  | -9.1%  | 5,616 | 5,812 | 3.5%   |
| 营业成本      | 511   | 620   | 771   | 649   | 925   | 660   | 749   | 933   | 727   | 1,111 | 784   | 599   | -23.6% | -35.8% | 3,267 | 3,222 | -1.4%  |
| 毛利润       | 440   | 564   | 651   | 707   | 482   | 773   | 505   | 588   | 508   | 612   | 686   | 783   | 14.1%  | 33.1%  | 2,349 | 2,589 | 10.3%  |
| 营业税金及附加   | 9     | 15    | 16    | 15    | 17    | 22    | 17    | 18    | 16    | 21    | 19    | 22    | 16.1%  | 20.8%  | 74    | 78    | 5.2%   |
| 营业费用      | 39    | 72    | 48    | 53    | 52    | 49    | 31    | 83    | 49    | 50    | 55    | 56    | 1.6%   | -32.9% | 215   | 209   | -2.8%  |
| 管理费用      | 94    | 164   | 142   | 193   | 160   | 257   | 94    | 115   | 115   | 124   | 135   | 216   | 60.1%  | 88.5%  | 626   | 591   | -5.6%  |
| 财务费用      | 12    | 19    | 29    | 35    | 36    | 37    | 37    | 37    | 35    | 43    | 41    | 36    | -13.4% | -3.8%  | 147   | 155   | 6.0%   |
| 资产减值损失    | 0     | 2     | 0     | 76    | (0)   | 17    | (0)   | 9     | 16    | 14    | 2     | 7     | 246.3% | -15.2% | 26    | 39    | 53.5%  |
| 其他经营收益    | 22    | 112   | 59    | 77    | 125   | 179   | 61    | 60    | 104   | 172   | 42    | 46    | 8.4%   | -23.3% | 425   | 364   | -14.3% |
| 营业利润      | 307   | 404   | 474   | 411   | 342   | 571   | 388   | 386   | 383   | 531   | 476   | 492   | 3.3%   | 27.3%  | 1,686 | 1,881 | 11.6%  |
| 营业外收支净额   | (1)   | (6)   | (1)   | (12)  | (16)  | (27)  | (19)  | (9)   | (17)  | (2)   | (106) | (42)  | n.a.   | n.a.   | (71)  | (167) | n.a.   |
| 利润总额      | 305   | 398   | 474   | 399   | 326   | 543   | 369   | 377   | 366   | 528   | 370   | 449   | 21.5%  | 19.2%  | 1,615 | 1,714 | 6.1%   |
| 所得税       | 71    | 51    | 124   | 105   | 91    | 134   | 112   | 65    | 103   | 121   | 125   | 128   | 2.3%   | 96.0%  | 402   | 476   | 18.4%  |
| 净利润       | 234   | 347   | 350   | 294   | 235   | 409   | 257   | 312   | 263   | 408   | 245   | 322   | 31.2%  | 3.2%   | 1,213 | 1,238 | 2.1%   |
| 少数股东损益    | 0     | (8)   | (10)  | (6)   | (12)  | (22)  | (23)  | 0     | (19)  | (24)  | (18)  | (15)  | n.a.   | n.a.   | (57)  | (76)  | n.a.   |
| 归属母公司净利润  | 234   | 355   | 360   | 300   | 247   | 431   | 280   | 312   | 282   | 431   | 264   | 337   | 27.8%  | 8.0%   | 1,271 | 1,314 | 3.4%   |
| 基本每股收益(元) | 0.50  | 0.68  | 0.63  | 0.78  | 0.50  | 0.69  | 0.49  | 0.55  | 0.49  | 0.76  | 0.46  | 0.59  | 27.9%  | 8.0%   | 2.22  | 2.30  | 3.4%   |
| 摊薄每股收益(元) | 0.41  | 0.62  | 0.63  | 0.53  | 0.43  | 0.76  | 0.49  | 0.55  | 0.49  | 0.76  | 0.46  | 0.59  | 27.8%  | 8.0%   | 2.22  | 2.30  | 3.4%   |
| 毛利率       | 46.3% | 47.6% | 45.8% | 52.1% | 34.3% | 53.9% | 40.3% | 38.7% | 41.1% | 35.5% | 46.7% | 56.7% | 11.2%  | 6.4%   | 41.8% | 44.6% | 2.7%   |
| 营业利润率     | 32.3% | 34.1% | 33.4% | 30.3% | 24.3% | 39.8% | 30.9% | 25.4% | 31.0% | 30.8% | 32.4% | 35.6% | 1.6%   | 1.4%   | 30.0% | 32.4% | 2.3%   |
| 净利润率      | 24.7% | 29.3% | 24.6% | 21.7% | 16.7% | 28.6% | 20.5% | 20.5% | 21.3% | 23.7% | 16.7% | 23.3% | -7.0%  | -3.8%  | 21.6% | 21.3% | -0.3%  |
| 营业费用率     | 4.1%  | 6.1%  | 3.4%  | 3.9%  | 3.7%  | 3.4%  | 2.4%  | 5.5%  | 4.0%  | 2.9%  | 3.7%  | 4.0%  | 0.9%   | 1.3%   | 3.8%  | 3.6%  | -0.2%  |
| 管理费用率     | 9.9%  | 13.8% | 10.0% | 14.3% | 11.4% | 17.9% | 7.5%  | 7.5%  | 9.3%  | 7.2%  | 9.2%  | 15.7% | 2.0%   | 1.7%   | 11.1% | 10.2% | -1.0%  |
| 财务费用率     | 1.3%  | 1.6%  | 2.0%  | 2.6%  | 2.6%  | 2.6%  | 2.9%  | 2.5%  | 2.8%  | 2.5%  | 2.8%  | 2.6%  | 0.3%   | -0.1%  | 2.6%  | 2.7%  | 0.1%   |
| 有效税率      | 23.2% | 12.9% | 26.1% | 26.3% | 27.9% | 24.7% | 30.4% | 17.3% | 28.1% | 22.9% | 33.7% | 28.4% | 10.8%  | 3.3%   | 22.3% | 24.9% | 2.6%   |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 兰花科创盈利预测关键假设

| 中金预测        | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2009 YoY | 2010 YoY | 2011 YoY | 2012 YoY |
|-------------|------|------|------|------|----------|----------|----------|----------|
| 煤炭产量(万吨)    | 559  | 601  | 650  | 750  | 1.9%     | 7.5%     | 8.2%     | 15.4%    |
| 煤炭销量(万吨)    | 582  | 570  | 650  | 750  | 7.2%     | -2.0%    | 14.1%    | 15.4%    |
| 平均煤价(元/吨)   | 620  | 708  | 713  | 732  | 0.9%     | 14.3%    | 0.7%     | 2.7%     |
| 煤炭单位成本(元/吨) | 242  | 275  | 300  | 330  | 18.4%    | 13.9%    | 9.0%     | 10.0%    |
| 尿素产量(万吨)    | 133  | 106  | 140  | 140  | 12.5%    | -20.1%   | 31.6%    | 0.0%     |
| 尿素销量(万吨)    | 143  | 99   | 140  | 140  | 34.8%    | -30.8%   | 41.3%    | 0.0%     |
| 吨煤毛利润(元/吨)  | 378  | 433  | 413  | 402  | -7.8%    | 14.5%    | -4.5%    | -2.6%    |
| 吨煤净利润(元/吨)  | 149  | 168  | 181  | 178  | -17.7%   | 13.1%    | 7.9%     | -2.1%    |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 历史及预测的财务指标

| 利润表(百万元)   | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 3,495  | 4,912  | 5,616  | 5,812  | 7,344  | 8,406  |
| 营业成本       | 1,868  | 2,551  | 3,267  | 3,222  | 4,457  | 5,096  |
| 营业税金及其他    | 46     | 55     | 74     | 78     | 99     | 317    |
| 营业费用       | 127    | 211    | 215    | 209    | 264    | 302    |
| 管理费用       | 412    | 594    | 626    | 591    | 746    | 854    |
| 财务费用       | 46     | 95     | 147    | 155    | 147    | 76     |
| 投资收益       | 35     | 269    | 425    | 364    | 252    | 567    |
| 营业利润       | 1,034  | 1,596  | 1,686  | 1,881  | 1,883  | 2,327  |
| 营业外收入      | 6      | 22     | 13     | 31     | 0      | 0      |
| 营业外支出      | 18     | 42     | 84     | 198    | 0      | 0      |
| 利润总额       | 1,022  | 1,576  | 1,615  | 1,714  | 1,883  | 2,327  |
| 所得税        | 312    | 351    | 402    | 476    | 471    | 582    |
| 归属母公司股东净利润 | 707    | 1,249  | 1,271  | 1,314  | 1,412  | 1,680  |
| 资产负债表(百万元) | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 货币资金       | 1,126  | 835    | 1,444  | 2,347  | 2,966  | 3,549  |
| 应收账款       | 25     | 41     | 21     | 10     | 13     | 15     |
| 存货         | 304    | 592    | 471    | 720    | 995    | 1,138  |
| 长期投资       | 226    | 501    | 743    | 1,118  | 1,099  | 1,099  |
| 固定资产       | 4,245  | 4,617  | 5,475  | 5,467  | 5,506  | 5,555  |
| 无形资产       | 281    | 1,658  | 1,976  | 1,997  | 1,798  | 1,618  |
| 总资产        | 6,932  | 8,972  | 11,623 | 13,562 | 14,472 | 15,131 |
| 循环贷款       | 295    | 478    | 1,421  | 1,579  | 1,092  | 0      |
| 应付账款       | 560    | 751    | 634    | 1,007  | 1,080  | 1,164  |
| 预收账款       | 560    | 751    | 634    | 1,007  | 1,080  | 1,164  |
| 一年内到期的长期负债 | 185    | 243    | 320    | 270    | 0      | 0      |
| 流动负债       | 2,063  | 3,006  | 4,287  | 4,773  | 4,607  | 3,910  |
| 长期银行贷款     | 1,348  | 1,236  | 1,293  | 1,512  | 1,512  | 1,512  |
| 负债总额       | 3,498  | 4,332  | 5,735  | 6,444  | 6,228  | 5,561  |
| 股本         | 408    | 571    | 571    | 571    | 571    | 571    |
| 归属母公司股东权益  | 3,162  | 4,246  | 5,310  | 6,544  | 7,671  | 8,931  |
| 少数股东权益     | 273    | 394    | 578    | 573    | 573    | 639    |
| 现金流量表(百万元) | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 经营活动产生现金流  | 705    | 1,585  | 1,057  | 1,295  | 2,146  | 2,248  |
| 投资活动产生现金流  | -1,329 | -1,773 | -1,001 | -426   | -381   | -108   |
| 融资活动产生现金流  | 378    | -104   | 553    | 34     | -1,146 | -1,557 |
| 期初现金余额     | 1,371  | 1,126  | 835    | 1,444  | 2,347  | 2,966  |
| 期末现金余额     | 1,126  | 835    | 1,444  | 2,347  | 2,966  | 3,549  |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 兰花科创历史估值比较 (6 个月 forward P/E)

| 上市以来P/E | 西山煤电   | 平煤股份  | 开滦股份  | 神火股份  | 兰花科创  | 国阳新能  | 兖州煤业A  | 中国神华A  | 中煤能源A  | 兖州煤业H | 中国神华H  | 中煤能源H  | 福山能源   |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 最高      | 67.8   | 44.2  | 42.8  | 41.1  | 55.6  | 36.7  | 39.1   | 80.2   | 50.6   | 18.8  | 44.9   | 51.9   | 66.5   |
| 最低      | 4.8    | 3.9   | 6.7   | 4.8   | 4.0   | 5.8   | 6.8    | 11.1   | 11.2   | 2.3   | 5.1    | 4.6    | 5.6    |
| 中值      | 19.3   | 18.3  | 18.0  | 17.2  | 15.2  | 13.8  | 18.7   | 17.0   | 19.6   | 8.6   | 14.9   | 15.8   | 14.9   |
| 平均值     | 21.3   | 19.3  | 19.2  | 18.0  | 16.9  | 14.7  | 19.9   | 21.8   | 21.8   | 8.4   | 16.5   | 18.5   | 19.3   |
| 目前水平    | 17.9   | 18.6  | 23.7  | 17.6  | 18.2  | 20.6  | 13.0   | 13.2   | 16.8   | 8.5   | 13.0   | 13.6   | 12.9   |
| 相对中值    | -7.2%  | 1.9%  | 31.4% | 2.7%  | 19.3% | 49.9% | -30.1% | -22.7% | -14.4% | -1.5% | -12.9% | -13.9% | -13.5% |
| 相对均值    | -15.9% | -3.3% | 23.4% | -1.9% | 7.4%  | 40.3% | -34.5% | -39.6% | -23.1% | 1.2%  | -21.6% | -26.7% | -33.4% |

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值

| A股煤炭公司           | 投资评级 | Market Cap<br>(RMB Mn) | Price(RMB)<br>11-3-15 | Upside | YTD   | EPS(RMB) |       |       | EPS Growth |        |       | P/E(x) |       |       | BPS(RMB) |       |       | P/B(x) |       |       |
|------------------|------|------------------------|-----------------------|--------|-------|----------|-------|-------|------------|--------|-------|--------|-------|-------|----------|-------|-------|--------|-------|-------|
|                  |      |                        |                       |        |       | 2010E    | 2011E | 2012E | 2010E      | 2011E  | 2012E | 2010E  | 2011E | 2012E | 2010E    | 2011E | 2012E | 2010E  | 2011E | 2012E |
| 焦煤公司             |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
| 西山煤电*            | 推荐   | 83,066                 | 26.36                 |        | -1%   | 1.14     | 1.56  | 1.82  | 60%        | 37%    | 17%   | 23.2   | 16.9  | 14.5  | 3.76     | 4.54  | 5.45  | 7.0    | 5.8   | 4.8   |
| 平煤股份*            | 审慎推荐 | 35,853                 | 19.74                 |        | -6%   | 1.30     | 1.53  | 1.68  | 68%        | 17%    | 10%   | 15.2   | 12.9  | 11.7  | 5.10     | 6.17  | 7.34  | 3.9    | 3.2   | 2.7   |
| 开滦股份*            | 审慎推荐 | 23,693                 | 19.19                 |        | -5%   | 0.72     | 0.82  | 0.86  | 8%         | 14%    | 6%    | 26.7   | 23.5  | 22.2  | 4.51     | 5.05  | 5.61  | 4.3    | 3.8   | 3.4   |
| 冀中能源             | 审慎推荐 | 50,432                 | 43.61                 |        | 9%    | 2.20     | 2.59  | 2.73  | 58%        | 18%    | 5%    | 19.8   | 16.9  | 16.0  | 10.33    | 12.40 | 14.81 | 4.2    | 3.5   | 2.9   |
| 煤气化              |      | 12,967                 | 25.24                 |        | -3%   | 0.75     | 1.23  | 1.92  | 64%        | 64%    | 55%   | 33.6   | 20.5  | 13.2  | 5.44     | 7.02  | n.a.  | 4.6    | 3.6   | n.a.  |
| 盘江股份             |      | 38,452                 | 34.85                 |        | 7%    | 1.25     | 1.56  | 2.03  | 23%        | 25%    | 30%   | 27.9   | 22.3  | 17.2  | 5.59     | 6.22  | 7.30  | 6.2    | 5.6   | 4.8   |
| 潞安环能             |      | 67,364                 | 58.55                 |        | -2%   | 3.27     | 3.72  | 4.28  | 9%         | 14%    | 15%   | 17.9   | 15.8  | 13.7  | 12.50    | 15.22 | n.a.  | 4.7    | 3.8   | n.a.  |
| 中间值 - 焦煤         |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
|                  |      |                        |                       |        |       |          |       |       | 58%        | 14%    | 15%   | 23.2   | 16.9  | 14.5  |          |       |       | 4.6    | 3.8   | 3.4   |
| 无烟煤公司            |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
| 兰花科创*            | 审慎推荐 | 22,488                 | 39.37                 |        | (16%) | 2.30     | 2.47  | 2.94  | 3%         | 7%     | 19%   | 17.1   | 15.9  | 13.4  | 11.46    | 13.43 | 15.64 | 3.4    | 2.9   | 2.5   |
| 神火股份*            | 推荐   | 25,841                 | 24.61                 |        | (2%)  | 1.27     | 1.73  | 2.42  | 123%       | 36%    | 40%   | 19.4   | 14.2  | 10.2  | 4.25     | 5.46  | 7.16  | 5.8    | 4.5   | 3.4   |
| 国阳新能*            | 审慎推荐 | 62,795                 | 26.11                 |        | (9%)  | 1.13     | 1.28  | 1.36  | 46%        | 14%    | 6%    | 23.2   | 20.4  | 19.2  | 3.05     | 3.69  | 4.38  | 8.6    | 7.1   | 6.0   |
| 昊华能源             |      |                        | 46.41                 |        | (1%)  | 2.15     | 2.72  | 3.17  | 57%        | 27%    | 17%   | 21.6   | 17.1  | 14.7  | 11.89    | 13.95 | 16.05 | 3.9    | 3.3   | 2.9   |
| 中间值 - 无烟煤        |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
|                  |      |                        |                       |        |       |          |       |       | 51%        | 20%    | 18%   | 20.5   | 16.5  | 14.0  |          |       |       | 4.8    | 3.9   | 3.2   |
| 动力煤公司            |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
| 中国神华*            | 推荐   | 536,560                | 26.69                 |        | 8%    | 1.91     | 2.20  | 2.43  | 25%        | 15%    | 10%   | 14.0   | 12.1  | 11.0  | 9.73     | 11.16 | 12.75 | 2.7    | 2.4   | 2.1   |
| 中煤能源*            | 审慎推荐 | 138,812                | 10.87                 |        | 6%    | 0.64     | 0.70  | 0.92  | 29%        | 10%    | 31%   | 16.9   | 15.4  | 11.8  | 5.61     | 6.11  | 6.75  | 1.9    | 1.8   | 1.6   |
| 兖州煤业*            | 审慎推荐 | 128,484                | 30.02                 |        | 0%    | 1.75     | 1.67  | 1.80  | 122%       | (5%)   | 8%    | 17.1   | 18.0  | 16.7  | 6.90     | 7.99  | 9.16  | 4.3    | 3.8   | 3.3   |
| 大同煤业             |      | 32,771                 | 19.58                 |        | (7%)  | 0.81     | 0.90  | 1.11  | (9%)       | 11%    | 23%   | 24.2   | 21.7  | 17.7  | 5.19     | 5.53  | 6.75  | 3.8    | 3.5   | 2.9   |
| 上海能源             |      | 19,925                 | 27.57                 |        | (3%)  | 1.77     | 2.01  | 2.35  | 35%        | 14%    | 17%   | 15.6   | 13.7  | 11.7  | n.a.     | n.a.  | 5.91  | n.a.   | n.a.  | 4.7   |
| 恒源煤电             |      | 20,148                 | 45.95                 |        | (12%) | 2.59     | 2.88  | n.a.  | 9%         | 11%    | n.a.  | 17.7   | 16.0  | n.a.  | n.a.     | n.a.  | n.a.  | n.a.   | n.a.  | n.a.  |
| 露天煤业             |      | 30,779                 | 23.20                 |        | (9%)  | 1.35     | 1.58  | n.a.  | 23%        | 17%    | n.a.  | 17.2   | 14.7  | n.a.  | 4.33     | n.a.  | n.a.  | 5.4    | n.a.  | n.a.  |
| 郑煤电力             |      | 7,210                  | 11.46                 |        | (8%)  | 0.21     | 0.26  | n.a.  | 0%         | 24%    | n.a.  | 54.6   | 44.1  | n.a.  | n.a.     | n.a.  | n.a.  | n.a.   | n.a.  | n.a.  |
| 国投新集             |      | 25,350                 | 13.70                 |        | (2%)  | 0.90     | 1.20  | n.a.  | 33%        | 33%    | n.a.  | 15.2   | 11.4  | n.a.  | 4.71     | 5.74  | n.a.  | 2.9    | 2.4   | n.a.  |
| 安源股份             |      | 4,257                  | 15.81                 |        | (10%) | 0.95     | 1.04  | 1.18  | 1088%      | 9%     | 13%   | 16.6   | 15.2  | 13.4  | n.a.     | n.a.  | n.a.  | n.a.   | n.a.  | n.a.  |
| 靖远煤电             |      | 3,401                  | 19.12                 |        | (10%) | 0.38     | 0.50  | 0.65  | 27%        | 32%    | 30%   | 50.3   | 38.2  | 29.4  | n.a.     | n.a.  | n.a.  | n.a.   | n.a.  | n.a.  |
| 大有能源             |      | 4,246                  | 33.31                 |        | (2%)  | 2.18     | 2.55  | 2.63  | 5371%      | 17%    | 3%    | 15.3   | 13.1  | 12.7  | n.a.     | n.a.  | n.a.  | n.a.   | n.a.  | n.a.  |
| 山煤国际             |      | 22,118                 | 29.49                 |        | (15%) | 1.55     | 2.04  | 2.35  | 54%        | 31%    | 15%   | 19.0   | 14.5  | 12.6  | 5.93     | 8.03  | n.a.  | 5.0    | 3.7   | n.a.  |
| 平庄能源             |      | 14,180                 | 13.98                 |        | (9%)  | 0.70     | 0.81  | 0.97  | 53%        | 16%    | 19%   | 19.9   | 17.2  | 14.4  | n.a.     | n.a.  | n.a.  | n.a.   | n.a.  | n.a.  |
| 远兴能源             |      | 6,972                  | 9.08                  |        | (0%)  | 0.19     | 0.42  | 0.73  | 34%        | 123%   | 74%   | 48.3   | 21.6  | 12.4  | n.a.     | n.a.  | n.a.  | n.a.   | n.a.  | n.a.  |
| 中间值 - 动力煤        |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
|                  |      |                        |                       |        |       |          |       |       | 33%        | 16%    | 17%   | 17.2   | 15.4  | 12.7  |          |       |       | 3.8    | 3.0   | 2.9   |
| 中间值 - A股煤炭       |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
|                  |      |                        |                       |        |       |          |       |       | 35%        | 17%    | 17%   | 19.2   | 16.4  | 13.5  |          |       |       | 4.3    | 3.6   | 3.1   |
| H股煤炭公司           |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
|                  |      | Market Cap<br>(HKD Mn) | Price(HKD)<br>11-3-15 |        | YTD   | EPS(RMB) |       |       | EPS Growth |        |       | P/E(x) |       |       | BPS(RMB) |       |       | P/B(x) |       |       |
|                  |      |                        |                       |        |       | 2010E    | 2011E | 2012E | 2010E      | 2011E  | 2012E | 2010E  | 2011E | 2012E | 2010E    | 2011E | 2012E | 2010E  | 2011E | 2012E |
| 中国神华*            | 推荐   | 636,447                | 33.65                 | 22.1%  | 3%    | 1.99     | 2.32  | 2.57  | 25%        | 17%    | 11%   | 14.7   | 12.3  | 11.1  | 10.04    | 11.69 | 13.50 | 2.9    | 2.4   | 2.0   |
| 目标价              |      |                        | 41.10                 |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
| 中煤能源*            | 审慎推荐 | 164,654                | 11.36                 | 35.6%  | (6%)  | 0.74     | 0.82  | 1.05  | 25%        | 11%    | 28%   | 13.4   | 11.7  | 9.2   | 5.41     | 6.00  | 6.81  | 1.8    | 1.6   | 1.4   |
| 目标价              |      |                        | 15.40                 |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
| 兖州煤业*            | 审慎推荐 | 152,403                | 24.00                 | 18.3%  | 1%    | 1.81     | 1.72  | 1.86  | 116%       | (5%)   | 8%    | 11.6   | 11.8  | 10.9  | 7.44     | 8.53  | 9.78  | 2.8    | 2.4   | 2.0   |
| 目标价              |      |                        | 28.40                 |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
| 福山能源* (HKD)      | 审慎推荐 | 30,077                 | 5.59                  | 23.4%  | 5%    | 0.35     | 0.44  | 0.47  | 68%        | 23%    | 8%    | 15.8   | 12.8  | 11.9  | 3.53     | 3.92  | 4.33  | 1.6    | 1.4   | 1.3   |
| 目标价              |      |                        | 6.90                  |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
| 恒鼎实业 (HKD)       |      | 12,847                 | 6.23                  |        | (5%)  | 0.33     | 0.56  | 0.65  | 68%        | 69%    | 16%   | 18.9   | 11.2  | 9.6   | 3.04     | 3.56  | 4.04  | 2.1    | 1.7   | 1.5   |
| 金山能源 (HKD)       |      | 3,993                  | 0.17                  |        | (18%) | 0.01     | 0.02  | 0.03  | (103%)     | 91%    | 24%   | 15.4   | 8.0   | 6.5   | n.a.     | n.a.  | n.a.  | n.a.   | n.a.  | n.a.  |
| 中间值              |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
|                  |      |                        |                       |        |       |          |       |       | 47%        | 20%    | 14%   | 15.1   | 11.8  | 10.3  |          |       |       | 2.1    | 1.7   | 1.5   |
| 国际可比公司           |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
|                  |      | Market Cap<br>(USD Mn) | Price(USD)<br>11-3-15 |        | YTD   | EPS(USD) |       |       | EPS Growth |        |       | P/E(x) |       |       | BPS(USD) |       |       | P/B(x) |       |       |
|                  |      |                        |                       |        |       | 2010E    | 2011E | 2012E | 2010E      | 2011E  | 2012E | 2010E  | 2011E | 2012E | 2010E    | 2011E | 2012E | 2010E  | 2011E | 2012E |
| 综合性公司            |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
| BHP Billiton     | 澳大利亚 | 222,217                | 42.28                 |        | (5%)  | 4.07     | 4.78  | 4.78  | 78%        | 18%    | (0%)  | 10.6   | 9.0   | 9.0   | 11.28    | 14.59 | 18.03 | 3.7    | 2.9   | 2.3   |
| Rio Tinto        | 澳大利亚 | 128,450                | 76.17                 |        | (9%)  | 9.91     | 9.80  | 9.35  | 36%        | (1%)   | (5%)  | 7.8    | 7.9   | 8.3   | 38.52    | 46.32 | 53.86 | 2.0    | 1.6   | 1.4   |
| Anglo American   | 英国   | 38,764                 | 46.97                 |        | (12%) | 6.10     | 7.05  | 7.19  | 12%        | 16%    | 2%    | 4.8    | 4.2   | 4.1   | 32.44    | 38.43 | 48.32 | 1.4    | 1.2   | 1.0   |
| XSTRATA          | 瑞士   | 38,437                 | 20.76                 |        | (14%) | 2.78     | 2.97  | 2.88  | 73%        | 7%     | (3%)  | 4.7    | 4.4   | 4.5   | 16.27    | 19.33 | 22.27 | 1.3    | 1.1   | 0.9   |
| 中间值              |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
|                  |      |                        |                       |        |       |          |       |       | 54%        | 11%    | (2%)  | 6.3    | 6.1   | 6.4   |          |       |       | 1.7    | 1.4   | 1.2   |
| 印尼煤炭公司           |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
| Bumi             |      | 7,159                  | 0.34                  |        | 0%    | 0.01     | 0.03  | 0.03  | 29%        | 92%    | 36%   | 26.3   | 13.7  | 10.1  | 0.10     | 0.12  | 0.14  | 3.6    | 3.0   | 2.4   |
| Adaro            |      | 8,745                  | 0.27                  |        | (6%)  | 0.01     | 0.02  | 0.03  | (39%)      | 105%   | 31%   | 28.7   | 14.0  | 10.7  | 0.07     | 0.08  | 0.10  | 4.1    | 3.4   | 2.8   |
| Indo Tambora     |      | 6,050                  | 5.32                  |        | (7%)  | 0.45     | 0.55  | 0.57  | 148%       | 23%    | 4%    | 11.9   | 9.7   | 9.4   | 0.96     | 1.24  | 1.46  | 5.6    | 4.3   | 3.6   |
| Tambang Batubara |      | 5,420                  | 2.34                  |        | (10%) | 0.17     | 0.21  | 0.27  | 77%        | 20%    | 31%   | 13.4   | 11.2  | 8.5   | 0.43     | 0.54  | 0.67  | 5.4    | 4.3   | 3.5   |
| 中间值              |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
|                  |      |                        |                       |        |       |          |       |       | 53%        | 58%    | 31%   | 19.9   | 12.4  | 9.7   | 0.26     | 0.33  | 0.41  | 4.7    | 3.8   | 3.1   |
| 美国煤炭公司           |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
| Peabody          |      | 17,659                 | 65.27                 |        | 2%    | 4.87     | 6.04  | 5.70  | 69%        | 24%    | (6%)  | 13.4   | 10.8  | 11.5  | 21.66    | 27.80 | 33.05 | 3.0    | 2.3   | 2.0   |
| Arch Coal        |      | 5,342                  | 32.88                 |        | (6%)  | 2.52     | 3.80  | 4.01  | 157%       | 51%    | 6%    | 13.1   | 8.7   | 8.2   | 15.83    | 19.43 | 24.79 | 2.1    | 1.7   | 1.3   |
| Consol           |      | 11,509                 | 50.87                 |        | 4%    | 2.79     | 4.38  | 4.47  | 73%        | 57%    | 2%    | 18.2   | 11.6  | 11.4  | 16.28    | 20.59 | 24.49 | 3.1    | 2.5   | 2.1   |
| Massey           |      | 6,323                  | 61.12                 |        | 14%   | 3.60     | 5.34  | 5.20  | (311%)     | 48%    | (3%)  | n.a.   | 11.4  | 11.8  | 21.79    | 27.78 | 33.56 | 2.8    | 2.2   | 1.8   |
| Alpha            |      | 6,377                  | 52.93                 |        | (12%) | 4.61     | 5.88  | 5.65  | 477%       | 27%    | (4%)  | 11.5   | 9.0   | 9.4   | 26.37    | 31.51 | 38.93 | 2.0    | 1.7   | 1.4   |
| 中间值              |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
|                  |      |                        |                       |        |       |          |       |       | 73%        | 48%    | (3%)  | 13.2   | 10.8  | 11.4  |          |       |       | 2.8    | 2.2   | 1.8   |
| 澳大利亚煤炭公司         |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
| Coal & Allied    |      | 9,713                  | 112.18                |        | (5%)  | 8.58     | 8.88  | 8.61  | 6%         | 4%     | (3%)  | 23.3   | 12.8  | 13.2  | 22.92    | 27.62 | 33.27 | 4.9    | 4.1   | 3.4   |
| New Hope         |      | 3,725                  | 4.49                  |        | (6%)  | 0.20     | 0.28  | 0.34  | (12%)      | 44%    | 20%   | 13.1   | 16.1  | 13.4  | 2.93     | 3.06  | 3.30  | 1.5    | 1.5   | 1.4   |
| Energy Resources |      | 1,327                  | 6.96                  |        | (36%) | 0.41     | 0.76  | 0.73  | 68%        | 85%    | (5%)  | 17.1   | 9.3   | 9.7   | 5.40     | 5.75  | 6.17  | 1.3    | 1.2   | 1.1   |
| Aquila           |      | 2,431                  | 6.49                  |        | (33%) | -0.02    | 0.05  | 0.10  | (77%)      | (335%) | 81%   | n.a.   | 122.2 | 67.3  | 1.14     | 1.22  | 1.14  | 5.7    | 5.3   | 5.7   |
| Whitehaven       |      | 3,212                  | 6.50                  |        | (2%)  | 0.18     | 0.43  | 0.59  | (24%)      | 133%   | 37%   | 35.9   | 15.4  | 11.3  | 2.16     | 2.42  | 2.78  | 3.0    | 2.7   | 2.3   |
| 中间值              |      |                        |                       |        |       |          |       |       |            |        |       |        |       |       |          |       |       |        |       |       |
|                  |      |                        |                       |        |       |          |       |       | (12%)      | 44%    | 20%   | 20.1   | 15.4  | 13.2  |          |       |       | 3.0    | 2.7   | 2.3   |

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、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  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte.  
Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)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

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

## 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: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

## 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

## 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

## 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: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

## 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

## 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及  
欧瑞蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

## 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: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

## 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: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

## 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018



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