



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

首次覆盖

证券研究报告

2011年6月29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

审慎推荐

潞安环能(601699.SH)

业绩确定、扩张有力的喷吹煤龙头

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	14,013	15,201	19,041	20,972	25,354
(+/-%)	79%	8%	25%	10%	21%
主营业务利润	6,859	5,970	8,640	9,666	11,592
(+/-%)	134%	-13%	45%	12%	20%
营业利润	4,039	2,961	4,169	4,952	5,957
(+/-%)	180%	-27%	41%	19%	20%
净利润	2,850	2,109	3,437	4,017	4,634
(+/-%)	191%	-26%	63%	17%	15%
每股盈利(元)	1.24	0.92	1.49	1.75	2.01
(+/-%)	191%	-26%	63%	17%	15%
每股净资产(元)	3.42	3.92	5.17	6.11	7.26
市盈率(X)	27.3	36.9	22.6	19.4	16.8
市净率(X)	9.9	8.6	6.5	5.5	4.7
EV/EBITDA(X)	16.6	18.1	12.1	12.0	9.6
资产收益率	16.6%	9.7%	11.7%	11.2%	10.2%
净资产收益率	36.2%	23.4%	28.9%	28.5%	27.8%
分红收益率	1.5%	1.5%	2.4%	2.6%	3.0%
每股经营现金流(元)	3.05	3.88	5.26	2.38	2.96
股价/每股经营现金流(X)	11.1	8.7	6.4	14.2	11.4

股票信息

	A股(元)
股票代码	601699.CH
当前股价	33.80
日成交量(百万股)	14.74
52周最高价/最低价	36.15/14.015
发行股数(百万股)	2,301.08
其中:流通股(百万股)	2,301.08
主要股东(持股比例)	山西潞安矿业(集团)有限责任公司 (63.99%)

最近估值走势

近期表现	1周	1个月	3个月	年初至今
[601699.CH]	9.12	17.95	5.39	13.35
[上证A股指数]	4.25	1.85	-7.49	-1.69

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近期事件

2011年8月 1H11 业绩披露

*报告贡献人: 廖明兵 (liaomb@cicc.com.cn)

公司亮点:

国内喷吹煤行业龙头地位显著, 而行业前景广阔。公司 2010 年煤炭产量居国内煤炭上市公司第 6, 喷吹煤产量则居首位, 市场份额约 20%。以收入和利润排名, 公司分别位列第 8 和第 5, 显示出良好的盈利能力。喷吹煤应用不仅可以缓解国内焦煤供应紧张的局面, 而且更加经济和节能, 在节能减排、高炉大型化的进程中将显著受益。预计 2020 年前我国喷吹煤需求年均增长 7.6% 以上, 高于其他煤种的增速 (5% 左右)。

业内唯一的高新技术企业, 享受 15% 优惠税率。公司重视科研投入, 独创了烟煤喷吹技术, 并于 2010 年获国家高新技术企业认证, 本部享受为期 3 年的 15% 优惠税率, 期满后可申请延续 3 年。

产品结构优化和喷吹煤价格上涨确保 2011 年盈利, 2012 年开始整合矿井并将推动产量快速增长。尽管公司 2011 年产量增长有限, 但通过及时调整产品结构、有效控制成本和费用、生产更多高利润率的喷吹煤, 公司收入和盈利仍有较大保障。此外, 三季度中后期钢铁再库存和保障房集中开工有望成为喷吹煤价格上涨的催化剂。而随着 2012 年整合矿井陆续投产, 公司产量将重回快速增长轨道。

资产注入无债转股障碍, 集团提供巨大发展空间。潞安集团是山西省五大煤炭集团中唯一一家不存在债转股问题的企业, 因此资产注入的障碍最小。2010 年集团在山西省内的煤炭资源量和产量分别是公司的 1.5 倍, 同时还有大量在建矿井。短期来看, 司马矿和郭庄矿有望注入, 届时将增厚公司产能 480 万吨 (12.5%)。

盈利预测:

预计 2011-13 年净利润分别增长 16.9%、15.4% 和 21.3%。预计 2011-13 年公司煤炭产量分别增长 0.8%、13.4% 和 21.3%, 综合均价分别上涨 9.7%、7.1% 和 4.7%, 生产成本分别上升 10.0%、8.0% 和 6.0%, 对应 EPS 分别为 1.75 元、2.01 元和 2.48 元。

估值与建议:

首次关注并给予“审慎推荐”评级。公司 2011/12 P/E 分别为 19.4 倍和 16.8 倍, 略高于行业中值。公司喷吹煤龙头地位显著, 短期业绩增长确定, 整合矿投产将推动未来产量快速扩张, 而集团支持为其提供了巨大发展空间。首次关注并给予“审慎推荐”评级。

风险:

紧缩政策持续; 经济放缓幅度超预期; 小矿整合或资产注入进度慢于预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

公司简介—国内喷吹煤龙头	3
公司股权结构	3
公司业务结构	3
投资亮点—短期业绩确定，长期增长可期	5
喷吹煤具有广阔的市场前景	5
公司资源丰富、喷吹煤龙头地位显著	6
产品结构改善以及良好的成本控制将确保 2011 年业绩稳步增长	7
整合煤矿确保长期增长、资产注入值得期待	8
盈利预测与估值	10
盈利预测主要假设	10
历史及预测财务指标	10
首次关注并给予“审慎推荐”评级	11
风险	12
系统性风险：紧缩调控持续或经济放缓超预期的风险	12
项目风险：资源整合及资产注入低于预期的风险	12

图表

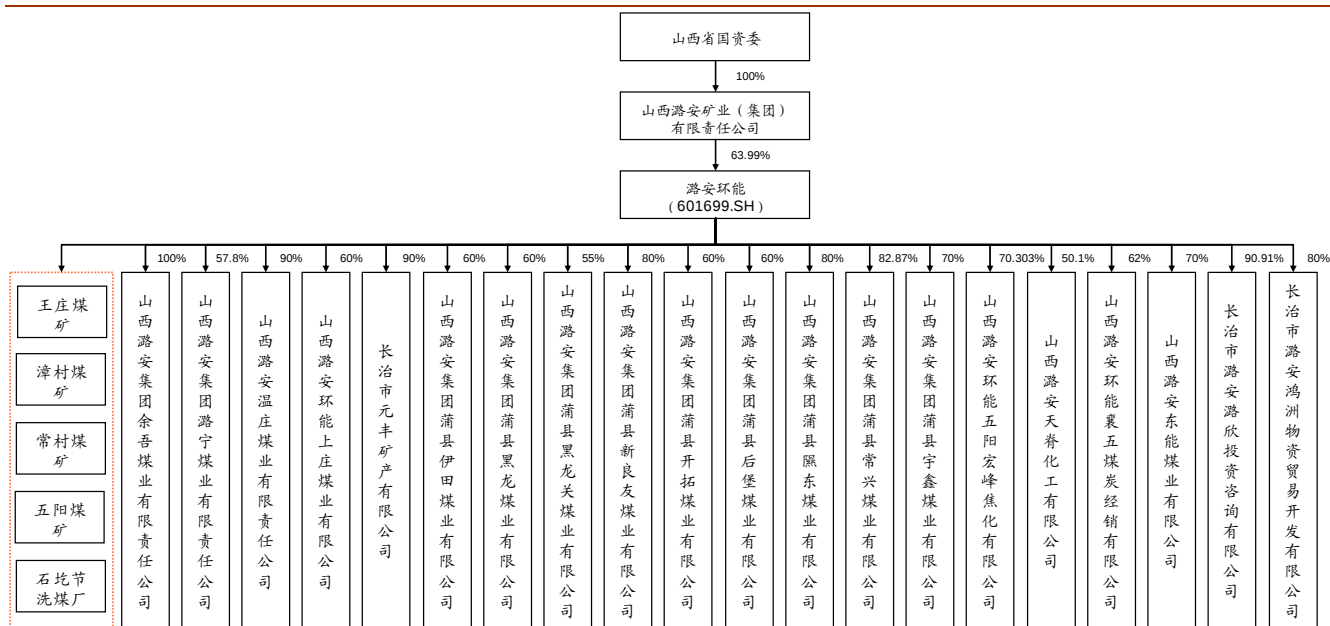
主要财务信息	1
股票信息	1
最近估值走势	1
最近估值走势	1
近来事件	1
图表 1: 潞安环能股权结构	3
图表 2: 潞安环能业务结构	3
图表 3: 2005-2010 年产销量持续快速增长	4
图表 4: 潞安环能销售收入位列国内煤炭上市公司第 8	4
图表 5: 潞安环能净利润位列国内煤炭上市公司第 5	4
图表 6: 钢铁行业高炉大型化推动喷煤比持续上升	5
图表 7: 喷吹煤不仅可以有效缓解焦煤供应紧张局面，且具有更高的经济效益	5
图表 8: 喷吹煤应用的经济效益测算（以 0.85 煤焦置换比在不同价差和喷煤比情况下吨生铁成本节约值）	6
图表 9: 喷吹煤需求还有极大的提升空间	6
图表 10: 潞安环能主力矿井资源量和产能（不包括整合矿井）	6
图表 11: 潞安环能煤炭产量位列国内煤炭上市公司第 6、其中喷吹煤产量位列国内首位	7
图表 12: 烟煤喷吹技术的优劣势	7
图表 13: 公司成本控制良好，盈利能力持续提升	8
图表 14: 公司在临汾地区整合煤矿产能 720 万吨/年（尚在技改，吨产能收购成本为 164 元）	8
图表 15: 潞宁煤业在忻州地区整合煤矿产能 780 万吨/年（部分已投产，吨产能收购成本为 320 元）	9
图表 16: 潞安集团长治地区存续煤炭资产规模巨大（未包含整合矿井）	9
图表 17: 盈利预测主要假设	10
图表 18: 潞安环能单季度业绩分析	10
图表 19: 潞安环能历史及预测的财务指标	11
图表 20: 可比公司估值	13
图表 21: 潞安环能历史 P/E 和 P/B	13

公司简介—国内喷吹煤龙头

公司股权结构

潞安环能成立于 2001 年 7 月，并于 2006 年 9 月在上交所上市，是国内最大的喷吹煤企业。潞安矿业集团和山西省国资委分别为其控股股东和实际控制人。公司煤炭资产主要包括本部五阳矿、漳村矿、王庄矿、常村矿四个成熟矿井，全资拥有的余吾煤业有限公司（原屯留矿），以及控股的潞宁煤业、温庄煤业、上庄煤业和元丰矿产。截至 2010 年底，公司在产和在建煤矿合计产能约 5000 万吨/年。

图表 1：潞安环能股权结构



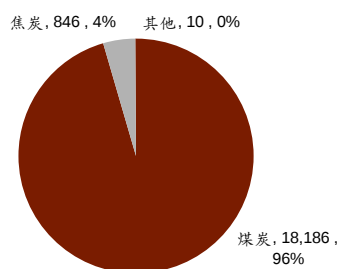
资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司业务结构

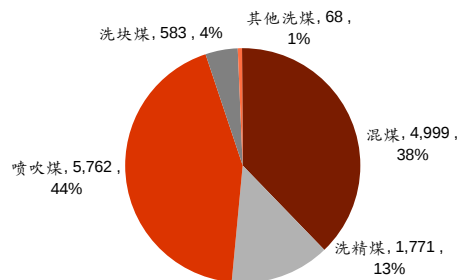
业务相对单一：煤炭为主、少量焦炭。2010 年，公司煤炭业务收入占总收入的 95.5%，焦炭业务收入占 4.4%。而从毛利润来看，煤炭业务占 99.7%，焦炭业务仅占 0.3%。在主要煤炭产品混煤（含混块）、喷吹煤、洗精煤、洗块煤和其他洗煤中，喷吹煤收入占到 40%以上。

图表 2：潞安环能业务结构

潞安环能2010年收入结构（百万元）



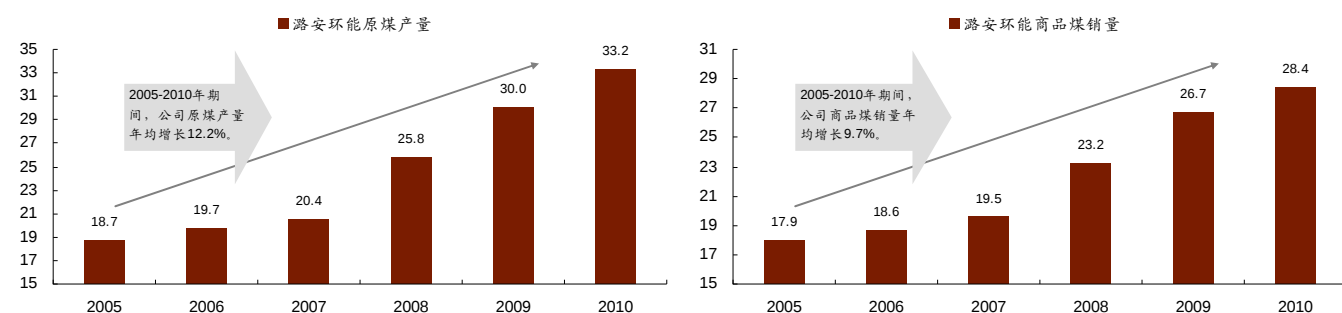
潞安环能2008年煤炭业务收入结构（百万元）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

过去 5 年公司煤炭产销量快速增长。2005-2010 年间，公司原煤产量由 1871 万吨上升至 3322 万吨，年均增长 12.2%；商品煤销量由 1610 万吨上升至 2844 万吨，年均增长 9.7%。

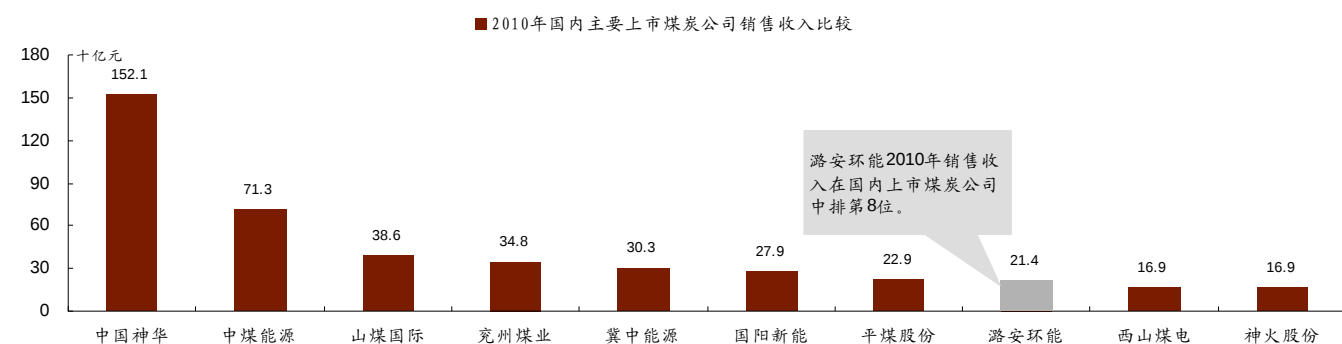
图表 3: 2005-2010 年产销量持续快速增长



资料来源：公司公告，中金公司研究部

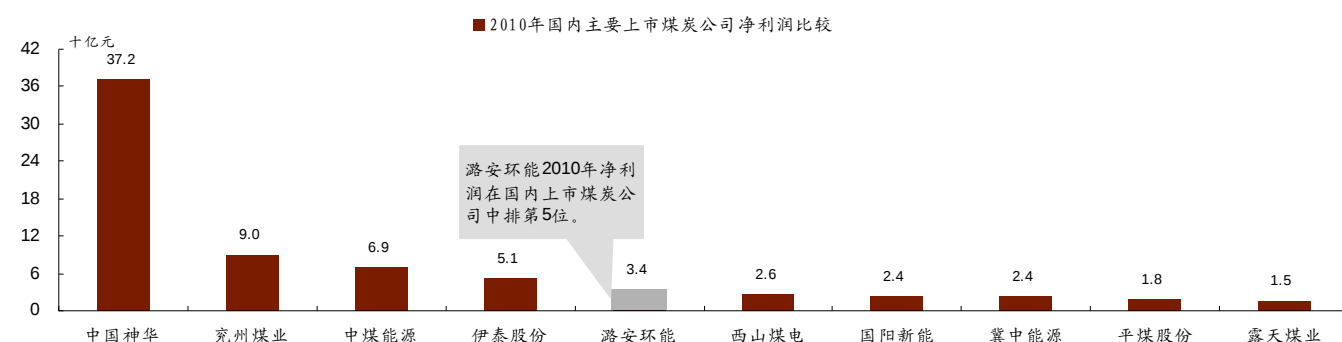
公司煤炭产量、销量、收入和利润均位居行业前列。公司 2010 年原煤产量为 3322 万吨，在国内煤炭上市公司中位列第 6 位；销售收入 214.3 亿元，位列第 8 位；净利润 3.4 亿元，位列第 5 位，显示出良好的盈利能力。

图表 4: 潞安环能销售收入位列国内煤炭上市公司第 8



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 5: 潞安环能净利润位列国内煤炭上市公司第 5



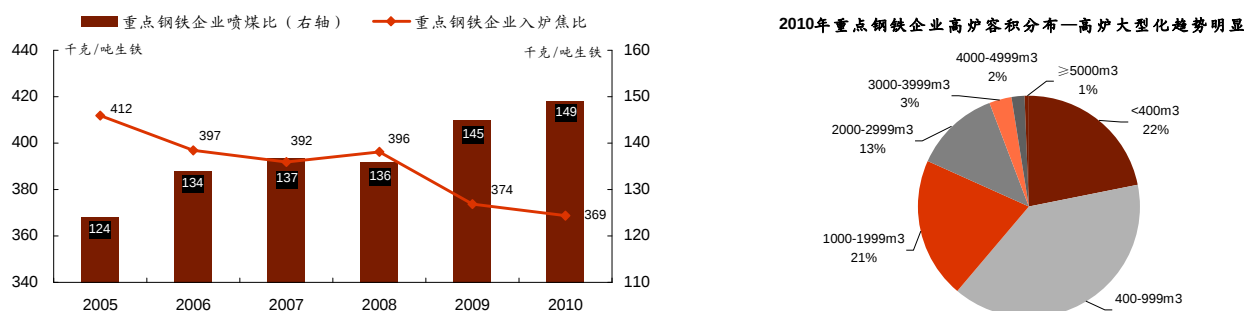
资料来源：公司公告，中金公司研究部

投资亮点—短期业绩确定，长期增长可期

喷吹煤具有广阔的市场前景

高炉大型化可以降低能耗、节约成本，是钢铁行业的发展趋势。大型高炉具有单位投资少、单位能耗和单位成本低等特点，代表了钢铁行业的发展趋势。大型高炉节能主要体现在两方面：一是燃料利用效率提高，从而导致燃料比下降；二是使用喷吹煤替代焦炭，即降低入炉焦比，提高喷煤比，这也是高炉喷吹技术的核心。随着节能减排要求不断提高，近年来钢铁行业加快了高炉大型化的进度，一批中小型高炉正被陆续淘汰。由于喷吹技术主要应用在大高炉中，而中小型高炉几乎不涉及喷吹煤的使用，因此，淘汰落后、产能置换的政策不仅不会减少喷吹煤需求，反而能够促进喷吹煤需求。高炉大型化以及高炉喷吹技术的推广为拓宽喷吹煤的应用奠定了良好的基础。

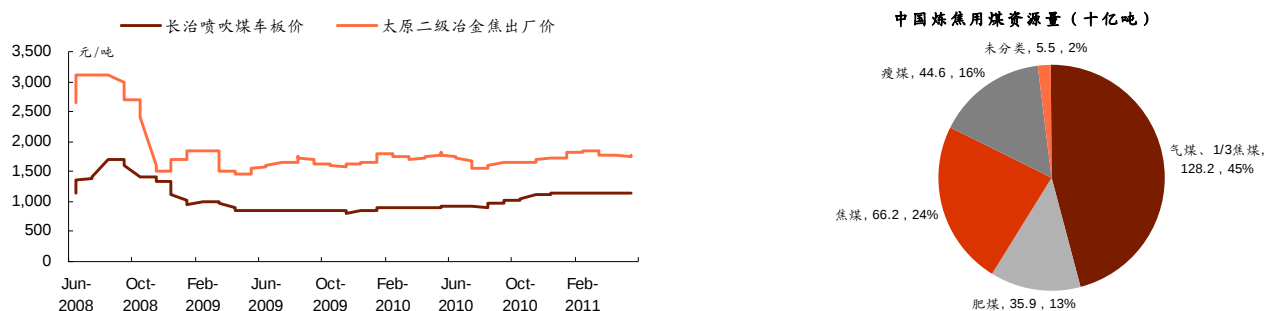
图表 6：钢铁行业高炉大型化推动喷煤比持续上升



资料来源：钢之家，中国金属学会，中金公司研究部

喷吹煤不仅可以有效地缓解焦煤供应紧张的局面，而且具有显著的经济效益。在高炉炼铁中焦炭的主要作用在于提供热量、提供还原剂和承担炉料骨架。由于中国优质焦煤资源的稀缺和产能的瓶颈，焦煤和焦炭价格持续上升，钢铁企业面临优质焦煤供应短缺的压力和日益增加的成本压力。喷吹煤在提供热量和提供还原剂方面可以完全替代焦炭，而价格较焦炭具有显著优势，因此，提高高炉容积、增加喷煤比并降低焦比，不仅可以有效缓解焦煤（尤其是优质主焦煤和肥煤）供应紧张的局面，而且可以显著降低钢铁企业的生产成本。目前喷吹煤价格为 1150 元/吨左右，远低于焦炭价格的 1800 元/吨。假设每吨生铁喷吹煤使用量为 150Kg（喷煤比），而每千克喷吹煤可以替换 0.85 千克焦炭（煤焦置换比），则每吨生铁生产成本可以下降 57 元，约相当于钢材完全成本的 1%。尽管降幅不大，但对于处于微利状态的钢铁行业而言，经济效益非常显著。

图表 7：喷吹煤不仅可以有效缓解焦煤供应紧张局面，且具有更高的经济效益



资料来源：钢之家，中金公司研究部

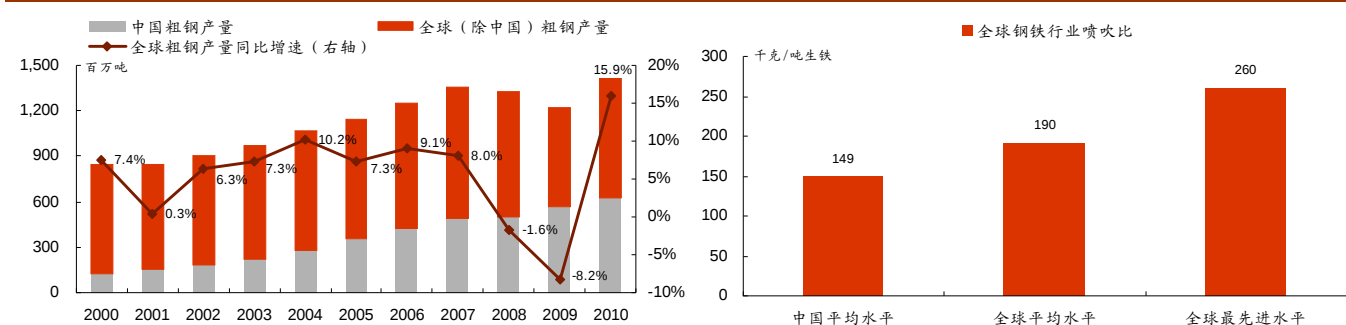
图表 8: 喷吹煤应用的经济效益测算 (以 0.85 煤焦置换比在不同价差和喷煤比情况下吨生铁成本节约值)

“以喷代焦”经济效益测算 (元/吨生铁)		焦炭与喷吹煤价差 (焦炭价格*0.85-喷吹煤价格; 单位: 元/吨)							
		100	200	300	400	500	600	700	800
喷煤比 (K g/t)	120	12	24	36	48	60	72	84	96
	130	13	26	39	52	65	78	91	104
	140	14	28	42	56	70	84	98	112
	150	15	30	45	60	75	90	105	120
	160	16	32	48	64	80	96	112	128
	170	17	34	51	68	85	102	119	136
	180	18	36	54	72	90	108	126	144
	190	19	38	57	76	95	114	133	152
	200	20	40	60	80	100	120	140	160

资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

国内喷吹煤需求尚有极大提升空间。目前国内使用高炉喷吹技术的主要是中大型钢铁企业, 2010 年平均喷煤比达到 149Kg/t, 但较国际平均水平的 190Kg/t 还有巨大的差距, 而国际先进水平更是达到了 260Kg/t 以上。根据《2006 年-2020 年中国钢铁工业科学与技术发展指南》的规划目标, 到 2020 年喷煤比将高于 180Kg/t。2010 年全国生铁产量达到 5.9 亿吨, 其中大中型钢铁企业生铁产量约 5.1 亿吨, 约占 86%。以 2010 年 149Kg/t 的平均喷煤比计算, 2010 年我国喷吹煤实际需求量为 7574 万吨。假设 2020 年前全国生铁产量年均增长 4%, 全国平均喷煤比达到 180Kg/t, 则喷吹煤需求量将达到 1.57 亿吨, 较目前增长 1.08 倍, 年均增长 7.6%。而若 2020 年平均喷煤比达到 200Kg/t (略高于全球平均水平), 则喷吹煤需求量将达到 1.75 亿吨, 较目前增长 1.31 倍, 年均增长 8.7%。因此, 喷吹煤需求增速远高于其他煤种。

图表 9: 喷吹煤需求还有极大的提升空间



资料来源: WIND, 钢之家, 中国金属学会, 中金公司研究部

公司资源丰富、喷吹煤龙头地位显著

资源储量丰富、长期发展有保障。公司本部位于山西沁水煤田东部边缘中段, 开采主要煤种为贫煤、贫瘦煤和瘦煤。截至 2010 年底, 公司拥有煤炭资源量 54 亿吨, 可采储量约 30 亿吨, 位于国内上市公司前列。按照 2010 年的开采速度计算, 可开采 90 年; 而即便按照 1 亿吨/年的开采速度计算, 仍可开采 30 年。因此公司长期发展有充分的资源保障。

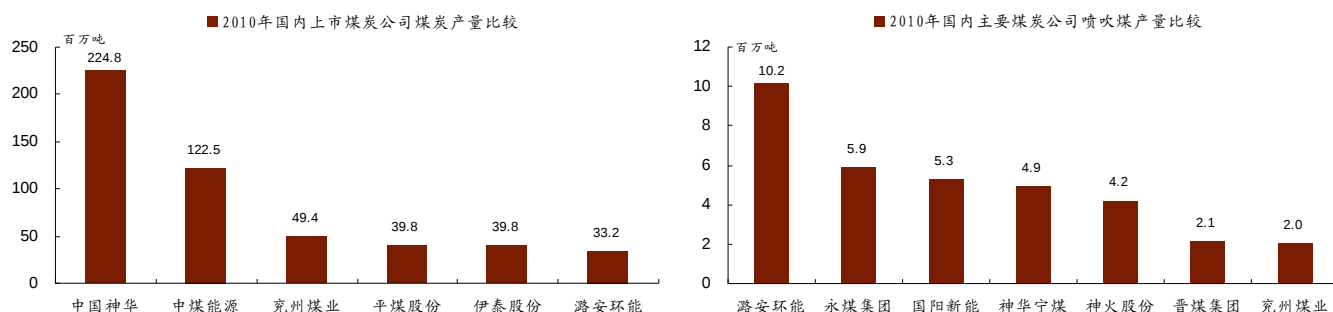
图表 10: 潞安环能主力矿井资源量和产能 (不包括整合矿井)

煤矿名称	持股比例	地理位置	井田面积 (平方公里)	煤种	地质储量 (百万吨)	2010 年底可采储量 (百万吨)	核定产能 (百万吨)
王庄煤矿	资产	长治市北郊故县	79.7	贫煤、贫瘦煤	553.6	289.0	7.10
常村煤矿	资产	长治市屯留县	107.4	贫煤、无烟煤	800.9	484.8	6.00
五阳煤矿	资产	长治市襄垣县王桥镇	78.4	贫煤、贫瘦煤	340.9	161.2	1.90
漳村煤矿	资产	长治市北郊西白兔村	34.3	贫煤、瘦煤	197.5	68.8	3.60
余吾煤业 (原屯留煤矿)	100.0%	长治市屯留县余吾镇	160.0	贫煤、无烟煤	1,274.0	684.0	6.00
潞宁煤业 (潞宁煤矿)	57.8%	忻州市宁武县	33.1	气煤、气肥煤	137.3	81.7	3.00
上庄煤业 (上庄煤矿)	60.0%	长治市襄垣县	5.5	焦煤	22.0	22.0	0.90
温庄煤业 (温庄煤矿)	90.0%	长治市武乡县	7.4	焦煤	43.3	43.3	1.20
元丰矿产 (姚家山煤矿)	90.0%	吕梁市临县	14.9	动力煤	368.6	174.6	2.40
合计			520.6		3,738.0	2,009.3	32.1

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

作为国内最大的喷吹煤企业，公司行业地位和议价能力显著。作为国内最大的喷吹煤生产基地，公司喷吹煤产量约占国内市场份额的 20%，在喷吹煤行业的龙头地位和议价能力显著。此外，公司本部所在的潞安矿区交通便利，南北向有太焦铁路、东西向有邯长铁路。根据国家煤炭工业“十二五”规划征求意见稿，邯长铁路的货运能力将由目前的 1500 万吨/年提高至 6200 万吨/年，公司产能扩张将得到充分的运力保障。

图表 11: 潞安环能煤炭产量位列国内煤炭上市公司第 6，其中喷吹煤产量位列国内首位



资料来源：公司公告，中金公司研究部

首创烟煤喷吹技术，成为行业内唯一一家高新技术企业。公司每年研发投入占到营业收入的 3% 左右，取得了多项科技创新成果，是煤炭行业中唯一一家掌握了烟煤（主要为贫煤和贫瘦煤）喷吹技术的企业。公司烟煤喷吹技术不仅解决了无烟煤资源稀缺的问题，而且性能较无烟煤喷吹更加优异，例如具有更高的燃烧率、喷煤使用量和煤焦置换比（普通无烟煤喷吹的煤焦置换比约为 0.8-0.85，而公司烟煤喷吹的煤焦置换比可以达到 0.9）。由于优良的性能，公司喷吹煤质量指标也被树为国家标准。2010 年 8 月公司获得山西省科学技术厅、山西省财政厅、山西省国家税务局、山西省地方税务局四部门联合颁发的《高新技术企业证书》，成为煤炭行业唯一一家国家级高新技术企业。

图表 12: 烟煤喷吹技术的优劣势

烟煤喷吹的优点	烟煤喷吹的缺点
1. 挥发分高，着火点低，易于燃烧，易于被高炉接受从而扩大喷吹量。 2. 含氢量高，产生的煤气还原能力强，有利于提高间接还原的速度。 3. 可磨性好，磨制烟煤时制粉机出力可以提高。 4. 密度小，输煤时可增大浓度，因而输送速度较快。 5. 完全燃烧所需热量与氧气多，有利于使用高温和富氧。 6. 含氢量高、总热量高，有利于提高煤焦置换比。 7. 烟煤资源更为丰富。	1. 有自燃及易爆的特性，因此喷吹设施投资更高以确保安全。 2. 全燃烧所需热量与氧气多，同等条件下允许最大喷煤量要比无烟煤少。 3. 具有不同程度黏结性，在炉况不顺、风口不活跃时不能强制喷煤。

资料来源：公司数据，中国煤炭资源网，中金公司研究部

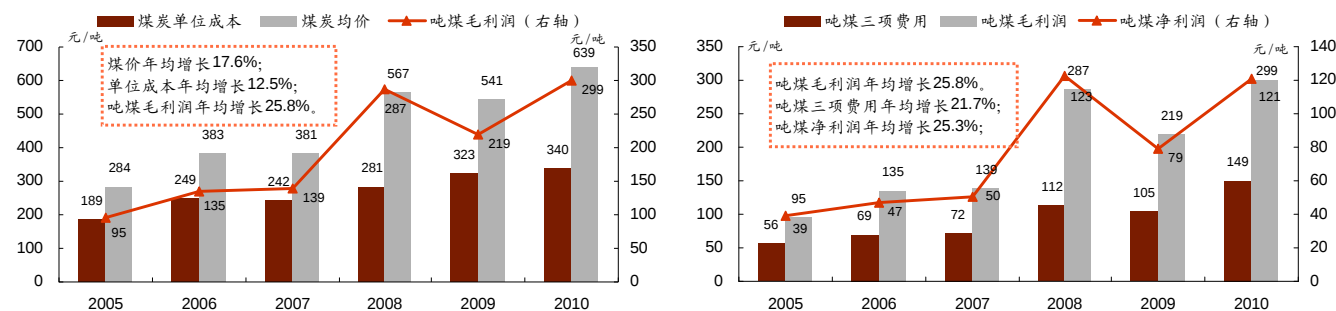
享受优惠所得税率，有助于大幅提升盈利。由于获得高新技术企业评审认证，公司本部享受 15% 的优惠企业所得税率，有效期为 3 年。2010 年公司节省企业所得税 3.3 亿元，预计 3 年将合计减少所得税 10 亿元以上。3 年所得税优惠政策期满后，公司还可申请延续 3 年。

产品结构改善以及良好的成本控制将确保 2011 年业绩稳步增长

2011 年产量平稳，但价格提升和产品结构优化将推动业绩增长。由于无新矿投产，公司 2011 年产量增长主要来自现有矿井挖潜，预计产量增幅有限。但公司计划继续优化产品结构，提升喷吹煤洗出比率（目前屯留矿喷吹煤洗出率达到 38.4%）。由于喷吹煤盈利能力显著高于其他产品，且 2011 年各煤炭品种价格均上涨 10% 左右，因此 2011 盈利增长仍有较强保障。

良好的成本和费用控制能力将确保公司业绩增长的兑现。公司 2005-2010 年煤炭单位成本年均上升 12.5%，远低于 17.6% 的煤价涨幅，吨煤毛利润和净利润年均增幅分别高达 25.8% 和 25.3%。尽管人工、原材料成本上涨明显，公司预计 2011 年单位成本涨幅可控制在 10% 左右。2010 年公司费用率大幅上升 4.5 个百分点至 19.8% 的主要原因为整合矿井并表，随着整合矿井逐步投产，未来费用率有望下降至正常水平。因此，良好的成本和费用控制将确保业绩增长的兑现。

图表 13: 公司成本控制良好, 盈利能力持续提升



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

整合煤矿确保长期增长、资产注入值得期待

公司整合矿井规模巨大, 2012 年后产量将恢复快速增长势头。2009 年以来, 公司以及控股的潞宁煤业和温庄煤业分别在临汾、忻州和长治地区参与整合, 合计整合小煤矿 64 座, 资源量 17 亿吨、产能 1710 万吨/年, 形成了 19 座主体矿井。其中, 公司在临汾地区整合产能 720 万吨/年, 潞宁煤业在忻州地区整合产能 780 万吨/年, 根据公司规划, 上述两个地区均将建设成千万吨级煤炭基地。目前整合的煤矿均在进行技术改造, 预计 2012 年下半年将陆续投产, 完全达产后产量将较目前增加 50% 左右。

图表 14: 公司在临汾地区整合煤矿产能 720 万吨/年 (尚在技改, 吨产能收购成本为 164 元)

整合后成立公司的名称 (公司于临汾蒲县整合)	整合收购煤矿	公司持股比例	拟出资额 (百万元)	已支付投资款 (百万元)	资源整合方式	核定产能 (百万吨)
山西潞安伊田煤业有限公司	山西蒲县伊田肥煤有限公司 蒲县下口煤矿 蒲县山中煤业 蒲县红道乡煤矿 蒲县刘家山煤矿	60%	187	130	购买山西蒲县伊田肥煤有限公司 60% 股权	1.20
山西潞安黑龙煤业有限公司	山西蒲县黑龙强肥煤有限公司 山西蒲县南湾强肥煤有限公司 山西蒲县宝鑫煤业有限公司 山西蒲县西屯煤业有限公司 山西蒲县屯里煤业有限公司	60%	159	118	购买山西蒲县黑龙强肥煤有限公司 60% 股权	1.20
山西潞安黑龙关煤业有限公司	山西蒲县黑龙关煤业有限公司 山西蒲县邱家窑煤业有限公司	55%	165	65	设立新公司	0.90
山西潞安新良友煤业有限公司	山西蒲县鑫鑫煤矿有限公司 山西蒲县新良友煤矿有限公司 山西蒲县华泰鑫煤业有限公司	80%	120	120	设立新公司	0.60
山西潞安开拓煤业有限公司	山西蒲县开拓煤矿有限公司 山西蒲县道子里煤业有限公司	60%	72	72	设立新公司	0.45
山西潞安后堡煤业有限公司	山西蒲县后堡煤业有限公司 山西蒲县江虹煤矿有限责任公司	60%	72	72	设立新公司	0.45
山西潞安限东煤业有限公司	山西蒲县限东煤业有限公司 山西蒲县杏岭西煤矿有限公司 山西蒲县侯家沟煤矿有限公司 山西蒲县大石洼煤矿有限公司	80%	160	160	设立新公司	0.60
山西潞安常兴煤业有限公司	山西蒲县松树岭煤矿有限公司 临汾高峰炉料有限公司 山西蒲县吴家坡煤业有限公司 山西蒲县南岭煤业有限公司 山西蒲县金盾实业有限公司 山西蒲县元兴煤业有限公司	83%	191	50	设立新公司	0.90
山西潞安宇鑫煤业有限公司	山西蒲县鹏飞煤业有限公司 山西蒲县宇星煤业有限公司 山西蒲县克城南山煤业有限公司 山西蒲县德丰煤业有限公司 山西蒲县长乐煤矿	70%	56	30	设立新公司	0.90
合计			1,182	817		7.20

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 15: 潞宁煤业在忻州地区整合煤矿产能 780 万吨/年（部分已投产，吨产能收购成本为 320 元）

整合后成立公司的名称（潞宁煤业于忻州整合）	整合收购煤矿	公司持股比例	拟出资额（百万元）	已支付投资款（百万元）	期后付款（百万元）	核定产能（百万吨）
潞安集团潞宁静安煤业公司	山西静安煤矿有限公司	51%	137	96	22	0.90
潞安集团潞宁大汉沟煤业公司	山西静乐津燃大汉沟煤矿有限公司 静乐县杜家村镇炭窑沟煤矿	资产	143 128	86 77	43 38	0.90
潞安集团潞宁前文明煤业公司	静乐县前文明煤矿 静乐县杜家村镇任家村煤矿	资产	265 119	212 68	27 39	0.90
潞安集团潞宁忻峪煤业公司	山西宁武凯泰煤矿有限公司 山西宁武西马坊煤矿有限公司 山西宁武开源新景煤业有限责任公司 山西宁武彦东煤业有限公司	51%	90 144 60 19	72 86 36 17	0 29 0 0	0.60
潞安集团潞宁大木厂煤业公司	山西宁武诚辉煤业有限公司 山西正沟煤业有限公司 山西宁武西栈沟煤业有限公司 山西宁武卧虎湾煤业有限公司	资产	228 87 238 169	205 61 214 144	0 17 0 0	0.90
山西潞安集团潞宁煤业有限公司孟家窑煤矿	宁武县城关镇李家窑煤矿 宁武县城关镇李家山联营煤矿 宁武县城关镇马连沟煤矿 山西宁武孟脂宏达煤业有限公司 山西宁武大山煤业有限公司（宁武县东汾硫磺沟联营煤矿） 孟家窑联营煤矿、宁武县孟家窑煤业有限公司	100%	57 83 85 60 54 66	256 0 0 0 54 59	0 0 0 0 0 0	2.40
山西潞安集团潞宁忻丰煤业有限公司	宁武鸿安煤业有限公司（丁家沟） 宁武安鑫煤业有限公司（宁武县西马坊乡大辉窑沟煤矿） 宁武县化北屯乡散窑煤矿 宁武县化北屯崔家沟煤矿	100%	66 54 50 45	59 49 50 40	7 0 0 4	0.60
山西潞安集团潞宁忻岭煤业有限公司	山西宁武安瑞盛煤业有限公司	100%	50	45	5	0.60
合计			2,495	1,986	231	7.80

资料来源：公司公告，中金公司研究部

集团具有亿吨级产能，为公司提供了巨大的发展空间。潞安集团（包括上市公司）拥有煤炭资源量 453 亿吨，2010 年原煤产量 7098 万吨，分别是上市公司的 4.6 倍和 2.1 倍；其中在山西地区的煤炭资源量为 144 亿吨，产量为 5032 万吨，分别是上市公司的 1.5 倍。集团承诺将把山西境内的煤炭资产逐步注入上市公司，使其成为集团在山西的唯一煤炭经营主体。从煤矿的证照办理、产权清晰度、盈利能力等方面综合分析，司马矿（核定产能 120 万吨/年，实际产能 180 万吨/年）、郭庄矿（核定产能 150 万吨/年，实际产能 300 万吨/年）属于基本成熟的矿井，2009 年分别实现净利润 5.24 亿元和 1.32 亿元，有望优先注入上市公司。此外，集团还有慈林山矿、高河矿、李村矿、古城矿以及晋中和吕梁地区的大量整合矿井，上述煤矿合计拥有产能 4000 万吨/年左右，未来也将逐步注入上市公司。相较于山西其他四大省属煤炭集团，公司是唯一一家没有信达债转股问题的公司，因此资产注入的难度相对更低。

图表 16: 潞安集团长治地区存续煤炭资产规模巨大（未包含整合矿井）

煤矿名称	持股比例	地理位置	煤种	2010年底可采储量（百万吨）	可采年限	核定产能（百万吨）	备注
郭庄煤业（郭庄煤矿）	45.0%	长治市屯留县	贫煤	42.3	35.3	1.20	已达产
司马煤业（司马煤矿）	51.7%	长治市长治县	瘦煤、贫瘦煤	114.0	76.0	1.50	已达产
石圪节煤业（石圪节煤矿）	100.0%	长治市郊区、潞城市、屯留县	瘦煤	37.5	37.5	1.00	已破产
慈林山煤业（慈林山煤矿、夏店煤矿）	93.1%	长治市襄垣县	贫煤	78.1	65.0	1.20	政府托管
高河能源（高河煤矿）	55.0%	长治市长治县、长子县	贫煤、瘦煤	327.4	54.6	6.00	预计2011年底投产（外资参股）
李村煤矿	资产	长治市长子县	贫煤、无烟煤	134.0	44.7	3.00	预计2012年底投产
古城煤矿	资产	长治市屯留县	贫煤、无烟煤	702.3	70.2	10.00	尚未开工
合计				1,435.6	60.1	23.9	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

盈利预测与估值

盈利预测主要假设

不考虑资产注入和兼并收购的情况，预计公司 2011-2013 年煤炭产量分别增长 0.8%、13.4%和 21.3%，复合增长率为 11.5%。预计煤炭综合均价分别上涨 9.7%、7.1%和 4.7%，煤炭生产成本分别上升 10.0%、8.0%和 6.0%，对应 EPS 分别为 1.75 元、2.01 元和 2.48 元，同比增长 16.9%、15.4%和 21.3%，复合增长率为 18.5%。

图表 17：盈利预测主要假设

关键假设	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2009YOY	2010YOY	2011YOY	2012YOY	2013YOY
原煤产量（百万吨）	25.8	30.0	33.2	33.5	38.0	46.1	16.3%	10.8%	0.8%	13.4%	21.3%
商品煤销量（百万吨）	23.2	26.7	28.4	28.7	32.5	39.5	15.0%	6.5%	0.8%	13.4%	21.3%
煤炭综合均价（元/吨）	568	541	639	702	751	786	-4.6%	18.1%	9.7%	7.1%	4.7%
吨煤成本（元/吨）	281	323	340	374	404	428	15.0%	5.4%	10.0%	8.0%	6.0%
吨煤毛利润（元/吨）	287	219	299	327	347	358	-23.8%	36.9%	9.4%	6.0%	3.2%
吨煤净利润（元/吨）	128	80	116	135	143	151	-37.4%	45.0%	16.3%	5.8%	5.9%

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2009YOY	2010YOY	2011YOY	2012YOY	2013YOY
焦炭产量（百万吨）	40.8	46.0	58.0	55.0	55.0	55.0	12.9%	26.1%	-5.2%	0.0%	0.0%
焦炭销量（百万吨）	40.8	46.0	59.0	55.0	55.0	55.0	12.8%	28.3%	-6.8%	0.0%	0.0%
焦炭综合均价（元/吨）	2,001	1,576	1,434	1,548	1,672	1,772	-21.2%	-9.0%	8.0%	8.0%	6.0%
吨焦炭成本（元/吨）	1,748	1,459	1,388	1,526	1,648	1,747	-16.5%	-4.9%	10.0%	8.0%	6.0%
吨焦炭毛利润（元/吨）	252	117	46	22	24	25	-53.8%	-60.6%	-52.4%	8.0%	6.0%
吨焦炭净利润（元/吨）	112	43	18	9	10	11	-62.1%	-58.3%	-49.3%	7.9%	8.8%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

历史及预测财务指标

图表 18：潞安环能单季度业绩分析

（百万元）	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	QoQ	YoY
营业收入	3,124	4,613	5,236	3,697	3,909	4,739	4,679	4,934	3,782	4,806	5,856	6,983	4,519	-35.3%	19.5%
营业成本	1,901	3,272	3,293	2,407	2,732	3,245	3,057	3,258	2,181	2,892	3,759	3,956	2,470	-37.6%	13.2%
毛利	1,224	1,341	1,943	1,290	1,177	1,495	1,622	1,676	1,601	1,915	2,097	3,027	2,049	-32.3%	28.0%
营业税金及附加	29	35	41	25	35	55	56	34	44	63	54	55	49	-10.4%	13.6%
营业费用	115	23	155	(25)	192	33	23	2	133	21	64	41	108	164.6%	-18.8%
管理费用	251	610	499	834	287	353	665	1,124	341	631	815	1,872	592	-68.4%	73.8%
财务费用	27	48	38	33	21	33	33	26	115	58	51	110	98	-10.5%	-14.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.
其他经营收益	6	6	6	5	9	7	6	3	6	0	0	0	0	n.a.	n.a.
营业利润	809	631	1,216	428	652	1,028	851	492	976	1,141	1,113	948	1,201	26.6%	23.1%
营业外收支净额	(1)	(4)	(4)	(2)	(4)	(3)	(3)	(17)	(14)	(11)	(6)	(9)	(8)	n.a.	n.a.
利润总额	808	627	1,213	426	647	1,025	848	476	962	1,130	1,107	939	1,194	27.1%	24.0%
所得税	202	145	304	63	171	257	214	112	251	268	284	(17)	243	n.a.	-3.1%
净利润	606	444	916	292	477	752	634	318	712	824	839	969	960	-0.9%	34.9%
少数股东损益	73	110	10	(37)	5	50	53	(36)	19	21	35	(170)	17	n.a.	-9.9%
归属母公司净利润	533	334	906	329	471	703	581	354	692	802	803	1,139	942	-17.3%	36.1%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.15	0.39	0.14	0.20	0.31	0.25	0.15	0.30	0.35	0.35	0.49	0.41	-17.3%	36.1%

毛利率	39.2%	29.1%	37.1%	34.9%	30.1%	31.5%	34.7%	34.0%	42.3%	39.8%	35.8%	43.3%	45.3%	2.0%	3.0%
营业利润率	25.9%	13.7%	23.2%	11.6%	16.7%	21.7%	18.2%	10.0%	25.8%	23.7%	19.0%	13.6%	26.6%	13.0%	0.8%
净利率	19.4%	9.6%	17.5%	7.9%	12.2%	15.9%	13.6%	6.4%	18.8%	17.1%	14.3%	13.9%	21.2%	7.4%	2.4%
营业费用率	3.7%	0.5%	3.0%	-0.7%	4.9%	0.7%	0.5%	0.0%	3.5%	0.4%	1.1%	0.6%	2.4%	1.8%	-1.1%
管理费用率	8.0%	13.2%	9.5%	22.6%	7.3%	7.4%	14.2%	22.8%	9.0%	13.1%	13.9%	26.8%	13.1%	-13.7%	4.1%
财务费用率	0.9%	1.0%	0.7%	0.9%	0.5%	0.7%	0.7%	0.5%	3.0%	1.2%	0.9%	1.6%	2.2%	0.6%	-0.9%
有效税率	25.0%	23.1%	25.1%	14.9%	26.4%	25.1%	25.2%	23.5%	26.1%	23.8%	25.6%	-1.8%	20.3%	22.1%	-5.7%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 19: 潞安环能历史及预测的财务指标

利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	14,013	15,201	19,041	20,972	25,354	32,010
营业成本	9,811	12,291	12,788	13,941	16,661	20,735
营业税金及其他	131	180	216	283	339	422
营业费用	267	250	258	285	341	424
管理费用	2,198	2,428	3,660	3,777	4,379	5,280
财务费用	146	113	334	367	576	677
投资收益	23	25	45	47	48	50
营业利润	4,039	2,961	4,169	4,952	5,957	7,662
营业外收入	6	4	5	5	5	5
营业外支出	16	30	45	45	45	45
利润总额	4,029	2,934	4,129	4,912	5,917	7,622
所得税	976	753	786	935	1,154	1,524
净利润	3,053	2,181	3,343	3,977	4,763	6,098
少数股东损益	203	72	-94	-40	129	385
归属母公司股东净利润	2,850	2,109	3,437	4,017	4,634	5,713
资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3,017	5,283	7,213	7,082	8,476	10,560
应收账款	673	560	278	306	371	468
存货	214	218	731	796	952	1,184
长期投资	433	444	633	633	633	633
固定资产	6,005	4,588	7,257	10,885	14,913	14,983
无形资产	1,820	1,855	3,888	4,786	5,662	6,515
总资产	17,208	21,730	29,364	35,887	45,653	51,851
循环贷款	350	1,190	1,130	1,654	5,238	3,824
应付账款	2,353	3,556	3,923	4,219	5,041	6,274
预收账款	669	1,279	1,457	1,678	1,942	2,271
一年内到期的长期负债	794	714	467	467	467	467
流动负债	7,263	10,122	12,648	14,037	19,548	20,965
长期银行贷款	587	1,886	3,097	6,097	7,597	8,597
负债总额	8,872	12,148	16,609	20,996	28,007	30,426
股本	1,151	1,151	1,151	2,301	2,301	2,301
归属母公司股东权益	7,863	9,025	11,894	14,070	16,696	20,091
少数股东权益	473	557	860	820	950	1,335
现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动产生现金流	3,509	4,463	6,053	5,475	6,817	8,412
投资活动产生现金流	-3,334	-3,285	-4,746	-6,923	-7,922	-2,920
融资活动产生现金流	-1,501	754	-115	1,317	2,499	-3,408
期初现金余额	4,055	2,729	4,661	7,213	7,082	8,476
期末现金余额	2,729	4,661	5,852	7,082	8,476	10,560

资料来源：公司资料，中金公司研究部

首次关注并给予“审慎推荐”评级

短期业绩确定、长期扩张有力。尽管公司 2011 年产量增长有限，但通过提高喷吹煤洗出率、控制成本和费用，公司收入和盈利仍有一定保障。随着 2012 年整合矿井陆续投产，公司产量将重回快速增长轨道。此外，集团资产规模巨大，为公司提供了巨大的发展空间。

首次关注并给予“审慎推荐”评级。公司目前股价对应的 2011/12 P/E 分别为 19.4 倍和 16.8 倍，略高于行业中值和历史中值。但考虑到公司喷吹煤龙头地位显著，内生增长前景良好，资产注入值得期待，给予“审慎推荐”评级。

风险

系统性风险：紧缩调控持续或经济放缓超预期的风险

- ▶ 由于煤炭下游主要为电力、钢铁、建材和化工四大行业，而这些行业与宏观经济和调控紧密相关。无论房地产还是信贷方面的调控，都将间接影响到煤炭行业的需求。因此，煤炭板块对调控政策较为敏感。如果房价、物价维持高位，则紧缩政策可能延续，从而抑制煤炭板块上涨空间。
- ▶ 随着紧缩政策效应逐步显现，国内宏观经济增速正逐步放缓，PMI、FAI、VAI、M2 等指标均处于缓慢回落通道中。在紧缩政策持续的情况下，下游需求放缓幅度可能超预期，煤炭公司盈利将面临小幅放缓的风险。
- ▶ 煤炭资源税改革已讨论数年之久，但受制于实施细则以及当前通胀水平，短期出台可能性较小。但国家已经明确将在“十二五”期间将资源税改革推广至煤炭行业，因此，如果通胀逐渐回落，不排除 2012 年出台的可能性。如果资源税改革推出，将导致煤炭行业成本显著上升。

项目风险：资源整合及资产注入低于预期的风险

- ▶ 公司在临汾、忻州和长治等地整合小矿合计产能高达 1710 万吨，我们预计将在 2012 年下半年后逐步投产。但由于矿井数量多，安全管理难度大，投产进度存在低于预期的可能。
- ▶ 公司表示集团正在考虑将司马矿和郭庄矿等注入上市公司，从而实现公司的持续增长。但资产注入涉及的手续和流程较多，同时涉及到多方利益，注入时间、收购价格和收购方式等存在较大的不确定性。

图表 20: 可比公司估值

A股煤炭公司	投资评级	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 11-6-28	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	75,881	24.08		(10%)	0.84	1.28	1.47	19%	52%	15%	28.7	18.9	16.4	4.01	4.53	5.12	6.0	5.3	4.7
平煤股份*	审慎推荐	33,127	14.03		(14%)	0.78	0.91	1.08	31%	16%	18%	17.9	15.4	13.0	3.96	4.69	5.56	3.5	3.0	2.5
开滦股份*	审慎推荐	19,581	15.86		(21%)	0.70	0.78	0.81	6%	11%	3%	22.5	20.2	19.7	4.67	5.34	6.03	3.4	3.0	2.6
冀中能源		59,025	25.52		27%	1.04	1.37	1.68	(25%)	32%	23%	24.6	18.7	15.2	5.53	6.19	7.63	4.6	4.1	3.3
煤气化		12,715	24.75		(5%)	0.46	0.77	1.19	(38%)	69%	54%	54.1	32.0	20.7	5.83	5.72	6.29	4.2	4.3	3.9
盘江股份		37,481	33.97		4%	1.22	1.58	2.00	36%	29%	27%	27.9	21.5	17.0	6.23	6.53	7.89	5.5	5.2	4.3
潞安环能*	审慎推荐	77,777	33.80		13%	1.49	1.75	2.01	63%	17%	15%	22.6	19.4	16.8	5.17	6.11	7.26	6.5	5.5	4.7
中间值-焦煤									19%	29%	18%	24.6	19.4	16.8				4.6	4.3	3.9
无烟煤公司																				
兰花科创*	审慎推荐	22,837	39.98		(15%)	2.30	2.64	3.17	3%	15%	20%	17.4	15.1	12.6	11.46	13.60	15.97	3.5	2.9	2.5
神火股份*	审慎推荐	25,250	15.03		(4%)	0.69	0.91	1.28	93%	32%	40%	21.8	16.5	11.8	5.68	3.32	4.21	2.6	4.5	3.6
国阳新能*	审慎推荐	58,249	24.22		(16%)	1.00	1.14	1.25	30%	13%	10%	24.1	21.3	19.4	3.55	4.57	5.69	6.8	5.3	4.3
昊华能源		28,130	61.96		32%	2.05	2.80	3.31	97%	37%	18%	30.2	22.1	18.7	11.87	13.59	16.01	5.2	4.6	3.9
中间值-无烟煤									62%	24%	19%	23.0	18.9	15.7				4.4	4.5	3.7
动力煤公司																				
中国神华*	推荐	589,015	29.51		19%	1.87	2.21	2.44	23%	18%	10%	15.8	13.4	12.1	9.90	11.30	12.89	3.0	2.6	2.3
兖州煤业**	审慎推荐	151,189	34.97		23%	1.83	1.98	2.19	132%	8%	11%	19.1	17.7	16.0	7.47	8.85	10.35	4.7	3.9	3.4
中煤能源*	审慎推荐	125,361	9.85		(9%)	0.52	0.64	0.81	4%	24%	27%	18.9	15.3	12.1	5.54	5.99	6.56	1.8	1.6	1.5
伊泰B股		8,569	37.87		(18%)	3.45	4.04	4.28	61%	17%	6%	11.0	9.4	8.8	8.66	11.80	14.90	4.4	3.2	2.5
大同煤业		28,269	16.89		(20%)	0.77	0.89	1.07	(14%)	16%	20%	21.9	19.0	15.8	5.80	4.78	5.24	2.9	3.5	3.2
上海能源		17,483	24.19		(14%)	1.84	1.99	2.29	40%	8%	15%	13.1	12.2	10.6	8.85	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.
恒源煤电		17,381	39.64		(24%)	2.37	2.51	2.91	100%	6%	16%	16.7	15.8	13.6	13.29	15.21	17.73	3.0	2.6	2.2
露天煤业		28,351	21.37		(16%)	1.10	1.25	1.48	49%	13%	19%	19.4	17.1	14.4	3.31	4.00	5.05	6.5	5.3	4.2
郑州煤电		6,600	10.49		(15%)	0.21	0.26	0.30	15%	24%	15%	50.0	40.3	35.0	2.93	n.a.	n.a.	3.6	n.a.	n.a.
国投新集		22,593	12.21		(13%)	0.68	0.77	1.04	51%	13%	36%	18.0	15.9	11.7	4.03	n.a.	n.a.	3.0	n.a.	n.a.
安源股份		4,399	16.34		(7%)	0.16	n.a.	n.a.	103%	n.a.	n.a.	102.1	n.a.	n.a.	2.59	n.a.	n.a.	6.3	n.a.	n.a.
靖远煤电		3,050	17.15		(19%)	0.32	0.50	0.65	7%	56%	30%	53.6	34.3	26.4	2.66	n.a.	n.a.	6.4	n.a.	n.a.
大有能源		3,983	31.25		(8%)	0.04	2.10	2.24	(77%)	5171%	6%	783.2	14.9	14.0	2.46	16.00	25.80	12.7	2.0	1.2
山煤国际		23,010	30.68		(11%)	1.01	1.41	2.03	23%	40%	44%	30.4	21.7	15.1	4.66	5.61	7.30	6.6	5.5	4.2
平庄能源		15,793	15.57		2%	0.64	0.72	0.80	39%	12%	12%	24.3	21.7	19.4	3.89	4.34	5.20	4.0	3.6	3.0
远兴能源		6,734	8.77		(4%)	0.14	n.a.	n.a.	(88%)	n.a.	n.a.	62.6	n.a.	n.a.	2.89	n.a.	n.a.	3.0	n.a.	n.a.
中间值-动力煤									31%	16%	16%	20.7	16.5	14.2				3.8	3.4	2.8
中间值-A股煤炭									30%	17%	18%	22.6	18.7	15.2				4.2	3.9	3.3
H股煤炭公司																				
		Market Cap (HKD Mn)	Price(HKD) 11-6-28		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	708,895	36.25	19.2%	11%	1.92	2.28	2.52	20%	19%	10%	16.5	13.4	12.2	9.97	11.51	13.26	3.2	2.7	2.2
目标价			43.20																	
兖州煤业**	审慎推荐	181,960	29.30	20.8%	23%	1.89	2.05	2.27	125%	9%	11%	13.5	12.1	10.9	7.59	8.98	10.53	3.4	2.8	2.3
目标价			35.40																	
中煤能源*	审慎推荐	150,875	10.32	11.4%	(15%)	0.56	0.70	0.86	1%	24%	24%	16.0	12.5	10.1	5.58	6.11	6.77	1.6	1.4	1.3
目标价			11.50																	
首钢资源* (HKD)	审慎推荐	25,396	4.72	18.6%	(11%)	0.34	0.40	0.43	60%	19%	7%	14.1	11.8	11.0	3.65	3.87	4.25	1.3	1.2	1.1
目标价			5.60																	
恒鼎实业*	推荐	13,507	6.54	26.9%	(0%)	0.34	0.45	0.62	72%	33%	39%	16.9	12.4	8.9	3.51	3.89	4.43	1.9	1.7	1.5
目标价			8.30																	
中间值									60%	19%	17%	16.0	12.2	10.5				1.9	1.6	1.4
国际可比公司																				
		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 11-6-28		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	211,235	44.31		(6%)	2.29	4.14	4.94	116%	81%	19%	18.5	10.2	8.6	10.10	10.99	14.55	4.4	4.0	3.0
Rio Tinto	澳大利亚	132,684	84.04		(6%)	7.31	9.91	10.02	165%	36%	1%	11.0	8.1	8.0	29.73	37.70	46.31	2.8	2.2	1.8
Anglo American	英国	38,666	46.59		(12%)	5.43	6.12	7.04	169%	13%	15%	5.4	4.8	4.2	25.50	33.59	39.65	1.8	1.4	1.2
XSTRATA	瑞士	37,607	20.22		(16%)	1.61	2.62	2.87	544%	62%	10%	7.9	4.8	4.4	13.59	16.32	19.26	1.5	1.2	1.0
中间值									167%	49%	12%	9.4	6.5	6.2				2.3	1.8	1.5
印尼煤炭公司																				
Bumi		7,227	0.35		(1%)	0.02	0.02	0.03	62%	49%	38%	21.5	14.5	10.5	0.05	0.11	0.13	7.2	3.3	2.7
Adaro		8,903	0.28		(6%)	0.01	0.02	0.02	(24%)	137%	33%	36.6	15.5	11.6	0.07	0.48	0.56	4.2	0.6	0.5
Indo Tambangraya		5,916	5.23		(11%)	0.18	0.41	0.53	(40%)	129%	29%	29.1	12.7	9.9	0.69	0.89	1.16	7.6	5.9	4.5
Tambang Batubara		5,491	2.38		(10%)	0.10	0.18	0.21	(8%)	77%	20%	23.6	13.3	11.1	0.36	0.42	0.53	6.6	5.6	4.5
中间值									(16%)	103%	31%	26.3	13.9	10.8	0.21	0.45	0.55	6.9	4.5	3.6
美国煤炭公司																				
Peabody		15,326	56.61		(12%)	2.88	4.53	5.98	71%	57%	32%	19.7	12.5	9.5	17.99	21.56	27.56	3.1	2.6	3.1
Arch Coal		5,185	25.07		(28%)	0.98	2.49	4.02	250%	154%	61%	25.6	10.1	6.2	14.08	16.75	20.20	1.8	1.5	1.8
Consol		10,681	47.13		(3%)	1.61	2.93	4.47	(46%)	82%	52%	29.3	16.1	10.5	13.80	15.70	19.08	3.4	3.0	3.4
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		9,793	43.17		(28%)	0.80	4.50	6.16	25%	463%	37%	54.0	9.6	7.0	22.57	28.24	33.86	1.9	1.5	1.9
中间值									48%	118%	52%	27.4	12.5	9.5				3.1	2.6	3.1
澳大利亚煤炭公司																				
		Market Cap (USD Mn)	Price(AUD) 11-6-28		YTD	EPS(USD)			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		9,444	104.30		(13%)	8.13	8.71	10.10	20%	7%	16%	12.8	12.0	10.3	17.52	22.69	27.91	6.0	4.6	6.0
New Hope		4,341	5.00		3%	0.22	0.19	0.30	(91%)	(16%)	61%	22.4	26.7	16.6	2.77	2.94	3.08	1.8	1.7	1.8
Aquila		2,694	6.88		(30%)	-0.10	-0.06	0.08	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	81.9	1.12	1.06	1.15	6.1	6.5	6.1
Whitehaven		2,814	5.45		(19%)	0.24	0.14	0.41	(60%)	(41%)	189%	22.5	38.1	13.2	2.07	2.14	2.39	2.6	2.6	2.6
中间值									(60%)	(16%)	61%	22.4	26.7	14.9				4.3	3.6	4.3

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

