

中煤能源 (601898)

一目标明确, 成长空间巨大

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	11.08	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点:

煤炭业务正经历新一轮高增长。近年来, 公司原煤产量持续增长, 由 2006 年的 7904 万吨上升至 2009 年的 10856 万吨, 2010 年公司原煤产量将超过 1.2 亿吨。根据规划, 公司力争到 2014 年底, 原煤产量达到 2 亿吨, 商品煤销售量 2 亿吨, 营业收入 1 千亿元, 较 2009 年翻一番。

除目前在产的煤矿外, 还有平朔矿区东露天煤矿 (2000 万吨/年)、王家岭煤矿 (600 万吨/年)、纳林河二号煤矿 (800 万吨/年)、小回沟煤矿 (300 万吨/年)、禾草沟煤矿 (400 万吨/年)、母杜柴登煤矿 (600 万吨/年)、鄂尔多斯煤化工等项目将相继投产。其中, 东露天煤矿和王家岭煤矿是公司 2011 年和 2012 年煤炭产量增长的主要动力。

长协煤为主的销售策略有利于煤价稳定增长。公司煤炭销售主要以长协煤为主, 2009 年和 2010 年上半年长协煤占商品煤销售比例分别为 60.14% 和 67.49%。

煤矿装备业务成长空间大。随着国内煤炭资源整合的推进, 煤矿大型化及机械化程度将不断提高, 煤机市场需求将持续增长。公司将从煤炭行业固定资产投资快速增长中受益, 预计未来几年, 公司煤矿装备业务增速有望达到 20%, 保持在较高水平。

估值与评级。预计 2010-2012 年公司每股收益分别为 0.66、0.87 和 1.03 元, 当前股价下, 对应的 2011 年和 2012 年动态 PE 分别为 13 倍和 11 倍, 处于历史较低水平; 公司 2010 年 PB 仅为 2 倍, 远低于行业平均水平, 估值具有较大的吸引力。我们维持对公司的推荐评级。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	53730	70987	81826	95821
营业收入增长率	3%	32%	15%	17%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	6622	8798	11484	13650
净利润增长率	18%	33%	31%	19%
EPS (元)	0.50	0.66	0.87	1.03
P/E	22.98	17.30	13.25	11.15
P/B	2.22	2.02	1.81	1.62
EV/EBITDA	11	8	6	6

2010 年 11 月 18 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	14.93/8.17
上证指数/深圳成指	2838.86/11917.49
50 日均成交额(百万元)	531.84
市净率(倍)	2.15
股息率	1.35%

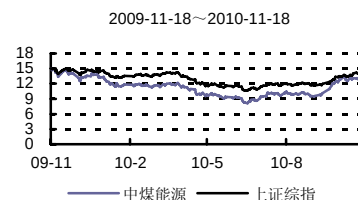
基础数据

流通股(百万股)	5624.49
总股本(百万股)	13258.66
流通市值(百万元)	62319.31
总市值(百万元)	146905.99
每股净资产(元)	5.16
净资产负债率	46.51%

股东信息

大股东名称	中国中煤能源集团有限公司
持股比例	56.43%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	李朝松, 周海鸥
职业证书编号:	S0020208060732
电话:	021-51097188-1883
电邮:	lichao.song@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国上海市浦东新区南汇路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

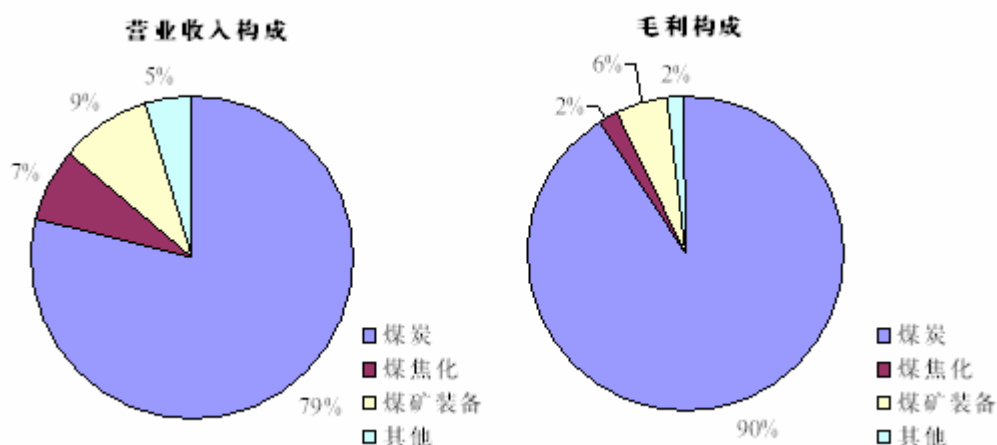
目 录

第 1 部分 煤炭业务稳健增长.....	3
1.1 煤炭产销旺盛，2010 年煤炭产量超 1.2 亿吨.....	3
1.2 公司规划 2014 年原煤产量将达到 2 亿吨.....	4
1.3 煤炭销售均价将继续上行.....	6
1.4 煤炭资源扩张战略成效显著.....	8
第 2 部分 煤矿装备业务快速增长可期.....	8
第 3 部分 煤化工业务正在推进之中.....	10
第 4 部分 关键假设与盈利预测.....	10
第 5 部分 估值与评级.....	11
第 6 部分 风险因素.....	13

公司是集煤炭生产和贸易、煤化工、煤矿装备制造、坑口发电、煤矿设计等相关工程技术服务业务于一体的大型能源企业，并致力于发展成为煤炭生产、煤化工、煤矿装备制造三大核心业务突出、产业链协调发展的具有国际竞争力的特大型现代化能源公司。作为国内第二大煤炭上市公司，中煤能源拥有丰富的煤炭资源，资源广泛分布于晋北、华东、蒙东、黑龙江、新疆等地，煤炭储量居全球煤炭上市公司第五位和中国第二位；主要销售煤种为优质动力煤和炼焦煤。2008 年和 2009 年，公司原煤产量分别为 10037 万吨和 10856 万吨，连续两年超过 1 亿吨，在上市公司中，仅次于中国神华。煤机装备业务位列全国煤机行业第一位，具备煤矿井下综采综掘成套装备研发、制造能力，技术水平和市场占有率为国内第一。

煤炭是公司主要收入和利润来源。2009 年和 2010 年上半年，煤炭业务收入分别为 415.42 亿元和 280.78 亿元，占营业收入比例分别为 76.8%和 79%；毛利分别为 173.7 亿元和 121.1 亿元，占比分别为 90.14%和 91.41%。2010 年上半年，煤焦化业务和煤矿装备业务收入分别为 25.17 亿元和 32.88 亿元，占营业收入比例分别为 7.1%和 9.2%。

图表 1 公司各业务营业收入占比



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

第 1 部分 煤炭业务稳健增长

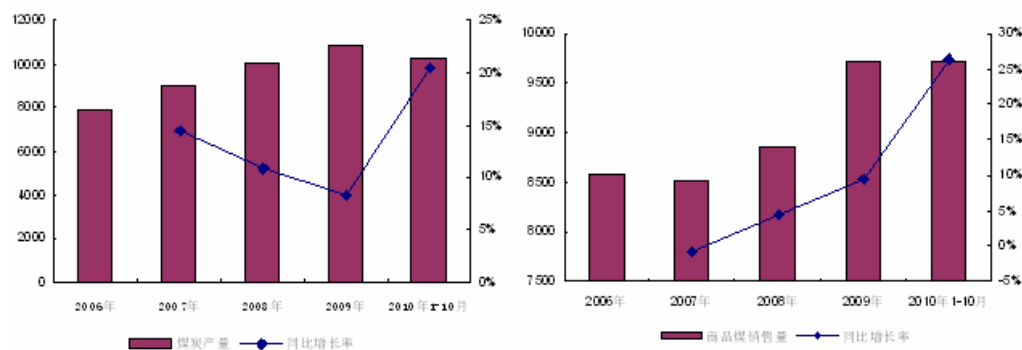
1.1 煤炭产销旺盛，2010 年煤炭产量超 1.2 亿吨

近年来，公司原煤产量持续增长，由 2006 年的 7904 万吨上升至 2009 年的 10856 万吨，2010 年公司原煤产量将超过 1.2 亿吨。公司 2009 年原煤产量完成 10856 万吨，同比增加 819 万吨，增长 8.2%，其中自产原煤 10080 万吨，同比增加 931 万吨，增长 10.2%，占原煤总产量 92.9%。2010 年 1-10 月，公司原煤产量达到 10254 万吨，同比增长 20.5%。

商品煤销售量也逐步增加，从 2006 年的 8588 万吨上升至 2009 年的 9725 万吨，2010 年 1-10 月，中煤能源商品煤销售量已经达到 9725 万吨，同比增长 26.4%。预计 2010 年公司煤炭销售量有望超过 1.15 亿吨。

图表 2 公司原煤产量及商品煤销量

单位：万吨



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

目前，公司自产原煤主要来自平朔矿区、大屯矿区、离柳矿区、东坡煤矿和南梁煤矿，其中平朔矿区贡献了大部分产量。2009 年和 2010 年上半年，平朔矿区原煤产量分别为 8702 万吨和 5324 万吨，占自产原煤比例分别为 86.33%和 85.51%。2010 年，公司煤炭产量增长主要来自平朔矿区安太保井工矿和井东煤矿，平朔矿区煤炭产量有望超过 1 亿吨。另外，南梁煤矿、东坡煤矿、大屯矿区原煤产量也继续增长。

图表 3 公司各矿区自产原煤情况

自产原煤（万吨）	2010 年 1-6 月	同比增长率	2009 年	同比增长率
平朔矿区	5324	24.8%	8702	10.8%
其中：安太堡露天矿	1253	11.4%	2272	-6%
安家岭露天矿	1173	-14.5%	2028	2.9%
安家岭 1#井工矿	796	-4.4%	1604	-5.5%
安家岭 2#井工矿	950	27.7%	1554	-12.2%
安太保井工矿	540	182.7%	674	-
井东煤矿	612	-	570	-
大屯矿区	504	14.5%	861	10.4%
其中：姚桥矿	245	13.4%	410	7.9%
孔庄矿	82	15.5%	143	10%
徐庄矿	108	22.7%	175	16.7%
龙东矿	69	4.5%	133	10.8%
离柳矿区	137	107.6%	165	-32.7%
东坡煤矿	161	136.8%	186	24%
南梁煤矿	100	49.3%	166	38.3%
合计	6226	26.9%	10080	10.2%

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

1.2 公司规划 2014 年原煤产量将达到 2 亿吨

未来几年，公司确立了新的战略目标：立足于煤炭产业、稳步推进煤化工、电力产业，做大做强煤炭装备产业，适时发展新能源产业；形成山西、蒙陕、江苏、新疆、黑龙江五大煤炭生产和转化基地。公司力争到 2014 年底，原煤产量达到 2 亿吨，商品煤销售量 2 亿吨，营业收入 1 千亿元。

根据规划，公司煤炭业务正经历新一轮高增长，除目前在产的煤矿外，还有平朔矿区东露天煤矿（2000 万吨/年）、王家岭煤矿（600 万吨/年）、纳林河二号煤矿（800 万吨/年）、

小回沟煤矿（300 万吨/年）、禾草沟煤矿（400 万吨/年）、母杜柴登煤矿（600 万吨/年）等项目将相继投产。其中，东露天煤矿和王家岭煤矿是公司 2011 年和 2012 年煤炭产量增长的主要动力。

东露天煤矿

东露天煤矿位于平朔矿区，地质储量为 20.38 亿吨，煤炭发热量在 5200 大卡左右，该项目于 2009 年开始投资建设，总投资额为 105.7 亿元，设计产能为 2000 万吨/年，可采年限为 75 年。东露天煤矿矿坑基建剥离总量为 1.2 亿立方米，截止 2010 年上半年已经完成 6600 万立方米，根据计划，2011 年 6 月可投产。另外，东露天煤矿配套选煤厂 2000 万吨，铁路专用线 27 公里，设计运输能力 3250 万吨/年。预计 2011 年和 2012 年煤炭产量为 800 万吨和 1800 万吨，2013 年可以实现完全达产。

东露天煤矿是公司目前在建的大型露天煤矿，是未来两年公司煤炭产量增长的主要来源；同时，煤炭开采成本较低，预算成本在 105 元/吨左右，完全达产后有望每年贡献净利润 30 亿元。

王家岭煤矿

王家岭煤矿隶属于华晋焦煤集团，公司持股 50%，煤种为优质焦煤，煤矿设计产能为 600 万吨/年。由于发生事故，目前王家岭煤矿处于停工状态，如果年内可以恢复建设，预计 2011 年下半年可投产。预计 2011 年和 2012 年产量分别为 100 万吨和 600 万吨。

募集资金项目变更加快公司煤炭产量增长。公司将原募集资金项目“黑龙江 1000 万吨/年煤矿、180 万吨/年甲醇、60 万吨/年烯烃及配套工程”终止，改为以下六个项目：

图表 4 A 股募投项目变更情况

项目名称	持股比例	可采储量（亿吨）	产能规模（万吨）	权益产能（万吨）
纳林河二号煤矿	51%	7.96	800	408
母杜柴登煤矿	51%	6.44	600	306
小回沟煤矿	55%	2.96	300	165
禾草沟煤矿	50%	2.45	300	150
张家口煤机工业园	100%		1340 台/年、17.2 万吨/年	
榆林能源化工项目	30%		聚乙烯：60、聚丙烯：60	
合 计		19.81	2000	1029

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

纳林河二号煤矿

位于内蒙境内，煤种为动力煤，发热量在 5000 大卡左右，资源储量为 15.08 亿吨，可采储量为 7.96 亿吨。纳林河二号煤矿总投资 68.81 亿元，规划产能为 800 万吨/年（权益产能 408 万吨/年）。目前已经开工，建设工期约 30 个月，预计 2013 年可以投产。预计吨煤成本在 210 元/吨，市场价格 350-380 元/吨左右，可通过铁路对外销售。

母杜柴登煤矿

煤种为优质动力煤，资源储量 9.72 亿吨，可采储量 6.44 亿吨，规划产能为 600 万吨，并预留了产能提升空间，后续产能有望增加至 1000 万吨。项目总投资 60.13 亿元，预计 2013 年投产。吨煤成本在 200 元左右，煤价 380 元/吨左右。

小回沟煤矿

煤种为瘦肥煤，资源储量为 5.73 亿吨，公司拥有 55% 股权，规划产能为 300 万吨/年。项目总投资 21.68 亿元，预计 2012 年完工投产，2013 年将达产。公司预计投产后单位生产成本约 210 元/吨，入洗后作为炼焦配煤销售。

禾草沟煤矿

煤种为气煤，资源储量为 3.53 亿吨，可采储量 2.45 亿吨，规划商品煤产能规模 300 万吨/年（原煤产能 400 万吨/年）。改项目投资 16.6 亿元，预计 2012 年投产，2013 年可达产。产品主要销往山西地区焦化厂，外运主要依靠公路。

公司还有鄂尔多斯特大型煤化工项目（持股 38.75%），煤炭产能为 2500 万吨，预计将于 2012 年投产。另外，中煤集团在山西煤炭整合中通过整合地方煤矿，新增产能约 2000 万吨/年，上述资产在适当时机有望进入上市公司。总体而言，公司未来煤炭产量增长较为明确，将成为继中国神华之后，第二个产销量跨入 2 亿吨行列的国内上市公司。

1.3 煤炭销售均价将继续上行

长协煤为主的销售策略有利于煤价稳定增长。公司煤炭销售主要以长协煤为主，2009 年和 2010 年上半年长协煤占商品煤销售比例分别为 60.14% 和 67.49%。公司拥有较为稳定的客户群体，与部分重点客户签署了 2010-2014 年供需框架协议，煤炭供应总量 7.5 亿吨。

图表 5 公司煤炭销售结构

单位：万吨

		2010 年上半年		2009 年	
		煤炭销量	占比	煤炭销量	占比
自产商品煤	小计	4616	77.80%	7897	81.20%
	动力煤：	4563	76.91%	7746	79.65%
	1、出口	73	1.23%	130	1.34%
	（1）长协	72.3	1.22%	130	1.34%
	（2）现货	0.3	0.01%	0	0.00%
	2、内销	4490	75.68%	7616	78.31%
	（1）长协	3121	52.60%	5559	57.16%
	（2）现货	1369	23.07%	2057	21.15%
	焦煤	53	0.89%	151	1.55%
买断贸易煤	小计	1123	18.93%	1529	15.72%
	1、自营出口	1	0.02%	1	0.01%
	（1）长协	0	0	0	0
	（2）现货	1	0.02%	1	0.01%
	2、国内转销	1008	16.99%	1344	13.82%
	（1）长协	785	13.23%	115	1.18%
	（2）现货	223	3.76%	1229	12.64%
	3、进口贸易	107	1.80%	184	1.89%
	（1）长协	26	0.44%	45	0.46%
	（2）现货	81	1.37%	139	1.43%
进出口代理		194	3.27%	299	3.07%
长协煤合计		4004.3	67.49%	5849	60.14%
现货煤合计		1674.3	28.22%	3426	35.23%

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

由于长协煤占比较高，近年来公司煤炭销售保持稳定增长。同时，由于长协煤价格低于现货煤价格，而现货煤在下游需求旺盛的支撑下，价格易涨难跌，随着现货煤价格的不断上涨，长协煤价格上涨将成为必然。2010 年，国内长协煤和现货煤价差呈现扩大的态势，预计 2011 年公司合同煤价格将有 5%-10% 的上涨空间。

图表 6 内销商品煤价格

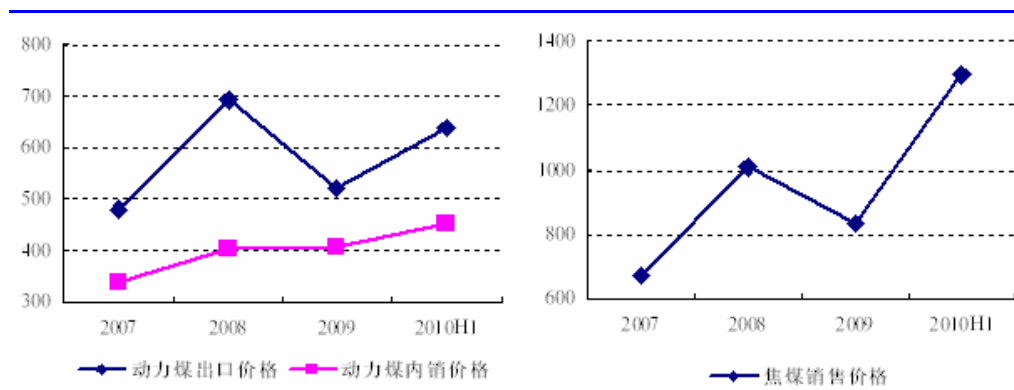
单位：元/吨

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月
内销动力煤长协价格	336	365	402	423
内销动力煤现货价格	359	612	417	513
价 差	23	247	15	90

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

图表 7 公司商品煤价格走势

单位：元/吨



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

公司自产商品煤成本相对稳定，2008 年、2009 年和 2010 年单位销售成本分别为 220.98 元/吨、204.2 元/吨和 209.9 元/吨。随着东露天煤矿的投产，材料成本等有望继续下降，但人工成本上升的趋势不会改变，预计吨煤销售成本将维持稳定或略有上升。近年来，公司煤炭业务毛利率出现下滑，这与煤价波动以及煤炭销售结构有关，自产商品煤销售毛利率保持在较高水平。在煤炭价格上涨，自产商品煤成本稳定的情况下，煤炭业务毛利率将维持在相对高位。

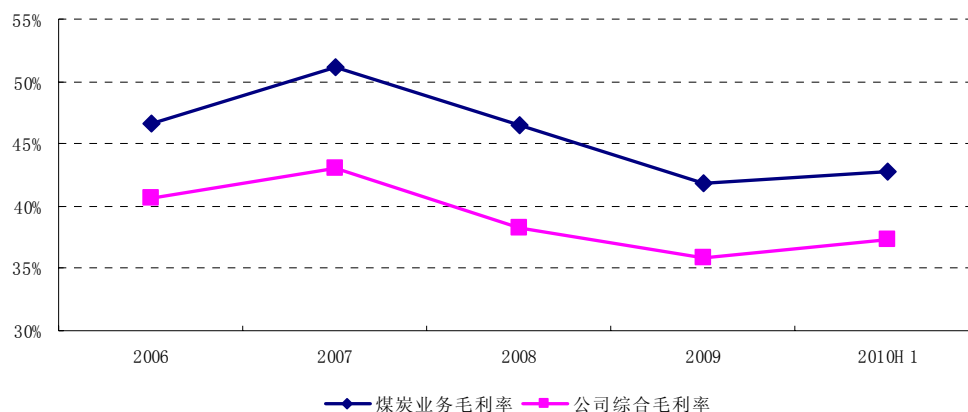
图表 8 公司商品煤单位销售成本

单位：元/吨

项 目	2008 年	2009 年	2010 年上半年
材料成本	92.22	65.39	60.93
人工成本	24.22	28.15	30.42
折旧及摊销	19.23	22.32	25.45
维修支出	5.82	3.55	4.06
煤炭可持续发展基金	14.19	14.6	25.7
矿山环境恢复治理保证金	10.52	11.13	15.52
煤矿转产发展资金	5.26	5.56	11.79
安全费	15.16	16.61	5.9
维简费	6.81	7.47	11.28
其他成本	27.55	29.39	18.81
自产商品煤单位销售成本	220.98	204.17	209.86

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

图表 9 公司煤炭业务毛利率



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

1.4 煤炭资源扩张战略成效显著

公司积极实施资源扩张战略，在重点产煤区和资源富集地加强合作，开展并购重组，参与地方煤矿整合，资源储量实现大幅增长，2009 年公司新增煤炭资源 60.61 亿吨，2010 年上半年新增 9.23 亿吨。截止 2010 年上半年，公司煤炭资源储量由上市之初的 93.97 亿吨上升至目前的 167 亿吨左右，可采储量从 34.71 亿吨上升至约 92 亿吨。

2009 年，公司成功控股蒙大矿业公司和伊化矿业公司，成功整合山西小回沟煤矿、明珠矿等地方煤矿，新增产能合计约 2000 万吨。2010 年上半年，公司通过合资合作等形式增加优质煤炭资源约 9.23 亿吨，其中收购山西小回沟煤业 55% 股权，获得资源储量 5.73 亿吨，与山西延安地方煤炭企业合作开发禾草沟煤矿，增加资源储量 3.5 亿吨。公司加快内蒙古呼吉尔特矿区有关井田资源落实工作，基本确立了对该矿区的开发主体地位。

未来，中煤集团内部资源整合的可能性较大。根据公司上市之初与中煤集团签订的不竞争协议和煤炭供应框架协议，中煤集团同意不与中煤能源的主营业务竞争，并授予中煤能源向中煤集团收购其保留业务及新业务的选择权及优先认购权；中煤集团及其拥有运营权的所有下属煤矿企业不对除中煤能源及中煤能源指定的机构外的第三方销售任何下属煤矿企业所生产的煤炭。目前，中煤集团可控的煤炭资源高于上市公司资源储量，集团煤炭资产进入上市公司是大概率事件。2009-2010 年，中煤集团通过整合山西地方煤矿，新增产能近 2000 万吨/年，加上此前集团拥有的一些煤矿资产，可注入煤炭产能在 2000-3000 万吨/年之间。同时，在央企整合的背景下，中煤集团也存在整合并整体上市的可能，涉及的上市公司除中煤能源外，还有上海能源和煤气化。

第 2 部分 煤矿装备业务快速增长可期

2.1 煤矿装备业务发展迅速，成长空间大

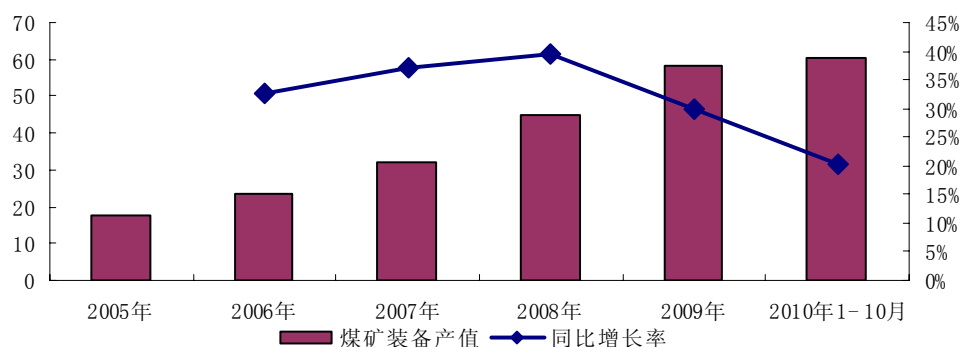
2006 年-2009 年，公司煤矿装备业务年平均增长率超过 30%，处于快速增长阶段。2009 年煤矿装备业务收入 58.3 亿元，同比增长 29.8%，占营业收入比重约 10%，毛利率在 20% 左右。2010 年上半年，公司煤炭装备业务产值 38.6 亿元，同比增长 25.7%；完成煤机产量 16.2 万吨，其中主要煤机产品 10569 台（套）。

目前，我国煤炭开采机械化程度相对较低，只有 40% 左右，重点煤矿在 75% 左右，而美国、澳大利亚等主要产煤国采煤机械化程度则高达 100%。随着国内煤炭资源整合的推进，煤

矿大型化及机械化程度将不断提高，煤机市场需求将持续增长。我国煤炭产量已经突破 30 亿吨，如果以吨煤机械设备投入 25 元计算，煤机市场容量高达 800 亿元。公司将从煤炭行业固定资产投资快速增长中受益，预计未来几年，公司煤炭装备业务增速有望达到 20%，保持在较高水平。

图表 10 公司煤矿装备业务快速增长

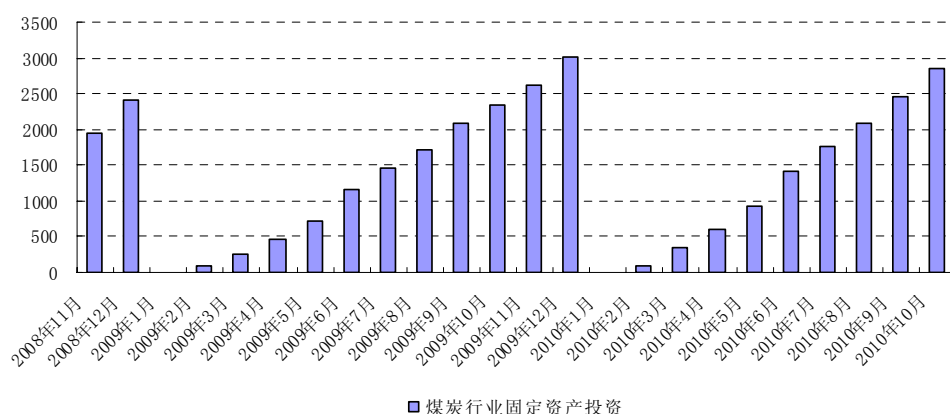
单位：亿元



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

图表 11 煤炭行业固定资产投资情况

单位：亿元



资料来源：wind 国元证券研究中心

2.2 技术先进，产品结构向高端发展

公司煤矿装备制造业务处于国内领先地位，所属中煤装备公司位列 2009 年中国煤机行业排名第一位。主要产品中，刮板输送机和矿用电机国内市场占有率均在 65%以上，采煤机和液压支架市场占有率分别为 25%和 18%。

图表 12 公司煤矿装备市场占有率情况

公司煤矿装备产品种类	占公司该类产品销售额比重	国内市场占有率
中高端刮板输送机	59%	65%
中高端液压支架	84%	18%
中高端采煤机	67%	25%
中高端矿用电机	46%	66%

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

公司拥有代表国内最高煤机研发水平的科研机构，拥有 1 个国家级技术中心、1 个国家认

可实验室、2 个博士后科研工作站和 3 个省、市级企业技术中心，拥有授权专利 117 项，专利申请书达 79 项，其中发明专利 22 项。公司已经研制出每小时输煤能力达 5000 吨的智能化刮板输送机，提升了国内同类产品的技术水平。

2.3 张煤机工业园项目将促进煤机业务发展

张煤机（张家口煤矿机械有限责任公司）是国内最大的煤机制造企业，主要生产刮板输煤机、转载机、破碎机、刨煤机、链条等，其刮板输煤机占国内市场 60% 的份额。目前拥有生产能力为刮板输煤机 1400 台套、大型高精设备 150 台，工作面设备产能约 8.5 万吨。根据计划，公司将建设张家口煤机工业园以扩大煤机业务产能，该项目总投资 23.62 亿元，将于 2014 年建成。建成后，预计产量可达到 1340 台/年，工作面设备产量 17.2 万吨/年，约为现在产能的两倍。

第 3 部分 煤化工业务正在推进之中

3.1 鄂尔多斯特大型煤化工项目

项目主要包括煤矿及配套选煤厂、甲醇及二甲醚生产装置、铁路专用线及煤研石电厂等配套设施，主要生产能力为 2500 万吨/年煤矿、420 万吨/年甲醇、300 万吨/年二甲醚。根据规划，煤炭包括葫芦素、门克庆和陕汉毛利三个矿井，产能分别为 1200 万吨/年、600 万吨/年和 700 万吨/年；其中年产化工原料煤 580 万吨，化工燃料煤 290 万吨，外销精煤 905 万吨，外销末原煤 593 万吨，其它为煤研石。煤化工项目的最终产品为二甲醚，年产量 300 万吨/年，副产品为硫磺，年产量 3.2-3.6 万吨；中间产品为甲醇，年产量 420 万吨/年，该项目具有完整的产业链，有很强的市场竞争力。

由于二甲醚低毒性，常温时可在 5 个大气压下液化，具有与液化石油气相似的特性，可以掺烧或者直接替代液化石油气。尽管近两年原油价格波动较大，但总体来看，能源产品价格上行的长期趋势不会改变，未来二甲醚的应用有较大的发展空间。目前，鄂尔多斯煤化工项目仍在推进之中，预计 2012 年可以投产。

3.2 榆林能化项目

项目为公司与延长集团合作建设，其中公司所占权益为 30%，项目最终产品为 60 万吨/年聚乙烯、60 万吨/年聚丙烯，中间产品包括 180 万吨/年甲醇。甲醇生产主要是通过将煤油气结合起来生产（煤制甲醇 56 万吨/年，油田气制甲醇 79 万吨/年，渣油催化裂解干气及氢气制甲醇 45 万吨/年），其优点是可以减少原料投入，能耗。根据公司测算，聚乙烯和聚丙烯单位完全生产成本在 6500-6600 元/吨左右。聚乙烯和聚丙烯是塑料的重要原材料，其价格随原油价格波动，目前聚乙烯价格在 1.1 万元/吨以上。如果原油价格保持在较高水平，该项目盈利前景看好。

第 4 部分 关键假设与盈利预测

关键假设：

1. 公司原煤产量和商品煤销量如预期增长；
2. 基于国内外煤炭需求旺盛以及运输能力的限制，预计 2011 年和 2012 年内销动力煤长协价格保持上涨，自产商品煤销售价格同比分别增长 9% 和 5%。
3. 自产商品煤生产成本保持小幅上升态势，2011 和 2012 年平均增长 4% 左右。
4. 暂不考虑煤炭资源税改革所带来的影响。

图表 13 公司煤炭产销量及价格预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
原煤产量（万吨）	9052	100037	10856	12265	13489	15031
YOY	14.50%	10.90%	8.20%	12.98%	9.16%	12.26%
商品煤销量（万吨）	8516	8870	9725	11743	12805.2	14250
YOY	-0.80%	4.40%	9.60%	20.75%	9.05%	11.28%
自产商品煤销售价格（元/吨）	360	447	416	473	516	542
自产商品煤成本（元/吨）	175.26	220.98	204.17	208.77	217.1	227.9

资料来源：国元证券研究中心

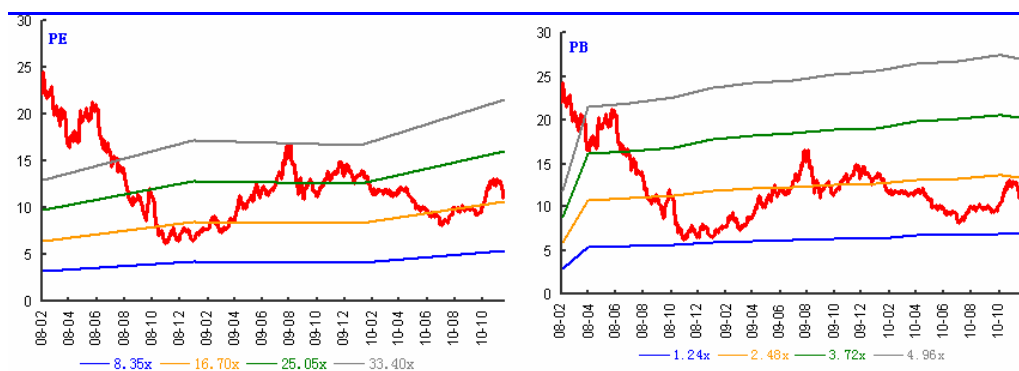
预计 2010-2012 年，公司实现营业收入分别为 709.9 亿元、818.3 亿元和 958 亿元，同比分别增长 32.1%、15.3%和 17.1%；归属于母公司所有者的净利润分别为 87.9 亿元 114.8 亿元和 136.5 亿元，同比分别增长 32.9%、30.5%和 18.9%；对应每股收益分别为 0.66 元、0.87 元和 1.03 元。

第 5 部分 估值与评级

预计 2010-2012 年公司每股收益分别为 0.66、0.87 和 1.03 元，当前股价下，对应的 2011 年和 2012 年动态 PE 分别为 13 倍和 11 倍，处于历史较低水平；公司 2010 年 PB 仅为 2 倍，远低于行业平均水平，估值具有较大的吸引力。

公司未来成长明确，煤炭产销量将稳步增长，2012-2014 年将是公司产量释放的高峰期，未来业绩增长较快。同时，公司还有集团资产注入的预期。基于公司良好的成长性和估值吸引力，我们给予“推荐”评级。在不考虑资产注入的情况下，12 个月目标价为 18 元。

图表 14 公司 PE 和 PB 水平



资料来源：wind 国元证券研究中心

图表 15 公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	50873	61268	66744	83905	营业收入	53730	70987	81826	95821
现金	37286	43216	46522	60293	营业成本	34460	45138	50416	58863
应收账款	3255	5829	6147	7403	营业税金及附加	919	1249	1432	1674
其它应收款	1731	296	1119	1019	营业费用	7396	9228	10474	12457
预付账款	1517	1987	2219	2591	管理费用	2739	3052	3437	3929

存货	4978	6608	7250	8524
其他	2106	3334	3487	4073
非流动资产	58808	60648	62012	61304
长期投资	3506	3427	3313	3384
固定资产	26577	32452	36041	36586
无形资产	17887	17581	17199	16816
其他	10838	7187	5459	4517
资产总计	109681	121916	128756	145208
流动负债	15763	20719	17748	23032
短期借款	387	340	356	350
应付账款	6342	8238	6216	9973
其他	9035	12141	11176	12709
非流动负债	16064	15754	15911	15959
长期借款	11287	11504	11504	11576
其他	4777	4250	4407	4383
负债合计	31827	36473	33659	38991
少数股东权益	9424	10198	11196	12276
股本	13259	13259	13259	13259
资本公积	38000	38000	38000	38000
留存收益	14090	20902	29557	39597
归属母公司股东权				
益	68429	75245	83900	93941
负债和股东权益	109681	121916	128756	145208

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	10574	13025	11218	20885
净利润	7093	9571	12482	14731
折旧摊销	3426	3360	4137	4722
财务费用	-452	46	-27	-171
投资损失	-393	-281	-298	-308
营运资金变动	-102	987	-5408	1864
其它	1003	-659	332	48
投资活动现金流	-4794	-5231	-5105	-3751
资本支出	8931	5209	5611	3944
长期投资	-769	-90	-110	70
其他	3367	-112	396	262
筹资活动现金流	-1038	-1864	-2806	-3363
短期借款	119	-47	16	-5
长期借款	1093	217	0	72
普通股增加	0	-0	0	0
资本公积增加	-32	0	0	0
其他	-2218	-2034	-2822	-3430
现金净增加额	4740	5930	3307	13771

资料来源：国元证券研究中心

财务费用	-452	46	-27	-171
资产减值损失	30	85	0	0
公允价值变动	-5	5	0	0
投资净收益	393	281	298	308
营业利润	9026	12474	16393	19378
营业外收入	230	361	317	332
营业外支出	56	72	67	69
利润总额	9201	12762	16643	19641
所得税	2107	3190	4161	4910
净利润	7093	9571	12482	14731
少数股东损益	471	773	999	1080
归属母公司净利润	6622	8798	11484	13650
EBITDA	11999	15880	20502	23929
EPS（元）	0.50	0.66	0.87	1.03

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	2.8%	32.1%	15.3%	17.1%
营业利润	13.2%	38.2%	31.4%	18.2%
归属于母公司净利				
润	18.1%	32.9%	30.5%	18.9%
获利能力				
毛利率	35.9%	36.4%	38.4%	38.6%
净利率	12.3%	12.4%	14.0%	14.2%
ROE	9.7%	11.7%	13.7%	14.5%
ROIC	16.5%	23.5%	27.3%	33.6%
偿债能力				
资产负债率	29.0%	29.9%	26.1%	26.9%
净负债比率	38.57%	34.08%	36.96%	32.09%
流动比率	3.23	2.96	3.76	3.64
速动比率	2.91	2.64	3.35	3.27
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.61	0.65	0.70
应收账款周转率	13	14	13	13
应付账款周转率	5.55	6.19	6.98	7.27
每股指标（元）				
每股收益	0.50	0.66	0.87	1.03
每股经营现金流	0.80	0.98	0.85	1.58
每股净资产	5.16	5.68	6.33	7.09
估值比率				
P/E	22.98	17.30	13.25	11.15
P/B	2.22	2.02	1.81	1.62
EV/EBITDA	11	8	6	6

第 6 部分 风险因素

6.1 煤炭资源税改革带来的风险。

煤炭资源税由从量征收到从价征收的改革转变的可能性较大，预计收率在 3%-5%。如果资源税改为从价征收，对公司盈利将有不利影响。

6.2 国内煤炭市场波动的风险。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn