

2011 年 9 月 23 日



刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

唐倩

(8610) 6622 9077

Qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207060241

沈涛

(8610) 6622 9097

Tao.shen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040001

图表 1. 上市公司估值表

公司名称	评级	股价	目标价	上升空间
A 股		(人民币)	(人民币)	(%)
中煤能源	持有	8.89	9.70	9.1
大同煤业	持有	15.81	17.69	11.8
阳泉煤业	买入	23.86	26.84	12.5
昊华能源	持有	24.57	30.58	24.5
露天煤业	持有	17.12	20.68	20.8
冀中能源	买入	23.98	31.09	29.7
开滦股份	买入	16.73	20.06	19.9
兰花科创	买入	43.36	57.68	32.9
潞安环能	买入	28.99	38.84	34.0
盘江股份	买入	28.93	37.73	30.4
平煤股份	持有	13.37	13.12	(1.9)
平庄能源	持有	13.90	14.80	6.5
山煤国际	买入	29.10	36.89	26.8
中国神华	买入	25.69	34.02	32.4
神火股份	买入	14.74	20.65	40.1
西山煤电	买入	20.75	25.06	20.8
兖州煤业	持有	28.12	27.71	(1.5)
H 股/港股		(港币)	(港币)	
中煤能源	买入	7.78	10.27	32.0
中国神华	买入	31.90	39.57	24.0
首钢资源	买入	2.90	4.38	51.0
兖州煤业	买入	17.68	24.67	39.5

资料来源: 彭博及中银国际研究预测

以 2011 年 9 月 22 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

中国煤炭板块

动力煤短期前景向好

我们预计, 由于对供应方面的担忧, 短期内秦皇岛动力煤现货价格仍将进一步上涨。另一方面, 我们认为, 国内焦煤价格在目前的旺季进一步上涨的空间有限。尽管我们继续维持对 A 股煤炭板块 **中立** 的评级, 但在板块连续下跌后, 估值已经比较合理, 建议关注未来秦皇岛动力煤价格上涨可能带来的阶段性投资机会。我们维持对香港上市煤炭板块的 **增持** 评级。

支撑评级的要点

- 由于大秦铁路检修以及山西省部分煤矿关闭, 我们预计, 短期内秦皇岛动力煤现货价格仍将进一步上涨。水电发电量下滑导致对火电的依赖度上升, 因此煤炭需求也将走强;
- 需求旺季到来将导致动力煤现货价格在年底前保持高位;
- 鉴于钢铁及其下游产业前景暗淡, 我们认为国内焦煤价格进一步上涨的空间有限;
- 我们将 2011 年秦皇岛山西优混煤平均现货价格预测上调了 3% 至 815 人民币/吨, 较去年同比上涨 9%。也就是说, 今年剩余时间内山西优混煤现货价格将保持在 830 人民币/吨;
- 我们还将 2011 年柳林硬焦煤平均现货价格预测上调了 2% 至 1,000 人民币/吨, 较去年同比上涨 20%;
- 我们维持对 A 股煤炭板块的 **中立** 评级, 但是在板块连续向下调整后, 煤炭股估值进入比较合理区间, 建议关注短期动力煤价格可能继续上涨带来的阶段性投资机会。。

主要风险

- 中国政府将动力煤的合同价的“限价令”延长一年;
- 政策成本意外上升。

首选买入

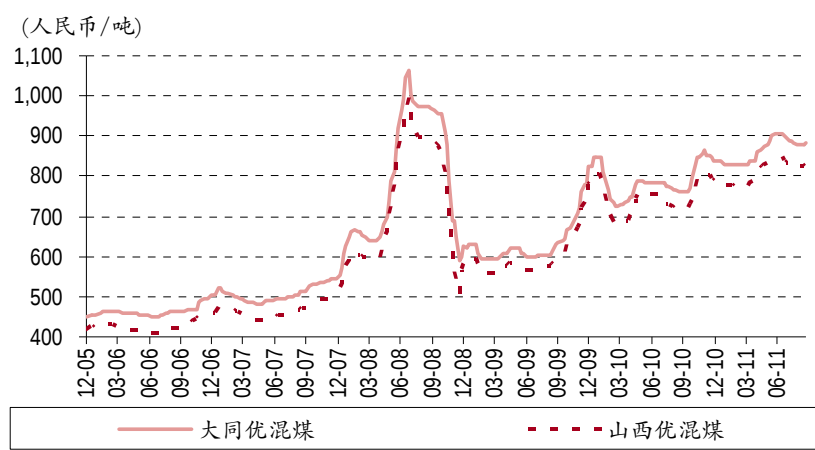
- **A 股:** 神火股份、兰花科创、冀中能源、潞安环能。
- **H 股/港股:** 中国神华、首钢资源。

目录

短期内动力煤价格仍有进一步上涨空间	3
炼焦煤涨价空间有限	8
盈利预测及估值	10
中煤能源	15
中国神华	19
首钢资源	23
兖州煤业	26
研究报告中所提及的有关上市公司	30

短期内动力煤价格仍有进一步上涨空间

图表 1. 秦皇岛动力煤现货价格



资料来源：中国煤炭资源网

上周（截至 9 月 19 日），秦皇岛大同优混煤和山西优混煤现货价格一改 7 月中旬以来的跌势，分别环比上涨了 5 元/吨至 885 元/吨和 830 元/吨。尽管目前是动力煤需求的传统淡季，但我们预计短期内动力煤现货价格还将进一步上涨。

山西省产量减少

八月中旬，山西省煤炭工业厅开展了对全省煤矿的安全生产百日大检查专项行动，至少将抽查山西省内 30% 国有煤矿的安全生产状况。这已经并且仍将继续对山西省的煤炭产量产生负面影响。

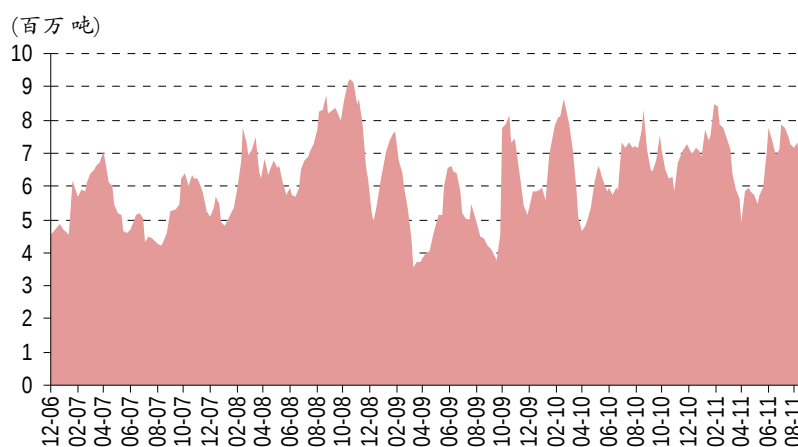
此外，9 月 17 日，山西省政府宣布要求中煤能源母公司中煤集团旗下位于山西省内的井工煤矿全部停产整顿，经山西省地方有关部门对其安全设施和安全生产措施验收合格后才能复工复产，因为最近该集团下属一煤矿发生安全事故导致 10 人死亡。考虑到十月初的国庆长假，我们预计停产将持续 4 周。

根据 2010 年数据，中煤能源的井工矿产量占山西省全省煤炭总产量的 8% 左右。这些煤矿全部停产将进一步削减煤炭供给。

大秦铁路检修

此外，2011 年大秦铁路第二次检修工作已于 9 月 20 日开始，将持续至 10 月 2 日，期间，大秦铁路每天将停运 4 个小时。我们估计，这将导致秦皇岛的煤炭入港量减少 130 万吨，使秦皇岛煤炭库存在淡季有所下降。因此，秦皇岛煤炭贸易商的议价能力将有所提高，从而进一步支撑秦皇岛煤价。

图表 2. 秦皇岛煤炭库存

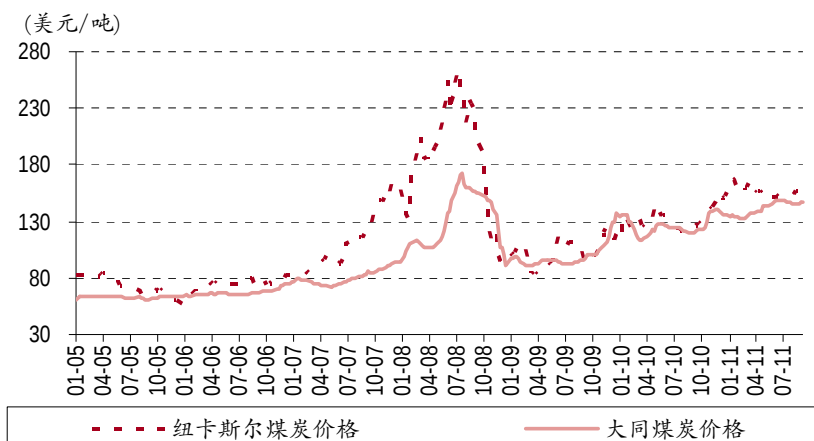


资料来源：中国煤炭资源网

进口价格上涨

尽管进口可补充一部分供给，但进口价格也有所上涨，特别是最近六周，运费由 11 美元/吨左右上涨至了 16 美元/吨。根据万得资讯统计，BDI(波罗的海综合运费指数)由 7 月底的 1,254 点上涨了 50%至目前的 1,884 点。按照当前的价格，就广州而言，澳洲进口动力煤税前到岸价要比山西煤炭到岸价贵 15 美元/吨。这样进口价格上升将进一步支撑国内煤炭价格的上涨。

图表 3. 澳洲进口动力煤到岸价格与大同优混煤价格（广州）

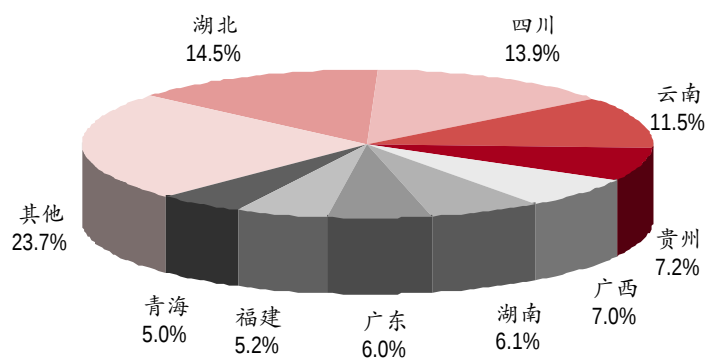


资料来源：中国煤炭资源网、彭博、中银国际研究

水电发电量疲软推升火电需求

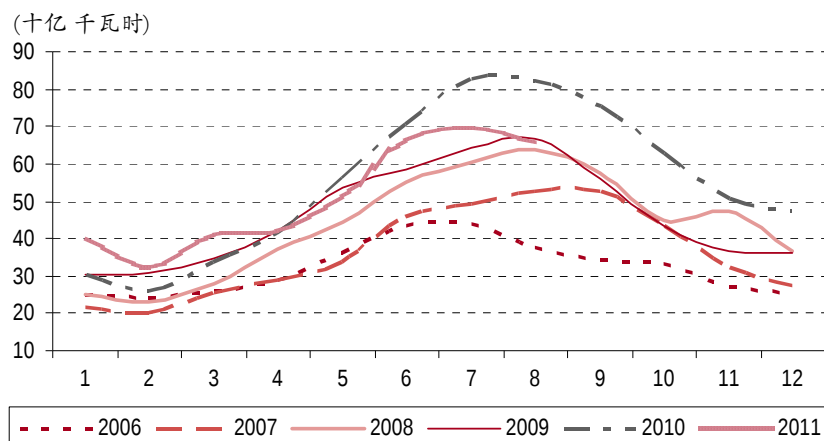
从需求层面来看,主要水电项目所在的华南地区发生干旱已导致夏季水电发电量下降。特别是湖北、贵州、广西和广东等水电大省的水电发电量下降明显。6-7 月,水电在总发电量中的占比已下降至六年来的最低水平。

图表 4. 中国各省水电装机占比



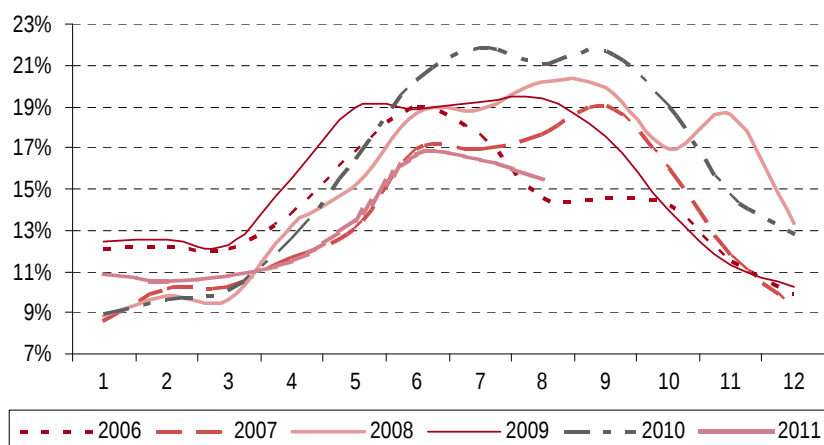
资料来源：万得资讯、中银国际研究

图表 5. 中国水电发电量月度数据



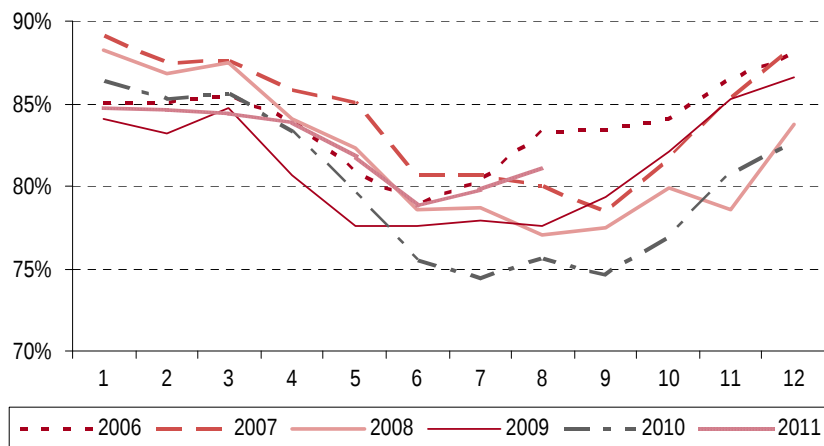
资料来源: 万得资讯

图表 6. 水电在全国总发电量中的占比



资料来源: 万得资讯

图表 7. 火电在全国总发电量中的占比



资料来源: 万得资讯

6-8月，为弥补供电缺口，火电发电量录得了高位两位数增长，因此目前对火电的依赖程度有所提高。8月火电在全国总发电量中的占比创下五年来新高。这将导致动力煤需求上升。

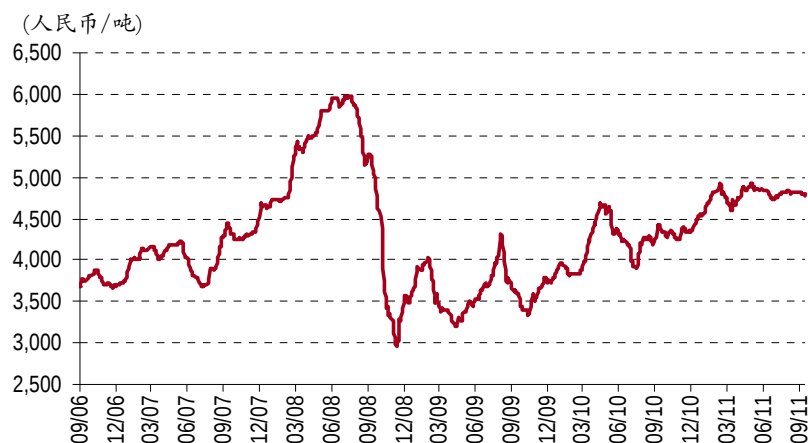
9月以来，陕西、四川和河南普降大雨。尽管这可能导致9月水电发电量环比有所增长，但目前对火电的依赖程度依然较高。

总体而言，尽管目前仍处于淡季，但山西省煤炭供给减少以及大秦铁路检修至少将支撑动力煤现货价格保持在当前水平，甚至进一步上涨。之后，随着供给恢复正常水平，冬季需求高峰也将到来。尽管总体经济增长可能放缓，但旺季需求至少应能保证动力煤价格保持在相对较高的水平。

炼焦煤涨价空间有限

华南地区雨季结束之后,更多的建筑项目将开始施工,秋季通常是钢材消费的旺季。但是,今年秋天我国的钢材价格并没能上涨;相反,很多地区价格已经走软。中央政府平抑房地产泡沫的举措导致了房地产价格及销售收入的下滑。考虑到房价下滑及缺乏资金,私人开发商已经开始暂缓甚至停止了新项目建设。这或许不会导致钢材需求缩水,但至少会引起需求增长放缓。由于销售收入增长缓慢,来自于机械和汽车行业的钢材需求也非常疲软。尽管经济适用房的建设创造了一部分新需求,但这并不足以拉动钢材整体需求增长。

图表 8. 我国平均钢材价格

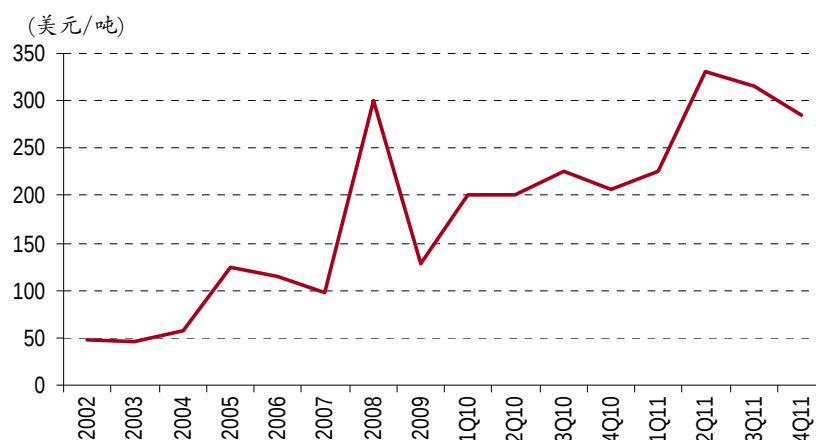


资料来源: 万得数据(北京、广州、上海、沈阳、武汉和重庆数据平均)

炼焦煤是钢铁生产中的主要原材料。如果钢价止步不前,那么炼焦煤的上涨空间也将十分有限。

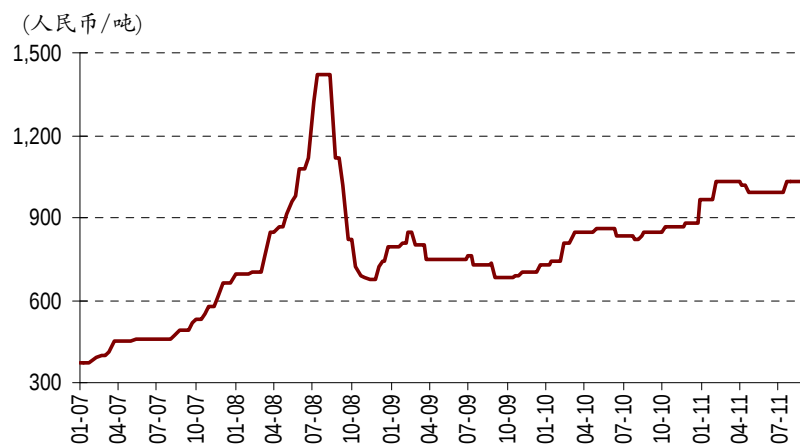
另一方面,亚太地区的炼焦煤价格下挫也将限制国内市场上炼焦煤价格的上涨。日本已经同意今年4季度按照285美元/吨的合同价从澳大利亚进口主焦煤。受到今年初澳洲洪涝灾害的影响,2季度硬炼焦煤出口价创下330美元/吨的历史新高,但随后连续两个季度下滑。市场普遍认为合同价将继续回落到260美元/吨左右。我们在盈利预测模型中,根据2012年人民币汇率预测(截至2012年末,1美元=6.1人民币)和当前的运费15美元/吨,预计澳洲硬炼焦煤在运抵广州后(剔除增值税)的价格将达到1,706人民币/吨。假设国内的粗硬炼焦煤洗出率为60%,那么这一价格与陕西省柳林市的主焦煤原煤当前的价格基本持平。这也可以引证,当前国内焦煤价格从目前水平继续上涨的空间依然有限。

图表 9. 日本和澳大利亚的合同主焦煤价格



资料来源：中国煤炭资源网

图表 10. 陕西省柳林地区 4 号煤(主焦煤)现货价格



资料来源：中国煤炭资源网

盈利预测及估值

煤炭价格预测

由于今夏售价超出预期,因此今年截至目前秦皇岛的山西优混煤平均现货价格达到 809.3 人民币/吨,已经超出了我们的全年预测 795 人民币/吨。由于现在动力煤价格较高,且还有进一步上涨的空间,我们将 2011 年全年秦皇岛山西优混煤现货价格预测从 795 人民币/吨上调为 815 人民币/吨。也就是说,我们假设今年剩下的时间现货价格将维持在目前水平。我们相信这一预测已经较为保守。同时,我们将 2012 年价格预测从 820 人民币/吨小幅上调为 825 人民币/吨。

焦煤方面,我们将 2011 年柳林地区的主焦煤平均现货价格预测从 983 人民币/吨上调为 1,000 人民币/吨,与今年到目前为止的平均价格基本持平。我们认为当前的价格水平难以持续,在不远的将来将有所调整。

在图表 11 中,我们概括了煤价预测调整。同时,我们在图表 12 中更新了主要的煤炭价格预测,包括 2013 年。

图表 11. 主要煤炭价格预测调整

	调整前	调整后	变动 (%)
秦皇岛山西优混煤平均现货价格(人民币/吨)			
2011E	795	815	2.5
2012E	820	825	0.6
山西省柳林 4 号煤平均现货价格(人民币/吨)			
2011E	983	1,000	1.7
2012E	1,003	1,010	0.7
对日本出口动力煤合同价格(美元/吨)			
2011E	120.0	145.8	21.5
2012E	120.0	145.8	21.5

资料来源: 中银国际研究预测

图表 12. 主要煤炭价格预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
国内市场						
动力煤						
秦皇岛山西优混煤平均现货价格(人民币/吨)	737	600	745	815	825	835
同比变动(%)	57	(19)	24	9	1	1
合同价同比变动(%)	10	0-10	5-10	0	5	5
炼焦煤						
山西省柳林 4 号煤平均现货价格(人民币/吨)	908	746	833	1,000	1,010	1,010
同比变动(%)	88	(18)	12	20	1	-
出口市场						
年内与日本签订的动力煤合同价(美元/吨)	131.4	78.5	115.5	145.8	145.8	145.8
同比变动(%)	94	(40)	47	26	-	-

资料来源：中银国际研究预测

盈利预测

图表 13. 调整盈利预测

	新每股收益			旧每股收益			变动		
	2011E (人民币)	2012E (人民币)	2013E (人民币)	2011E (人民币)	2012E (人民币)	2013E (人民币)	2011E (%)	2012E (%)	2013E (%)
A 股									
中煤能源	0.647	0.752	0.841	0.721	0.884	0.907	(10)	(15)	(7)
中国神华	2.268	2.682	2.933	2.239	2.667	2.791	1	1	5
兖州煤业	1.979	2.061	2.343	1.995	2.067	2.107	(1)	(0)	11
H 股/港股									
中煤能源	0.701	0.819	0.923	0.777	0.954	0.989	(10)	(14)	(7)
中国神华	2.315	2.730	2.980	2.286	2.714	2.839	1	1	5
首钢资源*	0.442	0.475	0.484	0.433	0.475	0.484	2	0	0
兖州煤业	2.022	2.115	2.323	2.036	2.120	2.087	(1)	(0)	11

*首钢资源的每股收益以港币计算

资料来源：中银国际研究预测

我们根据煤炭价格预测更新小幅调整了我们覆盖的香港上市煤炭企业的盈利预测。兖州煤业方面，我们上调了 2013 年盈利预测，因为我们将澳洲和日本的主焦煤合同价格预测从 220 美元/吨上调为 260 人民币/吨。由于公司澳洲的半软焦煤和 PCI 煤价格随硬炼焦煤价格而波动，因此我们也相应上调了价格预测。

值得一提的是唯一的例外中煤能源。公司位于山西省境内的五大地地下矿受到母公司中煤能源集团旗下一个煤矿发生事故的牵连，已经从 9 月 17 日开始停产。我们预计这五大煤矿占公司 2011 年总产量的一半左右。我们预计四周停产后将复产。同时，我们将王家岭煤矿的投产时间预测从 2012 年 4 月推迟到 2012 年 10 月，政府考虑到母公司旗下煤矿近期的事故，可能会推迟授予王家岭煤矿复建的批准。

我们的盈利预测所面临的主要的风险是 2012 年国内市场的动力煤合同价格能否上调。目前我们预测的同比增幅为 5%。由于大部分火电厂亏损, 中央政府可能会通过上调上网电价的方式来帮助电力企业。但如果通胀居高不下, 上调电价似乎又不太可能。因此, 我们不排除 2012 年政府放弃上调电价, 而冻结合同动力煤价格上涨的可能。

同时, 我们预计政府会在 2012 年初对煤炭的资源税由从量计征调整为从价计征(税率为 3%), 从而拉开煤炭产业资源税改革的大幕。如果国内的动力煤合同价格没有上涨, 那么政府就不太可能推进此项改革。我们在下表中概括了动力煤合同价格不上涨、资源税不改革对 2012 年煤炭企业盈利产生的影响。

图表 14. 2012 年盈利所受到的影响(假设国内合同动力煤不上涨、资源税不改革)

(人民币)	调整后的 2012 年 预期每股收益	基本情况下 2012 年 预期每股收益	变动 (%)
A 股			
中煤能源	0.78	0.75	4
大同煤业	0.93	0.95	(2)
阳泉煤业	1.41	1.55	(9)
昊华能源	1.61	1.64	(2)
露天煤业	1.02	1.31	(22)
冀中能源	1.49	1.49	-
开滦股份	0.81	0.77	5
兰花科创	4.19	4.12	2
潞安环能	1.97	1.95	1
盘江股份	1.83	1.95	(6)
平煤股份	0.92	1.03	(11)
平庄能源	0.74	0.79	(6)
山煤国际	1.86	1.94	(4)
中国神华	2.61	2.68	(3)
神火股份	1.43	1.41	1
西山煤电	1.40	1.39	1
兖州煤业	2.15	2.06	4
H 股/港股			
中煤能源	0.85	0.82	4
中国神华	2.65	2.73	(3)
首钢资源*	0.49	0.48	3
兖州煤业	2.20	2.12	4

*首钢资源的每股收益以港币为单位

资料来源: 中银国际研究预测

对于大部分企业来说, 盈利影响有限(+/-5%)。受影响最大的两家公司是露天煤业和平煤股份。这主要是因为其利润率较低、合同动力煤销售的比率偏高。

估值

图表 15. 香港上市的煤炭企业与恒生国企指数表现之比较

公司	彭博代码	股价		今年截至目前变动 (%)
		11 年 12 月 31 日 (港币)	11 年 9 月 22 日 (港币)	
H 股/港股				
中煤能源	1898.HK	12.14	7.78	(35.9)
中国神华	1088.HK	32.6	31.90	(2.1)
首钢资源	0639.HK	5.33	2.90	(45.6)
兖州煤业	1171.HK	23.7	17.68	(25.4)
恒生国企指数		12,678.88	9,202.70	(27.4)

资料来源：彭博

香港上市的四家煤炭企业中，从今年初到现在中煤能源和首钢资源的表现落后于 H 股指数。中煤能源先有最大的矿区的地质问题，后有山西井工矿(占到公司总产量的一半)被令停产。两者都对市场造成冲击。首钢资源的股价低迷，因为在不景气的市场环境中投资者往往会更多关注大盘股。中国神华的表现最为亮眼，其保持着较快的产量增长同时也拥有明确的增长前景。

我们对香港市场煤炭板块维持**增持**评级，预计未来的表现将超越大市。它们要么是相比未来几年的增长前景来说估值较低，要么是股息率具有吸引力。

我们的首选股票为首钢资源和中国神华。虽然首钢资源的盈利难有增长，但是派息政策优厚，股息率具有吸引力。估值也相对较低。如果进行收购交易，还能进一步刺激股价。

虽然中国神华的估值相对较高，但是其业绩稳健同时企业管治良好。公司对于未来的产量增长有明确的规划，同时收购母公司资产的计划也对股价产生了积极影响。在中煤能源旗下的部分煤矿停产之后，部分投资者或许会转投中国神华。

我们维持 A 股煤炭板块**中立**的评级，但认为板块在连续下跌后估值进入相对合理区间，未来动力煤价格上涨有可能成本板块催化剂，从而带来阶段性投资机会。个股方面，我们建议关注催化剂比较突出的公司，如今后业绩有明显改善的神火股份、兰花科创、以及存在资产注入预期的冀中能源、潞安环能。

图表 16. 近期 A 股煤炭板块跌幅比较

	二季度至今跌幅 (%)	9 月 1 日至今跌幅 (%)
煤炭板块	15	5.3
上证综指	13	4.6
沪深 300	14	5.5

资料来源：万得资讯

图表 17. 我们覆盖中的国内煤炭企业估值比较

公司	股票代码	股价	市盈率(倍)			股息率(%)			目标价	
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	评级	
A 股									(人民币)	
中煤能源	601898.SS	8.89	13.7	11.8	10.6	2.2	2.5	2.9	9.70	持有
大同煤业	601001.SS	15.81	19.7	16.6	15.1	1.4	1.6	1.8	17.69	持有
国阳新能	600348.SS	23.86	18.1	15.4	14.2	1.4	1.6	1.8	26.84	买入
昊华能源	601101.SS	24.57	17.7	15.0	13.2	2.4	2.8	5.4	30.58	持有
霍林河露天煤业	002128.SZ	17.12	16.6	13.1	10.0	2.5	3.2	4.1	20.68	持有
冀中能源	000937.SZ	23.98	17.6	16.1	14.7	1.4	1.5	1.6	31.09	买入
开滦股份	600997.SS	16.73	22.2	21.8	19.4	0.6	0.7	0.7	20.06	持有
兰花科创	600123.SS	43.36	14.3	10.5	8.4	1.4	1.8	2.2	57.68	买入
潞安环能	601699.SS	28.99	16.5	14.9	11.6	4.1	4.6	5.9	38.84	买入
盘江精煤	600395.SS	28.93	19.2	14.8	11.6	3.6	4.7	6.0	37.73	买入
平顶天安	601666.SS	13.37	16.3	14.6	12.7	2.0	2.3	2.6	13.12	持有
平庄能源	000780.SZ	13.90	19.6	17.6	16.7	0.8	0.9	0.9	14.80	持有
山煤国际	600546.SS	29.10	19.7	15.0	12.9	1.3	1.7	2.1	36.89	买入
中国神华	601088.SS	25.69	11.3	9.6	8.8	3.5	4.2	4.6	34.02	买入
神火煤电	000933.SZ	14.74	14.8	10.4	8.0	2.0	2.8	3.6	20.65	买入
西山煤电	000983.SZ	20.75	18.2	14.9	12.2	2.3	2.7	3.5	25.06	买入
兖州煤业	600188.SS	28.12	14.2	13.6	12.0	2.0	2.1	2.3	27.71	持有
均值			17.0	14.5	12.5	2.1	2.4	3.1		
H 股/港股									(港币)	
中煤能源	1898.HK	7.78	9.1	7.8	6.9	3.1	3.5	4.0	10.27	买入
中国神华	1088.HK	31.90	11.3	9.6	8.8	3.5	4.1	4.5	39.57	买入
首钢资源	0639.HK	2.90	6.6	6.1	6.0	6.6	7.2	7.2	4.42	买入
兖州煤业	1171.HK	17.68	7.2	6.9	6.2	3.9	4.1	4.5	24.67	买入
平均			8.5	7.6	7.0	4.3	4.7	5.0		

资料来源：中银国际研究预测

2011 年 9 月 23 日

中煤能源

H 股具备吸引力

我们将 2011-13 年盈利预测下调 7-15%，主要是为了反映公司山西井工矿的停产整顿以及新煤矿完工时间的推迟。我们认为，在近期的大幅下跌后，所有利空都已经体现在股价中。我们维持对 H 股的买入评级。但考虑到上升空间有限，我们将 A 评级由买入下调为持有。

支撑评级的要点

- 利空已体现在价格中。
- 未来两年内预计将出现可观增长。
- H 股估值具备吸引力。
- A 股上升空间有限。

评级面临的主要风险

- 停产持续的时间比预期要长。
- 新项目完工时间进一步延后。

估值

- 由于预测下调，我们将 H 股目标价由 11.39 港币下调至 10.27 港币，仍相当于 12 倍 2011 年预期盈利。
- 考虑到预测的变动，我们将 A 股目标估值由 16 倍 2011 年预期盈利下调至 15 倍预期盈利。因此，我们将目标价由 11.54 人民币下调至 9.70 人民币。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	53,730	71,268	85,060	98,850	109,842
变动 (%)	3	33	19	16	11
净利润 (人民币 百万)	6,622	6,909	8,574	9,970	11,150
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.499	0.521	0.647	0.752	0.841
变动 (%)	17.0	4.3	24.1	16.3	11.8
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.721	0.884	0.907
调整幅度 (%)	-	-	(10.3)	(14.9)	(7.3)
全面摊薄市盈率 (倍)	17.8	17.1	13.7	11.8	10.6
核心市盈率 (倍)	17.8	17.1	13.7	11.8	10.6
每股现金流量 (人民币)	0.78	0.85	1.00	1.20	1.35
价格/每股现金流量 (倍)	11.4	10.4	8.9	7.4	6.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	8.4	7.2	7.0	6.4	6.0
每股股息 (人民币)	0.150	0.156	0.195	0.225	0.255
股息率 (%)	1.7	1.8	2.2	2.5	2.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

持有 (↕ 买入)

601898.SS - 人民币 8.89

目标价格：人民币 9.70 (↕ 11.54)

买入

1898.HK - 港币 7.78

目标价格：港币 10.27 (↕ 11.39)

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

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 (%)	(18)	(6)	(7)	(5)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(6)	(4)	2	3

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 (%)	11
流通股市值 (人民币 百万)	12,530
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	175
净负债比率 (%)	1
主要股东 (%)	
中煤能源集团	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(%)	(36)	(20)	(24)	(36)
相对恒生中国企 业指数 (%)	(8)	(9)	1	(12)

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)	31,977
3 个月日均交易额(港币 百万)	348
净负债比率 (%)	3

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	53,187	70,303	83,907	97,511	108,354
变动(%)	3	32	19	16	11
净利润(人民币 百万)	7,409	7,466	9,294	10,860	12,233
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.559	0.563	0.701	0.819	0.923
变动(%)	2.9	0.8	24.5	16.8	12.6
市场预期每股收益(人 民币)	-	-	0.746	0.899	0.972
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.777	0.954	0.989
调整幅度(%)	-	-	(9.8)	(14.2)	(6.8)
全面摊薄市盈率(倍)	11.4	11.3	9.1	7.8	6.9
每股现金流量(人民币)	0.92	0.91	1.18	1.38	1.50
价格/每股现金流量(倍)	7.0	7.0	5.4	4.6	4.3
企业价值/息税折旧前利 润(倍)	5.7	5.2	5.4	4.8	4.4
每股股息(人民币)	0.150	0.156	0.195	0.225	0.255
股息率 (%)	2.4	2.5	3.1	3.5	4.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

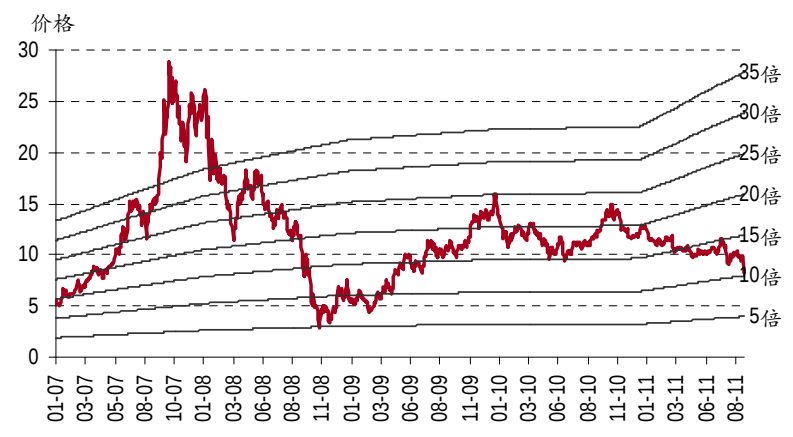
山西井工矿停产整顿

由于母公司煤矿发生透水事故, 山西省政府勒令中煤能源在该省的所有井口矿停产整顿。只有在取得省政府的批准后, 方可复产复工。

包括 10 月初的国庆长假在内, 我们预测停产时间将持续四周。受影响的煤矿将占到公司 2011 年产量的一半左右。因此, 此次停产将使公司 2011 年原煤产量下降 4%。我们进一步预测透水事故将导致王家岭煤矿重启建设工程的获批时间延后, 而完成剩余工程仍需要 9 个月时间。因此, 我们将王家岭煤矿的预测投产时间由 2012 年 4 月推后至 2012 年 10 月。王家岭煤矿出产的煤炭为半硬焦煤, 该品种的价值高于普通动力煤。

考虑到以上因素, 我们将中煤能源 2011-13 年盈利预测下调 7-15%。

市盈率曲线图 - H 股



资料来源: 中银国际研究

损益表(A股) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	53,730	71,268	85,060	98,850	109,842
销售成本	(34,460)	(47,449)	(57,656)	(67,493)	(75,221)
经营费用	(7,627)	(9,248)	(9,511)	(10,897)	(12,586)
息税折旧前利润	8,215	10,289	11,794	13,662	15,237
折旧及摊销	(3,427)	(4,282)	(6,099)	(6,798)	(6,798)
经营利润(息税前利润)	11,642	14,571	17,893	20,461	22,035
净利息收入/(费用)	520	(139)	(505)	(477)	(450)
其他收益/(损失)	466	72	355	355	355
税前利润	9,201	10,222	11,644	13,540	15,143
所得税	(2,107)	(2,651)	(2,667)	(3,101)	(3,468)
少数股东权益	(471)	(662)	(404)	(470)	(525)
净利润	6,622	6,909	8,574	9,970	11,150
核心净利润	6,622	6,909	8,574	9,970	11,150
每股收益(人民币)	0.499	0.521	0.647	0.752	0.841
核心每股收益(人民币)	0.499	0.521	0.647	0.752	0.841
每股股息(人民币)	0.150	0.156	0.195	0.225	0.255
收入增长(%)	3	33	19	16	11
息税前利润增长(%)	(8)	25	15	16	12
息税折旧前利润增长(%)	5	25	23	14	8
每股收益增长(%)	17	4	24	16	12
核心每股收益增长(%)	(6)	4	24	16	12

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	37,286	30,041	8,130	2,674	2,697
应收帐款	3,255	4,574	8,997	11,036	12,597
库存	4,978	6,215	7,421	8,588	9,545
其他流动资产	5,354	7,870	7,870	7,870	7,870
流动资产总计	50,873	48,700	32,417	30,169	32,709
固定资产	36,409	43,968	87,439	100,653	109,867
无形资产	17,887	21,218	21,028	20,838	20,648
其他长期资产	4,512	6,930	6,834	6,738	6,642
长期资产总计	58,808	72,115	115,300	128,228	137,156
总资产	109,681	120,815	147,718	158,397	169,865
应付帐款	6,342	8,526	10,820	11,187	11,715
短期债务	387	396	0	0	0
其他流动负债	9,030	10,668	36,230	39,868	42,513
流动负债总计	15,759	19,590	47,050	51,054	54,228
长期借款	11,287	10,716	9,111	8,330	8,330
其他长期负债	4,777	4,990	4,990	4,990	4,990
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
储备	55,171	60,178	60,822	67,809	75,577
股东权益	68,429	73,437	74,081	81,067	88,836
少数股东权益	9,424	12,082	12,486	12,956	13,481
总负债及权益	109,676	120,815	147,718	158,397	169,865
每股帐面价值(人民币)	5.16	5.54	5.59	6.11	6.70
每股有形资产(人民币)	3.81	3.94	4.00	4.54	5.14
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.93)	(1.43)	0.07	0.43	0.42

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	9,201	10,222	11,644	13,540	15,143
折旧与摊销	3,427	4,282	6,099	6,798	6,798
净利息费用	(520)	139	505	477	450
运营资本变动	200	(1,241)	(2,537)	(2,071)	(1,386)
税金	(2,722)	(2,066)	(2,848)	(3,442)	(4,114)
其他经营现金流	759	(15)	410	663	948
经营活动产生的现金流	10,346	11,320	13,273	15,965	17,840
购买固定资产净值	(10,684)	(13,045)	(34,237)	(19,800)	(15,800)
投资减少/增加	(899)	(3,844)	0	0	0
其他投资现金流	1,943	1,418	0	0	0
投资活动产生的现金流	(9,640)	(15,471)	(34,237)	(19,800)	(15,800)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	1,227	(267)	0	(781)	(781)
支付股息	(2,083)	(2,080)	(2,073)	(2,585)	(2,983)
其他融资现金流	43	(481)	901	1,746	1,747
融资活动产生的现金流	(812)	(2,828)	(1,172)	(1,621)	(2,017)
现金变动	(107)	(6,978)	(22,137)	(5,456)	23
期初现金	37,395	37,021	30,267	8,130	2,674
公司自由现金流	705	(4,150)	(20,964)	(3,835)	2,040
权益自由现金流	1,182	(5,141)	(21,625)	(5,240)	671

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	21.7	20.4	21.0	20.7	20.1
息税前利润率	15.3	14.4	13.9	13.8	13.9
税前利润率	17.1	14.3	13.7	13.7	13.8
净利率	12.3	9.7	10.1	10.1	10.2
流动性(倍)					
流动比率	3.2	2.5	0.7	0.6	0.6
利息覆盖率	21.7	16.5	12.3	22.7	30.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	1.1	6.0	5.5
速动比率	2.9	2.2	0.5	0.4	0.4
估值(倍)					
市盈率	17.8	17.1	13.7	11.8	10.6
核心业务市盈率	17.8	17.1	13.7	11.8	10.6
目标价对应核心业务市盈率	19.4	18.6	15.0	12.9	11.5
市净率	1.7	1.6	1.6	1.5	1.3
价格/现金流	11.4	10.4	8.9	7.4	6.6
企业价值/息税折旧前利润	8.4	7.2	7.0	6.4	6.0
周转率					
存货周转天数	48.8	43.1	43.2	43.3	44.0
应收帐款周转天数	26.2	20.0	29.1	37.0	39.3
应付帐款周转天数	42.5	38.1	41.5	40.6	38.1
回报率(%)					
股息支付率	30.0	30.0	30.2	29.9	30.3
净资产收益率	10.0	9.7	11.6	12.9	13.1
资产收益率	6.2	6.6	6.8	6.9	7.2
已运用资本收益率	10.8	11.6	12.7	13.9	14.4

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	53,187	70,303	83,907	97,511	108,354
销售成本	(41,156)	(55,825)	(66,653)	(77,143)	(85,732)
经营费用	(241)	(221)	373	815	883
息税折旧前利润	9,095	10,729	13,386	16,375	18,499
折旧及摊销	(2,695)	(3,528)	(4,241)	(4,808)	(5,006)
经营利润(息税前利润)	11,789	14,257	17,627	21,183	23,505
净利息收入/(费用)	520	(139)	(49)	(354)	(396)
其他收益/(损失)	701	409	433	433	433
税前利润	10,316	10,999	13,770	16,454	18,535
所得税	(2,395)	(2,848)	(3,442)	(4,114)	(4,634)
少数股东权益	(511)	(685)	(1,033)	(1,481)	(1,668)
净利润	7,409	7,466	9,294	10,860	12,233
核心净利润	7,409	7,466	9,294	10,860	12,233
每股收益(人民币)	0.559	0.563	0.701	0.819	0.923
核心每股收益(人民币)	0.559	0.563	0.701	0.819	0.923
每股股息(人民币)	0.150	0.156	0.195	0.225	0.255
收入增长(%)	3	32	19	16	11
息税前利润增长(%)	(15)	18	25	22	13
息税折旧前利润增长(%)	(4)	21	24	20	11
每股收益增长(%)	3	1	24	17	13
核心每股收益增长(%)	(14)	1	24	17	13

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	37,286	30,041	7,932	2,380	2,087
应收帐款	3,255	4,574	5,459	6,344	7,050
库存	4,978	6,215	7,421	8,588	9,545
其他流动资产	5,354	7,870	8,925	9,947	10,784
流动资产总计	50,873	48,700	29,737	27,260	29,465
固定资产	38,121	46,418	76,985	92,067	102,955
无形资产	17,887	21,218	21,194	21,163	21,108
其他长期资产	4,219	6,601	6,647	6,693	6,740
长期资产总计	60,227	74,236	104,827	119,923	130,803
总资产	111,100	122,936	134,563	147,183	160,268
应付帐款	6,342	8,526	10,180	11,782	13,094
短期债务	990	1,422	781	781	0
其他流动负债	8,188	9,442	12,626	14,670	17,087
流动负债总计	15,519	19,391	23,587	27,233	30,181
长期借款	11,287	10,716	9,892	9,111	8,330
其他长期负债	6,098	6,491	6,491	6,491	6,491
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
储备	55,337	60,790	68,012	76,286	85,536
股东权益	68,595	74,049	81,270	89,545	98,795
少数股东权益	9,600	12,290	13,323	14,804	16,472
总负债及权益	111,100	122,936	134,563	147,183	160,268
每股帐面价值(人民币)	5.17	5.58	6.13	6.75	7.45
每股有形资产(人民币)	3.82	3.98	4.53	5.16	5.86
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.89)	(1.35)	0.21	0.57	0.47

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	10,316	10,999	13,770	16,454	18,535
折旧与摊销	2,695	3,528	4,241	4,808	5,006
净利息费用	(520)	139	49	354	396
运营资本变动	517	(1,702)	(135)	(158)	(110)
税金	(2,722)	(2,066)	(2,848)	(3,442)	(4,114)
其他经营现金流	1,851	1,159	565	224	145
经营活动产生的现金流	12,136	12,058	15,643	18,239	19,859
购买固定资产净值	(10,335)	(12,875)	(34,237)	(19,800)	(15,800)
投资减少/增加	(138)	(2,010)	0	0	0
其他投资现金流	(602)	(1,839)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(11,075)	(16,724)	(34,237)	(19,800)	(15,800)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	1,227	(267)	(781)	(781)	(781)
支付股息	(2,083)	(2,080)	(2,073)	(2,585)	(2,983)
其他融资现金流	(311)	(230)	(661)	(624)	(588)
融资活动产生的现金流	(1,166)	(2,577)	(3,515)	(3,991)	(4,352)
现金变动	(105)	(7,243)	(22,109)	(5,551)	(293)
期初现金	37,393	37,286	30,041	7,932	2,380
公司自由现金流	1,061	(4,667)	(18,594)	(1,561)	4,059
权益自由现金流	1,538	(5,657)	(20,036)	(2,966)	2,690

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	22.2	20.3	21.0	21.7	21.7
息税前利润率	17.1	15.3	16.0	16.8	17.1
税前利润率	19.4	15.6	16.4	16.9	17.1
净利率	13.9	10.6	11.1	11.1	11.3
流动性(倍)					
流动比率	3.3	2.5	1.3	1.0	1.0
利息覆盖率	24.1	17.2	26.5	34.3	41.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	2.9	7.2	5.4
速动比率	3.0	2.2	0.9	0.7	0.7
估值(倍)					
市盈率	11.4	11.3	9.1	7.8	6.9
核心业务市盈率	11.4	11.3	9.1	7.8	6.9
目标价对应核心业务市盈率	15.0	14.9	12.0	10.3	9.1
市净率	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
价格/现金流	7.0	7.0	5.4	4.6	4.3
企业价值/息税折旧前利润	5.7	5.2	5.4	4.8	4.4
周转率					
存货周转天数	40.9	36.6	37.3	37.9	38.6
应收帐款周转天数	26.5	20.3	21.8	22.1	22.6
应付帐款周转天数	43.0	38.6	40.7	41.1	41.9
回报率(%)					
股息支付率	26.8	27.8	27.8	27.5	27.6
净资产收益率	11.7	10.5	12.0	12.7	13.0
资产收益率	7.0	6.8	7.8	8.7	9.0
已运用资本收益率	12.2	11.9	13.6	15.0	15.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年 9 月 23 日

中国神华

优质之选

由于煤炭价格预测发生变动，我们将 2011-13 年盈利预测上调 1-5%。由于盈利能力突出、资产负债表稳健，中国神华仍是我们在 H 股同业中的首选买入股票。我们预测未来两年内公司盈利将出现可观增长。此外，公司亦正积极加大对母公司资产的收购力度。我们重申对该股的买入评级，同时上调该股目标价。

支撑评级的要点

- 未来两年内盈利将出现可观增长。
- 新获得的新街矿区开发权以及对母公司的资产收购将推动长期增长。
- 盈利质量较高，电力资产亦将提供部分对冲。
- 由于管理记录更优，有投资者可能将投资选择由中煤能源转投中国神华。

评级面临的主要风险

- 煤炭价格暴跌。
- 新项目延期。

估值

- 我们将 H 股目标价由 39.10 港币上调至 39.57 港币，仍对应 14 倍 2011 年预期盈利。
- 我们将 A 股目标价由 33.58 人民币上调至 34.02 人民币，仍对应 15 倍 2011 年预期盈利。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	121,312	152,063	201,281	218,287	229,792
变动 (%)	13	25	32	8	5
净利润 (人民币 百万)	30,276	37,187	45,105	53,349	58,327
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.522	1.870	2.268	2.682	2.933
变动 (%)	16.6	22.8	21.3	18.3	9.3
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	2.239	2.667	2.791
调整幅度 (%)	-	-	1.3	0.6	5.1
全面摊薄市盈率 (倍)	16.9	13.7	11.3	9.6	8.8
每股现金流量 (人民币)	2.96	3.15	3.70	4.15	4.34
价格/每股现金流量 (倍)	8.7	8.2	6.9	6.2	5.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.2	7.6	6.3	5.0	4.2
每股股息 (人民币)	0.530	0.750	0.910	1.070	1.170
股息率 (%)	2.1	2.9	3.5	4.2	4.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

买入

A

601088.SS - 人民币 25.69

目标价格: 人民币 34.02 (↑33.58)

买入

H

1088.HK - 港币 31.90

目标价格: 港币 39.57 (↑39.10)

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

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 (%)	4	2	(11)	14
相对新华富时 A50 指数 (%)	16	4	(2)	22

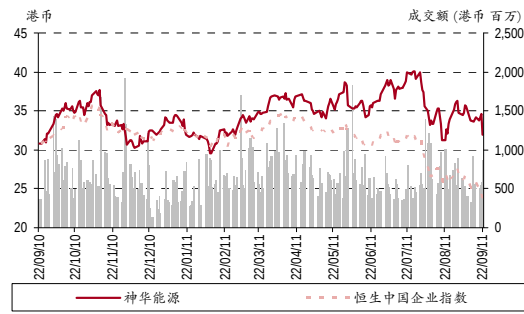
资料来源: 彭博及中银国际研究

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)	46,499
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	589
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
神华集团	73

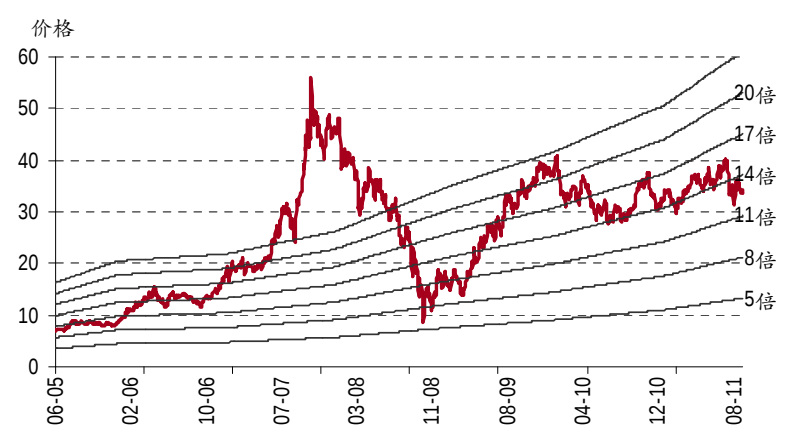
资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

股价相对指数表现 (H 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

市盈率曲线图 - H 股



资料来源：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(%)	(2)	2	(11)	4
相对恒生中国企 业指数 (%)	25	12	13	28

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)	107,863
3 个月日均交易额(港币 百万)	597
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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	121,312	152,063	201,281	218,287	229,792
变动(%)	13	25	32	8	5
净利润(人民币 百万)	31,706	38,132	46,049	54,294	59,270
全面摊薄每股收益(人民币)	1.594	1.917	2.315	2.730	2.980
变动(%)	19.0	20.3	20.8	17.9	9.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.256	2.605	2.943
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	2.286	2.714	2.839
调整幅度(%)	-	-	1.3	0.6	5.0
全面摊薄市盈率(倍)	16.4	13.6	11.3	9.6	8.8
每股现金流量(人民币)	2.83	3.01	3.62	4.12	4.40
价格/每股现金流量(倍)	9.2	8.7	7.2	6.3	5.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.3	7.7	6.4	5.1	4.3
每股股息(人民币)	0.530	0.750	0.910	1.070	1.170
股息率 (%)	2.0	2.9	3.5	4.1	4.5

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	121,312	152,063	201,281	218,287	229,792
销售成本	(61,486)	(81,712)	(115,353)	(120,600)	(122,853)
经营费用	(1,321)	(566)	(3,248)	(2,335)	(3,413)
息税折旧前利润	46,074	55,647	67,926	79,383	86,817
折旧及摊销	(12,431)	(14,138)	(14,753)	(15,970)	(16,709)
经营利润(息税前利润)	58,505	69,785	82,679	95,353	103,526
净利息收入/(费用)	(2,029)	(1,997)	(1,244)	(539)	(368)
其他收益/(损失)	(144)	(346)	447	447	447
税前利润	43,901	53,304	67,129	79,291	86,896
所得税	(9,156)	(10,798)	(14,097)	(16,651)	(18,248)
少数股东权益	(4,469)	(5,319)	(7,927)	(9,290)	(10,321)
净利润	30,276	37,187	45,105	53,349	58,327
核心净利润	30,276	37,187	45,105	53,349	58,327
每股收益(人民币)	1.522	1.870	2.268	2.682	2.933
核心每股收益(人民币)	1.522	1.870	2.268	2.682	2.933
每股股息(人民币)	0.530	0.750	0.910	1.070	1.170
收入增长(%)	13	25	32	8	5
息税前利润增长(%)	14	21	22	17	9
息税折旧前利润增长(%)	14	19	18	15	9
每股收益增长(%)	17	23	21	18	9
核心每股收益增长(%)	17	23	21	18	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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	73,467	75,366	71,469	111,419	159,243
应收帐款	7,571	8,591	22,141	24,012	25,277
库存	7,727	11,167	15,268	15,999	16,322
其他流动资产	3,694	8,871	9,125	7,486	6,866
流动资产总计	92,459	103,995	118,002	158,916	207,708
固定资产	179,407	191,824	222,356	218,917	214,720
无形资产	25,642	28,097	27,553	27,009	26,465
其他长期资产	13,006	15,352	13,051	13,052	13,053
长期资产总计	218,055	235,273	262,960	258,978	254,238
总资产	310,514	339,268	380,962	417,893	461,947
应付帐款	13,400	18,264	38,435	42,181	42,969
短期债务	22,252	15,898	11,560	4,514	4,513
其他流动负债	20,032	24,738	24,738	24,738	24,946
流动负债总计	55,684	58,900	74,733	71,433	72,429
长期借款	53,931	48,730	36,477	32,168	27,860
其他长期负债	4,142	3,669	3,669	3,669	3,669
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
储备	149,436	177,027	207,215	242,464	279,509
股东权益	169,326	196,917	227,105	262,354	299,399
少数股东权益	27,431	31,052	38,979	48,269	58,590
总负债及权益	310,514	339,268	380,962	417,893	461,947
每股帐面价值(人民币)	8.51	9.90	11.42	13.19	15.05
每股有形资产(人民币)	7.22	8.49	10.03	11.83	13.72
每股净负债/(现金)(人民币)	0.14	(0.54)	(1.18)	(3.76)	(6.38)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	43,901	53,304	67,129	79,291	86,896
折旧与摊销	12,431	14,138	14,753	15,970	16,709
净利息费用	2,029	1,997	1,244	539	368
运营资本变动	7,614	27	1,824	905	(964)
税金	(8,455)	(9,472)	(11,184)	(13,856)	(16,322)
其他经营现金流	1,377	2,695	(166)	(275)	(339)
经营活动产生的现金流	58,897	62,689	73,601	82,573	86,348
购买固定资产净值	(31,537)	(27,534)	(44,900)	(12,200)	(12,200)
投资减少/增加	(10)	(3,247)	0	0	0
其他投资现金流	1,530	1,368	0	0	0
投资活动产生的现金流	(30,017)	(29,413)	(44,900)	(12,200)	(12,200)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2,115	(12,459)	(15,898)	(11,355)	(4,309)
支付股息	(9,149)	(10,541)	(14,917)	(18,100)	(21,282)
其他融资现金流	(7,921)	(8,374)	(1,783)	(968)	(733)
融资活动产生的现金流	(14,955)	(31,374)	(32,598)	(30,423)	(26,324)
现金变动	13,925	1,902	(3,898)	39,950	47,824
期初现金	59,491	73,467	75,366	71,469	111,419
公司自由现金流	29,997	34,450	29,818	71,624	75,235
权益自由现金流	28,025	18,213	11,107	58,137	69,193

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	48.2	45.9	41.1	43.7	45.1
息税前利润率	38.0	36.6	33.7	36.4	37.8
税前利润率	36.2	35.1	33.4	36.3	37.8
净利率	25.0	24.5	22.4	24.4	25.4
流动性(倍)					
流动比率	1.7	1.8	1.6	2.2	2.9
利息覆盖率	14.6	17.5	28.8	44.4	59.7
净权益负债率(%)	1.4	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.5	1.6	1.4	2.0	2.6
估值(倍)					
市盈率	16.9	13.7	11.3	9.6	8.8
核心业务市盈率	16.9	13.7	11.3	9.6	8.8
目标价对应核心业务市盈率	22.3	18.2	15.0	12.7	11.6
市净率	3.0	2.6	2.2	1.9	1.7
价格/现金流	8.7	8.2	6.9	6.2	5.9
企业价值/息税折旧前利润	9.2	7.6	6.3	5.0	4.2
周转率					
存货周转天数	46.2	42.2	41.8	47.3	48.0
应收帐款周转天数	22.7	19.4	27.9	38.6	39.1
应付帐款周转天数	34.7	38.0	51.4	67.4	67.6
回报率(%)					
股息支付率	34.8	40.1	40.1	39.9	39.9
净资产收益率	19.2	20.3	21.3	21.8	20.8
资产收益率	12.5	13.7	14.9	15.7	15.6
已运用资本收益率	18.2	20.1	22.8	24.4	23.8

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	121,312	152,063	201,281	218,287	229,792
销售成本	(65,492)	(86,838)	(118,728)	(124,412)	(126,928)
经营费用	2,710	4,555	1,002	2,264	1,393
息税折旧前利润	47,108	56,451	68,800	80,169	87,548
折旧及摊销	(11,422)	(13,329)	(14,753)	(15,970)	(16,709)
经营利润(息税前利润)	58,530	69,780	83,554	96,140	104,257
净利息收入/(费用)	(2,207)	(1,848)	(1,244)	(539)	(368)
其他收益/(损失)	911	150	277	277	277
税前利润	45,812	54,753	67,833	79,907	87,457
所得税	(9,626)	(11,184)	(13,856)	(16,322)	(17,864)
少数股东权益	(4,480)	(5,437)	(7,928)	(9,291)	(10,322)
净利润	31,706	38,132	46,049	54,294	59,270
核心净利润	31,706	38,132	46,049	54,294	59,270
每股收益(人民币)	1.594	1.917	2.315	2.730	2.980
核心每股收益(人民币)	1.594	1.917	2.315	2.730	2.980
每股股息(人民币)	0.530	0.750	0.910	1.070	1.170
收入增长(%)	13	25	32	8	5
息税前利润增长(%)	19	20	22	17	9
息税折旧前利润增长(%)	18	19	20	15	8
每股收益增长(%)	19	20	21	18	9
核心每股收益增长(%)	19	20	21	18	9

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	73,467	75,366	69,937	109,300	158,478
应收帐款	8,781	10,645	14,090	15,281	16,086
库存	7,727	11,167	15,268	15,999	16,322
其他流动资产	2,484	6,817	6,817	6,817	6,817
流动资产总计	92,459	103,995	106,112	147,397	197,703
固定资产	196,690	210,623	240,940	237,340	233,001
无形资产	2,928	3,228	2,696	1,631	353
其他长期资产	19,600	23,014	23,291	23,568	23,844
长期资产总计	219,218	236,865	266,926	262,538	257,197
总资产	311,677	340,860	373,038	409,935	454,901
应付帐款	13,890	18,264	24,971	26,167	26,696
短期债务	22,252	15,898	11,355	4,309	4,308
其他流动负债	19,542	24,738	28,151	29,928	30,567
流动负债总计	55,684	58,900	64,477	60,403	61,571
长期借款	53,931	48,730	36,477	32,168	27,860
其他长期负债	4,644	4,442	4,237	4,032	3,826
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
储备	150,771	178,435	209,568	245,762	283,752
股东权益	170,661	198,325	229,458	265,652	303,642
少数股东权益	26,757	30,463	38,390	47,680	58,001
总负债及权益	311,677	340,860	373,038	409,935	454,901
每股帐面价值(人民币)	8.58	9.97	11.54	13.36	15.27
每股有形资产(人民币)	8.43	9.81	11.40	13.27	15.25
每股净负债/(现金)(人民币)	0.14	(0.54)	(1.11)	(3.66)	(6.35)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	45,812	54,753	67,833	79,907	87,457
折旧与摊销	11,422	13,329	14,753	15,970	16,709
净利息费用	2,207	1,848	1,244	539	368
运营资本变动	5,364	(3,487)	(839)	(726)	(600)
税金	(8,455)	(9,472)	(11,184)	(13,856)	(16,322)
其他经营现金流	(35)	2,842	175	66	2
经营活动产生的现金流	56,315	59,813	71,983	81,901	87,614
购买固定资产净值	(30,229)	(25,674)	(44,900)	(12,200)	(12,200)
投资减少/增加	(5)	18	0	0	0
其他投资现金流	(946)	(4,275)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(31,180)	(29,931)	(44,900)	(12,200)	(12,200)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2,115	(12,459)	(15,898)	(11,355)	(4,309)
支付股息	(9,149)	(10,541)	(14,917)	(18,100)	(21,282)
其他融资现金流	(4,176)	(4,981)	(1,696)	(881)	(646)
融资活动产生的现金流	(11,210)	(27,981)	(32,511)	(30,336)	(26,237)
现金变动	13,925	1,901	(5,429)	39,365	49,176
期初现金	59,491	73,467	75,366	69,937	109,300
公司自由现金流	26,252	31,056	28,200	70,951	76,501
权益自由现金流	24,280	14,819	9,488	57,464	70,458

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	48.2	45.9	41.5	44.0	45.4
息税前利润率	38.8	37.1	34.2	36.7	38.1
税前利润率	37.8	36.0	33.7	36.6	38.1
净利率	26.1	25.1	22.9	24.9	25.8
流动性(倍)					
流动比率	1.7	1.8	1.6	2.4	3.2
利息覆盖率	14.2	18.7	29.1	44.8	60.2
净权益负债率(%)	1.4	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.5	1.6	1.4	2.2	2.9
估值(倍)					
市盈率	16.4	13.6	11.3	9.6	8.8
核心业务市盈率	16.4	13.6	11.3	9.6	8.8
目标价对应核心业务市盈率	20.3	16.9	14.0	11.9	10.9
市净率	3.0	2.6	2.3	2.0	1.7
价格/现金流	9.2	8.7	7.2	6.3	5.9
企业价值/息税折旧前利润	9.3	7.7	6.4	5.1	4.3
周转率					
存货周转天数	43.4	39.7	40.6	45.9	46.5
应收帐款周转天数	25.6	23.3	22.4	24.6	24.9
应付帐款周转天数	35.4	38.6	39.2	42.8	42.0
回报率(%)					
股息支付率	33.2	39.1	39.3	39.2	39.3
净资产收益率	19.9	20.7	21.5	21.9	20.8
资产收益率	12.7	13.8	15.3	16.3	16.1
已运用资本收益率	18.6	20.3	23.0	24.5	23.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年 9 月 23 日

首钢资源

股息率具备吸引力

由于公司未能落实收购，今年以来该股股价已下跌 46%。尽管增长乏力，但考虑到 6.6% 的股息收益率及相当于 6.6 倍 2011 年预期盈利的估值水平，该股目前仍具备吸引力。收购都将为持股人带来额外收益。

支撑评级的要点

- 估值具备吸引力。
- 股息收益率较高，派息政策明确（派息率不低于 40%）。
- 资产负债表稳健，除非项目庞大，否则无需为完成收购而进行融资。
- 由于当前股价低于现有业务的实际价值，任何收购都将为持股人带来额外收益。

评级面临的主要风险

- 焦煤价格暴跌。
- 成本上升幅度高于预期。

估值

- 考虑到较低的无风险利率及较高的必要收益率，我们采用较高的折现率(14.7%，而不是 11.3%)来对公司现有业务进行价值。因此，我们将目标价由 5.00 港币下调至 4.38 港币。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	4,261	5,543	7,090	12,035	12,346
变动(%)	125	30	28	70	3
净利润(人民币 百万)	1,126	1,803	2,485	2,673	2,728
全面摊薄每股收益(人民币)	0.236	0.348	0.439	0.472	0.481
变动(%)	39.8	47.5	26.2	7.5	2.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.411	0.459	0.473
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.430	0.472	0.481
调整幅度(%)	-	-	2.0	0.0	0.0
核心每股收益(人民币)	0.345	0.473	0.472	0.472	0.481
变动(%)	104.4	37.3	(0.3)	0.0	2.1
全面摊薄市盈率(倍)	12.3	8.3	6.6	6.1	6.0
核心市盈率(倍)	8.4	6.1	6.1	6.1	6.0
每股现金流量(人民币)	0.33	0.42	0.75	0.62	0.73
价格/每股现金流量(倍)	8.8	7.0	3.9	4.7	4.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.4	4.5	2.7	2.2	1.7
每股股息(人民币)	0.218	0.150	0.190	0.210	0.210
股息率(%)	7.5	5.2	6.6	7.2	7.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

买入
P

0639.HK - 港币 2.90

目标价格: 港币 4.38 (↓5.00)

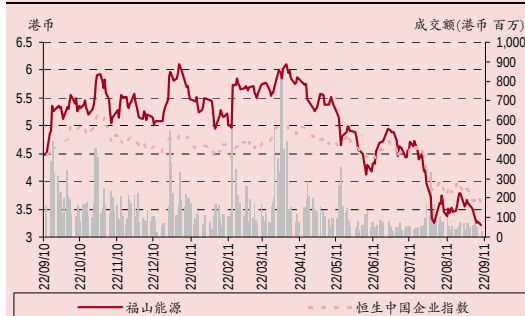
刘志成, CFA

(852) 3988 6418

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



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(46)	(14)	(33)	(35)
相对恒生中国企业指数(%)	(18)	(4)	(9)	(11)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	5,381
流通股(%)	57
流通股市值(人民币 百万)	8,858
3 个月日均交易额(人民币 百万)	68
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
首钢控股	27

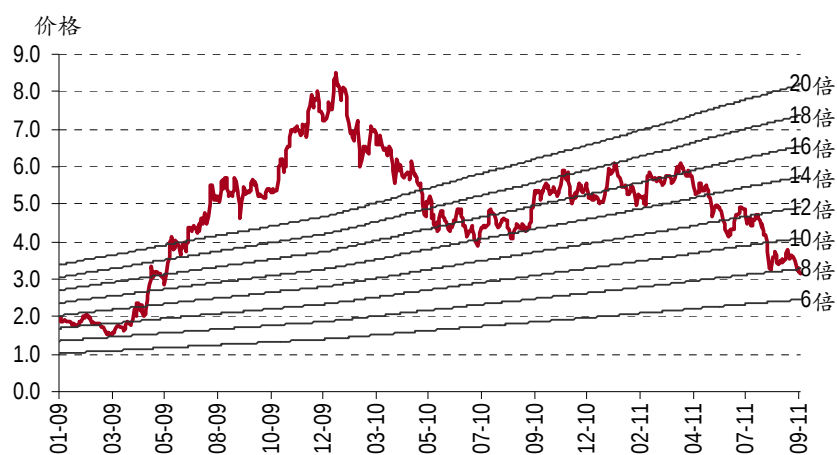
资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

目标价参数

截至 12 月 31 日	估值方法	每股价值 2011E (港币)
核心业务	14.7%的折现现金流	3.18
净现金/(负债)	资产负债表	0.84
持有 Mount Gibson 股权的市值		0.31
持有亚太资源股权的市值		0.06
总计		4.38

资料来源: 中银国际研究预测

市盈率区间图



资料来源: 中银国际研究

损益表 (港币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,261	5,543	7,090	12,035	12,346
销售成本	(1,174)	(1,452)	(1,861)	(6,358)	(6,514)
经营费用	(391)	(692)	(397)	(596)	(639)
息税折旧前利润	2,695	3,400	4,832	5,081	5,192
折旧及摊销	(434)	(465)	(455)	(487)	(500)
经营利润(息税前利润)	2,261	2,935	4,377	4,594	4,693
净利息收入(费用)	(108)	2	2	54	63
其他收益/(损失)	(286)	(193)	0	0	0
税前利润	1,867	2,744	4,378	4,648	4,756
所得税	(425)	(529)	(1,290)	(1,338)	(1,373)
少数股东权益	(316)	(412)	(603)	(637)	(655)
净利润	1,126	1,803	2,485	2,673	2,728
核心净利润	1,647	2,455	2,673	2,673	2,728
每股收益(港币)	0.236	0.348	0.439	0.472	0.481
核心每股收益(港币)	0.345	0.473	0.472	0.472	0.481
每股股息(港币)	0.218	0.150	0.190	0.210	0.210
收入增长(%)	125	30	28	70	3
息税前利润增长(%)	119	30	49	5	2
息税折旧前利润增长(%)	125	26	42	5	2
每股收益增长(%)	40	48	26	8	2
核心每股收益增长(%)	104	37	0	0	2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (港币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,867	2,744	4,378	4,648	4,756
折旧与摊销	434	465	455	487	500
净利息费用	108	(2)	(2)	(54)	(63)
运营资本变动	(478)	(986)	(533)	(819)	(87)
税金	(720)	(445)	(1,179)	(1,225)	(1,258)
其他经营现金流	356	384	893	288	63
经营活动产生的现金流	1,567	2,161	4,012	3,324	3,911
购买固定资产净值	(660)	(759)	(50)	(50)	(50)
投资减少/增加	141	3	249	0	0
其他投资现金流	23	(15)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(496)	(771)	199	(50)	(50)
净增权益	1,719	0	0	0	0
净增债务	(751)	334	(233)	(162)	(162)
支付股息	(646)	(1,130)	(1,319)	(1,578)	(1,645)
其他融资现金流	(105)	(42)	236	6	7
融资活动产生的现金流	217	(838)	(1,316)	(1,735)	(1,800)
现金变动	1,288	552	2,895	1,540	2,061
期初现金	929	2,210	2,799	5,691	7,225
公司自由现金流	1,081	1,432	4,284	3,385	3,944
权益自由现金流	195	1,699	3,979	3,166	3,762

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (港币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2,210	2,799	5,691	7,225	9,279
应收帐款	1,114	2,318	2,964	5,032	5,162
库存	159	135	173	590	605
其他流动资产	598	1,644	693	939	1,591
流动资产总计	4,081	6,895	9,521	13,787	16,636
固定资产	2,536	2,732	2,615	2,476	2,328
无形资产	12,426	12,617	12,885	12,664	11,862
其他长期资产	3,514	3,875	3,642	3,643	3,643
长期资产总计	18,476	19,224	19,143	18,783	17,834
总资产	22,557	26,120	28,664	32,570	34,470
应付帐款	329	538	689	2,355	2,413
短期债务	162	233	162	162	162
其他流动负债	2,081	2,546	1,978	1,604	762
流动负债总计	2,572	3,318	2,830	4,122	3,337
长期借款	644	898	736	574	411
其他长期负债	2,012	2,280	2,391	2,504	2,619
股本	537	538	538	538	538
储备	15,288	17,612	20,097	22,770	25,497
股东权益	15,825	18,150	20,635	23,308	26,035
少数股东权益	1,505	1,473	2,072	2,063	2,067
总负债及权益	22,557	26,120	28,664	32,570	34,470
每股帐面价值(港币)	3.17	3.37	3.84	4.33	4.84
每股有形资产(港币)	0.68	1.03	1.44	1.98	2.63
每股净负债/(现金)(港币)	(0.28)	(0.31)	(0.89)	(1.21)	(1.62)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	63.3	61.3	68.2	42.2	42.1
息税前利润率	53.1	52.9	61.7	38.2	38.0
税前利润率	43.8	49.5	61.8	38.6	38.5
净利率	26.4	32.5	35.1	22.2	22.1
流动性(倍)					
流动比率	1.6	2.1	3.4	3.3	5.0
利息覆盖率	19.2	74.0	61.6	80.3	236.2
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	1.5	2.0	3.3	3.2	4.8
估值(倍)					
市盈率	12.3	8.3	6.6	6.1	6.0
核心业务市盈率	8.4	6.1	6.1	6.1	6.0
目标价对应核心业务市盈率	12.7	9.3	9.3	9.3	9.1
市净率	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
价格/现金流	8.8	7.0	3.9	4.7	4.0
企业价值/息税折旧前利润	5.4	4.5	2.7	2.2	1.7
周转率					
存货周转天数	53.9	37.0	30.2	21.9	33.5
应收帐款周转天数	90.5	113.0	136.0	121.3	150.7
应付帐款周转天数	30.4	28.5	31.6	46.2	70.5
回报率(%)					
股息支付率	96.9	44.8	41.1	42.3	41.4
净资产收益率	8.5	10.6	12.8	12.2	11.1
资产收益率	8.4	9.7	11.3	10.7	10.0
已运用资本收益率	14.1	15.3	20.1	18.9	17.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年 9 月 23 日

兖州煤业

H 股评级上调

公司令人失望的中期业绩已完全体现在 H 股股价近期的大幅下跌中。我们已开始在该股 H 股中发现价值，因为公司在近期将受益于国内动力煤现货价格的上涨。我们将 H 股评级由持有上调至买入。

持有
A

600188.SS - 人民币 28.12

目标价格: 人民币 27.71 (↓31.91)

买入 (↑持有)
H

1171.HK - 港币 17.68

目标价格: 港币 24.67 (↓24.84)

刘志成, CFA

(852)3988 6418

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 (%)	(1)	(6)	(17)	63
相对新华富时 A50 指数 (%)	11	(4)	(8)	72

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 (%)	7
流通股市值 (人民币 百万)	10,096
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	316
净负债比率 (%)	51
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

支撑评级的要点

- 合同销售率较低, 国内动力煤长期合同销售仅占总产量的 19%。
- 长期产能增长目标明确, 计划至 2015 年产能翻两倍至 1.5 亿吨/年。
- H 股估值偏低。

评级面临的主要风险

- 新项目收益低于预期。
- 澳大利亚的新政策成本。

估值

- 由于预测发生变动, 我们将 H 股目标价由 24.84 港币下调至 24.67 港币, 仍对应 10 倍 2011 年预期盈利。
- 由于我们将目标估值由 15 倍 2011 年预期盈利下调至 14 倍 2011 年预期盈利, 故将 A 股目标价由 31.91 人民币下调至 27.71 人民币。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	21,500	34,844	45,946	50,498	54,918
变动 (%)	(18)	62	32	10	9
净利润 (人民币 百万)	3,880	9,009	9,734	10,134	11,526
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.789	1.290	1.799	1.978	2.343
变动 (%)	(38.6)	63.5	39.5	10.0	18.5
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	1.814	1.992	2.117
调整幅度 (%)	-	-	(0.9)	(0.7)	10.7
核心每股收益 (人民币)	0.789	1.290	1.799	1.978	2.343
变动 (%)	(38.6)	63.5	39.5	10.0	18.5
全面摊薄市盈率 (倍)	35.6	21.8	15.6	14.2	12.0
核心市盈率 (倍)	35.6	21.8	15.6	14.2	12.0
每股现金流量 (人民币)	1.22	0.83	2.80	2.85	3.01
价格/每股现金流量 (倍)	23.0	34.0	10.0	9.9	9.4
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	21.7	11.9	8.9	8.0	6.7
每股股息 (人民币)	0.250	0.530	0.570	0.600	0.650
股息率 (%)	0.9	1.9	2.0	2.1	2.3

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(%)	(26)	(16)	(40)	3
相对恒生中国企				
业指数 (%)	2	(6)	(16)	28

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)	34,609
3 个月日均交易额(港币 百万)	459
净负债比率(%)	56

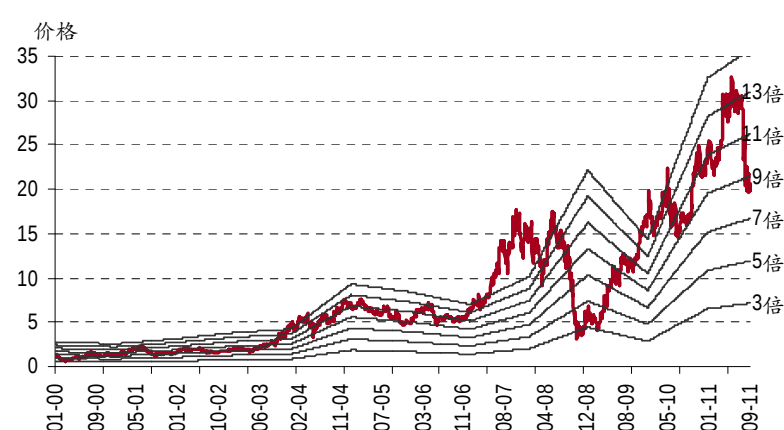
资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (H 股)

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	20,677	33,944	44,759	49,193	53,500
变动(%)	(15)	64	32	10	9
净利润(人民币 百万)	4,117	9,281	9,944	10,404	11,440
全面摊薄每股收益(人民币)	0.837	1.887	2.022	2.115	2.326
变动(%)	(36.5)	125.4	7.1	4.6	10.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.021	2.154	2.305
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	2.036	2.127	2.100
调整幅度(%)	-	-	(0.7)	(0.6)	10.8
核心每股收益(人民币)	0.837	1.345	1.842	2.033	2.326
变动(%)	(36.5)	60.7	36.9	10.4	14.4
全面摊薄市盈率(倍)	17.3	7.7	7.2	6.8	6.2
核心市盈率(倍)	17.3	10.8	7.9	7.1	6.2
每股现金流量(人民币)	1.30	1.14	2.26	2.73	2.98
价格/每股现金流量(倍)	11.2	12.7	6.4	5.3	4.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.3	6.6	5.5	4.6	3.6
每股股息(人民币)	0.250	0.530	0.570	0.600	0.650
股息率(%)	1.7	3.7	3.9	4.1	4.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

市盈率曲线图 - H 股



资料来源：中银国际研究

损益表(A股) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	21,500	34,844	45,946	50,498	54,918
销售成本	(12,220)	(18,906)	(25,096)	(28,247)	(30,691)
经营费用	(2,470)	(3,486)	(3,163)	(3,923)	(4,212)
息税折旧前利润	5,118	9,848	13,652	14,058	15,555
折旧及摊销	(1,693)	(2,604)	(4,035)	(4,270)	(4,461)
经营利润(息税前利润)	6,811	12,452	17,687	18,328	20,016
净利息收入/(费用)	162	2,217	(525)	(367)	68
其他收益/(损失)	131	48	24	24	24
税前利润	5,411	12,114	13,150	13,715	15,646
所得税	(1,505)	(3,101)	(3,375)	(3,534)	(4,074)
少数股东权益	(26)	(4)	(41)	(46)	(46)
净利润	3,880	9,009	9,734	10,134	11,526
核心净利润	3,880	6,343	8,848	9,729	11,526
每股收益(人民币)	0.789	1.832	1.979	2.061	2.343
核心每股收益(人民币)	0.789	1.290	1.799	1.978	2.343
每股股息(人民币)	0.250	0.530	0.570	0.600	0.650
收入增长(%)	(18)	62	32	10	9
息税前利润增长(%)	(42)	92	39	3	11
息税折旧前利润增长(%)	(33)	83	42	4	9
每股收益增长(%)	(39)	132	8	4	14
核心每股收益增长(%)	(39)	63	39	10	18

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	12,293	10,790	14,877	9,096	10,516
应收帐款	437	488	643	707	769
库存	886	1,646	2,200	2,499	2,738
其他流动资产	7,269	16,551	14,849	15,905	16,966
流动资产总计	20,885	29,475	32,569	28,207	30,989
固定资产	18,272	19,378	32,333	33,392	30,521
无形资产	20,113	20,787	20,456	20,002	19,352
其他长期资产	2,982	3,188	3,717	3,720	3,723
长期资产总计	41,367	43,354	56,507	57,114	53,596
总资产	62,252	72,829	89,075	85,320	84,584
应付帐款	1,307	1,517	2,014	2,266	2,462
短期债务	1,620	625	17,696	9,683	4,683
其他流动负债	8,014	8,716	6,469	12,551	12,926
流动负债总计	10,941	10,858	26,179	24,500	20,072
长期借款	20,912	21,661	18,181	8,498	3,815
其他长期负债	1,940	3,502	3,819	4,197	4,197
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	23,439	31,803	35,850	43,034	51,363
股东权益	28,358	36,722	40,769	47,952	56,281
少数股东权益	102	86	127	174	220
总负债及权益	62,252	72,829	89,075	85,320	84,584
每股帐面价值(人民币)	5.77	7.47	8.29	9.75	11.44
每股有形资产(人民币)	1.68	3.24	4.13	5.68	7.51
每股净负债/(现金)(人民币)	2.08	2.34	4.27	1.85	(0.41)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	5,411	12,114	13,150	13,715	15,646
折旧与摊销	1,693	2,604	4,035	4,270	4,461
净利息费用	(162)	(2,217)	525	367	(68)
运营资本变动	540	(6,860)	(867)	(1,166)	(1,166)
税金	(1,505)	(3,101)	(3,375)	(3,534)	(4,074)
其他经营现金流	33	1,530	304	363	(14)
经营活动产生的现金流	6,010	4,070	13,773	14,015	14,786
购买固定资产净值	(21,886)	(4,831)	(15,705)	(3,929)	(800)
投资减少/增加	(227)	(1,248)	0	0	0
其他投资现金流	138	(46)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(21,975)	(6,126)	(15,705)	(3,929)	(800)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	20,532	617	9,150	(12,696)	(9,683)
支付股息	(1,967)	(1,230)	(2,607)	(2,803)	(2,951)
其他融资现金流	96	1,072	(525)	(367)	68
融资活动产生的现金流	18,661	459	6,019	(15,867)	(12,566)
现金变动	2,696	(1,597)	4,087	(5,781)	1,420
期初现金	9,695	12,293	10,790	14,877	9,096
公司自由现金流	(15,777)	(1,868)	(1,755)	10,219	14,075
权益自由现金流	4,729	779	6,693	(2,977)	4,371

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	31.7	35.7	38.5	36.3	36.4
息税前利润率	23.8	28.3	29.7	27.8	28.3
税前利润率	25.2	34.8	28.6	27.2	28.5
净利率	18.0	25.9	21.2	20.1	21.0
流动性(倍)					
流动比率	1.9	2.7	1.2	1.2	1.5
利息覆盖率	201.5	n.a.	19.5	28.1	750.8
净权益负债率(%)	36.0	31.2	51.4	18.9	净现金
速动比率	1.8	2.6	1.2	1.0	1.4
估值(倍)					
市盈率	35.6	15.4	14.2	13.6	12.0
核心业务市盈率	35.6	21.8	15.6	14.2	12.0
目标价对应核心业务市盈率	35.1	21.5	15.4	14.0	11.8
市净率	4.9	3.8	3.4	2.9	2.5
价格/现金流	23.0	34.0	10.0	9.9	9.4
企业价值/息税折旧前利润	21.7	11.9	8.9	8.0	6.7
周转率					
存货周转天数	25.5	24.4	28.0	30.4	31.1
应收帐款周转天数	7.2	4.8	4.5	4.9	4.9
应付帐款周转天数	18.3	14.8	14.0	15.5	15.7
回报率(%)					
股息支付率	31.7	28.9	28.8	29.1	27.7
净资产收益率	14.1	27.7	25.1	22.8	22.1
资产收益率	7.8	10.8	12.5	12.0	13.5
已运用资本收益率	13.6	18.2	20.4	19.8	23.8

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	20,677	33,944	44,759	49,193	53,500
销售成本	(11,547)	(18,887)	(25,066)	(28,199)	(30,639)
经营费用	(1,963)	(2,296)	(2,436)	(2,525)	(2,768)
息税折旧前利润	5,310	9,964	13,221	14,200	15,632
折旧及摊销	(1,857)	(2,798)	(4,035)	(4,270)	(4,461)
经营利润(息税前利润)	7,167	12,762	17,256	18,470	20,093
净利息收入(费用)	142	(416)	(525)	(367)	68
其他收益/(损失)	233	2,930	994	514	108
税前利润	5,686	12,477	13,690	14,347	15,808
所得税	(1,553)	(3,171)	(3,704)	(3,896)	(4,321)
少数股东权益	(15)	(25)	(41)	(46)	(46)
净利润	4,117	9,281	9,944	10,404	11,440
核心净利润	4,117	6,616	9,058	9,998	11,440
每股收益(人民币)	0.837	1.887	2.022	2.115	2.326
核心每股收益(人民币)	0.837	1.345	1.842	2.033	2.326
每股股息(人民币)	0.250	0.530	0.570	0.600	0.650
收入增长(%)	(15)	64	32	10	9
息税前利润增长(%)	(38)	88	33	7	10
息税折旧前利润增长(%)	(27)	78	35	7	9
每股收益增长(%)	(37)	125	7	5	10
核心每股收益增长(%)	(37)	61	37	10	14

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	12,054	9,424	10,829	4,443	5,709
应收帐款	4,724	10,017	12,532	13,774	14,980
库存	886	1,646	2,200	2,499	2,738
其他流动资产	2,337	3,194	4,498	3,194	3,194
流动资产总计	20,001	24,281	30,060	23,909	26,621
固定资产	18,877	19,875	32,829	33,888	31,017
无形资产	20,172	20,830	22,867	21,766	20,470
其他长期资产	3,382	7,770	7,757	7,744	7,731
长期资产总计	42,432	48,475	63,453	63,398	59,218
总资产	62,433	72,756	93,513	87,307	85,839
应付帐款	1,367	1,554	2,078	2,360	2,586
短期债务	1,604	621	17,696	9,683	4,683
其他流动负债	7,439	7,958	7,958	11,520	10,987
流动负债总计	10,410	10,134	27,732	23,563	18,255
长期借款	20,912	22,401	18,181	8,498	3,815
其他长期负债	1,856	2,783	2,783	2,783	2,783
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	24,233	32,413	39,751	47,352	55,827
股东权益	29,152	37,332	44,669	52,270	60,745
少数股东权益	102	107	148	194	241
总负债及权益	62,433	72,756	93,513	87,307	85,839
每股帐面价值(人民币)	5.93	7.59	9.08	10.63	12.35
每股有形资产(人民币)	1.83	3.36	4.43	6.20	8.19
每股净负债/(现金)(人民币)	2.13	2.76	5.09	2.79	0.57

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	5,686	12,477	13,690	14,347	15,808
折旧与摊销	1,857	2,798	4,035	4,270	4,461
净利息费用	(142)	416	525	367	(68)
运营资本变动	621	(5,647)	(2,546)	(1,258)	(1,219)
税金	(1,597)	(2,039)	(3,704)	(3,896)	(4,321)
其他经营现金流	(47)	(2,379)	(900)	(420)	(14)
经营活动产生的现金流	6,378	5,627	11,100	13,409	14,647
购买固定资产净值	(22,462)	(3,407)	(15,705)	(3,929)	(800)
投资减少/增加	80	1,228	0	0	0
其他投资现金流	(110)	(4,584)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(22,492)	(6,763)	(15,705)	(3,929)	(800)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	20,532	(129)	9,150	(12,696)	(9,683)
支付股息	(1,967)	(1,230)	(2,607)	(2,803)	(2,951)
其他融资现金流	81	(220)	(525)	(367)	53
融资活动产生的现金流	18,646	(1,579)	6,019	(15,867)	(12,581)
现金变动	2,531	(2,715)	1,414	(6,387)	1,266
期初现金	9,612	12,045	9,415	10,829	4,443
公司自由现金流	(15,927)	(949)	(4,428)	9,613	13,935
权益自由现金流	4,560	(1,681)	4,021	(3,583)	4,232

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	34.7	37.6	38.6	37.5	37.6
息税前利润率	25.7	29.4	29.5	28.9	29.2
税前利润率	27.5	36.8	30.6	29.2	29.5
净利率	19.9	27.3	22.2	21.1	21.4
流动性(倍)					
流动比率	1.9	2.4	1.1	1.0	1.5
利息覆盖率	117.7	16.5	18.8	28.4	754.5
净权益负债率(%)	35.8	36.3	55.9	26.2	4.6
速动比率	1.8	2.2	1.0	0.9	1.3
估值(倍)					
市盈率	17.3	7.7	7.2	6.8	6.2
核心业务市盈率	17.3	10.8	7.9	7.1	6.2
目标价对应核心业务市盈率	24.1	15.0	11.0	9.9	8.7
市净率	2.4	1.9	1.6	1.4	1.2
价格/现金流	11.2	12.7	6.4	5.3	4.9
企业价值/息税折旧前利润	11.3	6.6	5.5	4.6	3.6
周转率					
存货周转天数	27.0	24.5	28.0	30.4	31.2
应收帐款周转天数	68.0	79.3	91.9	97.6	98.1
应付帐款周转天数	20.1	15.7	14.8	16.5	16.9
回报率(%)					
股息支付率	29.9	28.1	28.2	28.4	27.9
净资产收益率	14.7	27.9	24.3	21.5	20.2
资产收益率	8.1	11.0	11.6	11.4	13.1
已运用资本收益率	13.9	18.1	19.0	18.9	22.4

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

亚太资源 (1104.HK/港币 0.315, 未有评级)
中煤能源(1898.HK/港币 7.78, 买入; 601898.SS/人民币 8.89, 持有)
大同煤业 (601001.SS/人民币 15.81, 持有)
阳泉煤业 (600348.SS/人民币 23.86, 买入)
昊华能源 (601101.SS/人民币 24.57, 持有)
露天煤业 (002128.SZ/人民币 17.12, 持有)
冀中能源(000937.SZ /人民币 23.98, 买入)
开滦股份 (600997.SS /人民币 16.73, 持有)
兰花科创 (600123.SS /人民币 43.36, 买入)
潞安环能 (601699.SS /人民币 28.99, 买入)
Mount Gibson (MGX AU/澳元 1.36, 未有评级)
盘江股份 (600395.SS /人民币 28.93, 买入)
平煤股份 (601666.SS /人民币 13.37, 持有)
平庄能源 (000780.SZ/人民币 13.90, 持有)
山煤国际 (600546.SS /人民币 29.10, 买入)
中国神华 (1088.HK/港币 31.90; 601088.SS/人民币 25.69, 买入)
神火股份 (000933.SZ /人民币 14.74, 买入)
首钢资源 (0639.HK/港币 2.90, 买入)
西山煤电 (000983.SZ /人民币 20.75, 买入)
兖州煤业(1171.HK/港币 17.68, 买入; 600188.SS/人民币 28.12, 持有)

以2011年9月22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

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“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, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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