

2011年06月09日

煤炭

证券研究报告--公司评级报告

收盘价(元): 24.14

目标价(元): 30

永泰能源(600157)

跑步向千万吨级煤企迈进

投资评级: A--买入(首评)

能源材料组: 王广举

执业证书编号: S0890510120010

电话: 021-50122167

邮箱: wgjfuture@sohu.com

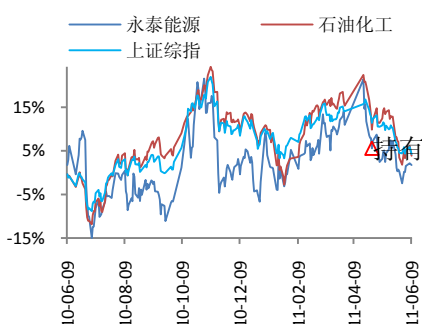
联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	37554.46
流通 A 股/B 股(万股)	25566.92/0.00
资产负债率(%)	59.86
每股净资产(元)	8.83
市净率(倍)	2.74
净资产收益率(加权)	10.86
12 个月内最高/最低价	30.2/19.97

股价走势图



相关研究报告

1 《长期规划远大, 未来高速增长可期》,
2011.04.28

◎投资要点:

◆至 2014 年, 公司控股煤炭产量将达 1155 万吨, 权益产量 907 万吨, 复合增长率分别为 86.7%、75.8%。2010 年公司煤炭产量 95 万吨, 通过三次定向增发, 公司将控股 9 家煤企, 焦煤生产规模合计 495 万吨/年, 动力煤生产规模 600~800 万吨/年; 参股 2 家煤企, 焦煤生产规模 135 万吨/年。

◎不同之处:

◆3~5 年内实现焦煤产能 1000 万吨规模, 10 年内煤炭产能达到 3000 万吨。今后公司将依托华瀛山西兼并整合主体, 继续扩展山西的焦煤兼并重组工作。通过 2011 年定向增发, 新增陕西海则滩井田 600~800 万吨/年的动力煤产能, 推动战略目标实现。

◆启疆煤资源收购之航, 并将继续拓展新疆煤炭资源收购。公司在新疆收购双安煤矿 100% 股权, 技改后产能达 120 万吨/年。预计公司未来的资源并购将以新疆为主。

◆民营机制和国有大矿管理水平保证公司高效运转。公司管理层及技术骨干主要来自大型国企, 经验丰富; 年轻的民营煤炭企业, 人员负担轻。

◆融资能力与扩张速度基本匹配, 11 年定向增发降低资产负债率。公司现处于快速扩张时期, 收购资产所需资金与增发募集资金存在时间差, 短期财务费用较高, 2011 年增发完成后, 资产负债率将降至 40% 以下。

◆我们预计公司 2011 年~2013 年的每股收益为 0.91、2.33、3.6 元, 对应的 PE 为 26、10、7 倍, 定向增发完成后摊薄每股收益分别为 0.56、1.44、2.23 元, 对应的 PE 为 43 倍、16 倍、11 倍, 公司的股价基本上反映了 2012 年的业绩, 但鉴于公司未来的高成长潜力, 我们给与买入评级。

◎关键假设:

◆公司 2011 年定向增发顺利完成, 现有煤矿技改工作按时完成。

◎风险提示:

技改煤矿未能按时达产。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	2188	2795	1225	2724	3962
同比增速(%)	16.1	27.7	-56.17%	122.36%	45.45%
净利润(百万)	22	162	340	876	1352
同比增速(%)	552.2	636.4	138.3	145.6	49.3
毛利率(%)	4.0	15.8	65.21%	69.44%	67.93%
每股盈利(元)	0.08	0.49	0.91	2.33	3.60
ROE(%)		18.1	12.1%	23.7%	26.8%
PE(倍)		65.8	26.6	10.3	6.7

正文目录

1. 剥离成品油业务，主营定位煤炭开采	3
1.1. 主营定位为煤炭业务	3
1.2. 公司盈利能力显著增强	3
1.3. 年轻的民营煤炭企业，管理层素质高，人员负担轻	3
2. 未来 3 年，公司将处于快速成长的黄金期	4
2.1. 今年看焦煤结构优化，明年靠焦煤产量的提升	4
2.2. 海则滩井田引领企业进入千万吨级煤企行列	4
2.3. 新购双安煤矿，启疆煤收购之航	5
2.4. 未来三年，公司控股煤炭产能复合增长率高达 86.7%	5
3. 长期战略规划宏伟	6
3.1. 公司长期战略规划宏伟	6
3.2. 煤电联营、热电联供、坑口发电是公司未来发展思路	6
4. 融资能力与扩张速度基本匹配，定向增发降低资产负债率	6
4.1. 多数技改矿于明年集中投产	6
4.2. 定向增发降低资产负债率	7
4.3. 华瀛山西可用信用额度缓解资金压力	8
5. 盈利预测及估值	8

图表目录

图 1 2010 年公司营业收入及占比	3
图 2 销售毛利率的变动	3
图 5 公司未来权益产能趋势图	4
图 3 现有产地煤炭产能合计	6
图 4 未来产地新增产能	6
图 6 2011 年增发后资产负债率与行业平均的对比	7
表 1 公司未来产量预测表	5
表 2 在建或技改矿井预计投产时间	7
表 3 销售假设	9
表 4 价格假设	9

(本报告共有图 6 张，表 4 张)

1.剥离成品油业务，主营定位煤炭开采

1.1.主营定位为煤炭业务

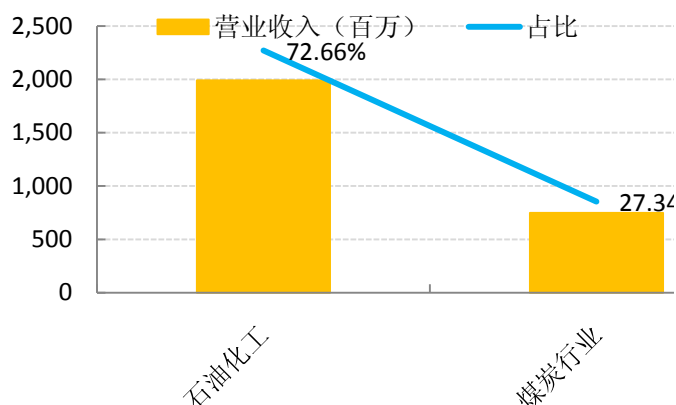
2010年，公司通过剥离原有的成品油经营业务、房地产开发业务和金矿开采业务，初步实现了向以煤炭业务为主的能源类公司转型的发展战略。

1.2.公司盈利能力显著增强

公司现在生产煤种均为焦煤，毛利率水平高，盈利能力强。2010年公司生产原煤95万吨，洗精煤7万吨，销售原煤95万吨，按照原煤销售价格（不含税）640元左右，吨煤生产成本200元左右，吨煤毛利大约为440元，毛利率高达69%。

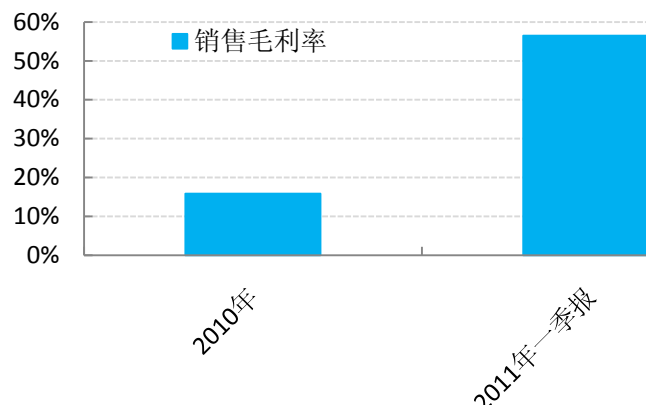
由于剥离成品油业务，一季度公司销售毛利率由去年的15.85%上升到56.47%，通过主营业务变更，公司的盈利能力显著增强。

图1 2010年公司营业收入及占比



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

图2 销售毛利率的变动



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

1.3.年轻的民营煤炭企业，管理层素质高，人员负担轻

公司作为煤炭上市公司中唯一的民营煤炭企业，具有民营企业生产效率高的特点，煤矿技改速度快于所有国有煤炭企业。

公司的管理层主要来自上海能源的大屯煤电公司，拥有丰富的煤炭生产运作以及管理经验，完全不同于一般小煤矿的煤老板，人员素质、管理水平高。

作为年轻的煤炭企业，公司基本上没有退休人员，负担较轻，成本控制出色，目前吨煤生产成本不超过200元。

2.未来3年，公司将处于快速成长的黄金期

2.1.今年看焦煤结构优化，明年靠焦煤产量的提升

2011年公司预计实现原煤产量150万吨，洗精煤产量70万吨，今年毛利率水平的提升及盈利能力的进一步增强主要靠公司洗精煤产量增加及总销量增长。

2010年12月29日，公司公告新增昌隆煤化有限公司和灵石县晋泰源选煤有限公司两座洗煤厂，合计洗煤能力120万吨/年，今年有望贡献洗精煤70万吨，公司有精煤销量后，煤炭业务的毛利大幅提升。

2011年公司权益煤矿产能为147.5万吨，120万吨的洗煤能力大体能满足公司的洗煤需求。2012年公司炭产能将达到365万吨，120万吨的洗煤能力远远不能满足公司的洗煤需求，因此，我们预计公司有扩展洗煤能力的动力及可能性。

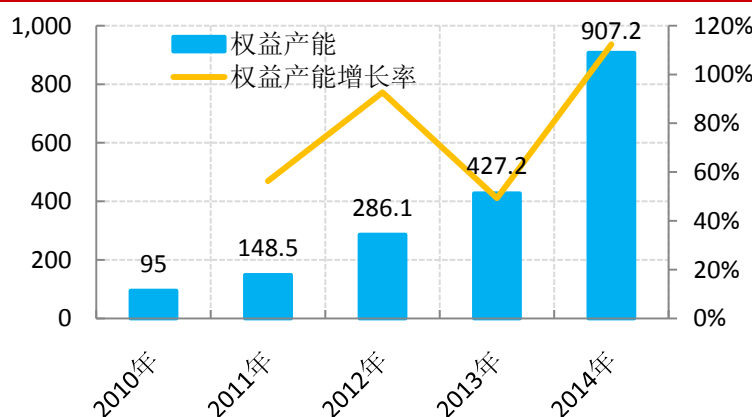
今年公司煤炭产能150万吨。公司收购兼并的矿井，现大多处于技改中，只有冯家坛（45万吨/年）和荡荡岭（60万吨/年）两座矿井在产，合计生产能力105万吨/年。2011年定向增发新收购的银源新生（60万吨/年），目前已完成了大部分的技改工程，预计下半年可完成技改并投产。

明年5个技改矿陆续投产，公司控股焦煤产能将因此增加215万吨/年达365万吨/年。公司现处于技改中的孙义煤矿（60万吨/年）、集广煤矿（60万吨/年）、柏沟煤矿（60万吨/年）预计于2012年二季度投产，华瀛金泰源（90万吨/年）预计于2012年中期投产，新收购的银源安苑（60万吨/年）预计2012年下半年可完成技改。

2.2.海则滩井田引领企业进入千万吨级煤企行列

通过第三次定向增发公司新收购亿华矿业70%的股权，亿华矿业目前拥有陕西省靖边县海则滩井田的探矿权，海则滩井田的资源储量11.44亿吨，煤种主要为长焰煤、不粘煤和弱粘煤，发热量为30.13~33.63MJ/kg（相当于7,000~8,000大卡/公斤），属特高热值煤。该井田计划设计生产规模600~800万吨/年，预计最早于2013年试生产出煤。该矿井投产后，将保证公司后续增长动力，并将引领企业进入千万吨级煤企行列。

图3 公司未来权益产能趋势图



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

2.3.新购双安煤矿，启疆煤收购之航

2011年5月31日，公司股东大会审议通过了子公司新疆永泰收购双安煤矿100%股权（含整合重组保盛煤矿）。双安煤矿现合计产能18万吨/年，矿区煤炭资源量为4456万吨，规划生产能力为120万吨/年，井田内煤种主要为45号气煤和少量的长焰煤，属于炼焦配煤和动力用煤，此次交易充分利用国家对西部开发的政策支持，开启了公司新疆煤炭收购之航，加快了公司发展战略的实施。

“十二五”，国家将推动新一轮西部大开发，并建设山西、鄂尔多斯盆地、内蒙古东部地区、西南地区 and 新疆五大国家综合能源基地，这为公司建立新疆煤炭资源储备提供了有利时机。

2.4.未来三年，公司控股煤炭产能复合增长率高达86.7%

公司未来3年将处于高速增长时期，至2014年公司控股煤炭产量1155万吨，权益产量907万吨，复合增长率分别为86.7%、75.8%，这在整个煤炭行业也属于比较高的成长速度，我们看好公司作为年轻煤炭企业的高成长性。

2011年，公司启动第三次定向增发，增发完成后公司将拥有山西和陕西两个煤炭生产基地，控股9家煤矿企业，焦煤保有储量增加至20,065.86万吨，焦煤生产规模合计为495万吨/年，优质动力煤保有储量114,368万吨，生产规模为600~800万吨/年；参股2家煤矿企业，焦煤保有储量8,959万吨，按49%权益折算为保有储量4,389.91万吨，合计焦煤生产规模为135万吨/年。

表1 公司未来产量预测表

矿井名称	煤种	控股比例	生产能力 (万吨)	2010年 (万吨)	2011E	2012E	2013E	2014E
荡荡岭	焦煤、配煤	100%	60	60	60	60	60	60
冯家坛	焦煤	100%	45	45	45	45	45	45
华藏金泰源	焦煤	90%	90	0	25	45	90	90
孙义煤矿	焦煤、肥煤	100%	60	0	0	45	60	60
集广煤矿	焦煤、贫瘦煤	51%	60	0	0	45	60	60
柏沟煤矿	焦煤、肥煤	51%	60	0	0	45	60	60
致富煤矿	焦煤、瘦煤	49%	45	0	0	25	45	45
银源安苑	焦煤	100%	60	0	0	20	60	60
银源新生	焦煤	100%	60	0	20	60	60	60
富东煤业	焦煤、动力煤	49%	90	0	0	0	90	90
亿华矿井 (海则滩)	长焰煤、不粘 煤、弱粘煤	70%	600	0	0	0	0	600
双安矿井	气煤	100%	120	0	0	0	0	60
控股产量合计			1350	95	150	365	495	1155
权益产量合计			967.2	95	147.5	316.4	427.2	907.2
权益增速%								

资料来源：公司公告、华宝证券研究所

3.长期战略规划宏伟

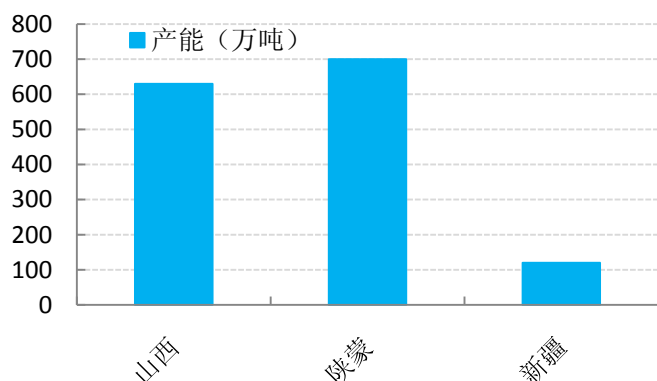
3.1.公司长期战略规划宏伟

公司长期规划宏伟，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1000万吨规模，未来10年内煤炭采选年产能达到3000万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1000万吨/年产能，陕蒙地域通过收购资源建设新矿达到1200万吨/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。

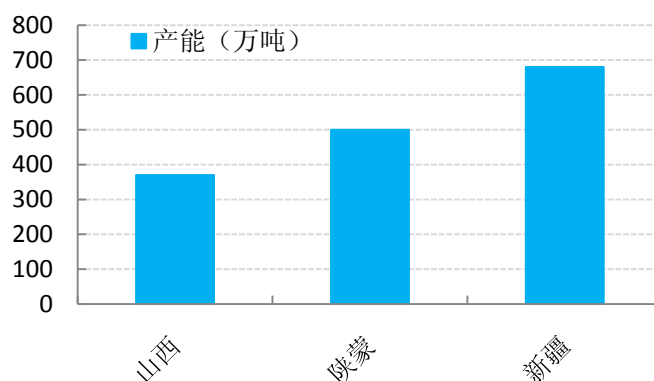
公司将借力“十二五”内蒙煤炭资源整合以及国家建设新疆能源基地之机，加大在陕蒙、新疆的煤炭收购兼并工作。

图4 现有产地煤炭产能合计



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

图5 未来产地新增产能



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

3.2.煤电联营、热电联供、坑口发电是公司未来发展思路

公司10年规划建成江苏沛县2×1,200MW大型超超临界燃煤机组、晋陕蒙4×1,000MW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。

目前，江苏省沛县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。陕西省靖边县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。山西，新疆电力项目正在有序开展前期项目调研工作。

4.融资能力与扩张速度基本匹配，定向增发降低资产负债率

4.1.多数技改矿于明年集中投产

公司现控股或参股的12座矿井中，只有冯家坛、荡荡岭两座达产，另外10座现均处于或将处于技改期，大部分将在2012年达产。其中，银源新生今年下半年达产，华瀛金泰源、集广煤矿等五座处于技改中的矿井2012年年中投产，银源安苑2012年下半年投产，海则滩井田最早于2013年试生产出煤，双安矿井预计于2014年投产。

表 2 在建或技改矿井预计投产时间

在建或技改矿井	生产能力	控股比例	预计达投产时间
华瀛金泰源	90	90%	2012 年中期
孙义煤矿	60	100%	2012 年二季度
集广煤矿	60	51%	2012 年二季度
柏沟煤矿	60	51%	2012 年二季度
致富煤矿	45	49%	2012 年中期
银源安苑	60	100%	2012 年下半年
银源新生	60	100%	2011 年下半年
海则滩井田	600	70%	最早于 2013 年试生产出煤
双安矿井	120	100%	2014 年

资料来源：公司公告、华宝证券研究所

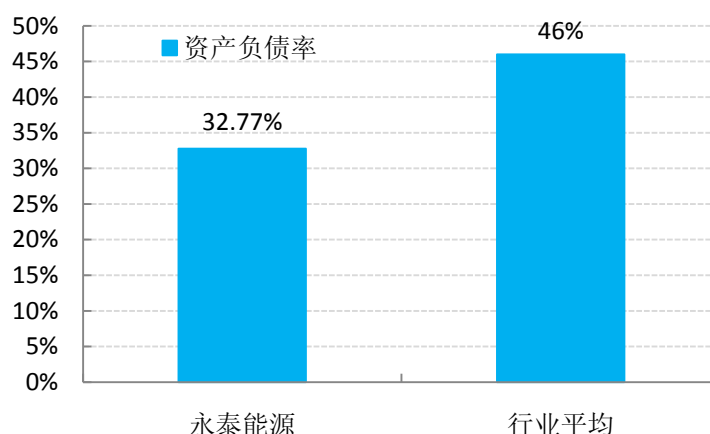
公司最近两年煤炭产能较少，经营活动产生的现金流量相对有限，煤矿技改、新矿收购面临一定的资金压力。但到 2013 年，公司控股煤炭产能将达 495 万吨，权益矿产能 427 万吨，经营活动产生的现金流量完全可以满足技改矿的资金支出。

4.2.定向增发降低资产负债率

2010 年定向增发完成后，公司资产负债率由 80.59% 下降到 59.86%。

2011 年公司再次启动定向增发，收购煤矿银源安苑（60 万吨/年）、银源新生（60 万吨/年）、富东煤业（90 万吨/年）、亿华矿业（600~800 万吨/年），按照最高募集资金量 54 亿计算，增发完成后公司资产负债率将降至 32.77%，而煤炭行业平均的资产负债率为 46%，公司长期偿债能力有保障。

图 6 2011 年增发后资产负债率与行业平均的对比



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

4.3. 华瀛山西可用信用额度缓解资金压力

2011 年 1 月董事会议同意为子公司华瀛山西拟向中信银行股份有限公司太原分行申请额度为 25,000 万元的银行综合授信（期限 1 年）、拟通过并购信托方式在江西国际信托股份有限公司办理额度为 50,000 万元的并购融资借款（期限 2 年）提供连带责任担保。

2011 年临时股东大会审议通过公司子公司华瀛山西能源投资有限公司以其拟收购的山西省灵石银源安苑煤业有限公司所拥有的煤矿采矿权抵押给江西国际信托股份有限公司，用于办理额度共计为 10 亿元的并购融资借款。

公司短期有一些高息负债，预计 2011 年财务费用较高，待公司定向增发完成，用募集资金归还高息负债后，公司的财务费将逐步下降。

5. 盈利预测及估值

我们预计公司 2011~2013 年每股收益分别为 0.91 元、2.33 元、3.6 元，对应动态 PE 分别为 26 倍、10、7 倍。

按照 2011 年定向增发后的股本计算摊薄的每股收益分别为 0.56 元、1.44 元、2.23 元，对应的动态 PE 分别为 43 倍、16.7 倍、10.8 倍，公司的股价基本上反映了 2012 年的业绩，但鉴于公司未来的高成长潜力，我们给与买入评级。

盈利预测假设：

精煤洗出率 58%，混煤洗出率 30%

表 3 销售假设

产销量	2010 年	2011E	2012E	2013E
原煤产量	95	150	365	495
精煤销量	7	70	70	139
混煤销量		36	36	72
原煤销量	88	30	245	255
合计	95	140	355	485

资料来源：公司公告、华宝证券研究所

价格	2011E	2012E	2013E
精煤价格	1128	1218	1316
混煤价格	250	263	276
原煤价格	630	662	695

成本	2011E	2012E	2013E
吨原煤制造成本	200	220	231

附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2178	6663	8039	9277	营业收入	2795	1225	2724	3962
现金	920	6385	7553	8587	营业成本	2352	426	833	1271
应收账款	54	28	60	89	营业税金及附加	18	21	54	75
其他应收款	39	0	0	0	营业费用	21	25	54	79
预付账款	1089	145	317	467	管理费用	88	184	381	515
存货	16	87	64	71	财务费用	103	185	168	128
其他流动资产	60	18	45	63	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	1883	2583	3268	3905	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	30	0	0	0
固定资产	183	804	1427	2025	营业利润	239	385	1233	1894
无形资产	1317	1317	1317	1317	营业外收入	11	77	0	0
其他非流动资产	383	461	523	563	营业外支出	6	5	0	0
资产总计	4062	9246	11307	13182	利润总额	244	457	1233	1894
流动负债	2206	1814	1943	1900	所得税	81	114	308	473
短期借款	1077	823	908	880	净利润	162	343	925	1420
应付账款	63	80	74	76	少数股东损益	30	3	49	68
其他流动负债	1066	911	961	944	归属母公司净利润	132	340	876	1352
非流动负债	1067	4546	5553	6051	EBITDA	465	604	1481	2150
长期借款	700	4200	5200	5700	EPS (元)	0.45	0.91	2.33	3.60
其他非流动负债	367	346	353	351					
负债合计	3273	6360	7496	7951	主要财务比率				
少数股东权益	60	62	111	179	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	296	376	376	376	成长能力				
资本公积	203	1878	1878	1878	营业收入	27.7%	-56.2%	122.4%	45.4%
留存收益	224	564	1441	2793	营业利润	662.5%	61.4%	220.2%	53.6%
归属母公司股东权益	728	2824	3700	5052	归属于母公司净利润	508.9%	157.7%	157.5%	54.4%
负债和股东权益	4062	9246	11307	13182	获利能力				
					毛利率(%)	15.8%	65.2%	69.4%	67.9%
现金流量表					净利率(%)	4.7%	27.8%	32.2%	34.1%
					ROE(%)	18.1%	12.1%	23.7%	26.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	13.0%	27.1%	42.8%	45.7%
经营活动现金流	373	1434	978	1448	偿债能力				
净利润	162	343	925	1420	资产负债率(%)	80.6%	68.8%	66.3%	60.3%
折旧摊销	123	34	80	129	净负债比率(%)	60.40%	81.08%	83.56%	84.62%
财务费用	103	185	168	128	流动比率	0.99	3.67	4.14	4.88
投资损失	-30	0	0	0	速动比率	0.98	3.63	4.11	4.85
营运资金变动	33	875	-194	-229	营运能力				
其他经营现金流	-18	-2	-1	0	总资产周转率	0.93	0.18	0.27	0.32
投资活动现金流	-2227	-719	-749	-750	应收账款周转率	47	29	62	53
资本支出	706	750	750	750	应付账款周转率	26.66	5.97	10.81	16.92
长期投资	-922	2	-1	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-2444	33	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.91	2.33	3.60
筹资活动现金流	2490	4749	939	336	每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	3.82	2.60	3.86
短期借款	761	-254	85	-28					

长期借款	700	3500	1000	500	每股净资产(最新摊薄)	1.94	7.52	9.85	13.45
普通股增加	40	80	0	0	估值比率				
资本公积增加	174	1675	0	0	P/E	65.80	25.54	9.92	6.43
其他筹资现金流	816	-252	-146	-136	P/B	11.93	3.08	2.35	1.72
现金净增加额	637	5465	1167	1034	EV/EBITDA	15	11	5	3

资料来源：华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海
陈康菲

021 -5012 2485
139 1717 5055

北京
程楠

010 -6708 5220
159 0139 1234

深圳
袁月

0755-3665 9385
158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。