

[2011.01.19]

煤炭股中的高科技股

——潞安环能调研报告

任宪功

SAC No S1150210070003

联系人

任宪功

010-68784237

renxg@bhzq.com

评级: 买入

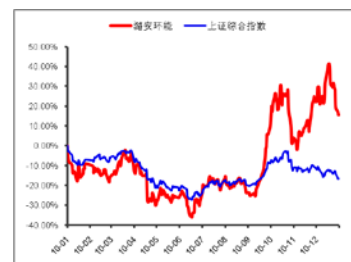
目标价格: ¥ 70.00

当前价格: ¥ 58.69

投资要点:

- 高炉喷吹是现代炼铁高炉冶炼的一项重大技术革命;预计未来高炉喷煤比将不断提高,喷吹煤市场空间广阔;
- 公司所产贫煤、贫瘦煤在①固定碳与发热值、②挥发分与爆炸性、③灰分与灰熔融性、④含硫量、⑤可磨性等方面具有明显的技术经济优势;
- 公司掌握领先的喷吹煤技术,潞安高炉喷吹煤被认定为高新技术产品;除喷吹煤技术外,在其他煤炭技术创新方面同样硕果累累;2010年公司被认定为高新技术企业,预计11年起所得税率将按照15%计征,对于公司业绩的提升具有重要作用,预计增厚11年业绩0.41元/股左右;重视研发投入是公司形成强大研发实力和很强的技术优势的重要原因;
- 公司目前在产煤矿产能合计约为3010万吨/年;技改煤矿产能合计约为450万吨/年,技改煤矿预计投产时间在2012-2013年左右;
- 公司在山西省的资源整合,主要是通过潞宁煤业在忻州宁武地区进行整合、公司在临汾蒲县进行整合,整合后新增产能分别约为780万吨/年和720万吨/年,投产时间大致在2013-2015年左右;
- 根据潞安集团发展规划,预计到“十二五”末,集团煤炭(含上市公司)煤炭产能预计达到1.1亿吨左右,“十二五”期间,集团煤炭资产注入空间巨大;目前集团的郭庄煤矿和司马煤矿(合计产能为480万吨/年)目前注入条件较为成熟,十分值得期待;
- 预计2010、2011年公司每股收益为2.71元/股、3.34元/股左右,对应PE分别为19.3倍、15.7倍,估值不高,综合考虑公司煤种、技术优势,以及强烈的资产注入预期,给予公司“买入”评级。目标价格为70元左右。

最近一年股价走势



相关报告

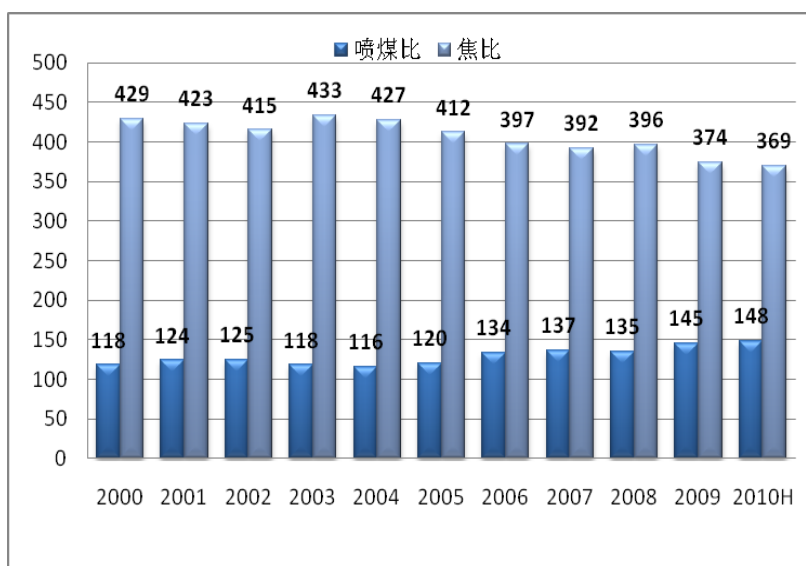
(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	16670	18261	19694	21457	25490
EBITDA(百万元)	4934	4513	5569	5803	6964
净利润	2850	2109	3339	3842	4610
摊薄 EPS(元)	2.48	1.83	2.71	3.34	4.01
PE(X)	21.1	28.5	19.3	15.7	13.1
EV/EBITDA(X)	12.0	13.1	10.7	10.4	8.7
PB(X)	7.22	6.28	6.58	5.26	4.22
ROIC	29.26%	17.18%	27.56%	25.16%	24.16%
总资产周转率	1.22	0.94	0.93	0.95	0.94

1、公司煤种在喷吹煤领域具有独特优势

1.1 喷吹煤行业简要介绍

- **高炉喷吹是现代炼铁高炉冶炼的一项重大技术革命。**高炉喷吹煤粉是从高炉风口向炉内直接喷吹烟煤、无烟煤或者两者混合的煤粉，以替代焦炭起到提供热量和还原剂的作用，从而降低焦比、降低生铁成本，有着显著的经济和环境效益，它是现代炼铁高炉冶炼的一项重大技术革命。高炉喷煤对钢铁企业的竞争力有着重要影响，是钢铁企业生存发展的关键技术之一。
 - **预计未来高炉喷煤比将不断提高，喷吹煤市场空间广阔。**
- 2000 年全国重点钢铁企业平均喷煤比为 118 公斤/吨，焦比为 429 公斤/吨，至 2009 年重点钢铁企业平均高炉喷煤比达到 145 公斤/吨，入炉焦比 374 公斤/吨，高炉喷煤比相比 1999 年提高 31 公斤/吨，全国喷煤总量在 7400 多万吨，创历史最好水平，大大降低了炼铁焦炭的消耗，减少了炼焦过程对环境的污染。2010 年上半年，全国重点钢铁企业平均高炉喷煤比进一步提高至 148 公斤/吨，入炉焦比降至 369 公斤/吨。
- 目前国内外较先进的钢铁喷煤比指标在 240 公斤/吨左右；随着钢铁行业向先进能耗指标的挺进，预计炼铁工序焦比将破三进二、煤比将破二（即重点钢铁企业平均焦比从 300 公斤/吨以上达到 200 多公斤/吨，煤比突破 200 公斤/吨），喷吹煤市场容量将处于逐年扩大的通道。
- 预计未来随着节能减排、淘汰落后产能措施的加强，高品质炼焦煤的进一步紧缺以及技术的不断进步，喷吹煤市场空间将不断扩大

图 1：2000 年以来我国喷煤比及焦比变化情况



资料来源：中国钢铁工业年鉴、中国金属学会、渤海证券研究所

- **贫煤、贫瘦煤作为高炉喷吹用煤具有独特竞争优势。**高炉喷吹用煤的煤源及煤种的对比方面，总体来看，我国高炉喷吹主要用的无烟煤资源有限，价格过高，无烟煤不能满足高炉喷煤技术及现实发展的需要；烟煤与无烟煤相比具有着火温度低、燃烧性好等优点，但是烟煤中**高挥发性的**烟煤爆炸危险性大，安全设施投入大；而烟煤中**挥发性较低的**贫煤、贫瘦煤具有基本无结焦核，挥发分比无烟煤略高，燃烧性和反应性比无烟煤好等特点，因此贫煤、贫瘦煤被越来越多的企业重视开发成为高炉喷吹煤。

关于喷吹煤行业未来发展趋势以及各类煤种的竞争优势，参见我们近期发布的《看好喷吹煤市场前景——喷吹煤行业分析报告》。

1.2 潞安环能所产贫煤、贫瘦煤在喷吹煤领域的主要竞争优势

山西潞安矿区是我国最大的优质贫煤、贫瘦煤生产基地，潞安环能的主要煤矿漳村、王庄、五阳煤矿的贫瘦煤及常村煤矿的贫煤具体指标见表 1。具体分析如下：

①**固定碳与发热值。**煤的固定碳是测定挥发分后残留下来的有机物质的产率，在一定范围内，固定碳越高，发热值越大，对喷煤越有利。因此，一般要求喷吹用煤的固定碳在 70% ~ 87%。研究表明，当固定碳大于 87%时，随着固定碳增加，发热值反而越低。而五阳、漳村、王庄、常村煤的固定碳在 76.82% ~ 79.31%，低位发热量达到 28.23 ~ 29.50MJ/kg，适合高炉喷吹用煤。

②**挥发分与爆炸性。**五阳、漳村、王庄、常村煤样的挥发分在 12.72% ~ 15.01%，爆炸性(返回火焰长度)为 20 ~ 30 mm，属于低挥发分、弱爆炸性烟煤。与无烟煤相比，这些煤种的燃烧性能好、喷吹燃烧率高，有利于提高置换比。在喷吹过程中，可以只在仓式泵、喷吹罐等高压部分采用氮气，控制质量分数为 12%以内的氧浓度。这样可以简化制粉、喷吹工艺，降低设备投资；

③**灰分与灰熔融性。**高炉喷吹要求煤的灰分越低越好，灰分高会导致理论燃烧温度和燃烧效率都将降低，并且对焦炭的置换比降低。一般来讲，灰分增加 1%，焦比增加为喷吹量的 2%。五阳、漳村、王庄、常村煤样的灰分为 9.01% ~ 9.62%，达到 9 级和 10 级冶炼用炼焦精煤的水平，是低灰分的喷吹用煤；

煤中灰分的熔融性对喷吹有重要的影响，灰熔点太低，容易导致风口或喷枪前结渣，而且低灰熔点灰分常常会阻碍氧气进入尚未燃尽的煤粉颗粒内部，传质不畅，导致不完全燃烧。五阳、漳村、王庄、常村煤样的变型温度为 1 200 ~ 1 340℃，软化温度 1 410 ~ 1 450℃，半球温度大于 1 420 ~ 1 450℃，流动温度大于 1

450℃，属于灰熔点较高的灰分，对喷吹是有利的；

表 1：潞安环能四个主要煤矿的煤质特性

分析项目	煤种产地			
	五阳	漳村	常村	王庄
水分 $M_{ad}/\%$	1.42	1.05	0.45	0.43
灰分 $A_d/\%$	9.01	9.62	9.13	9.19
挥发分 $V_{daf}/\%$	14.85	15.01	12.72	14.30
固定碳 $/\%$	77.48	76.82	79.31	77.82
干基全硫质量分数 $/\%$	0.36	0.30	0.29	0.30
$Q_{net,ar}/MJ \cdot kg^{-1}$	29.50	28.23	29.44	29.50
灰熔融性变形温度 $/^{\circ}C$	1 200	1 210	1 340	1 280
灰熔融性软化温度 $/^{\circ}C$	>1 450	>1 450	1 410	1 450
灰熔融性半球温度 $/^{\circ}C$	>1 450	>1 450	1 420	>1 450
灰熔融性流动温度 $/^{\circ}C$	>1 450	>1 450	>1 450	>1 450
哈氏可磨性指数	93	92	86	89
真密度 $/g \cdot cm^{-3}$	1.40	1.44	1.40	1.44
着火点 $/^{\circ}C$	372	367	376	373
<74 μm 粒径百分数 $/\%$	100	100	100	100
平均粒径 $/\mu m$	28.82	27.03	41.86	51.10
比表面积 $/m^2 \cdot cm^{-3}$	2.723	2.878	2.074	1.813
燃烧率 $/\%$	37.20	32.66	35.69	33.41
返回火焰长度 $/mm$	30	30	20	30

资料来源：《煤炭科学技术》、渤海证券研究所

④含硫量。硫在煤中是一种极为有害的物质，因为硫燃烧后生成 SO_2 和 S_2O_3 能危害人体健康和造成大气污染；在加热炉中造成金属的氧化和脱碳，在炼焦过程中硫化物侵蚀炼焦设备；焦炭喷吹煤粉中的硫，会影响生铁和钢的质量(钢铁中含硫质量分数大于 0.07%，就会使之产生热脆性而无法使用)，进入高炉的硫主要来自焦炭和喷吹物。为了脱去钢铁中的硫，就必须在高炉和炼钢炉中多加石灰石，可这又会使成本升高，生产能力降低。所以，必须控制焦炉洗精煤和喷吹煤粉的含硫量。一般要求含硫质量分数小于 1.0%。五阳、漳村、王庄、常村煤矿煤样中全硫的质量分数为 0.29%~0.36%，属于低硫煤种，对高炉冶炼、生铁质量都是有利的；

⑤可磨性。可磨性是喷吹用煤的重要指标之一，表示将煤磨成粉的难易程度，常用哈氏指数(HGI)表示。喷吹用煤的哈氏指数越大越好。如果哈氏指数过小，表明煤的硬度大，会给制粉带来一定的困难，增加动力消耗。同时，煤粉硬度大还会加快喷煤设备(特别是喷枪)的磨损，缩短其使用寿命。常村和王庄煤的哈氏指数为 86 和 89，而漳村、五阳煤高达 92 和 93，都是可磨性很好的煤种。这对于降低制粉电耗、增加磨煤机产量和效率，增加喷煤量都是非常有利的。

通过以上分析，可以看出潞安煤作为喷吹用煤具有明显的技术经济优势。潞安高炉喷吹在鄂钢、首钢、马钢、邢钢、武钢等国内大型钢厂和日本、西班牙等国家使用后，不但提高了效率，降低了生产成本，也提高了钢材的内在质量。

2、强大的研发实力使得公司技术优势明显

公司及集团十分重视科研开发，在煤炭行业内具有明显的技术优势。

- **领先的喷吹煤技术。**公司所在潞安集团在 90 年代煤炭市场非常困难的时候，开始下决心研发高炉喷吹煤技术。1998 年，集团成立了国内第一家由煤炭企业联合科研院校组建的喷吹煤研究机构，经过 5 年的研发，潞安贫煤、贫瘦煤喷吹技术试验成功。贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术开发和应用项目获得国家科技进步二等奖、全煤系统十佳科技成果奖、山西省科技进步一等奖；2004 年“潞安煤用于高炉喷吹技术开发与应用”项目，被中国煤炭工业协会、中国煤炭学会评为科学技术进步特等奖；实现了依靠科技水平的提高让低价煤变成高端产品，**潞安高炉喷吹煤被认定为高新技术产品；**
- **除喷吹煤技术外，在其他煤炭技术创新方面同样硕果累累。**根据公司 09 年报，截至 09 年底，公司 14 项科技成果通过省级鉴定，3 项获得省级科技进步奖，6 项获得中国煤炭工业协会科技进步奖。申请并获得专利授权 17 项，其中发明专利 2 项。“大采高自动化综放工作面综合配套技术”、“隔爆型大功率开关磁阻电动机调速系统”、“掘锚一体自动化快速掘进关键技术”获得中国煤炭工业科技进步一等奖；综采工作面电气列车、胶带机尾自移、立井快速换绳技术、点对点周波制系统等五项技术获国家实用新型专利；
- **被认定为高新技术企业。**公司于 10 年 8 月收到山西省科学技术厅、山西省财政厅、山西省国家税务局、山西省地方税务局四部门联合颁发的《高新技术企业证书》，认定公司为高新技术企业自 2010 年 6 月 21 日起，有效期为三年。这是 2008 年国家出台新的《高新认定管理办法》以来，全国煤炭行业首家，也是唯一一家被认定的高新技术企业。公司被评为高新技术企业，预计公司 2011 年起所得税率将按照 15%计征，对于公司业绩的提升具有重要作用。根据我们模型计算，预计增厚 11 年业绩 0.41 元/股左右；
- **公司研发实力强大。**公司坚持产学研用相结合，相继建成了国家级企业技术中心，成立了山西省首家企业研究院，同时与中科院、清华大学、中国矿大等全国多家科研院所和大专院校建立了长期稳定的合作关系，形成了完整的技术创新体系；
- **重视研发投入是公司形成技术优势的重要原因。**从公司招股说明书中可以看出，2003-2005 年公司研发费用分别为 0.87 亿元、1.87 亿元和 2.18 亿元，

分别占主营收入的 3.27%、4.45%和 3.83%；根据公司近几年年报，2007 年公司研发费用为 1.47 亿元，占营业收入的 1.48%；2008 年公司对技术研发和应用投入 5.17 亿元，占公司营业收入的 3.1%；从公司 09 年报中可以看出，管理费用增加的 2.35 亿元主要为研发费用的增加。

3、主要煤矿及产能

- **在产煤矿：**公司目前在产的煤矿见表 2 所示，其中屯留煤矿目前实际产能在 500-550 万吨/年左右，潞宁煤矿目前实际产能在 210 万吨/年左右。

表 2：公司主要在产煤矿

煤矿	持股比例	核定产能（万吨/年）
五阳	100%	300
漳村	100%	400
王庄	100%	710
常村	100%	700
屯留	100%	600
潞宁	57.81%	300
总计		3010

数据来源：公司公告、渤海证券研究所

- **技改煤矿：**公司目前技改煤矿见表 3 所示。其中，上庄煤矿预计投产时间大概在 12 年后半年~13 年左右；温庄煤矿预计投产时间大概在 12 年前半年，姚家山煤矿预计投产时间大概在 12 年后半年~13 年左右；

表 3：公司主要技改煤矿

煤矿	持股比例	技改后核定产能（万吨/年）
襄垣上庄煤矿	60.00%	90
武乡温庄煤矿	67.50%	120
元丰姚家山煤矿	90.00%	240
合计		450

数据来源：公司公告、渤海证券研究所

- **资产整合获取的煤矿：**公司在山西省的资源整合，主要是通过潞宁煤业在忻州宁武地区进行整合、公司在临汾蒲县进行整合。

- ✧ **忻州宁武地区：**潞宁煤业在宁武地区整合地方煤矿 26 座，整合后规划矿井 8 座，整合产能 780 万吨/年，整合资源储量 10.37 亿吨，煤种主要气肥煤为主。预计未来公司在宁武地区整合的产能会达到 1000 万吨/年以上。宁武

地区整合的煤矿预计投产时间大致在 2013-2015 年左右。

- ✧ **临汾蒲县地区：**公司 09 年在蒲县地区整合了 25 座地方煤矿，整合后规划产能在 720 万吨/年，整合后保有储量合计约为 3.75 亿吨，煤种主要气肥煤、焦煤为主。蒲县地区整合的煤矿预计投产时间也大致在 2013-2015 年左右。

4、集团煤炭资产注入空间巨大

- 公司于 06 年上市时，集团承诺未来五至十年内，根据股份公司的资金实力、市场时机、战略规划和发展需求，集团公司将逐步把全部煤炭资产注入股份公司，使股份公司成为公司下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体；
- 根据潞安集团发展规划，预计到“十二五”末，集团煤炭（含上市公司）煤炭产能预计达到 1.1 亿吨左右；
- 根据以上承诺及集团煤炭产能扩张计划，可以看出在 2015 年之前，集团煤炭资产注入空间巨大；
- 目前集团在产及在建煤矿的产能见表 4。其中，郭庄煤矿和司马煤矿（合计产能为 480 万吨/年）目前注入条件较为成熟，十分值得期待。

表 4：集团在产及在建煤矿的产能

煤矿	持股比例	核定产能（万吨/年）	备注
石圪节煤矿			已破产
慈林山煤矿	93.09%	500	包括石圪节的接续矿井
郭庄煤矿	70.00%	180	
司马煤矿	51.70%	300	
高河能源	55.00%	600	
李村矿井	100.00%	1000	在建
古城矿井	100.00%	500	在建
新疆地区煤矿	100.00%	1000	
合计		4080	

数据来源：公司公告、渤海证券研究所

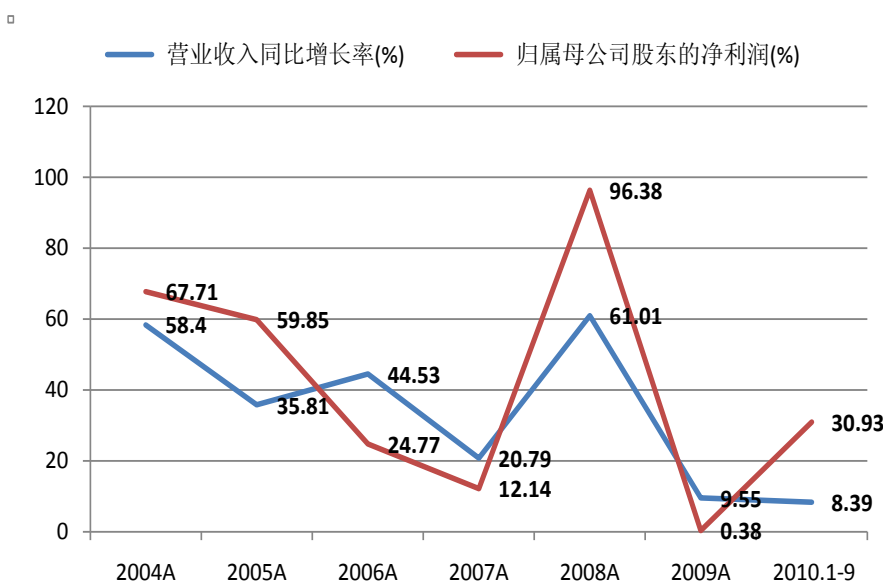
5、盈利预测与评级

5.1 历史业绩回顾

- **成长性：**公司自 04 年以来的营业收入及净利润的同比增长率见图 2，可以看出，公司成长性在 08、09 年波动性较大，2010 年前三季度虽然营业收入同比增幅不大，但是净利润实现了较高增长，主要是因为 09 年及之前集团生产的煤炭由公司购买后销售，公司其他业务收入金额较大，10 年开始改为代

理销售方式。

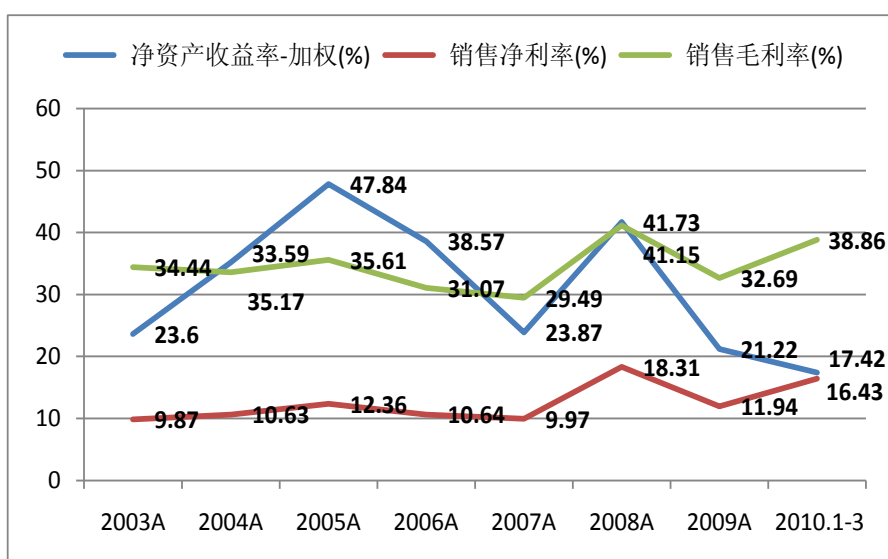
图 2: 公司成长性



数据来源: wind、渤海证券研究所

- **盈利能力:** 公司自 04 年以来的销售毛利率、销售净利率及净资产收益率见图 3, 可以看出, 公司盈利能力也在 08、09 年有较大波动, 2010 年前三季度公司销售毛利率和净利率恢复至较高水平, 净资产收益率较 09 年仍有所下降, 主要是 10 年 3 季度公司净资产较上年同期增长了 27%左右。

图 3: 公司盈利能力



数据来源: wind、渤海证券研究所

5.2 盈利预测基本假设

● 产、销量预测：

- 公司 2007~2009 年原煤产量分别为 2041 万吨、2577 万吨、2997 万吨，我们预计公司 10、11 年产量增幅不大，2010~2012 年原煤产量预计分别约为 3010 万吨、3150 万吨、3500 万吨，其中 2011 年主要考虑屯留煤矿及潞宁煤业的产量增量、2012 年主要考虑三个技改项目的部分投产及整合项目的部分投产；
- 前三季度，混煤、洗精煤、喷吹煤、洗块煤销量分别为 850-860 万吨左右、156 万吨、820-830 万吨左右、60-70 万吨左右，合计约为 1886-1916 万吨左右；通过提高喷吹煤的销售比例来调整销售结构，是业绩实现增长的主要方式；
- 2010~2012 年公司商品煤销量预计见表 5，其中将喷吹煤销售占比每年适当提高。

表 5：公司商品煤销量预计

产品	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
混煤（含混块）（万吨）	982	1337	1442.3	1140.00	1126.05	1099.93
占比	50.28%	57.55%	54.00%	43.82%	41.36%	36.36%
洗精煤（万吨）	181	187	213.7	208.00	217.67	241.86
占比	9.27%	8.05%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
喷吹煤（万吨）	602	689	894.8	1106.67	1225.05	1512.40
占比	30.82%	29.66%	33.50%	42.54%	45.00%	50.00%
洗块煤（万吨）	77	81	90.8	86.67	90.70	100.78
占比	3.94%	3.49%	3.40%	3.33%	3.33%	3.33%
其他洗煤（万吨）（洗混煤）	110	30	29.4	60.00	62.79	69.77
占比	5.63%	1.29%	1.10%	2.31%	2.31%	2.31%
合计	1952	2324	2671	2601	2722	3025

数据来源：公司公告、渤海证券研究所

- 盈利预测时，假设 2010 年混煤、洗精煤、喷吹煤、洗块煤、其他洗煤平均销售价格分别为 450 元/吨、910 元/吨、840 元/吨、840 元/吨、250 元/吨左右；假设 2011 年混煤价格保持不变，2012 年混煤价格上涨约 8%左右；假设洗精煤、喷吹煤、洗块煤、其他洗煤 2011~2012 年每年价格上涨约 5%左右；
- 假设 2011 年年中开始从价计征资源税，税率为 5%；
- 假设公司 2011 年起所得税率为 15%。

5.2 盈利预测与评级

- 预计 2010、2011 年公司每股收益为 2.71 元/股、3.34 元/股左右，对应 PE 分别为 19.3 倍、15.7 倍，估值不高，综合考虑公司煤种、技术优势，以及强烈的资产注入预期，给予公司“买入”评级。
- 目标价格：70 元左右。

表 6: 盈利预测表

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	3017	5283	4923	5364	6372	营业收入	16670	18261	19694	21457	25490
应收票据	2564	4699	3674	4002	4755	营业成本	9811	12291	11905	13080	14937
应收账款	673	560	755	823	978	营业税金及附加	131	180	176	429	1020
预付款项	244	234	294	359	434	销售费用	267	250	367	400	475
其他应收款	745	1649	1325	1444	1715	管理费用	2198	2428	2511	2736	3250
存货	214	218	236	259	296	财务费用	146	113	156	183	248
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	102	62	0	0	0
长期股权投资	433	444	887	1331	1775	投资收益	23	25	25	25	25
固定资产	6005	4588	3816	6000	8208	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	1366	1986	2743	3122	3311	营业利润	4039	2961	4603	4654	5584
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	-10	-27	0	0	0
无形资产	1820	1855	1807	1759	1710	税前利润	4029	2934	4603	4654	5584
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	976	753	1151	698	838
资产总计	17208	21730	20673	24676	29766	净利润	3053	2181	3452	3956	4747
短期借款	350	1190	996	2034	3335	归属于母公司的净利润	2850	2109	3339	3842	4610
应付票据	829	1242	1105	1214	1386	少数股东损益	203	72	113	114	137
应付账款	2353	3556	3012	3309	3779	基本每股收益	2.48	1.83	2.71	3.34	4.01
预收款项	669	1279	1476	1690	1945	稀释每股收益	2.48	1.83	2.71	3.34	4.01
应付职工薪酬	637	795	795	795	795	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
应交税费	875	630	630	630	630	成长性					
其他应付款	756	705	705	705	705	营收增长率	67.6%	9.5%	7.8%	9.0%	18.8%
其他流动负债	0	0	3	6	14	EBIT 增长率	202.3%	-27.0%	52.2%	1.6%	20.7%
长期借款	587	1886	1936	1986	2036	净利润增长率	190.6%	-26.0%	58.3%	15.1%	20.0%
负债合计	8872	12148	11524	13240	15505	盈利性					
股东权益合计	8335	9582	9149	11436	14261	销售毛利率	41.1%	32.7%	39.5%	39.0%	41.4%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	17.1%	11.5%	17.0%	17.9%	18.1%
净利润	3053	2181	3452	3956	4747	ROE	34.2%	22.0%	36.5%	33.6%	32.3%
折旧与摊销	670	1401	835	991	1156	ROIC	29.26%	17.18%	27.56%	25.16%	24.16%
经营活动现金流	3509	4463	5015	5129	5750	估值倍数					
投资活动现金流	-3334	-3285	-3924	-3924	-3924	PE	21.1	28.5	19.3	15.7	13.1
融资活动现金流	-1501	754	-1451	-764	-818	P/S	3.6	3.3	3.1	2.8	2.4
现金净变动	-1325	1932	-360	441	1008	P/B	7.22	6.28	6.58	5.26	4.22
期初现金余额	3766	3017	5283	4923	5364	股息收益率	1.9%	1.9%	1.9%	2.8%	3.2%
期末现金余额	2441	4949	4923	5364	6372	EV/EBITDA	12.0	13.1	10.7	10.4	8.7

资料来源: 渤海证券研究所

分析师覆盖的股票范围**任宪功：煤炭行业分析师**

重点覆盖上市公司：昊华能源、露天煤业、平庄能源、中煤能源、冀中能源、中国神华、开滦股份、大同煤业、西山煤电、国阳新能、潞安环能、恒源煤电

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2：本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
 13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn

谢晓冬 022-28451849
 13820872805
actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津
天津市南开区宾水西道 8 号
邮政编码: 300381
电话: (022) 28451888
传真: (022) 28451615

北京
中国北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层
邮政编码: 100037
电话: (010) 68784253
传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn