

十二五煤炭翻两番，甲醇迎来业绩拐点

民生精品---深度研究报告/煤炭行业

2011年05月31日

报告摘要:

● 煤炭业绩高增长，十二五权益产能增长300%

公司在产湾图沟矿 2010 年产量 240 万吨，我们业绩今年将达到 350 万吨，明年有望达到 450 万吨左右，未来随着第二个工作面的建成将最终达到 600 万吨的产能。该矿产能大幅增长的同时，吨煤净利也增长迅速。2009、2010 年吨煤净利分别为 83、92 元，今年随着西北动力煤价格的大幅上涨以及配套选煤厂投运后煤炭的全部入洗，吨煤净利将同比大幅增长 50% 至 140 元左右，未来随着该矿平硐的建成，生产成本有望进一步降低，盈利进一步提升。公司参股的纳林河二号矿建设顺利，计划于 2013 年投产，该矿实际产能 1000 万吨左右，当年有望贡献 450 万吨的产量。

我们预计 2011—2014 年公司权益产量年均复合增长率 36%，高于所有煤炭上市公司。

● 公司资源优明显

公司吨煤市值为 5 元，仅次于国投新集。考虑到公司 140 元左右的吨煤净利、而国投新集吨煤净利不足 90 元、露天煤业更不足 40 元，远兴能源资源优势更加突出。

● 资源整合、集团注入值得期待

3 月份《内蒙古自治区煤炭企业兼并重组工作方案》的 32 号文件下发，煤炭资源整合驶入快车道。计划到 2013 年全区地方煤炭企业将由现有的 353 户减少到 80-100 户之间，在规模上，地方企业中将形成 1-2 户亿吨级、5-6 户五千万吨级、15-16 户千万吨级的大型煤炭企业，其中 20 户营业收入要超百亿元。公司有望借整合东风实现资源扩张。此外，远兴能源母公司博源集团与中煤能源共同投资的母杜柴登煤矿有设计产能 800 万吨，预计实际产能在 1000 万吨以上，煤种为优质动力煤，望在 2013 年投产，届时有望注入上市公司。

● 甲醇业务盈利大幅改善，为业绩提供高弹性

天然气占公司甲醇成本 85% 左右，年内公司气价上调可能性不大，甲醇成本基本稳定。当前价格 2500 元/吨，较 1、2 月份上涨 20%，盈利大幅改善。甲醇与油价高度相关，在高油价背景下，甲醇价格仍将维持高位。目前发展石油替代产品如火如荼，山西、浙江、河南、贵州、陕西等省份纷纷开展甲醇汽油试点，M15 甲醇汽油国标也有望近期出台，甲醇作为汽油替代燃料需求将进一步放大。公司甲醇权益产能近 70 万吨，经我们测算，若甲醇价格每上涨 100 元，公司业绩增厚 0.06 元左右。

● 盈利预测及投资建议

预计公司 2011—2013 年 EPS 分别为 0.41 元、0.64 元和 0.94 元，未来三年业绩年均复合增长率在 80% 以上，对应 2011—2012 年 PE 分别为 21 倍、13 倍。鉴于公司未来煤炭业绩的稳定高增长以及甲醇盈利大幅改善带来的业绩弹性我们给予公司“强烈推荐”的投资评级，给予 12 元的目标价，对应 2012 年 20 倍的 PE。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,333	2,891	4,101	4,451
增长率(%)	34.12%	23.89%	41.86%	8.53%
归属母公司股东净利润(百万元)	111	317	458	723
增长率(%)	-87.79%	185.29%	44.47%	57.86%
每股收益(元)	0.14	0.41	0.64	0.95
PE	66.84	23.43	16.22	10.27
PB	3.36	2.94	2.49	2.00

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

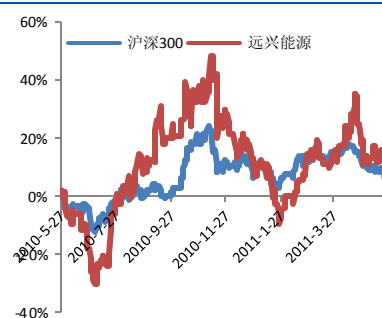
维持评级

合理估值：12 元

交易数据 (2011-05-27)

收盘价(元)	8.550
近 12 个月最高/最低	12.14/5.73
总股本(百万股)	767.81
流通股本(百万股)	767.81
流通股比例%	100.00
总市值(亿元)	65.65
流通市值(亿元)	65.65

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：林红垒

执业证书编号：S0260511020018

电话：(8610)8512 7892

Email: linhonglei@mszq.com

相关研究

1. 《煤炭产量高速增长，甲醇业务迎来业绩拐点》2010.04.17

目 录

一、煤炭业绩高增长，十二五权益产能增长 300%.....	3
（一）吨煤净利持续大幅增长	3
（二）十二权益产能增长 300%以上	4
（三）公司资源优势明显	4
二、甲醇盈利大幅改善，为业绩提供高弹性.....	5
三、盈利预测与投资建议.....	7
插图目录	9
表格目录	9

一、煤炭业绩高增长，十二五权益产能增长 300%

公司的煤炭资产一是公司控股的博源煤化工下辖的湾图沟煤矿,另一个是与中煤能源合作、公司参股的蒙大矿业下辖的纳林河二号矿。

表 1: 公司煤矿情况

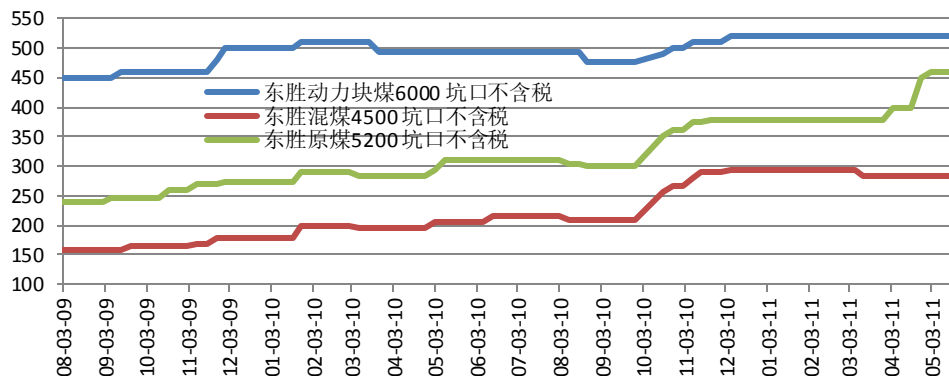
	权益	保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	设计产能 (万吨)	规划产能 (万吨)	投产时间
湾图沟煤矿	67%	2.84	2.54	300	600	2009 年
纳林河二号井	34%	12.31	7.62	800	1000	2014 年
权益合计		6.09	4.29	473	742	

资料来源：公司公告、民生证券研究所

(一) 吨煤净利持续大幅增长

博源煤化工湾图沟煤矿于 2009 年底投产,当年生产原煤约 100 万吨左右,当年贡献净利润 8298 万元,吨煤净利 83 元左右。2010 年该矿产量达到 240 万吨,当年贡献净利润 22055 万元,吨煤净利由 2009 年的 83 元提升到 92 元。

图 1: 公司所在地煤炭价格走势 (元/吨)



资料来源：公司网站，民生证券研究所

2011 年公司煤价大幅增长,目前公司原煤价格 350 元左右,同比增长近 20%;

同时随着配套建设的 500 万吨洗选能力的选煤厂投入运营,公司所产原煤全部入洗,综合煤价大幅增长。我们预计 2011 年该矿吨煤净利将达到 140 左右,同比增长 50%以上。

未来随着平硐的建设,该矿提升能力大幅增加,吨煤成本有望下降 20 元左右,吨煤盈利将进一步增长。

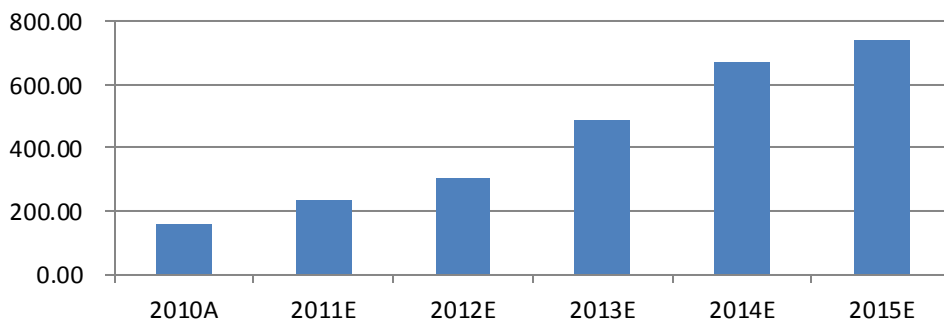
(二) 十二权益产能增长 300%以上

湾图沟煤矿目前单个工作面生产,设计产能 300 万吨,公司计划再增加一个工作面,预计到 2014 年产能将达到 600 万吨左右。

2013 年公司参股的蒙大矿业纳林河二号矿将会投产,该矿设计产能 800 万吨,实际产能在 1000 万吨以上。

2010 年公司煤炭产量 240 万吨,权益产量 160 万吨。预计 2011—2014 年权益产量将达到 235 万吨、300 万吨、490 万吨、680 万吨和 750 万吨,年均复合增长率达 36%。

图 2: 公司权益产能增长情况 (万吨)

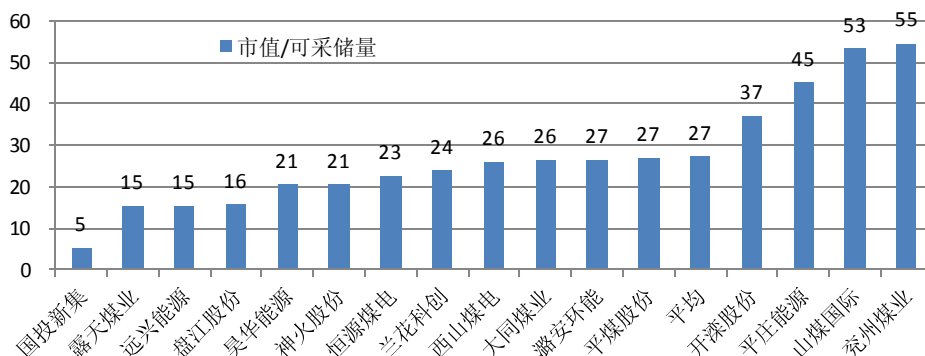


资料来源: 公司网站, 民生证券研究所

(三) 公司资源优势明显

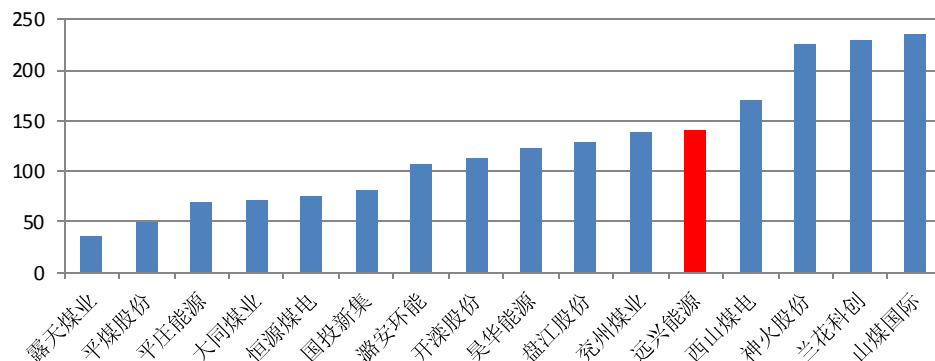
与国内煤炭上市公司比较来看,公司资源优势明显,吨煤市值为 5 元,仅次于国投新集。考虑到公司 140 元左右的吨煤净利、而国投新集吨煤净利不足 90 元、露天煤业更不足 40 元,远兴能源资源优势更加突出。

图 3: 公司资源优势明显 (元/吨)



资料来源: 民生证券研究所

图 4: 公司资源优势明显 (元/吨)



资料来源: 民生证券研究所

(三) 资源整合、集团注入, 外延发展值得期待

3 月份内蒙古自治区下发关于《内蒙古自治区煤炭企业兼并重组工作方案》的 32 号文件, 煤炭资源整合将驶入快车道。目前兼并重组工作处于前期的筹备阶段, 兼并主体与被兼并对象都将在今年上半年予以确认, 各盟市将根据下达的煤炭企业控制指标, 综合考虑煤炭生产企业资产状况、生产规模、管理水平和产业化发展等条件确立兼并主体。2011 年下半年至 2013 年将为兼并重组的实施阶段。计划至 2013 年, 全区地方煤炭企业将由现有的 353 户减少到 80-100 户之间, 在规模上, 地方企业中将形成 1-2 户亿吨级、5-6 户五千万吨级、15-16 户千万吨级的大型煤炭企业, 其中 20 户营业收入要超百亿元。公司有望借整合东风实现资源扩张。

此外, 远兴能源母公司博源集团与中煤能源共同投资的母杜柴登煤矿有设计产能 800 万吨, 预计实际产能在 1000 万吨以上, 煤种为优质动力煤, 望在 2013 年投产, 届时有望注入上市公司。

表 2: 集团母杜柴登矿简况

煤矿	股权	地质储量	设计产能	投产时间	煤种
母杜柴登矿	49%	9.72 亿吨	800 万吨	2013 年	不粘煤、长焰煤、弱粘煤

资料来源: 民生证券研究所

二、甲醇盈利大幅改善, 为业绩提供高弹性

公司目前的甲醇资产主要有苏里格天然气化工有限公司的两台共 35 万吨/年的装置和博源联合化工有限公司的两台共 100 万吨/年产能的装置。

表 3: 公司甲醇业务简况

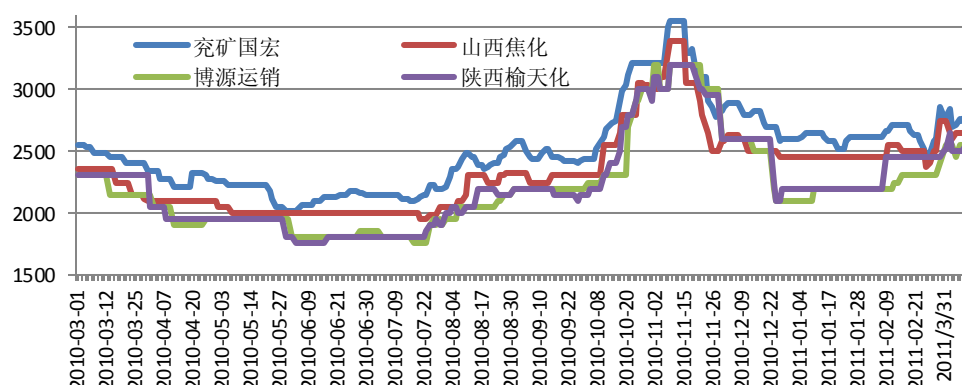
公司名称	持股比例	产能 (万吨)	备注
内蒙古苏里格天然气化工有限公司	40.00%	35	
内蒙古博源联合化工有限公司	46.20%	100	
蒙大化工	25.00%		持有苏天化、博源联化各 20% 股权
权益合计		66.95	

资料来源: 民生证券研究所

公司甲醇的主要成本为天然气, 经过去年的调价, 目前到厂价格为 1.23 元/方, 占甲醇生产的成本的 85% 左右, 目前国内通胀高企, 作为保障民生的天然气价格上调可能性较小, 据我们了解到的情况, 公司期价年内上调可能性不大, 公司甲醇成本基本稳定。我们预计年内完全成本大致在 2100—2200 元/吨左右。

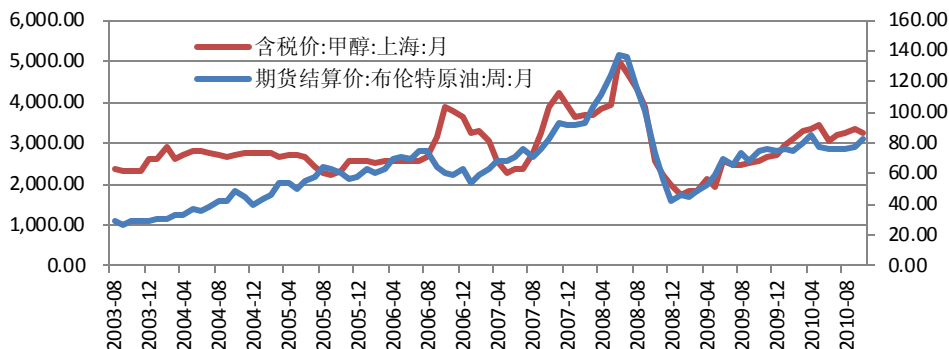
2010 年甲醇价格波动较大, 1—2 月公司甲醇价格有去年 4 季度的 3000 元/吨回落至 2100 元/吨, 甲醇业务也出现小幅亏损, 此后随着油价上涨, 甲醇价格迎来大幅攀升, 目前公司甲醇出厂价已经涨至 2500 元/吨, 较年初上涨 20% 左右, 盈利可观。

图 5: 公司资源优势明显 (元/吨)



资料来源: 民生证券研究所

图 6: 甲醇价格与国际油价相关性高



资料来源: 民生证券研究所

未来甲醇价格继续震荡向上。首先从历史上看,国际油价与甲醇价格相关性高,在目前国际油价高企的情况下,甲醇价格继续维持在高位。其次,国际油价高企,发展石油替代产品需求已经十分迫切。2009 年国家标准化委员会发布了《车用燃料甲醇》和《车用甲醇汽油 (M85)》标准,并于当年正式实施。目前国内部分省市也已先后启动了 M15 甲醇汽油的试点工作。例如,山西、浙江、河南、贵州、陕西等省。M15 甲醇汽油国标有望近期出台,甲醇作为汽油替代燃料需求将进一步放大。

公司甲醇权益产能近 70 万吨,经我们测算,若甲醇价格每上涨 100 元,公司业绩增厚 0.06 元左右。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2011—2013 年 EPS 分别为 0.41 元、0.60 元和 0.94 元,未来三年业绩年均复合增长率在 80%以上,对应 2011—2013 年 PE 分别为 21 倍、14 倍和 9 倍。鉴于公司未来煤炭业绩的稳定高增长以及甲醇盈利大幅改善带来的业绩弹性(我们的业绩预测对甲醇盈利较为谨慎,但我们看好该业务带来的业绩弹性。),我们给予公司“强烈推荐”的投资评级,给予 12 元的目标价,对应 2012 年 20 倍的 PE。

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,333	2,891	4,101	4,451
减：营业成本	1,710	1,962	2,766	2,909
营业税金及附加	85	58	123	89
销售费用	90	111	158	171
管理费用	173	215	305	331
财务费用	78	104	131	109
资产减值损失	-6	0	0	0
加：投资收益	16	0	0	0
二、营业利润	219	441	619	842
加：营业外收支净额	6	0	0	0
三、利润总额	225	441	619	842
减：所得税费用	43	66	93	126
四、净利润	182	375	526	716
归属于母公司的利润	111	317	458	723
五、基本每股收益 (元)	0.14	0.41	0.64	0.95

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	17.20	9.65	7.48	5.51
成长能力：				
营业收入同比	34.1%	23.9%	41.9%	8.5%
营业利润同比	-81.5%	101.3%	40.2%	36.2%
净利润同比	-79.3%	105.9%	40.2%	36.2%
营运能力：				
应收账款周转率	34.87	26.12	29.03	33.68
存货周转率	19.21	5.54	10.22	7.52
总资产周转率	0.43	0.48	0.61	0.60
盈利能力与收益质量：				
毛利率	26.7%	32.1%	32.6%	34.6%
净利率	7.8%	13.0%	12.8%	16.1%
总资产净利率 ROA	5.5%	8.3%	9.6%	11.5%
净资产收益率 ROE	5.0%	12.6%	15.4%	19.5%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	0.74	1.22	1.67	2.28
资产负债率	44.1%	43.6%	42.2%	37.6%
长期借款/总负债	18.5%	30.8%	28.1%	28.8%
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.41	0.60	0.94
每股经营现金流量	0.38	0.75	1.24	1.37
每股净资产	3.91	4.40	5.09	6.02

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	128	211	1134	2177
应收票据	67	111	141	132
应收账款	0	0	0	0
预付账款	332	394	629	447
其他应收款	519	1103	1197	1299
存货	89	354	271	387
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1134	2173	3372	4441
长期股权投资	708	708	708	708
固定资产	3417	3038	2623	2208
在建工程	35	0	0	0
无形资产	68	61	53	46
其他非流动资产	8	8	8	8
非流动资产合计	4246	3819	3392	2970
资产总计	5380	5992	6764	7411
短期借款	439	0	0	0
应付票据	716	1224	1511	1365
应付账款	0	0	0	0
预收账款	68	235	195	272
其他应付款	111	111	111	111
应交税费	0	0	0	0
其他流动负债	204	204	204	204
流动负债合计	1537	1774	2020	1952
长期借款	804	804	804	804
其他非流动负债	26	26	26	26
非流动负债合计	837	837	837	837
负债合计	2374	2611	2857	2789
股本	768	768	768	768
资本公积	189	189	189	189
留存收益	1251	1567	2025	2748
少数股东权益	798	856	924	917
所有者权益合计	5380	5992	6764	7411
负债和股东权益合计	5380	5992	6764	7411

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	295	576	954	1052
投资活动现金流量	(535)	0	0	0
筹资活动现金流量	(177)	(493)	(31)	(9)
现金及等价物净增加	(417)	83	923	1043

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 公司所在地煤炭价格走势 (元/吨)	3
图 2: 公司权益产能增长情况 (万吨)	4
图 3: 公司资源优势明显 (元/吨)	4
图 4: 公司资源优势明显 (元/吨)	5
图 5: 公司资源优势明显 (元/吨)	6
图 6: 甲醇价格与国际油价相关性高	6

表格目录

表 1: 公司煤矿情况	3
表 2: 集团母杜柴登矿简况	5
表 3: 公司甲醇业务简况	6

分析师与联系人简介

林红垒，采矿工程学学士，经济学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。2010年研究小组取得《新财富》最佳分析师煤炭行业第2名、《中国证券报》金牛分析师煤炭行业第5名。2011年4月加盟民生证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。