

潘杭钧

执业证书编号: S0730511030002

021-50588666-8043

panhj@ccnew.com

## 快速成长的民营焦煤新星

### ——永泰能源（600157）调研深度报告

## 证券研究报告-公司调研

买入（维持）

发布日期: 2012 年 4 月 26 日

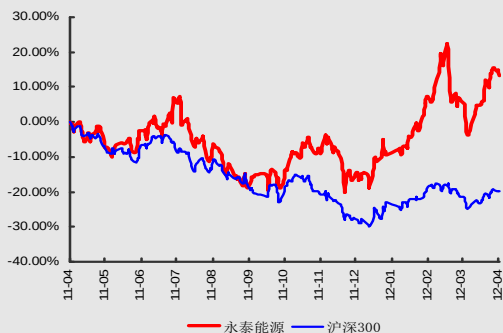
### 市场数据（2012 年 4 月 24 日）

|              |            |
|--------------|------------|
| 收盘价 (元)      | 9.75       |
| 一年内最高/最低 (元) | 26.65/9.40 |
| 沪深300 指数     | 2604.87    |
| 市净率 (倍)      | 1.10       |
| 流通市值 (亿元)    | 103.62     |

### 基础数据（2012 年 3 月 31 日）

|              |             |
|--------------|-------------|
| 每股净资产 (元)    | 8.87        |
| 每股经营现金流 (元)  | 0.58        |
| 毛利率 (%)      | 59.06       |
| 净资产收益率 (%)   | 1.81        |
| 资产负债率 (%)    | 60.37       |
| 总股本/流通股 (亿股) | 88378/53137 |
| B 股/H 股 (万股) | 0/0         |

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 相关研究

中原证券 20120407\_点评-AA\_永泰能源（600157）调研简报: 快速成长的民营焦煤新星

联系人: 王志磊

电话: 021-50588666-8026

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

### 投资要点:

- **转型中的民营焦煤新星。**公司是煤炭板块唯一民营上市公司。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。2011 年公司实现煤炭营业收入 20.62 亿元, 占公司总收入 100%。
- **“定增+收购”模式快速扩张煤炭资源。**目前在山西拥有荡荡岭等 9 座煤矿, 生产规模达 540 万吨/年; 陕西拥有 11 亿吨的优质煤炭资源; 新疆拥有 1 座 120 万吨煤矿。
- **区位与资源禀赋优势。**公司煤矿多位于全国重点产煤县之一的山西灵石。全县含煤面积广, 品种齐全, 多为肥煤、焦煤、瘦煤和气煤。公司煤矿瓦斯含量 0.05%, 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。
- **2012 年进入快速增长时期。**2011 年公司煤炭业务开始放量, 原煤总产量达到 263 万吨, 同比增长 177%。按照公司规划, 2012 年计划生产原煤 700 万吨以上产量较 2011 年增长近 3 倍, 而 2013 年公司计划产量达到 1000 万吨。产能来看, 2012 年公司所属煤矿总产能达到 2000 万吨, 而到 2020 年公司煤炭年产能将达到 3000 万吨。
- **管理人员专业, 激励机制灵活。**公司主要管理人员都来自如中煤能源、上海能源、义煤等大型煤企, 人员专业。民营企业体制较为灵活, 2011 年公司对主要高管进行了业绩激励计划, 以实现将股东利益、公司利益和业务骨干员工个人利益有效结合的目的。
- **盈利预测。**预计 2012、2013 年公司 EPS 分别为 0.66 元、1.00 元, 对应市盈率 15 倍、10 倍, 虽然估值偏高, 但考虑到公司未来的快速发展, 维持“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 公司产量不如预期的风险。

|           | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入 (亿元) | 27.95  | 20.62  | 61.66  | 87.01 |
| 增长比率 (%)  | 27.75  | -26.23 | 199.06 | 41.12 |
| 净利润 (亿元)  | 1.32   | 3.22   | 11.66  | 17.60 |
| 增长比率 (%)  | 508.90 | 144.05 | 261.88 | 50.88 |
| 每股收益 (元)  | 0.45   | 0.59   | 0.66   | 1.00  |
| 市盈率 (倍)   | 22     | 17     | 15     | 10    |

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. 公司概况 .....                       | 4  |
| 2. 行业前景：稀缺决定焦煤价值中长期看好 .....         | 6  |
| 3. 公司步入快速成长期 .....                  | 8  |
| 3.1 "定增+收购"模式积极扩张煤炭资源 .....         | 8  |
| 3.2 2012 年产能快速释放，远期目标 3000 万吨 ..... | 9  |
| 3.3 煤电联营，一体化发展 .....                | 10 |
| 3.4 区位与资源禀赋优势 .....                 | 11 |
| 3.5 人力资源优势 .....                    | 11 |
| 3.6 激励机制灵活到位 .....                  | 12 |
| 4. 公司经营分析 .....                     | 13 |
| 4.1 营收将大幅增长 .....                   | 13 |
| 4.2 毛利率高位显示良好的盈利能力 .....            | 13 |
| 4.3 财务费用压力预计将缓解 .....               | 14 |
| 4.4 资本结构及偿债能力 .....                 | 15 |
| 5. 盈利预测与投资评级 .....                  | 16 |
| 6. 风险提示 .....                       | 16 |
| 行业投资评级 .....                        | 17 |
| 公司投资评级 .....                        | 17 |
| 重要声明 .....                          | 18 |
| 免责条款 .....                          | 18 |
| 转载条款 .....                          | 18 |

## 图表目录

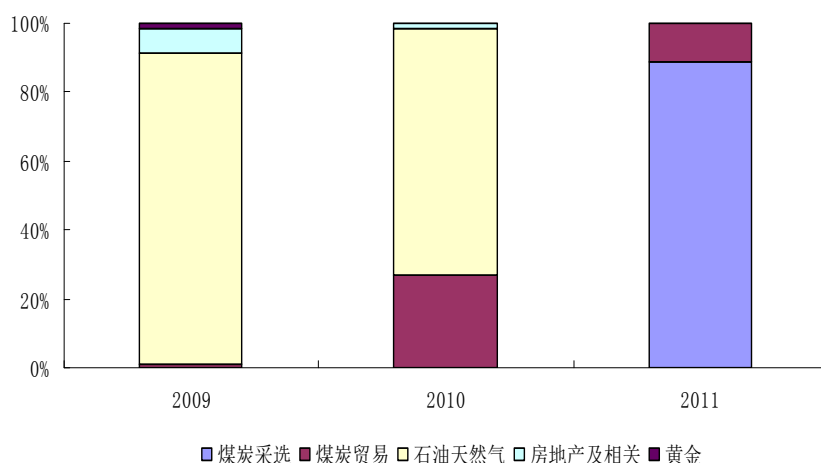
|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图表 1: 公司近三年收入构成 .....          | 4  |
| 图表 2: 公司组织结构图 .....            | 5  |
| 图表 3: 2011 年报披露的公司股权结构 .....   | 6  |
| 图表 4: 焦煤产量及增速 .....            | 7  |
| 图表 5: 焦煤在原煤总产量中占比下降 .....      | 7  |
| 图表 6: 太原古交 2#焦煤:车板价(含税) .....  | 7  |
| 图表 7: 公司资源收购扩张路径 .....         | 8  |
| 图表 8: 公司 H 股融资欲收购资产 .....      | 9  |
| 图表 9: 公司煤炭产能与产量对比 .....        | 10 |
| 图表 10: 公司矿井生产情况 .....          | 10 |
| 图表 11: 公司电力业务规划 .....          | 11 |
| 图表 12: 公司主要高管背景介绍 .....        | 12 |
| 图表 13: 公司长期激励制度 .....          | 12 |
| 图表 14: 公司近三年营收及增速 .....        | 13 |
| 图表 15: 煤炭业务占营业总收入比重 .....      | 13 |
| 图表 16: 公司综合毛利率及煤炭业务毛利率对比 ..... | 14 |
| 图表 17: 公司煤种结构 .....            | 14 |
| 图表 18: 公司吨煤成本低于其它焦煤上市公司 .....  | 14 |
| 图表 19: 公司三项费用率 .....           | 15 |
| 图表 20: 公司资产负债率 .....           | 15 |
| 图表 21: 公司流动比率与速动比率 .....       | 15 |
| 图表 22: 盈利预测与假设 .....           | 16 |

## 1. 公司概况

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，股票简称为“永泰能源”，股票代码为600157，是目前煤炭上市公司中唯一一家民营企业。

截止2011年，公司总资产146.49亿元，净资产36.99亿元，实现营业收入20.62亿元，归属于母公司净利润3.22亿元。

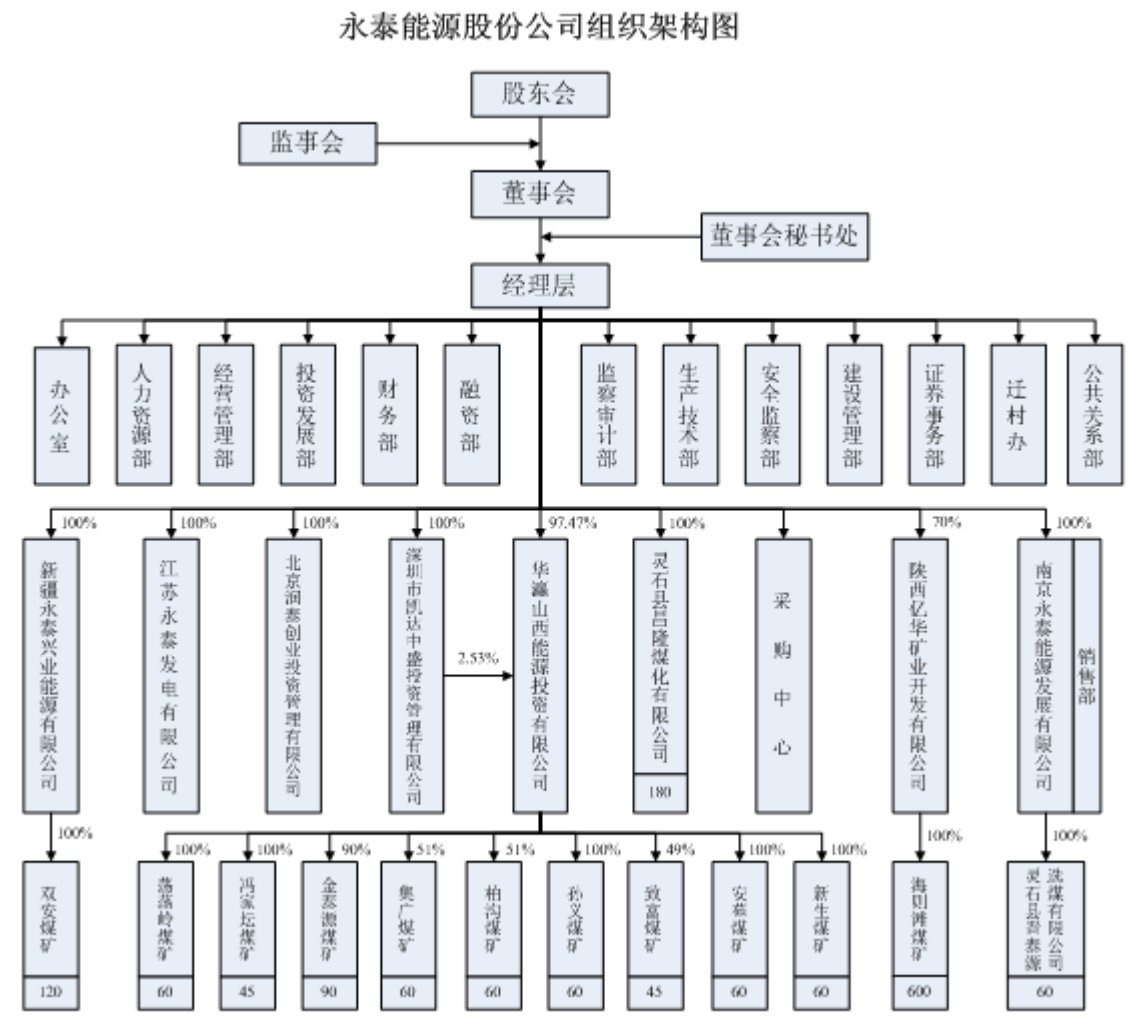
图表 1：公司近三年收入构成



资料来源：中原证券，公司公告

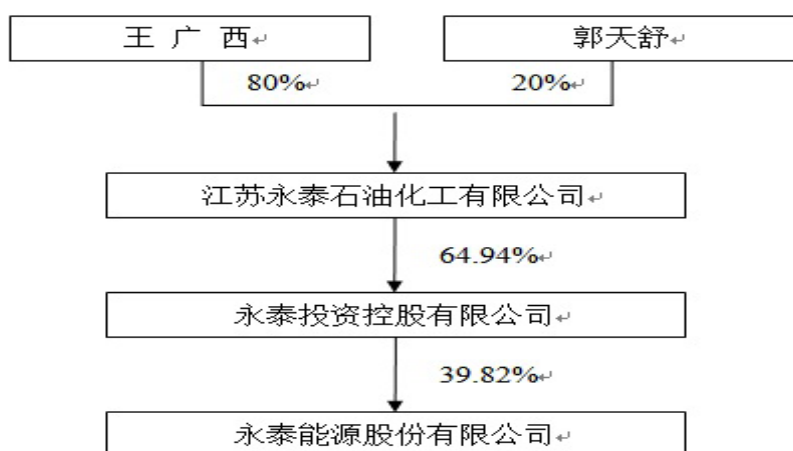
公司旗下现有华瀛山西能源投资有限公司、江苏永泰发电有限公司、南京永泰能源发展有限公司、陕西亿华矿业开发有限公司、新疆永泰兴业能源有限公司、北京润泰创业投资管理有限公司等子公司。截止2011年末，公司原煤生产总能力为1260万吨/年，原煤总产量263万吨；其中山西省灵石县九座优质焦煤煤矿，原煤生产能力合计为540万吨/年；陕西省靖边县一座优质动力煤煤矿，原煤生产能力为600万吨/年；新疆昌吉州一座优质配焦煤煤矿，原煤生产能力为120万吨/年。

图表 2: 公司组织结构图



截止2012年3月，公司股本总数为8.84亿股。控股股东为永泰投资控股有限公司，2011年永泰投资控股有限公司持有永泰能源股份有限公司39.82%的股份。永泰投资控股有限公司成立于2002年4月15日，为一投资控股型集团化企业。目前主要产业有能源、地产、石化、工程建设和药业五大板块。实际控制人为王广西、郭天舒夫妇，其中王广西持有80%的股份，郭天舒女士持有20%的股份。

图表 3: 2011年报披露的公司股权结构



资料来源：中原证券，公司公告

## 2. 行业前景：稀缺决定焦煤价值中长期看好

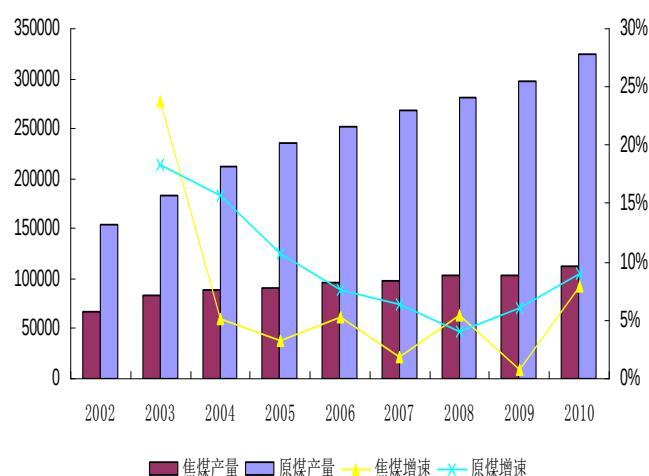
公司煤种以焦煤为主。炼焦煤是用来冶炼焦炭的煤，主要包括焦煤、1/3 焦煤、气煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤等煤种，属中变质烟煤。

炼焦煤资源稀缺性制约其产量增长。我国目前查明的炼焦煤储量约为2800亿吨，占世界炼焦煤查明资源量的13%，占我国煤炭资源储量的24%。资源主要集中在华东、华北，其中尤以山西省储量最大，查明储量为1551.84 亿吨，占全国资源储量的55.53%。炼焦煤查明资源量中，以气煤（包括1/3 焦煤）最多，达1282.12亿吨，占炼焦煤查明资源储量的45.73%，其次为焦煤，占23.61%，瘦煤和肥煤各占炼焦煤储量的15.89%和12.81%，其他占1.96%，资源储量尤其是优质焦煤储量较为稀缺。

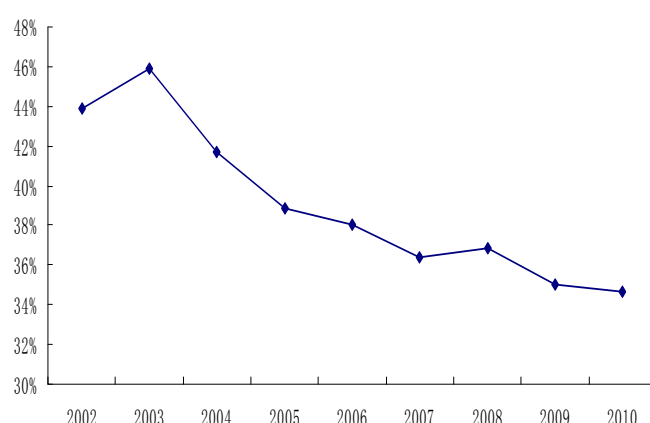
采煤难度的不断加大、安全生产压力的逐步增大，也约束着炼焦煤产量的提高。随着社会的发展，国家对煤矿安全生产的重视程度越来越高，煤矿企业安全生产压力日益加大。由于前期小煤矿的乱采乱挖，我国炼焦煤储量最大的山西省现有焦煤储量大大下降，优质炼焦煤开采难度也较大，开采前期、生产过程的安全投入不断增加，特别是被整合的矿井，先前生产、安全条件较差，远远达不到安全标准化的要求，技改投入巨大，安全要求更严格，也约束着炼焦煤产量的提高。

由此近年来在国内煤炭产量大幅上涨的同时，焦煤产量并未出现随之上涨的情况。炼焦煤产量占中国原煤产量比例整体处于下降趋势，已从2003年占比46%降至2010年占比33%。

图表 4: 焦煤产量及增速 (单位: 亿吨, %)



图表 5: 焦煤在原煤总产量中占比下降



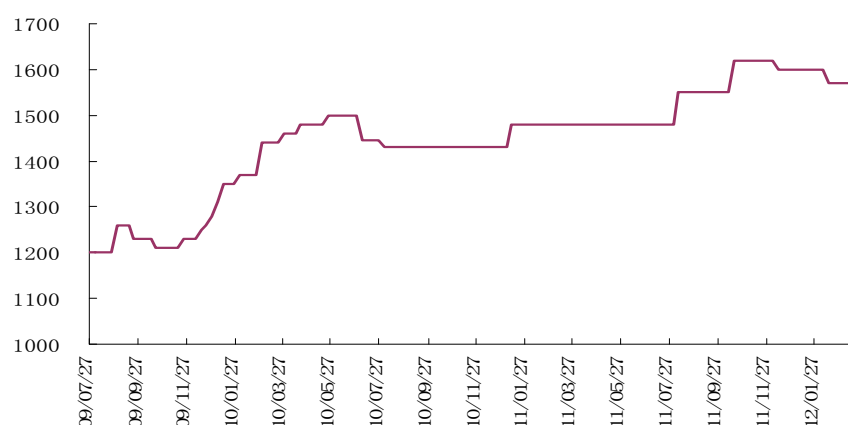
资料来源: 中原证券, 中国煤炭资源网

资料来源: 中原证券, 中国煤炭资源网

而炼焦煤作为煤炭资源中的稀缺品种, 尤其是焦煤作为炼焦用煤的主焦煤, 是钢铁企业不可或缺的原料。同时, 随着我国工业化、城市化进程的推进, 以及钢铁企业高炉大型化趋势的加速, 对优质焦煤的需求呈现刚性增长的趋势。

炼焦煤的稀缺性使得其日益成为全球争夺的战略性资源, 结合全球煤炭贸易格局判断, 未来中国、印度炼焦煤进口量将快速增长, 并取代日韩成为最大的进口国, 各国抢夺焦煤资源的程度将会逐步加剧。因此, 这也决定了焦煤价格的中长期上涨趋势。

图表 6: 太原古交 2#焦煤: 车板价(含税)



资料来源: 中原证券, 中国煤炭资源网



### 3、公司步入快速成长期

#### 3.1 "定增+收购"模式快速扩张煤炭资源

公司自 2009 年起增持华瀛山西，此后以华瀛山西为平台，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西、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。

图表 7：公司资源收购扩张路径

| 时间      | 收购方式     | 收购对象                        |          | 权益   | 地理位置   | 保有储量<br>(万吨) | 收购价格<br>(万元) |
|---------|----------|-----------------------------|----------|------|--------|--------------|--------------|
| 2009.10 | 现金收购     | 华瀛山西 40% 股权                 | 荡荡岭煤业、   | 100% | 山西灵石   | 1286         | 16686        |
|         |          |                             | 冯家坛煤矿    | 100% | 山西灵石   | 1008         |              |
| 2009.12 | 首次非公开发行  | 华瀛山西 30% 股权                 | 华瀛金泰源    | 75%  | 山西灵石   |              | 12514        |
|         |          |                             |          |      |        |              |              |
|         |          | 以华瀛金泰源为平台收购金泰源等煤矿           | 金泰源煤矿    |      | 山西灵石   | 3620         | 49000        |
|         |          |                             | 灵石县回来峪煤矿 |      |        |              |              |
|         |          |                             | 夏门堡二坑煤矿  |      |        |              |              |
|         |          |                             | 华天煤矿     |      |        |              |              |
|         |          |                             | 同泰煤矿     |      |        |              |              |
|         |          |                             | 翠峰镇回来峪煤矿 |      |        |              |              |
|         |          |                             | 两渡镇景家沟煤矿 |      |        |              |              |
| 2010.7  |          | 华瀛山西增资华瀛金泰源，持有华瀛金泰源的 90% 股权 |          | 90%  |        |              | 52778        |
| 2010.9  | 第二次非公开发行 | 增资华瀛山西                      | 昕益孙义煤业   | 100% | 山西灵石   | 3279         | 32000        |
|         |          |                             | 昕益致富煤业   | 49%  |        | 2773         | 34600        |
|         |          |                             | 华瀛柏沟     | 51%  |        | 3576         | 39270        |
|         |          |                             | 华瀛集广     | 51%  |        | 2991         | 37230        |
| 2011.1  | 第三次非公开发行 | 增资华瀛山西                      | 银源安苑     | 100% | 山西灵石   | 2566         | 67200        |
|         |          |                             | 银源新生     | 100% |        | 3217         | 70000        |
|         |          |                             | 陕西亿华矿业   | 70%  | 陕西靖边   | 114368       | 340000       |
| 2011.4  | 现金收购     |                             | 新疆双安煤矿   | 100% | 新疆吉木萨尔 | 4456         | 16500        |
| 合计      |          |                             |          |      |        | 143140       |              |

资料来源：中原证券，公司公告

目前公司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，初步形成了主打山西、布局陕西、后备新疆的三地发展格局。

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。公司全资控股子公司华瀛山西在山西省具有煤炭资源兼并重组整合主体的资格,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,同时也使得公司在获取煤炭资源方面具有较强的优势。

**图表 8: 公司 H 股融资欲收购资产**

| 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  |
|---------------------|------------|----|--------------|--------------|------------|-------|
| <b>灵石银源煤焦开发有限公司</b> | <b>100</b> |    |              |              |            |       |
| 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    |
| <b>合计</b>           |            |    | <b>22208</b> | <b>11326</b> | <b>195</b> |       |
| <b>山西康伟集团有限公司</b>   | <b>65</b>  |    |              |              |            |       |
| 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    |
| <b>合计</b>           |            |    | <b>16816</b> | <b>8842</b>  | <b>270</b> |       |
| <b>总计</b>           |            |    | <b>39024</b> | <b>20168</b> | <b>465</b> |       |

资料来源: 中原证券, 公司公告

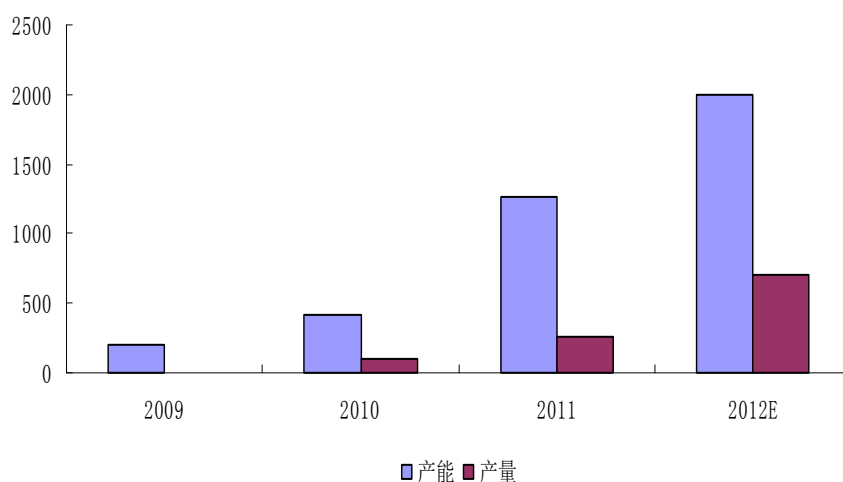
此外公司与中煤合作在澳大利亚开始勘探煤炭资源,共同开采澳大利亚昆士兰州EPC1723 煤炭资源,目前已拿到采矿权,前期工作已启动。EPC1723煤炭资源预测储量达到5亿吨,煤种为优质焦煤。公司进军澳大利亚,长期来看将有利于提升公司未来焦煤资源。

### 3.2 2012 年产能快速释放, 远期目标 3000 万吨

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%。2012年公司在山西的矿井基本都将实现达产,按照公司规划,2012年计划生产原煤700万吨以上,洗精煤300万吨以上,产量较2011年增长近3倍,而2013年公司计划产量达到1000万吨。

产能来看,2012年公司所属煤矿总产能达到2000万吨,而到2020年公司煤炭采选年产能将达到3000万吨,实现公司“以山西为中心、以陕蒙为接续、以江苏为依托、以新疆为储备”的发展战略,其中山西地域通过收购重组产能达到1000万吨/年,陕蒙地域产能通过收购资源建设新矿达到1200万吨/年,新疆地域产能通过收购与新建相结合达到800万吨/年。

图表 9: 公司煤炭产能与产量对比 (单位: 万吨)



资料来源: 中原证券, 公司公告

图表 10: 公司矿井生产情况

|          | 煤种    | 权益   | 保有储量<br>(万吨) | 可采储量<br>(万吨) | 核定产能<br>(万吨) | 权益产能<br>(万吨) | 生产情况 |
|----------|-------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|
| 华瀛山西     |       | 100% |              |              |              |              |      |
| 荡荡岭煤矿    | 焦煤    | 100% | 1286         | 798          | 60           | 60           | 达产   |
| 冯家坛公司    | 焦煤    | 100% | 1008         | 752          | 45           | 45           | 达产   |
| 华瀛金泰源    | 焦煤、肥煤 | 90%  | 3620         | 2176         | 90           | 81           | 2012 |
| 灵石昕益孙义煤业 | 焦煤、肥煤 | 100% | 3279         | 2237         | 60           | 60           | 2012 |
| 灵石昕益致富煤业 | 焦煤、肥煤 | 49%  | 2773         | 1852         | 45           | 22           | 2012 |
| 灵石华瀛集广   | 焦煤、瘦煤 | 51%  | 2991         | 1968         | 60           | 31           | 2011 |
| 灵石华瀛柏沟   | 焦煤、肥煤 | 51%  | 3576         | 2174         | 60           | 31           | 2012 |
| 银源安苑     | 焦煤、瘦煤 | 100% | 2566         | 1333         | 60           | 60           | 2012 |
| 银源新生     | 焦煤    | 100% | 3217         | 1461         | 60           | 60           | 达产   |
| 合计       |       |      | 24316        | 14751        | 540          | 450          |      |
| 陕西亿华矿业   | 优质动力煤 | 70%  | 114368       | 68535        | 600          | 420          | 2014 |
| 新疆双安矿业   | 气煤    | 100% | 4456         |              | 120          | 120          | 2013 |
| 总计       |       |      | 143140       | 83286        | 1260         | 990          |      |

资料来源: 中原证券, 公司公告

### 3.3 煤电联营, 一体化发展

公司突出以煤电联营为核心的发展思路, 积极筹划煤电联营、热电联供、坑口发电等电力产业相关项目, 到 2020 年末形成 7000MW 发电能力。目前, 公司在江苏省沛县 2×1200MW (远期规划 4×1200MW) 大型超超临界燃煤机组项目已委托华东电力设计院完成初步可行性研究报告工作。陕西省靖边县 4×1000MW 大型超超临界煤矿坑口燃煤机组已完成前期项目调研工作。新疆

东部 4×150MW 热电机组按照公司规划在 2012 年开工,推进新疆公司率先实现煤电一体化。

图表 11: 公司电力业务规划

|        | 装机容量                              | 进度                      |
|--------|-----------------------------------|-------------------------|
| 江苏     | 2×1200MW (远期 4×1200MW) 大型超超临界燃煤机组 | 已委托华东电力设计院完成初步可行性研究报告工作 |
| 陕西省靖边县 | 4×1000MW 大型超超临界煤矿坑口燃煤机组           | 已完成前期项目调研工作             |
| 新疆     | 4×150MW 热电机组                      | 2012 年开工                |

资料来源: 中原证券, 公司公告

### 3.4 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”。区内煤层厚度高,可采掘面积广。区内瓦斯绝对涌出量为 0.48-0.69 m<sup>3</sup>/min,二氧化碳绝对涌出量 0.27-1.16 m<sup>3</sup>/min,属于低瓦斯矿,瓦斯含量不大,未发现地温、地压异常现象,区内矿井近年来未发生过瓦斯爆炸突发事件。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。

由于灵石县的地质条件较好,有利于机械化开采,因此公司对所收购煤矿在改造中采用综合机械化开采工艺进行建设,有利于公司控制安全风险、降低开采成本。

### 3.5 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、宝钢集团等国内大型煤炭企业,大量专业化煤炭人才的加入为公司煤炭经营提供了专业化保障。

图表 12: 公司主要高管背景介绍

| 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

### 3.6 激励机制灵活到位

由于是民营公司，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，以实现将股东利益、公司利益和业务骨干员工个人利益有效结合的目的。激励计划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 13: 公司长期激励制度（单位：万元）

| 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    |             |        |

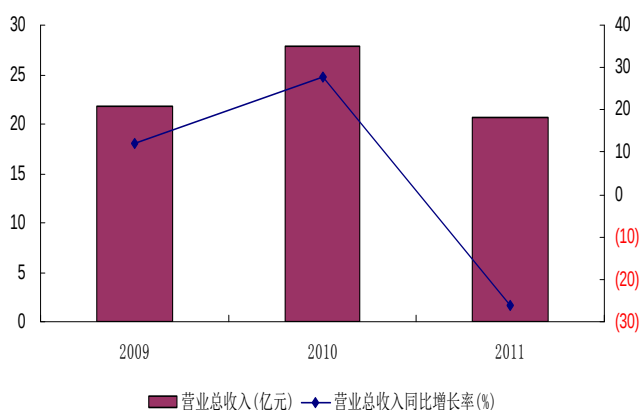
资料来源：中原证券，公司公告

## 4. 公司经营分析

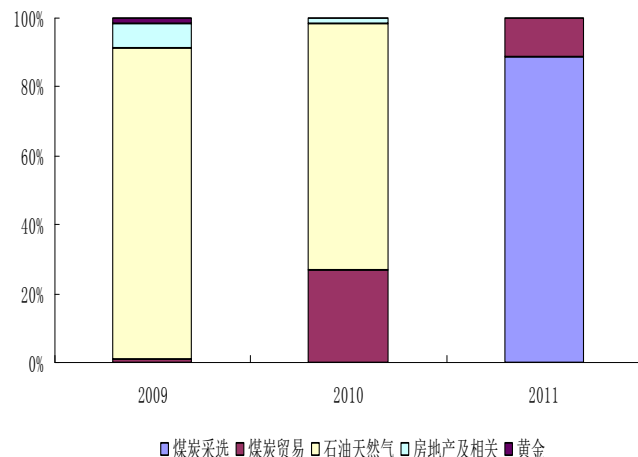
### 4.1 营收将大幅增长

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%。煤炭业务占公司总收入的比重持续走高。2011 年, 公司煤炭业务收入占公司总收入的 100%。随着公司煤炭产量的提高, 预计营业总收入也将逐年提高。公司 2012 年经营目标实现营业收入目标 65 亿元以上, 同比将增加 215.23%; 净利润目标 12 亿元以上, 同比增长 272.67%。

图表 14: 公司近三年营收及增速



图表 15: 煤炭业务占营业总收入比重 (单位: %)



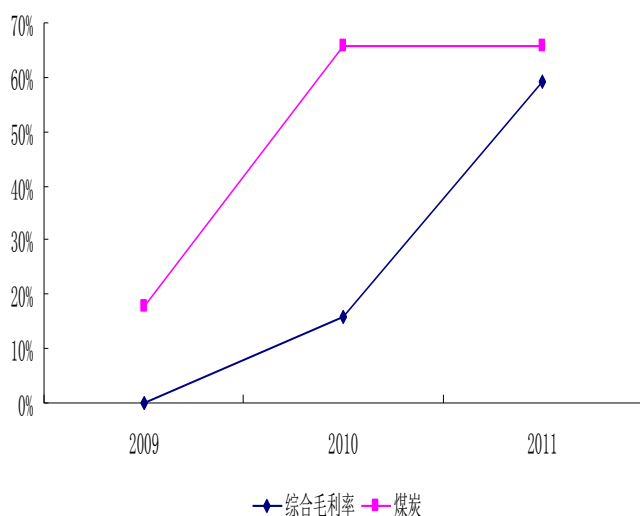
资料来源: 中原证券, 公司公告

资料来源: 中原证券, 公司公告

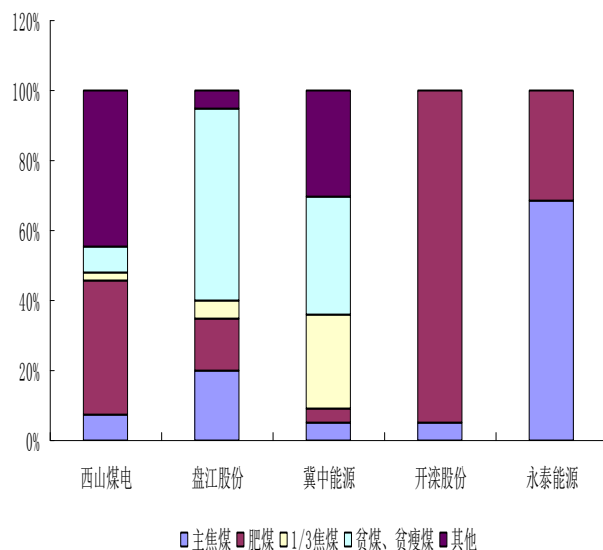
### 4.2 毛利率高位显示良好的盈利能力

伴随公司逐渐剥离成品油业务, 加大煤炭业务占比, 公司毛利率逐年走高。一方面公司煤种主要是稀缺的主焦煤和肥煤, 优良的资源提升了公司的盈利能力, 同时公司在产矿综产率较高 (接近 100%), 提高了生产效率, 因此公司吨煤成本 (237 元/吨) 低于其它上市公司, 两者结合提高了公司盈利能力, 2011 年公司毛利率接近 60%。

图表 16: 公司综合毛利率及煤炭业务毛利率对比



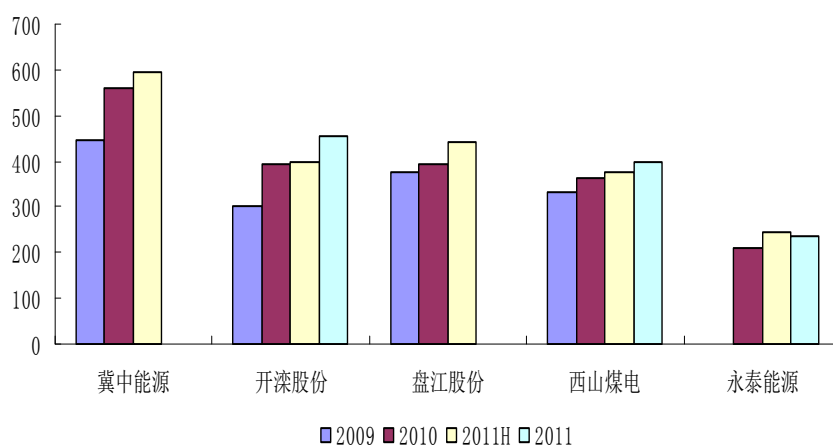
图表 17: 公司煤种结构



资料来源: 中原证券, 公司公告

资料来源: 中原证券, 各上市公司公告

图表 18: 公司吨煤成本低于其它焦煤上市公司 (单位: 元/吨)

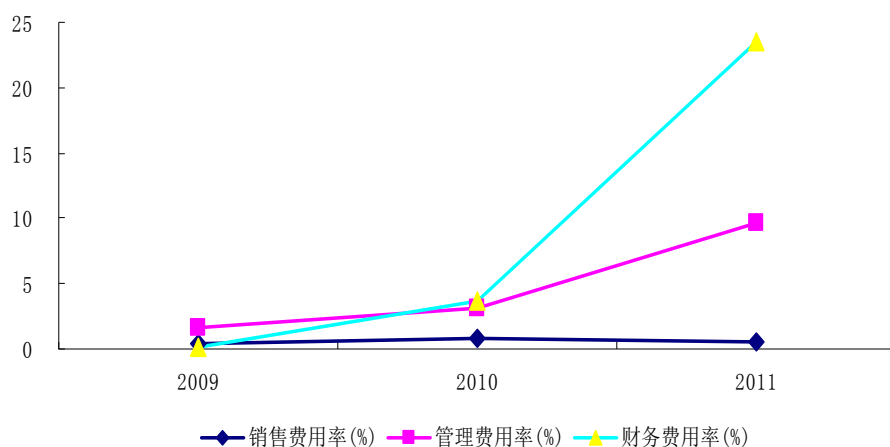


资料来源: 中原证券, 各上市公司公告

#### 4.3 财务费用压力预计将缓解

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。未来公司产量增加, 营收增长, 财务费用压力将缓解。

图表 19: 公司三项费用率



资料来源: 中原证券, 公司公告

#### 4.4 资本结构及偿债能力

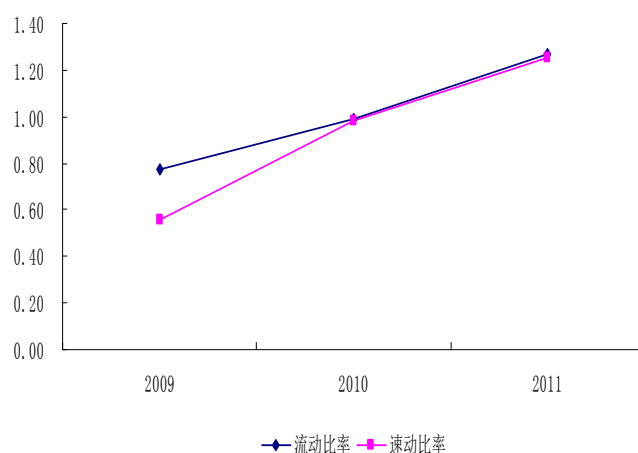
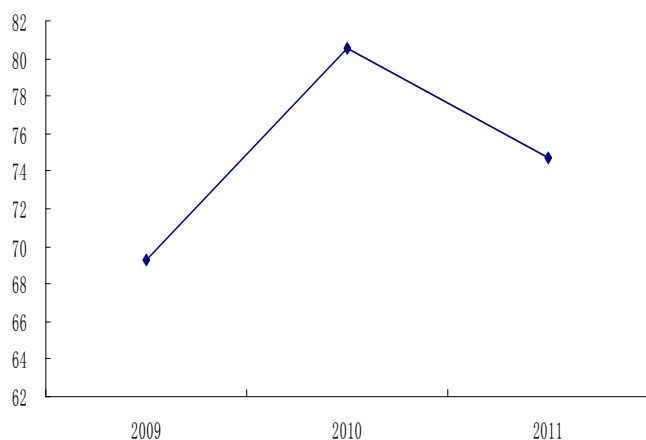
为满足公司投资收购的需求,公司除通过定向增发融资以外还发行债务以募集资金。2009年-2011年公司累计筹集现金128亿元,其中共有约55亿元资金通过债务方式募集,这也导致公司资产负债率较高。2011年公司资产负债率74.75%,同比减少5.84个百分点。2012年1季度公司定向增发募集的资金49亿元到账,公司资产负债率预计将继续下降。

此外,公司流动比率与速动比率从2009年逐渐走高,截止2011年末,公司流动比率1.27、速动比率1.25,显示公司短期偿债能力在增强。未来伴随公司前期收购矿井的投产,公司盈利能力将逐步增强,进一步提升公司偿债能力。

图表 20: 公司资产负债率

(单位: %)

图表 21: 公司流动比率与速动比率



资料来源: 中原证券, 公司公告

资料来源: 中原证券, 公司公告



## 5. 盈利预测与投资评级

假设公司 2012 年、2013 年产量分别为 700 万吨和 1000 万吨，假设公司销售价格 2012 年、2013 年保持不变，则公司 2012 年、2013 年营业收入分别为 61.66 亿元和 87.01 亿元，暂不考虑 H 股发行股本摊薄情况下，预计 2012、2013 年公司 EPS 分别为 0.66 元、1.00 元，按 4 月 24 日收盘价 9.75 元计算，对应市盈率 15 倍、10 倍，估值偏高，但考虑公司发展速度较快，维持“买入”的投资评级。

图表 22：盈利预测与假设

| 煤炭采选   | 2010    | 2011    | 2012E   | 2013E  |
|--------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入   | 7.49    | 20.48   | 55.66   | 79.51  |
| YOY    | -98.99% | 173.20% | 171.82% | 42.86% |
| 产量合计   | 95      | 263     | 700     | 1000   |
| 权益产量   | 95      | 263     | 546     | 780    |
| 原煤销售量  | 95      | 238     | 283.92  | 405.6  |
| 洗精煤销售量 | 6.9     | 21      | 294.84  | 421.2  |
| 中煤销售量  | -       | 9       | 98.28   | 140.4  |
| 原煤均价   | 618.5   | 650     | 645     | 645    |
| 洗精煤均价  | 1154.9  | 1123    | 1130    | 1130   |
| 中煤均价   | -       | 420     | 410     | 410    |
| 营业成本   | 3.57    | 8.31    | 22.26   | 31.81  |
| YOY    | -99.39% | 132.87% | 167.97% | 42.86% |
| 毛利率    | 52.40%  | 59.43%  | 60.00%  | 60.00% |
|        |         | 0       |         |        |
| 贸易     | 2010    | 2011    | 2012E   | 2013E  |
| 营业收入   | 1.62    | 2.28    | 6.00    | 7.50   |
| YOY    | -       | 40.74%  | 163.16% | 25.00% |
| 营业成本   | 1.56    | 2.08    | 5.46    | 6.83   |
| YOY    | -       | 33.33%  | 162.50% | 25.00% |
| 毛利率    | 3.49%   | 8.66%   | 9.00%   | 9.00%  |

资料来源：中原证券，公司公告

## 6. 风险提示

### ➤ 宏观经济复苏不如预期带来煤价下行风险

煤炭行业是周期性行业。煤炭价格是行业景气度集中体现。宏观经济是影响煤炭市场的决定性因素。宏观经济如果不景气，将使行业产生系统性风险。

### ➤ 公司产量不如预期的风险。

### ➤ 公司海外扩张的不确定性。

**利润表**

(单位: 亿元)

|          | 2010A  | 2011A  | 2012E  | 2013E |
|----------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入     | 27.95  | 20.62  | 61.66  | 87.01 |
| 增长比率 (%) | 27.75  | -26.23 | 199.06 | 41.12 |
| 营业成本     | 23.52  | 8.39   | 27.72  | 38.63 |
| 营业税费     | 0.18   | 0.43   | 1.29   | 1.82  |
| 销售费用     | 0.21   | 0.11   | 0.33   | 0.47  |
| 管理费用     | 0.88   | 1.99   | 5.95   | 8.40  |
| 财务费用     | 1.03   | 4.86   | 5.81   | 6.86  |
| 资产减值损失   | 0.04   | 0.32   | 1.42   | 2.01  |
| 营业利润     | 2.39   | 4.51   | 19.14  | 28.84 |
| 营业外收入    | 0.10   | 0.83   | 0.00   | 0.00  |
| 营业外支出    | 0.06   | 0.07   | 0.07   | 0.07  |
| 利润总额     | 2.44   | 5.27   | 19.07  | 28.77 |
| 所得税      | 0.81   | 1.94   | 7.02   | 10.59 |
| 净利润      | 1.62   | 3.33   | 12.05  | 18.18 |
| 少数股东权益   | 0.30   | 0.11   | 0.39   | 0.58  |
| 归属母公司净利润 | 1.32   | 3.22   | 11.66  | 17.60 |
| 增长比率 (%) | 508.90 | 144.05 | 261.88 | 50.88 |
| EPS (元)  | 0.45   | 0.59   | 0.66   | 1.00  |
| PE       | 21.67  | 16.52  | 14.77  | 9.75  |

资料来源: 公司报表、中原证券

### 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、个人不得刊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。