

煤炭开采 II

冀中能源 (000937.SZ) / 27.17 元

未来三年业绩平均增速 30%

事项

2011 年上半年公司营业收入 193.93 亿，同比增长 20.7%；营业成本 146.85 亿，同比增长 19.4%。利润总额 23 亿，同比增长 32%；归属上市公司股东净利润 16.7 亿，同比增长 28.29%。EPS 为 0.72 元。

主要观点

收入增长主要由煤炭产销量增长贡献，成本增长主要有煤炭贸易量增长所致。由于煤炭贸易业务毛利率较低，对整体利润贡献不大，公司利润主要有煤炭生产业务贡献。

资产注入障碍已消除，注入空间巨大。集团 2010 年产量 7300 万吨，相比 2009 年大幅增长 73%，是上市公司的 2.35 倍，注入空间巨大。集团计划 2011 年产量达亿吨，“十二五”规划目标 1.5 亿吨，年复合增长率 15%。

不考虑资产注入，内生复合增长 8% 左右。本部增量未来主要来自榆树沟矿，核定产能 120 万吨，预计 2013 年投产；山西整合产能 450 万吨，远景整合成千万吨级；内蒙整合产能 180 万吨，未来扩张至 270 万吨，2013 年开始释放增量。

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.55、2.00、2.24 元，同比增速分别为 50%，28%，12%，平均为 30%；对应的 PE 分别为 17.5 倍、13.6 倍、12.1 倍。

维持“强烈推荐”评级，包括以下几点理由：

- (1) 集团公司的快速发展以及支持。
- (2) 龙头焦煤公司的风范俨然。
- (3) 公司成本控制的能力以及由此带动的可能的业绩超预期增长。
- (4) 业绩弹性较大。

风险提示

技改和收购项目进展慢于预期

证券分析师：韩振国
执业编号：S0850200010364
Tel：02150582528
Email：hanzhenguo@hczq.com
证券分析师：高羽
执业编号：S1060209070152
Tel：075582027732
Email：gaoyu@hczq.com

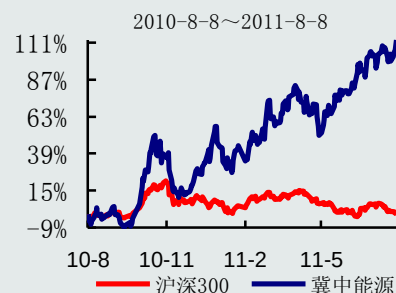
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	231288
流通 A 股/B 股(万股)	157591/0
资产负债率(%)	52.27
每股净资产(元)	11.05
市盈率(倍)	77.89
市净率(倍)	2.54
12 个月内最高/最低价	52.29/21.62

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《龙头焦煤公司 快速增长可望》

2011-06-24

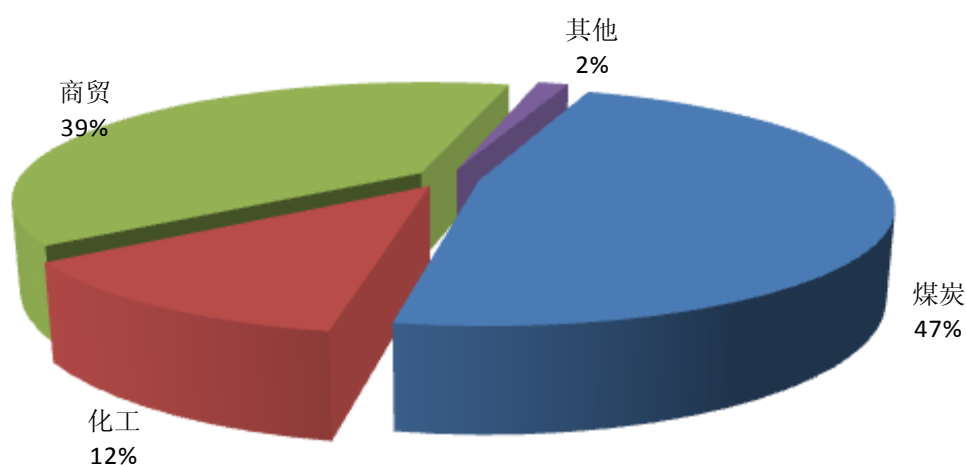
一、煤炭产销量增加贡献收入增长，毛利率提高不明显

收入增长主要由煤炭产销量增长贡献，成本增长主要有煤炭贸易量增长所致。2011 年上半年公司营业收入 193.93 亿，同比增长 20.7%；营业成本 146.85 亿，同比增长 19.4%。

自产煤炭业务收入 149 亿，同比增加 15.76 亿（11.83%），贡献营业收入增长的 47%，煤炭贸易业务收入 13 亿，同比增加 12.9 亿，贡献收入增长的 39%。参考图表 1。

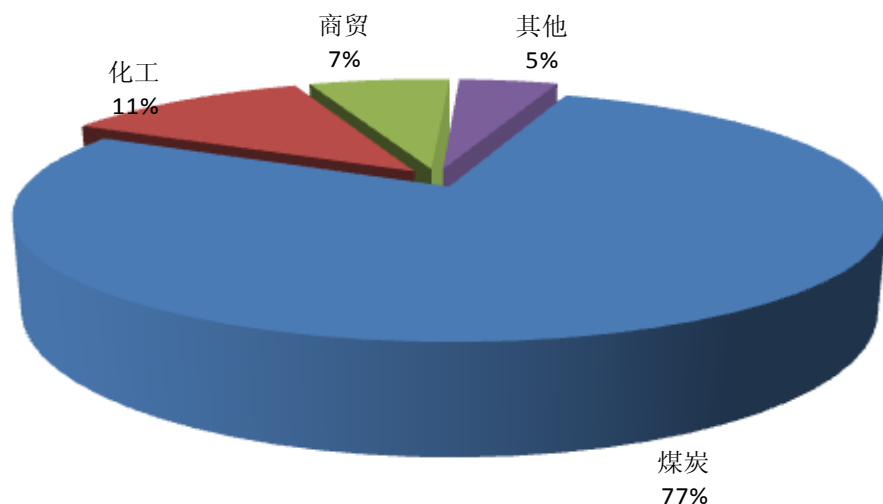
上半年公司生产原煤 1750.02 万吨，同比增加 171.02 万吨，增幅 10.83%；生产精煤 1027.61 万吨（外购煤入洗 697.36 万吨，自产煤入洗 1262.83 万吨），同比增加 81.61 万吨，增幅 8.67%，其中，冶炼精煤 703.32 万吨，喷吹精煤 66.42 万吨，无烟精煤 258.03 万吨。

图表 1 营业收入增长贡献构成



数据来源：公司公告，华创证券

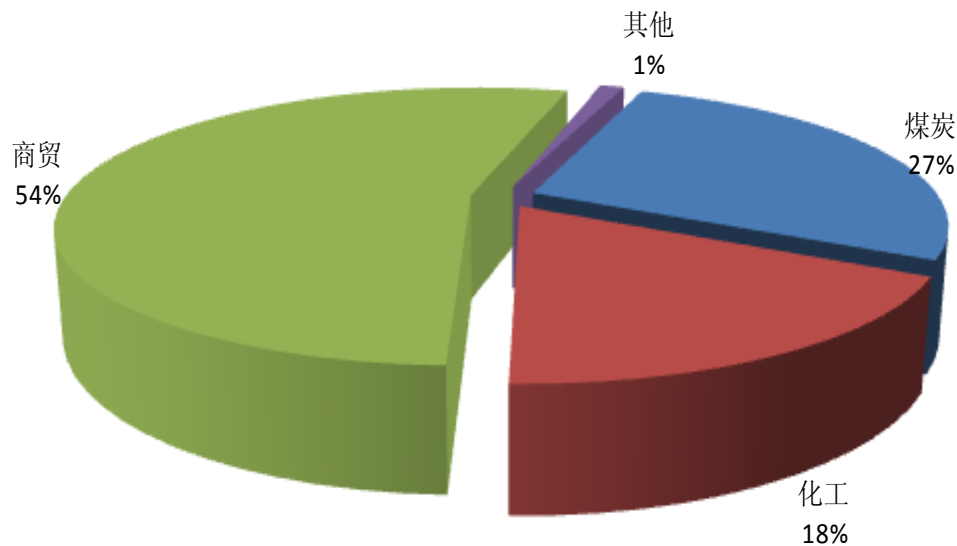
图表 2 2011 上半年公司收入构成



数据来源：公司公告，华创证券

营业成本上升主要由煤炭贸易业务成本上升所致。上半年公司为了保障重点客户的用煤需求，提高市场占有率，加大了煤炭贸易业务量，外购煤炭价格随行就市，故成本很高。煤炭贸易业务成本增加占总成本增量的 54%。参考图表 3。

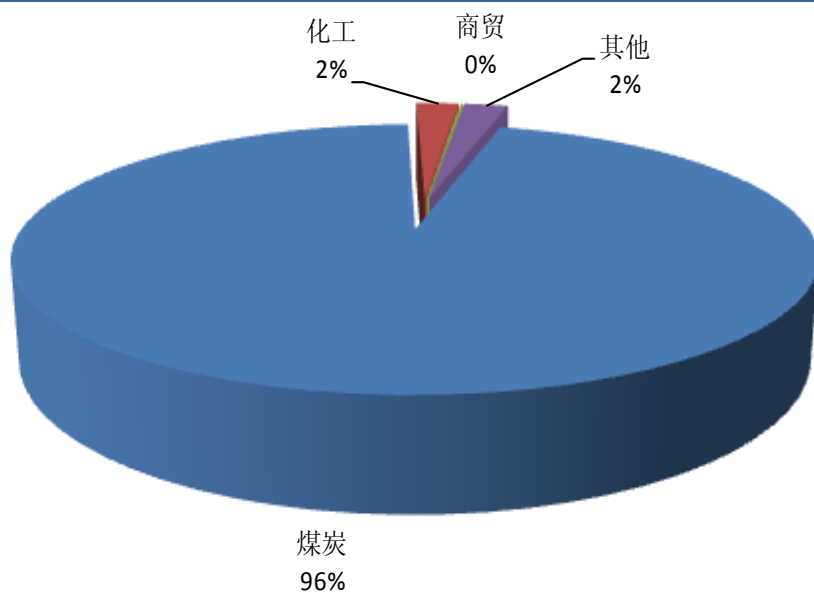
图表 3 2011 年上半年营业成本增长贡献分析



数据来源：公司公告，华创证券

由于煤炭贸易业务毛利率较低，对整体利润贡献不大，公司利润主要有煤炭生产业务贡献。煤炭贸易业务毛利率比去年同期下降 2.35 个百分点至 0.41%，虽然煤炭业务毛利率上涨 3.41 个百分点至 30.15%，综合毛利率只有略微提高 0.83 个百分点至 24.28%。参考图表 4、5。

图表 4 公司毛利润构成



数据来源：公司公告，华创证券

图表 5 分产品营业收入成本毛利率情况

分产品	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率	营业收入同比	营业成同比	毛利率变化值
煤炭	149.01	104.09	30.15%	11.83%	6.62%	3.41%
化工	22.70	21.65	4.59%	21.95%	24.46%	-1.92%
商贸	13.05	13.00	0.41%	9,687.15%	9,923.59%	-2.35%
合计	193.93	160.67	24.28%	20.70%	19.40%	0.83%

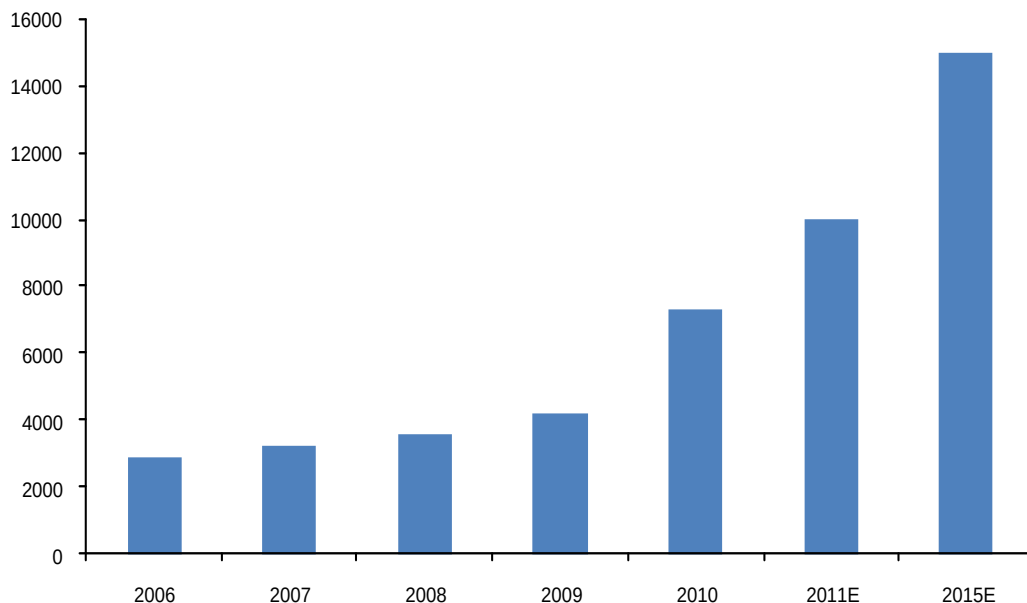
数据来源：公司公告，华创证券

二、资产注入障碍已消除 公司可望获得集团公司强力支持

以股份公司股权置换信达持有的峰峰集团股权，消除资产管理公司股权问题。冀中能源集团以上市公司 2.85%的股权置换信达持有峰峰集团 14.89%的股权（对应上市公司股权 2.85%），冀中集团持有峰峰集团的股权增加 14.89%至 94.68%。公司资产注入的进程预计将加快。

集团 2010 年产量 7300 万吨，相比 2009 年大幅增长 73%，是上市公司的 2.35 倍，注入空间巨大。集团计划 2011 年产量达亿吨，“十二五”规划目标 1.5 亿吨，年复合增长率 15%。参考图表 6。

图表 6 集团未来产量快速增长



数据来源：公司公告，华创证券

2009 年集团将部分煤炭资源注入上市公司后，集团主要的剩余资产有峰峰集团的九龙矿，邯矿集团的北掌矿、赤峪煤矿，张矿集团的牛西矿业、张家梁煤矿、官板乌素煤矿。根据公司在 2009 年注入资产时的承诺，在相关证照完善后这些资产也将陆续注入上市公司。

其中，九龙矿（150 万吨）短期内无法恢复生产；北掌矿仅有探矿权，且正在筹建，尚不具备开采能力；赤峪煤矿仅有探矿权，正在建井；张矿集团的 3 矿正在技改，牛西矿业技改至 60 万吨、张家梁煤矿技改为 120 万吨、官板乌素煤矿技改至 120 万吨产能。参考图表 7。

图表 7 集团托管资产状况（万吨）

集团剩余资产情况		储量	产能	状态	储采
集团受托经营矿井合计		20902	1097		
其中：峰峰集团		9236	754		12
九龙矿	原煤开采	6300	150	短期内无法恢复生产	30
羊渠河矿	原煤开采	179	130	可采储量少，正在申请破产	1
薛村矿	原煤开采	795	145	可采储量少，正在申请破产	4
黄沙矿	原煤开采	553	80	可采储量少，正在申请破产	5
小屯矿	原煤开采	149	80	可采储量少，正在申请破产	1
邯郸市孙庄采矿有限公司	煤炭开采、销售	167	25	可采储量少、生产规模小	5
邯郸市牛儿庄采矿有限公司	煤炭开采、销售	640	63	低效、可采储量少	7
邯郸市大力矿业有限公司	原煤采掘	110	30	低效、可采储量少	3
邯郸通顺矿业有限公司	原煤开采销售	318	45	低效、可采储量少	5
邯郸市利泰实业有限责任公司	原煤开采	26	6	低效、可采储量少	3
其中：邯矿集团		1213	72		17
冀中能源邯矿矿业集团康城矿		429	35	低效、可采储量少	9
冀中能源邯矿矿业集团阳邑	煤炭开采、销售	33	7	低效、生产规模小	3
邯矿矿业集团亨健矿业有限公司	无烟煤	751	30	低效、生产规模小	18
邯矿矿业集团北掌矿业	北掌煤田仅有探矿权，筹建中，不具备开采能力，暂保留在邯矿				
山西金地煤焦有限公司	精煤、水泥，仅有探矿权，正在建井，暂保留在邯矿				
其中：张矿集团		10453	271		39
河北金能张矿集团怀来矿业		133	30	可采储量少	3
邯矿矿业集团蔚县长城矿业		466	90	可采储量少	4
冀中能源张矿集团康保矿业		440	69	可采储量少	5
张家口市涿鹿煤矿		1085	36	低效	22
张家口矿业集团牛西矿业（筹）		1044	6	已停产，拟进行技改为 60 万吨/年的矿井	
鄂尔多斯市张家梁煤炭		3487	20	已停产，拟进行技改为 120 万吨/年的矿井	
内蒙准格尔旗特弘煤炭官板乌素矿		3799	20	已停产，拟进行技改为 120 万吨/年的矿井	

数据来源：公司公告，华创证券

根据冀能集团的 2010 年中期票据发行募集书，目前冀能集团主要的在建矿井如下，其中磁西一号矿（峰峰）、山西文水赤峪矿（邯矿）、段王矿技改都已经获得了政府的核准，具备了注入的基本条件；而其他煤矿暂时还没有获得核准，需要先完善手续再考虑向上市公司注入。

其中，磁西一号矿（180 万吨）、赤峪矿（300 万吨）正在开展前期工作，段王（180 万吨）技改已获批复。其他项目正自办理审批手续。参考图表 8。

图表 8 集团主要在建筹建矿井

所属公司	矿井	规模（万吨/年）	煤种	其他
峰峰集团	磁西一号井	180	主焦煤	获批开展前期工作
邯矿集团	山西文水赤峪矿	300	主焦煤	获批开展前期工作
冀中能源	段王矿技改	180	炼焦煤	已获山西煤管局批复
冀中能源	张家口榆树沟矿	120	褐煤	办理前期审批手续
峰峰集团	查干淖尔一号井	800	褐煤	办理前期审批手续
邢矿集团	鄂尔多斯城梁矿	600	动力煤	办理前期审批手续
冀中能源	股份西庞矿洗煤厂	150	炼焦煤	办理前期审批手续
合计		2330		

数据来源：公司公告，华创证券

三、不考虑资产注入，内生增长 8%左右

公司现有产能 3000 万吨。不考虑资产注入，公司内生增长一般，未来几年复合增长率 8% 左右。本部增量未来主要来自榆树沟矿，核定产能 120 万吨，预计 2013 年投产；山西整合产能 450 万吨，远景整合成千万吨级，内蒙整合产能 180 万吨，未来扩张至 270 万吨，2013 年开始释放增量。

图表 9 公司本部及 2009 年注入煤矿产量稳定（万吨）

	煤种	核定产能	权益	可采储量	2011E	2012E	2013E
本部现有煤矿							
东庞矿井	1/3 焦煤	280	100%	1.01	450	450	450
邢东矿井	1/3 焦煤	116	100%	0.58	116	116	116
葛泉矿井	焦煤、瘦煤	125	100%	0.23	125	125	125
章村矿井	无烟煤	120	100%	0.11	120	120	120
显德汪矿井	贫煤	155	100%	0.64	172	172	172
邢台矿井	1/3 焦煤	195	100%	0.33	200	200	200
葛泉东矿井	焦煤、瘦煤	45	100%				
现有煤矿产量小计		1036			1183	1183	1183
资产注入煤矿							
峰峰集团							
大淑煤矿	无烟煤	125	100%	0.2274	180	180	180
万年矿	无烟煤	200	100%	0.6355	310	310	310
新三矿	肥煤、焦煤	72	100%	0.1321	71	71	71
梧桐庄矿	肥煤、焦煤	210	100%	0.6012	350	350	350
邯矿集团							
云驾岭矿	无烟煤	157	100%	0.1737	157	157	157
陶一矿	无烟煤	65	100%	0.0763	65	65	65
陶二矿	无烟煤	125	100%	0.4363	125	125	125
郭二庄矿业	无烟煤	150	100%	0.2254	200	200	200
张矿集团							
宣东二号矿	弱粘煤、气煤、1/3 焦	150	100%	0.4127	150	150	150
注入煤矿产量合计		1254			1608	1608	1608

数据来源：公司公告，华创证券

未来增量本部增量未来主要来自榆树沟矿，核定产能 120 万吨，预计 2013 年投产；山西整合产能 450 万吨，远景整合成千万吨级，内蒙整合产能 180 万吨，未来扩张至 270 万吨，2013 年开始释放增量。参考图表 10。

图表 10 未来产量增量

	煤种	产能(万吨)	权益	可采储量 (万吨)	2011E (万吨)	2012E (万吨)	2013E (万吨)
榆树沟（前期）		120	90%	1.14			90
技改煤矿							
段王煤化	瘦煤、贫瘦	90	72%	3	270	270	270
段王煤化集团	平安煤业	90	51%	0.2298	90	90	90
	友众煤业	90	51%		90	90	90
天泰煤业	贫煤	90	70%	1.15	20		
张家口洁源煤矿		180	90%	1.4	120	180	180
刑北煤矿		15	51%		20	20	20
西庞煤矿		40			40	80	100
技改合计					650	730	750
内蒙冀中能源投资公司							
妩媚牛煤矿	不黏煤	120	51%	0.9191		120	210
乾新煤业	长焰煤	60	100%	0.5423	60	60	60
内蒙合计					60	180	270

数据来源：公司公告，华创证券

四、估值适中，快速发展可期，维持“强烈推荐”

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.55、2.00、2.24 元，同比增速分别为 50%、28%、12%，平均为 30%；对应的 PE 分别为 17.5 倍、13.6 倍、12.1 倍。

对于公司的主要业务我们有如下假设：

图表 11 公司业务分析和预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	备注
原煤产量（万吨）	2589	3102	3501	3701	3901	
商品煤销量（万吨）	2149	2575	3326	3532	3668	未来三年的商品煤率约 95%
其中：原煤销量（万吨）	262	390	1000	1000	1000	
洗精煤（万吨）	1308	1789	1904	2072	2184	精煤洗出率 56%
洗混煤（万吨）	202	260	277	301	317	
煤泥（万吨）	100	137	146	158	167	
煤炭价格 （元/吨）						
原煤		398	440	470	500	
洗精煤		1066	1190	1280	1350	
洗混煤		261	280	290	300	
煤泥		150	160	170	180	
煤炭业务收入（万元）	1656638	2475182	2806530	3236417	3573677	
煤炭业务成本（万元）	1138538	1735102	1908441	2200764	2430100	
煤炭销售毛利率	31%	30%	32%	32%	32%	
营业收入（万元）	2024553	3017233	3348581	3778468	4115728	
营业成本（万元）	1484820	2241458	2416683	2709006	2938343	
综合毛利率	27%	26%	28%	28%	29%	

数据来源：公司公告，华创证券

维持“强烈推荐”评级。横比其他煤炭上市公司，公司的估值处于行业平均水平。我们强烈推荐公司基于如下几个考虑：

（1）集团公司的快速发展以及支持。“十二五”集团公司制定了快速发展的规划，期末煤炭产量将达到 1.5 亿吨，从集团最近数年的快速发展，我们相信可以完成这一目标。公司从原先的金牛能源到冀中能源，煤炭产量从原先几百万吨到现在超过 3000 万吨，煤炭资源从河北扩张到山西省、内蒙古等地，短短数年快速成就，足见集团对于公司的支持力度。——我们特别看重公司管理层的行动能力以及由此带动的快速增长。

（2）龙头焦煤公司的风范俨然。公司主产优质主焦煤和 1/3 焦煤，焦煤产量稳定增长。尽管公司的煤种并不是焦煤里上乘的品种，但其快速扩张的规模逐步确立了公司龙头焦煤公司的地位。

（3）公司成本控制的能力以及由此带动的可能的业绩超预期增长。了解得知，公司今年制定了期间费用控制的目标，在煤炭产量保持稳定增长的前提下，确保期间费用同比下降（或有 20%以上）。我们的业绩预测并未考虑这点。就此，公司业绩超预期增长的概率较大。

（4）业绩弹性较大。公司产品为主焦煤和 1/3 焦煤，精煤的产量占比高达 57%，高于其他焦煤公司。按照 2010 年数据计算，西山煤电精煤产量占比 45%，开滦股份占比 40%，盘江股份占比 31%。公司煤炭业务毛利率水平仅为 30%（主要由于煤矿集中在河北本部，开采条件复杂，成本较高），远低于行业平均水平，行业平均毛利率在 40%以上。煤价波动 1%，公司的业绩波动在 5%，业绩弹性较大。稀缺的焦煤未来价格上涨会是一个大趋势。

风险提示

技改和收购项目进展慢于预期

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8750	13611	20172	26399
现金	2415	5879	12089	17476
应收账款	1781	2795	2612	2900
其它应收款	256	282	332	352
预付账款	573	1218	1111	1144
存货	1214	1283	1493	1588
其他	2511	2155	2535	2938
非流动资产	16479	15348	14309	13227
长期投资	564	365	485	471
固定资产	12206	11242	10120	8823
无形资产	2199	2797	3041	3405
其他	1510	944	663	528
资产总计	25229	28959	34481	39626
流动负债	10167	9828	10969	11721
短期借款	1376	1029	962	1122
应付账款	3975	4531	5369	5506
其他	4816	4268	4638	5093
非流动负债	2591	3970	4314	4547
长期借款	2138	2844	3313	3687
其他	453	1126	1000	860
负债合计	12758	13798	15283	16268
少数股东权益	760	897	1072	1269
股本	1156	2313	2313	2313
资本公积金	3571	3108	3108	3108
留存收益	6520	8843	12705	16668
归属母公司股东权益	11247	14264	18126	22089
负债和股东权益	25229	28959	34481	39626

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	3492	4626	7068	6447
净利润	2487	3731	4794	5388
折旧摊销	1514	1520	1597	1623
财务费用	300	177	66	-67
投资损失	195	0	0	0
营运资金变动	-1611	-458	666	-436
其它	606	-345	-56	-62
投资活动现金流	-4100	-508	-493	-482
资本支出	3650	3	-2	0
长期投资	42	-199	120	-14
其他	-408	-704	-375	-496
筹资活动现金流	610	-654	-365	-578
短期借款	895	-347	-67	160
长期借款	-54	706	469	374
普通股增加	0	1156	0	0
资本公积增加	4	-463	0	0
其他	-236	-1707	-767	-1112
现金净增加额	1	3464	6210	5387

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	30289	33486	37785	41157
营业成本	22530	24167	27090	29383
营业税金及附加	338	373	421	459
营业费用	577	638	720	785
管理费用	3218	3181	3212	3498
财务费用	300	177	66	-67
资产减值损失	93	93	93	93
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	-195	0	0	0
营业利润	3039	4866	6202	7037
营业外收入	388	267	328	297
营业外支出	106	151	128	140
利润总额	3321	4982	6402	7194
所得税	834	1251	1608	1807
净利润	2487	3731	4794	5388
少数股东损益	91	136	175	197
归属母公司净利润	2396	3595	4619	5191
EBITDA	4852	6563	7866	8593
EPS（元）	2.07	1.55	2.00	2.24

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	49.6%	10.6%	12.8%	8.9%
营业利润	32.2%	60.1%	27.5%	13.5%
归属母公司净利润	43.2%	50.0%	28.5%	12.4%
获利能力				
毛利率	25.6%	27.8%	28.3%	28.6%
净利率	7.9%	10.7%	12.2%	12.6%
ROE	21.3%	25.2%	25.5%	23.5%
ROIC	17.7%	28.2%	40.6%	47.6%
偿债能力				
资产负债率	50.6%	47.6%	44.3%	41.1%
净负债比率	33.35%	31.34%	31.26%	33.04%
流动比率	0.86	1.38	1.84	2.25
速动比率	0.74	1.25	1.70	2.11
营运能力				
总资产周转率	1.31	1.24	1.19	1.11
应收帐款周转率	20	15	14	15
应付帐款周转率	6.09	5.68	5.47	5.40
每股指标(元)				
每股收益	1.04	1.55	2.00	2.24
每股经营现金	1.51	2.00	3.06	2.79
每股净资产	4.86	6.17	7.84	9.55
估值比率				
P/E	13.11	17.48	13.61	12.11
P/B	2.79	4.41	3.47	2.84
EV/EBITDA	13	10	8	8

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801