

2010年10月18日

中国煤炭行业

上调动力煤价格预测

我们预计，在即将到来的冬季用煤高峰，国内动力煤现货价格将保持坚挺，尽管短期内可能出现疲软。展望2011年，我们预计国内动力煤供给和需求将基本保持平衡，但运输瓶颈仍将存在。在这样的大背景下，加之今年以来的较预期高的煤价，我们将今、明两年的国内动力煤基准价格预测分别上调9%和14%。我们维持对煤炭板块的增持评级。

支撑评级的要点

- 虽然由于季节性因素和节能减排的力度加大，短期内国内动力煤现货价格可能出现疲软，但我们认为这只是暂时性的，影响不大；
- 我们预计在即将到来的冬季用煤高峰（通常在11月中旬开始），由于强劲的季节性需求，国内动力煤现货价格将进一步走强；一些专家预测今年北半球的冬天将较平常的寒冷，一批波兰的专家甚至预测欧洲将出现千年一遇的寒冬，如果真是这样，将成为推升煤价的潜在动力；
- 虽然我们预计2011年国内煤炭产量的增速将略高于需求增速（产量增速为9.6%，需求增速为8.6%），但中国的煤炭市场将基本保持平衡。优质动力煤的供给依然紧张；
- 我们将2010年和2011年秦皇岛山西优质动力煤平均结算价格预测分别由670元/吨和640元/吨上调至730元/吨和730元/吨；
- 我们预计2011年国内动力煤合同价格将上涨5%（之前预测的涨幅为0-5%）；

首选买入

- H股/港股：兖州煤业、中煤能源
- A股：国阳新能、潞安环能、兖州煤业

A 增持
H 增持

刘志成, CFA*

(852) 2905 2130

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300200

上市公司估值表

公司名称	评级	收盘价	目标价	上升空间
A 股		(人民币)	(人民币)	(%)
中煤能源-A股	买入	12.09	15.25	26.1
大同煤业	持有	20.88	20.88	0.0
国阳新能	买入	25.60	26.35	2.9
神火股份	买入	26.98	30.32	12.4
开滦股份	买入	17.84	21.36	19.7
兰花科创	买入	40.73	45.24	11.1
潞安环能	买入	49.51	57.23	15.6
平煤天安	持有	21.83	23.39	7.1
山煤国际	买入	31.70	37.02	16.8
神华能源-A股	买入	28.09	30.51	8.6
西山煤电	买入	26.05	30.94	18.8
兖州煤业-A股	买入	26.45	34.94	32.1
港股		(港币)	(港币)	(%)
中煤能源-H股	买入	13.82	18.39	33.1
福山能源	买入	5.39	6.55	21.5
神华能源-H股	买入	35.10	39.54	12.6
兖州煤业-H股	买入	21.60	28.24	30.7

资料来源：彭博及中银国际研究预测
 以2010年10月18日当地货币收市价为标准
 本报告所有数字均四舍五入

*沈涛为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

目录

优质动力煤供给依然紧张	3
上调煤价预测	6
调整盈利预测	9
中煤能源	11
神华能源	15
兖州煤业	19
研究报告中所提及的有关上市公司	23

优质动力煤供给依然紧张

国内需求强于预期

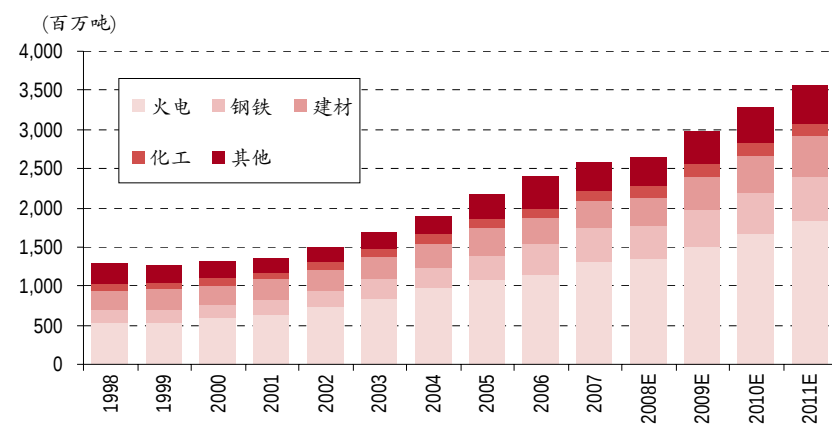
年初至今，国内经济表现强劲。今年 1-8 月，国内火电发电量和煤炭消费量分别同比增长 18.2% 和 16.1%。因此，我们将 2010 年国内煤炭需求同比增速预测由原先的 8.2% 上调至了 10.6%，我们还将 2011 年煤炭需求增速预测由 6.2% 上调至了 8.6%。主要原因是鉴于经济增长势头良好，我们的电力行业研究员将全年火电发电量增速预测由年初的 6.7% 上调至了 9.2%。

图表 1. 主要用煤行业产量增速及煤炭需求增速预测

	GDP 增速 (%)	火电发电量 增速 (%)	生铁产量 增速 (%)	水泥产量 增速 (%)	尿素产量 增速 (%)	煤炭需求 增速 (%)
2006	11.1	15.7	20.0	15.7	9.5	10.4
2007	11.4	14.9	15.5	9.9	8.3	8.1
2008	9.0	3.0	(0.2)	5.2	3.7	2.1
2009	8.7	10.2	15.9	16.0	13.7	12.3
8M10	-	18.2	12.6	16.7	(3.5)	16.1
2010E	9.2	11.2	12.0	11.3	2.0	10.6
2011E	8.5	9.2	9.0	7.0	5.0	8.6

资料来源：国家统计局、中银国际研究预测

图表 2. 国内各行业煤炭需求

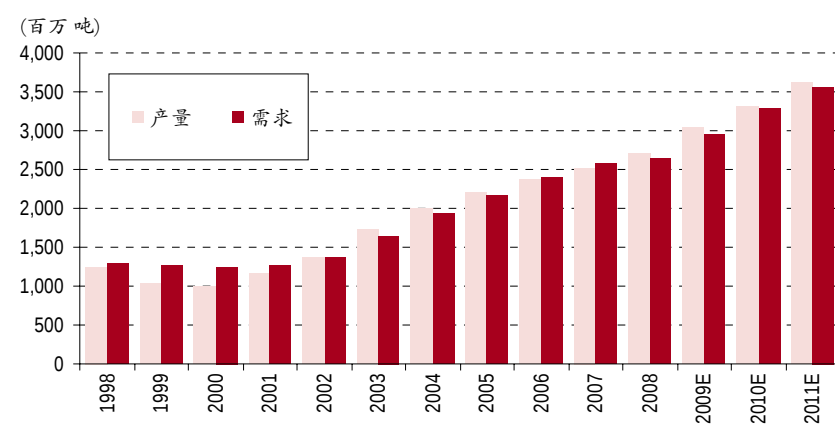


资料来源：国家统计局、中银国际研究预测

国内煤炭产量将呈现增长势头,但优质动力煤并不存在供给过剩问题

根据中国煤炭资源网提供的数据,今年1-8月,我国原煤产量同比增长19%至21.7亿吨,与同期国内需求量22.1亿吨基本相当。考虑到今年截至目前煤炭产量增长强劲,我们将2010年和2011年的原煤产量预测分别上调了3.8%和3.5%。这样,2010年和2011年的原煤产量增速将分别达到8.5%和9.6%。我们假设计划中的新煤矿都将按期投产。如果新煤矿的投产时间有所推迟,那么实际产量将低于我们的预测。

图表3. 国内煤炭产量与需求



资料来源: 国家统计局、中银国际研究预测

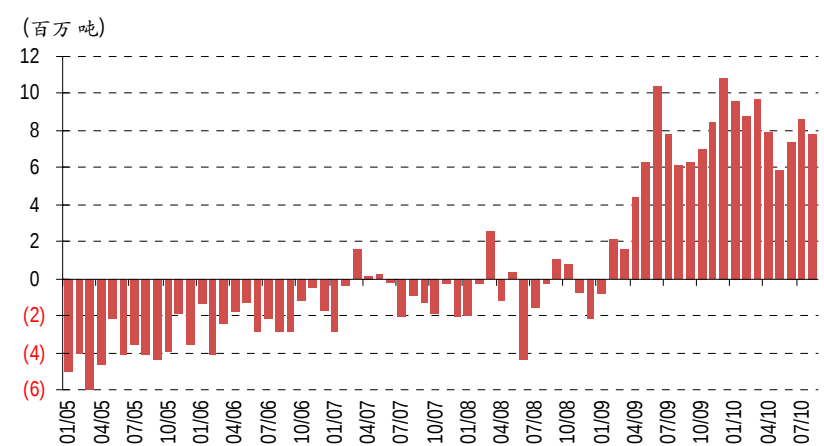
2010年,国内煤炭需求和产量总体基本保持平衡,但优质动力煤供给依然紧张。我们估计2010年新增煤炭产量中有三分之一左右来自内蒙古东部地区或新疆自治区,但内蒙古东部地区的煤炭质量总体较差,而新疆自治区又距离华东和华南的主要用煤市场较远。因此,今年煤炭进口量大幅增加,今年1-8月,累计煤炭进口量和动力煤进口量分别同比增长了45%和48%至1,000万吨和7,800万吨。我们预计,2011年这样的情况还将重演。我们预计,2011年新增煤炭产量中将有43%左右来自内蒙古东部地区或新疆自治区,因此优质动力煤的供给依然紧张。

图表 4.国内煤炭需求和产量增长

	2010E	2011E
煤炭需求增长(百万 吨)	316	233
新增煤矿产能(百万 吨/年)	296	257
其中:		
内蒙古东部地区	83	39
新疆自治区	20	61
煤炭产量增长(百万 吨)	260	318
其中:		
山西省	81	100
总煤炭需求(百万 吨)	3,283	3,564
总煤炭产量(百万 吨)	3,310	3,628

资料来源: 中银国际研究预测

图表 5. 中国月度煤炭进口量



资料来源: 中国煤炭资源网

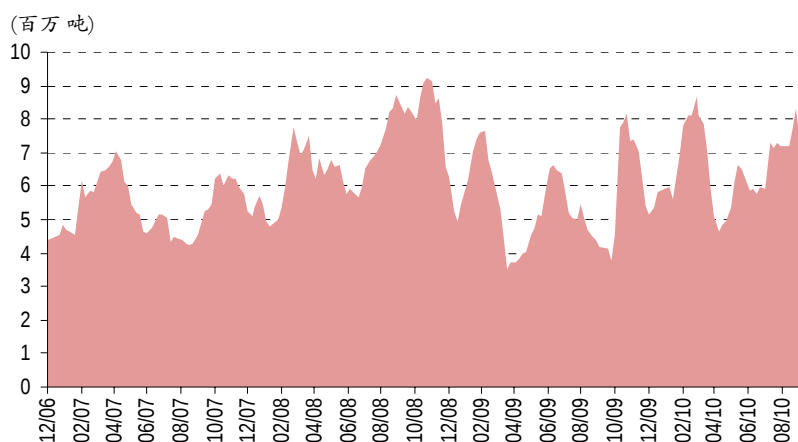
2011 年铁路运输瓶颈仍难得到解决

2010 年,大秦铁路(将煤炭由山西等主产区运至国内最大的煤炭交易港口秦皇岛的主干线)的运输能力将达到约 3.8 亿吨/年。我们预计,到 2011 年,大秦铁路的运输能力最高能达到 4.5 亿吨/年。即使再加上另一条运煤主干线---神华能源的神朔黄铁路(神木-朔州-黄骅) 1,500 万吨左右的运输能力,国内的铁路运输能力也不足以满足产量的增长。我们预计,铁路运输能力瓶颈仍将限制华东及华南等主要市场的有效煤炭供给。

上调煤价预测

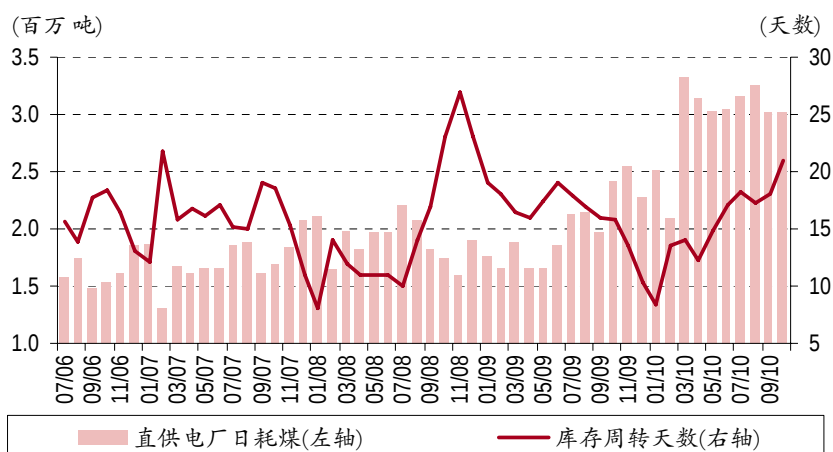
秦皇岛动力煤现货价格上涨主要是因为大秦铁路大修工程推动库存水平下降。目前煤炭需求依然处于淡季，因此我们预计在可预见的短期内煤价或将走软。电厂的库存量相对较高，并不急于采购煤炭。

图表 6. 秦皇岛煤炭库存



资料来源：中国煤炭资源网

图表 7. 中国主要电厂的煤炭库存量

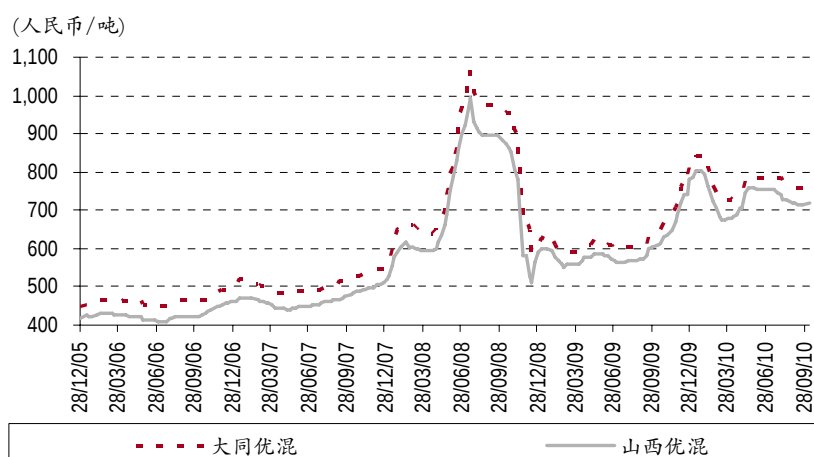


资料来源：中国煤炭资源网

但是，我们预计国内动力煤现货价格将随着 11 月中旬冬季消费旺季的来临而上涨。加上今年到目前为止现货价一直高于预期水平，我们将 2010 年山西优混煤的平均结算价预测从 670 人民币/吨上调至 730 人民币/吨，并将 2011-12 年的预测从 640 人民币/吨上调至 730 人民币/吨。目前，我们预计 2011 年动力煤合同价将同比上涨 5%(由于合同价较现货价折让幅度较大，先前预测为变动幅度在 0-5%之间)。

近期，有人预测北半球今冬的气温可能要比往年偏低。波兰一科研小组警告说，欧洲可能将面临“千年一遇”的新低温。目前我们还无法判断上述预测准确与否，如果果真如此，那么中国也难以幸免。严寒的天气会拉动煤炭需求，并可能导致煤炭运输中断，有利于煤价上涨。

图表 9. 中国主要基准动力煤现货价格



资料来源：中国煤炭资源网

图表 10. 主要煤价预测调整

	旧预测	新预测
山西优混煤秦皇岛平均现货价(人民币/吨)		
2010E	670	730
2011E	640	730
2012E	640	730
动力煤合同价同比变动(%)		
2011E	0-5	5
2012E	0	0-5

资料来源：中银国际研究预测

图表 11. 主要煤炭价格预测调整

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
国内市场					
动力煤					
山西优混煤*秦皇岛平均现货价(人民币/吨)	737	600	730	730	730
同比变动(%)	57	(19)	22	-	-
合同价同比变动(%)	10	0-10	5-10	5	0-5
炼焦煤					
柳林4号煤炭平均现货坑口价(人民币/吨)	908	746	829	855	855
同比变动(%)	88	(18)	11	3	-
山西省洁净炼焦煤平均价格(人民币/吨)		1,100	1,265	1,315	1,315
同比变动(%)			15	4	-
出口市场					
年内日本动力煤合同价(美元/吨)**	131.4	78.5	115.5	115.5	115.5
同比变动(%)	94	(40)	47	-	-

*山西优混煤的热量在每千克5,500大卡以上;

**仅包括热量为5,800大卡/千克的煤炭;

资料来源: 中国煤炭资源网、中银国际研究预测

调整盈利预测

虽然此次我们大幅上调了煤炭的现货价格预测,但是这一调整早已经包含在了中期业绩公布之后我们对盈利预测模型的调整之中。在先前的预测中,我们只是简单的假设今年下半年的现货煤价格将与上半年持平。当然,此次我们对合同价格预测属于全新的调整。

根据对煤炭价格预测调整,我们总结了盈利预测的调整,可参考下表:

图表 12. 盈利预测调整

公司	调整后每股收益 (人民币)			调整前每股收益 (人民币)			变动 (%)		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
H 股/港股									
中煤能源	0.754	1.048	1.310	0.735	0.990	1.246	3	6	5
福山能源	0.319	0.311	0.344	0.319	0.311	0.344	-	-	-
中国神华	1.945	2.260	2.462	1.918	2.167	2.252	1	4	9
兖州煤业	1.463	2.016	2.048	1.456	1.988	2.019	0	1	1
A 股									
中煤能源	0.642	0.910	1.153	0.623	0.852	1.089	3	7	6
大同煤业	0.80	1.05	1.13	0.803	1.042	1.106	-	1	2
国阳新能	1.10	1.17	1.29	1.098	1.173	1.293	-	-	-
开滦股份	0.70	0.77	0.84	0.697	0.835	0.989	-	(8)	(15)
兰花科创	2.26	2.91	3.48	2.262	2.969	3.552	-	(2)	(2)
潞安环能	2.60	2.93	3.30	2.601	2.922	3.326	-	0	(1)
平煤天安	1.38	1.55	1.75	1.300	1.400	1.446	6	11	21
山煤国际	1.16	1.63	1.90	1.194	1.886	2.008	(3)	(14)	(5)
中国神华	1.87	2.19	2.39	1.847	2.095	2.180	1	4	10
神火煤电	1.35	1.72	2.02	1.309	1.649	1.900	3	4	6
西山煤电	1.19	1.64	1.91	1.228	1.591	2.038	(3)	3	(6)
兖州煤业	1.427	1.967	1.995	1.421	1.939	1.966	0	1	1

资料来源: 中银国际研究预测

由于各个公司除了煤价预测变动之外还有其自身的特殊情况,我们下调了几家 A 股公司的盈利预测。例如,我们降低了开滦股份的盈利预测,因为其目前收购山西省境内小煤矿的资格已经被取消。而兰花科创合并小煤矿的进程也落后于我们的预期。山煤国际的煤炭产量提升没能达到我们的预测。

图表 13. 我们的煤炭企业估值摘要

公司	股价	市净率 (倍)			股息率 (%)			新目标价	旧目标价	评级
	(港币)	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	(港币)	(港币)	
H 股/港股										
中煤能源	13.82	15.9	11.4	9.2	1.6	2.3	2.8	18.39	15.12	买入
福山能源	5.39	16.9	17.3	15.7	2.5	2.4	2.7	6.55	6.55	买入
中国神华	35.10	15.7	13.5	12.4	2.1	2.4	2.6	39.54	32.93	买入
兖州煤业	21.60	12.8	9.3	9.2	2.3	3.1	3.2	28.24	25.01	买入
平均		15.3	12.9	11.6	2.1	2.6				
A 股	(人民币)							(人民币)	(人民币)	
中煤能源	12.09	18.8	13.3	10.5	1.6	2.2	2.8	15.25	13.36	买入
大同煤业	20.88	26.0	19.8	18.5	2.3	3.0	3.2	20.88	19.27	持有
国阳新能	25.60	23.3	21.8	19.8	2.1	2.3	2.5	26.35	24.15	买入
开滦股份	17.84	25.6	23.2	21.1	0.6	0.7	0.8	21.36	19.51	买入
兰花科创	40.73	18.0	14.0	11.7	1.5	2.0	2.4	45.24	40.72	买入
潞安环能	49.51	19.0	16.9	15.0	2.9	3.2	3.6	57.23	52.03	买入
平煤天安	21.83	15.9	14.1	12.5	2.5	2.8	3.2	23.39	22.01	持有
山煤国际	31.70	27.3	19.5	16.7	0.9	1.3	1.5	37.02	32.50	买入
中国神华	28.09	15.0	12.8	11.8	2.3	2.6	2.8	30.51	27.63	买入
神火煤电	26.89	19.9	15.6	13.3	2.2	2.8	3.3	30.32	27.01	买入
西山煤电	26.05	21.9	15.9	13.7	1.0	1.4	1.6	30.94	29.46	买入
兖州煤业	26.45	18.5	13.4	13.3	1.6	2.2	2.3	34.89	30.82	买入
平均		19.6	15.9	14.8	1.9	2.3	2.3			

资料来源：中银国际研究预测

我们未调整对个股的评级。我们对 H 股/港股和 A 股板块维持**增持**评级，大部分个股的评级为**买入**。

我们调高了大部分所覆盖煤炭个股的目标价。H 股方面，我们将估值基础从 2010 年预期盈利调整为 2011 年预期盈利。同时，我们调低了部分公司的目标市盈率，以反映 2011 年之后缓慢的每股收益增长。譬如，我们将中煤能源 H 股的目标市盈率从 18 被调整为 15 倍，兖州煤业从 15 倍调低为 12 倍。

在 H 股/港股上市公司中，我们依然首推估值低廉的兖州煤业，此外中煤能源因为增长前景明确也值得我们关注。

A 股中，我们的首选是国阳新能和潞安环能，它们整合小煤矿的进展较快，同时也极有可能获得母公司的资产注入。兖州煤业 A 股估值便宜，同样也是很好的投资选择。

2010 年 10 月 18 日

中煤能源

清晰的扩张计划

在订单量充沛的两家煤炭公司中，中煤能源的增长前景更为乐观。由于在山西省煤炭行业整合过程中扮演兼并者的角色，公司有时能获得一些收购机遇。我们将 2010-2012 年盈利预测上调 3%-6%，以反映我们的煤价预测的变动。公司仍然是我们在本行业中的优先选择。

支撑评级的要点

- 我们预测 2010 年原煤产量为 1.21 亿吨，2014 年将达到 2 亿吨。
- 并购方面可能出现利好。
- 更高的经营杠杆。

评级面临的主要风险

- 煤炭价格暴跌。
- 新项目进度延迟。

估值

- 我们将目标估值由 18 倍 2010 年预期市盈率调整为 15 倍 2011 年预期市盈率，同时将 H 股目标价由 15.12 港币上调至 18.39 港币。
- 我们将 A 股目标价由 13.36 人民币上调至 15.25 人民币，因为自我们 8 月中旬的报告发布以来，其 3 个月平均 A-H 股溢价已由 1% 下降至 -3%。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	51,753	53,187	67,271	75,876	84,629
变动 (%)	45	3	26	13	12
净利润 (人民币 百万)	7,131	7,834	9,994	13,899	17,368
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.543	0.591	0.754	1.048	1.310
变动 (%)	5.9	8.8	27.6	39.1	25.0
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.775	0.917	1.091
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.735	0.990	1.246
调整幅度 (%)	-	-	2.6	5.8	5.1
核心每股收益 (人民币)	0.650	0.591	0.754	1.048	1.310
变动 (%)	64.0	(9.1)	27.6	39.1	25.0
全面摊薄市盈率 (倍)	21.8	20.0	15.7	11.3	9.0
核心市盈率 (倍)	18.2	20.0	15.7	11.3	9.0
每股现金流量 (人民币)	0.67	1.08	1.15	1.59	1.90
价格/每股现金流量 (倍)	17.6	10.9	10.3	7.4	6.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	10.8	11.8	9.2	6.1	4.4
每股股息 (人民币)	0.154	0.150	0.190	0.270	0.340
股息率 (%)	1.3	1.3	1.6	2.3	2.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

买入

A

601898.SS - 人民币 12.09

目标价格: 人民币 15.25 (↑13.36)

买入

H

1898.HK - 港币 13.82

目标价格: 港币 18.39 (↑15.12)

刘志成, CFA

(852) 2905 2130

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	(11)	29	42	(6)
相对新华富时 A50 指数 (%)	2	10	21	(0)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

发行股数 (百万)	13,259
流通股 (百万)	12
流通股市值 (人民币 百万)	18,434
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	270
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
中国中煤能源集团公司	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

股价相对指数表现 (H 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(3)	15	36	30
相对恒生中国企业指数 (%)	(8)	5	19	25

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (H 股)

发行股数(百万)	13,259
流通股(%)	31
流通股市值(港币 百万)	56,803
3 个月日均交易额(港币 百万)	369
净负债比率(%)	净现金

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (H 股)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	51,753	53,187	67,271	75,876	84,629
变动(%)	45	3	26	13	12
净利润(人民币 百万)	7,131	7,834	9,994	13,899	17,368
全面摊薄每股收益(人民币)	0.543	0.591	0.754	1.048	1.310
变动(%)	5.9	8.8	27.6	39.1	25.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.775	0.917	1.091
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.735	0.990	1.246
调整幅度(%)	-	-	2.6	5.8	5.1
核心每股收益(人民币)	0.650	0.591	0.754	1.048	1.310
变动(%)	64.0	(9.1)	27.6	39.1	25.0
全面摊薄市盈率(倍)	21.8	20.0	15.7	11.3	9.0
核心市盈率(倍)	18.2	20.0	15.7	11.3	9.0
每股现金流量(人民币)	0.67	1.08	1.15	1.59	1.90
价格/每股现金流量(倍)	17.6	10.9	10.3	7.4	6.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.8	11.8	9.2	6.1	4.4
每股股息(人民币)	0.154	0.150	0.190	0.270	0.340
股息率(%)	1.3	1.3	1.6	2.3	2.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

损益表(A股) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	52,283	53,730	67,957	76,650	85,492
销售成本	(32,321)	(34,460)	(43,082)	(46,221)	(49,519)
经营费用	(8,821)	(7,627)	(8,937)	(8,776)	(9,562)
息税折旧前利润	8,923	8,215	11,457	15,555	19,613
折旧及摊销	(2,217)	(3,427)	(4,481)	(6,099)	(6,798)
经营利润(息税前利润)	11,140	11,642	15,937	21,654	26,412
净利息收入(费用)	87	520	152	212	524
其他收益/(损失)	(739)	466	653	622	622
税前利润	8,271	9,201	12,262	16,390	20,760
所得税	(1,895)	(2,107)	(2,808)	(3,753)	(4,754)
少数股东权益	(770)	(471)	(945)	(569)	(720)
净利润	5,606	6,622	8,508	12,068	15,286
核心净利润	7,013	6,622	8,508	12,068	15,286
每股收益(人民币)	0.427	0.499	0.642	0.910	1.153
核心每股收益(人民币)	0.534	0.499	0.642	0.910	1.153
每股股息(人民币)	0.154	0.150	0.190	0.270	0.340
收入增长(%)	42	3	26	13	12
息税前利润增长(%)	47	(8)	39	36	26
息税折旧前利润增长(%)	40	5	37	36	22
每股收益增长(%)	(3)	17	28	42	27
核心每股收益增长(%)	65	(6)	28	42	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(A股) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	37,393	37,286	26,245	33,023	49,612
应收帐款	4,473	3,255	5,507	7,142	7,740
库存	4,240	4,978	6,256	6,555	7,024
其他流动资产	5,047	5,354	5,323	5,323	5,323
流动资产总计	51,152	50,873	43,331	52,044	69,699
固定资产	29,618	36,409	55,835	60,944	58,658
无形资产	9,701	17,887	17,697	17,507	17,317
其他长期资产	3,568	4,512	4,904	5,297	5,689
长期资产总计	42,888	58,808	78,436	83,747	81,663
总资产	94,040	109,681	121,767	135,791	151,362
应付帐款	6,179	6,342	8,409	8,674	8,208
短期债务	368	387	0	0	0
其他流动负债	6,613	9,030	18,375	23,859	29,180
流动负债总计	13,160	15,759	26,784	32,533	37,387
长期借款	10,194	11,287	9,892	9,111	8,330
其他长期负债	2,540	4,777	4,777	4,777	4,777
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
储备	50,370	55,171	56,686	65,173	75,951
股东权益	63,629	68,429	69,944	78,432	89,210
少数股东权益	4,517	9,424	10,370	10,938	11,658
总负债及权益	94,040	109,676	121,768	135,791	151,363
每股帐面价值(人民币)	4.80	5.16	5.28	5.92	6.73
每股有形资产(人民币)	4.07	3.81	3.94	4.60	5.42
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.02)	(1.93)	(1.23)	(1.80)	(3.11)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(A股) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	8,271	9,201	12,262	16,390	20,760
折旧与摊销	2,217	3,427	4,481	6,099	6,798
净利息费用	(87)	(520)	(152)	(212)	(524)
运营资本变动	(400)	200	16	(1,492)	(1,346)
税金	(1,867)	(2,494)	(2,536)	(3,411)	(4,851)
其他经营现金流	1,895	759	1,500	2,020	2,667
经营活动产生的现金流	10,030	10,574	15,570	19,392	23,504
购买固定资产净值	(9,432)	(10,684)	(23,498)	(10,996)	(4,300)
投资减少/增加	(798)	(899)	0	0	0
其他投资现金流	2,403	1,943	0	0	0
投资活动产生的现金流	(7,827)	(9,640)	(23,498)	(10,996)	(4,300)
净增权益	25,320	0	0	0	0
净增债务	701	1,227	(613)	0	(781)
支付股息	(898)	(2,044)	(1,987)	(2,519)	(3,580)
其他融资现金流	(466)	(222)	(513)	901	1,746
融资活动产生的现金流	24,656	(1,038)	(3,113)	(1,619)	(2,615)
现金变动	26,859	(105)	(11,041)	6,778	16,589
期初现金	10,666	37,393	37,286	26,245	33,023
公司自由现金流	3,746	1,348	(7,163)	9,114	20,206
权益自由现金流	3,686	1,825	(8,500)	8,453	18,800

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (A股)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	21.3	21.7	23.5	28.2	30.9
息税前利润率	17.1	15.3	16.9	20.3	22.9
税前利润率	15.8	17.1	18.0	21.4	24.3
净利率	10.7	12.3	12.5	15.7	17.9
流动性(倍)					
流动比率	3.9	3.2	1.6	1.6	1.9
利息覆盖率	6.1	n.a.	18.7	30.8	41.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	3.6	2.9	1.4	1.4	1.7
估值(倍)					
市盈率	28.3	24.2	18.8	13.3	10.5
核心业务市盈率	22.6	24.2	18.8	13.3	10.5
目标价对应核心业务市盈率	28.6	30.5	23.8	16.8	13.2
市净率	2.5	2.3	2.3	2.0	1.8
价格/现金流	15.8	15.2	10.3	8.3	6.8
企业价值/息税折旧前利润	12.2	12.1	9.4	6.6	4.8
周转率					
存货周转天数	42.7	48.8	47.6	50.6	50.0
应收帐款周转天数	27.4	26.2	23.5	30.1	31.8
应付帐款周转天数	37.2	42.5	39.6	40.7	36.0
回报率(%)					
股息支付率	36.5	30.0	29.6	29.7	29.5
净资产收益率	11.6	10.0	12.3	16.3	18.2
资产收益率	9.0	6.2	7.6	9.3	10.5
已运用资本收益率	16.8	10.3	13.6	17.2	19.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表(H股)(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	51,753	53,187	67,271	75,876	84,629
销售成本	(38,188)	(40,696)	(51,140)	(53,587)	(57,420)
经营费用	(1,298)	(758)	97	1,230	1,655
息税折旧前利润	10,698	9,604	13,072	19,114	23,911
折旧及摊销	(1,569)	(2,129)	(3,155)	(4,405)	(4,953)
经营利润(息税前利润)	12,267	11,733	16,227	23,519	28,864
净利息收入(费用)	111	37	152	212	524
其他收益/(损失)	(311)	1,276	1,170	1,141	1,142
税前利润	10,498	10,917	14,394	20,467	25,576
所得税	(2,494)	(2,536)	(3,411)	(4,851)	(6,062)
少数股东权益	(873)	(547)	(988)	(1,718)	(2,147)
净利润	7,131	7,834	9,994	13,899	17,368
核心净利润	8,537	7,834	9,994	13,899	17,368
每股收益(人民币)	0.543	0.591	0.754	1.048	1.310
核心每股收益(人民币)	0.650	0.591	0.754	1.048	1.310
每股股息(人民币)	0.154	0.150	0.190	0.270	0.340
收入增长(%)	45	3	26	13	12
息税前利润增长(%)	55	(10)	36	46	25
息税折旧前利润增长(%)	47	(4)	38	45	23
每股收益增长(%)	6	9	28	39	25
核心每股收益增长(%)	64	(9)	28	39	25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(H股)(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	37,393	37,286	26,474	33,308	50,150
应收帐款	4,473	3,255	4,117	4,643	5,179
库存	4,240	4,978	6,256	6,555	7,024
其他流动资产	5,080	5,388	6,332	6,553	6,900
流动资产总计	51,185	50,907	43,178	51,060	69,252
固定资产	29,010	36,729	63,056	69,728	69,159
无形资产	4,337	12,930	12,908	12,859	12,793
其他长期资产	3,979	4,289	4,379	4,469	4,559
长期资产总计	37,327	53,948	80,344	87,055	86,512
总资产	88,512	104,855	123,522	138,115	155,765
应付帐款	6,179	6,342	7,969	8,351	8,948
短期债务	887	990	781	781	781
其他流动负债	5,927	8,188	17,053	18,948	20,847
流动负债总计	12,993	15,519	25,803	28,080	30,576
长期借款	10,194	11,287	10,673	9,892	9,111
其他长期负债	2,498	4,606	4,606	4,606	4,606
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
储备	45,319	50,970	58,978	70,357	84,146
股东权益	58,577	64,228	72,236	83,616	97,404
少数股东权益	4,250	9,215	10,203	11,921	14,067
总负债及权益	88,512	104,855	123,522	138,115	155,765
每股帐面价值(人民币)	4.42	4.84	5.45	6.31	7.35
每股有形资产(人民币)	4.09	3.87	4.47	5.34	6.38
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.98)	(1.89)	(1.13)	(1.71)	(3.04)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(H股)(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	10,498	10,917	14,394	20,467	25,576
折旧与摊销	1,569	2,129	3,155	4,405	4,953
净利息费用	(111)	(37)	(152)	(212)	(524)
运营资本变动	(1,629)	3,704	362	(240)	(86)
税金	(1,867)	(2,494)	(2,536)	(3,411)	(4,851)
其他经营现金流	374	117	21	66	57
经营活动产生的现金流	8,835	14,336	15,244	21,074	25,125
购买固定资产净值	(9,380)	(15,858)	(23,498)	(10,996)	(4,300)
投资减少/增加	(330)	465	0	0	0
其他投资现金流	1,521	1,704	0	0	0
投资活动产生的现金流	(8,189)	(13,689)	(23,498)	(10,996)	(4,300)
净增权益	25,320	0	0	0	0
净增债务	762	1,628	(613)	(781)	(781)
支付股息	(898)	(2,044)	(1,987)	(2,519)	(3,580)
其他融资现金流	1,030	(336)	41	57	377
融资活动产生的现金流	26,214	(752)	(2,559)	(3,244)	(3,984)
现金变动	26,859	(105)	(10,812)	6,834	16,842
期初现金	10,666	37,393	37,286	26,474	33,308
公司自由现金流	2,189	1,062	(7,488)	10,796	21,827
权益自由现金流	2,190	1,939	(8,826)	9,354	20,422

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(H股)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	23.7	22.1	24.1	31.0	34.1
息税前利润率	20.7	18.1	19.4	25.2	28.3
税前利润率	20.3	20.5	21.4	27.0	30.2
净利率	13.8	14.7	14.9	18.3	20.5
流动性(倍)					
流动比率	3.9	3.3	1.7	1.8	2.3
利息覆盖率	7.5	25.4	21.3	37.9	50.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	3.6	3.0	1.4	1.6	2.0
估值(倍)					
市盈率	21.8	20.0	15.7	11.3	9.0
核心业务市盈率	18.2	20.0	15.7	11.3	9.0
目标价对应核心业务市	24.2	26.6	20.9	15.0	12.0
盈率					
市净率	2.7	2.4	2.2	1.9	1.6
价格/现金流	17.6	10.9	10.3	7.4	6.2
企业价值/息税折旧前	10.8	11.8	9.2	6.1	4.4
利润					
周转率					
存货周转天数	36.1	41.3	40.1	43.6	43.2
应收帐款周转天数	27.7	26.5	20.0	21.1	21.2
应付帐款周转天数	37.6	43.0	38.8	39.3	37.3
回报率(%)					
股息支付率	28.7	25.4	25.2	25.8	26.0
净资产收益率	16.5	12.8	14.6	17.8	19.2
资产收益率	11.5	7.6	8.7	11.1	12.4
已运用资本收益率	21.3	12.6	15.4	19.8	21.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010 年 10 月 18 日

神华能源

边缘份子

A
买入

601088.SS - 人民币 28.09

目标价格: 人民币 30.51 (↑27.63)

H
买入

1088.HK - 港币 35.10

目标价格: 港币 39.54 (↑32.93)

刘志成, CFA

(852) 2905 2130

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	(19)	24	29	(19)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(6)	5	8	(13)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

发行股数 (百万)	19,890
流通股 (%)	9
流通股市值 (人民币 百万)	50,843
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	650
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
神华集团	73

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

今年截止目前, 由于未能完成并购, 神华的表现低于市场预期。由于一个新的大型项目被母公司接管, 公司 2014 年目标产量已由 4 亿吨下调至 3 亿吨, 产量增长有可能出现下降。我们对煤炭价格的预测有所调整, 因此, 我们也将 2010-2012 年盈利预测上调 1%-10%。我们维持对该股的买入评级, 但该股并不是我们的首选股票。

支撑评级的要点

- 2010 年及 2011 年盈利增长可观。
- 盈利波动性较低。
- 估值略有吸引力。

评级面临的主要风险

- 并购缺乏进展。
- 成本上升压力较大。

估值

- 我们将目标估值由 15 倍 2010 年预期盈利调整为 15 倍 2011 年预期盈利, 同时将 H 股目标价由 32.93 港币上调至 39.54 港币。
- 我们将 A 股目标价由 27.63 人民币上调至 30.51 人民币, 因为我们目前采用相对 H 股(3 个月平均值) 10% 的折让, 而不是我们在 8 月底的报告中采用的 4%。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	107,133	121,312	145,521	157,417	168,143
变动 (%)	30	13	20	8	7
净利润 (人民币 百万)	25,959	30,276	37,248	43,515	47,536
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.305	1.522	1.873	2.188	2.390
变动 (%)	22.4	16.6	23.0	16.8	9.2
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	1.810	2.075	2.261
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	1.847	2.095	2.180
调整幅度 (%)	-	-	1.4	4.4	9.6
全面摊薄市盈率 (倍)	21.5	18.5	15.0	12.8	11.8
每股现金流量 (人民币)	2.43	2.96	3.16	3.48	3.74
价格/每股现金流量 (倍)	11.6	9.5	8.9	8.1	7.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	11.6	10.0	8.2	6.8	5.8
每股股息 (人民币)	0.460	0.530	0.640	0.730	0.800
股息率 (%)	1.6	1.9	2.3	2.6	2.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价相对指数表现 (H 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(8)	14	24	1
相对恒生中国企业指数 (%)	(13)	4	7	(4)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (H 股)

发行股数(百万)	19,890
流通股(%)	17
流通股市值(港币 百万)	118,684
3 个月日均交易额(港币 百万)	622
净负债比率(%)	净现金

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (H 股)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	107,133	121,312	145,521	157,416	168,143
变动(%)	30	13	20	8	7
净利润(人民币 百万)	26,641	31,706	38,675	44,941	48,962
全面摊薄每股收益(人民币)	1.339	1.594	1.944	2.259	2.462
变动(%)	20.7	19.0	22.0	16.2	8.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.875	2.104	2.339
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.918	2.167	2.252
调整幅度(%)	-	-	1.4	4.3	9.3
全面摊薄市盈率(倍)	22.4	18.9	15.5	13.3	12.2
每股现金流量(人民币)	2.24	2.83	3.19	3.53	3.82
价格/每股现金流量(倍)	13.4	10.6	9.4	8.5	7.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.8	10.7	8.5	7.1	6.0
每股股息(人民币)	0.460	0.530	0.640	0.730	0.800
股息率(%)	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

损益表(A股) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	107,133	121,312	145,521	157,417	168,143
销售成本	(55,011)	(61,486)	(70,658)	(73,975)	(78,255)
经营费用	(863)	(1,321)	(3,601)	(2,890)	(1,627)
息税折旧前利润	40,430	46,074	58,301	66,647	72,016
折旧及摊销	(10,829)	(12,431)	(12,961)	(13,904)	16,246
经营利润(息税前利润)	51,259	58,505	71,262	80,552	88,262
净利息收入(费用)	(2,970)	(2,029)	(2,000)	(1,145)	(744)
其他收益/(损失)	(1,489)	(144)	930	746	746
税前利润	35,971	43,901	57,232	66,248	72,017
所得税	(6,815)	(9,156)	(12,019)	(13,912)	(15,124)
少数股东权益	(3,197)	(4,469)	(7,965)	(8,821)	(9,358)
净利润	25,959	30,276	37,248	43,515	47,536
核心净利润	25,959	30,276	37,248	43,515	47,536
每股收益(人民币)	1.305	1.522	1.873	2.188	2.390
核心每股收益(人民币)	1.305	1.522	1.873	2.188	2.390
每股股息(人民币)	0.460	0.530	0.640	0.730	0.800
收入增长(%)	30	13	20	8	7
息税前利润增长(%)	25	14	27	14	8
息税折旧前利润增长(%)	26	14	22	13	10
每股收益增长(%)	22	17	23	17	9
核心每股收益增长(%)	22	17	23	17	9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(A股) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	59,491	73,467	59,387	92,538	134,654
应收帐款	7,525	7,571	9,082	9,824	10,494
库存	7,842	7,727	8,532	8,957	9,491
其他流动资产	3,048	3,694	3,900	4,001	4,092
流动资产总计	77,906	92,459	80,901	115,320	158,730
固定资产	161,733	179,407	207,302	204,095	199,444
无形资产	23,806	25,642	25,098	24,554	24,010
其他长期资产	11,737	13,006	12,173	12,173	12,174
长期资产总计	197,276	218,055	244,573	240,822	235,628
总资产	275,182	310,514	325,474	356,142	394,359
应付帐款	9,641	13,400	15,929	17,417	18,424
短期债务	18,213	22,252	10,558	6,513	6,513
其他流动负债	14,802	20,032	20,659	20,561	21,678
流动负债总计	42,656	55,684	47,146	44,490	46,615
长期借款	56,045	53,931	42,757	36,475	30,193
其他长期负债	4,946	4,142	4,142	4,142	4,142
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
储备	126,735	149,436	176,142	206,928	239,944
股东权益	146,625	169,326	196,032	226,818	259,834
少数股东权益	24,910	27,431	35,396	44,218	53,576
总负债及权益	275,182	310,514	325,474	356,142	394,359
每股帐面价值(人民币)	7.37	8.51	9.86	11.40	13.06
每股有形资产(人民币)	6.17	7.22	8.59	10.17	11.86
每股净负债/(现金)(人民币)	0.74	0.14	(0.31)	(2.49)	(4.92)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(A股) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	35,971	43,901	57,232	66,248	72,017
折旧与摊销	10,829	12,431	12,961	13,904	16,246
净利息费用	2,970	2,029	2,000	1,145	744
运营资本变动	(314)	7,614	7	219	(287)
税金	(6,840)	(8,455)	(9,626)	(12,408)	(14,303)
其他经营现金流	5,624	1,377	239	34	(85)
经营活动产生的现金流	48,240	58,897	62,813	69,142	74,334
购买固定资产净值	(36,913)	(31,537)	(41,130)	(11,000)	(10,000)
投资减少/增加	(319)	(10)	0	0	0
其他投资现金流	1,617	1,530	0	0	0
投资活动产生的现金流	(35,615)	(30,017)	(41,130)	(11,000)	(10,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	11,899	2,115	(22,252)	(10,354)	(6,309)
支付股息	(9,325)	(9,149)	(10,541)	(12,729)	(14,519)
其他融资现金流	(9,144)	(7,921)	(2,969)	(1,909)	(1,389)
融资活动产生的现金流	(6,570)	(14,955)	(35,762)	(24,992)	(22,218)
现金变动	6,055	13,925	(14,079)	33,150	42,116
期初现金	53,436	59,491	73,467	59,387	92,538
公司自由现金流	13,441	29,997	22,631	59,259	65,456
权益自由现金流	20,510	28,025	(3,451)	45,966	56,723

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(A股)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	47.8	48.2	49.0	51.2	52.5
息税前利润率	37.7	38.0	40.1	42.3	42.8
税前利润率	33.6	36.2	39.3	42.1	42.8
净利率	24.2	25.0	25.6	27.6	28.3
流动性(倍)					
流动比率	1.8	1.7	1.7	2.6	3.4
利息覆盖率	10.7	14.6	19.8	29.5	38.6
净权益负债率(%)	8.6	1.4	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.6	1.5	1.5	2.4	3.2
估值(倍)					
市盈率	21.5	18.5	15.0	12.8	11.8
核心业务市盈率	21.5	18.5	15.0	12.8	11.8
目标价对应核心业务市盈率	23.4	20.0	16.3	13.9	12.8
率					
市净率	3.8	3.3	2.9	2.5	2.2
价格/现金流	11.6	9.5	8.9	8.1	7.5
企业价值/息税折旧前利润	11.6	10.0	8.2	6.8	5.8
周转率					
存货周转天数	47.0	46.2	42.0	43.1	20.0
应收帐款周转天数	22.8	22.7	20.9	21.9	22.1
应付帐款周转天数	31.6	34.7	36.8	38.7	38.9
回报率(%)					
股息支付率	35.2	34.8	34.2	33.4	33.5
净资产收益率	18.7	19.2	20.4	20.6	19.5
资产收益率	12.7	12.5	14.5	15.4	15.2
已运用资本收益率	18.0	18.2	21.2	22.6	22.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表(H股)(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	107,133	121,312	145,521	157,416	168,143
销售成本	(59,378)	(65,492)	(72,315)	(75,920)	(80,442)
经营费用	1,813	2,710	(123)	877	2,384
息税折旧前利润	39,675	47,108	60,123	68,469	73,839
折旧及摊销	(9,893)	(11,422)	(12,961)	(13,904)	16,246
经营利润(息税前利润)	49,568	58,530	73,084	82,374	90,085
净利息收入/(费用)	(2,498)	(2,207)	(2,000)	(1,145)	(744)
其他收益/(损失)	(202)	911	925	741	741
税前利润	36,975	45,812	59,048	68,065	73,836
所得税	(7,076)	(9,626)	(12,408)	(14,303)	(15,515)
少数股东权益	(3,258)	(4,480)	(7,965)	(8,822)	(9,359)
净利润	26,641	31,706	38,675	44,941	48,962
核心净利润	26,641	31,706	38,675	44,941	48,962
每股收益(人民币)	1.339	1.594	1.944	2.259	2.462
核心每股收益(人民币)	1.339	1.594	1.944	2.259	2.462
每股股息(人民币)	0.460	0.530	0.640	0.730	0.800
收入增长(%)	30	13	20	8	7
息税前利润增长(%)	22	19	28	14	8
息税折旧前利润增长(%)	22	18	25	13	9
每股收益增长(%)	21	19	22	16	9
核心每股收益增长(%)	21	19	22	16	9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(H股)(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	36,975	45,812	59,048	68,065	73,836
折旧与摊销	9,893	11,422	12,961	13,904	16,246
净利息费用	2,498	2,207	2,000	1,145	744
运营资本变动	562	5,364	(1,110)	(522)	(351)
税金	(6,840)	(8,455)	(9,626)	(12,408)	(14,303)
其他经营现金流	1,544	(35)	152	(53)	(172)
经营活动产生的现金流	44,632	56,315	63,425	70,132	76,001
购买固定资产净值	(36,347)	(30,229)	(41,130)	(11,000)	(10,000)
投资减少/增加	3	(5)	0	0	0
其他投资现金流	(184)	(946)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(36,528)	(31,180)	(41,130)	(11,000)	(10,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	11,899	2,115	(22,252)	(10,354)	(6,309)
支付股息	(9,325)	(9,149)	(10,541)	(12,729)	(14,519)
其他融资现金流	(4,623)	(4,176)	(2,882)	(1,822)	(1,302)
融资活动产生的现金流	(2,049)	(11,210)	(35,675)	(24,905)	(22,131)
现金变动	6,055	13,925	(13,380)	34,227	43,870
期初现金	53,436	59,491	73,467	60,089	94,319
公司自由现金流	8,920	26,252	23,243	60,249	67,123
权益自由现金流	15,989	24,280	(2,839)	46,956	58,390

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(H股)(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	59,491	73,467	60,089	94,319	138,192
应收帐款	8,236	8,781	10,533	11,394	12,171
库存	7,842	7,727	8,532	8,957	9,491
其他流动资产	2,337	2,484	2,484	2,485	2,486
流动资产总计	77,906	92,459	81,638	117,156	162,340
固定资产	178,270	196,690	225,029	222,295	216,219
无形资产	2,435	2,928	2,609	2,397	2,184
其他长期资产	16,929	19,600	20,330	21,060	21,790
长期资产总计	197,634	219,218	247,968	245,751	240,193
总资产	275,540	311,677	329,607	362,907	402,533
应付帐款	9,642	13,890	15,337	16,102	17,061
短期债务	18,213	22,252	10,354	6,309	6,309
其他流动负债	14,801	19,542	23,199	25,230	26,578
流动负债总计	42,656	55,684	48,890	47,640	49,948
长期借款	56,045	53,931	42,757	36,475	30,193
其他长期负债	5,096	4,644	4,440	4,236	4,032
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
储备	127,542	150,771	178,907	211,123	245,569
股东权益	147,432	170,661	198,797	231,013	265,459
少数股东权益	24,311	26,757	34,722	43,544	52,902
总负债及权益	275,540	311,677	329,607	362,907	402,533
每股帐面价值(人民币)	7.41	8.58	9.99	11.61	13.35
每股有形资产(人民币)	7.29	8.43	9.86	11.49	13.24
每股净负债/(现金)(人民币)	0.74	0.14	(0.35)	(2.59)	(5.11)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(H股)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	46.3	48.2	50.2	52.3	53.6
息税前利润率	37.0	38.8	41.3	43.5	43.9
税前利润率	34.5	37.8	40.6	43.2	43.9
净利率	24.9	26.1	26.6	28.5	29.1
流动性(倍)					
流动比率	1.8	1.7	1.7	2.5	3.3
利息覆盖率	12.0	14.2	20.4	30.3	39.6
净权益负债率(%)	8.6	1.4	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.6	1.5	1.5	2.3	3.1
估值(倍)					
市盈率	22.4	18.9	15.5	13.3	12.2
核心业务市盈率	22.4	18.9	15.5	13.3	12.2
目标价对应核心业务市盈率	25.3	21.2	17.4	15.0	13.8
市净率	4.1	3.5	3.0	2.6	2.3
价格/现金流	13.4	10.6	9.4	8.5	7.9
企业价值/息税折旧前利润	12.8	10.7	8.5	7.1	6.0
周转率					
存货周转天数	43.6	43.4	41.0	42.0	20.0
应收帐款周转天数	25.3	25.6	24.2	25.4	25.6
应付帐款周转天数	31.9	35.4	36.7	36.4	36.0
回报率(%)					
股息支付率	34.3	33.2	32.9	32.3	32.5
净资产收益率	19.2	19.9	20.9	20.9	19.7
资产收益率	12.5	12.7	14.8	15.6	15.2
已运用资本收益率	17.7	18.6	21.8	23.0	22.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010 年 10 月 18 日

兖州煤业

尽管股价上涨，但估值仍具吸引力

得益于对澳大利亚菲利克斯资源公司的收购及母公司将产能提升 2 倍以上的扩张计划，兖州煤业的表现远高于基准指数。公司最新的盈利预测显示，在 A 股会计准则下，2010 年 1-9 月其核心盈利至少同比增长 49%。鉴于其较低的估值及在收购方面的潜在利好，兖州煤业仍然是我们的首推股票。

支撑评级的要点

- 市场认为公司盈利对动力现货价的敏感度较高。
- 由于母公司计划于 2015 年将年产能从目前约 6,000 万吨提升至 2 亿吨左右，预计公司将继续进行收购，以在该计划中发挥重要作用。
- 估值较低，A 股及 H 股估值均低于 10 倍 2011 年预期市盈率。

评级面临的主要风险

- 煤炭价格暴跌。
- 新项目进度延迟。

估值

- 我们将 H 股目标估值由 15 倍 2010 年预期盈利调整为 12 倍 2011 年预期盈利。因此，我们将目标价从 25.01 港币上调至 28.24 港币。
- 自我们 8 月底的报告发布以来，公司 A-H 股 3 个月平均溢价从 25% 提高至 44%。因此，我们将 A 股目标价由 27.29 元人民币上调至 34.94 元人民币。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	26,353	21,500	31,902	39,074	40,658
变动 (%)	59	(18)	48	22	4
净利润 (人民币 百万)	6,324	3,880	7,019	9,688	9,825
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.286	0.789	1.427	1.970	1.998
变动 (%)	134.8	(38.6)	80.9	38.0	1.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	1.348	1.605	1.778
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	1.421	1.939	1.966
调整幅度 (%)	-	-	0.4%	1.6%	1.6%
全面摊薄市盈率 (倍)	20.6	33.5	18.5	13.4	13.2
每股现金流量 (人民币)	1.56	1.22	1.68	2.27	2.60
价格/每股现金流量 (倍)	17.0	21.6	15.7	11.7	10.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	11.9	20.5	10.9	8.0	7.3
每股股息 (人民币)	0.400	0.250	0.430	0.590	0.600
股息率 (%)	1.5	0.9	1.6	2.2	2.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

买入
A

600188.SS - 人民币 26.45

目标价格：人民币 34.94 (↑27.29)

买入
H

1171.HK - 港币 21.60

目标价格：港币 28.24 (↑25.01)

刘志成, CFA

(852) 2905 2130

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300209030301

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	15	51	55	41
相对新华富时 A50 指数 (%)	28	33	34	47

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

发行股数 (百万)	4,918
流通股 (百万)	7
流通股市值 (人民币 百万)	9,497
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	353
净负债比率 (%)	20
主要股东 (%)	
兖矿集团	53

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

股价相对指数表现 (H 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	26	26	41	81
相对恒生中国企业指数 (%)	21	16	23	76

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (H 股)

发行股数(百万)	4,918
流通股(%)	40
流通股市值(港币 百万)	42,283
3 个月日均交易额(港币 百万)	270
净负债比率(%)	21

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (H 股)

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	24,394	19,850	29,453	36,074	37,537
变动(%)	68	(19)	48	22	4
净利润(人民币 百万)	6,489	4,117	7,194	9,930	10,085
全面摊薄每股收益(人民币)	1.319	0.837	1.463	2.019	2.050
变动(%)	100.9	(36.5)	74.7	38.0	1.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.435	1.692	1.776
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.456	1.988	2.019
调整幅度(%)	-	-	0.4	1.6	1.5
全面摊薄市盈率(倍)	14.0	22.1	12.6	9.2	9.0
每股现金流量(人民币)	1.42	1.30	1.55	2.21	2.58
价格/每股现金流量(倍)	13.0	14.3	11.9	8.4	7.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.2	14.0	8.1	5.4	4.8
每股股息(人民币)	0.400	0.250	0.430	0.590	0.600
股息率(%)	2.2	1.4	2.3	3.2	3.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

盈利预期乐观

根据公司近期发布的盈利预测，在 A 股会计准则下，2010 年 1-9 月预期盈利由同比增长超 50% 上调至同比增长超 100%。这主要是由于澳元对美元升值，9 月 30 日澳元对美元比率达到 1: 0.9667 的高点。因而，公司位于澳大利亚的全资子公司兖州煤业澳大利亚有限公司从 31 亿美元的贷款(2009 年底用于对澳大利亚菲利克斯资源公司的收购)中录得 2.44 亿澳元(约相当于 15.4 亿人民币)的未实现兑汇收入。除此之外，公司 2010 年 1-9 月核心盈利仍实现至少 49% 的同比增长。

损益表(A股) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	26,353	21,500	31,902	39,074	40,658
销售成本	(13,491)	(12,220)	(17,374)	(19,833)	(20,996)
经营费用	(2,747)	(2,470)	(2,054)	(3,287)	(3,444)
息税折旧前利润	8,811	5,118	9,564	12,609	12,680
折旧及摊销	(1,304)	(1,693)	(2,909)	(3,346)	(3,537)
经营利润(息税前利润)	10,115	6,811	12,473	15,954	16,218
净利息收入/(费用)	(246)	162	(213)	(74)	70
其他收益/(损失)	94	131	140	582	585
税前利润	8,660	5,411	9,492	13,117	13,336
所得税	(2,322)	(1,505)	(2,439)	(3,392)	(3,473)
少数股东权益	(13)	(26)	(33)	(37)	(37)
净利润	6,324	3,880	7,019	9,688	9,825
核心净利润	6,324	3,880	7,019	9,688	9,825
每股收益(人民币)	1.286	0.789	1.427	1.970	1.998
核心每股收益(人民币)	1.286	0.789	1.427	1.970	1.998
每股股息(人民币)	0.400	0.250	0.430	0.590	0.600
收入增长(%)	59	(18)	48	22	4
息税前利润增长(%)	105	(42)	87	32	1
息税折旧前利润增长(%)	91	(33)	83	28	2
每股收益增长(%)	135	(39)	81	38	1
核心每股收益增长(%)	135	(39)	81	38	1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(A股) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	9,695	12,293	13,445	14,624	19,011
应收帐款	413	437	648	793	826
库存	823	886	1,260	1,420	1,510
其他流动资产	4,458	7,269	7,373	9,104	9,458
流动资产总计	15,389	20,885	22,725	25,941	30,804
固定资产	14,245	18,272	20,169	18,916	17,551
无形资产	1,558	20,113	19,825	19,267	18,632
其他长期资产	1,749	2,982	3,105	3,511	3,514
长期资产总计	17,552	41,367	43,099	41,695	39,697
总资产	32,941	62,252	65,825	67,636	70,501
应付帐款	854	1,307	1,858	2,121	2,245
短期债务	215	1,620	6,675	4,447	4,447
其他流动负债	4,844	8,014	9,076	10,127	10,037
流动负债总计	5,912	10,941	17,610	16,695	16,729
长期借款	176	20,912	13,406	8,959	4,513
其他长期负债	88	1,940	2,222	2,572	2,939
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	21,647	23,439	27,534	34,320	41,194
股东权益	26,565	28,358	32,452	39,238	46,113
少数股东权益	200	102	134	172	209
总负债及权益	32,941	62,252	65,825	67,636	70,501
每股帐面价值(人民币)	5.40	5.77	6.60	7.98	9.38
每股有形资产(人民币)	5.08	1.68	2.57	4.06	5.59
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.89)	2.08	1.35	(0.25)	(2.04)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(A股) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	8,660	5,411	9,492	13,117	13,336
折旧与摊销	1,304	1,693	2,909	3,346	3,537
净利息费用	246	(162)	213	74	(70)
运营资本变动	(535)	540	(2,043)	(1,774)	(351)
税金	(2,322)	(1,505)	(2,439)	(3,392)	(3,473)
其他经营现金流	312	33	147	(227)	(213)
经营活动产生的现金流	7,664	6,010	8,278	11,143	12,765
购买固定资产净值	(3,119)	(21,886)	(4,085)	(1,100)	(1,100)
投资减少/增加	15	(227)	0	0	0
其他投资现金流	792	138	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,312)	(21,975)	(4,085)	(1,100)	(1,100)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(280)	20,532	(1,598)	(6,675)	(4,447)
支付股息	(836)	(1,967)	(1,230)	(2,115)	(2,902)
其他融资现金流	(288)	96	(213)	(74)	70
融资活动产生的现金流	(1,405)	18,661	(3,041)	(8,864)	(7,278)
现金变动	3,947	2,696	1,152	1,179	4,387
期初现金	5,798	9,695	12,293	13,445	14,624
公司自由现金流	5,495	(15,777)	4,406	10,268	11,936
权益自由现金流	4,826	4,729	2,382	3,294	7,289

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (A股)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	38.4	31.7	39.1	40.8	39.9
息税前利润率	33.4	23.8	30.0	32.3	31.2
税前利润率	32.9	25.2	29.8	33.6	32.8
净利率	24.0	18.0	22.0	24.8	24.2
流动性(倍)					
流动比率	2.6	1.9	1.3	1.6	1.8
利息覆盖率	22.7	201.5	22.4	42.1	63.2
净权益负债率(%)	净现金	36.0	20.4	净现金	净现金
速动比率	2.5	1.8	1.2	1.5	1.8
估值(倍)					
市盈率	20.6	33.5	18.5	13.4	13.2
核心业务市盈率	20.6	33.5	18.5	13.4	13.2
目标价对应核心业务市盈率	27.2	44.3	24.5	17.7	17.5
市净率	4.9	4.6	4.0	3.3	2.8
价格/现金流	17.0	21.6	15.7	11.7	10.2
企业价值/息税折旧前利润	11.9	20.5	10.9	8.0	7.3
周转率					
存货周转天数	17.1	25.5	22.5	24.7	25.5
应收帐款周转天数	3.7	7.2	6.2	6.7	7.3
应付帐款周转天数	9.8	18.3	18.1	18.6	19.6
回报率(%)					
股息支付率	31.1	31.7	30.1	30.0	30.0
净资产收益率	26.6	14.1	23.1	27.0	23.0
资产收益率	21.9	7.8	11.1	14.0	13.6
已运用资本收益率	36.9	13.6	18.9	24.3	24.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表(H股)(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	24,394	19,850	29,453	36,074	37,537
销售成本	(11,943)	(10,720)	(15,124)	(17,031)	(18,092)
经营费用	(2,637)	(1,963)	(2,255)	(2,563)	(2,680)
息税折旧前利润	8,619	5,310	9,165	13,135	13,228
折旧及摊销	(1,195)	(1,857)	(2,909)	(3,346)	(3,537)
经营利润(息税前利润)	9,814	7,167	12,074	16,481	16,765
净利息收入(费用)	105	142	(213)	(74)	70
其他收益/(损失)	141	233	228	670	673
税前利润	8,865	5,686	9,181	13,732	13,971
所得税	(2,386)	(1,553)	(1,954)	(3,765)	(3,850)
少数股东权益	9	(15)	(33)	(37)	(37)
净利润	6,489	4,117	7,194	9,930	10,085
核心净利润	6,489	4,117	7,194	9,930	10,085
每股收益(人民币)	1.319	0.837	1.463	2.019	2.050
核心每股收益(人民币)	1.319	0.837	1.463	2.019	2.050
每股股息(人民币)	0.400	0.250	0.430	0.590	0.600
收入增长(%)	68	(19)	48	22	4
息税前利润增长(%)	97	(38)	73	43	1
息税折旧前利润增长(%)	74	(27)	68	36	2
每股收益增长(%)	101	(37)	75	38	2
核心每股收益增长(%)	101	(37)	75	38	2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(H股)(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	8,865	5,686	9,181	13,732	13,971
折旧与摊销	1,195	1,857	2,909	3,346	3,537
净利息费用	(105)	(142)	213	74	(70)
运营资本变动	(1,094)	621	(2,083)	(1,489)	(300)
税金	(2,207)	(1,597)	(2,439)	(3,765)	(3,850)
其他经营现金流	337	(47)	(135)	(1,019)	(582)
经营活动产生的现金流	6,991	6,378	7,645	10,879	12,707
购买固定资产净值	(2,843)	(22,462)	(4,085)	(1,100)	(1,100)
投资减少/增加	20	80	0	0	0
其他投资现金流	597	(101)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,225)	(22,483)	(4,085)	(1,100)	(1,100)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(72)	20,532	(1,598)	(6,675)	(4,447)
支付股息	(836)	(1,967)	(1,230)	(2,115)	(2,902)
其他融资现金流	91	81	(213)	(74)	70
融资活动产生的现金流	(817)	18,646	(3,041)	(8,864)	(7,278)
现金变动	3,948	2,540	520	915	4,329
期初现金	5,731	9,612	12,054	12,574	13,489
公司自由现金流	4,908	(15,918)	3,773	10,005	11,878
权益自由现金流	4,798	4,569	1,749	3,030	7,230

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(H股)(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	9,612	12,054	12,574	13,489	17,818
应收帐款	2,977	4,724	7,009	8,585	8,933
库存	820	886	1,260	1,420	1,510
其他流动资产	1,586	2,337	1,885	2,044	2,361
流动资产总计	14,994	20,001	22,728	25,538	30,622
固定资产	14,149	18,877	20,774	19,521	18,156
无形资产	1,338	20,172	19,723	19,003	18,207
其他长期资产	1,856	3,382	3,504	3,933	3,922
长期资产总计	17,344	42,432	44,001	42,457	40,285
总资产	32,339	62,433	66,729	67,995	70,906
应付帐款	910	1,367	1,943	2,190	2,328
短期债务	82	1,604	6,675	4,447	4,447
其他流动负债	4,305	7,439	7,598	7,439	7,439
流动负债总计	5,297	10,410	16,216	14,076	14,214
长期借款	176	20,912	13,406	8,959	4,513
其他长期负债	49	1,856	1,856	1,856	1,856
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	21,837	24,233	30,198	38,013	45,195
股东权益	26,755	29,152	35,116	42,931	50,114
少数股东权益	61	102	135	173	210
总负债及权益	32,339	62,433	66,729	67,995	70,906
每股帐面价值(人民币)	5.44	5.93	7.14	8.73	10.19
每股有形资产(人民币)	5.17	1.83	3.13	4.86	6.49
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.90)	2.13	1.53	(0.02)	(1.80)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(H股)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	40.2	36.1	41.0	45.7	44.7
息税前利润率	35.3	26.8	31.1	36.4	35.2
税前利润率	36.3	28.6	31.2	38.1	37.2
净利率	26.6	20.7	24.4	27.5	26.9
流动性(倍)					
流动比率	2.8	1.9	1.4	1.8	2.2
利息覆盖率	224.7	117.7	21.5	43.9	65.9
净权益负债率(%)	净现金	35.8	21.3	净现金	净现金
速动比率	2.7	1.8	1.3	1.7	2.0
估值(倍)					
市盈率	14.0	22.1	12.6	9.2	9.0
核心业务市盈率	14.0	22.1	12.6	9.2	9.0
目标价对应核心业务市盈率	18.3	28.9	16.5	12.0	11.8
市净率	3.4	3.1	2.6	2.1	1.8
价格/现金流	13.0	14.3	11.9	8.4	7.2
企业价值/息税折旧前利润	8.2	14.0	8.1	5.4	4.8
周转率					
存货周转天数	19.3	29.0	25.9	28.7	29.6
应收帐款周转天数	42.9	70.8	72.7	78.9	85.2
应付帐款周转天数	11.7	20.9	20.5	20.9	22.0
回报率(%)					
股息支付率	30.3	29.9	29.4	29.2	29.3
净资产收益率	26.9	14.7	22.4	25.4	21.7
资产收益率	21.5	8.1	11.2	14.2	13.8
已运用资本收益率	35.8	13.9	17.5	23.9	23.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

中煤能源 (1898.HK/港币 13.82; 601898.SS/人民币 12.09, 买入)

大同煤业 (601001.SS/人民币 20.88, 买入)

福山能源 (0639.HK/港币 5.39, 买入)

国阳新能 (600348.SS/人民币 25.60, 买入)

开滦股份 (600997.SS/人民币 17.84, 买入)

兰花科创 (600123.SS/人民币 40.73, 买入)

潞安环能 (601699.SS/人民币 49.51, 买入)

平煤股份 (601666.SS/人民币 21.83, 持有)

山煤国际 (600546.SS/人民币 31.70, 买入)

中国神华 (1088.HK/港币 35.10; 601088.SS/人民币 28.09, 买入)

神火煤电 (000933.SZ/人民币 26.89, 买入)

西山煤电 (000983.SZ/人民币 26.05, 买入)

兖州煤业 (1171.HK/港币 21.60; 600188.SS/人民币 26.45, 买入)

以2010年10月18日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

增持(OVERWEIGHT)/买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数升幅多于10%; 减持(UNDERWEIGHT)/卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对该指数降幅多于10%。未有评级(NR)。中立(NEUTRAL)/持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对该指数在下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员。中银国际集团在过去 12 个月内与福山能源存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 10 月 14 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为卖出或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市公司”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或卖出)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371