

期待公司煤炭业务转型

增持首次评级

目标价格：19.6元

事件：

公司昨晚公布2012年年报，实现营业收入2.47亿元，比上年同期增长11.17%，归属母公司股东的净利润5534万元，比上年同期增长10.93%，对应EPS0.39元。同时公司公告预计2013年1季度净利润153-382万元，较上年同期下降50%-80%。

点评：

- **主营业务保持稳定，增长有限。**因智能电网投资进度缓慢，铁路行业增速放缓，冶金煤炭化工等行业受宏观经济不景气，公司传统无功补偿业务产品整体需求降低，行业增速放缓，公司电能质量优化产品销售收入2.03亿，较去年同期下降了8.4%。公司与腾达西北铁合金签订矿热炉余热发电合同能源管理项目，2012年实现销售收入4320万元。由于2013年1月份公司发行2亿元公司债，导致财务费用增加300万元，所以1季度净利润下滑50%-80%，剔除财务费用的影响，经营净利润下滑在16%-45%。
- **公司的看点在业务转型，看好海外煤炭开采业务。**2012年公司收购印尼东加和中加两个煤矿，预计可采储量超过5000万吨，由于目前两个煤矿分别处于办理开采生产证和股权交割阶段，我们暂时保守预计2013-2015年印尼煤矿分别开采100万吨、300万吨、430万吨。2013年开始煤炭净利润贡献将超过原主营电力设备业务。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2013-2015年收入分别8.18亿、18.9亿、26.3亿，同比增长231%、132%、39%，净利润分别1.37亿、2.69亿、3.44亿，同比增长148%、96%、27%；EPS分别0.98元、1.93元、2.46元，对应PE15.5X、7.9X、6.2X。给予公司增持评级，6个月目标价19.6元，对应2013年PE20X。风险提示：印尼煤炭项目开展低于预期；宏观经济对煤炭价格的影响存在不确定性。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	222	247	818	1,899	2,639
YoY	22%	11%	231%	132%	39%
净利润	50	55	137	270	345
YoY	21%	11%	148%	96%	28%
EPS	0.36	0.40	0.98	1.93	2.46
PE	42.8	38.6	15.5	7.9	6.2

中小市值上市公司研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email：wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email：likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email：shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88013564

Email：yuemiao@hysec.com

邓锐

电话：010-88085986

Email：dengrui@hysec.com

行情数据

当前股价	15.24
总股本(千股)	140,000
总市值(百万)	2,134
流通市值(百万)	1,033
12个月最高价	16.2
12个月最低价	9.42

数据来源：Wind

相关研究

宏源证券：中小市值周报：政策真空、指数震荡、热点表现

20130222

主营业务保持稳定，增长有限

因智能电网投资进度缓慢，铁路行业增速放缓，冶金煤炭化工等行业受宏观经济不景气，公司传统无功补偿业务产品整体需求降低，行业增速放缓，公司电能质量优化产品销售收入 2.03 亿，较去年同期下降了 8.4%。

公司与腾达西北铁合金签订矿热炉余热发电合同能源管理项目，新增余热余压发电合同能源管理业务，2012 年实现销售收入 4320 万元。因该行业处于起步阶段，国家政策大力支持，毛利率处于较高水平。预计该项目未来三到五年可以为公司贡献稳定的收入。

由于 2013 年 1 月份公司发行 2 亿元公司债，导致财务费用增加 300 万元，所以 1 季度净利润大幅下滑 50%-80%，剔除财务费用的影响，实际经营净利润下滑在 16%-45%，在预期之中。

期待转型，看好海外煤炭开采业务

公司 2012 年 11 月 12 日宣布收购 PT Integra Prima Coal 公司及 PT Kutai Nyala Resources 公司 76% 的股权。该股权主要资产是位于东加里曼丹的 IPC 煤矿和相关码头资产，IPC 煤矿拥有 1250 公顷探矿权 (1.87 万亩)，其中 300 公顷，0-40 米，探明 5500-6300 卡煤炭储量约 250 万吨。托管协议承诺：IPC 煤矿头三年的煤炭产量分别不低于：第一年 60 万吨，第二年 120 万吨，第三年 180 万吨。

表 1：IPC 煤矿储量及勘探情况

面积 (公顷)	深度 (米)	储煤量 (万吨)	是否勘探	预估价值 (万美元)
300	0-40	250	是	2290
	40-150	250-300	否	未作估价
150	0-60	150	是	未作估价
	60-50		否	未作估价
800	0-150		否	未作估价

资料来源：公司公告，宏源证券

2012 年 11 月 24 日公告收购 PT IRONMAN ROYALE INDONESIA 公司 100% 的股权，该公司持有 PT CIS RESOURCES 煤炭公司 80% 的股权。该公司拥有 PT CIS RESOURCES 煤矿的勘探、经营权。PT CIS RESOURCES 煤矿位于印尼中加里曼丹省，该煤矿拥有 2212 公顷的煤炭采矿区。目前已探测其中 160 公顷矿区煤矿储存量合计约 340 万吨；探测 150 公顷矿区煤储量预估约 300 万吨。PT CIS RESOURCES 煤矿未来三年的煤炭产量预计分别为 150 万吨、200 万吨、250 万吨。

目前印尼“东加煤矿”及码头的资产收购项目因开采生产证尚未能办理完毕，收购尚未完成，预计在 2013 年一季度可以办理完毕开采生产证，并开始办理股权的过户手续，该项目已同时在进行储量的勘探 (50 米部分) 及 200-300 公顷采矿区的采矿设计工作，预计二季度可以实现煤炭的产出。“中加煤矿”的资产收购项目正在办理股权过户相关手续，

因涉及到外资进入印尼的各种审批事项部分尚未完成，目前尚未完成股权过户。

表 2：PT CIS RESOURCES 煤矿储量及勘探情况

面积(公顷)	比例(%)	储煤量(万吨)	是否勘探	预估价值(万美元)
310	14%	640	是	6800
1902	86%	未作勘探	否	未作估价

资料来源：公司公告，宏源证券

由于目前东加煤矿和中加煤矿尚未完全探明，而已勘探面积占收购总面积比例较低，我们根据以勘探煤炭对未勘探的区域进行初步估计，预计两个煤矿合计煤炭储量超过5000万吨。2013年开始公司煤炭业务收入和利润贡献将大幅超过当前主营业务，成为公司主要利润来源。

盈利预测与估值

公司传统的无功补偿设备及相关产品增长有限，余热余压业务保持稳定，预计2013-2015年同比增长12%、15%、12%，2013-2015年贡献净利润6100万元、7100万元、7900万元，贡献EPS0.44元、0.51元、0.57元。

考虑到公司目前海外煤炭业务尚未投产，2013年海外宏观经济、煤炭价格波动以及印尼煤炭业务进展存在的不确定性，我们保守预计2013-2015年公司印尼煤炭分别开采100万吨、300万吨、430万吨，分别为公司带来净利润7500万元、1.98亿元、2.65亿元，分别贡献EPS0.54元、1.42元、1.89元。

预计公司2013-2015年收入分别8.18亿、18.9亿、26.3亿，同比增长231%、132%、39%，净利润分别1.37亿、2.69亿、3.44亿；EPS分别0.98元、1.93元、2.46元。给予公司增持评级，6个月目标价19.6元，对应2013年PE20X。

风险提示：

- 印尼煤炭项目开展低于预期；
- 宏观经济对煤炭价格的影响存在不确定性。

表 3：公司 2013-2015 年财务报表预测

利润表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	222.4	247.3	818.4	1,898.8	2,639.3
减:营业成本	131.3	136.3	452.2	1,103.6	1,560.7
营业税费	1.8	1.8	9.0	24.7	39.6
销售费用	10.9	12.7	57.3	113.9	132.0
管理费用	20.3	28.4	122.8	303.8	448.7
财务费用	3.2	6.1	11.6	17.3	23.8
资产减值损失	3.0	0.6	-	-	-
营业利润	51.9	61.4	165.6	335.4	434.5
加:营业外净收支	5.7	1.4	2.0	2.0	2.0
利润总额	57.6	62.8	167.6	337.4	436.5
减:所得税	7.7	7.4	30.2	67.5	91.7
净利润	49.9	55.3	137.4	269.9	344.9
资产负债表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	411.8	409.7	305.5	284.8	395.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	102.5	89.4	309.4	717.9	997.9
应收票据	24.0	24.3	74.0	166.5	253.1
预付帐款	10.7	6.6	11.1	22.2	37.8
存货	24.6	32.4	105.3	257.0	363.5
其他流动资产	0.0	134.0	139.8	150.6	158.0
固定资产	173.9	246.0	242.4	239.4	236.9
在建工程	5.6	3.5	4.3	4.9	5.4
无形资产	6.4	6.2	6.5	6.7	7.0
其他非流动资产	100.2	97.4	103.9	115.5	123.8
资产总额	859.5	1,049.5	1,302.1	1,965.4	2,579.0
短期债务	130.0	150.0	148.4	294.9	423.9
应付帐款	39.1	39.5	149.3	364.3	515.3
应付票据	12.9	21.8	49.6	120.9	171.0
其他流动负债	8.9	6.5	15.4	35.3	62.6
长期借款	32.0	133.3	133.3	133.3	133.3
其他非流动负债	7.8	18.0	23.8	34.6	42.0
负债总额	231.1	369.6	525.9	1,000.3	1,372.4
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	70.0	140.0	140.0	140.0	140.0
留存收益	558.4	540.0	636.2	825.2	1,066.6
股东权益	628.4	679.9	776.2	965.2	1,206.6
现金流量表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动产生现金流量	20.8	44.6	-31.4	-48.3	131.8
投资活动产生现金流量	-138.2	-142.6	-18.5	-20.5	-22.5
融资活动产生现金流量	459.5	90.7	-54.4	48.2	1.8

资料来源：Wind，宏源证券研究所

表4：公司 2013-2015 年财务指标预测

财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
成长性					
营业收入增长率	21.7%	11.2%	231.0%	132.0%	39.0%
营业利润增长率	14.9%	18.3%	169.8%	102.5%	29.6%
净利润增长率	21.1%	10.9%	148.3%	96.4%	27.8%
EBITDA 增长率	15.6%	49.6%	97.2%	89.4%	28.6%
EBIT 增长率	11.3%	22.3%	162.7%	99.1%	29.9%
NOPLAT 增长率	10.3%	26.6%	142.1%	94.2%	28.3%
投资资本增长率	8.6%	121.2%	38.8%	65.1%	28.2%
净资产增长率	260.3%	8.2%	14.2%	24.3%	25.0%
利润率					
毛利率	41.0%	44.9%	44.7%	41.9%	40.9%
营业利润率	23.3%	24.8%	20.2%	17.7%	16.5%
净利润率	22.4%	22.4%	16.8%	14.2%	13.1%
EBITDA/营业收入	30.2%	40.6%	24.2%	19.8%	18.3%
EBIT/营业收入	24.8%	27.3%	21.6%	18.6%	17.4%
运营效率					
固定资产周转天数	257	306	107	46	32
流动营业资本周转天数	134	284	189	152	170
流动资产周转天数	616	924	361	241	259
应收帐款周转天数	132	132	83	92	110
存货周转天数	41	41	30	34	42
总资产周转天数	969	1,390	517	310	310
投资资本周转天数	394	593	295	196	200
投资回报率					
ROE	7.9%	8.1%	17.7%	28.0%	28.6%
ROA	5.8%	5.3%	10.6%	13.7%	13.4%
ROIC	20.3%	23.6%	25.9%	36.2%	28.1%
费用率					
销售费用率	4.9%	5.1%	7.0%	6.0%	5.0%
管理费用率	9.1%	11.5%	15.0%	16.0%	17.0%
财务费用率	1.5%	2.4%	1.4%	0.9%	0.9%
三费/营业收入	15.5%	19.0%	23.4%	22.9%	22.9%
偿债能力					
资产负债率	26.9%	35.2%	40.4%	50.9%	53.2%
业绩和估值指标					
2011	2012	2013E	2014E	2015E	
EPS(元)	0.36	0.40	0.98	1.93	2.46
BVPS(元)	4.49	4.86	5.54	6.89	8.62
PE(X)	42.8	38.6	15.5	7.9	6.2
PB(X)	3.4	3.1	2.7	2.2	1.8
P/FCF	22.8	-16.3	-26.0	-23.5	19.3
P/S	9.6	8.6	2.6	1.1	0.8
EV/EBITDA	10.3	20.0	10.8	6.5	5.3

分析师简介:

王凤华: 宏源证券研究所首席分析师，中小市值上市公司研究组组长，《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生，本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历，曾在多家券商任职，任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司：恒顺电气、金宇集团、浙江震元、中弘股份、中福实业、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

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		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
QFII	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。