



持有

8% ↑

目标价格:人民币 5.08

原目标价格:人民币 5.05

600157.CH

价格:人民币 4.70

目标价格基础:2.5倍15年市净率

板块评级:中立

本报告要点

- 近期页岩气开发遇冷,民企能否顺利开发被质疑可能会对影响公司的下一步进展以及估值提升。
- 前三季扣非后净利润同比下降76%,与行业降幅相似。净资产负债率为105%,相比今年1-6月的119%有所好转。吨煤财务费用由1-6月的213元下降至1-9月的203元。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	77.4	(3.9)	29.1	62.6
相对上证指数	64.9	(4.5)	20.4	51.2

发行股数(百万)	3,535
流通股(%)	85
流通股市值(人民币 百万)	14,161
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,313
净负债比率(%) (2014E)	107
主要股东(%)	
永泰控股集团有限公司	41

资料来源:公司数据,聚源及中银国际研究
以2014年10月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘:煤炭开采

唐倩

(8610)66229077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

永泰能源

页岩气开发遇冷可能影响估值提升

公司14年1-9月实现归属母公司净利润3.9亿元,每股收益0.11元,同比下滑15%,扣非后净利润同比下降76%,下降比例与行业平均相似,符合预期。1-9月净资产负债率为105%,相比今年1-6月的119%有所好转。吨煤财务费用由1-6月的213元下降至1-9月的203元。近期页岩气开发遇冷,民企能否顺利开发被质疑可能会对影响公司的下一步进展以及估值提升。基于2.5倍增发摊薄后的15年市净率,我们将目标价由5.05元上调至5.08元,维持持有的评级。

支撑评级的要点

- 公司14年1-9月实现归属母公司净利润3.9亿元,每股收益0.11元,同比下滑15%,扣非后净利润同比下降76%,下降比例与行业平均相似,符合预期。1-9月净资产负债率为105%,相比今年1-6月的119%有所好转。吨煤财务费用由1-6月的213元下降至1-9月的203元。
- 14年3季度净利润环比下降91%至0.29亿元,下降幅度较大与所得税率较高以及2季度投资收益带来较高基数有关。
- 页岩气开发遇冷,民企能否顺利开发被质疑,或不利于公司股价。随着未来对煤炭产能的进一步调控,以及公司本身转型,公司煤炭业务的成长性不会太明显。未来市场主要比较看好的是公司的页岩气业务。但是种种迹象表明,近期我国页岩气开发有趋冷趋势,一是前不久,国家能源局在召开的“十三五”能源规划会议上下调了2020年我国页岩气产量,即到2020年页岩气和煤层气产量分别达到300亿立方米,与“十二五”目标相比,此次规划目标产量下调一半(原为600-1,000亿立方米),表明开发前景并不乐观。二是越来越多的官方声音表明页岩气勘探周期长,需要巨额资金、技术、经验以及协同性体系,可能对民营企业是个较大挑战,而传统油气运营商可能更具有优势,从实际情况看,除永泰能源的另一家民企,并未如期打井(原本计划今年5月打第一口井)、被怀疑参与招标圈地的嫌疑更大,并没有做实质的投资。只是勘测了一下,并没有真正去打井。三是页岩气开发实际进展缓慢,第三轮页岩气招标迟迟未启动,民营企业参与热情逐渐冷却,观望情绪浓厚,而两桶油热情较高。公司目前的页岩气项目仍在初步勘察阶段,离详查(2015年中)和打井(2016-2017年)距离较远,因此不确定性很大。

评级面临的主要风险

- 财务改善不达预期,转型进展不达预期。

估值

- 盈利预测考虑了增发,预计增发摊薄后15年市净率大幅提高,基于2.5倍15年市净率,将目标价由5.05元提高至5.08元,维持持有评级。

投资摘要

年结日:12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	7,718	9,843	8,041	9,035	9,748
变动(%)	274.4	27.5	(18.3)	12.4	7.9
净利润(人民币 百万)	979	457	286	697	785
全面摊薄每股收益(人民币)	0.56	0.13	0.12	0.08	0.09
变动(%)	(1.6)	(75.9)	(8.4)	(32.7)	12.4
先前预测每股收益(人民币)			0.12	0.05	0.16
调整幅度(%)			2.9	66.2	(41.6)
全面摊薄市盈率(倍)	8.4	34.9	38.0	56.5	50.3
每股现金流量(人民币)	1.12	0.58	0.91	0.36	0.39
价格/每股现金流量(倍)	4.2	8.1	5.1	13.2	11.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	13.4	11.2	9.2	8.3
每股股息(人民币)	0.30	0.10	0.04	0.02	0.03
股息率(%)	6.4	2.1	0.8	0.5	0.6

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

14年1-9月净利润3.9亿元，同比下滑15%，负债率有所下降

公司14年1-9月实现归属母公司净利润3.9亿元，每股收益0.11元，同比下滑15%，符合预期。扣非后净利润同比下降76%，下降比例与行业平均相似。

营业收入同比降低21%至58亿元，营业成本下降31%至35亿元，毛利润微涨3%至23.5亿元。成本控制较好。但期间费用率同比上升16个百分点至34%，主要由于财务费用大幅飙升，由于融资规模增大导致借款利息支出，增加财务费用上涨88%至17亿元，管理费用下降26%至2.7亿元；销售费用下降71%至0.07亿元，主要原因系本期公司严控成本费用开支及合并范围减少所致；。营业利润同比下降57%至3.7亿元，经营利润率由12%下降至6%。实际所得税率由去年同期的28%下降至本期的22%，使得净利润下跌幅度小于营业利润，净利率由6.3%微升至6.8%。经营活动产生的现金净流量同比下滑39%，净资产收益率由5.3%下滑至4%。

1-9月净资产负债率为105%，相比今年1-6月的119%有所好转。吨煤财务费用由1-6月的213元下降至1-9月的203元。

2014年1-9月，公司累计实现原煤产量830.53万吨，销量779.04万吨；洗精煤产量53.70万吨、销量51.16万吨；煤炭贸易量182.30万吨。我们认为经营情况符合预期。

14年3季度净利润环比下降91%至0.29亿元，下降幅度较大与所得税率较高以及2季度投资收益带来较高基数有关

今年7-9月公司实现归属母公司净利润0.29亿元，每股收益0.01元，环比下降91%。营业收入同比下降21%至18亿元，成本同比下降22%至11亿元，毛利润下滑20%至7亿元。三项费用控制一般，期间费用率由32%上升至35%，其中销售费用和财务费用分别环比下降75%和17%至0.01亿元和5.32亿元，管理费用环比增长3%至0.97亿元。2季度由于处置子公司投资收益0.78亿元，这导致营业利润下降幅度较大（环比下降62%），经营利润率9%降至4%。

本季度实际所得税率为47%，较2季度的17%上升幅度较大，使得净利润率由13.5%下降至1.6%。第三季净资产收益率由3.1%下降至0.3%。

页岩气开发遇冷，民企能否顺利开发被质疑。随着未来对煤炭产能的进一步调控，以及公司本身转型，公司煤炭业务的成长性不会太明显。未来市场主要比较看好的为公司的页岩气发展。但是种种迹象表明，近期我国页岩气开发有趋冷趋势，一是前不久，国家能源局在召开的“十三五”能源规划会议上下调了2020年我国页岩气产量，即到2020年页岩气和煤层气产量分别达到300亿立方米，与“十二五”目标相比，此次规划目标产量下调一半（原为600-1,000亿力方面），表明开发前景并不乐观。二是越来越多的声音表明页岩气勘探周期长，需要巨额资金、技术、经验以及协同性体系，可能对民营企业是个较大挑战，而传统油气运营商可能更具有优势，从实际情况看，除永泰能源的另一家民企，并未如期打井（原本计划今年5月打第一口井），被怀疑参与招标圈地的嫌疑更大，并没有做实质的投资。只是勘测了一下，并没有真正去打井。三是页岩气开发实际进展缓慢，第三轮页岩气招标迟迟未启动，民营企业参与热情逐渐冷却，观望情绪浓厚，而两桶油热情较高。公司目前的页岩气仍在初步勘察阶段，离详查（2015年中）和打井（2016-2017年）距离较远，因此不确定性很大。

图表 1.2014 年 1-9 月业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年 1-9 月	2014 年 1-9 月	同比变动(%)
营业收入	7,311	5,811	(20.5)
营业成本	5,040	3,463	(31.3)
毛利润	2,272	2,348	3.4
营业税金及附加	113	116	2.9
销售费用	23	7	(70.9)
管理费用	365	269	(26.3)
财务费用	898	1,686	87.8
资产减值损失	48	2	(96.0)
投资净收益	37	99	171.3
营业利润	861	367	(57.4)
营业外收入	4	225	5,636.9
营业外支出	5	5	(6.0)
税前利润	860	588	(31.7)
所得税	240	132	(44.9)
少数股东损益	159	62	(61.0)
归属于母公司所有净利润	462	394	(14.7)
基本每股收益(元)	0.13	0.11	(14.7)
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.6	0.4	(39.2)
毛利率(%)	31	40	
经营利润率(%)	12	6	
净利润率(%)	6.3	6.8	
应收账款+应收票据	3,136	4,588	46.3
期间费用率(%)	18	34	
净资产收益率-加权(%)	5.3	4.0	
有效税率(%)	28	22	

资料来源: 公司数据

图表 2.14 年 3 季度环比业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年 2 季度	2014 年 3 季度	环比变动(%)
营业收入	2,299	1,817	(21.0)
营业成本	1,391	1,092	(21.5)
毛利润	908	725	(20.1)
营业税金及附加	48	38	(22.1)
销售费用	4	1	(74.9)
管理费用	93	97	3.4
财务费用	637	532	(16.5)
资产减值损失	1	(6)	(511.2)
投资净收益	79	15	(81.6)
营业利润	203	78	(61.6)
营业外收入	221	1	(99)
营业外支出	2	1	(57.4)
税前利润	423	79	(81.4)
所得税	71	37	(48.2)
少数股东损益	41	13	(69.0)
归属于母公司所有净利润	311	29	(90.6)
基本每股收益(元)	0.09	0.01	(90.6)
毛利率(%)	39	40	
经营利润率(%)	9	4	
净利润率(%)	13.5	1.6	
期间费用率(%)	32	35	
净资产收益率-加权(%)	3.1	0.3	
有效税率(%)	17	47	

资料来源: 公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	7,718	9,843	8,041	9,035	9,748
销售成本	(4,582)	(6,760)	(4,571)	(5,134)	(5,423)
经营费用	(585)	(748)	(508)	(568)	(610)
息税折旧前利润	2,552	2,335	2,962	3,333	3,715
折旧及摊销	175	253	204	245	292
经营利润(息税前利润)	2,885	2,842	3,421	3,834	4,265
净利息收入/(费用)	(1,180)	(1,413)	(2,401)	(2,160)	(2,375)
其他收益/(损失)	2,885	2,842	3,421	3,834	4,265
税前利润	1,690	879	520	1,135	1,304
所得税	(511)	(279)	(228)	(358)	(410)
少数股东权益	(205)	(152)	(75)	(90)	(120)
净利润	979	457	286	697	785
核心净利润	988	476	437	716	804
每股收益(人民币)	0.559	0.135	0.124	0.083	0.093
每股股息(人民币)	0.300	0.100	0.037	0.025	0.028
收入增长(%)	274	28	(18)	12	8
息税前利润增长(%)	163	(9)	27	13	11
息税折旧前利润增长(%)	168	(1)	20	12	11
每股收益增长(%)	(2)	(76)	(8)	(33)	12

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,703	907	739	1,162	1,331
折旧与摊销	333	507	459	501	550
净利息费用	1,180	1,413	2,401	2,160	2,375
运营资本变动	(755)	(508)	(200)	(442)	(461)
税金	(511)	(279)	(228)	(358)	(410)
其他经营现金流	24	(1)	58	40	7
经营活动产生的现金流	1,975	2,039	3,229	3,063	3,392
购买固定资产净值	(2,314)	(1,578)	(2,500)	(3,000)	(3,500)
投资减少/增加	(2,440)	(7,956)	(8,800)	(9,000)	(9,500)
其他投资现金流	(2,908)	(475)	(475)	(475)	(475)
投资活动产生的现金流	(7,662)	(10,009)	(11,775)	(12,475)	(13,475)
净增权益	4,848	7	7	7	7
净增债务	8,898	2,013	2,000	7,000	7,000
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	322	(720)	4,483	4,400	4,375
融资活动产生的现金流	14,069	1,300	6,489	11,407	11,382
现金变动	8,382	(6,670)	(2,057)	1,994	1,298
期初现金	1,837	13,346	6,676	4,619	6,614
公司自由现金流	(5,687)	(7,970)	(8,545)	(9,410)	(10,080)
权益自由现金流	2,029	(7,965)	(6,675)	(2,623)	(3,318)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	10,218	6,677	4,621	6,617	7,916
应收帐款	1,636	2,968	2,425	2,724	2,939
库存	308	505	342	384	406
其他流动资产	2,523	3,852	3,127	3,243	3,327
流动资产总计	14,686	14,002	10,514	12,968	14,588
固定资产	6,391	7,766	9,363	10,818	12,425
无形资产	20,704	24,912	29,895	32,884	36,172
其他长期资产	787	934	881	881	881
长期资产总计	27,883	33,613	40,138	44,583	49,479
总资产	42,569	47,615	50,653	57,551	64,067
应付帐款	831	1,151	778	874	923
短期债务	9,646	16,995	19,000	17,700	18,000
其他流动负债	3,098	1,904	2,517	2,477	2,611
流动负债总计	13,575	20,050	22,295	21,051	21,534
长期借款	6,706	4,345	2,300	3,000	4,000
其他长期负债	5,176	9,799	10,491	12,273	16,631
股本	1,768	1,768	3,535	8,611	8,611
储备	6,896	8,064	8,367	8,862	9,417
股东权益	8,664	9,831	11,902	17,473	18,028
少数股东权益	8,448	3,589	3,664	3,754	3,874
总负债及权益	42,569	47,615	50,653	57,551	64,067
每股帐面价值(人民币)	4.90	2.78	3.37	2.03	2.09
每股有形资产(人民币)	(6.81)	(4.26)	(5.09)	(1.79)	(2.11)
每股净负债/(现金)(人民币)	3.47	4.15	4.72	1.64	1.64

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	37.4	28.9	42.5	42.4	43.8
息税前利润率(%)	33.1	23.7	36.8	36.9	38.1
税前利润率(%)	22.1	9.2	9.2	12.9	13.7
净利率(%)	12.8	4.8	5.4	7.9	8.3
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.7	0.5	0.6	0.7
利息覆盖率(倍)	2.2	1.7	1.2	1.5	1.6
净权益负债率(%)	35.8	109.3	107.2	66.4	64.3
速动比率(倍)	1.1	0.7	0.5	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	8.4	34.9	38.0	56.5	50.3
市净率(倍)	1.0	1.7	1.4	2.3	2.2
价格/现金流(倍)	4.2	8.1	5.1	13.2	11.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	13.4	11.2	9.2	8.3
周转率					
存货周转天数	15.7	22.0	33.8	25.8	26.6
应收帐款周转天数	77.4	110.1	110.1	110.1	110.1
应付帐款周转天数	39.3	42.7	35.3	35.3	34.6
回报率					
股息支付率(%)	53.7	74.2	29.7	29.7	29.6
净资产收益率(%)	11.4	4.8	3.7	4.1	4.5
资产收益率(%)	4.2	3.4	4.0	4.0	4.0
已运用资本收益率(%)	7.6	6.7	8.0	8.0	8.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371