



高成长可持续，贸易业务回暖

增持首次评级

目标价格：34.8 元

投资要点：

- 煤炭贸易业务盈利好转，全产业链协同效应渐显
- 煤价市场化，4 季度小拐点可期，业绩具备高弹性
- 明年霍尔辛赫矿有望全面投产，增发在即，两次注入造就高成长

报告摘要：

- 内生性增长主要来自霍尔辛赫矿。**预计今年霍尔辛赫和铺龙湾矿新增产量 120 万吨左右，明年有望全部达产，高盈利、煤质优的霍矿将新增净利润 2.8 亿元，增厚 EPS0.38 元，而经坊整合矿和增发收购的 7 矿产量在 2013 年集中释放的可能性较大。不考虑增发，未来 3 年公司煤炭产量 720 万吨、950 万吨和 1100 万吨，增速为 19%、32%和 16%。
- 煤价随行就市，业绩弹性十足。**公司煤价随行就市，经估算价格每上涨 5%，EPS 将增加 10%，因此可能受益 4 季度动力煤价小拐点的到来。
- 煤炭贸易业务景气度回升。**港口平仓价与坑口价差可观，煤炭铁路运量再创新高，预计今年公司煤炭贸易量超 8000 万吨，实现利润 3223 万元，贡献 EPS0.04 元，回暖迹象明显。总之，我们谨慎看待公司贸易量的增长，但看好其产业链的协同效应以及盈利改善的持续性。
- 增发稳步推进，两次注入造就高成长。**公司定增有望年内获批，7 矿注入后产量大幅增长，煤种更加丰富，2015 年前万家庄等煤矿也存在二次注入预期，道路相对顺畅。
- 成本较快上涨，仍具比较优势。**上半年公司材料、人工等变动成本上涨较快，但吨煤成本仍处于行业中低水平，得益于较轻的历史负担和较强的成本控制力。
- 首次给予“增持”评级。**预计 3 年 EPS1.26 元、1.95 元和 2.43 元，对应 12 年 PE15 倍，估值较为合理，看好其业绩高成长性和价格弹性。

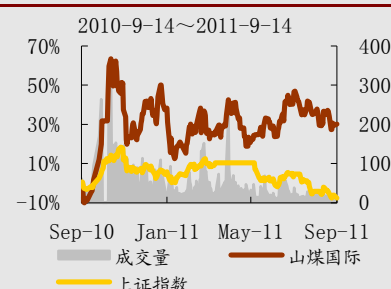
分析师：

王京乐 (S1180511080003)

电话：010-88085230

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



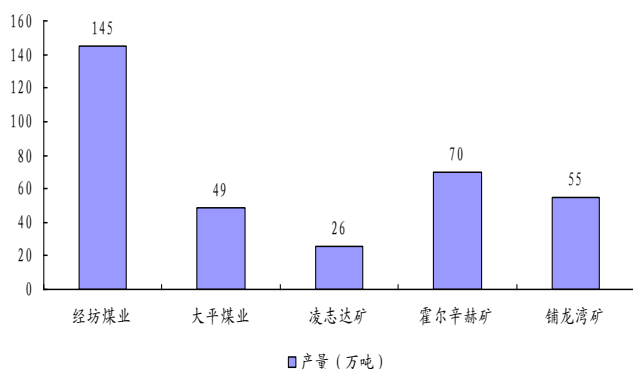
主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	38644.18	50316.82	55587.28	59043.50
YOY	83.96%	30.21%	10.47%	6.22%
归属母公司净利润	755.77	948.18	1459.27	1825.00
YOY	22.91%	25.46%	53.90%	25.06%
EPS(元)	1.01	1.26	1.95	2.43
PE	30	23	15	12

一、内生性增长主要来自霍尔辛赫矿

上半年公司原煤产量为 340.86 万吨，增长 9.9%，全部来自本部五矿，除凌志达、大平矿受到作业面搬家导面的影响，均生产经营正常，今年霍尔辛赫和铺龙湾矿有望新增产量 120 万吨左右，明年看点则集中在霍尔辛赫矿，300 万吨产量可能全部释放，如保守按吨净利 300 元/吨计算，可新增净利润 2.8 亿元，增厚 EPS0.38 元，而经坊煤业之前整合的庄子河、镇里煤业预计量产时间推至 2013 年。此外，本次增发收购的 7 个矿在 12 年产量释放较少，基本是工程煤，更多也将在 13 年集中体现。因此，在不考虑增发的情况下，我们预计未来 3 年公司煤炭产量为 720 万吨、950 万吨和 1100 万吨，增速为 19%、32% 和 16%，权益产量为 480 万吨、643 万吨和 717 万吨，增速为 21%、34% 和 12%。

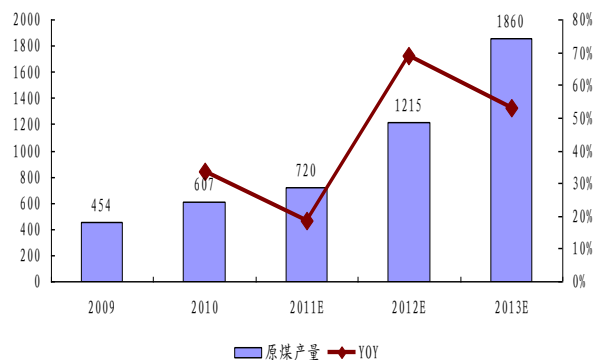
洗煤方面，目前经坊煤业洗出率在 70% 以上，上半年约 110 万吨，霍尔辛赫配有 300 万吨的洗煤厂，而大平、凌志达的洗煤厂也可能陆续投入使用，有助于提高公司整体的盈利能力。

图 1：本部五矿上半年产量情况



资料来源：宏源证券

图 2：公司原煤产量高速增长



资料来源：宏源证券

表 1：公司煤炭开采业务产销量预测（未考虑增发）

项目 (单位: 万吨)	2010	2011E	2012E	2013E
原煤产量	607	720	950	1100
YOY	34%	19%	32%	16%
权益产量	397	480	643	717
YOY	41%	21%	34%	12%
商品煤销量	607	720	950	1100
本部煤矿	607	720	950	1100
经坊煤矿 (75%)	280	290	300	300
经坊庄子河 (51%)			0	60
经坊镇里 (51%)			0	40
大平煤业 (35%)	130	110	130	160
凌志达煤业 (63%)	60	60	100	120

霍尔辛赫煤业（63%）	67	150	300	300
铺龙湾煤业（100%）	70	110	120	120
增发收购煤矿（暂未考虑）			265	760
豹子沟煤矿（100%）			30	90
左云长春兴（51%）			50	200
左云韩家洼（51%）			30	70
左云东古城（51%）			30	70
左权鑫明（65%）			60	150
左权宏远（65%）			45	120
鹿台山煤业（100%）			20	60

资料来源：宏源证券

表 2：公司煤炭开采业务盈利预测

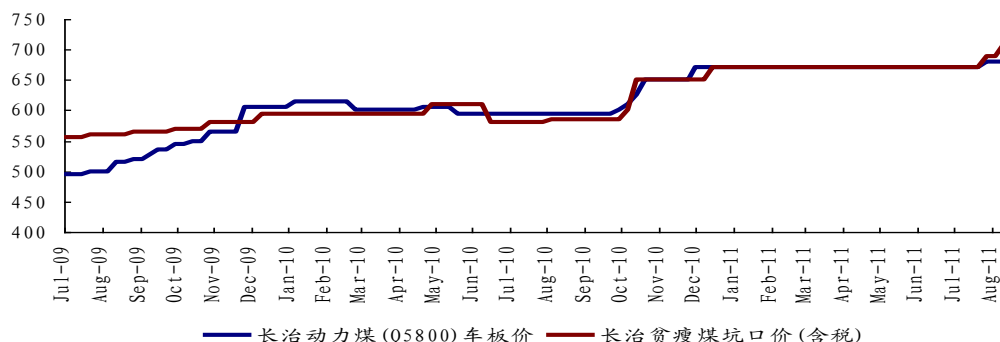
项目	2010	2011E	2012E	2013E
原煤产量（万吨）	607	720	950	1100
商品煤销量（万吨）	607	720	950	1100
煤炭开采收入（百万）	3708.8	5392.8	7471.3	9083.5
吨煤成本（元/吨）	177	288	299	303
吨煤毛利（元/吨）	434	461	487	523

资料来源：宏源证券

二、煤价随行就市，业绩弹性十足

由于公司煤炭销量规模较小，尚未进入长协合同范围，基本以地销为主，价格随行就市，因此可充分受益市场煤价的上涨。根据煤炭资源网的数据，6月末长治地区动力煤坑口价和车板价分别较去年同期上涨了 60 元/吨和 75 元/吨，幅度为 10%和 12.6%，公司吨煤售价则较年初大幅上涨了 23%，而 9 月初坑口价又再次上调 40 元/吨，更有助于公司的业绩表现。

图 3：长治地区动力煤坑口及车板价变化



资料来源：宏源证券

我们也将公司的业绩对综合售价的敏感度进行了分析，预计综合售价每上涨 5%，公司的 EPS 将增加 10%，表现出较高的弹性，目前市场动力煤坑口价基本稳定，港口平仓价逐步止跌企稳，3、4 季度西南地区干旱延续，9 月下旬大秦线再度检修，下游冬季储煤启动，煤价有望出现小拐点，公司有望成为较好的投资标的。

表 3：公司综合售价与业绩敏感性分析

项目	综合售价波动幅度				
	5%	10%	15%	20%	25%
EPS (元)	1.51	1.66	1.81	1.96	2.1
EPS 变动幅度	10.2%	21.2%	32.1%	43%	53.3%

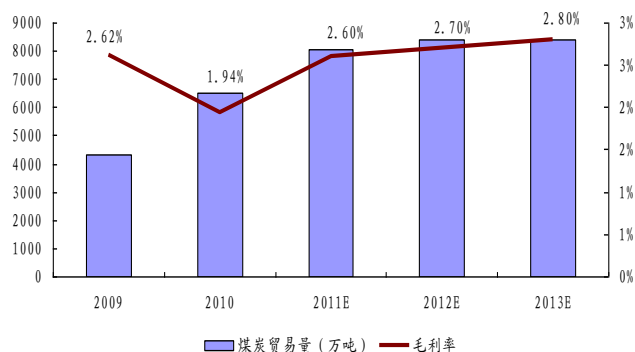
资料来源：宏源证券

三、煤炭贸易业务景气度回升

半年报显示，公司煤炭贸易业务毛利率已回升至 2.6%，盈利能力明显好转。从相关指标的变化看，上半年港口平仓价与坑口价差相对可观，贸易商盈利空间较大，但近期价差开始逐渐收窄，而下半年若动力煤价出现季节性反弹，全年维持在历史平均水平之上的概率较大，同时山西煤炭铁路运量再创新高，1-7 月累计增长 8.5%，体现出较高的景气度，因此今年煤炭贸易商的盈利将好于去年，预计公司贸易量达 8000 万吨，实现利润 3223 万元，贡献 EPS0.04 元。

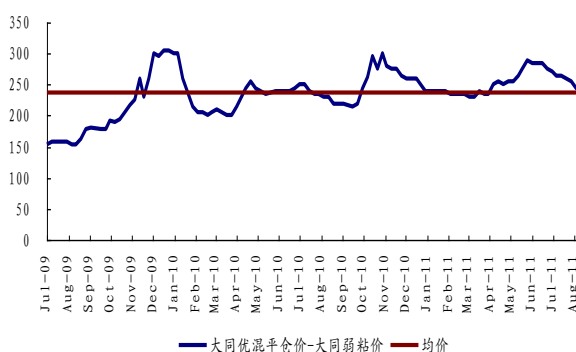
而从贸易结构上看，外贸业务规模在缩小，源于进口存在价格倒挂，海运价格触底回升，出口则受配额的限制，因此预计未来几年将保持在几百万吨的水平，而内贸量大幅增长，成为贸易增量的主要来源。

图 4：公司煤炭贸易量及毛利率变化



资料来源：宏源证券

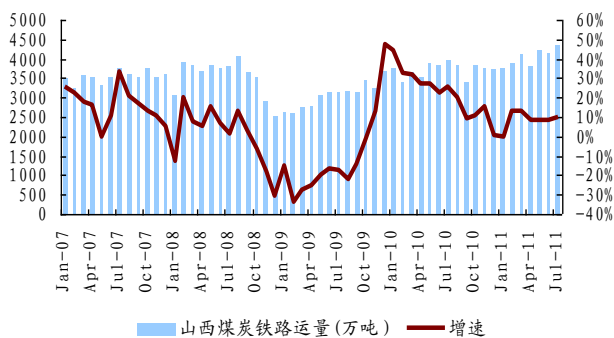
图 5：贸易中间商盈利价格指标变化



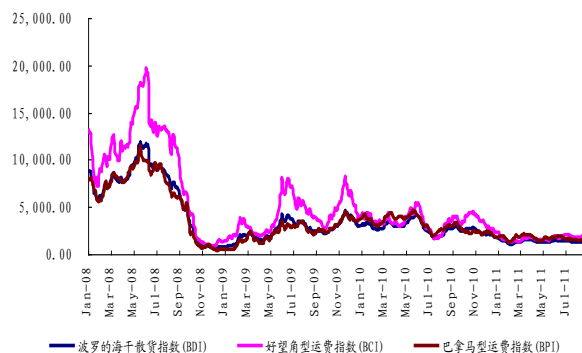
资料来源：宏源证券

虽然煤炭贸易业务盈利能力有限，公司仍意在做大做强，最大化的发挥上下游全产业链的协同效应，减少业绩波动，具体情况及措施体现在：1）山西本地虽小矿还有很多，但煤源偏紧，且受到资源整合的一定影响，公司积极保持与原有客户的紧密关系，同时将采购对象向内蒙古、陕西拓展，较去年紧张的状况明显改善；2）建有配煤中心，分布在曹妃甸、长江珠江等地区，以满足客户差异化需求，同时预计后期储煤中心也会加快建设，

集中在部分产煤地，用于减少煤价波动的冲击；3）依托集团强大的贸易基础，在客户资源和运量指标上具备优势；4）此次收购太行海运公司，扩充规模和运力。

图 6：山西煤炭铁路运量变化


资料来源：宏源证券

图 7：国际海运费处于历史低位


资料来源：宏源证券

总之，受煤源偏紧和外贸低迷的影响，我们对公司贸易量的增长谨慎看待，但相对看好其全产业链的协同效应以及盈利改善的持续性。

表 4：公司煤炭贸易业务业绩预测

项目	2010	2011E	2012E	2013E
煤炭贸易量（万吨）	6497	8056	8400	8400
YOY	50.2%	24%	4%	0%
外贸量（万吨）	845	500	600	600
内贸量（万吨）	5652	7556	7800	7800
吨综合售价（元/吨）	525	539	549	565
煤炭贸易业务收入（百万元）	34141.5	43424	46116	47460
YOY	83.9%	27.2%	6.2%	2.9%
贸易成本（百万元）	33478	42295	44871	46131
yoy	85.2%	26.3%	6.1%	2.8%
吨成本（元/吨）	515	525	534	549
毛利率	1.9%	2.60%	2.7%	2.8%
吨毛利（元/吨）	10	14	15	16
吨量净利（元/吨）	-1.7	0.4	1	1
贸易业务净利润（百万元）	-11045	3223	8400	8400
对应 EPS（元）	-0.15	0.04	0.11	0.11

资料来源：宏源证券

四、增发稳步推进，两次注入造就高成长

公司正处于定向增发阶段，有望于年内获批，此次注入的 7 个矿均已启动技改，产量在 2013 年释放较多，预计 12、13 年增考虑发后产量为 1215 万吨和 1860 万吨，分别增长

69%和 53%。此外，本次资产注入后公司煤种结构更加丰富，其中豹子沟矿主要是稀缺焦煤、肥煤，盈利能力最强，其次是鹿台山矿，具有优质的无烟煤资源。

表 5：增发拟注入煤矿资产情况

序号	拟注入资产	权益	整合后产能	保有储量	煤种
1	豹子沟煤业	100%	90	8583	焦煤、肥煤
2	鹿台山煤业	100%	60	2400	无烟煤
3	左云长春兴煤业	51%	240	31119	气煤、无烟煤
4	左云韩家洼煤业	51%	90	8494	长焰煤
5	左云东古城煤业	51%	90	10168	长焰煤
6	左权鑫顺煤业	65%	180	3669	贫煤、贫瘦煤
7	左权宏远煤业	65%	120	4991	贫煤
合计		-	870	69424	-

资料来源：宏源证券

值得注意的是，近几年大股东山煤集团逐步整合地方中小煤矿 50 座，建成近 20 座现代化的高效矿井，预计 3 年内可实现年产能 3000 万吨的动力煤、半无烟煤、焦煤、无烟煤四大煤炭生产基地(公司 1200 万吨+两次注入 1800 万吨)，5 年内产能达到 5000 万吨。

近日公司也与山煤集团共同签署了《关于避免与山煤国际能源集团股份有限公司同业竞争有关安排的说明》，承诺公司作为山煤集团控制的从事煤炭开采及煤炭贸易业务的唯一平台，并确保在本次非公开发行完成后的 4 年限期内将数量不低于 80%的煤矿资产注入，5 年限期内完成将全部煤矿的注入。因此，万家庄煤矿等集团剩余资产注入也有望逐步提上日程，公司的规模将扩至当前的 4-5 倍。

相对于其他煤企，公司整合技改效率较高，人才储备充足，且不涉及信达股权问题，集团资产注入道路顺畅。

表 6：二次注入涉及集团资产情况

序号	拟注入资产	整合后产能(万吨)	保有储量(万吨)
1	万家庄煤业	120	-
2	洪洞陆成煤业	90	-
3	洪洞恒兴煤业	90	-
4	左云高家窑煤业	150	-
5	左云草垛沟煤业	60	-
6	大同鹊山精煤	110	-
6	山西河曲山煤业	300	-
合计		920	19.2

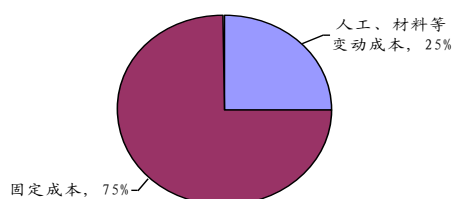
资料来源：宏源证券

五、成本较快上涨，仍具比较优势

上半年公司吨煤成本较快上涨，主要是材料和人力等变动成本大幅增加，本部及贸易公司的员工人数也在上升，同时霍尔辛赫产量未得以充分释放。而与业内其他动力煤公司

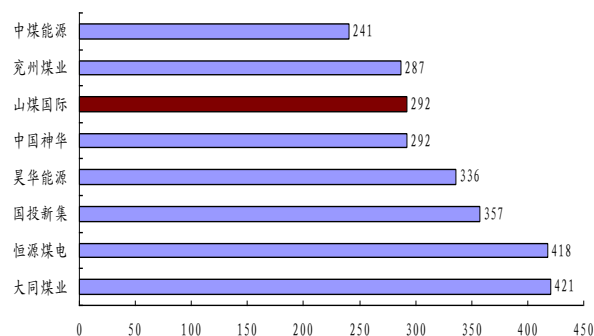
相比，公司的单位成本仍处于中低水平，得益于较轻的历史负担和较强的成本控制能力，业绩的表现有保障。

图 7：公司煤炭业务成本结构



资料来源：宏源证券

图 8：动力煤上市公司吨煤成本比较



资料来源：宏源证券

六、投资建议与估值

估值上，如不考虑增发的影响，预计未来3年EPS分别为1.26元、1.95元和2.43元，对应12年PE为15倍，估值较为合理，但若假设明年年初新增2.4亿股，注入矿少量释放产量，未来3年EPS为1.26元、1.99元和3.4元，对应12年PE也为15倍。鉴于公司高成长路径明晰，贸易业务盈利好转，业绩弹性十足，4季度有望受益动力煤价小拐点，但短期板块仍受宏观环境拖累，首次暂给予“增持”评级。

七、风险提示

- 1) 未来规模扩大合同煤占比提升
- 2) 各地整合影响贸易煤源获取，竞争加剧
- 3) 成本上涨过快
- 4) 经济下滑，下游需求增速放缓

财务报表

利润表 (单位: 百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	38644.18	50316.82	57671.37	65319.37
减: 营业成本	35130.12	45820.59	50433.72	54179.42
营业税金及附加	98.11	161.01	173.01	195.96
营业费用	439.92	583.68	663.22	770.77
管理费用	670.10	956.02	1095.76	1306.39
财务费用	277.09	507.93	564.42	496.80
资产减值损失	31.53	30.00	40.00	40.00
加: 投资收益	5.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2002.71	2257.58	4701.23	8330.04
加: 其他非经营损益	-39.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	1963.20	2257.58	4701.23	8330.04
减: 所得税	614.17	564.40	1175.31	2082.51
净利润	1349.04	1693.19	3525.93	6247.53
减: 少数股东损益	593.27	745.00	1549.64	2873.86
归属母公司股东净利润	755.77	948.18	1976.28	3373.66
EPS	1.008	1.264	1.946	2.433
PE	30.19	23	15	12

资料来源: 宏源证券

资产负债表 (单位: 百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3785.09	4025.35	4446.98	4723.48
应收和预付款项	8587.30	10408.64	12678.51	12603.74
存货	2238.80	2167.03	2699.77	2760.92
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	96.45	96.45	96.45	96.45
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3982.61	4208.26	4527.15	4439.03
无形资产和开发支出	2420.54	2459.34	2543.73	2762.92
其他非流动资产	55.78	34.45	16.00	16.00
资产总计	21166.56	23399.51	27008.59	27402.54
短期借款	5467.96	6262.89	6071.55	5841.32
应付和预收款项	6385.45	7850.98	9043.00	9178.56
长期借款	3326.25	3926.25	4026.25	4126.25
其他负债	1253.71	1416.63	1496.63	1581.63
负债合计	16433.37	19456.75	20637.42	20727.75
股本	750.00	750.00	750.00	750.00
资本公积	79.18	79.18	79.18	79.18
留存收益	2415.71	3250.11	4534.27	6140.27

归属母公司股东权益	3244.89	4079.29	5363.45	6969.45
少数股东权益	1488.30	2233.30	3377.55	4932.18
股东权益合计	4733.19	6312.59	8741.00	11901.63
负债和股东权益合计	21166.56	25769.35	29378.42	32629.38
现金流量表				
经营性现金净流量	1128.75	2428.78	2160.29	4726.64
投资性现金净流量	-1640.41	-3200.12	-1091.00	-3738.00
筹资性现金净流量	2816.91	1011.60	-647.65	-712.14
现金流量净额	2305.25	240.26	421.64	276.50

资料来源：宏源证券

分析师简介:

王京乐: 煤炭行业研究员, 东北财经大学金融学硕士, 2 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 冀中能源、盘江股份、潞安环能、西山煤电、中国神华、神火股份、阳泉煤业、中煤能源、山煤国际等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。