

公司研究

公司投资价值分析

首次评级：短期_推荐，长期_A

守得云开见月明

——远兴能源(000683)公司点评

核心观点

一、湾图沟煤矿年内产煤 270 万吨。持股 67% 的博远煤化工下属湾图沟煤矿，发热量接近 5000 大卡。该矿设计产能 300 万吨，预留 500 万吨产能。该矿 10 年 3 月取得采矿权证，预计 10 年-12 年原煤产量为 270、300、300 万吨。

二、纳林河二号井田 13 年建成。持股 34% 与中煤能源（持股 51%）合作建设的蒙大矿业下属纳林河二号井田。该矿煤质发热量较高，产能初步规划 500 万吨，未来产能有可能提升至 800 万吨。预计 13 年可正式投产，12-15 年产煤 100、450、500、800 万吨，可为公司贡献 EPS 0.10、0.30、0.52 元。

三、二股东伊化矿业尚存 600 万吨煤矿。公司二股东伊化矿业（持股 49%）与中煤（持股 51%）合作开发的母杜柴登煤矿规划产能 600 万吨，预留产能 1000 万吨，发热量为 7000 大卡的优势动力煤，预计 13 年可建成。我们认为该矿井建成后，未来注入公司的可能性较大。

四、煤炭利润扩张空间充满想象。若湾图沟和纳林河煤矿产能扩张进展顺利，到 2016 年公司权益产能将达 876 万吨，7 年间复合增长 52%；煤炭 EPS1.53 元，复合增长 47%。**我们认为公司在期间有较大的可能收购集团母杜柴登煤矿、上海证大持有的纳林河 15% 股权，或整合鄂尔多斯市其他煤炭资源，公司未来利润扩张空间无疑充满想象。**

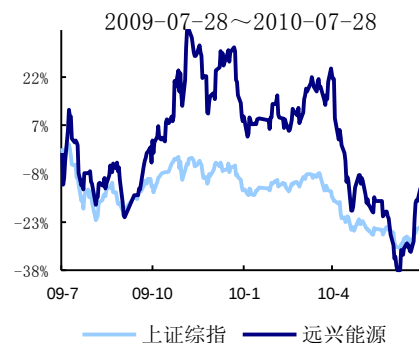
五、甲醇业务负面影响逐渐减小。受发改委上调天然气价格的影响，公司甲醇生产成本将大幅上涨 230 元/吨左右，公司预计将影响净利润 6100 万元。甲醇业务增加成本难以向下游转嫁，加之该业务为贷款建设项目，剥离的难度较大，预计未来几年将保持低开工率和持续亏损状况，预计公司 10-12 年 EPS 为 -0.08、-0.13、-0.13 元。

六、盈利预测与评级。预计 2010 年公司湾图沟煤矿贡献 EPS 0.16 元，甲醇业务亏损 0.08 元，EPS 为 0.08 元。公司 10-12 年 EPS 为 0.08 元、0.14 元、0.21 元，对应 PE 为 99 倍、56 倍、38 倍。待 2016 年扩建煤矿满产后，公司 EPS 为 1.39 元，以 15 倍 PE、12% 的折现率计算，则当前目标价应为 9 元；若以 PEG 估值，则目标价应为 10 元。**我们认为公司 6 个月合理目标价应为 10 元。**受近期天然气价格上涨影响，公司股价已跌至 7.8 元，低于目标价 22%。我们认为随着天然气调价等利空因素的消除，公司未来的高成长性将得到市场承认，股价存在较大的上涨空间。但考虑到目前公司估值远高于行业平均，因此给予公司“短期_增持，长期_A”的评级，建议待利空因素消除后可积极介入。

财务数据与估值

	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1739.73	1740.15	1992.75	2091.75
同比增速(%)	-15.01%	0.02%	14.52%	4.97%
净利润(百万)	878.64	69.82	116.41	166.43
同比增速(%)	661.52%	-92.05%	66.72%	42.97%
EPS(元)	1.78	0.08	0.14	0.21
P/E	4	99	56	38

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	76781.40
流通A股(万股)	76136.48
52周内股价区间(元)	5.5-19.25
总市值(亿元)	61.96
总资产(亿元)	64.62
每股净资产(元)	3.98
目标价 6个月	10
目标价 12个月	

相关报告

研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S0940209040125

联系人: 刘斐

电话: 010-84183135

Email: liufei@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一、	公司组织结构	3
二、	煤炭业务将成为公司盈利主要贡献点	3
1.	蒙大矿业（纳林河二号井田）	3
2.	博源煤化工(湾图沟煤矿).....	4
3.	二股东尚存 1000 万吨煤炭产能.....	5
4.	上海证大持有的纳林河 15%股权	5
5.	公司煤炭业务发展空间巨大.....	5
三、	甲醇业务将逐渐淡出	6
1.	天然气价格上涨，气头甲醇遭遇生存考验.....	6
2.	甲醇产能严重过剩成本上涨无力转嫁.....	7
3.	国际低价甲醇对国内市场构成持续冲击.....	7
4.	国内甲醇价格可能在较长的时间内在低位徘徊.....	8
5.	相较于其他企业，公司的成本压力较小.....	8
6.	甲醇业务未来几年将保持亏损.....	9
四、	与中煤能源合作，未来拓展空间巨大	9
1.	公司被纳入中煤能源内蒙发展蓝图，未来发展空间巨大.....	9
2.	打通烯烃链条，开发甲醇一步法制丙烯.....	10
五、	盈利预测与评级	10

图表目录

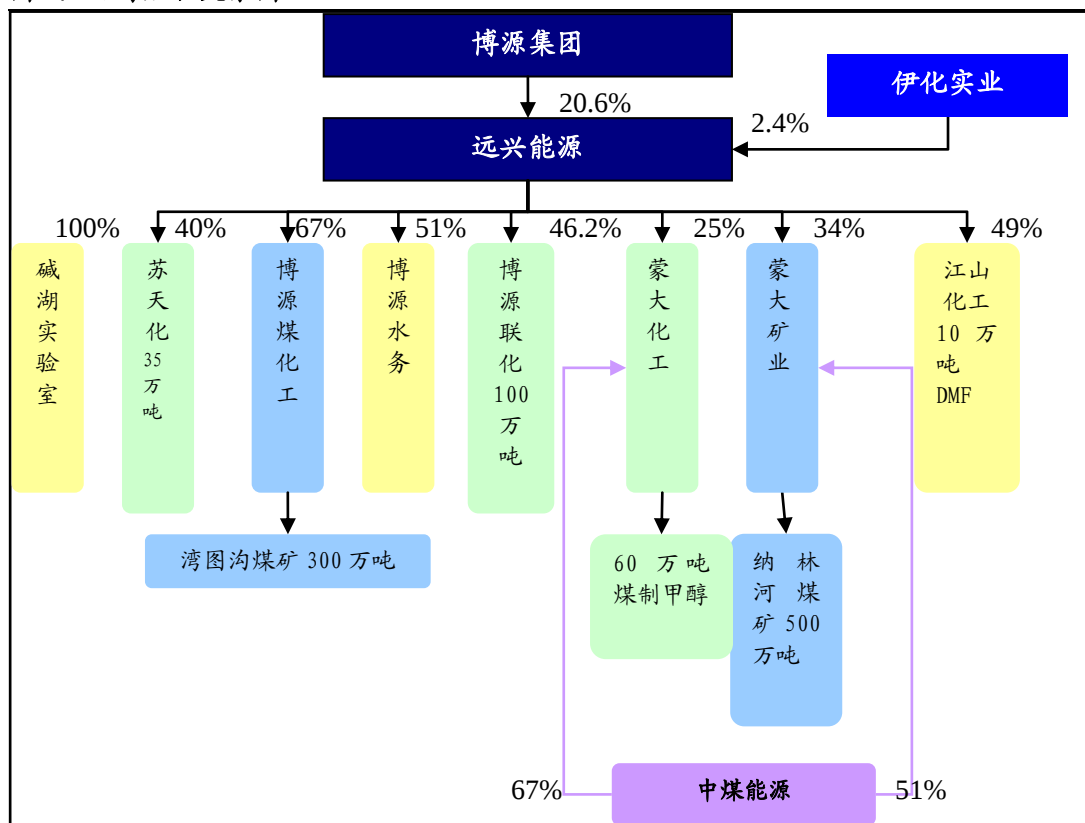
图 1:	公司组织关系图	3
图 2:	精甲醇产量持续增加	7
图 3:	全国甲醇当月表观消费量	7
图 4:	国际天然气价格（单位：美元/千立方米）	8
图 5:	国内甲醇所占份额日渐缩小	8
图 6:	国内主要城市甲醇含税价格	8
图 7:	09 年上市公司甲醇业务毛利率	9
图 8:	08 年上市公司甲醇业务毛利率	9
图 9:	亚洲丙烯价格（单位：美元/吨）	10
图 10:	CFR 中国主港丙烯价格（单位：美元/吨）	10
表 1:	纳林河煤矿盈利预测表	4
表 2:	湾图沟煤炭预测表	4
表 3:	母杜柴登煤矿盈利预测表	5
表 4:	乐观预测公司未来煤炭产能	6
表 5:	谨慎预测公司未来煤炭产能	6
表 6:	远兴能源甲醇项目盈利预测	9
附录:	财务预测表	12

一、 公司组织结构

公司之前从事纯碱和天然气制甲醇业务，在 09 年公司主业进行大规模的调整，将锡林郭勒苏尼特碱业出售，引入中煤能源建设 500 万吨湾图沟煤矿和 60 万吨煤制甲醇，投资开发 300 万吨湾图沟煤矿，在化工行业盈利下降的背景下逐渐转向以煤为主，甲醇为辅的能源公司。

除此之外，公司还有和江山化工合作的远兴江山 10 万吨 DMF 项目、博源水务、碱湖实验室等业务，但这些项目对公司盈利贡献不大。

图 1：公司组织关系图



数据来源：国都证券

二、 煤炭业务将成为公司盈利主要贡献点

1. 蒙大矿业（纳林河二号井田）

2009 年 12 月 5 日公司发布公告，与中煤能源、上海证大签订了关于蒙大矿业的股权暨增资协议，公司转让 51% 的蒙大矿业股权给中煤能源。转让后，公司持有蒙大矿业 34% 的股权。

内蒙古自治区东胜煤田纳林河矿区煤质优良，属低水分、特低灰、低灰、低硫~中高硫，特低磷~低磷、高~特高热值的长焰煤、不粘煤及弱粘煤，**发热量为 7000 大卡**。纳林河矿区二号井田保有煤炭资源储量 12.31 亿吨，其中：推断内蕴经济资源量 9.79 亿吨，评估利用可采储量 7.86 亿吨。规划生产规模 500 万吨/年，评估计算年限 72.50 年（含建设期 2.5 年），计算期内动用可采储量为 7.798 亿吨。

在中煤能源进入后，纳林河二号井田的开发将进入快车道，对矿区的规划方案将重新设定，将对矿区范围进行重新申报，预计未来可把矿区储量提升至 15 亿吨。中煤能源规划产能由 500 万吨提升至 800 万吨，并预留 1000 万吨的产能。

矿井配套建设洗煤厂，待 2013 年矿井及洗煤厂建设完成后，原煤经洗选后可形成精煤、末煤以及洗选矸石，产率分别为 55%、35%和 10%，吨煤净利可达到 200 元以上，待 2016 年达到 1000 万吨以后，将为公司贡献 EPS 0.63 元。

表 1: 纳林河煤矿盈利预测表

纳林河煤矿		2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
煤炭产量 (万吨)		150	450	500	800	1000
煤炭销量 (万吨)	精煤	82.5	247.5	275	440	550
	末煤	51	153	170	272	340
	矸石	15	45	50	80	100
	合计	133.5	400.5	445	712	890
售价	精煤	550	550	550	550	550
	末煤	180	180	180	180	180
综合售价 (元/吨)		409	409	409	409	409
收入	精煤	45,375	136,125	151,250	242,000	302,500
	末煤	9,180	27,540	30,600	48,960	61,200
	总收入	54,555	163,665	181,850	290,960	363,700
生产成本		105	107	110	112	115
销售税金及附加	资源税	20	20	20	20	20
	塌陷补偿费	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
	土地复垦费	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65
	营业税	7	7	7	7	7
	管理费用	20	20	20	20	20
	销售费用	6	6	6	6	6
	财务费用	8	8	8	8	8
单位总成本		184	186	188	191	194
吨煤净利		169	167	165	163	161
净利润 (万元)		7,664	22,745	24,984	39,486	48,714
EPS		0.10	0.30	0.33	0.51	0.63

资料来源：国都证券

2. 博源煤化工(湾图沟煤矿)

公司持股 67%的博源煤化工下属湾图沟煤矿。该煤矿煤质为低灰、低硫、特低磷、发热量接近 5000 大卡的不粘煤，矿区面积为 21.2 平方公里，煤炭储量 2.8 亿吨，设计产能 300 万吨，预留 600 万吨产能。若项目进展顺利，预计 10-14 年煤炭销量为 270 万吨、300 万吨、300 万吨、500 万吨。

由于目前选煤厂尚未完工，生产的原煤经过初选后直接销售，煤炭售价较低。以全年 270 元/吨的含税价以及 90%的选出率计算，2010 年湾图沟煤矿吨煤净利为 66 元，为公司贡献 EPS0.16 元。待年内洗煤厂建成后，可洗出 55%的精煤和 35%的混煤，煤炭销售均价也将提升至 293 元/吨左右，11 年将为公司贡献 EPS0.23 元；预计 15 年可为公司贡献 EPS0.41 元。

表 2: 湾图沟煤炭预测表

湾图沟煤矿 (67%)	煤种	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
煤炭产量 (万吨)		270	300	300	300	500	600	600
煤炭销量 (万吨)		243	270	270	270	450	540	540
分煤种销量	精煤	216	165	165	165	275	330	330
	混煤	27	105	105	105	175	210	210
综合售价 (元/吨)		232	293	293	293	293	293	293
	精煤	280	450.00	450.00	450.00	450.00	450.00	450.00
	混煤	80	130.00	130.00	130.00	130.00	130.00	130.00
收入 (万元)		62,640	87,900	87,900	87,900	146,500	175,800	175,800

块精煤	60,480	74,250	74,250	74,250	123,750	148,500	148,500
混煤	2,160	13,650	13,650	13,650	22,750	27,300	27,300
吨煤生产成本	99.15	101	103	105	107	109	109
资源税	11.6	14.65	14.65	14.65	14.65	14.65	14.65
总成本	144	155	157	159	163	166	166
吨煤净利	66	87	86	84	81	79	79
净利润(万元)	17,782	26,110	25,683	25,235	40,551	47,239	47,239
为公司贡献 EPS	0.16	0.23	0.22	0.22	0.35	0.41	0.41

资料来源：国都证券

3. 二股东尚存 1000 万吨煤炭产能

据了解，目前公司的第二大股东鄂尔多斯伊化矿业还拥有母杜柴登煤矿 49% 股权，另外 51% 股权为中煤能源所有。该矿井煤炭储量 9.87 亿吨，规划产能 600 万吨，预留 1000 万吨产能。目前尚处于探矿和建设阶段，待采矿权的获得以及矿井的达产预计将到 2013 年，预计 2013-2016 年产量为 200、600、800、1000 万吨。

母杜柴登煤矿煤质优良，发热量在 7000 大卡左右，盈利能力等同于纳林河煤矿，预计待 2016 年达到 1000 万吨后可贡献净利 15.6 亿元。

表 3：母杜柴登煤矿盈利预测表

母杜柴登	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
产量	200	600	800	1000	1000
煤炭销量(万吨)	180	540	720	900	900
产量					
精煤	110	330	440	550	550
混煤	70	210	280	350	350
综合售价(元/吨)	406	406	406	406	406
精煤	550	550	550	550	550
混煤	180	180	180	180	180
收入(万元)	73,100	219,300	292,400	365,500	365,500
块精煤	60,500	181,500	242,000	302,500	302,500
混煤	12,600	37,800	50,400	63,000	63,000
吨煤生产成本	89	91	93	95	98
资源税	20	20	20	20	20
总成本(吨煤)	160	166	170	175	177
其中：					
管理费用	20	20	20	20	20
销售费用	6	6	6	6	6
财务费用	8	8	8	8	8
吨煤净利润	185	180	177	174	172
净利润(万元)	33,234	97,228	127,348	156,247	154,562
归属母公司净利润(万元)	16,285	47,642	62,401	76,561	75,735

资料来源：国都证券

我们不排除集团未来将该矿井注入公司的可能。

另外，由于集团为鄂尔多斯市的“土著”企业，在全市皆煤的背景下，不排除集团在未来能够获取到更多的煤炭资源，并将其注入公司的假设。

4. 上海证大持有的纳林河 15% 股权

上海证大还有蒙大矿业即纳林河煤矿 15% 的股权，并且存在一定的退出意愿。若公司资金充足，未来可收购证大持有纳林河 15% 的股权，持股比例将上升至 49%。届时公司权益产能将增加 180 万吨。

5. 公司煤炭业务发展空间巨大

相较于其他煤炭上市公司，公司的煤炭业务在未来有较大的扩张空间：

- 湾图沟煤矿：产能 300 万吨，预留 600 万吨产能。
- 纳林河煤矿：500 万吨，中煤重新规划 800 万吨，预留 1000 万吨产能。并且公司未来有可能收购上海证大 15% 股权，持股比例可以增加至 49%。
- 母杜柴沟煤矿：600 万吨，预留 1000 万吨产能，未来存在注入上市公司的可能。

乐观假设：若湾图沟煤矿和纳林河煤矿产能在 300 万吨和 500 万吨的基础上顺利扩产至 1000 万吨和 1200 万吨，以及未来公司以现金顺利收购上海证大股权和母公司母杜柴登煤矿，则到 2016 年公司合计产能将达到 3200 万吨，权益产能将达到 1568 万吨，7 年的复合增长率为 64%。以当前 7.67 亿的股本计算，EPS 为 2.75 元，7 年复合增长 50%。

表 4：乐观预测公司未来煤炭产能

单位：万吨	股权	可采储量	设计产能	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
湾图沟煤矿	67%	20,402	1000	270	300	400	500	800	800	1000
纳林河煤矿	34%	88,599	1200			150	450	800	1200	1200
其中：上海证大持有	15%									
母杜柴登	49%		1000				200	600	800	1000
合计		109,001	3200	270	300	550	1150	2200	2800	3200
合计增速				155%	11%	83%	109%	91%	27%	14%
权益		40,393		180.9	201	319	586	1102	1336	1568
权益增速				155%	11%	59%	84%	88%	21%	17%
EPS				0.16	0.26	0.34	0.93	1.79	2.22	2.75

资料来源：国都证券

我们认为，与中煤的合作使得公司在获取资源能力进一步增强，湾图沟煤矿及纳林河煤矿产能在目前的基础上扩张可能性较大。

上海证大持有纳林河 15% 股权以及母杜柴登煤矿在未来也有较大注入可能，但公司目前现金流的紧张也是不争的事实，因此我们认为短期收购的可能性不大。

谨慎预测：假设未来湾图沟和纳林河煤矿产能在 300 万吨和 500 万吨的基础上扩大至 800 万吨和 1000 万吨，但不考虑收购上海证大以及母杜柴登煤矿，则公司在 2016 年煤炭权益产能可扩张至 876 万吨，7 年间复合增长 52%；EPS 增至 0.91 元，7 年复合增长 34%。

表 5：谨慎预测公司未来煤炭产能

单位：万吨	股权	可采储量	设计产能	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
湾图沟煤矿	67%	20,402	106	270	300	300	300	400	400	600	600
纳林河煤矿	34%	88,599					150	450	500	800	800
合计		109,001	1100	106	270	300	450	850	900	1400	1400
合计增速					155%	11%	50%	89%	6%	56%	0%
权益		40,393		71	180.9	201	252	421	438	674	674
权益增速					155%	11%	25%	67%	4%	54%	0%
EPS					0.16	0.23	0.32	0.59	0.61	0.93	0.91

资料来源：国都证券

三、 甲醇业务将逐渐淡出

1. 天然气价格上涨，气头甲醇遭遇生存考验

国家发改委规定自 6 月 1 日起，国内天然气价格将上调 0.23 元/立方米，部分地区将天然气管道运输价提高 0.08 元/立方米。受此影响，以天然气为原料的化工企业纷纷发布减利公告。

四川美丰(000731)11日公告称:公司预计2010年度由于天然气涨价因素将增加生产成本1亿元左右。

泸天化(000912)公告称:天然气价格的上涨将使公司2010年净利润减少约1.6亿元。

公司公告:天然气价格上调0.23元/立方米,将影响10年净利润6100万元。

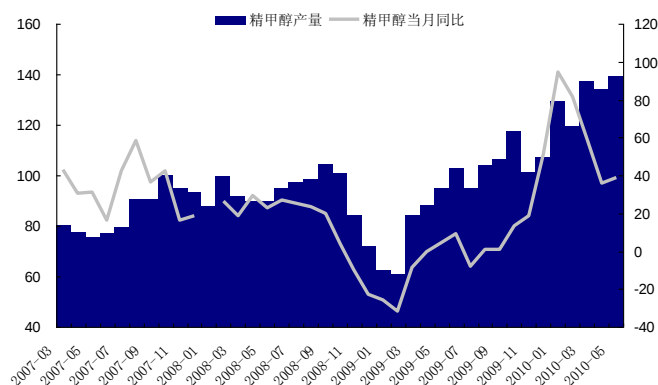
目前天然气制一吨甲醇需消耗1000-1100立方米天然气,如果天然气价上调0.23元/立方米,则将增加生产成本230-253元/吨。调价前甲醇价格与完全成本基本一致,成本增加将直接导致甲醇业务亏损230-250元/吨左右。

2. 甲醇产能严重过剩成本上涨无力转嫁

2006—2008年,全球在建的甲醇项目产能总计达2425万吨/年,预计2010年世界甲醇生产能力将达到6400万吨,而需求量约为5735万吨。

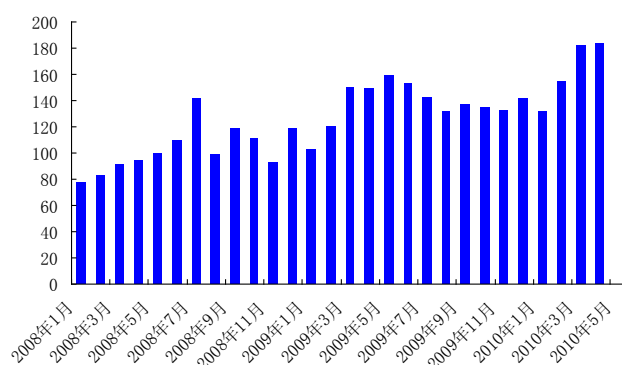
2008年我国国内甲醇产能约2100万吨,而表观消费量仅1233万吨,09年表观消费量上升至1650万吨,但仍然供过于求。据统计,“十一五”期间我国新建、拟建甲醇项目共42个。其中,“十一五”期间可以投产的项目为35个,产能合计1198万吨/年。预计到“十一五”末期,我国甲醇生产企业将为200家左右,产能将达到2500万吨/年至3200万吨/年,未来甲醇将面临严重的供过于求局面。

图2: 精甲醇产量持续增加



资料来源: 煤炭资源网、国都证券

图3: 全国甲醇当月表观消费量



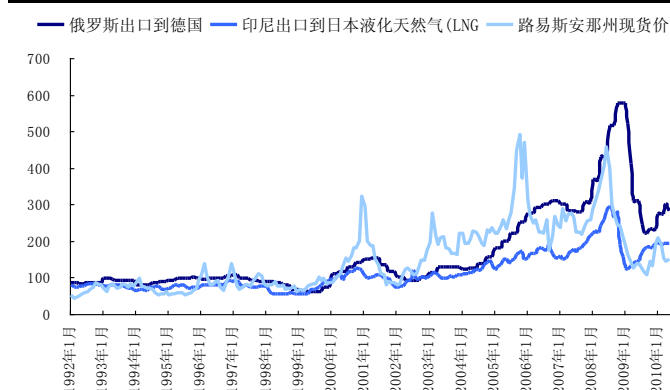
资料来源: 煤炭资源网、国都证券

3. 国际低价甲醇对国内市场构成持续冲击

国外甲醇以天然气为原料,09年至今国际天然气价格在低位徘徊。2010年5月俄罗斯出口至德国天然气价格跌至283.32美元/千立方米,印尼出口至日本价格跌至192.94美元/千立方米,在维持了一段时期的上涨之后快速下跌。

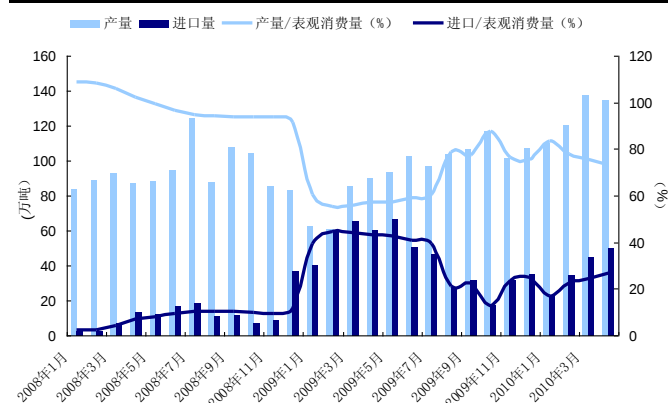
成本的大幅下降也导致国外甲醇价格大幅下降,国外低价甲醇持续冲击国内市场,甲醇进口量大增,对国内甲醇市场构成较大压力。2010年4月甲醇进口量达49.1万吨,但出口量几乎为零;国内甲醇产量134.44万吨,占国内消费量的73%,环比下降3个百分点;进口甲醇占国内消费量的27%,上升了3个百分点。

图 4: 国际天然气价格 (单位: 美元/千立方米)



资料来源: 煤炭资源网、国都证券

图 5: 国内甲醇所占份额日渐缩小



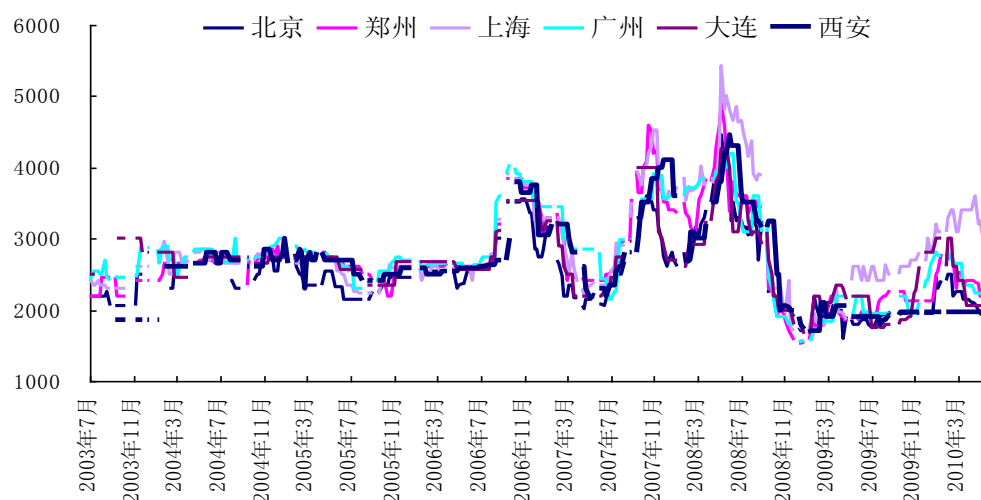
资料来源: 煤炭资源网、国都证券

4. 国内甲醇价格可能在较长的时间内在低位徘徊

在国内外甲醇市场产能过剩以及国外低价甲醇大量进口的情况下,国内天然气涨价带来的成本压力较难转嫁到下游。7月20日,上海甲醇含税价格3200元/吨,较上月保持持平。

在后期随着各地煤头甲醇项目的投产,其成本低于气头甲醇还将对甲醇价格构成进一步冲击,我们对未来甲醇的价格并不乐观。

图 6: 国内主要城市甲醇含税价格



数据来源: wind, 国都证券

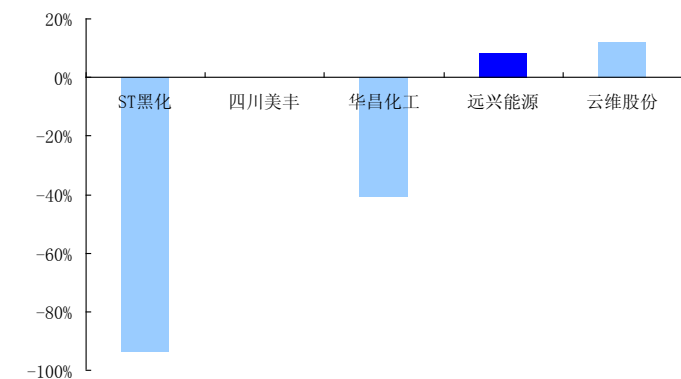
5. 相较于其他企业,公司的成本压力较小

目前的价格已经降至气头甲醇成本线,以天然气为原料的企业基本处于亏损,而煤头甲醇生产规模小,对整体的供求格局影响不大。因此,在全行业产能过剩、国外低价甲醇大量进口冲击的影响下,未来甲醇行业将陷入全行业的亏损格局,没有上下游支撑的企业经营将难以为继,全行业的重组整合或难以避免。

公司目前拥有气头甲醇135万吨/年,加上与中煤能源合作建设60万吨/年煤头甲醇项目,中期规划甲醇年产规模接近200万吨,处于行业龙头地位。公司地处内蒙,拥有较丰富的天然气和煤炭资源,生产成本低于行业平均水平,除生产精甲醇的云维股份外,

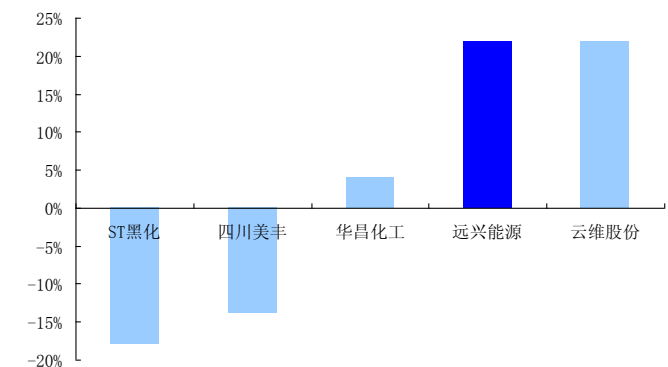
公司毛利率居行业首位。随着后期煤头甲醇业务的投产，甲醇生产成本将进一步降低，公司的生产成本将进一步降低。因此相较于其他企业，公司将有更大的可能渡过行业寒冬。

图 7：09 年上市公司甲醇业务毛利率



资料来源：wind、国都证券

图 8：08 年上市公司甲醇业务毛利率



资料来源：wind、国都证券

6. 甲醇业务未来几年将保持亏损

预计未来公司甲醇的开工率在 50%左右，未来几年公司甲醇业务将持续亏损，每年影响 EPS 在-0.13 元左右。

表 6：远兴能源甲醇项目盈利预测

单位：万吨	股权	产能	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
博源联化	46.20%	40+60	100	100	100	100	100	100	100
苏天化	40%	35	35	35	35	35	35	35	35
蒙大新能源	25%	60				60	60	60	60
合计		135	135	135	135	195	195	195	195
权益		60	60.2	60.2	60.2	75.2	75.2	75.2	75.2
开工率									
博源联化			53%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
苏天化			53%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
蒙大新能源						10%	30%	50%	60%
产量									
博源联化			53	50	50	50	50	50	50
苏天化			18.55	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
蒙大新能源			0	0	0	6	18	30	36
合计			71.55	67.5	67.5	73.5	85.5	97.5	103.5
权益产量			32	30	30	32	35	38	39
出厂价			1500	1650	1650	1650	1700	1700	1700
收入			107,325	111,375	111,375	121,275	145,350	165,750	175,950
单位生产成本			1,379	1,494	1,609	1,609	1,609	1,609	1,609
归属上市公司净利润			-6,381	-6,137	-9,599	-10,077	-9,304	-10,110	-10,514
EPS			-0.08	-0.08	-0.13	-0.13	-0.12	-0.13	-0.14

资料来源：国都证券

四、与中煤能源合作，未来拓展空间巨大

2009 年 7 月 27 日，公司与中煤能源（601898）签署《合作意向书》，双方有意向合作建设公司控股子公司蒙大新能源 60 万吨/煤制甲醇项目及蒙大新能源全资子公司乌审旗蒙大矿业 500 万吨/年煤矿项目。

1. 公司被纳入中煤能源内蒙发展蓝图，未来发展空间巨大

相较于另一煤炭巨头中国神华，中煤能源进入内蒙并非一帆风顺。07 年中煤能源

曾与中国石化、中能集团和内蒙古满世煤炭集团成立中天合创。中天合创所经营煤炭、电力、煤化产品生产和管道运输为一体的二甲醚项目，也是世界规模最大的煤制醇醚项目。项目总投资高达 430 亿元，主要包括 2500 万吨/年煤矿、420 万吨/年甲醇、300 万吨/年二甲醚及其配套的 60 万千瓦热电联供电厂、900 多公里鄂尔多斯至唐山京唐港产品输送管道和 50 公里矿区铁路专用线等单项工程。但据了解，该项目目前进展并不顺利。

公司作为鄂尔多斯重要的化工企业，拥有大量的煤炭资源，是中煤能源进入鄂尔多斯的重要合作伙伴。公司可借助中煤获取更多的煤炭资源、获取发展化工所需资金、共同研发煤炭转化技术，公司未来发展的另一扇大门已经被打开。

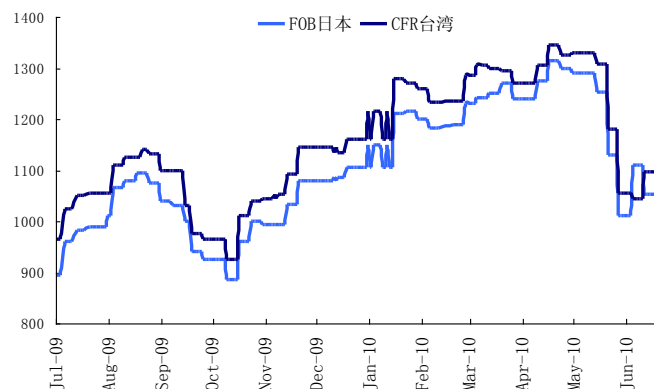
2. 打通烯烃链条，开发甲醇一步法制丙烯

打通烯烃链条是公司未来产业链条中的最重要一环，公司未来将与中煤能源合作开发煤制丙烯项目，规划形成 60 万吨/年产能。公司目前与清华大学合作研发甲醇一步法制丙烯技术，该技术将领先于国内水平，收率好于行业平均水平。目前该项研究处于试生产阶段，进展较为顺利。

如果该项目进展顺利，公司将能够实现打通煤到烯烃产业链条，对完成 50%煤炭就地转化和甲醇的消耗无疑起着重要的作用。

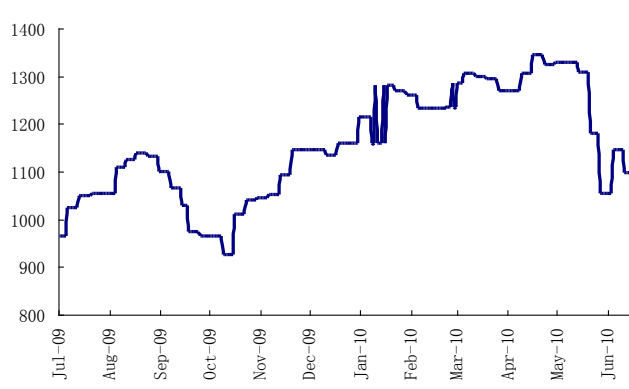
7 月 22 日，丙烯国内价格为 8100 元/吨，国内主港 CFR 价格为 1079 美元/吨，日本 FOB 价 1052 美元/吨，处于历史中轴之上的水平。

图 9：亚洲丙烯价格（单位：美元/吨）



资料来源：wind、国都证券

图 10：CFR 中国主港丙烯价格（单位：美元/吨）



资料来源：wind、国都证券

五、 盈利预测与评级

预计 2010 年公司湾图沟煤矿贡献 EPS 0.16 元，但天然气涨价将导致甲醇业务亏损 0.08 元，10 年 EPS 0.08。公司 10-12 年 EPS 为 0.08 元、0.14 元、0.21 元，对应 PE 为 99 倍、56 倍、38 倍。待 2016 年扩建煤矿满产后，煤炭业务将贡献 EPS1.53 元，预计甲醇亏损 0.14 元，EPS 为 1.39 元。

虽然受天然气调价的影响，公司 10 年盈利能力大幅下降，且甲醇业务在未来一段时间仍将保持亏损的状态，但公司煤炭业务未来将成为盈利的主要贡献点。保守估计公司权益产能将由 09 年的 100 万吨增加至 16 年的 876 万吨，7 年复合增长 52%。并且二股东的母杜柴登和上海证大持有的纳林河 15%股权未来注入上市公司的可能性很大，因此即使公司未来仍承受甲醇业务亏损的拖累，但在未来几年业绩仍能大幅增长，这正

是我们看好公司的主要原因。

✚ 公司 7 年间净利润复合增长率为 51%，以 PEG 估值则目标价为 10 元。

✚ 若以 2017 年 EPS1.37 元，对应 15 倍 PE、12%的折现率计算，则当前目标价为 9.4 元。

我们认为公司 6 个月合理目标价应为 10 元。近期公司股价持续反弹至 7.8 元，但仍低于目标价 22%。我们认为随着天然气调价等利空因素的消除，公司未来的高成长性将得到市场承认，股价存在较大的上涨空间。但考虑到目前公司估值远高于行业平均，因此给予公司“短期_增持，长期_A”的评级，建议待利空因素消除后可积极介入。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2212	2378	3376	3604	营业收入	1740	1740	1993	2092
现金	910	2348	1959	3366	营业成本	1350	1249	1359	1461
应收账款	6	24	3	23	营业税金及附加	33	19	23	29
其它应收款	790	-654	806	-581	营业费用	131	150	166	171
预付账款	241	364	373	419	管理费用	302	242	280	316
存货	187	245	176	305	财务费用	68	59	49	47
其他	79	50	59	72	资产减值损失	60	40	50	50
非流动资产	4250	3701	3603	3501	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	579	224	293	363	投资净收益	1392	80	70	190
固定资产	3343	3277	3170	3026	营业利润	1188	62	136	209
无形资产	40	45	51	53	营业外收入	23	55	43	40
其他	288	154	89	58	营业外支出	25	20	18	21
资产总计	6462	6079	6979	7105	利润总额	1185	97	161	228
流动负债	2461	1844	2501	2159	所得税	307	27	44	62
短期借款	535	517	485	512	净利润	879	70	116	166
应付账款	611	134	730	257	少数股东损益	-31	6	8	7
其他	1316	1193	1286	1390	归属母公司净利润	910	63	109	160
非流动负债	1048	1229	1382	1727	EBITDA	1474	294	364	437
长期借款	980	1198	1341	1680	EPS (元)	1.78	0.08	0.14	0.21
其他	68	31	41	46	主要财务比率				
负债合计	3509	3073	3883	3886		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	916	922	930	937	成长能力				
股本	512	768	768	768	营业收入	-15.0%	0.0%	14.5%	5.0%
资本公积金	382	126	126	126	营业利润	876.2%	-94.8%	119.9%	53.6%
留存收益	1126	1189	1272	1389	归属母公司净利润	827.5%	-93.0%	71.1%	47.1%
归属母公司股东权益	2020	2083	2166	2283	获利能力				
负债和股东权益	6462	6079	6979	7105	毛利率	22.4%	28.2%	31.8%	30.2%
现金流量表					净利率	52.3%	3.6%	5.5%	7.6%
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	45.0%	3.0%	5.0%	7.0%
经营活动现金流	-797	843	-390	1008	ROIC	31.1%	4.0%	5.0%	11.1%
净利润	879	70	116	166	偿债能力				
折旧摊销	219	173	178	181	资产负债率	54.3%	50.6%	55.6%	54.7%
财务费用	68	59	49	47	净负债比率	43.74%	57.34%	47.61%	57.19%
投资损失	-1392	-80	-70	-190	流动比率	0.90	1.29	1.35	1.67
营运资金变动	-586	570	-640	797	速动比率	0.82	1.13	1.27	1.51
其它	16	51	-25	7	营运能力				
投资活动现金流	-841	419	-4	114	总资产周转率	0.32	0.28	0.31	0.30
资本支出	722	0	0	0	应收帐款周转率	215	114	144	157
长期投资	-12	-346	67	71	应付帐款周转率	2.38	3.36	3.15	2.96
其他	-130	72	63	185	每股指标(元)				
筹资活动现金流	2002	177	5	285	每股收益	1.18	0.08	0.14	0.21
短期借款	132	-18	-32	27	每股经营现金	-1.04	1.10	-0.51	1.31
长期借款	657	218	143	339	每股净资产	2.63	2.71	2.82	2.97
普通股增加	0	256	0	0	估值比率				
资本公积增加	-138	-256	0	0	P/E	4	99	56	38
其他	1351	-24	-106	-81	P/B	1.61	2.35	2.26	2.14
现金净增加额	364	1438	-389	1407	EV/EBITDA	4	20	16	13

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			