

“2012”的诺亚方舟

行业评级

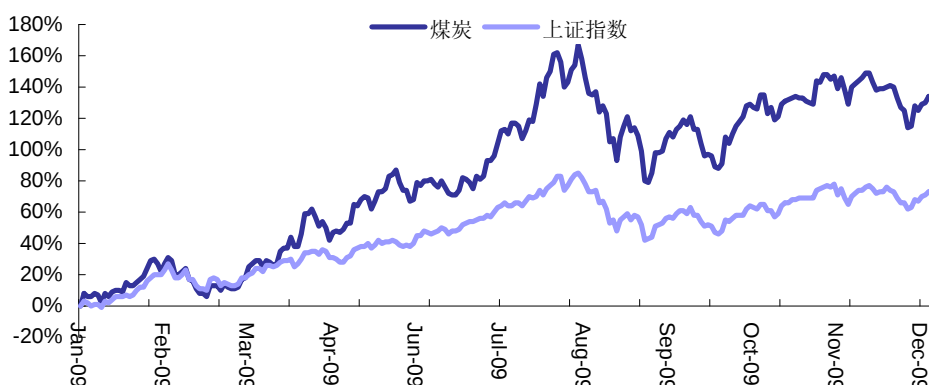
增持/ 维持评级

相关研究

《行业研究：布局后资源整合时代——2010 年投资策略（增持）》
 （2009/11/25）

- 过去的一年，中国信贷投放达到创纪录的近 10 万亿，大洋彼岸的美国持续将基准利率维持在 0.25 的历史低位。尽管我们不知道那个叫做“通胀”的家伙何时到来、怎样到来，但我们无比清楚的知道他一定会来！经过 2009 年，购买资产抵御通胀已经成为普通老百姓的经济常识，也正是这一常识将房地产的回报率压缩到了 2%（一线城市）的水平。循此逻辑，投资股票市场仍有吸引力，以银行为代表的蓝筹仍具有投资价值，因为我们相信，在通胀预期面前，一切资产的收益率都会拉平！毫无疑问，银行股是面对“2012”的一艘诺亚方舟。
- 基于以下四点判断，我们认为煤炭股也将成为保护投资者躲避“2012”的一艘诺亚方舟。第一，行业集中度的提升以及地区和煤种的不平衡将对煤价形成较强支撑；第二，虽然业绩高峰期已随煤价的起落过去，然而较长时间的平稳经营，稳健的业绩表现仍可以期待；第三，在较为中性的煤价预测下，重点公司的股息回报仍可超过 2%（假设分红率 35%）；第四，作为上游资源品的煤炭，在通胀预期下具有较强的转嫁能力，会给投资者带来实体与精神上的双重支撑。我们认为，在通胀预期下，具有资源与资产双重属性的煤炭股回报率也将降到 2% 以下，其估值水平至少应与整个市场持平，据此推算重点煤炭公司股价平均仍将有 30% 左右空间。
- 基于上述判断，我们提出战略布局与战术突破并举的投资思路。一方面沿着资源整合受益、资产注入与产能扩张、下游需求复苏敏感三条主线战略布局传统煤炭公司；例如西山煤电、国阳新能、开滦股份、国投新集、煤气化、大同煤业、潞安环能等。另一方面深度挖掘超越传统煤炭公司的品种作为战术突破（博取超额收益），例如前期推荐的太化股份。后者将是我们今年工作的重点，我们随后还将推出个股深度报告推荐此类品种，敬请关注！

最近 52 周股价表现



分析师
 孙海波
 +755-82492477
 sunhb@lhzq.com

投资要点:

过去的一年，中国信贷投放达到创纪录的近 10 万亿，大洋彼岸的美国持续将基准利率维持在 0.25 的历史低位。尽管我们不知道那个叫做“通胀”的家伙何时到来、怎样到来，但我们无比清楚的知道他一定会来！经过 2009 年，购买资产抵御通胀已经成为普通老百姓的经济常识，也正是这一常识将房地产的回报率压缩到了 2%（一线城市）的水平。循此逻辑，投资股票市场仍有吸引力，以银行为代表的蓝筹仍具有投资价值，因为我们相信，在通胀预期面前，一切资产的收益率都会拉平！毫无疑问，银行股是面对“2012”的一艘诺亚方舟。

那么基于以下四点判断，我们认为煤炭股也将成为保护投资者躲避“2012”的一艘诺亚方舟。第一，行业集中度的提升以及地区和煤种的不平衡将对煤价形成较强支撑；第二，虽然业绩高峰期已随煤价的起落过去，然而较长时间的平稳经营，稳健的业绩表现仍可以期待；第三，在较为中性的煤价预测下，重点公司的股息回报仍可超过 2%（假设分红率 35%）；第四，作为上游资源品的煤炭，在通胀预期下具有较强的转嫁能力，会给投资者带来实体与精神上的双重支撑。我们认为，在通胀预期下，具有资源与资产双重属性的煤炭股回报率也将降到 2% 以下，其估值水平至少应与整个市场持平，据此推算重点煤炭公司股价平均仍将 有 30% 左右空间。

表 1：重点煤炭公司盈利预测与估值

公司名称	最新价格	每股收益(元)				市盈率(X)			
		2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
中国神华	34.82	1.34	1.62	1.98	2.26	26.0	21.5	17.5	15.4
中煤能源	13.58	0.52	0.63	0.80	1.07	26.1	21.4	17.0	12.6
兖州煤业	23.04	1.32	0.86	1.22	1.47	17.5	26.7	18.8	15.6
大同煤业	44.99	2.40	1.68	2.49	3.24	18.7	26.7	18.1	13.9
潞安环能	51.78	2.48	1.98	2.54	3.11	20.9	26.2	20.4	16.7
国阳新能	48.37	1.51	2.00	2.45	2.83	32.0	24.1	19.8	17.1
兰花科创	43.74	2.45	2.21	2.89	3.81	17.8	19.8	15.1	11.5
神火股份	36.88	2.30	1.17	1.82	2.13	16.0	31.6	20.2	17.3
西山煤电	39.89	1.44	1.11	1.79	2.48	27.7	35.8	22.3	16.1
平煤股份	32.00	2.48	1.32	1.65	1.80	12.9	24.2	19.3	17.8
盘江股份	29.44	1.08	1.33	1.51	1.74	27.4	22.1	19.5	17.0
开滦股份	25.21	1.46	0.80	0.85	1.20	17.3	31.6	29.8	21.1
金牛能源	41.60	2.49	1.72	2.33	2.46	16.7	24.1	17.8	16.9
煤气化	21.35	1.33	0.68	0.97	1.80	16.0	31.2	22.0	11.9
国投新集	17.95	0.65	0.65	1.15	1.48	27.6	27.8	15.5	12.2
露天煤业	27.65	0.85	0.84	1.02	1.37	32.5	32.8	27.1	20.2
上海能源	25.15	1.54	1.32	1.65	1.74	16.3	19.0	15.2	14.5
恒源煤电	33.84	1.62	0.98	1.16	1.59	20.9	34.4	29.2	21.3
平均值						23.5	26.3	19.7	15.7

资料来源：联合证券研究所，Wind

行业判断：价格易涨难跌，盈利继续高企

基于下述五个原因，我们认为煤炭价格将进入易涨难跌的平衡式上涨阶段：第一，行业集中度提高、话语权提升；第二，产区重心继续西移，煤种结构矛盾突出；第三，煤企财务状况优异，产能控制能力强；第四，下游复苏趋暖，需求增长迅速；第五，上游资源属性强，资源税可以得到部分转嫁。

从A股市场各行业看，只有煤炭开采业2000年以来一直保持了10%以上的ROE水平（除2003年），特别是2004年以来基本保持了20%左右的高ROE水平，这一盈利能力其他行业无法匹敌。

我们认为行业集中度的提升以及地区和煤种的不平衡仍然可以对煤价形成较强支撑，因此煤炭行业的高盈利能力仍可以继续。煤炭行业经营状况正处于历史最好的时期，虽然业绩高峰期已随煤价的起落过去，然而较长时间的平稳经营，稳健的业绩表现仍然可以期待。

表 2：A 股市场各行业净资产收益率（2000-2009）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (1-9)
煤炭开采	11.0	11.2	10.1	8.7	19.6	27.5	22.3	19.1	23.1	13.9
农林牧渔	8.7	6.6	4.5	6.4	-1.2	-2.5	1.2	7.4	5.1	5.7
化工	7.2	7.9	7.5	9.3	14.0	13.2	15.3	16.4	6.2	10.9
黑色金属	12.1	10.3	10.9	17.1	20.1	15.8	15.7	16.0	6.0	1.0
有色金属	9.6	6.4	5.1	10.8	16.4	16.3	28.5	23.3	4.8	2.6
建筑建材	8.2	4.8	5.5	5.8	6.7	6.3	13.7	16.9	9.3	9.2
机械设备	7.2	2.8	5.5	8.0	9.4	9.5	14.2	17.7	12.7	10.2
电子元器件	11.7	5.1	4.5	6.7	6.3	-3.5	-0.3	8.1	-2.2	-2.0
交运设备	5.0	-1.7	-0.1	12.0	8.7	4.8	8.4	15.9	9.7	9.8
信息设备	12.4	9.0	6.9	4.5	-0.3	-3.4	3.3	8.3	4.6	7.0
家用电器	3.4	-2.8	3.1	4.1	-3.4	-4.4	-0.3	9.2	9.2	11.7
食品饮料	11.8	8.8	6.4	3.2	6.5	7.2	10.1	14.6	12.0	16.0
纺织服装	10.4	6.3	0.3	4.6	0.0	2.3	5.0	11.4	6.4	6.7
轻工制造	10.0	1.0	4.7	3.4	4.6	5.9	8.2	14.1	6.1	5.0
医药生物	9.5	6.3	6.6	7.2	4.3	3.6	5.1	10.2	11.6	11.8
公用事业	13.1	11.7	10.9	11.4	11.1	9.1	10.8	11.4	-0.3	6.8
交通运输	7.6	7.3	7.6	6.0	13.5	12.1	9.6	17.8	4.5	4.1
房地产	6.6	3.3	1.9	1.7	3.2	5.2	9.8	13.8	11.2	7.3
金融服务	13.5	6.8	6.1	5.2	140.0	23.8	14.9	18.4	16.6	14.7
商业贸易	8.2	5.0	4.6	4.4	6.5	5.3	9.9	14.0	11.3	8.5
餐饮旅游	4.3	6.4	4.7	1.0	-0.9	4.3	5.1	9.1	6.6	6.3
信息服务	12.2	8.4	6.9	6.8	5.3	4.0	3.9	11.9	23.3	5.8

资料来源：WIND，联合证券研究所

投资思路：战略布局与战术突破并举

传统煤炭公司的三条投资主线

重点布局资源整合受益品种

- ——直接参与整合，西山煤电、潞安环能
- 西山煤电

参与临汾、洪洞地区整合；临汾地区焦煤资源丰富，通过兼并重组公司将增加焦煤储量 2.3 亿吨，产能 420 万吨；洪洞 1#号板块储量 1.1 亿吨，煤种以 1/3 焦煤为主，整合后公司增加可控产能 120 万吨，预计上述产能 10 年将贡献业绩，加上兴县矿井的达产以及未来内蒙古巴彦高勒矿投产，公司到 2012 年新增产能有望超过 3000 万吨；保守测算公司 10、11 年 EPS 为 1.79 和 2.48 元，当前股价对应 22 和 16PE，维持增持评级。

表：西山煤电财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	7946	6708	8492	10262	营业收入	13255	12143	17118	22057
现金	3056	2433	2587	2614	营业成本	6432	6754	8937	11042
应收账款	599	557	777	1004	营业税金及附加	134	127	178	228
其它应收款	47	69	87	110	销售费用	384	316	445	573
预付账款	901	662	945	1202	管理费用	1475	1093	1455	1875
存货	444	491	653	798	财务费用	106	176	237	233
其他	2900	2496	3442	4533	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	9540	12618	15921	18994	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	811	516	604	644	投资净收益	-42	0	0	0
固定资产	6235	10849	14648	18059	营业利润	4674	3678	5866	8106
无形资产	193	232	237	246	营业外收入	4	5	5	5
其他	2301	1020	432	45	营业外支出	20	19	20	20
资产总计	17486	19326	24412	29255	利润总额	4658	3664	5851	8091
流动负债	4590	4889	6785	7290	所得税	1125	916	1463	2023
短期借款	96	917	1745	1160	净利润	3533	2748	4388	6068
应付账款	1724	1904	2585	3128	少数股东损益	43	47	45	46
其他	2769	2067	2455	3001	归属于母公司净利润	3489	2701	4343	6022
非流动负债	1623	2283	2181	2076	EBITDA	5404	4297	6784	9241
长期借款	2105	2095	1953	1815	EPS (元)	1.44	1.11	1.79	2.48
其他	-482	188	228	261	主要财务比率				
负债合计	7061	7171	8967	9366	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	1125	1172	1217	1263	成长能力				
股本	2424	2424	2424	2424	营业收入	69.9%	-8.4%	41.0%	28.9%
资本公积	925	925	925	925	营业利润	151.1%	-21.3%	59.5%	38.2%
留存收益	5951	7634	10880	15278	净利润	171.3%	-22.6%	60.8%	38.7%
归属母公司股东权益	9300	10983	14229	18627	获利能力				
负债和股东权益	17486	19326	24412	29255	毛利率	51.5%	44.4%	47.8%	49.9%
现金流量表					净利率	26.3%	22.2%	25.4%	27.3%
单位：百万元					ROE	37.5%	24.6%	30.5%	32.3%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	50.7%	30.9%	37.6%	41.7%
经营活动现金流	3128	3631	4746	6513	偿债能力				
净利润	3533	2748	4388	6068	资产负债率	40.4%	37.1%	36.7%	32.0%
折旧摊销	624	443	681	902	净负债比率				
财务费用	106	176	237	233	流动比率	1.73	1.37	1.25	1.41
投资损失	42	0	0	0	速动比率	1.63	1.27	1.16	1.30
营运资金变动	-1286	413	-602	-745	营运能力				
其它	109	-149	42	55	总资产周转率	0.91	0.66	0.78	0.82
投资活动现金流	-2327	-3579	-3992	-3971	应收账款周转率	27	21	25	24
资本支出	1956	3863	3889	3909	应付账款周转率	3.93	3.72	3.98	3.87
长期投资	0	-329	94	47	每股指标 (元)				
其他	-371	-44	-9	-15	每股收益	1.44	1.11	1.79	2.48
筹资活动现金流	140	-747	-696	-2603	每股经营现金流	1.29	1.50	1.96	2.69
短期借款	-24	821	827	-585	每股净资产	3.84	4.53	5.87	7.68
长期借款	835	-10	-142	-138	估值比率				
普通股增加	1212	0	0	0	P/E	27.71	35.80	22.27	16.06
资本公积增加	-754	0	0	0	P/B	10.40	8.80	6.80	5.19
其他	-1128	-1558	-1381	-1880	EV/EBITDA	18	22	14	10
现金净增加额	942	-695	58	-61					

资料来源：公司资料，联合证券研究所

潞安环能

通过兼并重组可新增煤炭资源储量 2 亿吨以上，重建投产后有望新增产能 400 万吨以上。母公司潞安集团实力雄厚，《山西省人民政府关于加快资本市场发展的实施意见》和《山西省资本市场 2009-2015 年发展规划》为五大煤炭集团整体上市提出了时间表，未来母公司的资产注入值得期待。保守测算公司 10、11 年 EPS 为 2.54 和 3.11 元，当前股价对应 20 和 16 倍 PE，维持增持评级。

表：潞安环能财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	7458	8203	8831	9255	营业收入	16670	17018	19594	21696
现金	3017	3434	3406	3286	营业成本	9811	11459	12741	13797
应收账款	673	406	492	585	营业税金及附加	131	133	153	170
其它应收款	745	1058	1263	1309	销售费用	267	289	323	363
预付账款	244	332	355	383	管理费用	2198	1787	2057	2278
存货	214	343	351	378	财务费用	146	133	186	97
其他	2564	2630	2963	3314	资产减值损失	102	29	36	46
非流动资产	9750	14418	14686	16166	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	433	356	380	390	投资净收益	23	20	25	23
固定资产	6005	9508	9674	10283	营业利润	4039	3208	4122	4967
无形资产	1820	2309	2961	3763	营业外收入	6	3	4	4
其他	1492	2245	1671	1730	营业外支出	16	15	15	16
资产总计	17208	22621	23517	25421	利润总额	4029	3196	4111	4956
流动负债	7263	11299	9621	8653	所得税	976	799	1028	1239
短期借款	350	4688	2367	727	净利润	3053	2397	3083	3717
应付账款	2353	2776	3036	3309	少数股东损益	203	120	161	141
其他	4560	3835	4218	4617	归属于母公司净利润	2850	2277	2922	3577
非流动负债	1609	1741	1945	2106	EBITDA	4855	5041	6771	8140
长期借款	587	676	838	1042	EPS (元)	2.48	1.98	2.54	3.11
其他	1023	1065	1107	1065					
负债合计	8872	13040	11566	10760	主要财务比率				
少数股东权益	473	593	754	895	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1151	1151	1151	1151	成长能力				
资本公积	1075	1075	1075	1075	营业收入	61.0%	2.1%	15.1%	10.7%
留存收益	5637	6764	8972	11541	营业利润	90.4%	-20.6%	28.5%	20.5%
归属母公司股东权益	7863	8989	11197	13766	净利润	96.4%	-20.1%	28.3%	22.4%
负债和股东权益	17208	22621	23517	25421	获利能力				
现金流量表					毛利率	41.1%	32.7%	35.0%	36.4%
单位：百万元					净利率	17.1%	13.4%	14.9%	16.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	36.2%	25.3%	26.1%	26.0%
经营活动现金流	3509	4198	5627	6835	ROIC	57.4%	28.7%	35.8%	37.2%
净利润	3053	2397	3083	3717	偿债能力				
折旧摊销	670	1701	2463	3076	资产负债率	51.6%	57.6%	49.2%	42.3%
财务费用	146	133	186	97	净负债比率				
投资损失	-23	-20	-25	-23	流动比率	1.03	0.73	0.92	1.07
营运资金变动	-660	386	-196	-162	速动比率	1.00	0.70	0.88	1.03
其它	323	-398	116	129	营运能力				
投资活动现金流	3509	-6417	-2682	-4527	总资产周转率	1.22	0.85	0.85	0.89
资本支出	2307	5997	1997	3700	应收账款周转率	33	24	29	27
长期投资	1	-78	24	10	应付账款周转率	5.15	4.47	4.38	4.35
其他	5817	-497	-661	-818	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-1501	2406	-3209	-2666	每股收益	2.48	1.98	2.54	3.11
短期借款	210	4338	-2321	-1640	每股经营现金流	3.05	3.65	4.89	5.94
长期借款	566	90	162	203	每股净资产	6.83	7.81	9.73	11.97
普通股增加	511	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-1143	0	0	0	P/E	20.90	26.17	20.39	16.66
其他	-1645	-2022	-1049	-1230	P/B	7.58	6.63	5.32	4.33
现金净增加额	-1325	187	-264	-359	EV/EBITDA	12	12	9	7

资料来源：公司资料，联合证券研究所

- 集团参与整合，未来注入预期强烈，国阳新能 大同煤业

国阳新能

集团公司参与煤炭资源整合，未来资产注入预期明确，考虑新景矿注入减少关联交易，保守测算公司 10、11 年 EPS 为 2.45 和 2.83 元，当前股价对应 20 和 17 倍 PE，维持增持评级。

表：国阳新能财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4212	4574	6774	8624	营业收入	17033	20315	23463	24744
现金	2227	1394	3439	5125	营业成本	13153	15963	18258	18938
应收账款	853	1395	1432	1480	营业税金及附加	206	207	253	273
其他应收款	59	89	92	103	营业费用	380	447	516	544
预付账款	155	305	377	326	管理费用	1140	1016	1173	1237
存货	315	538	526	592	财务费用	56	5	-5	-28
其他流动资产	602	852	907	997	资产减值损失	144	0	0	0
非流动资产	6451	7197	7863	8345	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	6	6	6	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	5338	5658	5879	5963	营业利润	1956	2677	3267	3779
无形资产	781	1114	1381	1681	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	326	419	597	695	营业外支出	45	0	0	0
资产总计	10663	11771	14636	16968	利润总额	1915	2677	3267	3779
流动负债	4703	4253	5077	5235	所得税	399	669	817	945
短期借款	500	200	400	600	净利润	1516	2008	2450	2835
应付账款	1416	1468	1823	1816	少数股东损益	62	80	98	113
其他流动负债	2787	2585	2855	2819	归属母公司净利润	1455	1928	2352	2721
非流动负债	964	947	1116	1161	EBITDA	2773	3485	4222	4867
长期借款	264	352	469	540	EPS (元)	1.51	2.00	2.45	2.83
其他非流动负债	700	595	647	621					
负债合计	5667	5200	6193	6396	主要财务比率				
少数股东权益	372	453	551	664		2008	2009E	2010E	2011E
股本	962	962	962	962	成长能力				
资本公积	19	19	19	19	营业收入	58.1%	19.3%	15.5%	5.5%
留存收益	3643	5137	6911	8927	营业利润	69.1%	36.9%	22.0%	15.7%
归属母公司股东权益	4624	6118	7892	9908	归属于母公司净利润	83.8%	32.5%	22.0%	15.7%
负债和股东权益	10663	11771	14636	16968	获利能力				
					毛利率(%)	22.8%	21.4%	22.2%	23.5%
现金流量表					净利率(%)	8.5%	9.5%	10.0%	11.0%
					ROE(%)	31.5%	31.5%	29.8%	27.5%
					ROIC(%)	39.5%	33.5%	39.1%	40.6%
经营活动现金流	3595	1448	3886	3711	偿债能力				
净利润	1516	2008	2450	2835	资产负债率(%)	53.1%	44.2%	42.3%	37.7%
折旧摊销	762	803	960	1115	净负债比率(%)	14.53%	11.71%	14.98%	18.73%
财务费用	56	5	-5	-28	流动比率	0.90	1.08	1.33	1.65
投资损失	-1	0	0	0	速动比率	0.83	0.95	1.23	1.53
营运资金变动	1189	-1198	361	-160	营运能力				
其他经营现金流	73	-170	119	-51	总资产周转率	1.94	1.81	1.78	1.57
投资活动现金流	-2315	-1628	-1585	-1617	应收账款周转率	21	16	15	15
资本支出	1025	1300	1300	1300	应付账款周转率	12.75	11.07	11.10	10.41
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-1290	-328	-285	-317	每股收益(最新摊薄)	1.51	2.00	2.45	2.83
筹资活动现金流	226	-653	-255	-407	每股经营现金流(最新摊薄)	3.74	1.50	4.04	3.86
短期借款	500	-300	200	200	每股净资产(最新摊薄)	4.81	6.36	8.20	10.30
长期借款	9	88	117	71	估值比率				
普通股增加	481	0	0	0	P/E	31.99	24.14	19.78	17.10
资本公积增加	-1193	0	0	0	P/B	10.06	7.61	5.90	4.70
其他筹资现金流	429	-440	-572	-679	EV/EBITDA	16	13	11	9
现金净增加额	1507	-833	2045	1686					

资料来源：公司资料，联合证券研究所

大同煤业

集团参与资源整合，长期看同煤集团的资产注入将为公司未来发展提供主要的增长动力；公司塔山矿、内蒙华富、召富产能的释放将使公司 2011 年产能较现在增长 50%左右，公司未来三年存在内生与外延增长并存的机遇，保守测算公司 10、11 年 EPS 为 2.49 和 3.24 元，当前股价对应 18 和 14 倍 PE，维持增持评级。

表：大同煤业财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4942	5366	5944	6490	营业收入	8395	8955	11640	14036
现金	3422	3403	3346	3390	营业成本	3005	4225	5443	6581
应收账款	267	225	306	376	营业税金及附加	154	178	227	270
其它应收款	218	690	866	943	销售费用	972	1200	1560	1825
预付账款	621	473	690	889	管理费用	544	582	757	912
存货	367	546	696	839	财务费用	93	88	138	162
其他	47	29	40	52	资产减值损失	2	1	2	2
非流动资产	7937	10086	12710	15745	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	23	12	14	16	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	3985	5224	6471	7746	营业利润	3625	2680	3514	4284
无形资产	3352	4389	5780	7655	营业外收入	27	0	0	0
其他	577	462	446	328	营业外支出	36	0	0	0
资产总计	12879	15452	18654	22234	利润总额	3616	2680	3514	4284
流动负债	2978	3981	4849	5653	所得税	903	670	878	1071
短期借款	398	1354	1725	2135	净利润	2713	2010	2635	3213
应付账款	750	1068	1369	1656	少数股东损益	703	600	550	500
其他	1830	1559	1755	1863	归属于母公司净利润	2010	1410	2085	2713
非流动负债	1520	1414	1399	1346	EBITDA	4134	3217	4237	5184
长期借款	1021	1064	1005	932	EPS (元)	2.40	1.68	2.49	3.24
其他	499	350	394	414					
负债合计	4497	5395	6248	6999	主要财务比率				
少数股东权益	2038	2638	3188	3688	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	837	837	837	837	成长能力				
资本公积	1840	1840	1840	1840	营业收入	64.3%	6.7%	30.0%	20.6%
留存收益	3667	4742	6540	8870	营业利润	202.1%	-26.1%	31.1%	21.9%
归属母公司股东权益	6344	7419	9217	11547	净利润	170.7%	-29.8%	47.9%	30.1%
负债和股东权益	12879	15452	18654	22234	获利能力				
					毛利率	64.2%	52.8%	53.2%	53.1%
					净利率	23.9%	15.7%	17.9%	19.3%
					ROE	31.7%	19.0%	22.6%	23.5%
					ROIC	53.7%	29.9%	30.4%	29.2%
					偿债能力				
					资产负债率	34.9%	34.9%	33.5%	31.5%
					净负债比率				
					流动比率	1.66	1.35	1.23	1.15
					速动比率	1.54	1.21	1.08	1.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.80	0.63	0.68	0.69
					应收账款周转率	30	25	28	27
					应付账款周转率	4.52	4.65	4.47	4.35
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.40	1.68	2.49	3.24
					每股经营现金流	5.15	2.49	3.87	4.83
					每股净资产	7.58	8.87	11.01	13.80
					估值比率				
					P/E	18.73	26.70	18.06	13.88
					P/B	5.93	5.07	4.08	3.26
					EV/EBITDA	9	12	9	7

资料来源：公司资料，联合证券研究所

具有明确资产注入与产能扩张预期

开滦股份、

公司肥精煤属稀缺资源，可以提供业绩稳定安全边际；而焦炭业务则可以增大公司业绩弹性，特别是公司着手整合周边焦化厂资源使其化工产品原料供应有保证，有利于提升焦化业务毛利。长期看集团公司资产注入将大大提升公司资源量及经营业绩。保守测算公司 10、11 年 EPS 为 0.85 和 1.2 元，当前股价对应 26 和 18 倍 PE，维持增持评级。

表：开滦股份财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	5233	4119	4894	6635	营业收入	9401	8961	11064	11617
现金	2670	1879	2017	3703	营业成本	7131	6485	8258	8157
应收账款	711	395	538	599	营业税金及附加	108	112	138	141
其它应收款	5	5	6	6	销售费用	143	179	221	239
预付账款	825	616	840	830	管理费用	584	538	664	717
存货	381	415	514	501	财务费用	193	227	269	233
其他	642	809	979	996	资产减值损失	107	0	0	0
非流动资产	6499	8940	9170	9269	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	4	1	2	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	4204	5901	7157	8165	营业利润	1136	1421	1514	2130
无形资产	439	551	701	853	营业外收入	3	0	0	0
其他	1855	2484	1311	249	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	11732	13058	14064	15904	利润总额	1135	1421	1514	2130
流动负债	4802	4658	4444	4529	所得税	277	355	379	533
短期借款	1461	2093	1316	1265	净利润	858	1065	1136	1598
应付账款	1883	1593	1996	2013	少数股东损益	30	80	90	120
其他	1459	972	1132	1251	归属于母公司净利润	828	985	1046	1478
非流动负债	1919	2449	2860	3344	EBITDA	1678	2070	2362	3083
长期借款	1882	2432	2840	3319	EPS (元)	1.34	0.80	0.85	1.20
其他	37	17	21	25					
负债合计	6722	7106	7305	7873	主要财务比率				
少数股东权益	698	778	868	988	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	617	1235	1235	1235	成长能力				
资本公积	1576	959	959	959	营业收入	71.7%	-4.7%	23.5%	5.0%
留存收益	2118	2980	3697	4850	营业利润	39.9%	25.1%	6.6%	40.6%
归属母公司股东权益	4312	5174	5891	7043	净利润	32.7%	19.0%	6.1%	41.3%
负债和股东权益	11732	13058	14064	15904	获利能力				
					毛利率	24.2%	27.6%	25.4%	29.8%
现金流量表					净利率	8.8%	11.0%	9.5%	12.7%
单位：百万元					ROE	19.2%	19.0%	17.8%	21.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	21.1%	18.7%	19.5%	25.5%
经营活动现金流	1633	1651	1828	2556	偿债能力				
净利润	858	1065	1136	1598	资产负债率	57.3%	54.4%	51.9%	49.5%
折旧摊销	350	422	579	720	净负债比率				
财务费用	193	227	269	233	流动比率	1.09	0.88	1.10	1.47
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	1.01	0.80	0.99	1.35
营运资金变动	95	-36	-151	-11	营运能力				
其它	137	-27	-5	16	总资产周转率	0.99	0.72	0.82	0.78
投资活动现金流	-1946	-2877	-792	-826	应收账款周转率	23	15	22	19
资本支出	1956	2760	636	668	应付账款周转率	5.41	3.73	4.60	4.07
长期投资	0	4	-2	0	每股指标 (元)				
其他	10	-113	-159	-157	每股收益	0.67	0.80	0.85	1.20
筹资活动现金流	1862	-722	-2075	-1308	每股经营现金流	1.32	1.34	1.48	2.07
短期借款	545	632	-777	-51	每股净资产	3.49	4.19	4.77	5.70
长期借款	266	550	408	479	估值比率				
普通股增加	56	617	0	0	P/E	33.03	27.75	26.15	18.51
资本公积增加	620	-617	0	0	P/B	6.34	5.29	4.64	3.88
其他	374	-1904	-1707	-1736	EV/EBITDA	18	14	12	10
现金净增加额	1547	-1948	-1040	421					

资料来源：公司资料，联合证券研究所

国投新集

公司四个在产煤矿产能 1055 万吨/年，未来三年将有板集矿、口孜东矿和刘庄二期三个煤矿陆续投产，到 2011 年将形成 2400 万吨/年产能，较目前增长一倍。长期来看，国家发改委已经批复淮南新集矿区总体规划，后续多个项目已经

启动，未来将形成 3590 万吨/年产能，较目前 1055 万吨/年增长 240%。公司煤炭储量丰富，现有矿井地质储量 27.80 亿吨，而整个新集矿区资源储量更是高达 101.6 亿吨，占华东地区总储量的 7% 左右。保守测算公司 10、11 年 EPS 为 1.15 和 1.48 元，当前股价对应 16 和 12 倍 PE，维持增持评级。

表：国投新集财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2911	4421	7333	10519	营业收入	5426	6036	9153	11229
现金	1560	2898	5042	7728	营业成本	3044	3515	5146	6259
应收账款	328	378	623	713	营业税金及附加	80	132	157	201
其他应收款	41	74	99	133	营业费用	61	85	119	146
预付账款	330	326	478	614	管理费用	344	392	595	730
存货	401	501	705	875	财务费用	263	300	288	253
其他流动资产	251	245	386	457	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	11608	11652	11754	11726	公允价值变动收益	-31	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	12	0	0	0
固定资产	5415	7990	8847	9009	营业利润	1613	1613	2848	3639
无形资产	730	925	1175	1398	营业外收入	30	0	0	0
其他非流动资产	5462	2736	1732	1319	营业外支出	30	20	0	0
资产总计	14519	16073	19087	22245	利润总额	1613	1593	2848	3639
流动负债	4614	5027	5961	6678	所得税	426	398	712	910
短期借款	650	914	782	848	净利润	1187	1195	2136	2729
应付账款	1395	1494	2273	2713	少数股东损益	-16	0	0	0
其他流动负债	2569	2618	2906	3117	归属母公司净利润	1203	1195	2136	2729
非流动负债	4212	4529	4831	5183	EBITDA	2338	2278	3612	4415
长期借款	3573	4060	4278	4671	EPS (元)	0.65	0.65	1.15	1.48
其他非流动负债	638	470	554	512					
负债合计	8826	9556	10792	11861	主要财务比率				
少数股东权益	42	42	42	42		2008	2009E	2010E	2011E
股本	1850	1850	1850	1850	成长能力				
资本公积	2032	2032	2032	2032	营业收入	48.1%	11.2%	51.6%	22.7%
留存收益	1768	2592	4370	6459	营业利润	124.7%	0.0%	76.6%	27.8%
归属母公司股东权益	5650	6475	8253	10341	归属于母公司净利润	144.5%	-0.7%	78.8%	27.8%
负债和股东权益	14519	16073	19087	22245	获利能力				
现金流量表					毛利率 (%)	43.9%	41.8%	43.8%	44.3%
单位: 百万元					净利率 (%)	22.2%	19.8%	23.3%	24.3%
	2008	2009E	2010E	2011E	ROE (%)	21.3%	18.5%	25.9%	26.4%
经营活动现金流	1712	1796	3226	3650	ROIC (%)	16.5%	16.7%	28.3%	35.7%
净利润	1187	1195	2136	2729	偿债能力				
折旧摊销	461	365	475	522	资产负债率 (%)	60.8%	59.5%	56.5%	53.3%
财务费用	263	300	288	253	净负债比率 (%)	57.26%	59.26%	53.92%	52.64%
投资损失	-12	0	0	0	流动比率	0.63	0.88	1.23	1.58
营运资金变动	-179	-159	362	100	速动比率	0.54	0.78	1.11	1.44
其他经营现金流	-8	96	-36	46	营运能力				
投资活动现金流	-1697	-475	-552	-513	总资产周转率	0.41	0.39	0.52	0.54
资本支出	1710	270	270	270	应收账款周转率	19	16	17	16
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	2.60	2.43	2.73	2.51
其他投资现金流	13	-205	-282	-243	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-274	17	-529	-450	每股收益 (最新摊薄)	0.65	0.65	1.15	1.48
短期借款	-528	264	-132	66	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.93	0.97	1.74	1.97
长期借款	476	486	218	393	每股净资产 (最新摊薄)	3.05	3.50	4.46	5.59
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-0	0	0	0	P/E	27.62	27.80	15.55	12.17
其他筹资现金流	-222	-734	-615	-910	P/B	5.88	5.13	4.02	3.21
现金净增加额	-259	1338	2144	2686	EV/EBITDA	15	16	10	8

资料来源：公司资料，联合证券研究所

煤气化

龙泉矿已经开工建设，该矿可采储量 7.2 亿吨，煤种主要以低硫、低灰的肥焦煤以及 1/3 焦煤为主，设计产能 800 万吨，预计 2011 年底可全面建成。保守测算公司 10、11 年 EPS 为 0.97 和 1.8 元，当前股价对应 22 和 12 倍 PE，维持增持评级。

表：煤气化财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2342	2270	2533	3079	营业收入	4735	4528	5243	6768
现金	618	522	526	540	营业成本	2893	3401	3856	4641
应收账款	507	443	513	673	营业税金及附加	72	67	83	103
其它应收款	81	77	88	114	销售费用	281	272	312	404
预付账款	22	79	88	94	管理费用	349	272	262	338
存货	379	445	504	607	财务费用	16	17	35	44
其他	735	703	814	1051	资产减值损失	238	0	0	0
非流动资产	2473	3175	3698	4267	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	1	14	9	8	投资净收益	22	0	0	0
固定资产	1932	2460	2846	3263	营业利润	906	500	695	1237
无形资产	308	380	476	607	营业外收入	3	0	0	0
其他	232	321	366	389	营业外支出	21	0	0	0
资产总计	4815	5445	6230	7346	利润总额	888	500	695	1237
流动负债	1800	2142	2478	2741	所得税	179	125	174	289
短期借款	280	489	743	737	净利润	709	375	521	948
应付账款	505	518	604	734	少数股东损益	25	23	23	24
其他	1015	1135	1132	1270	归属于母公司净利润	684	352	498	924
非流动负债	69	85	94	83	EBITDA	1089	682	941	1537
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.33	0.68	0.97	1.80
其他	69	85	94	83	主要财务比率				
负债合计	1870	2227	2572	2824	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	382	405	428	452	成长能力				
股本	514	514	514	514	营业收入	38.2%	-4.4%	15.8%	29.1%
资本公积	649	649	649	649	营业利润	97.6%	-44.8%	39.1%	78.0%
留存收益	1400	1649	2067	2907	净利润	117.8%	-48.6%	41.7%	85.5%
归属母公司股东权益	2563	2812	3230	4070	获利能力				
负债和股东权益	4815	5445	6230	7346	毛利率	38.9%	24.9%	26.5%	31.4%
现金流量表					净利率	14.4%	7.8%	9.5%	13.7%
单位：百万元					ROE	26.7%	12.5%	15.4%	22.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	36.0%	16.4%	19.1%	27.4%
经营活动现金流	730	750	580	964	偿债能力				
净利润	709	375	521	948	资产负债率	38.8%	40.9%	41.3%	38.4%
折旧摊销	168	165	210	255	净负债比率				
财务费用	16	17	35	44	流动比率	1.30	1.06	1.02	1.12
投资损失	-22	0	0	0	速动比率	1.09	0.85	0.82	0.90
营运资金变动	-331	125	-209	-344	营运能力				
其它	190	68	22	61	总资产周转率	1.10	0.88	0.90	1.00
投资活动现金流	-342	-935	-715	-816	应收账款周转率	10	7	8	8
资本支出	194	846	620	683	应付账款周转率	7.00	6.65	6.88	6.94
长期投资	-154	14	-5	-1	每股指标 (元)				
其他	-303	-75	-100	-134	每股收益	1.33	0.68	0.97	1.80
筹资活动现金流	-141	-207	-171	-429	每股经营现金流	1.42	1.46	1.13	1.88
短期借款	-70	209	254	-6	每股净资产	4.99	5.47	6.29	7.92
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	119	0	0	0	P/E	16.03	31.19	22.01	11.87
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	4.28	3.90	3.40	2.70
其他	-189	-416	-425	-424	EV/EBITDA	10	16	12	7
现金净增加额	247	-392	-306	-281					

资料来源：公司资料，联合证券研究所

对下游需求复苏弹性敏感，

兰花科创

公司目前在建矿井 1 座，在临汾、朔州两地收购矿井 3 座。玉溪煤矿是未来两年产能提升的主力矿井。按计划 2011 年底公司可控煤炭产能将达到 960 万吨，权益产能超过 850 万吨，较目前增加 50% 以上。考虑公司未来两年产能提升，化肥与煤化工业务也有机会随经济复苏给公司带来较好的收益，保守测算公司 10、11 年 EPS 为 2.89 和 3.81 元，当前股价对应 15 和 12 倍 PE，维持增持评级。

表：兰花科创财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2134	2185	2744	2788	营业收入	4912	4829	5985	7096
现金	835	908	1037	977	营业成本	2357	2647	3078	3426
应收账款	41	54	72	69	营业税金及附加	55	57	72	83
其他应收款	111	107	135	158	营业费用	211	191	248	287
预付账款	479	445	675	674	管理费用	602	580	726	857
存货	566	547	688	737	财务费用	95	112	154	165
其他流动资产	101	123	138	172	资产减值损失	78	0	0	0
非流动资产	7150	8849	10641	12140	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	500	338	419	378	投资净收益	291	450	490	520
固定资产	4713	5160	5402	5548	营业利润	1804	1691	2198	2798
无形资产	1510	2730	3950	5170	营业外收入	22	10	13	15
其他非流动资产	427	621	870	1043	营业外支出	56	32	35	41
资产总计	9283	11034	13385	14927	利润总额	1769	1669	2175	2771
流动负债	3006	3544	4305	4091	所得税	392	417	544	693
短期借款	478	1145	1501	1058	净利润	1377	1252	1631	2079
应付账款	676	777	894	1000	少数股东损益	-25	-9	-21	-97
其他流动负债	1851	1622	1911	2032	归属母公司净利润	1401	1261	1652	2176
非流动负债	1450	1757	2095	2269	EBITDA	2275	2375	3025	3732
长期借款	1236	1589	1904	2089	EPS (元)	2.45	2.21	2.89	3.81
其他非流动负债	214	168	191	179					
负债合计	4456	5302	6400	6360	主要财务比率				
少数股东权益	426	417	396	299		2008	2009E	2010E	2011E
股本	571	571	571	571	成长能力				
资本公积	651	651	651	651	营业收入	40.6%	-1.7%	23.9%	18.6%
留存收益	3179	4093	5367	7047	营业利润	74.5%	-6.2%	29.9%	27.3%
归属母公司股东权益	4402	5316	6589	8269	归属于母公司净利润	98.3%	-10.0%	31.0%	31.7%
负债和股东权益	9283	11034	13385	14927	获利能力				
					毛利率(%)	52.0%	45.2%	48.6%	51.7%
现金流量表					净利率(%)	28.5%	26.1%	27.6%	30.7%
					ROE(%)	31.8%	23.7%	25.1%	26.3%
					ROIC(%)	26.3%	18.0%	19.0%	20.8%
经营活动现金流	1585	1373	1947	2615	偿债能力				
净利润	1377	1252	1631	2079	资产负债率(%)	48.0%	48.0%	47.8%	42.6%
折旧摊销	377	571	673	769	净负债比率(%)	43.92%	55.61%	56.76%	52.98%
财务费用	95	112	154	165	流动比率	0.71	0.62	0.64	0.68
投资损失	-291	-450	-490	-520	速动比率	0.52	0.46	0.48	0.50
营运资金变动	-111	-38	-66	138	营运能力				
其他经营现金流	138	-74	44	-17	总资产周转率	0.62	0.48	0.49	0.50
投资活动现金流	-1773	-1831	-1970	-1751	应收账款周转率	115	80	74	79
资本支出	799	1300	1100	1100	应付账款周转率	3.81	3.64	3.68	3.62
长期投资	-4	-163	81	-41	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-977	-694	-789	-691	每股收益(最新摊薄)	2.45	2.21	2.89	3.81
筹资活动现金流	-104	532	152	-925	每股经营现金流(最新)	2.78	2.40	3.41	4.58
短期借款	183	667	356	-442	每股净资产(最新摊薄)	7.71	9.31	11.54	14.48
长期借款	-113	354	315	185	估值比率				
普通股增加	163	0	0	0	P/E	17.83	19.81	15.12	11.48
资本公积增加	-162	0	0	0	P/B	5.68	4.70	3.79	3.02
其他筹资现金流	-176	-489	-518	-668	EV/EBITDA	11	11	9	7
现金净增加额	-291	73	129	-61					

资料来源：公司资料，联合证券研究所

神火股份、

未来三年公司煤炭产能将大幅增长。薛湖、泉店和赵家寨煤矿已进入试运转，新龙煤矿技改项目将于 10 年完成。按照公司煤矿建设计划，预计 2011 年底产能将达到 1270 万吨，权益产能 1040 万吨，较目前增长 117%，年复合增长率达 30%。另外，公司电解铝业务受经济复苏需求增长影响，对业绩弹性贡献较大。

超越传统煤炭公司的投资主线

我们今年的工作重点将集中在深度挖掘超越传统煤炭公司的品种作为战术突破（博取超额收益），例如前期推荐的太化股份。我们随后还将推出个股深度报告推荐此类品种，敬请关注！

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。