

证券研究报告

火电



通宝能源 (600780)

增持 (首次)

煤销国电共经营, 煤电一体具雏形

市场数据

报告日期	2013-08-20
收盘价(元)	5.98
总股本(百万股)	1146.50
流通股本(百万股)	872.94
总市值(百万元)	6856.09
流通市值(百万元)	5220.19
净资产(百万元)	3660.65
总资产(百万元)	8279.77
每股净资产	3.19

相关报告

分析师:

刘建刚

liujg@xyzq.com.cn

S0190511030007

研究助理:

刘欢

liuhuan@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6059	41255	42851	44345
同比增长	10.9%	581.0%	3.9%	3.5%
净利润(百万元)	371	1964	2105	2221
同比增长	0.1%	430.0%	7.2%	5.5%
毛利率	18.2%	11.9%	12.3%	12.5%
净利润率	6.1%	4.8%	4.9%	5.0%
净资产收益率(%)	10.5%	25.0%	22.5%	20.3%
每股收益(元)	0.11	0.56	0.60	0.63
每股经营现金流(元)	0.34	2.04	1.11	1.17

投资要点

- **通宝能源是山西省综合能源供应企业, 上市以来规模不断扩张。**通宝能源成立于1992年, 并于1996年12月挂牌上市, 控股股东为山西国际电力集团, 持股比例60.7%。公司分别于2003年、2011年和2012年收购阳光发电公司、地电公司和国兴煤层气公司, 业务由火电拓展至配电及燃气配输业务。
- **公司现有业务覆盖发电、配电、燃气三个领域。**2012年, 公司发电、配电及燃气业务收入分别占比35%、61%和3%, 毛利占比分别为22%、77%和1%。发电业务受益于煤价下跌, 盈利能力持续提升; 配电业务在当地经济发展的带动下盈利增长稳健; 燃气业务处于市场开拓初期, 气源供应能力充足, 未来随着燃气需求量的提升, 公司燃气业务成长空间广阔。
- **短期看点: 产业链延伸, 定向增发进军上游煤炭开采领域。**2013年3月, 通宝能源发布公告, 定向增发收购6个煤矿及12家子公司煤炭铁路贸易资产, 收购PE、PB分别为12.5及1.8倍, 与同业公司的收购情况相比, 价格合理。6家煤矿主产优质焦煤、肥煤, 合计保有储量8.7亿吨, 核定产能880万吨, 权益产能594万吨。拟注入资产规模及盈利能力均超公司原有业务, 定增完成后, 公司主营业务将由电力转变为煤炭。
- **长期看点: 两大集团战略重组, 打开公司外延成长空间。**根据山西省政府规划, 煤销集团与国际电力将重组成为晋能有限责任公司, 并以通宝能源作为资本运作平台。煤销集团现有煤炭产能5000万吨, 是拟注入资产的5倍, 成熟后将分批注入上市公司; 国际电力在建1900MW火电机组, 装机容量是上市公司的1.6倍, 亦有望在5年内注入。两大集团对于公司未来发展均作出明确承诺, 为通宝能源打开外延成长的空间。
- **首次覆盖, 给予“增持”评级。**考虑此次资产重组, 预计公司2013-2015年EPS分别为0.56元、0.60元和0.63元, 对应PE为11倍、10倍和9倍。我们认为, 煤销集团与国际电力重组后, 将以通宝能源作为资本运作的平台, 有助于公司各项业务的发展, 且煤、电、气一体化经营给公司业绩提供较高的安全边际, 给予“增持”评级。
- **风险提示: 资产重组及注入进程存在不确定性。**

目 录

投资概要	4 -
1、通宝能源——山西省综合能源供应企业	5 -
1.1 公司概况	5 -
1.2 业务结构	5 -
2、公司业务覆盖发电、配电、燃气三个领域	6 -
2.1 发电业务：受益于煤价下跌，发电业务盈利能力持续提升	6 -
2.2 配电业务：盈利能力强，增长稳健	7 -
2.3 燃气业务：气量快速增长，气价存提升预期	9 -
3、短期看点：产业链延伸，定向增发进军上游煤炭开采领域	12 -
3.1 定增收购 6 个煤矿及 12 家子公司煤炭铁路贸易资产	12 -
3.2 拟注入资产规模及盈利能力均超公司原有业务	13 -
3.3 收购 PE、PB 分别为 12.5 及 1.8 倍，价格合理	14 -
3.4 定增完成后公司主营业务将由电力变为煤炭	15 -
4、长期看点：两大集团战略重组，打开公司外延成长空间	16 -
4.1 煤销集团与国际电力重组成立晋能公司，实现煤电一体化经营	16 -
4.2 成为晋能公司资本运作平台，外延成长空间广阔	16 -
5、盈利预测与估值	19 -
5.1 盈利预测假设	19 -
5.2 盈利预测结果及投资建议	19 -

图表目录

图 1、通宝能源产权结构	- 5 -
图 2、通宝能源收入结构 (2012 年报)	- 5 -
图 3、通宝能源毛利结构 (2012 年报)	- 5 -
图 4、通宝能源火电利用小时数持续高于全国和省调水平	- 6 -
图 5、通宝能源火电业务收入及盈利情况	- 7 -
图 6、阳光发电所在阳泉平定县动力煤价格	- 7 -
图 7、地电公司主要经营模式	- 7 -
图 8、地电公司工艺流程图	- 8 -
图 9、12 县 (区) GDP 复合增速 25.5%	- 8 -
图 10、12 县 (区) 人均 GDP 复合增速 23.9%	- 8 -
图 11、气化山西布局规划图	- 11 -
图 12、通宝能源定向增发收购资产股权结构图	- 12 -
图 13、通宝能源定向增发前股权结构	- 14 -
图 14、通宝能源定向增发后股权结构	- 14 -
图 15、通宝能源定向增发前收入结构	- 15 -
图 16、通宝能源定向增发后收入结构	- 15 -
图 17、通宝能源定向增发前利润结构	- 15 -
图 18、通宝能源定向增发后利润结构	- 15 -
图 19、煤销集团与国际电力重组进程	- 16 -
图 20、山西煤炭运销集团煤矿分布图	- 17 -
图 21、山西国际电力集团电源分布	- 18 -
表 1、2005-2012 年吕梁、临汾、朔州三市 GDP 及人口统计	- 8 -
表 2、吕梁、临汾、朔州三市“十二五”规划	- 9 -
表 3、国兴煤层气主要业务	- 10 -
表 4、山西省“四气”发展利用目标	- 10 -
表 5、“三纵十一横”管网布局	- 11 -
表 6、拟注入 6 家煤矿概况	- 12 -
表 7、与通宝能源相比, 拟注入资产规模大、盈利能力强	- 13 -
表 8、拟注入煤矿盈利情况	- 13 -
表 9、拟注入 6 家煤矿产量预测	- 19 -
表 10、公司盈利预测假设	- 19 -
表 11、公司盈利预测结果	- 20 -
表 12、煤炭上市公司估值表	- 20 -
附表 13、山西国际电力集团电力资产	- 22 -
附表 14、山西省煤炭运销集团煤炭资产	- 23 -

投资概要

通宝能源是山西省综合能源供应企业, 控股股东为山西国际电力集团, 持股比例 60.7%。2003 年、2011 年和 2012 年分别收购阳光发电公司、地电公司和国兴煤层气公司, 业务由火电拓展至配电及燃气配输业务。2012 年, 公司发电、配电及燃气业务收入分别占比 35%、61%和 3%, 毛利占比分别为 22%、77%和 1%。

2013 年 3 月, 公司公布资产重组方案, 定向增发收购 6 个煤矿及 12 家子公司煤炭铁路贸易资产, 6 家煤矿主产优质焦煤、肥煤, 合计保有储量 8.7 亿吨, 核定产能 880 万吨, 权益产能 594 万吨。重组完成后, 公司主营业务将变为煤炭业务。而公司大股东山西国际电力集团与山西省煤炭运销集团重组合并为晋能公司后, 将以通宝能源作为资本运作平台, 打造煤、电、气一体化的综合能源供应企业, 公司未来成长空间极为广阔。

1、估值及投资建议

首次覆盖, 给予公司“增持”评级。考虑此次资产重组, 我们预计公司 2013-2015 年净利润分别为 19.74 亿元、20.92 亿元和 21.91 亿元, 对应增发摊薄后 EPS 为 0.56 元、0.60 元和 0.63 元, 对应 PE 分别为 11 倍、10 倍和 9 倍。我们认为, 煤销集团与国际电力重组为晋能公司后, 将以通宝能源作为资本运作的平台, 有助于公司各项业务的发展, 且煤、电、气一体化经营给公司业绩提供较高的安全边际, 因此给予“增持”评级。

2、关键假设

- 1) **煤炭产量:** 拟注入 6 家煤矿 2013-2015 年产量分别为 950 万吨、980 万吨和 980 万吨, 权益产量分别为 657 万吨、672 万吨和 672 万吨。
- 2) **发电量及上网电价:** 2013-2015 年发电量增速分别为 2.18%、2.32%和 2.27%, 上网电价维持 2012 年水平。
- 3) **售电量:** 2013-2015 年增速分别为 11.5%、11%和 11%。
- 4) **售气量:** 2013-2015 年增速分别为 135%、82%和 38%。

3、股价表现催化剂

经济回暖, 煤炭价格反弹。

4、风险提示

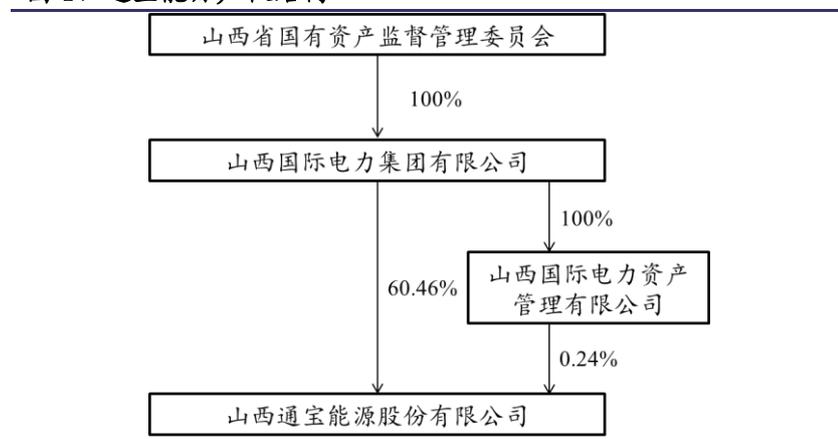
- 1) 重组完成后, 公司主营业务将变为煤炭业务, 公司业绩受煤价波动影响较大。
- 2) 资产重组及注入进程存在不确定性。

1、通宝能源——山西省综合能源供应企业

1.1 公司概况

通宝能源成立于1992年8月,并于1996年12月挂牌上市。公司控股股东为山西国际电力集团,持股比例60.7%,实际控制人为山西省国资委。公司分别于2003年、2011年和2012年收购阳光发电公司、地电公司和国兴煤层气公司,业务由火电拓展至配电及燃气配输业务。2010年、2011年和2012年,公司营业总收入分别为45.4亿元、54.6亿元和60.6亿元,归属于母公司所有者的净利润分别为2.3亿元、3.7亿元和3.7亿元。

图1、通宝能源产权结构



数据来源:公司公告,兴业证券研究所

1.2 业务结构

通宝能源主营业务包括火力发电、配电业务及燃气业务,发电业务盈利稳定,配电业务盈利能力强,燃气业务增长前景广阔。2012年,公司发电、配电及燃气业务收入分别占比35%、61%和3%,毛利占比分别为22%、77%和1%。

图2、通宝能源收入结构(2012年报)

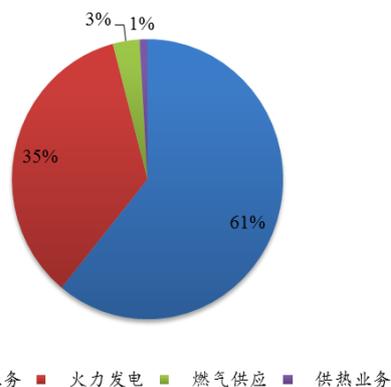
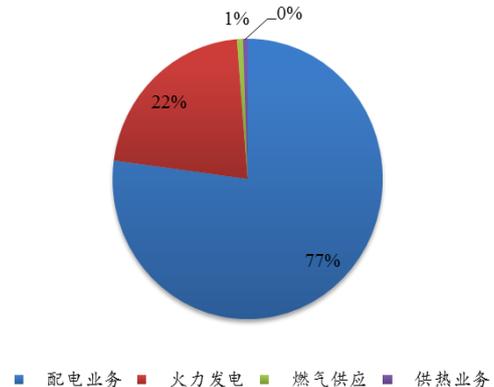


图3、通宝能源毛利结构(2012年报)



数据来源:wind,兴业证券研究所

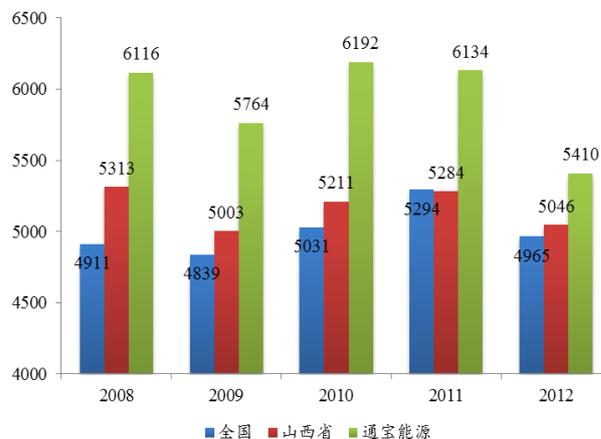
2、公司业务覆盖发电、配电、燃气三个领域

2.1 发电业务: 受益于煤价下跌, 发电业务盈利能力持续提升

公司发电业务资产为山西阳光发电有限责任公司。阳光发电公司前身为山西阳泉第二发电厂, 于 1993 年 12 月开工建设, 1999 年 7 月山西国际电力集团公司和山西省电力公司按 9: 1 的出资比例将其改制为山西阳光发电有限责任公司。2003 年, 通宝能源受让山西国际电力集团持有的阳光发电 90% 的股权; 2007 年, 通宝能源收购山西省电力公司持有的阳光发电 10% 的股权, 阳光发电成为通宝能源的全资子公司。

阳光发电总装机容量 1200MW, 机组利用小时数持续高于全国及山西省水平。阳光发电公司位于山西省阳泉市平定县, 总装机容量为 4 台 30 万千瓦凝汽式燃煤发电机组, 1999 年 11 月全部投产发电。2008-2012 年, 公司发电量分别为 73.4、69.2、74.3、73.61 和 64.92 亿千瓦时, 机组利用小时数分别为 6116、5764、6192、6134 和 5410 小时, 持续高于全国及山西省火电发电机组平均利用小时数。

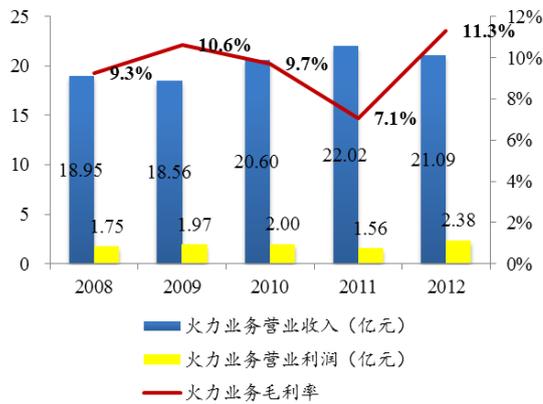
图 4、通宝能源火电利用小时数持续高于全国和省调水平



数据来源: 公司公告, 兴业证券研究所

受益于煤价下跌, 公司火电业务盈利能力大幅提升。2012 年, 阳光发电公司所在地阳泉平定县动力煤均价下跌 6.3%, 受益于煤价下跌, 公司火电业务营业成本同比下降 8.6%; 营业利润 2.38 亿, 同比大幅增长 53%; 毛利率 11.3%, 比 2011 年上升 4 个百分点。2013 年 1-7 月, 阳泉平定县动力煤均价同比下跌 18.9%, 成本端的下行将大幅提升公司火电业务盈利能力和盈利水平, 预计 2013 年火电业务毛利率将提升到 14.3%。

图 5、通宝能源火电业务收入及盈利情况



数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 6、阳光发电所在阳泉平定县动力煤价格



数据来源: sxcoal, 兴业证券研究所

2.2 配电业务: 盈利能力强, 增长稳健

公司配电业务资产为 2011 年收购的山西地方电力有限公司。2011 年, 通宝能源向大股东国电集团及国电资产定向增发收购山西地方电力有限公司 100% 的股权, 业务由火电拓展至配电业务。2011-2012 年, 公司配电业务营业收入分别为 31.5 和 36.7 亿元, 营业利润分别为 7.6 和 8.48 亿元, 毛利率达 23%, 是公司三项业务中盈利能力最强的业务。

地电公司负责山西省 12 县(区) 供配电, 供电区域 2.3 万平方公里。地电公司所属供电营业区域包括吕梁、临汾、朔州三市, 总计 12 个县(区), 供电区域 2.3 万平方公里, 占山西省国土面积的 15%, 构成山西省内重要供配电网络。

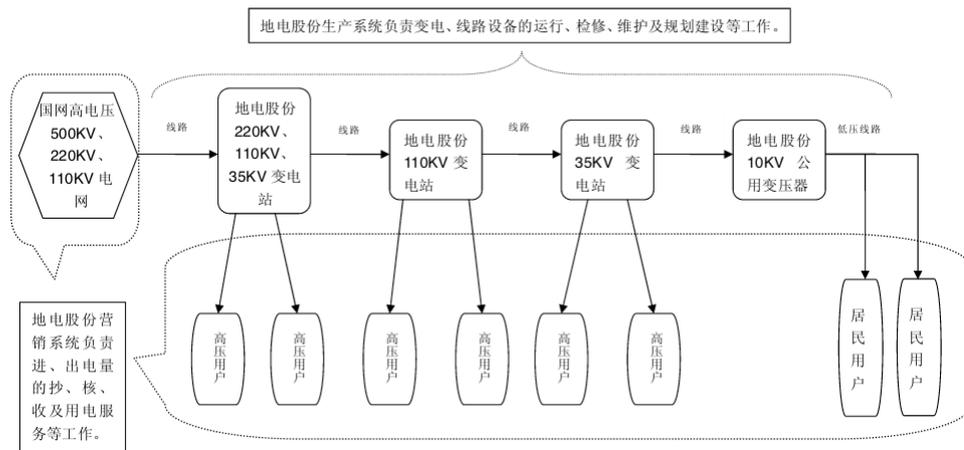
地电公司共拥有已投入运营 220KV 变电站 4 座、容量 720MVA, 220KV 线路 241KM; 110KV 变电站 30 座、容量 1837MVA, 110KV 线路 1068KM; 35KV 变电站 60 座、容量 609MVA, 35KV 线路 1381KM。地电公司的经营模式为山西省电力公司以趸售方式采购电能, 通过电网配送并销售给终端用户, 同时按物价部门确定的趸售电价与山西省电力公司结算购电费, 按物价部门确定的目录电价向终端用户收取售电费。2011-2012 年, 地电公司分别完成售电量 60.63 和 65.12 亿千瓦时。

图 7、地电公司主要经营模式



数据来源: 公司公告, 兴业证券研究所

图 8、地电公司工艺流程图



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

区域经济发展将带动公司配售电量高增长。公司供电区域覆盖 12 个县（区），该地区矿产资源丰富，包括煤炭、铝矾石土矿、耐火粘土、富钾碱性岩、铁矿石、煤层气、石灰石等，其中煤炭资源储量共计 1493 亿吨，且临汾的乡宁县、吕梁的柳林县均是全国最主要的主焦煤基地。2000 年-2011 年，12 县（区）的 GDP 复合增速达 25.5%，初步形成了以煤炭、煤化工、建材、冶炼等为主的工业结构，未来在国家政策的支持下，区域经济的高速增长将支撑区域内用电需求的快速增长，进而带动公司配电业务高增长。

图 9、12 县（区）GDP 复合增速 25.5%

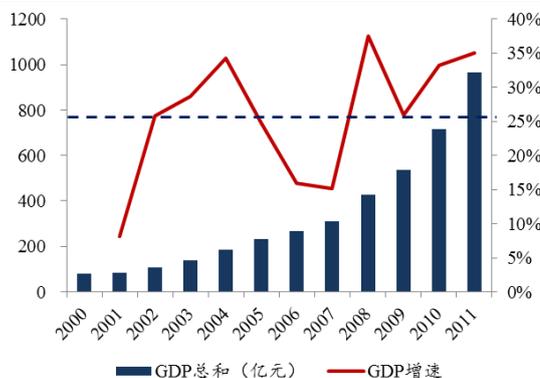
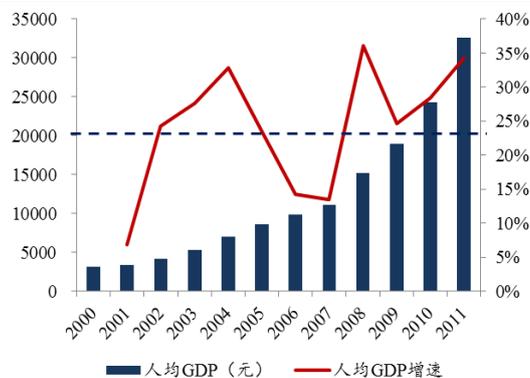


图 10、12 县（区）人均 GDP 复合增速 23.9%



数据来源：山西统计年鉴，兴业证券研究所

表 1、2005-2012 年吕梁、临汾、朔州三市 GDP 及人口统计

项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	复合增速
人口 (万)									
吕梁	353	355	358	360	362	373	375	377	0.9%
临汾	412	415	417	420	422	432	434	437	0.8%
朔州	151	152	153	154	154	172	173	173	2.0%
GDP (亿元)									
吕梁	310	406	508	630	612	846	1131	1230	21.8%
临汾	523	589	658	755	767	890	1136	1221	12.9%
朔州	182	234	332	420	561	670	855	1007	27.7%

人均 GDP(元)

吕梁	8766	11415	14197	17500	16904	22666	30137	32621	20.6%
临汾	12697	14197	15773	17976	18165	20602	26146	27947	11.9%
朔州	12052	15430	21760	27377	36352	39043	49559	58047	25.2%

资料来源: 山西统计年鉴, 兴业证券研究所

表 2、吕梁、临汾、朔州三市“十二五”规划

地区	“十二五”规划
吕梁	地区生产总值 2000 亿元; 年平均经济增长率 25%; 固定资产投资年均增速 28%; 人口自然增长率 0.6%; 城镇化率 52%
临汾	地区生产总值年均增长 15%; 规模以上工业增加值年均增长 20%; 固定资产投资年均增长 20%; 城镇化率 50%
朔州	始终保持经济增长速度高于全省平均水平(山西省“十二五”规划经济翻番, 即年均约 15%)

资料来源: 兴业证券研究所

2.3 燃气业务: 气量快速增长, 气价存提升预期

2012 年, 公司收购大股东国电集团持有的国兴煤层气 40% 的股权, 进军燃气配输领域。国兴煤层气专营鄂尔多斯盆地东缘河东煤田腹地山西吕梁能源及相关产业基地的煤层气和天然气, 是拥有从输送到终端完整产业链的综合燃气产业公司。目前已取得山西省发改委授予的煤层气、天然气、焦炉煤气、煤制天然气“四气”的综合类从业资格。

国兴煤层气公司获得“天然气+煤层气”双气源, 年供气量达 45 亿立方米。在天然气气源方面, 公司获得陕京一线(神池口)5 亿立方米/年、陕京二线(兴县口)5 亿立方米/年、西气东输一线(92#阀室)11 亿立方米/年, 总计 21 亿立方米/年。在煤层气方面, 公司就保德煤层气区块与中石油煤层气分公司签订了供气协议, 合同约定年采购天然气量约为 14 亿立方米、煤层气量约为 10 亿立方米。

实际售气量远小于供应能力, 未来燃气业务成长空间广阔。公司 2012 年售气量 9370 万立方米, 远小于 45 亿立方米的供应能力。预计国兴煤层气 2013 年售气量 2.2 亿立方米, 未来售气量将以年均 85% 的速度增长。

开发大工业用户与获取城市燃气专营授权并举。国兴煤层气公司与交口肥美铝业(年产氧化铝 240 万吨)、同德铝业(年产氧化铝 120 万吨)以及中铝兴县项目(年产氧化铝 120 万吨)签订《天然气买卖与输送合同》, 合计年用气量 4.8 亿立方米。此外, 公司获得交口县及神池县专营授权, 是其境内唯一的天然气(煤层气)输气管网建设和经营企业, 与离石、柳林、方山、中阳、石楼、保德、偏关、河曲、吉县等 9 县的专营授权整合收购也在进行中。

在建多条长输管线、LNG 液化工厂以及 CNG、LNG 加注站。公司在建“临县-兴县-保德”长输管网(150 公里)以及石口-回龙长输管道(35 公里), 并在山西河东煤田区域及长输管线沿线建设多个 LNG 液化工厂、LNG 加注站及 CNG 加气站。

表 3、国兴煤层气主要业务

业务类型		
长输管线建设	山西省临保煤层气利用工程	临县-兴县-保德长输管网 150 公里
	石口-回龙长输管道	石口至回龙长输管道约 35 公里
获得气源	天然气	陕京一线神池清管站开口 陕京二线兴县清管站开口 西气东输一线（92#阀室）开口
	煤层气	中石油煤层气有限责任公司保德区块煤层气购销权。合同约定年采购天然气量约为 14 亿立方米、煤层气量约为 10 亿立方米。
大工业用户	交口肥美铝业	年产氧化铝 240 万吨，年用气量约 2.4 亿立方米
	同德铝业	年产氧化铝 120 万吨，年用气量约 1.2 亿立方米
	中铝兴县项目	年产氧化铝 120 吨，年用气量约 1.2 亿立方米。
	柳林森泽铝业	商谈中，年产氧化铝 120 万吨
城市燃气	交口县	交口县境内唯一的天然气（煤层气）输气管网建设和经营企业
	神池县	神池县境内唯一的天然气（煤层气）输气管网建设和经营企业
LNG 液化工厂	离石区、柳林县、方山县、中阳县、石楼县、保德县、偏关、河曲县、吉县	正在整合收购专营授权
	保德县	在建一座日加工气量 100 万立方米的 LNG 液化工厂
CNG、LNG 加注站	兴县、保德县、原平市、交口县	在建 7 个 CNG、LNG 加注站，预计 2013 年可销售气量 5 亿立方米，未来可销售气量将以每年不少于 40% 的速度增长

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

“气化山西”规划将推动“十二五”期间山西省燃气发展。根据山西省“十二五”规划，到 2015 年，山西省的天然气消费量将达到 100 亿立方米，在山西省一次能源消费中所占比重将由目前的 0.9% 上升到 5%。

表 4、山西省“四气”发展利用目标

(亿立方米)		2015 年	2020 年
“四气”供气量	天然气	60	120
	煤层气	46	110
	煤制天然气	40	120
	焦炉煤气制甲烷	4	10
	合计	150	360
其他	井下瓦斯气	39	44
	乏风	40	35
“四气”利用量	天然气	60	120
	煤层气	16	70
	煤制天然气	10	80
	焦炉煤气制甲烷	4	10
	合计	90	280
其他	井下瓦斯气利用	25.5	25.5
	乏风利用	8	16

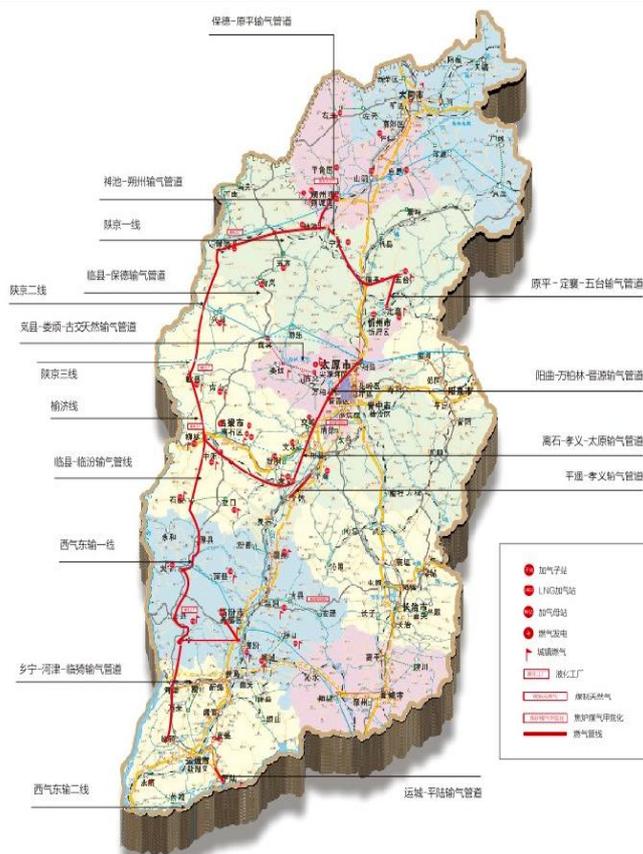
资料来源：《关于加快推进我省“四气”产业一体化发展的若干意见》，兴业证券研究所

表 5、“三纵十一横”管网布局

地区	“十二五”规划
三纵	<p>东线：“长治-和顺-阳泉”长输管道，实现贯穿沁水煤层气田的长输管道。</p> <p>中线：“大同-太原-平遥-运城”长输管道，实现沿大运路的贯穿山西省中部的长输管道。</p> <p>西线：“乡宁-柳林-临县-保德”输气管道，实现贯穿河东煤层气田的长输管道。</p>
十一横	<p>陕京一线（陕西—北京）</p> <p>陕京二线</p> <p>陕京三线</p> <p>榆济线（陕西榆林至济南）</p> <p>西气东输管线</p> <p>应县—张家口管线</p> <p>大同—中海油管道</p> <p>河津—侯马—沁水长输管道（南线）</p> <p>柳林—介休—太原—阳泉长输管道（中线）</p> <p>保德—原平长输管道（北线）</p> <p>洪洞—安泽—长治管道</p>

资料来源：山西省“十二五”规划，兴业证券研究所

图 11、气化山西布局规划图



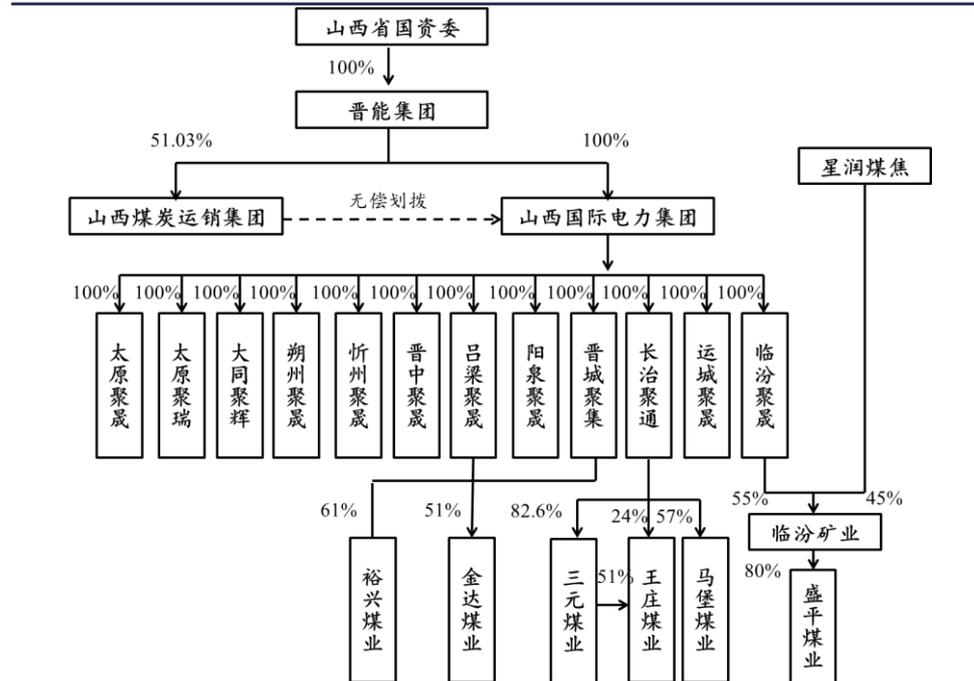
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

3、短期看点：产业链延伸，定向增发进军上游煤炭开采领域

3.1 定增收购 6 个煤矿及 12 家子公司煤炭铁路贸易资产

定向增发收购大股东资产，进军上游煤炭开采领域。2013 年 3 月 30 日，通宝能源发布公告，山西煤炭运销集团将太原聚晟等 12 家全资子公司的煤炭开采以及煤炭铁路贸易资产无偿划转至山西国际电力集团，并由国际电力注入通宝能源。

图 12、通宝能源定向增发收购资产股权结构图



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

拟注入资产包括 6 个煤矿及 130 余个煤炭发运站，煤矿核定产能合计 880 万吨。标的资产包含山西全省 11 个市共 130 余个煤炭铁路发运站，以及分别位于山西省长治、晋城、吕梁、临汾地区共 6 个煤炭开采公司，即三元煤业、王庄煤业、马堡煤业、裕兴煤业、金达煤业及盛平煤业。6 家煤矿主产优质焦煤、肥煤以及贫瘦煤，合计保有储量 8.7 亿吨，核定产能 880 万吨，权益产能 594 万吨。

表 6、拟注入 6 家煤矿概况

煤矿名称	股权占比	归属项目公司	所在地	煤种	保有资源储量(万吨)	核定产能(万吨)
三元煤业	82.6%	长治聚通	长治市西郊	瘦煤、贫瘦煤、贫煤	37604	220
王庄煤业	66.1%	长治聚通	山西长治	贫煤	20483	210
马堡煤业	57%	长治聚通	长治市武乡县	焦煤、贫瘦煤	9750	150
裕兴煤业	61%	晋城聚集	山西省高平市建宁乡	无烟煤	5383	90
金达煤业	51%	吕梁聚晟	孝义市驿马乡	肥煤	8083	120
盛平煤业	80%	临汾聚晟	乡宁县台头镇	焦煤、贫煤、贫瘦煤	6045	90
合计	-	-	-	-	87348	880
权益合计	-	-	-	-	62400	594

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

3.2 拟注入资产规模及盈利能力均超公司原有业务

拟注入资产收入、利润规模分别是通宝能源的 5 倍和 3 倍。截止 2012 年 12 月 31 日, 拟注入资产资产总额 197.3 亿元, 是通宝能源的 2.7 倍。2012 年, 拟注入资产营业收入及归属母公司净利润分别为 330.08 亿元和 9.63 亿元, 分别是通宝能源的 5 倍和 3 倍。

表 7、与通宝能源相比, 拟注入资产规模大、盈利能力强

项目 (亿元)	2012 年 12 月 31 日		2011 年 12 月 31 日		2010 年 12 月 31 日	
	标的资产	通宝能源	标的资产	通宝能源	标的资产	通宝能源
资产总额	197.30	74.02	199.07	66.80	150.69	58.64
负债总额	114.09	38.14	123.68	34.41	104.80	27.87
所有者权益总额	83.21	35.88	76.00	32.40	45.89	30.77
归属于母公司所有者权益	64.94	35.33	59.52	32.33	36.57	30.66
项目 (亿元)	2012 年度		2011 年度		2010 年度	
	标的资产	通宝能源	标的资产	通宝能源	标的资产	通宝能源
营业收入	330.08	60.59	362.36	54.62	233.12	45.44
营业利润	21.33	4.97	40.27	4.88	28.35	3.18
净利润	14.28	3.64	26.26	3.68	18.12	2.28
归属于母公司所有者的净利润	9.63	3.71	19.14	3.73	13.90	2.33
项目	2012 年度		2011 年度		2010 年度	
	标的资产	通宝能源	标的资产	通宝能源	标的资产	通宝能源
ROE	14.8%	10.5%	32.2%	11.5%	38.0%	7.6%
净利率	2.9%	6.1%	5.3%	6.8%	6.0%	5.1%

资料来源: 公司公告, 兴业证券研究所

拟注入资产 ROE 水平超通宝能源。2011 年, 标的资产 ROE 为 32.2%, 远超通宝能源 11.5% 的水平; 净利率 5.3%, 略低于上市公司 6.8% 的水平。2012 年, 由于煤价下跌、盛平煤业政策性停产致产销量大幅下降以及三元煤业向长治有限公司缴纳的管理费新增 3.47 亿元等原因, 标的资产业绩大幅下滑, 不具有可比性。长治有限公司已出具承诺, 自 2013 年 1 月 1 日起不再向长治聚通下属煤矿收取管理费, 仅此一项, 将使标的资产 2013 年利润总额增加 4 亿元。

表 8、拟注入煤矿盈利情况

	单位	2010	2011	2012
三元煤业	82.6%			
营业收入	万元	246867	278277	229118
吨煤售价	元	888	1070	818
净利润	万元	126925	138713	101357
吨煤净利	元	457	534	362
王庄煤业	66.1%			
营业收入	万元	90133	211601	167885
吨煤售价	元	613	717	560
净利润	万元	35314	79038	53860

	吨煤净利	元	240	268	180
马堡煤业		57%			
	营业收入	万元		76071	95295
	吨煤售价	元		423	529
	净利润	万元		16510	13760
	吨煤净利	元		92	76
盛平煤业		80%			
	营业收入	万元	41976	84321	31316
	吨煤售价	元	636	781	580
	净利润	万元	16192	34212	7160
	吨煤净利	元	245	317	133

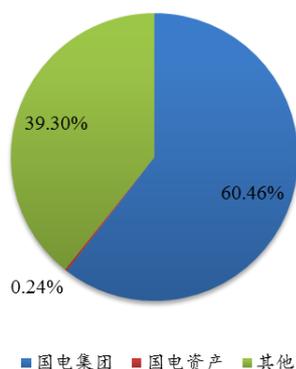
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

3.3 收购 PE、PB 分别为 12.5 及 1.8 倍，价格合理

3月30日，通宝能源公告发行股份购买资产及配套融资方案，方案分为两部分。按照此方案，定向增发完成后，国际电力将持有公司 68.7% 的股权（定增前直接和间接持股比例为 60.7%）。

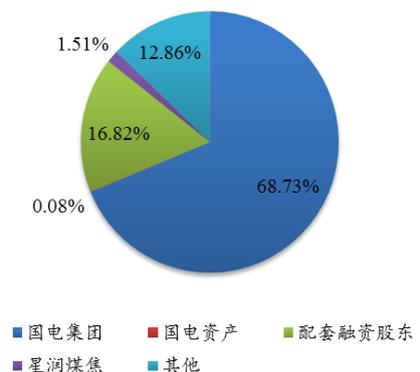
- 1) **发行股份购买资产**：以 6.79 元/股向大股东国际电力发行股份购买其持有的 12 家全资子公司各 100% 的股权，并向星润煤焦发行股份购买其持有的临汾矿业 45% 的股权。标的资产预估值为 120.1 亿元，发行股份购买资产的股份发行数量约为 17.7 亿股。
- 2) **配套融资**：以底价 6.79 元/股向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过本次交易总金额的 25%。根据标的资产预估值 120.1 亿元计算，募集配套资金总额不超过 40.03 亿元；按照配套融资发行底价 6.79 元/股计算，发行股份数量约为 5.9 亿股。

图 13、通宝能源定向增发前股权结构



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 14、通宝能源定向增发后股权结构



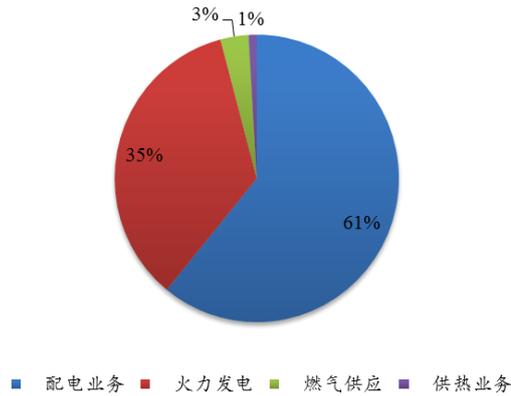
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

本次收购对应 2012 年静态 PE 12.5 倍、PB 1.8 倍，预计 2013 年归属净利润 15.2 亿，对应 2013 年动态 PE 7.9 倍，收购价格较为合理。以 8 月 6 日收盘价计算，通宝能源原有业务对应 2012 年静态 PE 17 倍、PB 1.8 倍，预计 2013 年公司原有业务归属净利润 4.5 亿，对应 2013 年动态 PE 14 倍。

3.4 定增完成后公司主营业务将由电力变为煤炭

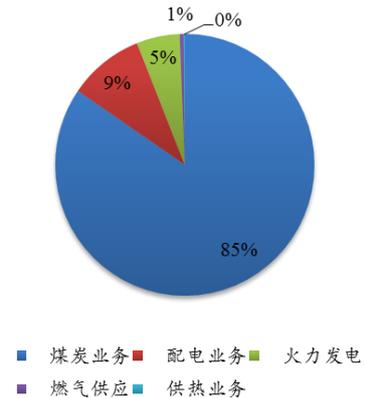
定增完成后，公司煤炭业务、配电业务、火力发电业务收入占比分别为 85%、9% 和 5%，利润占比分别为 66%、26% 和 8%。公司主营业务将由火力发电、配电业务转变为煤炭业务。

图 15、通宝能源定向增发前收入结构



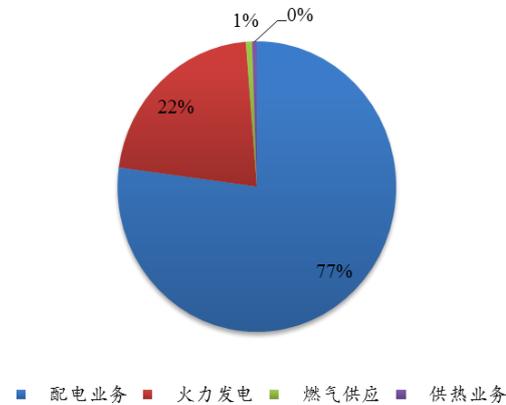
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 16、通宝能源定向增发后收入结构



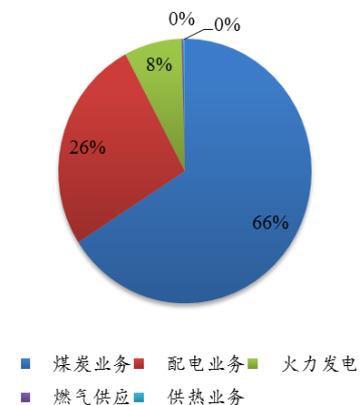
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 17、通宝能源定向增发前利润结构



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 18、通宝能源定向增发后利润结构



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

4、长期看点：两大集团战略重组，打开公司外延成长空间

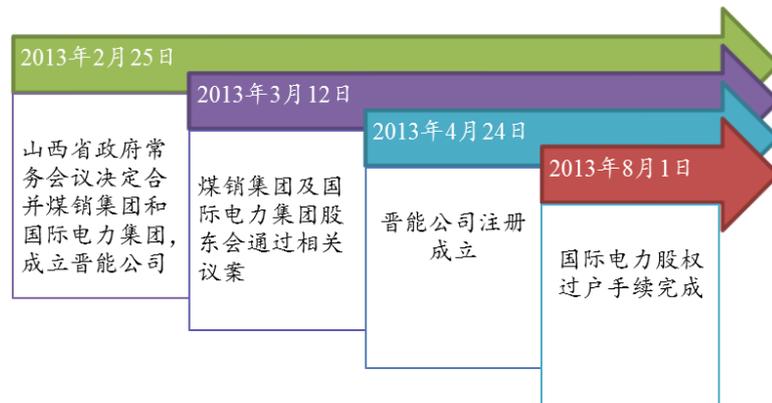
4.1 煤销集团与国际电力重组成立晋能公司，实现煤电一体化经营

根据山西省政府规划，在原山西煤炭运销集团有限公司与山西国际电力集团有限公司的基础上合并重组为晋能有限责任公司，形成以煤炭生产、电力、贸易物流、焦化、新能源、燃气、多元等产业为一体的现代化综合能源集团。

● 煤销集团与国际电力重组进程

- 1) 2013年2月25日，山西省政府常务会议研究决定合并式重组煤销集团和国际电力成立晋能公司，以其作为山西省实施煤电一体化的大型综合能源集团；
- 2) 2013年3月12日，煤销集团股东会及国际电力股东会分别通过关于设立“晋能有限责任公司”及未来合并重组煤销集团、国际电力的相关议案；
- 3) 2013年4月24日，晋能有限责任公司在山西省工商行政管理局注册成立，并取得企业法人营业执照。
- 4) 2013年8月1日，山西国际电力集团股权过户手续完成，晋能公司持有国际电力100%的股权。

图 19、煤销集团与国际电力重组进程



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

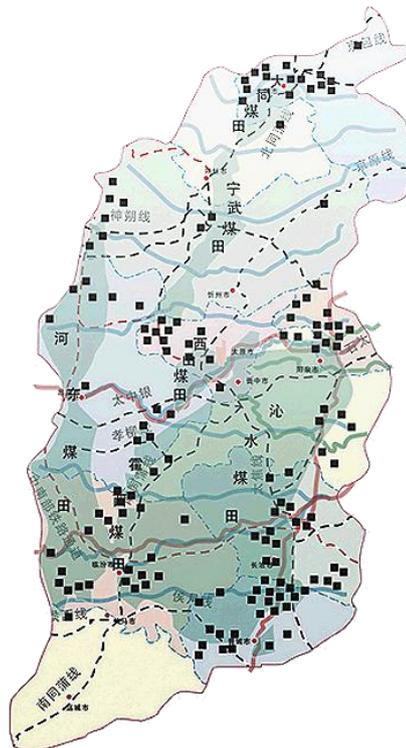
4.2 成为晋能公司资本运作平台，外延成长空间广阔

煤销集团与国际电力重组成为晋能公司后，通宝能源将成为晋能公司实施资本运作战略的平台，打开公司外延成长空间。山西煤炭运销集团及山西国际电力集团分别就存在的同业竞争做出明确承诺，最终实现煤炭、电力相关业务的逐步、整体上市和煤电资源全面整合。

● **煤炭业务：集团现有产能 5000 万吨，“十二五”产能规划过亿吨**

山西煤炭运销集团承诺将通过股权托管、业务托管等方式，委托通宝能源对暂不符合上市条件的煤矿进行管理，并在其符合上市条件之后分批注入通宝能源。煤销集团共拥有矿井 165 座，2012 年煤炭产量 5040.8 万吨，是拟注入 6 家煤矿年产能的 5 倍。按“十二五”规划，预计煤销集团在 2015 年产能达到 1.06 亿吨/年，井田面积 1313.7 平方公里，保有储量 103 亿吨，分布于山西省 11 个地市 46 个县（区）。

图 20、山西煤炭运销集团煤矿分布图

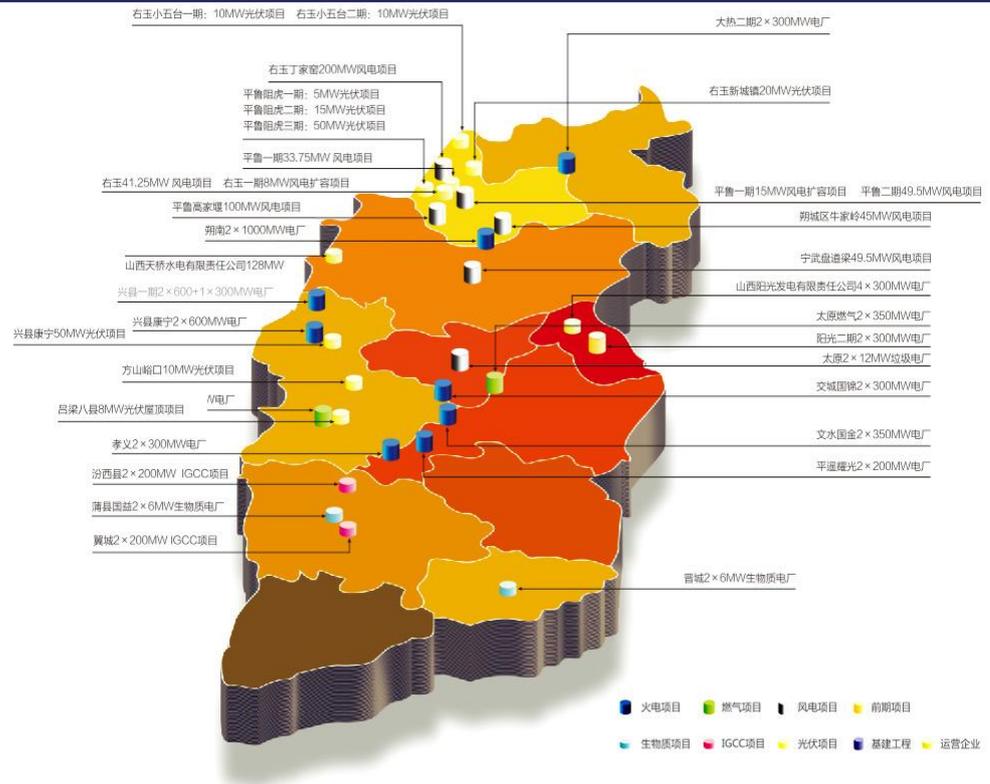


数据来源：公司公告，兴业证券研究所

● **发电业务：1900MW 火电机组有望在 5 年内注入，装机容量是上市公司的 1.6 倍**

山西国际电力集团承诺将通宝能源作为火力发电业务的最终整合平台，待火电项目获得核准并产生稳定盈利之后注入上市公司，除火电外的水电、风电等新能源发电资产在条件成熟时也将注入通宝能源。目前耀光 2×200MW 平遥热电联产工程已投产但尚未产生稳定盈利、国锦 2×300MW 煤矸石发电项目已获准建设、大同热电 2×300MW 热电联产机组项目及国金 1×300MW 煤矸石发电工程项目前期工作已就绪，待国家发改委核准，合计 1900MW 装机容量有望在 5 年内注入上市公司。

图 21、山西国际电力集团电源分布



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

● **燃气业务：山西燃气产业集团及压缩天然气公司打开燃气业务外延成长空间**
山西国际电力集团及山西煤炭运销集团分别就燃气业务同业竞争问题作出承诺。

1) **国际电力燃气资产为全资拥有的山西燃气产业集团。**集团承诺将根据通宝能源燃气供应业务规划布局、业务发展情况及公司要求解决燃气供应业务方面的潜在同业竞争问题，包括但不限于将自身持有的燃气供应业务注入通宝能源或者将通宝能源燃气供应业务置换出上市公司等。

山西燃气产业集团目前主要从事煤层气（天然气）管道和相关设施的投资、建设和经营管理。规划建设贯穿河东煤田全部煤层气区块、途经 40 余个县（区），总长度 1500 余公里的省级煤层气主管网；已取得太原小店区、古交市等 22 个市（县、区）的燃气特许经营权；拥有已投入运营的加气站 4 座，在建加气站 10 座；依托河东煤田煤层气资源，分别在临县、保德、柳林、吉县建设规模为日处理 100 万立方的煤层气液化工厂各 1 座，同时在煤层气区域内建设多个小型液化工厂。

2) **煤销集团燃气资产为持有的山西压缩天然气 50%的股权。**集团承诺将根据通宝能源产业规划及要求解决燃气业务存在的同业竞争问题，包括但不限于将自身持有的燃气供应业务注入通宝能源等。

5、盈利预测与估值

5.1 盈利预测假设

- 1) **煤炭产量:** 拟注入 6 家煤矿 2013-2015 年产量分别为 950 万吨、980 万吨和 980 万吨, 权益产量分别为 657 万吨、672 万吨和 672 万吨。
- 2) **发电量及上网电价:** 2013-2015 年发电量增速分别为 2.18%、2.32% 和 2.27%, 上网电价维持 2012 年水平。
- 3) **售电量:** 2013-2015 年增速分别为 11.5%、11% 和 11%。
- 4) **售气量:** 2013-2015 年增速分别为 135%、82% 和 38%。

表 9、拟注入 6 家煤矿产量预测

煤矿名称	股权占比	2011	2012	2013E	2014E	2015E
三元煤业	82.6%	260	280	280	280	280
王庄煤业	66.1%	295	300	310	310	310
马堡煤业	57%	180	180	180	180	180
裕兴煤业	61%	-	-	-	-	-
金达煤业	51%	-	-	90	120	120
盛平煤业	80%	108	54	90	90	90
合计	-	843	814	950	980	980
权益合计	-	599	575	657	672	672

资料来源: 公司公告, 兴业证券研究所

表 10、公司盈利预测假设

		2012	2013E	2014E	2015E
煤炭业务	主营业务收入 (亿元)	330	345	352	359
	同比增长率 %	-8.91%	4.50%	2.10%	1.80%
	毛利率 %	-	10.49%	10.75%	10.80%
发电业务	主营业务收入 (亿元)	21.09	21.55	22.05	22.55
	同比增长率 %	-4.22%	2.18%	2.32%	2.27%
	毛利率 %	11.33%	14.27%	14.70%	15.09%
配电业务	主营业务收入 (亿元)	36.75	40.98	45.48	50.49
	同比增长率 %	16.59%	11.50%	11.00%	11.00%
	毛利率 %	23.07%	23.21%	23.35%	23.42%
燃气业务	主营业务收入 (亿元)	1.93	4.53	8.24	11.33
	同比增长率 %	-	134.79%	81.82%	37.50%
	毛利率 %	4.15%	8.96%	11.87%	13.47%
	营业费用 / 主营业务收入 %	0.00%	0.55%	0.53%	0.52%
	管理费用 / 主营业务收入 %	7.16%	2.10%	2.10%	2.10%
	财务费用 / 主营业务收入 %	2.08%	0.61%	0.76%	0.81%
	实际税率 %	28.33%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源: 兴业证券研究所

5.2 盈利预测结果及投资建议

● 首次覆盖, 给予公司“增持”评级

考虑此次资产重组, 我们预计公司 2013-2015 年净利润分别为 19.74 亿元、20.92 亿元和 21.91 亿元, 对应增发摊薄后 EPS 为 0.56 元、0.60 元和 0.63 元, 对应 PE

分别为 11 倍、10 倍和 9 倍。我们认为, 煤销集团与国际电力重组为晋能公司后, 将以通宝能源作为资本运作的平台, 有助于公司各项业务的发展, 且煤电一体化经营给公司业绩提供较高的安全边际, 因此给予“增持”评级。

表 11、公司盈利预测结果

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6059	41255	42851	44345
增长率	10.9%	581.0%	3.9%	3.5%
营业利润(百万元)	497	3361	3603	3803
增长率	3.2%	576.9%	7.2%	5.6%
净利润(百万元)	371	1964	2105	2221
增长率	0.1%	430.0%	7.2%	5.5%
最新摊薄每股收益(元)	0.11	0.56	0.60	0.63
每股净资产(元)	1.01	2.24	2.67	3.13
动态市盈率(倍)	56.3	10.6	9.9	9.4
市净率 (倍)	5.9	2.7	2.2	1.9

数据来源: 兴业证券研究所

表 12、煤炭上市公司估值表

代码	名称	EPS			PE			PB	评级
		2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E		
600780	通宝能源	0.11	0.56	0.60	54	11	10	1.9	增持
601699	潞安环能	1.12	1.08	1.27	12	12	10	1.8	增持
600395	盘江股份	0.91	0.70	0.74	10	13	13	2.2	增持
601001	昊华能源	0.75	0.49	0.54	9	14	12	1.2	增持
000937	冀中能源	0.97	0.94	1.13	9	9	8	1.4	增持
000983	西山煤电	0.57	0.43	0.53	14	19	16	1.6	增持
600157	永泰能源	0.58	0.51	0.62	12	14	11	1.5	增持
601666	平煤股份	0.48	0.35	0.32	11	15	17	1.1	中性
600397	安源煤业	0.69	0.80	0.96	7	6	5	1.3	增持
000968	煤气化	-0.40	0.30	0.45	-20	26	18	1.5	增持
600997	开滦股份	0.40	0.36	0.45	15	17	14	1.1	增持
600123	兰花科创	1.70	1.26	1.40	8	11	9	1.6	买入
600348	阳泉煤业	0.95	0.37	0.31	10	25	29	1.6	增持
000933	神火股份	0.11	0.27	0.32	53	21	18	1.5	增持
601088	中国神华	2.40	2.44	2.51	7	7	7	1.3	买入
600188	兖州煤业	1.12	0.05	0.08	9	209	130	1.3	中性
600546	山煤国际	0.38	0.25	0.45	16	24	13	1.5	增持
601898	中煤能源	0.70	0.65	0.68	7	8	8	0.8	增持
600508	上海能源	1.28	1.15	1.18	8	9	9	1.0	增持
601918	国投新集	0.72	0.48	0.64	7	11	8	1.6	增持
600971	恒源煤电	0.73	0.21	0.25	11	39	33	1.2	增持
601001	大同煤业	0.04	0.32	0.40	168	21	17	1.2	增持
002128	露天煤业	1.19	0.32	0.16	7	28	55	2.0	增持
600403	大有能源	0.75	0.68	0.65	14	15	16	2.3	买入
000780	平庄能源	0.40	0.13	0.12	14	41	48	1.2	中性
000552	靖远煤电	1.24	1.00	1.05	8	10	10	3.3	中性
行业均值(整体法)					12	13	13	1.5	

资料来源: wind, 兴业证券研究所

注: 收盘价截止 2013 年 8 月 20 日

- **风险提示:** 1) 重组完成后, 公司主营业务将变为煤炭业务, 公司业绩受煤价波动影响较大; 2) 资产重组及注入进程存在不确定性。

附表 13、山西国际电力集团电力资产

项目名称	装机容量	项目类型
右玉一期	8MW	风电扩容
右玉新城镇	20MW	光伏
右玉小五台一期	10MW	光伏
右玉小五台二期	10MW	光伏
右玉丁家窑	200MW	风电
右玉	41.25MW	风电
阳光二期	2 × 300MW	电厂
兴县一期	2 × 600MW+1 × 300MW	电厂
兴县康宁	2 × 600MW	电厂
兴县康宁	50MW	光伏
孝义	2 × 300MW	电厂
文水国金	2 × 350MW	电厂
太原燃气	2 × 350MW	电厂
太原	2 × 12MW	垃圾电厂
朔南	2 × 1000MW	电厂
朔城区牛家岭	45MW	风电
山西阳光发电有限责任公司	4 × 300MW	电厂
山西天桥水电有限责任公司	128MW	
蒲县国益	2 × 6MW	生物质电厂
平遥曙光	2 × 200MW	电厂
平鲁阻虎一期	5MW	光伏
平鲁阻虎三期	50MW	光伏
平鲁阻虎二期	15MW	光伏
平鲁一期	33.75MW	风电
平鲁一期	15MW	风电扩容
平鲁高家顺	100MW	风电
平鲁二期	49.5MW	风电
宁武盘道梁	49.5MW	风电
吕梁八县	8MW	光伏屋顶
晋城	2 × 6MW	生物质电厂
交城国锦	2 × 300MW	电厂
冀城	2 × 200MW	IGCC
汾西县	2 × 200MW	IGCC
方山峪口	10MW	光伏
大热二期	2 × 300MW	电厂

资料来源：兴业证券研究所

附表 14、山西省煤炭运销集团煤炭资产

公司	煤矿	设计产能 (万吨/年)	可采储量 (万吨)
山西王家岭煤业有限公司		500	44205
山西晋神能源有限公司	沙坪煤矿	240	42000
	磁窑沟煤矿	120	
山西煤销集团省外煤焦经销有限公司	金山煤业	60	2081
	石碛峪煤业	90	5303
	野川煤业	90	5303
	山西煤运蒲县宏兴煤业	60	5329
	和盛煤业	60	2544
能源投资开发公司	古交铂龙煤业	120	2914
	古交鑫峰煤业	90	-
	古交福昌煤业	60	-
	碾底煤业	120	3256
	古交辽源煤业	60	-
	古交世纪金鑫煤业	45	-
山西煤炭运销集团太原有限公司	三聚盛煤业	90	1600
	麻地湾煤业	90	3150
	宏安煤业	90	3074
	黑山岔煤业	120	13618
	马家岩煤业	90	6910
	拓新煤业	45	1681
	天池店煤业	45	4626
	珠峰煤业	120	5903
	大成煤业	90	52472
	山西三元煤业股份	240	20500
	山西三元王庄煤业有限责任公司	210	3659
	山西三元福达煤业	120	6328
	山西三元中能煤业	300	-
	山西马堡煤业	120	6557
	山西新村煤业	90	464
	山西长治郊区三元南耀小常煤业	120	16790
	三元古韩荆宝煤业	120	-
	三元古韩永丰煤业	45	-
山西煤炭运销集团长治有限公司	山西长治三元晋永泰煤业	60	492
	黄山煤业	90	2929
	赵屋煤业	90	8440
	山西长治郊区三元吉祥煤业	60	4200
	山西长治郊区三元南耀吉安煤业	60	1195
	三元石窟煤业	60	1778
	三元宋村煤业	60	657
	三元微子镇煤业	60	26358
	三元鑫能煤业	60	2660
	百尺第一煤业	45	4020
	百尺第二煤业	60	5450
	东井岭煤业	45	4060

公司深度研究报告

	三元古韩煤业集团三荆沟煤矿	120	7357
	三元古韩煤业集团古韩联营煤矿	45	3844
	壶关县黄山乡牛盆煤矿	90	1151
山西煤炭运销集团运城有限公司	禹门煤业	45	1781
	和尚嘴煤业	60	3231
	高山煤业	45	1176
	瑞丰煤业	45	1276
	张家湾煤业	30	1115
	海司煤业	30	589
	拖皮沟煤业	30	2221
	新旺煤业	30	814
	小窑头煤业	30	532
	四阳沟煤业	30	1173
	七峰山煤业	90	5447
	炭窑峪煤业	60	2599
	三脚沟煤业	60	4594
	口泉煤业	60	2201
	泉岭煤业	45	2813
山西煤炭运销集团大同有限公司	达子沟煤业	60	3627
	梅花沟煤业	30	779
	永晋煤业	45	-
	李家窑煤业	120	23024
	天兴煤业	45	427
	潘家窑煤业	60	6229
	小路坡煤业	45	1763
	下湾煤业	45	1285
	兴隆沟煤业	45	1107
	全羊头煤业	45	1478
	大路坡煤业	45	1628
	西沟龙尾沟煤业	45	1912
	帽帽山煤业	180	31458
	簸箕掌煤业	120	21967
	东沟煤业	90	13969
	水磨湾煤业	90	18313
	黄土坡煤业	60	2065
山西煤炭运销集团朔州有限公司	下窑煤业公司	90	4800
	石碣岭煤矿	90	3531
	虎龙沟煤业	120	17368
	莲盛煤业公司	90	5836
山西煤炭运销集团忻州有限公司	猫儿沟煤业	120	15000
	明业煤业	90	3263
	泰安煤业	120	8507
	三百子煤业	120	20000
	天和煤业	30	2000
	泰山隆安煤业	120	28558
	恒腾煤业	120	11511
	芦子沟	90	10214
山西煤炭运销集团阳泉有限公司	阳泉市燕窠煤炭有限责任公司	120	8955
	阳泉市上社煤炭有限责任公	150	6873

司			
	阳泉市上社二景煤炭有限责 任公司	120	3650
	阳泉燕煤聚银煤业	60	1725
	阳泉郊区漾泉煤业	60	2155
	阳泉上社晋玉煤业	60	-
	阳泉二景和谐煤业	90	2023
	保安煤业	150	18303
	旧街煤业	60	1447
	鸿泰煤业	45	5760
	孟县恒泰新胜煤业	60	2076
	孟县恒泰皇后煤矿	90	2680
	孟县恒泰常顺煤矿	90	4752
山西煤炭运销集团晋 中有限公司	和顺鸿润煤业	90	-
	和顺益德煤业	90	2376
	和顺吕鑫煤业	90	4550
	和顺运通煤业	120	7903
	左权盘城岭煤业	90	6212
	寿阳亨元煤业	60	65596
	榆次巍山煤业	90	4700
	榆次紫金煤业	120	11500
	寿阳富东煤业	90	4700
	晋中市夏门煤业	90	6260
	灵石恒岳煤业	45	-
山西煤炭运销集团吕 梁有限公司	金达煤业	120	8250
	锦瑞煤业	120	5659
	龙峰煤业	120	23411
	新工煤业	120	6309
	利民煤业	90	9741
	元金煤业	60	4707
	龙山煤业	60	7803
	龙达煤业	90	8826
山西煤炭运销集团临 汾有限公司	吉县盛平煤业	90	3022
	金裕达煤业	90	7573
	金立达煤业	60	3397
	金辛达煤业	90	6135
	金源达煤业	90	9337
	金岁达煤业	30	336
	四通煤业	150	12735
	巨同源煤业	120	10675
	巨开元煤业	90	10068
	巨丰垣煤业	60	4258
	巨华源煤业	30	477
	巨富园煤业	45	1975
	同富元煤业	45	-
	同富新煤业	60	2895
	同晟达煤业	45	-
同泰达煤业	60	-	
蒲县昊锦源煤业	90	8707	
蒲县昊兴源煤业	60	5787	
古县东瑞煤业	60	1678	
山西煤炭运销集团晋 城有限公司	南河煤业公司	90	1730
	店上煤业公司	45	2024

公司深度研究报告

神农煤业公司	60	4015
大通煤业公司	120	10639
盛泰煤业公司	121	10207
盖州煤业公司	90	10644
兰煜煤业公司	120	7889
四明山煤业公司	120	10692
七一煤业公司	90	5496
西河煤业公司	60	4355
四侯煤业公司	90	4675
演礼煤业公司	90	4936
羊泉煤业公司	90	6193
大西煤业公司	60	3154
侯甲煤业公司	90	2711
惠阳煤业公司	45	1010
裕兴煤业公司	90	6431
掌石沟煤业公司	90	4215
中岳煤业公司	90	5609
永丰煤业公司	90	-
华阳煤业公司	60	2315
首阳煤业公司	90	7687
鑫基煤业公司	120	15189
峪皇煤业公司	45	1158
关岭山皇煤业公司	60	-
合计	-	14376
		1098969

数据来源：兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1584	19485	22989	26633
货币资金	769	14071	17385	20847
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	361	2136	2219	2296
其他应收款	18	114	118	122
存货	158	1245	1287	1329
非流动资产	5819	5213	4539	3854
可供出售金融资产	3	3	3	3
长期股权投资	100	100	100	100
投资性房地产	4	5	5	5
固定资产	4543	4340	3875	3279
在建工程	872	436	218	109
油气资产	0	0	0	0
无形资产	118	138	158	178
资产总计	7402	24699	27528	30487
流动负债	2904	14784	15091	15419
短期借款	1280	5000	5000	5000
应付票据	0	363	376	388
应付账款	936	6903	7139	7371
其他	688	2518	2577	2661
非流动负债	910	1437	1836	2236
长期借款	0	400	800	1200
其他	910	1037	1036	1036
负债合计	3814	16221	16927	17655
股本	1147	3505	3505	3505
资本公积	972	972	972	972
未分配利润	1170	3061	4521	6045
少数股东权益	56	622	1230	1871
股东权益合计	3588	8478	10601	12832
负债及权益合计	7402	24699	27528	30487

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	364	1964	2105	2221
折旧和摊销	559	675	719	741
资产减值准备	2	228	10	9
无形资产摊销	7	35	35	35
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	128	251	322	353
投资损失	19	12	13	14
少数股东损益	-6	567	608	641
营运资金的变动	121	-3449	-110	-137
经营活动产生现金流量	1195	7134	3893	4114
投资活动产生现金流量	-1221	-68	-68	-69
融资活动产生现金流量	-132	6236	-511	-584
现金净变动	-158	13302	3315	3461
现金的期初余额	927	769	14071	17385
现金的期末余额	769	14071	17385	20847

利润表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6059	41255	42851	44345
营业成本	4955	36332	37575	38793
营业税金及附加	27	202	210	217
销售费用	0	227	227	231
管理费用	434	866	900	931
财务费用	126	251	322	353
资产减值损失	2	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-19	-12	-13	-14
营业利润	497	3361	3603	3803
营业外收入	15	20	20	19
营业外支出	4	6	6	6
利润总额	508	3374	3616	3817
所得税	144	844	904	954
净利润	364	2531	2712	2863
少数股东损益	-6	567	608	641
归属母公司净利润	371	1964	2105	2221
EPS(元)	0.11	0.56	0.60	0.63

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长性				
营业收入增长率	10.9%	581.0%	3.9%	3.5%
营业利润增长率	3.2%	576.9%	7.2%	5.6%
净利润增长率	0.1%	430.0%	7.2%	5.5%
盈利能力				
毛利率	18.2%	11.9%	12.3%	12.5%
净利率	6.1%	4.8%	4.9%	5.0%
ROE	10.5%	25.0%	22.5%	20.3%
偿债能力				
资产负债率	51.5%	65.7%	61.5%	57.9%
流动比率	0.55	1.32	1.52	1.73
速动比率	0.49	1.23	1.44	1.64
营运能力				
资产周转率	84.6%	257.0%	164.1%	152.9%
应收帐款周转率	1680.4%	3138.2%	1869.7%	1866.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.11	0.56	0.60	0.63
每股经营现金	0.34	2.04	1.11	1.17
每股净资产	1.01	2.24	2.67	3.13
估值比率(倍)				
PE	56.3	10.6	9.9	9.4
PB	5.9	2.7	2.2	1.9

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15%
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
- 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
韩吟华	010-66290195	hanyh@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn	肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
地址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048) 传真: 0755-82562090					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。