

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

精煤提价约 10%，11 年估值仅 14 倍

事件描述

公司今日公告 2011 年拟调整部分产品价格。其中，优质冶炼精煤、稀缺冶炼精煤、瘦精煤和气精煤分别上调 100 元/吨、150 元/吨、120 元/吨和 120 元/吨，平均上调幅度约为 10%。

事件评论

第一，精煤价格如期提升，各煤种平均上涨 10%

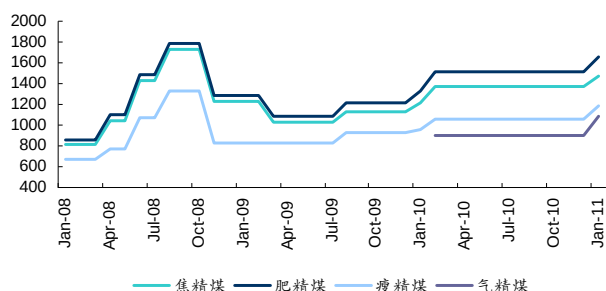
公司拟从 2011 年 1 月 1 日起上调部分产品价格，其中，优质冶炼精煤、稀缺冶炼精煤、瘦精煤和气精煤分别上调 100 元/吨、150 元/吨、120 元/吨和 120 元/吨，调整后价格为 1465 元/吨、1660 元/吨、1180 元/吨和 1020 元/吨，调整幅度分别为 7.3%、9.9%、11.3%和 13.3%。

表 1：本次各精煤煤种上调幅度约 10%

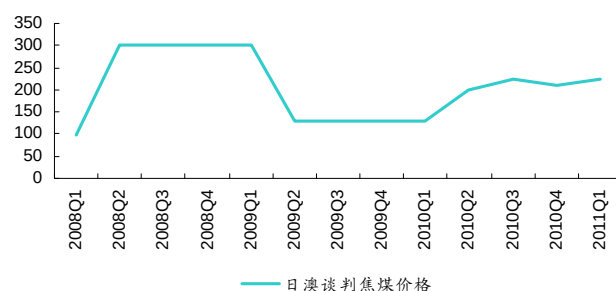
	2008.1	2008.4	2008.6	2008.8	2008.11	2009.3	2009.8	2010.1	2010.2	2011.1	本次幅度
焦精煤	810	1040	1425	1,725	1,225	1025	1125	1,215	1365	1465	7.3%
肥精煤	860	1105	1490	1,790	1,290	1090	1210	1,330	1510	1660	9.9%
瘦精煤	670	770	1070	1,330	830	830	930	960	1060	1180	11.3%
气精煤									900	1080	13.3%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

本次调价验证了我们对 2011 焦煤价格上涨 10% 的判断，上涨主要原因是：（1）2011 年 1 季度国际主焦煤合同价较 4 季度上涨 8% 达到 225 美元，国内价格受此影响上涨预期强烈；（2）国内炼焦煤供给持续偏紧，一方面新增产能较少，另一方面河南、山西等地进行小矿整合正在进行中，两省合计炼焦煤产量占全国约 30%，预计复产时间将在 2012 年之后，影响焦煤供给；（3）近期部分钢厂逐步复产，加上 2011 年钢价具有较强的上涨预期，预计炼焦煤需求将逐渐好转。

图 1: 公司炼焦煤历次提价情况


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2: 日澳谈判焦煤价格近期调整情况


资料来源：长江证券研究部

第二，中性假设下此次提价影响 EPS 约 0.3 元，业绩提升幅度为 25%

2010 年上半年公司焦精煤、肥精煤、气精煤和瘦精煤的销量分别为 101 万吨、203 万吨、28 万吨和 114 万吨。乐观估计 2010 年和 2011 年精煤销量合计为 1060 万吨和 1510 万吨，提价后影响 EPS 约为 0.38 元；保守估计精煤销量分别为 970 万吨和 1220 万吨，提价后的 EPS 影响为 0.31 元，考虑到公司瘦精煤主要从母公司采购，利润增厚幅度不大，因此考虑焦精煤、肥精煤和气精煤的业绩增长，中性假设下 EPS 影响幅度约为 0.3 元，较 10 年增幅约为 25% 左右。

表 2: 乐观假设下此次提价 EPS 提升 0.33 元

	2009	2010E	2011E	提价幅度 (元/吨)	收入增加 (亿元)	利润增加 (亿元)	净利润增加 (亿元)	EPS (元)
焦精煤销量	249	250	250	100	2.50	2.14	1.60	0.05
肥精煤销量	407	420	420	150	6.30	5.38	4.04	0.13
气精煤销量		150	600	120	7.20	6.15	4.62	0.15
瘦精煤销量	210	240	240	120	2.88	2.46	1.85	0.06
合计	866	1060	1510	490	18.88	16.14	12.10	0.38
合计（除瘦精煤）						13.68	10.26	0.33

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3: 悲观假设下此次提价 EPS 提升 0.26 元

	2009	2010E	2011E	提价幅度 (元/吨)	收入增加 (亿元)	利润增加 (亿元)	净利润增加 (亿元)	EPS (元)
焦精煤销量	249	200	200	100	2.00	1.71	1.28	0.04
肥精煤销量	407	400	400	150	6.00	5.13	3.85	0.12
气精煤销量		150	400	120	4.80	4.10	3.08	0.10
瘦精煤销量	210	220	220	120	2.64	2.26	1.69	0.05
合计	866	970	1220	490	15.44	13.20	9.90	0.31
合计（除瘦精煤）						10.94	8.21	0.26

第三，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 1.160 元，1.766 元和 2.143 元，11 年估值 14 倍，维持“推荐”评级

公司近三年业绩增长主要来源于煤价上涨和兴县煤矿逐步达产：（1）2011 年焦煤提价，对公司业绩贡献在 0.3 元左右；（2）兴县煤矿 2010 年-2013 年产量预计分别为 1200 万吨、2000 万吨和 3000 万吨。预计 2010-2012 年 EPS 分别为 1.160 元，1.766 元和 2.143 元，对应的 PE 为 21.68 倍，14.24 倍和 11.73 倍，估值优势明显，维持公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	12337	17575	24150	32640	货币资金	5459	7333	12671	18822
营业成本	7026	9335	12217	17669	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	5311	8240	11933	14971	应收账款	941	1354	1861	2515
% 营业收入	43.1%	46.9%	49.4%	45.9%	存货	324	371	485	704
营业税金及附加	207	295	406	549	预付账款	2379	3164	4134	5992
% 营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	其他流动资产	5	8	11	15
销售费用	454	615	845	1142	流动资产合计	11042	14866	22784	32943
% 营业收入	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1414	2021	2777	3754	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	长期股权投资	1893	1893	1893	1893
财务费用	115	171	95	45	投资性房地产	49	49	49	49
% 营业收入	0.9%	1.0%	0.4%	0.1%	固定资产合计	9987	8596	6964	5157
资产减值损失	6	23	27	34	无形资产	185	176	167	159
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-119	0	0	0	递延所得税资产	106	6	7	9
营业利润	2996	5113	7782	9447	其他非流动资产	9	9	9	9
% 营业收入	24.3%	29.1%	32.2%	28.9%	资产总计	23270	25595	31872	40217
营业外收支	77	0	0	0	短期贷款	1468	0	0	0
利润总额	3073	5113	7782	9447	应付款项	2205	2477	3236	4690
% 营业收入	24.9%	29.1%	32.2%	28.9%	预收账款	995	1406	1932	2611
所得税费用	777	1278	1945	2362	应付职工薪酬	430	542	709	1027
净利润	2296	3835	5836	7085	应交税费	416	630	941	1164
归属于母公司所有者					其他流动负债	253	350	463	660
的净利润	2229.7	3656.1	5564.1	6754.6	流动负债合计	5766	5405	7280	10153
少数股东损益	66	179	272	331	长期借款	3207	3207	3207	3207
EPS（元/股）	0.71	1.16	1.77	2.14	应付债券	0	-600	-1200	-1800
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	1	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	2980	2980	2980	2980
经营活动现金流净额	3055	5237	7510	8435	负债合计	11954	10992	12267	14540
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	10063	13170	17900	23641
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-60	0	0	0	少数股东权益	1254	1433	1705	2036
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	11316	14603	19605	25677
固定资产投资	-3409	-576	-641	-626	负债及股东权益	23270	25595	31872	40217
其他	-1552	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-5021	-576	-641	-626		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	2956	-600	-600	-600	EPS	0.708	1.160	1.766	2.143
股权融资	84	0	0	0	BVPS	4.15	5.43	7.38	9.75
银行贷款增加（减少）	2036	-1468	0	0	PE	35.54	21.68	14.24	11.73
筹资成本	710	-720	-930	-1058	PEG	0.80	0.48	0.32	0.26
其他	-1416	0	0	0	PB	6.06	4.63	3.41	2.58
筹资活动现金流净额	4369	-2787	-1530	-1658	EV/EBITDA	19.16	10.27	6.75	5.18
现金净流量	2403	1874	5338	6151	ROE	22.2%	27.8%	31.1%	28.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。