



跟踪煤价走势与蒙矿盈利改善

增持首次评级

目标价格：28 元

投资要点：

- 高家梁煤矿是增产主力，盈利能力持续改善
- 公司本部煤价有望保持稳中有升
- 中长期红庆梁、巴彦淖均是业绩增长点，海外扩张或有惊喜

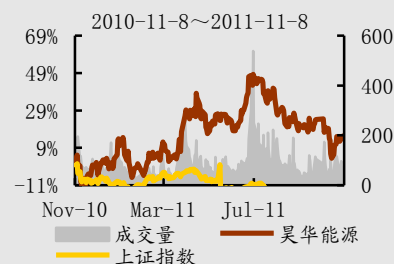
报告摘要：

- 高家梁矿是增产来源，但盈利提升不明显。预计高家梁今明两年的产量将分别达到 345 万吨和 500 万吨，于 2014 年全部达产，是公司近三年增产的主要来源，目前的煤炭售价约为 210-220 元/吨（含税），吨煤成本约 120 元/吨，待入洗量提高和断层影响消除后盈利将继续改善。
- 铜匠川铁路通车，干线运力有待增强。目前高家梁矿的煤主要采用公路运输，总的运力仅为 300 万吨，10 月底铜匠川铁路支线已通车，但干线（京包线）新增运力尚需审批，运量明显改善可能延至 2013 年前后。
- 红庆梁煤矿预计十二五内开工。公司去年收购了西部能源公司 60% 股权获得红庆梁煤矿，规划产能 600 万吨，已纳入到煤炭十二五规划中，明年下半年开工后有望于 2015 年量产，盈利水平略高于高家梁。
- 本部煤价有望稳中有升。本部煤价变化对公司业绩的影响较大，尤其体现在出口煤价上，预计明年价格较今年增速放缓的可能性较大，但整体具备支撑，目前内销均价已接近 800 元/吨，较年初上涨 100 元/吨，增长近 20%，出口均价也由去年的 185 美元/吨上调至 230 美元/吨。
- 巴彦淖煤矿开发是中长期亮点。京东方面板项目政府支持力度大，划拨的 10 亿吨煤炭资源品质较优，探矿证手续尚在办理，预计在 2015 年前后投产后吨煤净利可达 250 元/吨，明年公司也有望继续增持京东方能源公司股权并最终实现控股。
- 首次给予“增持”评级。预计未来 3 年 EPS 为 1.48 元、1.7 元和 1.9 元，对应明年 PE 为 14 倍，估值较为合理，相对看好其中长期业绩增长点。

分析师：

王京乐 (S1180511080003)
电话：010-88085976
Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	4047.17	6179.45	7141.69	7865.44
YOY	30.68%	52.69%	15.57%	10.13%
归属母公司净利润	872.56	1482.19	1697.97	1894.54
YOY	84.92%	69.87%	14.56%	11.58%
EPS（元）	0.87	1.48	1.70	1.90
PE	27	16	14	12

一、高家梁矿是增产来源，但盈利提升不明显

公司 IPO 募投项目高家梁矿一期 300 万吨已于去年下半年投产，当年释放产出 205 万吨，实现销量 190 万吨，预计今明两年的产量将分别达到 345 万吨和 500 万吨，于 2014 年才能全部达产，是公司近三年增产的主要来源。从盈利角度来看，去年该矿投产初期费用较高，吨净利仅为 7 元/吨，今年目前的煤炭售价约为 210-220 元/吨（含税），吨煤成本约 120 元/吨，入洗量为 40%，洗出率在 60%-70%之间，预计吨净利已有所提高，达到约 30-40 元/吨的水平，后期公司可能加大小尺寸煤的入洗量，同时 Q2 小断层的影响逐步消除，该矿的盈利能力有望继续改善。

同时，高家梁矿周围的交通状况也有待完善。目前该矿煤主要采用公路运输，总的运力仅为 300 万吨，10 月底铜匠川铁路支线已经通车，但干线（京包线）新增运力不足，运量明显改善可能延至 2013-2014 年。交通改善后，公司煤炭可运至北京的发电厂或到秦皇岛做下水煤出售，销售半径明显扩大，也有助于盈利提高。

除此以外，公司于去年收购了西部能源公司 60% 股权获得红庆梁煤矿，规划产能 600 万吨，在纳入到煤炭十二五规划范围之后，预计将于明年下半年开工建设，可能在 2015 年开始量产，成为中长期业绩增长点之一。

表 1：高家梁煤矿盈利指标变化

项目	2010	2011E	2012E
产量	205	345	500
销量	190	320	463
煤炭售价	220	220	235
煤炭收入（亿元）	4.18	7.04	10.88
吨煤成本	125	120	120
吨净利	7	35	50
利润贡献（亿元）	0.11	0.9	1.84
对应 EPS	0.02	0.09	0.18

资料来源：宏源证券

表 2：公司煤炭业务产销量预测

项目	2010	2011E	2012E	2013E
煤炭产量	705	855	1010	1110
YOY		21.3%	18.1%	9.9%
权益产量	664	786	910	990
YOY		18.4%	15.8%	8.8%
本部产量	500	510	510	510
木城涧	150	150	150	150
大台井	100	100	100	100

大安山	150	160	160	160
长沟峪	100	100	100	100
外部产量	205	345	500	600
高家梁	205	345	500	600
红庆梁	0	0	0	0
煤炭销量	706.6	857	1012	1112
其中:				
中块	51	51	51	51
小块	30	30	30	30
末煤	420.6	431	431	431
动力煤销量	205	345	500	600
本部				
国内煤销量	300	305	305	305
出口煤销量	200	205	205	205
出口占本部比	40.0%	40.2%	40.2%	40.2%
出口占销量比	28.3%	23.9%	20.3%	18.4%

资料来源: 宏源证券

二、本部煤价有望保持稳中有升

通过敏感性分析我们发现,本部煤价变化对于公司业绩的影响较大,尤其体现在出口煤价上,在全球经济疲弱、煤价回调,以及国内投资增速走低的背景下,我们认为明年公司本部煤价较今年增速放缓的可能性较大,但整体具备支撑,源于: 1) 本部煤炭主要用于冶金烧结,稀缺性明显,下游需求具备刚性,尤其与海外客户的契合性更强; 2) 烧结煤占钢铁冶炼成本偏低,即使钢价大幅回调,煤价向上的压力有限; 3) 公司客户集中,合作紧密。与去年类似,今年公司也针对特定品种连续上调售价,预计目前内销均价接近 800 元/吨,较年初上涨 100 元/吨,同比增长近 20%,而出口均价也由去年的 185 美元/吨上调至 230 美元/吨。由于公司一般在年末进行市场调研,年初与客户确定售价,我们将继续跟踪明确其售价的变动趋势。

表 3: 公司综合煤价预测

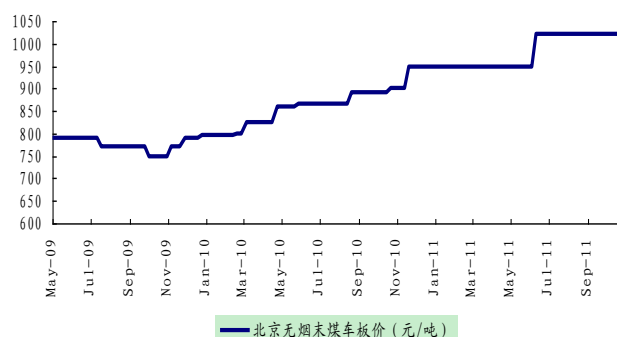
项目	2010	2011E	2012E	2013E
本部综合售价	722.3	1032	1137	1213
国内无烟煤售价(出矿价)	660	785	848	916
出口无烟煤售价(FOB)	815	1400	1568	1656
动力煤售价	190	226	235	249
综合售价	566	705	690	691

资料来源: 宏源证券

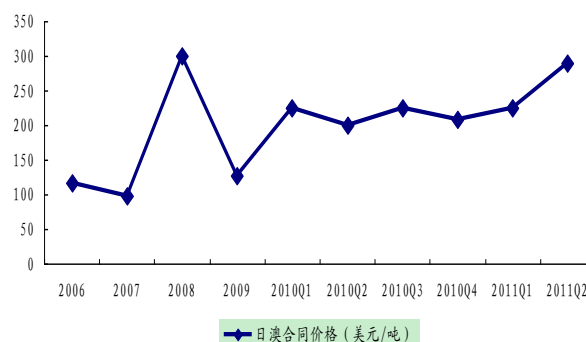
表 4: 公司业绩相对本部售价的敏感性分析

EPS		出口售价 (美元/吨)				
		90	140	190	240	290
内销价格 (元/吨)	550	0.02	0.43	0.83	1.22	1.61
	650	0.22	0.62	1.01	1.4	1.8
	750	0.41	0.8	1.19	1.59	1.98
	850	0.59	0.98	1.38	1.77	2.16
	950	0.77	1.17	1.56	1.95	2.34

资料来源: 宏源证券

图 1: 京西无烟末煤售价变化


资料来源: 宏源证券

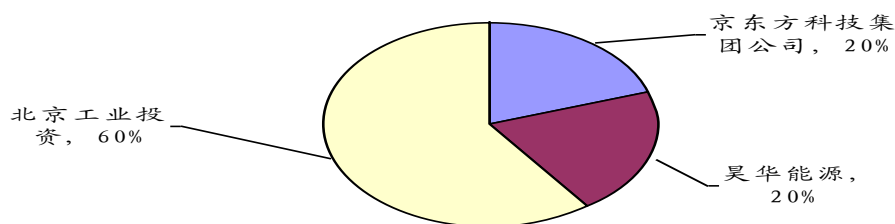
图 2: 日澳焦煤长协价变化


资料来源: 宏源证券

三、巴彦淖尔煤田是中长期亮点

公司与京东方合作开发巴彦淖尔煤田主要是出于两点考虑: 1) 根据内蒙当地政策, 获取煤炭资源需要有配套项目; 2) 增加资源储备, 通过外延式扩张达到京外 2000 万吨生产能力的目标。目前京东方面板项目受到鄂尔多斯政府的大力支持, 所划拨的 10 亿吨煤炭资源品质较优, 原煤发热量达到 6000 大卡, 精煤可超过 7000 大卡, 探矿证手续尚在办理, 预计在 2015 年左右投产后吨煤净利可达 250 元/吨, 业绩贡献较为可观。此外, 公司目前已收购京东方能源公司 20% 的股权, 未来有望继续增持并取得控股地位。

图 3: 京东方能源公司股权结构



资料来源: 宏源证券

四、盈利预测与投资建议

从估值上,我们预计公司未来3年EPS分别为1.48元、1.7元和1.9元,对应明年PE为14倍,基本处于行业平均水平。受益于煤价上涨、高家梁增产,公司近几年成长性突出,资源储备也在积极扩充,而中长期红庆梁、巴彦淖尔煤矿均是较好的业绩增长点,海外扩张也有望带来惊喜,首次给予公司“增持”评级。

五、风险提示:

- 1) 全球经济下滑,本部出口价格下调
- 2) 2013-2014年公司产量处于断档期
- 3) 高家梁矿盈利改善不明显
- 4) 海外扩张进展较慢

财务报表

利润表 (单位: 百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4047.17	6179.45	7141.69	7865.44
减: 营业成本	1989.24	3219.76	3688.92	4063.31
营业税金及附加	244.86	376.95	435.64	479.79
营业费用	178.98	228.64	242.82	259.56
管理费用	426.11	463.46	535.63	589.91
财务费用	39.50	11.19	-38.94	-68.44
资产减值损失	6.00	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-4.18	100.00	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	1158.30	1979.46	2277.62	2541.31
加: 其他非经营损益	16.30	0.00	0.00	0.00
利润总额	1174.60	1979.46	2277.62	2541.31
减: 所得税	299.27	479.26	569.41	635.33
净利润	875.33	1500.20	1708.22	1905.98
减: 少数股东损益	2.77	18.00	10.25	11.44
归属母公司股东净利润	872.56	1482.19	1697.97	1894.54
EPS	0.873	1.482	1.698	1.895
PE	27.04	15.92	13.89	12.45

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	2602.91	2963.94	4042.57	5296.58
应收和预付款项	618.53	1055.55	1182.47	1499.63
存货	243.81	406.65	461.33	554.50
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	147.00	247.00	247.00	247.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2740.73	2947.90	2952.07	2911.73
无形资产和开发支出	2413.60	2406.37	2469.74	2541.61
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	8766.58	10027.41	11355.18	13051.05
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1600.35	1904.31	2145.93	2628.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	559.88	556.69	553.40	551.27
负债合计	2160.23	2461.00	2699.33	3179.63
股本	454.00	454.00	454.00	454.00
资本公积	3234.98	3234.98	3234.98	3234.98

留存收益	1700.93	2642.99	3722.19	4926.32
归属母公司股东权益	5389.91	6331.97	7411.16	8615.30
少数股东权益	1216.44	1234.44	1244.69	1256.13
股东权益合计	6606.35	7566.41	8655.85	9871.43
负债和股东权益合计	8766.58	10027.41	11355.18	13051.05
现金流量表				
经营性现金净流量	855.12	1662.68	2399.33	2658.45
投资性现金净流量	-1377.97	-846.00	-809.00	-859.00
筹资性现金净流量	2743.12	-455.65	-511.71	-545.44
现金流量净额	2220.27	361.03	1078.63	1254.01

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

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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。