



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28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

维持推荐

中国神华(601088.CH/1088.HK)

现货比例提高, 产量增速加快

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	107,133	121,312	152,063	189,199	213,673
(+/-%)	30%	13%	25%	24%	13%
主营业务利润	48,138	54,513	65,214	76,447	84,251
(+/-%)	22%	13%	20%	17%	10%
营业利润	36,601	44,189	53,634	63,647	70,299
(+/-%)	18%	21%	21%	19%	10%
净利润	25,959	30,276	37,187	43,838	48,159
(+/-%)	27%	17%	23%	18%	10%
每股盈利(元)	1.31	1.52	1.87	2.20	2.42
(+/-%)	27%	17%	23%	18%	10%
每股股利(元)	0.46	0.53	0.75	0.77	0.85
市盈率(X)	22.4	19.2	15.6	13.2	12.1
每股净资产(元)	7.4	8.5	9.9	11.3	12.9
市净率(X)	4.0	3.4	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA(X)	12.2	10.1	8.3	7.0	6.2
资产收益率	9.4%	9.8%	11.0%	11.8%	11.6%
净资产收益率	15.1%	15.4%	16.3%	16.7%	16.0%
ROCE	17.4%	18.1%	20.0%	20.6%	20.1%
分红收益率	1.6%	1.8%	2.6%	2.6%	2.9%
每股经营现金流(元)	2.2	2.8	3.0	2.9	3.7
股价/每股经营现金流(X)	13.1	10.4	9.8	10.1	7.9

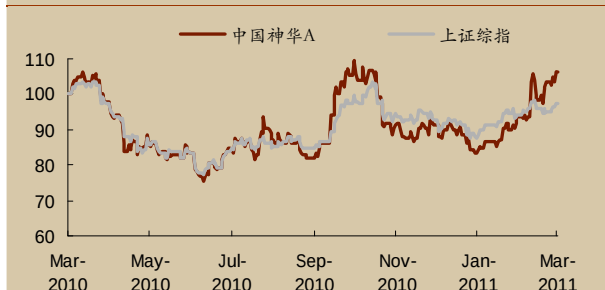
股票信息

中国神华	H股(港币)	A股(元)
股票代码	1088.HK	601088.CH
当前股价	34.80	29.19
日成交量(百万股)	14.42	56.94
52周最高价/最低价	37.85/27.1	30.88/20.4
发行股数(百万股)	3,399	16,491
其中:流通股(百万股)	3,399	1,800
主要股东(持股比例)		神华集团(72.96%)

最近估值走势

涨跌幅(%)	1周	1个月	3个月	年初至今
[601088.CH]	2.85	13.18	16.62	18.13
[上证指数]	2.44	2.50	8.96	6.04

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

03/28/2011 2010 年业绩报告会(香港)

*报告贡献人: 廖明兵 (liaomb@cicc.com.cn)

公司近况:

中国神华 2010 年实现营业收入 1521 亿元, 增长 25.3%; A/H 股净利润分别为 372 亿元/381 亿元, 增长 22.8%/20.3%。A/H 股 EPS 分别为 1.87 元/1.92 元, 与快报一致, 符合市场预期。4Q A/H 股 EPS 分别环比下降 9%/15%, 主要由于通常年底计提较多营业和管理费用以及资产减值损失。公司每股派发现金红利 0.75 元。

评论:

现有矿井扩能和集团注入将推动 2011 年煤炭产量增长约 15%。

预计黑岱沟、哈尔乌素和锦界矿等现有矿井扩能改造将新增产量约 1000 万吨, 集团注入煤矿贡献产量 2300 万吨, 推动产量增长约 14.8%, 高于 2009 年 6.9% 和 2008 年 13.2% 的增速。

内外扩张同时推进, 充分保障长期增长。新街矿区资源量 130 亿吨, 将建设成亿吨级矿区, 预计 2015 年投产; 印尼煤电项目 (3mt) 预计今年投产, 澳洲沃特马克项目 (10mt) 也将进入建设阶段; 蒙古 TT 项目以及中俄能源合作项目正在积极推进之中。

现货比例有所增加, 2011 年有望进一步上升。公司 2010 年煤炭内销现货比例达到 45.3%, 同比提高 16.6 个百分点 (4Q 达到 51.6%, 环比上升 7.6 个百分点)。2011 年全年比例有望高于 50%。

集团尚有大量优质煤炭、煤化工资产, 将逐步注入上市公司。集团尚有神新、神宁、乌海能源 (合计资源量 600-700 亿吨, 产能 1.3 亿吨) 以及煤制油、煤制烯烃等大量优质资产有望逐步注入。

盈利预测假设:

小幅调整主要假设和 H 股盈利预测。维持现货价格上涨 8%、煤炭生产成本上升 10% 的预测不变; 根据公司指引将 2011 年煤炭产量增速由 17.6% 下调至 14.8%, 内销现货比例由 45% 上调至 55%, 售电量增速由 10.5% 上调至 15.7%。对应 2011 年 A/H 股 EPS 为 2.20 元和 2.28 元。公司 2011 年资本开支将同比上升 25.5%, 其中煤炭和运输各占 43% 和 44%, 增量主要来自运输支出。

估值与建议:

公司估值仍有提升空间, 维持推荐。公司 2011 年 A/H 股 PE 分别为 13.2 倍和 12.9 倍, A 股仍远低于行业中值 (16.7 倍), H 股略高于行业中值 (12.0 倍)。近期政策面 (紧缩担忧有所缓解)、行业基本面 (国际煤价油价维持高位、大秦铁路检修、内蒙开始整合) 以及公司良好的增长前景和成本控制, 将进一步推升公司估值, 我们维持对 A/H 股的推荐以及 H 股 41.1 港币的目标价。

风险: 通胀上升导致紧缩政策再次启动。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 中国神华 A 股季度业绩分析

(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	QoQ	YoY	FY09	FY10	YoY
营业收入	23,788	25,494	28,229	29,622	27,157	29,926	31,070	33,159	32,805	36,926	40,282	42,050	4.4%	26.8%	121,312	152,063	25.3%
营业成本	11,295	12,535	13,740	17,441	13,251	13,930	15,258	19,047	16,502	18,900	22,383	23,927	6.9%	25.6%	61,486	81,712	32.9%
毛利	12,493	12,959	14,489	12,181	13,906	15,996	15,812	14,112	16,303	18,026	17,899	18,123	1.3%	28.4%	59,826	70,351	17.6%
营业税金及附加	493	548	635	1,041	964	811	885	1,126	929	883	949	973	2.5%	-13.6%	3,786	3,734	-1.4%
营业费用	202	118	173	180	168	155	248	249	156	184	189	307	62.4%	23.3%	820	836	2.0%
管理费用	1,499	1,530	2,358	2,915	2,125	1,834	2,423	2,764	2,173	1,863	2,391	3,707	55.0%	34.1%	9,146	10,134	10.8%
财务费用	1,166	355	765	1,579	83	610	669	498	517	816	621	508	-18.2%	2.0%	1,860	2,462	32.4%
资产减值损失	117	82	80	1,010	122	180	0	245	-1	0	-1	332	n.a.	35.5%	547	330	-39.7%
其他经营收益	200	184	110	831	-53	141	253	181	157	240	257	125	-51.4%	-30.9%	522	779	49.2%
营业利润	9,216	10,510	10,588	6,287	10,391	12,547	11,840	9,411	12,686	14,520	14,007	12,421	-11.3%	32.0%	44,189	53,634	21.4%
营业外收支净额	-2	-195	-1	-432	-16	-68	-59	-145	11	-28	55	-368	-769.1%	n.a.	-288	-330	n.a.
利润总额	9,214	10,315	10,587	5,855	10,375	12,479	11,781	9,266	12,697	14,492	14,062	12,053	-14.3%	30.1%	43,901	53,304	21.4%
所得税	1,593	1,911	1,733	1,578	1,726	3,002	1,941	2,487	2,575	3,046	2,961	2,216	-25.2%	-10.9%	9,156	10,798	17.9%
净利润	7,621	8,404	8,854	4,277	8,649	9,477	9,840	6,779	10,122	11,446	11,101	9,837	-11.4%	45.1%	34,745	42,506	22.3%
少数股东损益	858	1,021	1,062	256	1,186	964	1,096	1,223	1,396	1,540	1,378	1,005	-27.1%	-17.8%	4,469	5,319	19.0%
归属母公司净利润	6,763	7,383	7,792	4,021	7,463	8,513	8,744	5,556	8,726	9,906	9,723	8,832	-9.2%	59.0%	30,276	37,187	22.8%
每股收益 (元)	0.33	0.38	0.39	0.23	0.40	0.41	0.44	0.28	0.44	0.50	0.49	0.44	-9.2%	59.0%	1.52	1.87	22.8%
毛利率	52.5%	50.8%	51.3%	41.1%	51.2%	53.5%	50.9%	42.6%	49.7%	48.8%	44.4%	43.1%	-1.3%	0.5%	49.3%	46.3%	-3.1%
营业利润率	38.7%	41.2%	37.5%	21.2%	38.3%	41.9%	38.1%	28.4%	38.7%	39.3%	34.8%	29.5%	-5.2%	1.2%	36.4%	35.3%	-1.2%
净利率	32.0%	33.0%	31.4%	14.4%	31.8%	31.7%	31.7%	20.4%	30.9%	31.0%	27.6%	23.4%	-4.2%	2.9%	28.6%	28.0%	-0.7%
营业费用率	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%	0.3%	-0.0%	0.7%	0.5%	-0.1%
管理费用率	6.3%	6.0%	8.4%	9.8%	7.8%	6.1%	7.8%	8.3%	6.6%	5.0%	5.9%	8.8%	2.9%	0.5%	7.5%	6.7%	-0.9%
财务费用率	4.9%	1.4%	2.7%	5.3%	0.3%	2.0%	2.2%	1.5%	1.6%	2.2%	1.5%	1.2%	-0.3%	-0.3%	1.5%	1.6%	0.1%
有效税率	17.3%	18.5%	16.4%	27.0%	16.6%	24.1%	16.5%	26.8%	20.3%	21.0%	21.1%	18.4%	-2.7%	-8.5%	20.9%	20.3%	-0.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 中国神华 H 股季度业绩分析

人民币 (百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	QoQ	YoY	FY09	FY10	YoY
经营收入	23,788	25,494	28,229	29,622	27,157	29,926	31,070	33,159	32,805	36,926	40,282	42,050	4.4%	26.8%	121,312	152,063	25.3%
经营成本	12,262	12,580	15,133	19,403	13,991	14,628	16,205	20,668	17,214	19,686	23,425	26,513	13.2%	28.3%	65,492	86,838	32.6%
毛利	11,526	12,914	13,096	10,219	13,166	15,298	14,865	12,491	15,591	17,240	16,857	15,537	-7.8%	24.4%	55,820	65,225	16.8%
销售、一般及管理费用	1,204	1,297	1,565	2,895	1,940	1,479	2,071	2,565	1,762	1,896	1,832	2,653	44.8%	3.4%	8,055	8,143	1.1%
其他经营费用净额	119	212	44	744	89	224	76	268	-13	50	-34	628	n.a.	134.3%	657	631	-4.0%
经营费用合计	1,323	1,509	1,609	3,639	2,029	1,703	2,147	2,833	1,749	1,946	1,798	3,281	82.5%	15.8%	8,712	8,774	0.7%
经营收益	10,203	11,405	11,487	6,580	11,137	13,595	12,718	9,658	13,842	15,294	15,059	12,256	-18.6%	26.9%	47,108	56,451	19.8%
财务收入	263	136	175	714	337	590	-11	370	231	246	539	307	-43.0%	-17.0%	1,286	1,323	2.9%
财务费用	1,310	560	927	1,884	603	1,247	520	954	723	1,005	1,032	876	-15.1%	-8.2%	3,324	3,636	9.4%
财务成本净额	1,047	424	752	1,170	266	657	531	584	492	759	493	569	15.4%	-2.6%	2,038	2,313	13.5%
投资收益	2	0	3	34	2	-2	12	-1	-1	2	0	614	n.a.	n.a.	11	615	5490.9%
应占联营公司利润	78	238	86	252	128	247	120	236	131	200	146	-477	-426.7%	-302.1%	731	0	-100.0%
税前利润	9,236	11,219	10,824	5,696	11,001	13,183	12,319	9,309	13,480	14,737	14,712	11,824	-19.6%	27.0%	45,812	54,753	19.5%
所得税	1,594	2,115	1,855	1,512	1,847	3,182	2,081	2,516	2,776	3,154	3,104	2,150	-30.7%	-14.5%	9,626	11,184	16.2%
本年利润	7,642	9,104	8,969	4,184	9,154	10,001	10,238	6,793	10,704	11,583	11,608	9,674	-16.7%	42.4%	36,186	43,569	20.4%
少数股东损益	870	1,059	1,077	252	1,218	1,017	1,129	1,116	1,460	1,555	1,397	1,025	-26.6%	-8.2%	4,480	5,437	21.4%
归属母公司股东净利润	6,772	8,045	7,892	3,932	7,936	8,984	9,109	5,677	9,244	10,028	10,211	8,649	-15.3%	52.4%	31,706	38,132	20.3%
摊薄每股收益 (元)	0.34	0.40	0.40	0.20	0.40	0.45	0.46	0.29	0.46	0.50	0.51	0.43	-15.3%	52.3%	1.59	1.92	20.3%
毛利率	48.5%	50.7%	46.4%	34.5%	48.5%	51.1%	47.8%	37.7%	47.5%	46.7%	41.8%	36.9%	-4.9%	-0.7%	46.0%	42.9%	-6.8%
营业利润率	42.9%	44.7%	40.7%	22.2%	41.0%	45.4%	40.9%	29.1%	42.2%	41.4%	37.4%	29.1%	-8.2%	0.0%	38.8%	37.1%	-4.4%
净利率	28.5%	31.6%	28.0%	13.3%	29.2%	30.0%	29.3%	17.1%	28.2%	27.2%	25.3%	20.6%	-4.8%	3.4%	29.8%	28.7%	-3.9%
销售、一般及管理费用率	5.1%	5.1%	5.5%	9.8%	7.1%	4.9%	6.7%	7.7%	5.4%	5.1%	4.5%	6.3%	1.8%	-1.4%	6.6%	5.4%	-19.4%
财务费用率	4.4%	1.7%	2.7%	3.9%	1.0%	2.2%	1.7%	1.8%	1.5%	2.1%	1.2%	1.4%	0.1%	-0.4%	1.7%	1.5%	-9.5%
有效税率	17.3%	18.9%	17.1%	26.5%	16.8%	24.1%	16.9%	27.0%	20.6%	21.4%	21.1%	18.2%	-2.9%	-8.8%	21.0%	20.4%	-2.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 中国神华盈利预测关键假设

煤炭分部	2009	2010	2011E	2012E	2009 YoY	2010 YoY	2011 YoY	2012 YoY
自产商品煤产量(百万吨)	210.3	224.8	258.0	281.8	13.2%	6.9%	14.8%	9.2%
煤炭销量(百万吨)	254.3	292.8	350.0	373.8	9.3%	15.1%	19.5%	6.8%
自产煤销量(百万吨)	209.5	220.4	258.0	281.8	12.3%	5.2%	17.1%	9.2%
外购煤量(百万吨)	44.8	72.4	92.0	92.0	-3.0%	61.6%	27.1%	0.0%
国内煤炭销量(百万吨)	240.7	282.3	335.0	358.8	13.8%	17.3%	18.7%	7.1%
国内合同煤销量	171.6	154.5	150.8	161.5	4.7%	-10.0%	-2.4%	7.1%
国内现货煤销量	69.1	127.8	184.3	197.3	45.2%	84.9%	44.2%	7.1%
出口煤炭销量(百万吨)	13.6	10.3	15.0	15.0	-35.8%	-24.3%	45.6%	0.0%
平均煤炭价格(元/吨)	387.9	426.8	457.2	479.5	2.5%	10.0%	7.1%	4.9%
国内加权平均价格(元/吨)	378.7	421.7	449.9	472.4	5.5%	11.4%	6.7%	5.0%
长约合同价(元/吨)	361.8	385.3	385.2	404.5	7.8%	6.5%	0.0%	5.0%
现货销售价(元/吨)	420.7	465.7	502.9	528.0	-4.0%	10.7%	8.0%	5.0%
出口煤炭价格(元/吨)	551.5	566.5	619.2	648.6	-4.5%	2.7%	9.3%	4.7%
吨煤销售成本(元/吨)	249.3	281.4	299.7	309.1	1.5%	12.9%	6.5%	3.1%
吨煤毛利(元/吨)	143.5	148.8	157.5	170.4	5.4%	3.7%	5.8%	8.2%
吨煤净利润(元/吨)	94.0	100.6	105.8	106.7	8.3%	7.0%	5.1%	0.8%
电力分部	2009E	2010E	2011E	2012E	2009 YoY	2010 YoY	2011 YoY	2012 YoY
装机容量(兆瓦)	22,724	26,637	29,907	33,567	26.2%	17.2%	12.3%	12.2%
权益装机容量(兆瓦)	13,251	15,852	17,992	20,814	22.9%	19.6%	13.5%	15.7%
总发电量(亿千瓦时)	1,051	1,398	1,636	1,821	-98.9%	33.0%	17.0%	11.3%
总售电量(亿千瓦时)	977	1,314	1,521	1,696	8.2%	34.5%	15.7%	11.5%
平均利用小时(小时)	5,465	5,566	5,566	5,566	-2.7%	1.8%	0.0%	0.0%
平均电价(元/兆瓦时)	336	334	342	364	5.0%	-0.6%	2.4%	6.3%
燃煤成本(元/兆瓦时)	187	194	193	194	19.2%	3.7%	-0.5%	0.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 中国神华 H 股目标价

公司	彭博代码	目标价(港币)	目前价格(港币)	上涨空间	评级	估值方法
动力煤						
中国神华H	1088.HK	41.1	34.8	18%	推荐	历史P/E中值 (15倍P/E)
中煤能源H	1898.HK	13.7	10.2	34%	审慎推荐	历史P/E中值 (16倍P/E)
兖州煤业H	1171.HK	28.4	25.3	12%	审慎推荐	扩张期PE中值 (14倍P/E)
炼焦煤						
福山能源	639.HK	6.9	5.8	20%	审慎推荐	历史P/E中值 (16倍P/E)

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5: 中国神华 A 股历史及预测的财务指标

利润表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	82,107	107,133	121,312	152,063	189,199	213,673
营业成本	39,696	55,011	61,486	81,712	104,007	115,282
营业税金及其他	1,832	2,717	3,786	3,734	6,999	12,168
营业费用	522	673	820	836	1,195	1,343
管理费用	6,624	8,302	9,146	10,134	12,281	13,862
财务费用	2,666	3,865	1,860	2,462	1,070	718
投资收益	638	853	700	630	0	0
营业利润	30,979	36,601	44,189	53,634	63,647	70,299
营业外收入	209	271	254	398	398	440
营业外支出	539	901	542	728	728	804
利润总额	30,649	35,971	43,901	53,304	63,317	69,934
所得税	6,716	6,815	9,156	10,798	12,826	14,167
归属母公司股东净利润	20,497	25,959	30,276	37,187	43,838	48,159
资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	53,436	59,491	73,467	75,366	69,696	84,343
应收账款	5,886	7,525	7,571	8,591	13,788	15,572
存货	6,337	7,842	7,727	11,167	16,527	18,319
长期投资	3,811	3,902	4,285	4,210	4,210	4,210
固定资产	141,428	161,733	179,407	191,824	212,011	234,653
无形资产	21,310	23,806	25,642	28,097	27,364	26,632
总资产	241,045	275,182	310,514	339,268	370,134	414,532
循环贷款	4,903	13,119	16,147	8,201	0	0
应付账款	8,905	9,641	13,400	18,264	18,522	20,530
预收账款	1,228	2,033	2,579	3,518	5,393	7,510
一年内到期的长期负债	5,293	5,094	6,380	8,090	8,090	8,090
流动负债	33,371	42,656	55,684	58,900	55,617	61,103
长期银行贷款	49,718	56,045	53,931	48,730	48,730	48,730
负债总额	88,760	103,647	113,757	111,299	107,701	113,187
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
归属母公司股东权益	131,376	146,625	169,326	196,917	224,729	256,032
少数股东权益	20,909	24,910	27,431	31,052	37,705	45,313
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动产生现金流	29,935	44,226	55,927	59,377	57,294	73,925
投资活动产生现金流	-30,742	-36,020	-37,103	-23,204	-37,666	-41,704
融资活动产生现金流	38,453	-2,556	-11,985	-28,770	-25,298	-17,574

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 煤炭公司历史估值比较 (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	18.2	17.5	15.3	13.8	18.6	17.0	20.9	8.5	14.9	18.4	14.8
平均值	21.3	19.3	19.2	18.0	16.9	14.7	19.9	21.7	22.9	8.4	16.5	19.7	19.2
目前水平	18.5	19.4	24.9	20.1	19.0	21.4	13.7	14.0	21.7	8.4	13.7	18.8	13.1
相对中值	-4.0%	5.9%	36.7%	15.3%	24.4%	55.1%	-26.5%	-17.3%	3.8%	-0.5%	-8.3%	2.0%	-11.7%
相对均值	-13.1%	0.7%	29.4%	11.7%	12.2%	45.5%	-31.2%	-35.3%	-5.1%	1.0%	-17.4%	-4.7%	-32.1%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 7: 可比公司估值

A 股煤炭公司	投资评级	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 2011-3-26	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	86,658	27.50		3%	1.14	1.56	1.82	60%	37%	17%	24.2	17.7	15.1	3.76	4.54	5.45	7.3	6.1	5.0
平煤股份*	审慎推荐	37,234	20.50		-3%	1.30	1.53	1.68	68%	17%	10%	15.7	13.4	12.2	5.10	6.17	7.34	4.0	3.3	2.8
开滦股份*	审慎推荐	24,989	20.24		1%	0.72	0.82	0.86	8%	14%	6%	28.2	24.8	23.4	4.51	5.05	5.61	4.5	4.0	3.6
冀中能源		54,862	47.44		18%	2.20	2.59	2.74	58%	18%	6%	21.6	18.3	17.3	10.33	12.40	14.81	4.6	3.8	3.2
煤气化		13,712	26.69		3%	0.75	1.23	1.92	64%	64%	55%	35.5	21.6	13.9	5.44	7.06	n.a.	4.9	3.8	n.a.
盘江股份		41,696	37.79		16%	1.25	1.56	2.03	23%	25%	30%	30.3	24.2	18.6	5.59	6.22	7.30	6.8	6.1	5.2
潞安环能		73,796	64.14		8%	3.32	3.81	4.28	11%	15%	12%	19.3	16.8	15.0	12.50	15.22	n.a.	5.1	4.2	n.a.
中间值 - 焦煤									58%	18%	12%	24.2	18.3	15.1				4.9	4.0	3.6
无烟煤公司																				
兰花科创*	审慎推荐	23,311	40.81		(13%)	2.30	2.47	2.94	3%	7%	19%	17.7	16.5	13.9	11.46	13.43	15.64	3.6	3.0	2.6
神火股份*	推荐	28,224	26.88		7%	1.10	1.67	2.33	93%	52%	39%	24.4	16.1	11.5	5.68	5.32	6.95	4.7	5.1	3.9
国阳新能*	审慎推荐	65,296	27.15		(5%)	1.13	1.28	1.36	46%	14%	6%	24.1	21.2	19.9	3.05	3.69	4.38	8.9	7.4	6.2
昊华能源			47.01		(0%)	2.15	2.72	3.17	57%	27%	17%	21.9	17.3	14.8	11.89	13.95	16.05	4.0	3.4	2.9
中间值 - 无烟煤									51%	20%	18%	23.0	16.9	14.4				4.3	4.2	3.4
动力煤公司																				
中国神华*	推荐	580,903	29.19		18%	1.87	2.20	2.42	23%	18%	10%	15.6	13.2	12.1	9.90	11.30	12.87	2.9	2.6	2.3
中煤能源*	审慎推荐	135,077	10.90		17%	0.52	0.67	0.92	4%	29%	37%	20.9	16.2	11.9	5.54	6.01	6.65	2.0	1.8	1.6
兖州煤业*	审慎推荐	139,827	33.18		0%	1.83	1.68	1.81	132%	(8%)	7%	18.1	19.7	18.4	7.47	8.56	9.78	4.4	3.9	3.4
大同煤业		33,792	20.19		(4%)	0.80	0.91	1.11	(10%)	13%	22%	25.2	22.3	18.2	5.19	5.53	6.65	3.9	3.7	3.0
上海能源		20,850	28.85		2%	2.02	2.37	n.a.	10%	17%	n.a.	14.3	12.2	n.a.	n.a.	n.a.	5.91	n.a.	n.a.	4.9
恒源煤电		19,223	43.84		(16%)	2.56	2.85	n.a.	8%	11%	n.a.	17.1	15.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
露天煤业		31,748	23.93		(6%)	1.33	1.57	n.a.	21%	18%	n.a.	18.0	15.2	n.a.	4.29	n.a.	n.a.	5.6	n.a.	n.a.
郑州煤电		7,575	12.04		(3%)	0.25	0.32	n.a.	19%	26%	n.a.	48.2	38.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
国投新集		26,664	14.41		3%	0.90	1.20	n.a.	33%	33%	n.a.	16.0	12.0	n.a.	4.71	5.74	n.a.	3.1	2.5	n.a.
安源股份		4,572	16.98		(4%)	1.04	1.18	n.a.	550%	13%	n.a.	16.3	14.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
靖远煤电		3,513	19.75		(7%)	0.50	0.65	n.a.	56%	30%	n.a.	39.5	30.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
大有能源		4,372	34.30		1%	2.18	2.55	2.63	5371%	17%	3%	15.7	13.5	13.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
山煤国际		22,935	30.58		(12%)	1.53	2.05	2.35	52%	33%	15%	19.9	15.0	13.0	5.93	8.03	n.a.	5.2	3.8	n.a.
平庄能源		14,616	14.41		(6%)	0.77	0.88	n.a.	20%	16%	n.a.	18.8	16.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
远兴能源			9.39		3%	0.20	0.52	n.a.	41%	164%	n.a.	47.7	18.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中间值 - 动力煤									23%	18%	12%	18.1	15.4	13.0				3.9	3.1	3.0
中间值 - A 股煤炭									37%	18%	15%	20.4	16.7	14.8				4.5	3.8	3.3
H 股煤炭公司																				
		Market Cap (HKD Mn)	Price(HKD) 2011-3-26		YTD	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2011E
中国神华*	推荐	690,283	34.80	18.1%	7%	1.92	2.28	2.50	20%	19%	10%	15.8	12.9	11.8	9.97	11.50	13.24	3.0	2.6	2.2
目标价			41.10																	
中煤能源*	审慎推荐	160,510	10.22	50.7%	(16%)	0.56	0.73	0.97	1%	29%	33%	15.8	11.9	8.9	5.58	6.14	6.89	1.6	1.4	1.2
目标价			15.40																	
兖州煤业*	审慎推荐	166,155	25.25	12.5%	6%	1.89	1.75	1.88	125%	(7%)	7%	11.7	12.2	11.4	7.59	8.68	9.95	2.9	2.5	2.1
目标价			28.40																	
福山能源* (HKD)	审慎推荐	30,938	5.75	20.0%	8%	0.35	0.44	0.47	68%	23%	8%	16.3	13.2	12.2	3.53	3.92	4.33	1.6	1.5	1.3
目标价			6.90																	
恒嘉实业 (HKD)		13,342	6.47		(2%)	0.33	0.57	0.67	67%	73%	18%	19.7	11.4	9.7	3.04	3.56	4.04	2.1	1.8	1.6
金山能源 (HKD)		4,135	0.18		(15%)	0.02	0.03	n.a.	(136%)	24%	n.a.	8.3	6.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中间值									44%	24%	10%	15.8	12.0	11.4				2.1	1.8	1.6
国际可比公司																				
		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 2011-3-26		YTD	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	230,019	45.92		(1%)	4.13	4.90	4.90	81%	19%	(0%)	10.8	9.1	9.1	11.17	14.45	17.97	4.1	3.2	2.6
Rio Tinto	澳大利亚	136,292	84.15		(4%)	9.92	9.87	9.40	36%	(1%)	(5%)	8.3	8.3	8.7	38.60	46.40	54.07	2.2	1.8	1.6
Anglo American	英国	42,440	51.51		(4%)	6.07	6.99	7.22	12%	15%	3%	5.3	4.6	4.4	32.85	38.84	48.51	1.6	1.3	1.1
XSTRATA	瑞士	42,558	23.03		(5%)	2.76	2.96	2.88	71%	7%	(3%)	5.2	4.8	5.0	16.27	19.33	22.27	1.4	1.2	1.0
中间值									54%	11%	(1%)	6.8	6.6	6.9				1.9	1.6	1.3
印尼煤炭公司																				
Bumi		7,507	0.36		4%	0.01	0.03	0.03	29%	92%	36%	27.8	14.5	10.6	0.10	0.12	0.14	3.8	3.1	2.5
Adaro		8,348	0.26		(11%)	0.01	0.02	0.03	(40%)	101%	33%	27.6	13.8	10.3	0.07	0.08	0.10	3.9	3.2	2.7
Indo Tambangraya		6,274	5.56		(5%)	0.45	0.55	0.57	148%	23%	4%	12.5	10.2	9.8	0.96	1.24	1.46	5.8	4.5	3.8
Tambang Batubara		5,538	2.40		(9%)	0.18	0.21	0.27	78%	21%	26%	13.5	11.2	8.9	0.43	0.55	0.70	5.5	4.4	3.4
中间值									53%	57%	30%	20.6	12.5	10.1	0.27	0.33	0.42	4.7	3.8	3.0
美国煤炭公司																				
Peabody		19,651	72.63		14%	4.94	6.03	5.80	72%	22%	(4%)	14.7	12.0	12.5	21.66	27.80	33.05	3.4	2.6	2.2
Arch Coal		5,734	35.29		1%	2.53	3.70	4.06	158%	46%	10%	14.0	9.5	8.7	15.83	19.43	24.79	2.2	1.8	1.4
Consol		12,552	55.48		14%	2.80	4.41	4.66	74%	58%	6%	19.8	12.6	11.9	16.28	20.59	24.49	3.4	2.7	2.3
Massey		7,059	68.23		27%	3.73	5.38	5.29	(318%)	44%	(2%)	n.a.	12.7	12.9	21.79	27.78	33.56	3.1	2.5	2.0
Alpha		7,235	60.05		0%	4.57	5.94	5.65	471%	30%	(5%)	13.1	10.1	10.6	26.37	31.51	38.93	2.3	1.9	1.5
中间值									74%	44%	(2%)	14.3	12.0	11.9				3.1	2.5	2.0
澳大利亚煤炭公司																				
Coal & Allied		10,709	123.68		1%	8.60	8.95	8.53	6%	4%	(5%)	14.0	13.5	14.1	22.92	27.62	33.27	5.4	4.5	3.7
New Hope		4,191	5.05		1%	0.19	0.28	0.33	(13%)	45%	19%	25.5	17.6	14.8	3.00	3.12	3.26	1.7	1.6	1.6
Energy Resources		1,675	8.78		(23%)	0.41	0.74	0.67	65%	83%	(10%)	21.0	11.5	12.8	5.40	5.76	6.16	1.6	1.5	1.4
Aquila		3,303	8.82		(13%)	-0.04	0.05	0.01	(65%)	(234%)	(89%)	n.a.	183.0	1720.0	1.15	1.20	1.04	7.7	7.4	8.5
Whitehaven		3,359	6.80		(1%)	0.18	0.43	0.59	(24%)	134%	37%	36.0	15.4	11.2	2.16	2.43	2.79	3.1	2.8	2.4
中间值									(13%)	45%	(5%)	23.3	15.4	14.1				3.1	2.8	2.4

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。

截至报告发布日前 12 个月内，中金公司为中国神华提供过投资银行服务。

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