

潞安环能（601699）：潞安环能的资产注入分析

买入（上调）

能源/煤炭

当前股价：57.41 元

6 个月目标价：74 元

报告日期：2011 年 2 月 15 日

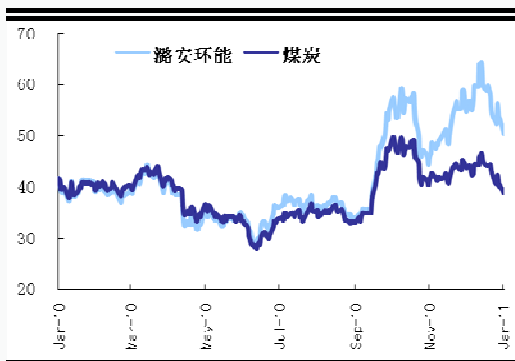
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	18261	20426	23147	25198
(+/-)	9.5%	11.9%	13.3%	8.9%
营业利润	2961	4136	5178	5794
(+/-)	-0.7%	39.7%	25.2%	11.9%
归属于母公司 的净利润	2109	3000	3689	4128
(+/-)	0.4%	42.2%	23.0%	11.9%
每股收益（元）	1.833	2.607	3.207	3.588
市盈率（倍）	31	22	18	16

公司基本情况（2010 年 9 月 30 日止）

总股本/已流通 A 股（万股）	11.51/11.51
流通市值（亿元）	577.46
每股净资产（元）	9.99
资产负债率（%）	53.51

股价表现（最近一年）



证券分析师：车玺
执业证书编号：A0140511010011
【电话】010-66045453
【邮箱】chex@txsec.com
联系人：焦凯
【电话】010-66045641
【邮箱】jiaok@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

1. 集团资产注入预期强烈，预期注入的两矿盈利能力强于公司目前煤炭资产；
2. 预期注入的司马矿和郭庄矿将增厚公司 2011 年 EPS 最高达 0.46 元；
3. 我们给予公司 6 个月目标价：74 元。

投资要点：

- **集团资产注入预期强烈。**集团曾在公司 2006 年上市之初即承诺未来 5-10 年内（2011-2016 年）将煤炭资产全部注入上市公司，使公司为其下属唯一一家煤炭企业；
- **公司未来煤炭产量增长点在于整合的小煤矿。**公司目前有煤炭产能共计 4680 万吨/年，老四矿和屯留矿内生性增长空间不大，未来产量增长点在于潞宁煤矿和整合的小煤矿上，公司负责整合的小煤矿产能共计 1380 万吨/年；
- **预计首先注入的煤炭资产为司马矿和郭庄矿。**预计首先注入上市公司的两个矿为司马煤矿和郭庄煤矿，按照煤炭公司以往的资产注入的先例，干净的资产往往是资产注入的首选，司马矿、郭庄矿目前均已成熟，具备注入条件；
- **预期注入的两矿盈利能力较强。**对比两矿与公司 2009 年、2010 年上半年的数据，2010 年上半年两矿的销售净利率高达 32.25%，高出公司 14.38 个百分点；两矿 2009 年和 2010 年上半年归属母公司净利润分别为公司的 15.67%、25.58%，而两矿的设计产能为公司的 8.18%，考虑到公司其他业务的盈利能力较低，以及公司尚有部分煤矿尚未达产等因素，预期注入的两矿盈利能力也要好于公司目前煤炭资产。
- **预计资产注入将增厚公司 2011 年 EPS 最高达 0.46 元。**我们分别以公司定向增发和发行债券的方式，及其不同的比例做出测算，我们预计两个矿的注入将最高增厚公司 2011 年 EPS 0.46 元，较我们预计公司 2011 年 EPS（在不考虑资产注入情况下）增幅为 14.37%。
- **集团剩余煤炭产能是公司产能的 1.6 倍。**公司目前产能共计 4680 万吨/年，集团除了上市公司煤炭产能之外尚有 7650 万吨/年的产能，是公司煤炭产能的 1.63 倍，按照集团资产注入的承诺来看，公司未来业绩增长值得期待。
- **给予公司 6 个月目标价 74 元。**考虑到公司资产注入预期强烈，以及公司喷吹煤有提价预期，我们给予公司 23 倍的估值，6 个月目标价 74 元，上调公司投资评级为“买入”。



正文目录

1. 公司和集团的介绍	3
1.1 公司基本情况	3
1.2 公司煤炭资产产能达 4680 万吨	3
1.2.1 公司本部内生性增长在于小煤矿的整合	3
1.2.2 公司负责整合小煤矿产能 1380 万吨	5
1.3 集团盈利能力较强 煤炭储量丰富	6
2. 集团尚有大量煤炭资产 资产注入预期强烈	7
2.1 集团注资渐行渐近	7
2.2 预期注入资产盈利能力较强	8
2.3 预计资产注入将增厚公司 2011 年 EPS 最高达 0.46 元	9
2.4 集团尚有整合小煤矿 1710 万吨的产能	9
2.5 集团剩余煤炭产能是公司产能的 1.6 倍	10
3. 盈利预测及估值	11
3.1 盈利预测	11
3.2 六个月内目标价：64 元	13
4. 风险提示	14

表格图表目录

表格 1：公司主要产品及用途	3
表格 2：公司煤炭资产	3
表格 3：公司产品的销售结构及预测（万吨）	4
表格 4：公司主要产品售价及预测（元）	4
表格 5：煤炭资源整合中公司负责整合的小煤矿（万吨/年）	5
表格 6：集团部分煤炭资产（不含上市公司以及整合的小煤矿）	7
表格 7：预期注入煤矿的情况	8
表格 8：不同资产收购方式敏感性测算（元）	9
表格 9：煤炭资源整合中集团负责整合的小煤矿批复（万吨/年）	10
表格 10：盈利预测表（单位：万元）	12
表格 11：部分煤炭上市公司主要估值指标比较（单位：元、倍）	13
图表 1：公司所在地产品价格走势(元/吨)	4
图表 2：2009~2010 年中国煤炭企业营业收入排名	6
图表 3：公司与两矿营业收入比较（亿元）	8
图表 4：公司与两矿归属母公司净利润比较（亿元）	8
图表 5：集团和上市公司煤炭产能比较（万吨/年）	10
图表 6：公司商品煤成本假设	11
图表 7：公司历史 PE（一年滚动）	13

1. 公司和集团的介绍

1.1 公司基本情况

公司所属潞安矿区煤田位于沁水煤田东部边缘中段，为山西省东南部晋、冀、豫3省交界处，地跨长治市管辖的长治市郊区和潞城市、襄垣、屯留等区市县。

公司的主营业务为原煤开采、煤炭洗选、煤焦冶炼、洁净煤技术的开发与利用、煤层气开发。公司销售的主要煤种为混煤（含混块）、洗精煤、喷吹煤、洗块煤。

表格 1：公司主要产品及用途

品种	用途
混煤	动力用煤、发电用煤、陶瓷、水泥等行业用煤
洗精煤	炼焦配煤
喷吹煤	钢厂高炉喷吹、烧结、水泥、陶瓷、玻璃、电石等行业用煤
洗混块	机车用煤、锅炉用煤、气化原料煤

数据来源：公司公告；天相投资顾问有限公司

1.2 公司煤炭资产产能达 4680 万吨

1.2.1 公司本部内生性增长在于小煤矿的整合

公司目前在产矿井为五阳煤矿、漳村煤矿、王庄煤矿、常村煤矿、屯留煤矿（IPO收购）、潞宁煤矿（资产收购），共计产能 2880 万吨/年，公司老四矿和屯留矿的产量增长已无空间，未来内生性的产量增长重点转移到潞宁煤业和整合的小煤矿上。

公司自整合上庄煤矿和温庄煤矿后，于 2009 年山西省煤炭资源整合中又整合了大批小煤矿，公司目前共计整合小煤矿产能约为 1380 万吨/年，加上公司原有矿井产能，公司煤炭资产产能共计达到 4680 万吨。

表格 2：公司煤炭资产

	名称	权益	可采储量（万吨）	煤种	核定产能
老四矿	五阳煤矿	100%	16120	瘦煤、贫瘦煤、贫煤	300.00
	漳村煤矿	100%	6876	瘦煤、贫瘦煤、贫煤	360.00
	王庄煤矿	100%	28898	瘦煤、贫瘦煤、贫煤	710.00
	常村煤矿	100%	48481	瘦煤、贫瘦煤、贫煤	700.00
IPO 收购	屯留煤矿	100%	68400	贫煤、无烟煤	600.00
资产收购	潞宁煤矿	51%	8172	气肥煤	210.00
主力矿井合计					2,880.00
技改及在建	上庄煤矿	60%	2200	焦煤	50.00
	温庄煤矿	90%	1470	焦煤	40.00
	永红煤矿	80%	1500	焦煤、贫瘦煤	30.00
	姚家山煤矿	90%	-	动力煤	300.00



合计							3,300.00
----	--	--	--	--	--	--	----------

数据来源：公司公告；天相投资顾问有限公司

公司目前主力矿井为老四矿、屯留矿和潞宁矿，公司不断的调整销售结构，洗精煤和喷吹煤的销量逐步增加。

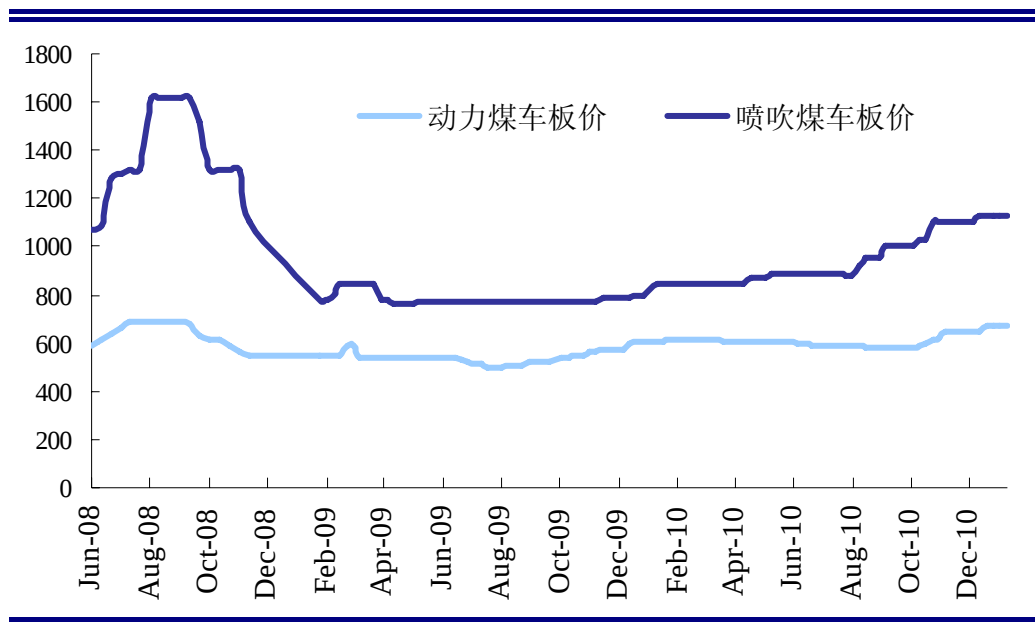
表格 3：公司产品的销售结构及预测（万吨）

销量	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
混煤（含混块）销量	982.00	1,337.00		1,516.50	1,516.50	1,516.50	1,516.50
洗精煤销量	181.00	187.00		425.00	425.00	425.00	425.00
喷吹煤销量	602.00	689.00		711.00	711.00	711.00	711.00
洗块煤销量	77.00	81.00		80.40	80.40	80.40	80.40
其他	110.00	29.00		0.00	220.00	260.00	300.00
商品煤销售量	1,953.00	2,323.00	2,671.00	2,732.90	2,952.90	2,992.90	3,032.90
从集团购煤量	-	-	-	550.00	550.00	550.00	550.00

数据来源：公司公告；天相投资顾问有限公司（注：不考虑集团注资情况）

老四矿和屯留矿的产品主要为喷吹煤和动力煤，公司目前的产品结构中，喷吹煤和动力煤仍是主要利润贡献点，动力煤和喷吹煤的合同煤和市场煤的比例均为 8:2，公司 2010 年动力煤重点合同价为 520 元/吨（含税价，5800 大卡），较 2009 年涨价 40 元/吨；喷吹煤合同价 890 元/吨（含税价），较 2009 年上涨了 70-80 元/吨。

图表 1：公司所在地产品价格走势(元/吨)



数据来源：煤炭资源网；天相投资顾问有限公司

表格 4：公司主要产品售价及预测（元）

价格	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

混煤（混块）	299.27	373.87	440.00	448.80	471.24	494.80	519.54
洗精煤	559.69	947.26	872.00	889.44	978.38	1,076.22	1,183.84
喷吹煤	506.37	836.27	760.00	775.20	852.72	937.99	1,031.79
洗块煤	475.69	719.98	764.00	779.28	818.24	859.16	902.11
其他	72.32	228.02	0.00	0.00	500.00	525.00	551.25
均价	381.38	567.50	541.48	578.54	724.12	778.63	837.71
集团购煤售价	-	-	-	550.00	550.00	550.00	550.00

数据来源：公司公告；天相投资顾问有限公司（注：不考虑集团注资情况）

1.2.2 公司负责整合小煤矿产能 1380 万吨

公司前期整合的煤矿中，上庄煤矿、温庄煤矿，以及后期大规模蒲县地区整合的 12 处小煤矿目前均处于整合技改状态，公司安排的投产进度可能至少要推迟到 2011 年下半年以后，影响公司技改煤矿投产时间的原因包括：

- 公司在煤炭资源整合过程中，一旦获取新的资源就意味着原来报批的煤矿产能需要调整；
- 技改工程大约需要一年半左右；
- 被整合煤矿需要重派驻“六大员”以及一线的骨干工人；

公司在建的姚家山煤矿的投产时间预计将推迟至 2011 年下半年，预计贡献产量 150 万吨，姚家山煤矿商品煤主要为动力用煤，主要地销给当地的小电厂。

上庄矿和温庄矿的资源储量有所增长，公司目前以这两个矿为中心又整合了 2、3 个小煤矿，上述两矿此前报批的产能为 90 万吨/年，资源储量增加后需要等待重新审核批准，预计 2011 年之前无法投产。

公司 2009 年在蒲县地区整合的小煤矿目前均处于技改状态，技改时间大约需要一年半，我们预计该部分煤矿的投产时间将在 2011 年以后。

表格 5：煤炭资源整合中公司负责整合的小煤矿（万吨/年）

主体	整合煤矿	产能	备注
公司整合	宇鑫煤业	90	蒲县
公司整合	元兴煤业	90	蒲县
公司整合	隰东煤业	60	蒲县
公司整合	新良友煤业	60	蒲县
公司整合	开拓煤业	45	蒲县
公司整合	后堡煤业	45	蒲县
公司整合	伊田煤业	120	蒲县
公司整合	黑龙关煤业	90	蒲县
潞宁煤业	大汉沟煤业	90	忻州
潞宁煤业	前文明煤业	90	忻州
潞宁煤业	静安煤业	90	忻州
潞宁煤业	忻岭煤业	60	宁武县

潞宁煤业	忻丰煤业	60	宁武县
潞宁煤业	忻裕煤业	60	宁武县
潞宁煤业	孟家窑煤业	240	宁武县
潞宁煤业	大木厂煤业	90	宁武县
合计		1380	

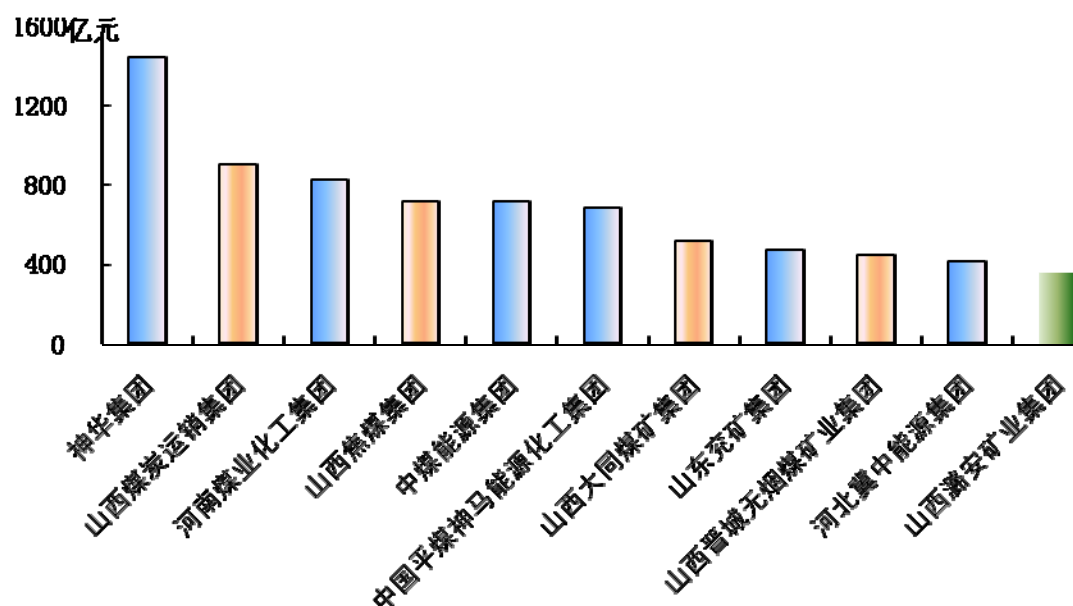
数据来源：山西煤炭信息网；天相投资顾问有限公司

1.3 集团盈利能力较强 煤炭储量丰富

潞安集团是山西五大煤炭企业集团之一，前身是成立于 1959 年 1 月的潞安矿务局。潞安集团 2010 年煤炭产量为 7098 万吨，同比增长 29%，营业收入达到 900 亿元，同比增长 93%，实现利润 42 亿元，同比增长 20%，上述指标分别较集团 2000 年成立时增长 6 倍、62 倍、133 倍。

潞安集团以建设亿吨级煤炭集团为目标，目前已形成潞安本部、武夏、忻州、临汾、晋中、潞安新疆六大矿区，煤炭总储量达到 435.6 亿吨，按照亿吨级生产能力，可稳定生产 200 年以上。

图表 2：2009~2010 年中国煤炭企业营业收入排名



数据来源：天相投资顾问有限公司

2. 集团尚有大量煤炭资产 资产注入预期强烈

2.1 集团注资渐行渐近

集团曾在公司 2006 年上市之时即承诺：“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”。

对于消除与集团同业竞争所采取的解决措施中规定：经双方协商，股份公司可以采取承包、租赁、托管等方式经营集团公司于股份公司构成同业竞争的资产及业务，从而避免或减少双方的同业竞争。从上市公司上市以来代销集团的煤炭产品来看，上市公司和集团为消除同业竞争基本上是采取上述措施。

集团目前拥有的煤炭资产（不含上市公司）为石圪节煤矿、慈林山煤矿、郭庄煤矿、司马煤矿、高河煤矿等，以及在新疆、内蒙等地区的煤矿，除濒临资源枯竭的石圪节煤矿，以及在建煤矿和参股公司之外，集团与公司形成直接同业竞争关系的有司马矿、郭庄矿和慈林山矿（夏店矿为其下属公司），其中慈林山矿为托管煤矿，具备资产注入条件的为司马矿和郭庄矿，按照煤炭公司以往的资产注入的先例，干净的资产往往是资产注入的首选，司马矿、郭庄矿以及郭庄下属配套焦化厂（60*2 万吨）目前均已成熟，具备注入条件。

从集团注资的承诺来看，集团将在 2011 年~2016 年之间将煤炭资产全部注入上市公司，集团注资的脚步渐行渐近。

表格 6：集团部分煤炭资产（不含上市公司以及整合的小煤矿）

煤矿名称	股权比例	地质储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	生产能力 (万吨/年)	煤种	状态
石圪节	100.00%	5,538	3,752	100	瘦煤	濒临枯竭
司马煤矿	51.72%	23,523	11,400	150	贫瘦煤、瘦煤	在产
慈林山煤矿	93.09%	17,180	7,805	70	贫煤、无烟煤	在产
郭庄煤矿	45.00%	8,316	4,233	120	贫煤	在产
高河煤矿	55.00%	58,944	32,742	600	贫煤、瘦煤	在建
李村煤矿	100.00%	21,663	13,400	300	贫煤、无烟煤	在建
古城煤矿	100.00%	133,767	70,228	1,000	贫煤、无烟煤	在建
合计		268,931	143,560	2,371		
新疆矿区	51.00%				不黏煤	部分投产
三道岭一矿				240		
三道岭二矿				460		
三道岭露天矿				300		
沙墩子矿				300		
鄯善沙尔湖一矿				400		
伊犁山鑫矿				300		
沙尔湖露天矿				300		
准东奇台矿				1,000		

合计				3,300		
内蒙矿区	100.00%					在建
赛汗高毕煤矿				300		
总计				5940		

数据来源：天相投资顾问有限公司

2.2 预期注入资产盈利能力较强

司马煤业由山西潞安矿业（集团）有限责任公司、山西信托投资有限责任公司共同出资组建，潞安集团持股比例为 51.72%，司马煤业位于沁水煤田东部边缘，矿井设计年生产能力 150 万吨，煤质为易选的瘦煤、贫瘦煤，2009 年全年实现营业收入 18.93 亿元，净利润 5.24 亿元，2010 年 1-6 月实现营业收入 12.79 亿元，净利润 7.04 亿元。

郭庄煤业原为山西省屯留县郭庄煤矿，2005 年 9 月 13 日潞安集团将郭庄煤矿进行重组改制为国有控股有限责任公司，潞安集团出资比例为 45%，山西常平集团出资比例 25%，职工股比例为 30%，矿井于 1996 年底投入试生产，现生产能力 120 万吨/年。2009 年全年实现营业收入 15.76 亿元，净利润 1.32 亿元，2010 年 1-6 月实现营业收入 10.28 亿元，净利润 4038 万元。

表格 7：预期注入煤矿的情况

煤矿名称	司马煤矿	郭庄煤矿	两矿合计	公司	两矿/公司
2009 年营业收入（亿元）	18.93	15.76	34.69	182.61	19.00%
2009 年净利润（亿元）	5.24	1.32	6.56	21.81	30.08%
2009 年销售净利率	27.68%	8.38%	18.91%	11.94%	
2009 年归属母公司净利润	2.71	0.59	3.30	21.09	15.67%
2010 年 1-6 月营业收入（亿元）	12.79	10.28	23.07	85.89	26.86%
2010 年 1-6 月净利润（亿元）	7.04	0.40	7.44	15.35	48.47%
2010 年 1-6 月销售净利率	55.04%	3.89%	32.25%	17.87%	
2010 年 1-6 月归属于母公司净利润	3.64	0.18	3.82	14.94	25.58%
设计产能（万吨）	150	120	270	3,300	8.18%

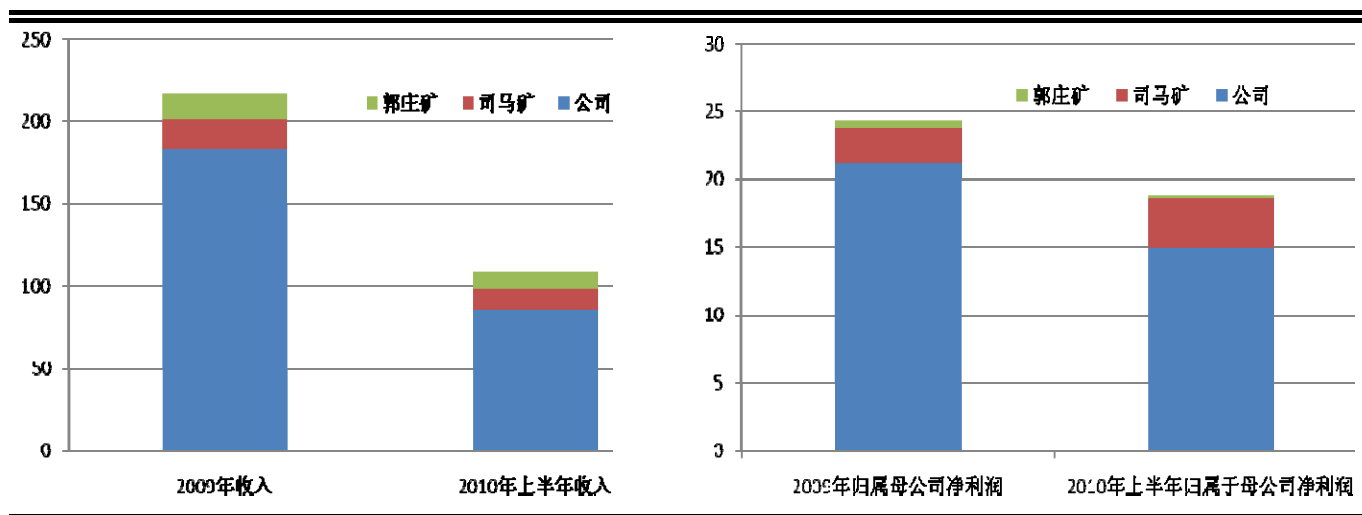
数据来源：潞安集团 2010 年第一期中期票据募集说明书；天相投资顾问有限公司

通过上述数据，我们对预期注入的司马矿、郭庄矿与上市公司的盈利能力。

司马矿和郭庄矿的销售净利率明显高于公司，2010 年上半年两矿的销售净利率高达 32.25%，较公司的 17.87%高出 14.38 个百分点。司马矿和郭庄矿 2009 年全年和 2010 年上半年的营业收入分别为公司的 19%、26.86%，归属于母公司所有者净利润（两矿按其归属集团的股权计算）分别为公司的 15.67%、25.58%，而两矿的设计产能为公司的 8.18%，考虑到公司其他业务的盈利能力较低，以及公司尚有部分煤矿尚未达产等因素，预期注入的两矿盈利能力也要好于公司目前煤炭资产。

图表 3：公司与两矿营业收入比较（亿元）

图表 4：公司与两矿归属母公司净利润比较（亿元）



数据来源: 天相投资顾问有限公司

数据来源: 天相投资顾问有限公司

2.3 预计资产注入将增厚公司 2011 年 EPS 最高达 0.46 元

我们对预期注入的司马矿和郭庄矿对公司业绩的影响进行测算, 首先我们对预期注入的煤矿价值进行粗略的计算, 一般煤矿的价值=产能价值+储量价值, 产能价值我们假设为 500 元/吨, 储量价值一般为可采储量*单位价值 (基本上焦煤为 20 元/吨, 动力煤为 10 元/吨), 考虑到两矿的权益, 我们预计两矿的收购价格约为 22.19 亿元。

资产收购的方式一般以自有资金购买、定向增发股份和发行债券的方式进行, 对公司业绩造成影响的为后两者, 我们对公司收购两矿的收购方式进行敏感性测算。我们假设公司债券发行为 5 年期, 固定利率为 5%, 假设以定向增发股份方式的股价为 55 元, 两矿 2011 年、2012 年归属母公司净利润为 5.5 亿元、7.25 亿元。通过测算, 我们预计两个矿的注入将最高增厚公司 2011 年 EPS 0.46 元, 较我们预测的 2011 年 EPS (在不考虑资产注入的情况下) 增幅为 14.37%。

表格 8: 不同资产收购方式敏感性测算 (元)

发行债务募集比例	0%	20%	40%	60%	80%	100%
定向增发募集比例	100%	80%	60%	40%	20%	0%
增厚 2011 年 EPS	0.462	0.464	0.375	0.386	0.397	0.409
增厚 2012 年 EPS	0.609	0.619	0.522	0.539	0.557	0.575

数据来源: 天相投资顾问有限公司

2.4 集团尚有整合小煤矿 1710 万吨的产能

除了上述集团资产之外, 集团在山西省煤炭资源整合过程中作为整合主体之一, 在长治、临汾、晋中、忻州、吕梁等地区共计整合小煤矿产能 3300 万吨 (山西省政府批复), 除去上市公司整合的小煤矿之外, 集团负责整合的小煤矿产能共计 1710 万吨, 未来随着小煤矿的技改整合完成之后, 从消除同业竞争的角度来讲, 上述资产

也将会进行资产注入，届时上市公司的煤炭产能将会有大幅度的提升。

表格 9：煤炭资源整合中集团负责整合的小煤矿批复（万吨/年）

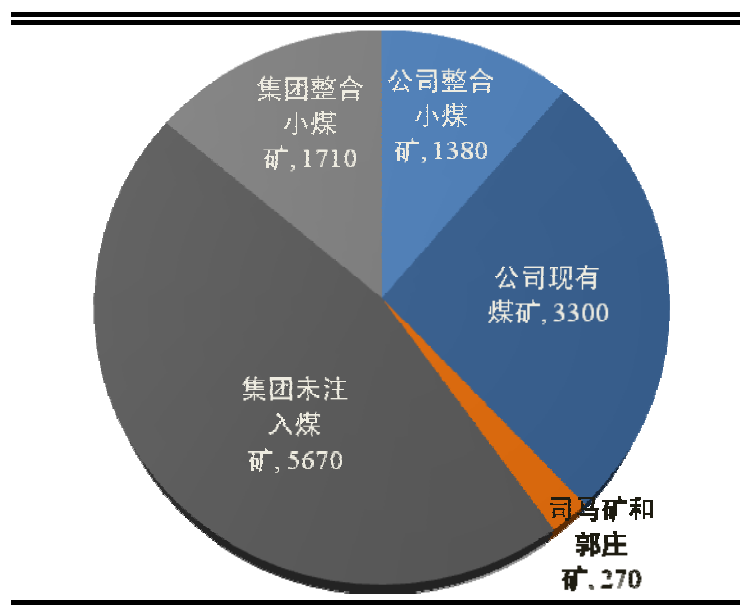
主体	整合煤矿	产能	备注
潞安集团	星光煤业	120	晋中
潞安集团	王家庄煤业	120	吕梁
潞安集团	富家凹煤业	120	蒲县
潞安集团	黑龙煤业	120	蒲县
潞安集团	祥升煤业	90	寿阳县
潞安集团	麦捷煤业	90	寿阳县
潞安集团	昌泰煤业	60	寿阳县
潞安集团	长榆河煤业	90	寿阳县
潞安集团	瑞龙煤业	60	寿阳县
潞安集团	甲义晟煤业	90	长治
潞安集团	东盛煤业	30	长治
潞安集团	华亿五一煤业	30	长治
潞安集团	五里土侯煤化	180	晋中左权
潞安集团	佳瑞煤业	90	晋中左权
潞安集团	阜生煤业	120	晋中左权
潞安集团	凤台一缘煤业	90	晋中和顺
潞安集团	小南村煤业	90	长治屯留
潞安集团	汇宝煤业	120	襄垣
合计		1,710	

数据来源：山西煤炭信息网；天相投资顾问有限公司 注：（不含上市公司）

2.5 集团剩余煤炭产能是公司产能的 1.6 倍

结合上述数据，总的来说，公司现有煤矿产能 3300 万吨/年，公司负责整合的小煤矿产能 1380 万吨/年，公司共计产能 4680 万吨/年，集团未注入上市公司的煤矿产能为 5940 万吨/年，集团负责整合的小煤矿产能 1710 万吨/年，集团尚有煤炭资产产能共计 7650 万吨/年，集团尚有煤炭产能是上市公司煤炭产能的 1.63 倍，按照集团资产注入的承诺来看，公司未来业绩增长值得期待。

图表 5：集团和上市公司煤炭产能比较（万吨/年）



来源：天相投资顾问有限公司

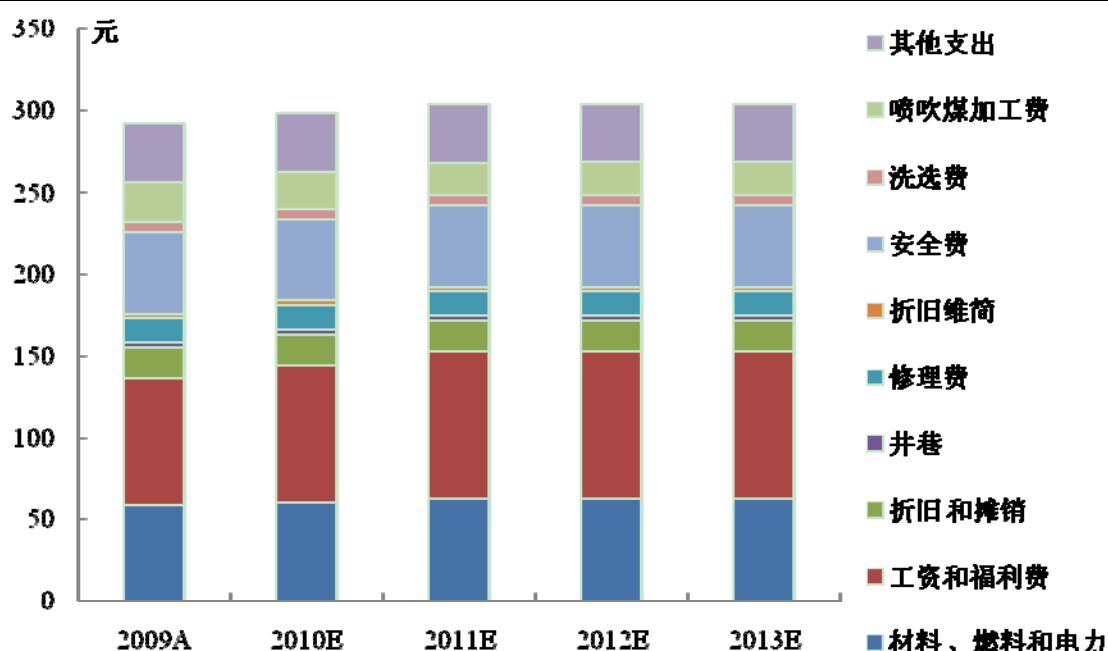
3. 盈利预测及估值

3.1 盈利预测

盈利预测核心前提和假设：

- 公司商品煤产量及销售价格如表格 2、表格 3 所示，我们假设 2011 年在建的姚家山煤矿部分投产，以及整合技改的小煤矿上庄煤矿、温庄煤矿和后期整合的小煤矿部分贡献产量，技改工程产能逐年释放；
- 公司商品煤成本中材料成本增速为 3%、工资福利费成本增速为 8%；
- 公司的所得税率暂按 25% 计算，不考虑减税因素；
- 公司焦化业务基本盈亏平衡；
- 由于资产注入尚无时间表，未将集团资产注入计算在内；

图表 6：公司商品煤成本假设



数据来源：天相投资顾问有限公司

表格 10：盈利预测表（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,826,108.67	2,042,598.51	2,314,706.66	2,519,784.05
同比增长	9.55%	11.86%	13.32%	8.86%
减：营业成本	1,229,141.10	1,251,747.90	1,342,242.41	1,422,757.07
毛利率	32.69%	38.72%	42.01%	43.54%
营业税金及附加	17,976.09	19,758.70	22,057.53	23,740.91
销售费用	25,033.74	30,638.98	37,151.04	42,464.66
管理费用	242,817.85	316,602.77	383,894.10	438,801.49
财务费用(收益以“-”号填列)	11,310.53	10,212.99	11,573.53	12,598.92
期间费用	279,162.12	357,454.74	432,618.67	493,865.07
期间费用率	15.29%	17.50%	18.69%	19.60%
投资净收益(净损失以“-”号填列)	2,461.08	0.00	0.00	0.00
营业利润(亏损以“-”号填列)	296,075.30	413,637.17	517,788.04	579,420.99
同比增加	-0.69%	39.71%	25.18%	11.90%
加：营业外收入	359.85	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	3,021.07	0.00	0.00	0.00
利润总额(亏损总额以“-”号填列)	293,414.08	413,637.17	517,788.04	579,420.99
减：所得税	75,342.08	103,409.29	129,447.01	144,855.25
实际所得税率	25.68%	25.00%	25.00%	25.00%

净利润(净亏损以“-”号填列)	218,072.00	310,227.88	388,341.03	434,565.75
归属于母公司所有者的净利润	210,898.31	299,990.36	368,923.98	412,837.46
同比增长	0.38%	42.24%	22.98%	11.90%
少数股东损益	7,173.69	10,237.52	19,417.05	21,728.29
基本每股收益(元)	1.833	2.607	3.207	3.588

数据来源：公司公告；天相投资顾问有限公司

3.2 六个月内目标价：74 元

公司目前估值为 18 倍左右，略高于行业平均水平，但是考虑到公司所产的喷吹煤对焦炭有替代作用，公司煤价收益于焦煤价格的上涨，以及集团资产注入预期强烈，集团资产的注入将提升增厚公司业绩，我们认为公司应该获得部分溢价，给予公司 23 倍的估值，对应预计的 2011 年每股收益计算，我们给予公司 6 个月目标价：74 元，较当前股价有 28.9% 的上涨空间，我们上调公司的投资评级为“买入”评级。

图表 7：公司历史 PE（一年滚动）



数据来源：天相系统

表格 11：部分煤炭上市公司主要估值指标比较（单位：元、倍）

股票代码	公司简称	股价	每股净资产	EPS				PE			PB
				2009A	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
000933	神火股份	23.88	4.12	0.800	1.587	1.786	2.058	15.05	13.37	11.60	5.80
000937	冀中能源	40.70	9.95	1.520	1.860	1.950	2.230	21.88	20.87	18.25	4.09
000968	煤气化	25.00	5.79	0.739	0.857	1.035	1.563	29.16	24.16	16.00	4.32
002128	露天煤业	23.87	2.52	0.737	1.182	1.608	2.300	20.20	14.85	10.38	9.47
600123	兰花科创	40.32	10.92	2.224	2.602	2.901	3.698	15.50	13.90	10.90	3.69

600157	永泰能源	24.64	2.33	0.080	0.441	1.543	2.574	55.90	15.97	9.57	10.58
600188	兖州煤业	27.65	6.9	0.790	1.380	1.530	1.730	20.04	18.07	15.98	4.01
600348	国阳新能	26.15	3.53	0.772	1.149	1.255	1.973	22.75	20.84	13.25	7.41
600395	盘江股份	32.25	5.49	1.010	1.205	1.585	2.026	26.77	20.34	15.92	5.87
600403	欣网视讯	32.82	2.51	0.170		1.435	1.670		22.87	19.65	13.08
600546	山煤国际	30.94	4.08	1.000	1.370	1.830	2.010	22.58	16.91	15.39	7.58
600971	恒源煤电	44.14	10.33	1.319	2.643	2.721	2.759	16.70	16.22	16.00	4.27
600997	开滦股份	19.45	4.51	0.670	0.780	0.884	1.006	24.94	22.00	19.33	4.31
601001	大同煤业	19.65	5.38	0.891	0.845	0.906	1.028	23.27	21.69	19.11	3.65
601666	平煤股份	20.01	5.5	0.776	1.452	1.889	2.220	13.78	10.59	9.01	3.64
601699	潞安环能	57.41	9.99	1.833	2.607	3.207	3.588	22.02	17.90	16.00	5.75
601918	国投新集	13.39	3.69	0.450	0.703	0.884	1.132	19.05	15.15	11.83	3.63
601101	昊华能源	46.26	11.61	1.370	2.116	2.958	3.879	21.86	15.64	11.93	3.98
均值		30.47	6.06	0.95	1.46	1.77	2.19	23.03	17.85	14.45	5.84

资料来源：天相投资顾问有限公司 注：股价以 2011 年 2 月 14 日收盘价

4. 风险提示

- 近期 CPI 高位运行，发改委管制煤炭价格，公司煤价上涨预期降低；
- 下游行业盈利能力较差，对煤炭的需求减少。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：ZX0157）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041