

煤电研究小组 分析师: 潘杭钧
执业证书编号: S0730511030002
panhj@ccnew.com
联系人: 王志磊
wangzll@ccnew.com

快速成长的民营焦煤新星 ——永泰能源(600157)调研简报

研究报告-公司调研

买入(首次)

发布日期: 2011 年 4 月 5 日

报告关键要素:

永泰能源(600157)是目前煤炭板块中唯一的民营煤炭公司,公司2009年开始由成品油贸易公司向煤炭企业转变,采取“定增+收购煤矿”的滚动模式不断扩展煤炭资源。公司煤种以稀缺性焦煤为主,资源禀赋好。公司管理人员主要来自中煤能源、上海能源等大型煤企,且公司激励机制到位,为公司快速熟悉煤炭业务提供了保障。2012年公司进入产量快速释放期,预计2012、2013年公司EPS分别为1.24元、1.87元,按3月30日收盘价16.38元计算,对应市盈率13倍、9倍,虽然估值偏高,但考虑到公司未来的快速发展,给予“买入”的投资评级。

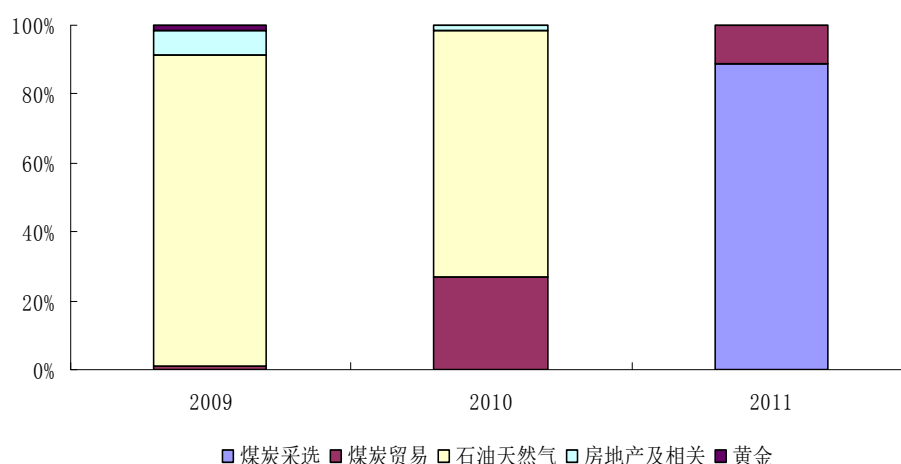
事件:

- 近期,我们对永泰能源(600157)进行了实地调研,就公司业务状况进行了交流。

点评:

- **转型中的煤炭民营新星。**永泰能源股份有限公司,原名为泰安鲁润股份有限公司,于1998年正式在上海证券交易所首发上市,原主要从事成品油经营业务,2009年公司确立了以煤炭业务为主的战略规划,剥离石油业务,收购煤炭资源,2011年煤炭业务占公司营业总收入比重达到100%。2010年10月,公司正式更名为永泰能源股份有限公司,简称“永泰能源”,是目前煤炭上市公司中唯一一家民营企业。

图表 1: 公司近三年业务占比



资料来源: 中原证券, 公司公告

- **“定增+收购煤矿”模式积极扩张资源。**公司自2009年以华瀛山西为平台,通过定向增发等方式陆续整合、收购了华瀛金泰源、孙义煤业、华瀛集广煤业、华瀛柏沟煤业,参股昕艺致富煤业、银源安苑煤业、银源新生煤业。2011年公司开始着手布局陕煤,新疆地区的资源收购,利用第三次定增收购了陕西亿华矿业,现金收购了新疆双安矿业。目前在山西灵石地区拥有荡荡岭等9座煤矿,生产

规模达540万吨/年；陕西地区拥有储量达11亿吨的优质煤炭资源；新疆地区拥有1座120万吨煤矿。

公司“主打山西、接续陕蒙、后备新疆”的三地发展布局已经初步形成。

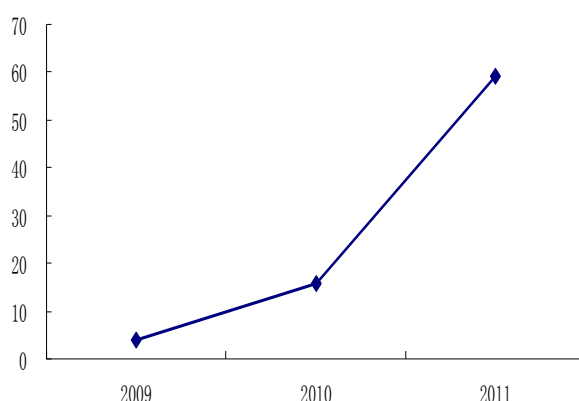
图表 2: 公司收购矿井及产能

	煤种	权益	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	产能 (万吨)	采矿权 (万元)	吨采矿权 (元/吨)
华瀛山西		100%					
冯家坛公司	焦煤	100%	1008	752	45	32380	32.1
荡荡岭煤矿	焦煤	100%	1286	798	60	31355	24.4
华瀛金泰源	焦煤、肥煤	90%	3620	2176	90	69666	21.4
灵石昕益孙义煤业	焦煤、肥煤	100%	3238	2237	60	78962	24.4
灵石昕益致富煤业	焦煤、肥煤	49%	2773	1852	45	56439	20.4
灵石华瀛集广煤矿	焦煤、瘦煤	51%	2991	1968	60	85934	28.7
山西灵石华瀛柏沟	焦煤、肥煤	51%	3576	2174	60	99283	27.8
银源安苑	焦煤、瘦煤	100%	2566	1333	60	79419	31.0
银源新生	焦煤	100%	3217	1461	60	104817	32.6
合计			24275	14751	540	638255	
陕西亿华矿业	优质动力煤	70%	114423	68535	600	1044007	9.1
新疆双安矿业	气煤	100%	4456		120	16500	3.7
总计			143154	83286	1260	1698762	

资料来源：中原证券，公司公告

- **公司步入煤炭产能快速释放期。**2011年公司实现营业收入20.62亿，同比减少26.23%，主要是公司处于转型过程中，较2010年减少了油品业务所致。虽然公司营收下降，但是2011年公司煤炭主业开始放量，原煤总产量达到263万吨，同比增长177%；洗精煤82万吨，同比增长1088%。由于公司煤种以稀缺性的焦煤为主，2011年公司毛利率接近60%。按照公司规划，2012年公司所属煤矿总产能达到2000万吨，计划生产原煤700万吨以上，洗精煤300万吨以上，产量较2011年增长近3倍；而到2020年公司煤炭采选年产能将达到3000万吨。

图表 3: 公司历年毛利率 (单位: %)

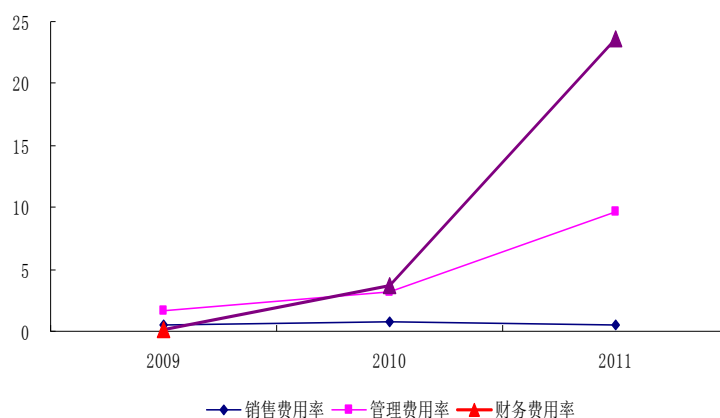


资料来源：中原证券，公司公告

- **由于持续收购，财务费用较高。**2011年公司财务费用率高达23.57%，主要由于收购银源安苑、银源

新生和亿华矿业等煤炭资产，公司大量增加银行贷款，2011年底公司短期和长期借款分别为40.2亿元和38.4亿元，这也导致公司财务费用大幅增长近4倍，为4.86亿元。

图表 4：期间费用率 (单位：%)



资料来源：中原证券，公司公告

- **2012 年发行 H 股加大收购力度。**公司 2012 年计划发行 H 股，以用于收购灵石银源煤焦开发有限公司 100%股权和山西康伟集团 65%股权，待收购完成后公司在山西将拥有三个煤炭生产主体资格，总产能达 1000 万吨以上；公司还计划在新疆再收购一座煤矿，三年内产能达到 600 万吨；此外公司与中煤合作在澳大利亚开始勘探煤炭资源，目前前期工作已启动。

图表 5：公司 H 股融资收购资产

目标公司	权益 (%)	煤种	储量 (万吨)	权益储量 (万吨)	产能 (万吨/年)	生产情况
灵石银源煤焦开发有限公司	100					
灵石银源兴庆煤业	51	焦煤	11356	5792	90	在产、技改
灵石银源新安发煤业	51	焦煤	4100	2091	60	生产
灵石银源华强煤业	51	焦煤	6752	3444	45	生产
合计			22208	11326	195	
山西康伟集团有限公司	65					
山西沁源康伟森达源煤业	51	焦煤	6558	2174	120	在产、技改
山西康伟集团南山煤业	100	焦煤	7996	5197	90	生产
山西康伟集团孟子峪煤业	100	焦煤	2262	1470	60	生产
合计			16816	8842	270	
总计			39024	20168	465	

资料来源：中原证券，公司公告

- **区位与资源禀赋优势。**公司煤矿大多位于山西灵石。灵石县为全国五十个重点产煤县之一，是享誉国内外的“精煤之都”。全县含煤面积860平方公里，占全县总面积的71.3%，地质储量为91亿吨，且品种齐全，多为肥煤、焦煤、瘦煤和气煤，尤为突出的是含灰份在10%以下，含硫1%以下的优质主焦煤达12亿吨，被誉为“煤海瑰宝”。公司煤矿瓦斯含量0.05%，远远低于1%临界点，矿井工作面基本垂深平均不到200米，区位与资源禀赋优势突出。
- **人力资源优势。**公司主要管理人员都来自如中煤能源、上海能源、义煤、宝钢集团等国内大煤炭企业，大量专业化煤炭人才的加入为公司尽快熟悉煤炭经营提供了保障。

姓名	职务	学历	个人简历
王金余	法定代表人	本科	教授级高级工程师，享受国务院特殊津贴的专家。曾任大屯煤电（集团）副董事长、党委书记；上海能源股份有限公司副董事长；中煤能源集团有限公司总经理助理；中煤建设集团有限公司执行董事、总经理、党委副书记
符小民	总经理	硕士	教授级高级工程师。曾任上海能源股份公司副总经理；江苏煤矿安监局副局长。
王忠坤	副总经理	本科	高级会计师。曾任中煤大屯公司监察审计部副部长，中煤陕西榆林能源化工有限公司副总会计师
王军	副总经理	硕士	大屯煤电集团公司监事；徐州四方铝业集团有限公司党委书记、副董事长。
鲁德朝	副总经理	本科	高级工程师。曾任上海大屯能源股份公司副总经理、总经济师兼任人事部长、贸易部经理
赵京虎	副总经理	专科	曾任中煤第一建设公司副总工程师兼项目经理。
刘保申	副总经理	本科	高级工程师。曾任义马煤业集团千秋矿矿长；义马煤业集团中联润世新疆煤业有限公司总经理
王军	董事会秘书	硕士	高级经济师。曾任大屯煤电集团公司监事；徐州四方铝业集团有限公司党委书记、副董事长
郭夕祥	总工程师	硕士	教授级高级工程师。中煤能源新疆松树头煤业有限公司执行董事、总经理、总工程师；中煤能源新疆天山煤业有限公司董事。

资料来源：中原证券，公司公告

- **激励机制到位。**由于是民营企业，因此公司体制较为灵活。2011年9月份公司通过长期激励计划，对主要高管进行了业绩激励措施，实现股东和管理层利益共享；以每个激励主体为计提单位，按照每年的经营责任状上标明的净利润为基数，对超额部分按照固定数额进行奖励，假设超额部分为K，计提模式如下：

图表 6：公司长期激励制度

永泰能源公司计提		永泰能源二级公司计提		煤矿计提	
*K 值	每年提取数额	*K 值	每年提取数额	*K 值	每年提取数额
800<K<1500	10	500<K<800	4	400<K<600	3
1500<K<2000	15	800<K<1000	8	600<K<800	6
2000<K<3000	20	1000<K<1500	12	800<K<1000	9
3000<K<4000	25	1500<K<2000	16	1000<K<1500	12
4000<K	30	2000<K	20	1500<K	15
职务	系数	职务	系数	职务	系数
正职	1	正职	1	正职	1
副职	0.8	副职	0.65	副职	0.65
副总师	0.65	副总师	0.45	副总师	0.45
机关部室正职	0.45	机关部长	0.3		
机关部室副职	0.3	机关副部长	0.2		

资料来源：中原证券，公司公告

- **给予“买入”评级。**预计2012、2013年公司EPS分别为1.24元、1.87元，按3月30日收盘价16.38元计算，对应市盈率13倍、9倍，估值偏高，但考虑公司发展速度较快，给予“买入”的投资评级。
- **风险提示：**宏观经济不确定性导致煤炭价格波动风险；公司产量不如预期的风险；公司海外扩张的

不确定性。

盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	27.95	20.62	61.66	87.01
增长率(%)	27.75	-26.23	199.06	41.12
净利润(亿元)	1.32	3.22	11.66	17.60
增长率(%)	508.90	144.05	261.88	50.88
基本每股收益(元)	0.45	0.59	1.24	1.87
市盈率(倍)	36.40	27.76	13.21	8.76

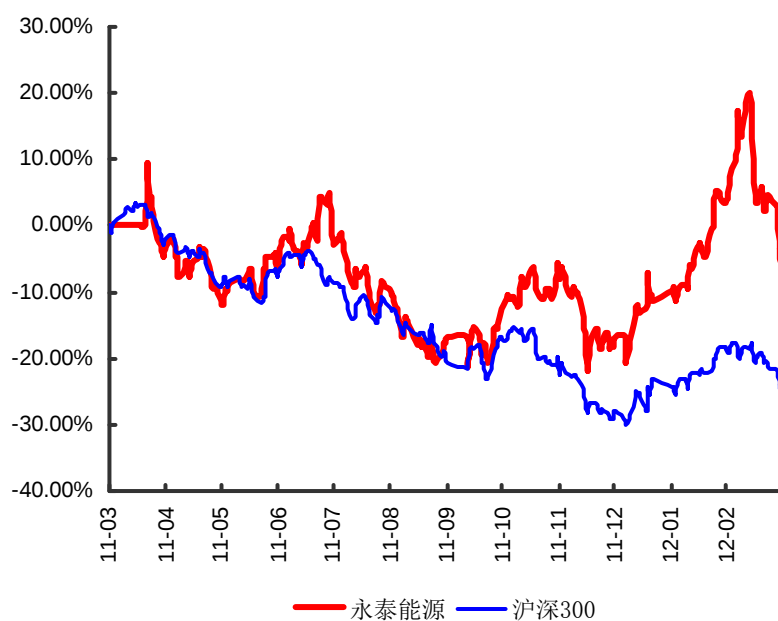
市场数据 (2012年3月30日)

收盘价(元)	16.38
一年内最高/最低(元)	28.95/13.27
沪深300指数	2552.94
市净率(倍)	3.64
流通市值(亿元)	81.26

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产(元)	5.00
每股经营现金流(元)	0.71
毛利率(%)	59.30
净资产收益率(%)	11.35
资产负债率(%)	74.75
总股本/流通股(万股)	88378/53137
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。