



宏源证券  
HONGYUAN SECURITIES

冀中能源(000937)/深度报告

2012年02月13日

# 战略扩张推进，注入空间广阔

## 买入首次评级

目标价格：25 元

### 投资要点：

- 山西及内蒙地区煤矿量产是今年业绩增长主要来源
- 集团“十二五”谋求大发展，资产注入空间广阔

### 报告摘要：

- 下游需求趋弱，煤价稳定是基调。公司资源禀赋好，区位优势突出，为产品需求提供了必要保障，目前受经济增速放缓影响，焦炭、钢铁行业景气度不佳，预期下游回暖拉动焦煤需求可能为时尚早，我们仍寄希望于经济企稳和投资项目的释放，下半年可能会有转机。在此背景下，公司年初协定煤价较去年保持稳定。
- 业绩增长驱动力来自山西及内蒙。今年公司本部及前期注入矿产量基本稳定，增长主要来自山西及内蒙，其中“山西冀中”旗下矿陆续投产后产量可升至400万吨，假设按照80元/吨净利计算，可实现权益利润为2.56亿元，EPS为0.11元，而内蒙产量今年将逐步增至500万吨以上，预计实现权益利润1亿元，对应EPS约0.04元。
- 集团“十二五”大发展，资产注入潜力巨大。2015年集团规划实现产能1.5亿吨（河北、山西及内蒙分别达到4000万吨、5000万吨及6000万吨），上市公司实现产能8000万吨，未来受益资产注入的空间巨大，在信达问题解决后，预期更为强烈，且后续资产也相对充足。
- 参与“ST金化”增发，盈利预期好转。“ST金化”增发完成后，项目推进、补充流动资金将明显改善其财务结构及经营质量，如能大幅减亏，公司将会明显受益。此外，在集团逐步梳理旗下资产的过程中，公司的股价也有望显现较强的上涨催化剂。
- 首次给予“买入”评级。预计公司近3年EPS分别为1.27元、1.51元及1.7元，对应今年PE为13倍。鉴于其资源禀赋突出，外延式扩张能力强，且集团资产注入及运作道路顺畅，因此中长期看好。

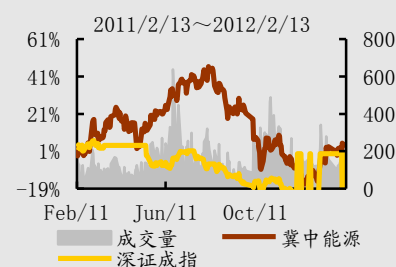
### 分析师：

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) | 30289.16 | 38999.91 | 47986.59 | 52801.98 |
| YOY       | 49.61%   | 28.76%   | 23.04%   | 10.03%   |
| 归属母公司净利润  | 2396.16  | 2931.70  | 3487.74  | 3920.94  |
| YOY       | 49.16%   | 22.35%   | 18.97%   | 12.42%   |
| EPS(元)    | 1.04     | 1.27     | 1.51     | 1.70     |
| PE        | -        | 15       | 13       | 11       |

## 目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 一、下游需求趋弱，煤价稳定是基调.....      | 4  |
| 二、今年的业绩增长主要来自山西及内蒙.....    | 5  |
| 三、集团“十二五”大发展，资产注入潜力巨大..... | 7  |
| 四、参与“ST 金化”增发，盈利预期好转.....  | 9  |
| 五、业绩预测与投资建议 .....          | 10 |
| （一）经营指标预测 .....            | 10 |
| （二）投资建议 .....              | 11 |
| 六、风险提示 .....               | 11 |

## 插图

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 图 1: 焦炭、生铁产量月度变化.....       | 4 |
| 图 2: 房地产市场处于低谷阶段.....       | 4 |
| 图 3: 河北地区焦精煤出厂价格走势.....     | 4 |
| 图 4: 河北地区弱粘煤价格走势.....       | 4 |
| 图 5: “山西冀中”各矿井售价预测.....     | 6 |
| 图 6: 历年集团与上市公司原煤产量比较.....   | 8 |
| 图 7: 2015 年集团在三地产能规划分布..... | 8 |
| 图 8: 信达问题解决后注入道路通畅.....     | 8 |
| 图 9: 冀中能源集团股权及业务结构情况.....   | 9 |

## 表格

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 表 1: 冀中能源本部、注入及整合矿情况及产量预测..... | 5  |
| 表 2: 山西冀中旗下煤矿情况及产量预测.....      | 6  |
| 表 3: 公司在内蒙煤矿情况及产量预测.....       | 7  |
| 表 4: 公司在山西、内蒙地区资源收购价格比较.....   | 7  |
| 表 5: 集团存在注入预期的煤矿情况.....        | 9  |
| 表 6: 公司煤炭业务经营指标预测.....         | 10 |
| 表 7: 公司主营收入、成本预测.....          | 10 |

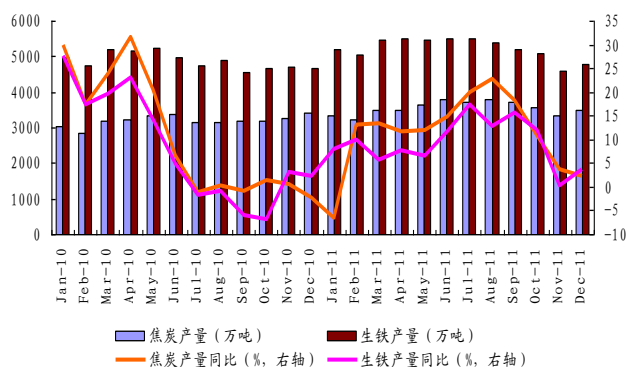
## 一、下游需求趋弱，煤价稳定是基调

公司所处的冀中地区是全国 13 个亿吨级煤炭建设基地之一，煤质优良，拥有丰富的主焦煤、肥煤及 1/3 焦煤等稀缺资源，下游客户主要覆盖京津唐环渤海经济圈，包括河北钢铁、济南钢铁等钢厂及华北地区的电力企业，突出的区位优势为需求提供了保障。

从目前的经济形势看，公司主要产品对应的下游焦炭、钢铁行业景气度尚处于低位，去年 12 月份全国焦炭及生铁产量分别为 3488 万吨和 4800 万吨，同比增长 2% 和 3.7%，月度增速放缓，这两大行业的低迷大部分源于房地产市场，在国家限购政策持续且终端销售不旺的情况下，当前预期下游回暖拉动焦煤需求可能为时尚早。我们认为，焦煤行业基本面好转寄希望于经济企稳以及一些投资项目的重启和释放，今年下半年可能会有转机。

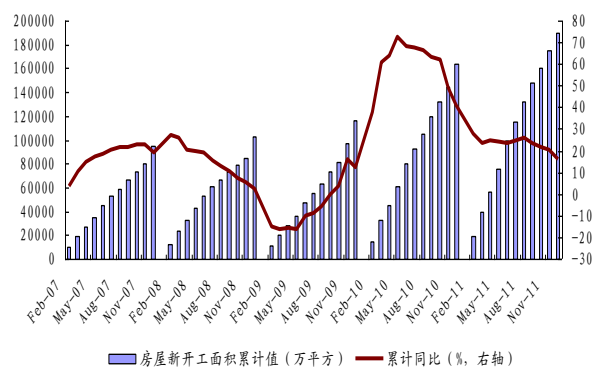
在此背景下，公司 2012 年的焦煤价格年初已经基本确定，较去年保持稳定，精煤售价预计在 1400 元/吨。

图 1：焦炭、生铁产量月度变化



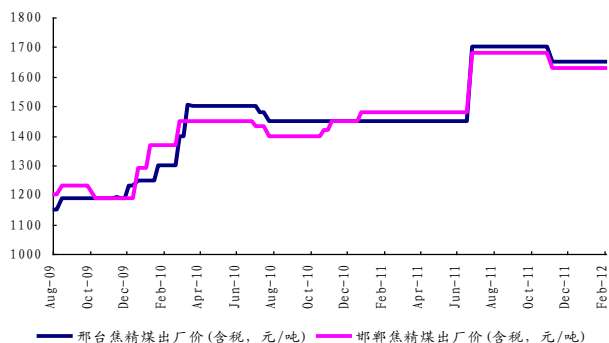
资料来源：WIND、宏源证券

图 2：房地产市场处于低谷阶段



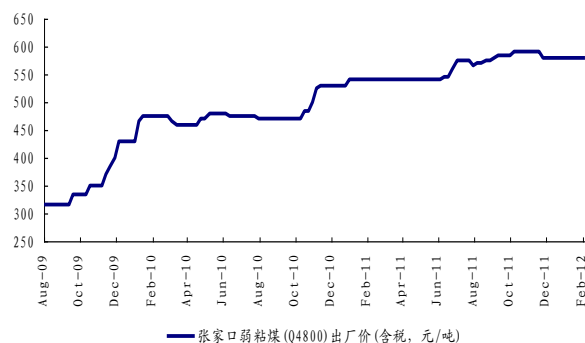
资料来源：WIND、宏源证券

图 3：河北地区焦精煤出厂价格走势



资料来源：WIND、宏源证券

图 4：河北地区弱粘煤价格走势



资料来源：WIND、宏源证券

## 二、今年的业绩增长主要来自山西及内蒙

今年公司本部煤矿产量将继续保持稳定，而 09 年注入煤矿也无太大增长，因此为寻求可持续发展，公司具备充足的外延式扩张动力。值得关注的是，整合矿中段王集团在将段王煤业、友众煤业及平安煤业整合技改后产能已得以充分释放，达到 500 万吨以上，实际产能可至 600 万吨，结合煤价的上涨，预计去年实现净利润 4 亿元以上，增速超过 50%，今年对公司的贡献也会相对突出。

**表 1：冀中能源本部、注入及整合矿情况及产量预测**

| 矿井         | 持股比例 | 可采储量<br>(亿吨) | 核定产能<br>(万吨) | 煤种         | 产量（万吨） |       |       |       |
|------------|------|--------------|--------------|------------|--------|-------|-------|-------|
|            |      |              |              |            | 2010   | 2011E | 2012E | 2013E |
| 本部矿井       |      |              |              |            |        |       |       |       |
| 东庞矿        | 100% | 1. 01        | 392          | 1/3 焦煤     | 387    | 392   | 420   | 420   |
| 邢台矿        | 100% | 0. 33        | 195          | 1/3 焦煤     | 195    | 195   | 195   | 195   |
| 葛泉矿        | 100% | 0. 23        | 137          | 1/3 焦煤、无烟煤 | 137    | 137   | 137   | 137   |
| 章村矿        | 100% | 0. 11        | 126          | 无烟煤        | 126    | 125   | 125   | 125   |
| 显德汪矿       | 100% | 0. 64        | 170          | 贫煤         | 170    | 170   | 170   | 170   |
| 邢东矿        | 100% | 0. 58        | 125          | 1/3 焦煤     | 123    | 125   | 125   | 125   |
| 合计         | 100% | 2. 90        | 1145         | -          | 1137   | 1144  | 1172  | 1172  |
| 09 年资产注入矿井 |      |              |              |            |        |       |       |       |
| 峰峰集团       |      |              |              |            |        |       |       |       |
| 大淑村矿       | 100% | 0. 23        | 180          | 无烟煤、动力煤    | 136    | 139   | 140   | 140   |
| 万年矿        | 100% | 0. 64        | 300          | 无烟煤        | 311    | 356   | 350   | 350   |
| 新三矿        | 100% | 0. 13        | 95           | 肥煤、焦煤      | 73     | 82    | 80    | 80    |
| 梧桐庄矿       | 100% | 0. 6         | 210          | 肥煤、焦煤      | 334    | 404   | 400   | 400   |
| 邯矿集团       |      |              |              |            |        |       |       |       |
| 云驾岭矿       | 100% | 0. 17        | 165          | 无烟煤、动力煤    | 175    | 175   | 175   | 175   |
| 陶一矿        | 100% | 0. 06        | 65           | 无烟煤、动力煤    | 73     | 80    | 80    | 80    |
| 陶二矿        | 100% | 0. 46        | 125          | 无烟煤、动力煤    | 130    | 125   | 125   | 125   |
| 郭二庄矿       | 100% | 0. 23        | 160          | 无烟煤、动力煤    | 160    | 165   | 165   | 165   |
| 张矿集团       |      |              |              |            |        |       |       |       |
| 宣东二号矿      | 100% | 0. 41        | 150          | 弱粘煤、气煤等    | 137    | 122   | 130   | 130   |
| 合计         | -    | 2. 92        | 1450         | -          | 1529   | 1648  | 1645  | 1645  |
| 控股子公司及整合矿  |      |              |              |            |        |       |       |       |
| 段王煤业集团     | 72%  | 3            | 450          | 瘦煤、贫煤      | 327    | 517   | 550   | 550   |
| 其中：段王煤化    | 72%  | -            | -            | 瘦煤、贫煤      | 247    | 346   | 350   | 350   |
| 平安煤业       | 51%  | -            | -            | 瘦煤、贫煤      | 0      | 58    | 90    | 90    |
| 友众煤业       | 51%  | -            | -            | 瘦煤、贫煤      | 80     | 113   | 110   | 110   |
| 张家口沽源      | 90%  | 1. 4         | 15           | 褐煤         | 0      | 0     | 0     | 0     |

|      |      |      |     |        |     |     |     |     |
|------|------|------|-----|--------|-----|-----|-----|-----|
| 邢北煤矿 | 51%  | 0.09 | 15  | 焦煤     | 1   | 2   | 10  | 10  |
| 西庞煤矿 | 100% | 0.02 | 40  | 1/3 焦煤 | 19  | 40  | 60  | 90  |
| 合计   | -    | 4.51 | 520 | -      | 347 | 559 | 620 | 650 |

资料来源：宏源证券

公司于去年9月公告，收购集团旗下“山西冀中”80%的股权，旗下包括凯川煤业、万峰煤业等五个煤矿，合计可采储量为1.97亿吨，核定产能为510万吨，均是优质的焦煤资源，去年亏损主要是源于利息支出较多，产销量规模小，预计今年陆续投产后（隆泰有所滞后），产量将升至约400万吨，较去年约70万吨的工程煤量增加300多万吨，假设按照80元/吨净利计算，可实现净利约3.2亿元，对应权益利润为2.56亿元，EPS为0.11元，成为业绩增长的主要来源之一。

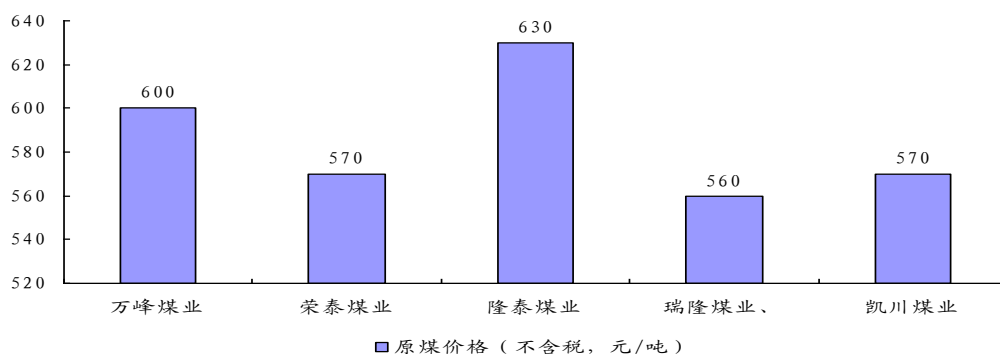
此外，我们认为公司在山西仍有较大的运作空间，一方面集团目前在当地现有段王集团、金晖煤焦公司等4个主体，不排除未来实现统一，另一方面除“山西冀中”外，集团还有青龙煤业（邯矿集团）、老母坡（邢矿集团）等优质主焦煤资产，不排除有进一步注入的可能。“十二五”期间，集团也计划在山西实现产能5000万吨，相当于“山西冀中”的近10倍，因此持续的整合及注入是此区域公司最大的看点。

表2：山西冀中旗下煤矿情况及产量预测

| 矿井   | 持股比例 | 可采储量<br>(亿吨) | 核定产能<br>(万吨) | 煤种 | 产量(万吨) |       |       |       |
|------|------|--------------|--------------|----|--------|-------|-------|-------|
|      |      |              |              |    | 2010   | 2011E | 2012E | 2013E |
| 凯川煤业 | 80%  | 0.13         | 90           | 焦煤 | 0      | 10    | 90    | 90    |
| 瑞隆煤业 | 80%  | 0.16         | 120          | 焦煤 | 0      | 25    | 110   | 120   |
| 万峰煤业 | 80%  | 1.22         | 120          | 焦煤 | 0      | 25    | 110   | 120   |
| 隆泰煤业 | 80%  | 0.57         | 90           | 焦煤 | 0      | 0     | 0     | 20    |
| 荣泰煤业 | 80%  | 0.18         | 90           | 焦煤 | 0      | 10    | 90    | 90    |
| 合计   | 80%  | 1.97         | 510          | 焦煤 | 0      | 70    | 400   | 440   |

资料来源：宏源证券

图5：“山西冀中”各矿井售价预测



资料来源：宏源证券

内蒙逐渐成为公司外延扩张的重中之重，自去年设立冀中能源内蒙古有限公司以来，公司先后收购了武媚牛、乾新及盛鑫煤业等三个煤矿，合计可采储量 1.84 亿吨，核定产能 300 万吨，去年武媚牛煤矿由于验收未完，没有产量贡献，但预计今年在技改完成后可释放 300 万吨，内蒙合计产量逐步增至 500 万吨以上，以达到地区兼并整合主体的资格标准，为后续资源扩张奠定基础。假设按照 45 元的吨净利计算，公司在内蒙今年有望实现净利润 2 亿元，按 51% 的权益计算，贡献权益利润 1 亿元，对应 EPS 约 0.04 元。此外，公司在内蒙收购的煤矿产储比偏小，意味着未来具备一定的扩产空间。

“十二五”期间，集团在内蒙规划产能为 6000 万吨，是目前现有产能的 12 倍，去年公司成功发行 40 亿元公司债券，近期又对冀中能源内蒙古公司增资 8.5 亿元，相信在整合主体确立后，进一步扩充煤炭资源有较大的想象空间，新利润增长点也会陆续出现。

**表 3：公司在内蒙煤矿情况及产量预测**

| 矿井    | 持股比例 | 可采储量<br>(亿吨) | 核定产能<br>(万吨) | 煤种  | 产量(万吨) |       |       |       |
|-------|------|--------------|--------------|-----|--------|-------|-------|-------|
|       |      |              |              |     | 2010   | 2011E | 2012E | 2013E |
| 武媚牛煤矿 | 51%  | 0.91         | 120          | 动力煤 | 0      | 0     | 300   | 300   |
| 乾新煤矿  | 51%  | 0.53         | 60           | 动力煤 | 0      | 60    | 60    | 60    |
| 盛鑫煤业  | 72%  | 0.4          | 120          | 不粘煤 | 0      | 0     | 80    | 120   |
| 合计    | 51%  | 1.84         | 300          | -   | 0      | 60    | 440   | 480   |

资料来源：宏源证券（注：武媚牛煤矿现核定产能 120 万吨，正在进行 210 万吨/年技改）

**表 4：公司在山西、内蒙地区资源收购价格比较**

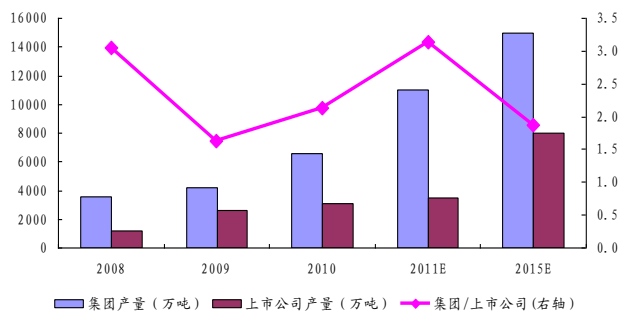
| 煤矿        | 收购作价<br>(亿元) | 权益可采储量<br>(亿吨) | 规划产能<br>(万吨) | 吨储量价格<br>(元/吨) | 吨产能价格<br>(元/吨) |
|-----------|--------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| <b>内蒙</b> |              |                |              |                |                |
| 武媚牛煤矿     | 8.6          | 0.47           | 300          | 18.3           | 717            |
| 乾新煤矿      | 2.28         | 0.53           | 60           | 4.3            | 380            |
| 盛鑫煤业      | 6.84         | 0.29           | 120          | 23.6           | 570            |
| <b>山西</b> |              |                |              |                |                |
| 山西冀中五个矿   | 17.45        | 1.97           | 510          | 8.9            | 342            |

资料来源：宏源证券

### 三、集团“十二五”大发展，资产注入潜力巨大

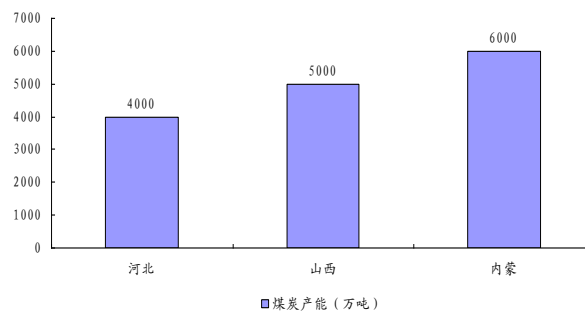
在煤炭集团大力推进整体上市的趋势下，投资煤炭上市公司实际就是投资其背后的集团，2011 年冀中能源集团原煤产量已突破亿吨，相当于上市公司现有产量的近 3 倍，而“十二五”末集团规划将实现产能 1.5 亿吨（河北、山西及内蒙分别达到 4000 万吨、5000 万吨及 6000 万吨），上市公司实现产能 8000 万吨，相关倍数将明显降低，因此巨大的集团煤炭同业资产体量意味着公司未来几年受益资产注入的空间巨大。

图 6：历年集团与上市公司原煤产量比较



资料来源：互联网、宏源证券

图 7：2015 年集团在三地产能规划分布

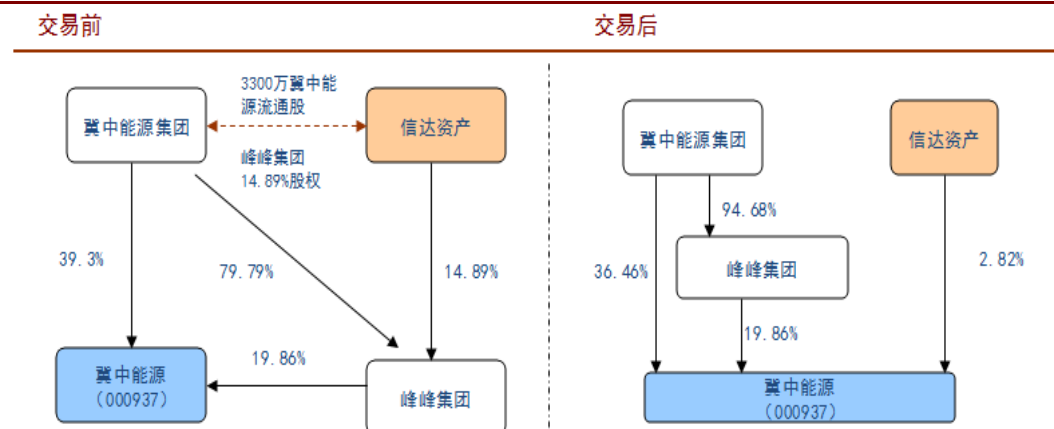


资料来源：宏源证券

去年公司通过将 3300 万上市公司股份与信达资产公司持有的峰峰集团 14.89% 的权益进行置换，成为了国内第一家解决信达股权问题的煤企，为后续的外延扩张及资产注入彻底扫清了障碍。

根据我们对注入预期强烈集团矿建设进度的跟踪，目前九龙矿、文水和老母坡矿可能条件相对成熟，且大部分为优质主焦煤，吨净利预计在 200 元/吨左右，一旦注入将进一步优化产品结构，对业绩增厚显著，而北掌矿相关手续正在办理，磁西矿、城梁矿大约 2013 年才能投产，张家梁、官板及牛西等矿尚在技改过程中，因此实际上公司资产注入预期较为强烈，且后续跟进资产也比较充足，资产注入仍是未来几年最值得期待的亮点。

图 8：信达问题解决后注入道路通畅



资料来源：宏源证券

表 5: 集团存在注入预期的煤矿情况

| 矿井    | 持股比例   | 可采储量 (亿吨) | 核定产能 (万吨) | 煤种  | 目前状况         |
|-------|--------|-----------|-----------|-----|--------------|
| 九龙矿   | 100%   | 0.63      | 150       | 主焦煤 | 正常生产         |
| 文水赤峪矿 | 55%    | -         | 300       | 主焦煤 | 手续不全, 等批文    |
| 老母坡矿  | 60.55% | 0.19      | 30        | 主焦煤 | 60 万吨技改      |
| 城梁煤矿  | 100    | 12.31     | 600       | 动力煤 | 2013 年可能核准   |
| 北掌矿   | 70%    | 0.37      | 60        | 动力煤 | 手续不全         |
| 磁西矿   | 100%   | 15.3      | 180       | 主焦煤 | 在建, 2013 年投产 |
| 张家梁矿  | 65%    | 0.35      | 120       | 动力煤 | 技改中          |
| 牛西矿   | 60%    | 0.1       | 60        | 动力煤 | 技改中          |
| 官板乌素矿 | 54%    | 0.38      | 120       | 动力煤 | 技改中          |

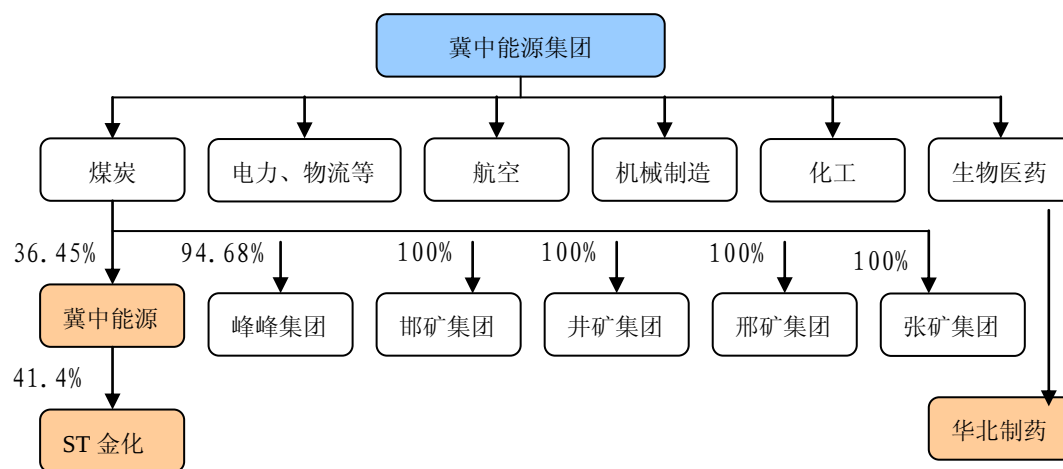
资料来源: 宏源证券

## 四、参与“ST 金化”增发，盈利预期好转

目前公司计划参与控股子公司 ST 金化的定增，完成后持股比例将由 30.3% 升至 41.4%。我们预计去年 ST 金化将亏损 1.5-2 亿元之间，今年增发完成后项目推进、补充流动资金将明显改善其财务结构及经营质量，集团也将其定位为旗下化工资产的运作平台，在改善其业绩方面动力充足，今年如能大幅减亏，公司必将明显受益。

此外，我们通过观察目前集团的股权及业务结构，认为集团旗下资产整合的大思路已逐渐明朗，公司作为唯一的煤炭资产运作平台，未来接收集团下属小集团（峰峰、邢矿等）的可能性较大，而 ST 金化作为化工平台有望接收集团其他化工资产，并有可能通过公司进行资本运作，最终将形成集团直接持有几家上市公司的架构布局，因此在集团逐步梳理旗下资产的过程中，公司的股价有望显现较强的上涨催化剂。

图 9: 冀中能源集团股权及业务结构情况



资料来源: 集团网站、宏源证券

## 五、业绩预测与投资建议

### (一) 经营指标预测

表 6: 公司煤炭业务经营指标预测

| 项目             | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 原煤产量(万吨)       | 3014  | 3491  | 4277  | 4387  |
| 外购原煤量(万吨)      | 100   | 100   | 100   | 100   |
| 原煤销量(万吨)       | 2675  | 3005  | 3615  | 3764  |
| 其中: 洗精煤        | 1775  | 1975  | 2407  | 2468  |
| 原煤             | 320   | 380   | 453   | 482   |
| 其他洗煤           | 315   | 370   | 440   | 476   |
| 煤泥及其他          | 265   | 280   | 315   | 338   |
| 综合售价(元/吨, 按销量) | 925   | 980   | 1006  | 1046  |
| 其中: 洗精煤        | 1215  | 1300  | 1320  | 1386  |
| 原煤             | 433   | 468   | 477   | 501   |
| 其他洗煤           | 365   | 398   | 406   | 426   |
| 煤泥及其他          | 170   | 190   | 200   | 210   |
| 吨煤成本(元)        | 576   | 693   | 729   | 766   |
| 吨煤毛利(元)        | 246   | 287   | 277   | 280   |
| 煤炭业务毛利率        | 29.9% | 29.3% | 27.6% | 26.8% |

资料来源: 宏源证券

表 7: 公司主营收入、成本预测

| 项目(百万元) | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入    | 30289  | 39000  | 47987  | 52802  |
| 其中: 煤炭  | 24752  | 29459  | 36356  | 39359  |
| 化工      | 3891   | 4669   | 5369   | 6014   |
| 建材      | 966    | 1362   | 1703   | 2043   |
| 主营成本    | 22,530 | 29,516 | 36,402 | 40,533 |
| 其中: 煤炭  | 17351  | 20825  | 26339  | 28818  |
| 化工      | 3760   | 4473   | 5128   | 5743   |
| 建材      | 854    | 1158   | 1447   | 1737   |
| 毛利率     | 25.6%  | 24.5%  | 23.8%  | 22.8%  |
| 其中: 煤炭  | 29.90% | 29.3%  | 27.6%  | 26.8%  |
| 化工      | 5.42%  | 4.20%  | 4.50%  | 4.50%  |
| 建材      | 12.42% | 15%    | 15%    | 15%    |

资料来源: 宏源证券

## (二) 投资建议

从估值上看，预计公司近3年EPS分别为1.27元、1.51元及1.7元，对应今年PE为13倍，在煤价较难上涨的情况下，给予公司今年15-18倍的估值，6个月目标价为25元。虽然公司可能面临去年业绩不达预期、下游行业景气度持续低迷等不利状况，但鉴于其资源禀赋突出，外延式扩张能力强，且信达问题解除后集团资产注入道路顺畅，集团旗下资产结构的梳理将带来股价催化剂方面的考虑，我们看好公司中长期的发展。

## 六、风险提示

- 1) 经济“硬着陆”，焦煤价格超调
- 2) 资产注入进程慢于预期
- 3) 外延扩张受阻，收购价格上升
- 4) 生产成本、政策成本上升
- 5) ST金化业绩改善不明显

### 财务报表

| 利润表(单位: 百万元) | 2010A    | 2011E    | 2012E    | 2013E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入         | 30289.16 | 38999.91 | 47986.59 | 52801.98 |
| 减: 营业成本      | 22529.70 | 29460.83 | 36571.56 | 40783.88 |
| 营业税金及附加      | 337.55   | 390.00   | 479.87   | 528.02   |
| 营业费用         | 577.42   | 702.00   | 815.77   | 844.83   |
| 管理费用         | 3217.55  | 4094.99  | 4894.63  | 4752.18  |
| 财务费用         | 300.07   | 404.71   | 486.87   | 551.12   |
| 资产减值损失       | 92.60    | 60.00    | 50.00    | 50.00    |
| 加: 投资收益      | -195.49  | 76.00    | 43.00    | 32.00    |
| 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         | 3038.78  | 3963.38  | 4730.89  | 5323.95  |
| 加: 其他非经营损益   | 282.30   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 利润总额         | 3321.08  | 3963.38  | 4730.89  | 5323.95  |
| 减: 所得税       | 833.95   | 971.84   | 1171.97  | 1322.99  |
| 净利润          | 2487.13  | 2991.53  | 3558.92  | 4000.96  |
| 减: 少数股东损益    | 90.96    | 59.83    | 71.18    | 80.02    |
| 归属母公司股东净利润   | 2396.16  | 2931.70  | 3487.74  | 3920.94  |
| EPS          | 1.036    | 1.268    | 1.508    | 1.695    |
| PE           | -        | 15       | 13       | 11       |

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             | 1176.87         | 4202.38         | 6277.46         | 10705.86        |
| 应收和预付款项          | 5120.46         | 8082.47         | 11249.89        | 11081.37        |
| 存货               | 1214.09         | 1591.71         | 1891.30         | 2187.09         |
| 其他流动资产           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 长期股权投资           | 563.78          | 639.78          | 682.78          | 714.78          |
| 投资性房地产           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产和在建工程        | 13436.82        | 12978.87        | 13130.23        | 13275.08        |
| 无形资产和开发支出        | 2371.45         | 4804.12         | 4488.28         | 4126.15         |
| 其他非流动资产          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>资产总计</b>      | <b>23883.48</b> | <b>32299.33</b> | <b>37719.93</b> | <b>42090.32</b> |
| 短期借款             | 1376.00         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付和预收款项          | 6850.58         | 8775.80         | 10763.65        | 11290.02        |
| 长期借款             | 2138.11         | 3268.11         | 3568.11         | 3868.11         |
| 其他负债             | 1048.34         | 5233.20         | 5330.20         | 5461.40         |
| <b>负债合计</b>      | <b>11413.03</b> | <b>17277.11</b> | <b>19661.96</b> | <b>20619.53</b> |
| 股本               | 1156.44         | 1156.44         | 1156.44         | 1156.44         |
| 资本公积             | 3570.95         | 3570.95         | 3570.95         | 3570.95         |
| 留存收益             | 6982.79         | 9474.73         | 12439.31        | 15772.11        |
| <b>归属母公司股东权益</b> | <b>11710.18</b> | <b>14202.12</b> | <b>17166.70</b> | <b>20499.50</b> |
| 少数股东权益           | 760.27          | 820.10          | 891.28          | 971.30          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>12470.45</b> | <b>15022.22</b> | <b>18057.98</b> | <b>21470.80</b> |
| 负债和股东权益合计        | 23883.48        | 32299.33        | 37719.93        | 42090.32        |
| <b>现金流量表</b>     |                 |                 |                 |                 |
| 经营性现金净流量         | 3555.38         | 4797.12         | 5300.22         | 7895.65         |
| 投资性现金净流量         | -4100.38        | -4863.89        | -2923.00        | -3156.00        |
| 筹资性现金净流量         | 609.86          | 3092.28         | -302.15         | -311.24         |
| <b>现金流量净额</b>    | <b>64.86</b>    | <b>3025.51</b>  | <b>2075.08</b>  | <b>4428.41</b>  |

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：盘江股份、潞安环能、神火股份、山煤国际、永泰能源、平庄能源、昊华能源、兰花科创等。

## 机构销售团队

|      | 郭振举                                        | 牟晓凤                                         | 孙利群                                          | 王艺                                     |
|------|--------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------|
| 华北区域 | 010-88085798<br>guozhenju@hysec.com        | 010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com        | 010-88085756<br>sunliqun@hysec.com           | 010-88085172<br>wangyi1@hysec.com      |
| 华东区域 | 张璐<br>010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com  | 王俊伟<br>021-51782236<br>wangjunwei@hysec.com | 赵佳<br>010-88085291<br>zhaojia@hysec.com      | 奚曦<br>021-51782067<br>xixi@hysec.com   |
| 华南区域 | 曾利洁<br>010-88085991<br>zenglijie@hysec.com | 贾浩森<br>010-88085279<br>jiahaosen@hysec.com  | 雷增明<br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com | 罗云<br>010-88085760<br>luoyun@hysec.com |
| QFII | 方芳<br>010-88085842<br>fangfang@hysec.com   | 胡玉峰<br>010-88085843<br>huyufeng@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。