



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8月9日

煤炭

研究部

蔡宏宇 CFA CAIA

分析师, SAC 执业证书编号

S0080210060008

caihy@cicc.com.cn

维持审慎推荐

阳泉煤业 (600348.SH)

业绩略好于预期, 关注中长期注入

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	17,033	20,005	27,941	34,213	41,866
(+/-%)	66%	17%	40%	22%	22%
毛利润	3,674	3,820	5,168	5,809	6,505
(+/-%)	123%	4%	35%	12%	12%
营业利润	1,955	2,515	3,319	4,243	4,904
(+/-%)	169%	29%	32%	28%	16%
净利润	1,455	1,856	2,412	3,081	3,440
(+/-%)	193%	28%	30%	27.7%	11.7%
每股收益(元)	0.60	0.77	1.00	1.28	1.43
(+/-%)	193%	28%	30%	28%	12%
每股净资产(元)	1.92	2.49	3.55	4.70	5.99
每股股利(元)	0.18	0.15	0.10	0.13	0.14
市盈率(X)	41.6	32.6	25.1	19.6	17.6
市净率(X)	13.1	10.1	7.1	5.4	4.2
EV/EBITDA(X)	21.6	16.2	11.1	9.2	7.8
资产收益率	21.8%	15.6%	16.7%	18.6%	17.1%
净资产收益率	31.5%	31.0%	28.3%	27.3%	23.9%
ROIC (%)	43.4%	39.4%	62.0%	52.8%	54.5%
分红收益率	0.7%	0.6%	0.4%	0.5%	0.6%
每股经营现金流(元)	1.49	1.97	1.78	2.45	1.84
股价/每股经营现金流(X)	16.8	12.8	14.1	10.3	13.6

股票信息

	A股(元)
股票代码	600348.CH
当前股价	25.15
日成交量(百万股)	41.08
52周最高价/最低价	34.99/14.8
发行股数(百万股)	2,424.00
其中: 流通股(百万股)	1,132.44
主要股东(持股比例)	阳煤集团(58.34%)

最近估值走势

涨跌幅(%)	1周	1个月	3个月	年初至今
[600348.CH]	(1.76)	0.68	11.33	(12.31)
[上证A指]	(6.54)	(9.69)	(11.76)	(9.99)

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

08/09/2011 1H2011 业绩披露

*报告贡献人: 廖明兵 (liaomb@cicc.com.cn)

公司近况:

阳泉煤业上半年实现收入 251.9 亿元, 同比增长 87.7% (扣除贸易业务后收入 135.6 亿元, 同比增长 29.9%); 实现净利润 16.0 亿元, 折合每股收益 0.66 元, 同比增长 28.7%。其中 2QEPS 为 0.39 元, 环比增长 28.8%, 略好于我们和市场的预期。

评论:

煤炭量价齐升, 成本费用控制良好。上半年煤炭自产量和煤炭均价分别同比增长 12.7% 和 11.7%, 外购煤增长 10.7%, 推动收入增长 30.1%。单位成本同比上升 12.0%, 与去年全年相比上升 8.6%。剔除外购煤业务后, 煤炭毛利率稳定为 40% 左右, 同比基本持平。此外, 公司期间费用率同比下降 1.8 个百分点, 较去年全年下降 2.6 个百分点。

景福矿、平舒矿和整合小矿将推动未来产量稳步增长。公司未来增长点较为充分, 包括景福矿 (90 万吨/年)、平舒矿 (从 300 万吨/年增至 500 万吨/年) 和国阳天泰 (翼城、平定和宁武地区整合产能合计 510 万吨/年), 上述项目将于 2012 年后陆续投产, 完全达产后合计增加产能 800 万吨/年或 27.7%。

关联交易金额巨大。随着集团在建煤矿陆续投产, 公司关联交易金额快速上升。上半年外购煤数量占到公司总销量的 43.6%, 关联采购金额占到煤炭成本的 53.8%, 关联交易问题突出。

资产注入值得期待。在山西省政府推动煤炭集团整体上市和信达公司加快上市步伐的背景下, 阻碍煤炭企业资产注入的债转股问题谈判进度有望加快。集团存续煤炭资产盈利良好, 注入条件日益成熟, 以 2010 年产量计, 存续业务规模为上市公司的 96.8%, 而储量则是后者的 2.9 倍, 因此资产注入值得期待。

盈利预测假设:

小幅调整 2011/12 年盈利预测。维持 2011 年煤炭均价涨幅 8.5% (块煤、粉煤和末煤价格分别上涨 12%、15% 和 5%) 和自产煤单位成本涨幅 10.0% 的预测不变, 管理费用率下调 1 个百分点至 3.5%。对应 2011/12 年 EPS 分别为 1.28 元和 1.43 元, 调整幅度分别为 +6.8% 和 +7.9%。

估值与建议:

维持“审慎推荐”。公司目前股价对应的 2011/12 年 P/E 为 19.6/17.6 倍, 略高于行业中值的 18.0/15.4 倍, 反映了一定的注入预期。公司管理层执行力强, 未来资产注入空间巨大, 维持“审慎推荐”。

风险:

宏观经济放缓超预期; 节能减排力度超预期; 资产注入进度或煤矿整合进度慢于预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：阳泉煤业盈利预测关键假设

关键假设与预测	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2009 YoY	2010 YoY	2011 YoY	2012 YoY
煤炭自产量（百万吨）	17.7	21.0	26.2	28.9	33.8	18.2%	25.0%	10.3%	17.0%
集团原煤采购量（百万吨）	15.3	14.3	10.6	10.6	10.6	-6.2%	-26.0%	0.0%	0.0%
集团商品煤代销量（百万吨）	3.5	5.4	8.6	12.0	15.0	54.9%	59.7%	39.4%	25.0%
煤炭总销量（百万吨）	36.3	39.5	45.4	51.5	59.4	8.8%	14.8%	13.4%	15.3%
煤炭综合均价（元/吨）	439.3	439.6	489.4	531.1	566.5	0.1%	11.3%	8.5%	6.7%
单位煤炭成本（元/吨）	354.1	340.2	369.1	399.3	424.0	-3.9%	8.5%	8.2%	6.2%
吨煤毛利润（元/吨）	85.2	99.4	120.3	131.7	142.5	16.6%	21.1%	9.5%	8.1%
吨煤净利润（元/吨）	65.4	84.8	88.9	103.3	98.7	29.7%	4.8%	16.1%	-4.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：阳泉煤业单季度业绩

（百万元）	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	QoQ	YoY	1H10	1H11	YoY
营业收入	3,314	3,726	4,517	5,476	4,482	4,808	5,079	5,636	6,656	6,766	8,020	6,500	12,276	12,913	5.2%	90.9%	13,421	25,188	87.7%
营业成本	2,705	3,097	3,417	4,653	3,946	3,545	3,976	4,437	5,502	5,178	6,264	5,346	10,714	10,950	2.2%	111.5%	10,680	21,663	102.8%
毛利	609	629	1,100	822	536	1,263	1,103	1,199	1,154	1,587	1,755	1,154	1,562	1,963	25.7%	23.7%	2,741	3,525	28.6%
营业税金及附加	36	43	55	71	64	90	85	42	97	100	130	155	113	78	-30.9%	-21.8%	197	192	-3.0%
营业费用	53	136	127	64	55	67	60	80	56	70	89	74	115	65	-43.4%	-7.4%	126	180	43.1%
管理费用	105	174	310	551	135	185	212	427	262	271	414	379	368	359	-2.6%	32.5%	532	727	36.5%
财务费用	15	6	17	17	11	(2)	22	60	56	50	52	40	41	42	2.3%	-17.3%	106	82	-22.3%
资产减值损失	0	17	0	129	0	(15)	0	1	0	17	0	20	0	75	n.a.	332.7%	17	75	332.7%
其他经营收益	0	0	0	1	0	0	0	0	0	8	8	1	8	13	53.7%	50.4%	8	21	148.3%
营业利润	399	254	590	(9)	270	939	724	589	684	1,087	1,079	487	933	1,357	45.4%	24.8%	1,771	2,290	29.3%
营业外收支净额	(3)	1	(14)	(25)	3	1	(6)	(27)	2	(2)	(7)	(12)	2	2	-9.0%	n.a.	(1)	4	n.a.
利润总额	397	254	576	(33)	274	940	718	562	686	1,084	1,072	475	935	1,359	45.3%	25.3%	1,770	2,294	29.6%
所得税	64	99	160	(103)	58	247	196	116	160	302	279	85	233	379	62.2%	25.5%	462	612	32.4%
净利润	332	155	418	69	209	693	521	446	530	783	793	389	702	980	39.6%	25.2%	1,312	1,682	28.2%
少数股东损益	7	(4)	28	14	19	8	5	(19)	19	51	6	6	46	38	-18.1%	-26.3%	70	84	19.3%
归属母公司净利润	325	159	390	56	190	685	516	465	511	732	787	383	656	943	43.7%	28.8%	1,242	1,599	28.7%
摊薄每股收益（元）	0.14	0.07	0.16	0.02	0.08	0.28	0.21	0.19	0.21	0.30	0.33	0.16	0.27	0.39	43.7%	28.8%	0.52	0.66	28.7%
毛利率	18.4%	16.9%	24.3%	15.0%	12.0%	26.3%	21.7%	21.3%	17.3%	23.5%	21.9%	17.8%	12.7%	15.2%	2.5%	-8.3%	20.4%	14.0%	-6.4%
营业利润率	12.0%	6.8%	13.1%	-0.2%	6.0%	19.5%	14.3%	10.5%	10.3%	16.1%	13.5%	7.5%	7.6%	10.5%	2.9%	-5.6%	13.2%	9.1%	-4.1%
净利率	10.0%	4.2%	9.3%	1.3%	4.7%	14.4%	10.3%	7.9%	8.0%	11.6%	9.9%	6.0%	5.7%	7.6%	1.9%	-4.0%	9.8%	6.7%	-3.1%
营业费用率	1.6%	3.6%	2.8%	1.2%	1.2%	1.4%	1.2%	1.4%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	0.9%	0.5%	-0.4%	-0.5%	0.9%	0.7%	-0.2%
管理费用率	3.2%	4.7%	6.9%	10.1%	3.0%	3.8%	4.2%	7.6%	3.9%	4.0%	5.2%	5.8%	3.0%	2.8%	-0.2%	-1.2%	4.0%	2.9%	-1.1%
财务费用率	0.5%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.0%	0.4%	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	-0.0%	-0.4%	0.8%	0.3%	-0.5%
有效税率	16.2%	39.1%	27.6%	307.8%	21.7%	26.2%	27.4%	20.7%	23.2%	27.8%	26.1%	18.0%	24.9%	27.9%	2.9%	0.0%	26.1%	26.7%	0.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 历史及预测的财务指标

利润表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	10,270	17,033	20,005	27,941	34,213	41,866
营业成本	8,521	13,153	15,904	22,290	27,213	33,147
营业税金及其他	99	206	281	482	1,192	2,214
营业费用	312	380	263	289	354	433
管理费用	578	1,140	958	1,325	1,197	1,256
财务费用	-3	56	91	198	15	-88
投资收益	1	1	0	22	0	0
营业利润	727	1,956	2,515	3,341	4,243	4,904
其他经营收益	-6	-40	-28	-20	0	0
利润总额	722	1,915	2,487	3,321	4,243	4,904
所得税	220	399	618	827	1,061	1,226
归属母公司股东净利润	496	1,455	1,856	2,412	3,081	3,440
资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	143	809	3,172	4,843	9,807	12,621
应收帐款	1,488	1,670	2,104	4,698	3,618	6,548
预付帐款	183	125	263	155	191	1,258
存货	369	315	556	990	897	1,402
长期投资	6	6	6	6	206	308
固定资产	2,177	3,002	3,569	5,338	5,572	5,082
无形资产	96	92	560	781	4,468	4,292
总资产	4,968	5,098	6,352	9,063	16,464	21,017
循环贷款	117	0	0	500	810	597
应付账款	360	533	647	1,416	2,530	3,579
其他应付款	571	532	682	1,148	1,190	1,041
流动负债	1,962	1,603	2,082	3,729	6,138	8,314
长期银行贷款	0	0	255	264	3,887	2,601
负债总额	2,312	1,909	2,793	4,066	10,068	10,996
股本	481	481	481	962	962	2,405
资本公积金	1,211	1,212	1,212	19	0	0
未分配利润	964	1,449	1,629	3,643	5,024	6,124
归属母公司股东权益	2,656	3,141	3,322	4,624	5,986	8,529
少数股东权益	0	48	238	372	411	1,492
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动产生现金流	1,426	3,594	4,743	4,288	5,887	4,434
投资活动产生现金流	-1,408	-2,315	-3,490	-1,724	-668	-768
融资活动产生现金流	-344	226	462	-608	-255	-851

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

A股煤炭公司	投资评级	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 11-8-8	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	69,736	22.13		(17%)	0.84	1.23	1.43	19%	46%	17%	26.4	18.0	15.4	4.01	4.51	5.09	5.5	4.9	4.3
平煤股份*	中性	29,019	12.29		(24%)	0.78	0.91	1.08	31%	16%	18%	15.7	13.5	11.4	3.96	4.69	5.56	3.1	2.6	2.2
开滦股份*	中性	22,693	18.38		(9%)	0.70	0.78	0.81	6%	11%	3%	26.1	23.5	22.8	4.67	5.34	6.03	3.9	3.4	3.0
潞安环能*	审慎推荐	71,380	31.02		4%	1.49	1.75	2.01	63%	17%	15%	20.8	17.8	15.4	5.17	6.11	7.26	6.0	5.1	4.3
冀中能源		62,841	27.17		36%	1.04	1.39	1.71	(25%)	34%	23%	26.2	19.6	15.9	5.53	5.92	7.07	4.9	4.6	3.8
煤气化		11,811	22.99		(11%)	0.46	0.81	1.17	(38%)	77%	45%	50.3	28.4	19.6	5.96	5.72	6.29	3.9	4.0	3.7
盘江股份		35,562	32.23		(1%)	1.22	1.58	2.00	36%	30%	26%	26.4	20.4	16.1	6.23	6.63	8.10	5.2	4.9	4.0
中间值 - 焦煤									19%	30%	18%	26.2	19.6	15.9				4.9	4.6	3.8
无烟煤公司																				
兰花科创*	审慎推荐	25,150	44.03		(6%)	2.30	2.95	3.70	3%	28%	25%	19.1	14.9	11.9	11.46	13.91	16.68	3.8	3.2	2.6
神火股份*	审慎推荐	26,762	15.93		2%	0.69	1.01	1.27	93%	47%	25%	23.1	15.7	12.5	2.68	3.39	4.28	5.9	4.7	3.7
阳泉煤业*	审慎推荐	60,486	25.15		(12%)	1.00	1.28	1.43	30%	28%	12%	25.1	19.6	17.6	3.55	4.70	5.99	7.1	5.4	4.2
昊华能源		26,090	26.09		22%	0.93	1.27	1.56	(10%)	36%	23%	28.0	20.6	16.7	5.39	7.79	9.28	4.8	3.4	2.8
中间值 - 无烟煤									17%	32%	24%	24.1	17.7	14.6				5.4	4.0	3.3
动力煤公司																				
中国神华*	推荐	550,133	27.41		11%	1.87	2.21	2.44	23%	18%	10%	14.7	12.4	11.2	9.90	11.30	12.89	2.8	2.4	2.1
兖州煤业**	审慎推荐	133,481	30.79		8%	1.83	1.98	2.19	132%	8%	11%	16.8	15.6	14.1	7.47	8.85	10.35	4.1	3.5	3.0
中煤能源*	审慎推荐	123,037	9.77		(10%)	0.52	0.64	0.81	4%	24%	25%	18.7	15.2	12.1	5.54	5.99	6.56	1.8	1.6	1.5
伊泰B股		8,332	36.59		(20%)	3.45	4.04	4.28	61%	17%	6%	10.6	9.1	8.5	9.77	11.80	14.90	3.7	3.1	2.5
大同煤业		27,030	16.15		(23%)	0.77	0.89	1.09	(14%)	16%	22%	21.0	18.1	14.8	5.80	4.03	4.57	2.8	4.0	3.5
上海能源		16,919	23.41		(17%)	1.84	1.99	2.29	40%	8%	15%	12.7	11.8	10.2	8.85	n.a.	n.a.	2.6	n.a.	n.a.
恒源煤电		20,735	47.29		(9%)	2.37	2.55	2.90	100%	7%	14%	20.0	18.6	16.3	13.29	14.48	16.99	3.6	3.3	2.8
露天煤业		25,446	19.18		(25%)	1.10	1.17	1.38	49%	6%	18%	17.4	16.4	13.9	2.96	3.41	4.41	6.5	5.6	4.4
郑煤集团		6,392	10.16		(18%)	0.21	0.26	0.30	15%	24%	15%	48.4	39.1	33.9	2.93	n.a.	n.a.	3.5	n.a.	n.a.
国投新集		21,631	11.69		(17%)	0.68	0.76	0.99	51%	12%	30%	17.2	15.3	11.8	4.03	n.a.	n.a.	2.9	n.a.	n.a.
安源股份		4,189	15.56		(12%)	0.16	n.a.	n.a.	103%	n.a.	n.a.	97.3	n.a.	n.a.	2.59	n.a.	n.a.	6.0	n.a.	n.a.
靖远煤电		2,764	15.54		(27%)	0.32	0.42	0.55	7%	31%	30%	48.6	37.0	28.5	2.66	n.a.	n.a.	5.8	n.a.	n.a.
大有能源		4,245	33.30		(2%)	0.04	2.17	2.34	(77%)	5326%	8%	834.6	15.4	14.2	2.46	16.00	25.80	13.5	2.1	1.3
山煤国际		23,093	30.79		(11%)	1.01	1.39	1.94	23%	38%	40%	30.5	22.1	15.9	4.80	5.68	7.48	6.4	5.4	4.1
平庄能源		15,032	14.82		(3%)	0.64	0.72	0.82	39%	13%	13%	23.2	20.5	18.1	3.89	4.34	5.20	3.8	3.4	2.9
远兴能源		6,143	8.00		(12%)	0.14	n.a.	n.a.	(88%)	n.a.	n.a.	57.1	n.a.	n.a.	2.89	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.
中间值 - 动力煤									31%	17%	15%	20.5	16.0	14.1				3.7	3.3	2.8
中间值 - A股煤炭									23%	24%	18%	23.2	18.0	15.4				3.9	3.5	3.0
H股煤炭公司																				
		Market Cap (HKD Mn)	Price(HKD) 11-8-8		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	667,919	35.05	23.3%	8%	1.92	2.28	2.52	20%	19%	10%	15.9	13.0	11.8	9.97	11.51	13.26	3.1	2.6	2.2
目标价			43.20																	
兖州煤业**	审慎推荐	162,060	26.25	34.9%	11%	1.89	2.05	2.27	125%	9%	11%	12.1	10.8	9.8	7.59	8.98	10.53	3.0	2.5	2.0
目标价			35.40																	
中煤能源*	审慎推荐	149,380	9.94	32.8%	(18%)	0.56	0.70	0.86	1%	24%	23%	15.4	12.0	9.8	5.58	6.12	6.76	1.6	1.4	1.2
目标价			13.20																	
首钢资源* (HKD)	审慎推荐	20,070	3.73	50.1%	(30%)	0.34	0.40	0.43	60%	19%	7%	11.1	9.3	8.7	3.65	3.87	4.25	1.0	1.0	0.9
目标价			5.60																	
恒鼎实业*	推荐	10,141	4.91	69.0%	(25%)	0.34	0.45	0.62	72%	33%	39%	12.7	9.3	6.7	3.51	3.89	4.43	1.4	1.3	1.1
目标价			8.30																	
中间值									60%	19%	11%	12.7	10.8	9.8				1.6	1.4	1.2
国际可比公司																				
		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 11-8-8		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	183,038	37.96		(19%)	2.29	4.15	4.92	116%	81%	19%	16.0	8.8	7.4	10.10	10.61	14.33	3.8	3.6	2.6
Rio Tinto	澳大利亚	114,881	71.18		(20%)	7.31	9.30	9.89	165%	27%	6%	9.4	7.4	6.9	29.73	36.53	45.05	2.4	1.9	1.6
Anglo American	英国	33,205	41.22		(25%)	5.43	5.78	6.94	169%	6%	20%	4.6	4.3	3.6	28.07	33.31	39.12	1.5	1.2	1.1
XSTRATA	瑞士	31,233	17.30		(30%)	1.61	2.33	2.83	544%	45%	21%	6.5	4.5	3.7	14.67	16.19	18.77	1.2	1.1	0.9
中间值									167%	36%	19%	8.0	5.9	5.3				1.9	1.6	1.3
印尼煤炭公司																				
Bumi		6,809	0.33		(7%)	0.02	0.02	0.03	62%	36%	50%	20.3	14.9	9.9	0.05	0.09	0.12	6.8	3.6	2.8
Adaro		8,705	0.27		(9%)	0.01	0.02	0.02	(24%)	137%	33%	35.8	15.1	11.3	0.07	0.08	0.10	4.1	3.4	2.9
Indo Tambangraya		5,787	5.12		(14%)	0.18	0.41	0.57	(40%)	129%	37%	28.5	12.4	9.0	0.69	0.90	1.18	7.4	5.7	4.3
Tambang Batubara		5,111	2.22		(17%)	0.10	0.18	0.22	(7%)	77%	21%	21.7	12.3	10.2	0.35	0.44	0.56	6.4	5.0	3.9
中间值									(16%)	103%	35%	25.1	13.6	10.1	0.21	0.27	0.34	6.6	4.3	3.4
美国煤炭公司																				
Peabody		12,694	46.87		(27%)	2.88	4.50	5.99	71%	56%	33%	16.3	10.4	7.8	19.26	21.50	27.45	2.4	2.2	2.4
Arch Coal		4,404	21.29		(39%)	0.98	2.15	3.80	250%	119%	77%	21.7	9.9	5.6	17.05	18.61	20.72	1.2	1.1	1.2
Consol		9,430	41.59		(15%)	1.61	2.94	4.47	(46%)	83%	52%	25.8	14.1	9.3	14.20	15.42	19.57	2.9	2.7	2.9
Alpha		7,330	32.31		(46%)	0.80	3.45	4.23	25%	332%	22%	40.4	9.4	7.6	37.23	47.85	43.24	0.9	0.7	0.9
中间值									48%	101%	52%	23.8	10.2	7.7				1.8	1.7	1.8
澳大利亚煤炭公司																				
		Market Cap (USD Mn)	Price(AUD) 11-8-8		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		10,436	116.20		(3%)	8.13	7.43	9.84	20%	(9%)	33%	14.3	15.6	11.8	18.76	21.31	26.65	6.2	5.5	6.2
New Hope		4,263	4.95		2%	0.22	0.18	0.30	(91%)	(17%)	62%	22.2	26.9	16.6	2.77	2.92	3.06	1.8	1.7	1.8
Aquila		2,077	5.35		(46%)	-0.10	-0.08	0.06	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	87.7	1.12	1.03	1.08	4.8	5.2	4.8
Whitehaven		3,067	5.98		(11%)	0.24	0.13	0.39	(60%)	(45%)	194%	24.7	45.0	15.3	2.07	2.10	2.35	2.9	2.8	2.9
中间值									(60%)	(17%)	62%	22.2	26.9	16.0				3.8	4.0	3.8

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

北京市建国门外大街甲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
卓远商务大厦一座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



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