

中煤能源 (601898. SH)

估值突围：业绩或将进入加速增长期

 评级：**买入**

前次：

目标价（元）：

16.80-17.69

分析师

分析师

刘昭亮

龚云华

S0740510120026

S0740510120014

021-20315150

021-20315156

liuzl@qlzq.com.cn

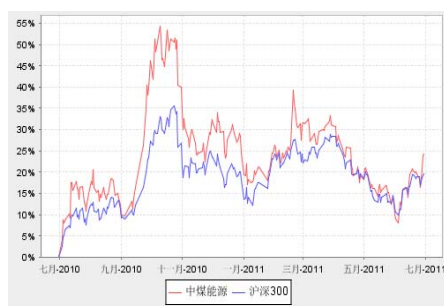
gongyh@qlzq.com.cn

2011 年 7 月 18 日

基本状况

总股本(百万股)	13258.66
流通股本(百万股)	9006.98
市价(元)	10.58
市值(百万元)	140276.66
流通市值(百万元)	95293.82

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	53,729.5	71,268.4	81,046.2	95,912.9	117,954.
营业收入增速	4.40%	32.64%	13.72%	18.34%	22.98%
净利润增长率	-2.78%	4.33%	22.75%	26.27%	32.96%
摊薄每股收益（元）	0.50	0.52	0.64	0.81	1.07
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）	27.19	20.84	15.92	12.60	9.48
PEG	—	4.81	0.70	0.48	0.29
每股净资产（元）	5.16	5.54	6.18	6.99	8.06
每股现金流量	0.80	0.81	1.14	1.34	1.79
净资产收益率	9.68%	9.41%	10.35%	11.56%	13.32%
市净率	2.63	1.96	1.65	1.46	1.26
总股本（百万股）	13,258.6	13,258.6	13,258.6	13,258.6	13,258.6

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 我们认为，2011 年年底可能是业绩增速的转折点——中煤能源的盈利增速有望走出低谷步入上升周期。其中最重要的推动力将来自于煤炭产量的稳定增长以及煤炭销售价格仍有较大的提升空间。
 - 煤炭业务方面：（1）产量增长每年 10%。公司在建和储备煤矿项目进入投产期，其中以平朔东露天矿投产以及离柳矿区焦煤增量最值得关注。（2）根据我们对 2012~2013 年的煤炭景气判断，煤价仍将继续上涨。此外，平朔矿区煤质恢复性改善、产品结构优化、现货煤比例提高都将提高煤炭售价。
 - 煤焦化：未来两年煤焦化规模相对稳定，随着焦炭产业整合推进，我们认为目前焦化行业将进入底部回升阶段，但要实现正常盈利仍需要一段时间。
 - 煤机装备：未来 5 年，我国的煤机装备制造业，特别是高端设备制造将处于较高景气。
- 内生性增长和外延式扩张相结合。根据公司主要在建项目的进程和资产收购规划，未来 5 年，推动公司业绩稳定增长的主要驱动力和对应的时间节点可能在于：
 - 2011~2012 年：现货煤比例提高、平朔东露天矿投产（2000 万吨）、中煤集团进出口公司资产注入。
 - 2012~2013 年：焦煤比例提升，华晋焦煤与王家岭矿盈利增量贡献是大事件、现货煤比例继续提高、中煤集团金海洋公司资产注入。
 - 2014~2015 年：内蒙古、陕西、新疆的煤炭产业基地进入收获期，集团朔南矿区可能装入上市公司。
- 基于谨慎的原则，我们预测公司 2011~2013 年归属于母公司的净利润分别为 84.81 亿元、107.09 亿元、142.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.64 元、0.81 元和 1.07 元。考虑到业绩增长有望明显改善，我们给予未来 3 年平均 20 倍 PE 和 2.5 倍 PB，对应目标价格区间 16.80~17.69 元，给予“买入”评级。

内容目录

内容目录	- 2 -
图表目录	- 2 -
公司整体盈利能力有望触底反弹	- 3 -
煤炭产量内生增长将加快：新建矿井进入投产期	- 5 -
平朔矿区仍是主力：东露天矿 2000 万吨即将投产	- 5 -
离柳矿区（华晋）焦煤产量将快速增长，盈利能力有望大幅上升	- 6 -
煤炭销售价格继续上涨：结构优化与现货比例提高	- 7 -
高端煤机装备仍将维持景气高位	- 8 -
煤焦化盈利已经触底，盈利正常化仍需时日	- 9 -
外延式增长机会：集团资产注入可期	- 10 -
盈利有望提升，给予“买入”评级	- 11 -

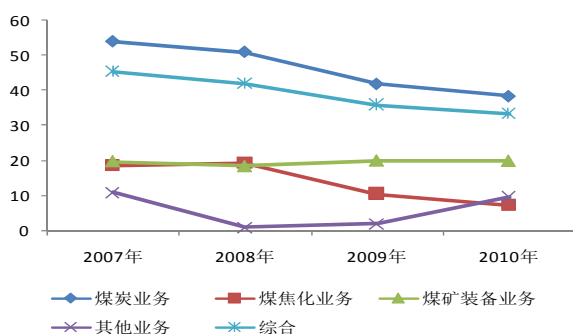
图表目录

图表 1：中煤能源主要业务毛利率变化趋势	- 3 -
图表 2：中煤能源整体盈利能力变化趋势	- 3 -
图表 3：中煤能源各业务盈利占比与趋势对比	- 4 -
图表 4：中煤能源近年来主要生产经营数据	- 4 -
图表 5：平朔矿区煤炭产量规划	- 5 -
图表 6：离柳矿区焦煤盈利测算	- 6 -
图表 7：中煤能源主要煤矿产量及预测	- 7 -
图表 8：中煤能源现货与合同价差	- 8 -
图表 9：中煤能源现货煤比重快速提升	- 8 -
图表 10：中煤装备主要产品结构	- 9 -
图表 11：中高端煤机装备产品市场占有率	- 9 -
图表 12：中煤能源旗下焦化企业	- 10 -
图表 13：中煤集团旗下非上市公司的主要煤矿资产	- 11 -
图表 14：中煤能源月度经营数据	- 11 -
图表 15：财务预测简表	- 12 -

公司整体盈利能力有望触底反弹

- 近年来，中煤整体业绩较为稳健。公司煤炭产量稳定增长，由于煤价与其他业务板块盈利波动等因素，营业收入快速增长，但整体盈利表现相对平稳。公司目前主要有三大业务板块：煤炭、煤焦化、煤机装备。2010年三大业务收入占比分别为 80%、7%、11%，其中煤炭业务贡献 9 成以上利润。因此，从公司业务结构以及我们对相关产业前景的判断，影响未来业绩的主要因素将来自于煤炭产量和价格的变化趋势。
 - 盈利能力由强至弱分别为煤炭、煤机装备、煤焦化，其中煤焦化业务波动性较大。2010 年毛利率分别为 38.3%、19.9%、7.3%；营业利润率分别为 17.7%、5.7%、-12.3%。
- 我们认为，2011 年年底可能是业绩增速的转折点——公司或将进入业绩加速期。主要推动力将来自于以下几个方面：
 - 煤炭业务方面：（1）产量增长。公司在建和储备煤矿项目进入投产期，2010 年下半年出现的煤质下降现象有望在今年下半年出现改观；另外，2012 年开始焦煤比重将快速提升。（2）根据我们对 2012~2013 年的煤炭景气判断，煤价仍将继续上涨。
 - 煤焦化：未来两年煤焦化规模相对稳定，随着焦炭产业整合推进，我们认为目前焦化行业将进入底部回升阶段，但要实现正常盈利仍需要一段时间。
 - 煤机装备：未来 5 年，我国的煤机装备制造业，特别是高端设备制造将处于较高景气。
- 根据公司主要在建项目的进程和规划，未来 5 年，推动公司业绩稳定增长的主要驱动力和对应的时间节点可能在于：
 - 2011~2012 年：现货煤比例提高、平朔东露天矿投产（2000 万吨）、中煤集团进出口公司资产注入。
 - 2012~2013 年：焦煤比例提升，华晋焦煤与王家岭矿盈利增量贡献是大事件、现货煤比例继续提高、中煤集团金海洋公司资产注入。
 - 2014~2015 年：内蒙古、陕西、新疆的煤炭产业基地进入收获期，中煤集团朔南矿区适时进入上市公司。

图表 1：中煤能源主要业务毛利率变化趋势



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：中煤能源整体盈利能力变化趋势

毛利率 (%)	2007年	2008年	2009年	2010年
煤炭业务	53.9	50.9	41.8	38.3
煤焦化业务	18.7	19.3	10.5	7.3
煤矿装备业务	19.8	18.4	20	19.9
其他业务	10.8	0.9	1.9	9.6
综合	45.4	42	35.9	33.4
营业利润率 (%)	2007年	2008年	2009年	2010年
煤炭业务	22.6	27	18.4	17.7
煤焦化业务	4.9	3.9	0.6	-12.3
煤矿装备业务	7.8	6.2	5.1	5.7
综合	19.13	18.8	16.8	13.82
ROE (%)	2007年	2008年	2009年	2010年
	17.97	11.97	10.03	9.74

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：中煤能源各业务盈利占比与趋势对比

	分业务经营业绩（亿元）	煤炭业务	煤焦化业务	煤矿装备业务	其他业务	合计
2010年	营业收入	566.96	49.25	75.32	42.53	712.68
	占比(%)	79.55%	6.91%	10.57%	5.97%	100%
	营业利润	100.08	-6.06	4.27	-0.04	98.5
	占比(%)	101.33%	-5.89%	4.41%	0.01%	100%
2009年	营业收入	415.42	35.97	60.89	42.54	537.3
	占比(%)	77.32%	6.69%	11.33%	7.92%	100%
	营业利润	76.59	0.23	3.09	1.51	90.26
	占比(%)	84.23%	0.26%	4.27%	1.63%	100%
2008年	营业收入	382.99	67.12	47.4	33.29	514.65
	占比(%)	74.42%	13.04%	9.21%	6.47%	100%
	营业利润	103.42	2.6	2.92	-12.19	96.75
	占比(%)	106.89%	2.69%	3.02%	-12.60%	100%
2007年	营业收入	272.41	37.69	35.95	30.6	360.34
	占比(%)	75.60%	10.46%	9.98%	8.49%	100%
	营业利润	61.59	1.83	2.79	11.83	78.04
	占比(%)	78.92%	2.34%	3.58%	15.16%	100%

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：中煤能源近年来主要生产经营数据

	单位	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
原煤产量	万吨	7,904	9,052	10,037	10,856	12,253
YOY%			14.52%	10.88%	8.16%	12.87%
其中：自产原煤	万吨	6,649	8,327	9,149	10,080	12,253
煤炭销售量	万吨	8,588	8,516	8,870	9,725	11,727
YOY%			-0.84%	4.16%	9.64%	20.59%
其中：自产煤销量	万吨	5,459	6,932	7,410	7,897	8,975
买断贸易煤	万吨	1,244	275	541	1,529	2,394
出口代理	万吨	1885.00	1,099	919	292	358
进口代理	万吨		210.00	0.00	7.00	0.00
焦炭产量	万吨	236	337	367	443	206
YOY%			42.80%	8.90%	20.71%	-53.50%
焦炭销量	万吨	220	364	285	242	259
YOY%			65.45%	-21.70%	-15.09%	7.02%
煤矿装备产值	亿元	16.26	20.23	44.90	58.30	71.60
YOY%			24.41%	121.94%	29.84%	22.81%
煤矿装备销量	万吨	15.46	20.75	21.00	23.90	27.10
YOY%			34.17%	1.22%	13.81%	13.39%

来源：齐鲁证券研究所

煤炭产量内生增长将加快：新建矿井进入投产期

- 目前中煤能源上市公司拥有煤炭资源储量 185 亿吨，分布在山西、江苏大屯、蒙陕、新疆共 4 个生产基地，其中煤种划分焦煤约占 20%，动力煤 80%。过去多年，山西平朔矿区和江苏大屯矿区是公司的煤炭主产地。根据目前各煤矿基地的建设进度，我们预计未来 5 年，公司煤炭权益产量每年将保持约 10% 的增速：
 - 江苏大屯矿区（上海能源）孔庄矿三期 180 万吨扩能改造项目完成后，煤炭产量将基本稳定。
 - 未来 2 年，山西的平朔的东露天矿（2000 万吨）、小回沟煤矿（55%，焦煤，300 万吨）、东坡煤矿逐渐达产（1000 万吨）、王家岭矿（51%，焦煤，600 万吨）以及参股华晋焦煤（49%，焦煤，1790 万吨）产能释放。
 - 2013~2014 年，蒙陕矿区进入投产期。其中包括陕西禾草沟煤矿（50%，300 万吨）、内蒙古母杜柴登煤矿（51%，600 万吨）、内蒙古纳林河二号矿（51%，800 万吨）。另外，上海能源在新疆的四个煤矿项目（1020 万吨）也进入投产期。
 - 2015 年，鄂尔多斯煤化工三个煤矿共 2500 万吨产能，其中 900 万吨用于煤化工，1500 万吨出售，100 万吨矸石。另外，中煤新疆分公司规划的帐南、伊犁、哈密三个煤矿总产能 6400 万吨，可能会有部分产量释放。

平朔矿区仍是主力：东露天矿 2000 万吨即将投产

- 根据公司对平朔矿区的产能规划：“十二五”期间，通过扩能改造、新建矿井、联合改造地方煤矿，矿井总数达到 13 个，包括 3 个露天矿、10 个井工矿，煤炭产量达到 1.45 亿吨，比 2010 年增加 4500 万吨。

图表 5：平朔矿区煤炭产量规划



来源：公司网站，齐鲁证券研究所

- 其中东露天矿是目前平朔矿区在建的大型露天矿，地质储量 20.34 亿吨，设计煤炭产能 2000 万吨，预计将在 2011 年 10 月份投产。
- 小回沟煤矿公司整合收购矿井，公司股权占比 55%，目前处于技改状态。煤质为优质瘦煤和贫瘦煤，用于炼焦配煤。地质储量 4.78 亿吨，技改后产能将达到 300 万吨。预计在 2012 年投产。

离柳矿区（华晋）焦煤产量将快速增长，盈利能力有望大幅上升

- 根据中煤与山西焦煤集团于 2011 年 5 月份签订的有关华晋焦煤派生分立方案，增资扩股后：（1）王家岭矿将分离出华晋焦煤并成立分公司，中煤持股 51%，山西焦煤持股 49%；（2）华晋焦煤则由山西焦煤集团控股 51%，中煤参股 49%。

- 王家岭矿位于山西省乡宁县和河津市境内，地质储量 23.42 亿吨，可采储量 10.36 亿吨。煤种为中灰、低硫、特低磷的优质瘦煤，是极好的炼焦配煤。项目包括设计生产能力 600 万吨/年的矿井、入洗原煤 600 万吨/年的选煤厂、2×5 万千瓦的综合利用电厂（热电联供）和铁路专用线构成的循环经济综合建设项目。目前处于在建状态，由于“3.28”透水事故项目建设进度受到延误，预计在 2012 年投产。

- 华晋焦煤目前煤矿资产包括沙曲矿和 7 个整合煤矿。

煤沙曲矿位于山西省吕梁市柳林县境内，地质储量 22.52 亿吨，可采储量 12.76 亿吨，煤种主要为低灰、低硫、特低磷、高发热量、强粘结性的优质主焦煤。目前已注册“华晋焦煤”品牌，享有“中国瑰宝”之美誉。矿井设计生产能力 300 万吨/年，经“一矿变两矿”改扩建工程后，总能力达到 800 万吨/年。目前处于在产状态，但由于瓦斯含量较高，生产波动较大。

在山西省煤炭资源整合中，作为整合主体企业的华晋焦煤公司在吉县、乡宁县共整合 4 个板块 7 座煤矿：吉县明珠煤矿，乡宁韩咀煤矿、吉宁勤海煤矿和毛则渠煤炭有限公司崖坪坑口。整合后储量约 8.6 亿吨，产能 990 万吨/年。

- 看好王家岭矿和华晋焦煤对公司的业绩贡献。考虑各矿井煤质因素，假设王家岭矿、沙曲矿、整合矿的吨煤盈利分别为 300 元、350 元、150 元，按照达产后测算可贡献每股收益 0.16 元。预计在 2013 年可实现。

图表 6：离柳矿区焦煤盈利测算

	王家岭矿	华晋沙曲矿	华晋整合矿
产量（万吨）	600	300	990
吨煤净利（元/吨）	300	350	150
利润（万元）	180,000	105,000	148,500
归属于中煤利润（万元）	91,800	51,450	72,765
合计（万元）	216,015		
股本（万股）	1,325,866		
贡献每股收益（元）	0.16		

来源：齐鲁证券研究所

图表 7：中煤能源主要煤矿产量及预测

煤矿名称	股权占比	煤种	设计产能(万吨)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	备注
平朔矿区		动力煤	9550	8,702	10,388	11000	12050	12750	13250	
其中：安太堡露天矿	100%	动力煤	2500	2,272	2,700	2800	2800	2800	2800	在产
安家岭露天矿	100%	动力煤	1500	2,028	2,304	2400	2400	2400	2400	在产
安家岭1#井工矿	100%	动力煤	1500	1,604	1,552	1550	1600	1700	1700	在产
安家岭2#井工矿	100%	动力煤	1000	1,554	1,682	1600	1600	1700	1700	在产
安太堡井工矿	100%	动力煤	600	674	850	850	850	850	850	在产
井东煤矿	100%	动力煤	450	570	1,300	1300	1300	1300	1300	在产
东露天	100%	动力煤	2000			500	1500	2000	2500	在建，2011年投产
大屯矿区			830.00	861	909	920	940	940	940	在产
其中：姚桥矿	62.43%	1/3焦煤	380	410	445	445	445	445	445	在产
孔庄矿	62.43%	1/3焦煤	180	143	150	160	180	180	180	扩能至180万吨
徐庄矿	62.43%	1/3焦煤	150	175	184	185	185	185	185	在产
龙东矿	62.43%	气煤和气肥煤	120	133	130	130	130	130	130	在产
离柳矿区（华晋）			2390	165	261	300	600	1300	2390	
其中：沙曲矿	49%	主焦煤	800	165	247	300	400	500	800	二期改造800万吨
王家岭矿	51%	瘦煤	600				100	300	600	在建
整合煤矿	25%	焦煤	990				100	500	990	技改
山西东坡煤矿	100%	动力煤	700	186	510	700	800	900	1000	在产
陕西南梁煤矿	55%	动力煤	120	166	185	185	185	185	185	在产
内蒙古母杜柴登煤矿	51%	不粘煤、长焰煤	600					100	300	在建，2009年5月开工
内蒙古纳林河二号矿	51%	长焰煤、不粘煤	800					100	400	在建
山西平朔小回沟煤矿	55%	瘦煤、贫瘦煤、贫煤和无烟煤	300				100	300	300	技改
陕西禾草沟煤矿	50%	气煤	300				100	300	300	技改
上海能源新疆项目										
其中：新疆106煤矿	31.84%	动力煤	180					100	180	技改，2010年3月开工
新疆苇子沟煤矿	50%	不粘煤	300					100	300	技改
新疆松树头煤矿	62%	不粘煤	240						100	在建
铁列克煤矿	50%	动力煤	300							规划
鄂尔多斯煤化工										
葫芦素矿井	38.75%		1200							规划420万吨甲醇、300万吨二甲醚。900万吨原料煤，1500万吨外销，100万吨矸石
门克庆矿井	38.75%		600							
陕汉毛利矿井	38.75%		700							
中煤新疆分公司										
其中：新建煤电化准东	60%	动力煤	2000							规划
伊犁煤电	100%	动力煤	2400							规划
哈密煤业	100%	动力煤	2000							规划
合计			16310	10080	12253	13105	14775	17075	19645	
权益合计			13161	9591	11681	12516	13908	15353	16818	
YOY%					21.79%	7.15%	11.13%	10.39%	9.54%	

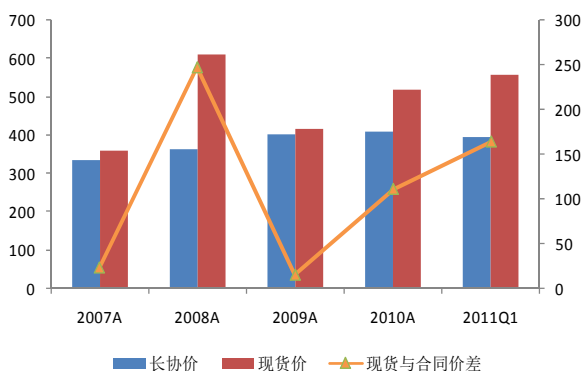
来源：齐鲁证券研究所

煤炭销售价格继续上涨：结构优化与现货比例提高

- 煤价走势的大方向：根据我们对未来两年煤炭行业景气的判断，2012~2013 年煤炭景气仍然维持高位，在需求和成本的共同推动下，煤价仍将继续上涨。
 - 2011 年公司合同煤受到限价影响，若通胀回落，销售电价上调将为公司合同煤价格上涨提供契机。
- 除了煤价的行业性上涨之外，我们认为公司未来煤炭销售价格仍有额外的提升空间，主要有以下几条路径：
 - 2010 年下半年以来，由于地质结构的原因，平朔矿区的煤炭品质出现下降，导致煤炭销售价格受到影响。预计在 2011 年下半年开始，煤质有望改善，煤炭价格有望恢复性提升。

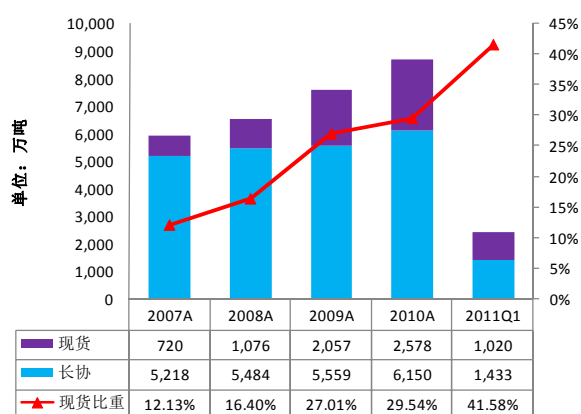
- 销售结构优化,焦煤比重将会提高。目前,公司焦煤产量主要来自于大屯矿区。随着王家岭矿以及小回沟煤矿的投产,焦煤占比将大幅提升,从而推动煤炭销售均价上涨。按原煤计算,焦煤将从目前的 9.3%提升至 2014 年的 16.95%。
- 现货比例将会提高。公司最近几年来逐步增加现货煤比例,特别是 2011 年一季度,现货煤销售比重从 2010 年的 30%提升至 42%。随着新矿投产,公司现货煤比例将继续提高。今年一季度,现货煤与合同煤价差达到 164 元/吨,预计 7 月份接近 200 元/吨的水平。

图表 8: 中煤能源现货与合同价差



来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 中煤能源现货煤比重快速提升

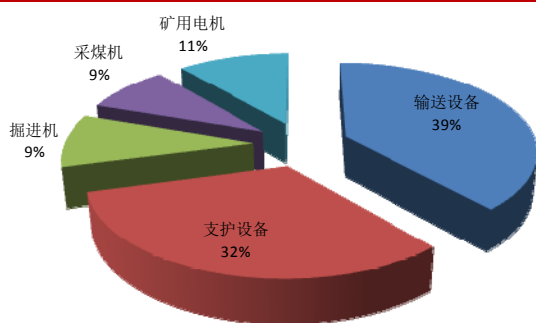


来源: 齐鲁证券研究所

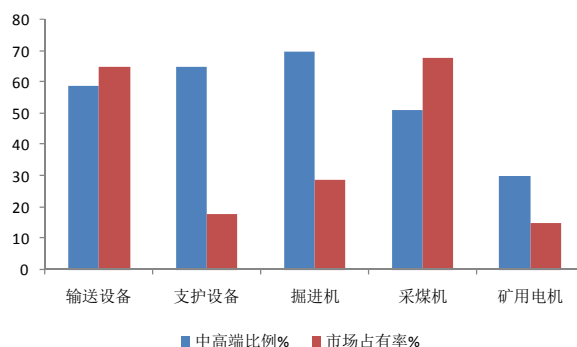
高端煤机装备仍将维持景气高位

- 未来 5 年,我国的煤炭机械装备制造业,特别是高端煤机设备将处于较高景气。煤炭机械服务于煤炭开采行业,主要受益于以下几个方面的需求增长,其中存量设备的更新是主力需求:
 - 新增煤炭产能需求的扩张;
 - 存量设备更新及淘汰落后煤机的需求;
 - 资源整合推动的煤炭机械化率和综采化率的提升;
 - 政策支持、进口替代与出口。
- “十二五”期间煤机装备需求复合增速将在 15~20%之间,由于资源整合、政策扶植等新因素的出现,煤机占煤炭行业固定资产投资额的比重将会进一步提升。根据中国煤炭机械工业协会数据,煤炭行业单位固定资产投资额中 32%用于煤矿设备购置,其中 50%左右直接购置煤炭机械。以此计算,目前煤炭机械行业年产值大约是年煤炭固定资产投资额的 16%。
- 另外,我们认为煤机需求总量测算相对可靠,但是影响需求释放有两个重要因素:
 - 国家政策影响煤机需求。一是煤炭产业政策;二是宏观经济政策。
 - 煤炭配套设施的建设进度:主要是煤炭铁路运输能力的释放。

- 中煤装备符合未来中国煤机的发展趋势：产品成套化、智能化、行业集中化。随着煤炭开采工艺的发展，煤炭生产呈现出智能化、集约化、安全环保的特点，对于煤炭机械设备的协调运行效率要求较高，煤炭机械行业逐渐由“单机制造”向“成套装备供应”转变。
 - 中煤已经形成形成以支架、刮板输送机、采煤机、掘进机、矿用电机为代表的较为完善的综采综掘产品链条，“三机一架”格局完善。
 - 由于成本上升因素，预计 2011 年煤机毛利可能小幅下滑，但利润不会下降，预测 2011~2012 年煤机利润 4.5 亿元和 5.2 亿元。

图表 10：中煤装备主要产品结构


来源：齐鲁证券研究所

图表 11：中高端煤机装备产品市场占有率


来源：齐鲁证券研究所

煤焦化盈利已经触底，盈利正常化仍需时日

- 我们认为，在重组整合的大背景下，中国焦炭行业的发展趋势有望得到改观。焦炭行业性亏损的格局下，焦煤价格的上涨将使得众多中小焦化企业面临生存困境，部分企业将关停或重组，产能利用率将触底反弹，从而带动盈利向正常化方向发展。最终，对于拥有焦煤资源的焦炭企业才有可能坚持到最后。尿素是一个非常典型的产能过剩行业，其产业发展趋势值得思考。
- 目前，山西焦化行业整合力度空前，集中度大幅提升。根据山西焦化行业兼并重组指导意见：“十二五”期间，通过兼并重组，到 2011 年底独立焦化企业保留 150 户左右，总产能控制在 1.4 亿吨，淘汰落后产能 2000 万吨，独立焦化企业户均产能要达到 90 万吨以上，其中兼并重组主体 60 户左右。到 2015 年底独立焦化企业保留 60 户左右，淘汰落后产能 4000 万吨，产能控制在 1.2 亿吨，独立焦化企业户均产能要达到每年 200 万吨以上。目前，山西共有 227 户焦化企业分布在 60 个县区，即今年将有 77 户焦化企业将被兼并，力度与煤炭资源整合极为相似。
- 目前公司焦炭产能 250 万吨，完全达到保留企业的要求，有望受益于山西焦化产业整合以及焦炭期货上市之后的行业定价权提升。
 - 2010 年，公司 25 万吨甲醇产能投产。目前在鄂尔多斯煤化工公司规划的 420 万吨甲醇、300 万吨二甲醚可能在 2015 年左右进入投产期。我们认为，如果看好未来国际煤价，则未来煤化工深加工产品景气回升只是时间问题。

图表 12：中煤能源旗下焦化企业

公司所属焦炭生产企业	所在地	产品种类	产能(万吨)	备注
灵石县中煤九鑫焦化有限责任公司	山西灵石	冶金焦	200	在产
山西省太谷县中煤京达焦化有限公司	山西太谷	铸造焦、冶金焦	50	在产
汾阳市中煤龙聚焦化有限责任公司	山西汾阳	铸造焦	40	关停

来源：齐鲁证券研究所

外延式增长机会：集团资产注入可期

- 根据中煤集团与公司于 2006 年 9 月 5 日签署的《不竞争协议》，未来公司煤炭、甲醇等相关业务在时机成熟将择机注入到上市公司，以解决同业竞争问题。根据公司 2010 年年报显示：中煤集团将在相关项目手续及证照完善后，争取 1-2 年内将中煤进出口公司相关业务注入上市公司，争取 3-5 年内将中煤金海洋公司、中煤龙化公司股权注入上市公司。
 - 2008 年，公司收购中煤集团所属中煤进出口公司持有的山西中煤东坡煤业有限公司 100% 股权，增加煤炭资源 1.58 亿吨和核定生产能力 150 万吨。目前该矿整合后产能向 1000 万吨迈进。
 - 中煤进出口公司在山西朔州、大同地区整合煤炭资源 6.3 亿吨，技改完成后所形成的 8 座煤矿批复煤炭生产能力 780 万吨。目前正在进行技改以及证照办理。
 - 中煤集团控股中煤金海洋公司 60% 股权。该公司在山西朔州地区整合煤炭资源 17.72 亿吨，整合批复共有 8 座生产煤矿，煤炭生产能力 1020 万吨，目前正在进行技改以及证照办理。
 - 中煤龙化公司为中煤集团控股 76.56% 的子公司。煤炭核定生产能力 260 万吨（主要用于制气），甲醇生产能力 14 万吨。长期以来龙化公司盈利能力较弱。目前，该公司所生产的甲醇全部由上市公司统一对外销售。
- 除了上述煤炭和煤化工资产之外，中煤集团在山西朔南矿区和澳大利亚哥伦布规划的两个大项目也将值得关注，其中：
 - 山西朔南矿区资源储量 40 亿吨，动力煤，设计产能 3600 万吨；
 - 澳大利亚哥伦布项目为中煤集团控股 51% 的探矿权资产，资源量 194 亿吨，规划产能 4000 万吨。
- 我们认为，未来的 1-2 年内，公司很可能以现金收购中煤进出口公司和中煤金海洋公司总计 1800 万吨的煤炭产能，增加煤炭储量 12.97%，增加煤炭产能 18%。
 - 一季度末，公司账面货币资产约 285 亿元；
 - 近年来公司经营性现金流稳定增长，2010 年达到每股 0.81 元；
 - 公司的资产负债率一直维持在 30% 左右，显著低于行业平均水平。

图表 13：中煤集团旗下非上市公司的主要煤矿资产

中煤集团下属企业	股权占比	煤种	资源储量 (亿吨)	设计产能 (万吨)	备注
中煤进出口公司整合煤矿	100%	动力煤	6	780	技改
中煤金海洋公司	60%	动力煤	17.72	1020	技改
中煤龙化公司	76.56%	化工煤	4.2	260	在产
朔南矿区	100%	动力煤	40	3600	规划
中煤进出口公司澳洲哥伦 布拉项目	51%	动力煤	194	4000	探矿权

来源：齐鲁证券研究所

盈利有望提升，给予“买入”评级

- 根据上述对公司各项业务的分析和预判，我们认为，中煤能源的盈利增速有望走出低谷步入上升周期。其中最重要的推动力将来自于煤炭产量的稳定增长以及煤炭销售价格仍有较大的提升空间。
- 基于谨慎的原则，我们预测公司 2011~2013 年归属于母公司的净利润分别为 84.81 亿元、107.09 亿元、142.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.64 元、0.81 元和 1.07 元。考虑到业绩增长有望明显改善，我们给予未来 3 年 20 倍 PE 和 2.5 倍 PB，对应目标价格区间 16.80~17.69 元，给予“买入”评级。

图表 14：中煤能源月度经营数据

2011年													
运营指标	1月	2月	3月	4月	5月	6月	6月份同比	1~6月累计同比					
商品煤产量（万吨）	882.0	877.0	831.0	885.0	919.0	797.0	-0.50%	6.48%					
焦炭产量（万吨）	15.0	17.0	17.0	18.0	19.0	17.0	6.25%	-7.21%					
煤矿装置产值（万元）	75129	61675	77764	66847	72931	83653	6.36%	13.33%					
煤炭销售量（万元）	909.0	1122.0	1244.0	1134.0	1095.0	997.0	2.05%	9.57%					
其中：自产煤内销（万	698.0	881.0	903.0	884.0	864.0	749.0	0.81%	9.60%					
自产煤出口（万	3.0	8.0	4.0	7.0	7.0	5.0	-58.33%	-53.42%					
国内贸易（万吨）	146.0	173.0	266.0	192.0	192.0	213.0	16.39%	17.26%					
代理及买断出口	25.0	31.0	47.0	34.0	13.0	22.0	29.41%	-14.85%					
进口（万吨）	37.0	29.0	24.0	17.0	19.0	8.0	-63.64%	25.23%					
2010年													
运营指标	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
商品煤产量（万吨）	835.0	817.0	817.0	781.0	824.0	801.0							
原煤产量（万吨）	1049.0	994.0	1088.0	1008.0	1056.0	1031.0	922.0	975.0	1015.0	1046.0	1088.0	984.0	
焦炭产量（万吨）	22.0	26.0	8.0	18.0	21.0	16.0	13.0	15.0	15.0	17.0	16.0	19.0	
煤矿装置产值（万元）	56070	51164	64281	69274	67030	78649	55782	56717	55891	46789	58417	56394	
煤炭销售量（万元）	712.0	875.0	1063.0	979.0	1327.0	977.0	888.0	983.0	935.0	932.0	1124.0	926.0	
其中：自产煤内销（万	643.0	747.0	831.0	713.0	866.0	743.0	773.0	708.0	695.0	749.0	755.0	617.0	
自产煤出口（万	7.0	11.0	17.0	12.0	14.0	12.0	4.0	24.0	13.0	11.0	8.0	8.0	
国内贸易（万吨）	15.0	81.0	157.0	205.0	367.0	183.0	87.0	205.0	171.0	151.0	266.0	176.0	
代理及买断出口	35.0	27.0	36.0	25.0	62.0	17.0	17.0	46.0	51.0	1.0	24.0	26.0	
进口（万吨）	12.0	9.0	22.0	24.0	18.0	22.0	7.0	0.0	5.0	20.0	71.0	99.0	

来源：齐鲁证券研究所

图表 15：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)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	51,465	53,730	71,268	81,046	95,913	117,954	货币资金	37,389	37,286	30,041	34,967	41,036	52,218
增长率	39.76%	4.4%	32.6%	13.7%	18.3%	23.0%	应收款项	6,395	6,694	10,167	9,717	11,547	14,476
营业成本	-29,840	-34,460	-47,449	-53,013	-61,114	-70,933	存货	4,171	4,978	6,215	6,906	7,790	9,029
% 销售收入	58.0%	64.1%	66.6%	65.4%	63.7%	60.1%	其他流动资产	3,064	1,914	2,277	3,182	3,121	3,602
毛利	21,624	19,269	23,819	28,034	34,799	47,021	流动资产	51,019	50,873	48,700	54,772	63,494	79,326
% 销售收入	42.0%	35.9%	33.4%	34.6%	36.3%	39.9%	% 总资产	53.9%	46.4%	40.3%	40.5%	42.2%	45.9%
营业税金及附加	-1,249	-919	-1,175	-1,337	-1,583	-1,946	长期投资	3,344	4,193	6,513	6,513	6,513	6,513
% 销售收入	2.4%	1.7%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	30,422	36,409	43,968	47,667	50,839	53,199
营业费用	-7,188	-7,396	-9,028	-10,536	-12,469	-15,334	% 总资产	32.1%	33.2%	36.4%	35.3%	33.8%	30.8%
% 销售收入	14.0%	13.8%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%	无形资产	9,710	17,920	21,279	25,810	29,201	33,607
管理费用	-2,577	-2,739	-3,327	-3,647	-4,796	-5,898	非流动资产	43,660	58,808	72,115	80,345	86,908	93,674
% 销售收入	5.0%	5.1%	4.7%	4.5%	5.0%	5.0%	% 总资产	46.1%	53.6%	59.7%	59.5%	57.8%	54.1%
息税前利润 (EBIT)	10,611	8,215	10,289	12,513	15,952	23,843	资产总计	94,679	109,681	120,815	135,117	150,402	172,999
% 销售收入	20.6%	15.3%	14.4%	15.4%	16.6%	20.2%	短期借款	787	990	1,422	1,026	1,026	1,026
财务费用	525	452	-109	-251	-252	-160	应付款项	10,049	13,124	15,449	17,244	20,119	24,081
% 销售收入	-1.0%	-0.8%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	其他流动负债	2,057	1,649	2,719	3,144	3,466	4,032
资产减值损失	-214	-30	-239	0	0	0	长期投资	12,893	15,763	19,590	21,415	24,611	29,139
公允价值变动收益	-1,406	-5	5	0	0	0	长期贷款	10,194	11,287	10,716	13,716	13,716	13,716
投资收益	160	393	-96	138	149	146	其他长期负债	3,464	4,777	4,990	4,990	4,990	4,990
% 税前利润	1.6%	4.3%	-	1.1%	0.9%	0.6%	负债	26,551	31,827	35,296	40,121	43,317	47,845
营业利润	9,675	9,026	9,850	12,400	15,848	23,829	普通股股东权益	63,468	68,429	73,347	81,918	92,627	106,865
营业利润率	18.8%	16.8%	13.8%	15.3%	16.5%	20.2%	少数股东权益	4,659	9,424	12,082	13,079	14,459	18,289
营业外收支	297	175	372	237	270	263	负债股东权益合计	94,679	109,680	120,815	135,117	150,402	173,000
税前利润	9,972	9,201	10,222	12,637	16,118	24,093	比率分析						
利润率	19.4%	17.1%	14.3%	15.6%	16.8%	20.4%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-2,322	-2,107	-2,651	-3,159	-4,029	-6,023	每股指标						
所得税率	23.3%	22.9%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益 (元)	0.514	0.499	0.521	0.640	0.808	1.074
净利润	7,650	7,093	7,571	9,478	12,088	18,069	每股净资产 (元)	4.787	5.161	5.539	6.178	6.986	8.060
少数股东损益	839	471	662	997	1,380	3,831	每股经营现金净流 (元)	0.752	0.798	0.810	1.139	1.338	1.792
归属于母公司的净利润	6,812	6,622	6,909	8,481	10,709	14,239	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	13.2%	12.3%	9.7%	10.5%	11.2%	12.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.73%	9.68%	9.41%	10.35%	11.56%	13.32%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	7.19%	6.04%	5.72%	6.28%	7.12%	8.23%
净利润	7,650	7,093	7,571	9,478	12,088	18,069	投入资本收益率	20.31%	12.22%	11.73%	13.01%	15.31%	21.03%
少数股东损益	0	0	0	997	1,380	3,831	增长率						
非现金支出	2,323	3,457	4,521	4,191	4,736	5,431	营业总收入增长率	39.76%	4.40%	32.64%	13.72%	18.34%	22.98%
非经营收益	826	-561	116	335	367	377	EBIT 增长率	74.85%	-22.58%	25.24%	21.62%	27.48%	49.47%
营运资金变动	-824	585	-1,472	1,100	543	-121	净利润增长率	31.72%	-2.78%	4.33%	22.75%	26.27%	32.96%
经营活动现金净流	9,976	10,574	10,736	16,100	19,114	27,586	总资产增长率	63.35%	15.84%	10.15%	11.84%	11.31%	15.02%
资本开支	8,203	8,906	12,263	12,184	11,029	11,933	资产管理能力						
投资	-1,655	-1,805	-4,411	0	0	0	应收账款周转天数	28.0	26.2	20.0	26.4	25.1	24.4
其他	-21,106	5,917	18,743	138	149	146	存货周转天数	46.5	48.5	43.1	47.4	46.3	46.3
投资活动现金净流	-30,965	-4,794	2,069	-12,046	-10,880	-11,787	应付账款周转天数	65.7	65.7	57.2	64.7	63.3	62.7
股权募资	25,901	440	951	0	0	0	固定资产周转天数	137.6	164.7	140.6	127.1	106.6	84.4
债权募资	762	1,227	-267	2,604	0	0	偿债能力						
其他	-2,067	-2,707	-3,194	-735	-786	-786	净负债/股东权益	-39.20%	-32.12%	-20.93%	-21.29%	-24.55%	-29.94%
筹资活动现金净流	24,596	-1,040	-2,510	1,869	-786	-786	EBIT 利息保障倍数	-20.2	-18.2	94.4	49.9	63.2	149.1
现金净流量	3,607	4,740	10,294	5,923	7,449	15,013	资产负债率	28.04%	29.02%	29.22%	29.69%	28.80%	27.66%

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