

研究员: 陈金仁 执业证书编号: S0570510120024

☎ 025-84457777 ✉ chenjinren@yahoo.com.cn

http://t.zhangle.com/4022

恒源煤电(600971)

公司经营稳健, 关注产能扩张

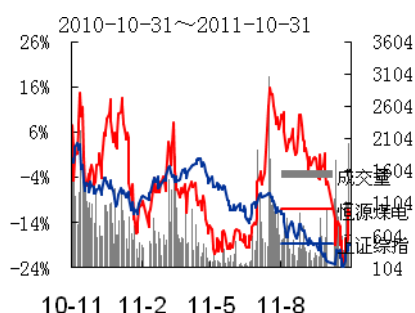
投资评级: 观望

煤炭开采 II

当前价格(元): 17.40

目标价格(元):

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 恒源煤电现有矿井基本已经完全达产, 未来两年增量释放非常有限。大股东拟向上市公司出让其所拥有的刘桥深部和龙王庙煤矿两处探矿权, 为公司未来业绩提供好了新的增长点。刘桥深部勘查区内查明煤炭资源储量 16318.6 万吨, 主要煤种为贫煤、无烟煤。龙王庙(南部)井田的煤炭资源储量 7621 万吨, 主要煤种为 1/3 焦煤。

◆ 皖北煤电集团未来发展潜力较大, 集团在山西、内蒙以及安徽省内都有在建和在勘探中的煤矿; 集团规划到 2014 年产能达到 4000 万吨, 年增长 500 万吨。但集团资产注入预期不强。

◆ 公司 2011 年 1-9 月实现营业收入 62.95 亿元, 同比增长 13.31%, 净利润 8.85 亿元, 同比增加 4.25%, 成本费用上升压力有所加大。在通胀高企、煤价上涨受压的情况下, 公司成本压力凸显, 11 年利润增速放缓。

◆ 预计 2011-2012 年 EPS 分别为 1.10 和 1.18 元, 对应 PE 为 15.82 和 14.75 倍, 估值在行业内处于适中水平, 考虑到公司近期产能增长有限, 暂给予“观望”评级。但公司经营稳健, 长线资金可利用市场下跌之际对该公司积极关注。

◆ 主要投资风险: 1、宏观经济滑坡带来的煤价下跌风险。2、成本费用上升带来的净资产收益率下降风险。

公司基本资料

总股本(万)	100000.41
流通 A 股(万)	42616.88
52 周内股价区间(元)	15.44-56.25
总市值(亿)	174.00
总资产(亿)	123.70
每股净资产(元)	6.36

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	69.90	79.32	86.49	93.05
+/-%	30.85	13.48	9.04	7.58
净利润(百万)	951.07	1061	1196	1292
+/-%	81.97	11.56	12.72	8.03
EPS(元)	2.37	1.10	1.18	1.24
P/E	7.34	15.82	14.75	14.03

一、公司基本情况

安徽恒源煤电股份有限公司由安徽省皖北煤电集团有限责任公司作为主发起人，于 2000 年 12 月 29 日发起设立，主要从事煤炭开采、洗选加工、销售等业务，员工总数两万六千多人。2004 年 8 月，公司首次成功向社会公开发行人 A 股股票 4,400 万股，并在上海证券交易所上市交易，成为安徽省第一家上市的煤炭企业。

公司地处经济发达的华东地区，坐落在全国 13 个亿吨级煤炭基地之一的两淮基地，目前下辖 7 对矿井、6 座配套选煤厂，年生产能力 1280 万吨、年洗选能力 970 万吨。公司煤种齐全，主要有贫瘦煤、1/3 焦煤、气肥煤、无烟煤、主焦煤等；煤炭产品主要有混煤、洗末煤、冶炼精煤等；煤炭质量优良，低硫、低磷、低灰、高发热量，有“绿色环保”能源的美称，广泛应用于电力、冶金、石化、建材、炼焦、高炉喷吹、民用等领域，是理想的动力用煤和生活用煤。多年来，公司产品畅销华东地区及江西等省，深受客户信赖。

公司区位优势明显，交通运输便利，京沪、陇海、京九等三大铁路干线贯穿矿区，京福、连霍、合徐等高速公路和 206、104 国道从矿区经过，水路可通过淮河、京杭大运河、长江达江入海。

图表 1：2011 年 3 季度前十大流通股东

	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	安徽省皖北煤电集团有限责任公司	25,780,468	5.88
2	中国工商银行-易方达价值成长混合型证券投资基金	15,384,163	3.51
3	申银万国证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	4,964,238	1.13
4	中国工商银行-广发聚丰股票型证券投资基金	4,462,735	1.02
5	华夏银行股份有限公司-东吴行业轮动股票型证券投资基金	2,996,576	0.68
6	中信证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	2,671,517	0.61
7	全国社保基金一零九组合	2,280,650	0.52
8	上海浦东发展银行-广发小盘成长股票型证券投资基金	2,059,737	0.47
9	李永良	1,827,510	0.42
10	王晖	1,745,729	0.4
	合 计	64,173,323	14.64

资料来源：华泰证券研究所

二、公司已有产能释放完全

钱营孜煤矿投产后，已有 7 对矿井产能 1280 万吨

公司目前共拥有刘桥一矿、刘桥二矿、卧龙湖、五沟、任楼、祁东、钱营孜七对生产矿井，合计产能 1280 万吨，煤种涉及贫煤、无烟煤、肥煤、气煤、1/3 焦煤等，是优异的炼焦和动力用煤。2009 年恒源煤电收购了皖北煤电集团所拥有的任楼煤矿、祁东煤矿、钱营孜煤矿及煤炭生产辅助单位，煤炭产量大幅增长。同时公司的关联交易也大幅减少。目前公司原煤煤种齐全：包括贫煤、无烟煤、肥煤、1/3 焦煤和气煤。

刘桥一矿、恒源煤矿（刘桥二矿）煤种主要是贫煤，核定产能分别为 140 万吨和 200 万吨，2009 年两矿产量达到 400 万吨，预计 2011 年产量将基本保持稳定

卧龙湖矿煤种主要是无烟煤，可采储量 8100 万吨，设计产能 90 万吨。2009 年产量为 60 万吨，但由于该矿属于高瓦斯矿井，去年瓦斯处理投入成本较大，造成亏损 4170 万元。预计今年产量可以达到 90 万吨，盈利没有问题。2011 年该矿盈利将较为可观。

五沟矿煤种主要是肥煤，可采储量为 3800 万吨，初期设计产能为 60 万吨，于 2008 年正式运营投产，目前核定产能 150 万吨已经获得相关部门批准。

任楼煤矿和祁东煤矿主要是气煤和 1/3 焦煤，是良好的动力煤和炼焦配煤，核定产能分别为 280 万吨和 240 万吨，由于矿井相对较为成熟，预计 2011 年产量与去年持平，分别稳定在 300 万吨和 250 万吨，盈利能力较好。

钱营孜煤矿煤种主要是气煤，属于 2010 年新建投产矿井，核定产能 180 万吨，于 2009 年 11 月开始联合试运转，目前已经投产，实际生产能力 300 万吨。

公司目前正在进行祁东煤矿技术改造、恒源煤矿改建等项目，通过矿井深部开发及新建项目，进一步提升煤炭产量。

图表 2：公司已达产煤矿相关情况及产量预测

煤矿名称	权益	煤种	核定产能 (万吨)	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	2009	2010	2011E	2012E
刘桥一矿	100%	贫煤	140	3297.20	1030	150	140	150	150
刘桥二矿	100%	贫煤	200	-	8978	250	200	200	250
卧龙湖煤矿	100%	无烟煤	90	-	3980	60	70	90	90
五沟煤矿	100%	肥煤	150	-	7169	90	150	150	150
任楼煤矿	100%	气煤	280	25409.10	9089	300	280	290	280
祁东煤矿	100%	1/3 焦煤	240	28825.18	13925	250	240	240	250
钱营孜煤矿	100%	气煤	180	54467.63	21071		120	180	180
合计			1280	150000	65242	1100	1200	1300	1350

资料来源：华泰证券研究所

2011 年集团公司拟转让刘桥深部和龙王庙探矿权，新增产能尚存在不确定性

恒源煤电现有矿井基本已经完全达产，未来两年增量释放非常有限。大股东拟向上市公司出让其所拥有的刘桥深部和龙王庙煤矿两处探矿权，刘桥深部勘查区内查明煤炭资源储量 16318.6 万吨，主要煤种为贫煤、无烟煤。龙王庙（南部）井田的煤炭资源储量 7621 万吨，主要煤种为 1/3 焦煤。市场预计两个矿井产能规划为 1000 万吨，但从目前公开情况来看，何时能够增加上市公司产能仍有较大不确定性。

图表 3: 公司拟收购煤矿相关情况及产能预测

煤矿名称	煤种	资源储量 (万吨)	预计产能 (万吨)
刘桥深部探矿权	贫煤 无烟煤	16319	刘桥一二矿后备资源
龙王庙探矿权	1/3 焦煤	7621	

资料来源: 华泰证券研究所

三、地处煤炭消费旺区，与安徽经济同步高速发展

公司地处的华东地区为我国能源消费最大的区域，且公司产品基本主要在安徽省内销售，运输距离上的缩短使其所产煤炭相较于山西、内蒙等地区产品具有明显的运输成本优势，令公司在产品定价权上占尽先机。

另外，公司所属煤矿均位于淮北、宿州两市，同山东、江苏等煤炭调入大省接壤。公司区位优势明显，交通运输便利，京沪、陇海、京九等三大铁路干线贯穿矿区，京福、连霍、合徐等高速公路和 206、104 国道从矿区经过，水路可通过淮河、京杭大运河、长江达江入海。公司前 5 大客户均为安徽省内企业，安徽省内销售占 60% 左右，运距较短，区位优势明显。

目前来看，公司煤炭产品销售区域几乎全部集中在省内。近年来，根据安徽省经委的精神，煤炭销售优先满足省内需求。因此，公司在安徽省内的销售额占比不断提升，这也说明了安徽省自身对煤炭的需求在不断增长，并且其需求增长的速度超越了公司煤炭产量的增速。未来安徽省的经济前景将在很大程度上决定公司未来煤炭产销的情况。

安徽省的发布《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》中提出“力争到 2015 年地区生产总值、财政收入比 2010 年翻一番”，按此推算，安徽未来五年的经济复合增长率将达到 15% 左右。同时，安徽省能源局预测，省内 2011 年用电量将达 1205 亿千瓦时，增长 12% 以上。公司的煤炭产品主要为用于发电的动力煤，工业经济的高速发展需要大量的煤炭供应，而公司的煤炭种类齐全，可供电力、冶金、石化、建材、炼焦、高炉喷吹、民用等领域使用，安徽未来强劲的经济增长和对煤炭的大量消费需求将为公司业绩发展提供巨大的扩张空间，预计其煤炭产品仍将维持较高的产销率。

四、集团煤炭储备丰富，资产注入尚无预期

公司大股东皖北煤电集团 2010 年产量 1438 万吨，集团规划到 2014 年集团成立三十周年时，煤炭产量突破 4000 万吨；到十二五期末，安徽省外煤炭产量突破 4000 万吨，集团合计产量 5000 万吨以上。由于安徽省资源整合进行较早，煤炭资源已主要集中到四大集团手中，省内资源开发难度较大，集团加快省外资源扩张步伐，积极在内蒙、山西参与资源整合，已取得后备资源 37 亿吨。

除上市公司拥有的 7 对生产矿井外，集团尚余 5 对矿井，其中孟庄、百善、前岭三对在产矿井资源趋于枯竭，麻地梁和朱集西煤矿在建，尚未达到生产状态。集团在山西整合煤炭资源中获得岚县、临汾煤炭资源整合主体资格，通过临汾天煜能源发展有限公司控股新生一矿、新生二矿，通过岚县昌恒煤焦有限责任公司控股昌恒煤矿，共获得 1.2 亿吨资源，并在岚县建设皖北煤电岚县煤电化工工业园区及煤炭基地，岚县

政府配套 20 亿吨煤炭资源。同时，集团公司在忻州市以及吕梁市的临县、柳林县等地也做了大量的调研和初步洽谈工作，寻找合适机会进一步参与资源整合。

除此之外，公司还投资以下煤矿：

朱集西：位于淮南市潘集区，与中石化合作的项目，煤炭资源储量约 86 亿吨，矿井设计生产能力 400 万吨/年，煤炭资源储量约 855,780 万吨，矿井设计生产能力 400 万吨/年，配套同等规模的洗煤厂，项目总投资 37.76 亿元，已通过专家组评估，上报国家发改委批准。截至 2011 年 3 月底已累计投资 11 亿多元，预计 2014 年建成，配套煤化工项目是年产 170 万吨煤制甲醇及转化 60 万吨烯烃项目，我们预计注入上市公司可能性不大

赵集煤矿：赵集煤矿预计设计 150 万吨/年，资源储量 3 亿吨。由皖北煤电集团、淮北矿业集团、亳州市国资委分别持股 45%、45%、10%，成立合众煤业。目前尚处于资源精勘、可研及矿井设计、立项报批阶段，未开工建设；

海子塔项目：资源量 13 亿吨，矿井规模 600 万吨，还在前期准备工作中。该煤矿为煤化工配套项目。

在探矿权储备方面，集团与内蒙古煤田地质局共同开发海子塔井田，获得 13 亿吨煤炭资源的控制权。与淮北矿业、亳州市共同出资组建了众和煤业公司，获得了蒙城赵集井田 6 亿吨煤炭资源 45% 的股权，目前项目进展顺利。

集团还积极走出国门，前往澳大利亚获取煤炭资源。2010 年 10 月，集团与中煤地质工程总公司签署合作协议，共同勘探开发澳大利亚昆士兰州苏拉盆地煤炭项目，该勘查区煤炭资源预计储量 100 亿吨左右。若区域内均赋存煤炭资源，可建设 10 至 15 对矿井，年产能 5000-8000 万吨。不过，目前集团公司尚无向上上市公司注入资产预期。

图表 4：皖北煤电集团煤炭项目相关情况

煤炭项目	公司权益	煤种	设计产能 (万吨)	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	项目状态
百善矿	100%	无烟煤	150	-	264	资源衰竭矿井
前岭矿	100%	无烟煤	30	-	418	资源衰竭矿井
孟庄矿	100%	贫煤、无烟煤	30	-	519	资源衰竭矿井
朱集西矿	100%	气煤、1/3 焦煤	400	85578	43200	在建，预计 2014 年投产
麻地梁矿	38.79%	贫煤	500	68153	44245	预计 2011 年投产
昌恒煤矿	51%	主焦煤	45	-	-	技改，预计 2011 年 9 月投产
临汾天煜	51%	主焦煤	200	-	-	技改完成，2011 年目标 200 万吨
西北矿业	100%	-	-	-	-	预计 2011 年完成技改
赵集矿	45%	-	150	74000	-	资源精勘、立项阶段
海子塔井田	-	-	600	130000	-	资源勘查、立项阶段

资料来源：华泰证券研究所

五、盈利预测与投资评级

公司 2011 年 1-9 月实现营业收入 62.95 亿元，同比增长 13.31%，净利润 8.85 亿元，同比增加 4.25%，主要是销售收入增加所致。实现每股收益 0.89 元。其中，第三季度实现营业收入 18.13 亿元，比二季度减少 5.93 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 3.20 亿元，比去年同期降低 9.45%，实现每股收益 0.32 元（公司以 2011 年 9 月 29 日为股权登记日实施了 2011 年度中期 10 转增 12.8065 股的资本公积转增股本方案，致使同期每股相关数据不可比）。

公司前三季度主营收入上升 13.3%，而营业总成本上升速度为 16.0%，这主要是由于营业成本和管理费用的增加，直接导致利润总额和净利润微幅上升；从第三季度单季度经营业绩来看，同比上营业总成本的各项子科目升幅都高于营业收入增长水平，环比上管理和销售费用的增幅较大。

图表 5： 公司近年主要财务指标

报告期	2011 三季报	2011 中报	2011 一季报	2010 年报	2010 三季报
1 净资产收益率-摊薄(%)	13.92	9.52	3.66	17.36	21.35
2 总资产报酬率(%)	10.23	6.72	2.51	11.62	10.53
3 总资产报酬率-年化(%)	13.63	13.44	10.03	11.62	14.04
4 总资产净利率(%)	7.35	4.73	1.78	8.47	7.7
5 总资产净利率-年化(%)	9.81	9.45	7.14	8.47	10.27
6 投入资本回报率(%)	11.99	7.87	2.96	16.12	16.86
7 销售净利率(%)	14.13	12.68	10.35	13.69	15.72
8 销售毛利率(%)	29.97	26.38	26.53	27.15	30.95
9 销售成本率(%)	70.03	73.62	73.47	72.85	69.05
10 销售期间费用率(%)	9.46	7.48	10.99	7.58	8.79
11 净利润 / 营业总收入(%)	14.13	12.68	10.35	13.69	15.72
12 营业利润 / 营业总收入(%)	19.02	17.49	13.98	18.23	20.88
13 息税前利润 / 营业总收入(%)	19.64	18.02	14.55	18.78	21.49
14 营业总成本 / 营业总收入(%)	80.98	82.51	86.02	81.77	79.12
15 销售费用 / 营业总收入(%)	1.08	0.89	0.86	1.15	1.05
16 管理费用 / 营业总收入(%)	7.84	6.14	9.64	5.83	7.21
17 财务费用 / 营业总收入(%)	0.54	0.46	0.49	0.59	0.54
收益质量					
18 经营活动净收益 / 利润总额(%)	99.59	99.47	99.41	100.14	99.66
19 营业外收支净额 / 利润总额(%)	0.41	0.53	0.59	-0.14	0.34
20 所得税 / 利润总额(%)	26.05	27.89	26.36	24.8	24.96

资料来源：华泰证券研究所

10 月 31 日，公司所在地动力煤（车板价）为 640 元/吨，与年初的 630 元/吨有上涨，去年同期价格为 590 元/吨；1/3 焦精煤价格为 1570 元/吨，年初 1550 元/吨，而去年 10 月 30 日为 1350 元/吨。烟煤 740 元/吨，年初价格为 670 元/吨，去年同期为 640 元/吨。公司所在地煤炭价格较为稳定。

2010年11月以36元/股非公开发行4409万股，募集资金净额15.3亿元，方式购买皖北煤电集团所拥有任楼煤矿等资产。公司煤炭可采储量由1.4亿吨增长到6.7亿吨，公司核定生产能力由490万吨/年增长到1175万吨/年。公司将增加后备煤炭资源储量10.9亿吨，可采储量5.3亿万吨。

投资评级：预计2011-2012年EPS分别为1.01和1.18元，对应PE15.82和14.75倍，目前估值水平在煤炭板块中尚不具有优势，未来产能扩张预期较弱，暂给予“观望”评级。但公司经营稳健，长线资金可利用市场下跌之际对该公司积极关注。公司的投资机会主要体现在以下方面：一是市场流动性充裕带来的煤炭股整体机会；二是公司产能扩张超出预期；三是公司合同煤价格提升带来的业绩改善机会。

主要投资风险：1、宏观经济滑坡带来的煤价下跌风险。2、成本费用上升带来的净资产收益率下降风险。

图表 6：宿州煤炭价格走势



资料来源：华泰证券研究所

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3405	1270	4710	6690
现金	1105	1270	4710	6690
应收账款	112	0	0	0
其它应收款	36	0	0	0
预付账款	57	0	0	0
存货	300	0	0	0
其他	1797	0	0	0
非流动资产	8407	7569	7056	6538
长期投资	0	0	0	0
固定资产	5892	5517	5069	4584
无形资产	1921	1921	1921	1921
其他	594	131	66	33
资产总计	11812	8839	11765	13227
流动负债	4231	-0	-0	-0
短期借款	0	0	0	0
应付账款	734	0	0	0
其他	3497	-0	-0	-0
非流动负债	2064	961	961	961
长期借款	961	961	961	961
其他	1103	0	0	0
负债合计	6295	961	961	961
少数股东权益	39	39	39	39
股本	438	1137	1181	1181
资本公积	2682	3442	4929	4929
留存收益	2083	2985	4380	5841
归属母公司股东权益	5478	7839	10765	12227
负债和股东权益	11812	8839	11765	13227

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1309	-899	1958	2030
净利润	957	1253	1394	1462
折旧摊销	592	506	514	518
财务费用	41	44	50	50
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-249	-3024	-0	-0
其它	-31	323	0	0
投资活动现金流	-2421	0	0	0
资本支出	753	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	-1668	0	0	0
筹资活动现金流	1360	1064	1482	-50
短期借款	-160	0	0	0
长期借款	-2	0	0	0
普通股增加	44	699	44	0
资本公积增加	1491	760	1488	0
其他	-13	-395	-50	-50
现金净增加额	248	165	3440	1980

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6990	8351	9201	9736
营业成本	5093	5871	6448	6845
营业税金及附加	96	114	126	133
营业费用	80	0	0	0
管理费用	408	651	718	759
财务费用	41	44	50	50
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	1274	1670	1859	1949
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	9	0	0	0
利润总额	1272	1670	1859	1949
所得税	316	418	465	487
净利润	957	1253	1394	1462
少数股东损益	6	0	0	0
归属母公司净利润	951	1253	1394	1462
EBITDA	1907	2220	2423	2517
EPS (元)	2.17	1.10	1.18	1.24

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	30.9%	19.5%	10.2%	5.8%
营业利润	75.6%	31.1%	11.3%	4.8%
归属于母公司净利润	82.8%	31.7%	11.3%	4.8%
获利能力				
毛利率	27.1%	29.7%	29.9%	29.7%
净利率	13.6%	15.0%	15.2%	15.0%
ROE	17.4%	16.0%	13.0%	12.0%
ROIC	26.1%	22.6%	27.1%	30.6%
偿债能力				
资产负债率	53.3%	10.9%	8.2%	7.3%
净负债比率	15.27%	100.00%	100.00%	100.00%
流动比率	0.80	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.73	0.73	0.73	0.73
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.81	0.89	0.78
应收账款周转率	49	141	-	-
应付账款周转率	7.19	16.00	-	-
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.84	1.10	1.23	1.29
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.15	-0.79	1.72	1.78
每股净资产 (最新摊薄)	4.82	6.89	9.46	10.75
估值比率				
P/E	7.32	14.42	13.46	12.84
P/B	1.27	2.30	1.74	1.53
EV/EBITDA	2	1	1	1

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。