



买入

32% ↑

目标价格: 人民币 26.25

000780.CH

价格: 人民币 19.94

目标价格基础: 15倍 2013年市盈率

板块评级: 中立

大有能源

低估值、高增长、资产注入预期明确

近期我们拜访了大有能源的管理层。公司2013年将迎来增长最快的一年, 现有矿井产量增长16%, 目前公司盈利能力最强的矿井(吨煤净利约300元/吨)——青海天峻义海矿预计今年重新核定产能, 由原来的120万吨/年上调至300万吨/年, 该矿的增产预计贡献13年业绩的16%, 与行业趋势相反, 公司未来吨煤盈利有望持续提升; 其次, 集团承诺了后续资产注入的时间表, 注入的预期强烈。中长期来看, 集团现有在产矿3年内注入后公司权益产能将增长为现在的2.5倍。集团未投产的煤矿资源中, 在澳洲收购的项目将逐渐成为重点发展对象, 其中EPC818矿预计今年7-8月能投产, 后续资源的产能在14年之后可以释放, 公司在澳洲可采储量约5.3亿吨, 可增加现有可采储量的72%, 中长期发展前景较好。公司估值优势明显, 不考虑注入, 13年市盈率只有11.4倍, 大幅低于行业平均17倍, 如果考虑注入, 13年市盈率仅有10.7倍, 估值优势明显。基于15倍13年市盈率, 我们将目标价定为26.25元, 首次评级为买入。

支撑评级的要点

- 公司13年现有矿井产量预计增长15.5%至2600万吨, 河南本部矿井增长9%, 青海天峻义海产量增长58%。由于天峻义海矿吨煤净利较高, 目前为300元/吨左右, 该矿的增产可以带来0.28元/股的每股收益, 相当于16%的业绩增长。与行业整体吨煤净利下滑的趋势相反, 天峻义海矿明显提升大有的盈利水平, 12年注入后即提高整体吨煤净利20%, 13年若增产则继续拉升5%。
- 集团后续资产注入预期明确。12年增发时公司给出未来三年将剩余煤炭资产注入到上市公司的具体时间表, 两年内可注入的矿井权益产量为748万吨, 三年内可注入矿井权益产量为2,546万吨, 全部注入后公司权益产量将变为现有权益产量的2.5倍, 12-15年产能年复合增长率为21%。
- 公司12年前三季度净资产收益率为20.8%, 排在行业第一。
- 集团和公司未来几年会把精力集中在澳洲资源的扩张上, 目前集团通过坤谦国际能源(澳洲)控制可采资源约5.3亿吨, 可增加公司现有可采储量(7.4亿吨)72%。预计今年8月818煤矿可以投产, 若注入公司预计贡献业绩0.1元/股, 提升业绩6%; 其余澳洲矿并预计陆续在14年以后释放产量。

评级面临的主要风险

- 煤价下跌。10%煤价下跌会带来32%业绩的下降。
- 天峻义海产能重新核定低于预期。

估值

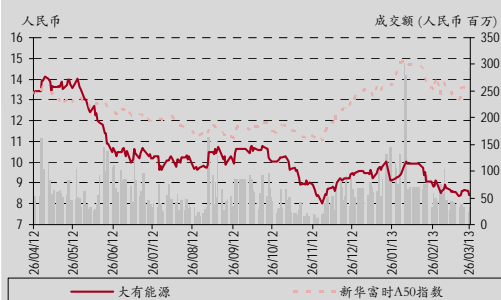
- 13年产量增长确定性较好且较快、盈利能力将获得提升, 中长期成长性亦较好, 资产注入的预期明确且外延式增长空间较大。不考虑注入, 13年市盈率鉴于公司历史与行业的折价水平, 我们给予公司较行业平均低13%的估值折价, 基于15倍13年市盈率, 给予公司目标价26.25元, 首次评级为买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	9,502	10,566	12,093	12,908	13,537
变动(%)		11.2	14.5	6.7	4.9
净利润(人民币 百万)	1,283	1,718	2,088	2,235	2,394
全面摊薄每股收益(人民币)	1.54	1.44	1.75	1.87	2.00
变动(%)		(6.5)	21.5	7.0	7.1
全面摊薄市盈率(倍)	13.0	13.9	11.4	10.7	10.0
每股现金流量(人民币)	2.08	0.47	1.56	2.00	2.25
价格/每股现金流量(倍)	9.6	42.8	12.8	10.0	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.4	9.1	7.4	6.6	5.9
每股股息(人民币)	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
股息率(%)	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11)	(4)	(11)	(34)
相对新华富时A50指数	(10)	(3)	(14)	(38)

发行股数(百万)	1,195.41
流通股(%)	10.66
流通股市值(人民币 百万)	2,541
3个月日均交易额(人民币 百万)	42.97
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
河南省义马煤业股份有限公司	59.08

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年3月27日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

能源: 煤炭

唐倩

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

* 张伊娜为本报告重要贡献者

目录

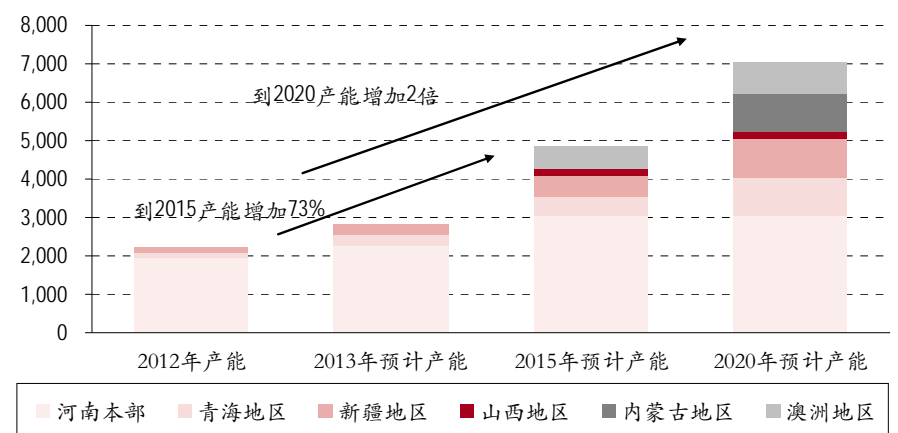
产能增长空间大，到 2020 年预计增加两倍	3
今年主要增长来自青海，天峻义海增产预贡献 13 年业绩 16%5	
集团后续资产注入时间明确，且空间较大.....	7
经营效率良好，成本控制效果显著.....	11
中长期发展看澳洲.....	14
估值优势显著，建议买入.....	16
主要盈利假设和财务报表.....	17
附录、公司和集团背景介绍及区域特点	19
研究报告中所提及的有关上市公司.....	24

产能增长空间大，到2020年预计增加两倍

大有能源2010年借壳上市，目前收入全部来源于煤炭业务。2012年增发注入四个矿井后，目前共拥有矿井15处，其中13处在河南省中西部，其余两处分别分布在新疆和青海。

公司2012年现有矿井核定产能1,970万吨，预计今年核定产能增长25%至2470万吨。顺应集团的发展目标，集团预计到2020年将达到7,000万吨的年产能，其中主要的增长来源于青海、新疆以及澳大利亚。若按资产注入承诺，集团届时将所有资源都放入上市公司，12-15年产能年复合增长率为21%，到2020年公司产能将增加2倍，从2250万吨增长至7000万吨。

图表1. 预计到2020年产能增加2倍



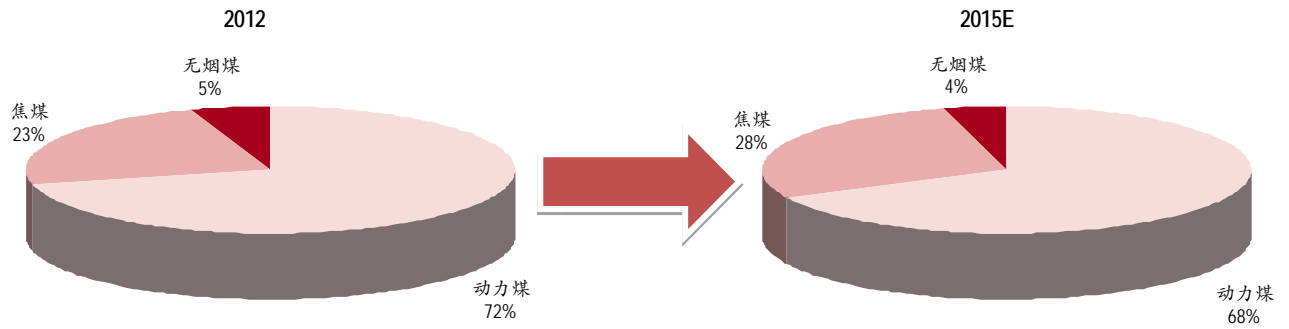
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表2. 公司现有矿井（不计资产注入）

矿井名称	权益	煤种	可采储量 (万吨)	状态	可采 (年)	核定产能 (万吨)	核定产能				
							2011	2012E	2013E	2014E	
本部河南矿区											
千秋煤矿	100%	长焰煤	8,672	在产	41	210	220	200	220	220	
常村煤矿	100%	长焰煤	4,210	在产	17	255	270	300	300	300	
跃进煤矿	100%	长焰煤	6,505	在产	36	180	250	120	180	180	
杨村煤矿	100%	长焰煤	460	在产	3	170	210	120	120	120	
耿村煤矿	100%	长焰煤	5,413	在产	14	400	550	600	650	650	
石壕煤矿	100%	焦煤	2,242	在产	25	90	100	100	100	100	
新安煤矿	100%	贫瘦煤	13,487	在产	75	180	220	180	180	180	
孟津煤矿	100%	贫煤	7,215	在产	60	120	0	20	80	120	
义络煤业	100%	焦煤	858	在产	10	90	80	80	80	80	
李沟矿业	51%	焦煤	841	在产	28	30	30	36	30	30	
义安矿业	51%	贫煤	10,582	在产	88	120	90	120	120	120	
阳光煤矿	100%	焦煤	2,545	14年投产	57	45	0	0	0	12	
铁生沟煤矿	100%	无烟煤	6,681	在产	56	120	93	100	100	120	
青海天峻义海木里煤矿	100%	焦煤	4,356	在产	15	300	461	190	300	300	
新疆豫新煤业	49%	焦煤	8,700		54	160	99	86	140	160	
大黄山一号井				在产		100	99	86	100	100	
大黄山七号井				13年投产		60	0	0	40	60	
合计			73,541			2,470	2,673	2,252	2,600	2,692	
权益合计			63,454			2,149	2,563	2,131	2,455	2,536	
合计增速(%)								(15.8)	15.5	3.5	
权益增速(%)								(16.9)	15.2	3.3	

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 3. 预计公司产品中焦煤占比由目前 23% 提高至 15 年的 28%



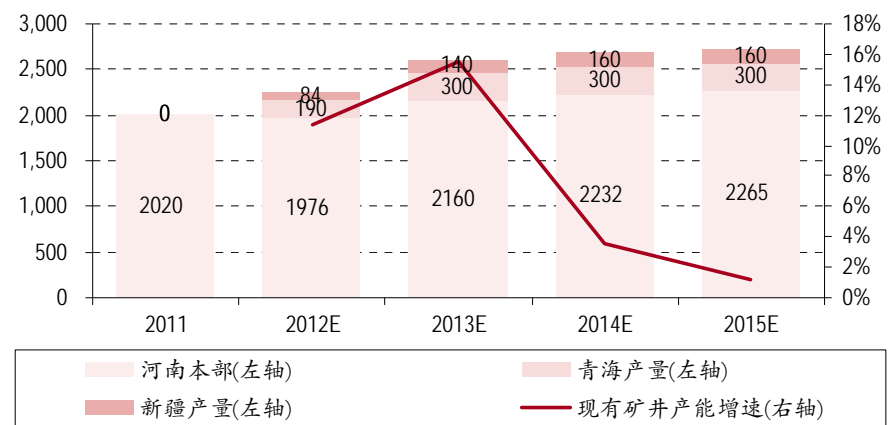
资料来源：公司公告，中银国际研究

今年主要增长来自青海,天峻义海增产预贡献 13 年业绩 16%

不考虑资产注入的情况下, 现有矿井 13 年产量增长 16%

在不计资产注入的情况下, 公司现有矿井将在 2013 年迎来产量增长最迅速的一年, 预计较 2012 年有 16% 的增长。之后 14-15 年预计分别增长 3.5% 和 3%。

图表 4. 2013 年为现有矿井产量增速最快的一年 (不考虑资产注入)



资料来源: 公司公告, 中银国际研究

青海天峻义海重新核定产能至 300 万吨; 增产贡献 13 年业绩的 16%

天峻义海矿位于青海省的藏区, 储量 4,356 万吨, 属于露天开采, 主要产品为焦煤、气煤和 1/2 中黏煤, 主要用途为炼焦配煤和发电动力煤, 焦煤和电煤的比例约为 7:3。

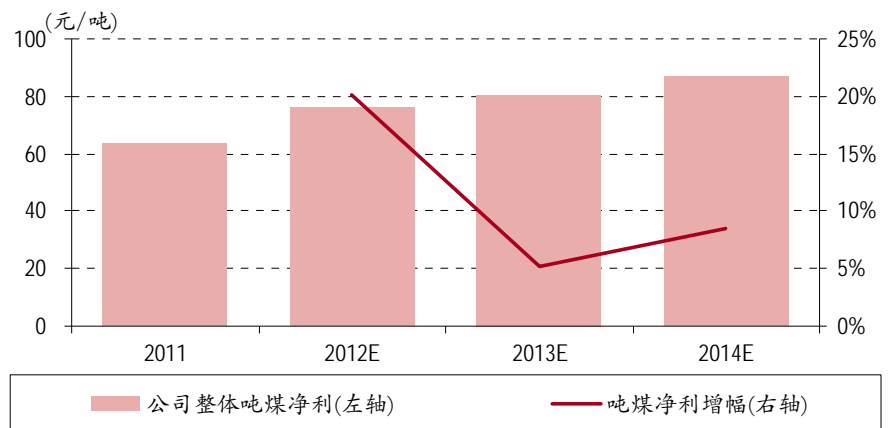
天峻义海矿是 12 年新注入的, 核定产能仅为 120 万吨, 远远低于该矿的实际生产能力, 该矿在 2011 年就出产原煤 461 万吨。公司将在今年对该矿进行重新产能核定, 目标为 300 万吨。2012 年天峻义海预计产煤 190 万吨左右, 13 年产量增幅 58%。

目前该地区的产品售价在 530 元左右 (不含税价), 若假设今年全年的焦煤价格保持不变, 则天峻义海增产的部分可以带给公司 0.28 元的每股收益增长, 或占 13 年预测业绩的 16%。

天峻义海盈利能力强, 首次注入即拉升整体吨煤净利 20%

目前天峻义海矿是公司盈利能力最好的矿井, 预计 12 年吨煤净利为 300 元/吨, 高于公司河南本部矿井吨煤净利 68 元/吨 3 倍多。该矿 12 年注入后即提升公司吨煤净利 20%, 预计 13 年增产后将拉升吨煤净利约 5%。

图表 5. 与行业趋势相反，预计公司未来吨煤净利将持续增长



资料来源：公司公告，中银国际研究

天峻义海规划建设第二个露天矿，初步预计产能 300 万吨

目前产煤的属于首采区，天峻义海还有待开发的 2、3 采区，目前正在做前期工作，初步预计 14 年底到 15 年再建一个产能 300 万吨的露天矿。

河南本部矿井稳中有升，13 年预计增长 9%

目前公司在河南义马矿区有 13 座矿井，总核定产能为 2,010 万吨。其中阳光煤矿要到 14 年才能投产，其余均为在产矿。预计 12 年本部矿井共产煤 1,976 万吨，13 年达到 2,160 万吨，预计增长 9%。

今年增量来源于两方面：1. 由于 12 年下半年开始煤价下跌，公司本部一些矿井都有不同程度的减产，这部分产量在 13 年可能会恢复；2. 孟津煤矿 12 年投产后当年产出约 20 万吨，预计 13 年产量能增加到 80 万吨，14 年达到核定产能 120 万吨。

集团后续资产注入时间明确，且空间较大

集团给出明确资产注入时间表

2010年借壳上市时，集团仅注入了11个矿井至上市公司，但同时承诺要解决同业竞争的问题。公司在2012年增发前，公告了解决同业竞争的具体方案，同时给出了集团剩余煤炭资产在重组时没有注入的原因以及预计注入的时间。截至12年5月，义煤集团与公司构成同业竞争的在产资源共有产能763万吨，可采储量38,391万吨；剩余还不具备生产条件的资源可采储量为104,038万吨。

图表 6. 集团目前剩余资产情况

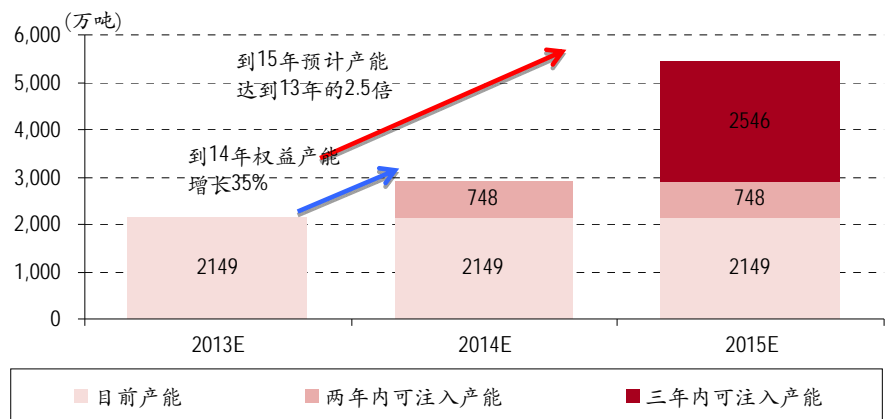
状态	可采储量 万吨	核定产能 万吨/年
在产	38,391.59	763.00
未投产	92,377.00	-
已验收资源整合煤矿	11,661.03	848.00

资料来源：公司公告

图表 7. 集团后续资源注入时间表

矿井名称	权益	煤种	可采储量 (万吨)	状态	可采(年)	核定产能 (万吨)
2年内由上市公司收购						
万基煤业	51%		3,181	在产	26	131
新义煤矿	55%	贫煤	11,507	在产	96	120
华兴矿业	100%	焦煤	377	在产	10	36
新疆屯南煤业	50%	长焰煤	13,377	拟技改扩建	12	108
观音堂煤业	14.40%	焦煤	160	破产重组	4	45
曹跃公司	24.74%	焦煤	524	破产重组	12	42
天新矿业	20%		110	破产重组	5	22
青海大煤沟矿	100%	不粘煤	4,016	亏损	45	90
资源整合21家矿井	51%		6,666	在建	15	448
汝阳天泽金鼎煤业	51%		2,939	在建	65	45
小计			30,817			1,080
权益小计			18,086			582
3年内由上市公司收购						
义襄煤业	60%		1,178	在建	13	90
山西晋昶煤矿	35%		5,262	在建	58	90
中联润世露天矿	60%		8,190	未取得证件	27	300
天峻义海二三采区	100%		8,903	拟建	30	300
宜阳煤矿	100%		13,000	拟建	72	180
新义井田深部勘查区	100%		38,000	拟建	95	400
新义二井	100%		30,000	拟建	75	400
鄂尔多斯露天矿	100%		70,000	拟建	70	1,000
小计			174,533		441	2,760
权益小计			167,366			2,546
2年内由上市公司收购或转让						
山西晋义矿业	100%			未投产		
新疆义鑫昆仑矿业	90%			未取得采矿权		
澳大利亚818矿井	51%		3,000	预计13年8月投产	15	200
Endocoal Limited (AU)	51%		98,500	勘探		890
小计			101,500		15	1,090
权益小计			51,765			556

资料来源：公司公告

图表 8. 15 年完成现有剩余资源注入后，权益产能达到 13 年的 2.5 倍


资料来源：公司公告，中银国际研究

按照 2012 年公司给出的待注入资产时间表，我们预计两年内可注入总权益产能为 748 万吨，三年内可注入总权益产能为 2,546 万吨，预计到 15 年完成注入后，公司权益产能将为目前的 2.5 倍。

预计 13 年可注入矿井产能约为 300 万吨，预计最高可增厚业绩约 7%

在集团剩余矿井中，目前还在产且股权问题较为简单的约有以下三处：新义煤矿、万基煤业、新疆屯南煤业，合计产能约为 300 万吨，平均吨煤盈利与现有矿相似。

预计注入融资方式：目前大股东持股比例仅为 59%，若考虑增发注入则会进一步稀释大股东股权，且公司 12 年 3 季度的资产负债率仅为 44%，低于行业平均的 50%，增发或不被批准。目前公司净权益负债率为净现金的状态，假设公司使用现金收购，则注入这三处矿井最高可增厚 13 年业绩 7%，约为 0.12 元。此外多处资源整合矿今年若能顺利拿到采矿权，也有机会注入，但目前来看不确定性还较大。

13 年可能注入的煤矿资产：

- **新义煤矿：**集团持有 55% 的股权，核定产能 120 万吨，产煤品种为贫煤，吨煤净利约为 60 元/吨。目前该矿在产，前次未注入的原因是和另一股东就出资形式和股权结构未能达成一致的意见。我们预计该矿属于现有剩余资产中较为优质的，今年注入的可能性较大。
- **万基煤业：**根据河南省国资委对煤炭资源整合的要求，义煤集团与万基控股集团共同成立 5 家公司，用来整合包括新安煤矿等 5 处资产；均由义煤集团控股 51%，万基控股集团参股 49%。上述 5 家煤矿可采储量共计 3100 万吨，合计核定产能 131 万吨/年，平均吨煤净利在 80 元/吨左右。
- **新疆屯南煤业：**集团持有该公司 50% 的股权，可采储量达到 1.34 亿吨，但年产能目前只有 108 万吨。同时该地区煤矿利润率较小，吨煤净利大概仅有 15-30 元左右。由于很多矿井规模较小，所以需要技改扩建，该工程目前正在进行当中。由于该矿的体量较大，但公司目前又不具备增发的能力，因此若注入则可能选择发行可转债的方式融资。

- **其他资源整合矿：**河南省人民政府颁布了《河南省煤炭企业兼并重组实施意见的通知》，其中要求义煤集团负责义马、陕滢、新安、偃龙、宜洛、汝阳矿区，以及洛阳市和三门峡区域内的 84 家小型煤矿兼并重组任务。截至日前，公司共整合小煤矿 70 家，其中 30 家将被关闭，剩余 40 家中已拿到探矿权的有 14 家，拿到采矿权的只有 1 家。

不考虑增发摊薄，三年内可注入资产最高可以增厚业绩 1.79 元/股，增幅 124%

目前公司持有 20 亿元现金，资产负债率为 44%，因此预计今年如果收购最有可能以现金或发债的形式。若假设不采取增发即不摊薄股本的情况下，以现有矿的盈利能力估算两年内计划收购产能可增厚每股收益 0.41 元，增幅 28%；不考虑增发摊薄，未来三年内计划收购产能可增厚每股收益 1.38 元，增幅 96%

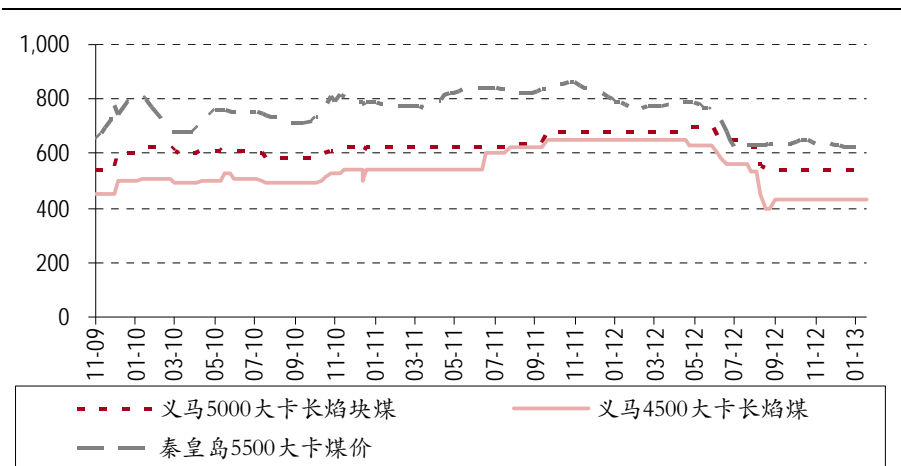
合同煤价尚未签订，13 年煤价预计保持稳定

合同煤价格尚未签订，目前执行 12 年合同价

2012 年公司电煤合同价格为 410 元，低于全年平均市场煤价格 40-50 元。义马地区煤价 2012 年 3 季度较 2 季度均价下降 15%，下半年均价较上半年下滑 27%。但由于 2012 年重点合同煤的销量占本部销量的 80%，煤价的下跌给公司带来的负面影响有限。

2013 年煤价并轨后，公司还没有签订销售合同，目前的执行价格仍是去年的合同价。从 3 月初中国神华签订的合同价（较环渤海动力煤价格指数下浮 10 元）来看，合同价格仍对煤炭企业不利，近期煤价上涨还存在较大的阻力，因此我们预计公司河南本部全年的均价在 420-440 元左右。

图表 9. 义马地区煤价下滑幅度大于秦皇岛煤价



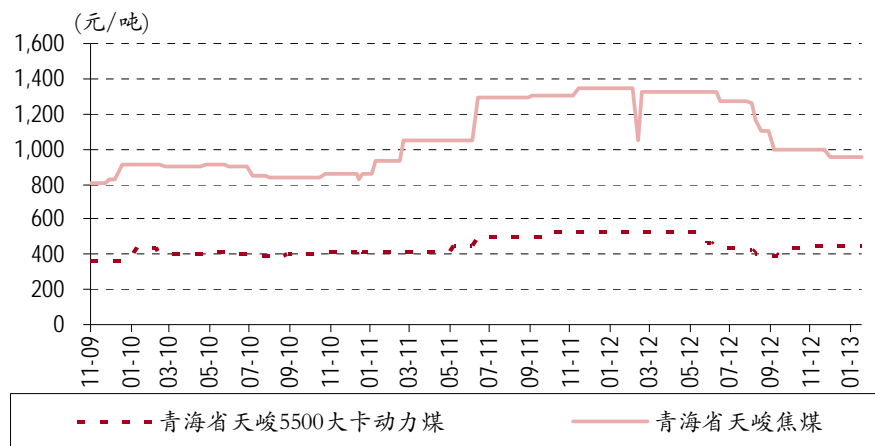
资料来源：煤炭资源网，中银国际研究

青海焦煤价格近期小幅上调，力争全年均价超过 12 年

2012 年公司在青海天峻义海矿的综合煤价约为 550 元/吨（不含税），去年下半年当地煤价下跌幅度超过 20%，但全年均价仍超过 2011 年的 518 元。目前该矿焦煤和动力煤的比例约为 7:3，但今年有望调整这个比例，增加焦煤的销售量，从而提高整体均价。

3月初青海天峻地区的焦煤价格普涨70元(含税价)，我们认为今年焦煤价格有望继续上调，预计2013年全年天峻义海的综合煤价为530-550元/吨(不含税)。

图表 10. 青海天峻焦煤 12 年下半年均价较上半年下降 17%

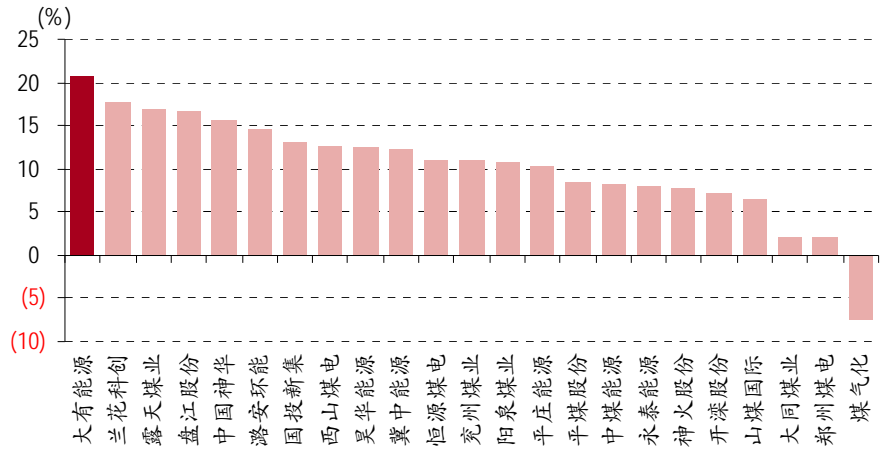


资料来源：煤炭资源网，中银国际研究

经营效率良好，成本控制效果显著

12年3季度ROE排名居煤炭股首位

图表 11. 12年3季度净资产收益率排在行业首位

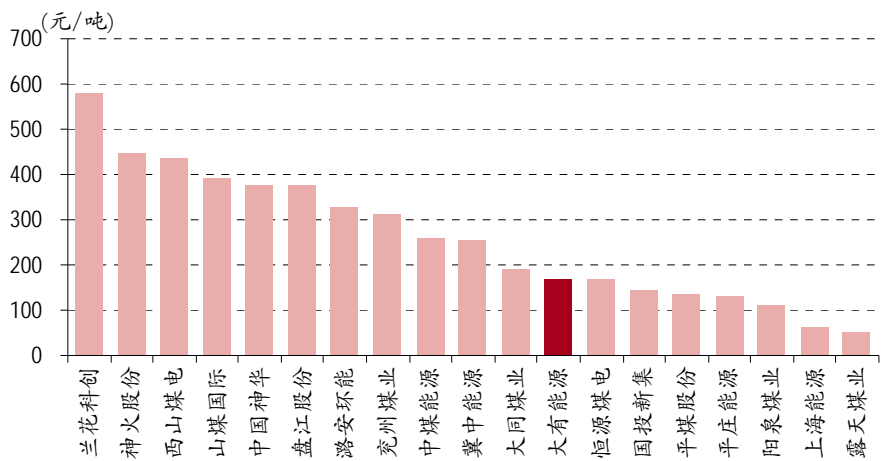


资料来源：公司公告，中银国际研究

公司 2011 年加权净资产收益率排在行业第 2 为 30.6%，2012 年前三季度加权净资产收益率上升至行业首位，为 20.8%。

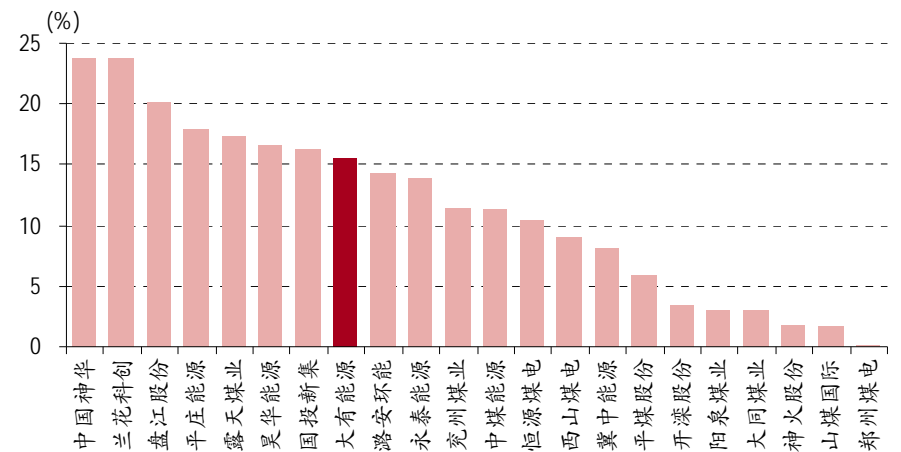
虽然公司矿井的吨煤净利水平目前还低于行业平均，但在青海天峻义海矿的扩产过程中还在不断提升，产量的提升将摊薄吨煤成本（规模优势），加上本身青海煤矿的吨煤盈利远高于现有矿，因此总体吨煤盈利将获得提升。

图表 12. 2012 年上半年吨煤毛利为 190 元/吨，低于行业平均水平，未来有望提升

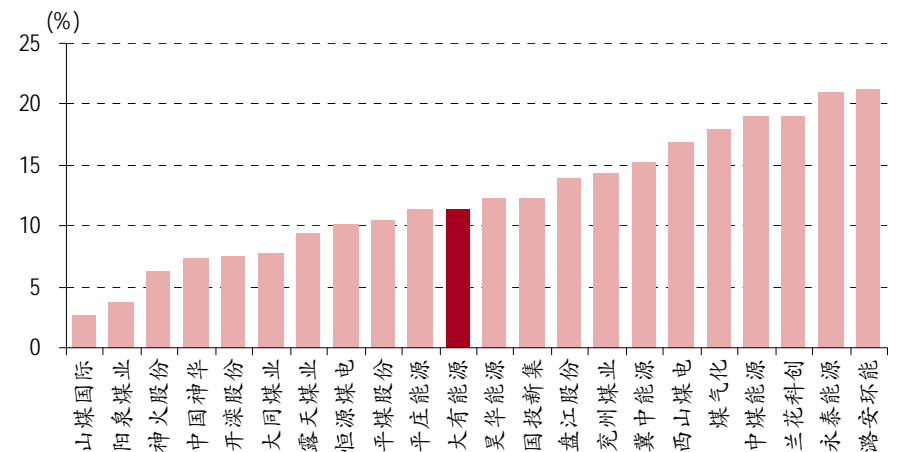


资料来源：公司公告，中银国际研究

公司经营效率较好，销售净利率处于行业中上水平。销售净利率好于吨煤净利在行业中的排名，主要由于其期间费用率控制较得当，12 年前 3 季度期间费用率为 11%，低于行业平均 14% 三个百分点，同时较 2011 年同期的 13% 下滑 2 个百分点。

图表 13. 2012 年前三季度销售净利率为 15.47%，处于行业中上水平


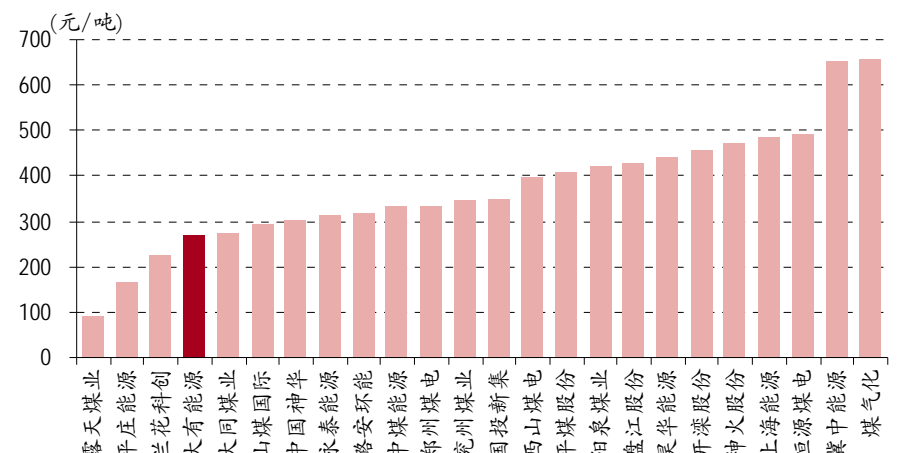
资料来源：万得资讯

图表 14. 公司 12 年前三季度期间费用率低于行业平均


资料来源：万得资讯

成本控制能力强，力争今年保持 0 增长

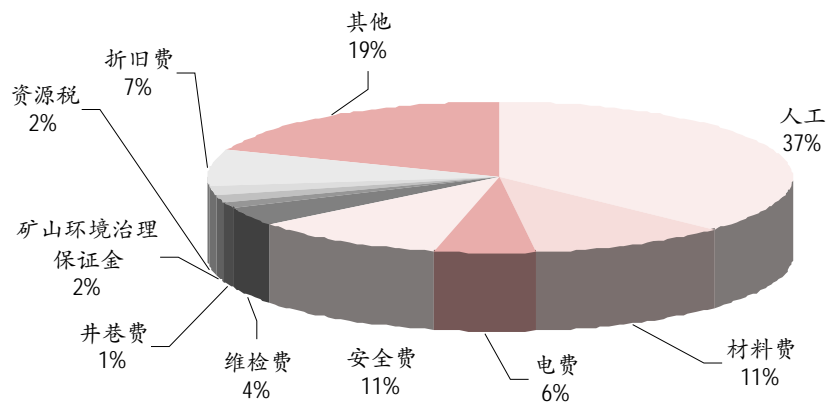
公司 2011 年吨煤成本仅为 271 元，在行业内处于较低的水平。

图表 15. 公司吨煤成本在行业处于较低水平


资料来源：公司公告，中银国际研究

2012年3季度开始河南省免征煤炭价格调节基金，原征收标准为原煤每吨20元，洗选煤每吨30元。我们预计按照现在的煤炭市场行情，13年恢复计征的可能性不大。若2013年继续免征价格调节基金，公司在河南本部原煤生产量按2,100万吨计算，今年全年可少缴纳金额4.2亿元。

图表 16. 公司生产成本细分占比 (2011年)



资料来源：公司公告

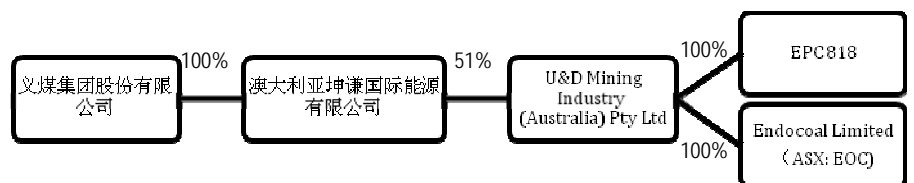
此外，公司和集团上下都在落实成本控制工作。在年初的全年工作计划会议上，公司领导提出12年-13年力争做到成本零增长，同时保持人工成本不变。

中长期发展看澳洲

近期义煤集团董事长武予鲁在京参加人代会期间表示：目前来看，“走出去”是煤炭企业发展转型的一个突破口，只有依靠走出去寻找新的机会，才能获得更强的生长动力。今年，集团更是加快了在澳洲投资煤矿资源的脚步，为下一个5-10年的增长奠定基础。

义煤集团目前通过100%控股坤谦国际能源公司来控制澳洲的资源。目前，坤谦国际能源和大通集团（澳洲）分别持有澳洲U&D Mining公司51%和49%的股权。

图表 17. 集团在澳洲控股情况



资料来源：公司公告

图表 18. 集团在澳洲控股资源情况，预计今年8月产出第一车煤

矿井名称	权益	地点	煤种	可采储量 (百万吨)	状态	可采(年)	核定产能 (万吨)
澳洲 818 矿	51%	昆士兰州博文盆地	主焦煤	30	预计 13 年 8 月投产	15	200
Endocoal Limited							
Orion Downs	51%	昆士兰中部	动力煤	51	预计 14 年投产	34	150
Rockwood	51%	昆士兰北部	无烟煤	337.3	勘探阶段		
Stockyard Creek	51%	昆士兰东南部	焦煤	566.78	勘探阶段		
小计				985			350

资料来源：公司公告，中银国际研究

818 矿今年投产后若装入公司，最多可增厚每股收益 0.1 元

在澳洲的矿井中今年可投产的只有 818 煤矿。公司初步预计该矿吨煤净利约为 100 元，今年投产后可全年产量约为 100 万吨。若不考虑借款成本，注入公司后可增厚每股收益 0.1 元。

- 该煤矿地处昆士兰北部地区的博文盆地，目前发现的可采储量为 3,000 万吨，出产优质的主焦煤，为露天矿，初步设计产能 200 万吨。据测算该矿深部储量可达到 10 亿吨左右。
- 目前 818 矿的手续证照齐全，预计今年 7-8 月可以投产，13 年约可产出 100 万吨左右。
- 在澳洲出产的焦煤主要用于出口到亚洲，按照现行的价格和运价测算吨煤净利约为 100 元/吨。

Endocoal (北昆矿业) 多数资源尚处勘探期, 预计 14 年开始产出

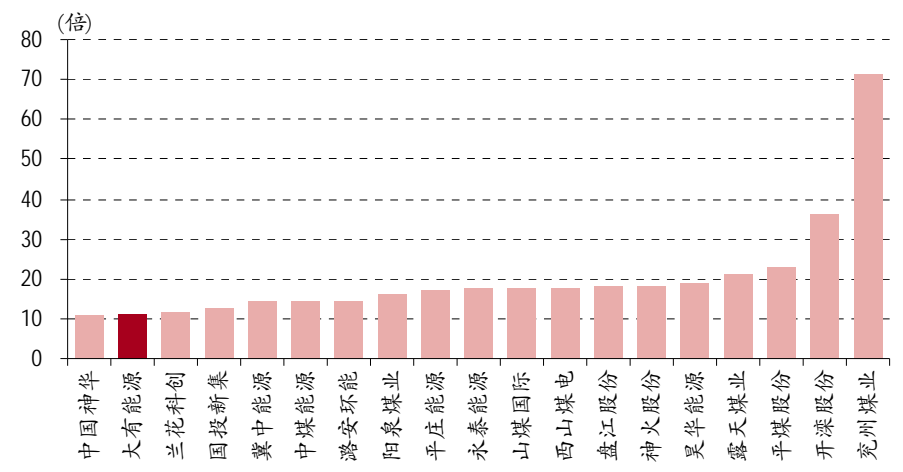
该公司 2010 年 4 月在澳洲上市, 在昆士兰中部的博文盆地地区拥有 3,876 平方千米的探矿范围, 主要产品定位于焦炭、喷吹煤和焦煤。拥有探矿权 30 个, 探明储量 5 亿吨。目前公司最主要的项目是预计 13 年下半年动工的 MDS 矿, 位于 Orion Downs 矿区, 可采储量为 1,682 万吨。

目前 ENDOCOAL 还属于初级的能源公司, 所持有的矿产资源还都没有产出, 因此收购价格相对便宜, 对义煤集团来说是比较好的投资标的。

估值优势显著，建议买入

在不考虑资产注入的情况下，我们预计2012年-2014年每股收益分别为1.44、1.75、1.87元；12-14年市盈率分别为14倍、11.4倍、10.2倍。13年市盈率仅次于中国神华，排在行业第二低，13年主要煤炭公司市盈率已经高达17.7倍。由于公司可能不会采用增发来摊薄股本，因此保守计算，如果考虑资产注入，13、14年每股收益预计为1.87元和2.15元，对应市盈率10.7倍和9.3倍。估值优势十分明显。我们给予**买入**评级。

图表 19. 公司 13 年市盈率仅为 11 倍，仅次于神华排在行业第二低



资料来源：中银国际研究

图表 20. 主要 A 股煤炭公司估值表

股票代码	公司名称	评级	每股收益 (人民币, 元)				价格 (人民币/港币)	市盈率 (倍)			
			2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
600123.CH	兰花科创	买入	1.46	1.66	1.63	2.05	18.63	12.80	11.25	11.41	9.08
600157.CH	永泰能源	买入	0.59	0.56	0.70	0.94	12.14	20.63	21.72	17.41	12.95
600395.CH	盘江股份	买入	1.55	0.83	0.85	1.34	14.05	9.09	16.93	16.53	10.49
601699.CH	潞安环能	买入	1.67	1.12	1.21	1.42	18.22	10.93	16.34	15.06	12.83
601918.CH	国投新集	买入	0.73	0.72	0.73	0.77	9.02	12.36	12.53	12.38	11.76
601088.CH	中国神华	买入	2.25	2.40	2.09	2.15	21.94	9.75	9.16	10.48	10.21
000937.CH	冀中能源	买入	1.32	0.99	0.96	1.01	12.98	9.85	13.09	13.52	12.81
600546.CH	山煤国际	持有	1.13	0.79	1.01	1.33	17.31	15.37	21.91	17.14	13.02
000933.CH	神火股份	持有	0.69	0.10	0.40	0.60	6.80	9.93	68.00	17.00	11.33
600348.CH	阳泉煤业	持有	1.17	0.82	0.85	0.92	13.75	11.75	16.77	16.18	14.95
601898.CH	中煤能源	持有	0.72	0.59	0.50	0.55	7.27	10.10	12.30	14.45	13.17
000780.CH	平庄能源	持有	0.89	0.39	0.50	0.52	8.40	9.44	21.54	16.80	16.15
000983.CH	西山煤电	持有	0.89	0.57	0.70	0.82	11.90	13.32	20.71	17.00	14.51
002128.CH	露天煤业	持有	1.21	1.19	0.62	0.75	12.84	10.61	10.84	20.71	17.12
600188.CH	兖州煤业	持有	1.75	0.91	0.39	0.54	17.40	9.93	19.14	44.62	32.22
600997.CH	开滦股份	持有	0.64	0.40	0.30	0.36	10.8	16.9	27.0	36.0	30.0
601101.CH	昊华能源	持有	1.08	0.82	0.66	0.80	11.9	11.0	14.5	18.1	14.9
601666.CH	平煤股份	持有	0.78	0.48	0.35	0.40	7.8	9.9	16.3	22.1	19.4
中银国际预测上述 A 股主要煤炭公司 (除兖州煤业)								11.9	19.5	17.2	14.4
万得预测上述 A 股主要煤炭公司								14.7	16.0	16.1	14.1
申万煤炭开采 II								15.9	12.4	12.3	10.9

资料来源：公司数据及中银国际研究

主要盈利假设和财务报表

图表 21. 公司煤价预测

(元/吨)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
公司综合煤价	439	435	430	445	448
增速(%)		(0.8)	(1.2)	3.6	0.5
青海焦煤价格	518	550	530	530	531
增速(%)		6.2	(3.6)	0.0	0.2
新疆价格		530	520	500	500
增速(%)			(1.9)	(3.8)	0.0
河南本部价格	439	420	410	430	431
增速(%)		(4.3)	(2.4)	4.9	0.2
吨煤毛利	168	177	180	193	195
吨煤净利	63	76	80	87	88

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 22. 公司产量预测

(百万吨)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
原煤产量	20.2	22.5	26.0	26.9	27.8
增速(%)		11.5	15.5	3.5	3.1
其中: 青海焦煤产量		1.9	3.0	3.0	3.5
新疆气煤产量		0.9	1.4	1.6	1.6
河南本部产量	20.2	19.8	21.6	22.3	22.7
青海占比(%)		8.4	11.5	11.1	12.6
新疆占比(%)		3.8	5.4	5.9	5.8
河南占比(%)	100.0	87.7	83.1	82.9	81.6

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 23. 公司业绩对煤价敏感度分析

综合煤价变化 %	2013 年每股收益	2014 年每股收益	2013 年变化 %	2014 年变化 %
10	2.31	2.55	32.0	30.1
5	2.04	2.26	16.6	15.3
0	1.75	1.96	-	-
-5	1.48	1.66	(15.4)	(15.3)
-10	1.19	1.36	(32.0)	(30.6)

资料来源: 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
销售收入	9,502	10,566	12,093	12,908	13,537
销售成本	(6,076)	(6,544)	(7,372)	(7,854)	(8,266)
经营费用	(1,442)	(1,472)	(1,624)	(1,734)	(1,750)
息税折旧前利润	1,984	2,550	3,097	3,320	3,520
折旧及摊销	926	260	278	300	315
经营利润 (息税前利润)	2,981	2,909	3,513	3,814	4,106
净利息收入/(费用)	(75)	(106)	(121)	(129)	(108)
其他收益/(损失)	(11)	0	0	0	0
税前利润	1,898	2,445	2,976	3,191	3,412
所得税	(481)	(620)	(755)	(810)	(866)
少数股东权益	(126)	(97)	(124)	(137)	(142)
净利润	1,283	1,718	2,088	2,235	2,394
核心净利润	1,283	1,718	2,088	2,235	2,394
每股收益(人民币)	1.54	1.44	1.75	1.87	2
每股股息(人民币)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
收入增长(%)		11.2	14.5	6.7	4.9
息税前利润增长(%)		(2.4)	20.8	8.6	7.7
息税折旧前利润增长(%)		28.5	21.4	7.2	6
每股收益增长(%)		(6.5)	21.5	7	7.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,898	2,445	2,976	3,191	3,412
折旧与摊销	998	360	417	495	588
净利息费用	75	106	121	129	108
运营资本变动	(821)	(1,667)	(798)	(506)	(438)
税金	(481)	(620)	(755)	(810)	(866)
其他经营现金流	65	(66)	(93)	(106)	(111)
经营活动产生的现金流	1,735	557	1,869	2,393	2,692
购买固定资产净值	807	1,200	800	500	500
投资减少/增加	376	20	20	20	20
其他投资现金流	(1,614)	(2,400)	(1,600)	(1,000)	(1,000)
投资活动产生的现金流	(431)	(1,180)	(780)	(480)	(480)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	385	500	400	400	400
支付股息	34	594	579	571	592
其他融资现金流	(938)	(2,094)	(1,879)	(1,871)	(1,892)
融资活动产生的现金流	(519)	(1,000)	(900)	(900)	(900)
现金变动	785	(1,623)	189	1,013	1,312
期初现金	1,916	2,701	1,078	1,267	2,280
公司自由现金流	1,304	(623)	1,089	1,913	2,212
权益自由现金流	1,764	(18)	1,610	2,442	2,721

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	2,701	1,078	1,267	2,280	3,592
应收帐款	735	845	967	1,033	1,083
库存	197	327	369	393	413
其他流动资产	1,120	1,285	1,438	1,520	1,582
流动资产总计	4,397	3,853	4,404	5,612	7,077
固定资产	3,486	3,480	4,202	4,402	4,587
无形资产	1,045	1,146	1,208	1,214	1,143
其他长期资产	1,547	2,140	2,190	2,190	2,190
长期资产总计	6,078	6,766	7,600	7,806	7,919
总资产	10,475	10,618	12,003	13,418	14,996
应付帐款	1,218	1,309	1,474	1,571	1,653
短期债务	0	100	100	100	100
其他流动负债	2,156	2,513	2,645	2,722	2,792
流动负债总计	3,374	3,921	4,220	4,393	4,545
长期借款	1,537	326	246	174	140
其他长期负债	250	250	250	250	250
股本	834	834	834	834	834
储备	3,199	3,909	4,952	6,126	7,445
股东权益	5,314	6,121	7,288	8,600	10,061
少数股东权益	450	548	672	809	951
总负债及权益	10,475	10,618	12,003	13,418	14,996
每股帐面价值(人民币)	6.37	5.12	6.10	7.20	8.42
每股有形资产(人民币)	5.12	4.16	5.09	6.18	7.46
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.40)	(0.55)	(0.77)	(1.68)	(2.81)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

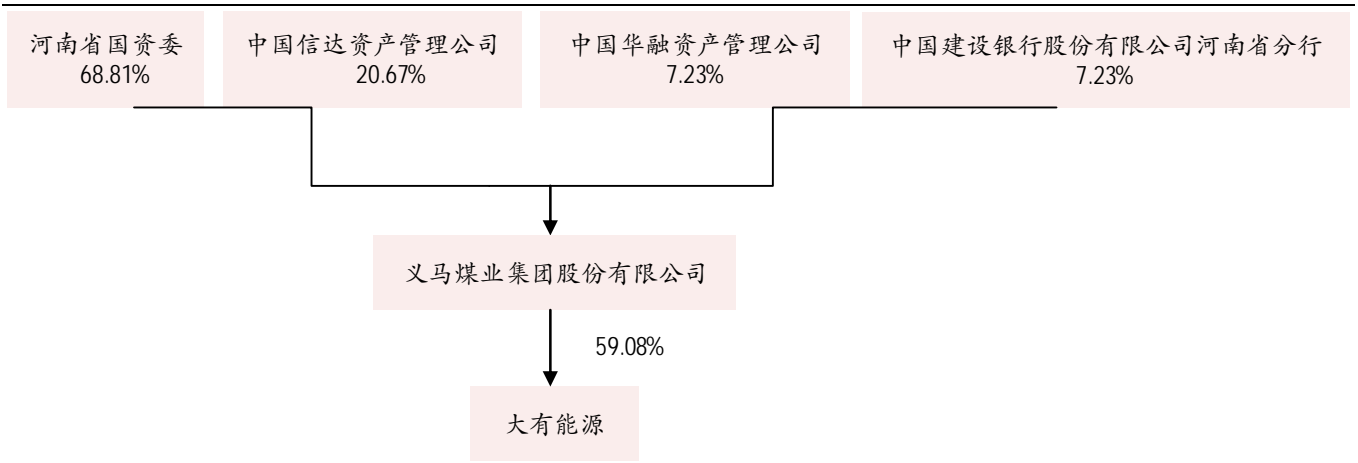
年结日: 12月31日	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.9	24.1	25.6	25.7	26.0
息税前利润率(%)	31.4	27.5	29.0	29.5	30.3
税前利润率(%)	20.0	23.1	24.6	24.7	25.2
净利率(%)	13.5	16.3	17.3	17.3	17.7
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.0	1.0	1.3	1.6
利息覆盖率(倍)	39.7	27.5	29.0	29.5	37.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	0.9	1.0	1.2	1.5
估值					
市盈率(倍)	13.0	13.9	11.4	10.7	10.0
市净率(倍)	6.4	5.1	6.1	7.2	8.4
价格/现金流(倍)	9.6	42.8	12.8	10.0	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.4	9.1	7.4	6.6	5.9
周转率					
存货周转天数	11.8	14.6	17.2	17.7	17.8
应收帐款周转天数	28.2	27.3	27.4	28.3	28.5
应付帐款周转天数	46.8	43.6	42.0	43.1	43.5
回报率					
股息支付率(%)	45.5	48.7	40.1	37.4	34.9
净资产收益率(%)	24.1	28.1	28.7	26.0	23.8
资产收益率(%)	21.2	20.4	21.8	21.2	20.4
已运用资本收益率(%)	43.5	44.4	46.0	43.0	39.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

附录、公司和集团背景介绍及区域特点

一、公司资本市场两步走：

图表 24. 大有能源股权分布图



资料来源：公司公告

第一步：借壳上市

大有能源 2010 年借壳“欣网视讯”成功上市，义马煤业集团截至目前持有公司 59.08% 股份，为公司控股股东，河南省国资委为公司实际控制人。

公司首次注入 11 个煤矿以及相关的洗煤厂和运销公司，总产能 1710 万吨；资产评估价值 81.28 亿元；增发价格为 11.66 元，发行 70618 万股。

第二步：定增资产注入，增厚业绩

大有能源 2012 年 10 月以 20.84 元/股的价格完成非公开增发股票 36175.6238 万股，共募资 75.39 亿元，用以购买集团自有的阳光煤矿、铁生沟煤矿、青海天峻义海木里煤矿和新疆豫新煤业四处资源，及其子公司义海能源的煤炭资源股权。此次注入的四个煤炭资源共计年产能 445 万吨。

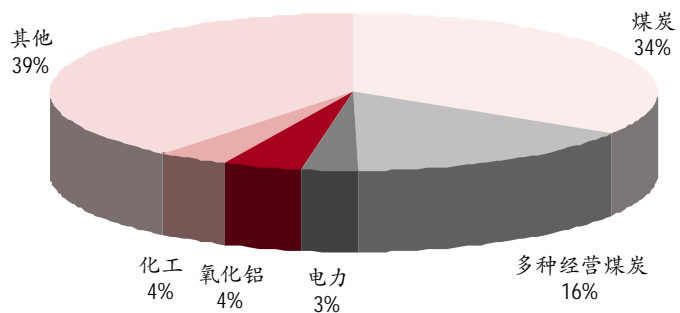
此次购买资产的总评估价值为 73.8 亿元，总资产 41.9 亿元；以 2011 年所购资产的净利润测算所得收购 PE 仅为 5.6 倍。注入时承诺四个矿井 2012 年业绩达到 4.6 亿元，目前我们预计悲观情况下注入资源 12 年也能有 4.76 亿元的净利润，提升业绩 0.39 元/股。

二、义煤集团带动公司蓄势待发

集团助公司积极扩张

义马煤业集团是 2002 年在河南省注册成立的，实际控制人为河南省国资委。集团主要发展的业务包括：煤炭开采、煤化工、铝业；同时还涉足发电、制造等业务。2011 年集团实现营业收入 312 亿元，净利润 10.19 亿元，净利率只有 3.3%。目前集团贡献利润最高的是煤炭业务，2011 年该业务占总利润量的 90%。煤化工的业务还处于初期建设，没有贡献主要利润。截至 2012 年 3 月，集团持有现金约 70 亿元，资产负债率为 69.2%。较高的资产负债率与集团的高速扩张相匹配，但也为后续的融资渠道增加了障碍，因此我们也有理由认为集团会加速兑现资产注入的承诺，以回笼资金去投资新建项目。

图表 25. 2011 年集团各业务占收入的比重



资料来源：公司公告

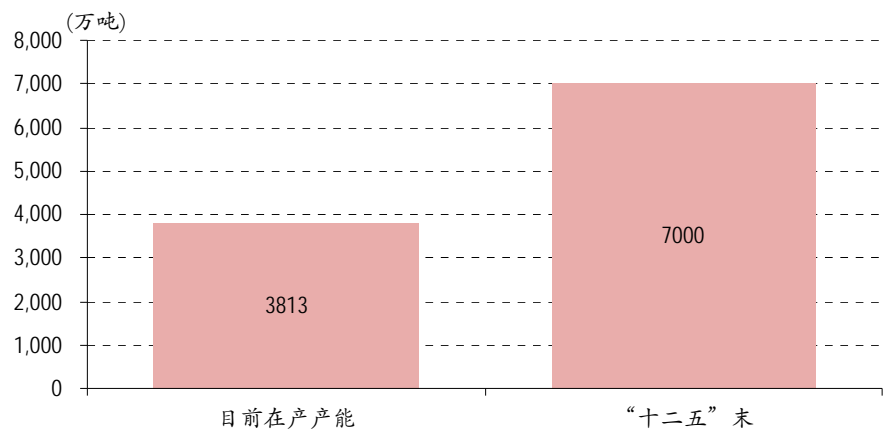
图表 26. 集团煤炭产销情况

	2009	2010	2011	2012 年 1-3 月
原煤产量 (万吨)	2,260	3,120	3,361	714
商品煤销量 (万吨)	2,272	3,033	3,372	693
产销率 (%)	100.5	97.2	100.3	97.2
平均售价(元/吨)	325	375	400	475

资料来源：公司公告

义煤集团从产量不足百万吨的矿务局，经过 50 多年的磨练如今发展成为河南省前三大的煤炭企业，2011 年集团煤产量达到 3361 万吨，占河南省总产量的 14%。集团的产品种类丰富，主要有长焰煤、贫瘦煤和焦煤等。目前，集团的煤炭资源遍布于河南、新疆、青海、内蒙、山西等省区，共拥有 11 块煤田，截至 2012 年 3 月，集团可控煤炭资源储量达到 23.5 亿吨，可采煤炭资源储量 14.4 亿吨，核定产能 3813 万吨/年。

“十二五”末集团计划实现 7000 万吨煤炭产能。预计到 2015 年在河南本部实现 3000 万吨产能。集团原计划在青海、新疆、内蒙古以及山西省分别实现 1000 万吨的产能，但目前来看山西的资源基本饱和因此成本较高；内蒙鄂尔多斯地区和伊东公司合作的露天矿经过初步勘探质地并不理想，目前双方还在寻找更好的矿井；新疆地区发展与内陆地区相对独立，矿井的体量虽大但利润率不容乐观；因此我们预计未来集团主要集中力量开发青海天俊的焦煤矿，以及重点发展澳大利亚的资源收购。

图表 27. 集团计划“十二五”末产能达到 7000 万吨，为现在产能的 1.8 倍


资料来源：公司公告，中银国际研究

煤化工帮助消耗低质煤，促进煤炭资产注入

在煤炭市场逐渐显现疲态的时候，集团又加快了对煤化工产业的投入脚步。2012 年义煤综能公司煤化工项目总投资 260 亿元，建成后可以形成年产 60 万吨乙二醇、20 万吨甲醇蛋白、40 万吨低碳醇以及 20 万吨高附加值产品，目前一期工程已进入试生产阶段。

集团发展高端煤生化项目对大有能源有两方面利好：1. 集团的煤化工项目建成后每年可消耗公司低质煤 100 万吨左右，预计到 2015 年可以达到 500 万吨。2. 高端煤生化项目的投资额较大，因此我们认为集团会加速将剩余煤炭资源出售给上市公司，以得到资本来运作煤化工项目。

豫西煤炭储配基地或拓宽公司销售半径

义煤集团于 2011 年开始建设豫西煤炭储配基地，利用遗留下来的西露天煤矿的空地，一期建设规模达到 1500 万吨/年，动态库存能力达到 150 万吨，预计今年底可以完成一期的建设。二期建设完成后可以达到 400 万吨的动态库存能力，预计 2015 年建成。

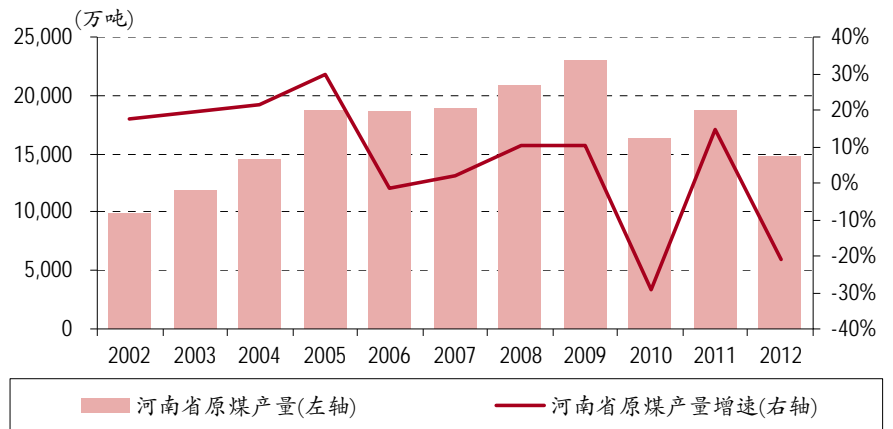
储配基地的建设为河南省“十二五”重点项目，旨在打造“立足中原、连接南北、贯通东西、辐射全国”的国内先进现代化大型煤炭储配基地和煤炭物流枢纽，建成后将有助于公司扩大销售范围、提升销售价值。

三、区域特点

公司地处河南省西部义市，该市是基于义马矿务局而建立的。义市被划入郑-汴-洛工业走廊，交通发达：铁路有陇海线和焦枝柳铁路分别从东西和南北穿过矿区，公路有连-霍高速和 310 国道从东向西横穿矿区。

省内供应方面：截至 2012 年 7 月，河南省查明煤炭资源储量为 243.96 亿吨，位居全国第十位。2011 年全省原煤产量为 1.8 亿吨，义煤集团当年产量为 3362 万吨，集团产量占全省总产量的 18.7%。河南全省的总产量自 2010 年开始出现下滑趋势，并由净调出省份转为净调入。截至日前，河南省共淘汰落后产能 3000 万吨以上，全省的煤炭企业数量由原来的 530 家减少到 30 家；骨干煤炭企业所属矿井的生产能力由原来的 1.2 亿吨提升到现在的 1.8 亿吨，占全省煤炭总产量的 87%。

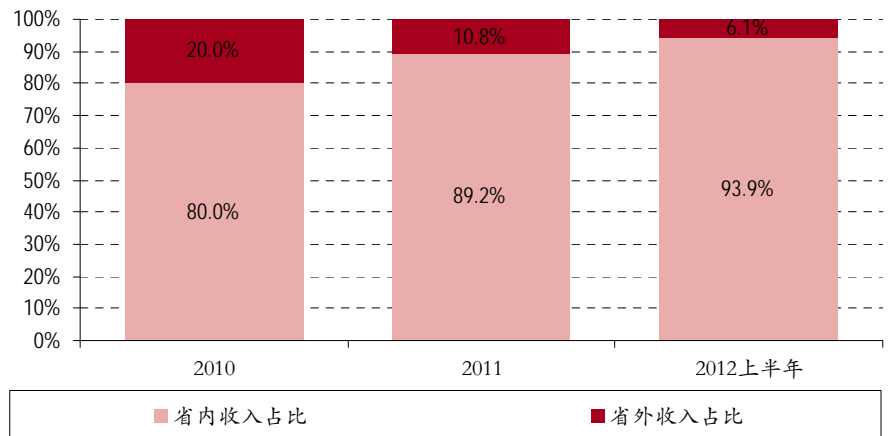
图表 28. 河南省从 2010 年开始转为煤炭净调入省



资料来源：万得资讯，中银国际研究

河南省缺煤的状态直接导致公司销往省内的煤量占比逐年升高，从10年的80%增长到12年上半年的94%，近14个百分点。

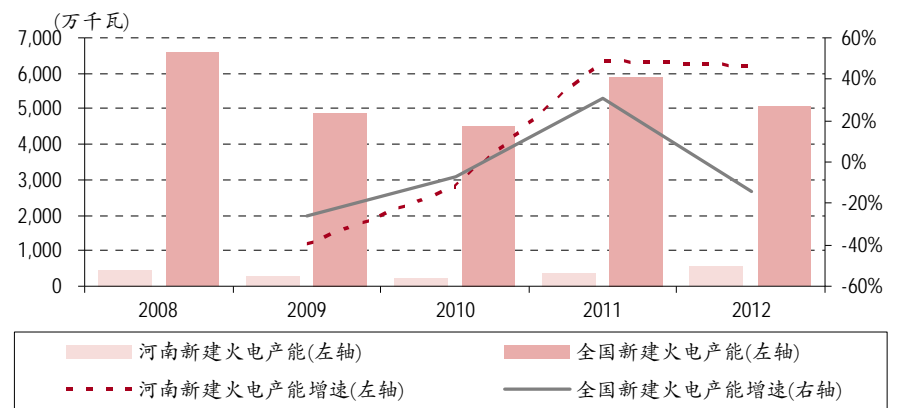
图表 29. 公司省内的销量占比不断增加



资料来源：公司公告

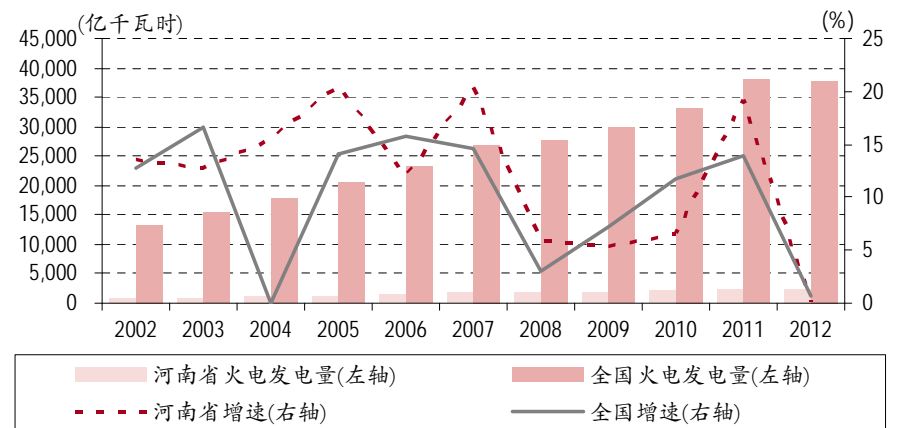
需求方面：12年火电发电量与11年持平，主要由于水电发电量的异常高涨。河南省近两年新增火电产能增速较快，12年新增产能同比增长47%，增速高于全国水平。

图表 30. 河南省新增火电产能增速快于全国水平



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 31. 2011 年河南省火电发电量激增 19%，12 年与 11 年持平



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

研究报告中所提及的有关上市公司

中煤能源 (601898.CH/人民币 7.27, 持有; 1898.HK/港币 6.95, 持有)
大同煤业(601001.CH/人民币 8.88, 持有)
昊华能源 (601101.CH/人民币 11.90, 持有)
露天煤业 (002128.CH/人民币 12.84, 持有)
冀中能源 (000937.CH/人民币 12.98, 买入)
开滦股份 (600997.CH/人民币 10.80, 持有)
兰花科创 (600123.CH/人民币 18.63, 买入)
潞安环能 (601699.CH/人民币 18.22, 买入)
盘江股份 (600395.CH/人民币 14.05, 买入)
平煤股份 (601666.CH/人民币 7.80, 持有)
平庄能源 (000780.CH/人民币 8.40, 持有)
国投新集 (601918.CH/人民币 9.02 买入)
山煤国际 (600546.CH/人民币 17.31, 持有)
中国神华 (601088.CH/人民币 21.94, 买入; 1088.HK/港币 28.6, 买入)
永泰能源 (600157.CH/人民币 12.14, 买入)
西山煤电 (000983.CH/人民币 11.90, 持有)
阳泉煤业 (600348.CH/人民币 13.75, 持有)
兖州煤业 (600188.CH/人民币 17.40, 持有; 1171.HK/港币 10.70, 持有)
神火股份 (000933.CH/人民币 6.80, 持有)
Endocoal Limited (AXS: EOC/澳元 0.34)

以 2013 年 3 月 27 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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士，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。所有本报告期内使用的商标、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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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