

所图甚大

——永泰能源（600157）深度调研报告

要点：

三次增发打造焦煤新军。

- **第三次增发以收购优质煤炭资源。**4月18日，公司拟增发2.31亿股，每股23.41元，共计54亿元收购灵石安苑、新生、寿阳富东三家焦煤矿以及陕西亿华矿业所属靖边县海则滩井田8亿吨优质动力煤探矿权。
- **三次增发民企成功转型焦煤新军。**公司自09年开始通过现金和资本市场募集资金的方式持续收购“三西”地区煤炭资源。在本次增发收成功后，公司所有矿井可达10个，参股2个；煤炭保有储量14.6亿吨，权益储量9.9亿吨；产能1233万吨，权益产能1033万吨；其中焦煤权益产能493万吨、动力煤540万吨，产能达1/4个西山煤电。
- **未来10年煤炭产能达3000万吨。**公司规划未来将以“以山西为中心、以陕蒙为接续、以江苏为依托、以新疆为储备”的煤炭发展战略。**力争未来3~5年内焦煤产能达到1000万吨，未来10年煤炭产能达到3000万吨以上，10年间煤炭产量复合增长35%。**
- **山西、陕西将是公司下一步扩张的重点。**公司正在山西灵石等地洽谈收购煤矿事宜，预计今明两年将会有实质进展；公司将在陕西建立煤电基地，后期将以靖边为中心继续收购煤矿，陕西产能将达1200万吨。

煤电联营是公司未来的发展方向。

- 公司未来将实现以煤电联营为核心的能源主营业务。未来10年间将建成江苏沛县2*120万千瓦超临界燃煤机组、晋陕蒙陕西省靖边县2*100万千瓦超临界煤矿坑口燃煤机组和新疆东部4*150MW热电机组，到2020年末形成7000MW发电能力。

盈利预测与评级。

- **盈利预测假设：**预计荡荡岭、冯家坛矿年内可达满产；孙义、集广、柏沟、金泰源、致富11年产煤30万吨，12年产煤220万吨；安苑、新生、富东13年技改完成；亿华矿业14年可部分投产，15年达产。预计公司11年精煤销量67万吨，洗混煤63万吨，新疆公司销售原煤20万吨；精煤均价1196元/吨。
- 预计公司11年EPS 0.84元，12-13年EPS 1.47、2.27元(以增发后的6亿股股本计算)，PE29、15、10倍。
- 现有项目达产后15年公司EPS 3.66元，给予15倍PE、8%的折现率计算公司合理股价40.35元。
- 考虑到公司未来5年净利复合增长率为75%，其增速远高于行业平均水平，建议公司合理股价区间为40-42元，首次给予“强烈推荐”的评级。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2011年5月10日

分析师

刘斐

☎ 010-88366060-8836

✉ lfei@cgws.com

执业证书编号：S0940510120019

投资评级：强烈推荐（首次）

股本及行情数据

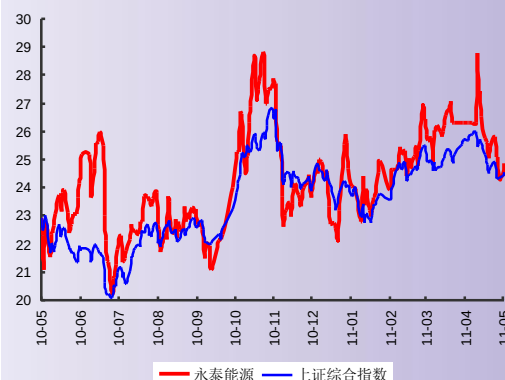
当前价格：24.31元

总市值(百万元)	9129.49
流通市值(百万元)	6215.32
股本(百万股)	375.54
流通股本(百万股)	375.54
12个月最高/最低(元)	30.20/19.58
十大流通股占总股本比	46%
目标价	40-42元

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1365	3003	4286
(+/-%)	-513%	119%	42%
净利润(百万元)	315	893	1377
(+/-%)	99.98%	183%	54%
摊薄EPS(元)	0.84	1.47	2.27
市盈率(倍)	29	15	10

公司股价表现图



相关报告



正文目录

一、	三次增发打造焦煤新军	4
1.	增发 54 亿收购优质煤炭资源	4
2.	三次增发民企成功转型煤炭	4
2.	收购进度令人瞩目	5
3.	未来 10 年产能达 3000 万吨，35%复合增长	6
二、	煤电联营是公司未来发展的方向	7
1.	电力产业：规划建立东部电厂和坑口地电厂	7
2.	煤炭贸易：提前布局市场	8
三、	优质资源构筑公司价值基础	8
1.	焦煤价值体现	8
2.	收购价不贵，获取资源能力令人望其项背	9
四、	盈利预测与估值	9
1.	11 年 PEG 0.35	9
2.	储量市值比较：市值不低于 169 亿	11
3.	合理价值区间：40-42 元	12
五、	风险提示：	13

图表目录

图 1: 09 年油品业务占收入的 91%.....	5
图 2: 11 年以后煤炭业务将占公司全部收入.....	5
图 3: 主焦煤、肥煤仅占焦煤总储量的 36%.....	8
图 4: 主焦煤、肥煤占使用量的 53%.....	8
图 5: 灵石地区焦煤价格走势	10
图 6: 灵石地区动力煤价格保持平稳	10
表 1: 公司收购煤矿列表	5
表 2: 公司煤炭产量预测	6
表 3: 公司电力业务规划表	8
表 4: 受雇焦煤资源价款	9
表 5: 公司细分煤种预测表	10
表 6: 公司业绩预测	11
表 7: 储量市值比较	12



一、 三次增发打造焦煤新军

1. 增发 54 亿收购优质煤炭资源

2011 年 4 月 18 日，永泰能源发布非公开发行股票预案，拟向永泰投资控股有限公司在内的不超过 10 名（含 10 名）的特定投资者非公开发行股票用于收购煤炭资产。

非公开发行 A 股股票的数量不超过 23,100 万股，发行价格不低于 23.41 元/股。永泰能源控股股东永泰投资控股承诺出资不低于 10 亿元人民币参与认购本次非公开发行股票。

本次增发募集不超过 54 亿元资金用于收购四个煤矿项目：

✚ 向控股子公司华瀛山西能源投资有限公司增资 19.70 亿元，用于收购三个焦煤整合矿井，共计权益可采储量 5693 万吨，权益产能 165 万吨。

➤ 山西灵石银源安苑煤业 100%股权，60 万吨产能。

➤ 山西灵石银源新生煤业 100%股权，60 万吨产能。

➤ 山西省寿阳富东煤业 49%股权，45 万吨产能。

✚ 另外 34.30 亿元用于收购陕西亿华矿业开发有限公司 70%股权，亿华矿业下属靖边县海则滩井田 8 亿吨探矿权。

➤ 该矿煤种为优质动力煤，发热量在 7000 大卡左右，权益储量约 8 亿吨，产能 600-800 万吨。

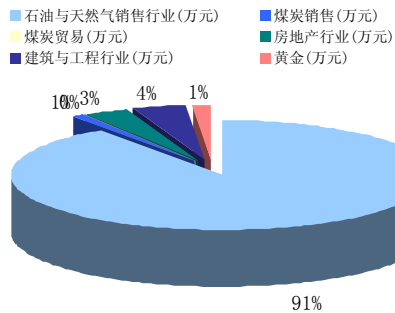
➤ 该矿临近铁路，未来煤矿建成后可直接供应公司规划建设 2*100 万千瓦大型超临界坑口电厂，也可通过铁路直接下水。

✚ 而一周之后，公司出资 1.65 亿元收购新疆双安煤矿。该矿发热量 6500-6700 大卡，储量 0.46 亿吨，当前产能 18 万吨，规划整合完成后产能可达 120 万吨。

2. 三次增发民企成功转型煤炭

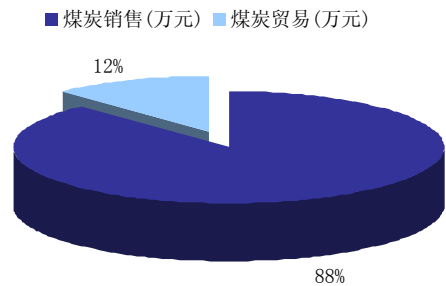
在更名之前，公司主要从事石油与天然气销售业务，盈利能力不高，毛利率在 10% 以下。从 09 年开始，公司将之前的业务全部剥离，单纯从事煤炭生产和煤炭贸易业务。两年的时间，公司成功从油品业务转型以焦煤为核心的公司，盈利能力大幅增加。

图 1: 09 年油品业务占收入的 91%



数据来源: wind, 长城证券研究所

图 2: 11 年以后煤炭业务将占公司全部收入



数据来源: wind, 长城证券研究所

2. 收购进度令人瞩目

从 09 年 10 月公司收购华瀛山西正式转型煤炭以来，短短两年多的时间内，公司持续完成煤矿、洗煤厂收购计划。如果本次增发收购陕西亿华等煤矿成功，公司所有煤矿可达 10 个，参股 2 个；煤炭保有储量 14.6 亿吨，权益储量 9.9 亿吨；产能 1233 万吨，权益产能 1033 万吨，达到中性煤炭生产企业规模。

表 1: 公司收购煤矿列表

时间	出资方式	收购标的	权益	保有储量	产能	价款	吨煤收购价
09 年 10 月	现金	华瀛山西	40%	2,294	105	16,686	18.18
		荡荡岭	100%	1,286	60		
		冯家坛	100%	1,008	45		
09 年 12 月	非公开发行股票。	华瀛山西	30%				
	3987 万股*16.05 元/股	华瀛金泰源	90%	3,620	60	55,000	16.88
10 年 7 月	非公开发行股票。	增资华瀛山西				200,000	
	8000 万股*22.5 元/股	孙义煤业	100%	3,279		32,000	9.76
		华瀛集广	51%	2,991		37,230	24.41
		华瀛柏沟	51%	3,576		39,270	21.53
		致富煤业	49%	2,773		16,954	12.48
		增资华瀛金泰源	90%	3,620		66,600	20.44
10 年 12 月	现金	灵石昌隆洗煤厂	100%		60	1,718	
		灵石晋泰源选煤厂	100%		60	1,038	
11 年 4 月	拟对特定对象非公开发行股票。不超过 23100 万股，不低于 23.41 元	增资华瀛山西				197,000	
		灵石银源安苑	100%	2,566	60	67,200	26.19
		灵石银源新生	100%	1,740	60	70,000	40.23
		寿阳富东煤业	49%	6,186	90	56,000	18.47
		陕西亿华矿业	70%	114,368	600-800	343,000	4.28
11 年 4 月	现金	新疆双安煤矿	100%	4,456	120	16,500	3.70

合计	151,469	819,196	5.41
其中： 焦煤	32,645	459,696	20.86
动力煤	118,824	359,500	4.25

数据来源：公司公告、长城证券研究所

3. 未来 10 年产能达 3000 万吨，35%复合增长

千万吨的产能并不能满足公司扩张的需要。根据公司发展规划，未来将突出以煤电联营为核心的能源主营业务地位，按照"以山西为中心、以陕蒙为接续、以江苏为依托、以新疆为储备"的煤炭发展战略。力争未来 3~5 年内实现公司焦煤采选年产能达到 1,000 万吨规模,未来 10 年内煤炭采选年产能达到 3,000 万吨以上规模的煤炭业务发展目标。其中：

- 山西地域通过收购重组达到 1,000 万吨/年产能
- 陕蒙地域通过收购资源建设新矿达到 1,200 万吨/年产能
- 新疆地域通过收购与新建相结合达到 800 万吨/年产能。

表 2：公司煤炭产量预测

名称	持股	储量	产能	权益产能	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2020E
华瀛山西 98%										
华瀛荡荡岭	100%	1,286	60	60	8	45	60	60	60	60
华瀛冯家坛	100%	1,008	45	45	8	40	45	45	45	45
华瀛孙义	100%	3,279	60	60			10	50	60	60
华瀛集广	51%	2,991	60	31			10	50	60	60
华瀛柏沟	51%	3,576	60	31			10	50	60	60
华瀛金泰源	90%	3,620	90	81			10	70	90	90
灵石银源安苑	100%	2,566	60	60					20	60
灵石银源新生	100%	1,740	60	60					20	60
致富煤业	49%	2,773	45	44					30	90
寿阳富东煤业	49%	6,186	90	22			10	20	45	60
陕西亿华矿业 70%										
靖边县海则滩井田	100%	114,368	600-800	420				-	50	400
新疆 100%										
双安煤矿		4,456	120	120	11	10	20	50	100	123
山西			500						100	500
规 蒙、陕			600							600
划 新疆			800							800
合计		146,004	1,266	1,033	15	95	145	375	565	2,918
增速 (2020 为复合增速)						533%	53%	159%	51%	35%

数据来源：长城证券研究所

- 公司目前山西煤炭产能已达 500 万吨，根据公司发展规划尚有 500 万吨空



间。公司正在山西灵石等地持续收购煤矿，预计待 12 年第三次增发完成后将有陆续的收购活动。

- 公司目前正在陕西靖边县收购 600-800 万吨煤矿探矿权，公司规划将在陕西建立煤电基地，预计后期将以此为中心继续收购煤矿，以达 1200 万吨产能规模。
- 4 月公司现金收购新疆双安煤矿，整合完成后产能可达 120 万吨，据公司规划 800 万吨产能尚有 680 万吨空间，考虑到因运力的原因，新疆煤炭资源开发力度不大，短期继续收购的可能性不大。

二、 煤电联营是公司未来发展的方向

1. 电力产业：规划建立东部电厂和坑口地电厂

公司的定位是“突出以煤电联营为核心的能源主营业务地位”，在发展煤炭业务的同时，公司也积极规划发展东部电厂和坑口电厂。

公司规划 10 年间将建成江苏沛县 2*120 万千瓦（远期规划 4*120 万千瓦）大型超超临界燃煤机组、晋陕蒙陕西省靖边县 2*100 万千瓦（远期规划 4*100 万千瓦）大型超超临界煤矿坑口燃煤机组和新疆东部 4×150MW 热电机组，到 2020 年末形成 7,000MW 发电能力。

✚ 江苏省沛县项目：

- 已委托华东电力设计院完成初步可行性研究报告工作，正式进入项目可行性研究阶段，争取项目可行性研究报告在 2012 年上半年报国家电力规划总院进行审查。
- 电厂地处东部经济核心区，该地电源紧张，项目建成后盈利能力可观。

✚ 陕西省靖边县坑口电厂：

- 大型超超临界煤矿坑口燃煤机组已完成前期项目调研工作。
- 该项目为国家重点规划项目，地处陕西西电东输的节点上，项目建成后未来电力销售无忧。
- 该项目与靖边煤矿配套，可消耗部分煤炭。

✚ 山西，新疆电力项目正在有序开展前期项目调研工作。

表 3：公司电力业务规划表

项目名称	装机容量（万千瓦）	机组类型	目前状态
江苏沛县	2*120	大型超临界机组	初步完成可行性报告
	2*120	远期	
陕西靖边县	2*100	大型超临界坑口	完成前期调研
	2*120	远期	
新疆	4×15	大型超临界坑口	前期调研
山西			前期调研

数据来源：公司公告、长城证券研究所

2. 煤炭贸易：提前布局市场

子公司南京永泰能源从事煤炭贸易，每年贸易量 20 万吨左右，虽然目前贸易量不大，但煤销业务将为公司提前布局客户打下基础，为未来产能扩大后的销路打下基础。

三、优质资源构筑公司价值基础

1. 焦煤价值体现

根据 2005 年国家统计局的数据显示，目前国内全部炼焦煤查明储量 2804 亿吨，其中气煤（包括 1/3 焦）储量为 1282 亿吨，占 45.7%；瘦煤 445 亿吨，占 15.89%。而炼焦的主要煤种肥煤、焦煤储量分别为 359.15 亿吨和 661.95 亿吨，分别占 12.8% 和 23.6%。

冶炼一吨生铁需要消耗 0.37 吨焦炭、0.145 吨喷吹煤；而一吨焦炭需要 1.37 吨洗精煤，其中消耗主焦煤约 0.46 吨、肥精煤约 0.26 吨，分别占到 34%和 19%；其他煤种为 0.65 吨，占 47%。

但主焦煤和肥精煤储量稀少，仅占焦煤储量的 24%和 13%，其他煤种储量占 63%。

图 3：主焦煤、肥煤仅占焦煤总储量的 36%

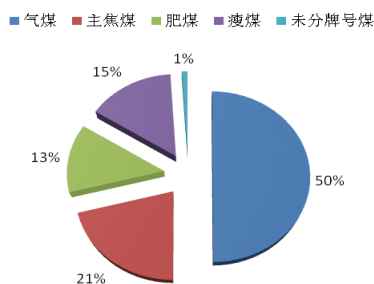
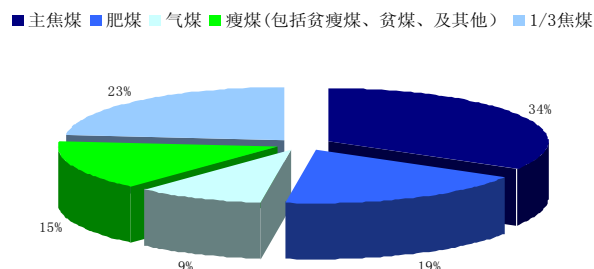


图 4：主焦煤、肥煤占使用量的 53%



数据来源: sxcoal, 长城证券研究所

数据来源: sxcoal, 长城证券研究所

我们计算,全国可用焦精煤储量为 93 亿吨,肥精煤储量为 56 亿吨。以 2010-2020 年年均焦精煤、焦肥煤需求量 1.78 亿吨和 1.02 亿吨计算,焦精煤和焦肥煤的资源枯竭时间为 60 年和 53 年。考虑到埋藏深度、赋存条件、之前过度开采等因素,预计在 50 年内焦精煤和肥精煤将会被耗尽。

而目前山西小煤矿整合完成后的可采年限均在 20 年以下,这也印证了我们的测算。

因此,我们认为优质、稀缺焦煤价格未来将处于长期升值通道,焦煤企业的价值将逐渐得以显现。

2. 收购价不贵,获取资源能力令人望其项背

公司收购整合山西焦煤矿均价在 20.86 元/吨,虽然高于冀中、盘江等公司收购集团煤炭价格,但仍低于目前整合山西焦煤小煤矿市场价。考虑到其他公司在山西小煤矿整合所面临收购难的问题,公司获取焦煤资源的能力令人赞叹。

表 4: 受雇焦煤资源价款

公司	注入资产	收购资源来源	收购价款 (亿元)	储量(万吨)	吨储量收购 价(元/吨)	产能(万吨)
冀中能源	峰峰、邯矿、张矿	集团	45.19	29,206	5.19	1,254
盘江股份	金佳等 5 矿	盘江集团	69.67	117,265	4.19	760
煤气化	蒲县三处煤矿	整合小煤矿	4.74	3,840	12.33	72
	华苑煤业		1.84	1,127	16.10	21
ST 贤成	森林矿业					
西山煤电	古县矿区	整合小煤矿	0.23	3,669	1.24	210
	临汾尧都区	整合小煤矿	5.36	2,321	23.30	75
小计					14.09	
永泰能源					20.86	

数据来源: 长城证券研究所

四、盈利预测与估值

1. 11 年 PEG 0.35

盈利预测假设:

产量: 11 年产煤 150 万吨

- 第一批收购的: 荡荡岭(60 万吨)、冯家坛矿(45 万吨)可达满产。
- 第二批收购的: 孙义(60 万吨)、集广(60 万吨)、柏沟(60 万吨)、金

泰源（90 万吨）、致富（45 万吨，49%）证照已经批复完毕，目前正在技改，预计 12 年中期技改完成达产。预计 11 年产煤 30 万吨，12 年产煤 220 万吨。

- **本次拟收购的：**安苑（60）、新生（60）、富东（90、49%）目前正在技改，预计 13 年技改完成；陕西亿华矿业海则滩井田目前精探工作已基本完成，预计 14 年可部分投产，15 年达产。

精煤洗出率 50%。

从 11 年开始公司山西原煤将全部入洗，预计精煤洗出率为 50%。预计 11 年洗精煤销量 67 万吨，洗混煤 63 万吨，新疆公司销售原煤 20 万吨。

表 5：公司细分煤种预测表

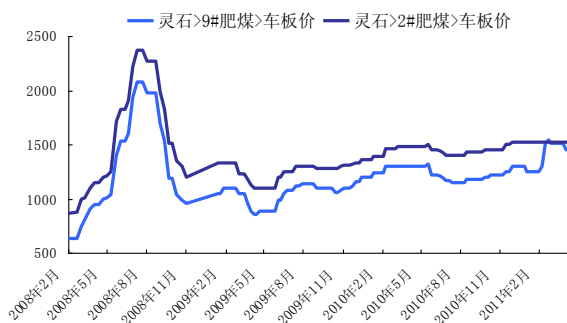
	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
洗精煤	-	67.25	157.25	198.25	230.25	230.25
洗混煤	95.00	63.25	135.25	175.25	215.25	215.25
原煤		20	50	150	320	520
合计	95.00	150.50	342.50	523.50	765.50	965.50

数据来源：长城证券研究所

价格：精煤价格 1196 元/吨，全年保持平稳

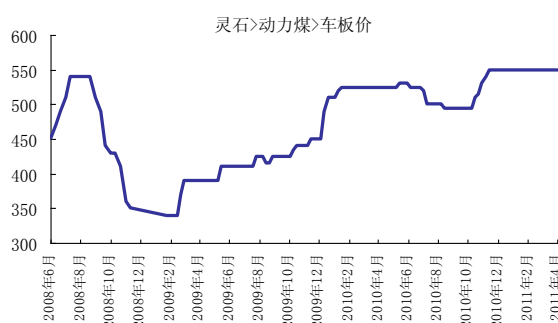
- **洗精煤：**5 月 2 日，山西灵石地区 2#肥煤车板价 1520 元/吨，9#肥煤 1450 元/吨。我们预计公司 11 年洗精煤价格保持平稳，全年均价 1196 元/吨（不含税）。
- **洗混煤：**5 月 2 日，灵石 5000 大卡动力煤车板价 550 元/吨。预计公司 11 年混煤均价 512 元/吨（不含税）。
- **原煤：**5 月 2 日，新疆乌鲁木齐 5000 大卡车板价长焰煤 315 元/吨。新疆公司发热量在 6000 大卡以上，预计 11 年煤炭销售均价 340 元/吨。

图 5：灵石地区焦煤价格走势



数据来源：wind, 长城证券研究所

图 6：灵石地区动力煤价格保持平稳



数据来源：wind, 长城证券研究所

✚ 盈利预测:

预计公司 11 年 EPS 0.84 元 (3.75 亿股本计算)、12 年 EPS 1.47 元 (6 亿股本计算)。11 年预测 PE 为 29 倍。

表 6: 公司业绩预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
商品煤销量	95.00	150.50	342.50	523.50	765.50	965.50
洗精煤	-	67.25	157.25	198.25	230.25	230.25
洗混煤	95.00	63.25	135.25	175.25	215.25	215.25
原煤		20	50	150	320	520
商品煤售价	618.90	794.78	824.96	783.13	754.83	735.79
洗精煤		1,196	1,232	1,269	1,307	1,346
洗混煤		512	527	543	559	576
原煤						
新疆		340	350	361	372	383
陕西		512	527.4	543.2	559.5	576.3
煤炭收入	58,796	119,615	282,549	409,969	577,820	710,407
吨煤成本	211.44	252.16	256.29	262.49	268.47	275.01
人工成本	60.00	60.00	64.20	68.69	73.50	78.65
材料成本	40.00	41.20	42.44	43.71	45.02	46.37
折旧及摊销	29.76	30.65	30.36	30.45	30.42	30.43
维修支出	4.56	4.70	4.65	4.67	4.66	4.66
煤炭可持续发展基金	16.50	17.00	17	17	17	17
矿山环境恢复治理保证金						
金	10.00	10.30	10.20	10.23	10.22	10.23
煤矿转产发展资金	6.09	6.27	6.21	6.23	6.23	6.23
安全费	40.00	41.20	40.80	40.93	40.89	40.90
维简费	8.09	8.33	8.25	8.28	8.27	8.27
其他成本	31.56	32.51	32.19	32.30	32.26	32.27
原煤单位销售成本	247	252	256	262	268	275
煤炭生产成本	20,087	37,950	87,780	137,415	205,512	265,524
毛利率	66%	68%	69%	66%	64%	63%
净利润	13,206	31,581	89,325	137,699	189,516	221,758
EPS	0.352	0.841	1.47	2.27	3.12	3.66
PE	69.13	28.91	15.29	9.89	7.97	6.79
PBG	0.58	0.35	0.19			

数据来源: 长城证券研究所

注: 11 年总股本以 3.75 亿股计算, 12 年以后以 6.065 亿股计算。

2. 储量市值比较: 市值不低于 169 亿

我们比较 A 股主要的四家焦煤公司和四家动力煤公司, 平均储量市值为: 焦煤 18.86 元/吨、动力煤 11.43 元/吨。我们以此为基准, 永泰能源焦煤储量 2.01 亿吨、

动力煤 11.44 亿吨，则公司相对同类公司合理市值应为 169 亿元。

考虑增发 2.31 亿股后总股本为 6.07 亿股，则公司合理股价为 27.79 元。

注：事实上公司的陕西煤田发热量在 7000-8000 大卡，煤质远好于神华、中煤等公司 5000 大卡，但考虑到目前仍是探矿权，待取得采矿权证后，公司价值将能够得到显著提升。

表 7：储量市值比较

		保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	市值(亿 元)	储量市值 (元/吨)	可采储量市值 (元/吨)	总股本 (亿股)	股价
焦煤								
000983	西山煤电	43.64	23.00	759	17.39	33.01	31.51	24.09
000937	冀中能源	14.00	7.66	523	37.33	68.23	11.56	45.19
600395	盘江股份	57.71	28.82	347	6.01	12.04	11.03	31.46
601666	平煤股份	23.3	12.8	343	14.70	26.76	18.16	18.86
平均					18.86	35.01		
动力煤								
601088	中国神华	177.65	113.06	5,593	31.48	49.47	198.90	28.12
601898	中煤能源	185.00	158.00	1,371	7.41	8.68	132.59	10.34
601001	大同煤业	58.70	38.40	308	5.24	8.02	16.74	18.39
601918	国投新集	159.15	66.61	252	1.58	3.78	18.50	13.62
平均					11.43	17.49		
600157	永泰能源	13.44	1.62	169			6.07	27.79
其中：	焦煤	2.01		37.84	18.86	35.01		
	动力煤	11.44		130.72	11.43	17.49		

数据来源：长城证券研究所

3. 合理价值区间：40-42 元

- 根据公司产品规划，未来煤炭产量将由目前的 150 万吨增加到 3000 万吨，焦煤产量将由 70 万吨增加到 1000 万吨，10 年间复合增长率 35%。
- 在不考虑继续收购的情况下，预计公司 11 年净利可达 3.16 亿元、12 年 8.93 亿元、15 年 22.17 亿元，5 年复合增长 75%。
- 以当前 3.75 亿总股本计算，11 年 EPS 为 0.84 元。考虑到公司良好的成长性给予 11 年 50 倍 PE，合理股价为 42 元。
- 以 15 年 EPS3.66 元、PE15 倍、8%的折现率计算，合理股价为 40.35 元。
- 5 月 10 日公司收盘价为 24.87 元，远低于我们测算的 40-42 元合理估值区间，首次给予“强烈推荐”的评级。



五、 风险提示:

- ✚ 收购煤矿处于技改期，其盈利能力有可能因为煤层的变动而出现异常。
- ✚ 陕西靖边井田仅有探矿权，获得采矿权的时间存在一定的不确定性。
- ✚ 煤价的波动将对公司盈利能力构成较大的影响。



附表 1: 公司盈利预测表

利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2794.79	1365.76	3003.58	4286.69	成长性				
营业总成本	2351.83	543.20	1049.69	1554.63	营业收入增长	27.75%	-51.13%	119.92%	42.72%
营业成本					营业成本增长				
财务费用	102.78	176.76	201.37	131.46	营业利润增长				
销售费用	21.03	10.28	23.73	34.20	利润总额增长				
管理费用	87.61	121.96	270.90	378.90	净利润增长	630.22%	139.13%	182.84%	54.16%
投资净收益	4.93	0.00	0.00	0.00	盈利能力				
营业利润	238.54	514.59	1458.18	2233.44	毛利率	15.85%	60.23%	65.05%	63.73%
营业外收支	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	5.81%	28.44%	36.57%	39.50%
利润总额	243.83	514.59	1458.18	2233.44	ROE	18.13%	31.36%	12.41%	16.37%
所得税	81.41	126.20	359.65	539.98	ROIC	28.27%	28.49%	20.60%	21.52%
少数股东损益	30.35	72.58	205.28	316.46	营运效率				
净利润	132.06	315.81	893.25	1377.00	销售费用/营业收入				
资产负债表 (万元)					管理费用/营业收入				
货币资金	737.01	13.66	2407.96	4851.00	投资收益/营业利润				
应收帐款	1240.97	-820.84	1665.41	-429.09	所得税/利润总额				
应收票据					应收帐款周转率				
存货	16.26	40.18	68.89	92.65	存货周转率				
流动资产合计					流动资产周转率				
固定资产	244.32	1256.81	1968.14	2854.47	总资产周转率	0.72	0.21	0.24	0.31
资产总计	3876.10	6422.18	12347.42	13879.54	偿债能力				
短期借款	1077.00	2752.96	2752.96	2752.96	资产负债率	51.8%	23.0%	24.6%	25.1%
应付款项	875.73	-105.31	1179.65	180.64	流动比率	1.65	4.06	3.68	3.71
流动负债合计	3876.10	6422.18	12347.42	13879.54	速动比率	0.99	3.55	3.17	3.19
长期借款	700.00	2200.00	3200.00	4200.00	每股指标 (元)				
负债合计	3087.79	5282.71	4814.71	4815.70	摊薄 EPS	0.352	0.841	1.47	2.21
股本	295.54	295.54	5695.54	5695.54	每股净资产				
留存收益	230.20	508.78	1296.74	2511.41	每股经营现金流				
少数股东权益	59.87	132.45	337.74	654.19	每股经营现金/EPS				
权益合计	788.31	1139.47	7532.71	9063.84	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和股东权益总计	3876.10	6422.18	12347.42	13879.54	PE	69.13	28.91	15	10
现金流量表 (万元)					PEG	0.58	0.35	0.29	N/A
经营活动现金流	393.82	2864.67	2003.93	4986.82	PB	12.53	9.07	1.27	1.09
其中营运资本减少					EV/EBITDA	18.43	6.30	38.63	30.58
投资活动现金流	-2227.01	-6550.00	-2950.00	-3250.00	EV/SALES				
其中资本支出					EV/IC	4.53	2.02	16.76	16.43
融资活动现金流	2490.28	2961.98	3340.37	706.22	ROIC/WACC	28.27%	25.62%	17.20%	17.33%
净现金总变化	657.09	-723.35	2394.30	2443.04	REP				

数据来源: wind、长城证券研究所

备注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

刘斐: 经济学硕士, 3年证券从业经历, 2011年加入长城证券, 任煤炭行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 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接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>