

露天煤业 (002128)

受益于区域振兴规划，潜在产能大

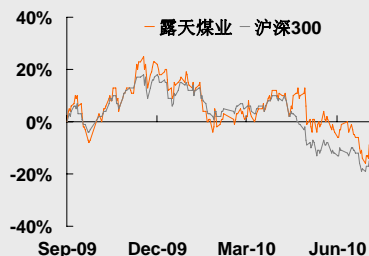
推荐 (首次)

现价: 21.10 元

主要数据

行业	采掘业
大股东/持股	中电投蒙东能源集团 有限责任公司 /70.46%
实际控制人/持股	中国电力投资集团 公司/45.80%
总股本(百万股)	1,327
流通 A 股(百万股)	1,327
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	303.68
流通 A 股市值(亿元)	303.68
每股净资产(元)	2.84
资产负债率(%)	23.4

行情走势图



相关研究报告

首次评级

研究员

张顺 S1060210050003
010-59734975
zhangshun030@pingan.com.cn

投资要点

■ 露天开采的褐煤公司

公司以褐煤生产为主，平均发热量为 3100 大卡/千克，受发热量影响，褐煤平均售价较低，运输成本对公司产品的销售影响较大，其合理的运输半径为 1000 公里以内。故公司的主要客户主要是集中在蒙东及东北三省周边的电厂。

■ 区域龙头：“半径内”市场控制力强，未来运力逐步解困

虽然褐煤运输半径有限，一定程度上制约了市场外扩，但“半径”内公司拥有较强的市场控制力。作为区域内绝对的龙头公司，在蒙东及东北三省的电煤市场占比较高，未来随着褐煤价格的进一步上涨，销售半径有望进一步扩大。

目前公司主要运煤通道——通霍铁路（通辽-霍林河）——运力基本饱和，一定程度上制约产能的有效释放，复线预计 2011 年 10 月份开通，将有效解决产能释放问题，开通后运力将突破 1 亿吨。同时，蒙东区域内铁路网的建设规划进程加快，随着运输网络的完善，区域内的煤炭销售将进一步扩大。

■ 受益于区域振兴规划，未来公司的发展空间广阔

蒙东地区作为能源基地辐射周围东北三省及蒙东地区，将直接受益于区域经济的振兴发展。东北地区老工业振兴规划中已经明确提出建设呼伦贝尔、霍平白、胜利等大型煤电化基地、黑龙江东部煤炭基地，有序发展煤化工产业。此外，根据国家电网“智能电网”的规划建设，未来蒙东（主要是锡盟地区）将是重要的电源供应基地。煤化工产业方面，褐煤提质干馏是未来发展方向之一，蒙东未来着力打造褐煤化工研发中心和综合加工基地。

■ 集团整体上市已启动，后续注入仍需等待

依据公司上市时蒙东能源集团承诺，时机成熟后将二号露天矿、三号露天矿采矿权完整转让给公司。目前，公司已启动收购扎哈卓尔露天矿（扩大区）采矿权，后续白音华矿短期内注入意义不大，主要原因是白音华仍未实现量产，且所产褐煤，仍面临运输半径的问题，短期内业绩贡献有限，不具备注入条件。

■ 首次给予“推荐”评级

不考虑未来资产注入的情况，公司煤炭产销量将逐渐增加，预计 2010 年、2011 年 EPS 为 1.10 元、1.33 元，当前股价对应市盈率 19.3 倍、16.0 倍，考虑未来区域振兴规划所带来的机遇，公司产能增长潜力较大，首次给予“推荐”评级，6 个月目标价位：25.0 元。

■ 风险提示：宏观经济衰退 & 煤炭资源税征收

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2611.2	3883.1	4789.4	6063.1	7323.1
YoY(%)	34.7%	48.7%	23.3%	26.6%	20.8%
净利润(百万元)	481.5	637.9	977.7	1453.7	1760.0
YoY(%)	22.0%	32.5%	53.3%	48.7%	21.1%
毛利率(%)	34.6%	31.9%	33.1%	39.8%	39.8%
净利率(%)	18.4%	16.4%	20.4%	24.0%	24.0%
ROE(%)	22.6%	26.4%	29.7%	32.6%	29.8%
EPS(摊薄/元)	0.74	0.75	0.88	1.10	1.33
P/E(倍)	28.8	28.2	24.0	19.3	16.0
P/B(倍)	6.5	7.5	7.1	6.3	4.8

目 录

投资摘要	3
一、露天开采的褐煤公司	4
二、区域龙头：“半径”内市场控制力强，未来铁路运力将逐步解困	4
2.1 需求半径内，市场控制力较强	4
2.2 未来铁路运输瓶颈逐步解困	6
三、区位优势：受益内蒙古&东北老工业基地振兴规划	7
四、集团整体上市已经启动，后续注入仍需等待	10
五、盈利预测及估值	11
5.1 首次给予“推荐”评级	11
5.2 公司业绩对煤价有较高弹性	12
5.3 风险提示	13

图 表

图表 1 公司股权结构及资产状况图	4
图表 2 褐煤需求半径决定其市场份额有限	5
图表 3 公司在部分电厂的市场占有率	5
图表 4 霍林郭勒褐煤坑口价走势	6
图表 6 蒙东地区主要煤炭运输铁路一览（运营及在建）	6
图表 7 蒙东地区铁路规划网	7
图表 8 东北三省煤炭产量比较	8
图表 5 褐煤提质干燥前后的性质对比	9
图表 9 霍林郭勒市主要工业产品产量指标	9
图表 10 中电投发展战略规划	10
图表 11 收购扎哈卓尔（扩大区）的相关指标	10
图表 12 公司盈利预测关键假设变量	11
图表 13 公司利润预测简表	11
图表 14 煤炭上市公司估值比较	12
图表 15 部分煤炭上市公司业绩弹性程度比较	12
图表 16 公司业绩对煤炭价格、销量的敏感性分析（2010年 EPS）	13

投资摘要

■ 投资评级与估值

公司煤炭产销量将逐渐增加，预计 2010 年、2011 年 EPS 为 1.10 元、1.33 元，当前股价对应市盈率 19.3 倍、16.0 倍，考虑未来区域振兴规划所带来的机遇，公司产能增长潜力较大，首次给予“推荐”评级，6 个月目标价：25 元。

■ 核心假设

(1) 随着铁路规划建设的推进，未来运输瓶颈将逐步得到解决，其中，通霍线 2011 年 10 月份通车，运力将突破 1 亿吨，直接解决公司的运力瓶颈问题；

(2) 公司产能保持增长，预计 2010 年销量为 4400 万吨，2011 年销量为 4800 万吨；褐煤价格稳健上涨，预计 2010 年煤价为 135 元/吨，同比上涨约 22%，2011 年煤价为 150 元/吨，同比上涨 11.1%。

■ 与市场预期的不同之处

(1) 公司的投资要点仍在于露天煤矿产能的有效释放。我们认为，未来区域振兴规划所带来的经济增速提高、铁路运输瓶颈的解决都将有助于露天煤矿产能的有效释放。这是公司价值的核心驱动力！

(2) 集团整体上市，仍需等待，短期注入意义不大。白音华矿短期内注入意义不大，主要原因是白音华仍未实现量产，且所生产为褐煤，仍面临运输半径的问题，故短期内难以达产，业绩贡献有限，并不具备注入的条件。

(3) 业绩弹性较大的公司。公司业绩对煤价敏感性非常强，公司每股煤炭产量居于行业首位，业绩受煤价弹性大，未来煤价上涨，对业绩提升幅度较大。

■ 股价变化的催化因素

(1) 内蒙古振兴规划的出台，利好公司未来发展前景；

(2) 业绩超出预期。

■ 风险提示

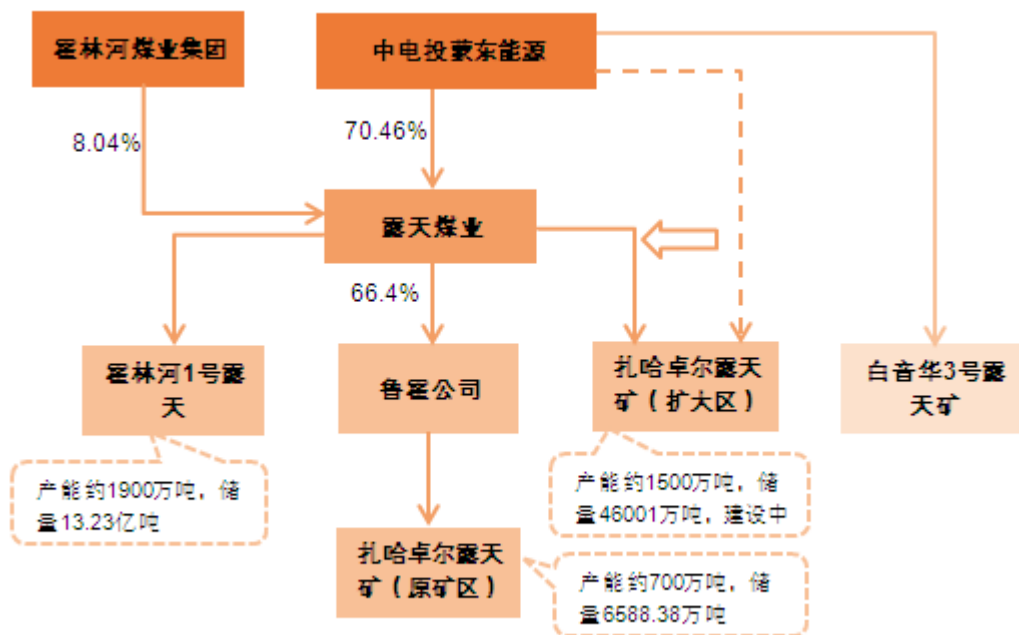
(1) 宏观经济的系统性风险

(2) 资源税征收减少公司盈利

一、露天开采的褐煤公司

公司以褐煤生产为主，平均发热量为 3100 大卡/千克，受发热量影响，褐煤平均售价较低，运输成本对公司产品的销售影响较大，其合理的运输半径为 1000 公里以内。故公司的主要客户主要是集中在蒙东及东北三省周边的电厂。

图表1 公司股权结构及资产状况图



资料来源：平安证券研究所

目前公司的主力生产矿井有霍林河煤田一号露天矿、鲁霍公司（66.4%）的扎哈卓尔露天矿，同时，公司于6月份已启动收购集团扎哈卓尔露天矿（扩大区），未来产能进一步增大。

煤炭销售来源于煤炭自产以及部分外购煤（主要来源于当地小煤矿和集团产量），公司目前的煤炭销售量超过 4000 万吨，预计 2010 年煤炭销量为 4360 万吨。

二、区域龙头：“半径”内市场控制力强，未来铁路运力将逐步解困

2.1 需求半径内，市场控制力较强

虽然褐煤运输半径有限，一定程度上制约了其市场的外扩，但“半径”辐射内公司拥有较强的市场控制力。公司煤炭产量高，年产量 4000 万吨以上，是周边区域内绝对的龙头公司，且煤炭价格低廉、质量相对稳定，在蒙东及东北三省的电煤市场占比较高，主要销售群体是，内蒙古东部、辽宁省、吉林省地区以褐煤为动力煤或掺烧褐煤的电厂。

此外，大股东中电投的客户优势，一定程度上会增加公司的煤炭需求。中电投推进蒙东煤电一体化战略，系统内用户将优先考虑采购公司煤炭，加大对褐煤的掺烧比例或彻底改造炉型将褐煤改为主力煤种，这将增加公司客户的稳固程度，加大公司煤炭需求量。

图表2 褐煤需求半径内市场份额市场份额控制力较强



资料来源：平安证券研究所

图表3 公司在部分电厂拥有较高的市场占有率

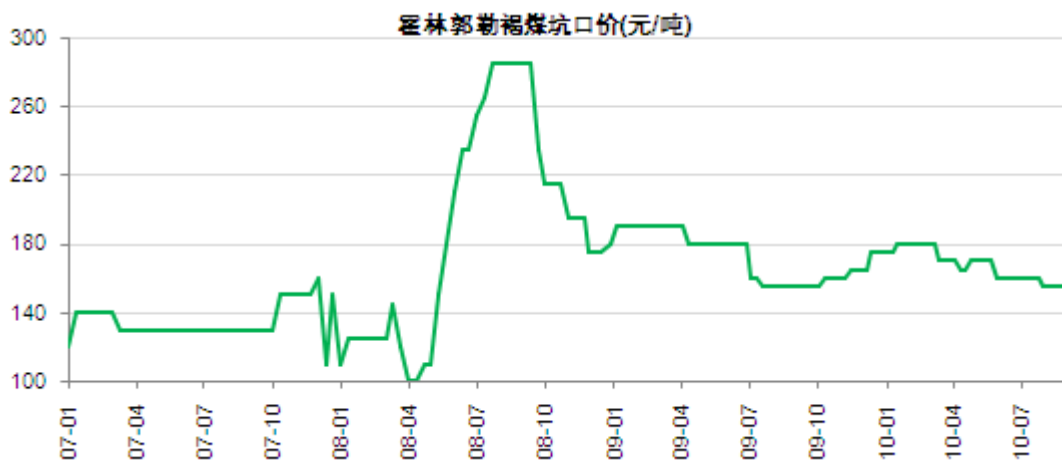
客户名称	2004年	2005年	2006年
通辽发电总厂	99.95%	96.73%	97.05%
通辽热电有限责任公司	88.09%	100%	100%
国电双辽发电有限公司	68.39%	72.44%	71.81%
大唐长山热电厂	45.95%	60.61%	66.74%
吉林吉长电力有限公司	38.69%	58.89%	74.14%
沈阳沈海热电有限公司	36.38%	36.89%	23.17%
辽宁能凯电力燃料有限公司	-	17.98%	26.4%
吉林松花江热电有限公司	-	-	28.27%
大连泰山热电有限公司	-	-	45%
通辽盛发电热有限责任公司	-	-	100%
通辽梅花生物科技有限公司	-	-	100%
鞍山轮胎厂	-	-	80%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 未来褐煤价格将稳步上涨，为半径延伸提供基础

褐煤在当地储量大，发热量低，价格也一直处于较低水平，目前坑口价为 175 元/吨。对于未来褐煤价格走势，随着市场份额的扩大，总体将继续稳步上涨。公司褐煤发热量在 3100 大卡左右，通过比较价格热量比，相比动力煤价格偏低，尤其褐煤与其他优质煤掺烧，其价格优势更为明显。同时，煤价的上涨也为销售半径扩张奠定基础。

图表4 霍林郭勒褐煤坑口价走势



资料来源：中国煤炭资源网，平安证券研究所

2.2 未来铁路运输瓶颈逐步解困

目前公司主要运煤通道——通霍铁路（通辽-霍林河）——运力基本饱和，一定程度上制约产能的有效释放，复线预计 2011 年 10 月份开通，将有效解决产能释放问题。通辽-霍林河线位于内蒙古自治区通辽市境内，全长 416.6km，是东北西部地区一条主要的铁路支线，目前运力为 6000 多万吨。公司通过铁路运输煤炭量占煤炭外销量的 90%以上，运力的不足制约了产能的释放。目前，通霍线复线正在修建，预计 2011 年 10 月份可实现通车，运力突破 1 亿吨。

目前，内蒙古加大了蒙东区域内铁路网的建设规划，比如锡林郭勒到曹妃甸港铁路、赤大白铁路等。同时为了蒙东地区煤炭就近下水，投资建设东北地区的重要煤炭下水港——锦州港。未来随着运输网络的完善，区域内的煤炭销售将进一步扩大，因为露天矿的实际开采能力主要受销售市场、采矿地质条件的影响，通常要高于或低于设计生产能力，受核定生产能力约束反而较小。

图表5 蒙东地区主要煤炭运输铁路一览（运营及在建）

铁路线路	主要状况
纵向铁路	
锡林浩特至多伦铁路（锡林郭勒至曹妃甸）	北起内蒙古锡林郭勒盟锡林浩特北站，南至锡林郭勒盟多伦站，全长 256 公里，年输送能力 12500 万吨。然后经锡（林浩特）丰（宁）线至曹妃甸港，其中，鄂尔多斯、锡林郭勒至曹妃甸的两条下海通道，将在河北丰宁交汇。
通霍线	全长 416.6km，运力为 6000 多万吨。
赤大白线	赤大白铁路建成运营后，初期运力每年为 850 万吨，近期运力每年为 1000 万吨，远景运力每年为 3000 万吨。
正蓝旗至张家口	北起内蒙古锡林郭勒盟正蓝旗，南至河北省张家口市，线路全长 247 公里，年输送能力 3000 万吨，预计于 2013 年竣工。
锦州至赤峰铁路	是锦（州）-赤（峰）-大（板）-白（音华）铁路的重要路段，自在建的赤大白铁路大木头沟站起，向东

	南经赤峰市、朝阳市、葫芦岛市，接入锦州港西港口站(新建)止，正线全长约 282 公里，主要承担内蒙古锡林郭勒盟白音华及周边煤田至辽西地区及锦州港下水煤炭的南运任务。
横向铁路	
集通线(集宁-通辽)	全长 995 千米，近期年运量 700 万吨，远期输送能力 1700 万吨。
鄂尔多斯至曹妃甸	属于西煤东运第三条煤炭外运通道，全长 1000 余公里，远期年设计运能 2 亿吨。工程将分两段建设：一期张家口到唐山的张唐铁路，今年已经开工；二期准格尔到张家口，今年开展前期工作，计划明年动工。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 蒙东地区铁路规划网



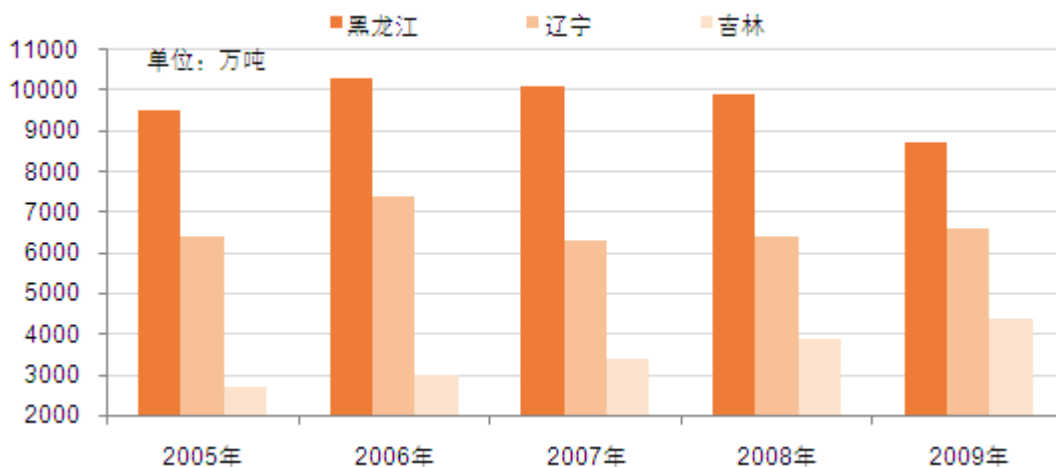
资料来源：铁道部，平安证券研究所

三、区位优势：受益内蒙古&东北老工业基地振兴规划

一方面，蒙东地区作为能源基地辐射周围东北三省及蒙东地区，将直接受益于区域经济的振兴发展。且未来随着经济的发展，东北三省对蒙东地区煤炭需求逐步增加，东北三省当中，吉林、辽宁省内的煤炭资源开采时间长，众多矿井濒临枯竭，煤炭产量高峰期已过。蒙东地区的煤炭开发较晚，在当地具有较高的市场占有率。比如 09 年辽宁和吉林煤炭产量分别为 6624 万吨和 4401 万吨，而蒙东地区，仅霍林格勒煤炭产量就近 5000 万吨，故而需求空间还是很大。

目前已经实施的东北地区老工业振兴规划的范围包括：辽宁省、吉林省、黑龙江省和内蒙古自治区呼伦贝尔市、兴安盟、通辽市、赤峰市和锡林郭勒盟（蒙东地区）。规划中已经明确提出建设呼伦贝尔、霍平白、胜利等大型煤电化基地、黑龙江东部煤炭基地，有序发展煤化工产业，适时建设锡林浩特、霍林河、呼伦贝尔、黑龙江东部和辽宁西部等煤化工基地，到 2010 年，规划煤炭生产规模 3 亿吨左右，原油生产规模 5700 万吨，天然气产量 70 亿立方米，电力装机容量 6000 万千瓦，年发电量 3000 亿千瓦时。

图表7 东北三省煤炭产量比较



资料来源：平安证券研究所

另一方面，根据国家电网“智能电网”的规划建设，未来蒙东（主要是锡盟地区）将是重要的电源供应基地。全国特高压中期规划的“两纵两横”中，一纵是从山西到湖北的这条 1000 千伏的交流特高压，然后两边延伸，北部向内蒙古延伸，南部向长沙延伸；另一纵则是从锡林郭勒盟到北京，然后延伸到上海方向。两横就是从四川到上海的一条，另一条就是从蒙西到北京。

■ 提质干馏：褐煤煤化工最有发展前途的产业

褐煤与其它煤种相比，是做煤化工的优质原材料之一。原因是碳含量相对较低，H/C 较高，且其结构单元中有较多的羧基、氧桥、炭基和亚甲基，化工活性强，同时挥发分高，含油率高，是热解提取焦油的理想原料。

目前传统的煤化工项目，如煤质甲醇、煤制烯烃等，一方面产能过剩严重；另一方面，煤炭产地一般水资源缺乏，制约行业发展。对褐煤来讲，提质干馏是较有前途的业务之一。

褐煤在高温下经受脱水和热分解作用后转化成具有烟煤性质的提质煤。褐煤脱水过程除脱去部分水分外，也伴随着一些煤的组成和结构的变化，它主要是由脱水作用和过程引起的，所以，褐煤的提质过程主要是褐煤的脱水过程。根据评估，褐煤提质后发热量可以提高 50%以上，比如，原有发热量只有 2700 至 3700 大卡的褐煤，经过提质干馏后可成为 5000 至 6000 大卡的优质煤，提高热值 2000 大卡以上。提质吨褐煤成本约为 40 元，而经过提质后的褐煤每吨除去成本后利润可达 60 至 70 元，同时运输半径扩大，可直接到港口下水，扩大市场份额。

褐煤提质干馏是实现煤炭产业发展的重要途径之一，而且和其它煤化工项目相比，对水的依赖程度低，属于节水新型煤化工项目，当地霍林郭勒市也积极鼓励发展，围绕“褐煤提质、干馏、气液化等新型煤化工产业路线”，打造蒙东褐煤化工研发中心和综合加工基地。2010 年规划煤化工产品产量达到 350 万吨，转化褐煤 500 万吨以上，未来随着运输瓶颈的解决，规模将会迅速扩大。

图表8 褐煤提质干燥前后的性质对比

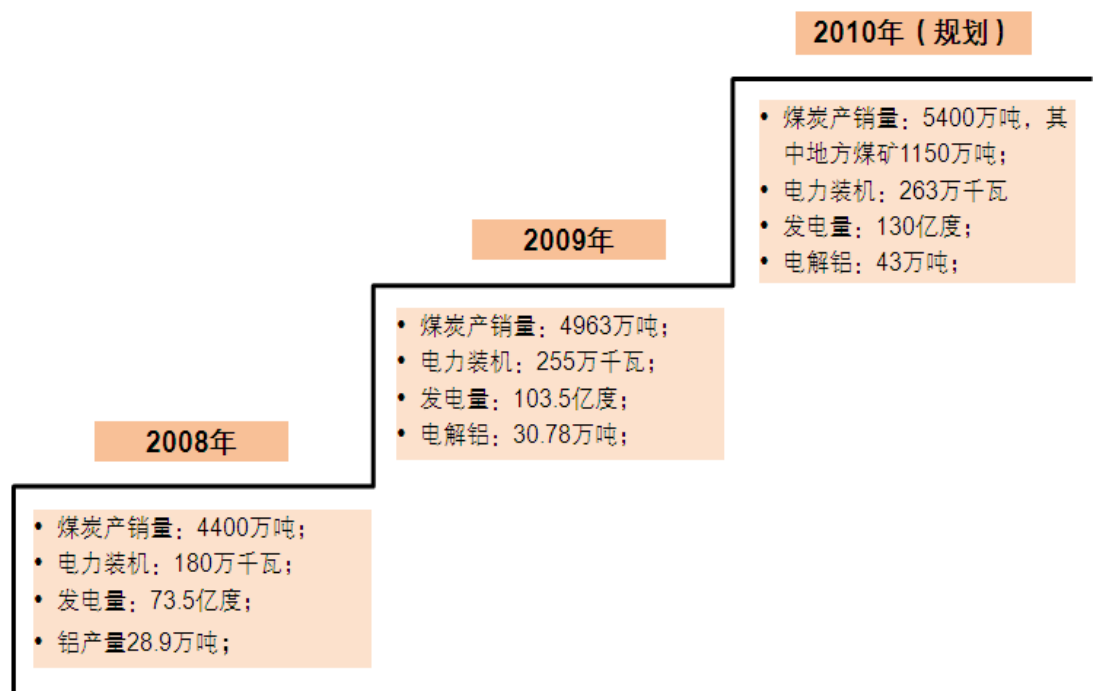
	原褐煤	提质褐煤
水分	高	低
发热量	低	高
氧化速率	高	低
燃后温室气体的排放	大	小

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 受益于区域振兴规划，未来公司的发展将进入快车道：

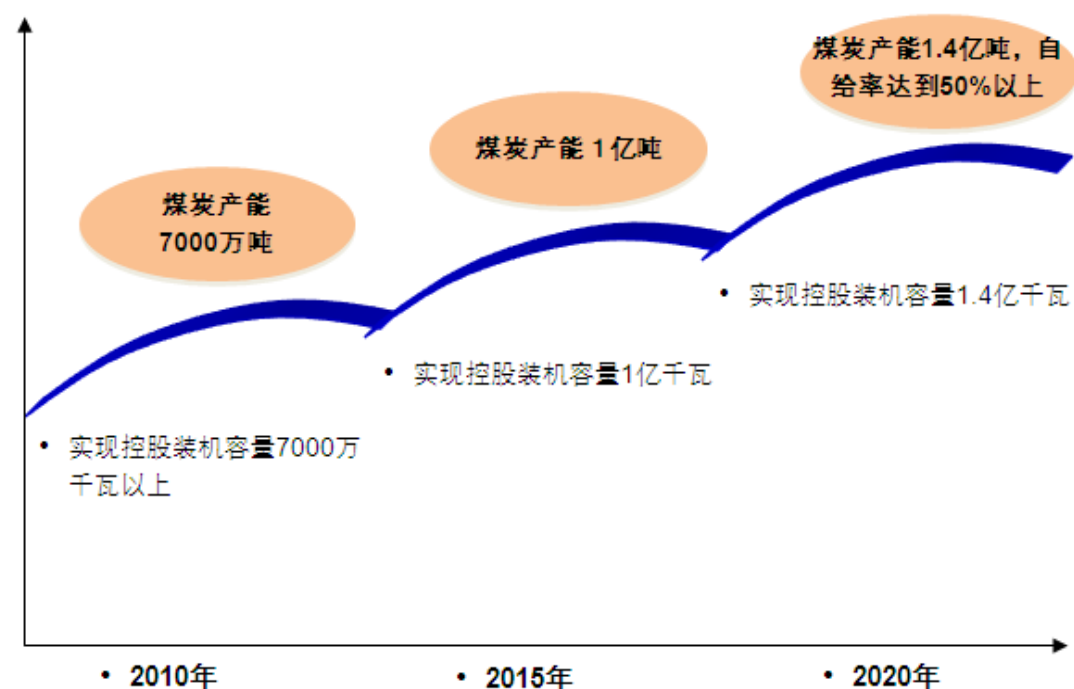
- 霍林格勒市，区域经济发展思路清晰，定位为东北地区重要的能源供应基地，煤炭、电力、电解铝等产业稳步发展；
- 大股东中电投的规划中，单独将煤炭业务作为重点规划内容，而目前中电投控制的主要煤炭资源主要是霍林河蒙东能源，露天煤业是其中产煤主题之一，未来公司发展空间很大；
- 此外，随着通霍线等周围运输网络的改善，为公司的进一步发展创造了后备条件。

图表9 霍林郭勒市主要工业产品产量指标



资料来源：霍林郭勒政府工作报告，平安证券研究所

图表10 中电投发展战略规划



资料来源：中电投公告，平安证券研究所

四、集团整体上市已经启动，后续注入仍需等待

公司上市时，蒙东能源集团（原霍煤集团）持有霍林河煤田的二号露天矿 8.2793 亿吨开采储量的采矿权、锡盟白音华煤田的三号露天矿 13.76 亿吨开采储量的采矿权，同时，集团作出承诺，时机成熟后最终将二号露天矿、三号露天矿采矿权完整地转让给股份公司。

目前，公司已部分注入了霍林河二号露天矿的部分资产（即扎哈卓尔扩大区，资源量 46001 万吨）。

图表11 收购扎哈卓尔（扩大区）的相关指标

总资产	229475 万元
负债	194928 万元
净资产	34547 万元
收购价	99708 万元
PB	2.9
可采储量	46001 万吨
采矿权评估值	93674.52 万元
产能	1500 万吨
吨煤采矿权价款	2.04 元/吨

资料来源：公司公告，平安证券研究所

对于白音华矿的注入，我们认为短期内注入意义不大。目前，白音华仍未实现量产，且所生产为褐煤，煤质差，发热量低，价格低，仍面临运输半径的问题，故白音华露天矿短期内难以达产，业绩贡献有限，并不具备注入的条件。另外，二号露天矿剩余 3.68 亿吨（8.2793-4.6001）属于国有后备资源，后续开发要视整体矿区开采情况而定。

五、盈利预测及估值

5.1 首次给予“推荐”评级

不考虑资产注入的情况，公司煤炭产销量将逐渐增加，预计 2010 年、2011 年 EPS 为 1.10 元、1.33 元，当前股价对应市盈率 19.3 倍、16.0 倍，考虑未来区域振兴规划所带来的机遇，公司产能增长潜力较大，首次给予“推荐”评级，目标价：25.0 元，对应 2011 年市盈率 18.8 倍。

图表12 公司盈利预测关键假设变量

年度	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
产量(万吨)	1237.0	1748.0	2060.0	2717.0	3485.1	4059.1	4262.04	4475.15
销量(万吨)	1217.0	1767.0	2068.0	2726.0	3682.0	4234.0	4400.0	4800.0
增长率(%)		45.2%	17.0%	31.8%	35.1%	15.0%	3.9%	7.0%
平均销售价格(元/吨)	72.7	89.9	91.2	93.5	105.5	110.7	135.0	150.0
增长率(%)		23.7%	1.4%	2.6%	12.8%	5.0%	22.0%	11.1%
吨煤成本(元/吨)	45.2	49.4	53.8	61.6	67.4	74.1	81.0	87.0
毛利率(%)	37.8%	45.1%	41.0%	34.1%	34.8%	33.1%	40.0%	40.0%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 公司利润预测简表

单位：万元	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	158858.0	193836.1	261123.2	388309.4	478943.8	606307.4	732307.39
增长(%)		22.0%	34.7%	48.7%	23.3%	26.6%	20.8%
营业成本	87263.1	115252.3	170812.8	264346.5	320477.3	365015.2	440615.17
毛利率(%)	45.1%	40.5%	34.6%	31.9%	33.1%	39.8%	39.8%
营业税金及附加	5315.7	7818.6	9841.3	13759.4	16761.7	21219.0	25628.69
销售费用	2853.6	5162.5	7460.7	8960.7	12574.9	15157.7	18307.68
管理费用	11457.6	15262.5	13826.5	19574.7	22872.4	28954.8	34972.04
财务费用	2911.6	4017.9	3839.0	4214.3	685.0	-248.3	-554.51
税前利润	50056.9	46646.5	57549.4	78061.0	125127.7	176209.0	213338.31
减：所得税	4724.6	7382.4	8336.0	12172.1	22060.6	26431.4	32000.7
实际税率(%)	9.4%	15.8%	14.5%	15.6%	17.6%	15.0%	15.0%
净利润	45332.3	39264.1	49213.4	65888.9	103067.1	149777.7	181337.57
归属于母公司所有者的净利润	45181.1	39460.8	48149.1	63793.1	97767.8	145372.4	176004.11
增长(%)		-12.7%	22.0%	32.5%	53.3%	48.7%	21.1%
销售净利率(%)	28.4%	20.4%	18.4%	16.4%	20.4%	24.0%	24.03%
少数股东损益	151.2	-196.8	1064.4	2095.8	5299.3	4405.2	5333.46
每股收益	1.15	0.68	0.74	0.75	0.88	1.10	1.33

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 煤炭上市公司估值比较

股票代码	公司简称	2010-9-17 股价	股本(百 万)	每股收益(元)			市盈率(倍)			投资建议
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
000983.SZ	西山煤电	19.70	3,151.2	0.92	1.29	1.58	21.4	15.3	12.5	强烈推荐
601699.SH	潞安环能	34.51	1,150.5	1.83	2.55	2.85	18.8	13.5	12.1	强烈推荐
601088.SH	中国神华	22.71	19,889.6	1.52	1.84	2.08	14.9	12.3	10.9	强烈推荐
000937.SZ	冀中能源	25.95	1,156.4	1.39	2.11	2.47	18.7	12.3	10.5	强烈推荐
600546.SH	山煤国际	21.66	750.0	1.00	1.17	1.34	21.7	18.5	16.2	强烈推荐
600348.SH	国阳新能	15.28	2,405.0	0.77	1.11	1.24	19.8	13.8	12.3	强烈推荐
000933.SZ	神火股份	19.83	1,050.0	0.57	1.13	1.32	34.8	17.5	15.0	推荐
601001.SH	大同煤业	15.75	1,673.7	0.89	1.12	1.22	17.7	14.1	12.9	推荐
600123.SH	兰花科创	29.44	571.2	2.22	2.27	2.84	13.2	13.0	10.4	推荐
600188.SH	兖州煤业	17.48	4,918.4	0.79	1.20	1.39	22.1	14.6	12.6	推荐
600997.SH	开滦股份	14.64	1,234.6	0.67	0.69	0.79	21.9	21.2	18.5	中性
601101.SH	昊华能源	32.01	454.0	1.37	1.85	2.29	23.4	17.3	14.0	推荐
002128.SZ	露天煤业	21.10	1326.69	0.88	1.10	1.33	23.9	19.3	15.9	推荐
	平均值						21.1	15.8	13.6	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

5.2 公司业绩对煤价有较高弹性

煤炭行业内业绩弹性最大的公司之一。比较而言，公司特点之一，业绩受煤炭价格弹性大，比较部分煤炭上市公司，公司每股煤炭产量居于行业首位，煤炭价格上涨，对业绩影响程度较大。

图表15 部分煤炭上市公司业绩弹性程度比较

单位：万吨/千克	证券名称	股本(万元)	产量 08A	产量 09A	每股煤炭产量(2009年) 单位：千克
002128.SZ	露天煤业	132,669	3,682	4,234	31.91
601001.SH	大同煤业	83,685	2026	2420	28.92
601699.SH	潞安环能	115,054	2577	2840	24.68
000937.SZ	金牛能源	115,644	1166.87	2600	22.48
600348.SH	国阳新能	96,200	1774	1850	19.23
601666.SH	平煤股份	181,628	2870	3030	16.68
600971.SH	恒源煤电	44980	410	745	16.56
600395.SH	盘江股份	110,337	1110	1220	11.06
600123.SH	兰花科创	57,120	542.66	550	9.63
000983.SZ	西山煤电	242,400	1619	2170	8.95
601918.SH	国投新集	185,039	1181	1500	8.11
600188.SH	兖州煤业	491,840	3575	3760	7.64
601898.SH	中煤能源	1,325,866	7410	7484.1	5.64
000933.SZ	神火股份	105,000	480.67	590	5.62
601088.SH	中国神华	1,988,962	185.7	199.6	0.10

资料来源：Wind，平安证券研究所

图表16 公司业绩对煤炭价格、销量的敏感性分析（2010年EPS）

煤价(元/吨) 销量(万吨)	125	130	135	145	155
4200	0.97	1.01	1.05	1.12	1.20
4300	0.99	1.03	1.07	1.15	1.23
4400	1.02	1.06	1.10	1.18	1.26
4600	1.06	1.10	1.14	1.23	1.31
4800	1.11	1.15	1.19	1.28	1.37

资料来源：平安证券研究所

5.3 风险提示

- 宏观经济的系统性风险；
- 资源税征收对公司盈利的减少。

附：财务报表

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	1227	1442	3166	4860
现金	392	474	1365	2797
应收账款	370	421	533	623
其他应收款	2	3	4	5
预付账款	251	252	254	256
存货	100	126	180	210
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	2761	3169	3084	2971
长期投资	114	195	195	195
固定资产	2071	2326	2273	2203
无形资产	387	377	342	309
其他非流动资产	0	0	1	1
资产总计	3989	4611	6250	7831
流动负债	1065	932	1450	1672
短期借款	186	0	0	0
应付账款	545	455	614	672
其他流动负债	0	0	1	1
非流动负债	511	386	342	310
长期借款	25	4	24	44
其他非流动负债	511	386	342	310
负债合计	1576	1319	1792	1982
少数股东 权益	34	79	123	174
股本	850	1106	1327	1327
资本公积	626	371	371	371
留存收益	533	1251	2007	3175
归属母公司股东权益	2413	3292	4458	5849
负债和股东权益	3989	4611	6250	7831

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	1468	1240	1370	1910
净利润	659	1031	1498	1754
折旧摊销	227	258	221	229
财务费用	40	13	-2	-6
投资损失	-37	-41	0	0
营运资金变动	439	-7	-316	-40
其他经营现金流	6	15	1	1
投资活动现金流	-568	-681	-170	-140
资本支出	-304	-337	-170	-140
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	37	41	0	0
筹资活动现金流	-760	-476	-309	-338
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	20	20
普通股增加	0	0	221	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-760	-476	-309	-338
现金净增加额	141	82	891	1432

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	3883	4789	6063	7083
营业成本	2643	3205	3650	4262
营业税金及附加	138	168	212	248
营业费用	90	126	152	177
管理费用	196	229	290	338
财务费用	42	7	-2	-6
资产减值损失	26	5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	37	41	0	0
营业利润	786	1092	1762	2063
营业外收入	3	163	0	0
营业外支出	8	3	0	0
利润总额	781	1251	1762	2063
所得税	122	221	264	309
净利润	659	1031	1498	1754
少数股东损益	21	53	44	52
归属母公司净利润	638	978	1454	1702
EBITDA	1056	1334	2006	2312
EPS (元)	0.75	0.88	1.10	1.28

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	48.7%	23.3%	26.6%	16.8%
营业利润	20.2%	22.8%	29.1%	29.1%
归属母公司股东权益	13.0%	35.1%	34.9%	30.9%
获利能力				
毛利率 (%)	31.9%	33.1%	39.8%	39.8%
净利率 (%)	16.4%	20.4%	24.0%	24.0%
ROE (%)	26.4%	29.7%	32.6%	29.1%
ROIC (%)	23.2%	24.9%	31.8%	28.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	39.5%	28.6%	28.7%	25.3%
净负债比率 (%)	-7.5%	-14.3%	-30.1%	-47.1%
流动比率	1.15	1.55	2.18	2.91
速动比率	1.06	1.41	2.06	2.78
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.11	1.12	1.01
应收账款周转率	11.4	12.1	12.7	12.3
应付账款周转率	7.0	6.4	6.8	6.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.88	1.10	1.28
每股经营现金流	1.73	1.12	1.03	1.44
每股净资产	2.84	2.98	3.36	4.41
估值比率				
P/E	28.2	24.0	19.3	16.5
P/B	7.47	7.12	6.31	4.81
EV/EBITDA	17.00	17.27	13.41	11.05

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257