

跨过一道坎,终将海阔天空

增持首次评级

目标价格: 23.4元

投资要点:

- 无烟煤喷吹市场占比将趋稳,公司资源优势突出,受益市场扩容
- “十二五”集团再造“两个阳煤”,资产注入空间广阔

分析师:

王京乐 (S1180511080003)

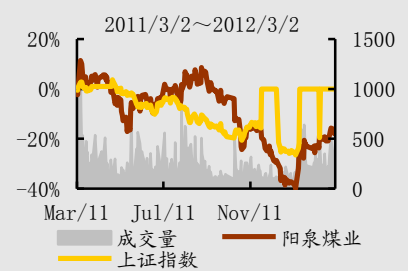
电话: 010-88085976

Email: wangjingle@hysec.com

报告摘要:

- 无烟喷吹龙头受益市场扩容。**近几年无烟喷吹市场占比呈下降趋势,但由于在冶金过程中烟煤与无烟煤作用上的差异,不能相互完全替代,因此未来占比可能将逐步趋稳。此外,“十二五”末全国喷吹煤需求约 1.2 亿吨,年复合增速为 13.3%,公司作为国内无烟喷吹的领军企业,占据较好的资源及区位优势,将充分受益喷吹煤市场的扩容。
- 下游需求平稳,煤价相对坚挺。**公司产品 70% 以上供应电力企业,这部分需求较去年保持稳定,而喷吹煤需求略有压力,年初煤价保持平稳,其中洗块煤含税价为 1100 元/吨,洗粉煤约为 1000 元/吨左右,洗末煤(Q5500)含税在 500 元/吨以上。此外,1 季度公司向集团原煤采购价环比提高 10 元/吨,间接反映其对综合售价走势的信心。
- 内生增长有限,销售结构趋稳。**从产量上看,平舒矿、景福矿扩产和整合矿释放是未来几年增量的来源,其中平舒矿处于扩产阶段,核定产能由之前的 120 万吨增至 300 万吨,未来还计划扩至 500 万吨,而景福矿将由 60 万吨增至 90 万吨,而“国阳天泰”整合矿预计今年难有产量释放,大部分贡献将集中在 2014 年。
- 跨过一道坎,终将海阔天空。**“十二五”末,集团原煤产能目标达到 1.3 亿吨,是上市公司现有产能的近 3 倍,资产注入的空间广阔,旗下部分煤矿条件日益成熟,但目前仍受制于信达股权问题难有实质性进展,改善内生增长不足的困境。
- 首次给予“增持”评级。**估值上,预计未来 3 年 EPS 为 1.28 元、1.3 元和 1.43 元,对应 PE 为 16 倍,静待集团资产注入的进程推进。

市场表现



相关研究

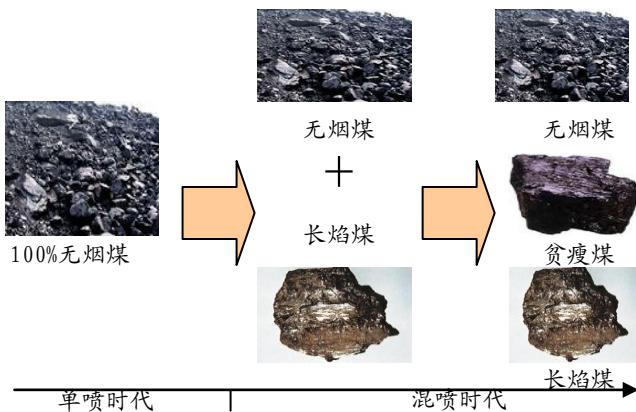
主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	27940.63	50035.37	52739.94	56408.53
YOY	39.67%	79.08%	5.41%	6.96%
归属母公司净利润	2412.46	3065.57	3133.99	3427.72
YOY	29.96%	27.07%	2.23%	9.37%
EPS(元)	1.00	1.28	1.30	1.43
PE	-	16	16	14

一、无烟喷吹龙头受益市场扩容

高炉喷吹煤技术始于上世纪五六十年代，其在生铁冶炼环节的主要作用是部分替代冶金焦，降低焦炭消耗量。另外可提高高炉风，加大冶炼强度，提高生铁产量水平。最初完全是采用阳泉无烟煤作为原料，但由于无烟煤储量偏小，日益稀缺，市价逐年攀升，开始采用长焰煤与无烟煤混合喷吹，同时氮气保护系统的试验成功也使得烟煤作为喷吹原料加速推广，烟煤和无烟煤混喷有利于提高喷煤比和煤焦置换比。烟煤挥发高，且含有一定水分，进入风口后会爆裂，促进分解燃烧和残碳燃烧，燃烧效率高。北方钢厂逐渐将烟煤混合的比例提高至 30%-50%，近几年贫瘦精煤也开始作为补充原料以弥补无烟煤的紧缺。

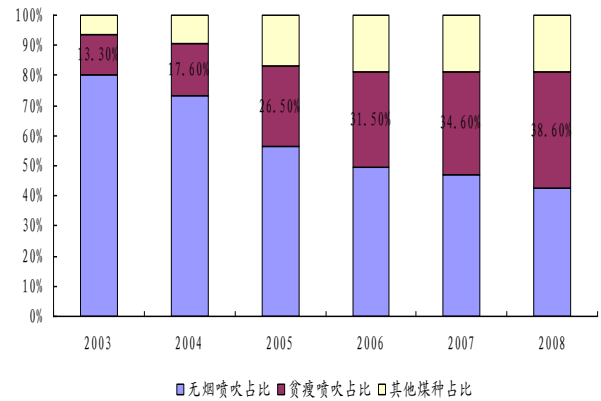
从 2003-2009 年来看，无烟喷吹煤所占比例呈现下降趋势，从 2003 年的 80.2% 降至 38%。贫瘦喷吹煤所占的比例则呈现上升趋势，从 2003 年的 13.3% 升至 40%，但实际上，由于在冶金过程中烟煤与无烟煤作用上的差异，并不能相互完全替代，因此未来无烟喷吹占比将逐步趋稳。

图 1：历史上喷吹煤的技术演变



资料来源：互联网、宏源证券

图 2：2003-2008 年喷吹煤分煤种比例变化



资料来源：煤炭资源网、宏源证券

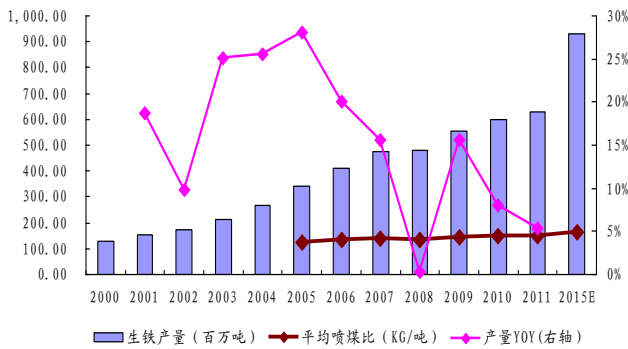
表 1：高炉喷吹三大煤种比较

煤种	固定碳	挥发分	灰分	特点	安全防护措施
无烟煤	60% ~ 80%	<10%	6% ~ 30%	固定碳含量高，挥发分低，着火温度高	可不采取特殊的安全防护措施
烟煤	40% ~ 70%	15% ~ 40%	7% ~ 30%	碳含量较低，挥发分高，着火温度较低	必须采取严密的安全防护措施
褐煤	40% 左右	>40%	-	水分高，着火温度低，具有强烈的爆炸性	采取严密的安全防护措施

资料来源：互联网、宏源证券

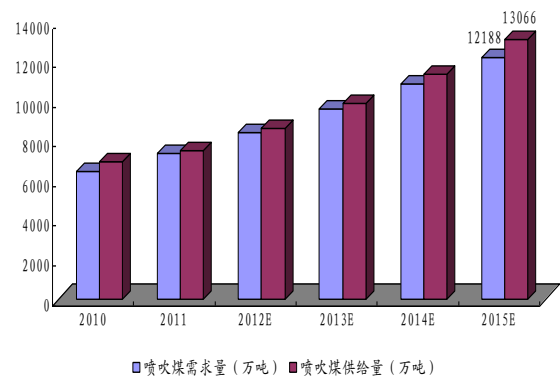
受益于国家投资政策的拉动，国内钢铁产能逐步放大，对于焦煤及焦炭的需求也在增加，但优质炼焦煤资源日益匮乏，并已列入国家保护性开发范围，钢厂节约冶炼成本也迫在眉睫，在此背景下喷吹煤由于可替代部分焦炭，降低炼铁焦比及成本，加速发展势在必行。根据煤炭资源网的预测，“十二五”末全国喷吹煤需求约1.2亿吨，年复合增速为13.3%，钢厂喷煤比也将由目前的148kg/吨升至164kg/吨，仍有较大提升空间，公司是国内无烟喷吹的领军企业，占据较好的资源及区位优势，必将充分受益喷吹煤市场的扩容。

图 3： 全国生铁产量增速及喷煤比变化



资料来源：互联网、宏源证券

图 4： 全国喷吹煤市场供需预测

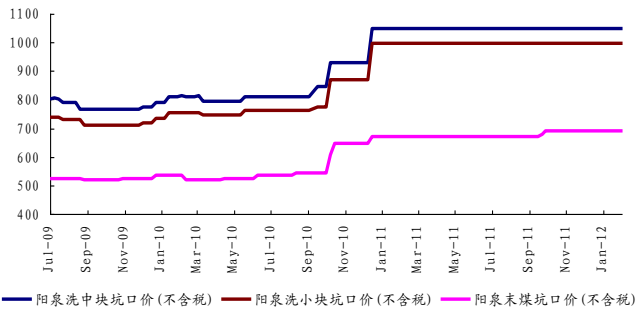


资料来源：煤炭资源网、宏源证券

二、下游需求平稳，煤价相对坚挺

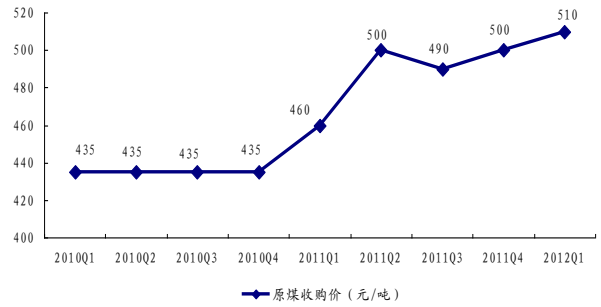
今年我国经济增长继续放缓，煤炭下游各行业景气度将受到影响。公司所处全国六大无烟煤基地的阳泉，产品中70%以上以洗末煤的形式供应给电力企业，约15%以洗粉煤的形式（喷吹煤）供应给冶金企业，剩余约15%以洗块煤的形式供应给化工、建材企业，由于与客户关系稳定且紧密，目前占比最大的电力方向需求较去年保持稳定，而喷吹煤需求略显疲弱，影响较为有限。在此基础上，年初公司的煤价保持平稳，其中洗块煤含税价为1100元/吨，洗粉煤约为1000元/吨左右，略有承压，均已合同煤形式销售，而洗末煤（Q5500）含税在500元/吨以上，其中重点合同煤价格预计上涨5%，非合同煤价则保持稳定。此外，近期公司公告，1季度向集团原煤采购价为510元/吨，较去年4季度再次提高10元/吨，也间接反映其对综合售价走势的信心。

图 1: 山西阳泉地区无烟煤价格走势



资料来源: WIND、宏源证券

图 2: 公司向集团采购原料煤价格走势



资料来源: 公司公告、宏源证券

表 1: 公司分类型产品价格预测

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
综合售价 (元/吨)	439.6	489.4	535.3	562.0	591.3
YOY		11.3%	9.4%	5.0%	5.2%
分煤种					
洗块煤	731	731	850	910	955
洗粉煤	655	836	960	1018	1079
洗末煤	368	406	428	445	467
煤泥	216	286	329	345	363

资料来源: 公司公告、宏源证券

二、内生增长有限，销售结构趋稳

从产量上看，公司内生增长动力不足，本部 6 个矿井核定产能 3000 万吨，其中一矿、二矿、新景矿和开元矿生产基本稳定，平舒矿和景福矿是增量的来源，平舒矿正处于扩产改造阶段，核定产能已由之前的 120 万吨增至 300 万吨，未来还计划扩至 500 万吨，但时点尚不确定，而景福矿将由 60 万吨增至 90 万吨，预计两矿合计较去年增产不到 100 万吨，相对于公司整体近 3000 万吨的产量贡献有限。此外，公司以国阳天泰（持股 51%）为主体整合区域小矿权益储量 5.35 亿吨，权益产能 534 万吨，预计今年难有产量释放，明年会有部分工程煤，大部分释放将集中在 2014 年。总之，我们预计未来 2 年公司原煤产量分别为 2985 万吨和 3270 万吨，增速分别为 2.2% 和 9.5%。

表 2: 公司现有煤矿基本情况

煤矿名称	权益	煤种	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	可采年限(年)
一矿	100%	无烟煤	107800	60600	750	81
二矿	100%	无烟煤	100900	42100	810	52
开元矿	100%	贫瘦煤	35900	12100	300	40
平舒矿	56%	贫煤	29800	7000	300	23
景福矿	70%	贫瘦煤	2000	2000	90	22
新景矿	100%	无烟煤	95100	57300	750	76
国阳天泰	51%	无烟煤	11900		840	-
合计	100%	-	383400	181100	3840	-

资料来源: 公司公告、宏源证券

此外, 公司与集团关联交易较大, 煤炭购销部分主要有两种形式: 1) 采购集团原煤入洗销售, 每年约 1000 万吨, 预计市价与原煤采购价差约 40 元/吨, 吨净利在 15 元/吨左右; 2) 在寿阳等地设立销售子公司, 以代销形式运作, 部分原煤入洗, 每年约 1000 万吨, 只收取代销手续费, 业绩贡献有限。

表 3: 公司煤炭生产情况预测

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
原煤产量(万吨)	2096	2621	2920	2985	3270
YOY	18.2%	25.0%	11.4%	2.2%	9.5%
集团原煤采购量	1430	1058	1000	1000	1000
集团子公司采购量	539	861	1000	1000	1000
分煤矿					
一矿	580	661	750	750	750
二矿	705	750	810	810	810
新景矿		650	750	750	750
平舒矿(56.3%)	168	200	250	300	400
开元矿	321	300	300	300	300
景福矿(70%)		60	60	75	90
国阳天泰(51%)	0	0	0	0	170

资料来源: 宏源证券

而从销量上看, 预计近 3 年分别为 4920 万吨、4985 万吨和 5270 万吨, 年复合增速约为 5%, 由于受限于入洗能力, 预计高盈利的洗块煤和洗粉煤量能难有较大增长, 商品煤销售结构比例将保持稳定, 洗块煤、洗粉煤、洗末煤和煤泥分别占比 12%、12%、73% 和 3%。

表 4: 公司煤炭销售情况预测

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
商品煤销量(万吨)	3953	4538	4920	4985	5270
YOY	8.8%	14.8%	8.4%	1.3%	5.7%
分煤种					
洗块煤	470	520	566	573	606
洗粉煤	476	533	576	583	617
洗末煤	2855	3325	3606	3654	3863
煤泥	152	160	172	174	184

资料来源: 宏源证券

三、跨过一道坎，终将海阔天空

目前阳煤集团原煤产量可能约为 5300 万吨，根据其“十二五”的战略目标，计划五年再造“两个阳煤”，原煤产能达到 1.3 亿吨，是上市公司现有煤矿合计产能的近 3 倍，在山西煤企集团整体上市的趋势下，资产注入的空间广阔。

表 5: 阳煤集团与公司煤炭产量对比

项目	2008	2009	2010	2011	2015E(产能)
阳煤集团	3837	5025	5206	5300	13000
阳泉煤业	1774	2096	2621	2920	4430
集团/公司	2.2	2.4	2.0	1.8	2.9

资料来源: 互联网、宏源证券

从集团现有煤矿资产的建设进度看，预计目前现有产量(除上市公司)约 2400 万吨，部分煤矿正常生产，部分煤矿也存在证照不齐的情况，而石港矿、七元矿等拟建矿在计划中，运峪、长沟等整合小矿也正处于技改期，有望成为集团后续增长的来源，注入的条件也将逐步成熟。目前市场对于五矿、寺家庄矿注入的预期较为强烈，其中五矿为无烟煤，盈利能力较强，而寺家庄则为贫煤，假设两矿达到核定产能的情况下，预计现金注入方式将增厚公司 EPS1.02 元。

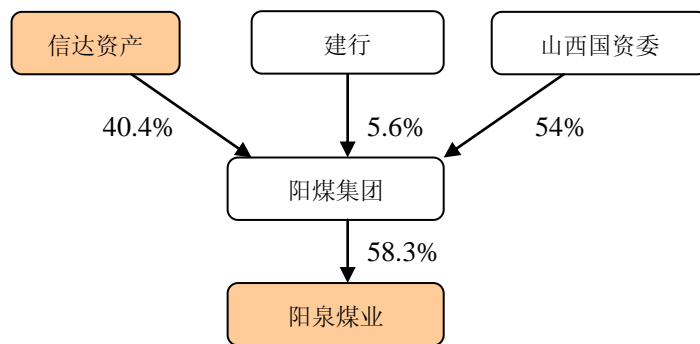
表 6: 集团剩余部分煤炭资产情况

煤矿	核定产能 (万吨)	目前产量 (万吨)	备注
在产、技改矿合计	4460	2400	-
三矿	500	400	政策性破产
五矿	770	770	正常生产
新元一期	300	300	证照不齐
寺家庄矿	600	200	证照不齐
元宝矿	500	200	正常生产
运峪、长沟等整合小矿	1700	470	技改阶段
小石港矿	90	60	在产
拟建矿合计	1800	0	-
大石港矿	1000	0	未建设
七元矿	800	0	未建设
在建合计	300	0	-
新元二期	300	0	建设中

资料来源: 互联网、草根调研、宏源证券

虽然公司资产注入的预期强烈,且空间可观,但由于存在信达资产“债转股”的历史遗留问题,短期内可能很难有实质性进展,一方面股权结构属于“垂直型”,需要新的换股方案推行,另一方面信达持股比例也偏高,达到40%以上,间接增加了谈判的难度,因此未来只能寄希望于当地国资及政府的推动,打开公司成长的动力源。

图 3: 集团及公司股权结构图



资料来源: 公司公告、宏源证券

四、投资建议与估值

估值上,我们预计公司未来3年EPS分别为1.28元、1.3元和1.43元,对应今年PE

为 16 倍，估值优势不突出，但鉴于公司作为国内无烟煤喷吹龙头受益市场扩容，且一旦信达问题取得进展，新成长空间将被打开，必将海阔天空，首次给予“增持”评级，6 个月目标价 23.4 元。

五、风险提示

- 1) 信达问题继续拖延，资产注入无期限
- 2) 无烟喷吹市场占比下降，公司产量难有提升
- 3) 经济进一步放缓，下游需求疲弱

财务报表

利润表 (单位: 百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	27940.63	50035.37	52739.94	56408.53
减: 营业成本	22289.97	42969.47	45418.82	48466.86
营业税金及附加	482.24	500.35	527.40	564.09
营业费用	288.84	375.27	316.44	338.45
管理费用	1325.18	1801.27	1951.38	2087.12
财务费用	197.82	135.93	142.83	159.71
资产减值损失	37.73	70.00	70.00	70.00
加: 投资收益	22.05	66.00	40.00	40.00
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	3340.91	4249.08	4353.08	4762.31
加: 其他非经营损益	-19.89	0.00	0.00	0.00
利润总额	3321.02	4249.08	4353.08	4762.31
减: 所得税	826.89	1045.77	1078.27	1180.58
净利润	2494.13	3203.31	3274.81	3581.73
减: 少数股东损益	81.67	137.74	140.82	154.01
归属母公司股东净利润	2412.46	3065.57	3133.99	3427.72
EPS	1.003	1.275	1.303	1.425
PE	20	16	16	14

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	4843.10	6441.18	10077.88	13603.37
应收和预付款项	4698.27	7831.42	8551.59	9482.55
存货	990.21	1105.86	1489.50	1972.41
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	307.97	373.97	413.97	453.97
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5861.51	5881.95	5594.38	5596.81
无形资产和开发支出	4315.76	4126.67	3997.59	3918.51
其他非流动资产	0.16	0.08	0.00	0.00
资产总计	21016.97	25761.12	30124.91	35027.62
短期借款	597.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	7176.90	8629.97	10077.97	11797.14
长期借款	2601.35	2501.35	2501.35	2501.35
其他负债	621.24	1957.97	2163.24	2382.21
负债合计	10996.50	13089.29	14742.56	16680.70
股本	2405.00	2405.00	2405.00	2405.00
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	6123.57	8637.17	11206.88	14017.43
归属母公司股东权益	8528.57	11042.17	13611.88	16422.43
少数股东权益	1491.91	1629.65	1770.47	1924.48
股东权益合计	10020.48	12671.83	15382.35	18346.91
负债和股东权益合计	21016.97	25761.12	30124.91	35027.62
现金流量表				
经营性现金净流量	4287.71	4416.17	5653.95	6005.85
投资性现金净流量	-1723.63	-1533.26	-1494.73	-1985.53
筹资性现金净流量	-607.81	-1284.82	-522.52	-494.83
现金流量净额	1953.99	1598.09	3636.70	3525.49

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	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@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	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。