

2011 需求高增长，高利润仍将延续

研究结论

- 预计 2011 年煤炭需求 38 亿吨。过去十年煤炭行业平均增速 9.4%，按照 2010 年前 10 个月煤炭累计产量同比增速 15%，预计 2010 年全年同比增长 11.4%，全年需求 34.3 亿吨，过去十年最低增长 5.4%，最高增长 18%，预计 2011 年煤炭需求增速 10.4%，煤炭需求 38 亿吨。
- 煤炭供给增速趋缓：1. 吨煤投资快速增长而煤炭投资增速已经放缓，2008 年大量整合投资在 2011 年并不能释放产能。预计 2011 年产能增长至 37.4 亿吨，2. 运输瓶颈仍然存在，可能影响 2011 年 0.4 亿吨煤炭调出，预计 2011 年煤炭有效供给 37 亿吨。2010 年三西地区新增的 1.9 亿吨调出量是在 08 年运量较少的基础上达到的基本平衡（却也伴随着鄂尔多斯的生产限制和京藏公路的大堵车）。2011 年调出量新增 1.8 亿吨，而铁路和公路运输能力新增仅 1.4 亿吨。存在 4000 万吨运力缺口。
- 节能减排效果 VS 煤质下降&煤炭统计漏出，十一五的节能减排将达到能耗下降 20% 的水平，在火电/发电量的比重降低的情况下，煤炭消耗/万元 GDP 的下降理应超过 20%，而实际上，煤质下降和统计漏出导致原本应年均下降 4% 的能耗/万元 GDP 数据，体现在煤炭消耗/万元 GDP 上年均下降仅 1.8%，随着未来内蒙低质煤产量的增加，以及全国煤质的下降，预计十二五煤炭消耗/GDP 年均下降 1%。
- 特高压对煤炭运输的替代将在 2012 年至 2015 年缓慢释放，对运输总量的影响不大，预计 2012 年替代 2000 万吨，2015 年达到 2 亿吨。
- 综合预计 2011 年煤炭产能 37 亿吨，需求 37-38 亿吨，铁路和公路我们假设还比较乐观，实际有效供给可能更少，明年煤炭供小于求局势出现的可能很大，需求依靠国际进口来满足的可能仍然很大。
- 更看好焦煤：受明年固定资产投资高增长以及 1000 万套保障房的影响，我们更看好明年的焦煤行情。近期全国焦炭价格和国际焦炭价格已经开始上涨，我们预计焦煤 2011 年的上涨空间在 100-200 元之间。
- 看好明年煤炭行业，重点推荐：西山煤电（今年 20 倍 PE，明年 14 倍），山煤国际（今年 28，明年 18 倍），开滦股份（今年 28，明年 20），盘江股份（今年 19 倍，明年 15 倍），兰花科创（今年 17 倍，明年 13 倍），神火股份（今年 18 倍，明年 13 倍）。



东方证券
ORIENT SECURITIES

吴杰

煤炭行业分析师

8621-63325888×6068

wujie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210070001

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

行业

煤炭

报告日期

2010 年 12 月 16 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

6.7

17.1

176.6

相对表现 (%)

7.1

9.9

6.8

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EP(E)	11EPS(E)	股价	评级
西山煤电	0.92	1.07	1.66	25.8	买入
盘江股份	1.01	1.26	1.61	25.9	买入
山煤国际	1.00	1.10	1.70	34.0	买入
开滦股份	0.67	0.72	0.96	20.0	买入
兰花科创	2.20	2.50	3.23	45.7	买入
神火股份	0.80	1.33	1.76	25.0	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《各项指标均支持投资煤炭股》	2010 年 10 月 10 日
《资源税推广到西部 12 省简评》	2010 年 7 月 8 日
《发改委要求稳定煤价简评》	2010 年 6 月 28 日
《煤炭行业涨价六周点评》	2010 年 5 月 18 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

一、2011 年煤炭需求 38 亿吨，仍将高增长	4
1.近十年煤炭需求增速最低 8%，预计 2011 年增速 10.6%	4
2.分行业预测 2011 年煤炭需求 38 亿吨	4
3.节能减排效果大部分被煤质下降抵消	5
二、2011 年供给达 37 亿吨	6
1. 煤炭投资占比下降至五年低位，预测 2011 年煤炭供给 37 亿吨	6
2. 参考发改委数据，2011 年产能供给 37.2 亿吨	7
3. 整合小煤矿继续推动行业利润率向上	7
4. 未来五年新增产能仍将主要体现在内蒙、陕西、山西	9
5. 铁路运输瓶颈导致三西地区新增产能无法调出	10
6. 特高压（三横三纵以及新疆特高压规划）对煤炭的替代效应并不明显	12
三、煤炭行业估值和公司推荐	13
1. 煤炭行业盈利随周期波动不大	13
2. 煤炭行业长期增长空间仍存	14
3. 在盈利稳定，长期增长空间较大的情况下，中国煤炭公司估值甚至低于国外，资源股价值严重低估	14
四、风险因素分析	16
资源税存在明年改革的可能，但对煤炭企业影响不大	16
附录：对经济乐观理由	17
1. 十二五 GDP 增速仍将维持在 8.5-9.5%	17
2. 固定资产投资明年仍将保持高增速	17
1)、短期内中国经济增长的主驱动只能是投资	17
2)、中国很多需要投资来满足的需求并未实现	18
3)、已有政策支持的保障性住房支撑投资高增长，	18

图表目录

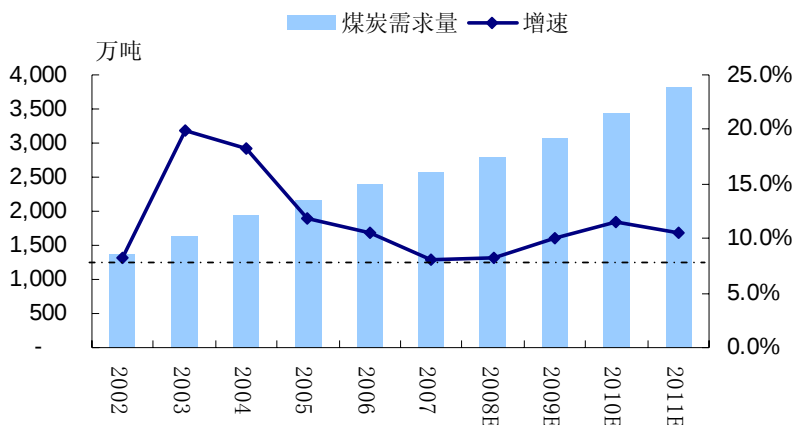
图 1：煤炭需求增速.....	4
表 1：各行业产量增速.....	4
表 2：按行业增速预测煤炭需求.....	5
表 3：单位能耗下降 VS 煤质下降.....	5
表 4：发改委数据推测 2011 年煤炭产量 37.2 亿吨.....	7
表 5：小煤矿单井产能非常低.....	8
表 6：投资额与新增产出.....	9
表 7：吨煤投资额还将增长.....	10
表 8：投资新增煤炭产能.....	10
表 9：三西地区新增的外运煤炭需求.....	10
表 10：三西地区新增外运能力低于外运需求.....	11
表 11：三横三纵特高压对煤炭的替代效应.....	12
表 12：特高压对煤炭运输替代的年度预测.....	12
表 13：新疆特高压对煤炭运输的替代预测.....	13
表 14：主要上市公司 EPS 和 PE 估值表.....	15
表 15：各公司资源税敏感性分析.....	16
表 16：部分地区十二五目标仍重在经济增速.....	17
表 17：实际 GDP 增速超目标已经成为规律.....	17

一、2011 年煤炭需求 38 亿吨，仍将高增长

1.近十年煤炭需求增速最低 8%，预计 2011 年增速 10.6%

统计近 10 年的煤炭需求增速，最低 8.1%，平均 9.4%，2010 年可能为 11.6%，由于我们仍然看好 2011 年的固定资产投资，估计 GDP 增速不会迅速下降，因此，预计 2011 年煤炭需求增速下降至 10.6%。煤炭需求从 2010 年的 34.3 亿吨增长至 38 亿吨。

图 1：煤炭需求增速



资料来源：东方证券研究所

2.分行业预测 2011 年煤炭需求 38 亿吨

煤炭行业主要下游包括火电，生铁，水泥，煤炭，化肥，按照统计局的数据，各行业的消耗占比分别为火电 52%，生铁 19%，水泥 7%，化肥 5%，煤炭 6%。我们对各行业的煤炭消耗增速预测如下：

表 1：各行业产量增速

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
火电	12%	17%	16%	3%	6%	11%	8%
生铁	36%	20%	16%	-1%	17%	8%	9%
水泥	10%	16%	10%	2%	19%	8%	9%
煤炭	11%	8%	6%	8%	8%	9%	11%
化肥	9%	8%	8%	3%	4%	4%	4%

资料来源：东方证券研究所

按照 2010 以及 2011 年各行业的产出增速，我们预计中国 2010 年煤炭需求 34.3 亿吨，2011 年 37.9 亿吨

表 2：按行业增速预测煤炭需求

百万吨	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
电力	1,068	1,217	1,334	1,445	1,532	1,700	1,836
黑色金属及炼焦	381	439	482	522	610	659	718
非金属制品	168	168	171	185	220	238	260
煤炭行业	131	144	165	179	193	221	257
化工原料	112	116	123	133	138	144	149
其他	306	308	312	337	389	470	569
总计	2,166	2,392	2,586	2,801	3,082	3,432	3,790
增速	11.9%	10.5%	8.1%	8.3%	10.0%	11.4%	10.4%

资料来源：东方证券研究所

3.节能减排效果大部分被煤质下降抵消

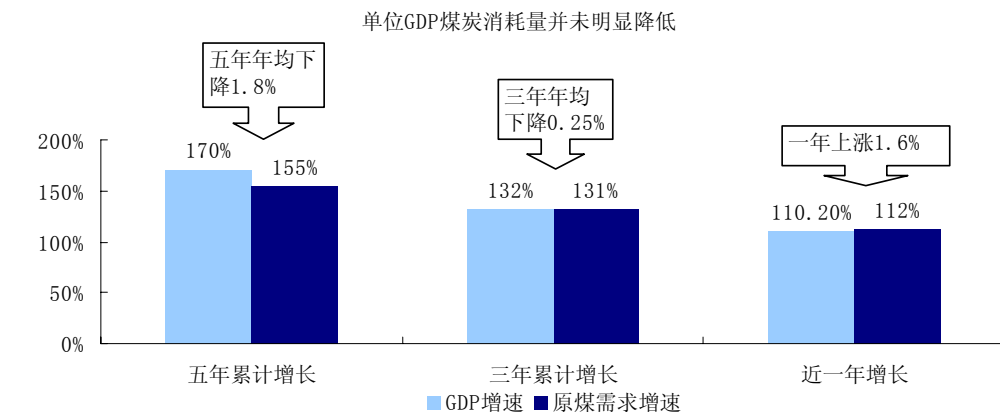
按照十一五单位 GDP 能源消耗降低 20% 的规划，在火电占比总发电量的比重下降的情况下，原煤需求理应下降 20% 以上，然而十一五期间全国 GDP 累计增长至 170%，按照 20% 的能耗降低折算煤炭产出增长理应达到 136%，而煤炭实际消耗量却达到 2005 年的 155%，我们认为这里的差距主要是全国煤炭品质下降和部分以前无法统计的产量现在进入统计导致的。

表 3：单位能耗下降 VS 煤质下降

	GDP 增速	原煤需求增速	火电/总发电量
2005	11.3%	12%	82%
2006	12.7%	10%	84%
2007	14.2%	8%	84%
2008	9.6%	5%	82%
2009	9.1%	11%	82%
2010E	10.2%	12%	80%
五年累计增长	170%	155%	
三年累计增长	132%	131%	

资料来源：东方证券研究所

近三年 GDP 和原煤需求相对 2005 年的累计增长数据（132% 和 131%）说明了 2010 年单位 GDP 煤炭消耗量和 2007 年基本持平，如果单看 2010 年，单位 GDP 煤炭消耗量相对 2009 年竟是增加的。这只能说明：近年来煤质下降（或者小煤矿超产减少）的趋势越发明显。

图 2：单位能耗下降 VS 煤质下降


资料来源：东方证券研究所

我们认为煤质下降的趋势长期存在：首先，全国已有矿井逐渐进入开采后期，煤质下降是普遍规律，其次，煤质较好的山西煤产出减少，内蒙低热值煤增加较多（参考一个数据，08 年全国褐煤产量 2.8 亿吨，09 年 3.7 亿吨）。

无法统计的产量（小煤矿超产产出）在全国整合的趋势下也会存在不断被消减的情况。

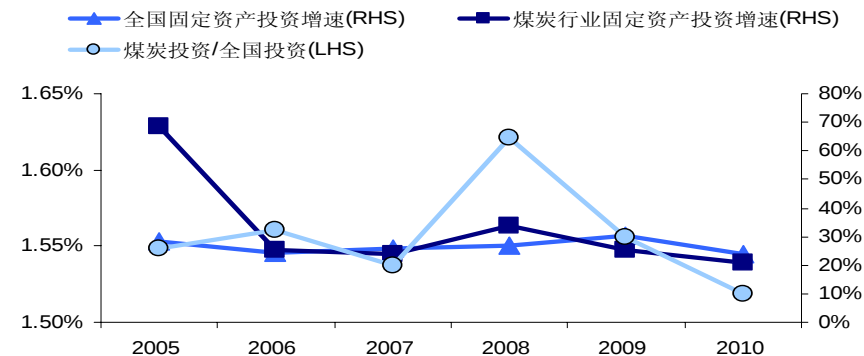
我们的判断是十二五的 GDP 能耗下降对原煤产出影响不大，预计年均 1%。

综合以上所有方法和逻辑，我们预计 2011 年煤炭需求为 38 亿吨。

二、2011 年供给达 37 亿吨

1. 煤炭投资占比下降至五年低位，预测 2011 年煤炭供给 37 亿吨

煤炭行业投资占比全国投资总额已经下降到五年来最低位，煤炭行业投资过快增长可能开始缓解。

图 3：煤炭行业投资增速下降


资料来源：东方证券研究所

由于吨煤投资不断扩大,新增煤炭行业投资包含的下游投资也越来越多,按照我们的投资产出模型,预计 2011 年吨煤投资较 2010 年上涨 25 元/吨至 550 元。2011 年产出 37 亿吨,三年投资期粗略推算 2010, 2011, 2012 年煤炭行业产能 33, 37.4, 41 亿吨。

2. 参考发改委数据, 2011 年产能供给 37.2 亿吨

2003 年中国在建煤矿 1300 多处, 建设规模 4 亿吨, 其中, 小煤矿 1000 多处, 建设规模约 1.5 亿吨。2003 年全国煤炭产量 16.7 亿吨, 按此计算 2006 年 20.7 亿吨, 实际 2006 年 23.7 亿吨。分析原因主要可能是因为 2006 年小煤矿太多, 超产太过普遍。

2006 年 5 月底, 全国在建煤炭项目 2743 个, 总投资 3430 亿元, 剔除煤炭洗选和煤化工等项目投资, 按吨煤 350 元左右投资计算, 煤矿在建项目规模在 8 亿吨左右。三年释放 8 亿吨, 按照 05 年煤炭产量 22 亿吨, 2008 年产出将达到 30 亿吨, 而 2005-2008 年全国关停小煤矿 12155 处, 关停产能 3 亿吨。粗算 2008 年产能可略超 27 亿吨 (05 年是产量而非产能), 与 2008 年实际产量 27.2 亿吨差别不大。

同样: 2007 年发改委的另一份报告显示, 当年新建、改扩建、技术改造和资源整合在内的全国煤矿在建规模高达 1.1 亿吨左右, 按照 06 年产量 23.8 亿吨计算, 06-09 年淘汰小煤矿产能 3.6 亿吨, 预计 2009 年产能可超 31 亿吨, 而 2009 年实际产量 29.2 亿吨, 主要是由于 1.2 亿吨的进口替代以及库存降低的影响。

2009 年 6 月份, 发改委报告显示: 在建的煤矿产能 11 亿吨, 由于在建矿需要一个周期, 和现有产量加在一起, 将形成 40 亿吨产能。

表 4: 发改委数据推测 2011 年煤炭产量 37.2 亿吨

	2003	2005	2006	2008
产量	16.7	22	23.7	27.2
在建规模	4	8	11	11
后三年关停小煤矿		3	3.6	1
推算三年后产能	20.7	27	31.1	37.2
	2006	2008	2009	2011
实际产量	23.7	27.2	29.2	

注: 预计 2009, 2010, 2011 年分别关停小煤矿 3500, 1560, 5000 万吨

资料来源: 东方证券研究所

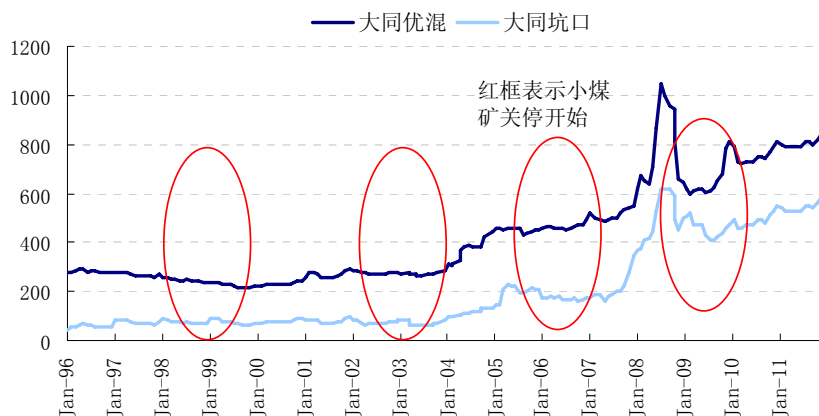
从近几年的产能产量表看, 当年的产量大于统计产能的历史已经不复存在, 随着国家对安全要求和超采的惩治, 以及对小煤矿的进一步关停, 煤炭产量低于统计产能将再成规律。

3. 整合小煤矿继续推动行业利润率向上

1998 年经济危机, 煤炭行业产能过剩, 国家大量关停小煤矿, 到 2003 年, 国家发现煤炭供给不足, 开始鼓励发展私营煤炭, 整个行业产量每年以超过 20% 的增速增长, 到了 2005 年, 全行业产能过剩迫在眉睫, 国家再次开始关停小煤矿, 结果是 2006 年煤价并未出现大幅的调整, 同样的事情也发生在 2009 年, 经历了 2008 年需求的大幅回落, 煤炭价格迅速下跌, 然而山西开始了全面整合, 导致煤炭供给下降超过 1 亿吨以上, 这是 2009 年煤价仍能延续之前向上涨势的主因,

进入 2010 年，河南整合小煤矿，再度支撑煤价坚挺，2011 年以后：陕西 700 多处；新疆 250 多处；河南 600 多处；黑龙江 1100 多处；贵州 1300 多处小煤矿都将被整合，重庆四川的煤矿 2015 年可能枯竭，都让我们看到煤炭行业整合存在的空间和产能过剩难以显现的一面。我们相信：煤炭行业整合和集中度提高将继续增加煤炭利润。

图 4：煤价稳定或者下跌就是国家关停小煤矿的契机



资料来源：东方证券研究所

十二五规划 30 万吨以下的小煤矿产量 4 亿吨左右，而十一五末期国家规划将小煤矿产量控制在 7 亿吨，按此规划未来 5 年将关停小煤矿 3 亿吨，考虑 13 年后铁路运力释放，供给相对宽松，届时关停的量可能更多，因此，预计 10—13 年年均关停 0.4，14 和 15 年各关停 1 亿吨。

西南，东北，华中地区整体地质条件较差，煤炭赋存情况不好，难以建设大型煤矿，开采效率低下，未来可以调整或者关停的空间巨大。除了被主动关停导致煤炭产出减少，部分地区由于长期开采导致资源枯竭，也将变成煤炭调入区。比如煤炭工业发展研究中心副主任贺佑国已经预计重庆和四川到 2015 年煤炭资源将枯竭，成为净调入地区。

目前，东部沿海的大部分省市基本退出了煤炭生产，山东的煤炭产能也已经开始由盛转衰，未来煤炭主产区将逐渐西移。

表 5：小煤矿单井产能非常低

省（市）	2008 年 小煤矿数量	2010 年底保留 的小煤矿数量	08 年中小煤矿 产量（万吨）	08 年平均单井产能
全国	14,069	9,952	133,884	10
北京	33		91	3
河北	463	273	1,662	4
山西	1,702	1,100	30,482	18
内蒙古	40			
辽宁	547	397	1,080	2
吉林	299	188	1,562	5

黑龙江	1,116	646	4,181	4
江苏	0	0	473	
浙江	1	0		0
安徽	146	110	3,078	21
福建	312	272	2,167	7
江西	606	460	1,785	3
山东	21		4,103	195
河南	516	457	8,128	16
湖北	484	400	953	2
湖南	966	966	4,786	5
广西	136	36	473	3
重庆	1,009	806	3,053	3
四川	1,437	1,281	6,180	4
贵州	1,449	1,012	9,523	7
云南	1,420	833	8,511	6
陕西	608	250	9,466	16
甘肃	313	200	2,275	7
青海	34	23	1,126	33
宁夏	67	40	542	8
新疆	344	250	3,173	9

资料来源：东方证券研究所

4. 未来五年新增产能仍将主要体现在内蒙、陕西、山西

初略估算十二五全国煤炭产量释放仍主要集中在三西地区，十三五才有可能在新疆等西北地区，因此，我们将全国简单分为以下五个地区。按照各地的煤炭投资和产出统计列表如下：

表 6：投资额与新增产出

投资额（亿元）	2004	2005	2006	2007	2008
山西陕西内蒙	219	405	581	761	1,024
安徽山东河南	232	358	379	459	539
西南	65	122	150	181	261
甘肃宁夏新疆	36	62	86	133	160
其他	101	176	225	241	378
总计	652	1,124	1,421	1,775	2,362

煤炭产出（万吨）	2007	2008	2009	2010	2011
山西陕西内蒙	15,395	14,810	15,786	34,655	
安徽山东河南	1,981	3,382	4,568	2,513	
西南	1,345	-336	3,733	5,500	
甘肃宁夏新疆	1,405	1,178	4,335	1,000	

其他	-310	207	4,984	2,000
总计	19,815	19,241	33,406	45,668

资料来源：东方证券研究所

按照三年投资期对应，以 2008 年的投资推算 2011 年的产量。由于 2008 年开始整合小煤矿，整合投入大量增加，相对 07 年不整合时吨煤投资要多一些，包括 09 年整合投资仍在持续，吨煤投资都会要高些。

表 7：吨煤投资额还将增长

	2004 投资 /2007 产出	2005 投资 /2008 产出	2006 投资 /2009 产出	2007 投资 /2010 产出	2008 投资 /2011 产出
山西陕西内蒙	142	273	368	219	307
安徽山东河南	1169	1059	829	1827	2,009
西南	481	-3632	402	328	1,000
甘肃宁夏新疆	255	527	198	1333	1,732
其他	-3264	8506	451	1207	1,448
总计	329	584	425	475	525

资料来源：东方证券研究所

按照我们对 2008 年吨煤投资的估算，2011 年净增煤炭产能 4.2 亿吨。三西地区增加 3.3 亿吨。

表 8：投资新增煤炭产能

	投资（亿元）		吨产出投资（元/吨）		产出增长（万吨）	
	2007	2008	2007-2010	2008-2011	2010	2011
山西陕西内蒙	761	1,024	219	307	34,655	33,328
安徽山东河南	459	539	1827	2,009	2,513	2,684
西南	181	261	328	1,000	5,500	2,610
甘肃宁夏新疆	133	160	1333	1,732	1,000	921
其他	241	378	1207	1,448	2,000	2,611
总计	1,775	2,362	475	560	45,668	42,154

资料来源：东方证券研究所

5. 铁路运输瓶颈导致三西地区新增产能无法调出

由于 2011 年三西地区新增产能 3 亿吨以上，按照近几年比较稳定的 60%-69% 的调出量的水平预计新增需调出量 1.78 亿吨，对应铁路运能增长仅有 9000 万吨，即使考虑公路增加也远不能满足三西地区的调出需求。

表 9：三西地区新增的外运煤炭需求

单位（万吨）	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2009 (1-9)	2010 (1-9)
--------	------	------	------	-------	-------	-------	---------------	---------------

全国产量	232,527	252,342	271,583	304,989	350,657	392,811	208,128	244,644
三西产量	102,765	118,028	132,249	151,635	186,290	219,618	139,698	111,177
三西调出/产量	69%	69%	65%	61%	60%	59%		
三西区调出量	71,158	81,044	85,637	92,497	111,774	129,574		
山西	51,476	52,123	54,000	47,174	56,750			
铁路出省	35,085	40,713	39,725	34,579	42,579		24,405	30,694
内蒙	13,401	21,842	26,032					
陕西	6,281	7,079	5,605					
三西新增需调出量		9,886	4,593	6,860	19,277	17,800		

资料来源：东方证券研究所

2009 年全国煤炭需求较弱，这为 2010 年三西地区铁路预留了足够的增量，所以虽然 2010 年三西煤炭产量大幅增长，但铁路运输的瓶颈并未明显显现。2010 年煤炭需求已经恢复，预计 2011 年也不会大幅下滑，因此 2011 年三西煤炭产能很有可能大幅受限铁路运输。

表 10：三西地区新增外运能力低于外运需求

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
蒙东	5,000	6,000	8,500	13,000	17,000
沈阳铁路局	3,100				
哈尔滨铁路局	1,900				
1. 蒙东铁路增量		1,000	2,500	4,500	4,000
蒙西、山西、陕西	67,833	75,364	79,321	92,457	101,457
北通道	45,435	48,417	52,317	61,700	67,700
大秦铁路	28,585	32,055	33,017	40,000	45,000
风沙大铁路	2,362	2,362	3,000	3,000	3,000
京原铁路	1,213	2,000	2,000	2,700	2,700
朔黄铁路	13,275	12,000	14,300	16,000	17,000
中通道	7,739	9,890	9,890	11,500	12,500
石太铁路	6,849	9,000	9,000	10,500	11,500
邯长铁路	890	890	890	1,000	1,000
南通道	14,659	17,057	17,114	19,257	21,257
太焦铁路	4,961	7,000	7,000	8,000	8,000
侯月铁路	7,441	7,800	7,857	9,000	11,000
陇海铁路	1,098	1,098	1,098	1,098	1,098
西康铁路	450	450	450	450	450
宁西铁路	709	709	709	709	709
中南大通道					
集宁-张家口-唐山					
2. 蒙西、山西、陕西铁路增量		7,531	3,957	13,137	9,000
3. 三西公路出区增量		1,000	1,000	1,000	1,000

三西地区新增总运能 (1+2+3)	9,531	7,457	18,637	14,000
三西新增需调出量 (参考前表)	9,886	4,593	6,860	19,277
			17,800	

资料来源：东方证券研究所

6. 特高压（三横三纵以及新疆特高压规划）对煤炭的替代效应并不明显

随着晋东南到武汉特高压的成功建成和营运，我国拥有了首条火电交流特高压输电示范线路，在有了经验以后，国家三横三纵一环网便开始了大规模的建设。初步预计这些火电线路的建成期在 2014 年。从 2009 年晋东南到武汉特高压的运营情况看，该项目最大输出功率是 2600MW，理论上该项目的未来预期是 10000MW，等效与年输送煤炭 2800 万吨。

表 11：三横三纵特高压对煤炭的替代效应

	线路	功率（万千瓦）			送电量 (亿度)	等效减少煤炭运输(亿吨)		
		目前	中性	乐观		目前	中性	乐观
三纵	锡盟—南京	245	1000	1300	134	0.07	0.28	0.36
	张北—南昌	245	1000	1300	134	0.07	0.28	0.36
	蒙西—长沙	245	1000	1300	134	0.07	0.28	0.36
	蒙西—潍坊	245	1000	1300	134	0.07	0.28	0.36
三横	晋中—徐州	245	1000	1300	134	0.07	0.28	0.36
	雅安—皖南	245	1000	1300	134	0.07	0.28	0.36
	淮南—苏州—							
一环网	淮南	245	1000	1300	134	0.07	0.28	0.36
	合计					0.47	1.93	2.50

资料来源：东方证券研究所

以特高压理论输电功率预期 2011，2012，2013 年的三西地区等效输煤 0.07，0.20，0.28 亿吨，实际改善尚不明显。假如 2015 年六条线路完全竣工并达到理论值，等效减少煤炭运输近 2 亿吨。

表 12：特高压对煤炭运输替代的年度预测

火电线路	等效输煤能力	建成时间	2011	2012	2013	2014	2015
锡盟—南京	0.28	2014				0.07	0.28
锡盟—南京	0.28	2014				0.07	0.28
张北—南昌	0.28	2014				0.07	0.28
蒙西—长沙	0.28	2014	0.07	0.20	0.28	0.28	0.28
蒙西—潍坊	0.28	2014				0.07	0.28
晋中—徐州	0.28	2014				0.07	0.28
淮南—苏州—淮南	0.28	2014				0.07	0.28
合计	1.96		0.07	0.20	0.28	0.70	1.96

资料来源：东方证券研究所

除了三西地区特高压建设代替煤炭输出,新疆地区十二五期间也已经规划了两条 800 千伏直流特高压,一条是从哈密到郑州,另一条是从准东到重庆,合计输送能力相当于 3000 万吨煤,除此以外,新疆还有哈密到安西 750 千伏超高压,但输电距离较近,不能转送内地,因此我们不予列出。

表 13: 新疆特高压对煤炭运输的替代预测

火电线路	等效输煤能力	建成时间	2011	2012	2013	2014	2015
哈密-郑州	0.15	2013			0.08	0.15	0.15
准东-重庆	0.15	2015					0.08
合计	0.30				0.08	0.15	0.23

资料来源: 东方证券研究所

综合而言, 2011 年供给小于需求仍是大概率事件。未来需求值得乐观的因素很多, 包括: 1. 政策方面并未放弃保增长, 2. 1000 万套保障性住房提升 2011 年固定资产投资的预期。3. 大量铁路和城际轨道将带动住房投资需求。供给方面, 煤炭供给本身小于需求, 同时还受到铁路运输的压制, 有效供给增加更少, 特高压短期无法替代煤炭运输等等,

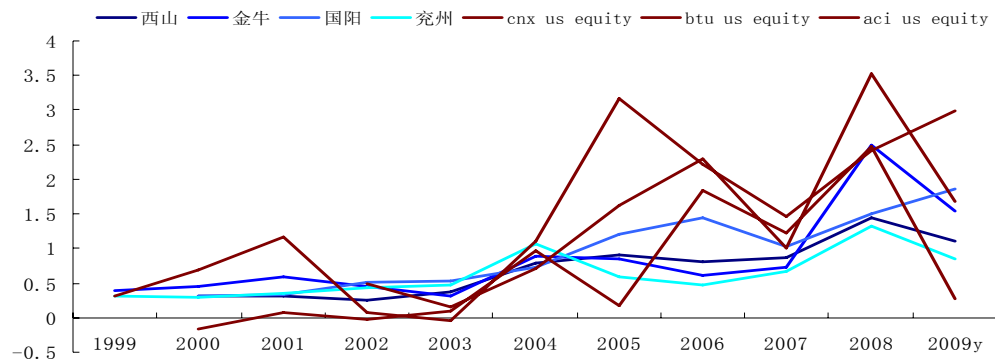
三、煤炭行业估值和公司推荐

煤炭行业估值已经严重低估, 我们认为把国内煤炭行业简单认为和国际煤炭行业股票一样, 同属周期行业, 而按照周期性行业进行估值存在很大偏颇,

1. 煤炭行业盈利随周期波动不大

国外煤炭公司盈利存在较大的周期性波动, 因为国外煤炭产能已经稳定, 需求微小的变化也会带来煤价大幅的波动, 因此公司利润的波动十分明显, 风险较大而要求更高的必要收益率是可以理解的, 而国内公司的盈利基本是稳步向上, 风险较小, 从经典的 DCF 模型看, 国内的煤炭公司的资本成本应该远低于国际公司。

图 5: 国内公司利润相对国际公司变化并不明显

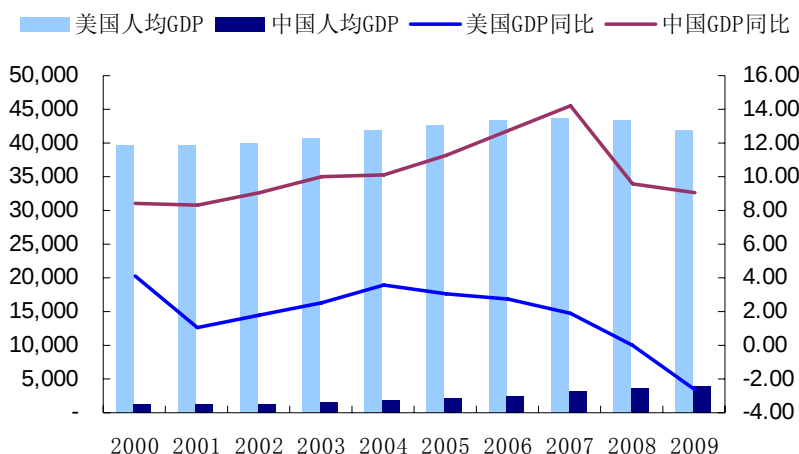


资料来源: 东方证券研究所

2. 煤炭行业长期增长空间仍存

中国 2009 年人均 GDP 只有美国的十分之一不到，未来增长空间巨大，这也将带动未来的需求，中国 2006 年城市人均住房面积仅有大约 27 平米，农村 09 年 33.6 平米，欧洲国家主要在 40—45 平米，美国 1999 年 2.7 亿人口拥有 1.1 亿个住房单位，67% 的家庭拥有独立住房，人均居住面积 60 平方米。未来中国需投资的空间仍然很大。

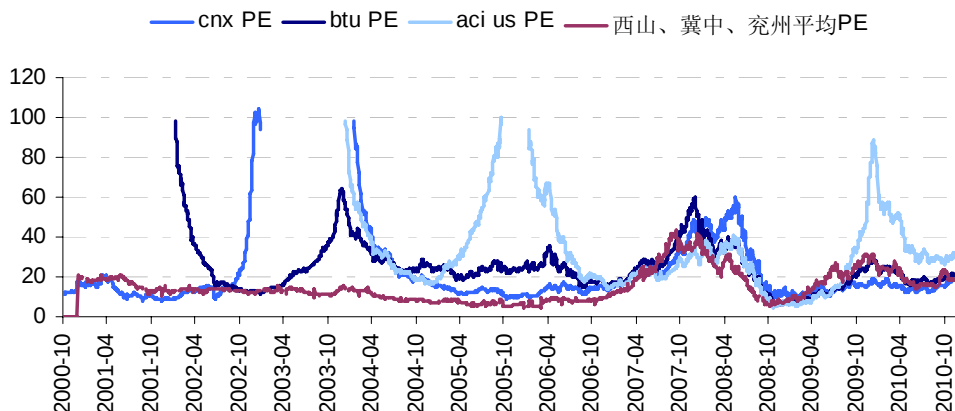
图 6：中国人均 GDP 大幅低于发达国家，未来增长空间很大



资料来源：东方证券研究所

3. 在盈利稳定，长期增长空间较大的情况下，中国煤炭公司估值甚至低于国外，资源股价值严重低估

图 7：各方面条件都更好的中国公司 PE 估值还低于国际公司



资料来源：东方证券研究所

在对 2011 年行业整体乐观的情况下，我们对行业看法如下：

首选焦煤行业，次选无烟煤，最后选择动力煤。

首推焦煤：明年固定资产投资增速仍会较快，而全国新发现的焦煤资源非常少，焦煤价格受国家管制的可能较小，在全球货币大量增加的时候，资源股的价格提升空间充足，推荐西山煤电，盘江股份，开滦股份。

次推无烟煤：包括山煤国际，兰花科创，神火股份。

表 14：主要上市公司 EPS 和 PE 估值表

	股价	2009	EPS			PE		
			2010	2011		2009	2010	2011
炼焦煤								
西山煤电	25.7	0.7	1.1	1.7	36.2	23.9	14.4	
盘江股份	25.	1.0	1.3	1.6	24.5	19.9	14.0	
潞安环能	53.7	1.8	2.7	3.1	29.3	20.3	17.3	
冀中能源	35.5	1.4	2.4	2.4	25.5	15.0	14.5	
平煤股份	20.7	0.8	1.3	1.6	26.9	15.9	13.0	
开滦股份	20.1	0.7	0.7	1.0	30.0	27.8	21.0	
平均					28.5	19.0	14.7	
无烟煤类								
山煤国际	31.7	1.0	1.1	1.7	31.7	29.0	18.7	
兰花科创	45.1	2.2	2.5	3.2	20.3	18.1	14.0	
神火股份	25.2	0.8	1.3	1.8	31.5	18.9	14.3	
国阳新能	29.	0.8	1.1	1.2	37.7	26.9	25.0	
昊华能源	39.9	1.0	2.0	2.6	38.4	20.3	15.2	
平均					31.9	22.6	17.4	
动力煤类								
兖州煤业	29.3	0.8	1.6	1.8	35.3	18.2	16.4	
国投新集	15.3	0.5	0.7	0.8	34.0	21.9	19.1	
中国神华	24.7	1.5	1.8	2.1	16.3	13.5	11.5	
恒源煤电	49.9	1.3	2.5	3.0	39.0	20.0	16.6	
中煤能源	11	0.5	0.7	0.8	21.2	15.9	13.1	
大同煤业	21.8	0.9	1.0	1.2	24.5	21.8	18.3	
平均					28.4	18.6	15.9	

注：颜色标注部分为已覆盖个股，预测数据来源于东方证券研究所。

未标注部分为未覆盖个股，预测数据来源于 Wind 资讯。

资料来源：WIND 东方证券研究所

四、风险因素分析

资源税存在明年改革的可能，但对煤炭企业影响不大

如果 2011 年按 3%（或者 5%）从价改革资源税，煤炭企业的利润将被压低，由于 2011 年通胀压力较大，煤电供需关系决定了一旦增收，新增部分转嫁给下游的可能较大，因此，资源税改革实际成为通胀的推手，可能削弱政府 11 年第一要务“控通胀”的辛苦劳动的效果，这正是政府迟迟不愿下手的主要原因，因此，如果 2011 年通胀持续较高，何时改革资源税仍然值得探讨，鉴于已经讨论过的供需形势，即使 2011 年改革资源税，对上市公司盈利影响不大。

表 15：各公司资源税敏感性分析

	坑口价	售价	权益产量 (原煤)	税率	预计 税额	当年实际缴纳 资源税	新增资 源税	股本（亿 股）	影响 EPS	09 年 EPS	%
中国神华	275	388	2.100	3%	17.31	6.940	10.369	198.9	0.052	1.50	3%
靖远煤电	273	273	0.019	3%	0.16	0.056	0.102	1.8	0.057	0.30	19%
平庄能源	219	219	0.101	3%	0.66	0.322	0.339	10.1	0.033	0.46	7%
露天煤业	113	113	0.423	3%	1.44	1.072	0.363	11.1	0.033	0.47	7%
盘江股份	631	631	0.093	4%	2.23	0.594	1.638	11.0	0.149	1.01	15%
中煤能源	256	416	1.008	3%	7.75	3.395	4.359	132.6	0.033	0.50	7%
西山煤电	609	609	0.186	4%	4.52	0.774	3.745	24.2	0.154	0.92	17%
大同煤业	433	433	0.180	3%	2.34	0.832	1.506	8.4	0.180	1.78	10%
潞安环能	541	541	0.284	3%	4.61	0.473	4.140	11.5	0.360	1.83	20%
兰花科创	613	613	0.056	3%	1.03	0.232	0.796	7.7	0.103	2.22	5%
神火股份	727	727	0.057	3%	1.25	0.224	1.023	10.5	0.097	0.80	12%
平煤股份	422	422	0.374	4%	5.68	0.522	5.161	18.2	0.284	1.01	28%
郑州煤电	355	355	0.048	3%	0.51	0.159	0.353	6.3	0.056	0.18	31%
兖州煤业	529	529	0.363	3%	5.76	1.254	4.509	49.5	0.091	0.79	12%
冀中能源	645	645	0.2589	4%	6.68	0.773	5.910	11.6	0.511	1.39	37%

资料来源：东方证券研究所

附录：对经济乐观理由

1. 十二五 GDP 增速仍将维持在 8.5-9.5%

我们总结了部分省市的十二五规划，结论是：需求仍然乐观，GDP 仍将高增长。

表 16：部分地区十二五目标仍重在经济增速

区域	GDP 目标	备注
中部地区	10%以上	人均 GDP 要在五年内实现翻番
广东省	8%以上	全省 GDP 年均增长 8%以上，人均 GDP 年均增长 7%以上
湖北	10%	经济增长速度预期目标 10%，确保到 2020 年实现人均生产总值翻两番
安徽	14%	在 2009 年的一万亿基础上再增加一万亿元
武汉	15%	保持年 15%左右的高速增长，进入到“万亿俱乐部”行列
广西	13%	人均地区生产总值达到西部地区中等水平，折算十二五 GDP 增速至少达到 13%
全国	7.20%	2020 年较 2010 翻番

资料来源：东方证券研究所

十二五 GDP 平均增速的制定可能在 7-8%之间，而实际 GDP 增长可能在 8.5-9.5%之间。

按照 2020 年全面实现小康社会的要求，相对 2010 人均 GDP 再翻一番，则未来十年每年只需 GDP 增长 7.2%即可。“由于‘十三五’经济目标增速相对十二五可能进一步下降，所以‘十二五’增速会高于 7.2%，我们倾向仍采用‘十一五’的 7.5%，

而实际上，“十五”的预定年均经济增长速度是 7%，实际增速是 9.5%。“十一五”预定的速度是 7.5%，实际增速是 10%以上，究其原因，主要是省市县乡定的指标往往较第一层的国家层层拔高，因此，国家数据往往比实际偏低。我们判断，虽然国家定下的十二五 GDP 目标可能是 7%-8%之间，但仍有理由认为十二五 GDP 的增速可能达到甚至超过 9%。

表 17：实际 GDP 增速超目标已经成为规律

	目标增速及预测	实际增速及预测
全国十五	7.5%	10.0%
全国十一五	7.0%	9.5%
全国十二五	7.5%	8.5%-9.5%
全国十三五	7.2%	7.5%-8.5%

资料来源：东方证券研究所

2. 固定资产投资明年仍将保持高增速

1)、短期内中国经济增长的主驱动只能是投资

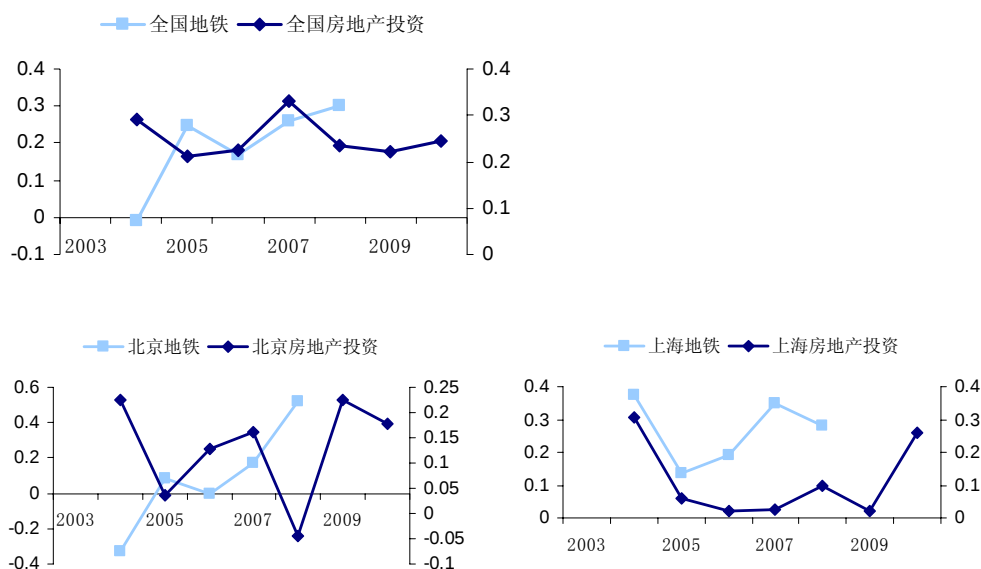
各国都在调整经济，放松货币，中国在全球衰退中的比较优势凸显，对人民币升值的预期不断强化，在这种环境下，中国对外贸易对 GDP 的贡献可能会更加强化，而收入翻番计划短期无法实现也

就无法明显刺激消费，目前已有的消费政策再发挥潜质的可能已经不大（多城市道路拥堵已经使得政府取消了汽车减税政策），就业压力对 GDP 的增长的需求长期存在，未来中国经济增长的主驱动可能还得依靠投资。

2）、中国很多需要投资来满足的需求并未实现

中国和很多发达国家的经济情况并不相同，很多人最根本的住房需求长期未得到满足，中国人的交通便利需求也存在很大改善和发展的空间，以及我们政府解决群众问题的能力都和发达国家并不相同，中国的投资还有很长的路要走，随着大量城建轨道交通的建设和运营，未来住房需求将得到极大拉动。参考上海和北京的房地产投资增速和地铁车辆数增速可以看出，地铁投资领先房地产投资 1 年，对比全国增速，我们可以看出，当上海北京地铁大量增加的时候，两地的投资增速迅速增加，大幅超过全国整体增速，上海 09，10 年大量地铁的释放就是 10 年投资大量增加的主推力（虽然现在还看不到统计数据）。

图 8：轨道交通增加领先房地产投资



资料来源：东方证券研究所

3）、已有政策支持的保障性住房支撑投资高增长，

2010 年保障性住房的规划套数 580 万套，目前传闻 2011 年保障性住房计划可能会达到 1000 万套，按照每套保障性住房 60 平米算，2011 年新增住房建设面积 2.4 亿平米，即使明年商品房和今年持平，2011 年住房建设也能维持 15% 以上的增速（参考前九个月房地产新开工 11 亿平米的面积预期 2010 年新开工 15 亿平米）。

三年产量翻番的焦煤龙头仅 16 倍 PE

投资要点:

- 产能快速增长, 按照公司规划, 2010, 2011, 2012, 2013 公司整体产量达到 2500, 3900, 5000, 5500 万吨, 同比增长 36%, 55%, 27%, 10%。权益产量 2300, 3355, 4088, 4488 万吨, 同比增长 31%, 46%, 22%, 10%。
- 预计兴县煤矿 2011 年年底达到 3000 万吨产能, 预计其 2010, 2011, 2012, 2013 年原煤产量分别为 1250, 2500, 3000, 3200 万吨。
- 公司整合了山西临汾 3 亿吨煤炭资源, 计划建成 480 万吨产能, 建设工期预计 2-3 年, 2009 年开工建设, 2011 年开始缓慢释放产能, 权益比例 51%, 整合权益量 245 万吨。
- 公司成立西山永鑫煤业开发安泽两煤矿, 200 万吨焦煤和 500 万吨无烟煤, 增加储量 4 亿吨, 安泽县项目属于革命老区新开发项目, 煤田矿井相对较深, 未被小煤矿开发过, 资源较好, 安泽县含煤面积占 70%, 未来公司再拿到项目的空间还很大, 预计该两矿井 2011 年底开工, 2014 年释放产能。公司煤矿权益比例 60%, 化工权益比例 40%。公司还有很多在谈储备项目, 新的增长点长期存在。
- 焦煤龙头, 具有很强的议价能力, 未来提价空间充足, 公司兴县煤矿煤质优良, 由于今年量比较少, 所以尽管销售情况非常好, 也并未对客户提价, 明年提价的空间充足。整体预测公司明年焦煤提价 100-200 元。
- 整体上市时间逼近。根据《山西省资本市场 2009 年至 2015 年发展规划》和《山西煤炭振兴规划》, 2012 年, 五大集团有 1 到 2 家煤业集团整体上市, 2015 年前五大煤业集团基本完成整体上市。
- 集团规划产能是公司目前产能的 7 倍。集团计划建成煤矿 110 至 120 座, 单井平均生产能力超过 120 万吨, 原煤生产能力超过 1.7 亿吨, 原煤产量 1.4 亿吨/年。2010 年焦煤集团产量过亿吨, 是上市公司预计产量 2400 万吨的 4 倍。
- 预计 2010-2012 年 EPS 为 1.07, 1.66, 2.12 元, 对应 PE24, 15.6, 12.2 倍, 价值严重低估, 近一年走势弱于大势, 首次给予买入评级, 给予 11 年 20 倍 PE, 对应目标价 33 元。

风险因素:

- 兴县产出不均, 明年铁路运力配给存在部分无法满足需求的可能。
- 资源税明年或征收, 比例还存在不确定性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

吴杰

煤炭行业分析师

8621-63325888×6068

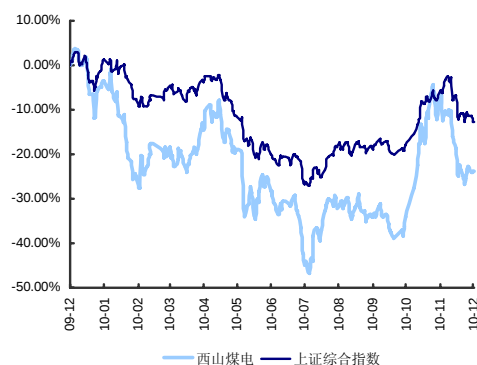
wujie@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210070001

行业评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 12 月 15 日)	25.97 元
目标价格	33.00 元
总股本/A 股 (万股)	315000
A 股市值 (百万元)	81113
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告日期	2010 年 12 月 16 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-17.4	10.5	-23.6
相对表现 (%)	-10.1	4.4	-12.8

资料来源: WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	12337	19710	28227	35133
营业利润 (百万)	2996	4796	7833	10505
净利润 (百万)	2296	3607	5876	7872
每股收益 (元)	0.92	1.07	1.66	2.12
ROE (%)	21%	27%	32%	32%
P/E(X)	33.7	24.0	15.6	12.2
P/B(X)	7.5	7.5	5.8	4.4
EV/EBITDA	4.4	3.6	4.6	5.6

资料来源: 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

表 1：西煤主要矿井产量预测

煤矿	品种	能力	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
西曲矿	10 级焦煤	340	340	340	340	340	340	340
镇城底矿	肥精煤	190	190	190	190	190	190	190
马兰矿	肥精煤	400	400	400	400	400	400	400
西铭矿	瘦煤、贫瘦煤	360	360	360	360	360	360	360
本部产量总计			1351	1290	1290	1290	1290	1290
小斜沟煤矿 (80%)	气煤	600	268	581	653	653.4	653.4	653.4
兴县矿 (80%)	气煤	3000			600	1500	2300	3000
西山光道煤业 (51%)	1/3 焦煤	120					120	120
临汾古县 (51%)	焦煤	330				100	230	330
临汾市尧都区 (51%)	焦煤	90					90	90
西山永鑫煤业 (60%)	焦煤/贫煤	700						
外部产量总计			268	581	1253	2253	3393	4193
公司产量总计			1619	1871	2543	3543	4683	5483
产能增速			2%	16%	36%	39%	32%	17%
权益产量			1565	1755	2293	3064	3877	4488
权益增速				12%	31%	34%	27%	16%

资料来源：东方证券研究所

表 2：煤炭销量预测

单位：万吨	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
商品煤销量	1,617	1,780	2,351	3,183	3,893	4,523
洗精煤	1,013	1,004	999	1,030	1,020	1,020
焦精煤	241	249	204	250	250	250
肥精煤	389	407	411	400	390	390
瘦精煤	235	210	230	230	230	230
电精煤	148	138	154	150	150	150
兴县气精煤			108	375	690	900
兴县动力煤			432	975	1,380	1,800
原煤	457	631	653	653	653	653
洗混煤	146	144	158	150	150	150

资料来源：东方证券研究所

表 3：煤炭售价预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
商品煤销量	740	609	657	697	733	729
洗精煤	1,001	891	1,052	1,162	1,225	1,184
焦精煤	1,182	947	1,166	1,286	1,356	1,304

肥精煤	1,183	992	1,263	1,383	1,453	1,362
瘦精煤	849	743	893	1,013	1,083	1,098
电精煤	469	508	544	594	629	654
兴县气精煤			913	1,063	1,123	1,153
兴县动力煤			320	355	390	415
原煤	317	290	315	340	360	374
洗混煤	254	239	342	362	383	399

资料来源：东方证券研究所

表 4：兴县项目冲低公司整体原煤成本

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
自产原煤量	1,619	1,856	2,543	3,543	4,683	5,483
单位原煤成本	216	227	210	210	210	220
自产原煤成本	349,497	421,125	534,114	744,114	983,514	1,206,348
洗选量	1,013	1,004	999	1,030	1,020	1,020
吨煤洗选成本	45	47	47	52	55	57
自产洗选成本	45,585	47,459	46,973	53,656	55,792	58,581
自产煤成本	395,082	468,584	581,087	797,770	1,039,306	1,264,929
外购煤成本	151,789	102,924	134,432	150,405	160,399	161,086
煤炭总成本	546,870	571,508	715,519	948,175	1,199,705	1,426,015

资料来源：东方证券研究所

表 5：焦煤集团产量今年或过亿吨，是上市公司 2010 年产量的 4 倍

	2010-10 月实际	2010-10 月止累计	去年同期累计	比去年同期增减
焦煤集团	1,004	8,287	6,733	23%
(1) 兼并前小计	898	7,587	6,513	16%
(2) 兼并矿小计	106	700	220	217%

资料来源：公司数据，东方证券研究所

表 6：2009 年西山集团占焦煤集团产量的 44%，西山煤电占西山的 50%

	2009 年产量	2008 年产量	同比增减
焦煤集团	8,079	8,029	0.6%
西山	3,511	3,500	0.3%
西山煤电	1,856	1,619	16.0%
汾西	2,269	2,211	2.6%
霍州	2,016	2,010	0.3%
华晋	283	308	-8.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	11042	17542	22625	29796
现金	5459	10329	12528	17411
应收项目	2379	2180	2943	3524
预付项目	324	663	896	1072
存货	2427	4209	6027	7502
其他	453	161	231	287
非流动资产	12228	10061	12570	13236
长期投资	1941	1891	1841	1790
固定资产	6539	4064	6210	6591
在建工程	3149	3149	3149	3149
无形资产	185	185	185	185
其他	414	772	1186	1521
资产合计	23270	27603	35195	43032
应付项目	2205	3544	4785	5728
付息负债	4675	3633	4586	4891
短期借款	1468	1140	1440	1535
长期付息负债	3207	2492	3147	3355
其他负债	5074	6210	7605	8737
负债合计	11954	13387	16976	19356
所有者权益	11316	14216	18219	23677
实收资本	2424	2424	2424	2424
资本公积	939	939	939	939
留存收益	6699	9599	13601	19059
其他调整	0	0	0	0
少数股东权益	1254	1254	1254	1254
负债和权益合计	23270	27603	35195	43032
经营活动现金流	2935	5400	6888	9131
净利润	2230	3385	5214	6670
折旧摊销	984	1171	1922	2674
营运资金变动	-397	844	-248	-213
其他	119	0	0	0
投资活动现金流	-4759	997	-4430	-3340
资本支出	-3241	1304	-4067	-3055
长期投资	-1198	50	50	50
其他	119	0	0	0
筹资活动现金流	4227	-1527	-259	-908
普通股增加	-721	-485	-1212	-1212
净负债变化	2036	-1042	953	304
其他	2912	0	0	0
现金净增加额	2403	4870	2199	4883

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	12337	19710	28227	35133
营业总成本	9222	14914	20394	24629
营业成本	7026	11760	15877	19007
税金及附加	207	1111	1500	1795
销售费用	454	652	934	1162
管理费用	1414	2030	2908	3619
财务费用	115	165	237	294
其他经营收益	-119	0	0	0
投资净收益	-119	0	0	0
营业利润	2996	4796	7833	10505
营业外收入减支出	77	32	32	32
利润总额	3073	4828	7865	10537
减：所得税	777	1221	1989	2665
净利润	2296	3607	5876	7872
少数股东损益	66	223	662	1202
归属母公司净利润	2230	3385	5214	6670
成长能力				
营业收入同比	-7%	60%	43%	24%
EBITA 同比	-12%	46%	63%	35%
归属母公司净利润同比	-25%	52%	54%	28%
利润水平				
销售毛利率	43%	40%	44%	46%
销售净利率	18%	17%	18%	19%
整体绩效				
ROE	21%	27%	32%	32%
ROIC	12%	16%	20%	21%
运营效率				
应收账款周转率	5.1	4.7	4.7	4.7
存货周转率	21.7	17.7	17.7	17.7
偿债能力				
流动比率	1.9	2.2	2.1	2.3
速动比率	1.9	2.1	2.0	2.2
净负债/权益	--	--	--	--
资产负债率	51%	48%	48%	45%
每股指标				
EPS	0.92	1.07	1.66	2.12
每股净资产	4.15	4.12	5.39	7.12
每股股利	0.20	0.50	0.50	0.60
P/E	33.7	24.0	15.6	12.2
P/B	7.5	7.5	5.8	4.4

资料来源：东方证券研究所

西南焦煤龙头，整合地区资源在即

投资要点：

- 公司未来产量增长明显。计划 2013 年达到 3500 万吨煤炭产能，2018 年达到 5000 万吨以上，通过三种方式：1. 公司现有 1100 万吨产能煤矿正在技改，三年后达产 1500 万吨，2. 在建和拟建矿井达到 1800 万吨，3. 为避免同业竞争，集团还有 400 万吨响水河矿一期将会注入，进一步增厚公司产能。预计公司 2010-2013 年权益复合产量增速达到 18%。
- 焦煤资源稀缺的长期受益者。公司主要煤种是焦煤，国内优质焦煤资源开发殆尽，近几年新增焦煤矿井非常稀少，近期焦炭喷吹煤价格都在上涨，预计 12 月份焦煤提价的可能性非常高，长期来看，公司焦煤的稀缺性价值将更加明显。
- 大量钢厂西移的直接受益者。武钢集团拟在广西建设防城港钢铁基地项目，一期项目规模为年产 1,000 万吨钢铁；二期项目规模为年产 2,000 万吨钢铁；三期项目规模为 3,000 万吨钢铁。宝钢集团也拟在广东湛江布局 2,000 万吨/年的钢铁项目，一期项目 500 万吨。公司地处贵州，是广西焦煤的主要提供方，直接受益的优势非常明显。
- 当地整合扩能的主要受益者。按照贵州省规划，产能 6 万吨/年的小煤矿将在 2010 年底关闭，产能 9 万吨/年的小煤矿将在 2012 年底关闭。到 2012 年，贵州煤矿企业个数将从目前的 1,000 多个减少到约 300 个，2013 年进一步减少到约 200 个。而贵州 80% 的产量在小煤矿，公司整合空间巨大。整合完成后，贵州单个煤矿企业的煤炭产能将不得低于 100 万吨/年，产能 500 万吨/年以上的煤矿企业增加到 20 个。目前集团已经在云贵交界的毕节市整合建立 700 万吨产能。
- 整合涨价的主要受益者。参照山西的整合和河南的整合，山西整合以后，全国煤炭过剩的局势得到缓解，煤价大幅向上，河南整合后，煤价上涨幅度同比其他省份翻了一番。我们预计贵州的整合开始后，当地煤价收益向上的可能非常大。
- 预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.26, 1.61, 1.98 元，按照目前股价 24.8 元算 2010, 2011, 2012 年 PE 分别为 21, 16, 13 倍，结合公司整合贵州地区煤矿和母公司 400 万吨矿井资产的注入预期，公司价值被严重低估，首次给予买入评级，给予 2011 年 22 倍 PE，对应目标价 35 元。

风险因素：

- 受国际焦煤冲击，焦煤价格低于预期。
- 资源税明年或征收，比例还存在不确定性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

吴杰

煤炭行业分析师

8621-63325888×6068

wujie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210070001

行业评级 **买入 增持 中性 减持（首次）**

股价（2010 年 12 月 15 日）	26.12 元
目标价格	35.00 元
总股本/A 股（万股）	110300
A 股市值（百万元）	28610
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告日期	2010 年 12 月 16 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-17.4	10.5	-23.6
相对表现 (%)	-10.1	4.4	-12.8

资料来源：WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万）	4546	5677	8037	10666
营业利润（百万）	1164	1728	2459	3353
净利润（百万）	987	1466	2087	2845
每股收益（元）	1.01	1.26	1.61	1.98
ROE (%)	26%	24%	26%	27%
P/E(X)	30.6	20.6	16.1	13.1
P/B(X)	5.7	5.6	4.7	3.8
EV/EBITDA	4.4	3.6	4.6	5.6

资料来源：东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

表 1：煤炭资产基本情况

单位：万吨	股权	煤种	地质储量	可采储量	计划产能
在产煤矿					
火铺矿		肥煤、焦煤、气煤	32015	19020	300
老屋基矿		肥煤、焦煤、气煤	12502	2578	120
土城矿		肥煤、焦煤、1/3 焦煤、气煤	40952	12338	400
月亮田矿		1/3 焦煤、肥煤	14072	6666	180
山脚树矿		1/3 焦煤、肥煤	21235	3199	200
金佳矿		贫瘦煤	51651	36864	300
本部小计			172427	80666	1500
在建煤矿					
松河煤业	35%	主焦煤	35222	20022	240
恒普煤业(法耳二期)	90%	贫煤	108624	48881	300
马依矿业	67%	贫煤	175414	79067	960
首黔资源开发公司	25%	贫煤	82559	37609	240
合计					
公司合计			616246	276445	3360
集团矿井（响水矿）	36%	主焦煤、贫煤	132538	40524	400

资料来源：东方证券研究所

表 2：主要矿井产量预测

单位：万吨	股权	计划产能	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
在产煤矿							
火铺矿		300	216	240	270	300	300
老屋基矿		120	117	115	115	120	120
土城矿		400	233	280	320	350	400
月亮田矿		180	112	115	115	180	180
山脚树矿		200	152	180	180	200	200
金佳矿		300	102	180	220	240	280
本部小计		1500	931	1110	1220	1390	1480
在建煤矿							
松河煤业	35%	240		50	180	220	240
恒普煤业(法耳二期)	90%	300					150
马依矿业	67%	960				60	120
首黔资源开发公司	25%	240				120	240
合计							
公司合计		3360	931	1160	1400	1790	2230
增速	26%			25%	21%	28%	25%

权益合计			931	1131	1283	1537	1839
增速	21%			21%	13%	20%	20%
集团矿井（响水矿）	36%	400	208	400	400	400	400

资料来源：东方证券研究所

表 3：公司煤炭量价成本表

	2009A	2010E	2011E	2012E
销量				
商品煤	705	774	961	1,257
精煤	314	373	510	593
混煤	287	371	421	634
原煤		30	30	30
售价				
商品煤	631	722	824	836
精煤	1,027	1,116	1,218	1,319
混煤	402	363	387	411
原煤		257	273	291
成本				
综合成本	373	401	457	457
精煤单位成本	607	617	667	700
混煤单位成本	236	202	222	242
原煤单位成本		167	187	207

资料来源：公司数据，东方证券研究所

表 4：简表估算公司利润

	2009A	2010E	2011E	2012E
综合售价	631	722	824	836
吨煤成本	373	401	457	457
吨煤费用	100	99	112	113
吨煤利润	158	222	255	266
吨煤所得税	24	33	38	40
吨煤净利	134	189	217	226
销量	705	774	961	1,257
公司净利	94,543	146,248	208,341	284,430
少数股东权益	-171	7,686	30,871	66,098
归属母公司利润	94,713	138,561	177,471	218,332

资料来源：公司数据，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	2364	7611	9301	11370
现金	941	6059	7104	8458
应收项目	51	12	17	22
预付项目	179	148	210	275
存货	1173	1367	1935	2568
其他	21	25	35	47
非流动资产	4807	-336	-349	-289
长期投资	276	278	280	282
固定资产	2611	-2844	-3509	-4175
在建工程	669	669	669	669
无形资产	1247	1247	1247	1247
其他	4	315	964	1688
资产合计	7171	7275	8951	11081
应付项目	584	456	645	844
付息负债	497	18	38	68
短期借款	152	5	12	21
长期付息负债	345	12	26	47
其他负债	724	685	925	1194
负债合计	1804	1158	1608	2106
所有者权益	5368	6117	7343	8975
实收资本	1103	1103	1103	1103
资本公积	2863	2863	2863	2863
留存收益	1374	2123	3350	4982
其他调整	0	0	0	0
少数股东权益	28	28	28	28
负债和权益合计	7171	7275	8951	11081
经营活动现金流	1566	1390	2228	2602
净利润	987	1390	1778	2184
折旧摊销	293	296	665	665
营运资金变动	292	-296	-215	-247
其他	-6	0	0	0
投资活动现金流	-3793	4846	-651	-725
资本支出	-2392	5159	0	0
长期投资	-176	-2	-2	-2
其他	-6	0	0	0
筹资活动现金流	2796	-1118	-532	-521
普通股增加	2265	-640	-552	-552
净负债变化	497	-479	20	30
其他	34	0	0	0
现金净增加额	570	5118	1045	1355

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	4546	5677	8037	10666
营业总成本	3388	3949	5578	7313
营业成本	2703	3183	4503	5898
税金及附加	117	543	769	1007
销售费用	175	196	274	362
管理费用	378	422	592	780
财务费用	18	20	28	37
其他经营收益	6	0	0	0
投资净收益	6	0	0	0
营业利润	1164	1728	2459	3353
营业外收入减支出	0	0	0	0
利润总额	1163	1728	2459	3353
减：所得税	176	262	373	508
净利润	987	1466	2087	2845
少数股东损益	0	77	309	661
归属母公司净利润	987	1390	1778	2184
成长能力				
营业收入同比	11%	25%	42%	33%
EBITA 同比	61%	40%	54%	29%
归属母公司净利润同比	55%	41%	28%	23%
利润水平				
销售毛利率	41%	44%	44%	45%
销售净利率	22%	24%	22%	20%
整体绩效				
ROE	26%	24%	26%	27%
ROIC	17%	22%	24%	24%
运营效率				
应收账款周转率	3.9	4.2	4.2	4.2
存货周转率	15.1	21.5	21.5	21.5
偿债能力				
流动比率	1.7	7.3	6.3	5.8
速动比率	1.6	7.2	6.2	5.7
净负债/权益	--	--	--	--
资产负债率	25%	16%	18%	19%
每股指标				
EPS	1.01	1.26	1.61	1.98
每股净资产	5.47	5.52	6.63	8.11
每股股利	0.58	0.50	0.50	0.60
P/E	30.6	20.6	16.1	13.1
P/B	5.7	5.6	4.7	3.8

资料来源：东方证券研究所

焦化产品提价+资产注入预期强烈

投资要点:

- 公司本部两矿井未来产量稳定在 781 万吨/年, 短期产能增长点主要是持股 41% 的介休倡源公司 90 万吨项目 2011 年的投产, 公司正在积极进行加拿大盖森煤田 (持股 51%) 和墨玉河北部煤田 (持股 51%) 的勘探, 准备分别建设 200 万吨和 300 万吨精煤矿井, 其中盖森煤田可能 2012 年投产。
- 公司积极发展煤化工项目, 做长产业链, 目前拥有 550 万吨的焦炭产能, 30 万吨的煤焦油, 20 万吨的甲醇, 9.8 万吨的精苯, 2.7 万吨的硫胺, 由于主要产品焦炭的利润较差, 公司煤化工业务今年进展不大, 但近期甲醇, 苯, 煤焦油等产品价格的提高对公司整体业绩存在正面影响, 随着小焦炉的进一步关停, 未来公司焦化产业盈利情况会有所改善。
- 预计 2011 年国内经济仍将主要依靠固定资产投资拉动, 带动钢铁行业对焦煤和焦炭的需求, 我们预计公司明年焦煤价格上涨幅度在 100 元以上。
- 2011 年焦炭期货上市的可能很大, 可能刺激公司焦炭产品的价格超预期增长。受油价上涨的影响, 公司部分煤化工产品 (包括甲醇, 粗苯, 煤焦油等) 的价格已经明显上涨, 公司存在 2011 年取得高额回报的可能。
- 公司已基本确定通过定向增发向集团购买资产的方案, 目前进展稍慢的原因涉及土地产权及部分股权问题, 开滦集团 2009 年生产原煤 4045 万吨, 其中精煤产量为 1028 万吨, 2010 煤炭产量将突破 5000 万吨。开滦集团产量和储量规模分别是上市公司的 5.3 倍和 4.1 倍。预期唐山地区五矿井 1400 万吨产能 (1/3 焦和气煤) 注入公司可能较大, 注入后将大幅提升公司产能, 并为后续建设的焦化业务提供充足的原煤供给。
- 预测 2010-2012 年 EPS 分别为 0.72, 0.96, 1.17 元, 对应 PE28, 21, 17 倍, 估值并不便宜, 但考虑公司对煤化工产品及煤炭价格的弹性较大, 以及公司较强的资产注入预期, 首次给予买入评级, 给予开滦股份 2011 年 30 倍 PE, 对应目标价为 30 元。

风险因素:

- 化工产品存在较大价格波动, 2011 年价格变化可能超我们预期。
- 资源税明年或征收, 比例还存在不确定性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

吴杰

煤炭行业分析师

8621-63325888×6068

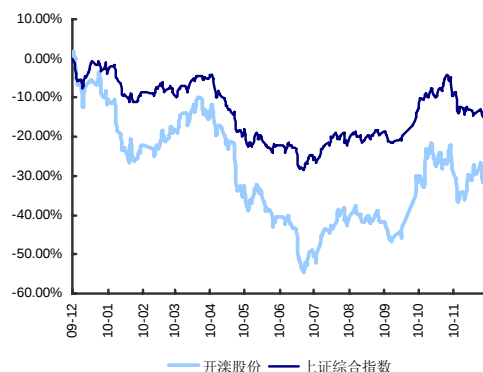
wujie@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210070001

行业评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 12 月 15 日)	20.03 元
目标价格	30.00 元
总股本/A 股 (万股)	1235
A 股市值 (百万元)	24705
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告日期	2010 年 12 月 16 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-17.4	10.5	-23.6
相对表现 (%)	-10.1	4.4	-12.8

资料来源: WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	10977	14037	15808	16822
营业利润 (百万)	1182	1275	1699	2092
净利润 (百万)	860	933	1243	1531
每股收益 (元)	0.67	0.72	0.96	1.17
ROE (%)	15%	14%	17%	18%
P/E(X)	46.3	27.7	20.9	17.1
P/B(X)	7.6	6.6	5.6	4.8
EV/EBITDA	4.4	3.6	4.6	5.6

资料来源: 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

表 1：煤炭资产基本情况

	煤质	储量（万吨）	产能	2010	2011	2012
范各庄	肥煤	19600	450	450	450	450
吕家沱	肥煤	24400	330	300	300	300
介休倡源煤矿（41%）	焦煤	5700	90	90	90	90
墨玉河北部煤田（51%）	焦煤	18300	300			
加拿大盖森煤田（股权比例 51%）	焦煤		200		100	200
产能合计				840	940	1040
权益产能合计				787	838	889

资料来源：东方证券研究所

表 2：煤炭资产基本情况

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
原煤产量(本部两矿)	750	771	781	781	781
原煤外购		56	100	100	100
原煤入洗量		827	881	881	881
洗精煤	249	292	305	305	305
精煤洗出率	33%	35%	35%	35%	35%
其中：对外销售	185	236	248	235	235
焦炭产量	305	395	530	550	550
精煤销量	249	292	310	310	310
焦炭销量	304	394	530	550	550
甲醇销量	6	17	20	20	20
纯苯销量		4	9	9	9
煤焦油产量	14	18	24	25	25
硫铵	4	5	6	7	7

资料来源：东方证券研究所

表 3：公司主要业务数据假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
价格					
精煤	1,212	1,128	1,178	1,278	1,338
冶金焦	1,843	1,398	1,498	1,648	1,748
单位成本					
精煤	583	666	696	746	776
冶金焦	1,580	1,256	1,372	1,498	1,588
单位利润					
精煤	629	463	483	533	563
冶金焦	263	142	126	150	159

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	5158	8308	9381	10570
现金	1995	4622	5261	6218
应收项目	226	487	537	559
预付项目	789	853	941	981
存货	2136	2336	2631	2800
其他	12	10	11	12
非流动资产	8278	4521	5351	6002
长期投资	4	5	7	8
固定资产	7253	3339	4078	4676
在建工程	461	461	461	461
无形资产	502	502	502	502
其他	58	214	304	355
资产合计	13436	12828	14733	16572
应付项目	1881	2763	3049	3177
付息负债	4501	2308	2757	3120
短期借款	1751	898	1073	1214
长期付息负债	2750	1410	1685	1906
其他负债	1267	1200	1349	1435
负债合计	7648	6271	7156	7731
所有者权益	5787	6557	7577	8841
实收资本	1235	1235	1235	1235
资本公积	976	976	976	976
留存收益	2782	3552	4572	5835
其他调整	0	0	0	0
少数股东权益	795	795	795	795
负债和权益合计	13436	12828	14733	16572
经营活动现金流	1144	1772	2089	2562
净利润	823	893	1180	1449
折旧摊销	488	584	908	1131
营运资金变动	-166	295	0	-18
其他	-1	0	0	0
投资活动现金流	-2266	3173	-1739	-1782
资本支出	-2220	3337	-1640	-1722
长期投资	-3	-1	-1	-1
其他	-1	0	0	0
筹资活动现金流	447	-2317	289	177
普通股增加	-46	-124	-161	-185
净负债变化	510	-2193	450	362
其他	-18	0	0	0
现金净增加额	-676	2628	639	957

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	10977	14037	15808	16822
营业总成本	9795	12762	14109	14730
营业成本	8833	11614	12816	13354
税金及附加	86	1044	1152	1200
销售费用	152	182	205	218
管理费用	567	676	761	810
财务费用	184	219	247	263
其他经营收益	1	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	1182	1275	1699	2092
营业外收入减支出	-7	0	0	0
利润总额	1175	1275	1699	2092
减：所得税	315	342	456	561
净利润	860	933	1243	1531
少数股东损益	37	40	63	82
归属母公司净利润	823	893	1180	1449
成长能力				
营业收入同比	17%	28%	13%	6%
EBITA 同比	12%	11%	40%	24%
归属母公司净利润同比	-1%	9%	32%	23%
利润水平				
销售毛利率	20%	17%	19%	21%
销售净利率	7%	6%	7%	9%
整体绩效				
ROE	15%	14%	17%	18%
ROIC	8%	10%	11%	12%
运营效率				
应收账款周转率	5.1	6.0	6.0	6.0
存货周转率	11.2	13.6	13.6	13.6
偿债能力				
流动比率	1.1	1.7	1.7	1.8
速动比率	0.9	1.5	1.5	1.7
净负债/权益	43%	--	--	--
资产负债率	57%	49%	49%	47%
每股指标				
EPS	0.67	0.72	0.96	1.17
每股净资产	4.06	4.67	5.49	6.52
每股股利	0.10	0.13	0.15	0.18
P/E	46.3	27.7	20.9	17.1
P/B	7.6	6.6	5.6	4.8

资料来源：东方证券研究所

存在注入预期的最低估值煤炭股

投资要点:

- 公司原有矿井 560 万吨产能基本稳定, 持股 67% 的核定产能 240 万吨的玉溪煤矿 2009 年 5 月开建, 预计 2012 年为公司贡献 50 万吨产能, 该矿设计标准是 300 万吨, 预计 2013 年开始逐步达到 300 万吨的产能。
- 公司持股 36% 的亚美大宁煤矿核定产能 400 万吨, 目前已经具备 600 万吨的产能, 预计 2011 年受股权谈判的影响仅产出 500 万吨, 2012 年达产。亚美大宁矿生产无烟煤块率达到 40%, 经营利润非常高, 吨煤净利超过 300 元。属于极为优质的矿井, 在政府支持的背景下拿回控股权是长期趋势。预计该矿 2010, 2011, 2012 年为公司贡献 EPS1.19、1.45、1.81 元。
- 公司通过兰花朔州矿业公司 (控股 100%) 整合了 300 万吨动力煤, 通过山西兰花焦煤公司 (控股 80%) 整合了 150 万吨焦煤, 通过高平百盛煤业和高平同宝煤业 (目前股权不详, 但肯定在 51% 以上) 整合了两个 90 万吨无烟煤矿井。
- 公司 2010 年化肥业务仍将亏损, 预计全年净亏 3-4 个亿, 但近期山西地区化肥价格从 9 月份的 1700 连续上涨至 12 月的 1980, 大幅提高的化肥价格有助于改善这块业务盈利预期。另外, 公司 34 万吨甲醇和 20 万吨二甲醚近期在甲醇和二甲醚提价后, 盈利也开始体现, 如果化工产品价格不发生大幅下跌, 公司明年的化工业务值得期待。
- 集团公司还有产能 90 万吨的莒山矿, 60 万吨的北岩矿, 将来该两矿将被东峰矿和玉溪矿作为后续矿井取代, 目前 240 万吨的玉溪已经放入上市公司, 东峰矿设计产能 120 万吨, 主产无烟煤, 吨煤盈利超过 200 元/吨, 达产后注入将为公司贡献 EPS0.5 元以上。
- 预计 2010-2012 年 EPS 为 2.5, 3.23, 3.75 元, 对应 PE18, 14, 12 倍, 估值处于行业低位, 我们认为化工业务应该和煤炭业务分开估值, 煤炭给予煤炭公司正常的估值, 而化工业务也不应算作负资产, 对于化工业务不仅拖累了公司业绩, 还拖累了公司估值的情况是不合理的, 维持公司买入评级, 给予 11 年 16 倍 PE, 对应目标价 52 元。

风险因素:

- 化肥价格在节能减排恢复后可能开始调整。
- 亚美大宁矿明年将开始的谈判存在不确定性, 可能会影响亚美大宁产量。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

吴杰

煤炭行业分析师

8621-63325888 × 6068

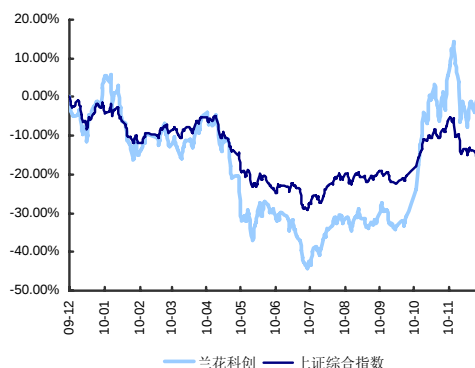
wujie@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210070001

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 12 月 15 日)	47.02 元
目标价格	52.00 元
总股本/A 股 (百万股)	571/571
A 股市值 (百万元)	26092
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告日期	2010 年 12 月 16 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	39.33	40.64	13.34
相对表现 (%)	25.16	25.81	15.5

资料来源: WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	5616	5784	6537	7747
营业利润 (百万)	1686	1897	2464	2874
净利润 (百万)	1213	1370	1788	2084
每股收益 (元)	2.22	2.50	3.23	3.75
ROE (%)	24%	22%	23%	23%
P/E(X)	20.5	18.3	14.1	12.2
P/B(X)	4.9	4.0	3.2	2.7
EV/EBITDA	4.4	3.6	4.6	5.6

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

表 1：兰花科创主要矿井产量预测

			地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	产能 (万 吨)	2010E	2011E	2012E	2013E
本部矿井	100%		6.53	3.67	540	559	559	559	559
伯方煤矿		无烟煤	0.96	0.61	180	195	195	195	195
望云煤矿		无烟煤	1.60	0.80	90	66	66	66	66
唐安煤矿		无烟煤	2.85	1.67	150	157	157	157	157
大阳煤矿		无烟煤	1.13	0.60	150	141	141	141	141
亚美大宁	46%	无烟煤	2.20	1.81	600	400	500	600	600
玉溪煤矿	67%	无烟煤	2.17	1.64	300			50	150
山西兰花朔州矿业公司	100%	动力煤	3.19		300		90	195	300
山阴兰花口前煤业	100%	动力煤	0.80	0.65	90		90	90	90
山阴兰花朱和咀煤业	100%	动力煤	0.90		90			45	90
平鲁区兰花永胜煤业	100%	动力煤	1.49		120			60	120
山西兰花焦煤公司	80%		0.60		150		—	50	150
中立煤业	70%	主焦煤	0.04	0.04	30			20	30
瑞兴煤业	51%	主焦煤	0.03	0.03	30			10	30
沙坪子煤业	55%	主焦煤	0.05	0.05	30			21	30
玉生煤矿	55%	主焦煤	0.48	0.48	90			90	90
兰花无烟煤	51%	无烟煤	1.48		180				50
高平百盛煤业			0.55		90				
高平同宝煤业			0.93		90				
公司合计				23	2070	959	1,149	1,454	1,809
增速						-3%	20%	27%	24%
公司权益合计				18	1481	703	769	1,088	1,333
增速						-2%	9%	41%	23%

资料来源：东方证券研究所

表 2：公司本部量价成本预测

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
产量 (万吨)	559	559	559	559	559
销量 (万吨)	582	550	550	550	550

块煤	134	127	127	127	127
喷吹煤	87	55	83	83	83
末煤	361	369	369	369	369
售价	620	702	742	779	803
块煤	793	823	843	863	878
喷吹煤	654	829	854	879	899
末煤	502	642	667	687	707
单位成本	242	282	297	312	322
三费	187	175	179	182	186
吨煤利润总额	191	246	267	286	295
吨煤净利润	144	184	200	214	221

资料来源：东方证券研究所

表 3：亚美大宁量价成本预测

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
产量	430	400	500	600	600
销量	430	400	500	600	600
块煤	172	160	200	240	240
末煤	258	240	300	360	360
售价	586	783	823	860	883
块煤	765	1012	1052	1089	1113
末煤	466	630	670	707	730
吨煤成本	170	200	220	240	260
吨煤完全成本	273	322	342	362	382
吨煤利润总额	313	461	481	498	502
所得税	39	58	120	125	125
吨煤净利	274	403	361	374	376
收入	2518	3132	4115	5160	5300
净利润	1177	1614	1804	2242	2257
上市公司净利润	424	678	830	1031	1038
贡献 EPS	0.74	1.19	1.45	1.81	1.82

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	3391	3801	4469	5422
现金	1444	2178	2719	3299
应收项目	471	581	614	752
预付项目	471	569	602	737
存货	314	258	292	346
其他	691	215	243	288
非流动资产	8232	9573	11290	13388
长期投资	743	1421	2251	3282
固定资产	4760	5363	5980	6611
在建工程	709	709	709	709
无形资产	1792	1792	1792	1792
其他	228	289	559	994
资产合计	11623	13373	15759	18810
应付项目	906	982	1038	1272
付息负债	3034	3375	3997	4743
短期借款	1740	1936	2293	2721
长期付息负债	1293	1439	1704	2022
其他负债	1795	1878	2102	2463
负债合计	5735	6235	7137	8477
所有者权益	5888	7143	8647	10389
实收资本	571	571	571	571
资本公积	714	714	714	714
留存收益	4025	5280	6783	8525
其他调整	0	0	0	0
少数股东权益	578	578	578	578
负债和权益合计	11623	13378	15784	18866
经营活动现金流	987	1643	1668	1927
净利润	1271	1427	1846	2142
折旧摊销	419	411	499	595
营运资金变动	-386	482	153	222
其他	-317	-678	-830	-1031
投资活动现金流	-1184	-1075	-1386	-1662
资本支出	-989	-1014	-1116	-1227
长期投资	92	0	0	0
其他	-317	-678	-830	-1,031
筹资活动现金流	807	170	279	346
普通股增加	-210	-171	-343	-400
净负债变化	1077	341	622	746
其他	-59	0	0	0
现金净增加额	610	738	561	611

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	5616	5784	6537	7747
营业总成本	4354	4565	4902	5905
营业成本	3267	3447	3644	4465
税金及附加	74	235	249	305
销售费用	215	221	249	285
管理费用	626	644	724	829
财务费用	147	151	170	194
其他经营收益	425	678	830	1031
投资净收益	425	678	830	1031
营业利润	1686	1897	2464	2874
营业外收入减支出	-71	-73	-83	-98
利润总额	1615	1823	2381	2775
减：所得税	402	454	593	691
净利润	1213	1370	1788	2084
少数股东损益	-57	-57	-57	-57
归属母公司净利润	1271	1427	1846	2142
成长能力				
营业收入同比	14%	3%	13%	19%
EBITA 同比	-11%	-3%	31%	14%
归属母公司净利润同比	-9%	12%	29%	16%
利润水平				
销售毛利率	42%	40%	44%	42%
销售净利率	23%	25%	28%	28%
整体绩效				
ROE	24%	22%	23%	23%
ROIC	14%	13%	14%	14%
运营效率				
应收账款周转率	17.9	22.4	22.4	22.4
存货周转率	6.9	6.1	6.1	6.1
偿债能力				
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债/权益	27%	17%	15%	14%
资产负债率	49%	47%	45%	45%
每股指标				
EPS	2.22	2.50	3.23	3.75
每股净资产	9.30	11.49	14.13	17.18
每股股利	0.30	0.60	0.70	0.80
P/E	20.5	18.3	14.1	12.2
P/B	4.9	4.0	3.2	2.7

资料来源：东方证券研究所

长期高增长+整合预期强烈

投资要点:

- 公司内生性增长良好, 预计 2010, 2011, 2012 年产量 613, 840, 1130 万吨, 增速为 35%, 37%, 35%, 权益产量为 407, 578, 737 万吨, 增速分别为 44%, 42%, 27%。
- 公司内生性增长主要体现在持股 70% 的 300 万吨霍尔辛赫和持股 100% 的 120 万吨铺龙湾煤矿, 霍尔辛赫主要产贫瘦煤, 盈利能力很强, 接近于经坊煤业, 铺龙湾产气煤(动力用), 盈利较少。预计 2011 年都能达产。
- 公司近期公告定向增发收购集团 7 处煤矿, 合计产能 870 万吨, 权益产能 560 万吨, 预计 2011 年产出较少, 2012 年投产。按各矿井 2013 年达产后平均吨煤盈利 140 元计, 该 7 矿创造归属母公司净利润 7.9 亿, 按照增发不超过 55 亿成本算 2013 年 PE 仅 8 倍, 相对行业 15—20 倍的估值对上市公司现有股东十分有利。
- 集团在山西还有 7 个矿井合计 1000 万吨, 以及内蒙古的 1000 万吨产能未注入上市公司, 集团 5000 万吨产能规划以及整体上市早已写入了公司上市承诺, 因此, 相对公司今年 600 万吨的规模, 公司未来无论内生性增长还是外生性增长空间都非常大。
- 公司煤种主要是无烟煤和贫煤, 在预期明年供小于求的市场形势下, 未来提价空间仍然充足, 我们预计公司未来两年年均提价 40—50 元。
- 公司属于新成立公司, 人员负担极轻, 直接导致了公司相对较低的吨煤成本和相对较高的吨煤利润, 2010 上半年公司吨煤净利 289 元, 预计 2010, 2011 年公司吨煤净利 294 和 268 元(铺龙湾拉低吨煤利润)。
- 不考虑注入资产, 预计 2010—2012 年 EPS 分别为 1.09, 1.7, 2.27 元, 对应 PE31, 20, 15 倍, 考虑注入资产按照 30 元/股价格折算公司股本从 7.5 亿增长到 9.3 亿股, 按照 2013 年公司归属母公司净利 28 亿算公司 EPS 达到 3 元, 2013 年 PE 仅 10 倍。首次给予买入评级, 给予 2011 年 25 倍 PE, 对应目标价 43 元。

风险因素:

- 公司未能按时实现整体上市的承诺。
- 整合业务发展较慢, 盈利能力低于预期。
- 资源税明年或征收, 比例还存在不确定性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

吴杰

煤炭行业分析师

8621-63325888×6068

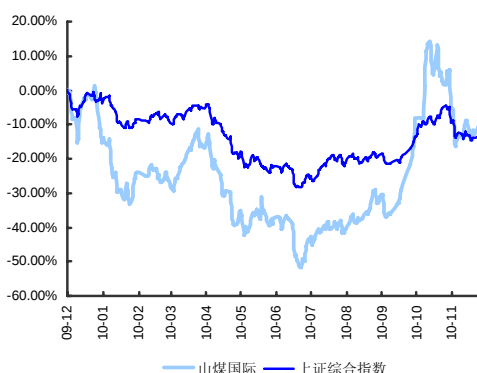
wujie@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210070001

行业评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 12 月 15 日)	34.11 元
目标价格	43 元
总股本/A 股 (万股)	750
A 股市值 (百万元)	25508
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告日期	2010 年 12 月 16 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	10.3	16.2	-25.6
相对表现 (%)	9.9	11.6	-11.6

资料来源: WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	21006	31329	36912	42378
营业利润 (百万)	1381	2008	3005	3902
净利润 (百万)	954	1392	2155	2881
每股收益 (元)	1.00	1.09	1.70	2.27
ROE (%)	20%	21%	27%	28%
P/E(X)	34.0	31.1	20.0	15.0
P/B(X)	7.5	7.3	5.4	4.1
EV/EBITDA	4.4	3.6	4.6	5.6

资料来源: 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

表 1：公司原有矿井资料

	权益	煤种	所在地	资源量	可采储量	规划产能
经纺煤业	75%	贫瘦煤	长治	28,336	14,414	300
经纺庄子河煤业	38%	贫煤	长治	8,229	4,186	120
经纺镇里煤业	38%	贫煤	长治	3,906	1,987	90
凌志达	63%	贫煤	长子	8,348	4,404	120
大平	35%	贫煤	襄垣	6,618	3,069	150
霍尔辛赫	70%	贫瘦煤	长治	47,410	25,930	300
铺龙湾	100%	气煤	左云	6,150	3,071	120
总计				108,997	57,062	1,200
权益产量				72,806	38,243	763

资料来源：东方证券研究所

表 2：公司原有矿井产量预测

	2009	2010H	2010	2011	2012	2013
经纺煤业	250	157	300	300	300	300
经纺庄子河煤业					80	120
经纺镇里煤业					60	90
凌志达	60	36	71	120	120	120
大平	130	66	140	150	150	150
霍尔辛赫	6	23	46	150	300	300
铺龙湾	9	28	56	120	120	120
总计	454	310	613	840	1,130	1,200
权益产量	283	207	407	578	737	763
总产量增速			35%	37%	35%	6%
权益产量增速			44%	42%	27%	4%

资料来源：东方证券研究所

表 3：定向增发收购集团矿井资料

整合后主体	煤种	股权	保有储量	权益储量	整合后产能	权益产能
蒲县豹子沟煤业	焦煤、肥煤	100%	8583	8583	90	90
鹿台山煤业	无烟煤	100%	2400	2400	60	60
左云长春兴煤业	气煤、无烟煤	51%	31119	15871	240	122
左云韩家洼煤业	长焰煤	51%	8494	4332	90	46
左云东古城煤业	长焰煤	51%	10168	5186	90	46
左权鑫顺煤业	贫、贫瘦煤	65%	3669	2385	180	117

左权宏远煤业	贫煤	65%	4991	3244	120	78
合计		64%	69424	42000	870	559

资料来源：东方证券研究所

表 4：定向增发收购集团矿井盈利预测

	权益产能			吨煤净利			净利润		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
蒲县豹子沟煤业	30	60	90	180	195	205	54	117	185
鹿台山煤业	20	40	60	160	175	185	32	70	111
左云长春兴煤业	40.8	81.6	122	100	115	125	41	94	153
左云韩家洼煤业	15.3	30.6	46	40	55	65	6	17	30
左云东古城煤业	15.3	30.6	46	40	55	65	6	17	30
左权鑫顺煤业	39	78	117	120	135	145	47	105	170
左权宏远煤业	26	52	78	120	135	145	31	70	113
合计	186	373	559	116	131	141	217	490	791
按 30 元/股摊薄后									
贡献 EPS							0.23	0.53	0.85
按 55 亿价值估算 PE							25	11	7

资料来源：东方证券研究所

表 5：集团整合矿井

	煤种	所在地	产能
陆成煤业	焦煤	临汾	90
恒兴煤业	焦煤	临汾	90
万家庄煤业	焦煤	临汾	120
河曲山煤露天业	动力煤	忻州	300
高家窑煤业	动力煤	左云	150
鹊山精煤	动力煤	左云	110
草垛沟煤业	动力煤	左云	60
吉林高勒浩沁煤田	动力煤	内蒙	1000

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	9155	10756	12827	15266
现金	1931	1892	2503	3519
应收项目	3490	3645	4205	4749
预付项目	826	1257	1450	1637
存货	2607	3434	4046	4645
其他	301	529	623	716
非流动资产	5578	7641	8565	9251
长期投资	93	125	167	199
固定资产	1275	2540	3250	3220
在建工程	1579	1053	526	526
无形资产	2482	2482	2482	2482
其他	148	1440	2140	2824
资产合计	14732	18397	21391	24517
应付项目	1693	2644	3050	3445
付息负债	5463	6791	7680	8407
短期借款	3445	4283	4843	5301
长期付息负债	2018	2509	2837	3106
其他负债	4008	4724	5338	5940
负债合计	11164	14159	16069	17791
所有者权益	3568	4237	5323	6727
实收资本	750	750	750	750
资本公积	213	213	213	213
留存收益	1566	2235	3320	4724
其他调整	0	0	0	0
少数股东权益	1039	1039	1039	1039
负债和权益合计	14732	18397	21391	24517
经营活动现金流	-617	1072	1331	1993
净利润	615	819	1273	1704
折旧摊销	237	232	505	726
营运资金变动	-1469	26	-439	-427
其他	0	-6	-8	-10
投资活动现金流	-1668	-2289	-1422	-1403
资本支出	-1090	-971	-688	-697
长期投资	-5	-26	-34	-22
其他	0	-6	-8	-10
筹资活动现金流	3199	1178	701	426
普通股增加	406	-150	-188	-300
净负债变化	2585	1328	889	726
其他	208	0	0	0
现金净增加额	914	-39	611	1017

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	21006	31329	36912	42378
营业总成本	19631	29327	33914	38485
营业成本	18686	27962	32259	36434
税金及附加	84	2481	2863	3233
销售费用	242	350	424	526
管理费用	489	707	857	1062
财务费用	114	165	200	248
其他经营收益	5	6	8	10
投资净收益	5	6	8	10
营业利润	1381	2008	3005	3902
营业外收入减支出	-30	-45	-53	-61
利润总额	1350	1963	2952	3841
减：所得税	396	571	797	960
净利润	954	1392	2155	2881
少数股东损益	339	573	882	1177
归属母公司净利润	615	819	1273	1704
成长能力				
营业收入同比	-2%	49%	18%	15%
EBITA 同比	38%	39%	57%	32%
归属母公司净利润同比	43%	33%	55%	34%
利润水平				
销售毛利率	11%	11%	13%	14%
销售净利率	3%	3%	3%	4%
整体绩效				
ROE	20%	21%	27%	28%
ROIC	6%	7%	9%	10%
运营效率				
应收账款周转率	8.1	9.1	9.1	9.1
存货周转率	22.6	22.3	22.3	22.3
偿债能力				
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.1
速动比率	1.1	0.9	1.0	1.0
净负债/权益	99%	116%	97%	73%
资产负债率	76%	77%	75%	73%
每股指标				
EPS	1.00	1.09	1.70	2.27
每股净资产	4.11	4.26	5.71	7.58
每股股利	0.20	0.25	0.40	0.60
P/E	34.0	31.1	20.0	15.0
P/B	7.5	7.3	5.4	4.1

资料来源：东方证券研究所

煤矿跑马圈地，短期长期成长都好

投资要点：

- 公司 2010 年产量可能达到 737 万吨，同比增长 37%，未来三年主要增长点是：薛湖，泉店煤矿分别从今年的 100 万吨和 90 万吨逐步达产至 240 万吨和 120 万吨。梁北煤矿今年产量 100 万吨，计划 2013 年扩建至 240 万吨。庇山和边沟矿分别从今年的 25 万吨提升至明年的 30 万吨。
- 公司整合了禹州地区 29 个煤矿和信阳市杨山煤矿，新增资源量 1.7 亿吨，可采量 5335 万吨，初步预计产能达到 600 万吨，2011 年开始逐渐投产的可能非常大。初步预计 2011 年公司整合投产 100 万吨，12 年 200 万吨。
- 公司 2009 年 12 月购买了禹州煤田扒村煤矿 1.3 亿吨储量，其中可采 6100 万吨，计划建设 500 万吨矿井，郑州天宏李岗 120 万吨煤矿已经处于基建期，另外还有山西左权高家庄 800 万吨煤矿和澳洲塔瑞宝 400 万吨煤矿处于筹备期，长期增长潜力极大。
- 我们预期明年固定资产投资增速较高，因此看好炼焦煤公司，公司永城矿区主要产无烟煤（可用于制作炼焦用喷吹煤），许昌矿区主要产瘦煤，洗出后也用于制作炼焦配煤，预计明年各自的价格增长空间在 50-100 元。
- 公司铝业在今年中国取消优惠电价后盈利能力大幅下降，预计 2010 年拖累公司业绩超过 2 个亿，由于铝业市场整体供过于求，整体行业盈利状况短期难以迅速改变，预计明年铝价上涨空间不会太大，铝业务将继续拉低公司业绩，预计 2011 年影响公司业绩 3 个亿。2012 年可能开始好转。
- 预测 2010-2012 年 EPS 分别为 1.33，1.76，2.3 元，对应 PE18，14，11 倍，相对估值较低，在市场反弹时具有较大弹性，首次给予买入评级，给予 2011 年 18 倍 PE，对应目标价为 32 元。

风险因素：

- 铝价波动超预期。
- 整合煤矿低于预期，2011 年存在不能产生收益的可能
- 资源税明年或征收，比例还存在不确定性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

吴杰

煤炭行业分析师

8621-63325888×6068

wujie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210070001

行业评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 12 月 15 日)	25.49 元
目标价格	32.00 元
总股本/A 股 (万股)	1050
A 股市值 (百万元)	18758
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告日期	2010 年 12 月 16 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-17.4	10.5	-23.6
相对表现 (%)	-10.1	4.4	-12.8

资料来源：WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	10762	15998	19382	21189
营业利润 (百万)	843	1822	2415	3183
净利润 (百万)	591	1426	1884	2467
每股收益 (元)	0.80	1.33	1.76	2.30
ROE (%)	14%	27%	29%	30%
P/E(X)	31.3	18.8	14.2	10.9
P/B(X)	6.6	7.0	5.4	4.1
EV/EBITDA	4.4	3.6	4.6	5.6

资料来源：东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

表 1：公司原有矿井资料

矿区	矿井名称	权益比例	地质储量	剩余可采储量	主要煤种	生产能力	可采年限
城矿区	新庄煤矿		9864	6677	无烟煤	240	21.5
	葛店煤矿		7865	3322	无烟煤	90	29.5
	刘河煤矿		2268	1101	贫煤	45	25.5
	薛湖煤矿		20210	9475	贫煤	120	54.6
	合计		40207	20575	-	495	-
许昌矿区	梁北煤矿	98%	25680	13345	瘦煤	90	49.5
	泉店煤矿	82%	13900	8115	贫煤	120	51
	庇山煤矿	67%	460	320	贫煤	30	8
	昌隆煤矿		4266	1191	贫煤	45	19
	边沟煤矿	51%	814	537	贫煤	30	13
	合计		45120	23508	-	315	-
	石井煤矿	75%					
郑州矿区	李岗煤矿	70%	12641	7745	无烟煤	120	46
	赵家寨煤矿	39%	33738	18556	贫煤	300	44
	合计		46379	26301	-	420	-

资料来源：东方证券研究所

表 2：公司产量预测

	2009	2010H	2010	2011	2012	2013
矿井名称						
新庄煤矿	278	157	314	314	314	314
葛店煤矿	74	32	70	83	83	83
刘河煤矿	40	29	60	60	60	60
薛湖煤矿	46	49	100	120	150	180
永城矿区合计	438	267	544	577	607	637
新龙梁北煤矿	95	46	100	115	130	180
泉店煤矿	39	46	90	120	120	120
庇山煤矿		10	25	30	30	30
边沟煤矿		13	25	30	30	30
许昌矿区合计	134	115	240	295	310	360
整合矿合计				100	200	300
合计	572		784	972	1,117	1,297
增速			37%	24%	15%	16%

资料来源：东方证券研究所

表 3：公司销量价格假设

	2008	2009	2010H	2010	2011	2012	2013
销量							
永城矿区		442	267	544	577	607	637
许昌矿区		116	115	240	295	310	360
整合矿					100	200	300
价格							
永城矿区	691	590	648	668	713	745	784
许昌矿区	864	738	808	809	892	934	977
整合矿				709	792	834	877

资料来源：东方证券研究所

表 4：公司成本假设

	2008	2009	2010H	2010	2011	2012	2013
永城许昌地区							
吨煤成本	342	324	328	334	357	382	397
吨煤三费	92	97	126	112	116	119	122
吨煤利润	340	155	253	281	318	326	354
所得税	85	39	63	70	80	82	88
吨煤净利	255	117	190	211	239	245	265
整合矿							
吨煤成本				439	469	499	519
吨煤三费				112	116	119	122
吨煤利润				158	206	216	236
所得税				39	52	54	59
吨煤净利				118	155	162	177

资料来源：东方证券研究所

表 5：公司铝业关键数据假设

	2008	2009	2010H	2010	2011	2012	2013
铝产量（万吨）	42	39	29	45	50	50	50
铝价（元/吨）	17,587	14,646	18,888	18,368	19,492	20,054	21,177
成本（元/吨）	17,009	13,855	18,318	18,340	19,922	19,993	21,543
费用（元/吨）	1,032	1,213	821	1,082	1,003	1,033	1,064
吨铝利润（元/吨）	-454	-422	-250	-1,054	-1,433	-973	-1,430
吨铝净利（元/吨）	-341	-316	-188	-791	-1,075	-729	-1,073

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	5453	7770	10307	12508	营业总收入	10762	15998	19382	21189
现金	2455	3639	5315	7164	营业总成本	9897	14099	16882	17909
应收项目	1242	1627	1963	2082	营业成本	8905	12786	15431	16366
预付项目	999	1248	1506	1597	税金及附加	90	1163	1404	1489
存货	511	886	1074	1174	销售费用	170	225	249	264
其他	246	371	449	491	管理费用	322	427	472	502
非流动资产	13502	13470	12941	13128	财务费用	429	569	628	668
长期投资	554	615	705	852	其他经营收益	-22	-77	-85	-97
固定资产	9422	9450	9174	8999	投资净收益	-22	-77	-85	-97
在建工程	2241	1494	747	747	营业利润	843	1822	2415	3183
无形资产	1090	1090	1090	1090	营业外收入减支出	54	80	97	106
其他	195	820	1224	1440	利润总额	897	1902	2512	3289
资产合计	18955	21240	23248	25636	减：所得税	306	475	628	822
应付项目	3775	4663	5628	5969	净利润	591	1426	1884	2467
付息负债	9346	9116	8355	8377	少数股东损益	-9	28	37	49
短期借款	4953	4831	4428	4440	归属母公司净利润	599	1398	1847	2418
长期付息负债	4393	4284	3927	3937					
其他负债	1249	1752	2130	2262	成长能力				
负债合计	14370	15531	16112	16608	营业收入同比	-10%	49%	21%	9%
所有者权益	4585	5709	7136	9029	EBITA 同比	-29%	84%	24%	24%
实收资本	750	750	750	750	归属母公司净利润同比	-48%	133%	32%	31%
资本公积	236	236	236	236	利润水平				
留存收益	2546	3670	5097	6989	销售毛利率	17%	20%	20%	23%
其他调整	0	0	0	0	销售净利率	6%	9%	10%	11%
少数股东权益	1053	1053	1053	1053	整体绩效				
负债和权益合计	18955	21240	23248	25636	ROE	14%	27%	29%	30%
					ROIC	4%	9%	12%	14%
经营活动现金流	2645	2763	3503	3918	运营效率				
净利润	599	1398	1847	2418	应收账款周转率	21.1	18.1	18.1	18.1
折旧摊销	727	1031	1147	1243	存货周转率	8.9	10.2	10.2	10.2
营运资金变动	1293	257	424	160	偿债能力				
其他	26	77	85	97	流动比率	0.6	0.7	0.9	1.0
投资活动现金流	-2927	-1077	-703	-1527	速动比率	0.5	0.6	0.7	0.9
资本支出	-2372	-313	-124	-1068	净负债/权益	150%	96%	43%	13%
长期投资	-419	-138	-175	-244	资产负债率	76%	73%	69%	65%
其他	26	77	85	97	每股指标				
筹资活动现金流	1578	-502	-1124	-542	EPS	0.80	1.33	1.76	2.30
普通股增加	37	-274	-420	-525	每股净资产	4.71	4.43	5.79	7.60
净负债变化	1714	-230	-761	22	每股股利	0.37	0.40	0.50	0.70
其他	-173	1	57	-38	P/E	31.3	18.8	14.2	10.9
现金净增加额	1295	1184	1676	1849	P/B	6.6	7.0	5.4	4.1

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2010-12-15)



资金流向

(截止2010-12-15)



资金流向

(截止2010-12-15)



资金流向

(截止2010-12-15)



注： 超级资金(>50万股或100万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1万股或5万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60日累计：当日净量的60日累计值；
10日均值：60日累计线的10日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn