



## 11 年看产品结构提升，12 年看新矿投产

### 调研目的

进一步了解公司矿场技改，产品结构和业务转型调整进程；就公司日常经营情况与发展方向与公司高管进行交流。

### 调研结论

#### 荡荡岭、冯家坛在产煤矿技改顺利，2011 年预计恢复满产

现有在产煤矿中冯家坛煤矿核定产能 45 万吨，2010 年基本满产，今年将会投入综采设备进行技术改造，但预计不会影响产量；荡荡岭煤矿核定产能 60 万吨，2010 年生产 45 万吨，未达产原因主要是 2010 年在进行综采设备技术改造，今年预计可以达产；两个矿原煤价格为 620-630 元/吨不含税价，两个矿生产成本在 260-270 元/吨，其中安全费约为 15 元/吨，员工工资为 60-70 元/吨。冯家坛煤矿煤质和盈利能力要好于荡荡岭，冯家坛目前在开采 2 号煤层，未来也会配合开采一部分 9 号煤，9 号煤煤质较 2 号煤略差，价格约相差 30-50 元/吨。

#### 5 座技改中煤矿 2012 年年中投产

公司现有冯家坛（100%）、荡荡岭（100%）、金泰源（90%）等 7 座煤矿，其中冯家坛和荡荡岭在产，其余 5 座处于技改期。公司现有产能仅 420 万吨，在未来 2-3 年公司将通过收购兼并达到 1000 万吨规模。公司煤矿所在的灵石地区是低瓦斯矿井，瓦斯含量 0.05%，远远低于 1%临界点，矿井不深，工作面基本上垂直深度不到 200 米。

#### 新收购 2 座洗煤厂推进公司产品结构升级

公司去年由于自身没有洗煤厂，生产煤全部做原煤销售，2010 年 12 月 29 日公司公告收购当地昌隆和晋泰源洗煤厂共 120 万吨/年洗煤能力已经投入使用；目前公司生产的煤炭可以全部入洗，洗出率约为 1.5-1.6 吨原煤出 1 吨精煤，洗煤费用约为 20-30 元/吨，公司精煤售价目前为 1500 元/吨含税，目前灵石地区 2 号肥煤车板含税价为 1520 元/吨（含税）。洗选剩下的是发热量在 4000 大卡左右的煤种，售价约在 200-300 元/吨。

#### 负担较轻有利于公司轻装上阵

公司煤矿负担较轻，人员素质相对较高，每个矿约 400-500 人，没有退休工人负担，公司也从全国主要院校招聘了一些煤矿专业大学生填充到个煤矿中。公司主要客户是当地的焦化厂，主要通过汽运方式。

#### 专注煤炭，非煤业务逐渐转出

公司已经将其他非煤业务逐渐转出上市公司，原鲁润石化资产大部分已卖给中石化，目前只剩下北京润泰创业投资管理，但业务量不大。另一家永泰发电公司，暂时业务也讲维持现状，没有拓展计划。

## 永泰能源 (600157)

### 首次评级

### 买入

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440209080397

联系人：张恒维

zhanghengwei@csc.com.cn

010-85156383

当前股价：25.16 元

目标价格 6 个月：30 元

调研日期：2011 年 2 月 16 日

发布日期：2011 年 2 月 22 日

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月           | 3 个月      | 12 个月       |
|----------------|-----------|-------------|
| 5.01/-0.13     | 8.45/8.06 | 46.79/50.71 |
| 12 月最高/最低价 (元) |           | 30.2/16.92  |
| 总股本 (万股)       |           | 29554.46    |
| 流通 A 股 (万股)    |           | 25566.92    |
| 总市值 (亿元)       |           | 74.36       |
| 流通市值 (亿元)      |           | 64.33       |
| 近 3 月日均成交量 (万) |           | 259.74      |
| 主要股东           |           |             |
| 永泰投资控股有限公司     |           | 41.20%      |

### 股价表现



### 相关研究报告



### 成长空间巨大，看好长期前景

我们认为公司未来两年的业绩增长将沿着产品结构提升——新矿投产——新矿注入的路径，公司业绩增长速度将是惊人的。2011 年公司主要看点在洗煤厂投入使用后带来的精煤量增加，由此增加的利润额，我们按照 62.5% 精煤洗出率测算，公司 2011 年精煤量将达到 66 万吨，加上洗选后的混煤，我们测算产品结构提升后公司吨煤均价将有 2010 年的 620 元/吨提升至 840 元/吨（按精煤均价 1282 元/吨，商品煤率 80% 测算）。因此，今年主要看点在于精煤量的提升；2012 年公司现有 5 个技改矿将在年中陆续投入使用，公司业绩能延续高增长态势，2011-2012 年技改矿投产将是公司业绩的最主要增长点。除此之外，公司还在积极寻找其他的焦煤资源，力争在十二五期间达到 1000 万吨焦煤产能规模，因此公司的业绩成长速度在未来几年是很快的。我们测试，2010-2013 年公司业绩分别为 0.42、0.99、1.88、2.77（未考虑增发摊薄），若考虑增发摊薄，2011-2013 年业绩分别为 0.76、1.43、2.11 元。目前公司股价对应 11-13 年摊薄后 PE 为 32.8、17.3、11.7，虽然公司估值上相对较贵，但公司成长性和未来资产注入预期是很明确的，我们长期看好公司发展，因此给予公司买入评级，我们认为公司估值上应当享受与山煤相当得估值水平，给予公司目标价 30 元。

盈利预测，见下页



表 1：公司盈利预测

|                | 2008A | 2009A | 2010H | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 冯家坛煤矿（100%）    | 4     | 6     |       | 45    | 45    | 45    | 45    |
| 平均价格（元/吨）      | 558   | 694   | 707   | 712   | 840   | 860   | 871   |
| 吨煤成本           | 478   | 431   |       | 270   | 280   | 285   | 290   |
| 吨煤毛利           | 79    | 263   |       | 442   | 560   | 575   | 581   |
| 荡荡岭煤矿（100%）    |       | 12    |       | 45    | 60    | 60    | 60    |
| 平均价格（元/吨）      | 421   | 489   | 555   | 560   | 840   | 860   | 871   |
| 吨煤成本           |       | 292   |       | 260   | 270   | 270   | 275   |
| 毛利率            |       | 198   |       | 300   | 570   | 590   | 596   |
| 灵石华瀛金泰源（90%）   |       |       |       |       |       | 30    | 80    |
| 吨煤价格（元/吨）      |       |       |       |       |       | 650   | 660   |
| 吨煤成本（元/吨）      |       |       |       |       |       | 300   | 280   |
| 灵石昕益孙义煤矿（100%） |       |       |       |       |       | 30    | 50    |
| 吨煤价格（元/吨）      |       |       | 550   |       |       | 650   | 660   |
| 吨煤成本（元/吨）      |       |       |       |       |       | 300   | 280   |
| 灵石昕益致富煤矿（49%）  |       |       |       |       |       | 30    | 40    |
| 吨煤价格（元/吨）      | 415   | 400   | 510   |       |       | 600   | 620   |
| 吨煤成本（元/吨）      |       |       |       |       |       | 300   | 280   |
| 灵石华瀛集广煤矿（51%）  | 5     | 9     | 4     |       |       | 30    | 50    |
| 吨煤价格（元/吨）      | 358   | 366   | 425   |       |       | 550   | 560   |
| 吨煤成本（元/吨）      |       |       |       |       |       | 300   | 280   |
| 灵石华瀛柏沟煤矿（51%）  |       | 2     |       |       |       | 30    | 50    |
| 吨煤价格（元/吨）      |       | 533   |       |       |       | 650   | 660   |
| 吨煤成本（元/吨）      |       |       |       |       |       | 300   | 280   |
| 煤炭业务收入         |       | 19    | 284   | 572   | 882   | 1833  | 2631  |
| 煤炭业务成本         |       | 15    | 136   | 239   | 288   | 740   | 1052  |
| 毛利率            |       | 17.8% | 52.2% | 58.3% | 67.3% | 59.6% | 60.0% |
| 营业收入           | 1885  | 2188  | 1937  | 2735  | 2962  | 3913  | 4711  |
| 营业成本           | 1815  | 2101  | 1749  | 2341  | 2316  | 2766  | 3075  |
| 毛利率            | 3.7%  | 4.0%  | 9.7%  | 14.4% | 21.8% | 29.3% | 34.7% |
| 营业税金及附加        | 4     | 17    | 8     | 18    | 19    | 25    | 31    |
| 销售费用           | 12    | 10    | 11    | 22    | 30    | 39    | 47    |
| 管理费用           | 42    | 37    | 38    | 79    | 92    | 110   | 132   |
| 财务费用           | 6     | 2     | 40    | 96    | 104   | 117   | 141   |
| 投资净收益          | 0     | 11    | 16    | 18    | 10    | 10    | 10    |
| 营业利润           | 11    | 31    | 104   | 199   | 410   | 863   | 1293  |
| 利润总额           | 8     | 31    | 112   | 211   | 420   | 873   | 1303  |
| 所得税费用          | 5     | 9     | 34    | 59    | 126   | 245   | 326   |
| 有效税率           | 58.9% | 28.8% | 29.9% | 28.0% | 30.0% | 28.0% | 25.0% |
| 净利润            | 3     | 22    | 79    | 152   | 294   | 629   | 977   |
| 归属于母公司         | 3     | 22    | 63    | 124   | 293   | 555   | 818   |
| 少数股东损益         | 1     | 1     | 16    | 28    | 1     | 73    | 159   |
| EPS            | 0.01  | 0.07  | 0.21  | 0.42  | 0.99  | 1.88  | 2.77  |
| 股本             | 296   | 296   | 296   | 296   | 296   | 296   | 296   |
| 增发后股本          |       |       |       |       | 387   | 387   | 387   |
| 考虑摊薄后EPS       |       |       |       |       | 0.76  | 1.43  | 2.11  |

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、  $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、  $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、  $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、  $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、  $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、  $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、  $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、  $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、  $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、  $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$   $V_d = \text{债务价值}$
- 11、  $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、  $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



## 分析师介绍

**李俊松：**煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任纺织服装行业研究员。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

## 基金研究服务

**基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理**

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

**北京地区销售经理**

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

**上海地区销售经理**

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

**深圳地区销售经理**

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

## 地址

**北京 中信建投证券研究发展部**

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

**上海 中信建投证券研究发展部**

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。