

采掘

2013年01月07日

冀中能源 (000937)

——13年焦煤电煤齐涨价 注入预期显著增强 维持买入

报告原因：强调原有的投资评级

买入

维持

市场数据： 2013年01月04日

收盘价(元)	13.7
一年内最高/最低(元)	21.55/9.81
上证指数/深证成指	2277/9096
市净率	2.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	21590

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2012年09月30日

每股净资产(元)	6.47
资产负债率%	56.06
总股本/流通A股(百万)	2313/1576
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《冀中能源(000937)公告点评：政府补贴、收购厦门航空 15%股权可增厚业绩 上调盈利预测》 2012/12/27
 《冀中能源(000937)12 年三季报点评：业绩略超预期 应收账款继续攀升》 2012/10/29

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
 liuxn@swsresearch.com

联系人

章薇薇
 (8621)23297818x7425
zhangww@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
 电话：(8621) 23297818
 上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2011	37,56	24	3,049	27	1.32	24.9	21.4	10	8
2012Q3	23,15	-20	1,835	-23	0.79	28.5	12.3		
2012E	39,50	5.2	2,282	(25.2)	0.99	24.0	14.3	13.9	9.5
2013E	43,24	9.5	2,147	(5.9)	0.93	22.7	12.2	14.7	9.9
2014E	46,26	7.0	2,331	8.6	1.01	23.0	11.9	13.6	9.2

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- 1 月公司焦煤、电煤齐涨价超出市场预期。公司 12 年 4 季度以来连续 3 次上调炼焦煤价格。公司于 12 年 4 季度 10 月和 11 月两次上调炼焦煤价格累计达 100 元/吨；13 年 1 月份再次率先上调炼焦煤价格，其中：主焦煤上调 60 元/吨，肥精煤上调 60 元/吨，1/3 焦煤上调 30 元/吨（不含税价格）。我们预计 1 月份提价对公司 13 年 EPS 影响为 0.13 元/股。另外，预计公司 13 年合同电煤价格将在 12 年价格基础上上涨 5%以上，有望上涨 20-30 元/吨（含税），预计将增厚公司 13 年 EPS 0.06 元/股。
- 公司内生增量主要来自内蒙整合矿井和段王集团。内蒙整合的 4 家煤矿中，武媚牛和盛鑫已投产，乾新和张大银煤矿仍在技改办理手续有望 13 年投产并表。预计 12-13 年公司在内蒙古的产量分别为 330 万吨和 650 万吨，权益产量 179 万吨和 363 万吨。公司在产矿井产量略有增长，主要来自段王扩能。预计 11 年-13 年原煤产量分别为 3415、3503、3628 万吨。
- 13 年集团资产注入预期较强，邯矿、峰峰资产条件最为成熟。冀中能源集团 12 年产量达 1.15 亿吨，是公司产量的 3 倍多，而且集团规划“十二五”煤炭产量达到 1.5 亿吨。峰峰、邯矿集团资产注入概率最大：300 万吨赤峪矿，11 年 12 月已拿到核准，近期有望投产，产权明晰证照较为齐全已基本具备注入条件；九龙矿与新建矿磁西一号井，总计产能 400 万吨，预计 13 年下半年有望改造完成。
- 公司非煤业务重组有望提升公司业绩。公司有望逐步将化工业务剥离至子公司 ST 金化，并适时出售建材业务，以实现公司煤炭业务优势集中。12 年公司下属河北金牛旭阳化工 50%股权已转让给 ST 金化、集团下属金牛电源公司 54.17%股权已托管至 ST 金化。12 年 ST 金化收到政府补贴 1.03 亿元，可为公司 12 年 EPS 贡献 0.025 元/股。公司收购 15%厦门航空股权，以增强闲置资金的盈利能力，并非长期投资项目，预计可增厚公司 13 年 EPS0.10 元/股。
- 上调公司 12 年及 13 年 EPS 分别至 0.99 元/股和 0.93 元/股（原为 0.97 元和 0.77 元），当前估值 14.7 倍，低于行业平均水平 22 倍。鉴于公司 1 月份同时上调焦煤和电煤价格，焦煤调价时间早于市场预期（不含税 1/3 焦上调 30 元，主焦肥煤上调 60 元），电煤上调幅度 5%以上超出市场预期，且 13 年集团资产较为成熟，资产注入预期明显增强，12 年前三季度大幅计提的坏账准备未来 2 个季度有望冲回，维持前期推荐，重申“买入”评级。

投资案件

投资评级与估值

上调公司 12 年及 13 年 EPS 分别至 0.99 元/股和 0.93 元/股（原先为 0.97 元和 0.77 元），当前估值 14.7 倍，低于行业平均水平 22 倍。鉴于公司 1 月份同时上调焦煤和电煤价格，焦煤调价时间早于市场预期（不含税 1/3 焦上调 30 元，主焦肥煤上调 60 元），电煤上调幅度 5% 以上超出市场预期，且 13 年集团资产较为成熟，资产注入预期明显增强，12 年前三季度大幅计提的坏账准备未来 2 个季度有望冲回，维持前期推荐，重申“买入”评级。

关键假设点

按照 13 年 1 月公司调整后合同煤价格预测：其中主焦煤含税价 1298 元/吨，肥精煤含税价 1345 元/吨，1/3 焦精煤含税价 1216 元/吨。公司 13 年合同电煤价格将在 12 年价格基础上上涨 5% 以上，我们保守假设电煤价格涨幅 4% 左右。

有别于大众的认识

1) 部分中性偏谨慎的投资者对 13 年焦煤提价持怀疑态度，部分乐观投资者认可 13 年焦煤提价，但是大多（包括我们自己）认为最早提价时间应在 3 月份前后，我们沟通下来此次焦煤提价几乎超出了市场所有人的预期；不过据沟通了解到此次提价后公司焦煤销售依然顺畅。

2) 市场先前预计公司 13 年合同电煤价格同现货差价不大涨幅较小，但实际公司合同价涨幅预计将超过 5%，涨价幅度超出市场预期。

3) 在信达股权解决后集团资产注入障碍已得到根本解决，随着邯矿和峰峰集团成熟矿井的陆续投产，公司资产注入预期 13 年将显著增强。

4) 公司 12 年前三季度资产减值损失达 2.93 亿，较 11 年增长 111.1%。主要是由于下游企业还款困难，12 年 3 季度末公司应收账款余额达 52.65 亿元，较期初增长 117%。公司坏账准备计提政策在各煤炭公司中最激进（大多数公司 5%，而公司为 10%）。我们预计随着焦煤供需形势好转，公司回款有望改善，前 3 季度大额计提的坏账损失将有望冲回。若未来 2 个季度应收账款余额回落至 12 年期初余额水平时，冲回的坏账损失将达 2.84 亿元，贡献 EPS 0.09 元/股。

股价表现的催化剂

预计未来 1 个季度焦煤供需形势仍将改善公司作为价格弹性最大的焦煤股，焦煤提价是最好的催化剂；集团资产注入启动。

核心假设风险

风险来自两点：二季度旺季开工低于预期；资产注入进度慢于预期。

目 录

1. 1 月份公司焦煤、电煤齐涨价	4
2. 13 年煤炭产量稳步增长	5
2.1 公司在产矿井产量略有扩能	5
2.2 13 年内蒙整合矿将继续增产	6
3. 13 年集团资产注入预期较强	7
3.1 邯矿、峰峰资产条件最为成熟	7
3.2 山西冀中仍可期待	8
4. 公司非煤业务重组有望提升公司业绩	9
4.1 化工业务有望逐步剥离至 ST 金化	9
4.2 收购厦门航空 15% 股权 增加新的利润增长点	10
5. 会计政策弹性大 回款改善有利业绩提升	11
6. 提价超预期 注入预期增强 维持买入	12

图表目录

表 1: 焦煤、动力合同煤提价对 13 年 EPS 贡献测算	4
图 1: 邢台炼焦煤价格于 4 季度开始反弹 (元/吨)	4
图 2: 邯郸炼焦煤价格于 4 季度开始反弹 (元/吨)	4
表 2: 段王集团整合矿井情况 (单位: 万吨、万元)	5
表 3: 公司在产矿井情况 (单位: 万吨)	5
表 4: 内蒙古资源整合矿井 (单位: 万吨)	6
表 5: 集中能源集团和股份公司历年煤炭产量 (单位: 万吨)	7
表 6: 峰峰集团各矿井情况 (单位: 万吨)	7
表 7: 控股子公司山西冀中煤炭资源情况 (单位: 万吨、年)	8
表 8: 公司非煤业务盈利情况	9
表 9: 冀中能源集团化工产能 (单位: 万吨)	10
图 3: 公司应收账款陡增导致资产减值损失大幅增加 (百万元)	11
图 4: 煤炭上市公司账龄 1 年以内应收款项坏账准备计提比例 (%)	11
表 10: 应收账款坏帐损失弹性测试 (单位: 百万, 元/股)	11
表 11: 公司本部产量 (单位: 百万吨)	12
表 12: 08 年注入资产分煤种价格及假设 (单位: 元/吨)	12
表 13: 本部煤炭生产成本 (单位: 元/吨)	12
表 14: 本部煤炭价格 (单位: 元/吨)	13
表 15: 公司盈利预测表 (单位: 百万元、元/股、百万股)	13

1. 1 月份公司焦煤、电煤齐涨价

12 年 10 月以来，在基建拉动作用下，焦煤需求好转，外加主产地焦煤供给受限，主产地焦煤价格企稳回升。近期下游产业焦炭、钢铁不断提价，为一季度焦煤价格上涨留出空间。外加政策利好，稀缺煤种保护性开采政策落实，焦炭 40% 出口关税以及出口配额均取消，有望从中长期改善炼焦煤供需局面并提升稀缺性煤种价值。

公司 12 年 4 季度以来连续 3 次上调炼焦煤价格。公司于 12 年 4 季度 10 月和 11 月两次上调主焦煤、肥精煤和 1/3 焦煤价格累计达 100 元/吨；13 年 1 月份再次率先上调炼焦煤价格，其中：主焦煤上调 60 元/吨，肥精煤上调 60 元/吨，1/3 焦煤上调 30 元/吨（以上均为不含税价格）。经过测算，我们认为 1 月份提价对公司 13 年 EPS 影响为 0.13 元/股。

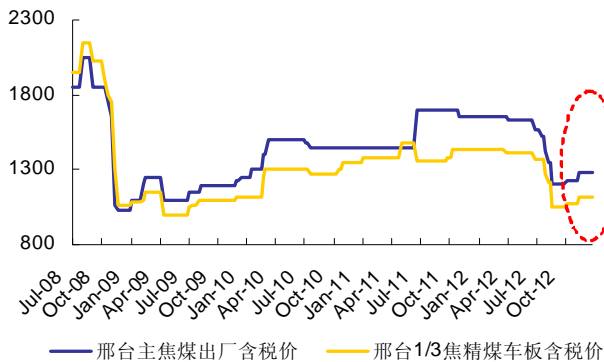
预计公司 13 年合同电煤价格将在 12 年价格基础上上涨 5% 以上。新一轮电煤合同谈判已接近尾声，预计公司吨合同电煤有望上涨 20-30 元/吨（含税），保守测算不含税平均吨煤提价 18 元，13 年合同电煤销量按照 1000 万吨计算，预计将增厚公司 13 年 EPS 0.06 元/股。

表 1：焦煤、动力合同煤提价对 13 年 EPS 贡献测算

	1/3 焦精煤	肥精煤	主焦煤	动力煤
涨价（元/吨）	30	60	60	18
销量（万吨）	600	180	180	1000
贡献净利润（万元）	13500	8100	8100	13500
合计（万元）	29700			13500
贡献 EPS（元/股）	0.13			0.06

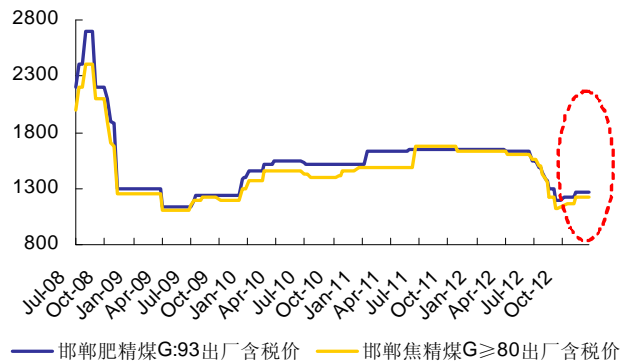
资料来源：申万研究

图 1：邢台炼焦煤价格于 4 季度开始反弹（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

图 2：邯郸炼焦煤价格于 4 季度开始反弹（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网、申万研究

2. 13年煤炭产量稳步增长

2.1 公司在产矿井产量略有扩能

公司现有矿井主要分布在河北邢台、峰峰、邯郸、张家口矿区以及山西寿县地区。11年公司煤炭产量达3414.6万吨，其中河北地区产量达2897.3万吨，占比85%，山西寿县地区(段王集团)原煤产量达517.31万吨，占比15%。

13年现有煤矿产量增长主要来自山西段王集团：

1) 段王集团整合的平安煤矿和友众煤矿12年投产，但由于十八大因素产量释放不达预期，预计13年将增产30-50万吨左右。

2) 另外，12年关闭的天泰煤业45万吨产能有望在13年复产，预计未来产能可提升至90万吨左右。

综合来看，公司原在产矿井产量略有增长，11年产量3415万吨，预计12年产量达3503万吨，13年达3628万吨。

表 2：段王集团整合矿井情况（单位：万吨、万元）

	保有储量	煤种	产能	采矿权价值
宗艾煤业	285	贫煤	21	3,470.07
北河坡煤矿	1009	-	30	11,893.41
泰祥煤业	297	焦煤、贫煤	15	3,579.00
友众煤业	-	-	45	14,142.19
平安煤炭	699	贫煤	90	22,523.06
天泰煤业	2868	贫煤	45	

资料来源：公司公告 申万研究

表 3：公司在产矿井情况（单位：万吨）

	主要煤种	核定产能	股权	2010E	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
东庞矿	1/3 焦煤	392	100%	385	399	400	400	400	400
邢东矿	1/3 焦煤	125	100%	122	125	125	125	125	125
葛泉矿	1/3 焦、无烟煤	137	100%	135	137	137	137	137	137
章村矿	无烟煤	126	100%	123	126	126	126	126	126
显德汪矿	贫煤	170	100%	160	170	170	170	170	170
邢台矿	1/3 焦煤	195	100%	200	201	200	200	200	200
邢北矿	1/3 焦煤	15	51%	5	15	15	15	15	15
西庞(通达煤电)	1/3 焦煤	40	100%	30	40	40	40	40	40
沽源矿	动力煤	15	100%					15	15
本部小计		1215		1160	1213	1213	1213	1228	1228
天泰煤业	贫煤	90	80%		45	0	25	45	60
段王煤业	贫煤	300	72%	390	350	480	550	600	650



平安矿	贫煤	90	37%		75	75	90	90	90
友众矿	贫煤	60	37%		45	50	65	65	65
段王集团小计		540		390	515	605	730	800	865
大淑村矿	无烟煤	180	100%	150	202	200	200	200	200
万年矿	无烟煤	300	100%	300	300	300	300	300	300
新三矿	肥煤、焦煤	95	100%	82	100	100	100	100	100
梧桐庄矿	肥煤、焦煤	210	100%	360	390	390	390	390	390
峰峰集团小计		785		892	992	990	990	990	990
云驾岭矿	无烟煤	165	100%	160	170	170	170	170	170
陶一矿	无烟煤	65	100%	68	75	75	75	75	75
陶二矿	无烟煤	125	100%	130	130	130	130	130	130
郭二庄矿	无烟煤	160	100%	160	170	170	170	170	170
邯矿集团小计		515		518	545	545	545	545	545
宣东二号矿	弱粘煤、气煤	150	100%	142	150	150	150	150	150
09年注入小计		1450		1552	1687	1685	1685	1685	1685

资料来源：公司公告 申万研究

2.2 13年内蒙整合矿将继续增产

公司在内蒙设立了全资子公司冀中内蒙古公司，其51%控股的嘉信德公司已拿到鄂尔多斯市资源整合主体资格。嘉信德公司下属4家煤矿分别为鄂尔多斯武媚牛煤矿、乾新煤业、盛鑫煤业和张大银煤矿。其中武媚牛煤矿改扩建后产能120万吨，资源储量9191万吨；乾新煤矿60万吨，资源储量5324万吨；盛鑫煤业产能120万吨，保有储量6773万吨，可采储量3987.05万吨；最新整合的张大银煤矿技改后产能180万吨，资源储量2559万吨，可采储量2380万吨。

目前武媚牛和盛鑫已投产，乾新和张大银煤矿仍在技改办理手续有望13年投产并表：武媚牛由于是露天开采，增产较为明显后续可以扩能至300万吨；盛鑫下半年才投产，12年贡献有限，由于是斜井开采13年可以增产至150万吨；张大银也是露天矿，目前正在办理手续预计13年下半年可以并表；乾新煤矿煤质略差，目前正在进行露天矿改造，市场回暖后产能有望释放。预计12-13年公司在内蒙古的产量分别为330万吨和650万吨，权益产量179万吨和363万吨。按照12年吨煤净利30元和13年吨煤净利40元测算，12-13年将增厚公司每股收益0.023元/股和0.063元/股。

表4：内蒙古资源整合矿井（单位：万吨）

	主要煤种	核定产能	股权	资源储量	2012E	2013E	2014E	2015E
武媚牛	不粘煤	120	51%	9191	250	300	300	300
盛鑫煤业	不粘煤	60	72%	6773	50	150	200	250
乾新煤业	不粘煤	60	51%	5324	30	120	200	250
张大银	不粘煤	180	51%	2559	0	80	150	200
内蒙小计		420			330	650	850	1000

资料来源：公司公告 申万研究

3. 13年集团资产注入预期较强

3.1 邯矿、峰峰资产条件最为成熟

2012年冀中能源集团煤炭产量已达1.15亿吨，同比增长12.75%，集团规划“十二五”煤炭产量目标达到1.5亿吨，股份公司11年煤炭产量仅3415万吨，预计12年产量3800万吨左右，未来集团可注入资产规模较大，且信达集团持股上市公司股权后，集团同信达利益关系已理顺，剩余资产注入预期大大增强。

邯矿、峰峰集团资产注入概率最大：邯矿集团下属赤峪矿11年12月已拿到国家发改委核准，矿井建设规模300万吨/年，资源储量5亿吨，并配有300万吨/年洗煤厂，近期有望投产，由于是新矿井产权明晰证照较为齐全已基本具备注入条件。峰峰集团现有12对生产矿井，1对破产矿，在产及在建产能达3489万吨，煤炭资源储量达60.8亿吨，可采储量达27.7亿吨。现在峰峰集团的羊东矿、黄沙矿和小屯矿已完成破产重组，老矿井负担减轻；先前因出水事故错过注入的九龙矿与新建矿磁西一号井，总计产能400万吨，预计13年下半年有望改造完成；

表5：集中能源集团和股份公司历年煤炭产量（单位：万吨）

单位：万吨	2006	2007	2008	2009	2010	2011
集团煤炭产量	2872	3207	3560	4237	7322	10200
股份公司煤炭产量	855	1135	1167	2590	2969	3415
集团/股份公司	3.36	2.82	3.05	1.64	2.47	2.99

资料来源：公司公告 申万研究

表6：峰峰集团各矿井情况（单位：万吨）

	资源所在区域	地质储量	可采储量	核定产能	2010年原煤产量	剩余开采年限
破产改制矿						
1	小屯矿	10,651	2,598	71	80	20
2	黄沙矿	8,949	1,523	140	135	12
在产矿井						
3	九龙矿	22,920	7,613	150	142	32.5
4	薛村矿	17,053	3,073	145	140	22
5	邯鄲通順礦業有限公司	7,525	271	45	45	4
6	邯鄲市利泰實業有限責任司	1,155	24	6	0	2
7	邯鄲市大力礦業有限公司	5,809	60	40	40	2
8	邯鄲市孫莊採礦有限公司	5,192	306	22	28	10
9	邯鄲市牛兒莊採礦公司	6,250	602	90	90	8
10	羊東礦	28,914	9,885	130	140	76
11	油房渠煤礦	4,603	3,222	400	133	7
12	磁州煤	4,008	1,298	170	170	7
在建擬建礦井						
13	磁西一號礦井（邯鄲）	20,213	10,157	180	-	-

14	灵石鑫东煤矿（山西）	8,383	7,750	120	-	-
15	磁西二号（邯郸）	27,449	16,469	180	-	-
16	磁西三号（邯郸）	3,184	-	-	-	-
17	磁西四号（邯郸）	6,642	-	-	-	-
18	查干淖尔一矿（内蒙古）	254,843	144,476	800	-	-
19	查干淖尔二井（内蒙古）	74,633	33,130	400	-	-
20	红格尔（内蒙古）	89,580	34,702	400	-	-
21	致富矿扩大区（内蒙古）	勘探尚未完成	-	-	-	-
22	5亿吨配置煤田（内蒙古）	勘探尚未完成	-	-	-	-
23	融通玉煤矿（内蒙古）	勘探尚未完成	-	-	-	-
		607,956	277,159	3,489	1143	

资料来源：公司公告 申万研究

3.2 山西冀中仍可期待

11年公司拟收购山西冀中80%股权，12年由于担保和土地权证问题终止。山西冀中51%控股金晖煤焦化，金晖拥有510万吨焦煤产能、120万吨焦炭产能、2×6MW自备煤矸石电厂、300万吨发运能力铁路发运站、一家物流公司和一家建材厂。共计保有资源储量3.3亿吨，可采储量2.0亿吨，公司权益可采储量7393万吨，权益产能179万吨。公司11年9月5日启动收购山西冀中，但由于下属子公司山西金晖煤焦化公司及其下属煤矿的有关对外担保未能在按约定如期解除，且部分土地权属证书未能按约定如期取得；股权转让的标的股权评估报告1年有效期已过，所以收购协议被动终止。

大部分矿井已进入联合试运转，13年收购仍可期待。目前下属5座煤矿其中4座已进入联合试运转，其中凯川和瑞隆进度较快预计13年初将正式投产，隆泰偏慢预计13年年中有望进入联合试运转，预计5矿井2013年均将陆续投产，14年有望全部达产。我们预计担保和土地权属等障碍13年上半年有望得到有效解决，待两会召开及地方政策明确后，山西冀中资产也将更加成熟，重启收购可以期待。预计山西冀中13-14年产量分别为350万吨和510万吨，权益产量126万吨和179万吨。按照200元/吨的吨煤净利计算，13-14年将分别贡献利润2.5亿元和3.6亿元，对应每股收益0.11元/股和0.16元/股。

表7：控股子公司山西冀中煤炭资源情况（单位：万吨、年）

公司名称	煤种	保有资源储量	可采储量	服务年限	股权比例	产能	权益产能	权益可采
凯川煤业	焦煤	1806	1260	10	51%	90	19	262
瑞隆煤业	焦煤	2970	1634	10.47	100%	120	49	667
万峰煤矿	焦煤	20659	12169	28.97	100%	120	49	4965
隆泰煤业	焦煤	5710	3376	26.79	71%	90	26	978
荣泰煤业	焦煤	1772	1277	10.91	100%	90	37	521
合计		32917	19716	27.61	35%	510	179	7393

资料来源：公司公告 申万研究

4. 公司非煤业务重组有望提升公司业绩

公司现有非煤业务包括焦炭、甲醇、玻纤等化工产品、建材的生产销售，以及近期收购 15% 厦门航空公司股权。公司有望逐步将化工业务转让至子公司 ST 金化，并适时剥离其他非煤业务，以实现公司煤炭业务优势集中。

公司 12 上半年化工业务减亏明显，焦炭和玻纤业务亏损加剧。其中（见表 2），ST 金化 11 年实现净亏损 2.46 亿元，12 年上半年仅亏损 930 万元，减亏幅度显著。天铁焦化亏损有所加剧，11 年实现盈利 109 万元，12 上半年亏损达 6200 多万。金牛玻纤亏损面继续扩大，12 上半年亏损达 2400 多万，较 11 年亏损 136 万明显增多。12 上半年公司非煤业务归属于母公司净利润合计达 -4926 多万，为 11 年全年的 135%。

表 8：公司非煤业务盈利情况

公司名称	股权比例	主营业务	净利润		归属于母公司净利润	
			2011A	2012H1	2011A	2012H1
河北金牛化工股份有限公司	56.82% (11年30.29%)	化工产品	-24581	-930	-7445	-528
邢台金牛玻纤有限责任公司	100%	玻璃纤维	-136	-2436	-136	-2436
河北金牛旭阳化工有限公司	50%	甲醇	7745	2344	3872	1172
金牛天铁煤焦化有限公司	50%	焦炭、煤气	109	-6268	54	-3134
合计			-16863	-7290	-3654	-4926

资料来源：公司公告、申万研究

4.1 化工业务有望逐步剥离至 ST 金化

公司化工业务有望逐渐剥离至控股子公司 ST 金化，实现公司煤炭主业优势集中。公司化工资产主要包括 20 万吨甲醇产能、焦炭产能 150 万吨、玻纤原丝产能 7 万吨以及 PVC 树脂产能 15 万吨。冀中能源集团为发挥协同效应，欲以 ST 金化为平台主要经营集团化工相关业务。12 年公司已将其所持河北金牛旭阳化工 50% 股权（20 万吨甲醇产能）转让给 ST 金化、集团也将其持有的金牛电源公司 54.17% 股权（生产六氟磷酸锂）托管至公司子公司 ST 金化。

ST 金化目前拥有 23 万吨 PVC 成熟产能和 40 万吨 PVC 在建产能（预计 13 年投产）。该公司公告表示在继续积极发展主营业务的同时，也将适时启动对冀中能源集团及冀中能源股份公司旗下的甲醇、钾碱、钙盐、六氟磷酸锂等化工业务的整合。另外，集团优质化工资产也有望借化工平台整体上市逐步改善 ST 金化经营能力。

ST 金化于 12 年 12 月收到河北省政府补贴 10,300 万元，将增厚其 12 年净利润 1.03 亿元，按照公司对其持股比例 56.82% 计算，将为公司 12 年贡献净利润 0.585 亿元，对应每股收益 0.025 元/股。

表 9：冀中能源集团化工产能（单位：万吨）

公司	品种	产量
峰峰集团	焦炭	500
	甲醇	100
	二甲醚	100
	醋酸	60
	煤焦油	45
	粗苯精制	10
	醋酸乙烯	18
	醋酸酯	20
	醋酐	5
	醋酸纤维	5
邯矿集团	玻璃纤维	2.5
	煤焦化	60
邢矿集团	氢氧化钾	8.2
	六氟磷酸锂	0.1
	盐酸	1
井矿集团	焦炭	100
	硝酸钠和亚硝酸钠	20
股份公司	焦炭	150
	甲醇	20
	玻纤原丝	7
	PVC	15

资料来源：公司公告 申万研究

4.2 收购厦门航空 15%股权 增加新的利润增长点

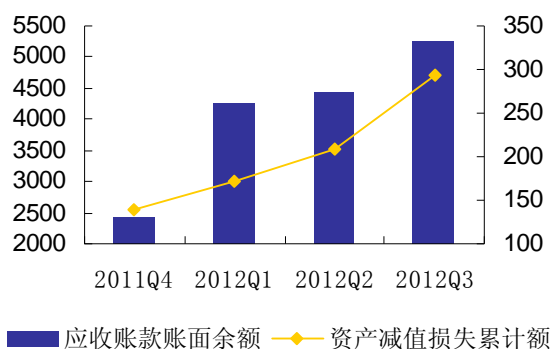
公司拟以 19.19 亿元收购河北航投持有的厦门航空 15%股权，以增强闲置资金的盈利能力，增加新的利润增长点。厦门航空盈利能力较强，11 年实现净利润 18.1 亿元，12 年前三季度实现净利润 13.1 亿元，预计 12 年可实现净利润不低于 16 亿元。按照厦门航空评估后净资产价值 128.0 亿计算，其 11 年 ROE 可达 15.5%左右；12 年净利润保守按照 16 亿计算，12 年 ROE 仍可维持 12.5%左右，其盈利水平并不差于一般煤炭企业。厦门航空有望在近年内上市，届时公司所持股份将在上市中获得更高的资本溢价，并可实现二级市场退出。因此，虽然此次收购为非煤业务，但短期公司盈利水平确有提升作用，且并非中长期投资项目。

预计公司有意进一步增持厦门航空以期达到对其具有重大影响。此次收购完成后，在 15%的持股比例下，公司需使用成本法对厦门航空进行核算，在厦门航空不分红的情况下，其贡献净利润无法反应到公司利润表。预计公司将进一步增持厦门航空股份，以期达到对厦门航空具有重大影响，届时可通过权益法进行核算，可按照持股比例合并其每年贡献的投资收益。按照 15%持股计算，假使 13 年净利润仍为 16 亿元，公司实际应享有的净利润达 2.4 亿，实际可增厚公司 EPS0.10 元/股。

5. 会计政策弹性大 回款改善有利业绩提升

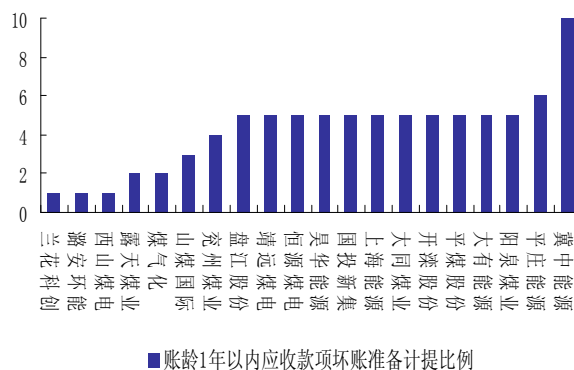
公司 12 年前三季度资产减值损失达 2.93 亿，较 11 年同期增长 62.4%，较 11 年增长 111.1%。这主要是由于下游企业还款困难，截止 12 年 3 季度末，公司应收账款余额大幅增加，达 52.65 亿元，较期初余额增长 117%。另外，公司账龄 1 年期以内（因新增账款主要为 1 年期以内）应收款项坏账准备计提政策在各上市公司中也最为激进。大部分煤炭上市公司计提比例为 5%，而公司计提比例高达 10%。因此，导致公司 12 年前三季度资产减值损失大幅度增加。

图 3: 公司应收账款陡增导致资产减值损失大幅增加（百万元）



资料来源: Wind、申万研究

图 4: 煤炭上市公司账龄 1 年以内应收款项坏账准备计提比例 (%)



资料来源: Wind、申万研究

展望坏账准备计提政策对公司业绩的影响,我们预计随着 4 季度焦煤供需形势的好转, 公司回款情况有望改善, 应收账款将相应降低, 前 3 季度大额计提的坏账损失将有望被冲回。我们对应收账款计提坏账准备进行弹性测试, 保守假设 12 年末收回应收账款均为 1 年期内款项, 因此适用 10% 坏账准备计提比例, 我们得到, 当应收账款余额回落至期初余额水平时, 冲回的坏账损失将达 2.84 亿元, 贡献 2.13 亿净利润, 贡献 EPS0.09 元/股,具体见表 10。

表 10: 应收账款坏帐损失弹性测试 (单位: 百万, 元/股)

	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4
12 年末应收账款余额	2427	3000	4000	5000
较 3 季度末应收账款减少额	2839	2265	1265	265
冲回坏账损失	284	227	127	27
贡献净利润	213	170	95	20
贡献 EPS	0.092	0.073	0.041	0.009

资料来源: 公司公告 申万研究

假设: 12 年末收回应收账款均为 1 年期内款项, 适用坏账计提比例 10%。

6. 提价超预期 注入预期增强 维持买入

上调公司12年及13年EPS分别至0.99元/股和0.93元/股(原先为0.97元和0.77元)，当前13年估值14.7倍，低于行业平均水平22倍。鉴于公司1月份同时上调焦煤和电煤价格，焦煤调价时间早于市场预期(不含税1/3焦上调30元，主焦煤上调60元)，电煤上调幅度5%以上超出市场预期，且13年集团资产较为成熟，资产注入预期明显增强，12年前三季度大幅计提的坏账准备未来2个季度有望冲回，重申“买入”评级。

表 11: 公司本部产量 (单位: 百万吨)

产销量(万吨)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
煤炭业务										
原煤产量	855	1,135	1,167	1,255	1,550	1,728	2148	2593	2878	3093
产量增速	13%	33%	3%	8%	24%	11%	24.3%	20.7%	11.0%	7.5%
商品煤销量	650	937	967	1,080	1,334	1,487	1869	2256	2504	2691
洗出率及假设	76%	83%	83%	86%	86%	86%	87%	87%	87%	87%
原煤销量		283	244	262	326	363	516	648	777	866
原煤销量占比		25%	21%	21%	21%	21%	24%	25%	27%	28%
洗精煤	396	447	492	516	587	605	826	1003	1095	1154
精煤洗出率及假设	46%	45%	48%	48%	48%	46%	43%	41%	40%	39%
洗混煤			171	202	312	399	397	474	501	539
煤泥			62	100	110	120	130	130	131	132

资料来源: 公司公告 申万研究

表 12: 08 年注入资产分煤种价格及假设 (单位: 元/吨)

	峰峰集团			邯矿集团			张矿集团		
	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
商品煤	794	740	717	571	548	545	535	527	532
原煤	408	420	437	408	420	437	404	416	433
洗精煤	1294	1182	1129	846	787	763	897	853	836
洗混煤	260	268	279						
煤泥	100	103	107	185	191	199	185	191	199

资料来源: 公司公告 申万研究

表 13: 本部煤炭生产成本 (单位: 元/吨)

单位成本(元/吨)	2008	2009E	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
吨原煤生产成本								
材料	51.24	51.24	56.36	62.00	63.24	65.77	68.40	71.82
职工薪酬	103.76	114.14	131.26	144.38	150.16	159.17	168.72	178.84
电力	13.22	14.61	14.90	15.20	15.51	15.82	16.45	17.11
折旧费	15.32	17.89	18.24	19.34	19.92	20.52	21.13	21.76



土地塌陷费	22.62	25.00	25.00	29.00	29.58	30.17	30.78	31.39
安全生产费用	25	25.00	25.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
维简费	8.5	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50
其他	38.96	35.55	37.32	39.19	39.19	39.19	41.15	43.21
合计	278.62	291.92	316.59	347.61	356.09	369.13	385.12	402.63
商品煤吨成本	303.25	319.04	346.00	379.90	389.17	403.42	420.90	440.03

资料来源：公司公告 申万研究

表 14：本部煤炭价格（单位：元/吨）

销售价格（元/吨）	2008	2009E	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
煤炭业务								
商品煤	761	593	647	662	657	659	680	699
原煤	354	304	346	350	361	375	386	398
洗精煤	1194	940	1074	1154	1062	1039	1081	1124
洗混煤	306	300	330	350	361	379	390	402
煤泥	162	150	160	160	165	171	177	182
洗混煤+煤泥	268	251	250	250	258	265	273	281

资料来源：公司公告 申万研究

表 15：公司盈利预测表（单位：百万元、元/股、百万股）

合并利润表	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	20,246	30,289	37,569	39,509	43,248	46,263
二、营业总成本	17,947	27,055	33,655	36,662	40,680	43,370
其中：营业成本	14,848	22,530	28,207	30,045	33,420	35,610
营业税金及附加	233	338	393	514	605	648
销售费用	407	577	652	751	865	925
管理费用	2,382	3,218	3,625	4,346	5,060	5,413
财务费用	214	300	640	890	874	851
资产减值损失	(137)	93	139	116	(144)	(77)
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	(195)	79	55	240	240
三、营业利润	2,299	3,039	3,993	2,903	2,808	3,133
加：营业外收入	146	388	268	299	240	240
减：营业外支出	196	106	85	0	0	0
四、利润总额	2,249	3,321	4,176	3,201	3,048	3,373
减：所得税	637	834	1,129	787	702	783
五、净利润	1,612	2,487	3,047	2,415	2,346	2,590
少数股东损益	(61)	91	(2)	133	199	259
归属母公司所有者的净利润	1,673	2,396	3,049	2,282	2,147	2,331
六、基本每股收益	1.39	2.07	1.32	0.99	0.93	1.01
全面摊薄每股收益	0.72	1.04	1.32	0.99	0.93	1.01

资料来源：公司公告 申万研究

信息披露

证券分析师承诺

刘晓宁：电力能源。

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。