

亿利能源(600277)

能源化工循环经济一体化，后年煤炭业务利润贡献突出

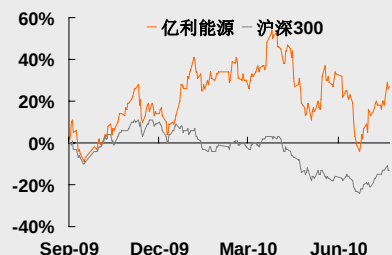
推荐（首次）

现价：13.73 元

主要数据

行业	基础化工行业
公司网址	www.elion.cn
大股东/持股	亿利资源集团 /85.23%
实际控制人/持股	王文彪/16.62%
总股本(百万股)	901.9
流通 A 股(百万股)	260.7
流通 B/H 股(百万股)	
总市值（亿元）	123.8
流通 A 股市值(亿元)	35.8
每股净资产(元)	5.77
资产负债率	51.8%

行情走势图



相关研究报告

研究员

伍颖	S1060210040004 010-59734884 wuying467@pingan.com.cn
陈建文	S1060210050001 0755-22625476 chenjianwen002@pingan.com.cn

投资要点

■ 公司主业将逐步转向以能源化工为主

公司主营业务原以医药、无机化工为主，现在将逐步转向“煤—煤矸石—发电—氯碱—水泥”的能源化工循环经济一体化产业，兼营医药和工程施工。

■ 黄玉川煤矿预计明年下半年投产，是后年业绩主要贡献部分

神华亿利能源（公司参股 49%）开发的黄玉川煤矿总储量达 15 亿吨，产能 1000 万吨/年，其中 60-70% 为发热量超过 5000 大卡的优质煤。目前正在进行输送通道建设，预计在 2011 年下半年投产。我们预计，煤炭坑口价为 300 元/吨，净利超过 100 元/吨。

■ 发电业务稳定，新建的电石产能将配套氯碱产能

神华亿利能源拥有 4×200MW 煤矸石自备发电机组，电价约 0.27 元/度，我们预计煤矸石发电成本为不到 0.2 元/度。亿利化学（公司控股 41%）目前有 40 万吨/年氯碱产能（PVC 和烧碱），预计 2010 年底将扩至 50 万吨/年。公司整合了 20 万吨电石产能，新建的 44 万吨/年电石项目预计 2010 年底全部投产。

■ 水泥和工程施工业务盈利能力强

亿利冀东水泥（公司参股 41%）实际最大产能达 160 万吨/年。由于当地基建和房地产投资旺盛，目前公司水泥销售供不应求，年净利润预计可达 1.3 亿元。公司持股 95% 的恒利建设从事包括市政工程在内的工程施工业务，2009 年主营收入 3.1 亿元，净利润 7362 万元，预计未来仍然保持增长势头。

■ 循环经济具有环保和政策扶持优势，首次给予“推荐”评级

未来公司将通过购买集团煤矿资源、整合当地小煤矿和申请政府煤矿资源等，继续做大做强能源化工循环经济一体化产业。公司循环经济具有环保和政策扶持优势，集团承诺 2010 年 EPS 在 0.35 元以上。我们预计 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.32、0.49、0.79 元，对应前收盘价的动态市盈率分别为 43、28、17 倍，首次给予“推荐”评级。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	2177	5628	8460	9280	9800
YoY(%)	27.4%	158.6%	50.3%	9.7%	5.6%
净利润（百万）	-84	93	286	444	715
YoY(%)	-623.4%	11.2%	207.4%	55.2%	60.9%
毛利率(%)	12.4%	11.1%	12.3%	14.0%	14.1%
ROE(%)	-1.7%	1.8%	5.4%	7.7%	11.0%
EPS(摊薄/元)	-0.09	0.10	0.32	0.49	0.79
P/E(倍)		133.0	43.3	27.9	17.3
P/B(倍)	2.5	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(倍)	104.7	20.7	13.9	10.3	7.3

一、公司主业将逐步转向以能源化工为主

公司主营业务原以医药、无机化工为主，通过定向增发购买集团能源化工资产、出售无机化工子公司等，现已逐步转向“煤—煤矸石—发电—氯碱（PVC、离子膜烧碱）—废渣综合利用生产水泥”的能源化工循环经济一体化产业，形成以 PVC 生产为核心，并向煤电能源及水泥等上下游产业延伸的 PVC 能源化工循环经济产业链。此外，公司还兼营医药和工程施工。

公司能源化工循环经济一体化产业包括：亿利化学（公司控股 41%）40 万吨/年 PVC 及 40 万吨/年离子膜烧碱，神华亿利能源（公司参股 49%）1,000 万吨/年煤炭和 4×200MW 煤矸石自备发电机组，亿利冀东水泥（公司参股 41%）110 万吨/年工业废渣制水泥。

图表1 能源化工循环经济一体化产业

占股比例 运营项目	亿利化学 控股41% 年产40万吨PVC及40万吨 烧碱	神华亿利能源 参股49% 4×200MW煤矸石自备发电 机组、年产1,000万吨煤炭	亿利冀东水泥 参股41% 年产110万吨工业废渣 制水泥
--------------	---------------------------------------	---	---------------------------------------

资料来源：公司定期报告

二、黄玉川煤矿预计明年下半年投产，是后年业绩主要贡献部分

与神华合资的神华亿利能源（神华控股 51%，公司参股 49%）开发的黄玉川煤矿位于准格尔煤田南部勘查区西部，总储量达 15 亿吨。黄玉川煤矿的煤质尚佳，是一种低变质、有害成分不高、粘结性差的长焰煤，具有高挥发分、中高发热量、高机械强度、高熔点特性的动力煤。

该煤矿建成后，其生产煤炭主要供给自备电厂（4×200MW 煤矸石自备电厂）及周围电厂。黄玉川煤矿产能 1000 万吨/年。经洗选后，发热量低于 4000 大卡的煤炭就地转化，进行发电等；发热量超过 5000 大卡的优质煤炭预计占比将达到 60~70%，其将通过神华的铁路进行外运。公司外运煤的通道将走地下皮带的方式，目前正在建设，预计 2011 年下半年建成，届时煤矿即可开采外运。

我们预计，煤炭坑口价为 300 元/吨，净利将超过 100 元/吨。

三、发电业务基本稳定

公司参股的神华亿利能源（参股比例 49%）拥有 4×200MW 煤矸石自备发电机组，每年消耗 300 万吨煤矸石和低热值煤。其电价约 0.27 元/度，我们预计煤矸石发电成本为不到 0.2 元/度。电厂发电量的 70~80%自用，其他上网外销。

发电机组耗煤量 366.41 万吨/年（机组日利用小时数以 22 小时计，年利用小时数以 5,500 小时计），燃煤分别为神华集团万利煤炭有限公司供应 40%的原煤，由铁路专线运输；鄂尔多斯市地方煤矿供应 60%的煤矸石，由公路运输。

2011 年下半年黄玉川煤矿投产后，其产生的煤矸石将供应电厂。利用工业垃圾——煤矸石发电获得的廉价电力，在满足基地内企业的用电需求的基础上将进一步降低了各项的生产成本。

四、氯碱产能由 40 万吨/年扩至 2010 年底的 50 万吨/年，配套的电石产能将基本自给

亿利化学（公司控股 41%）现有 40 万吨/年氯碱产能（PVC 和烧碱）（2009 年投产），预计 2010 年底将扩至 50 万吨/年。由于行业处于景气低谷，目前公司氯碱业务盈利能力一般。

2009 年，为进一步完善能源化工循环经济产业链和增强竞争优势，公司达拉特电石分公司在达拉特旗三响梁工业园区内整合接收了 20 万吨电石产能，并开工建设年产 44 万吨环保型电石项目。整合接收的 20 万吨电石产能已经全部投产。新建的 44 万吨/年电石项目共有 8 台炉，其中 4 台已正式投产，2 台正在调试投产，2 台预计年底投产。

五、水泥和工程施工业务盈利能力强

亿利冀东水泥（公司参股 41%）拥有 110 万吨/年工业废渣制水泥产能，该项目的原料主要为亿利化学年产 40 万吨 PVC 及配套项目所产生的电石渣、粉煤灰等工业废渣和配套自备电厂排放的煤渣。

利用“电厂项目”每年产生的 20 万吨粉煤灰、“PVC 项目”每年产生的 73 万吨电石渣，实际产能最高可达 160 万吨/年，年产量约 120 万吨，总投资 3.2 亿元。由于当地基建和房地产投资旺盛，目前公司水泥销售供不应求，亿利冀东水泥年净利润预计可达 1.3 亿元。

公司持股 95%的内蒙古亿利恒利城市建设发展有限责任公司从事包括市政工程在内的工程施工业务。得益于公司所在地鄂尔多斯市的经济快速发展和基础设施投资力度的不断加大，工程施工业务保持稳定增长态势，业绩表现良好。2009 年主营收入 3.1 亿元，净利润 7362 万元，预计未来仍然保持增长势头。

六、医药业务不是未来发展重点

公司医药产业主要做商流，拥有西安、郑州、北京三大医药配送物流中心，并有以控股子公司朔北医药有限公司为主体、包括北京信海丰园医药科技发展有限公司、河南康信医药有限公司、陕西华信医药有限公司等多家公司的医药营销体系。医药业务 2009 年营业收入 21.3 亿元，毛利率 7.51%；2010 年上半年营业收入 10.9 亿元，毛利率 6.61%。

七、集团业绩承诺：2010 年 EPS 在 0.352 元以上

2008 年，公司控股股东亿利资源集团有限公司在公司向特定对象发行股份购买资产暨重大资产重组中做出承诺：亿利能源 2008～2010 年归属母公司所有者的净利润在 2008 年盈利预测数 10,988.19 万元基础上复合增长率不低于 70%，即亿利能源经审计的 2009 年度归属母公司所有者的净利润不低于 18,679.92 万元，且经审计的 2010 年度归属母公司所有者的净利润不低于 31,755.87 万元；亿利能源经审计的 2011 年度归属母公司所有者的净利润不低于上述 2010 年度的承诺数，即 31,755.87 万元。若亿利能源 2008～2011 年中任一年度业绩未能达到上述承诺的金额，则集团公司将在业绩未达承诺年度的年报公告后的 30 个自然日内，以现金向公司补偿该年度承诺数与经审计实现数的差额部分。”

公司 2009 年度实现的归属于母公司所有者的净利润为 9,308.30 万元，与承诺数差异 9,371.62 万元。集团公司对上述差额已履行完毕相关补偿手续，差额部分放入资本公积金中。

八、循环经济具有环保和政策扶持优势

目前公司已经是内蒙古省级循环经济试点，目前正在申报国家级（发改委）循环经济试点。

循环经济实现了两次工业垃圾综合利用：“电厂项目”通过每年消耗 300 万吨煤矸石和低热值煤，实现了工业垃圾的第一次利用，大量减少了垃圾填埋；“水泥项目”利用“电厂项目”每年产生的 20 万吨粉煤灰、“PVC 项目”每年产生的 73 万吨电石渣，实现了工业垃圾的二次利用，并最终实现固体废渣的零排放，同时每年减排二氧化碳 43 万吨。

此外，园区内 PVC 项目、电厂项目 and 水泥项目除对所排污水中的 70%进行深度处理和回用之外，还通过引进美国通用电气公司电驱动晶种法的零排放技术处理剩余 30%污水，为我国氯碱行业首批实施污水零排放的项目。通过污水减排和回用，每年还可节约用水 500 多万吨。在零排放工程建设期间，根据环保部门的要求，该 30%的污水采用防渗日晒池蒸发的工艺进行处理。

公司享受的税收优惠政策包括：亿利冀东水泥增值税即征即退；2007～2011 年免征所得税；“4×200MW 煤矸石自备发电机组项目”及“年产 110 万吨工业废渣制水泥项目”属因资源综合利用，所取得的收入可以在计算应纳税所得额时减计收入。

九、首次给予“推荐”评级

未来公司将继续做大做强能源化工循环经济一体化产业，将通过三种方式获取支持发展的煤炭资源：（1）购买大股东——集团公司的煤炭资源（集团有个储量为 8.5 亿吨的煤矿，目前正在办前期手续）；（2）收购当地小煤炭（小于 200 万吨），通过技改扩大产能；（3）向政府申请煤炭资源等。

我们预计2010、2011、2012年EPS分别为0.32、0.49、0.79元，对应前收盘价的动态市盈率分别为43、28、17倍，首次给予“推荐”评级。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E					
流动资产	2488	5313	5719	6799					
现金	661	700	700	1502					
应收账款	633	1628	1785	1886					
其他应收款	136	821	900	951					
预付账款	194	594	639	673					
存货	803	1317	1417	1494					
其他流动资产	61	254	278	294					
非流动资产	9648	9713	9720	9716					
长期投资	3762	3749	3749	3749					
固定资产	4708	5044	5208	5285					
无形资产	392	386	380	374					
其他非流动资产	786	536	384	308					
资产总计	12135	15026	15439	16515					
流动负债	4193	6619	6332	6304					
短期借款	1866	2780	2227	2000					
应付账款	969	1855	1996	2104					
其他流动负债	1358	1984	2109	2200					
非流动负债	2090	2139	2189	2239					
长期借款	2089	2139	2189	2239					
其他非流动负债	1	0	0	0					
负债合计	6283	8758	8521	8543					
少数股东 权益	792	922	1127	1464					
股本	601	902	902	902					
资本公积	4253	3953	3953	3953					
留存收益	205	491	936	1650					
归属母公司股东权益	5060	5346	5791	6508					
负债和股东权益	12135	15026	15439	16515					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	248	-326	781	816					
净利润	146	416	649	1051					
折旧摊销	244	179	193	204					
财务费用	239	239	251	226					
投资损失	-76	-100	-173	-589					
营运资金变动	-335	-1117	-151	-85					
其他经营现金流	30	57	11	9					
投资活动现金流	-325	-146	-28	389					
资本支出	370	259	200	200					
长期投资	-8	-14	0	0					
其他投资现金流	38	100	173	589					
筹资活动现金流	441	511	-753	-403					
短期借款	847	914	-553	-227					
长期借款	-406	50	50	50					
普通股增加	0	301	0	0					
资本公积增加	-0	-301	0	0					
其他筹资现金流	0	-453	-251	-226					
现金净增加额	364	39	0	802					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E					
营业收入	5628	8460	9280	9800					
营业成本	5005	7420	7982	8416					
营业税金及附加	25	34	37	39					
营业费用	133	195	204	206					
管理费用	137	152	158	157					
财务费用	239	239	251	226					
资产减值损失	18	0	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	76	100	173	589					
营业利润	147	520	821	1345					
营业外收入	61	0	0	0					
营业外支出	3	0	0	0					
利润总额	204	520	821	1345					
所得税	58	104	172	296					
净利润	146	416	649	1051					
少数股东损益	53	130	205	336					
归属母公司净利润	93	286	444	715					
EBITDA	630	938	1264	1776					
EPS (元)	0.15	0.32	0.49	0.79					

主要财务指标

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入(%)	158.6%	50.3%	9.7%	5.6%
营业利润(%)	170.3%	254.7%	57.7%	63.9%
归属母公司股东权益(%)	11.2%	207.4%	55.2%	60.9%
获利能力				
毛利率(%)	11.1%	12.3%	14.0%	14.1%
净利率(%)	1.7%	3.4%	4.8%	7.3%
ROE(%)	1.8%	5.4%	7.7%	11.0%
ROIC(%)	4.9%	8.9%	12.1%	17.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.8%	58.3%	55.2%	51.7%
净负债比率(%)	67.9%	57.3%	53.0%	50.8%
流动比率	0.59	0.80	0.90	1.08
速动比率	0.40	0.60	0.68	0.84
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.62	0.61	0.61
应收账款周转率	10	7	5	5
应付账款周转率	4.52	5.25	4.15	4.11
每股指标(元)				
每股收益	0.10	0.32	0.49	0.79
每股经营现金流	0.28	-0.36	0.87	0.91
每股净资产	5.61	5.93	6.42	7.22
估值比率				
P/E	133.0	43.3	27.9	17.3
P/B	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	20.7	13.9	10.3	7.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257