



持有

1% ↓

目标价格: 人民币 8.36

原先目标价: 人民币 9.00

601101 CH

价格: 人民币 8.47

目标价格基础: 19倍 2013年市盈率

板块评级: 中立

昊华能源

14年增长点不多, 15年后进入产量快速增长期

公司作为国内最大的无烟煤出口公司, 短期产量稳定(本部京西矿区 500万吨+高家梁矿 600万吨), 煤价跌幅基本与行业平均持平, 其中本部煤价抗跌而内蒙形成拖累。受低利润率的内蒙矿区占比增加影响, 公司利润率水平下跌较快, 上半年吨煤净利下滑 54%, 是 10 家纯煤公司中下滑幅度最大的。随着未来内蒙矿区产量的增长, 这种趋势可能会延续。京西本部人工成本每年刚性上涨, 下半年计提较多, 或对 3、4 季度业绩形成一定影响。未来产量的增长主要依靠 15、16 年前后投产的内蒙红庆梁和巴彦淖尔矿, 两矿预计增加权益产能 57%。非洲煤业到 17 年增加公司权益产能 24%。预计 15-18 年煤炭产量年均复合增长率为 28%, 增长较快。但公司短期增长点并不明显。基于 19 倍 13 年行业平均市盈率, 将目标价格下调至 8.36 元, 维持持有评级。

支撑评级的要点

- 公司京西矿出产的无烟煤具有地理和煤种的优势(主要为冶金煤和化工用煤), 具有较好抗跌性。烧碱出口价格为年度价格, 一定程度避免了年内国际煤价下跌的负面影响。但内蒙煤价下降较快, 导致公司 13 年上半年综合煤价同比下降 15%, 与行业平均类似。内蒙产区在产矿盈利能力的提升寄希望于精煤比例的进一步提高以及铁路运费的下降。
- 公司 14 年产量无增长。预计到 15-16 年前后内蒙的红庆梁矿和巴彦淖尔矿可投产, 达产后权益产能增长 57%。预计 15-18 年煤炭产量年均复合增长率为 28%。但由于鄂尔多斯地区吨煤盈利较低, 两矿的增产将摊薄公司的吨煤净利。
- 积极布局非洲煤业, 成为该公司的大股东(持股比例为 24%)。非洲煤业目前还处于亏损, 预计到 2015 年可以扭亏, 并且在 2017 年前后集中释放产能, 届时将增加公司权益产能 24%。公司目标将非洲煤业打造成非洲最大的焦煤企业。

评级面临的主要风险

- 巴彦淖尔矿投产进度延后。
- 非洲煤业在扭亏前并表。
- 公司往年会在 4 季度集中计提费用。
- 煤价持续下跌。

估值

- 基于 19 倍 13 年行业平均市盈率, 我们将目标价下调至 8.36 元, 维持持有评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	6,951	6,933	6,351	6,119	6,929
变动(%)	71.7	(0.3)	(8.4)	(3.7)	13.3
净利润(人民币 百万)	1,303	905	525	435	485
全面摊薄每股收益(人民币)	1.09	0.75	0.44	0.36	0.40
变动(%)	47.9	(30.6)	(41.9)	(17.1)	11.4
先前预测每股收益(人民币)			0.50	0.52	0.60
调整幅度(%)			(12.4)	(30.2)	(32.6)
全面摊薄市盈率(倍)	7.8	11.2	19.3	23.3	21.0
每股现金流量(人民币)	0.84	0.68	0.83	0.72	0.60
价格/每股现金流量(倍)	10.0	12.5	10.2	11.7	14.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.5	7.4	13.4	16.2	14.1
每股股息(人民币)	0.35	0.22	0.13	0.10	0.12
股息率(%)	4.1	2.6	1.5	1.2	1.5

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	(36)	(5)	12	(34)
相对新华富时 A50 指数	(26)	(2)	1	(36)

发行股数(百万)	1,199,998
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	10,200
3个月日均交易额(人民币 百万)	109
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
北京京煤集团有限责任公司	62.30

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 10 月 9 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

京西矿区煤价抗跌，内蒙矿区拖累.....	3
利润率水平逐年下滑，内蒙矿区摊薄影响较大.....	7
短期产能释放放缓，中长期增长可期.....	11
盈利假设和价格敏感度.....	15
附录.....	17
研究报告中所提及的有关上市公司.....	21

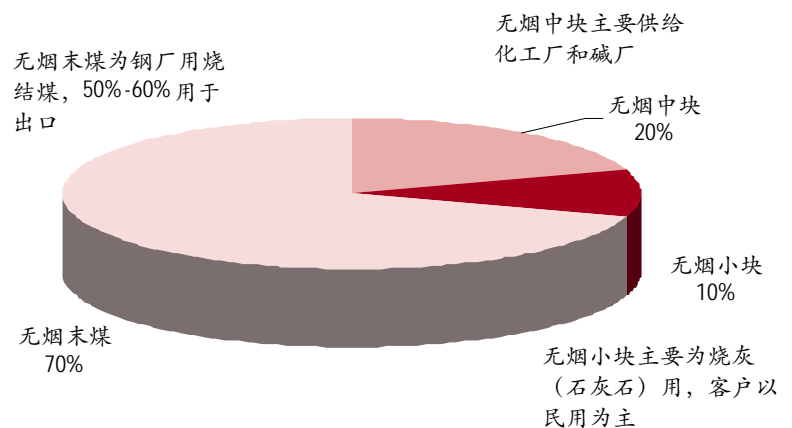
京西矿区煤价抗跌，内蒙矿区拖累

公司是纯煤炭企业，12年煤炭产量1031万吨，对于行业平均3000多万吨的年产量来说属于偏小型煤炭企业。公司在北京门头沟和内蒙古鄂尔多斯有矿区，在产产能分别为500万吨（占比45%）和600万吨（占比55%）。按用途分，动力煤占48%，冶金用煤占38%，化工用煤占14%，其中动力煤主要集中在内蒙矿区。

京西矿区有4处矿井，集中在北京门头沟区，产品均为优质无烟煤。按照粒度的不同，公司主要有无烟中块、无烟小块和无烟末煤三个品种，所有产品都具有特低硫、特低磷、中低灰、高发热量和高稳定性的特点。在煤炭市场疲弱的周期内，公司旨在提高产品的质量和市场定位，下半年计划在京西矿区上一套进一步降低无烟煤灰分的设备。但鉴于煤炭需求的疲弱状态短期难以改善，我们认为煤质的提升带来的煤价增长可能有限。

今年8月，北京市召开了2013年农村优质燃煤替代和用能结构调整工作部署会，计划减少农村劣质燃煤总量80万吨左右。此次计划将以门头沟区作为试点，要全区替代劣质煤，其他区县减少去年劣质燃煤总量的20%。公司成为此次减少劣质燃煤的受益者：北京市要求昊华能源向居民用户提供低硫、低磷、低灰的优质煤，每年保证约60万吨的量，由政府补贴，保证以市场价格销售。此前公司每年供给北京市的煤平均为10-20万吨，今年将增长2倍，售价不变的情况下保证了销量，且运输成本将低于销售至河北、天津地区。

图表 1. 公司京西矿区煤种分类



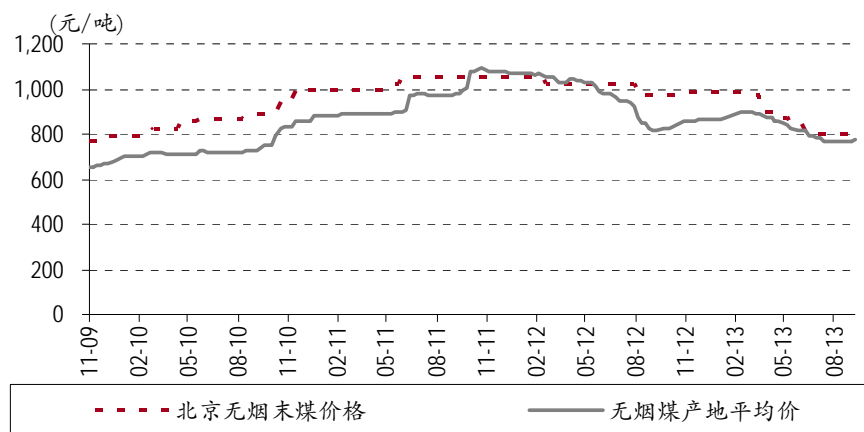
资料来源：公司数据

京西矿区煤价比较抗跌，7月以来价格企稳

自12年以来，国内煤价持续下滑，但无烟煤的价格跌幅好于动力煤和焦煤。从全国无烟煤产地煤价来看，13年上半年平均降幅达到17%，7-9月累计降幅达到5%；而上半年京西无烟末煤均价约为938元/吨，较12年同期下跌了8%，降幅小于全国水平，且7月以来北京地区无烟煤价格已经企稳。目前公司无烟中块价格为800元/吨，无烟末煤700-800元/吨，无烟小块500-600元/吨，近期并无大的变动。

尽管京西矿区煤价比较抗跌，但公司的综合煤价下滑幅度并不小，13年上半年综合煤价（按产量计算）同比下降15%，略低于行业平均的17%；12年综合煤价同比下降16%，为行业第5高，降幅较大是由于公司在高家梁矿的煤价受到较大冲击，随着12年和13年该矿的产量增加，拉低了公司整体的平均煤价。预计13年全年公司国内煤炭平均价格同比下降24%至315元/吨。

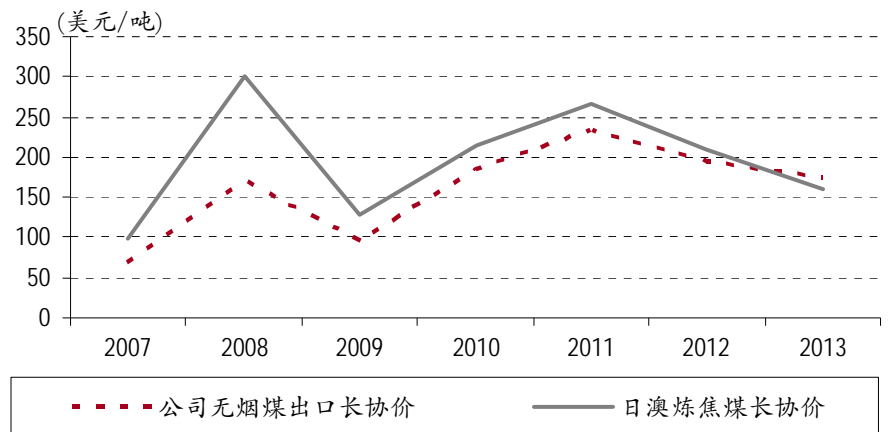
图表 2. 京西无烟末煤价格降幅小于全国平均水平



资料来源：煤炭资源网

出口烧结煤价稳定，一年一签，免受年内国际煤价下跌影响

公司是国内最大的无烟煤出口企业，主要向日本、韩国出口，12年出口业务收入占公司总收入的29%，出口量占总销量的13%，占京西矿区销量的32%。公司出口煤价相对国际平均水平较高，出口价格为一年一签，且严格执行，这样若年内国际煤价下跌对公司当年业绩并无太大影响。13-14财年（13年4月-14年3月）的出口价格在170-180美元/吨，低于12年合同价190美元/吨10%。今年三季度国际炼焦煤长协价为145美元/吨，首次低于公司出口价格。国际炼焦煤长协价格3季度较1季度已经下降12%，公司的年度合同价格规避了年内国际煤价下跌带来的负面影响。

图表 3. 公司无烟煤出口价今年首次高于日澳炼焦煤长协价格


资料来源：煤炭资源网、公司数据

内蒙矿区高家梁煤矿开始出产冶金煤，产品附加值提高，但铁路运费居高不下

公司目前在鄂尔多斯地区只有高家梁矿在产，主要出产的产品为动力精煤和动力末煤。公司从 12 年起对该矿进行了精煤喷吹（使用动力精煤作为高炉喷吹煤）实验，今年实验成功，目前出产洗精煤的一部分用于高炉喷吹，且已经稳定地供应几家钢厂了。鄂尔多斯地区的煤价下跌较快，4500 大卡动力煤 12 年较 11 年价格下滑 27%，而全国动力煤平均降幅为 3%。

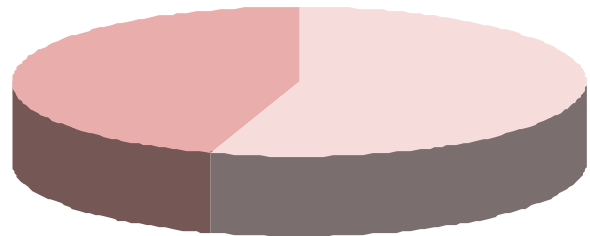
高家梁矿 12 年吨煤净利为 24 元，13 年上半年下滑至 16 元，下降 33%。预计 13 年高家梁矿共生产煤炭 630 万吨，精煤产量预计约为 292 万吨。上半年高家梁喷吹精煤均价为 220 元/吨，末煤均价约为 120 元/吨，按照完全成本 150 元/吨计算，喷吹精煤吨煤净利约为 70 元，末煤则亏损 30 元/吨，平均吨煤净利为 16 元，上半年高家梁的全部利润都来源于精煤。

高家梁矿 7-8 月份有两次 5 元/吨的提价，最近一个月有三次 5 元/吨的提价。我们预测下半年精煤均价约为 210 元/吨，末煤为 100 元/吨，由于 9 月起内蒙古价格调节基金每吨下调 3 元，粗算将使公司吨煤完全成本下降至 145 元/吨。预计下半年精煤洗出率增长至 48%，约合精煤产量 144 万吨，基本和上半年持平。预计下半年高家梁平均吨煤净利约为 13 元/吨，较上半年下滑 19%。14 年洗出率预计基本维持目前的水平，吨煤净利约为 14 元/吨。

图表 4. 高家梁矿精煤洗出率约为 45%

精煤主要作为喷吹煤供给钢厂

精煤
45%



末煤
55%

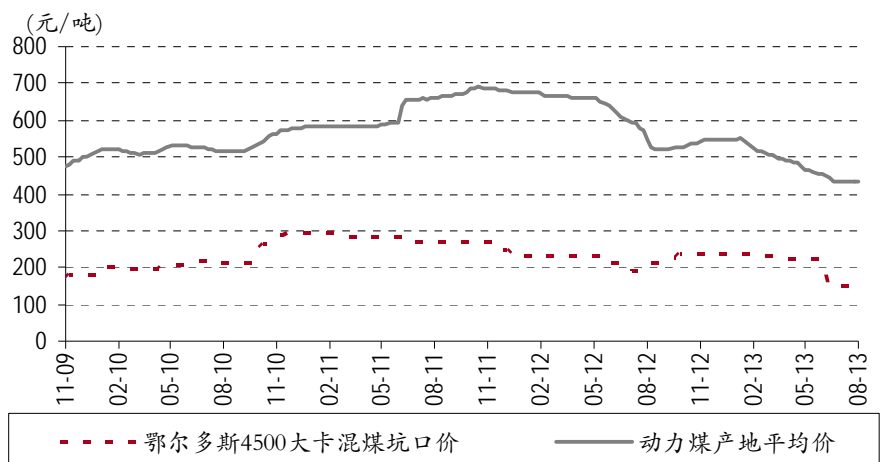
末煤平均为4200大卡，主要销售给电厂

资料来源：公司数据

目前高家梁的煤运到客户手中的价格约合 600 元/吨，而其中需要支付的运输费用就达每吨 300 多元，其中铁路货运的点装费就要 50 元/吨。缩减这一部分成本较难，目前来看如果未来能上万吨列，则点装费可降到 20 元/吨，但这需要比较长的改道和投资周期，短期很难有改善。长期来看，公司为了保证蒙西矿区的运输销售，投资建设了铜匠川铁路 23 公里的专用线，年运量可以达到 1500 万吨。同时还参股了新包神铁路（持股比例 4%），该铁路链接内蒙古包头和陕西榆林，是神府、东胜矿区煤炭外运的主干道，未来将成为包头至西安线的一部分，将来也是高家梁矿以及公司在蒙西煤矿的主要外运通道。未来蒙西地区的盈利改善，更多的要关注运输费用是否能得到有效控制。

内蒙古自治区政府近期发出了《关于促进全区煤炭经济持续健康发展的有关措施的通知》，从 13 年 9 月 1 日起，公司适用的煤炭价格调节基金将由原来的 15 元/吨下降至 12 元/吨；这将使得高家梁矿吨煤成本降低 3 元/吨，粗算将增加 13 年每股收益 0.005 元。

图表 5. 鄂尔多斯产地煤价下降幅度快于全国平均



资料来源：煤炭资源网

利润率水平逐年下滑，内蒙矿区摊薄影响较大

公司于2010年上市，当年以51%的毛利率排在主流24家煤炭公司第一位。但此后三年呈现了逐年下滑的态势，11年和12年分别为44%和36%，13年上半年毛利率为29%，排名降至主流煤炭公司第10位。主要由于高家梁煤矿投产拉低了公司的利润率：高家梁矿13年上半年吨煤净利为16元/吨，仅为公司平均水平的1/4。公司净利润率的排名一直较为稳定，13年上半年净利润率在主流煤炭公司中排第5位，与2012年排名持平。10年净利率为22%，13年上半年下滑至10%。13年上半年公司净利润率的排名好于毛利率，主要依靠13年公司获得的15%优惠税率。

公司煤炭业务毛利占比达到98%，在煤炭毛利占比95%以上的10家主流煤炭公司中，13年上半年昊华以吨煤净利63元排在第3位，仅次于盘江股份的77元/吨和大有能源的73元/吨，远高于这10家公司的平均吨煤净利32元。但昊华的吨煤净利上半年同比下滑53%，下滑幅度排在除亏损的大同煤业和兖州煤业外8家公司的首位。主要原因是高家梁矿的吨煤净利下降较快，上半年同比下滑67%。

图表6. 公司13年吨煤净利在10家纯煤（煤炭毛利占比>95%）公司中排名第三

公司名称	煤炭毛利占比	吨煤净利 (元/吨)		
		2013年上半年	2012年上半年	变动(%)
盘江股份	104%	77	160	(52)
大有能源	99%	73	68	7
昊华能源	98%	63	136	(54)
永泰能源	98%	61	117	(48)
潞安环能	100%	55	111	(51)
冀中能源	96%	42	78	(46)
平煤股份	100%	25	43	(43)
露天煤业	99%	19	33	(42)
大同煤业	98%	(30)	19	(261)
兖州煤业	96%	(68)	151	(145)
平均		32	92	(73)

资料来源：公司中报、中银国际研究

公司利润率最高的业务为出口销售，12年出口毛利率为59%，13年上半年下滑至53%，毛利润占比达到40%。公司主要的利润来源于本部京西矿区，13年上半年本部吨煤净利为123元，高家梁矿吨煤净利为16元，公司平均吨煤净利64元。内蒙矿区产量增加对公司平均吨煤净利的摊薄作用明显：若没有13年上半年高家梁矿同比增产109万吨，则上半年公司吨煤净利为75元，可见高家梁矿的增产拉低平均吨煤净利17%。我们预计13年公司平均吨煤净利为50元左右，同比下滑44%；14年吨煤净利预计为41元，较13年下滑18%。

图表 7. 公司毛利率由 2010 年排名行业第一下滑至目前的第 10 位

(%)	2013-H	2012	2011	2010
兰花科创	45.0	44.8	46.4	44.6
中国神华	36.3	36.0	41.1	46.3
潞安环能	35.4	41.1	45.1	40.3
永泰能源	35.2	40.6	59.3	15.8
大同煤业	33.6	28.0	39.8	45.8
盘江股份	33.6	41.6	44.7	44.5
中煤能源	33.3	36.2	33.6	33.4
大有能源	32.2	32.7	36.1	43.7
西山煤电	29.5	28.3	30.3	43.4
昊华能源	29.0	35.8	43.6	50.8
露天煤业	28.5	36.6	38.1	41.3
平庄能源	27.1	31.3	41.3	37.6
煤气化	25.1	17.0	27.0	29.0
冀中能源	23.2	28.0	24.9	25.6
兖州煤业	21.4	24.1	40.6	45.7
国投新集	20.9	34.9	35.4	37.0
平煤股份	20.1	19.3	20.8	20.5
上海能源	18.4	24.4	29.3	29.7
恒源煤电	14.3	22.3	29.3	27.1
开滦股份	12.0	12.0	12.9	15.9
神火股份	8.4	8.1	10.9	17.5
郑州煤电	7.5	10.8	6.1	7.9
阳泉煤业	5.6	8.6	13.7	20.2
山煤国际	4.3	5.8	7.4	9.1
平均	24.2	27.0	31.6	32.2

资料来源: 万得资讯

图表 8. 净利率水平居行业第 5

(%)	2013-H	2012	2011	2010
中国神华	22.5	22.3	24.7	28.0
兰花科创	20.3	22.1	20.6	21.3
大有能源	14.9	14.6	14.8	3.7
露天煤业	13.8	22.9	25.5	27.1
昊华能源	9.9	13.4	18.9	21.6
永泰能源	9.8	15.5	16.1	5.8
中煤能源	8.2	11.5	11.6	10.6
潞安环能	8.1	10.2	14.9	15.6
西山煤电	6.8	6.4	9.9	16.5
盘江股份	6.8	19.4	23.0	24.6
冀中能源	5.4	7.7	8.1	8.2
平煤股份	5.2	5.3	7.1	8.0
上海能源	4.7	9.6	14.2	15.2
国投新集	3.8	15.1	16.7	17.8
平庄能源	3.2	11.4	22.9	20.1
恒源煤电	2.7	8.2	12.3	13.7
开滦股份	2.4	2.7	4.1	5.8
阳泉煤业	1.5	3.1	5.3	8.9
神火股份	1.4	0.4	3.6	6.1
山煤国际	1.2	1.6	2.4	3.5
郑州煤电	1.0	2.8	1.1	1.3
大同煤业	(2.0)	5.5	15.8	19.9
兖州煤业	(13.1)	9.4	17.7	25.9
煤气化	(15.9)	(9.4)	8.1	9.0
平均	5.1	9.6	13.3	14.1

资料来源: 万得资讯

本部 13 年工资增长计提多在下半年，业绩或受影响

从细分来看，公司毛利率下滑较快，主要由于公司本部的生产成本每年都保持增长。公司是在北京地区的国有企业，每年一线员工的工资都会有一定增长，今年也不例外。而京西本部地区的生产成本有 60%都是人工成本。13 年全年本部一线员工工资预计增长 8%左右，较 12 年 12%的增幅有所放缓，但增速仍很高。今年增长约合 1 亿元。而这部分增长大多要在下半年计提，因此公司下半年的业绩或将承受较大压力。

公司年内最大的业绩支撑来源于 12 年底公司获得了高新技术企业认证，全公司企业所得税率将由 25%降为 15%，粗算将增加 13 年利润 10%左右。上半年公司加大控制成本的力度，主要表现在材料费用和出口代理费有所降低：1. 上半年单位材料费用下降 13 元/吨，或 33%，材料费约占生产的 15%-20%。；2. 出口代理费率从 2%降至 1%，节约代理费 2890 万元。由于材料费用占生产成本比例不超过 20%，而一直增长的人工工资占比达到 60%，因此总体来看，公司本部成本的控制空间比较有限，预计 13 年本部单位成本微涨 2%至 746 元/吨，

近年内蒙矿区占比提升，摊薄成本

公司 2010 年由于上市的影响，成本较 2009 年有 21%的下降，但此后 11 年又上涨 28%。随着鄂尔多斯高家梁矿在 2012 年投产，公司的单位成本（按产量）逐渐被摊薄，12 年公司平均单位成本同比下降 4%至 426 元/吨，高家梁矿吨煤成本约为 132 元/吨，若没有高家梁矿的增产（由 12 年的 377 万吨增长至 13 年的 538 万吨），则 12 年吨煤成本将为 475 元/吨，这个水平较 11 年吨煤成本则上涨 7%，可见高家梁矿低成本煤的增产摊薄公司吨煤成本 12%。13 年 1-6 月公司单位平均成本为 312 元/吨，同比下降 8%，好于行业平均降幅 5%，主要也是由于上述原因。

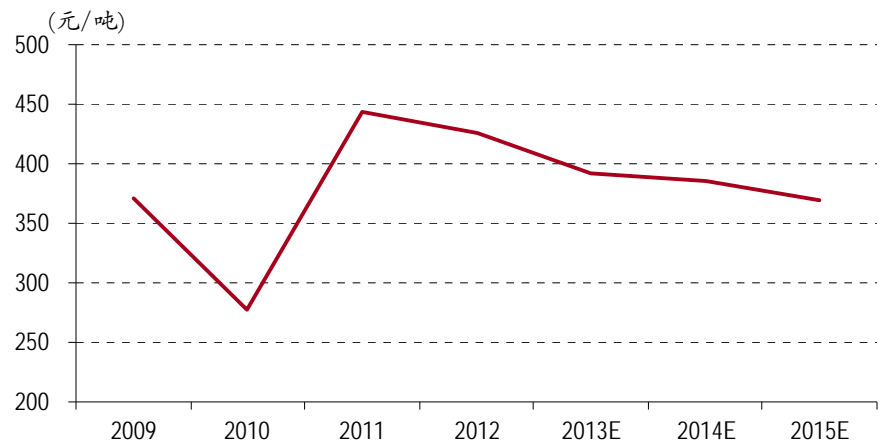
预计 13 年高家梁矿吨煤成本为 130 元/吨，与 12 年基本持平；本部矿井吨煤成本上涨 2%至 746 元，则公司全年平均吨煤成本为 392 元/吨，同比下滑 8%。今年高家梁矿就将达产 600 万吨，明年产量无增长对平均成本的摊薄作用减弱，未来 15 年内蒙红庆梁矿（吨煤成本与高家梁矿相仿）投产后还将继续拉低平均成本。

图表 9. 生产成本预测

(元/吨)	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
平均单位成本	371	278	443	426	392	386	372
增速(%)		(25)	60	(4)	(8)	(2)	(4)
国内销售单位成本	323	247	444	421	387	379	364
增速(%)		(24)	80	(5)	(8)	(2)	(4)
出口销售单位成本		358	439	449	413	413	413
增速(%)			23	2	(8)	0	0

资料来源：公司年报，中银国际研究

图表 10. 内蒙矿区增产摊薄公司吨煤生产成本



资料来源：公司年报，中银国际研究

短期产能释放放缓，中长期增长可期

京西矿产量稳定，内蒙矿区增产摊薄吨煤净利

公司在北京西郊拥有 4 处矿井，核定产能为 520 万吨/年，年产量基本维持在 500 万吨/年上下，且未来并无大的增长。

图表 11. 京西 4 矿概况

矿井	权益	煤种	核定 产能 (万吨)	权益 产能	可采 储量 (百万)	产量				
						2011	2012	2013E	2014E	2015E
木城涧煤矿	100%	无烟煤	160	160	94	160	160	160	160	160
大台井	100%	无烟煤	105	105	61	95	95	95	95	95
大安山煤矿	100%	无烟煤	160	160	48	150	150	150	150	150
长沟峪煤矿	100%	无烟煤	95	95	37	95	88	95	95	95
合计			520	520	240	500	493	500	500	500
增长(%)							(1.4)	1.4	0.0	0.0

资料来源：公司公告

现有矿井中，未来可贡献主要增长的是在蒙西的三处矿井：高家梁、红庆梁和巴彦淖尔。三矿共计年产能为 2200 万吨，其中高家梁矿今年就可以达产；红庆梁矿已经证照齐全，目前处于建设期，预计 15 年投产；巴彦淖尔目前还处于完善证照的时期。两矿为公司现有矿井的主要增长点。预计红庆梁和巴彦淖尔达产后，共可增加权益产量 560 万吨，较 2013 年 980 万吨权益产量增加 57%。

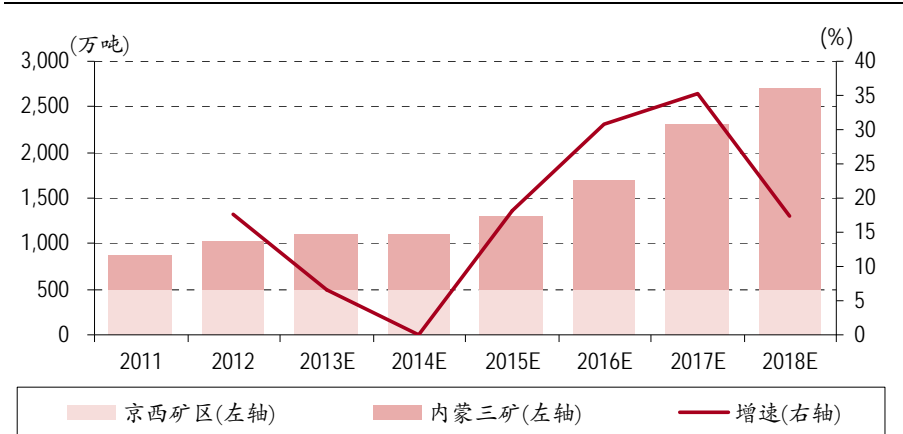
- 高家梁矿设计年产能 600 万吨，今年上半年生产原煤 327 万吨，同比增产 50%。
- 红庆梁矿设计产能 600 万吨，据初期勘探结果，预计将出产发热量在 4200-4500 大卡的烟煤。该矿为内蒙古自治区及国家十二五规划项目，该矿还配套 40 万吨/年的甲醇项目，目前也已经开工建设。预计 2015 年红庆梁可以投产。
- 巴彦淖尔矿设计产能 1000 万吨，预计最早将于 2016 年前后投产。巴彦淖尔是公司与其东方的合作项目，公司拥有 20% 的权益，未来公司还将力争增加权益比例，最终实现对该项目的控股地位。

图表 12. 内蒙鄂尔多斯地区三矿产能概况

矿井	权益	状态	煤种	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	可采储量 (百万吨)	产量							
							2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
高家梁煤矿	80%	在产	4500 大卡 动力煤	600	480	827	377	538	600	600	600	600	600	600
巴彦淖井田	20%	目前在办理相关证 照, 公司预计最早 在 16 年前后投产, 有可能未来提高持 股比例。	动力煤	1000	200	1000						200	600	1000
红庆梁煤矿	60%	12 年开始动工, 预 计 15 年前后可以投 产	动力煤	600	360	741.68					200	400	600	600
产量合计				2200	1040	2568.68	377	538	600	600	800	1200	1800	2200
增速(%)								43	12	0	33	50	50	22%
权益产量合计							302	430	480	480	600	760	960	1040
增速(%)								43	12	0	25	27	26	8%

资料来源: 公司数据、中银国际研究

未来国内各矿都达产后, 预计到 2018 年公司国内矿年产能将达到 2700 万吨(京西矿区+内蒙三矿), 为 2012 年 1031 万吨产量的 2.6 倍; 权益产能预计将达到 1540 万吨, 较 2012 年增长 67%。由于内蒙鄂尔多斯地区吨煤利润水平远低于京西矿区(13 年上半年高家梁矿吨煤净利为 16 元; 京西矿区吨煤净利为 123 元, 是高家梁的 8 倍), 因此未来两矿的增产将摊薄公司平均吨煤净利: 到 15 年红庆梁矿初期贡献 200 万吨年产能, 该矿和高家梁矿一样属于低售价低成本的矿井, 投产后将拉低公司的平均价格和成本各 4% 左右, 综合来看假设 15 年单位成本、价格不变, 将使 15 年公司吨煤净利下降 2% 至 40 元。

图表 13. 14 年国内产能无增长, 15-18 年复合增长率达到 28%


资料来源: 公司数据、中银国际研究

积极布局非洲煤业, 中长期前景广阔

2012 年 10 月, 公司发布公告: 吴华能源国际拟以每股 0.25 英镑的价格认购非洲煤业普通股股票, 收购总价 1 亿美元。认购分为两个阶段, 首次增发后, 公司持有非洲煤业公司 5.8% 的股份; 有条件增发后, 公司共持有非洲煤业股份 23.6%, 成为第一大股东。新发股份现在均已在伦敦证交所创业板 AIM 上市流通。

非洲煤业成立于 1979 年，注册地在澳洲珀斯，并且在澳大利亚、伦敦和约翰内斯堡三地上市。2012 财年非洲煤业生产煤炭 477 万吨，收入 2.44 亿美元，净利润为-1.39 亿美元，吨煤净利为-0.29 美元。2006 年非洲煤业进入南非的煤炭市场，旗下目前拥有三处在产矿井：莫伊普拉茨矿、乌拿矿和威乐矿，以及 11 处探矿权。非洲煤业未来 5 年内将要投产的矿井共计权益可采储量 1.61 亿吨，昊华能源目前国内矿的权益可采储量为 15.46 亿吨，到 2017 年可增加权益可采储量 10%。

公司入主非洲煤业后，首先提出了战略转型，目标是将非洲煤业打造成非洲最大的焦煤企业。

■ 第一步先要处理三处动力煤资源：

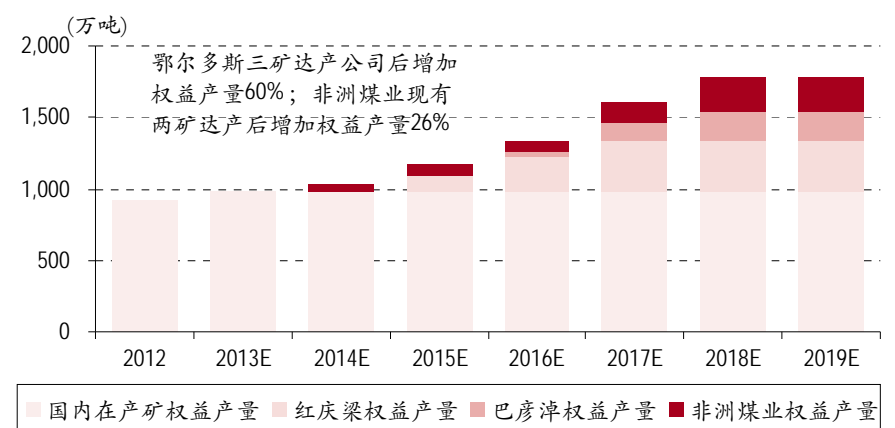
- 1. 在南非东部的莫依不拉次矿动力煤矿；
- 2. 资源枯竭的吴楠矿；
- 3. 配套 250 万吨的洗煤厂和铁路。

■ 第二步就是将主要精力放在开发南非北部 80 亿吨的远景储量。其中：

- 1. 威乐矿（露天矿）最迟明年上半年投产，该矿产能 300 万吨，包括 100 万吨半软焦煤和 200 万吨动力煤（发热量 6300 大卡以上），其配套 300 万吨洗煤厂明年也可同期投产。

2. 麦卡多（主焦煤）露天矿已经通过环评，采矿许可预计到今年年底可以拿到。该矿产能在 800-1000 万吨，可年产 500-600 万吨商品煤，包括 200 万吨主焦煤和 300 万吨高热值动力煤，明年开工建设，预计到 17 年可以投产。目前非洲煤业还处于亏损的状态，主要是由于动力煤矿的资源条件比较差，洗出率比较低，而比较优质的焦煤资源还没有投产。预计经过上述资源战略调整过后，非洲煤业到 2015 年可以实现扭亏，到 2017 年产能有一批集中释放。待年底麦卡多拿下采矿证后，非洲煤业形成两个主要贡献利润的矿井：威乐矿和麦卡多矿，两矿合计年产能 1000 万吨左右，投产后可使公司权益产能增加 240 万吨，或 24%。

图表 14. 预计到 2018 年公司权益产量较 2012 年增长 93%



*非洲煤业产量预测不包括即将出售的矿井

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 15. 非洲煤业主要资源概况

矿井	权益比例	煤种	产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	可采储量 (百万吨)	2011	2012	2013E	2014E	备注
莫伊普拉兹	24%	动力煤			32	88.3	122.6	160	160	计划出售
乌拿矿	24%	电煤			6.8	352.6	354	350	350	资源枯竭, 计划关停
		1/3焦煤							50	
威乐矿业	24%	半软焦煤	100	24	333					计划 14 年上半年投产
		动力煤	200	48			16	90	150	
麦卡多	24%	主焦煤	300	71	345					已通过环评, 年底可拿到采矿证, 预计 17 年投产
		动力煤	400	94						
合计*			1000	240	678		16	90	150	

资料来源: 公司数据、中银国际研究

(*合计中不包括计划出售和关停的莫伊普拉兹矿和乌拿矿)

盈利假设和价格敏感度

图表 16. 煤价预测

(元/吨)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
综合煤价	566	630	504	417	401	385
增速(%)		11	(20)	(17)	(4)	(4)
国内平均价	441	489	412	315	296	296
增速(%)		11	(16)	(24)	(6)	0
国外平均价	895	1,219	1,103	1,009	1,009	1,009
增速(%)		36	(10)	(9)	0	0
吨煤成本	278	443	426	392	386	372
增速(%)		60	(4)	(8)	(2)	(4)
吨煤净利	124	150	90	50	41	40
增速(%)		21	(40)	(45)	(18)	(2)

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 17. 国内产量预测

(万吨)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
京西矿区	500	493	500	500	500	500	500	500
内蒙三矿	377	538	600	600	800	1,200	1,800	2,200
合计	877	1,031	1,100	1,100	1,300	1,700	2,300	2,700
增速(%)		18	7	0	18	31	35	17

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 18. 公司对价格敏感度

煤价变化	2013E	2014E	2013 年变化 (%)	2014 年变化 (%)
10%	0.80	0.71	79.9	97.2
5%	0.62	0.52	39.4	44.4
0%	0.44	0.36	-	-
-5%	0.26	0.16	(41.5)	(55.6)
-10%	0.09	0.00	(79.8)	(100.0)

资料来源：中银国际研究

估值较高，下调盈利预测

短期来看，公司致力于提高煤质以提升矿井盈利能力，13 年上半年高家梁矿的精煤喷吹实验成功后即带来 10 元/吨的净利提升，但提质难敌需求疲弱影响：今年上半年公司吨煤净利还是下跌 54%。公司今年开始严格控制成本和费用，同时 13 年将开始执行 15% 的优惠所得税费率，一定程度改善了煤价下跌对公司的负面影响。公司 13-14 年产量基本没有增长，预计 15-16 年在鄂尔多斯的红庆梁和巴彦淖矿将陆续投产；在南非投资的非洲煤业也将在 15 年前后扭亏，并在 17 年盈利，因此我们看好公司中长期的发展。由于公司利润率水平下降较快，内蒙两矿的增产也将拉低公司平均吨煤净利，且未来成本压缩的空间比较有限，下调公司 13-15 年预测每股收益至 0.44 元、0.36 元和 0.40 元。对应 13 年市盈率 19.3 倍，略高于行业平均的 18.7 倍。基于 19 倍 13 年行业平均市盈率，将目标价下调至 8.36 元，维持持有评级。

图表 19. A 股主要煤炭公司估值表

股票代码	公司名称	评级	每股收益(人民币, 元)				价格(人民币) 10月9日	市盈率(倍)			
			2011	2012	2013E	2014E		2011	2012	2013E	2014E
600403.CH	大有能源	买入	1.54	1.50	0.71	0.79	8.89	5.8	5.9	12.5	11.3
601088.CH	中国神华	买入	2.25	2.40	2.21	2.06	16.65	7.4	6.9	7.5	8.1
600157.CH	永泰能源	买入	0.59	0.56	0.40	0.51	6.46	11.0	11.6	16.0	12.6
600123.CH	兰花科创	谨慎买入	1.46	1.63	0.96	1.20	13.26	9.1	8.1	13.8	11.1
601699.CH	潞安环能	谨慎买入	1.67	1.12	0.70	0.76	12.60	7.6	11.3	18.0	16.6
000937.CH	冀中能源	谨慎买入	1.32	0.97	0.48	0.47	9.00	6.8	9.2	18.8	19.1
600546.CH	山煤国际	持有	0.57	0.39	0.26	0.30	5.72	10.1	14.9	22.0	19.1
600395.CH	盘江股份	持有	1.55	0.91	0.43	0.66	9.19	5.9	10.1	21.4	13.9
601918.CH	国投新集	持有	0.52	0.51	0.25	0.27	4.99	9.6	9.7	20.0	18.5
000933.CH	神火股份	持有	0.69	0.11	0.20	0.25	5.59	8.2	49.0	28.0	22.4
600348.CH	阳泉煤业	持有	1.17	0.95	0.44	0.44	8.92	7.6	9.4	20.3	20.3
601898.CH	中煤能源	持有	0.72	0.70	0.34	0.40	5.37	7.5	7.7	16.0	13.6
000780.CH	平庄能源	持有	0.89	0.40	0.10	0.12	5.57	6.3	13.9	55.7	46.4
000983.CH	西山煤电	持有	0.89	0.57	0.40	0.40	8.20	9.2	14.3	20.5	20.5
002128.CH	露天煤业	持有	1.21	1.19	0.77	0.78	8.96	7.4	7.6	11.6	11.5
600188.CH	兖州煤业	持有	1.75	1.12	(0.17)	0.41	10.43	5.9	9.3	(59.9)	25.3
600997.CH	开滦股份	持有	0.64	0.40	0.20	0.18	6.24	9.8	15.6	31.2	34.7
601101.CH	昊华能源	持有	1.08	0.75	0.44	0.36	8.47	7.8	11.3	19.3	23.5
601666.CH	平煤股份	持有	0.78	0.48	0.29	0.28	5.57	7.1	11.7	19.2	19.9
中银国际上述 A 股主要煤炭公司											
(不包括兖州煤业和平庄能源)											
万得上述 A 股主要煤炭公司											
								7.9	12.7	18.6	17.4
								14.7	19.7	17.5	14.0

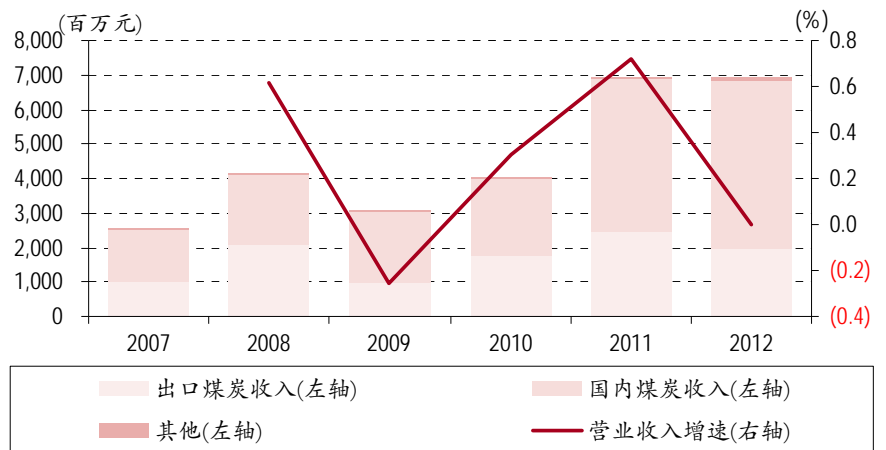
资料来源: 公司数据、中银国际研究

附录

公司背景

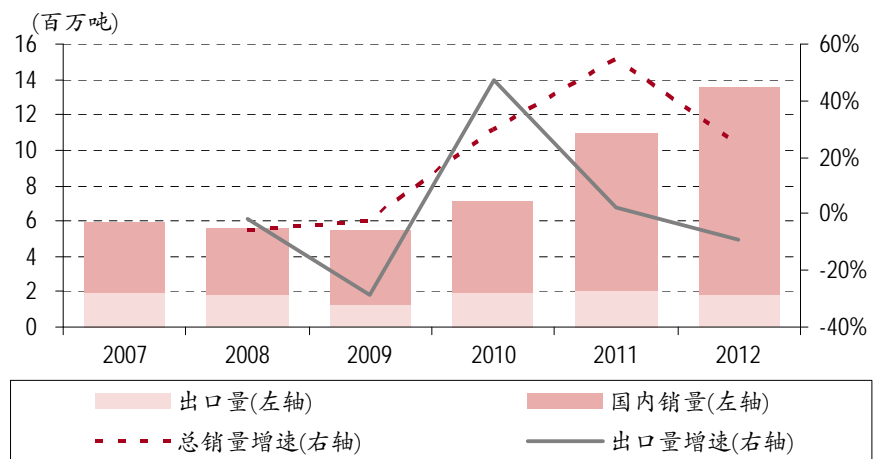
公司是中国北方距港口最近的无烟煤企业，交通运输便利。公司本部所在地的京西矿区是中国五大无烟煤生产基地之一，出产低硫、低磷、中低灰的优质无烟煤。公司为国内最大的无烟煤出口企业，主要客户为日本、韩国的大型钢铁企业。2012年出口无烟煤181万吨，占总销量的13%。

图表 20. 公司营业收入



资料来源：公司年报

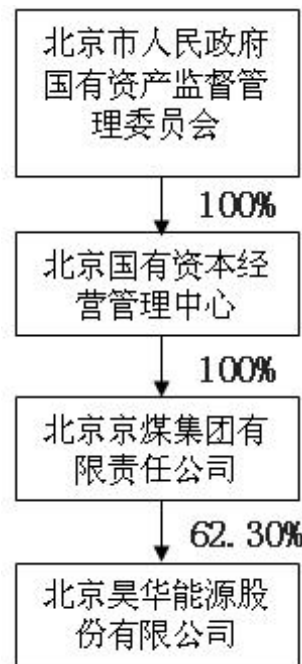
图表 21. 出口销量比较稳定，主要销量增长来自国内



资料来源：公司年报

昊华能源的大股东为京煤集团，持股比例为62%。京煤集团是2001年由原北京煤炭总公司合并重组成立的国有独资企业，由北京市国资委100%控股。“十二五”期间，京煤集团计划重点发展煤炭产业，目标至2015年实现总资产500亿元，营业收入超过300亿元，利润总额达到12亿元，员工年人均收入9万元。目前集团的全部煤炭业务已经进入上市公司。

图表 22. 昊华能源组织结构图



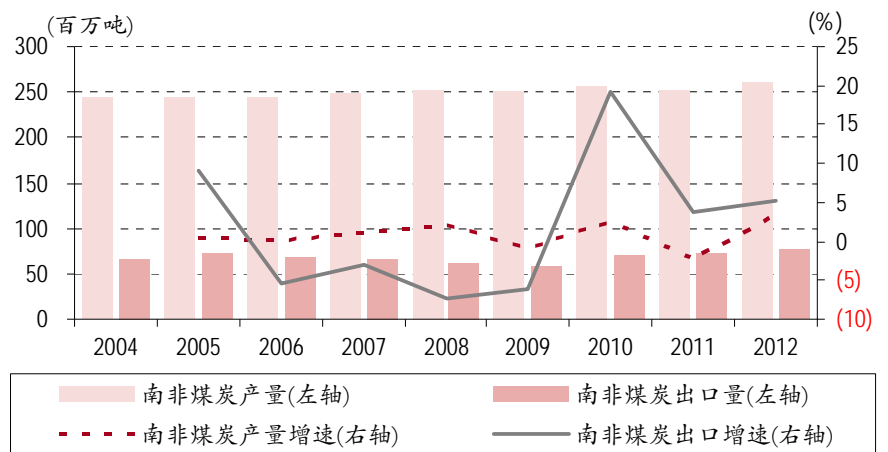
资料来源：公司公告

印度未来成为最大煤炭消费国，南非煤炭出口因此将受益

南非是非洲最大的煤炭资源国家，总储量为 2057 亿吨，截止 2011 年南非煤炭探明储量为 302 亿吨，约占非洲总储量的 2/3，排在世界第九位。2012 年煤炭产量为 2.6 亿吨，居世界第六位；出口煤炭 7573 万吨，占总产量的 29%。今年 1-7 月中国从南非进口煤炭共 669 万吨，同比下滑 19%，占总进口量的 4.4%。由于南非主要向中国出口热值较高的动力煤，且运距较远，今年以来竞争不过低价低热值的印尼煤。因此我们认为，昊华投资非洲煤业并不旨在向中国出口，未来发展还主要依靠向印度的出口增长。

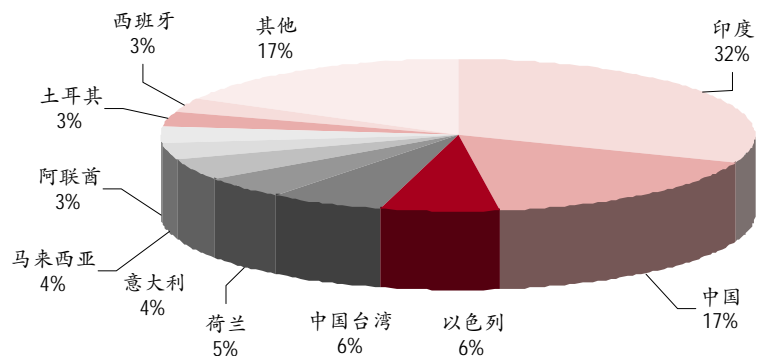
鉴于非洲煤业商品煤将主要销往印度等亚洲国家，公司逐步完善了铁路、港口等基础设施。2008 年公司与南非货运铁路公司签署协议，每年将拥有 1000 万吨的运量指标；同时，公司还拥有莫桑比克的马普托港和南非理查德港煤码头的使用协议，分别为 300 万吨/年和 20 万吨/年。其中，马普托港扩容至 2000 万吨/年的建设也将由非洲煤业承担。

图表 23. 近年来南非煤炭出口量增速较快



资料来源：煤炭资源网

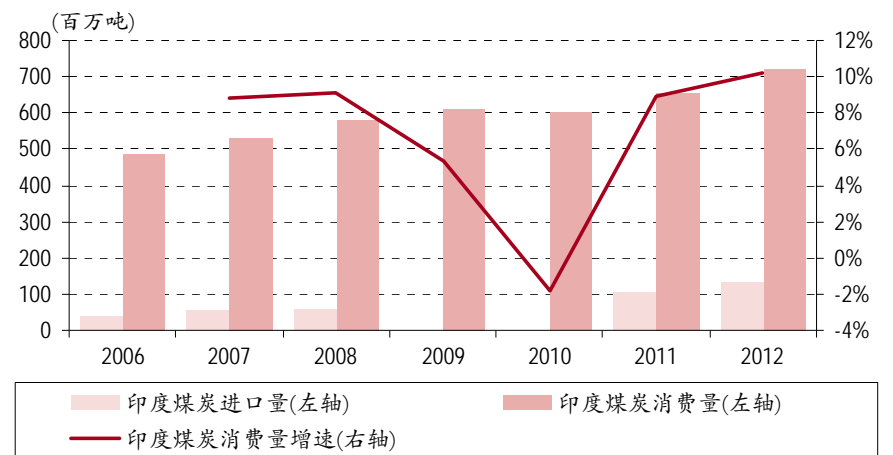
图表 24. 印度为南非煤炭最大进口国，12 年占南非出口总量的 31%



资料来源：煤炭资源网

印度是南非煤炭出口的主要需求方，作为亚洲第二大能源消费国，印度的煤炭需求逐年增长，这一趋势在其他国家转向清洁能源时也未发生改变，12 年印度煤炭消费量同比增长 10%，而其中 20% 都来自进口。BP 在 2013 年发布的全球能源报告中预测，到 2017 年印度进口的比例将增加至 23%，到 14 年印度或称为全球最大的煤炭进口国，这将对非洲煤业未来的需求形成强大的支撑。

图表 25. 印度煤炭消费量加速增长



资料来源：万得资讯 *09 年和 10 年印度没有官方统计煤炭进口量

研究报告中所提及的有关上市公司

中煤能源 (601898.CH/人民币 5.37, 持有; 1898.HK/港币 4.71, 持有)
大同煤业(601001.CH/人民币 6.41, 持有)
昊华能源 (601101.CH/人民币 8.47, 持有)
露天煤业 (002128.CH/人民币 8.96, 持有)
冀中能源 (000937.CH/人民币 9.00, 谨慎买入)
开滦股份 (600997.CH/人民币 6.24, 持有)
兰花科创 (600123.CH/人民币 13.26, 谨慎买入)
潞安环能 (601699.CH/人民币 12.60, 谨慎买入)
盘江股份 (600395.CH/人民币 9.19, 持有)
平煤股份 (601666.CH/人民币 5.57, 持有)
平庄能源 (000780.CH/人民币 5.57, 持有)
国投新集 (601918.CH/人民币 4.99 持有)
山煤国际 (600546.CH/人民币 5.72, 持有)
中国神华 (601088.CH/人民币 16.65, 买入; 1088.HK/港币 23.45, 买入)
永泰能源 (600157.CH/人民币 6.46, 买入)
西山煤电 (000983.CH/人民币 8.20, 持有)
阳泉煤业 (600348.CH/人民币 8.92, 持有)
兖州煤业 (600188.CH/人民币 10.43, 持有; 1171.HK/港币 7.40, 卖出)
神火股份 (000933.CH/人民币 5.59, 持有)
大有能源 (600403.CH/人民币 8.89, 买入)

以 2013 年 10 月 9 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	6,951	6,933	6,351	6,119	6,929
销售成本	(3,919)	(4,449)	(4,575)	(4,510)	(5,105)
经营费用	(1,194)	(1,201)	(1,038)	(1,000)	(1,133)
息税折旧前利润	1,837	1,283	738	608	692
折旧及摊销	151	170	319	384	449
经营利润(息税前利润)	2,018	1,487	1,091	1,028	1,178
净利息收入/(费用)	(61)	(52)	(57)	(62)	(67)
其他收益/(损失)	2,018	1,487	1,091	1,028	1,178
税前利润	1,774	1,229	679	547	627
所得税	(456)	(312)	(117)	(83)	(95)
少数股东权益	(14)	(24)	(47)	(40)	(60)
净利润	1,303	905	525	435	485
核心净利润	1,303	905	525	435	485
每股收益(人民币)	1.086	0.754	0.438	0.363	0.404
每股股息(人民币)	0.350	0.220	0.128	0.105	0.116
收入增长(%)	72	(0)	(8)	(4)	13
息税前利润增长(%)	52	(30)	(42)	(18)	14
息税折旧前利润增长(%)	53	(26)	(27)	(6)	15
每股收益增长(%)	48	(31)	(42)	(17)	11

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	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,773	1,240	690	558	638
折旧与摊销	181	204	354	420	486
净利息费用	61	52	57	62	67
运营资本变动	(560)	(385)	55	(51)	(321)
税金	(456)	(312)	(117)	(83)	(95)
其他经营现金流	13	13	(39)	(35)	(58)
经营活动产生的现金流	1,012	812	999	870	717
购买固定资产净值	(599)	(1,500)	(2,763)	(1,723)	(1,491)
投资减少/增加	(731)	(227)	4	4	4
其他投资现金流	(12)	(400)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,342)	(2,127)	(2,759)	(1,719)	(1,488)
净增权益	0	240	0	0	0
净增债务	340	460	1,000	1,000	1,000
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(355)	(126)	252	(121)	(134)
融资活动产生的现金流	(15)	573	1,252	879	866
现金变动	(344)	(742)	(508)	30	95
期初现金	2,668	2,324	1,582	1,074	1,104
公司自由现金流	(330)	(1,315)	(1,760)	(848)	(769)
权益自由现金流	(359)	(1,284)	(913)	26	92

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	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	2,324	1,582	1,074	1,105	1,201
应收帐款	272	224	205	197	224
库存	473	386	397	392	443
其他流动资产	881	1,749	1,591	1,532	1,734
流动资产总计	3,949	3,941	3,267	3,226	3,602
固定资产	3,020	3,767	6,176	7,515	8,557
无形资产	2,599	2,620	2,585	2,551	2,517
其他长期资产	1,193	1,258	1,256	1,256	1,256
长期资产总计	6,811	7,645	10,018	11,323	12,331
总资产	10,760	11,586	13,286	14,549	15,933
应付帐款	628	556	572	564	638
短期债务	352	952	800	800	800
其他流动负债	2,018	1,372	2,789	3,715	4,626
流动负债总计	2,998	2,880	4,161	5,078	6,064
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	33	143	141	141	141
股本	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200
储备	5,383	5,761	6,133	6,438	6,776
股东权益	6,383	6,961	7,333	7,638	7,976
少数股东权益	1,347	1,604	1,651	1,691	1,752
总负债及权益	10,761	11,587	13,286	14,549	15,933
每股帐面价值(人民币)	5.32	5.80	6.11	6.37	6.65
每股有形资产(人民币)	3.15	3.62	3.96	4.24	4.54
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.64)	(0.53)	(0.23)	(0.25)	(0.33)

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	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	29.0	21.4	17.2	16.8	17.0
息税前利润率(%)	26.4	18.5	11.6	9.9	10.0
税前利润率(%)	25.5	17.9	10.9	9.1	9.2
净利率(%)	18.7	13.1	8.3	7.1	7.0
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.4	0.8	0.6	0.6
利息覆盖率(倍)	29.9	24.7	12.9	9.7	10.0
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	1.2	0.7	0.6	0.5
估值					
市盈率(倍)	7.8	11.2	19.3	23.3	21.0
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3
价格/现金流(倍)	10.0	12.5	10.2	11.7	14.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.5	7.4	13.4	16.2	14.1
周转率					
存货周转天数	33.4	35.3	31.3	31.9	29.8
应收帐款周转天数	14.3	11.8	11.8	11.8	11.8
应付帐款周转天数	33.0	29.3	32.9	33.6	33.6
回报率					
股息支付率(%)	32.2	29.2	29.2	28.9	28.7
净资产收益率(%)	20.4	13.0	7.2	5.7	6.1
资产收益率(%)	12.7	8.3	4.6	3.6	3.7
已运用资本收益率(%)	22.7	13.5	7.5	6.0	6.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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