

# 西南焦煤龙头稳健成长

## 增持首次评级

目标价格：37元

### 投资要点：

- 上半年煤炭业务量价齐升对冲成本上升的影响
- 内生增长动力充足，未来外延式扩张与集团资产注入具备预期

### 报告摘要：

- 上半年实际表现好于年初目标。**公司实现营业收入 35.64 亿元，增长 38.5%，超出年初对报告期的目标 15%，实现归属于母公司股东净利润 8.76 亿元，增长 37%，对应 EPS0.79 元。
- 资金周转顺畅，使用效率提高。**公司货币资金较年初增加近 10 亿元，应收项目变动不大，实现每股经营活动现金流 1.27 元，增长 154.7%，体现出较高的回款效率。同时，短期、长期借款分别增加 5000 万元和 16 亿元，公司运用财务杠杆的能力明显改善。
- 费用控制力较强。**公司销售费用率和管理费用率分别下降 0.2% 和 0.75%，财务费用增长 80%，源于利息支出增加 1214 万元。
- 煤炭业务量价齐升对冲成本上升的影响。**原煤产量 583 万吨，销售商品煤 459 万吨（其中精煤 194 万吨，混煤 249 万吨），分别同比增长 5.2% 和 24%，精煤洗出率提高近 3.5%，而年初公司对合同煤价进行了上调，且六盘水市场价也稳步上行，预计全年综合售价可达到 790 元/吨，增长 10%。此外，今年公司安全费上调 25 元/吨，并加收煤炭价格调节基金，吨煤成本升至 444 元/吨，提高 16.2%，综合影响下，煤炭综合毛利率小幅下降 0.45% 至 29.2%。
- “十二五”产量释放周期开启。**目前主力矿井中火铺矿、土城矿、月亮田矿、金佳矿均在技改，松河矿进入释放期，在建的发耳矿二期、马依矿将在 2013 年集中投产，预计 2015 年产量可超过 3000 万吨。
- 集团响水矿具备注入预期。**根据承诺，响水矿在证照问题解决后有望注入公司，增加产能 400 万吨，公司还可能受益区域小煤矿资源整合。
- 首次给予“增持”评级。**预计未来 3 年 EPS1.61 元、2.06 元和 2.6 元，看好其内生增长及资产注入预期，但宏观层面风险仍在。

### 分析师：

闵丹 (S1180511010010)

电话：010-88085977

 Email: [mindan@hysec.com](mailto:mindan@hysec.com)

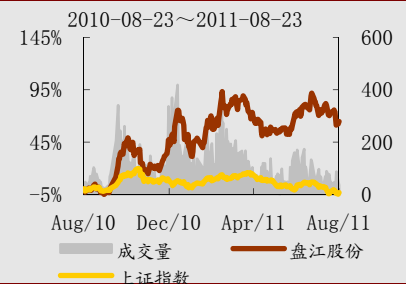
### 联系人：

王京乐

电话：010-88085230

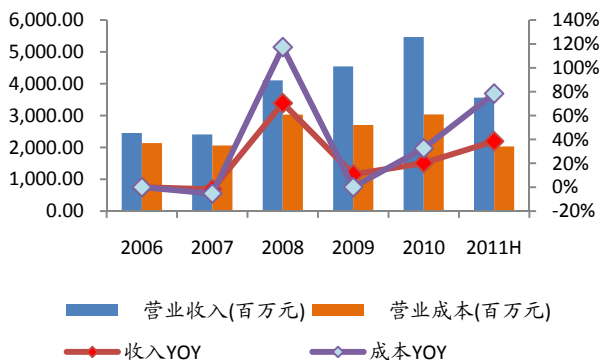
 Email: [wangjingle@hysec.com](mailto:wangjingle@hysec.com)

### 市场表现



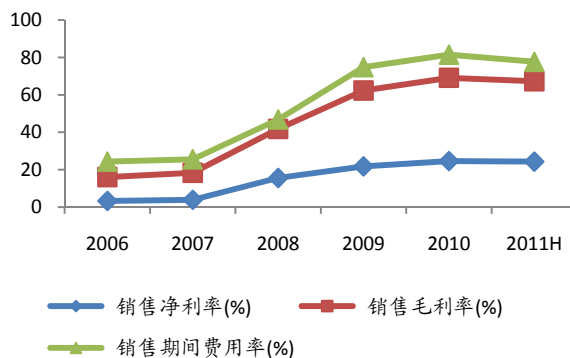
主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	5469.24	7080.76	9195.69	11640.76
YOY	20.31%	29.47%	29.87%	26.59%
归属母公司净利润	1345.22	1774.00	2272.96	2867.76
YOY	35.88%	31.87%	28.13%	26.17%
EPS(元)	1.22	1.61	2.06	2.6
PE	25	19	15	12

图 1: 公司收入及成本变动



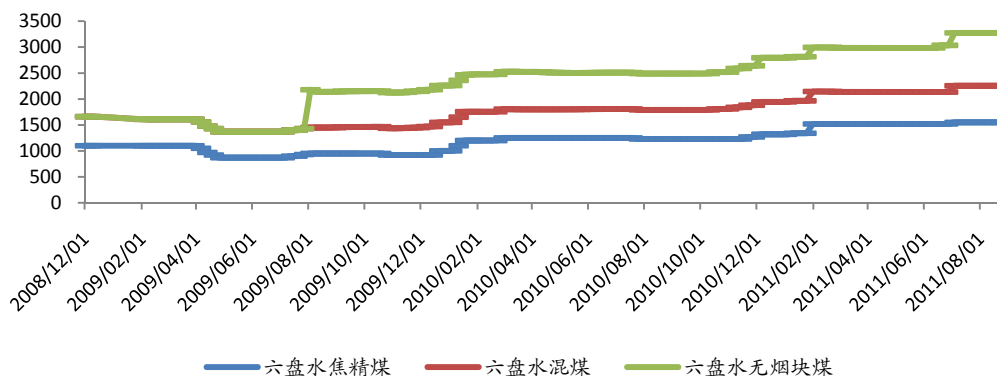
资料来源: 宏源证券

图 2: 公司经营比率指标变动



资料来源: 宏源证券

图 3: 贵州六盘水煤炭价格变化



资料来源: 宏源证券

表 1: 公司年度经营指标变化

项目	2009	2010	2010H	2011H
原煤产量 (万吨)	931	1140	555	583
商品煤销量 (万吨)	715	753	370	459
综合售价 (元/吨)	631	717	684	774
吨煤成本 (元/吨)	373	396	382	444
吨煤毛利 (元/吨)	258	321	302	330

资料来源: 宏源证券

**表 2: 公司煤炭矿井产量预测**

项目	2010	2011E	2012E	2013E
原煤产量 (万吨)	1140	1365	1690	2110
YOY	22.4%	19.7%	23.8%	24.9%
权益产量 (万吨)	1114	1280.5	1534	1862.8
YOY	19.7%	14.9%	19.8%	21.4%
其中 本部六矿	1100	1235	1450	1510
火铺矿	240	270	300	300
老屋基矿	115	120	120	130
山脚树矿	180	200	200	200
月亮田矿	115	145	180	180
土城矿	270	300	350	400
金佳矿	180	200	300	300
在建煤矿	40	130	240	600
松河煤业 (35%)	40	130	240	240
发耳煤矿二期 (90%)	0	0	0	120
马依煤业 (67%)	0	0	0	240
其中 马依西一井	0	0	0	120
马依东一井	0	0	0	120
马依西二井	0	0	0	0
马依东二井	0	0	0	0
首黔资源 (25%)	0	0	0	0
其中 茨桶煤矿	0	0	0	0
纳木煤矿	0	0	0	0

资料来源: 宏源证券

**财务报表预测**

利润表 (单位: 百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5469.24	7080.76	9195.69	11640.76
减: 营业成本	3033.68	4006.47	5182.32	6581.52
营业税金及附加	159.19	191.18	248.28	314.30
营业费用	128.22	148.70	220.70	302.66
管理费用	539.87	623.11	827.61	1047.67
财务费用	10.42	24.24	42.71	20.78
资产减值损失	2.20	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-1.75	0.00	0.00	0.00
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
<b>营业利润</b>	<b>1593.91</b>	<b>2087.06</b>	<b>2674.07</b>	<b>3373.84</b>
加: 其他非经营损益	-1.75	0.00	0.00	0.00

<b>利润总额</b>	1592.16	2087.06	2674.07	3373.84
减: 所得税	246.94	313.06	401.11	506.08
<b>净利润</b>	1345.22	1774.00	2272.96	2867.76
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1345.22	1774.00	2272.96	2867.76
<b>EPS</b>	1.219	1.608	2.060	2.599
<b>PE</b>	<b>25</b>	<b>19</b>	<b>15</b>	<b>12</b>

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	514.70	3095.10	4228.76	5568.88
应收和预付款项	2097.47	2471.92	3268.49	4436.49
存货	193.15	217.77	223.28	232.19
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	499.13	499.13	499.13	499.13
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3308.11	3149.84	3055.98	2903.52
无形资产和开发支出	1207.75	1282.97	1296.88	1300.49
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>7820.31</b>	<b>10716.74</b>	<b>12572.51</b>	<b>14940.70</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	792.41	865.25	905.02	1021.15
长期借款	303.00	1703.00	1683.00	1653.00
其他负债	337.90	342.28	359.92	347.77
<b>负债合计</b>	<b>1433.31</b>	<b>2910.53</b>	<b>2947.94</b>	<b>3021.92</b>
股本	1103.37	1103.37	1103.37	1103.37
资本公积	2876.45	2876.45	2876.45	2876.45
留存收益	2346.08	3765.29	5583.65	7877.86
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>6325.90</b>	<b>7745.10</b>	<b>9563.47</b>	<b>11857.68</b>
少数股东权益	61.10	61.10	61.10	61.10
<b>股东权益合计</b>	<b>6387.00</b>	<b>7806.20</b>	<b>9624.57</b>	<b>11918.78</b>
负债和股东权益合计	7820.31	10716.74	12572.51	14940.70
<b>现金流量表</b>				
经营性现金净流量	1148.79	2332.18	2481.03	2829.67
投资性现金净流量	-587.59	-791.00	-869.00	-888.00
筹资性现金净流量	-517.67	1039.22	-478.37	-601.56
<b>现金流量净额</b>	<b>43.52</b>	<b>2580.40</b>	<b>1133.65</b>	<b>1340.12</b>

资料来源: 宏源证券

**分析师简介:**

**王京乐:** 宏源证券煤炭行业研究员, 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: 冀中能源、盘江股份、潞安环能、神火股份、阳泉煤业、山煤国际等。

**机构销售团队**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>张珺</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>崔秀红</b> 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>王俊伟</b> 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>孙利群</b> 010-88085756 sunliqun@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085291 zhaojia@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085760 luoyun@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。