

“洗选能力扩张 + 精煤提价能力”是未来重要看点

平煤股份 (601666) 评级: 短期增持 (维持)

股价: 28.35 元

价值分析

2009 年 9 月 23 日 星期三

采掘

谷三剑

021-50586660-8621

gsj@longone.com.cn

煤炭行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

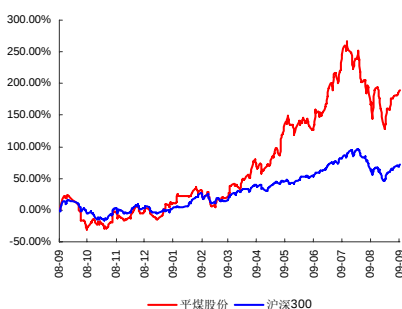
重要数据

总股本(亿股)	13.97
流通股本(亿股)	5.68
总市值(亿元)	396.04
流通市值(亿元)	161.03
一年内最低价(元)	10.11
一年内最高价(元)	39.64
上证 A 股指数	3,040.7

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	7.98	1.94
3 个月	22.52	11.88
6 个月	125.71	82.11

个股相对沪深 300 走势图



相关报告:

投资要点

□ 平顶山新华矿难或成为河南省小煤矿整合契机。平顶山 9.8 矿难令当地 157 个矿井停产整顿, 而据报道河南省已有 646 座矿井受影响停工停产, 停工整顿将持续到 10 月 20 日, 此或成为河南省小煤矿后续整合契机。

□ 公司矿井改扩建为后续发展打下基础, 2010-11 年产量增长 9.3%、9.8%

◆ 公司一矿、八矿、十一、十三矿等正在改扩建, 预计 09-11 年公司原煤产量分别为 2900 万吨、3170 万吨、3480 万吨, 同比增长 1%、9.3%、9.8%。

◆ 新建的首山一矿进度低于计划, 2010 年将无法达产。09 年预计贡献产量 50-60 万吨, 2010 年产量 120 万吨。

◆ 一、四、六、八、十一矿采矿权回购工作正在进行, 暂无最新进展, 简单估算约需支付 20 亿以上。

□ 收购集团 5 个矿具备多重意义, 扫清后续发展障碍。拟收购 5 个矿合计产能 420 万吨, 09 年预计产量 500 万吨。5 个矿尽管储量少, 但井田边界优化有望再增加 10 年以上服务年限。重要的是收购减少了关联交易, 解决同业竞争, 为后续资产注入与煤炭资产整体上市扫清障碍。如能实现下半年并表, 预计可增厚 09EPS 5.8%/0.073 元。

□ “洗选能力扩张 + 精煤提价能力”是公司未来重要看点。公司近年持续加大对洗选系统的升级和扩张, 09 年末, 公司总入洗能力 1360 万吨, 炼焦煤入洗能力 1090 万吨, 预计 2010 年炼焦精煤产量可达 800 万吨。

洗选能力提高冶炼精煤产量和比例, 配合公司精煤提价/定价能力, 一则能提高销售利润率和资本收益率, 再则令公司业绩更具弹性, 在焦煤提价过程中, 业绩快速增长。公司洗选能力扩充, 已做好在中国与世界经济复苏和下一轮繁荣中受益的准备。2010 年预计投资仍将保持较快增长, 房地产投资和新开工面积增速正逐步增快, 外围经济好转将带动出口逐步复苏。综合作用下, 钢铁行业盈利能力和景气度将回升, 使炼焦煤子行业上行的概率要大于下行的可能。

□ 公司成本将比 08 年有所下降, 目前尚无其他大额支出, 单位原煤成本约为 260-270 元。当前公司主焦煤含税价约为 1200 元, 1/3 焦煤 1100 元, 电煤执行每吨 0.09 元/大卡的结算价。预计煤炭价格至年底保持平稳。

□ **积极拓展煤炭资源，集团后续煤炭资产仍将注入。**长安能源（60%）在陕西彬长建设杨家坪煤矿，规划产能 1000 万吨，一期 500 万吨，精查后资源储量 12 亿吨。按集团规划，到 2015 年共将投资 260 亿元，形成煤炭产能 8000 万到 1 亿吨，洗煤能力 1500 万吨，成为全国第二大炼焦煤生产基地。公司将面临较大的资本支出压力。

□ **公司核心优势在于区位佳，煤质优，贴近市场，能最大程度分享经济发展与繁荣。**公司是地理位置最优的煤炭企业之一。主要用户为华东和中南发达地区工业企业，煤价接受能力强，较优的煤质和较短的运距，使公司产品在市场具备较强的优势，并能在行业景气上行和市场回暖时在价格上率先做出反映，在销售上实现类似“撇脂”策略，最大化价格和收入。

□ **盈利预测与评级。**不考虑公司新收购 5 个矿，我们预计 09-11 年公司实现每股收益为 1.26 元、1.56 元、1.78 元，对应 2010 年市盈率为 19.0 倍。如果考虑本次收购，且简单按上半年业绩推算，假设只三、四季度并表，则 09 年 EPS 为 1.33 元，增厚 09 年 EPS5.8% 或 0.073 元，2010 年起贡献全年业绩，增厚 10 年 EPS9.2% 至 1.71 元。综合考虑行业状况、公司发展和当前市场，短期我们维持“增持”评级。

正文目录

1. 平顶山 9.8 矿难或成为河南省小煤矿后续整合契机.....	4
2. 矿井改扩建和收购为后续发展打下基础.....	4
2.1 公司现有生产矿井 12 个, 核定产能 2788 万吨, 居上市煤企第 4	4
2.2 公司主力矿井正改扩建, 预计 10-11 年原煤增长 9.3%-9.8%	4
2.3 新建的首山一矿进度低于计划.....	5
2.4 一、四、六、八、十一矿采矿权回购工作正在进行, 简单估算需 20 亿以上	5
2.5 收购集团 5 个矿兼具多重意义, 扫清后续发展障碍.....	5
3. “洗选能力扩张+精煤提价能力”是公司未来重要看点.....	6
3.1 总入洗能力 1360 万吨, 炼焦精煤洗选从 700 万增至 1090 万吨.....	6
3.2 公司洗选能力升级是未来重要的看点.....	7
4. 集团后续资产仍将持续注入.....	8
4.1 集团积极拓展煤炭后备资源储备.....	8
4.2 潜在资源储备丰厚	9
4.3 资本支出与未来规划: 资本开支 260 亿与 8000 万吨产能.....	9
5. 成本与价格: 成本将比 08 年下降, 预计煤炭价格至年底将保持平稳.....	9
6. 公司是地理位置最优的煤炭企业之一, 贴近市场, 最大程度分享经济发展与繁荣.....	10
7. 盈利预测与评级	11

图形目录

图 1. 洗选系统提升后大幅提高原煤入洗能力, 炼焦精煤产销量快速上升.....	7
图 2. 冶炼精煤售价高, 毛利显著高于混煤.....	7
图 3. 公司精煤在销售结构中数量占比少而毛利占比高, 使得公司对精煤业绩弹性大。06-08 年公司冶炼精煤平均以 45 % 的收入, 提供了 61 % 的毛利润.....	8
图 4. 精煤价格自去年底大幅下滑, 09 上半年精煤在收入和毛利占比上都出现一定下滑	9
图 5. 公司更贴近华东中南发达市场, 在行业景气上行和市场回暖时价格率先做出反映	11

表格目录

表 1. 拟收购 5 个矿基本情况与盈利状况.....	5
表 2. 公司近年大力提升洗选系统, 09 末拥有总入洗能力 1360 万吨, 炼焦煤入洗能力 1090 万吨	6
表 3. 平煤股份 09-12 年主要产品产、销量及价格主要预测:	11
表 4. 三张报表	12

1. 平顶山 9.8 矿难或成为河南省小煤矿后续整合契机

9 月 8 日河南平顶山新华区新华四矿发生特大瓦斯爆炸事故，目前已致使 35 人遇难，44 人仍被困井下。该矿为乡镇煤矿，设计生产能力 15 万吨/年，系维修整改矿井，事故发生时平顶山市尚未批复此矿复工，属于违法生产。

由于矿难造成巨大人员伤亡，目前平顶山市 157 个矿井已停产整顿，河南省也下发规定，自 9 月起，全省 30 万吨及以下矿井，未经批准生产的一律停工整顿，30 万吨以上正常生产矿井，也需进行专项安全检查。据了解整顿将到 10 月 20 日，并有可能到期延续，据报道全省 646 座矿井受影响停工停产。公司在平顶山地区的矿井都是大型矿井，并未受到停产令的影响，目前主要矿井处于正常生产。

未来河南省是否将如同山西采取严厉政策加大对小煤矿的关停整顿工作，目前暂无进一步消息。但从国家对小煤矿政策和煤炭行业的规划来看，小煤矿的关停整合仍是大方向，此次矿难有可能成为河南省加大整合力度的契机。

2. 矿井改扩建和收购为后续发展打下基础

2.1 公司现有生产矿井 12 个，核定产能 2788 万吨，居上市煤企第 4

公司现有生产矿井 12 个（含控股 60% 的首山一矿和 72% 的香山矿），合计生产能力 2788 万吨，权益能力 2675.2 万吨，在上市公司中排名第 4。拥有田庄、八矿和七星 3 个洗煤厂，炼焦煤洗选能力 1090 万吨，动力煤洗选能力 270 万吨。公司现有矿井所属资源多为肥煤、焦煤和 1/3 焦煤等炼焦煤资源，资源较为稀缺，现保有储量 22.14 亿吨，可采储量 12.45 亿吨，平均可采年限在 30 - 40 年。

2.2 公司主力矿井正改扩建，预计 10-11 年原煤增长 9.3%-9.8%

✧ 一矿从 400 万吨改扩建至 500 万吨

✧ 八矿二井受流沙层影响，公司对方案进行修改并计划扩大产能至 90 万吨，现处于申请中，未来八矿经整合后将从 300 万吨提升至 500 万吨

✧ 十一矿二期从 300 万吨改扩建至 400 万吨

✧ 十三矿从 180 万吨改扩建至 300 万吨

✧ 香山矿和五矿也在改扩建中

上述矿井的改扩建工作基本可于 09 - 11 年完成并投产，加上新建的首山一矿，预计 09 - 11 年公司原煤产量分别为 2900 万吨、3170 万吨、3480 万吨，比上年分别新增 28 万吨、270 万吨和 310 万吨，或增加 1%、9.3%、9.8%。

2.3 新建的首山一矿进度低于计划

平宝煤业（控股 60%）旗下的首山一矿目前正在做投产验收的准备，该矿规划产能 240 万吨，原计划开采 2 个工作面，但由于戊组煤（动力煤）工作面瓦斯含量大的问题已暂停，现只开采炼焦煤。从目前情况看，首山一矿进度低于预期，2010 年将无法达产。09 年预计产量 50-60 万吨，2010 年产量 120 万吨。

2.4 一、四、六、八、十一矿采矿权回购工作正在进行，简单估算需 20 亿以上

目前公司一、四、六、八、十一矿的采矿权，其采矿权价款根据原国家国有资产管理局的批复采用“上交资源租金”方式支付，现已届满 10 年。根据河南省国资委的要求，公司需要对其进行回购。目前上述矿井采矿权已在国土资源部进行登记，待相关工作完成后将缴纳价款。若简单按照上述矿井可采储量 5.45 亿吨、4 元/吨的价格计算，预计回购将需要资金 21.8 亿元，可能会给公司带来一定的资金压力。

2.5 收购集团 5 个矿兼具多重意义，扫清后续发展障碍

◆ 5 个矿合计产能 420 万吨，增加保有储量 7498 万吨(+3.4%)，可采储量 1981 万吨(+1.6%)。08 年产量 527 万吨，09 年预计产量 500 万吨

公司拟以自有资金 10.2 亿元收购集团二矿、三环、七星、九矿和天力公司，5 个矿合计产能 420 万吨，以肥煤和 1/3 焦煤为主，累计保有储量 7498 万吨，可采储量 1981 万吨。08 年实现产量 527 万吨，预计今后每年可实现产量 500 万吨左右。

08 年 5 个矿合计实现销售收入 26.23 亿元，归属于母公司的净利润合计为 4.05 亿元；2009 上半年实现销售收入 10.65 亿元，净利润 1.02 亿元。

表1. 拟收购 5 个矿基本情况与盈利状况

	保有储量	可采储量	服务年限	08 年产量	08 年营业收入	08 年净利润	09H1 营业收入	09H1 净利润
二矿	1922.1	1040.2	5.9	216.0	10.58	1.98	4.73	0.69
三环公司	1302.5	365.6	5.3	68.0	3.41	0.31	1.41	0.03
七星公司	3053.3	213.1	3.0	107.8	5.16	0.99	1.86	0.09
九矿公司	243.0	125.9	3.0	53.8	1.98	0.07	0.87	0.06
天力公司	414.5	124.4	3.2	37.5	5.10	0.71	1.78	0.15
合计	7498.2	1981.9	-	527.3	26.24	4.07	10.65	1.02

资料来源：公司数据，东海证券研究所

◆ 边界优化有望带来新增可采资源储量 7185 万吨，增加 5.8%。尽管从现有储量来看，存在开采年限短的问题，但拟收购的这些矿井均位于公司主力矿井的浅部，通过井田边界优化，有望为这五个矿获得可采资源储量 7185 万吨。这不仅可以延续矿井服务年限 10 年以上，还更合理的优化了公司各矿井的生产布局。目前平煤集团已委托武汉设计院进行平顶山矿区的井田边界优化论证

的工作。

◆ **五个矿收购减少关联交易，解决同业竞争问题，扫清后续资产注入与煤炭资产整体上市障碍**

此次收购不仅减少公司与集团间原煤采购的关联交易，还把矿井之间的边界调整由公司与集团间调整转变为公司内部调整，极大增强公司对井田边界优化工作的控制力和减小交易成本。此外，关联交易的减少和同业竞争问题解决，为公司后续资产注入与整体上市扫清了障碍。

◆ **如下半年实现并表预计可增厚 09EPS 5.8% / 0.073 元。**

9 月 10 日公司召开临时股东大会审议并表决通过相关资产收购议案，并提请股东大会授权董事会办理资产收购的具体事宜。如果顺利五个矿的收购工作有望在 9 月底或 10 月完成。如三、四季度业绩实现并表，简单依照今年上半年的业绩，我们预计收购将为平煤股份带来 10.7 亿元营收和 1.02 亿元净利润，09EPS 增加 0.073 元，增厚 5.8%。2010 年全年贡献业绩，预计增厚当年利润 9.2%至 1.71 元。

3. “洗选能力扩张 + 精煤提价能力”是公司未来重要看点

3.1 总入洗能力 1360 万吨，炼焦精煤洗选从 700 万增至 1090 万吨

公司近年持续加大对洗选系统的升级改造和扩建。

◇ 八矿洗煤厂由矿区配套提升到中央洗煤厂：原设计炼焦煤洗选能力 240 万吨；07 年 7 月完成新增 90 万吨动力煤洗选能力；08 年末实施完毕新增 180 万吨炼焦煤洗选能力技改。

◇ 七星选煤厂原炼焦煤洗选设计能力 90 万吨，08 年技改至 300 万吨，09 年 4 月已基本完工。

◇ 十矿动力煤选煤厂 07 年 6 月投产，入洗原煤能力 180 万吨。

◇ 田庄选煤厂 1970 年建成投产，炼焦煤入洗洗选能力 370 万吨。

表2. 公司近年大力提升洗选系统，09 末拥有总入洗能力 1360 万吨，炼焦煤入洗能力 1090 万吨

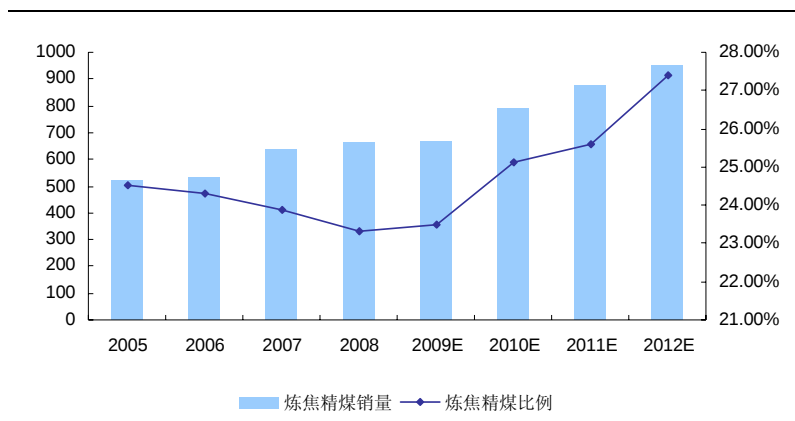
洗煤厂	洗选煤种	设计能力	改扩建
田庄选煤厂	1/3 焦精煤和焦精煤	370	
八矿选煤厂	1/3 焦精煤和焦精煤	240	技改新增 180 万吨，08 年末完工 技改新增 210 万吨，09 年 4 月基
七星选煤厂	1/3 焦精煤	90	本完工
八矿动力煤选煤厂	动力煤	90	07 年 7 月投产
十矿动力煤选煤厂	动力煤	180	07 年 6 月投产

合计:	炼焦煤洗选能力	1090 万吨
	动力煤洗选能力	270 万吨

资料来源: 公司数据, 东海证券研究所

到 09 年末, 公司已拥有总入洗能力 1360 万吨, 炼焦煤入洗能力 1090 万吨, 预计 2010 年炼焦精煤产量可达 800 万吨。

图1. 洗选系统提升后大幅提高原煤入洗能力, 炼焦精煤产销量快速上升



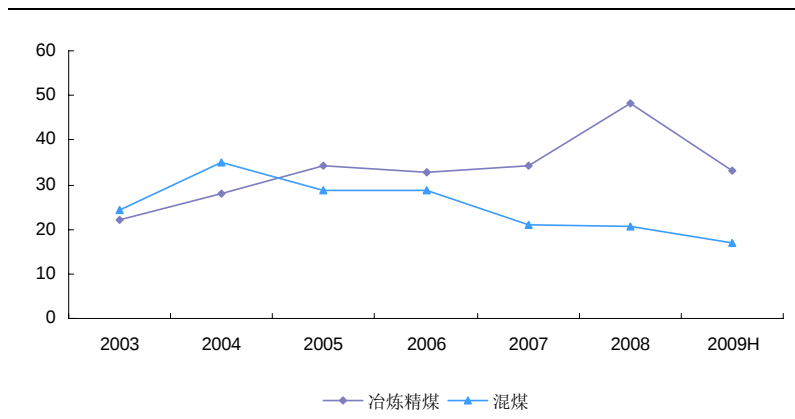
资料来源: 公司数据, 东海证券研究所

3.2 公司洗选能力升级是未来重要的看点

第一、洗选能力提高冶炼精煤产量和比例, 使公司产品结构改善, 配合公司焦煤提价/定价能力, 一则能提高销售利润率和资本收益率, 再则令公司业绩更具弹性, 在焦煤提价过程中, 业绩快速增长。

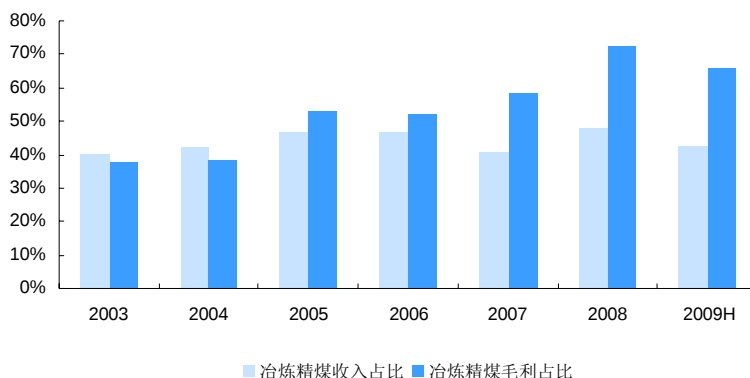
◆ 06-08 年公司冶炼精煤平均以 45% 的收入比例, 贡献了 61% 的毛利润。公司炼焦精煤售价和利润率高, 是公司利润的主要贡献者。08 年和 09 年上半年公司炼焦精煤毛利达 48.21%、33.29%, 分别高出同期混煤 27.43 和 16.44 个百分点。精煤产销量和所占比例的提高, 将不仅提升公司利润的绝对数值, 还将提升净利率和净资产收益率等指标。

图2. 冶炼精煤售价高, 毛利显著高于混煤



资料来源：公司数据，东海证券研究所

图3. 公司精煤在销售结构中数量占比少而毛利占比高，使得公司对精煤业绩弹性大。06-08年公司冶炼精煤平均以45%的收入，提供了61%的毛利润



资料来源：公司数据，东海证券研究所

第二、公司洗选能力的扩充改造，已做好在中国与世界经济复苏和下一轮繁荣中受益的准备

◆ 炼焦煤未来10-15年的中长期里供应趋紧的方向不变。

随着工业化和城市化深入进行，优质冶炼精煤日渐稀缺，价格会在相当长的时期里呈现上升趋势。公司煤质优且洗选能力强，在优质冶炼精煤供应趋紧大背景下，我们认为这是公司未来的一个看点。

◆ 短期看，2010年投资仍将保持较快增长，在流动性充裕下，房地产需求旺盛，房地产投资和新开工面积增速正逐步增快。此外，外围经济好转也将带动出口逐步复苏。综合作用下，钢铁行业盈利能力和景气度将回升，使得炼焦煤子行业上行的概率要大于下行风险。

4. 集团后续资产仍将持续注入

依据集团在公司上市时的承诺，公司将成为集团内煤炭生产、管理和融资的唯一平台，由此，集团内优质煤炭资产后续仍将注入上市公司。

4.1 集团积极拓展煤炭后备资源储备

◆ 集团仍有丰富煤炭资产

在此次五个矿收购完成后，集团尚有平禹煤电（40%）、瑞平煤电（60%）、梨园矿、大庄矿、高庄矿等，以及部分其他煤矿，合计产量约在700-800万吨。

◆ 深部资源获取

国家目前正对重点矿区资源边界进行重新划定与优化。集团与公司部分矿井资源属于浅部资源，未来获取深部资源的可能性很大。在向深部资源开发中，公司预计有望新增深部资源8亿吨以上。

◆ 积极获取后备资源

集团近期已取得夏甸煤矿的采矿权，目前正着手申请首山二矿的采矿权，两矿分别有望于 2011-2012 年投产。此外，集团与公司积极走出河南，加大在煤炭资源丰富的陕西和新疆等地区拓展力度：

◇ 在陕西，集团成立长安能源（持股 60%）在陕西彬长参与建设杨家坪煤矿，规划建设 1000 万吨/年产能，一期 500 万吨/年，预计于 09 年底开工建设。煤种为动力煤，精查后资源储量约 12 亿吨，高于此前的 10 亿吨。该矿煤质较好，地质构造简单埋藏浅，属于低瓦斯矿井，潜在盈利能力强。

◇ 在新疆，集团已与哈密地区达成框架协议，在哈密地区进行煤炭、电力以及焦化等项目。根据规划，到 2015 年将在新疆地区形成煤炭年产能 2000 万吨。

4.2 潜在资源储备丰厚

豫东南是国家规划的 13 个大型煤炭基地之一，公司所在的平顶山矿区属于 98 个重点矿区。平顶山矿区涵盖平顶山煤田、禹州煤田、汝州煤田，资源量约 153 亿吨，其中未开发利用的资源量约为 107 亿吨。公司是平顶山矿区特大型煤炭开采企业，按照“一个矿区，一个开发主体”的原则，未来平顶山矿区应由公司与集团主导开发。

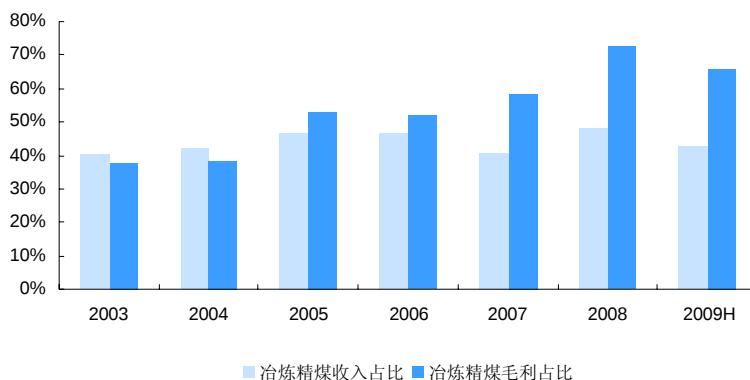
4.3 资本支出与未来规划：资本开支 260 亿与 8000 万吨产能

根据集团与公司规划，到 2015 年，集团与公司总共将投资 260 亿元，形成煤炭产能 8000 万到 1 亿吨，其中省内 5000 万吨，陕西彬长矿区 1000 万吨，新疆哈密 2000 万吨，洗煤能力达到 1500 万吨，成为全国第二大炼焦煤生产基地。从公司未来资本支出来看，公司将面临较大的支出压力，借助资本市场实现跨越式发展将是公司未来有效的发展途径。

5. 成本与价格：成本将比 08 年下降，预计煤炭价格至年底将保持平稳

公司目前产品以筛混煤和冶炼精煤为主，冶炼精煤因价格高是公司利润的主要来源。09 年上半年由于冶炼精煤价格出现大幅下降，由此使得冶炼精煤在收入和毛利占比上均出现下滑。

图4. 精煤价格自去年底大幅下滑，09 上半年精煤在收入和毛利占比上都出现一定下滑



资料来源：公司公告，东海证券研究所

目前公司主焦煤售价约为 1200 元/吨（含税），1/3 焦煤为 1100 元/吨左右（含税）。尽管近段时间钢价出现下跌，但对焦煤需求还没有太大影响。从焦煤特别是优质焦煤的用途与属性来看，主要下游用户是钢铁企业，是钢铁生产中必不可少的原料。在下游钢产量变动不大的情况下，其需求价格弹性较小。因此结合下游钢铁业盈利情况和炼焦煤供给情况来看，我们认为到年底焦煤价格将总体保持平稳。

动力煤方面，由于电煤合同价至今尚未敲定，公司目前执行每吨 0.09 元/大卡（含税）的结算价，对应公司 4500 大卡的动力煤，约合每吨 405 元。

公司成本将比 08 年有所下降

公司原煤生产成本在无外部扰动和政策变化等情况下一般表现较为稳定。从成本结构来看，工资福利、材料、安全维简费、井巷及折旧、电力能源、修理及水费、其他费用分别占直接生产成本的 45%、13%、13%、5%、6%、6%、12%。目前公司原煤成本约为 260-270 元。从材料等成本项来看，09 年公司原煤生产成本将比 08 年有所下降。

6. 公司是地理位置最优的煤炭企业之一，贴近市场，最大程度分享经济发展与繁荣

公司位于中原腹地，紧邻华东和中南经济发达缺煤省份，是中南地区最大的炼焦煤生产基地。从区位看，公司是地理位置最优的煤炭企业之一，主要表现在目标客户和运输上。

◆ 公司的主要用户为华东和中南发达地区的工业企业，煤价接受能力强。

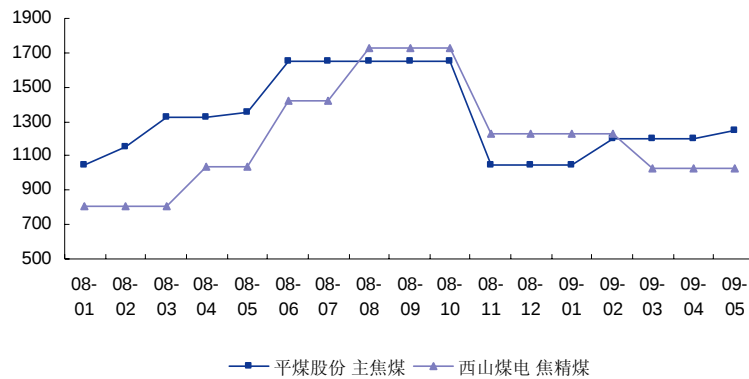
08 年华东和中南地区收入占总收入 95.3%，公司主要客户为区内的大型企业。其中对武钢、宝钢、湘潭钢铁等大型钢铁企业冶炼精煤销售占比 50% 以上。

◆ 河南是我国内陆交通枢纽，铁路、公路连贯矿区。平煤集团配有 13 趟直达专列供应主要用户，公司 80% 产品由铁路运输销售。凭借较优的煤质和较短的运距，使公司产品在市场具备较强的优势。

◆ 凭借较优的煤质和更贴近市场，行业景气上行和市场回暖时价格可率先做出反映

由于公司更贴近市场，且主要面向华东、中南发达地区，使公司能够迅速把握市场。在市场回暖和行业景气上行时，能够在销售策略上采取类似“撇脂”策略，即从价格上率先做出反映，以最大化价格和销售收入，充分参与和分享到经济的发展与繁荣。08 年前 9 个月是煤价历史上向上调整最快且频度最大的时期，公司历经 4 次提价，同期西山煤电只提价 3 次。

图5. 公司更贴近华东中南发达市场，在行业景气上行和市场回暖时价格率先做出反映



资料来源：公司数据，东海证券研究所

7. 盈利预测与评级

根据我们的假设，不考虑公司新收购 5 个矿，我们预计 09-11 年公司实现每股收益为 1.26 元、1.56 元、1.78 元，对应 2010 年市盈率为 19.2 倍。如果考虑本次收购，且简单按上半年业绩推算，假设只三、四季度并表，则 09 年 EPS 为 1.33 元，增厚 09 年 EPS5.8% 或 0.073 元，2010 年起贡献全年业绩，增厚 10 年 EPS9.2% 至 1.71 元。

综合考虑行业状况、公司发展和当前市场，短期我们维持“增持”评级。

表3. 平煤股份 09-12 年主要产品产、销量及价格主要预测：

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
原煤产量	2086	2048	2624	2872	2870	3170	3480	3500
商品煤销量：	2133	2195	2674	2835	2841	3135	3445	3465
其中：筛混煤	1368	1410	1600	1803	1791	1917	2071	1982
炼焦精煤	523	534	639	661	670	780	880	950
其他选煤	242	250	433	371	380	438	494	533
价 格：								
筛混煤	255	258.1	299	350	346	355	364	373
炼焦精煤	644	640	701	1227	994	1025	1055	1087
其他选煤	133	149	150	150	90	92	94	96
商品煤均价	337	338	370	563	465	485	502	526

资料来源：公司数据，东海证券研究所

表4. 三张报表

损益表（人民币，百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	11,061	17,381	13,886	15,897	17,997
营业成本	8,415	11,803	10,344	11,608	13,050
销售费用	122	165	181	223	270
管理费用	722	987	694	811	972
财务费用	12	4	77	94	98
投资收益	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,615	4,171	2,369	2,907	3,323
营业外净收支	4	-618	0	0	0
息税前利润	1,628	4,174	2,446	3,001	3,421
利润总额	1,619	3,553	2,369	2,907	3,323
所得税	516	884	592	727	831
净利润	1,103	2,661	1,773	2,176	2,485

资产负债表（人民币，百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4,268	7,406	4,54	6,81	7,93
现金及等价物	2,896	4,395	4,087	4,900	5,722
应收款项	968	2,577	1,245	1,468	1,687
存货净额	277	308	337	378	425
其他流动资产	126	127	130	134	137
长期投资	6	7	8	9	10
固定资产	6,127	8,312	9,413	10,361	11,037
无形资产及其他	646	632	901	911	920
资产总计	11,047	16,358	16,121	18,160	19,938
流动负债	3,228	4,987	3,239	3,694	3,913
短期借款	83	210	324	422	235
应付款项	2,157	3,396	2,267	2,544	2,860
其它流动负债	988	1,381	648	728	818
长期负债	1,475	1,856	1,951	2,062	2,272
负债合计	4,702	6,844	5,191	5,756	6,185
股东权益	6,106	9,267	10,830	12,310	13,999
股本	1,075	1,075	1,397	1,397	1,397
资本公积	3,273	3,015	3,015	3,015	3,015
盈余公积	623	1,024	1,024	1,024	1,024
未分配利润	1,136	4,153	5,394	6,874	8,564
负债股东权益合计	11,047	16,358	16,272	18,321	20,447

现金流量表（人民币，百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1103	2669	1777	2180	2492
折旧摊销	964	682	902	1182	1459
财务费用	12	4	77	94	98
营运资本变动	510	-35	-80	-43	146
经营活动现金流	2402	3711	2685	3425	4204
投资活动现金流	-2001	-1984	-2269	-2111	-2111
融资活动现金流	627	-228	127	-492	-880
净现金流	1028	1499	543	822	1213
企业自由现金流	296	1225	-2386	990	1711
权益自由现金流	1107	990	-2034	1213	1643

重要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标(元)					
每股收益	0.79	1.90	1.26	1.56	1.78
每股经营现金流	1.75	2.93	1.09	3.94	4.69
每股净资产	4.60	5.26	6.28	7.56	9.34
盈利能力(%)					
ROIC	29.55	58.24	27.57	20.41	20.87
ROE	17.38	28.06	16.03	17.35	17.47
毛利率	23.92	32.09	25.51	26.98	27.49
EBITDA Margin	23.26	27.80	24.11	26.31	27.12
EBIT Margin	14.72	24.02	17.61	18.88	19.01
成长能力(%)					
收入同比增长	34.92	57.14	-20.10	14.48	13.21
净利润同比增长	27.91	141.24	-33.37	22.74	14.19
偿债能力(%)					
资产负债率	42.57	41.84	31.90	31.42	30.25
流动比率	1.32	1.49	1.79	1.86	2.04
速动比率	1.24	1.42	1.69	1.76	1.93
营运能力					
总资产周转率	1.13	1.27	0.86	0.93	0.94
应收帐款周转率	216.45	85.56	46.91	59.64	53.35
存货周转率	46.12	46.12	46.12	46.12	46.12
估值指标(倍)					
P/E	37.94	15.73	23.60	19.23	16.84
P/B	6.59	4.40	3.78	3.33	2.93
EV/Sale	2.77	1.70	3.03	2.63	2.30
EV/EBITDA	11.92	6.12	12.56	10.00	8.47

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122