

业绩确定性增长，期待寒冬绽放

买入维持

目标价格：57 元

投资要点：

- 无烟煤防御性最强，是明年公司业绩稳定的保障
- 前 3 季度化肥业务明显减亏，短期尿素价回调
- 大宁矿复产成为明年业绩增长的主要来源
- 集团整合矿及玉峰矿存在注入预期

报告摘要：

- **无烟煤价防御性强，有望保持稳定。**在上一轮经济放缓过程中无烟煤跌幅最小，预计明年经济继续“软着陆”，无烟煤价有望保持稳定，或有小幅调整，中长期供需偏紧也形成支撑。此外，公司商品煤市场化程度高，今年已充分受益煤价上涨，明年业绩保障性高。
- **化肥业务减亏明显，尿素价格短期回调。**前 3 季度公司化肥业务大幅减亏近 3 亿元，但 4 季度国家限制尿素出口的预期增加，再结合季节性因素的影响，尿素价格已逐步回调至 1800-1900 元/吨，预计单季将体现盈亏平衡或微亏的状况，全年可能仍亏损近 2 亿元，对应 EPS 约-0.33 元。而中长期，天然气、粮食价格上涨均有助于推动尿素价格上行，但空间不可期望过高，同时末煤替代块煤的技术也在培育期，一旦引入也有望改善业务的盈利水平。
- **大宁矿复产成为业绩增长稳定器。**从产量上看，预计明年整合矿会有 100 万吨工程煤释放，全部投产则集中在 2013-2014 年，其中百盛、同宝煤业的进度可能略有推迟，而玉溪矿主要盈利贡献将在 2014 年。此外，4 季度大宁矿复产，预计全年产出近 150 万吨，明年达到 400 万吨以上，分别贡献 EPS0.26 元和 1.03 元，成为业绩增长的主要来源，后期扩建至 600 万吨的时点尚存在不确定性。
- **维持公司“买入”评级。**估值上，预计未来 3 年 EPS 为 2.78 元、3.81 元和 4.7 元，对应明年 PE 仅为 11 倍，估值吸引力较强，看好公司明确的业绩增长和较强的防御性，仍是市场调整中较好的投资标的。

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	5811.57	7934.90	9260.82	11364.40
YOY	3.49%	36.54%	16.71%	22.71%
归属母公司净利润	1314.23	1588.71	2178.67	2684.55
YOY	3.44%	20.88%	37.13%	23.22%
EPS(元, 考虑增发)	2.301	2.781	3.814	4.700
PE(考虑增发)	-	14	11	9

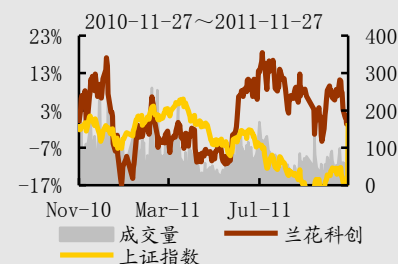
分析师：

王京乐 (S1180511080003)

电话：010-88085976

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

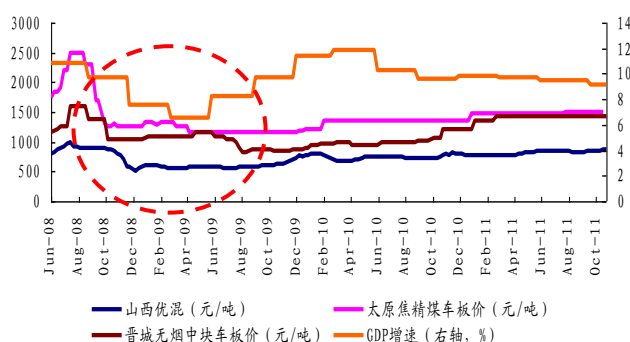
1 《宏源证券 * 公司季报简评 * 兰花科创：Q3 增长提速，业绩释放有保障 * 600123 * 煤炭行业 * 王京乐.doc》，2011.10

一、无烟煤价防御性强，有望保持稳定

在经济前景预期不佳的背景下，市场对于未来煤价下调存在一定的忧虑。从 08-09 年的历史经验看，上次经济放缓过程中动力煤、焦煤和无烟煤价分别下跌了 35%、50% 和 28%，其中无烟煤抗风险性最强，我们预计明年经济继续“软着陆”，无烟煤价有望保持稳定，或有小幅调整。从供给端来看，稀缺煤种保护性开发是大趋势，新矿审批权未放开，且新增产量中无烟煤占比较小，整合矿新建周期又较长，未来一段时间供应维持偏紧态势，而需求上公司无烟煤煤质优良，应用广泛，销售紧俏，下游化工行业景气度较高，末煤替代技术已开始推广。

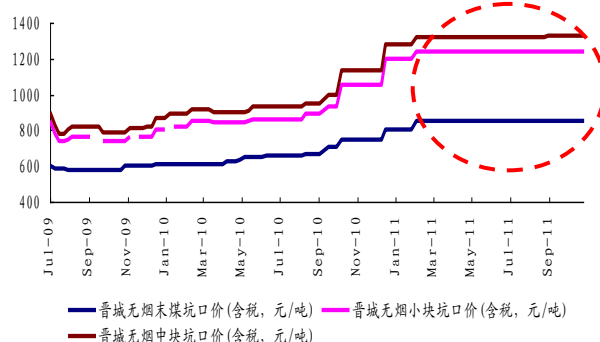
此外，公司煤市场化程度高，今年充分受益煤价上涨，截止到目前晋城无烟煤价较去年同期基本上涨 100-200 元/吨，幅度为 15% 左右，而明年无烟煤较强的防御性则是公司业绩稳定的保障。

图 1：无烟煤价在经济放缓中防御性强



资料来源：宏源证券

图 2：晋城无烟煤价走势



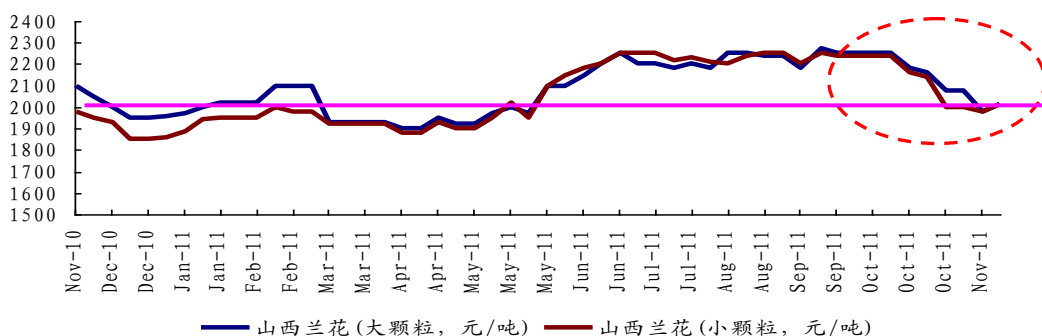
资料来源：宏源证券

二、化肥业务减亏明显，尿素价格短期回调

今年前 3 季度尿素价格维持高位运行，最高攀至 2350 元/吨，均处于公司盈亏平衡点 2000 元/吨之上，使得 1-9 月公司化肥业务较去年同期大幅减亏近 3 亿元，但 4 季度以来国家限制尿素出口的预期增加，再结合季节性因素的影响，尿素价格已逐步回调至 1800-1900 元/吨，由于原料煤价保持高位，因此单季公司化肥业务可能体现盈亏平衡或微亏的状况，预计全年依然亏损近 2 亿元，对应 EPS 约-0.33 元。

从中长期来看，“十二五”期间天然气仍有较大提价空间，将明显增加气头尿素的成本，且自然灾害增多，粮价也有望持续上涨，均会对公司煤头尿素价格上行提供支持，但不排除国家会对尿素价格实行管制，顾及农民的切身利益，因此提价空间不可预期过高。此外，部分企业开始采用末煤替代块煤的技术，可大幅节省原料成本，公司仍在观察其效果，不排除未来加以引进，进一步改善化肥业务的盈利能力。

图 3：近期尿素价格出现回调



资料来源：宏源证券

表 1：公司化肥业务盈利预测

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
尿素产量	133.17	106.4	150	145	145
尿素销量	143.22	99.07	155	150	150
尿素吨价	1589	1651	2080	2150	2250
尿素业务收入	2275.8	1635.6	3224.0	3225.0	3375.0
YOY		-28%	97%	0%	5%
其他化工业务收入	1163.6	1585.5	1902.6	2283.1	2739.8
YOY		36%	20%	20%	20%
化肥业务收入	3439.4	3221.15	5126.6	5508.1	6114.8
YOY	56.50%	-6.3%	59.2%	7.4%	11.0%
尿素吨成本	1582	1671	2004	2061	2119
其中 原料煤	783	753	993.96	1044	1096
燃料煤	165	224	257.6	263	268
电力	256	273	297	300	300
人力	72	100	115	115	115
折旧	146	146	150	150	150
其他	160	176	190	190	190
尿素业务成本	2265.74	1655.46	3105.5	3092.1	3178.3
其他化工业务成本	1167.46	1608.44	1902.6	2283.1	2739.8
化肥业务成本	3433.2	3263.9	5008.1	5375.2	5918.0
化肥业务毛利率	0.18%	-1.33%	2.3%	2.4%	3.2%
净利润	-285.6	-491.2	-189.1	-197.6	-170.2
贡献 EPS	-0.5	-0.86	-0.33	-0.35	-0.30

资料来源：宏源证券

三、大宁矿复产成为业绩增长稳定器

从产量上看,公司未来的增长主要来自前期整合矿井和在建的玉溪矿,其中预计明年整合矿会有少量煤释放出来,大约 100 多万吨,但大部分为工程煤,业绩贡献低,而全部投产则集中在 2013-2014 年,权益大约在 65%-70%,其中百盛、同宝煤业的进度可能略有推迟。而玉溪矿预计 2013 年会有部分工程煤释放,主要盈利贡献将在 2014 年,由于煤质上佳,盈利能力将接近大宁矿。因此,预计公司在 2013 年产量部分释放,2014 年将达到高峰阶段。

除此之外,公司参股的亚美大宁矿在 4 季度复产后预计全年可产出近 150 万吨,明年可达到 400 万吨以上,成为业绩增长主要来源,但由于所得税由 12.5%提至 25%,吨净利可能难有提升,经测算预计今明两年可产生权益利润 1.48 亿元、5.9 亿元,贡献 EPS 为 0.26 元和 1.03 元。此外,大宁矿也有望将产量进一步提升至 600 万吨,但审批及技改的进度尚存在不确定性。

表 2: 公司煤炭产量预测

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
本部煤矿合计	559	600	600	600	600
伯方矿	195	200	200	200	200
唐安矿	157	160	160	160	160
大阳矿	141	150	150	150	150
望云矿	66	90	90	90	90
参股煤矿合计	430	358	150	400	400
亚美大宁 (36%/41%)	430	358	150	400	400
在建矿合计					60
玉溪矿 (57%)					60
整合技改矿合计			15	165	420
山阴口前煤矿			15	60	90
兰花焦煤 (80%)				60	150
1、兰兴公司 (80%)				30	60
其中 中立煤业					
瑞兴煤业					
沙坪子煤业					
2、宝欣煤业 (55%)				30	90
平鲁永胜煤业				45	120
百盛煤业 (60%)				0	30
同宝煤业 (60%)				0	30
产量合计 (考虑亚美大宁)	989	958	765	1165	1480
YOY		-3.1%	-20.1%	52.3%	27.0%
权益产量 (考虑亚美大宁)	713.8	728.88	676.5	909.5	1141.7
YOY		2.1%	-7.2%	34.4%	25.5%

资料来源: 宏源证券

表 3: 亚美大宁矿盈利预测

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
亚美大宁产量 (万吨)	430	358	150	400	400
净利润 (亿元)	11.77	11.77	3.6	14.4	14.4
持股比例	36%	36%	41%	41%	41%
权益利润 (亿元)	4.24	4.24	1.48	5.9	5.9
贡献 EPS (元)	0.74	0.74	0.26	1.03	1.03

资料来源: 宏源证券

四、盈利预测与投资建议

估值上, 预计公司未来 3 年 EPS 为 2.78 元、3.81 元和 4.7 元, 对应明年 PE 仅为 11 倍, 估值吸引力较强, 看好公司明确的业绩增长和较强的防御性, 未来集团整合矿与玉峰矿也存在注入预期, 因此仍是此轮市场调整中攻守兼备的投资标的, 维持“买入”的评级。

五、风险提示

- 1) 经济下滑严重, 无烟煤价调整超出预期
- 2) 整合矿、玉溪矿建设进度慢于预期
- 3) 尿素价格大幅调整, 化肥业务亏损明显

财务报表

利润表 (单位: 百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5811.57	7934.90	9260.82	11364.40
减: 营业成本	3222.14	4400.55	5171.54	6369.91
营业税金及附加	78.06	119.02	138.91	170.47
营业费用	208.84	238.05	287.09	352.30
管理费用	590.55	872.84	1111.30	1363.73
财务费用	155.35	209.06	189.15	202.83
资产减值损失	39.47	35.00	35.00	35.00
加: 投资收益	364.10	112.00	492.00	605.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1881.27	2172.38	2819.84	3475.17
加: 其他非经营损益	-167.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	1714.21	2172.38	2819.84	3475.17
减: 所得税	476.00	659.32	744.91	918.45
净利润	1238.21	1513.06	2074.93	2556.71
减: 少数股东损益	-76.02	-75.65	-103.75	-127.84
归属母公司股东净利润	1314.23	1588.71	2178.67	2684.55
EPS	2.301	2.781	3.814	4.700
PE	-	14	11	9

资料来源: 宏源证券

资产负债表 (单位: 百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1986.83	3015.26	3519.11	4318.47
应收和预付款项	1874.19	2385.86	2693.21	3001.73
存货	719.55	797.89	955.18	1099.63
其他流动资产	1.40	1.40	1.40	1.40
长期股权投资	1099.32	1211.32	1703.32	2308.32
投资性房地产	18.66	20.95	19.15	19.05
固定资产和在建工程	5467.34	5328.39	5333.14	5330.59
无形资产和开发支出	1997.40	2002.73	2025.17	2043.31
其他非流动资产	16.09	14.55	13.00	16.50
资产总计	13180.78	14778.35	16262.68	18139.01
短期借款	1579.18	1488.52	710.87	178.07
应付和预收款项	2637.10	2932.76	3397.60	3683.50
长期借款	1511.92	1566.92	1666.92	1698.92
其他负债	335.03	435.03	435.03	435.03
负债合计	6063.23	6423.23	6210.41	5995.52
股本	571.20	571.20	571.20	571.20
资本公积	739.82	739.82	739.82	739.82
留存收益	5233.47	6546.70	8347.60	10566.65

归属母公司股东权益	6544.49	7857.72	9658.62	11877.67
少数股东权益	573.05	497.40	393.65	265.82
股东权益合计	7117.55	8355.12	10052.27	12143.48
负债和股东权益合计	13180.78	14778.35	16262.68	18139.01
现金流量表				
经营性现金净流量	1313.27	2350.42	2796.30	3070.02
投资性现金净流量	-425.74	-897.00	-1159.00	-1272.00
筹资性现金净流量	34.02	-424.99	-1133.45	-998.66
现金流量净额	921.55	1028.43	503.85	799.36

资料来源：宏源证券

分析师简介:

王京乐: 煤炭行业研究员, 东北财经大学金融学硕士, 2 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 盘江股份、潞安环能、神火股份、山煤国际、永泰能源、平庄能源、昊华能源、兰花科创等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiahong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。