

外延扩张与资产注入双轮驱动

买入维持

目标价格：25 元

投资要点：

- 📖 今年公司量能增长较好，主要来自山西及内蒙地区
- 📖 认购 ST 金化增发实际物超所值，今年减亏势在必行
- 📖 资产注入脚步渐近，公司可能具备融资诉求

报告摘要：

- **下游环比改善，煤价略有调整。**2 季度下游景气度有所回升，但驱动力仍有待强化，目前公司产销状况稳定，精煤价格大约 1100 元/吨（不含税），较去年均价和 1 季度均价调整幅度分别在 10% 和 5% 以内，而混煤现货价稳定，合同煤价上涨 5%。
- **山西、内蒙贡献增量，资源扩张进行时。**今年公司在山西的产量有望升至 400 万吨以上，预计可实现净利约 3.36 亿元，对应权益利润为 2.7 亿元，EPS 为 0.12 元，同时内蒙的产量将逐步增至 500 万吨以上，预计贡献权益利润 1.05 亿元，对应 EPS 约 0.04 元，不排除公司后续有进一步整合收购的计划。
- **ST 金化减亏是关键一环。**公司以 16 亿元全额认购 ST 金化非公开发行的股票实际物超所值，且从股权架构方面的考虑，也可能将其作为未来实施资本运作的重要筹码。此外，今年公司还将致力于 ST 金化的扭亏，避免其退市风险，一方面政府财政补贴近 1.03 亿元，另一方面新项目转为乙烯法后有助于降低成本压力，若兑现预计可增厚利润约 1.4 亿元，对应 EPS0.06 元。
- **集团跻身亿吨级企业，资产注入预期渐浓。**2011 年冀中能源集团原煤产量首次超过亿吨，“十二五”目标将达到 1.5 亿吨，在信达股权问题解决后资产注入预期较强，旗下部分煤矿条件日益成熟。
- **维持“买入”评级。**预计 3 年 EPS 分别为 1.52 元、1.73 元和 1.87 元，对应 PE 为 13 倍，公司作为具备注入预期的焦煤企业估值明显偏低，我们看好其中长期发展，6 月份目标价 25 元。

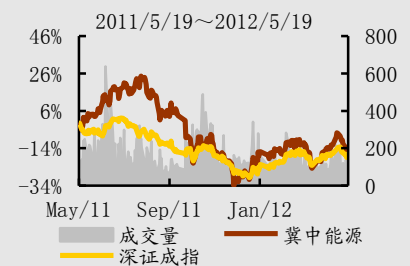
分析师：

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 * 公司深度研究 * 冀中能源：战略扩张推进，注入空间广阔 * 000937 * 煤炭行业 * 王京乐.doc》，2012.2

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	37569.08	44550.18	49386.59	53789.09
YOY	24.03%	18.58%	10.86%	8.91%
归属母公司净利润	3049.34	3509.93	3993.23	4325.16
YOY	27.26%	15.10%	13.77%	8.31%
EPS(元)	1.318	1.518	1.727	1.870
PE	15	13	11	10

目录

一、下游环比改善，煤价略有调整.....	4
二、山西、内蒙贡献增量，资源扩张进行时.....	5
三、ST金化减亏是关键一环.....	8
四、集团跻身亿吨级企业，资产注入预期渐浓.....	10
五、盈利预测与投资建议	13
（一）经营指标预测	13
（二）投资建议与估值	14
六、风险提示	15

插图

图 1: 近期日均粗钢产量明显回升.....	4
图 2: 我国生铁产量月度变化.....	4
图 3: 上海钢铁价格走势.....	4
图 4: 河北省焦精煤及弱粘煤价格走势.....	4
图 5: 华北地区国有重点煤企对电力及冶金行业月度销量变化.....	5
图 6: 山西段王集团经营情况变化.....	7
图 7: PVC 产能、产量及开工率情况.....	9
图 8: PVC 原料电石及乙烯的价格走势.....	9
图 9: ST 金化经营状况变化.....	10
图 10: 冀中能源集团股权结构情况.....	10
图 11: 历年集团与上市公司原煤产量比较.....	10
图 12: 2015 年集团在三地产能规划分布.....	10
图 13: 信达问题解决后注入道路通畅.....	11
图 14: 历史上公司资本运作进程及股价表现.....	11

表格

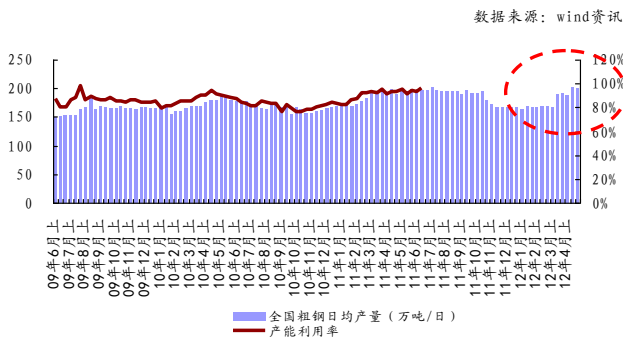
表 1: 冀中能源与西山煤电、平煤股份运销情况比较.....	5
表 2: 冀中能源本部、注入及整合矿情况及产量预测.....	5
表 3: 山西冀中旗下煤矿情况及产量预测.....	6
表 4: 公司在内蒙煤矿情况及产量预测.....	6
表 5: 公司在山西、内蒙地区资源收购价格比较.....	7
表 6: 公司非煤产业基本情况.....	7
表 7: 集团存在注入预期的煤矿情况.....	10
表 8: 公司煤炭业务经营指标预测.....	10
表 9: 集团剩余煤矿资产一览.....	10
表 10: 公司主营收入、成本预测.....	11
表 11: 焦煤子行业公司估值比较.....	12

一、下游环比改善，煤价略有调整

进入2季度以来，随着钢铁行业旺季来临，铁路等基建项目启动，以及发改委加快项目的审批，我国日均粗钢产量明显回升，焦煤需求呈环比改善态势，但主要驱动力房地产的新开工改善有待时日，且基数偏高，生铁产量增速依然在低位，短期内钢价上行动力也略显不足，企业亏损是普遍现象。同时，上个月电力需求中农业用电下降3.5%左右，工业用电略增长1.3%，电厂库存在高位，形势同样不容乐观，但由于今年新装机数量较少，局部地区水电出力不足，6、7月份之后电煤需求可能会有改观。

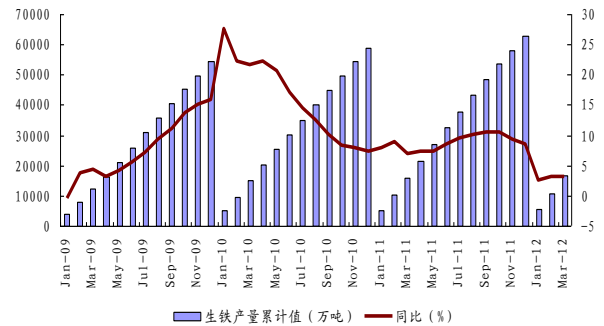
在此背景下，2季度公司产销状况保持稳定，回款情况基本正常，从煤价上看，目前精煤（1/3焦）价格大约1100元/吨（不含税），较去年均价和1季度均价调整幅度分别在10%和5%以内，这也在一定程度上与票据政策变化有关，而混煤现货价稳定，合同煤价上涨5%。

图 1：近期日均粗钢产量明显回升



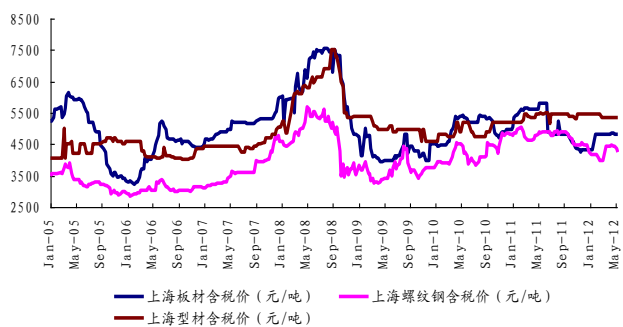
资料来源：WIND、宏源证券

图 2：我国生铁产量月度变化



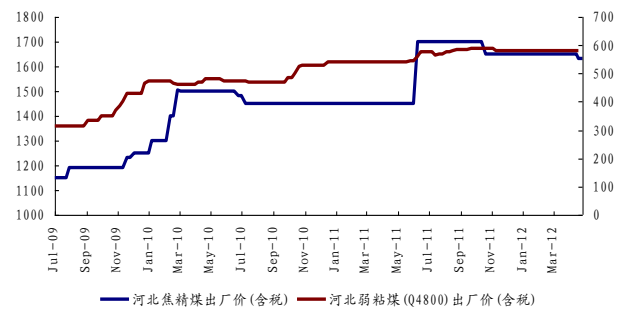
资料来源：WIND、宏源证券

图 3：上海钢铁价格走势



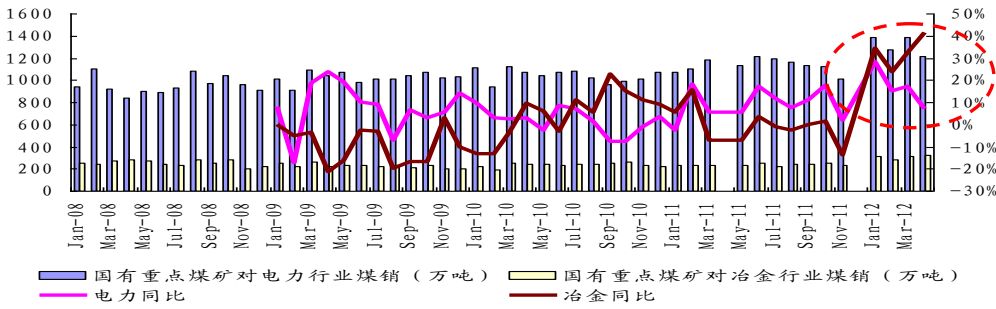
资料来源：WIND、宏源证券

图 4：河北省焦精煤及弱粘煤价格走势



资料来源：WIND、宏源证券

图 5：华北地区国有重点煤企对电力及冶金行业月度销量变化



资料来源：WIND、宏源证券

河北省是重要的煤炭资源大省，公司的主要客户集中在华北地区，精煤主要供应河北钢铁、安阳钢铁等国有重点及大型民营企业，电煤则以本地区电厂为主，涵盖邯郸、上海、山东部分电厂及少量市场用户，与周边竞争对手西山煤电和平煤股份相比，由于地处环渤海经济圈和接近京九线，区位优势 and 运输成本优势突出，客户来源充裕，销售的保障性及议价能力因此更强，而省内的开滦股份产量仅为公司的 1/4，难以在规模上占优。

表 1：冀中能源与西山煤电、平煤股份运销情况比较

项目	冀中能源	西山煤电	平煤股份	开滦股份
主要商品煤种	1/3 焦煤为主，动力煤	炼焦精煤为主，动力煤	动力煤为主，部分炼焦精煤	焦精煤
产品集中度				
冶炼精煤销量 (万吨)	2068	1198	633	242.4
洗精煤销售占比	73%	56%	17%	35.6%
洗精煤售价 (元/吨)	1194	1087	1386	1348
销售半径	300	-	500	-
销售集中度				
销售区域分布	90%华北	华北华南为主	华东南为主	华东、华北
五大客户销售额/销售总额	28.6%	29.7%	46.2%	54.3%
运输方式				
汽运/总外运	33%	30%	铁路、汽运及铁水	-
铁路/总外运	67%	70%	联运分别 6: 3: 1	-
运输特点及发展	京广、京九和京珠复合交通通道联运；十二五将建 3 个煤炭物流中心	主要利用中通道，瓶颈较大，石台线客运线开通有助于缓解货运压力	平煤集团控股湖北平鄂煤炭港埠有限公司	京山、大秦两条铁路、205 国道以及京沈、津唐、唐港三条高速公路贯穿

资料来源：公司公告、宏源证券

二、山西、内蒙贡献增量，资源扩张进行时

今年公司本部煤矿产量将继续保持稳定，而 09 年注入煤矿也无太大增长，因此为寻求可持续发展，公司具备充足的外延式扩张动力。值得关注的是，整合矿中段王集团在在

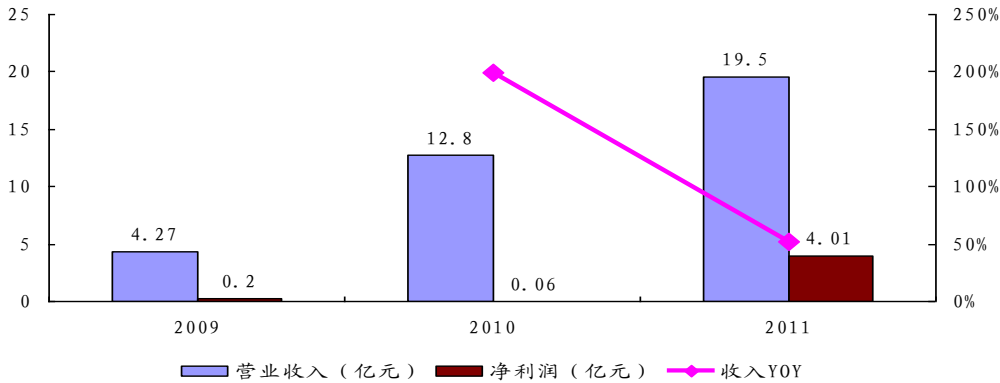
段王煤业、友众煤业及平安煤业整合技改后产能已得以充分释放，达到 500 万吨以上，预计明年可达到 600 万吨以上，去年实现净利润 4.01 亿元，贡献 EPS 约 0.12 元，对公司的业绩影响相对突出。

表 2：冀中能源本部、注入及整合矿情况及产量预测

矿井	持股比例	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	煤种	产量(万吨)			
					2011E	2012E	2013E	2014E
本部矿井								
东庞矿	100%	1.01	392	1/3 焦煤	392	420	420	420
邢台矿	100%	0.33	195	1/3 焦煤	210	210	210	210
葛泉矿	100%	0.23	137	1/3 焦煤、无烟煤	137	137	137	137
章村矿	100%	0.11	126	无烟煤	125	125	125	125
显德汪矿	100%	0.64	170	贫煤	170	170	170	170
邢东矿	100%	0.58	125	1/3 焦煤	125	125	125	125
合计	100%	2.90	1145	-	1159	1187	1187	1187
09 年资产注入矿井								
峰峰集团								
大淑村矿	100%	0.23	180	无烟煤、动力煤	180	180	180	180
万年矿	100%	0.64	300	无烟煤	339	350	350	350
新三矿	100%	0.13	95	肥煤、焦煤	95	95	95	95
梧桐庄矿	100%	0.6	210	肥煤、焦煤	295	295	295	295
邯矿集团								
云驾岭矿	100%	0.17	165	无烟煤、动力煤	175	175	175	175
陶一矿	100%	0.06	65	无烟煤、动力煤	80	80	80	80
陶二矿	100%	0.46	125	无烟煤、动力煤	125	125	125	125
郭二庄矿	100%	0.23	160	无烟煤、动力煤	165	165	165	165
张矿集团								
宣东二号矿	100%	0.41	150	弱粘煤、气煤等	150	150	150	150
合计	-	2.92	1450	-	1604	1615	1615	1615
控股子公司及整合矿								
段王煤业集团	72%	3	450	瘦煤、贫煤	470	515	615	615
其中：段王煤化	72%	-	-	瘦煤、贫煤	290	315	415	415
平安煤业	51%	-	-	瘦煤、贫煤	70	90	90	90
友众煤业	51%	-	-	瘦煤、贫煤	110	110	110	110
张家口洁源	90%	1.4	15	褐煤	0	0	0	0
邢北煤矿	51%	0.09	15	焦煤	2	10	10	20
西庞煤矿	100%	0.02	40	1/3 焦煤	40	60	90	90
合计	-	4.51	520	-	500	585	715	725

资料来源：宏源证券

图 6: 山西段王集团经营情况变化



资料来源: 公司公告、宏源证券

2011年9月公司公告,收购集团旗下“山西冀中”80%的股权,包括凯川煤业、万峰煤业等五个煤矿,合计可采储量为1.97亿吨,核定产能为510万吨,均是优质的焦煤资源,去年亏损大约1.08亿元,兑现了盈利承诺,主要是源于利息支出较多,产销量规模小,预计今年陆续投产后(隆泰有所滞后),产量将升至400万吨以上,较去年大幅增加,假设按照80元/吨净利计算,可实现净利约3.36亿元,对应权益利润为2.7亿元,EPS为0.12元,成为业绩增长的主要来源之一。

此外,公司在山西仍有较大的运作空间,一方面公司目前在当地现有段王集团、金晖煤焦公司等4个主体,未来的趋势可能会实现统一,另一方面除“山西冀中”外,冀中集团还有青龙煤业(邢矿集团)、老母坡(邢矿集团)等优质主焦煤资产,不排除有进一步注入的可能。“十二五”期间,冀中集团也计划在山西实现产能5000万吨,相当于“山西冀中”的近10倍,因此持续的整合及注入是此区域公司最大的看点。

表 3: 山西冀中旗下煤矿情况及产量预测

矿井	持股比例	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	煤种	产量(万吨)			
					2011	2012E	2013E	2014E
凯川煤业	80%	0.13	90	焦煤	10	90	90	90
瑞隆煤业	80%	0.16	120	焦煤	25	120	120	120
万峰煤业	80%	1.22	120	焦煤	25	120	120	120
隆泰煤业	80%	0.57	90	焦煤	0	0	40	90
荣泰煤业	80%	0.18	90	焦煤	10	90	90	90
合计	80%	1.97	510	焦煤	70	420	460	510

资料来源: 宏源证券

同时,公司也在去年设立了冀中能源内蒙古有限公司,并先后收购了武媚牛、乾新及盛鑫煤业等三个煤矿,合计可采储量1.84亿吨,核定产能300万吨,去年武媚牛煤矿由于验收未完,没有产量贡献,预计今年在技改完成后可释放300万吨(露天矿井无限产约束),内蒙合计产量逐步增至500万吨以上。假设按照50元的吨净利计算,今年公司在

内蒙有望实现净利润 2.1 亿元，按 51% 的权益计算，贡献权益利润 1.05 亿元，对应 EPS 约 0.04 元。

“十二五”期间，冀中集团在内蒙规划产能为 6000 万吨，是目前现有产能的 12 倍，公司成功发行 40 亿元公司债券，又对冀中能源内蒙古公司增资 8.5 亿元，相信在整合主体确立后，进一步扩充煤炭资源有较大的想象空间，新利润增长点也会陆续出现。

表 4: 公司在内蒙煤矿情况及产量预测

矿井	持股比例	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	煤种	产量 (万吨)			
					2011	2012E	2013E	2014E
武媚牛煤矿	51%	0.91	120	动力煤	0	300	300	300
乾新煤矿	51%	0.53	60	动力煤	60	60	60	60
盛鑫煤业	72%	0.4	120	不粘煤	0	60	120	120
合计	51%	1.84	300	-	60	420	480	480

资料来源：宏源证券（注：武媚牛煤矿现核定产能 120 万吨，正在进行 210 万吨/年技改）

持续的外延扩张是公司加快成长的基石，近年来煤炭市场规模扩大，价格不断提高，资源日益成为企业的争夺对象，但河北省内小矿居多，风险偏大，其他产煤省份也很难找到大块的整装煤田，新疆地区的优质资源也逐步被划分完毕，公司凭借较强的市场洞察力和行动力及时扩大省外地区的先发优势，有利于中长期的可持续发展。

表 5: 公司在山西、内蒙地区资源收购价格比较

煤矿	收购作价 (亿元)	权益可采储量 (亿吨)	规划产能 (万吨)	吨储量价格 (元/吨)	吨产能价格 (元/吨)
内蒙					
武媚牛煤矿	8.6	0.47	300	18.3	717
乾新煤矿	2.28	0.53	60	4.3	380
盛鑫煤业	6.84	0.29	120	23.6	570
平均	-	-	-	15.4	556
山西					
山西冀中五个矿	17.45	1.97	510	8.9	342

资料来源：公司公告、宏源证券

三、ST 金化减亏是关键一环

目前公司的非煤产业包括 PVC、焦炭和甲醇三类产品，其中 PVC 主要由 ST 金化经营，但 08 年以来经营状况不理想，去年也亏损 2.46 亿元，原因在于：1) 资金压力较大，生产和项目建设需要投入；2) 资源价格上涨较大，所需主要原材料 EDC 和电石的采购价

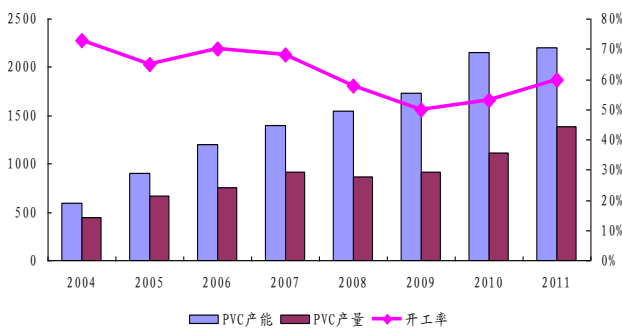
格出现不同程度的上涨; 3)进口 EDC 货源紧俏,价格高企,原料 EDC 采购困难,导致 PVC 生产成本居高不下; 4) 2011 年 4 季度产品价格调整,毛利率走低。针对这些问题,公司今年将致力于 ST 金化的扭亏,避免其退市风险,措施包括: 1) 河北省财政厅已批准提供 1.03 亿元的补贴; 2) 新项目由电石法转变为乙烯法,乙烯原料由于产能过剩价格压力偏小,有助于扩大盈利空间; 3) 40 万吨/年 PVC 募投项目建设完成以后可同时生产 EDC 与 VCM,与现有 23 万吨/年 PVC 生产产生协同效应。

表 6: 公司非煤产业基本情况

产品	2010 年		2011 年		经营主体
	产量	销量	产量	销量	
PVC	13.4	13.8	14.8	14.8	ST 金牛
焦炭	121	123	130	130	金牛天铁
甲醇	18.8	18.8	20.1	20	金牛旭阳

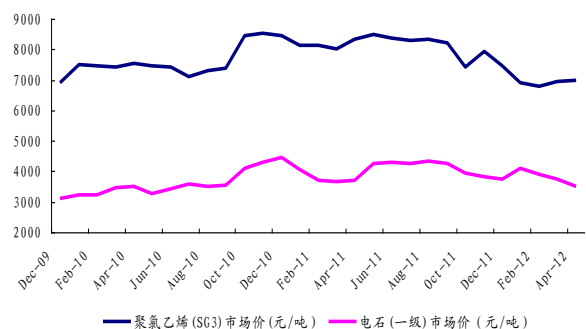
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 7: PVC 产能、产量及开工率情况



资料来源: 化工网, 宏源证券

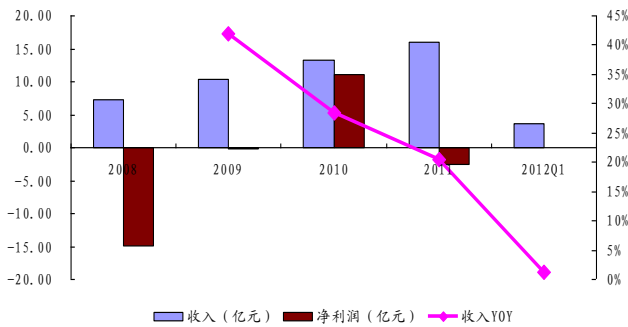
图 8: PVC 原料电石及乙烯的价格走势



资料来源: WIND, 宏源证券

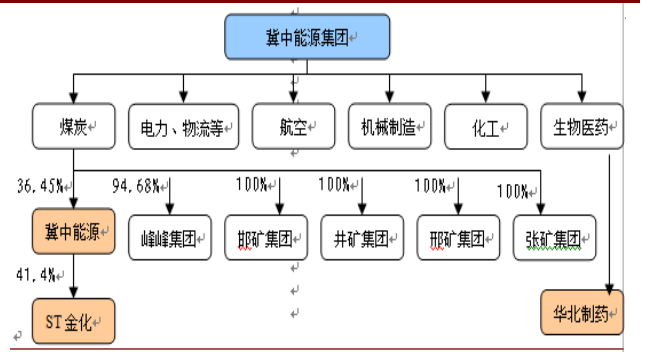
此外,公司以现金 16 亿元全额认购 ST 金化非公开发行的 2.59 亿股,完成后股权比例将由 30.3%升至 56.8%。此次参与认购意义重大,一方面可保留较好的上市公司壳资源,为以后集团资本运作打下基础,另一方面还获得了 23 万吨 PVC 生产线和近 2000 亩土地储备,募投的 40 万吨项目也在建设中。我们测算,一旦 ST 金化将实现扭亏为盈,公司可增厚利润约 1.4 亿元,对应 EPS0.06 元,另股权获得溢价也可受益。从中长期看,ST 金化定位为集团的化工平台,不排除集团其他非煤业务进一步整合进来的可能,且从股权架构方面的考虑,也可能是未来实施资本运作的重要筹码。

图 9: ST 金化经营状况变化



资料来源: WIND、宏源证券

图 10: 冀中能源集团股权结构情况

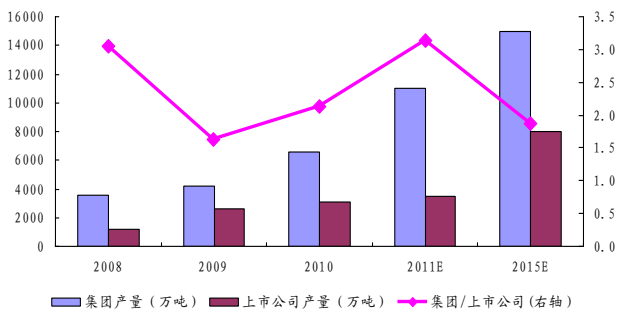


资料来源: 集团网站、宏源证券

四、集团跻身亿吨级企业，资产注入预期渐浓

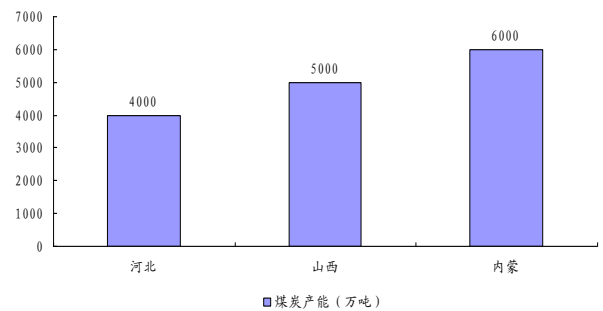
在煤炭集团大力推进整体上市的背景下，投资煤炭上市公司实际就是投资其背后的集团，2011年冀中能源集团实现原煤产量1.02亿吨，在全国处于第6位，首次跻身亿吨级企业行业，而“十二五”末规划将实现产能1.5亿吨（河北、山西及内蒙分别达到4000万吨、5000万吨及6000万吨），精煤产量4000万吨，上市公司实现产量6000万吨，因此近2.5倍的集团煤炭同业资产体量意味着公司未来几年受益资产注入的空间巨大。

图 11: 历年集团与上市公司原煤产量比较



资料来源: 互联网、宏源证券

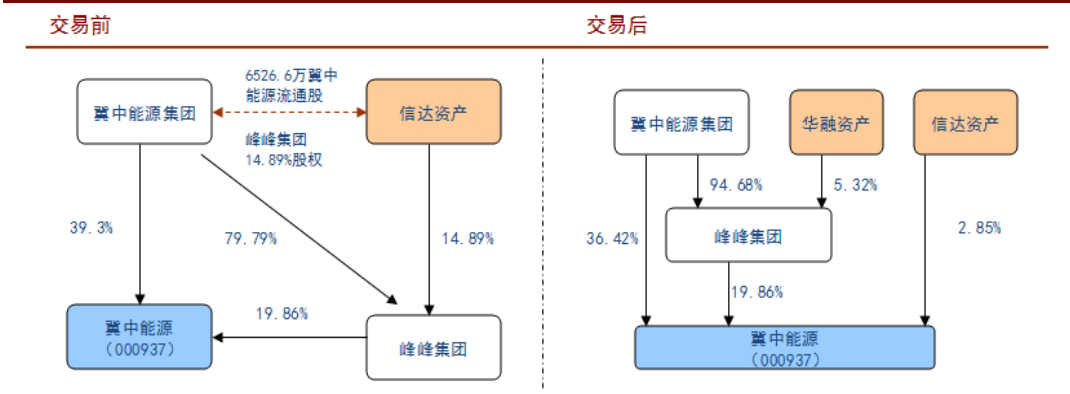
图 12: 2015年集团在三地产能规划分布



资料来源: 宏源证券

在此背景下，2011年12月冀中集团通过将6526.6万上市公司股份与信达资产公司持有的峰峰集团14.89%的权益进行置换，成为了国内第一家解决信达股权问题的煤企集团，为后续的外延扩张及资产注入彻底扫清了障碍。从这一事件可以看出，冀中能源管理层决策力强，做事果断利落，因此后续资本运作预期对股价的驱动更加及时有效。

图 13; 信达问题解决后注入道路通畅



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 14; 历史上公司资本运作进程及股价表现



资料来源: 宏源证券

根据我们对目前注入预期强烈集团矿建设进度的跟踪, 九龙矿、磁西矿一号矿、文水赤峪矿以及老母坡矿可能条件日益成熟, 磁西矿、羊东矿、赤峪矿等已获得国家发改委的核准, 这些大部分为优质主焦煤, 一旦注入将进一步优化产品结构, 而北掌矿相关手续正在办理, 城梁矿在开展前期工作, 张家梁、官板及牛西等矿尚在技改过程中, 因此公司启动注入并融资的预期逐渐强烈, 且后续跟进资产也比较充足, 是未来几年最值得期待的亮点。

此外, 从业绩影响来看, 相对成熟的矿合计产能大约 600 万吨, 储量近 3 亿吨, 预计吨净利 200 元左右, 全部投产的话可新增盈利约 10.6 亿元, 假设采取股权融资的方式募资 40 亿元, 股本可能增加 8.7%, 业绩会有一定摊薄, 但增厚的效果明显。

表 7: 集团存在注入预期的煤矿情况

矿井	持股比例	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	煤种	目前状况
九龙矿	100%	0.63	150	主焦煤	正常生产
文水赤峪矿	55%	-	300	主焦煤	手续不全, 等批文
老母坡矿	60.55%	0.19	30	主焦煤	60 万吨技改
城梁煤矿	100	12.31	600	动力煤	前期工作
北掌矿	70%	0.37	60	动力煤	手续不全
磁西一号矿	100%	1.01	180	主焦煤	在建, 2013 年投产, 地处九龙矿东北侧
张家梁矿	65%	0.35	120	动力煤	技改中
牛西矿	60%	0.1	60	动力煤	技改中
官板乌素矿	54%	0.38	120	动力煤	技改中
羊东矿	-	0.99	130	-	已批准

资料来源: 宏源证券

表 8: 集团剩余煤矿资产一览

所属集团	矿井	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	煤种	目前状况
峰峰集团 (年产原煤 2000 万吨以上, 精煤 1000 万吨以上)						
在产	九龙矿	2.29	0.76	150	主焦煤	正常生产
	薛村矿	1.71	0.31	130	-	逐步退出
	小屯矿	1.07	0.26	71	-	逐步退出
	黄沙矿	0.89	0.15	120	-	逐步退出
	通顺矿业	0.75	0.03	45	-	低效, 可采量少
	利泰实业	0.12	0.002	6	-	低效, 可采量少
	大力矿	0.58	0.006	30	-	低效, 可采量少
	孙庄矿	0.52	0.03	22	-	生产规模小
	牛儿庄矿	0.63	0.06	90	-	低效, 可采量少
	羊东矿	2.89	0.99	130	-	-
在建拟建	磁西一号	2.02	1.01	180	主焦煤	已核准
	油房渠矿	0.46	0.32	300	-	-
	鑫东矿	0.84	0.78	120	-	-
	磁西二号	2.74	1.65	180	主焦煤	-
	磁西三号	0.32	-	-	主焦煤	-
	磁西四号	0.66	-	-	主焦煤	-
	查干淖尔一矿	25.5	14.4	800	褐煤	办理手续
	查干淖尔二矿	7.46	3.31	400	-	-
	红格尔	8.96	3.47	400	-	仅有探矿权

合计	60.39	27.6	3174	-	-
邯矿集团（原煤 1100 万吨，精煤 500 万吨，十二五目标原煤产量 3000 万吨以上）					
康城矿	-	0.04	35	-	低效，开采规模小
阳邑矿	-	0.003	7	-	低效，开采规模小
亨健矿	-	0.07	30	-	低效，开采规模小
北掌矿	-	-	-	动力煤	仅有探矿权
山西金地煤焦公司	-	5.1	300	主焦煤	已核准
青龙矿	-	0.9	90	主焦煤	勘探中
老母坡矿	-	-	60	主焦煤	在产
张矿集团（原煤产量 1500 万吨，十二五力争 3000 万吨）					
怀来矿	-	0.01	30	-	可采储量小
长城矿	-	0.05	90	-	可采储量小
康保矿	-	0.04	69	-	可采储量小
涿鹿矿	-	0.11	36	-	低效
八宝山矿	-	-	-	-	-
牛西矿	-	0.1	60	动力煤	技改中
张家梁矿	-	0.35	120	动力煤	技改中
官板乌素矿	-	0.38	120	动力煤	技改中
邢矿集团（计划 2015 年实现产量 2000 万吨，目前资源储量 23 亿吨）					
城梁矿	-	-	600	动力煤	办理手续
井矿集团（十二五目标原煤产量达到 1000 万吨以上）					
天一煤业	-	-	210	-	-
天达煤业	-	-	90	-	-
佳新能源	-	-	300	-	-

资料来源：集团网站，宏源证券（注：峰峰集团羊梁河矿在 09 年年中关闭，集团矿数据有限）

五、盈利预测与投资建议

（一）经营指标预测

表 9: 公司煤炭业务经营指标预测

项目	2011	2012E	2013E	2014E
原煤产量(万吨)	3415	4227	4437	4557
外购原煤量(万吨)	180	150	150	150
原煤销量(万吨)	3468	4016	4215	4329
其中: 洗精煤	2068	2451	2569	2636
原煤	765	886	930	955
其他洗煤	635	679	717	738
综合售价(元/吨,按销量)	900	924	969	1017
其中: 洗精煤	1194	1200	1260	1323
原煤	522	548	576	604
其他洗煤	398	418	439	461
吨煤成本(元/吨,按产量)	650	672	709	746
吨煤毛利(元)	250	252	261	272
煤炭业务毛利率	28.8%	27.2%	26.9%	26.7%

资料来源: 宏源证券

表 10: 公司主营收入、成本预测

项目(百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入	37571	44550	49387	53789
其中: 煤炭	31213	37105	40861	44045
化工	4467	5137	5907	6793
建材	1181	1418	1630	1875
主营成本	28,205	33,688	37,536	41,049
其中: 煤炭	22212	27000	29869	32274
化工	4318	4880	5612	6454
建材	984	1134	1304	1500
毛利率	24.9%	24.4%	24.0%	23.7%
其中: 煤炭	28.8%	27.2%	26.9%	26.7%
化工	3.33%	5.00%	5.00%	5.00%
建材	17%	20%	20%	20%

资料来源: 宏源证券

(二) 投资建议与估值

从估值上看, 预计公司近 3 年 EPS 分别为 1.52 元、1.73 元及 1.88 元, 对应今年 PE 仅为 13 倍, 估值较其他焦煤子行业公司偏低。虽然下游行业景气度低迷, 但鉴于公司资源禀赋突出, 外延式扩张能力强, 且信达问题解决后集团资产注入道路顺畅, 集团旗下资产结构的梳理将带来股价催化剂方面的考虑, 我们看好公司中长期的发展, 继续维持“买

入”评级，具备注入预期的焦煤公司应给予较高的估值，按照今年 17 倍的水平，6 个月目标价 25 元。

表 11: 焦煤子行业公司估值比较

序号	公司名称	EPS			PE			PB
		2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	
1	西山煤电	1.08	1.27	1.53	16	14	11	3.5
2	潞安环能	1.83	2.24	2.9	14	12	9	3.7
3	盘江股份	1.92	2.31	3.06	16	13	10	4.4
4	开滦股份	0.85	1.15	1.32	15	11	10	3.8
5	平煤股份	0.88	1.01	1.1	13	11	10	2.4
6	煤气化*	-0.2	1.32	1.57	-	15	13	3.1
7	冀中能源	1.52	1.73	1.88	13	12	11	2.9
	平均	-	-	-	15	12	10	3.5

资料来源：宏源证券（剔除煤气化的影响）

六、风险提示

- 1) 经济“硬着陆”，焦煤价格调整超出预期
- 2) 资产注入进程慢于预期
- 3) 外延扩张受阻，收购价格上升
- 4) 开采条件复杂，深度增加，生产成本上升
- 5) ST 金化减亏不明显

财务报表

利润表(单位: 百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	37569.08	44550.18	49386.59	53789.09
减: 营业成本	28207.07	33688.07	37535.54	41048.50
营业税金及附加	393.14	466.19	516.80	562.87
营业费用	651.66	757.35	839.57	914.41
管理费用	3624.59	4633.22	4938.66	5378.91
财务费用	639.77	548.70	485.42	371.53
资产减值损失	139.02	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	79.04	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

营业利润	3992.87	4456.65	5070.59	5512.86
加: 其他非经营损益	182.93	220.00	250.00	250.00
利润总额	4175.80	4676.65	5320.59	5762.86
减: 所得税	1128.59	1169.16	1330.15	1440.72
净利润	3047.21	3507.48	3990.44	4322.15
减: 少数股东损益	-2.13	-2.45	-2.79	-3.02
归属母公司股东净利润	3049.34	3509.93	3993.23	4325.16
EPS	1.318	1.518	1.727	1.870
PE	14.71	12.78	11.24	10.37

资料来源: 宏源证券

资产负债表(单位: 百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	3554.21	5346.02	5926.39	6454.69
应收和预付款项	9586.22	11120.55	13769.09	14657.20
存货	1197.19	1209.10	1379.55	1451.38
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	680.61	680.61	680.61	680.61
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	14338.67	14512.97	14658.46	14728.96
无形资产和开发支出	4843.13	4951.29	5079.46	5127.63
其他非流动资产	1808.78	2111.04	2237.50	2358.40
资产总计	36008.79	39931.58	43731.07	45458.86
短期借款	3070.99	3250.30	2401.37	343.10
应付和预收款项	8138.69	8953.02	10276.02	10460.79
长期借款	7128.68	7128.68	7128.68	7128.68
其他负债	1401.12	1413.05	1419.55	1426.05
负债合计	19739.47	20745.04	21225.62	19358.62
股本	2312.88	2312.88	2312.88	2312.88
资本公积	3115.12	3115.12	3115.12	3115.12
留存收益	8845.42	11765.09	15086.79	18684.60
归属母公司股东权益	14273.43	17193.10	20514.80	24112.61
少数股东权益	1995.89	1993.44	1990.65	1987.64
股东权益合计	16269.32	19186.54	22505.45	26100.24
负债和股东权益合计	36008.79	39931.58	43731.07	45458.86
现金流量表				
经营性现金净流量	3687.16	5035.43	4821.35	5912.36
投资性现金净流量	-5980.46	-2283.97	-2235.10	-2226.90
筹资性现金净流量	5908.33	-959.64	-2005.88	-3157.16
现金流量净额	3615.00	1791.82	580.37	528.30

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, 3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

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮		
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com		
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	021-51782236 lilan@hysec.com
华南 区域	贾浩森	罗云	孙婉莹		
	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com		
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	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。