

煤炭

冀中能源 (000937): 自身扩张+资产注入预期

—深度分析报告

2011 年 6 月 29 日

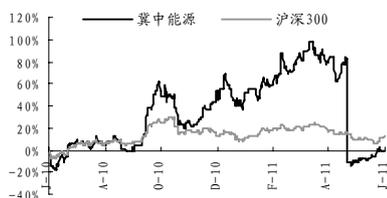
评级: 增持

市场数据	2011 年 6 月 28 日
当前价格 (元)	25.52
52 周价格区间 (元)	21.03
总市值 (百万)	59025
流通市值 (百万)	40217
总股本 (百万股)	231288.4204
流通股 (百万股)	157590.5066
日均成交额 (百万)	48161
近一月换手 (%)	31.5
第一大股东	冀中能源集团
公司网址	www.jznyf.com

预测指标	2010	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	30289	35984	41921
净利润 (百万元)	2487	3583	4508
每股收益 (元)	1.04	1.49	1.88
净利润增长率%	43	44	26
市盈率	24.6	17.1	13.6

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
冀中能源	9.2	-45.0	-0.7
沪深 300	2.6	-6.6	12.0

分析师: 陆勤

执业证书号: s1030200010028

(010) 51757576

luqin@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师声明

本人, 陆勤, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司本部拥有东庞矿、邢台矿、葛泉矿、葛泉矿东井、章村矿、显德汪矿、邢东矿七座矿及矿山企业, 核定生产能力为 1036 万吨。本部矿基本为老矿, 产量较为稳定, 年产原煤 1250 万吨左右。
- 09 年, 冀中能源通过从集团公司收购煤矿资产, 资源量增加 15.79 亿吨, 可采储量增加 2.92 亿吨, 核定生产能力增加 1254 万吨。
- 公司控股 72% 的段王煤业集团作为寿阳县煤矿兼并重组的主体企业, 对寿阳县天泰煤业公司等 6 家煤矿企业进行整合, 关闭 3 处, 保留 3 处。段王集团的产能增到 450 万吨, 未来将增到 500 万吨。
- 在内蒙古的资源扩张。公司收购鄂尔多斯武媚牛煤矿 51% 和乾新煤业 100% 股权。其中武媚牛煤矿改扩建后核定产能 120 万吨, 资源储量 9191 万吨; 乾新煤矿核定产能 60 万吨, 资源储量 5324 万吨。
- 根据集团设立的最新目标, 集团 2011 年原煤产量力争突破 1 亿吨, 是公司目前产量的 3 倍。根据公司公告, 冀中能源集团下属子公司峰峰集团的另一股东信达资产与冀中能源上市公司股份置换。我们认为, 集团公司率先与信达公司达成协议, 扫清了向上市公司注入资产的主要障碍。
- 投资建议。预计 2011、2012、2013 年公司分别实现净利润增长 44%、26% 和 21%, 分别实现每股收益 1.49 元、1.88 元和 2.27 元。公司动态市盈率略高于行业均值。考虑集团 3 倍于股份公司的煤炭产量以及未来注入的可能性非常大, 维持公司“增持”的投资评级。
- 风险提示。煤炭价格下降低于预期; 自然灾害造成煤炭产量下降。

公司简介

冀中能源是以煤炭为主业，建材、化工、电力、物流等产业多元发展的特大型现代化煤炭企业。

公司下辖邢台、邯郸、张家口、山西寿阳四个矿区，煤炭核定总产能3000万吨以上。公司是由冀中能源邢台矿业集团有限责任公司(原名邢台矿业(集团)有限责任公司)独家发起，于1999年8月26日以募集方式设立的股份有限公司。社会公众股于1999年9月9日在深圳证券交易所挂牌上市。2010年公司名称由“河北金牛能源股份有限公司”变更为“冀中能源股份有限公司”。

Figure 1 2010年年报十大股东明细

股东名称	持股数量 (股)	持股比 例(%)	股本性质
冀中能源集团有限责任公司	454,200,268	39.28	A股流通股
冀中能源峰峰集团有限公司	229,670,366	19.86	限售流通A股
冀中能源邯郸矿业集团有限责任公司	93,558,477	8.09	限售流通A股
冀中能源张家口矿业集团有限责任公司	45,260,726	3.91	限售流通A股
中国光大银行股份有限公司-光大保德信量化核心证券投资基金	13,157,604	1.14	A股流通股
中国农业银行-长盛同德主题增长股票型证券投资基金	10,676,197	0.92	A股流通股
中国民生银行-华商策略精选灵活配置混合型证券投资基金	7,074,754	0.61	A股流通股
中国工商银行-广发聚富开放式证券投资基金	6,600,000	0.57	A股流通股
中国工商银行-景顺长城精选蓝筹股票型证券投资基金	6,146,731	0.53	A股流通股
中国建设银行-华商盛世成长股票型证券投资基金	5,999,915	0.52	A股流通股
合计	872,345,038	75.43	

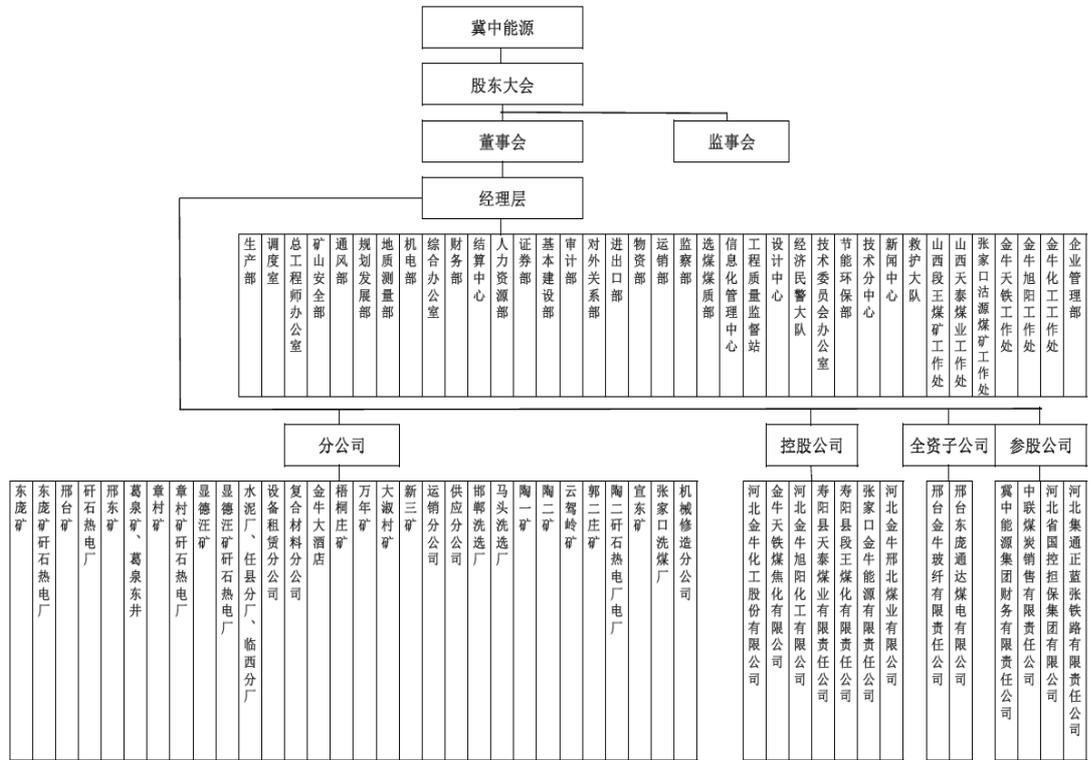
资料来源：公司年报 世纪证券研究所

控股股东冀中能源集团下辖峰峰集团、冀中股份公司、华北制药集团、河北航空集团、张矿集团、邯矿集团、井矿集团、邢矿集团、机械装备公司、山西矿业公司、国际物流公司等11家子公司，拥有冀中股份、华北制药和金牛化工三个上市公司，是以煤炭为主业，医药、航空、化工、电力、机械装备、物流等多个产业综合发展的大型现代企业集团。截至2010年9月30日，冀中能源集团拥有的煤炭资源总面积为1,208.87平方公里，地质储量为140.52亿吨。

冀中能源集团煤种齐全、煤质优良，炼焦煤与非炼焦煤约各占总资源量的一半。2010年销售收入位居中国煤炭行业第3位，综合实力

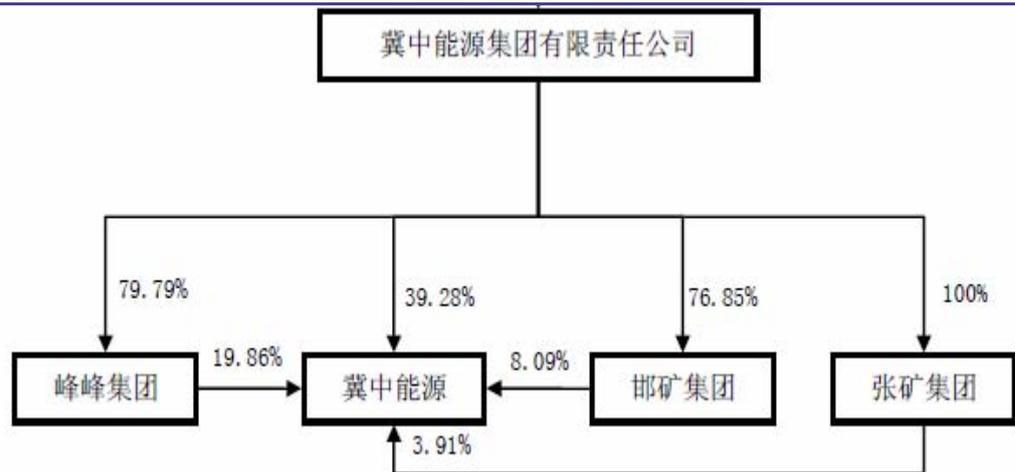
位居第7位，是中国第二大主焦煤基地。2010年实现原煤产量7300万吨，销售收入1300亿元，利税106亿元。

Figure 2 公司组织结构图



资料来源：公司年报 世纪证券研究所

Figure 3 控股股东冀中能源集团控股上市公司

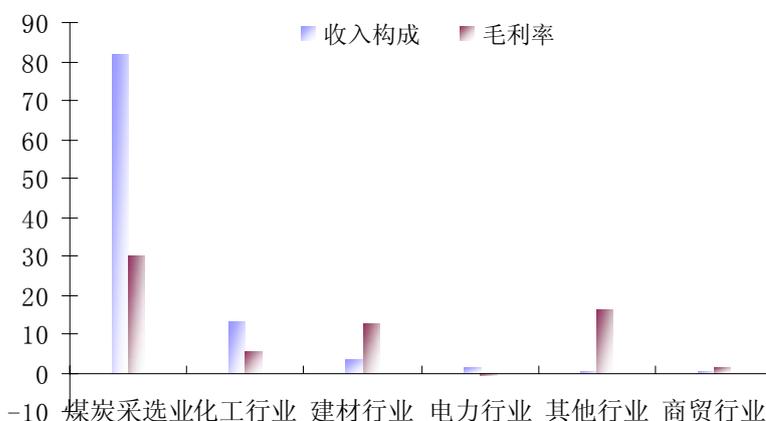


资料来源：公司报告 世纪证券研究所

公司原煤产量持续增长

公司主营业务包括煤炭业务、化工业务、电力业务、商贸和建材业务。2010年，在营业业务收入中，煤炭占81.72%，化工占13.13%，建材占3.22%，电力占1.09%。煤炭业务是公司的收入和利润的主要来源，毛利率为29.9%，化工和建材的毛利率分别为5.42%和12.42%。

Figure 4 2010年营业收入占比及毛利率

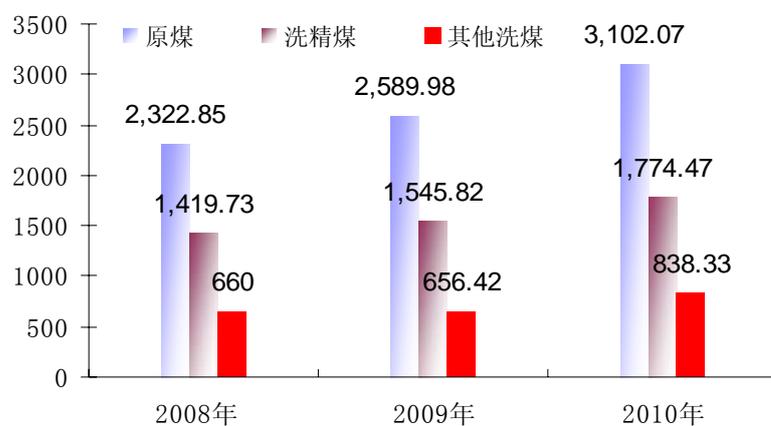


资料来源：公司年报 世纪证券研究所

公司原煤生产能力为3,087万吨/年，入洗能力为每年2,910万吨/年。公司的主要煤种为1/3焦煤、肥煤和无烟煤，煤炭产品主要用户为河北钢铁、济南钢铁、安阳钢铁等大型钢铁企业，以及华北地区的电力生产企业。

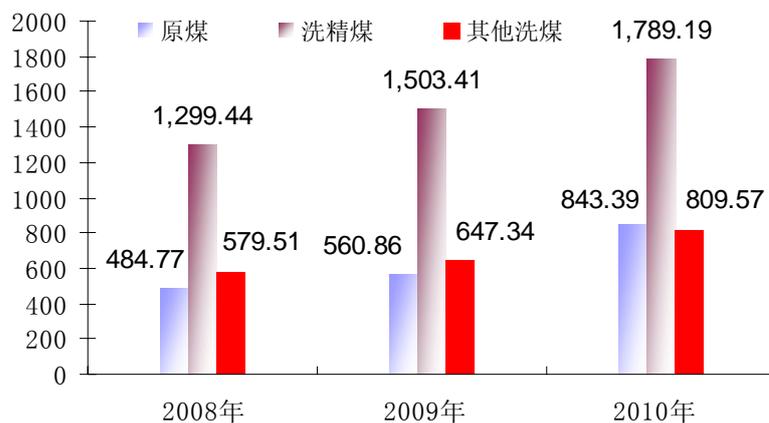
2010年公司共生产原煤3,102.07万吨，同比增加512.09万吨，增幅19.77%；合计生产精煤1,774.47万吨（外购煤入洗991.02万吨，自产煤入洗2,203.75万吨），其中，冶炼精煤1,189.91万吨，喷吹精煤126.99万吨，同比增加228.65万吨，增幅14.79%。

Figure 5 近几年各煤种产量 万吨



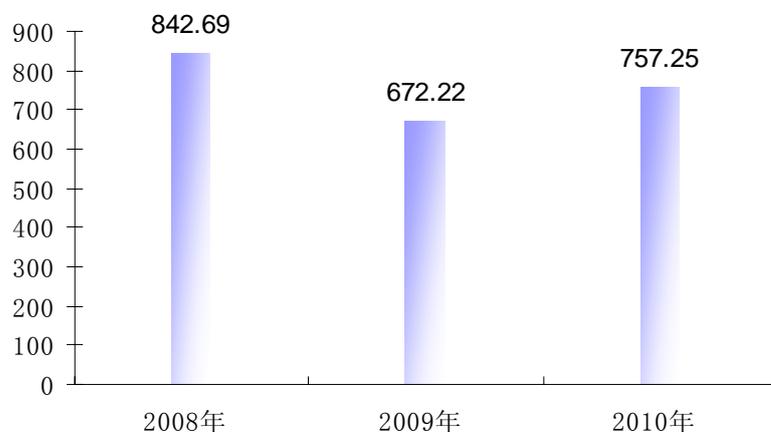
资料来源: 公司年报 世纪证券研究所

Figure 6 近几年各煤种销售量 万吨



资料来源: 公司年报 世纪证券研究所

Figure 7 煤炭销售价格 元/吨



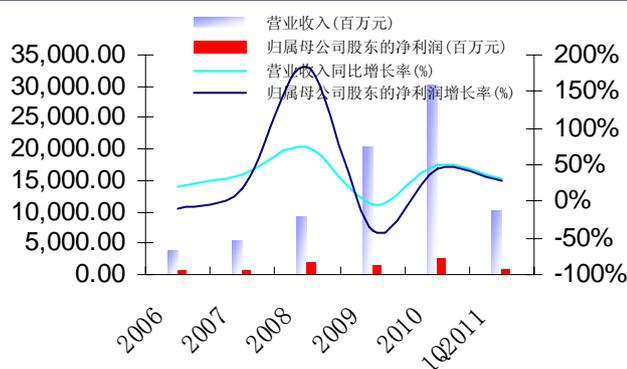
资料来源: 公司年报 世纪证券研究所

2009年，公司非公开增发收购冀中能源下属峰峰集团、邯矿集团、张矿集团的部分矿产及煤矿设备，实现了集团资产注入。集团资产注入以后，公司所拥有的煤炭可采储量增加 29,206.09 万吨，矿井生产能力增加 1254 万吨/年。

公司近几年的营业收入、营业利润、净利润均保持了增长的趋势，特别是公司于 2009 年 11 月 30 日开始合并峰峰集团、邯矿集团、张矿集团经营性资产，2010 年度营业收入额大幅增加。

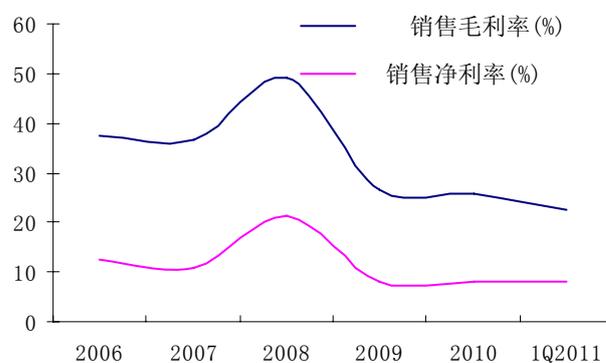
2010 年，公司完成主营业务收入 302.89 亿元，同比增长 49.61%；完成归属上市公司股东净利润 23.96 亿元，同比增长 43.19%。

Figure 8 营业收入、利润和成长性



资料来源：公司年报 世纪证券研究所

Figure 9 近5年销售毛利率和净利率



资料来源：公司年报 世纪证券研究所

公司 2009 年度毛利率下降较大，主要原因 2009 年受国际金融危机影响，综合售价较 2008 年历史高位相比下降 20.23%。

公司 2010 年度毛利率降低的主要原因是由于公司洗煤厂改扩建、产能扩大，增加了外购经营煤。外购经营煤的成本高于公司自产原煤的成本，从而导致洗煤成本总体上升，下拉了公司煤炭业务整体的毛利率。

公司本部矿及已收购集团煤矿的产量稳定

公司拥有东庞矿、邢台矿、葛泉矿、葛泉矿东井、章村矿、显德汪矿、邢东矿七座矿及矿山企业，核定生产能力为 1036 万吨/年。本部矿基本为老矿，产量较为稳定，年产原煤在 1250 万吨左右。

Figure 10 原有本部矿资产情况

原有本部矿	煤种	产能(万吨)
东庞矿井	1/3焦煤 1/3焦煤 焦煤、瘦煤	280
邢东矿井	1/3焦煤 1/4焦煤 焦煤、瘦煤	116
邢台矿井	1/3焦煤	195
葛泉矿井	焦煤、瘦煤	125
章村矿井	无烟煤	120
显德汪矿井	贫煤	155
葛泉矿东井		45
小计		1036

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

2009年,冀中能源收购的集团资产包括峰峰集团所拥有的大淑村矿、万年矿、新三矿、梧桐庄矿及煤炭生产辅助单位的经营性资产和负债;邯矿集团所拥有的云驾岭矿、陶一矿、陶二矿、陶二矸石热电厂的经营性资产和负债以及邯矿集团持有的郭二庄矿业100%的股权;张矿集团所拥有的宣东二号矿及煤炭生产辅助单位的经营性资产和负债。

Figure 11 收购集团煤矿资产情况

	持股比例	保有资源储量(百万吨)	可采储量(百万吨)	核定产能(万吨)	主要煤种
峰峰集团					
大淑村矿	100%	118.67	22.74	125	无烟煤
万年矿	100%	250.23	63.55	200	无烟煤
新三矿	100%	101.16	13.21	72	肥煤、焦煤
梧桐庄矿	100%	395.6	60.12	210	肥煤、焦煤
邯矿集团					
云驾岭矿	100%	79.64	17.37	157	无烟煤
陶一矿	100%	91.73	7.63	65	无烟煤
陶二矿	100%	214.99	43.63	125	无烟煤
郭二庄矿	100%	210.78	22.54	150	无烟煤
张矿集团					
宣东二号矿	100%	115.89	41.27	150	弱粘煤、气煤、1/3焦煤
合计:		1,578.67	292.06	1254	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

1、大淑村矿

淑村矿位于河北省武安市、磁县和峰峰矿区接壤地带。大淑村矿于2002年12月建成投产，设计生产能力为90万吨，2006年河北省安全生产监督管理局核定的生产能力为125万吨/年。截至2008年12月31日，大淑村矿煤炭资源可采储量为2,274.12万吨，可采煤层7层，尚可服务年限约13年。该矿井资源储量以无烟煤为主，具有中灰、低硫、低挥发份、热稳定性好的特性，是良好的化工和动力用煤。2006年建成的井口洗煤厂，洗选能力90万吨/年。

2、万年矿

万年矿位于武安市磁山镇、伯延镇和峰峰矿区和村镇地界。万年矿于1985年建成投产，设计生产能力为150万吨/年，2007年4月经发改复核的生产能力为200万吨/年。截至2008年12月31日，万年矿煤炭资源可采储量为6,354.52万吨，可采煤层6层，尚可服务年限约23年。万年矿资源储量以无烟煤为主，具有中灰、低硫、低挥发份、热稳定性好的特性，是优良的工业用煤和民用煤。

3、新三矿

新三矿位于河北省邯郸市市区西南约45公里。新三矿于1995年建成投产，设计生产能力为45万吨/年，2007年4月经发改运行复核的生产能力为72万吨/年。截至2008年12月31日，新三矿煤炭资源可采储量为1,320.68万吨，可采煤层6层，尚可服务年限约13年。新三矿资源储量以肥煤、焦煤为主，具有中灰、特低硫、低磷分、特高热值的特性，是优质的炼焦用煤。

4、梧桐庄矿

梧桐庄矿位于河北省邯郸市峰峰矿区东南部及磁县西部、漳河和岳城水库以北。梧桐庄矿于2003年建成投产，设计生产能力为120万吨/年，2006年河北省安全生产监督管理局核定的生产能力为185万吨/年，随着技改的逐步进行，能力不断提高，2008年12月核定生产能力为210万吨/年。截至2008年12月31日，梧桐庄矿煤炭资源可采储量为6,012.33万吨，可采煤层7层，尚可服务年限约20年。梧桐庄矿资源储量以肥煤为主，焦煤次之，具有低灰、低硫、低磷、高挥发份、高发热量的特性，为我国比较稀缺的优质炼焦煤，可单独作为炼焦用煤。

5、云驾岭矿

云驾岭煤矿位于河北省武安市西北约5公里处。云驾岭矿于1992年12月建成投产，设计生产能力60万吨/年，2006年核定生产能力为157万吨/年。截至2008年12月31日，云驾岭矿煤炭资源可采储

量为1,737.48万吨,可采煤层7层,尚可服务年限约8年。该矿井主要煤层灰份、全硫变化较大,属中灰、低-中高硫、高变质无烟煤,部分为天然焦,但发热量较高,以高热值煤为主,可作动力燃料用煤和民用煤。云驾岭煤矿建有设计选煤能力为90万吨/年的洗煤厂。

6、陶一矿

陶一矿位于河北省邯郸市西北约15公里处。陶一矿于1976年建成投产,设计生产能力为45万吨/年,2006年核定生产能力为65万吨/年。截至2008年12月31日,陶一矿煤炭资源可采储量为762.89万吨,可采煤层7层,尚可服务年限约8年。陶一煤矿资源储量以无烟煤为主,具有中低灰、低硫、高发热量的特性,是良好的化工和动力用煤。

7、陶二矿

陶二矿位于河北省邯郸县境内。陶二矿于1982年建成投产,设计生产能力为120万吨/年,2006年核定生产能力125万吨/年。截至2008年12月31日,陶二煤矿煤炭资源可采储量为4,362.98万吨,可采煤层5层,尚可服务年限约27年。陶二煤矿资源储量以无烟煤为主,具有中灰、低硫、低挥发份、热稳定性好的特性,是良好的化工和动力用煤。

8、郭二庄矿

郭二庄矿区位于河北省武安市西北约13公里处。郭二庄矿始建于1946年,经过多次技术改造逐步发展成为中型矿井,原设计生产能力为81万吨/年,2006年核定生产能力为150万吨/年。截至2008年12月31日,郭二庄矿煤炭资源可采储量为2,253.65万吨,可采煤层5层,尚可服务年限约11年。该矿煤炭资源储量以无烟煤为主,具有中灰、低硫、低挥发份、热稳定性好的特性,主要做化工和动力用煤。

9、宣东二号矿

宣东二号矿隶属宣化县顾家营镇所辖。宣东二号矿于2001年投入生产,设计生产能力为90万吨/年,2007年核定生产能力为150万吨/年。截至2008年12月31日,宣东二号矿煤炭资源可采储量为4,127.44万吨,可采煤层5层,尚可服务年限约21年。该矿煤炭资源储量以弱粘煤为主,气煤、1/3焦煤次之,具有中灰、特低硫、低磷的特性,弱粘煤主要作为动力煤使用,气煤、1/3焦煤洗选后用来炼焦或用作化工原料。

通过从集团公司收购煤矿资产,资源量增加15.79亿吨,可采储量增加2.92亿吨,核定生产能力增加1,254万吨。

未来产能增长主要来源

一、山西整合矿

公司控股 72%的段王煤业集团作为寿阳县煤矿企业兼并重组的主体企业，对寿阳县天泰煤业有限公司、寿阳县泰祥煤业有限公司、寿阳县北河坡煤矿有限责任公司、寿阳县宗艾煤业有限公司、寿阳县友众煤业有限公司和山西省寿阳县平安煤炭有限公司 6 家煤矿企业进行整合。6 对矿井整合为关闭 3 处（泰祥煤业、北河坡煤矿、宗艾煤业），保留 3 处。段王煤业集团的产能增到 450 万吨/年，未来将增加到 500 万吨/年。

Figure 12 段王煤业集团整合煤矿情况

段王煤业集团 下属	股权比例	煤种	保有资源储量 (百万吨)	产能 (万吨)	产能 (万吨)
宗艾煤业	100%			已关闭	0.21
北河坡煤矿	100%			已关闭	0.30
泰祥煤业	100%			已关闭	0.15
友众煤业	51%	贫煤	0.00	90	0.45
平安煤炭	51%	贫煤	22.98	90	0.90
段王煤业	100%	贫瘦煤	0.00	270	1.80
天泰煤业	70%	贫煤	114.99	90	0.90

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

二、在内蒙古的资源扩张

冀中能源在内蒙古成立投资公司“冀中能源内蒙古有限公司”。公司注册资金为 10 亿元，为冀中能源全资子公司，将成为冀中能源在内蒙古进行资源整合的平台。公司收购鄂尔多斯武媚牛煤矿 51%和乾新煤业 100%股权。其中武媚牛煤矿改扩建后核定产能 120 万吨，资源储量 9191 万吨；乾新煤矿核定产能 60 万吨，资源储量 5324 万吨。

Figure 13 内蒙古公司收购煤矿资产情况

煤矿名称	持股比例	保有储量 (百万吨)	产能 (万 吨)	煤种
武媚牛煤矿	51	92	120	不粘煤
乾新煤业	100	53	60	长焰煤
总计		145	180	

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

三、将从河北省内小煤矿整合中受益

河北省政府4月11日在其官网披露，河北将以开滦集团、冀中能源集团和其他大型煤炭企业为主体，对全省小煤矿实施整合重组；凡未被整合的煤矿一律列入关闭范围，将分步予以关闭。目前河北省煤炭资源的整合正在推进过程之中。我们预计公司将从中增加300万吨的产能。

四、公司本部在建矿

冀中能源股份张家口榆树沟矿项目，规划产能120万吨/年，投资金额9.5亿元，均为自有资金。未来本部增量未来主要来自榆树沟矿，预计2013年投产。

冀中能源集团煤炭产能仍将保持快速增长态势

集团托管经营资产

2009年集团将部分煤炭资源注入上市公司后，对于集团尚存的低效、煤炭可采储量少、生产规模小或正在申请破产存在较大不确定性的矿井及矿山采取委托经营方式，由上市公司统一管理和对外销售。公司受托经营管理的矿井总可采储量为6,272.92万吨，生产能力为919万吨/年。

根据2009年集团注入资产的承诺，对于目前正在建设或实施技术改造的、尚不具备生产能力和经营资质、或存在产权纠纷、产权瑕疵的矿井，将暂由峰峰集团、邯矿集团、张矿集团继续经营管理，待矿井建设完成，具备生产能力和经营资质，建立了稳定的盈利模式，能够产生稳定利润或公司认为适当的时候，由公司选择采取收购、委托经营或其他合法方式将该项竞争业务中的资产或业务纳入公司或由公司经营

Figure 14 委托经营集团矿井情况

	矿井名称	可采储量 (万吨)	核定生产能力 (万吨/年)	预计可开采年 限(年)
峰峰集团下属矿井	羊渠河矿	178.60	130	1
	薛村矿	795.00	145	4
	黄沙矿	553.00	80	5
	小屯矿	149.00	80	1
	孙庄矿	166.70	25	5
	牛儿庄矿	639.70	63	7
	大力矿	110.30	30	3
	通顺矿	318.3	45	5
	利泰实业	25.5	6	3
	小计	2,936.10	604	-
邯矿集团下属矿井	康城矿	428.5	35	9
	阳邑矿	33.1	25	1
	亨健矿	750.9	30	18
	小计	1,212.5	90	-
张矿集团下属矿井	怀来矿	133.27	30	3
	长城矿	466.35	90	4
	康保矿	440	69	5
	涿鹿矿	1,084.70	36	22
	小计	2,124.32	225	-
受托经营管理矿井合计		6,272.92	919	

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

集团剩余资产情况

集团主要的剩余资产有峰峰集团的九龙矿，邯矿集团的北掌矿、赤峪煤矿，张矿集团的牛西矿业、张家梁煤矿、官板乌素煤矿。

峰峰集团下属九龙矿，因发生透水，短期内无法恢复正常生产经营，峰峰集团承诺将在九龙矿恢复正常生产后，及时将九龙矿相关资产转让给公司或委托公司经营管理。

邯矿集团现持有冀中能源邯郸矿业集团北掌矿业有限公司70%的股权、山西金地煤焦有限公司55%的股权，两公司拥有的矿井正在筹备和建设中，尚不具备生产条件。

张矿集团现持有鄂尔多斯张家梁煤炭有限公司65%的股权、内蒙古准格尔旗特弘煤炭有限公司54%的股权，两公司拥有的矿井正在实施

技改，目前尚未达到正常生产的条件。

井矿集团下属从事煤炭生产及相关业务的分支机构及控股子公司包括：元氏矿、临城矿、第三矿及山西左权佳新能源有限公司、左权县天达煤业有限责任公司、山西左权天一煤业有限公司。该等煤矿及矿山企业尚不具备正常生产经营的条件及相关资质。

另外，峰峰集团还拥有的磁西、阿巴嘎旗红格尔庙和阿巴嘎旗查干诺尔三项煤田探矿权、邯矿集团拥有河北省邯郸矿区武安北通云规划区煤田的探矿权。

集团在建资产情况

根据冀中能源集团有限责任公司2010年第一期中期票据募集说明书，煤炭和煤炭洗选产业主要投资项目包括：峰峰集团磁西一号井项目，规划产能180万吨/年，已获得国家发展和改革委员会同意开展前期工作的批复。冀中能源股份张家口榆树沟矿项目，规划产能120万吨/年，投资金额9.5亿元，均为自有资金，目前正在办理前期审批手续。峰峰集团查干淖尔一号井项目，规划产能800万吨/年，正在办理前期审批手续。邢矿集团鄂尔多斯城梁矿井项目，规划产能600万吨/年，正在办理前期审批手续。邯矿集团山西文水赤峪矿井项目，规划产能300万吨/年，已获得国家发展和改革委员会同意开展前期工作的批复。冀中能源股份公司段王矿技改项目，规划产能180万吨/年，已获得山西省煤管局的批复。

除去股份公司的在建项目，集团在建的煤炭产能为1880万吨。未来注入上市公司的可能性很大。

冀中能源集团煤炭产能将快速增长

根据集团设立的最新目标，2011年，集团全年原煤产量力争突破1亿吨，销售收入力争突破2000亿元，成为世界500强企业。到2015年，煤炭产能将达到1.5亿吨/年，精煤产量达到4000万吨/年。

信达公司置换股权扫清未来注入资产的障碍

2010年底公司公告，冀中能源集团下属子公司峰峰集团的另一股东信达资产与冀中能源上市公司股份置换，信达资产持有峰峰集团股权14.89%全部转让给冀中能源集团，对价是冀中能源集团转让冀中能源股权3300万股给信达资产。我们认为，集团公司率先与信达公司达成协议，扫清了向上市公司注入资产的主要障碍。

公司的竞争优势

资源优势

公司所处冀中地区煤炭资源丰富、煤质优良，拥有较丰富的主焦煤、1/3焦煤、肥煤资源储备，其中主焦煤、1/3焦煤为国家保护性稀缺煤种。

地域优势

公司煤炭资源主要分布在京津唐环渤海经济圈腹地，京九铁路、京广铁路、京深高速和107国道等干线过境而过，交通运输极为便利。

生产技术优势

公司开采历史悠久，积累了丰富的煤炭开采技术和大量基础管理人才储备。在生产技术研发方面，大采高综采、薄煤层综采技术，厚煤层一次采全高和放顶煤开采工艺居煤炭行业前列；煤巷锚杆支护成套技术、下组煤承压水上开采技术和建下充填开采技术居煤炭行业领先地位。

维持公司投资评级

不考虑后期的集团资产注入，我们预计2011-2013年公司煤炭产量增长主要来源于投邢台能源(100%)下属的西庞煤矿40万吨/年技改完成、段王煤化(72%)产能将由450万吨增长到500万吨、本部在建矿榆树沟矿120万吨产能的释放以及内蒙2矿180万吨产能(远景产能达到270万吨)的释放。预计公司2011-2013年的产量分别为3500万吨、3700万吨和3900万吨。

预计2011、2012、2013年公司分别实现净利润增长44%、26%和21%，分别实现每股收益1.49元、1.88元和2.27元。

目前公司2011年和2012年的动态市盈率分别为17.1和13.6倍。同期A股的煤炭行业2011和2012年平均动态市盈率分别为15.7和13.3倍，公司动态市盈率略高于行业均值。考虑集团3倍于股份公司的煤炭产量以及未来注入的可能性非常大，维持公司“增持”的投资评级。

Figure 15 财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8750	13555	19129	25727	营业收入	30289	35984	41921	47999
现金	2415	5854	10117	15519	营业成本	22530	26304	30225	34320
应收账款	1781	2229	2557	2944	营业税金及附加	338	401	467	535
其他应收款	256	698	710	858	营业费用	577	643	797	895
预付账款	573	860	915	1067	管理费用	3218	3822	4453	5099
存货	1214	1457	1659	1889	财务费用	300	151	69	-26
其他流动资产	2511	2457	3170	3449	资产减值损失	93	0	0	0
非流动资产	16479	15524	14583	13640	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	564	551	555	554	投资净收益	-195	-130	-152	-145
固定资产	12206	10997	9801	8601	营业利润	3039	4532	5757	7032
无形资产	2199	2460	2717	2975	营业外收入	388	388	388	388
其他非流动资产	1510	1516	1509	1510	营业外支出	106	136	126	129
资产总计	25229	29079	33711	39367	利润总额	3321	4784	6019	7291
流动负债	10167	10643	11746	12930	所得税	834	1201	1512	1831
短期借款	1376	1078	1177	1144	净利润	2487	3583	4508	5460
应付账款	3975	5116	5697	6538	少数股东损益	91	131	165	200
其他流动负债	4816	4449	4871	5249	归属母公司净利润	2396	3452	4343	5260
非流动负债	2591	2961	2816	2875	EBITDA	4852	6054	7201	8380
长期借款	2138	2138	2138	2138	EPS (元)	2.07	1.49	1.88	2.27
其他非流动负债	453	823	678	737					
负债合计	12758	13604	14561	15805	现金流量表				
少数股东权益	760	891	1056	1256	单位:百万元				
股本	1156	2313	2313	2313	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	3571	3108	3108	3108	经营活动现金流	3492	5236	5565	6994
留存收益	6520	8699	12209	16422	净利润	2487	3583	4508	5460
归属母公司股东权益	11710	14583	18094	22306	折旧摊销	1514	1371	1375	1374
负债和股东权益	25229	29079	33711	39367	财务费用	300	151	69	-26
					投资损失	195	130	152	145
					营运资金变动	-1611	-339	-399	-52
重要财务指标					其他经营现金流	606	339	-140	93
单位:百万元					投资活动现金流	-4100	-527	-566	-553
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	资本支出	3650	0	0	0
营业收入	30289	35984	41921	47999	长期投资	42	-13	4	-1
收入同比(%)	50%	19%	17%	15%	其他投资现金流	-408	-540	-561	-554
归属母公司净利润	2396	3452	4343	5260	筹资活动现金流	610	-1270	-736	-1039
净利润同比(%)	43%	44%	26%	21%	短期借款	895	-298	99	-33
毛利率(%)	25.6%	26.9%	27.9%	28.5%	长期借款	-54	0	0	0
ROE(%)	20.5%	23.7%	24.0%	23.6%	普通股增加	0	1156	0	0
每股收益(元)	1.04	1.49	1.88	2.27	资本公积增加	4	-463	0	0
P/E	24.63	17.10	13.59	11.22	其他筹资现金流	-236	-1666	-835	-1006
P/B	5.04	4.05	3.26	2.65	现金净增加额	1	3439	4264	5402
EV/EBITDA	13	10	8	7					

资料来源:天软 世纪证券研究所

风险提示

煤炭价格下降低于预期；自然灾害造成煤炭产量下降。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.