



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

公司动态
证券研究报告

2011 年 6 月 21 日

煤炭

研究部

蔡宏宇* CFA CAIA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010051

caihy@cicc.com.cn

维持审慎推荐

中煤能源(601898.SH+01898.HK)

负面因素逐步消化, 但尚需等待催化剂

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
业务收入	52,283	53,730	71,268	81,834	96,450
(+/-%)	45%	3%	33%	15%	18%
业务利润	21,193	18,350	22,644	26,569	32,612
(+/-%)	35%	-13%	23%	17%	23%
经营收益	7,974	9,026	9,850	12,074	15,353
(+/-%)	2%	13%	9%	23%	27%
净利润	5,606	6,622	6,909	8,535	10,800
(+/-%)	-3%	18%	4%	24%	27%
每股盈利(元)	0.42	0.50	0.52	0.64	0.81
(+/-%)	-14%	18%	4%	24%	27%
每股股利(元)	0.17	0.17	0.17	0.22	0.28
市盈率(X)	21.8	18.4	17.7	14.3	11.3
市净率(X)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
净资产收益率	10.0%	10.4%	10.3%	11.8%	13.6%
ROCE	9.7%	9.6%	9.7%	11.7%	13.7%
分红收益率	1.9%	1.8%	1.8%	2.4%	3.0%
每股经营现金流(元)	0.8	0.8	0.8	0.8	1.3
股价/每股经营现金流(X)	12.2	11.5	11.4	10.9	6.9

股票信息

	H股(港币)	A股(元)
股票代码	1898.HK	601898.CH
当前股价	10.06	9.21
目标价	11.50	
成交量(百万股)	19.78	7.45
52周最高价/最低价	15.08/9.26	13.37/8.04
发行股数(百万股)	4,106.66	9,159.51
其中: 流通股(百万股)	4,106.66	1,525.33
主要股东(持股比例)		中煤能源集团公司(56.43%)

最近估值走势

涨跌幅 (%)	1周	1个月	3个月	年初至今
[601898.CH]	(3.96)	(9.79)	(17.77)	(15.19)
[上证指数]	(2.93)	(8.30)	(9.83)	(6.65)

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

近期事件

06/28/2011 中煤能源分红派息

*报告贡献人: 廖明兵 (liaomb@cicc.com.cn)

公司近况:

我们参加了中煤能源的反向路演, 实地参观了多个煤矿及配套设
施并了解了其近期的生产经营情况。我们认为, 公司短期业绩相
对平淡但有望逐步走出低谷, 同时长期增长前景依然良好。

评论:

平朔露天煤矿预计 9 月底投产; 华晋分立后王家岭复建进程有
望加快。平朔露天煤矿地质储量 20.4 亿吨, 设计产能 2000 万
吨。预计 9 月底投产, 年内贡献产量 200 万吨; 2012 年贡献产量
1000 万吨以上; 2013 年达产。而王家岭煤矿设计产能 600 万吨,
远期可达 1000 万吨。华晋分立后公司与焦煤集团权责更加明确,
从而加快复建进程, 王家岭煤矿尚需 10 个月的建设期。

长期来看, 公司增长有充分的保障。和草沟煤矿 (300 万吨)、小
回沟煤矿 (300 万吨)、纳林河二号井 (800 万吨)、母杜柴登矿
(600 万吨) 等有望在 2013 年前后投产, 鄂尔多斯煤化工配套煤
矿 (2500 万吨) 有望于 2014 年投产。此外, 集团尚有中煤进出口
(1600 万吨)、中煤金海洋 (2000 万吨)、中煤龙化 (240 万吨)
等资产, 前者将在 1-2 年内, 后两者将在 3-5 年内注入上市公司。

产量稳步增长以及现货比例上升将成为短期业绩增长主要动力,
但成本控制是决定增长能否兑现的关键。公司前 5 月商品煤产量
同比增长 7.9%, 随着下半年煤质好转以及东露天投产, 全年仍有
望增长 8% 左右。此外, 1Q 现货比例达到 40%, 较 2010 年全年
水平上升 10 个百分点。公司预计全年成本涨幅在 10-12%, 但由
于原材料、人工、安全成本等大幅增加, 成本控制仍有一定压力。

盈利预测:

小幅下调 2011、2012 年成本和产量预测。将公司 2011 年成本增
幅由 8% 上调至 12%, A/H 股盈利分别下调 4.1%/4.4% 至 0.64/0.70
元; 同时将 2012 年产量增速由 18.2% 下调至 14.4%, A/H 股盈利
分别下调 10.9%/11.4% 至 0.81/0.86 元。对应 H 股 6 个月目标价下
调 4.4% 至 11.5 港币。

估值与建议:

估值优势明显、未来增长确定, 中长期投资价值正逐步显现。公
司 2011 年 A/H 股 P/E 为 14.3x/12.2x, 分别低于历史中值 23% 和
20%, A 股远低于行业中值 17.7x, 具备明显的估值优势; H 股与
行业中值相当。尽管短期产量增长有限, 但现货价格上涨和现货
比例提升仍将确保 2011 业绩增长。同时, 公司长期增长有充分
保障, 投资价值正逐步显现, 建议适当关注。

风险: 煤矿投产进度慢于预期; 成本涨幅高于预期。

反向路演问答汇总

1. 中煤平朔煤业有限公司基本情况介绍？

平朔矿区地处宁武煤田北端，现有地质储量 55.88 亿吨。2010 年原煤产量 10388 万吨，占中煤能源煤炭产量的 85%，占山西省煤炭产量的 15%。矿区现有 6 座在产矿井和 1 座在建矿井，分别为安太堡露天矿、安太堡井工矿、安家岭露天矿、安家岭 1#井工矿、安家岭 2#井工矿、井东煤矿和东露天煤矿。

2006 年中煤集团取得朔南矿区马营堡、丰予井田探矿权，地质储量 40 亿吨，作为平朔公司的后备接续区，目前正在进行开发规划以提请批复，但尚未决定由上市公司还是集团开发。

所产煤炭全部进行洗选，洗出率约 70%，产品绝大部分通过大秦线对外运输（大秦线最大的煤炭发运源地）。平朔矿区地处宁武煤田北端，地质相对复杂，原煤灰分较高，洗出率低于大同或神东等矿区。洗选后得到 3200 万吨优质动力煤（热值为 5200-5350 大卡/千克），另外还有 4000 万吨普通动力煤（热值为 4600 大卡/千克）。

2. 东露天煤矿投产进度？

东露天煤矿地质储量 20.4 亿吨，设计产能 2000 万吨，包括露天矿、选煤厂和铁路专用线三个单项工程。截至 5 月底，该矿累计完成剥离量 81.8%，完成投资 52.8%，选煤厂建设接近尾声，铁路专用线完成 46.7%，预计 9 月底投产，年内产量 200 万吨，2012 年产量 1000 万吨，2013 年达产至 2000 万吨，预计洗出率为 75%。其中 50%热值达到 5800 大卡/千克，25%热值为 4000 大卡/千克，剩余为煤矸石。

铁路专用线预计 2011 年一季度完工，建成之前煤炭销售以地销为主。目标客户为 20 公里范围内的电厂，包括神头第一电厂和神头第二电厂，其装机容量均为 360 万千瓦，合计消耗煤炭 1000 多万吨。

3. 平朔公司整合煤矿情况介绍？

平朔公司在平朔矿区内整合了几座小煤矿，除北岭煤矿外，大部分均关闭。另外，在太原清徐县整合了小回沟煤矿，持有其 55%的股权。小回沟煤矿保有储量 5.73 亿吨，地质条件简单，煤质贫煤、瘦煤、贫瘦煤和无烟煤。目前，项目核准所需的支撑性文件基本办理完毕。

4. 王家岭煤矿目前进展，预计何时投产？

华晋公司主要资产为王家岭煤矿、沙曲煤矿和 4 个整合小矿，中煤能源和山西焦煤集团各持有 50%的股权。其中沙曲煤矿为在产矿井，核定产能 300 万吨，二期建成后产能将达到 800 万吨，煤质为主焦煤；王家岭煤矿为在建矿井，设计产能 600 万吨，未来将建成 800-1000 万吨，煤质为 1/3 焦煤。

5 月 28 日公司公告华晋公司分立方案，王家岭煤矿和 2 个整合小矿将单独组建为一家公司，而沙曲煤矿和另外 2 个整合小矿继续留在华晋公司。中煤能源将持有王家岭煤矿所在公司 51%股权，持有分立后的华晋公司 49%股权。分立的目的是为了明确双方权利和责任，从而加快复工的进度。目前王家岭煤矿的地面工程已经开始恢复，预计可在 1-2 个月内拿到恢复建设的批文，复工后还需要 10 个月的建设期。

5. 平朔矿区煤炭成本为多少，未来趋势如何？

2010 年平朔矿区商品煤销售成本 A/H 股会计准则下分别为 181.25 元/吨和 255.76 元/吨，差异主要在于 H 股包含了运输成本。转换为原煤成本，A 股会计准则下约为 130 元/吨，其中露天矿开采成本约为 140 元/吨，井工矿成本略低。露天矿成本高于井工矿成本，主要由于其剥采比相对较高，其中东露天剥采比为 5.1。

6. 与去年相比，今年煤质有无明显变化？

影响煤质的因素较为复杂，例如断层、风氧化（部分风氧化煤根本无法使用）、夹矸等。1H10 煤质较好，2H10 和 1H11 煤质较差，但 2H11 煤质又将改善。预计下半年每月洗选的优质煤（热值 5200 大卡/千克以上）将增加 30 万吨。

7. 公司现货销售比例是多少？

公司在遵守国家政策的前提下，尽量提高现货销售比重，今年 1 季度现货比例已达到 40%，较 2010 年全年的 30%上升了 10 个百分点。

8. 东坡煤矿未来产量多少？

2008 年中煤能源向进出口公司收购东坡煤矿全部股权（收购后仍由进出口公司托管），收购时核定产能为 150 万吨。经过进一步整合（原东坡煤矿、金坡煤矿、金窑坡煤矿和泉安煤矿）和技改，该矿资源储量、可采储量分别增加至 2.87 亿吨和 1.55 亿吨，核定产能增加至 210 万吨。2010 年东坡矿产量为 510 万吨，2011 年前 5 月产量达到 290 万吨，预计 2011 年全年产量接近 700 万吨，未来还将进一步建设成为 1000 万吨级矿井。东坡矿被评为山西省煤炭资源整合的样板矿井。

9. 中国煤炭进出口公司煤炭整合进度？

进出口公司的进出口业务已转移至上市公司，目前主要从事资源整合，分别在朔州和大同地区整合煤矿 6 座和 14 座。朔州地区整合后形成杨涧、淡水沟和西沙河 3 座煤矿，4 号煤为低硫、低发热量动力煤，9 号煤为高硫、中高发热量动力煤，技改项目吨煤投资约 230-260 元/吨，3 座煤矿均已投产；大同地区整合后形成唐山沟、甘庄、小梁沟、上深涧和北辛窑 5 座煤矿，均属于高热值优质动力煤，技改项目吨煤投资约 490-540 元/吨，已有 2 个煤矿投产。

上述 8 座煤矿核定产能 780 万吨，设计产能 1610 万吨，保有储量 6.3 亿吨。2010 年进出口公司所属及管理企业工生产原煤 1925 万吨（扣除托管的东坡煤矿和南梁煤矿后产量为 1223 万吨）。

10. 进出口公司整合煤矿中，大同地区技改投资更高的原因？

一方面由于大同地区煤层更薄，另一方面由于大同地区煤矿规模较小。

11. 进出口公司在澳洲投资的项目的情况？

进出口公司在澳洲昆士兰地区苏拉特盆地和 MetroCoal 合作探矿，进出口公司持有 51% 股权。煤质为低硫、高热值动力煤，未来规划先期建设 1000 万吨矿井，后期再建 3 座 1000 万吨级矿井。

12. 中煤集团下属煤炭业务何时注入上市公司，是否需要股权融资？

2010 年中煤集团原煤产量为 1.54 亿吨，而上市公司原煤产量为 1.23 亿吨，因此集团层面尚有产量规模 3000 万吨，主要包括进出口公司、金海洋公司、中煤龙化公司和煤气化集团。另外，集团还拥有朔南矿区两处井田的探矿权。

公司在年报中提出，集团争取在 1-2 年内将中煤进出口公司注入上市公司，公司未考虑增发的方案。另外，集团还有中煤金海洋公司 60% 股权（核定产能 1020 万吨，设计产能约 2000 万吨，2010 年产量 810 万吨），中煤龙化公司 76.56% 股权（核定产能 260 万吨），煤气化集团 51.57% 股权（核定产能 424 万吨）。集团争取 3-5 年内将中煤金海洋和中煤龙化股权注入上市公司。对煤气化股权，尚未考虑注入事项。

13. 朔中公司和大中公司的煤炭来源？

朔中公司主要洗选东坡矿的煤炭，而大中公司煤炭来自同煤集团马家梁煤矿及周边其他煤矿。

14. 公司大力发展煤炭贸易的原因，贸易煤的利润率为多少？

公司发展煤炭贸易主要是为了增加市场份额，以便未来自产量提高时有充分的销路；另外，为了满足客户对煤质的要求，需要外购进行配煤。煤炭贸易由集团代理，利润率为 2% 左右，其中 1.3% 归上市公司，0.7% 归集团。

图表 1: 中煤能源盈利预测关键假设

主要假设	2009A	2010A	2011E	2012E	2010YoY	2011YoY	2012YoY
自产原煤量(百万吨)	100.8	122.5	132.4	151.4	21.6%	8.0%	14.4%
自产商品煤销量(百万吨)	79.0	89.8	105.8	119.1	13.7%	17.8%	12.6%
自产动力煤内销长协(百万吨)	55.6	61.5	61.7	68.7	10.6%	0.3%	11.3%
自产动力煤内销现货(百万吨)	20.6	25.8	41.1	45.8	25.3%	59.6%	11.3%
自产动力煤出口量(百万吨)	1.3	1.4	1.4	1.4	7.7%	0.0%	0.0%
焦煤产量(百万吨)	0.8	1.1	1.5	3.3	29.7%	40.2%	116.7%
焦煤销量(百万吨)	1.5	1.1	1.5	3.2	-27.7%	37.4%	119.0%
自产动力煤内销均价(元/吨)	406	443	471	495	9.1%	6.3%	5.0%
内销长协(元/吨)	402	410	410	431	2.0%	0.0%	5.0%
内销现货(元/吨)	417	521	563	591	24.9%	8.0%	5.0%
内销炼焦煤价格(元/吨)	830	1,267	1,457	1,603	52.7%	15.0%	10.0%
自产商品煤单位销售成本(元/吨)	204	224	251	271	9.6%	12.0%	8.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 中煤能源 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	43.2	34.4	25.6%	推荐	历史P/E中值+0.5倍标准差(16倍P/E)
中煤能源H	1898.HK	11.5	10.1	14.3%	审慎推荐	历史P/E中值-0.5倍标准差(14倍P/E)
兖州煤业H	1171.HK	35.4	29.1	21.9%	审慎推荐	扩张期PE中值(15.5倍P/E)

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3: 中煤能源 A 股历史及预测的财务指标

单位: 百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表					
营业收入	52,283	53,730	71,268	81,834	96,450
营业成本	29,840	34,460	47,449	53,216	61,423
营业税金及附加	1,249	919	1,175	2,049	2,415
毛利润	21,193	18,350	22,644	26,569	32,612
减: 营业费用	7,188	7,396	9,028	10,367	12,218
管理费用	2,577	2,739	3,327	3,820	4,503
财务费用	-525	-452	-109	197	409
营业利润	7,974	9,026	9,850	12,074	15,353
利润总额	8,271	9,201	10,222	12,446	15,725
所得税	1,896	2,107	2,651	3,112	3,931
净利润	6,376	7,093	7,571	9,335	11,793
摊薄每股收益 (元)	0.42	0.50	0.52	0.64	0.81
每股股利 (元)	0.17	0.17	0.17	0.22	0.28
资产负债表					
货币资金	37,389	37,286	30,041	17,531	7,565
存货	4,171	4,978	6,215	6,970	8,045
其他流动资产	2,247	3,302	5,392	6,013	7,024
流动资产合计	49,690	50,529	48,653	38,559	32,116
长期投资	2,609	3,534	5,797	1,215	1,216
固定资产	30,422	36,409	43,968	65,840	85,107
无形资产及其他资产	9,894	18,206	21,634	20,755	19,876
资产合计	92,615	108,678	120,052	126,369	138,315
短期借款	268	387	396	1,860	1,860
应付账款	6,707	6,801	9,254	10,379	11,979
预收账款	1,524	2,241	2,489	2,858	3,368
其他应付款	1,818	4,082	3,706	4,156	4,797
其他流动负债	2,576	2,247	3,745	4,382	5,006
流动负债合计	12,893	15,759	19,590	23,635	27,011
长期借款	10,194	11,287	10,716	8,928	8,928
负债合计	26,551	31,823	35,296	34,835	38,368
少数股东权益	4,659	9,424	12,082	12,882	13,875
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
储备和未分配利润	50,234	55,196	60,206	66,180	73,741
股东权益合计	63,493	68,454	73,465	79,439	86,999
负债及股东权益合计	94,704	109,701	120,843	127,155	139,242
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	9,976	10,574	10,736	11,160	17,776
投资活动产生的现金流量	-30,965	-4,794	2,069	-21,012	-24,502
筹资活动产生的现金流量	24,728	-1,038	-2,508	-2,658	-3,239

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 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	首钢资源
最高	67.8	43.7	42.5	25.4	54.9	36.7	39.1	78.1	49.8	18.4	43.9	51.0	65.2
最低	4.8	3.8	6.6	3.0	4.0	5.8	6.8	10.8	11.0	2.3	5.0	4.5	5.5
中值	21.3	18.6	18.8	11.0	15.1	14.6	18.7	16.2	20.5	9.0	14.4	17.7	14.4
平均值	22.0	19.4	19.3	11.3	16.7	15.4	20.1	20.6	22.3	8.4	16.1	19.3	18.6
目前水平	22.2	16.2	19.0	10.5	14.1	23.4	17.9	13.0	15.8	12.2	13.0	14.1	9.7
相对中值	4.3%	-13.2%	0.9%	-4.3%	-6.6%	60.4%	-4.6%	-19.5%	-22.6%	36.6%	-9.5%	-20.4%	-33.1%
相对均值	0.9%	-16.8%	-1.8%	-7.1%	-15.5%	52.4%	-11.0%	-36.9%	-29.0%	45.0%	-19.1%	-27.0%	-48.2%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

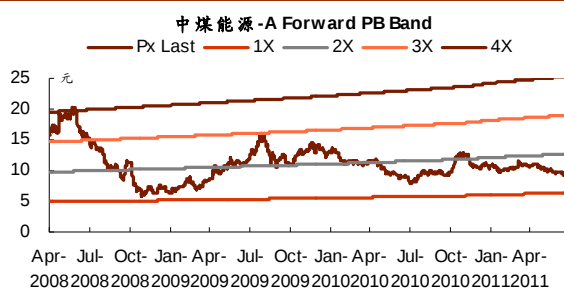
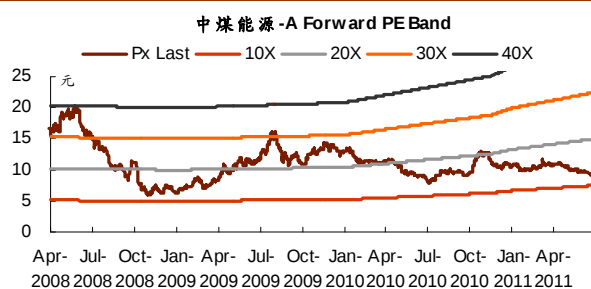
图表 5: 可比公司估值

国际煤炭公司	投资评级	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 2011-6-20	Upside	YTD	EPS(RMB)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(RMB)			P/B(x)		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
焦煤公司																				
西山煤电*	审慎推荐	71,343	22.64		(15%)	0.84	1.28	1.47	19%	52%	15%	27.0	17.7	15.4	4.01	4.53	5.12	5.6	5.0	4.4
平煤股份*	审慎推荐	31,616	13.39		(17%)	0.78	0.91	1.08	31%	16%	18%	17.1	14.7	12.4	3.96	4.69	5.56	3.4	2.9	2.4
开滦股份*	审慎推荐	18,483	14.97		(26%)	0.70	0.78	0.81	6%	11%	3%	21.3	19.1	18.6	4.67	5.34	6.03	3.2	2.8	2.5
冀中能源		58,516	25.30		(26%)	1.04	1.29	1.51	(25%)	25%	17%	24.4	19.6	16.7	5.53	6.20	7.41	4.6	4.1	3.4
煤气化		11,909	23.18		(11%)	0.46	0.76	1.19	(38%)	65%	57%	50.7	30.7	19.5	5.83	5.72	6.29	4.0	4.1	3.7
盘江股份		35,848	32.49		(0%)	1.22	1.59	2.01	36%	30%	26%	26.7	20.5	16.2	6.23	6.53	7.89	5.2	5.0	4.1
潞安环能		66,156	57.50		(4%)	2.99	3.33	3.94	63%	11%	18%	19.3	17.3	14.6	11.59	11.91	14.96	5.0	4.8	3.8
中间值-焦煤									19%	25%	18%	24.4	19.1	16.2				4.6	4.1	3.7
无烟煤公司																				
兰花科创*	审慎推荐	20,763	36.35		(23%)	2.30	2.47	2.94	3%	7%	19%	15.8	14.7	12.4	11.46	13.43	15.64	3.2	2.7	2.3
神火股份*	推荐	23,856	14.20		(9%)	0.69	0.91	1.28	93%	32%	40%	20.6	15.6	11.1	5.68	3.32	4.21	2.5	4.3	3.4
阳朔新能*	审慎推荐	54,810	22.79		(21%)	1.00	1.14	1.25	30%	13%	10%	22.7	20.1	18.2	3.55	4.57	5.69	6.4	5.0	4.0
吴华能源		25,615	56.42		20%	2.05	2.78	3.31	97%	36%	19%	27.5	20.3	17.0	11.87	13.59	16.01	4.8	4.2	3.5
中间值-无烟煤									62%	23%	19%	21.7	17.8	14.7				4.0	4.2	3.4
动力煤公司																				
中国神华*	推荐	559,088	28.01		13%	1.87	2.21	2.44	23%	18%	10%	15.0	12.7	11.5	9.90	11.30	12.89	2.8	2.5	2.2
兖州煤业**	审慎推荐	145,796	33.28		17%	1.83	1.86	2.10	132%	2%	13%	18.2	17.9	15.9	7.47	8.74	10.18	4.5	3.8	3.3
中煤能源*	审慎推荐	118,628	9.21		(15%)	0.52	0.64	0.81	4%	24%	27%	17.7	14.3	11.3	5.54	5.99	6.56	1.7	1.5	1.4
伊泰B股		7,865	34.81		(25%)	3.45	4.04	4.28	61%	17%	6%	10.1	8.6	8.1	8.66	11.80	14.90	4.0	2.9	2.3
大同煤业		27,097	16.19		(23%)	0.77	0.89	1.05	(14%)	15%	18%	21.0	18.2	15.4	5.80	4.78	5.24	2.8	3.4	3.1
上海能源		16,688	23.09		(18%)	1.84	2.03	2.36	40%	10%	16%	12.5	11.4	9.8	8.85	n.a.	n.a.	2.6	n.a.	n.a.
恒源煤电		16,381	37.36		(28%)	2.37	2.58	2.93	100%	9%	14%	15.8	14.5	12.8	13.29	15.21	17.73	2.8	2.5	2.1
露天煤业		26,958	20.32		(20%)	1.10	1.29	1.53	49%	18%	19%	18.5	15.7	13.3	3.31	4.29	5.39	6.1	4.7	3.8
路明集团		6,191	9.84		(21%)	0.21	0.26	0.31	15%	24%	17%	46.9	37.8	32.3	2.93	n.a.	n.a.	3.4	n.a.	n.a.
国投新集		21,372	11.55		(18%)	0.68	0.76	1.07	51%	12%	41%	17.0	15.2	10.8	4.03	n.a.	n.a.	2.9	n.a.	n.a.
皖江股份		4,197	15.59		(12%)	0.16	n.a.	n.a.	103%	n.a.	n.a.	97.4	n.a.	n.a.	2.59	n.a.	n.a.	6.0	n.a.	n.a.
靖远煤电		2,846	16.00		(24%)	0.32	0.50	0.65	7%	56%	30%	50.0	32.0	24.6	2.66	n.a.	n.a.	6.0	n.a.	n.a.
大有能源		3,731	29.27		(14%)	0.04	1.98	2.24	(77%)	4850%	13%	733.6	14.8	13.1	2.46	16.00	25.80	11.9	1.8	1.1
山煤国际		21,075	28.10		(19%)	1.01	1.44	2.03	23%	42%	41%	27.8	19.6	13.9	4.66	5.61	7.30	6.0	5.0	3.8
平庄能源		14,657	14.45		(6%)	0.64	0.72	0.82	39%	13%	13%	22.6	20.0	17.7	3.89	4.34	5.20	3.7	3.3	2.8
远兴能源		6,288	8.19		(10%)	0.14	n.a.	n.a.	(88%)	n.a.	n.a.	58.5	n.a.	n.a.	2.89	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.
中间值-动力煤									31%	17%	17%	19.7	15.4	13.2				3.5	3.1	2.6
中间值-A股煤炭									30%	18%	18%	21.3	17.7	14.6				4.0	3.8	3.3
H股煤炭公司																				
		Market Cap (HKD Mn)	Price(HKD) 2011-6-20		YTD	EPS(RMB)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(RMB)			P/B(x)		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
中国神华*	推荐	672,647	34.40	25.6%	6%	1.92	2.28	2.52	20%	19%	10%	15.6	12.7	11.5	9.97	11.51	13.26	3.0	2.5	2.1
目标价			43.20																	
兖州煤业**	审慎推荐	175,409	29.05	21.9%	22%	1.89	1.93	2.18	125%	2%	13%	13.4	12.7	11.3	7.59	8.86	10.36	3.3	2.8	2.3
目标价			35.40																	
中煤能源*	审慎推荐	142,724	10.46	14.3%	(17%)	0.56	0.70	0.86	1%	24%	24%	15.6	12.2	9.9	5.58	6.11	6.77	1.6	1.4	1.2
目标价			11.50																	
首钢资源* (HKD)	审慎推荐	22,437	4.17	65.5%	(22%)	0.34	0.43	0.47	60%	28%	9%	12.4	9.7	8.9	3.65	3.90	4.31	1.1	1.1	1.0
目标价			6.90																	
恒鼎实业 (HKD)		12,702	6.15		(6%)	0.33	0.52	0.64	66%	61%	23%	18.9	11.7	9.5	3.38	3.80	4.30	1.8	1.6	1.4
金山能源 (HKD)		3,021	0.12		(44%)	-0.06	0.02	0.03	n.a.	n.a.	47%	n.a.	6.8	4.6	0.09	0.26	0.27	1.4	0.4	0.4
中间值									60%	24%	18%	15.6	12.0	9.7				1.7	1.5	1.3
国际可比公司																				
		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 2011-6-20		YTD	EPS(USD)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(USD)			P/B(x)		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
综合性公司																				
BHP Billiton	澳大利亚	205,927	43.50		(9%)	2.29	4.13	4.93	116%	81%	19%	18.1	10.0	8.4	10.10	11.04	14.53	4.3	3.9	3.0
Rio Tinto	澳大利亚	126,467	81.30		(10%)	7.31	9.87	9.98	165%	35%	1%	10.6	7.8	7.7	29.73	37.81	46.20	2.7	2.2	1.8
Anglo American	英国	36,826	44.96		(17%)	5.43	6.21	6.98	169%	14%	13%	5.1	4.5	4.0	25.50	33.66	39.71	1.8	1.3	1.1
XSTRATA	瑞士	36,555	19.91		(18%)	1.61	2.70	2.89	544%	68%	7%	7.7	4.6	4.3	13.59	16.44	19.39	1.5	1.2	1.0
中间值									167%	52%	10%	9.1	6.2	6.0				2.2	1.7	1.4
印尼煤炭公司																				
Bumi		7,182	0.35		(2%)	0.02	0.02	0.03	62%	49%	42%	21.4	14.4	10.2	0.08	0.11	0.13	4.3	3.2	2.6
Adaro		8,549	0.27		(10%)	0.01	0.02	0.02	(24%)	137%	33%	35.2	14.8	11.1	0.07	0.08	0.56	4.0	0.6	0.5
Indo Tambora		5,837	5.17		(12%)	0.18	0.41	0.53	(40%)	129%	29%	28.7	12.5	9.7	0.69	0.89	1.16	7.5	5.8	4.4
Tambang Batubara		5,503	2.39		(10%)	0.10	0.18	0.22	(8%)	77%	20%	23.6	13.3	11.1	0.36	0.42	0.54	6.6	5.6	4.5
中间值									(16%)	103%	31%	26.1	13.8	10.6	0.22	0.45	0.55	5.5	4.4	3.5
美国煤炭公司																				
Peabody		14,585	53.87		(16%)	2.88	4.53	5.96	71%	57%	31%	18.7	11.9	9.0	17.99	21.56	27.56	3.0	2.5	3.0
Arch Coal		5,185	25.07		(28%)	0.98	2.51	4.00	250%	156%	60%	25.6	10.0	6.3	14.08	16.75	20.20	1.8	1.5	1.8
Consol		10,394	45.86		(6%)	1.61	2.93	4.44	(46%)	82%	51%	28.5	15.6	10.3	13.80	15.71	19.13	3.3	2.9	3.3
Massey		6,716	65.14		21%	-1.71	2.93	5.41	n.a.	n.a.	85%	n.a.	22.3	12.0	17.34	20.56	26.34	3.8	3.2	3.8
Alpha		9,555	42.12		(30%)	0.80	4.51	6.01	25%	464%	33%	52.7	9.3	7.0	22.57	28.24	33.86	1.9	1.5	1.9
中间值									48%	119%	51%	27.0	11.9	9.0				3.0	2.5	3.0
澳大利亚煤炭公司																				
		Market Cap (USD Mn)	Price(AUD) 2011-6-20		YTD	EPS(AUD)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(AUD)			P/B(x)		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
Coal & Allied		9,306	102.19		(15%)	8.13	8.71	10.10	20%	7%	16%	12.6	11.7	10.1	17.52	22.69	27.91	5.8	4.5	5.8
New Hope		4,366	5.00		3%	0.22	0.19	0.30	(91%)	(16%)	59%	22.4	26.7	16.8	2.77	2.94	3.08	1.8	1.7	1.8
Aquila		2,894	7.35		(25%)	-0.10	-0.05	0.09	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	86.5	1.12	1.08	1.17	6.6	6.8	6.6
Whitehaven		2,825	5.44		(19%)	0.24	0.14	0.41	(60%)	(41%)	190%	22.5	38.0	13.1	2.07	2.14	2.39	2.6	2.5	2.6
中间值									(60%)	(16%)	59%	22.4	26.7	15.0				4.2	3.5	4.2

注：1) 标注*的公司为中金公司预测，其余为市场一致预期；2) 剔除Felix账面汇兑收益后，兖煤2010年A/H股EPS为Rmb1.45/1.50元，对应2011年业绩增速为28%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 6: 中煤能源 A 股历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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/或机构投资者提供。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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

