2010 年 11 月 30 日

昊华能源

高增长高确定性

买入

A

601101.SS – 人民币 43.39

目标价格: 人民币 57.14

昊华能源为国内最大的无烟煤出口企业。未来公司主要依靠内生性增长，未来三年的成长将主要靠今年投产的高家梁煤矿，因此确定性较好。我们预计 09-12 年煤炭产量年均复合增长 30%,位于行业前列。公司煤种优势明显，煤价涨幅较大，利润率水平位于行业前列，且有望继续保持。我们给予公司较行业平均 20%的估值溢价，即 18 倍 2011 年目标市盈率，目标价 57.14 元，首次评级为买入。

唐倩*
(8610) 6622 9077
Qian.tang@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300207060241

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(%)	-	(9)	37	-
相对新华富时 A50 指数 (%)	-	2	32	-

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	454
流通股 (%)	24
流通股市值 (人民币 百万)	4,773
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	395
净负债比率 (%)	净现金
主要股东(%)	
北京京煤集团有限责任公司	62

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*沈涛为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

支撑评级的要点

- 未来公司主要依靠内生性增长，短期依靠已经投产的内蒙高家梁煤矿；中长期依靠已经完成勘探、正在进行前期工作的内蒙红庆梁煤矿。我们预计 09-12 年煤炭产量年均复合增长 30%。预计 2015 年煤炭产能达到 1,730 万吨，比 09 年增长 231%，且仍有进一步超预期的可能性。
- 公司煤种优势明显，51%为冶金用煤，出口比例为 29%，煤价涨幅较高。
- 受益于较高的煤价，公司利润率位于行业前列。10 年上半年毛利率和净利率分别列主要煤炭上市公司的第一位和第四位。未来三年的利润增长点——高家梁煤矿的利润率预计不低于现有煤矿，公司利润率未来有望继续维持高位。

评级面临的主要风险

- 公司出口煤炭价格对日韩经济依赖程度较大，如果未来日韩经济发展不理想，将影响公司出口煤价。

估值

- 公司成长性及确定性较好，煤种优势明显，利润率水平较高且有望继续保持。我们给予公司较煤炭行业平均 20%的估值溢价，即 18 倍的 2011 年目标市盈率。我们将目标价设为 57.14 元，首次评级为**买入**。

图表 1.投资摘要

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	4,144	3,097	4,551	5,677	6,530
变动 (%)	*61*	*(25)*	*47*	*25*	*15*
净利润 (人民币 百万)	715	472	1,082	1,441	1,622
全面摊薄每股收益 (人民币)	2.08	1.37	2.38	3.17	3.57
变动 (%)	*115*	*(34)*	*74*	*33*	*13*
市盈率 (倍)	20.9	31.6	18.2	13.7	12.2
每股现金流量 (人民币)	2.0	1.6	2.3	3.3	3.8
价格/每股现金流量 (倍)	21.7	27.6	18.5	13.0	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.8	22.1	10.8	8.0	7.2
每股股息 (人民币)	1.43	0.70	1.22	1.62	1.82
股息率 (%)	4.4	2.1	3.7	5.0	5.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取
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的升幅多于 10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10%区间内波动

目录

投资摘要.....3

估值与盈利假设.....4

煤种优势明显，煤价涨幅较大.....6

未来高毛利率有望继续保持.....9

产能扩张较快，且确定性较好.....12

附录、公司背景.....14

研究报告中所提及的有关上市公司.....18

投资摘要

公司为我国最大的无烟煤出口企业，占销量51%的煤炭用于冶金，是优秀的冶金结烧用煤。

公司09年煤炭产能520万吨，未来发展将主要依赖位于内蒙古鄂尔多斯的高家梁和红庆梁煤矿。其中600万吨产能的高家梁煤矿已于今年投产，我们预计将带动公司09-12年煤炭产量年均复合增长30%。中长期增长将主要依靠已经完成勘探、正在进行项目前期工作的红庆梁煤矿，我们预计2015年实现煤炭产能1,730万吨，比2009年增长231%。此外，我们认为公司的增长将不限于上述，公司有继续增加煤炭资源储备的可能性，未来产能增长或会超预期。

我们预计，短期，09-12年3年的产量年均复合增长率为30%，远大于行业平均16%的增长；中期，09-14年5年产量年均复合增长率为17%；长期，09-17年8年产量年均复合增长率为16%。

公司煤炭销量的29%用于出口。由于优质冶金煤的稀缺性，其价格走势普遍好于电煤，特别是出口冶金煤。2010年10月份我国出口焦煤的平均价格为224美元/吨，比2010年1月份135美元的均价高出66%。而同期秦皇岛煤炭价格的涨幅仅为3%。我们预计公司2011年出口煤炭价格有望上涨15%，而公司本部内销煤炭价格有望上涨10%，涨幅均大于国内主要煤炭企业综合煤价涨幅均值（我们预计2011年行业均值为8%左右）

受益于较高的煤价水平，公司10年上半年的毛利润率为53%，净利润率为24%，位于主要A股煤炭上市公司的第一位和第四位。已经投产的高家梁煤矿受益于较好的开采条件和未来铁路贯通后煤价的进一步提高，利润率水平预计不低于公司现有水平。高企的利润率有望继续保持。

公司的主要风险来源于日韩经济低于预期的增长。我们预计公司2010年29%的煤炭销量和45%的主营业务收入来源于出口业务。而出口业务中，来自日本韩国的收入预计超过80%。公司第一大、第二大客户为新日本制铁株式会社及韩国浦项制铁株式会社两大钢铁企业。如果日韩经济增长不理想，将直接影响钢铁需求，进而影响公司出口煤价。此外，由于公司出口采用美元结算，人民币升值有可能会增加汇兑损失。但是由于公司合同里已经考虑升值的因素，而且部分损失将由客户分担，因此预计带来的损失不会太大。我们预计最多影响收入1%左右。

估值与盈利假设

1. 估值

公司煤种优势明显，利润率较高，并有望保持。我们预计 09-12 年煤炭产量 3 年年均复合增长率为 30%，成长性表现优秀，且确定性好。我们给予公司较 11 年行业平均市盈率 15 倍 20% 的估值溢价。基于 18 倍 2011 年目标市盈率，我们给予公司 57.14 元的目标价，首次评级为**买入**。

图表 2. A 股主要煤炭上市公司估值表

证券代码	证券简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (10/11/26)	每股收益(人民币 元) 2009	2010E	2011E	2012E	市盈率(倍) 2009	2010E	2011E	2012E
000933.SZ	神火股份	买入	254	24.81	0.80	1.35	1.72	2.02	31.1	18.4	14.4	12.3
000983.SZ	西山煤电	买入	757	24.44	0.92	1.12	1.58	1.85	26.6	21.8	15.4	13.2
600123.SZ	兰花科创	买入	240	43.22	2.22	2.26	2.86	3.51	19.4	19.1	15.1	12.3
600188.SS	兖州煤业	买入	1312	27.49	0.79	1.46	1.95	1.96	34.8	18.8	14.1	14.1
600348.SS	国阳新能	买入	635	27.46	0.77	1.15	1.23	1.35	35.6	23.9	22.3	20.3
600395.SS	盘江股份	买入	272	25.17	0.89	1.24	1.52	1.80	28.1	20.2	16.6	14.0
600546.SS	山煤国际	买入	225	31.45	0.82	1.10	1.63	1.90	38.4	28.6	19.3	16.5
600997.SS	开滦股份	买入	227	18.73	0.67	0.68	0.74	0.81	28.1	27.7	25.4	23.2
601898.SS	中煤能源	买入	1433	11.08	0.50	0.60	0.87	1.09	22.2	18.6	12.7	10.1
601699.SS	潞安环能	买入	548	48.5	1.83	2.60	3.50	4.00	26.5	18.6	13.9	12.1
601088.SS	中国神华	持有	4911	25.16	1.52	1.85	2.16	2.38	16.5	13.6	11.7	10.6
601898.SS	中煤能源	买入	1433	11.08	0.50	0.60	0.87	1.09	22.2	18.6	12.7	10.1
601666.SS	平煤股份	持有	369	20.82	0.78	1.38	1.55	1.75	26.8	15.1	13.4	11.9
601001.SS	大同煤业	持有	357	21.98	0.89	0.65	0.83	0.93	24.7	33.8	26.6	23.6
000780.SZ	平庄能源	持有	158	16	0.46	0.62	0.74	0.81	34.8	25.8	21.6	19.8
000937.SZ	冀中能源	未有评级	363	32.42	1.39	2.19	2.56	2.79	23.3	14.8	12.7	11.6
002128.SZ	露天煤业	未有评级	305	23.66	0.74	1.16	1.44	1.78	32.0	20.3	16.5	13.3
600508.SS	上海能源	未有评级	197	28.14	1.31	1.81	2.01	2.23	21.5	15.5	14.0	12.6
600971.SS	恒源煤电	未有评级	199	46.6	1.41	2.25	2.64	2.95	33.0	20.7	17.6	15.8
601918.SS	国投新集	未有评级	255	14.16	0.45	0.71	0.94	1.21	31.5	20.0	15.1	11.7
	行业平均								27.8	19.7	15.4	13.4
601101.SS	**昊华能源**	**买入**	195	43.39	1.37	2.38	3.17	3.57	31.6	18.2	13.7	12.1

资料来源：公司数据，中银国际研究

2. 盈利假设

图表 3.昊华能源主要盈利假设

主营收入（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
煤炭采选业	4,112	3,075	4,519	5,639	6,488
国内	2,024	2,076	2,428	3,238	3,968
出口	2,069	977	2,069	2,379	2,498
次杂煤	19	23	23	23	23
其他	32	22	32	38	42
合计	4,144	3,097	4,551	5,677	6,530
原煤产量（百万吨）		5.13	7.10	9.20	11.20
商品煤销量（百万吨）	5.58	5.44	6.82	8.50	10.10
本部自产煤销量			5.2	5.2	5.2
本部外购煤销量	0.95	0.31	0.10	0.10	0.10
高家梁矿精煤销量			1.52	3.2	4.8
商品煤综合售价（元/吨）	734	561	659	661	640
国内煤平均售价			504	498	490
--本部煤售价(出矿价)	543	504	575	633	664
--高家梁煤价			255	275	297
出口煤售价(FOB)	1,117	739	1,034	1,189	1,249

资料来源：公司数据，中银国际研究

高家梁矿 2010 年暂不能享受所得税优惠

按照西部大开发关于优惠税率的规定，享受政策需要在当地建独立的公司，且主营收入占企业收入的 70%以上。

由于高家梁矿 2010 年下半年刚刚进行试生产，需要在年底核算主营收入后，才能申请优惠税率。因而，我们认为该矿今年税率仍为 25%。如果公司 2011 年申请成功，该矿将适用 15%的所得税优惠，且将把 2010 年多交的税款退回。保守起见，未来几年我们仍按 25%的税率计算。一旦高家梁矿税率降为 15%，我们预计净利润将会提高 4%左右。

图表 4.昊华能源敏感性分析

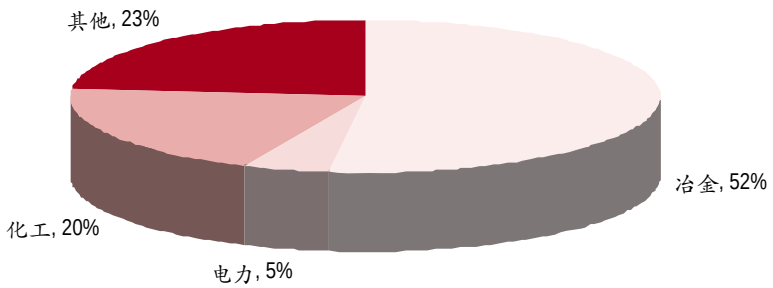
平均煤价 (%较基本情境变动)	2010 年预测每股收益 (人民币)	较基本情境变动 (%)	2011 年预测每股收益 (人民币)	较基本情境变动 (%)
+10%	2.66	12	3.92	24
+5%	2.52	6	3.54	12
基本情境	2.38	0	3.17	0
-5%	2.25	(5)	2.80	(12)
-10%	2.11	(11)	2.43	(23)

资料来源：中银国际研究预测

煤种优势明显，煤价涨幅较大

公司的主要产品为优质无烟煤，特点为特低硫、特低磷、低氮、中低及低挥发份、高发热量和较高稳定性，主要用于冶金（结烧）、电力、化工（主要是制碱）及建材行业。2009年公司煤炭销售给冶金、电力、化工行业的比例大约是52%，5%和20%。比较2009年冶金煤占煤炭销量比例，西山煤电为47%，开滦股份为38%，平煤股份为17%，昊华能源因52%的高冶金煤占比应把其归为冶金煤企业。

图表5. 2009年公司销售客户所处行业



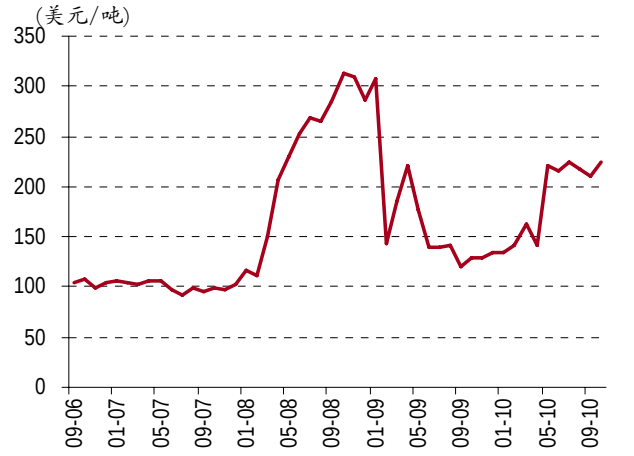
资料来源：公司资料

由于煤种特质符合国外钢厂的要求，公司出口煤占煤炭销量比较大，2009年为24%，2010年我们预计为29%。客户主要为日韩等大型钢厂，如新日本制铁株式会社和韩国浦项制铁株式会社分别是公司第一、第二大客户。

由于优质冶金煤的稀缺性，其价格走势普遍好于电煤。而今年以来，受益于金融危机的复苏，日韩钢铁产量增长幅度较大，10年前10个月日本粗钢产量同比增长30%，增幅创近年新高（见图表9）。国际冶金煤价格涨幅更为迅猛。根据中国煤炭资源网，2010年10月份我国出口焦煤的平均价格为224美元/吨，比2010年1月份135美元的均价高出66%，而同期秦皇岛煤炭价格的涨幅仅为3%。（见图表8）

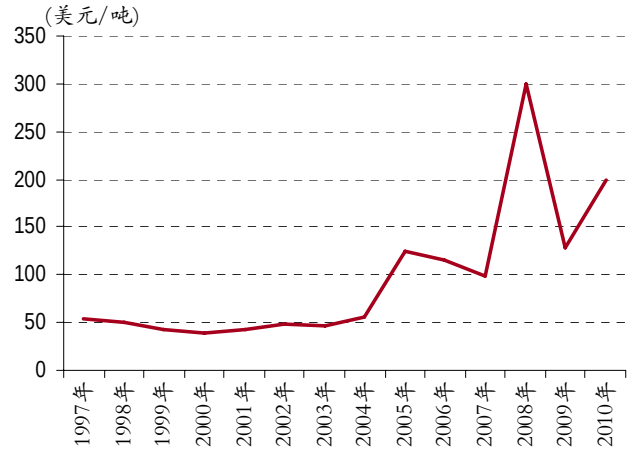
公司的出口煤目前供需形式较好，呈现供应偏紧态势，其价格的签订会比照日澳焦煤合同价，我们预计公司 2011 年出口煤炭价格有望上涨 15%，而公司本部内销煤炭价格有望上涨 10%，涨幅均大于国内主要煤炭企业综合煤价涨幅均值（我们预计 2011 年行业均值为 8%左右）

图表 6.我国焦煤出口价格历史走势



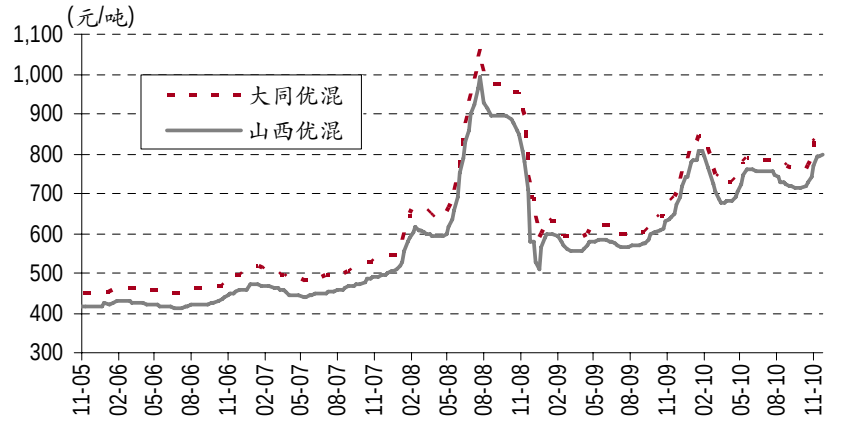
资料来源：中国煤炭资源网

图表 7.日澳炼焦煤合同基准历史价格走势



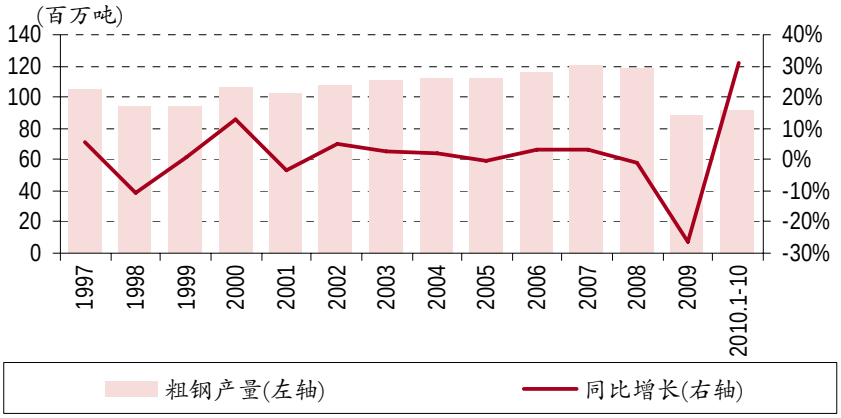
资料来源：彭博资讯

图表 8.秦皇岛煤炭价格



资料来源：中国煤炭资源网

图表 9.日本粗钢产量及同比增长率历史走势



资料来源：彭博资讯

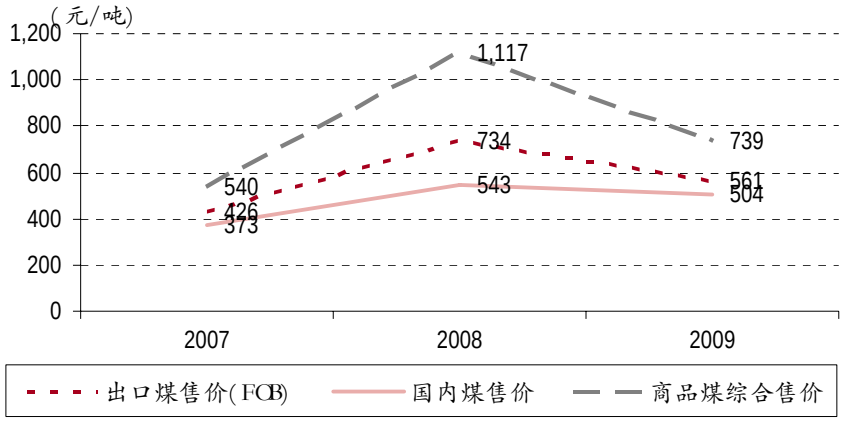
内销煤今年以来涨价 10 次，预计涨幅 17%左右

除出口煤外，公司销往国内的合同煤比例达到 95%，但是是定量不定价的，而价格则跟随市场煤走势。今年以来，公司已经进行了 10 次提价，综合煤价在 700 元/吨左右，比年初上涨 17%左右。

未来高毛利率有望继续保持

受益于较好的煤质和煤种、较高的销售价格，昊华能源的毛利率、净利率位列主要煤炭上市公司的前列(见图表 10、11)。10 年上半年，公司的毛利率和净利率分别位于 A 股主要上市公司的第一位和第四位。

图表 10.昊华能源煤炭价格历史走势



资料来源：公司资料

图表 11.A 股主要煤炭公司毛利润率 （单位：百分比）

股票简称	2010 年 1-6 月	2009	2008	2007
昊华能源	53	39	42	41
中国神华	49	49	49	50
大同煤业	49	51	64	46
兖州煤业	47	43	50	47
盘江股份	44	41	26	14
露天煤业	43	33	32	35
潞安环能	41	33	41	29
西山煤电	40	43	47	41
兰花科创	38	42	52	43
中煤能源	37	36	42	43
国投新集	37	36	42	31
上海能源	37	29	34	26
平庄能源	36	34	40	28
恒源煤电	28	24	33	33
冀中能源	23	27	49	37
平煤股份	23	19	32	24
国阳新能	20	20	23	17
神火股份	18	17	22	27
开滦股份	16	20	24	26
山煤国际	9.4	11	6.7	5.2

资料来源：公司资料

图表 12. A 股主要煤炭公司净利润率（单位：百分比）

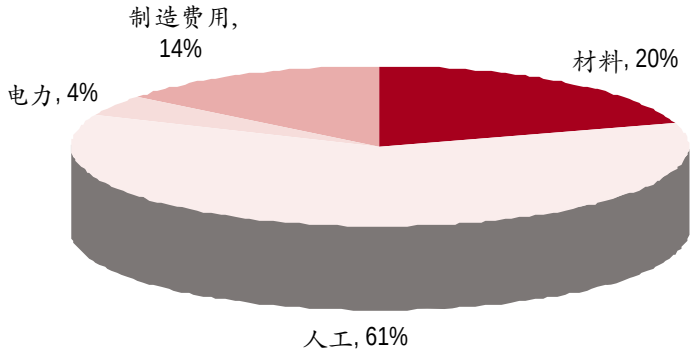
股票简称	2010 年 1-6 月	2009	2008	2007
中国神华	31	28	29	28
露天煤业	29	17	22	19
盘江股份	25	16	22	4
昊华能源	24	17	15	13
兰花科创	23	28	22	17
平庄能源	22	20	17	9
上海能源	20	16	13	10
西山煤电	20	23	19	14
大同煤业	19	32	21	11
国投新集	18	20	17	11
潞安环能	18	18	12	10
兖州煤业	17	25	18	16
恒源煤电	14	15	10	15
中煤能源	14	15	13	15
平煤股份	11	15	7	10
国阳新能	10	9	9	5
冀中能源	8.2	21.5	8.0	11
神火股份	7.8	9.6	5.5	14
开滦股份	6.0	9.1	7.8	12
山煤国际	4.1	0.1	4.5	0.2

资料来源：公司资料

2011 年生产成本上涨主要来自工资上涨

公司本部的生产成本中工资占比较高（61%左右），主要是由于煤矿地质条件的特殊性，如有的煤层拐角较大，不适合机械化开采，因此有一半的煤炭是炮采，需要的人工相对较多，因此工资占比较高。我们预计 11 年的工资上涨幅度为 6-8%。

图表 13. 2009 年公司生产成本细分比例



资料来源：公司资料

高家梁煤矿的投产将“助力”公司利润率维持高位

今年投产的高家梁煤矿地处鄂尔多斯万利矿区，地质构造简单，煤层赋存稳定，各煤层均为低灰分、低硫、特低磷、高发热量的不粘煤（动力煤）。目前其精煤价格为 280 元，生产成本为 120 元。比照同在万利矿区的神华的布尔台矿和伊泰集团的塔拉豪煤矿的利润率，我们预计其毛利润率将在 50%以上，净利润率将在 25%以上。特别是明年上半年铜匠川铁路通车后，运输成本将进一步降低，出省煤享受更高的价格，这一利润率水平将更有保障。我们认为，这样，公司的利润率将在高家梁煤矿的“助力”下继续维持高位。

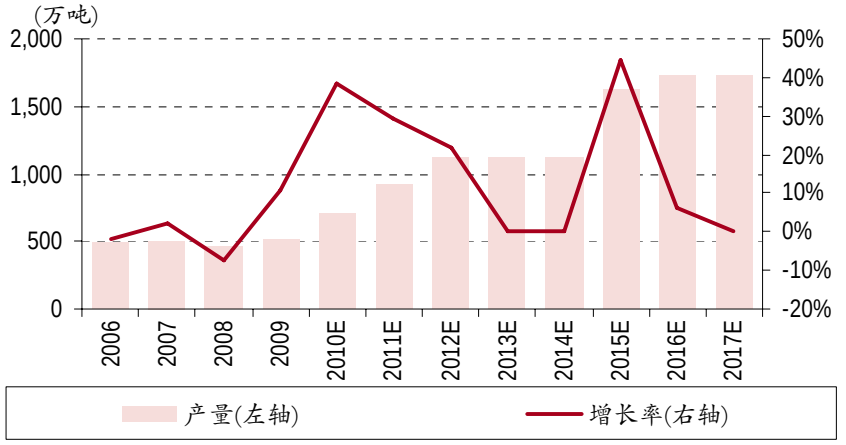
产能扩张较快，且确定性较好

公司短期的增长主要靠今年刚刚投产的高家梁煤矿，我们预计 2010 年、2011 年、2012 年产量为 190 万吨、400 万吨、600 万吨，公司煤炭产量将增长 38%、30%、22%，公司 09-12 年 3 年年均复合增长率达到 30%，远高于大多数煤炭企业的增长（见图表 14、15），因为高家梁矿已经投产，所以产量增长的确定性很好。

中长期的增长将由红庆梁煤矿提供。今年 5 月，公司斥资 10.852 亿元收购了红庆梁煤矿 60%的股权。目前该矿已经勘探完毕，正在进行前期工作，预计 2012 年开工建设，我们按照 3 年的建设周期计算，预计 2015 年投产。届时，公司的煤炭产能将达到 1,720 万吨，比 09 年增长 231%。权益产能为 1,360 万吨，比 09 年增长 162%。此外，我们认为公司的增长将不限于上述，公司有继续增加煤炭资源储备的可能性，未来产能增长或会超预期。

我们预计，短期来看，09-12 年 3 年产量年均复合增长率为 30%；中期来看，09-14 年 5 年产量年均复合增长率为 17%；长期来看，09-17 年 8 年产量年均复合增长率为 16%。

图表 14.公司产量增长



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 15.09—12 年 A 股主要上市公司煤炭产量及增速（产量单位：百万吨）

公司简称	2009	2010E	2011E	2012E	2010E 增长率(%)	2011E 增长率(%)	2012E 增长率(%)	09—12 年 3 年年均复合增长率(%)
西山煤电	18.6	23.0	34.5	46.5	24	50	35	36
昊华能源	5.1	7.1	9.2	11.2	38	30	22	30
山煤国际	4.6	6.2	8.4	9.4	36	35	12	27
兰花科创	5.6	5.7	7.5	10.0	1	33	33	22
盘江股份	9.3	11.3	13.8	16.0	22	22	16	20
大同煤业	25.8	32.0	37.2	39.2	24	16	5	15
露天煤业	42.0	45.0	50.0	60.0	7	11	20	13
神火股份	5.7	7.3	7.8	8.1	27	8	4	12
国阳新能	21.0	25.2	25.9	27.9	20	3	8	10
潞安环能	30.0	31.4	33.0	37.5	5	5	14	8
平煤股份	37.4	37.1	42.3	45.3	(1)	14	7	7
平庄能源	10.1	10.4	10.7	11.0	3	3	3	3
神华能源	210.3	229.0	252.6	268.5	9	10	6	8
兖州煤业	36.3	46.0	49.7	51.6	27	8	4	12
中煤能源	100.8	122.1	136.3	147.3	21	12	8	13
平均：					18	17	14	16

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 16.2010—2015 年昊华能源产能扩张计划

煤矿	地点	核定产能(万吨)	核定权益产能	投产时间	持股比例(%)	煤种	煤炭产品	可采储量(亿吨)
高家梁煤矿	内蒙古鄂尔多斯万利矿区	600	480	2010 年 4 月	80	不粘煤与长焰煤	优质动力煤	8.27
红庆梁煤矿	内蒙古塔然高勒矿区	600	360	预计 2012 开工，2015 年投产	60	长焰煤	优质动力煤	7.4
合计		1200	840					15.67

资料来源：公司数据

附录、公司背景

公司为国内最大的无烟煤出口企业，2009 年煤炭产能为 520 万吨。公司本部位于京西煤田，京西煤田为国内五大无烟煤基地之一。公司于 2010 年 3 月上市，上市完成后，母公司京煤集团的煤炭开采业务全部进入上市公司。

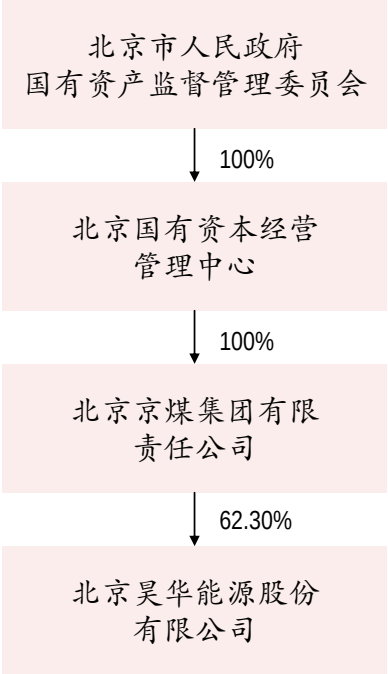
公司是中国北方距港口最近的无烟煤企业，具有交通运输便利及运输成本较低的优势。公司全部销量中，有 82%通过铁路和港口运输方式完成。

图表 17. 昊华能源本部现有煤矿

煤矿	地点	核定产能(万吨)	2009 年产量	持股(%)	可采储量	煤种	瓦斯含量	剩余可采年限
木城涧煤矿	北京门头沟	150	150	100	0.94	无烟煤	低瓦斯	44.5
木城涧煤矿(大台井)	北京门头沟	100	93	100	0.61	无烟煤	低瓦斯	43.4
大安山煤矿	北京门头沟	160	160	100	0.48	无烟煤	低瓦斯	21.5
长沟峪煤矿	北京门头沟	110	110	100	0.37	无烟煤	低瓦斯	24.1
合计		520	513	100	24.0			

资料来源：公司资料

图表 18. 昊华能源组织结构图



资料来源：公司公告

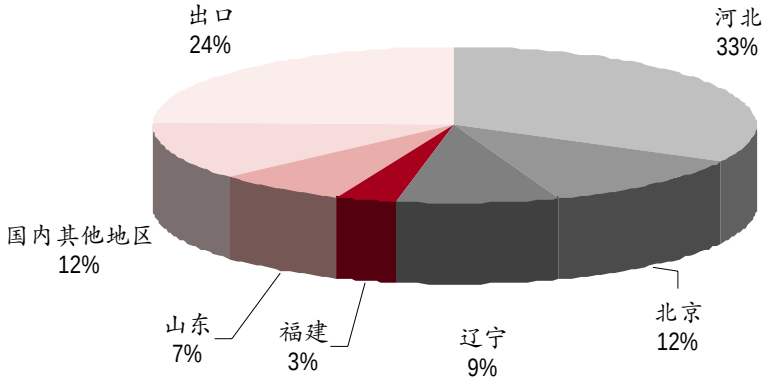
图表 19.昊华能源子公司情况

子公司名称	持股比例	业务
内蒙古新包神铁路有限责任公司	4%	
鄂尔多斯市昊华精煤有限责任公司	80%	建设高家梁煤矿
鄂尔多斯市东铜铁路有限公司	59%	铁路专用线建设
北京京煤南方商贸有限责任公司	100%	销售煤炭
天津京西煤炭有限责任公司	81%	煤炭、煤制品销售
济南京煤商贸有限责任公司	100%	销售煤炭
北京鑫华双安煤炭有限公司	25%	销售煤炭
西部能源公司	60%	建设红庆梁井田
呼伦贝尔太伟矿业	47%	金属矿探矿
昊华能源国际（香港）有限公司	100%	经营投资及能源贸易

资料来源：公司公告

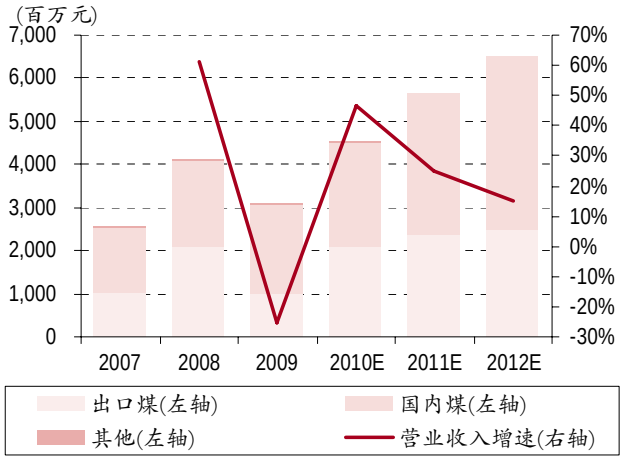
公司 2009 年出口煤炭 132 万吨，占公司总销量的 24%，预计 10 年将占 29%。公司生产的无烟煤主要销往日本、韩国及巴西。

图表 20. 2009 年昊华能源煤炭销量分类—区域



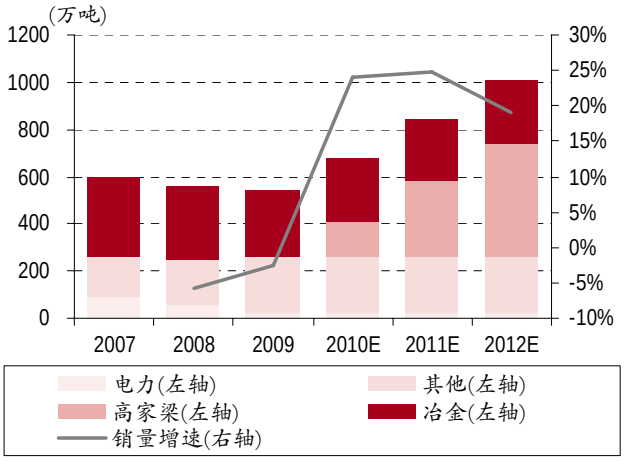
资料来源: 公司数据，中银国际研究

图表 21. 昊华能源营业收入



资料来源: 公司数据，中银国际研究

图表 22. 昊华能源煤炭销量

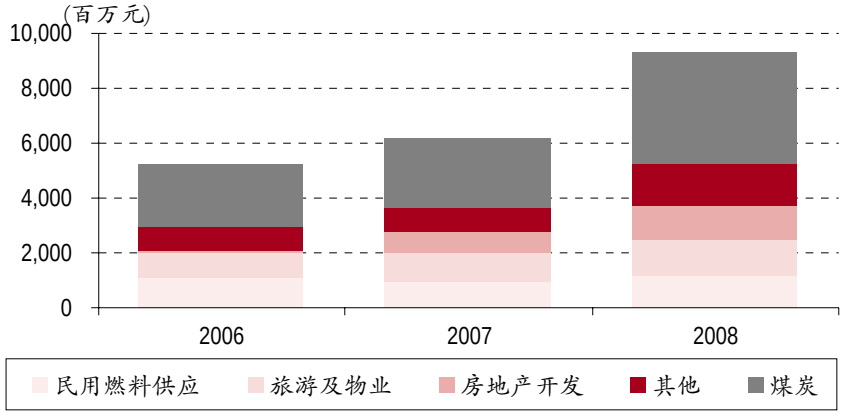


资料来源: 公司数据，中银国际研究

母公司：京煤集团

京煤集团在煤炭采选销售的传统主业基础上，发展规划以及业务经营逐步多元化，形成了以与煤炭及新型能源业务为核心主业，以城市服务业为支撑，兼顾部分其他业务的多元化战略发展格局。2006-2008 年，集团煤炭业务占总收入的 40%-44%。目前，煤炭业务已经全部进入上市公司。

图表 23. 京煤集团主营收入



资料来源：公司公告，中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,144	3,097	4,551	5,677	6,530
销售成本	(2,385)	(1,886)	(2,169)	(2,549)	(2,941)
经营费用	(672)	(496)	(753)	(901)	(1,057)
息税折旧前利润	1,087	715	1,630	2,227	2,532
折旧及摊销	(66)	(70)	(115)	(182)	(189)
经营利润(息税前利润)	1,021	646	1,514	2,046	2,344
净利息收入/(费用)	(45)	(32)	(27)	(30)	(33)
其他收益/(损失)	(16)	21	(6)	(6)	(6)
税前利润	960	634	1,481	2,010	2,305
所得税	(243)	(160)	(370)	(502)	(576)
少数股东权益	(2)	(2)	(29)	(66)	(107)
净利润	715	472	1,082	1,441	1,622
每股收益(人民币)	2.077	1.372	2.383	3.175	3.572
每股股息(人民币)	1.430	0.700	1.216	1.620	1.823
收入增长(%)	61	(25)	47	25	15
息税前利润增长(%)	98	(37)	135	35	15
息税折旧前利润增长(%)	90	(34)	128	37	14
每股收益增长(%)	115	(34)	74	33	13

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	960	634	1,481	2,010	2,305
折旧与摊销	66	70	115	182	189
净利息费用	45	32	27	30	33
运营资本变动	(142)	(23)	(171)	(148)	(122)
税金	(243)	(160)	(370)	(502)	(576)
其他	5	(12)	(16)	(53)	(94)
经营活动产生的现金流	690	541	1,065	1,517	1,733
购买固定资产净值	(308)	(1,037)	(1,139)	(844)	(1,300)
投资减少/增加	(61)	2	2	2	2
投资活动产生的现金流	(369)	(1,035)	(1,137)	(842)	(1,298)
净增权益	20	149	3,280	0	0
净增债务	142	470	(1,400)	0	0
其他融资现金流	(236)	(173)	(552)	(736)	(828)
融资活动产生的现金流	(74)	445	1,328	(736)	(828)
现金变动	247	(49)	1,256	(61)	(393)
期初现金	267	514	465	1,721	1,660
公司自由现金流	321	(494)	(72)	675	435
权益自由现金流	227	(197)	(2,024)	(61)	(393)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	514	465	1,721	1,660	1,268
应收帐款	367	81	120	149	171
库存	182	182	210	246	284
其他流动资产	196	239	345	427	489
流动资产总计	1,259	968	2,395	2,483	2,213
固定资产	982	1,825	2,217	2,186	2,503
无形资产	474	595	2,419	2,413	3,137
其他长期资产	116	114	149	149	149
长期资产总计	1,572	2,535	4,785	4,748	5,789
总资产	2,832	3,502	7,181	7,231	8,002
应付帐款	440	424	488	573	661
短期债务	432	812	0	0	0
其他流动负债	301	195	233	252	270
流动负债总计	1,173	1,431	721	825	932
长期借款	100	190	0	0	0
其他长期负债	0	85	1,063	237	0
股本	344	344	454	454	454
储备	1,184	1,326	4,788	5,493	6,287
股东权益	1,528	1,670	5,242	5,947	6,741
少数股东权益	30	126	155	221	329
总负债及权益	2,832	3,502	7,181	7,231	8,002
每股帐面价值(人民币)	4.44	4.86	11.55	13.10	14.85
每股有形资产(人民币)	3.06	3.13	6.22	7.79	7.94
每股净负债/(现金)(人民币)	0.05	1.56	(3.79)	(3.66)	(2.79)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	26.2	23.1	35.8	39.2	38.8
息税前利润率	24.6	20.8	33.3	36.0	35.9
税前利润率	23.2	20.5	32.6	35.4	35.3
净利率	17.2	15.2	23.8	25.4	24.8
流动性(倍)					
流动比率	1.1	0.7	3.3	3.0	2.4
利息覆盖率	22.8	19.9	56.1	68.9	71.7
净权益负债率(%)	1.2	29.9	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.9	0.5	3.0	2.7	2.1
估值(倍)					
市盈率	20.9	31.6	18.2	13.7	12.2
市净率	9.8	9.0	3.7	3.3	2.9
价格/现金流	21.7	27.6	18.5	13.0	11.4
企业价值/息税折旧前利润	13.8	22.1	10.8	8.0	7.2
周转率					
存货周转天数	25.6	35.3	33.0	32.7	32.9
应收帐款周转天数	32.3	9.6	9.6	9.6	9.6
应付帐款周转天数	38.8	50.0	39.1	36.9	37.0
回报率(%)					
股息支付率	68.8	51.0	51.0	51.0	51.0
净资产收益率	46.8	28.3	20.6	24.2	24.1
资产收益率	26.9	13.8	15.8	21.2	22.0
已运用资本收益率	48.8	23.1	28.1	33.2	33.2

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

神火股份 (000933.SS/人民币 24.81，买入)

西山煤电 (000983.SZ/人民币 24.44，买入)

兰花科创 (600123.SS/人民币 43.22，买入)

兖州煤业 (600188.SS/人民币 27.49，买入)

国阳新能 (600348.SS/人民币 24.46，买入)

盘江股份 (600395.SS/人民币 25.17，买入)

山煤国际 (600546.SS/人民币 31.45，买入)

开滦股份 (600997.SS/人民币 18.73，买入)

昊华能源(601101.SS/人民币 43.39，买入)

潞安环能 (601699.SS/人民币 48.50，买入)

中煤能源 (601898.SS/人民币 11.08，买入)

平庄能源 (000780.SZ/人民币 16.00，持有)

大同煤业 (601001.SS/人民币 21.98，持有)

中国神华 (601088.SS/人民币 25.16，持有)

平煤股份 (601666.SS/人民币 20.82，持有)

冀中能源 (000937.SZ /人民币 32.42，未有评级)

露天煤业(002128.SZ/人民币 23.66，未有评级)

国投新集 (601918.SS/人民币 14.16， 未有评级)

上海能源(600508.SS/人民币 28.14， 未有评级)

以 2010 年 11 月 26 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

披露声明

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

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 11 月 26 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

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

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，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邀请，亦并未考慮到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本报告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本报告均須在承諾購買任何报告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本报告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取决于投資者的自身情况及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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

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

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

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

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

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之强制規定作出任何推薦須有合理基礎; (2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

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

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

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

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 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