

## 恒源煤电 (600971. SH)

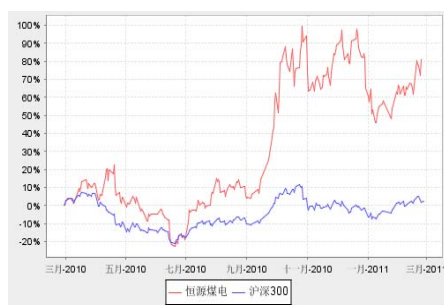
### 期待后续资产注入

评级: 持有 前次: 买入  
 目标价(元): -  
 分析师 分析师  
 刘昭亮 龚云华  
 S0740210080017 S0740210070002  
 021-20315150 021-20315156  
 liuzl@qlzq.com.cn gongyh@qlzq.com.cn  
 2011年3月15日

#### 基本状况

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 438.47   |
| 流通股本(百万股) | 142.77   |
| 市价(元)     | 49.12    |
| 市值(百万元)   | 21537.81 |
| 流通市值(百万元) | 7012.97  |

#### 股价与行业-市场走势对比



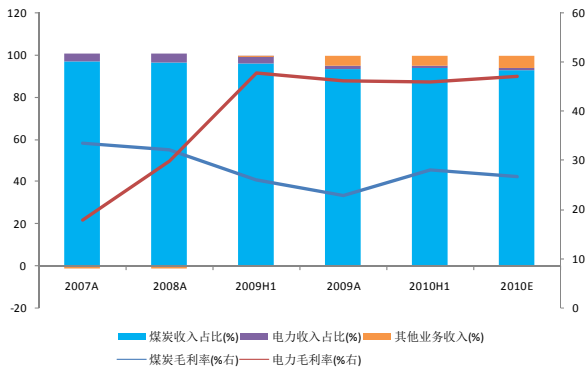
#### 业绩预测

| 指标            | 2008A    | 2009A    | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 3,588.31 | 5,342.18 | 6,990.25 | 7,801.98 | 8,660.83 |
| 营业收入增速        | 181.74%  | 160.70%  | 30.85%   | 11.61%   | 11.01%   |
| 净利润增长率        | 20.40%   | 70.00%   | 83.05%   | 16.00%   | 18.35%   |
| 摊薄每股收益(元)     | 1.62     | 1.32     | 2.17     | 2.52     | 2.98     |
| 前次预测每股收益(元)   |          |          |          |          |          |
| 市场预测每股收益(元)   |          |          |          |          |          |
| 偏差率(本次-市场/市场) |          |          |          |          |          |
| 市盈率(倍)        | 31.43    | 38.70    | 23.52    | 20.28    | 17.13    |
| PEG           | 1.54     | 0.55     | 0.28     | 1.27     | 0.93     |
| 每股净资产(元)      | 8.61     | 7.74     | 9.23     | 11.74    | 14.72    |
| 每股现金流量        | 2.11     | 4.51     | -0.40    | 2.07     | 3.62     |
| 净资产收益率        | 18.86%   | 17.05%   | 23.53%   | 21.44%   | 20.24%   |
| 市净率           | 2.79     | 6.60     | 5.53     | 4.35     | 3.47     |
| 总股本(百万股)      | 188.40   | 394.38   | 438.76   | 438.76   | 438.76   |

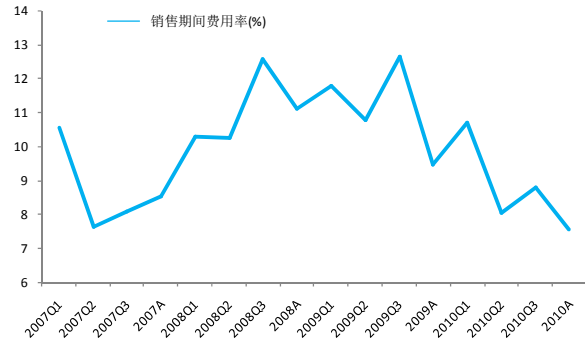
备注: 每股收益采用最新股本计算

#### 投资要点

- 公司于2011年3月15日发布年度业绩: 2010年实现营业收入69.9亿元, 同比增长30.85%; 实现归属于母公司的净利润9.51亿元, 同比增长82.79%; 每股收益2.37元, 同比增长68%; 净资产收益率25.13%, 同比增加8.5个百分点。总体业绩低于我们的预期, 其主要原因是四季度煤炭产量下降以及费用的集中计提导致业绩环比大幅下降(四季度: 收入环比下降24.4%, 净利润环比下降77%)。
- 煤炭产量低于预期, 但煤炭销售价格同比大幅增长, 期间费用率持续下降。2010年原煤产量1226万吨, 同比增长11.45%, 商品煤销量1042万吨, 同比增长7.71%。产量低于预期的主要原因可能是刘桥二矿、五沟矿村镇压煤以及钱营孜矿未按完全生产能力生产。销售价格大幅增长是业绩增长的主要动力, 根据我们的测算, 煤炭销售价格上涨105元至623元/吨, 吨煤生产成本上升57元至456元/吨, 毛利率提升3.8个百分点至26.8%。我们预计2011年的增长点在于: 卧龙湖和五沟矿将进一步释放产能, 钱营孜矿将完全达产180万吨(2012年核定产能有望提升至240万吨), 总体销量增长15%。另外, 公司的市场煤占比70%, 冶金煤占比20%, 入洗率85%, 因此, 销售价格仍有进一步上涨的空间。
- 中长期的看点: 皖北煤电集团逐步淡出煤炭开采, 资产注入可期。内蒙古麻地梁矿(设计产能500万吨, 实际1000万吨建设)和山西240万吨/年的主焦煤将最先注入到上市公司。另外, 集团正在澳大利亚寻找资源, 目前在堪培拉开展煤炭勘探项目, 公司将继续朝着4000万吨的产能目标迈进。
- 在不考虑资产注入的前提下, 我们预测公司2010年~2012年净利润至9.5亿元、11.05亿元、13.08亿元。按最新股本折合每股收益2.17元、2.52元和2.98元, 同比增长83%、16%和18%。目前估值处于行业较高水平, 但考虑到公司的成长潜力, 我们给予2011年20倍、2012年18倍PE, 未来6~12个月合理估值区间为50.36~53.64元, 结合目前价位, 给予“持有”评级。

**图表 1：恒源煤电主要产品收入及毛利率**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 2：公司期间费用率大幅下降**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 3：恒源煤电分业务盈利预测**

|             | 2007A  | 2008A  | 2009H1 | 2009A  | 2010H1 | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>煤炭业务</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 煤炭业务收入(万元)  | 126622 | 198062 | 126242 | 500660 | 343815 | 649102 | 744593 | 830149 |
| 煤炭业务成本(万元)  | 84209  | 134435 | 93291  | 385576 | 247200 | 475147 | 549168 | 592226 |
| 煤炭销量(万吨)    | 316    | 396    | 223    | 967    | 531    | 1042   | 1197   | 1258   |
| 吨煤价格(元/吨)   | 400    | 501    | 566    | 518    | 647    | 623    | 645    | 698    |
| 吨煤成本(元/吨)   | 266    | 340    | 418    | 399    | 465    | 456    | 458    | 490    |
| 毛利率         | 33.50% | 32.12% | 26.10% | 22.99% | 28.10% | 26.80% | 26.25% | 28.66% |
| <b>电力业务</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 电力(万元)      | 5266   | 8814   | 4599   | 8297   | 4273   | 8463   | 8632   | 8805   |
| 电力(万元)      | 4321   | 6176   | 2399   | 4452   | 2309   | 4552   | 4629   | 4722   |
| 毛利率         | 17.95% | 29.93% | 47.84% | 46.34% | 45.96% | 46.21% | 46.37% | 46.37% |

来源：齐鲁证券研究所

**图表 4：财务预测简表**

| 损益表 (人民币百万元)   |        |        |        |        |        |        | 资产负债表 (人民币百万元) |        |         |         |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
|                | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |                | 2007   | 2008    | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 营业总收入          | 1,304  | 2,049  | 5,342  | 6,990  | 7,802  | 8,661  | 货币资金           | 330    | 562     | 899     | 1,428  | 2,033  | 3,013  |
| 增长率            | 8.40%  | 57.1%  | 160.7% | 30.9%  | 11.6%  | 11.0%  | 应收款项           | 326    | 1,148   | 1,204   | 2,165  | 3,046  | 3,358  |
| 营业成本           | -811   | -1,379 | -4,042 | -5,093 | -5,694 | -6,130 | 存货             | 28     | 150     | 181     | 352    | 394    | 374    |
| % 销售收入         | 62.2%  | 67.3%  | 75.7%  | 72.9%  | 73.0%  | 70.8%  | 其他流动资产         | 22     | 107     | 55      | 102    | 285    | 306    |
| 毛利             | 493    | 670    | 1,300  | 1,898  | 2,108  | 2,531  | 流动资产           | 706    | 1,967   | 2,338   | 4,046  | 5,758  | 7,051  |
| % 销售收入         | 37.8%  | 32.7%  | 24.3%  | 27.1%  | 27.0%  | 29.2%  | % 总资产          | 16.8%  | 21.6%   | 21.7%   | 35.4%  | 43.9%  | 48.2%  |
| 营业税金及附加        | -16    | -24    | -75    | -94    | -94    | -104   | 长期投资           | 0      | 0       | 0       | 0      | 0      | 0      |
| % 销售收入         | 1.3%   | 1.1%   | 1.4%   | 1.4%   | 1.2%   | 1.2%   | 固定资产           | 2,873  | 5,014   | 6,074   | 5,107  | 5,163  | 5,476  |
| 营业费用           | -31    | -43    | -70    | -98    | -83    | -95    | % 总资产          | 68.4%  | 55.0%   | 56.3%   | 44.7%  | 39.3%  | 37.4%  |
| % 销售收入         | 2.4%   | 2.1%   | 1.3%   | 1.4%   | 1.1%   | 1.1%   | 无形资产           | 619    | 2,115   | 2,023   | 1,932  | 1,854  | 1,762  |
| 管理费用           | -81    | -165   | -388   | -408   | -406   | -520   | 非流动资产          | 3,493  | 7,151   | 8,445   | 7,387  | 7,365  | 7,585  |
| % 销售收入         | 6.2%   | 8.1%   | 7.3%   | 5.8%   | 5.2%   | 6.0%   | % 总资产          | 83.2%  | 78.4%   | 78.3%   | 64.6%  | 56.1%  | 51.8%  |
| 息税前利润 (EBIT)   | 364    | 439    | 767    | 1,298  | 1,526  | 1,812  | 资产总计           | 4,199  | 9,118   | 10,783  | 11,433 | 13,122 | 14,637 |
| % 销售收入         | 27.9%  | 21.4%  | 14.4%  | 18.6%  | 19.6%  | 20.9%  | 短期借款           | 250    | 186     | 160     | 0      | 0      | 0      |
| 财务费用           | 1      | -20    | -49    | -36    | -43    | -56    | 应付款项           | 895    | 2,751   | 3,351   | 2,718  | 2,820  | 2,474  |
| % 销售收入         | -0.1%  | 1.0%   | 0.9%   | 0.5%   | 0.6%   | 0.6%   | 其他流动负债         | 60     | 282     | 448     | 381    | 348    | 382    |
| 资产减值损失         | -2     | -11    | 8      | 0      | 0      | 0      | 流动负债           | 1,205  | 3,219   | 3,959   | 3,099  | 3,168  | 2,856  |
| 公允价值变动收益       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | % 总资产          | 0      | 811     | 963     | 1,463  | 1,963  | 2,463  |
| 投资收益           | 0      | 0      | 0      | 20     | 5      | 6      | 长期负债           | 1,648  | 1,604   | 2,773   | 2,773  | 2,773  | 2,773  |
| % 税前利润         | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 1.6%   | 0.3%   | 0.4%   | 负债             | 2,853  | 5,634   | 7,695   | 7,335  | 7,904  | 8,092  |
| 营业利润           | 363    | 408    | 725    | 1,282  | 1,488  | 1,762  | 普通股股东权益        | 1,314  | 3,451   | 3,051   | 4,048  | 5,153  | 6,460  |
| 营业利润率          | 27.8%  | 19.9%  | 13.6%  | 18.3%  | 19.1%  | 20.3%  | 少数股东权益         | 31     | 33      | 37      | 51     | 66     | 84     |
| 营业外收支          | -4     | 3      | 6      | 6      | 6      | 6      | 负债股东权益合计       | 4,199  | 9,118   | 10,783  | 11,433 | 13,122 | 14,637 |
| 税前利润           | 359    | 410    | 731    | 1,288  | 1,494  | 1,768  | 比率分析           |        |         |         |        |        |        |
| 利润率            | 27.6%  | 20.0%  | 13.7%  | 18.4%  | 19.1%  | 20.4%  |                | 2007   | 2008    | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 所得税            | -104   | -101   | -205   | -322   | -373   | -442   | 每股指标           |        |         |         |        |        |        |
| 所得税率           | 28.9%  | 24.6%  | 28.1%  | 25.0%  | 25.0%  | 25.0%  | 每股收益 (元)       | 1.349  | 1.625   | 1.319   | 2.171  | 2.518  | 2.980  |
| 净利润            | 256    | 310    | 526    | 966    | 1,120  | 1,326  | 每股净资产 (元)      | 6.976  | 18.318  | 7.736   | 9.225  | 11.743 | 14.723 |
| 少数股东损益         | 1      | 4      | 5      | 13     | 16     | 18     | 每股经营现金净流 (元)   | 1.692  | 5.918   | 4.506   | -0.405 | 2.073  | 3.624  |
| 归属于母公司的净利润     | 254    | 306    | 520    | 952    | 1,105  | 1,308  | 每股股利 (元)       | 0.000  | 0.000   | 0.000   | 0.000  | 0.000  | 0.000  |
| 净利率            | 19.5%  | 14.9%  | 9.7%   | 13.6%  | 14.2%  | 15.1%  | 回报率            |        |         |         |        |        |        |
| 现金流量表 (人民币百万元) |        |        |        |        |        |        | 净资产收益率         | 19.34% | 8.87%   | 17.05%  | 23.53% | 21.44% | 20.24% |
|                | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 总资产收益率         | 6.05%  | 3.36%   | 4.83%   | 8.33%  | 8.42%  | 8.93%  |
| 净利润            | 256    | 607    | 526    | 966    | 1,120  | 1,326  | 投入资本收益率        | 15.48% | 7.73%   | 16.65%  | 23.55% | 22.23% | 22.67% |
| 少数股东损益         | 0      | 0      | 0      | 13     | 16     | 18     | 增长率            |        |         |         |        |        |        |
| 非现金支出          | 96     | 382    | 525    | 690    | 742    | 779    | 营业总收入增长率       | 8.40%  | 57.14%  | 160.70% | 30.85% | 11.61% | 11.01% |
| 非经营收益          | 26     | 76     | 81     | 45     | 84     | 111    | EBIT 增长率       | 24.81% | 20.50%  | 74.82%  | 69.23% | 17.59% | 18.73% |
| 营运资金变动         | -59    | 50     | 646    | -1,879 | -1,037 | -626   | 净利润增长率         | 24.95% | 20.40%  | 70.00%  | 83.05% | 16.00% | 18.35% |
| 经营活动现金净流       | 319    | 1,115  | 1,777  | -164   | 925    | 1,609  | 总资产增长率         | 49.62% | 117.18% | 18.26%  | 6.03%  | 14.77% | 11.54% |
| 资本开支           | 737    | 807    | 1,400  | -374   | 714    | 994    | 资产管理能力         |        |         |         |        |        |        |
| 投资             | -599   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 应收账款周转天数       | 9.7    | 32.8    | 16.7    | 30.0   | 30.0   | 30.0   |
| 其他             | 0      | 0      | 0      | 20     | 5      | 6      | 存货周转天数         | 9.6    | 23.5    | 14.9    | 25.0   | 22.0   | 22.0   |
| 投资活动现金净流       | -1,336 | -807   | -1,400 | 394    | -709   | -988   | 应付账款周转天数       | 54.7   | 111.7   | 62.3    | 50.0   | 50.0   | 50.0   |
| 股权募资           | 270    | 3      | 0      | 44     | 0      | 0      | 固定资产周转天数       | 205.6  | 441.3   | 285.2   | 231.8  | 209.7  | 175.6  |
| 债权募资           | 650    | -73    | 125    | 340    | 500    | 500    | 偿债能力           |        |         |         |        |        |        |
| 其他             | -169   | -272   | -233   | -71    | -95    | -123   | 净负债/股东权益       | 20.00% | 22.91%  | 7.27%   | 0.86%  | -1.34% | -8.40% |
| 筹资活动现金净流       | 751    | -342   | -109   | 313    | 405    | 377    | EBIT 利息保障倍数    | -506.9 | 21.8    | 15.6    | 36.3   | 35.5   | 32.3   |
| 现金净流量          | -266   | -35    | 269    | 543    | 621    | 998    | 资产负债率          | 67.96% | 61.79%  | 71.36%  | 64.16% | 60.23% | 55.29% |

来源：齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话: 021-20315181  
手机: 18616512309  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话: 021-20315112  
手机:18621368050  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

济南  
联系人:韩丽萍  
电话:0531-68889516  
手机:15806668226  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308