

2011 年 8 月 4 日

永泰能源

产量快速释放，12 年进入业绩释放期

A

未有评级

600157.SS - 人民币 17.20

公司未来 3 年产量有望快速释放，2011-13 年焦煤产量的复合增长率预计为 76%。此外，公司在陕西和新疆有储备基地，并在山西积极寻找新的整合项目。我们预计其在 2012 年会有新的收购项目。公司今年上半年业绩受财务费用拖累，我们预计公司 2012 年的财务费用将得到有效控制。我们看好公司未来的成长性及收购进度超预期的可能性。公司目前在准备非公开发行事宜，拟融资不超过 49 亿元；母公司承诺认购不低于 10 亿元的股份。我们预计公司的股价会在确定增发价格后有不错表现。

主要发现

- 公司上半年财务费用 1.35 亿元，相当于每生产一吨煤需要支付 206 元的财务费用。我们预计公司 2011 年财务费用在 3.3 亿元左右。公司目前融资成本较高，部分信托利率高达 9% 以上。我们认为公司可以通过发行公司债，以利率 6% 左右的公司债替代利润较高的信托产品。如果公司 2012 年的财务费用与 2011 年持平，而产量翻番，则公司每生产一吨煤需要支付的财务费用将同比下降 118 元/吨，相当于吨煤净利可以提升 88 元/吨。
- 公司计划 3 年实现焦煤产能 700 万吨，5 年实现焦煤产能 1,000 万吨，10 年实现煤炭产能 3,000 万吨。考虑本次非公开发行的标的资产，我们预计公司 2011-13 年的原煤产量分别为 160 万吨、374 万吨和 515 万吨，复合增长率为 76%。
- 本次非公开完成后，公司将获得陕西榆林亿华矿业 70% 的探矿权。我们预计亿华矿业将在 2012 年获得采矿权，在 2015 年建成投产。
- 本次非公开完成后，公司将获得新疆双安矿业 100% 的权益。双安矿业为整合矿井，产能 120 万吨/年，煤种为配焦煤。公司计划以该矿为中心展开收购，未来在新疆实现 1,000 万吨/年。
- 公司在山西的煤矿均为焦煤矿，矸石含量为 30% 多。我们认为公司未来可以上一套选煤系统，在井下选出 10% 的矸石；剩下的 20% 通过洗煤厂洗掉。公司在井下选出部分矸石，有利于税费的节省以及洗出率的提高。
- 公司本次的非公开发行，母公司承诺认购不低于 10 亿元的股份。我们预计公司的股价会在确定增发价格后有不错表现。

风险因素

- 根据万得统计，截至 8 月 3 日，按照公司目前的股本，公司 2012 年的市盈率为 15 倍。我们预计公司非公开发行完成后，2012-13 年的每股收益为 0.76 元和 1.22 元，折合市盈率 21 倍和 14 倍。对于一个高速成长的公司，估值并不贵。

图表 1. 投资摘要-市场预期

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	2,188	2,795	1,291	7,002	-
变动 (%)	16	28	(54)	442	-
净利润 (人民币 百万)	22	132	256	339	-
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.085	0.447	0.452	1.147	-
变动 (%)	749	509	94	32	-
市盈率 (倍)	228	52	38	15	-

资料来源: 万得资讯

沈涛

(8610) 6622 9097

tao.shen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040001

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	12	1	1	11
相对新华富时 A50 指数 (%)	17	6	11	16

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	568
流通股 (%)	79
流通股市值 (人民币 百万)	7,718
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	66
净负债比率 (%) (2011E)	134
主要股东 (%)	
永泰控股	39

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

预计 2011-13 年焦煤产量复合增长率 76%

公司原名为鲁润股份，2009 年借壳上市，目前的收入全部来自煤炭业务。本次非公开完成后，公司将拥有规划产能 1,260 万吨/年；在山西灵石控股或参股 9 个焦煤矿，总核定产能 540 万吨/年；在陕西拥有亿华矿业的探矿权，规划产能 600 万吨/年；在新疆拥有气煤矿双安矿业，核定产能 120 万吨/年。

公司 2011-13 年的盈利主要来自山西的 9 个焦煤矿，其中荡荡岭煤矿和冯家坛煤矿已经达产，其他 7 个煤矿正在技改中。我们预计 2012 年上半年，华瀛孙义、华瀛集广、华瀛柏沟和华瀛金泰源等 4 个煤矿将会投产。考虑本次非公开的项目，我们预计公司 2011-13 年的原煤产量分别为 160 万吨、374 万吨和 515 万吨，复合增长率为 76%；权益产量分别为 143 万吨、310 万吨和 440 万吨，复合增长率为 61%。

公司正在筹备非公开发行，尚未获得证监会批复。本次非公开发行拟以不低于 15.50 元/股，发行不超过 3.16 亿股，融资不超过 49 亿元：用以收购银源安苑、银源新生、亿华矿业和双安矿业等四个煤矿。母公司永泰控股承诺将认购不少于 10 亿元的股份。非公开完成后，公司的总股本可能增加 56% 至 8.8 亿股。

图表 2. 公司控股及参股煤矿

矿井名称	主要煤种	保有储量 (万吨)	产能 (万吨/年)	持股比例	产量(万吨)		
					2011E	2012E	2013E
华瀛荡荡岭	焦煤	1,286	60	100%	60	60	60
华瀛冯家坛	焦煤	1,008	45	100%	45	45	45
华瀛金泰源	焦煤、肥煤	3,620	90	90%		50	90
华瀛孙义	焦煤、肥煤	3,279	60	51%		40	60
华瀛集广	焦煤、肥煤	2,991	60	51%	35	40	60
华瀛柏沟	焦煤、肥煤	3,576	60	51%		40	60
银源安苑*	焦煤、肥煤	2,566	60	100%	15	50	60
银源新生*	焦煤	3,217	60	100%		40	60
亿华矿业*	长焰煤、不粘煤、弱粘煤	114,368	600	70%			
双安矿业*	气煤	4,456	120	100%	5	9	20
华瀛致富	焦煤	2,773	45	49%			45
总计		143,140	1,260		160	374	515

资料来源：公司数据，中银国际研究

注：银源安苑、银源新生、亿华矿业、双安矿业为公司正在筹备的非公开项目的标的资产

公司计划 5 年实现焦煤产能 1,000 万吨/年

公司 2011 年提出：计划 3 年实现焦煤产能 700 万吨，5 年实现焦煤产能 1,000 万吨，10 年实现煤炭产能 3,000 万吨。

根据《山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导小组办公室文件》，灵石县整合后的产能为 2,895 万吨/年。我们预计公司将在 2012 年继续通过收购，逐步实现其 1,000 万吨/年焦煤产能的目标。

陕西和新疆为公司的后备基地

亿华矿业煤质较好，发热量 7,000-8,000 大卡，储量为 8 亿吨。亿华矿业正在积极申请 600 万吨/年产能的采矿权，我们预计其将在 2012 年获得批复，在 2015 年建成投产，且未来有可能将产能提升至 1,000 万吨/年。

双安矿业产能 120 万吨/年，煤种为配焦煤。我们预计其 2011-12 年的产量为 5 万吨和 9 万吨。公司计划以该矿为中心，收购周边煤矿，在新疆实现 1,000 万吨/年。

规划电力装机容量 700 万千瓦

公司规划建成江苏沛县 2 台 120 万千瓦大型超超临界燃煤机组、晋陕蒙 4 台 100 万千瓦大型超超临界煤矿坑口燃煤机组和新疆东部 4 台 15 万千瓦热电机组。公司计划到 2020 年末形成 700 万千瓦的发电能力。

其中，新疆东部和晋陕蒙的机组分别为双安矿业和亿华矿业的本地转化项目。鉴于公司目前的财务压力较大，缺乏资金，我们预计公司电力业务的发展速度会比较慢。

2011 年上半年业绩受财务费用拖累

公司 2011 年 1-6 月净利润同比增长 79%至 1.12 亿元，折合每股收益 0.20 元。公司第 1 和第 2 季度的每股收益分别为 0.15 元和 0.05 元。2 季度环比下降 65%，主要是由于 1 季度处置长期应付款所形成的收益。

公司上半年原煤产量 65 万吨，入洗煤炭 34 万吨(含自产煤 26 万吨和外购煤 8 万吨)，洗出洗精煤 21 万吨，精煤洗出率为 62%。公司 2011 年计划全年生产原煤 150 万吨，精煤 70 万吨。我们预计公司下半年原煤产量和洗精煤数量分别为 85 万吨和 49 万吨。

公司在灵石的煤矿均为焦煤矿，因而售价较高。公司上半年商品煤售价 751 元/吨，商品煤成本 284 元/吨，吨煤毛利为 468 元/吨，吨煤净利 179 元/吨。

公司上半年财务费用 1.35 亿元，相当于每生产一吨煤需要支付 206 元的财务费用。其中公司 2 季度财务费用 1 亿元，我们预计公司 2011 年的财务费用 3.3 亿元左右。

2012 年吨煤盈利能力尚有提升空间

- 1) **通过洗选系统提高煤质。**公司在山西的煤矿均为焦煤矿，矸石含量为 30% 多。我们认为公司未来可以上一套选煤系统，在井下选出 10% 的矸石；剩下的 20% 通过洗煤厂洗掉。在井下选出部分矸石，有利于税费的节省以及洗出率的提高。我们预计每选掉一吨矸石的税费节省为 68 元；洗出率每提高一个百分点，将会增加吨煤盈利 11 元。
- 2) **通过发行公司债降低融资成本。**公司目前融资成本较高，部分信托利率高达 9% 以上。我们认为公司可以通过发行公司债，以 6% 左右的公司债利率替代较高的信托产品。而且，公司非公开发行不超过 49 亿元后，净资产将大幅提高，有利于公司发行较多的公司债。

如果公司 2012 年的财务费用与 2011 年持平，则公司每生产一吨煤需要支付的财务费用将同比下降 57% 或 118 元/吨，相当于吨煤净利可以提升 88 元/吨，较其 2011 年上半年吨煤净利提升 50%。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371