

从青海省煤炭格局看义海系列之一

买入 维持

目标价格：25.00 元

投资要点:

- 青海省煤炭产量稳步增长，下游市场有空间
- 青海省煤价具备企稳反弹的预期
- 天峻义海是青海璀璨明珠，较强盈利能力是业绩释放的看点

报告摘要:

- 青海省煤炭资源储量偏低，但分布集中。**青海省煤炭查明资源储量为49亿吨，占全国的0.42%，与周边省份相比处于偏低水平，但炼焦煤资源查明储量为36.4亿吨，仅次于新疆具备一定的战略优势，主要分布在江仓和聚乎更矿区，所在的木里煤田具备较好的开发前景。
- 青海煤炭产量稳步增长，下游市场有空间。**青海省每年原煤产量在2000万吨以上，08年以来年复合增速近20%，预计焦煤产量约700万吨，今年可能略有增加，对于当地供需影响较小。而下游耗煤需求在提高，动力煤供需较为紧张，焦煤则近95%实行外运，未来随着西部地区建设提速，需求提升有动力，还可向四川等地拓展市场。
- 青海煤价已具备企稳反弹预期。**青海天峻地区动力煤价已较去年最低点反弹近15%，焦煤价也逐步走稳，今年以来我国经济复苏的趋势未变，青海焦煤价滞后上涨有望从贸易环节传导至坑口。
- 天峻义海划为公司核心资产，战略价值凸显。**2003年义煤集团组建义海能源正式拉开青海煤炭资源开发大幕，目前旗下有两座露天矿井和一座井工矿，2012年又将义海100%股权注入上市公司，现产出具弹性，盈利能力维持在200元/吨以上，是今年业绩释放的主要来源，预计贡献7.5亿元-10亿元概率较大。
- 维持“买入”评级。**预计公司未来3年EPS1.35元、1.73元和1.87元，目前11倍估值对于混合型纯煤公司偏低，今年看好其业绩释放弹性及新资产注入的预期。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	242.90	9502.21	9906.46	11948.58	12846.11
增长率(%)	-24.83%	3811.97%	4.25%	20.61%	7.51%
归母净利润(百万)	5.09	1282.54	1609.79	2071.73	2232.90
增长率(%)	-76.76%	25102.96%	25.52%	28.70%	7.78%
每股收益	0.00	1.07	1.35	1.73	1.87
市盈率	355	20	14	11	10

原材料研究组

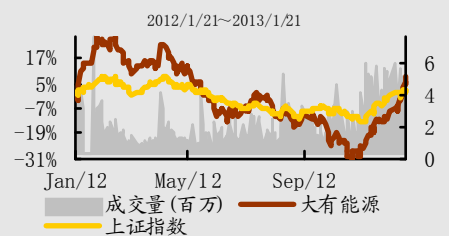
分析师:

王京乐(S1180511080003)

电话: 010-88085976

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《冀中能源：提价改善预期，注入添油加力》
2013/1/16
- 《永泰能源：产能释放与投资收益确保业绩增长》
2013/1/16
- 《数据周报(20130114)》
2013/1/14
- 《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，电煤市场化迈大步》
2012/12/26

目录

一、青海省煤炭产业日益崛起.....	4
(一) 煤炭资源储量偏低, 但分布集中	4
(二) 煤炭产量稳步增长, 下游市场有空间	6
(三) 煤价已现企稳反弹预期	9
(四) 公路运输为主, 铁路瓶颈待改善	10
二、天峻义海划为公司核心资产, 战略价值凸显.....	11
(一) 义海能源是青海高原的“璀璨明珠”	11
(二) 灵活的营销机制, 较强的盈利能力	13
(三) 青海矿是业绩弹性的释放来源	14
三、投资建议与估值	14
四、风险提示	15

插图

图 1: 青海省较周边其他省煤炭储量偏低.....	4
图 2: 青海省炼焦煤资源相比具备优势.....	4
图 3: 青海省矿产资源分布图.....	4
图 4: 青海省能源建设示意图.....	4
图 5: 青海省各矿区保有储量分布.....	5
图 6: 青海省煤炭矿区分布图.....	5
图 7: 青海省原煤产量年度变化.....	7
图 8: 青海省原煤产量月度变化.....	7
图 9: 2012 年青海省焦煤企业产能分布情况.....	7
图 10: 青海省火电发电量变化.....	8
图 11: 青海省生铁产量变化.....	8
图 12: 青海省焦炭产量变化.....	8
图 13: 青海省煤炭需求结构图.....	8
图 14: 青海省及周边 GDP 累计增速全国领先.....	8
图 15: 青海工业增加值及固定资产投资累计同比.....	8
图 16: 青海省天峻地区动力煤车板价走势.....	9
图 17: 青海省天峻地区焦煤价走势.....	9
图 18: 青海地区下游钢厂对焦焦煤采购价变化.....	10
图 19: 青海部分铁路规划线路.....	10
图 20: 青海省交通发展规划图.....	10
图 21: 天峻义海煤炭产量预测.....	13
图 22: 天峻义海商品煤结构具备灵活性.....	13
图 23: 公司天峻义海矿均价走势预测.....	14
图 24: 未来几年义海木里矿盈利能力预测.....	14

表格

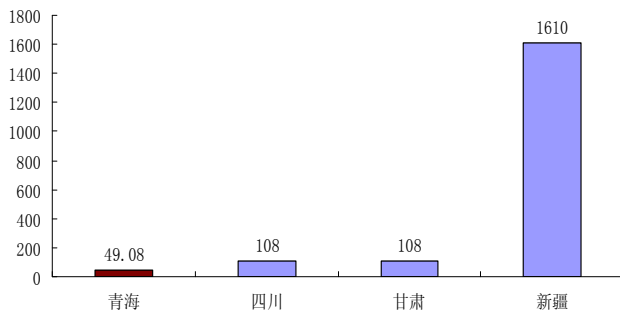
表 1: 青海省各煤炭矿区开发主体情况.....	6
表 2: 青海省部分煤炭一体化项目一览.....	8
表 3: 青海省地方铁路建设基本情况.....	10
表 4: 聚乎更矿区井田开发现状.....	12
表 5: 义海能源旗下矿井基本情况.....	12
表 6: 天峻义海产量相对业绩贡献敏感性分析.....	14

一、青海省煤炭产业日益崛起

(一) 煤炭资源储量偏低，但分布集中

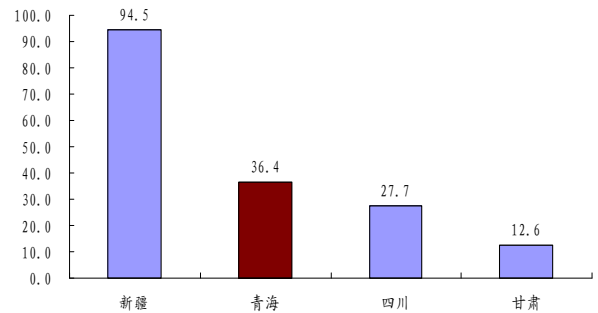
截止到 2006 年底，青海省煤炭查明资源储量累计为 49 亿吨，占全国的 0.42%，与周边省份新疆、甘肃及四川相比处于偏低水平，但炼焦煤资源查明储量为 36.4 亿吨，仅次于新疆具备一定的战略优势。而煤种结构上，该省焦煤储量居于首位，约占总探明储量的一半，其次为长焰煤、不粘煤、瘦煤、气煤、无烟煤。

图 1: 青海省较周边其他省煤炭储量偏低



资料来源: 煤炭资源网、宏源证券

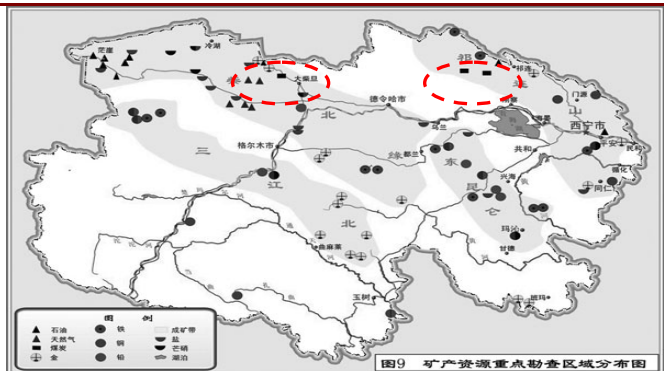
图 2: 青海省炼焦煤资源相比具备优势



资料来源: 煤炭资源网、宏源证券 (2006 年数据)

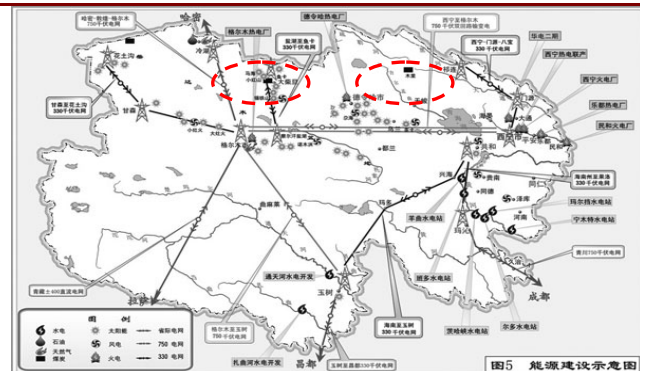
从分布上看，青海省煤炭资源集中在祁连山区的大通河流域以及柴达木盆地北缘，已探明的重要矿区包括鱼卡、聚乎更、江仓、热水、大通及默勒等，其中资源储量最丰富的是江仓和聚乎更矿区，保有储量分别为 18.6 亿吨和 11.9 亿吨，合计占全省的比例超过 60%，炼焦煤资源也基本集中在这两个矿区，其次为鱼卡矿区，是动力煤资源的重要聚集地。

图 3: 青海省矿产资源分布图



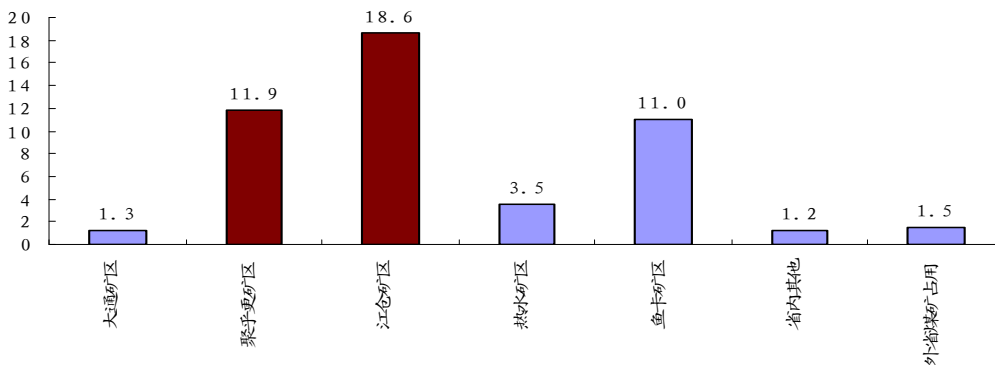
资料来源: 互联网、宏源证券

图 4: 青海省能源建设示意图



资料来源: 互联网、宏源证券

图 5: 青海省各矿区保有储量分布



资料来源: 互联网, 宏源证券

值得关注的是, 木里煤田是青海省唯一的焦煤资源富集地, 位于青海海西蒙古族藏族自治州天峻县和湖北藏族自治州刚察县交界处, 平均海拔 4000 米以上, 由江仓、聚乎更、孤山和哆嗦贡马四个矿区组成, 资源储量 35.4 亿吨, 占青海省整体煤炭储量的 72%, 煤田整体煤质好, 具备良好的开发前景。

2011 年 1 月, 国家发改委批复了《青海省木里矿区总体规划》, 共规划了 8 个井田和 6 个勘查区, 建设规模为 810 万吨, 按照总体规划批复和“一个矿区一个开发主体”的产业政策要求, 对现有勘查、开发企业实施整合重组, 由青海省木里煤业开发集团公司牵头, 组建青海省矿业股份有限公司和青海大美煤业股份有限公司两家新公司, 有序推进木里煤炭资源开发, 这对实施省内资源转换战略, 支持煤基多联产等循环经济产业项目的发展, 加快推进新型工业化发展起到积极意义。

图 6: 青海省煤炭矿区分布图



资料来源: 互联网, 宏源证券 (注: 红框为木里煤田)

根据我们统计的青海省各矿区的详细资料，目前江仓、聚乎更两大焦煤矿区是由几个公司合作开发，其中现有上市公司中西宁特钢参与组建的青海江仓能源发展有限责任公司是江仓矿区的开发主体，大有能源旗下的义海能源则获得了聚乎更矿区一露天矿的配置资格，而金瑞矿业则拥有热水矿区的海塔尔、柴达尔及先锋井等矿权。

从开发进度上看，大通矿区已进入资源衰竭期，可采年限不长，热水和默勒矿区的开发基本成型，而鱼卡、江仓及聚乎更矿区则是初具规模，仍处于大规模勘探阶段，具备较广阔的开发前景。

表 1: 青海省各煤炭矿区开发主体情况

序号	矿区名称	地理位置	开发主体	煤种	储量(亿吨)	产能(万吨)	备注
1	鱼卡矿区	大柴旦境内	青海能源发展集团	动力煤	11	1000	一井田 90 万吨矿井扩建至 400 万吨, 预计 2013 年 6 月建成投产, 二井田 300 万吨和三井田 300 万吨分别于 2011 年 6 月和 2011 年 11 月开工建设, 其他井田在陆续勘探并开工
2	大通矿区	青海东北部	青海能源发展集团	动力煤	1.14	120	已经进入衰竭期, 可采年限仅为 10 年左右
3	江仓矿区	海西州天峻县和海北藏族自治州刚察县境内	青海江仓能源发展有限责任公司、青海中奥能源发展有限公司、青海木里煤业公司	焦煤为主, 占 80%	18.6	180	西宁特钢与与山东肥城煤业公司、兰州中煤支护材料公司合作开发 3、4 井田, 其他井田正在进行大规模勘探
4	热水矿区	海北州祁连县与刚察县境内	青海西海煤电有限责任公司	动力煤	3.92	195	4 个矿井中柴达尔矿和海塔尔矿有井采和露采
5	默勒矿区	海北藏族自治州祁连县境内	青海西海煤电有限责任公司 (西部矿业)	动力煤	0.53	90	年产规模分别为 30 万吨和 45 万吨的默勒一矿和二矿合并为一个矿井, 三矿规模保持不变
6	聚乎更矿区	天峻县附近	义海能源、庆华煤业公司及兴青工贸工程集团等	主要为焦煤但东部地区为气煤	12	120	由义海开发一露天矿, 其他大部分处于勘探阶段

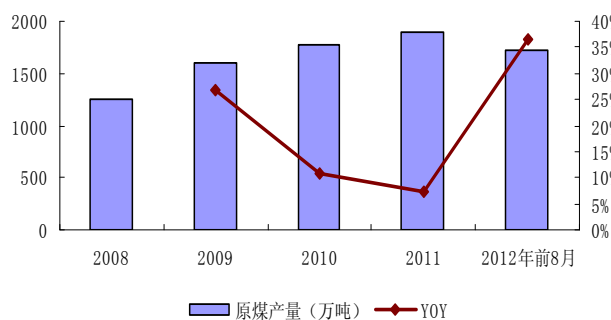
资料来源: 互联网、宏源证券

(二) 煤炭产量稳步增长, 下游市场有空间

近年来随着煤炭产业在青海省能源战略地位的提升, 勘察的力度在不断加大, 煤炭产量呈稳步提高态势。根据我们的统计数据, 青海省每年原煤产量在 2000 万吨以上, 08 年

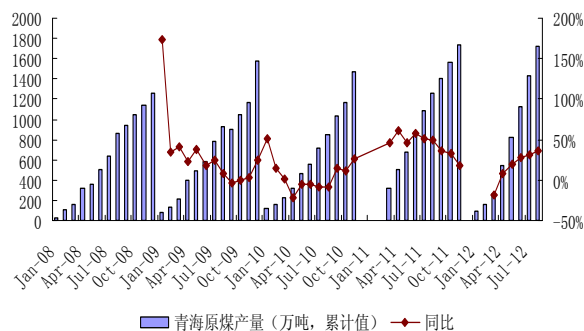
以来年复合增速近 20%，而 12 年平均月度产量也超过 200 万吨，未来鱼卡、江仓和聚乎更矿区矿井建设完成后将进一步释放产能。值得关注的是，青海地区焦煤产能主要分布在庆华、义海、兴庆及中铁等 4 家公司，预计全年焦煤产量约 700 万吨，今年可能略有增加，对于当地供需环境影响较小。

图 7：青海省原煤产量年度变化



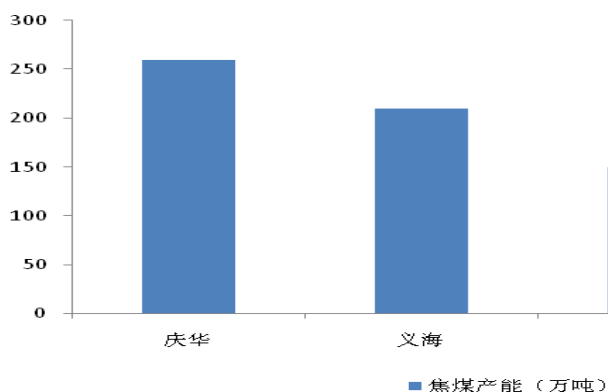
资料来源：WIND、宏源证券

图 8：青海省原煤产量月度变化



资料来源：WIND、宏源证券

图 9：2012 年青海省焦煤企业产能分布情况

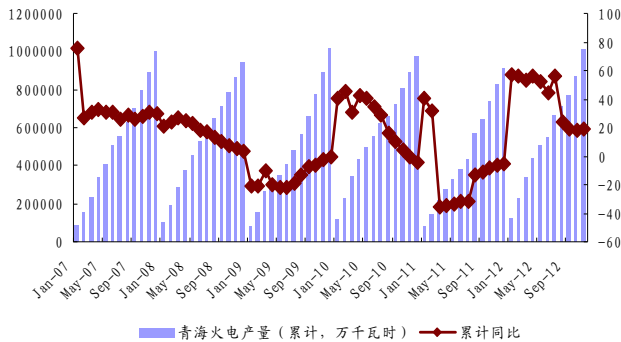


资料来源：宏源证券

而从下游市场数据来看，2012 年前 11 个月省内火电发电量为 101.3 亿千瓦时，同比增长 19.4%，较 2011 年 -5.6% 的增速有了显著提高，而焦炭产量为 234 万吨，同比增长 60%，生铁产量为 138 万吨，同比增长 31.3%，均处于 08 年以来最好水平，体现出下游耗煤需求在提高。值得关注的是，青海省长期以来煤炭供应不足，根据产业发展规划的预测，2015 年缺口可能在 600 万吨左右，现动力煤为主要的缺煤品种，焦煤超过 95% 都外运。

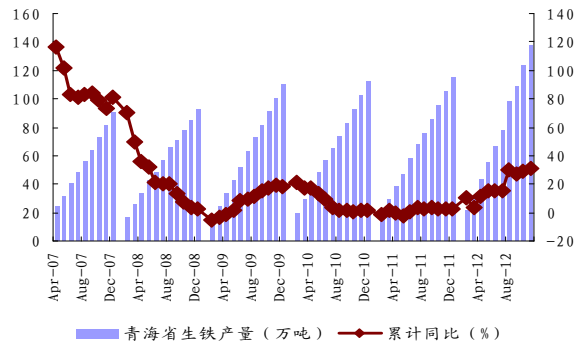
此外，青海的煤炭仍面临较为封闭的市场，交通不便使得煤炭资源无法通过运费低廉的铁路外运，而公路运输成本偏高，因此主要的消费区域仍集中在省内及周边，未来受益于我国西部建设提速，此区域将保持较高的固定资产投资增速，未来对优质焦煤资源的需求可能会增加。此外，由于运输上的便利，新的客户市场也可能会向四川等省开拓。

图 10: 青海省火电发电量变化



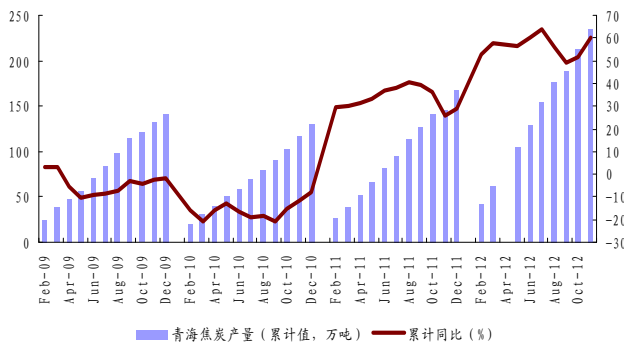
资料来源: WIND、宏源证券

图 11: 青海省生铁产量变化



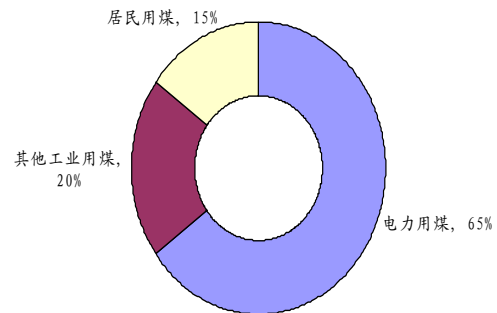
资料来源: WIND、宏源证券

图 12: 青海省焦炭产量变化



资料来源: WIND、宏源证券

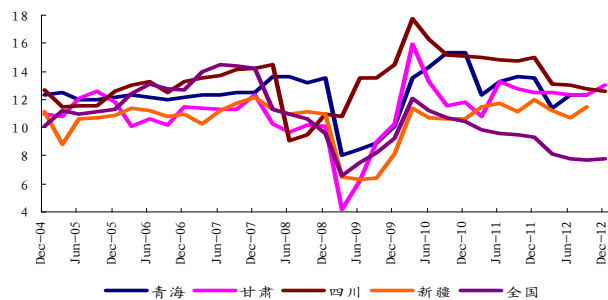
图 13: 青海省煤炭需求结构图



资料来源: 金瑞矿业 2012 年债券说明书、宏源证券

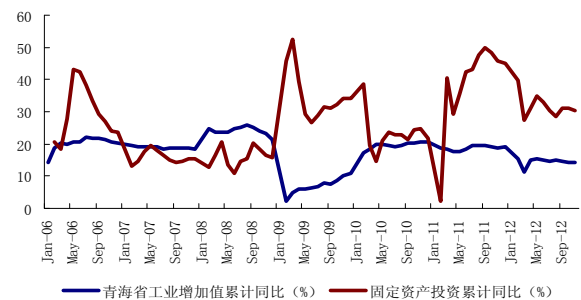
根据青海省十二五经济产业的发展的思路,将进一步加大与新疆等地煤炭资源合作开发力度,省内则加快柴北缘、祁连山地区煤炭资源开发,推进鱼卡、木里两个大型煤炭基地建设,建成青海省主要煤炭生产基地。同时,积极发展煤化工产业,推进煤制烯烃项目,拓展煤化煤化能源下游产品,大力构建煤焦化一体化、煤盐化一体化、煤电一体化等产业链,形成以煤、盐、冶金为特色的新型煤化能源基地。此外,还要加快建设百万吨不锈钢生产基地和柴达木钢铁产业一体化项目,建设西部新的特钢生产基地。

图 14: 青海省及周边 GDP 累计增速全国领先



资料来源: WIND、宏源证券

图 15: 青海工业增加值及固定资产投资累计同比



资料来源: WIND、宏源证券

表 2: 青海省部分煤炭上下游一体化项目一览

序号	主办方	地址	项目内容	预计投产时间	投资额 (亿元)
1	青海大美煤业股份有限公司 (西部矿业)	甘河工业园	年产 1000 万吨选煤厂、年产 300 万吨焦化厂、年产 30 万吨焦炉气制甲醇、160 万吨天然气制甲醇	2015	150
2	青海庆华矿冶煤化工集团有限公司	乌兰煤化工循环经济工业园	(一期) 100 万吨/年煤化工、300 万吨/年洗煤厂; (二期) 100 万吨煤焦化、5 × 15 兆瓦焦炉煤气热电联产项目	一期已投产, 二期建设中	30
3	青海庆华矿冶煤化工集团有限公司	格尔木钢铁循环经济工业园	年产 200 万吨钢铁一体化项目, 主要产品包括高品质建筑用高速线材盘圆和螺纹钢棒材	一期预计 2013 年 8 月投产	85
5	天瑞集团	甘河工业园	煤电铝一体化项目	2015 年底	200

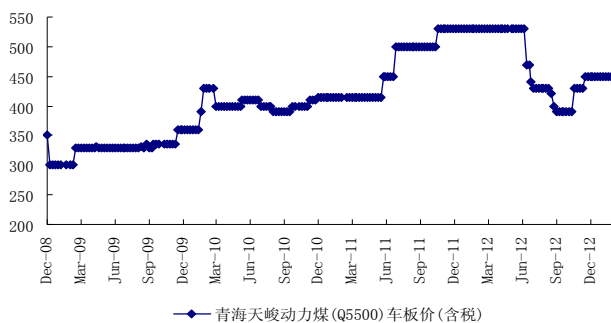
资料来源: 互联网、宏源证券

(三) 煤价已现企稳反弹预期

根据煤炭资源网的数据, 目前青海天峻地区 5500 大卡动力煤的车板价为 450 元/吨, 较去年 8、9 月份的最低点反弹近 15%, 今年 1 季度均价环比去年 4 季度已有回升, 而天峻地区两种品质的炼焦煤场价分别为 950 元和 700 元, 1 季度环比去年 4 季度也基本企稳。短期看, 节前青海地区煤矿及洗煤厂普遍开工率不高, 供给端处于偏紧态势, 而节后开工率将有所回升, 同时今年以来我国经济复苏的迹象进一步强化, 社会用电量回升, 钢铁下游需求好转催生补库预期, 河北、山西等主要焦煤产地陆续提价, 青海省由于地理位置偏西, 焦煤价滞后上涨有望从贸易环节传导至坑口。

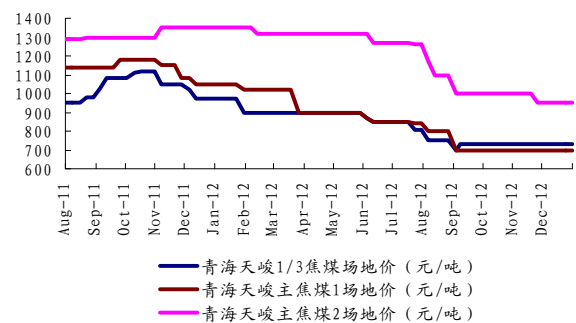
值得注意的是, 2012 年 4 月青海的庆华, 义海和木里三大煤矿实行资源整合, 成立了青海省矿业股份有限公司、青海大美煤业股份有限公司, 实现资源的集中管理, 标志着青海省木里煤田资源整合工作迈出实质性的步伐, 但对于木里产品的用户来讲, 整合后的体的煤炭企业议价能力已明显增强。

图 16: 青海省天峻地区动力煤车板价走势



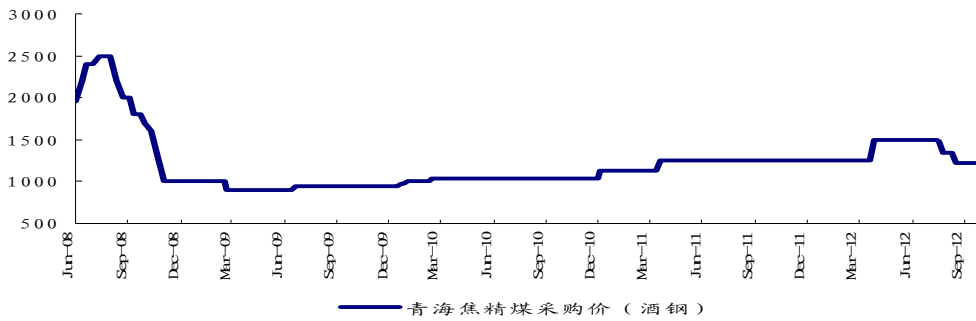
资料来源: 煤炭资源网、宏源证券

图 17: 青海省天峻地区焦煤价走势



资料来源: 煤炭资源网、宏源证券

图 18: 青海地区下游钢厂对焦精煤采购价变化



资料来源: 宏源证券

(四) 公路运输为主, 铁路瓶颈待改善

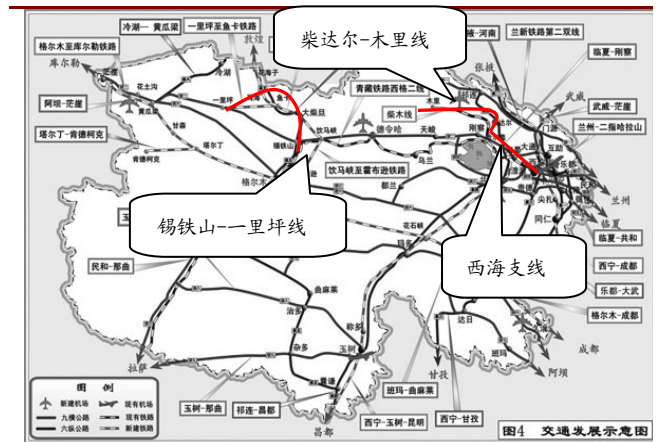
天木公路曾是木里煤田主要的煤运通道, 2008 年由义海能源公司等企业出资修建, 每年木里矿区近千万吨煤炭就此运出后再通过汽运及铁路发往省内及国内其他消费地, 运费平均在每吨 0.4-0.5 元, 而 2010 年 12 月青海省第一条铁路煤运通道哈木铁路正式通车, 合资公司由青藏铁路公司、青海鑫运地方铁路建设有限公司、省投资发展中心、青海中地矿资源开发有限公司、青海庆华矿冶煤化集团等 5 家企业组建, 目前受益者为庆华、兴庆、义盛及银海物流等 4 家公司, 每年分担近 500 万吨的运输量, 缓解了公路运输的压力, 运输成本降至平均 0.1 元/吨。十二五期间, 天峻县计划周边公路通达里程由 2245 公里增加到 3000 公里, 同时 10 年内省内也规划建设西海支线铁路、锡铁山至鱼卡至一里坪铁路、茶卡至都兰铁路等货运通道, 发展成为“东接成都、南连西藏、西达新疆、北上敦煌”的西部铁路枢纽, 集中服务于矿产资源开发和工业产品运输。伴随着煤炭开发的提速, 未来解除铁路运输瓶颈显得势在必行, 但青海省规划中的煤运铁路线较少, 短期内还难以改变汽运为主的格局。

图 19: 青海部分铁路规划线路



资料来源: 煤炭资源网、宏源证券

图 20: 青海省交通发展规划图



资料来源: 煤炭资源网、宏源证券

然而, 从结构看, 目前青海、西藏、新疆、甘肃四省区共用陇海线和包兰线与内地衔

接，必经陇海线的天水站及包兰线的惠农站。“十二五”期间，我国西北经济将保持快速发展势头，铁路运输需求不断增长，假设省内支线的运能得以提升，国铁主线的陇海线和包兰线运力增加也较为关键，其中陇海线已规划从 4000 万吨提至 5000 万吨。

表 3: 青海省地方铁路建设基本情况

序号	运输通道	里程(公里)	沿线矿区	设计运力(万吨)	通车时间及预计	备注
现有通道						
1	哈尔盖-木里	150	木里煤田	近期 500 万吨, 远期 1000 万吨	2010 年 12 月	木里至青藏铁路主线运输时间缩短到 1 个小时以内, 比汽运提高效率 80%, 煤运为主
2	甘河支线	22	甘河工业园区	远期 2000 万吨	2007 年 11 月	主要运输有色及化工产品
3	乌兰支线	6.6	乌兰煤化工循环经济工业园	2000 万吨	2007 年 11 月	负责煤炭等原材料的运入及焦炭、煤焦油、洗精煤等产品的运出
4	西海支线	39	热水、江仓矿区	-	-	2010 年 7 月 1 日起西海铁路专用线运输价格为 0.54 元/吨公里
在建及规划通道						
5	锡铁山-鱼卡-一里坪	54	热水煤矿	超过 1700 万吨	2014 年之后	与青藏铁路西格段接轨, 主要运输大柴旦饮马峡工业园和德令哈工业园盐碱化工所需原盐
6	茶卡-都兰	-	-	-	规划中	主要运输盐、铁、石墨等货品

资料来源: 互联网、宏源证券

二、天峻义海划为公司核心资产，战略价值凸显

(一) 义海能源是青海高原的“璀璨明珠”

2003 年 6 月，河南义煤集团为相应国家西部大开发的号召，在青海海西州组建国有独资企业义海能源公司，正式拉开青海省煤炭资源开发的大幕，又于 2011 年 7 月与木里煤田唯一的整合主体青海木里煤业集团达成合作关系。义海能源公司旗下共有两座露天矿和一座井工矿，分别处于天峻县境内的木里煤田和大柴旦行委境内的大煤沟煤田，具体情况为：

- 木里矿：**所处聚乎更矿区，东起下哆嗦河，西至 XV 线与二井田相接，海拔 4100 米，含煤面积为 3 平方公里，现拥有一露天矿井的采矿权，露天开采，2011 年经过省内验收后成为木里矿区第一个证照齐全的合法露天煤矿。一采区保有储量 4300 万吨，可采储量 3200 万吨，现核定产能 120 万吨/年，而二、三采区则处于前期阶段，预计剩余保有储量超过 1 亿吨，主要煤种为优质炼焦配煤和电煤，具

备低硫、低磷等特质，年产量约 300 万吨。

- **大煤沟矿**：所处大煤沟煤田，海拔 3500 米，于 2008 年 6 月建成投产，是青海省装备水平最好、现代化程度最高的矿井之一，设计产能 120 万吨/年，井下开采，保有储量约 7400 万吨，可采储量约 5500 万吨，主要煤种为优质动力用煤及民用煤。

表 4: 聚乎更矿区井田开发现状

井田名称	矿区面积 (平方公里)	储量 (亿吨)	煤种	备注
一露天	3	1.7	焦煤、弱粘煤	已配置给义海公司
二露天	4.18	0.29	气煤、焦煤	勘探中
三露天	8.96	1.5	焦煤	勘探中
一井田	10	3.7	焦煤	已配置兴庆公司
二井田	2.88	1.4	焦煤	已配置给庆华公司
三井田	5.1	1.5	焦煤、气煤	勘探中
四井田	10	2.4	焦煤	勘探中
弧山	29.34	1.3	焦煤、瘦煤	勘探中

资料来源：煤炭资源网、宏源证券

表 5: 义海能源旗下矿井基本情况

矿别	用途	煤种	品种	煤质								
				粒度	全水	灰分	挥发分	硫	磷	胶质层	粘结	发热量
大煤沟矿	动力煤、民用煤	不粘煤	块煤	13-300	12-18	8-15	27-33	< 0.5	-	-	-	5100-5700
			混煤	< 50	12-18	8-15	27-32	< 0.5	-	-	-	4800-5400
			末煤	< 13	12-18	15-28	27-32	< 0.5	-	-	-	3900-4300
木里矿	炼焦配煤、动力煤	1/3 焦煤	混煤	-	4-8	5-10	29-31	< 0.5	< 0.04	9-15	> 50	6500-8000
		电煤	混煤	-	4-8	10-25	29-31	< 0.5	-	-	-	5000-6500

资料来源：义海能源网站、宏源证券

经过近十年的发展，义海能源公司已成长为一个注册资金达 2.1 亿元、品牌价值达 12.18 亿元、固定资产总值超过 40 亿元的现代化大型企业。在青海柴达木循环经济大飞跃的背景下，义海能源的发展方向确定为做大做强煤炭主业，拉长煤炭产业链条，大力发展煤化工产业，规划在 2015 年实现“千万吨矿区、百亿元企业”的宏伟目标。

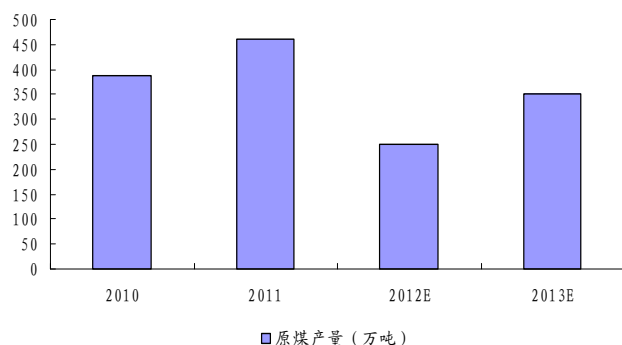
2012 年 2 月义煤集团启动资产注入，计划将义海能源公司所持有的天峻义海 100% 股权注入上市公司，进一步改善了同业竞争关系，2012 年底之前正式完成资产交割实现并表，此次注入的天峻义海实际就是木里矿的载体，也是义海能源公司最优质的资产包，对上市公司中长期发展起着举足轻重的作用。

(二) 灵活的营销机制，较强的盈利能力

已注入的天峻义海目前核定产能 120 万吨/年，但由于是露天开采，每年产量具备弹性，2012 年可能受到木里煤田资源整合的影响，实际产量未达预期，今年木里露天矿可能会完成产能重新核定至 300 万吨/年，实际产出具备增长空间。

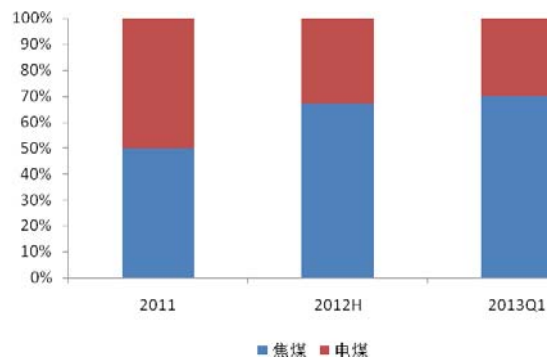
从销售端来看，天峻义海商品煤种结构主要分为焦煤及电煤两大类，其中焦煤品质优良，基本不需要进行洗选，均以原煤销售，客户基础稳固，消费地集中在省内及周边，少量运至山西、河南，还在开拓四川等地的用户，外运仍将以公路方式为主。相比之下，公司电煤发热量在 5000 大卡以上，基本可以在省内消化。值得关注的是，2012 年面对景气度下降的煤炭市场及区域整合影响，公司灵活调整了营销策略起到积极效果，焦煤占比较前一年适当提高，年底煤炭库存下降，有助于产销平衡及均价的稳定，也为今年继续优化产品结构奠定了基础。然而，从运输方式上看，义海可能会借助哈木铁路的参与主体来发展部分铁路运量，待扩能后结构或有进一步优化。

图 21: 天峻义海煤炭产量预测



资料来源：宏源证券

图 22: 天峻义海商品煤结构具备灵活性

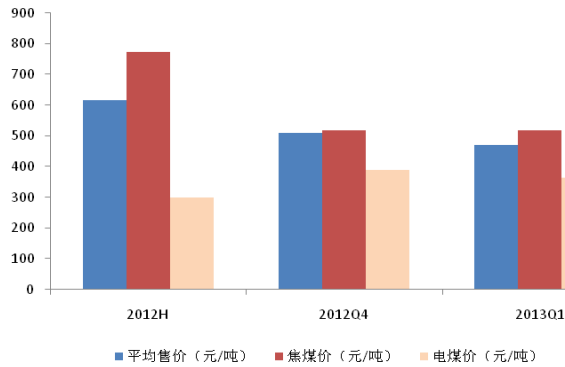


资料来源：宏源证券

从煤价走势上看，2012 年青海天峻地区 5500 大卡动力煤均价基本与上一年持平，而焦煤均价则有所下滑，但我们预测今年 1 季度义海能源的焦煤价格与去年 4 季度基本持平，而春节前焦煤的提价还将由东部向西部传导，公司产品均价将逐步走稳。

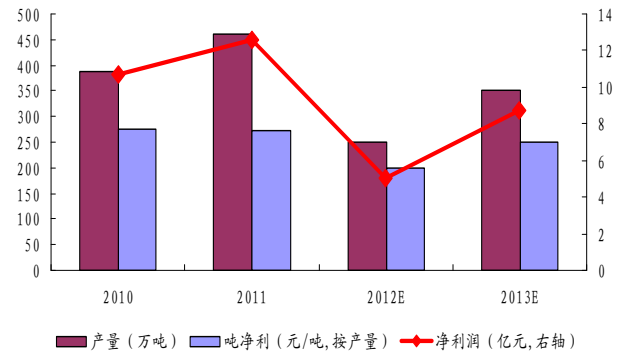
目前天峻义海矿井完全成本可能不到 250 元/吨，今年随着产能提升，量能释放，预计单位成本还将稳中有降，因此即使在行业景气度下降后，公司通过优化产品结构及调整营销策略等方式，有能力将其吨净利维持在 200 元以上，在弱市中明显好于国内其他同类矿井。预计 2012 年注入资产已完成业绩承诺 4.6 亿元，实现并表后天峻义海近两年贡献 EPS 分别为 0.35 元和 0.75 元。

图 23: 公司天峻义海矿均价走势预测



资料来源: 宏源证券

图 24: 未来几年义海木里矿盈利能力预测



资料来源: 宏源证券

根据义煤集团“强势起步，强势跨越、强势腾飞”三步走的发展战略，青海基地产能将突破千万吨级，战略地位凸显。我们认为中长期公司在青海仍将看点不断，需要关注的是：1) 未来二、三采区待开发，矿权在申请中，这部分资产盈利能力与一采区接近，有望增加高盈利性产能；2) 义海能源旗下还有大煤沟井工矿待注入，远期可增加产能约 500 万吨；3) 当初注入的天峻义海中流动资产高达 35 亿元，其中有大部分货币资金，实际已为后续的资源拓展及矿区建设奠定基础。因此，天峻义海在木里煤田的开发已取得先机，未来仍具备较大的想象空间。

(三) 青海矿是业绩弹性的释放来源

预计今年公司本部业绩将略好于去年，而注入资产尤其是天峻义海将成为业绩弹性释放的主要来源，假设年内实现重新核产至 300 万吨，且成本控制的力度依然严格，则青海矿实际的产量将决定整体业绩释放的程度，据测算，天峻义海产量每增加 100 万吨，EPS 的贡献将增厚 0.21 元，预计业绩贡献 7.5 亿元-10 亿元概率较大，对应上市公司 EPS 在 1.65 元-1.86 元之间。

表 6: 天峻义海产量相对业绩贡献敏感性分析

项目	产量 (万吨)				
	100	200	300	400	500
净利润 (亿元)	2.5	5	7.5	10	12.5
贡献 EPS	0.21	0.42	0.63	0.84	1.05
上市公司 EPS	1.23	1.44	1.65	1.86	2.07

资料来源: 宏源证券

三、投资建议与估值

在不考虑现金收购集团其他资产的情况下，我们预计未来3年EPS为1.35元、1.73元、1.87元，对应明年PE仅为11倍，这对于动力煤+焦煤混合纯煤企业来讲估值仍有上行空间。综合来看，今年义海能源重新核产获批的可能性较大，在成本有效控制下，业绩释放弹性较好，未来还有集团资产注入及外延扩张的预期，依然是我们今年重点推荐的品种，维持“买入”评级。

四、风险提示

- 1) 经济再度疲弱，煤价预期下跌
- 2) 义海能源核产搁浅
- 3) 生产、政策性成本上升
- 4) 青海省煤炭供需环境改变

财务报表

利润表(单位:百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	9502.21	9847.78	11895.84	12792.36
减: 营业成本	6076.27	6324.90	7289.28	7785.85
营业税金及附加	183.46	167.41	202.23	217.47
营业费用	157.86	137.87	190.33	204.68
管理费用	1100.25	886.30	1153.90	1279.24
财务费用	75.01	29.77	60.60	56.50
资产减值损失	11.01	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	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	1898.36	2301.53	2999.49	3248.63
加: 其他非经营损益	-9.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	1889.11	2301.53	2999.49	3248.63
减: 所得税	480.85	552.37	749.87	812.16
净利润	1408.26	1749.16	2249.62	2436.47
减: 少数股东损益	125.72	139.93	184.47	199.79
归属母公司股东净利润	1282.54	1609.23	2065.15	2236.68
EPS	1.073	1.346	1.728	1.871
PE	20	14	11	10

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	2506.81	3837.63	6448.50	8833.87
应收和预付款项	1435.57	799.15	2061.56	1195.77
存货	196.58	97.60	266.86	154.00
其他流动资产	63.28	63.28	63.28	63.28
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4769.54	4986.67	4883.31	4883.69
无形资产和开发支出	1045.35	1092.47	1119.59	1126.71
其他非流动资产	7.39	3.69	0.00	0.00
资产总计	10024.53	10880.49	14843.10	16257.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2582.43	1589.24	3202.22	2079.97
长期借款	1537.00	1637.00	1737.00	1837.00
其他负债	591.20	591.20	591.20	591.20
负债合计	4710.64	3817.44	5530.43	4508.18
股本	833.65	833.65	833.65	833.65
资本公积	784.81	784.81	784.81	784.81
留存收益	3244.95	4854.17	6919.32	9156.01
归属母公司股东权益	4863.41	6472.64	8537.79	10774.47
少数股东权益	450.48	590.41	774.88	974.67
股东权益合计	5313.89	7063.05	9312.67	11749.14
负债和股东权益合计	10024.53	10880.49	14843.10	16257.32
现金流量表				
经营性现金净流量	1735.47	2631.69	3652.75	3553.98
投资性现金净流量	-431.25	-1400.65	-1200.23	-1404.00
筹资性现金净流量	-518.82	99.77	158.35	235.39
现金流量净额	785.39	1330.81	2610.87	2385.37

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

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
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。