



今年高投入，明年高产

买入首次评级

目标价格：18 元

投资要点：

- 冉冉升起的焦煤新星，价值有望重估，相对优势突出
- 明年产量加速释放，洗选能力提升，资金压力可缓解
- 大股东强力支持，外延式扩张动力充足，高成长可延续

报告摘要：

- 冉冉升起的焦煤新星。**肥煤、主焦煤等稀缺焦煤产品日益稀缺，国家拟出台保护性开采管理办法，焦煤企业价值待重估，公司相对优势体现在：1) 产品结构最优；2) 煤价上涨业绩弹性最大；3) 盈利能力强，未来成长性极佳。
- 明年产量加速释放，洗煤能力提升。**今年公司原煤产量有望超过 150 万吨，而明年上半年孙义、柏沟等二次收购煤矿在技改完成后也可能全部量产，预计原煤产量升至 405 万吨，是今年的 2.5 倍。此外，目前公司煤炭洗选能力为 120 万吨，年底前可能扩至 240 万吨，实现原煤全部入洗，商品煤结构优化将大幅提升其盈利能力。
- 今年高投入，资金压力预期缓解。**我们预计公司今年财务费用近 3 亿元，但增发顺利推进，年内获批的可能性较大，募集资金到位后可置换部分垫付资金，资产负债率下降后债权、股权融资均有空间，阶段性资金压力逐步缓解。
- 大股东强力支持，看好资源扩张软实力。**大股东永泰控股对公司的支持体现在多方面，未来 10 年内公司目标煤炭总产能突破 3000 万吨，年复合增长率为 23.1%，外延扩张将提速，后期山西灵石地区仍有拓展潜力，不排除还会参与到内蒙的资源整合中。
- 首次给予“买入”评级。**估值上，预计未来 3 年 EPS 为 0.39 元、1.02 元和 1.44 元，建议 4 季度逢低布局，看好其外延成长能力及明年业绩爆发预期。

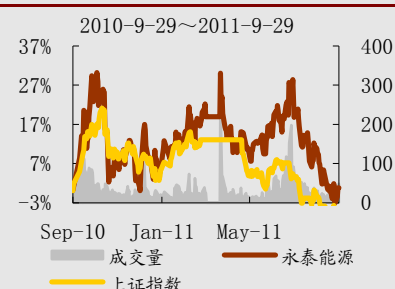
分析师：

王京乐 (S1180511080003)

电话：010-88085230

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



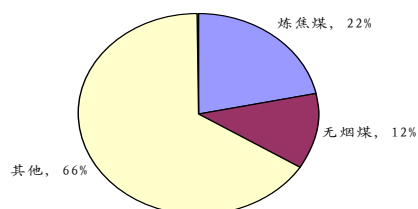
主要经营指标	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	2794.8	1321.6	3354.1	4703.7
YOY	-	-52.7%	153.8%	40.2%
归属母公司净利润	132.06	222.7	903.2	1275.7
YOY	-	69%	306%	41%
EPS(元)	0.49	0.39	1.02	1.44
PE	29	37	14	10

一、冉冉升起的焦煤新星

从行业来看,我国焦煤资源较大部分国家相对宽裕,但依然储量偏低,优质焦煤稀少。2009 年全国探明煤炭资源储量 13097 亿吨,其中焦煤储量为 2871 亿吨,占比 22%,品种虽齐全,但气煤和 1/3 焦煤为 1282 亿吨,占焦煤储量 45.73%,而具有较强粘结性、精煤回收率低的主焦煤、肥煤合计仅为 1021 亿吨,占炼焦煤储量的 36%,2005 年缺口达 2000 吨,2010 年缺口已升至 4000 万吨,稀缺性尤为突出。

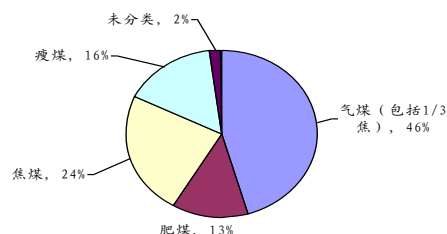
此外,近期国家能源局牵头制定的稀缺煤种保护性开发管理办法基本制定完毕,有望于近期出台,实行总量控制的可能性较大,而后期陆续出台的《煤炭法》和煤炭工业“十二五”规划中也将对其开发布局做进一步明确,焦煤上市公司的投资价值待重估。

图 1: 我国分煤种储量结构分布



资料来源: 煤炭资源网、宏源证券

图 2: 我国焦煤产品结构分布



资料来源: 煤炭资源网、宏源证券

表 1: 国家对稀缺煤种保护性政策一览

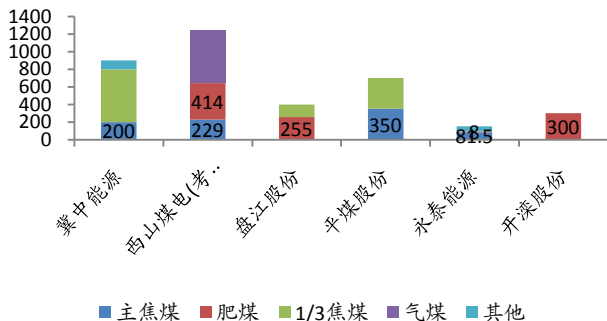
时间	政策范畴	具体规定
2004	限制出口	限制焦煤出口, 颁发许可证, 限制生产商只能出口 540 万吨焦煤
2008	出口关税	对焦煤出口关税由 5% 上调至 10%, 焦炭出口关税由 10% 上调至 40%
2009	全国矿产资源规划 (2008-2015)	对国民经济具有重要价值的特殊煤种和稀缺煤种实行保护性开采, 合理控制开采规模, 加强焦煤、肥煤、气煤等的保护和合理利用
2011	出口配额	第一批 1800 万吨, 其中焦煤占比 10%
?	煤炭法	矿区分为煤炭资源国家规划矿区、对国民经济具有重要价值矿区和特殊及稀缺煤种矿区
?	煤炭工业“十二五”规划	对稀缺煤种采取保护性开发

资料来源: 宏源证券

在此背景下, 公司与其他焦煤企业相比优势体现在: 1) 产品结构最优, 基本以稀缺的主焦煤、肥煤为主; 2) 煤价上涨对业绩的弹性最大; 3) 综合售价较高, 民营机制对成

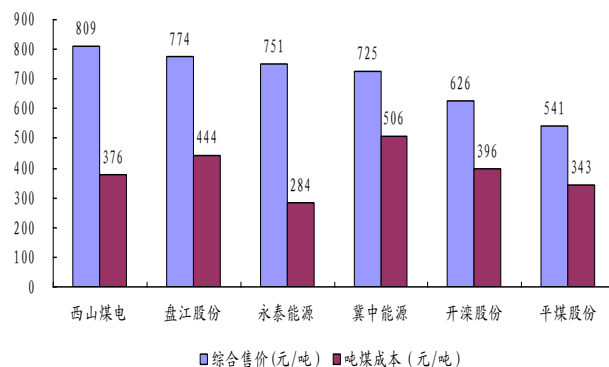
本、费用的有效控制确保其盈利能力；4）产销基数低，未来成长性极佳。

图 3：各焦煤公司产品结构比较



资料来源：煤炭资源网、宏源证券

图 4：2011H 各企业综合售价、吨煤成本比较



资料来源：煤炭资源网、宏源证券（2010 年度数据）

二、明年产量加速释放，洗煤能力提升

经过数次收购煤炭资源，公司合计保有储量已升至 1.94 亿吨，如考虑此次增发收购的资产，储量将再增加 11.86 亿吨。而在生产上，第一次收购的荡荡岭、冯云坛煤矿将继续满产，其他煤矿产量略有释放，预计今年合计原煤产量将超过 150 万吨，而明年 2 季度第二次收购的孙义、柏沟等煤矿在技改完成后也可能全部量产，成为增产的主要来源，预计全年原煤产量和权益产量分别升至 405 万吨、339 万吨，是今年的 2.5 倍左右。此外，规划产量在 600-800 万吨/年，煤种为 7000 大卡以上优质动力煤的亿华矿业形成产出预计要到 2014 年。

公司去年生产原煤 95 万吨，均未经过洗选进行销售，但今年之前收购的两个洗煤厂开始启用，洗选能力提高到 120 万吨，年底前还可能升至 240 万吨，届时可实现原煤全部入洗，洗出率保持在 60%的水平，目前洗精焦煤价格大约 1250 元-1300 元之间，原煤仅为 600 元，可见商品煤结构优化将大幅提升其盈利能力。

表 2：公司未来几年煤炭产量预测

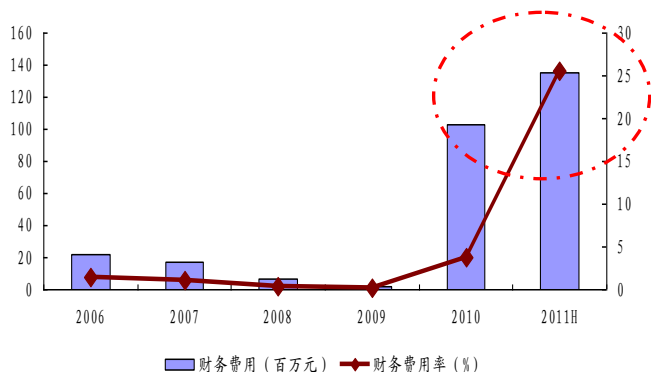
单位：万吨	煤种	核定产量 (万吨/年)	产量			
			2010	2011E	2012E	2013E
原煤产量	—	—	95	155	405	580
YOY	—	—	—	63%	161%	43%
权益产量	—	—	95	140	339	489
YOY	—	—	—	47%	142%	44%
一次收购矿						
荡荡岭	焦煤、配煤	60	50	60	60	60
冯云坛	焦煤	45	45	45	45	45
二次收购矿						
孙义	肥煤、焦煤	60	—	10	45	60
集广（51%）	焦煤、贫瘦煤	60	—	10	45	60
柏沟（51%）	肥煤、焦煤	60	—	10	45	60
金泰源（90%）	焦煤、肥煤	90	—	—	90	90
双安煤矿	气煤、长焰煤	120	—	—	10	40
致富（参股，49%）	焦煤、瘦煤	45	—	10	25	45
增发收购矿						
银源安苑	焦煤、瘦煤	60	—	5	20	60
银源新生	焦煤	60	—	5	20	60
亿华矿业（70%）	动力煤	600	—	0	0	0

资料来源：宏源证券

三、今年高投入，资金压力预期缓解

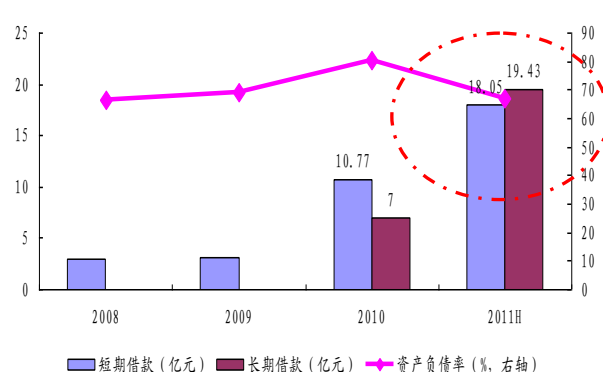
由于公司近期要支付收购亿华矿业的款项，并对二次收购煤矿技改进行持续投入，上半年新增近 20 亿元银行借款以垫付资金，因此财务费用率同比增加 23.5%，预计全年合计支出近 3 亿元，对业绩的释放形成一定拖累，但目前公司增发进展顺利，年内获批的可能性较大，募集资金到位后可置换部分垫付资金，资产负债率下降后债权、股权融资均有空间，也为后续资源扩张奠定了较好的基础，阶段性资金紧张状况逐步缓解。

图 5：今年公司财务费用大幅增加



资料来源：宏源证券

图 6：公司近两年借款明显增加



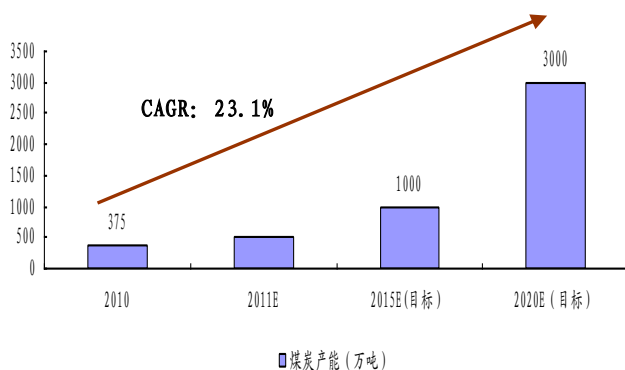
资料来源：宏源证券

四、大股东强力支持，看好资源扩张软实力

公司大股东为永泰控股，在山西等煤炭主产地具备较高的信誉及品牌影响力，公司也因此成为参与山西煤炭资源整合唯一的一家民营企业，除此之外，大股东对上市公司的支持还体现在：1）积极参与公司历次增发，今年更是承诺出资不低于 10 亿元；2）9 月末增持公司 140 万股，未来 12 月内仍有预期；3）向公司提供无息贷款，缓解资金压力。

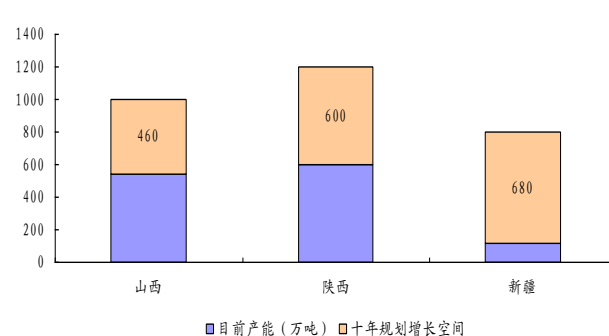
在此基础上，公司目标未来 2-3 年内实现焦煤产能 1000 万吨，未来 10 年内煤炭总产能突破 3000 万吨，年复合增长率高达 23.1%，外延式扩张步伐有望提速。目前公司在三地同步扩张，基本以稀缺煤种、优质动力煤为收购对象，山西灵石地区仍有拓展潜力，陕西采矿权审批难度不大，且不排除后期还会参与到内蒙的资源整合中，这是我们看好公司成长性的直接原因。

图 7：永泰能源产能年复合增长 23.1%



资料来源：宏源证券

图 8：公司三地扩张十年产能增长空间



资料来源：宏源证券

五、机制灵活，复制“中煤”管理模式

公司作为民营企业，较大多数国有煤炭公司在成本管理、费用控制等方面拥有更多

的优势，资本运作空间更大，还可通过内部管理效率的不断改善持续提升盈利能力。

此外，去年新上任的董事长和副董事长都曾在中煤集团任职，正逐步将“中煤”模式复制到公司的经营管理上，为公司的发展壮大提供了必要的保障。

六、投资建议与估值

估值上，我们预计未来3年公司EPS分别为0.39元、1.02元和1.44元，对应明年PE为14倍，略高于行业平均水平，但鉴于公司产品结构最优，后续资源扩张不断，高成长性可延续，明年上半年在财务压力缓解、煤矿产量充分释放后业绩具备爆发的潜力，目前股价较增发价15.5元低7.5%，我们建议可考虑在4季度逢低布局，6个月目标价18元，尚有近25%的上涨空间，首次给予“买入”评级。

七、风险提示：

- 1) 资源收购成本上升
- 2) 对资金需求偏大，仍可能面临阶段性偏紧的局面
- 3) 经济增速放缓，下游钢厂采购意愿不强

表 3：公司盈利预测简表

单位：万吨	2010	2011E	2012E	2013E
原煤产量	95	155	405	580
YOY		63%	161%	43%
权益产量	95	140	339	489
YOY		47%	142%	44%
原煤销量	95	155	405	580
YOY		63%	161%	43%
综合售价	619	795	805	794
吨煤成本	211	287	296	301
煤炭业务收入	587.9	1232.25	3260.25	4605.2
YOY		110%	165%	41%
煤炭贸易收入	0	89.4	93.8	98.5
一、合计营业收入	2794.8	1321.6	3354.1	4703.7
YOY		-52.7%	153.8%	40.2%
煤炭成本	200.9	444.9	1198.8	1745.8
煤炭贸易成本	0.0	82.7	86.8	91.1
二、合计营业成本	2351.8	527.5	1285.6	1836.9
综合毛利率	58.2%	60.1%	61.7%	60.9%
营业税金及附加	17.97	19.8	50.3	70.6
YOY	0.6%	1.50%	1.50%	1.50%

销售费用	21.03	10.6	33.5	47.0
YOY	0.8%	0.8%	1%	1%
管理费用	87.61	199.6	496.4	696.2
YOY	3.1%	15.10%	14.80%	14.80%
财务费用	102.78	323.8	234.8	282.2
YOY	3.7%	24.5%	7%	6%
资产减值损失	4.93	4.5	4.5	4.5
YOY		-52.7%	153.8%	40.2%
三、营业利润	238.54	235.8	1248.9	1766.3
加：营业外收入	10.83	80	12	12
减：营业外支出	5.55	6.5	6.5	6.5
四、利润总额	243.83	309.3	1254.4	1771.8
减：所得税	81.41	77.3	313.6	443.0
五、净利润	162.42	232.0	940.8	1328.9
减：少数股东损益	30.35	9.3	37.6	53.2
归属于母公司所有者的净利润	132.06	222.7	903.2	1275.7
总股本（万股）	295.5	567.65	567.65	567.65
增发后股本（万股）	295.5	567.65	883.8	883.8
每股收益（元）	0.49	0.39	1.59	2.25
摊薄每股收益（元）	0.49	0.39	1.02	1.44
PE	29	37	14	10

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。