



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

行业动态
证券研究报告

2011年9月6日

煤炭

研究部

蔡宏宇¹ CFA CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511010051

caihy@cicc.com.cn

煤炭行业周报

季节性行情逐步启动, 期待显著相对收益

投资建议:

下游补库存和冬季备煤将推国内动煤价企稳反弹。经过过去两个月的夏季用煤高峰, 电厂库存已回落至正常水平。近期电厂和贸易商购煤力度加大, 国内港口煤价企稳, 沿海煤炭海运费也连续2周小幅反弹。9、10月份通常是电厂冬季备煤的时段, 而自9月20日起大秦线将进行为期15天、每天4小时的检修, 预计影响动力煤供应量300万吨以上。预计未来一段时间国内动力煤价将逐步反弹。随着钢铁行业步入旺季, 焦煤价格则有望继续小幅上涨。

盈利确定性和季节性将推动板块继续取得相对收益。上周A股煤炭板块下跌3.4%, 而上证综指向下调整3.2%; H股煤炭公司平均上涨3.5%, 与恒生国企指数持平。从4月18日至今, 上证综指下跌17.1%, 而煤炭板块仅下跌10.0%; 从7月18日至今, 上证综指下跌10.4%, 而煤炭板块下跌6.5%。这表明, 在市场整体下挫时, 煤炭板块表现出较好的抗跌性, 主要由于在刚性需求和运力瓶颈的支持下, 煤价维持高位, 煤炭股具有良好的盈利确定性(见图表一)。由于欧债危机恶化, 国内经济继续放缓, 同时紧缩政策持续, 短期煤炭板块仍面临一定压力。但良好的盈利确定性以及即将到来的季节性行情将使煤炭板块有望继续跑赢大盘。而若9月欧债问题取得一定进展, 同时美国推出经济刺激政策, 煤炭板块则有望出现可观的行情。

A股组合: 中国神华、兖州煤业、中煤能源、潞安环能和兰花科创。中国神华一体化继续深化、内外扩张加快、执行力不断提高、资产注入值得期待, 估值优势明显, 2011年P/E仅12.2倍; 兖州煤业经过近期调整后估值优势重现, 中长期增长有保障, 现货比例高, 2011年P/E为14.7倍; 中煤能源下半年煤质将改善, 未来产量将持续快速增长, 资产注入值得期待, 2011年P/E为13.8倍; 潞安环能资产注入有望逐步提上日程, 长期产量将快速增长, 2011年P/E为16.9倍; 兰花科创化工业务扭亏大幅改善业绩, 大宁矿近期有望复产, 2011年P/E为14.2倍。

H股组合: 兖州煤业、中煤能源、中国神华和恒鼎实业。兖州煤业上周如期反弹8.2%, 估值仍较便宜, 投资价值显著, 2011年P/E仅8.7倍; 中煤能源2012年增速在H股动力煤公司中最为确定, 2011年P/E为11.1倍; 中国神华长期将稳健增长, 资产注入值得期待, 2011年P/E为13.4倍。同时关注恒鼎实业在焦煤旺季的交易性机会(持续快速增长趋势明确, 2011年P/E为9.4倍)。

本周数据点评:

国际动力煤继续小幅上涨, 焦煤价格继续下跌。纽卡斯尔港动力煤(6000大卡/千克)离岸价微涨0.8%至122.5美元/吨, 昆士兰优质硬焦煤离岸价下跌3.4%至286.8美元/吨。考虑增值税、海运费等因素后, 进口动力煤价格仍高于国内103元/吨, 而进口焦煤价格则高出643元/吨。

港口动力煤价格企稳, 生产地普遍上涨; 炼焦煤价格继续小幅上涨; 无烟煤价格基本稳定。1) 秦皇岛山西优混(5500大卡/千克)825元/吨, 与上周持平; 山西朔州、大同地区动力煤价上涨10~15元/吨, 陕西神木上涨25元/吨, 此外, 山东济宁、兖州和兰州、河北等地均有所上涨。2) 山西临汾地区1/3焦精煤上涨20~50元/吨, 此外山西长治、黑龙江、山东、新疆市均有所上涨, 其余地区保持平稳。3) 除河南焦作外, 各地无烟煤价格均保持平稳。

国际国内海运费继续上涨。达林普湾码头至龙口煤炭海运费继续上涨2.5%至14.25美元/吨; 秦皇岛至广州海运费上涨3元/吨或5.8%至55元/吨, 至上海海运费上涨2元/吨或4.7%至45元/吨。

秦皇岛库存增加1.9%至732万吨; 重点电厂耗煤量有所回落, 目前电厂库存处于正常水平(15天)。

钢材价格涨跌互现, 焦炭价格基本平稳, 港口铁矿石价格小幅上涨。上海地区螺纹钢价格下跌0.2%, 冷轧薄板上涨0.6%, 热轧薄板、中厚板价格保持平稳; 除山东、安徽以及山西长治、灵石等地焦炭价格有所上涨外, 各地均保持平稳; 港口铁矿石价格上涨1.3%至1510元/吨。

风险: 紧缩政策持续; 经济放缓幅度超预期; 节能减排力度超预期; 煤炭资源税改革超预期; 欧债危机恶化。

¹ 报告贡献人: 廖明兵 (liaomb@cicc.com.cn)

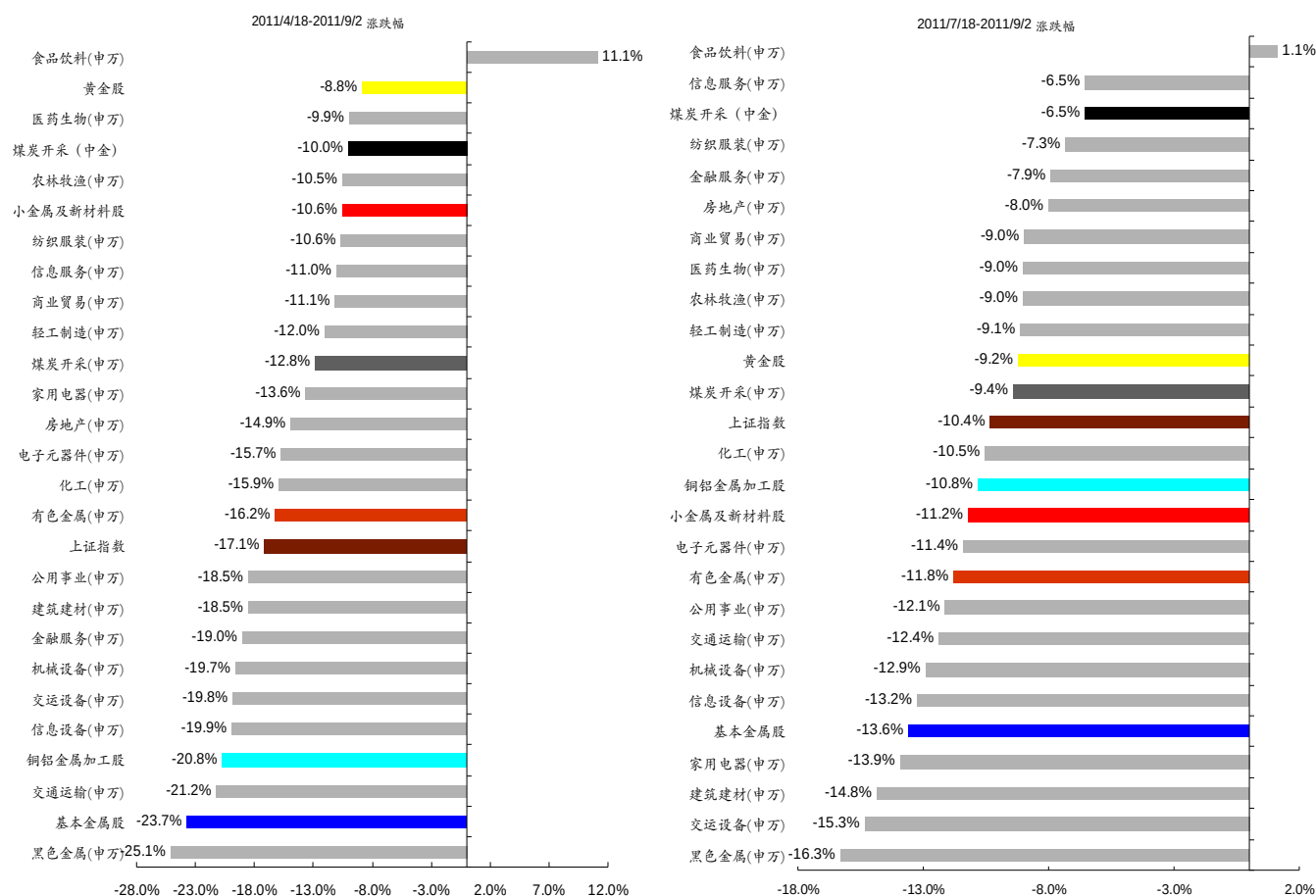
图表目录

图表 1: 煤炭采掘类股票在众多板块中表现出较强的抗跌性	3
图表 2: 自 4 月 8 日以来, H 股煤炭股票相比大盘和其他多数板块表现出较强的抗跌性	4
图表 3: H 股公司目标价	5
图表 4: 过去一周 A 股煤炭公司股价表现	6
图表 5: 过去一周 H 股煤炭公司股价表现	6
图表 6: 澳大利亚动力煤价格小幅上涨	6
图表 7: 秦皇岛动力煤价格保持平稳	6
图表 8: 国际煤炭海运费继续上涨	6
图表 9: 国内煤炭海运费继续小幅上涨	6
图表 10: 国际原油价格显著回落	7
图表 11: 煤油价格有较强的相关性	7
图表 12: 秦皇岛煤炭库存小幅反弹	7
图表 13: 重点电厂库存位于正常水平	7
图表 14: 无烟末煤价格保持平稳	7
图表 15: 无烟块煤价格保持平稳	7
图表 16: 国际焦煤价格继续下跌	8
图表 17: 柳林地区焦煤价格保持平稳	8
图表 18: 天津港焦煤库存有所回升	8
图表 19: 焦炭价格基本平稳	8
图表 20: 钢材价格涨跌互现	8
图表 21: 唐山铁矿石价格小幅上涨	8
图表 22: 中国日均粗钢产量连续 9 个月同比上升	9
图表 23: 海外日均粗钢产量已恢复至危机前水平	9
图表 24: 煤炭公司估值历史比较	9
图表 25: 煤炭上市公司所在地煤价情况	10
图表 26: PMI 继续环比回落但仍处于扩张区间	11
图表 27: 7 月 FAI 累计增速环比小幅下降	11
图表 28: 7 月 VAI 同比增速小幅回落	11
图表 29: 7 月 CPI 创下 2008 年 8 月以来新高	11
图表 30: 可比公司估值	12

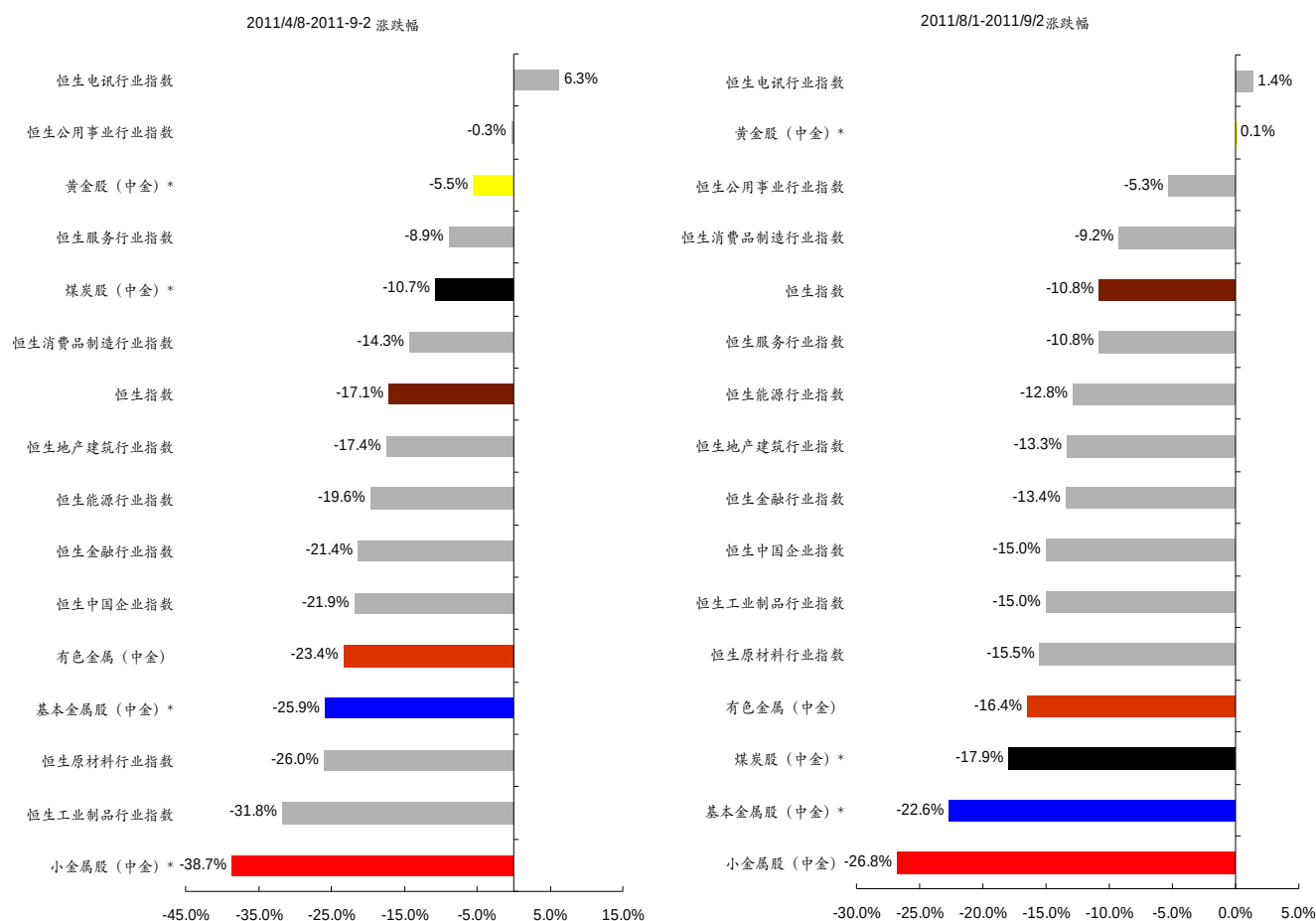
本周专题: 相比大盘和其他多数板块, 煤炭采掘类股票较为抗跌

煤炭采掘类股票在 4 月和 7 月以来的调整中表现出较强的抗跌性, 与其盈利和增长的确性直接相关。在所有板块的比较中, 我们覆盖的煤炭采掘类股票表现出较强的抗跌性。A 股在 4 月 18 日大盘见顶以来, 上证综指跌 17.1%, 而我们覆盖的煤炭开采类股票平均跌 10.0%, 表现居前列; 自 7 月 18 日以来, 上证综指下跌 10.4%, 而我们覆盖的煤炭开采类股票下跌 6.5%, 仅次于食品饮料和信息服务业; H 股方面, 自 4 月 8 日以来, 恒生国企指数下跌达 21.9%, 而我们覆盖的煤炭公司仅下跌 10.7%, 相对收益显著。这与我们一直以来所持有的对煤炭价格稳步小幅上涨以及对相关股票中有增长确定性的品种的偏好是一致的。在全球经济放缓和宏观仍存在诸多不确定因素背景下, 我们认为盈利和增长较为确定的煤炭股有较强的抗跌性。

图表 1: 煤炭采掘类股票在众多板块中表现出较强的抗跌性



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 2: 自 4 月 8 日以来, H 股煤炭股票相比大盘和其他多数板块表现出较强的抗跌性


*注: 煤炭股包括中国神华H、中煤能源H、兖州煤业H; 黄金股包括紫金矿业H、招金矿业; 基本金属包括中国铝业H、江西铜业H; 小金属包括洛阳钼业

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

宏观要闻：

【宏观数据】中国物流与采购联合会9月1日发布的数据显示，中国8月份PMI为50.9%，环比季节性回升0.2个百分点。在历经4个月持续回落之后，本月止跌回升，显示出经济发展态势回稳。（来源：中国物流与采购网）

【宏观政策】国务院总理温家宝9月1日发表文章称，稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务，宏观调控的取向不变。（来源：新华社）

【海外宏观】白宫将美国今明两年的经济增长率预测分别从2.7%和3.6%调低至1.7%和2.6%；美国供应管理协会(ISM)发布的制造业报告显示，美国8月的ISM制造业指数降至50.6%，略低于7月的50.9%，但高于市场预期；美国劳工部公布的非农就业数据显示，8月份非农就业零增长，远低于预期。（来源：路透社）

煤炭行业要闻：

【煤炭供需】国家发改委发布7月份电煤供需形势报告，7月日发电量六次突破历史新高，全国重点电厂日均耗煤401万吨，环比增长10.8%，8月上旬，全国重点电厂日均耗煤399万吨，略低于7月份；铁路煤炭运量1.8亿吨，同比增长7.8%。其中电煤运量1.3亿吨，增长10.3%；主要港口发运煤炭5643万吨，增长18.4%；截至8月16日，全国重点电厂存煤6214万吨，平均可用15天。（来源：国家发改委）

【煤炭需求】8月31日，大唐集团在中电联网站刊发文章，建议在电力市场化改革完成前，重启煤电联动，推出相关配套措施，包括征收煤炭暴利税，成立国家煤炭储备中心作为电煤供应中间商，以及建立国家电力补偿机制。（来源：中电联）

【煤炭规划】北京市发改委发布“十二五”能源规划，未来五年城区内现有的四大燃煤热电厂将关闭三家、改造一家，四大燃气热电中心上岗后，五环内将基本实现无煤化，年耗煤量将控制在2000万吨以下。（来源：新华社）

【煤炭供应】1~7月内蒙古煤炭产销两旺。原煤产量5.37亿吨，同比增长32.1%。煤炭销量5.34亿吨，同比增长31%。产销量居全国第一。（来源：国家发改委）

煤炭企业动态：

【中国神华】神华国华孟津发电有限责任公司（“孟津电力”）一期工程2号机组及脱硫脱硝系统顺利通过168小时试运行，并同步投入商业运营。孟津电力一期工程1号机组已于2011年2月投产；至此，一期工程2×600兆瓦超临界机组全面竣工，运营的总装机容量达到1,200兆瓦。截止9月1日，中国神华持有孟津电力51%股权。（来源：上海证券交易所）

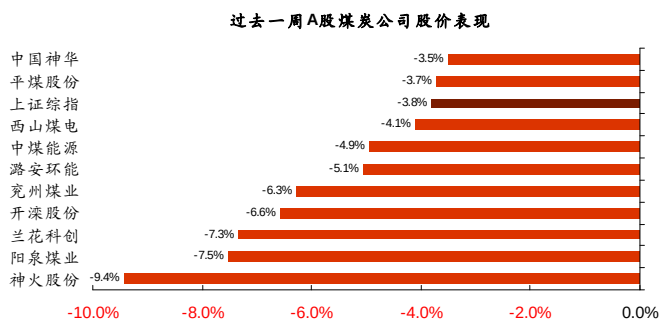
【潞安环能】潞安环能上半年实现收入109.7亿元，同比增长27.7%；实现净利润19.8亿元，折合每股收益0.86元，同比增长32.3%。其中2QEPS为0.45元，环比增长9.8%，基本符合预期。（来源：上海证券交易所）

图表3: H股公司目标价

公司	彭博代码	目标价(港币)	目前价格(港币)	上涨空间	评级	估值方法
动力煤						
中国神华H	1088.HK	42.3	34.5	22.8%	推荐	历史P/E中值+0.5倍标准差 (15.0倍2012P/E)
中煤能源H	1898.HK	13.2	9.6	36.9%	审慎推荐	历史P/E中值 (13.0倍2012P/E)
兖州煤业H	1171.HK	35.4	20.6	71.8%	审慎推荐	扩张期PE中值+0.5倍标准差 (13.3倍2012P/E)
炼焦煤						
首钢资源	639.HK	5.4	3.6	52.1%	审慎推荐	历史P/E中值 (13.0倍2012P/E)
恒鼎实业	1393.HK	6.2	4.1	53.1%	推荐	历史P/E中值 (11.0倍2012P/E)

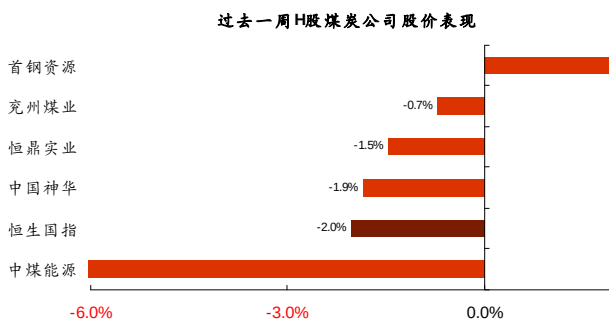
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表4：过去一周A股煤炭公司股价表现



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表5：过去一周H股煤炭公司股价表现



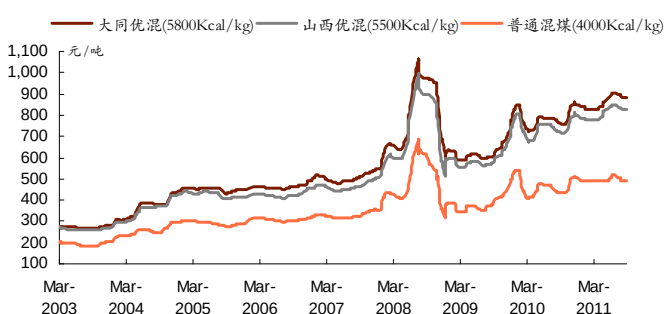
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表6：澳大利亚动力煤价格小幅上涨



资料来源：Globalcoal，中金公司研究部

图表7：秦皇岛动力煤价格保持平稳



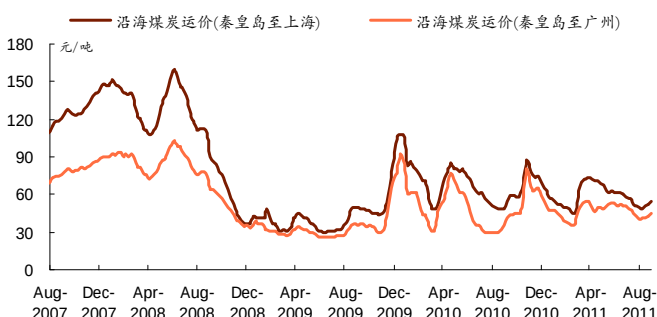
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表8：国际煤炭海运费继续上涨



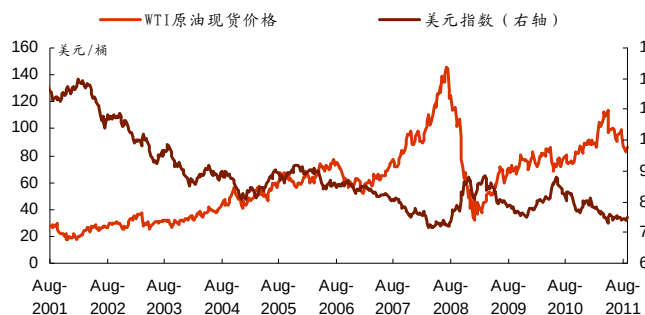
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表9：国内煤炭海运费继续小幅上涨



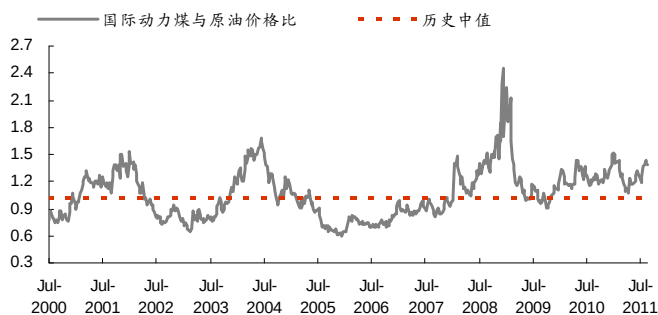
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 10: 国际原油价格显著回落



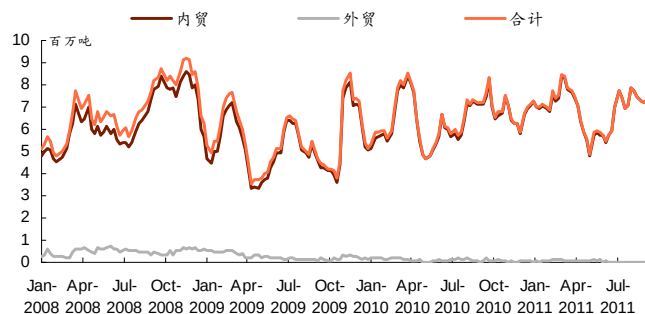
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 11: 煤油价格有较强的相关性



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 12: 秦皇岛煤炭库存小幅反弹



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 13: 重点电厂库存位于正常水平



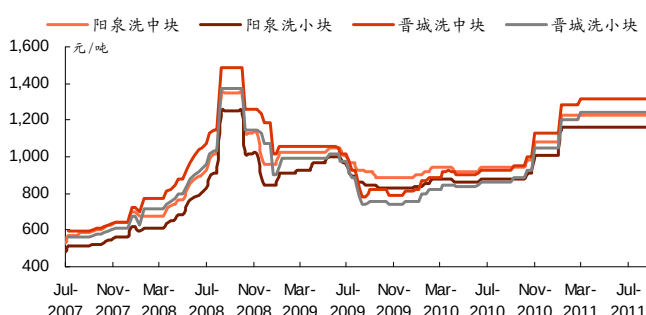
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 14: 无烟末煤价格保持平稳



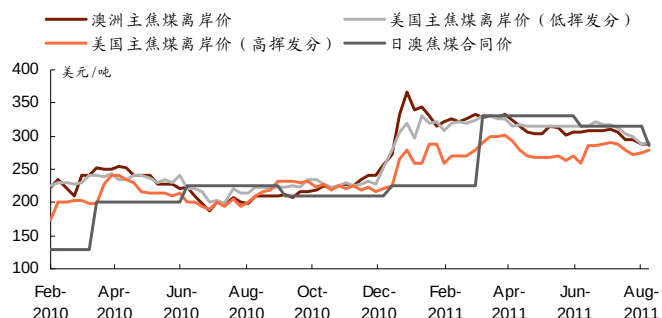
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 15: 无烟块煤价格保持平稳



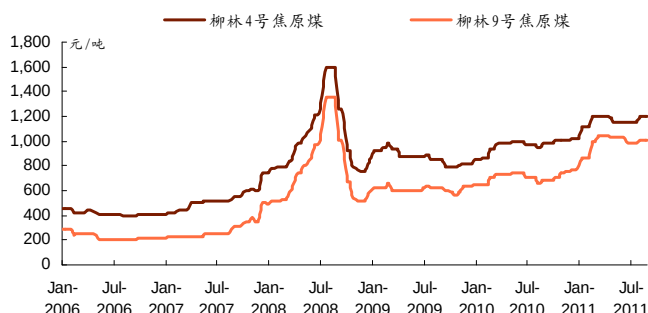
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 16: 国际焦煤价格继续下跌



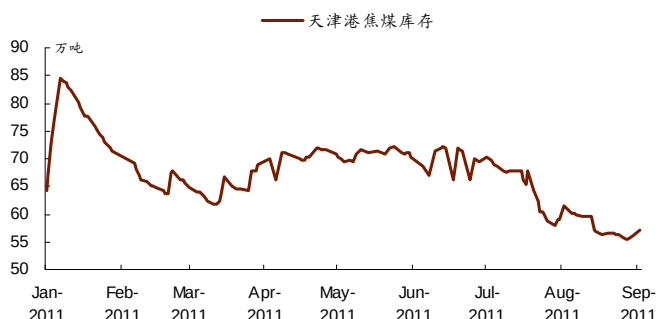
资料来源: McCloskey, 中金公司研究部

图表 17: 柳林地区焦煤价格保持平稳



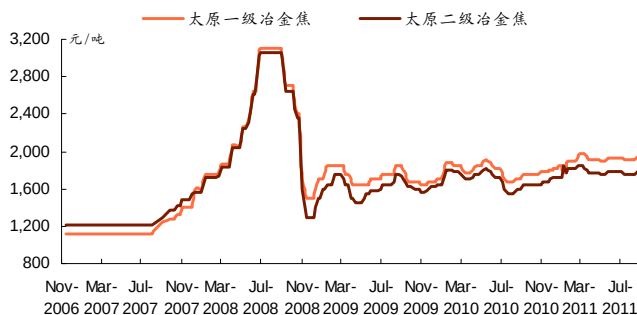
资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

图表 18: 天津港焦煤库存有所回升



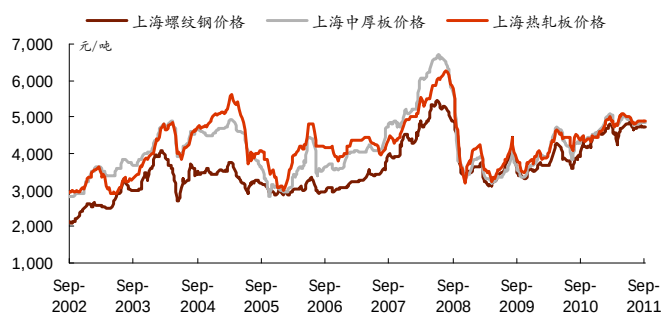
资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

图表 19: 焦炭价格基本平稳



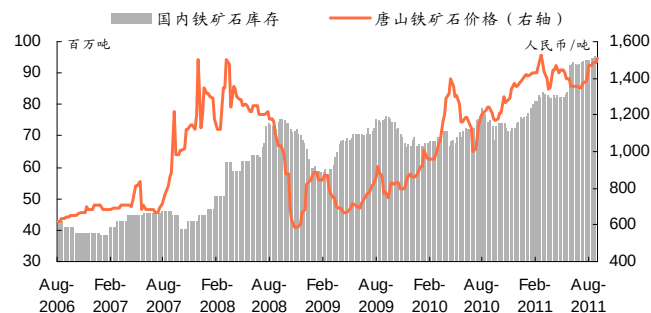
资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

图表 20: 钢材价格涨跌互现



资料来源: 钢之家, 中金公司研究部

图表 21: 唐山铁矿石价格小幅上涨



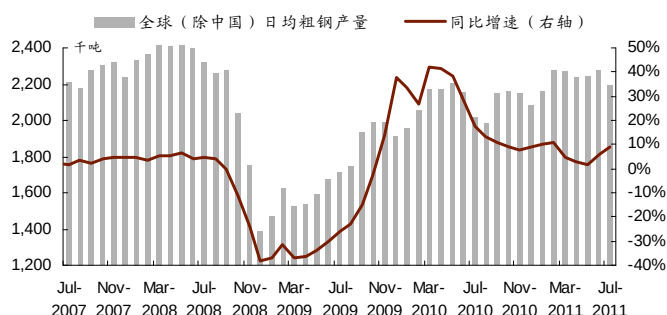
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 22: 中国日均粗钢产量连续 9 个月同比上升



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 23: 海外日均粗钢产量已恢复至危机前水平



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 24: 煤炭公司估值历史比较

上市以来P/E	西山煤电	平煤股份	开滦股份	神火股份	兰花科创	阳泉煤业	潞安环能	兖州煤业A	中国神华A	中煤能源A	兖州煤业H	中国神华H	中煤能源H	首钢资源	恒鼎实业
最高	66.4	43.7	42.5	40.7	54.9	36.5	31.0	38.4	78.1	49.8	18.4	43.9	51.0	65.2	38.2
最低	4.7	3.8	6.6	4.8	4.0	5.8	4.6	6.7	10.8	11.0	2.3	5.0	4.5	5.5	1.8
中值	20.7	18.2	19.8	17.2	14.9	14.9	16.3	18.1	15.9	19.9	9.0	14.5	16.8	14.4	17.0
平均值	21.6	19.1	19.5	18.1	16.6	15.3	15.9	19.6	20.3	21.8	8.5	16.0	18.6	18.2	18.0
目前水平	14.3	11.6	20.5	12.6	13.4	20.8	17.2	14.3	11.9	13.3	8.3	12.7	10.2	8.9	9.1
相对中值	-31.1%	-36.5%	3.8%	-27.1%	-9.9%	39.7%	5.8%	-21.0%	-24.8%	-33.4%	-7.5%	-12.5%	-39.5%	-38.1%	-46.4%
相对均值	-34.1%	-39.4%	5.5%	-30.4%	-19.0%	35.3%	8.4%	-27.0%	-41.2%	-39.2%	-1.5%	-21.0%	-45.2%	-51.1%	-49.2%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

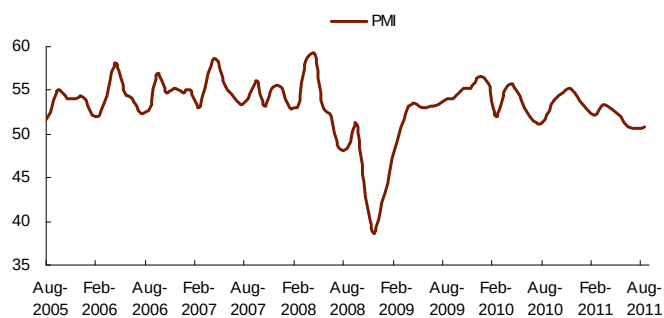
图表 25: 煤炭上市公司所在地煤价情况

单位: 元/吨

动力煤	价格类型	现价	一周前价格	一月前价格	去年全年均值	一周涨跌幅	一月涨跌幅	年初至今涨跌幅	比去年同期均值涨跌	比去年全年均值涨跌
		Price	Price Last Week	Price Last Month	FY10 Average	WoW	MoM	YTD	YoY Change of YTD	YTD v.s. FY10 Average
中国神华 (A+H)										
东胜原煤5200	坑口价	460	460	460	314	0.0%	0.0%	21.1%	43.3%	35.5%
包头38块煤6200	出厂价	580	580	580	519	0.0%	0.0%	5.5%	9.6%	8.6%
中煤能源 (A+H)										
朔州动力煤 (>5200)	含税车板价	585	585	585	536	0.0%	0.0%	2.6%	8.4%	7.7%
兖州煤业 (A+H)										
兖州动力块煤6000	含税车板价	1140	1140	980	825	0.0%	16.3%	16.3%	23.2%	20.3%
兖州混煤5000	含税车板价	910	860	830	687	5.8%	9.6%	21.3%	14.9%	13.4%
大同煤业										
大同弱粘煤(6000)	含税坑口价	655	655	645	552	0.0%	1.6%	9.2%	15.2%	13.8%
大同南郊弱粘煤(5500)	含税坑口价	625	625	615	535	0.0%	1.6%	9.6%	13.1%	11.8%
炼焦煤										
A股										
西山煤电										
古交8号焦原煤	含税坑口价	750	750	750	716	0.0%	0.0%	3.4%	0.6%	1.7%
古交2号焦原煤	含税坑口价	920	920	920	885	0.0%	0.0%	3.4%	(0.5%)	0.9%
兴县气煤	含税坑口价	385	385	385	403	0.0%	0.0%	(3.8%)	(3.5%)	(2.2%)
古交8号焦精煤	车板含税价	1380	1380	1380	1263	0.0%	0.0%	9.5%	3.5%	3.6%
古交2号焦精煤	车板含税价	1550	1550	1550	1435	0.0%	0.0%	8.4%	3.4%	3.6%
开滦股份										
肥精煤	出厂价	1480	1480	1480	1428	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	3.7%
焦精煤	出厂价	1480	1480	1480	1378	0.0%	0.0%	2.1%	8.3%	7.4%
1/3焦精煤	出厂价	1350	1350	1350	1256	0.0%	0.0%	1.5%	8.4%	7.5%
平煤股份										
平顶山主焦煤	出厂价	1610	1610	1610	1456	0.0%	0.0%	3.9%	8.6%	7.1%
盘江股份										
六盘水焦精煤(G>80)	含税出厂价	1500	1500	1500	1223	0.0%	0.0%	15.4%	13.6%	12.7%
煤气化										
古交8号焦原煤	含税坑口价	750	750	750	715	0.0%	0.0%	3.4%	0.7%	1.7%
古交2号焦原煤	含税坑口价	920	920	920	885	0.0%	0.0%	3.4%	(0.4%)	1.0%
蒲县1/3焦精煤	含税车板价	1500	1480	1480	1317	1.4%	1.4%	5.6%	12.0%	11.0%
古交8号精煤	车板含税价	1380	1380	1380	1263	0.0%	0.0%	9.5%	3.5%	3.6%
古交2号精煤	车板含税价	1550	1550	1550	1435	0.0%	0.0%	8.4%	3.4%	3.6%
H股										
首钢资源										
柳林4号焦原煤	含税坑口价	1,200	1,200	1,200	967	0.0%	0.0%	17.6%	22.2%	19.9%
柳林9号焦原煤	含税坑口价	1,010	1,010	1,010	712	0.0%	0.0%	28.7%	39.7%	38.4%
柳林4号焦精煤	车板含税价	1,700	1,700	1,700	1462	0.0%	0.0%	11.5%	14.3%	13.7%
柳林9号焦精煤	车板含税价	1,580	1,580	1,580	1289	0.0%	0.0%	17.0%	21.6%	21.9%
恒鼎实业										
六盘水焦精煤(G>80)	含税出厂价	1500	1500	1500	1223	0.0%	0.0%	15.4%	13.6%	12.7%
无烟煤										
A股										
兰花科创										
晋城无烟末煤5800	含税坑口价	850	850	850	659	0.0%	0.0%	13.3%	32.8%	27.0%
晋城洗中块6800	含税坑口价	1320	1320	1320	955	0.0%	0.0%	16.8%	44.0%	36.8%
晋城洗小块6300	含税坑口价	1240	1240	1240	886	0.0%	0.0%	18.1%	46.0%	38.4%
阳泉煤业										
阳泉无烟末煤6200	含税坑口价	780	780	780	638	0.0%	0.0%	4.0%	27.3%	22.2%
阳泉洗中块7000	含税坑口价	1230	1230	1230	960	0.0%	0.0%	13.9%	31.8%	27.7%
阳泉洗小块7000	含税坑口价	1160	1160	1160	898	0.0%	0.0%	14.9%	32.6%	28.6%
神火股份										
永城无烟末煤5500	车板价	820	820	820	708	0.0%	0.0%	5.1%	16.9%	12.9%
永城无烟中块7000	车板价	1530	1530	1530	1167	0.0%	0.0%	13.3%	28.8%	23.5%
永城无烟精煤7000	车板价	1280	1280	1280	995	0.0%	0.0%	16.4%	28.2%	24.6%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 26: PMI 继续环比回落但仍处于扩张区间



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 27: 7 月 FAI 累计增速环比小幅下降



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 28: 7 月 VAI 同比增速小幅回落



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 29: 7 月 CPI 创下 2008 年 8 月以来新高



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 30: 可比公司估值

A股煤炭公司	投资评级	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 2011-9-5	Upside	YTD	EPS(RMB)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(RMB)		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
焦煤公司																	
西山煤电*	审慎推荐	64,694	20.53		(23%)	0.84	1.23	1.43	19%	46%	17%	24.5	16.7	14.3	4.01	4.51	5.09
平煤股份*	中性	28,121	11.91		(27%)	0.78	0.93	1.09	31%	19%	17%	15.2	12.8	11.0	3.96	4.71	5.58
开滦股份*	中性	20,199	16.36		(19%)	0.70	0.78	0.82	6%	11%	4%	23.2	20.9	20.1	4.67	5.34	6.04
潞安环能*	审慎推荐	68,319	29.69		(0%)	1.49	1.76	2.04	63%	18%	16%	19.9	16.9	14.6	5.17	6.13	7.28
冀中能源		55,162	23.85		19%	1.04	1.41	1.73	(25%)	36%	23%	23.0	16.9	13.8	5.66	6.05	7.20
煤气化		10,784	20.99		(19%)	0.46	0.84	1.15	(38%)	84%	36%	45.9	25.0	18.3	5.96	5.72	6.29
盘江股份		31,523	28.57		(12%)	1.22	1.58	1.99	36%	30%	26%	23.4	18.1	14.4	5.93	6.63	8.10
中间值 - 焦煤																	
无烟煤公司																	
兰花科创*	审慎推荐	23,893	41.83		(11%)	2.30	2.95	3.70	3%	28%	25%	18.2	14.2	11.3	11.46	13.91	16.68
神火股份*	审慎推荐	24,864	14.80		(5%)	0.69	1.01	1.27	93%	47%	25%	21.5	14.6	11.7	2.68	3.39	4.28
阳泉煤业*	审慎推荐	59,500	24.74		(14%)	1.00	1.28	1.43	30%	28%	12%	24.7	19.3	17.3	3.55	4.70	5.99
昊华能源		24,540	24.54		15%	0.93	1.35	1.56	(10%)	45%	16%	26.4	18.2	15.8	5.39	7.79	9.28
中间值 - 无烟煤																	
动力煤公司																	
中国神华*	推荐	518,649	25.63		4%	1.87	2.11	2.31	23%	13%	9%	13.7	12.2	11.1	9.90	11.24	12.73
兖州煤业**	审慎推荐	116,723	28.26		(0%)	1.83	1.92	2.17	132%	5%	13%	15.4	14.7	13.0	7.47	8.80	10.30
中煤能源*	审慎推荐	118,758	9.43		(13%)	0.52	0.68	0.81	4%	31%	19%	18.1	13.8	11.6	5.54	6.02	6.59
伊泰B股		8,086	35.27		(23%)	3.45	4.12	4.38	61%	19%	6%	10.2	8.6	8.1	9.77	11.90	15.00
大同煤业		25,976	15.52		(26%)	0.77	0.84	1.02	(14%)	9%	22%	20.2	18.6	15.3	5.92	4.03	4.57
上海能源		16,305	22.56		(20%)	1.84	2.01	2.24	40%	9%	12%	12.3	11.3	10.1	9.31	10.07	12.05
恒源煤电		20,205	46.08		(11%)	2.37	2.54	2.83	100%	7%	11%	19.4	18.1	16.3	13.55	14.48	16.99
露天煤业		23,124	17.43		(32%)	1.10	1.15	1.36	49%	5%	18%	15.8	15.1	12.8	2.96	3.41	4.41
郑州煤电		6,077	9.66		(22%)	0.21	0.26	0.30	15%	24%	15%	46.0	37.2	32.2	3.03	n.a.	n.a.
国投新集		20,632	11.15		(21%)	0.68	0.75	0.98	51%	10%	31%	16.4	14.9	11.3	3.89	4.41	5.11
安源股份		3,982	14.79		(16%)	0.16	n.a.	n.a.	103%	n.a.	n.a.	92.4	n.a.	n.a.	2.68	n.a.	n.a.
靖远煤电		2,777	15.61		(26%)	0.32	0.42	0.55	7%	31%	30%	48.8	37.2	28.6	2.87	n.a.	n.a.
大有能源		4,168	32.70		(4%)	0.04	2.17	2.34	(77%)	5326%	8%	819.5	15.1	14.0	2.46	n.a.	n.a.
山煤国际		21,638	28.85		(17%)	1.01	1.40	2.01	23%	38%	44%	28.6	20.6	14.3	4.80	5.15	7.05
平庄能源		13,602	13.41		(13%)	0.64	0.73	0.82	39%	14%	12%	21.0	18.4	16.4	3.95	4.28	5.06
远兴能源		5,881	7.66		(16%)	0.14	n.a.	n.a.	(88%)	n.a.	n.a.	54.7	n.a.	n.a.	2.98	n.a.	n.a.
中间值 - 动力煤																	
中间值 - A股煤炭																	
H股煤炭公司																	
		Market Cap (HKD Mn)	Price(HKD) 2011-9-5		YTD	EPS(RMB)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(RMB)		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
中国神华*	推荐	632,650	34.45	22.8%	6%	1.92	2.18	2.39	20%	14%	10%	15.7	13.4	12.2	9.97	11.40	13.05
目标价			42.30											15.0			
兖州煤业**	审慎推荐	142,379	20.60	71.8%	(13%)	1.89	2.00	2.25	125%	6%	13%	9.5	8.7	7.8	7.59	8.92	10.47
目标价			35.40											13.3			
中煤能源*	审慎推荐	144,862	9.64	36.9%	(21%)	0.56	0.74	0.86	1%	31%	16%	14.9	11.1	9.5	5.58	6.15	6.80
目标价			13.20											13.0			
首钢资源* (HKD)	审慎推荐	19,101	3.55	52.1%	(33%)	0.34	0.39	0.42	60%	17%	6%	10.6	9.1	8.5	3.65	3.86	4.22
目标价			5.40											13.0			
恒鼎实业*	推荐	8,365	4.05	52.6%	(38%)	0.34	0.36	0.48	72%	8%	31%	10.5	9.4	7.2	3.50	3.80	4.20
目标价			6.18											11.0			
中间值																	
中间值																	
国际可比公司																	
		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 2011-9-5		YTD	EPS(USD)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(USD)		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
综合性公司																	
BHP Billiton	澳大利亚	185,446	39.86		(17%)	4.29	4.69	4.77	305%	9%	2%	8.8	8.0	7.9	10.67	14.39	17.89
Rio Tinto	澳大利亚	110,333	73.79		(18%)	7.31	9.29	9.81	165%	27%	6%	9.6	7.5	7.1	32.26	36.50	44.75
Anglo American	英国	31,796	38.75		(28%)	5.43	5.65	6.68	169%	4%	18%	4.4	4.3	3.6	28.07	33.38	39.04
XSTRATA	瑞士	29,190	15.88		(35%)	1.61	2.30	2.77	544%	43%	21%	6.1	4.3	3.6	14.67	15.78	18.13
中间值																	
印尼煤炭公司																	
Bumi		6,141	0.30		(17%)	0.02	0.02	0.03	62%	42%	48%	18.3	12.9	8.7	0.05	0.09	0.11
Adaro		7,583	0.24		(21%)	0.01	0.02	0.02	(19%)	114%	35%	29.3	13.7	10.1	0.07	0.12	0.15
Indo Tambangraya		5,655	5.00		(16%)	0.18	0.41	0.55	(40%)	129%	34%	27.8	12.1	9.0	0.79	0.90	1.17
Tambang Batubara		5,152	2.24		(17%)	0.10	0.18	0.22	(7%)	77%	21%	21.9	12.4	10.3	0.35	0.44	0.56
中间值																	
美国煤炭公司																	
Peabody		12,401	45.79		(28%)	2.88	4.34	5.91	71%	51%	36%	15.9	10.6	7.7	19.26	21.28	27.19
Arch Coal		4,078	19.14		(45%)	0.98	2.12	3.73	250%	116%	76%	19.5	9.0	5.1	16.73	18.61	20.57
Consol		10,154	44.78		(8%)	1.61	2.89	4.27	(46%)	80%	48%	27.8	15.5	10.5	14.20	15.30	19.05
Alpha		6,994	30.89		(49%)	0.80	2.81	3.48	25%	252%	24%	38.6	11.0	8.9	37.14	47.57	42.44
中间值																	
澳大利亚煤炭公司																	
		Market Cap (USD Mn)	Price(AUD) 2011-9-5		YTD	EPS(AUD)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(AUD)		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
Coal & Allied		11,275	123.16		3%	8.13	7.43	9.75	20%	(9%)	31%	15.2	16.6	12.6	18.76	21.29	26.52
New Hope		4,433	5.05		4%	0.22	0.18	0.28	(91%)	(20%)	57%	22.6	28.4	18.0	2.77	2.87	3.03
Aquila		2,276	5.75		(42%)	-0.10	-0.14	0.05	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	117.3	1.12	1.03	1.09
Whitehaven		2,964	5.67		(16%)	0.02	0.39	0.58	(97%)	1825%	51%	283.5	14.7	9.7	2.11	2.32	2.63
中间值																	
中间值																	

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。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司或其关联机构为中国神华提供过投资银行服务。

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