

上市公司调研简报

煤炭采选业

资产注入第二阶段即将启动， 集团未来仍有大量资产可注入

在建矿井顺利，10 年原煤产量超过 1200 万吨

截至 08 年底，安徽省有煤矿总产能 1.37 亿吨，其中淮南分局 7738 万吨（淮南矿业 5511 万吨，国投新集 1855 万吨）；淮北分局 5620 万吨（淮北矿业 3674 万吨，皖北煤电 1470 万吨），四大集团占据安徽煤炭产量的 90% 以上。公司现有煤矿：刘家桥一矿（贫煤，产能 140 万吨/年，可采储量 1642 万吨）、恒源煤矿（贫煤，产能 200 万吨/年，可采储量 6225 万吨/年）、卧龙湖煤矿（无烟煤，产能 90 万吨/年，可采储量 4797 万吨）、五沟煤矿（肥煤，产能 150 万吨/年，可采储量 4297 万吨）、任楼煤矿（1/3 焦煤、气煤，产能 280 万吨/年，可采储量 16719 万吨）、祁东煤矿（1/3 焦煤、气煤，可采储量 14593 万吨）、钱营孜煤矿（1/3 焦煤、气煤，产能 180 万吨，可采储量 21781 万吨），累计产能 1280 万吨/年，工业储量 15 亿吨，可采储量 7 亿吨。卧龙湖煤矿由于是高瓦斯矿井，目前难以达产，08 年亏损 4292 万元，09 年还将亏损。钱营孜煤矿 09 年 11 月份联合试运转，预计 2010 年 5 月份可以达产。其他煤矿均处于正常经营状态，预计 10 年可生产原煤 1200 万吨以上。

第二阶段非公开增发即将启动

标的资产过户已于 09 年 12 月 18 日完成，12 月 28 日公司召开第三届董事会第三十二次会议，公司注册资本修改为 394,382,521 元，标志公司定向增发第一阶段正式完成。公司在公布年报后将立即启动向不超过十名特定投资者非公开发行，发行价格不低于 10.03 元/股，预计将发行 15255.83 万股，则全部发行后公司总股本将增加到 54694.08 万股。

安全费用提高将拉低整体业绩

2009 年 12 月 14 日公告公司 09、10 年安全费用提取比例由原按销售收入的 4% 标准提取调整按 33 元/吨，2011 年起按 50 元/吨提取。按此计算，09 年公司将减少 1.3 亿税前利润，10 年减少税前利润 1.56 亿，分别增加吨煤成本 13、12.4 元，减少毛利率 2.65%、2.43%，减少 EPS0.25、0.21 元（按 10 年增发后 5.47 亿股本计算）。

集团未来仍有大量可注入煤矿

资产注入后，皖北煤电集团与煤业相关的资产仅剩百善矿、前岭矿、孟庄矿三个因资源枯竭即将关闭破产矿井，以及朱集煤矿（淮南）、麻地梁煤矿（内蒙古）、龙王庙煤矿（淮北）的探矿权资产。皖北煤电集团授予恒源煤电不可撤销收购权。即在上述煤矿勘探完毕，各矿具备正式开采条件后，恒源煤电可以随时根据业务经营发展需要，通过自有资金、公开发行股票、非公开发行股票、配股、发行可转换公司债券或其他方式收购该矿。

皖北煤电朱集西煤矿距淮南市洞山约 38km，位于淮南市潘集区；井田面积约 38km²，煤炭资源/储量约 855.78Mt，矿井设计生产能

恒源煤电（600971）

首次评级

增持

李俊松

lijunsong@csc.com.cn
010-85130933

当前股价：31.41 元

目标价格 6 个月：38.5 元

调研日期：2010 年 01 月 21 日

分析日期：2010 年 01 月 25 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-7.1/-6.7	-4.8/-5.5	129.0/71.9
12 月最高/最低价（元）		41.25/0
总股本（万股）		39,438
流通 A 股（万股）		14,277
总市值（亿元）		124
流通市值（亿元）		44.84
近 3 月日均成交量（万）		534
主要股东		
安徽省皖北煤电集团有限责任公司		52.33%

股价表现



相关研究报告

力 4.0Mt/a，配套同等规模的洗煤厂，项目总投资 37.76 亿元（信息来源：安徽省发展和改革委员会 能源办 20090804），已通过专家组评估，上报国家发改委批准。此外淮南矿业在朱集矿井为朱集东井田中心距淮南市洞山约 38km，位于淮南市潘集区与怀远县交界处；井田面积 45.13km²，煤炭资源/储量 947.17Mt，矿井设计生产能力 4.0Mt/a，配套同等规模的洗煤厂，项目总投资 31.02 亿元。

麻地梁井田（集团下属的智能煤炭公司矿井，与皖能集团合作开发，皖北煤电集团占 53.79%股权）位于内蒙古自治区鄂尔多斯市东端的准格尔旗东南隅，行政区划隶属准格尔旗龙口镇管辖。本井田东西最长处为 8.2km，南北最宽处为 3.2km，面积 22.03km²。麻地梁井田总资源量为 68153 万 t，矿井设计可采储量 44245 万 t。矿井服务年限为 63.2 年。矿井设计生产规模 500 万 t/a。矿井煤炭外运方式采用铁路外运，目前已经开工。

2009 年 7 月集团又取得了**内蒙古准格尔煤田海子塔井田**的开发权，与内蒙古煤田地质局签订了共同开发的框架协议，该井田资源储量达 13 亿吨，初步商定拟建矿井井型规模为 500 万吨/年。

2007 年 8 月，皖北煤电完成对**西北能源化工有限责任公司**的控股收购（51%股权），公司有年产 100 万吨的煤制甲醇（一期工程 20 万吨/年甲醇投资 10 亿元，于 2006 年 5 月开工，2008 年投产；二期工程年产 80 万吨甲醇，项目总投资 35 亿元，预计 2010 年投产）及近 16 亿吨的煤炭资源储量。

另外，集团在山西吕梁岚县作为第四号矿区兼并主体，**控股山西岚县昌恒煤矿**，建设 90 万吨/年矿井（第一、二、三号矿区兼并主体分别为山西煤销集团、同煤集团、焦煤集团），集团也已经获得临汾雪坪煤矿委托经营权，目前这两个矿正在进行技术改造。

集团公司确立了“3443”的发展新目标，即到 2014 年，企业成立 30 周年之际，集团的原煤产量达到 4000 万吨，原煤人员控制在 4 万人以内，销售收入达到 300 亿元。

资产注入空间巨大，未来发展空间打开

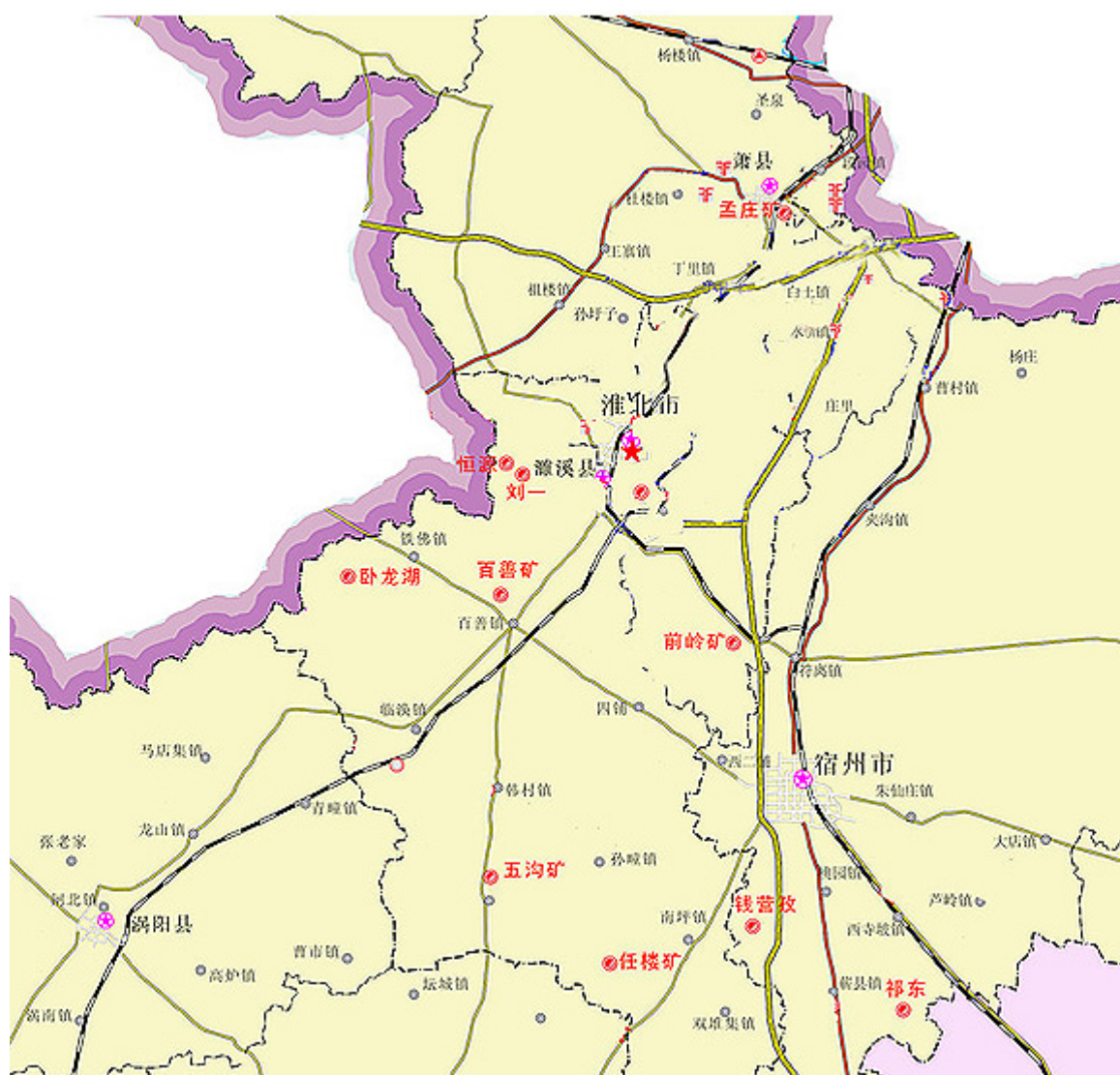
预计公司 09-11 年生产原煤 1000 万吨、1250 万吨、1300 万吨，煤炭销量 870 万吨、1088 万吨、1131 万吨，09 年平均售价 570 元/吨，590 元/吨，净利润分别为 3.98 亿、7.69 亿、8.49 亿，**EPS 为 1.01、1.41（假设 10 年完成定向增发）、1.55。按 09 年 25PE，给予目标价 35 元，考虑到集团仍然存在的资产注入预期，我们可将目标价上浮 10%，目标价 38.5 元，首次给予增持评级。**我们认为皖北集团可注入的资产远大于目前上市公司产能，仅朱集西、麻地梁和海子塔就有合计 1400 万吨产能，公司未来的发展空间将不仅仅局限于安徽，集团在山西、内蒙地区均取得突破，未来发展空间打开，我们长期看好公司未来发展。

表 1：公司和集团现有及在建煤矿情况

公司现有煤矿	产能	地质储量（万吨）	可采储量（万吨）
刘家桥一矿	贫煤 140	4771	1642
恒源煤矿	贫煤 200	11735	6225
卧龙湖煤矿	无烟煤 90	11360	4797
五沟煤矿	肥煤 150	13730	4247
任楼煤矿	1/3焦煤、280	25409	16719
祁东煤矿	1/3焦煤、240	28825	14593
钱营孜煤矿	1/3焦煤、180	54468	21781
合计	1280	150298	70004
集团在建煤矿资产	产能	地质储量（万吨）	可采储量（万吨）
皖北煤电朱集西煤矿	400	85578	
麻地梁井田(53.79%)	500	68153	44245
海子塔井田	500	130000	
西北能源化工		160000	
岚县昌恒煤矿	90		
合计	1490	443731	

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 2：皖北煤电集团安徽主要煤矿地点



资料来源：中信建投证券研究发展部

表 2：公司煤炭产量及预测

	2005A	2006H	2006A	2007H	2007A	2008H	2008A	2009H	2009E	2010E	2011E
原煤产量（万吨）	333	180	340	180	340	183	416	307	1000	1250	1300
商品炭销量（万吨）	329	158	330	160	316	158	396	223	870	1088	1131
产销率	98.7%	87.6%	97.0%	88.7%	93.0%	86.2%	95.1%	72.7%	87.0%	87.0%	87.0%
销售价格（元/吨）	346	360	360	373	400	450	501	566	570	590	600
煤炭收入	1139	568	1187	594	1266	712	1981	1262	4959	6416	6786
煤炭成本	712	320	724	379	842	470	1344	933	3521	4491	4716
毛利率	37.5%	43.6%	39.0%	36.2%	33.5%	33.9%	32.1%	26.1%	29.0%	30.0%	30.5%
吨煤成本	216	203	220	237	266	298	340	418	405	413	417
吨煤毛利	130	157	140	135	134	153	161	148	165	177	183
电力业务收入				11	53	35	88	46	73	75	75
发电（亿度）				0.37	1.40	1.00	2.21	1.23	1.97	2.00	2.00
电价（元/度）				0.30	0.38	0.35	0.40	0.37	0.37	0.37	0.37
电力业务成本				9	43	23	62	24	39	39.52	39.52
毛利率				20.3%	17.9%	35.6%	29.9%	47.8%	47.0%	47.0%	47.0%
营业收入	1140	574	1203	613	1304	748	2049	1310	5032	6491	6861
营业成本	712	350	734	390	811	485	1379	958	3560	4531	4756
毛利率	37.5%	39.1%	39.0%	36.4%	37.8%	35.1%	32.7%	26.9%	29.3%	30.2%	30.7%
营业税金及附加	14	8	16	8	16	9	24	17	68	87	92
销售费用	32	14	32	15	31	15	43	11	67	87	92
管理费用	110	40	129	35	81	53	165	119	494	637	673
吨煤费用及附加	47	39	54	36	41	49	59	66	72	75	76
财务费用	(5)	(0)	(2)	(3)	(1)	8	20	11	77	99	104
资产减值损失			(1)	4	2	(0)	11	9	-9	5	5
营业利润	276	163	295	165	363	177	408	185	776	1045	1139
利润总额	271	163	293	165	359	179	410	186	778	1045	1139
所得税费用	69	54	89	54	104	45	101	52	205	272	285
有效税率	25.4%	33.0%	30.5%	32.7%	28.9%	25.2%	24.6%	27.6%	26.3%	26.0%	25.0%
净利润	203	109	203	111	256	134	310	135	573	774	854
吨煤净利润	62	69	62	69	81	85	78	61	66	71	75
归属于母公司	203	109	203	111	254	133	306	133	398	769	849
少数股东损益				(0)	1	1	4	2	4	5	5
EPS		0.58	1.08	0.59	1.35	0.70	1.62	0.58	1.01	1.41	1.55

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

恒源煤电(600971)					评级: 增持 目标价: 39 隐含2010年PE: 27				
资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	562	1418	3281	4514	营业收入	2049	5032	6491	6861
应收票据	807	1379	1778	1880	-营业成本	1379	3560	4531	4756
应收帐款	327	276	356	376	税金及附加	24	68	87	92
存货	150	414	533	564	销售费用	43	67	87	92
预付帐款	107	201	260	274	管理费用	165	494	637	673
其他流动资产	821	1392	1796	1898	财务费用	20	77	99	104
流动资产合计	1967	3701	6226	7627	资产减值损失	11	-9	5	5
投资	0	0	0	0	+投资收益	0	0	0	0
有形资产	5014	5730	5808	5711	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	2115	2059	1902	1745	营业利润	408	776	1045	1139
其他非流动资产	22	0	0	0	营业外收支	3	2	0	0
非流动资产合计	7151	7789	7710	7456	利润总额	410	778	1045	1139
资产合计	9118	11490	13936	15083	所得税	101	205	272	285
短期借款	140	90	390	490	净利润	310	573	774	854
应付票据	316	620	800	846	归属于母公司	306	398	769	849
应付帐款	697	689	889	940	少数股东损益	4	4	5	5
预收帐款	244	654	844	892	现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E
应付职工薪酬	97	201	260	274	净利润		398	769	849
其他流动负债	1726	2814	3617	3820	+折旧摊销		390	429	454
流动负债合计	3219	5070	6799	7262	财务费用		77	99	104
长期借款	811	764	864	864	营运资本变动		1023	768	195
应付债券	363	0	0	0	其他经营现金流		16	10	10
长期应付款	1241	2775	1241	1241	经营活动现金流	319	1904	2075	1612
其他非流动负债	0	0	0	0	CAPEX	-1207	-1050	-350	-200
非流动负债合计	2415	3539	2105	2105	其他投资现金流	-129	9	-5	-5
负债合计	5634	8608	8904	9367	投资活动现金流	-1336	-1041	-355	-205
实收资本	188	394	547	547	股利分配		-80	-154	-170
资本公积	402	-728	649	649	股权融资		-924	1530	0
盈余公积	171	210	287	372	长期借款		-47	100	0
未分配利润	2421	2700	3238	3832	短期借款		-50	300	100
归属母公司股东权益	3451	2845	4990	5669	财务费用		-77	-99	-104
少数股东权益	33	37	42	47	其他融资现金流		1171	-1534	0
股东权益合计	3484	2882	5032	5716	融资活动现金流	751	-7	144	-174
负债和股东权益总计	9118	11490	13936	15083	现金净增减		856	1863	1233
估值指标					盈利能力与分红				
P/B	2.43	6.16	4.89	4.31	毛利率	31.6%	27.9%	28.9%	29.3%
P/E	58	45	32	29	净利率	14.9%	7.9%	11.8%	12.4%
EV	9276	17230	22632	21499	EBITDA /收入		24.7%	24.2%	24.7%
EV/Revenue	5	3	3	3	ROE		12.6%	19.6%	15.9%
EV/EBITDA		14	14	13	Dividend Yield		20.0%	20.0%	20.0%
每股数据					投资与资本支出				
EPS	0.78	1.01	1.41	1.55	IC	4236	2318	3005	2556
DPS		0.20	0.28	0.31	ROIC post tax	7.7%	27.2%	28.2%	36.5%
OCFPS	1.69	4.83	3.79	2.95	资本支出	-1207	-1050	-350	-200
BVPS	18.32	7.21	9.12	10.37	债务与资本结构				
资产周转能力					净负债 / 权益	11.2%	-19.6%	-40.3%	-55.3%
存货周转天数		20	27	29	总负债 / 总资产	61.8%	74.9%	63.9%	62.1%
应付账款周转天数		50	44	49	EBIT/利息费用	21.4	11.2	11.6	11.9
应收帐款周转天数		22	18	19	净债务/EBITDA		-0.5	-1.3	-1.9
增长比率					其他指标				
销售额增长		145.6%	29.0%	5.7%	EBITDA		1245	1573	1697
净利润增长		30.0%	93.2%	10.4%	有效税率	24.6%	26.3%	26.0%	25.0%
EBITDA增长			26.4%	7.9%	OPFCF		3113	2420	1807
营运资本增长率		62.9%	29.0%	5.7%	非现金营运资本	-1627	-2650	-3418	-3613

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

分析师介绍

李俊松，煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任纺织服装行业研究员。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

基金研究服务

北京地区销售经理

张博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 (010) 85130231 zhuly@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。