提价改善预期，注入添油加力

增持 上调

目标价格：16.5 元

投资要点:

- 年初提价、资产注入重启改善市场预期下调的态势
- 2013 年致力于培育新利润点、优化业务结构、解决同业竞争

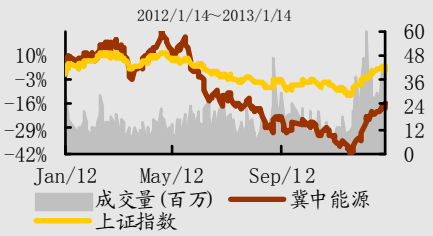
报告摘要:

- **坎坷 2012 年调低成长预期。**去年年初公司制定了较为明确的成长目标，但煤价下跌使得业绩不达预期，“山西冀中”未能并表减少业绩增长点，市场环境恶化降低集团资产注入的可能性，但这些实际上为今年迎接新的开始做了良好的铺垫。
- **年初率先提价，向上业绩弹性强。**公司自去年 10 月、11 月两次上调焦煤价格后，今年年初又分别上调主焦煤、肥煤及 1/3 焦煤价 60 元/吨、60 元/吨、30 元/吨至 1299 元/吨、1345 元/吨和 1216 元/吨（含税），预计可增厚公司 EPS0.12 元左右，若后期焦煤价仍有上行空间，子行业中公司业绩相对于煤价的弹性最大。
- **增量主要来自山西段王及内蒙地区。**全年内蒙产量超过 400 万吨，预计今年可达到 600 万吨以上，增厚公司 EPS 约 0.02 元。此外，预计“山西段王”今年产量由 500 万吨增至 600 万吨，增厚公司 EPS 约 0.02 元，未来 3 年公司原煤产量年复合增速 7%。
- **集团资产注入预期重燃。**汶水赤峪矿、九龙矿、老母坡矿及磁西矿的资产注入条件日益成熟，赤峪矿现金收购可增厚业绩 7.4%，而九龙磁西矿现金收购可增厚业绩近 20%。
- **培育新利润点，致力非煤业务减亏。**公司拟收购厦门航空 15%股权，后期继续增持以采用权益法核算后可增加 EPS0.1 元以上，同时将致力于减少化工、焦炭等业务的拖累，降低投资，优化业务结构。
- **上调至“增持”评级。**预计未来 3 年 EPS 为 0.99 元、0.9 元和 1.05 元，目前对应 17 倍估值仍有一定上行空间。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	30289.16	37569.08	30999.42	31581.23	33450.78
增长率	49.61%	24.03%	-17.49%	1.88%	5.92%
归母净利润(百万)	2396.16	3049.34	2288.74	2079.70	2428.38
增长率	49.16%	27.26%	-24.94%	-9.13%	16.77%
每股收益	1.04	1.32	0.99	0.90	1.05
市盈率	14	11	15	17	14

原材料研究组
分析师:
王京乐(S1180511080003)
电话：010-88085976
Email：wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

《大有能源：从预期形成向弹性业绩释放过渡中》 2013/1/10

《煤炭行业：矿难效应再现，影响短期供给》 2013/1/9

《大有能源：业绩弹性的关键因素将逐一兑现》 2012/12/31

《数据周报（20121231）.》 2012/12/31

《煤炭行业：指导意见出炉，电煤市场化迈步》 2012/12/26

《煤炭行业：补库+保护提升焦煤向好预期》 2012/12/26

《数据周报（20121224）.》 2012/12/24

《数据周报（20121210）.》 2012/12/10

一、坎坷的 2012 年调低成长预期

2012 年年初公司曾确定了较为明确的成长目标，但由于种种原因，一部分未能兑现:

- **煤价下跌导致业绩低于预期。**受经济放缓影响，2012 年河北焦煤价格持续调整，年底各地区下滑幅度已超过 15%,公司本部矿井的盈利能力在 9 月份形成阶段性低点，同时下半年动力煤价进入第二轮下跌通道，公司在内蒙收购的矿井吨净利由 60-70 元/吨降至 20-30 元/吨。
- **“山西冀中”未并表减少业绩增长点。**公司曾在 2011 年 9 月公告计划收购控股股东旗下“山西冀中”80%的股权，但由于“山西冀中”子公司山西金晖煤焦化工有限公司有关对外担保等问题未能如期解决，2012 年 10 月公司宣告终止收购“山西冀中”，减少一个重要的业绩增长点。
- **市场环境恶化降低集团资产注入可能。**信达股权问题率先解决扫除了公司资本运作的障碍,冀中能源集团产能超过 1 亿吨,部分矿井逐步走向成熟催生注入预期,但下半年市场融资条件和效率转差，直接影响上市公司的成长。

表 1: 未并表的“山西冀中”基本情况

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**

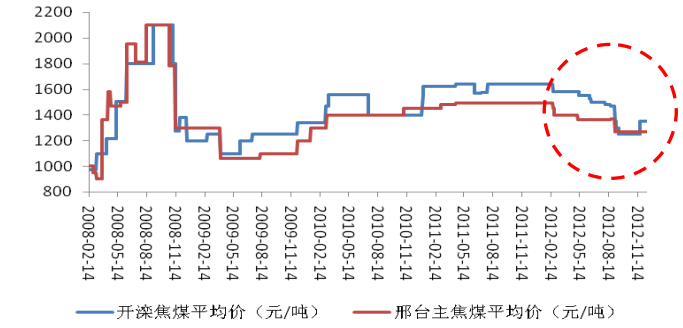
- *资料来源：公司公告、宏源证券*

二、2013 年年初率先提价

随着经济逐步企稳，下游钢企去库存充分开始催生补库意愿，铁矿石价格与焦炭价格也出现反弹，焦煤价格上涨预期增强。公司自去年 10 月、11 月两次上调焦煤价格后，今年年初又分别上调主焦煤、肥煤及 1/3 焦煤价 60 元/吨、60 元/吨、30 元/吨至 1299 元/吨、1345 元/吨和 1216 元/吨（含税），预计可增厚公司 EPS0.12 元左右，同时在电煤并轨的形势下，原有 300-400 万吨的合同煤价有望趋于市场煤价，也会增厚公司 EPS 超过 0.05 元。

此外，我们也曾对焦煤类上市公司业绩相对煤价的弹性进行过测试，其中冀中能源的弹性最大，因此在提价预期中公司的股价效应较强。

图 1：河北省焦煤价格走势



资料来源：宏源证券

图 2：内蒙古动力煤价走势

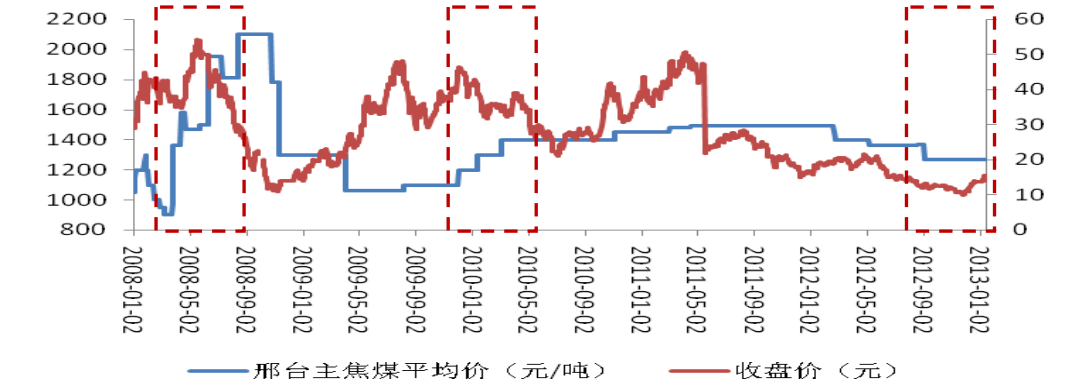
资料来源：宏源证券

表 2：焦煤类上市公司业绩相对于煤价弹性比较

公司名称	销售均价向上变动幅度			平均弹性
	5%	10%	15%	
永泰能源	11%	22%	33%	2.2
冀中能源	**31%**	**62%**	**91%**	**6.1**
盘江股份	12%	24%	34%	2.4
西山煤电	13%	26%	37%	2.5

资料来源：宏源证券

图 3：历史上提价预期中公司股价表现



资料来源：WIND、宏源证券

三、增量主要来自山西段王及内蒙地区

虽然暂不考虑“山西冀中”的并入，2013 年公司产量仍有一定增长点，主要来自内蒙地区和山西段王，其中内蒙整合主体去年连续收购了盛鑫煤业和张大银矿，但张大银矿尚在交接过程中年内暂未能并表，此地区全年产量超过 400 万吨，较 2011 年增加 300 万吨以上，预计今年可达到 600 万吨以上，按照目前的盈利水平，可增厚公司 EPS 约 0.02

元。此外，由于盈利能力有所下降，公司将致力于提高内蒙煤的品质，比如增加块煤比例等，后期若电煤价格回升，量能增加的业绩效应将会有所扩大。

表 2：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	80	130	130
张大银矿	51%	0.24	180	动力煤	0	0	160	180
合计	**51%**	**1.84**	**300**	**-**	**60**	**440**	**650**	**670**

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）

此外，“山西段王”也是公司区域整合主体之一，去年 4 季度略受到十八大影响，量能释放不充分，今年此影响将消除，产量有望由 500 万吨升至 600 万吨，且节支增利的效果进一步显现也将改善其盈利能力，预计可增厚公司 EPS 约 0.02 元。

总之，我们预计未来 3 年公司原煤产量为 3757 万吨、4057 万吨和 4147 万吨，同比增速为 10%、8%和 2%。

表 3：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	478	500	500	500
邢台矿	100%	0.33	195	1/3 焦煤	195	195	195	195
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	-	1230	1252	1252	1252
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	139	140	140	140
万年矿	100%	0.64	300	无烟煤	356	330	330	330
新三矿	100%	0.13	95	肥煤、焦煤	82	90	90	90
梧桐庄矿	100%	0.6	210	肥煤、焦煤	240	240	240	240
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	122	125	125	125
合计	-	2.92	1450	-	1484	1470	1470	1470
控股子公司及整合矿								
段王煤业集团	72%	3	450	瘦煤、贫煤	595	525	585	605
其中：段王煤化	72%	-	-	瘦煤、贫煤	400	320	380	400
平安煤业	51%	-	-	瘦煤、贫煤	80	90	90	90
友众煤业	51%	-	-	瘦煤、贫煤	115	115	115	115
张家口沽源	90%	1.4	15	褐煤	0	0	0	0
邢北煤矿	51%	0.09	15	焦煤	2	10	10	20
东庞通达	100%	0.02	40	1/3 焦煤	40	60	90	90
合计	-	4.51	520	-	637	595	595	685

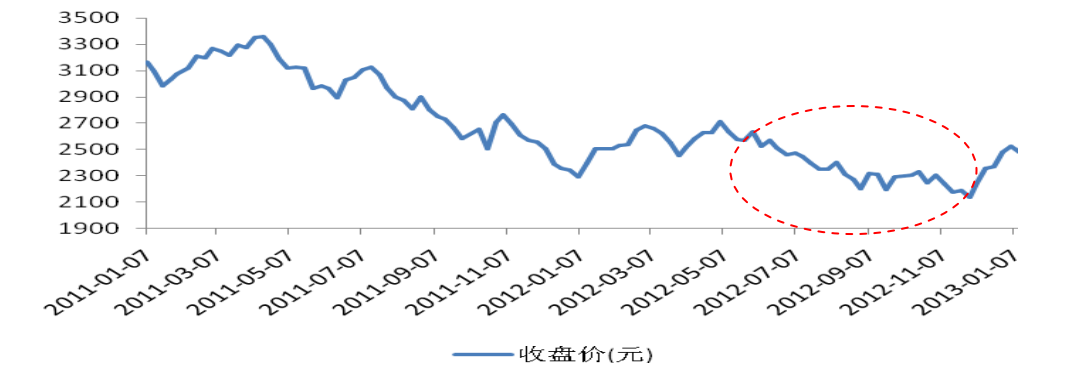
资料来源：宏源证券

四、集团资产注入预期重燃

随着行业及资本市场环境改善，集团现有成熟资产注入的步伐再度临近，其中汶水赤峪矿、老母坡矿、九龙矿及磁西矿的条件日益成熟。汶水赤峪矿的优质主焦煤资源储量丰富，集团现持股 51%，核定产能 300 万吨，预计今年产出近 200 万吨，吨净利水平在 150 元左右，假设公司采用现金收购预计增厚业绩 1.5 亿元，幅度 7.4%，对应 EPS 约 0.07 元。

而磁西矿目前仍在建设期，年内也有望验收，进一步增加资产注入的可行性。我们预计九龙矿、磁西矿吨净利约 160-170 元，若现金收购将增厚公司业绩 3.87 亿元，幅度 19%，对应 EPS0.17 元。

图 4：下半年市场环境出现恶化



资料来源：宏源证券

表 4：今年集团注入条件渐成熟矿井的情况

矿井	持股比例	可采储量（亿吨）	核定产能（万吨）	预计吨净利（元/吨）	煤种	目前状况
九龙矿	100%	0.63	150	160	主焦煤	正常生产
汶水赤峪矿	51%	1.5	300	150	主焦煤	已批准，预计今年投产
老母坡矿	60.55%	0.19	30	150	主焦煤	60 万吨技改，正常生产
磁西一号矿	51%	1.01	180	160	主焦煤	在建，预计 2013 年下半年投产，地处九龙矿东北侧

资料来源：宏源证券

财务报表

利润表（单位：百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	37569.08	30999.42	31581.23	33450.78
减：营业成本	28207.07	22672.79	24166.26	25363.06
营业税金及附加	393.14	371.99	347.39	367.96
营业费用	651.66	592.09	536.88	568.66
管理费用	3624.59	3409.94	3316.03	3512.33
财务费用	639.77	813.81	525.97	500.79
资产减值损失	139.02	280.00	180.00	150.00
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	2858.81	2508.69	2987.97
加：其他非经营损益	182.93	320.00	350.00	350.00
利润总额	4175.80	3178.81	2858.69	3337.97
减：所得税	1128.59	794.70	714.67	834.49
净利润	3047.21	2384.10	2144.02	2503.48
减：少数股东损益	-2.13	95.36	64.32	75.10
归属母公司股东净利润	3049.34	2288.74	2079.70	2428.38
EPS	1.318	0.990	0.899	1.050
PE	11.38	15.16	16.68	14.29

资料来源：宏源证券

资产负债表（单位：百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	3554.21	4024.20	3789.75	6326.18
应收和预付款项	9586.22	4785.61	11138.73	6530.58
存货	1197.19	422.30	1244.34	504.84
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	14232.97	14198.46	14118.96
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	31208.02	38368.85	35647.18
短期借款	3070.99	0.00	730.35	0.00
应付和预收款项	8138.69	4397.76	9027.46	4934.54
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	12939.49	18306.04	13489.27
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	10749.27	12479.23	14499.23
归属母公司股东权益	14273.43	16177.27	17907.23	19927.23
少数股东权益	1995.89	2091.25	2155.57	2230.68
股东权益合计	16269.32	18268.53	20062.81	22157.91
负债和股东权益合计	36008.79	31208.02	38368.85	35647.18
现金流量表				
经营性现金净流量	3054.97	6576.67	1913.10	6160.59
投资性现金净流量	-5980.46	-2208.97	-2160.10	-2151.90
筹资性现金净流量	5908.33	-3897.70	12.55	-1472.26
现金流量净额	2982.81	469.99	-234.45	2536.43

资料来源：宏源证券

作者简介:

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	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李　倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张　珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵　佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚　曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李　岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵　越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃　汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。