



**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7月12日

煤炭

研究部

蔡宏宇 CFA CAIA

分析师, SAC 执业证书编号  
S0080511010051  
caihy@cicc.com.cn

审慎推荐

神火股份 (000933.SZ)

定增参与小矿整合, 中长期增长有保障

#### 主要财务信息

| (人民币百万元)      | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入        | 12,006 | 10,762 | 16,903 | 14,901 | 20,237 |
| (+/-%)        | 38%    | -10%   | 57%    | -12%   | 36%    |
| 主营业务利润        | 2,454  | 1,701  | 2,833  | 3,215  | 3,978  |
| (+/-%)        | 12%    | -31%   | 67%    | 13%    | 24%    |
| 营业利润          | 1,600  | 821    | 1,557  | 2,183  | 2,710  |
| (+/-%)        | -2%    | -49%   | 90%    | 40%    | 24%    |
| 净利润           | 1,150  | 599    | 1,159  | 1,347  | 1,893  |
| (+/-%)        | 37%    | -48%   | 93%    | 16%    | 41%    |
| 每股盈利(元)       | 0.68   | 0.36   | 0.69   | 0.80   | 1.13   |
| (+/-%)        | 37%    | -48%   | 93%    | 16%    | 41%    |
| 每股净资产(元)      | 1.74   | 2.13   | 5.68   | 3.24   | 4.03   |
| 每股股利(元)       | 0.06   | 0.34   | 0.33   | 0.24   | 0.34   |
| 市盈率(X)        | 22.2   | 42.6   | 22.1   | 19.0   | 13.5   |
| 市净率(X)        | 8.7    | 7.1    | 2.7    | 4.7    | 3.8    |
| 净资产收益率        | 39.3%  | 16.7%  | 25.8%  | 24.7%  | 28.0%  |
| 分红收益率         | 0.4%   | 2.2%   | 2.2%   | 1.6%   | 2.2%   |
| 股价/每股经营现金流(X) | 3.5    | 8.6    | 8.2    | 7.0    | 3.8    |

#### 股票信息

|              | A股(元)              |
|--------------|--------------------|
| 股票代码         | 000933.CH          |
| 当前股价         | 15.21              |
| 日成交量(百万股)    | 22.85              |
| 52周最高价/最低价   | 19.8/10.319        |
| 发行股数(百万股)    | 1,680.00           |
| 其中: 流通股(百万股) | 1,680.00           |
| 主要股东(持股比例)   | 河南神火集团有限公司(25.24%) |

#### 最近估值走势

| 涨跌幅(%)      | 1周   | 1个月  | 3个月     | 年初至今   |
|-------------|------|------|---------|--------|
| [000933.CH] | 0.00 | 3.61 | (15.59) | (2.85) |
| [深证A指]      | 1.81 | 8.72 | (5.05)  | (6.21) |

#### 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

#### 近来事件

07/30/2011 1H11 业绩披露

\*报告贡献人: 廖明兵 (liaomb@cicc.com.cn)

#### 公司近况:

神火股份发布公告, 拟向不超过 10 名特定对象发行股票, 募集资金不超过 19.35 亿元, 主要用于煤炭资源整合 (33.7%)、购置井下避险设备 (35.6%) 和补充流动资金 (28.4%)。发行股份数量上限为 1.6 亿股, 发行底价为 13.46 元。公司 7 月 1 日公告筹划定增事宜并停牌, 7 月 12 日将复牌。

#### 评论:

**资源储量和产能大幅提升。**公司整合小煤矿合计 44 个, 其中禹州 29 个、信阳 1 个、郑州 10 个。使用本次募集资金进行整合的煤矿共 28 个 (禹州和郑州分别为 21 个和 7 个), 整合完成后将新增保有储量 1.54 亿吨, 新增可采储量 6597 万吨, 新增产能 462 万吨/年, 增幅分别为 6.3%、4.9%和 57.8%。

**收购价格相对便宜, 中长期增长具有充分保障。**上述 28 家小煤矿可采储量收购价款仅为 4.5 元/吨, 吨产能收购价款为 292.4 元/吨, 收购价格相对便宜。这些小煤矿已进行了不同程度的技改, 预计 2012 年底前将陆续投产, 从而确保公司煤炭产量持续快速增长。

**资产负债表得到明显改善。**公司 2011 年一季度资产负债率高达 77.0%, 净负债率高达 122%。增发完成后, 资产负债率和净负债率将分别下降至 72%和 68%左右。这将显著优化公司负债结构, 减少财务成本。

#### 估值与建议:

**暂维持盈利预测不变。**维持 2011-2012 年煤炭产量分别增长 12.5%和 21.9%、煤炭均价分别上涨 19.4%和 9.3%、单位成本分别上升 12.2%和 7.5%的预测不变, 对应 EPS 分别为 0.80 元和 1.13 元 (考虑增发股份摊薄后 EPS 分别为 0.73 元和 1.03 元)。

#### 估值与建议:

**维持“审慎推荐”。**公司目前股价对应的 2011 和 2012 年 P/E 分别为 19.0 倍和 13.5 倍, 低于行业中值的 19.2 倍和 16.0 倍, 具备一定的估值优势。公司复牌后具有一定补涨机会, 但考虑到短期电解铝价格难有明显起色, 公司电解铝业务将继续亏损并拖累业绩, 维持“审慎推荐”的评级。

#### 风险:

煤矿整合进度低于预期; 整合煤矿盈利能力不及预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：盈利预测主要假设

| 中金预测        | 2009 | 2010 | 2011 | 2012  | 2009 YoY | 2010 YoY | 2011 YoY | 2012 YoY |
|-------------|------|------|------|-------|----------|----------|----------|----------|
| 煤炭产量（万吨）    | 572  | 711  | 800  | 975   | 19.0%    | 24.3%    | 12.5%    | 21.9%    |
| 煤炭销量（万吨）    | 558  | 718  | 800  | 975   | 12.0%    | 28.7%    | 11.4%    | 21.9%    |
| 平均煤价（元/吨）   | 621  | 772  | 922  | 1,007 | -19.8%   | 24.4%    | 19.4%    | 9.3%     |
| 煤炭单位成本（元/吨） | 392  | 439  | 493  | 530   | 14.5%    | 12.1%    | 12.2%    | 7.5%     |
| 电解铝产量（万吨）   | 32   | 40   | 44   | 60    | -9.5%    | 25.7%    | 8.7%     | 36.4%    |
| 电解铝销量（万吨）   | 34   | 40   | 44   | 60    | -6.4%    | 15.9%    | 11.0%    | 36.4%    |
| 吨煤毛利润（元/吨）  | 229  | 333  | 429  | 478   | -46.9%   | 45.3%    | 28.9%    | 11.3%    |
| 吨煤净利润（元/吨）  | 97   | 150  | 198  | 203   | -54.5%   | 54.6%    | 31.9%    | 2.6%     |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：公司整合小煤矿

| 合资公司名称         | 保有储量<br>(万吨)  | 可采储量<br>(万吨) | 生产规模<br>(万吨/年) | 服务年限<br>(年) | 矿区面积(平<br>方公里) | 煤种          | 股权比例        | 收购金额<br>(万元)  | 评估价值<br>(万元)   | 采矿权<br>(万元)   | 经营性资产<br>(万元)  | 吨储量作价<br>(元/吨) | 吨产能作价<br>(元/吨) |
|----------------|---------------|--------------|----------------|-------------|----------------|-------------|-------------|---------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>许昌地区21个</b> | <b>12,130</b> | <b>5,306</b> | <b>342</b>     | <b>n.a.</b> | <b>41.4</b>    | <b>n.a.</b> | <b>n.a.</b> | <b>78,477</b> | <b>131,779</b> | <b>22,545</b> | <b>109,234</b> | <b>4.2</b>     | <b>319.4</b>   |
| 神火隆祥           | 696           | 382          | 21             | 12.1        | 3.7            | 无烟煤         | 70%         | 7,700         | 11,000         | 1,718         | 9,282          | 4.5            | 442.0          |
| 神火隆兴           | 573           | 232          | 15             | 11.1        | 1.1            | 无烟煤         | 85%         | 6,205         | 7,300          | 1,561         | 5,739          | 6.7            | 382.6          |
| 神火隆源           | 1,696         | 776          | 21             | 28.4        | 6.1            | 无烟煤         | 85%         | 16,745        | 19,700         | 2,836         | 16,864         | 3.7            | 803.1          |
| 神火双耀           | 268           | 135          | 15             | 6.4         | 1.2            | 无烟煤         | 51%         | 2,309         | 4,528          | 816           | 3,712          | 6.1            | 247.4          |
| 神火义隆           | 226           | 84           | 15             | 4.3         | 1.2            | 贫煤          | 51%         | 1,956         | 3,835          | 1,288         | 2,547          | 15.4           | 169.8          |
| 神火荣泰           | 473           | 243          | 15             | 11.6        | 1.9            | 焦煤          | 51%         | 2,552         | 5,003          | 274           | 4,729          | 1.1            | 315.2          |
| 神火永和           | 593           | 325          | 15             | 15.5        | 1.7            | 无烟煤         | 51%         | 4,388         | 8,605          | 1,015         | 7,589          | 3.1            | 506.0          |
| 神火昌平           | 478           | 275          | 15             | 14.1        | 0.8            | 贫煤          | 51%         | 2,701         | 5,295          | 1,503         | 3,792          | 5.5            | 252.8          |
| 神火文峪           | 219           | 129          | 15             | 6.2         | 1.5            | 无烟煤         | 51%         | 2,054         | 4,027          | 530           | 3,497          | 4.1            | 233.1          |
| 神火兄弟           | 239           | 75           | 15             | 3.9         | 1.3            | 烟煤          | 51%         | 2,783         | 5,456          | 139           | 5,317          | 1.8            | 354.5          |
| 神火冠源           | 604           | 247          | 15             | 11.7        | 1.4            | 贫瘦煤         | 51%         | 1,868         | 3,662          | 260           | 3,402          | 1.1            | 226.8          |
| 神火圆晟源          | 167           | 115          | 15             | 5.5         | 1.1            | 贫瘦煤         | 51%         | 2,478         | 4,858          | 434           | 4,424          | 3.8            | 294.9          |
| 神火九华山          | 407           | 182          | 15             | 8.7         | 1.1            | 无烟煤         | 51%         | 2,862         | 5,612          | 1,503         | 4,110          | 8.3            | 274.0          |
| 神火广鑫           | 1,241         | 205          | 15             | 9.1         | 1.9            | 无烟煤         | 51%         | 1,696         | 3,325          | 1,043         | 2,281          | 5.1            | 152.1          |
| 神火正德           | 314           | 222          | 15             | 11.4        | 3.8            | 无烟煤         | 51%         | 4,202         | 8,240          | 1,028         | 7,212          | 4.6            | 480.8          |
| 神火金鹏           | 489           | 130          | 15             | 6.2         | 2.5            | 贫瘦煤         | 51%         | 2,386         | 4,679          | 599           | 4,079          | 4.6            | 271.9          |
| 神火润太           | 209           | 118          | 15             | 6.0         | 0.5            | 无烟煤         | 51%         | 2,416         | 4,736          | 1,180         | 3,556          | 10.0           | 237.1          |
| 神火宽发           | 213           | 147          | 15             | 7.0         | 0.9            | 贫煤          | 51%         | 1,687         | 3,307          | 133           | 3,175          | 0.9            | 211.7          |
| 神火隆庆           | 786           | 484          | 15             | 23.1        | 2.3            | 无烟煤         | 51%         | 3,711         | 7,276          | 1,025         | 6,251          | 2.1            | 416.7          |
| 神火春风           | 175           | 73           | 15             | 3.5         | 0.8            | 无烟煤         | 51%         | 1,378         | 2,702          | 438           | 2,264          | 6.0            | 151.0          |
| 神火隆瑞(筹)        | 2,063         | 728          | 30             | 17.3        | 4.6            | 无烟煤         | 51%         | 4,403         | 8,633          | 3,222         | 5,411          | 4.4            | 180.4          |
| <b>郑州地区7个</b>  | <b>3,224</b>  | <b>1,291</b> | <b>120</b>     | <b>n.a.</b> | <b>9.0</b>     | <b>n.a.</b> | <b>n.a.</b> | <b>16,931</b> | <b>33,198</b>  | <b>7,344</b>  | <b>25,854</b>  | <b>5.7</b>     | <b>215.5</b>   |
| 神火金源           | 272           | 124          | 30             | 2.9         | 1.5            | 无烟煤         | 51%         | 1,841         | 3,609          | 449           | 3,160          | 3.6            | 105.3          |
| 神火李宅           | 142           | 93           | 15             | 4.4         | 0.5            | 无烟煤         | 51%         | 2,077         | 4,073          | 416           | 3,657          | 4.5            | 243.8          |
| 神火振兴           | 338           | 179          | 15             | 8.5         | 0.5            | 无烟煤         | 51%         | 2,309         | 4,528          | 1,055         | 3,473          | 5.9            | 231.5          |
| 神火兴盛           | 391           | 173          | 15             | 8.2         | 1.1            | 无烟煤         | 51%         | 2,344         | 4,597          | 773           | 3,824          | 4.5            | 254.9          |
| 神火昶达           | 851           | 245          | 15             | 11.7        | 1.9            | 无烟煤         | 51%         | 3,359         | 6,586          | 2,016         | 4,570          | 8.2            | 304.7          |
| 神火生达           | 779           | 336          | 15             | 16.0        | 2.4            | 无烟煤         | 51%         | 3,633         | 7,124          | 1,904         | 5,220          | 5.7            | 348.0          |
| 神火盛泰           | 453           | 142          | 15             | 6.8         | 1.1            | 贫煤          | 51%         | 1,368         | 2,682          | 732           | 1,950          | 5.1            | 130.0          |
| <b>总计</b>      | <b>15,355</b> | <b>6,597</b> | <b>462</b>     | <b>n.a.</b> | <b>50.3</b>    | <b>n.a.</b> | <b>n.a.</b> | <b>95,408</b> | <b>164,977</b> | <b>29,889</b> | <b>135,088</b> | <b>4.5</b>     | <b>292.4</b>   |

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

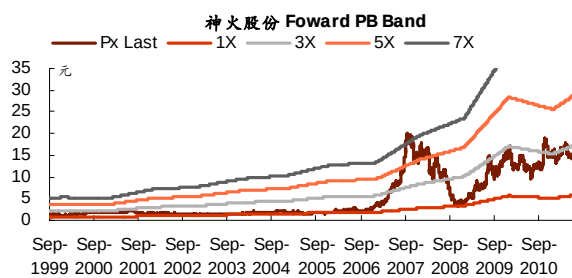
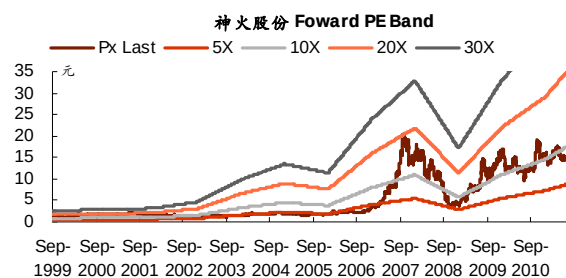
图表 3: 可比公司估值

| A股煤炭公司           | 投资评级 | A-share Comps               | Rating     | Market Cap (RMB Mn) | Price(RMB) 2011-7-11 | Upside | YTD   | EPS(RMB) |       |       | EPS Growth |       |       | P/E(x) |       |       |
|------------------|------|-----------------------------|------------|---------------------|----------------------|--------|-------|----------|-------|-------|------------|-------|-------|--------|-------|-------|
|                  |      |                             |            |                     |                      |        |       | 2010A    | 2011E | 2012E | 2010A      | 2011E | 2012E | 2010A  | 2011E | 2012E |
| 焦煤公司             |      |                             |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
|                  |      | Coking Coal Comps           |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
| 西山煤电*            | 审慎推荐 | Xishan Coal & Elec.*        | ACCUMULATE | 77,047              | 24.45                |        | (8%)  | 0.84     | 1.28  | 1.47  | 19%        | 52%   | 15%   | 29.1   | 19.2  | 16.6  |
| 平煤股份*            | 中性   | Pingdingshan Tian'an Coal * | HOLD       | 33,292              | 14.10                |        | (13%) | 0.78     | 0.91  | 1.08  | 31%        | 16%   | 18%   | 18.0   | 15.5  | 13.1  |
| 开滦股份*            | 中性   | Kailuan Energy Chemical*    | HOLD       | 20,767              | 16.82                |        | (16%) | 0.70     | 0.78  | 0.81  | 6%         | 11%   | 3%    | 23.9   | 21.5  | 20.9  |
| 潞安环能*            | 审慎推荐 | Lu'an Environmental Energy  | ACCUMULATE | 80,101              | 34.81                |        | 17%   | 1.49     | 1.75  | 2.01  | 63%        | 17%   | 15%   | 23.3   | 19.9  | 17.3  |
| 冀中能源             |      | Jizhong Energy              |            | 61,754              | 26.70                |        | 33%   | 1.04     | 1.37  | 1.68  | (25%)      | 32%   | 23%   | 25.8   | 19.5  | 15.9  |
| 煤气化              |      | Taiyuan Coal Gasification   |            | 14,226              | 27.69                |        | 7%    | 0.46     | 0.78  | 1.19  | (38%)      | 71%   | 53%   | 60.6   | 35.4  | 23.2  |
| 盘江股份             |      | Panjiang Refined Coal       |            | 37,559              | 34.04                |        | 5%    | 1.22     | 1.58  | 1.99  | 36%        | 29%   | 27%   | 27.9   | 21.6  | 17.1  |
| 中间值 - 焦煤         |      | Median - coking coal        |            |                     |                      |        |       |          |       |       | 19%        | 29%   | 18%   | 25.8   | 19.9  | 17.1  |
| 无烟煤公司            |      |                             |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
|                  |      | Anthracite Comps            |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
| 兰花科创*            | 审慎推荐 | Lanhua Sci-tech*            | ACCUMULATE | 25,253              | 44.21                |        | (6%)  | 2.30     | 2.64  | 3.17  | 3%         | 15%   | 20%   | 19.2   | 16.7  | 14.0  |
| 神火股份*            | 审慎推荐 | Shenhua Coal*               | ACCUMULATE | 25,553              | 15.21                |        | (3%)  | 0.69     | 0.80  | 1.13  | 93%        | 16%   | 41%   | 22.1   | 19.0  | 13.5  |
| 国阳新能*            | 审慎推荐 | Guoyang New Energy*         | ACCUMULATE | 59,909              | 24.91                |        | (13%) | 1.00     | 1.14  | 1.25  | 30%        | 13%   | 10%   | 24.8   | 21.9  | 19.9  |
| 昊华能源             |      | Haohua Energy               |            | 29,830              | 29.83                |        | 40%   | 0.93     | 1.22  | 1.42  | (10%)      | 31%   | 17%   | 32.1   | 24.5  | 21.0  |
| 中间值 - 无烟煤        |      | Median - anthracite         |            |                     |                      |        |       |          |       |       | 17%        | 16%   | 18%   | 23.4   | 20.5  | 16.9  |
| 动力煤公司            |      |                             |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
|                  |      | Other Coal Comps            |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
| 中国神华*            | 推荐   | China Shenhua*              | BUY        | 616,424             | 30.89                |        | 25%   | 1.87     | 2.21  | 2.44  | 23%        | 18%   | 10%   | 16.5   | 14.0  | 12.7  |
| 兖州煤业**           | 审慎推荐 | Yanzhou Coal*               | ACCUMULATE | 152,768             | 35.23                |        | 24%   | 1.83     | 1.98  | 2.19  | 132%       | 8%    | 11%   | 19.2   | 17.8  | 16.1  |
| 中煤能源*            | 审慎推荐 | China Coal*                 | ACCUMULATE | 128,237             | 10.09                |        | (7%)  | 0.52     | 0.64  | 0.81  | 4%         | 24%   | 27%   | 19.4   | 15.7  | 12.4  |
| 伊泰B股             |      | Inner Mongolia Yitai        |            | 9,364               | 41.36                |        | (10%) | 3.45     | 4.04  | 4.28  | 61%        | 17%   | 6%    | 12.0   | 10.2  | 9.7   |
| 大同煤业             |      | Datong Coal                 |            | 29,390              | 17.56                |        | (16%) | 0.77     | 0.89  | 1.07  | (14%)      | 16%   | 20%   | 22.8   | 19.7  | 16.4  |
| 上海能源             |      | Shanghai Energy             |            | 18,278              | 25.29                |        | (11%) | 1.84     | 1.99  | 2.29  | 40%        | 8%    | 15%   | 13.7   | 12.7  | 11.1  |
| 恒源煤电             |      | Hengyuan Coal               |            | 19,705              | 44.94                |        | (14%) | 2.37     | 2.51  | 2.91  | 100%       | 6%    | 16%   | 19.0   | 17.9  | 15.5  |
| 露天煤业             |      | Lutian Coal                 |            | 28,988              | 21.85                |        | (14%) | 1.10     | 1.25  | 1.48  | 49%        | 13%   | 19%   | 19.9   | 17.5  | 14.8  |
| 郑州煤电             |      | Zhengzhou Coal              |            | 6,770               | 10.76                |        | (13%) | 0.21     | 0.26  | 0.30  | 15%        | 24%   | 15%   | 51.2   | 41.4  | 35.9  |
| 国投新集             |      | SDIC Xinji                  |            | 23,056              | 12.46                |        | (11%) | 0.68     | 0.76  | 1.00  | 51%        | 11%   | 32%   | 18.3   | 16.4  | 12.5  |
| 安源股份             |      | Anyuan Industrial           |            | 4,518               | 16.78                |        | (5%)  | 0.16     | n.a.  | n.a.  | 103%       | n.a.  | n.a.  | 104.9  | n.a.  | n.a.  |
| 靖远煤电             |      | Jingyuan Coal               |            | 3,145               | 17.68                |        | (16%) | 0.32     | 0.42  | 0.55  | 7%         | 31%   | 30%   | 55.3   | 42.1  | 32.4  |
| 大有能源             |      | Dayou Energy                |            | 4,009               | 31.45                |        | (7%)  | 0.04     | 2.10  | 2.24  | (77%)      | 5171% | 6%    | 788.2  | 15.0  | 14.1  |
| 山煤国际             |      | Shanxi Coal Intl.           |            | 24,060              | 32.08                |        | (7%)  | 1.01     | 1.40  | 2.01  | 23%        | 38%   | 44%   | 31.8   | 23.0  | 16.0  |
| 平庄能源             |      | Pingzhuang Energy           |            | 16,300              | 16.07                |        | 5%    | 0.64     | 0.72  | 0.81  | 39%        | 12%   | 13%   | 25.1   | 22.4  | 19.9  |
| 远兴能源             |      | Yuanxing Energy             |            | 7,025               | 9.15                 |        | 0%    | 0.14     | n.a.  | n.a.  | (88%)      | n.a.  | n.a.  | 65.4   | n.a.  | n.a.  |
| 中间值 - 动力煤        |      | Median - other coal         |            |                     |                      |        |       |          |       |       | 31%        | 16%   | 16%   | 21.3   | 17.7  | 15.1  |
| 中间值 - A股煤炭       |      | Median                      |            |                     |                      |        |       |          |       |       | 23%        | 17%   | 17%   | 23.9   | 19.2  | 16.0  |
| H股煤炭公司           |      |                             |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
|                  |      | H-share Coal Comps          |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
|                  |      |                             |            | Market Cap (HKD Mn) | Price(HKD) 2011-7-11 |        | YTD   | 2010A    | 2011E | 2012E | 2010A      | 2011E | 2012E | 2010A  | 2011E | 2012E |
| 中国神华*            | 推荐   | China Shenhua*              | BUY        | 741,937             | 37.90                | 14.0%  | 16%   | 1.92     | 2.28  | 2.52  | 20%        | 19%   | 10%   | 17.2   | 14.0  | 12.7  |
| 目标价              |      |                             |            |                     | 43.20                |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
| 兖州煤业**           | 审慎推荐 | Yanzhou Coal*               | ACCUMULATE | 183,874             | 29.80                | 18.8%  | 25%   | 1.89     | 2.05  | 2.27  | 125%       | 9%    | 11%   | 13.8   | 12.3  | 11.1  |
| 目标价              |      |                             |            |                     | 35.40                |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
| 中煤能源*            | 审慎推荐 | China Coal*                 | ACCUMULATE | 154,348             | 10.52                | 9.3%   | (13%) | 0.56     | 0.70  | 0.86  | 1%         | 24%   | 24%   | 16.3   | 12.8  | 10.3  |
| 目标价              |      |                             |            |                     | 11.50                |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
| 首钢资源* (HKD)      | 审慎推荐 | Shougang Res* (HKD)         | ACCUMULATE | 25,450              | 4.73                 | 18.4%  | (11%) | 0.34     | 0.40  | 0.43  | 60%        | 19%   | 7%    | 14.1   | 11.8  | 11.0  |
| 目标价              |      |                             |            |                     | 5.60                 |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
| 恒鼎实业*            | 推荐   | Hidili*                     | BUY        | 13,425              | 6.50                 | 27.7%  | (1%)  | 0.34     | 0.45  | 0.62  | 72%        | 33%   | 39%   | 16.8   | 12.3  | 8.8   |
| 目标价              |      |                             |            |                     | 8.30                 |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
| 中间值              |      | Median                      |            |                     |                      |        |       |          |       |       | 60%        | 19%   | 17%   | 16.3   | 12.3  | 10.7  |
| 国际可比公司           |      |                             |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
|                  |      | International Comps         |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
|                  |      |                             |            | Market Cap (USD Mn) | Price(USD) 2011-7-11 |        | YTD   | 2010A    | 2011E | 2012E | 2010A      | 2011E | 2012E | 2010A  | 2011E | 2012E |
| 综合性公司            |      |                             |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
| BHP Billiton     | 澳大利亚 | BHP Billiton                |            | 220,333             | 47.40                |        | (2%)  | 2.29     | 4.11  | 4.92  | 116%       | 80%   | 20%   | 19.4   | 10.8  | 9.0   |
| Rio Tinto        | 澳大利亚 | Rio Tinto                   |            | 136,070             | 89.02                |        | (3%)  | 7.31     | 9.89  | 10.01 | 165%       | 35%   | 1%    | 11.4   | 8.4   | 8.3   |
| Anglo American   | 英国   | Anglo American              |            | 41,026              | 49.50                |        | (7%)  | 5.43     | 5.98  | 6.95  | 169%       | 10%   | 16%   | 5.7    | 5.2   | 4.5   |
| XSTRATA          | 瑞士   | XSTRATA                     |            | 41,046              | 22.10                |        | (8%)  | 1.61     | 2.48  | 2.83  | 544%       | 54%   | 14%   | 8.6    | 5.6   | 4.9   |
| 中间值              |      | Median                      |            |                     |                      |        |       |          |       |       | 167%       | 45%   | 15%   | 10.0   | 7.0   | 6.6   |
| 印尼煤炭公司           |      |                             |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
|                  |      | Indonesian Coal Comps       |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
| Bumi             |      | Bumi                        |            | 7,307               | 0.35                 |        | (1%)  | 0.02     | 0.02  | 0.03  | 62%        | 42%   | 43%   | 21.8   | 15.3  | 10.7  |
| Adaro            |      | Adaro                       |            | 9,657               | 0.30                 |        | 1%    | 0.01     | 0.02  | 0.03  | (24%)      | 137%  | 39%   | 39.7   | 16.8  | 12.1  |
| Indo Tambangraya |      | Indo Tambangraya            |            | 6,326               | 5.60                 |        | (6%)  | 0.18     | 0.41  | 0.53  | (40%)      | 126%  | 31%   | 31.1   | 13.8  | 10.5  |
| Tambang Batubara |      | Tambang Batubara            |            | 5,781               | 2.51                 |        | (7%)  | 0.10     | 0.18  | 0.22  | (7%)       | 75%   | 21%   | 24.5   | 14.0  | 11.6  |
| 中间值              |      | Median                      |            |                     |                      |        |       |          |       |       | (16%)      | 100%  | 35%   | 27.8   | 14.7  | 11.1  |
| 美国煤炭公司           |      |                             |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
|                  |      | US Coal Comps               |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
| Peabody          |      | Peabody                     |            | 16,231              | 59.95                |        | (6%)  | 2.88     | 4.49  | 5.91  | 71%        | 56%   | 31%   | 20.8   | 13.3  | 10.2  |
| Arch Coal        |      | Arch Coal                   |            | 5,520               | 26.69                |        | (24%) | 0.98     | 2.46  | 3.91  | 250%       | 151%  | 59%   | 27.2   | 10.9  | 6.8   |
| Consol           |      | Consol                      |            | 11,389              | 50.25                |        | 3%    | 1.61     | 2.92  | 4.53  | (46%)      | 82%   | 55%   | 31.2   | 17.2  | 11.1  |
| Massey           |      | Massey                      |            | 6,716               | 65.14                |        | 21%   | -1.71    | 2.93  | 5.41  | n.a.       | n.a.  | 85%   | n.a.   | 22.3  | 12.0  |
| Alpha            |      | Alpha                       |            | 10,274              | 45.29                |        | (25%) | 0.80     | 4.47  | 6.23  | 25%        | 459%  | 39%   | 56.6   | 10.1  | 7.3   |
| 中间值              |      | Median                      |            |                     |                      |        |       |          |       |       | 48%        | 116%  | 55%   | 29.2   | 13.3  | 10.2  |
| 澳大利亚煤炭公司         |      |                             |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
|                  |      | Australian Coal Comps       |            |                     |                      |        |       |          |       |       |            |       |       |        |       |       |
|                  |      |                             |            | Market Cap (USD Mn) | Price(AUD) 2011-7-11 |        | YTD   | 2010A    | 2011E | 2012E | 2010A      | 2011E | 2012E | 2010A  | 2011E | 2012E |
| Coal & Allied    |      | Coal & Allied               |            | 9,547               | 103.05               |        | (14%) | 8.13     | 8.62  | 10.09 | 20%        | 6%    | 17%   | 12.7   | 12.0  | 10.2  |
| New Hope         |      | New Hope                    |            | 4,575               | 5.15                 |        | 6%    | 0.22     | 0.19  | 0.30  | (91%)      | (17%) | 62%   | 23.1   | 27.7  | 17.1  |
| Aquila           |      | Aquila                      |            | 2,788               | 6.96                 |        | (29%) | -0.10    | -0.06 | 0.08  | n.a.       | n.a.  | n.a.  | n.a.   | n.a.  | 82.9  |
| Whitehaven       |      | Whitehaven                  |            | 3,223               | 6.10                 |        | (9%)  | 0.24     | 0.14  | 0.41  | (60%)      | (42%) | 187%  | 25.2   | 43.3  | 15.1  |
| 中间值              |      | Median                      |            |                     |                      |        |       |          |       |       | (60%)      | (17%) | 62%   | 23.1   | 27.7  | 16.1  |

注: 1) 标注\*的公司为中金公司预测, note 1) companies marked with \* are CICC-covered; 2) excluding the exchange gains of Felix, Yanzhou's 2010 A/H EPS should be Rmb1.45/1.50, 2011 EPS growth should be 36%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B Bands



资料来源: 公司数据, 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/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

