



证券研究报告·穿越周期的百年基业系列之康索能源

逆向生长，穿越百年

美国煤炭业发展几经波折、巅峰已过，公司穿越百年成长至今。康索尔能源成立于1991年，前身可追溯至1864年美国马里兰州的小煤矿企业合并成立的联合煤炭公司。至1927年还是家族企业之时公司已经成为了美国第一大烟煤制造商。其后在美国煤炭行业产量经历了数十年的缓慢增长甚至倒退的情况下公司拟向生长，至2012年公司位列美国财富500强最大公司的399位，年收入54.3亿美元，净利润3.88亿美元。在仍以美国本土客户为主的情况下，年销售煤炭5690万吨，是世界煤炭巨头之一。

煤炭加减法应对行业变迁、奠定成长之基

公司在一战前的1915年产量就已经1172万吨，大萧条时期由于需求减弱公司减少了煤矿数量，产量在1928年也下降至1071.49万吨，其时煤矿数量已由1922年的80余个降至40余个。1945年，市场虽然依旧疲弱但公司通过兼并整合将煤炭产量提升至2595万吨，合并后公司有43个煤矿。之后在20世纪70年代美国经历石油危机而引发了一轮煤炭消费增加的潮流时，公司煤矿数量再度增至56个左右，产量也提升至4800万吨以上。之后经历了天然气对煤炭能源的替代，公司2012年在产煤的煤矿只有11个，但产量仍有5600万吨以上。在不同历史关头对煤矿数量的加加减减中，公司煤炭产量稳步增长，更重要的是煤炭一直保持较强的盈利能力，无论产业发展风云变幻都为公司百年成长奠定了坚实的基础。

应对能源结构转变，布局天然气筹谋未来

公司1980年在自有矿开采煤层气，接触天然气业务，真正进入战略性发展阶段是上市之后。经过十余年的布局，截至2012年底，公司的天然气资源储量与1997年相比是最初的8倍，天然气销量更是最初的24倍。公司在上市之初（2001年）的煤炭资产占总资产比例为69.83%，为绝对的主力资产；2012年公司煤炭资产占总资产比例下降为46.45%，已不足一半。反观天然气资产在2001年时只占总资产的7.68%，2012年时公司天然气资产占总资产比例已经上升至45.53%。公司的资产结构与美国能源消费结构已经接近，为公司的未来布局了重要的筹码。

经营战略与经营手段对我国企业启示良多

公司得以历经百年、穿越行业兴衰周期的经营战略无疑对我国企业具有启发性，而其合理的负债结构和对租赁工具的使用也助其降低了经营风险。2012年公司净利润3.88亿美元，博地亏损5.86亿美元，阿奇煤炭亏损6.84亿美元。公司上市以来由于盈利的稳健增长和快速的战略转型，一直享有较高的市盈率估值，以2012年EPS计算，目前公司的市盈率在18倍左右。以同样方式计算目前美国许多大型能源公司的市盈率在8-10倍市盈率左右，少数相对小型能源公司的市盈率可以达到16-20倍市盈率。

请参阅最后一页的重要声明

煤炭开采

维持

增持

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440510120039

刘宏程

liuhongchengbj@csc.com.cn

010-85130347

执业证书编号：S1440512070003

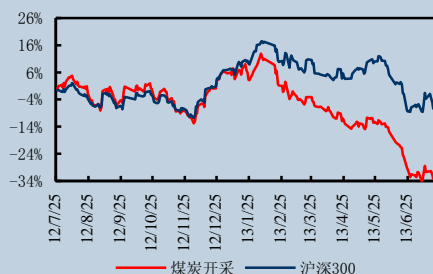
研究助理：王祎佳

wangyijia@csc.com.cn

010-85130453

发布日期：2013年10月25日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|--------------------------------------|
| 13.07.08 | 煤钢焦库存、价格数据跟踪报告：焦煤、焦炭库存厂低港高，产业链景气仍将承压 |
| 13.06.05 | 煤焦钢产业链跟踪：钢铁加速去库存，产业链有望企稳 |
| 13.05.30 | 煤炭行业：期待钢材需求转好，焦煤去库存缓慢 |



目录

逆水行舟、多元前行的美国煤炭巨头	1
百年发展，加与减的选择	2
自由成长期（1864-1944），Rockefeller 家族执掌原始成长	3
伴随行业成长，跻身美国第二大烟煤制造商	3
行业景气下行，战略收缩中成为美国第一大烟煤制造商	3
家族隐退、产业资本接手，公司发展再上顶峰（1945-mid 1970s）	4
多元化顺势成长（1980——）	5
股权结构几经变换，播种多元化种子（1980——1999）	5
加速发展天然气，向综合能源公司迈进（2000——）	6
煤炭产业在战略收缩中提升（1980——）	8
业务攻守兼具、财务稳健有效，等待全球经济复苏	10
煤矿少而精，贡献主要利润	10
煤矿数量逐步减少，单矿均产稳步提升	10
焦煤产量占比提升，提供成长动力	11
煤炭仍是公司业绩增长的基石	12
吨煤盈利稳定	12
天然气业务全面铺开，面向未来	13
负债有道，渡难关守望未来	13
合理利用租赁杠杆，降低风险	14
天然气业务盈利贡献尚小，资产回报率逐步走低	14
资本市场的表现与回报	15
经济向好时期表现远超大盘和同业指数	15
投资者给予较高估值	16
康索能源百年发展的启示	18

图表目录

图 1：康索尔能源主营收入（百万美元）	1
图 2：康索尔能源净利润（百万美元）	1
图 3：康索尔能源煤炭销售量（千吨）	1
图 4：康索尔公司收入结构（百万美元）	2
图 5：美国能源消费结构（百万吨油当量）	2
图 6：美国煤炭产业规模发展描述	3
图 7：美国马里兰州煤炭产量（万吨）	3
图 8：联合煤炭公司产量（万吨）	4
图 9：联合煤炭公司煤矿数量（座）	4



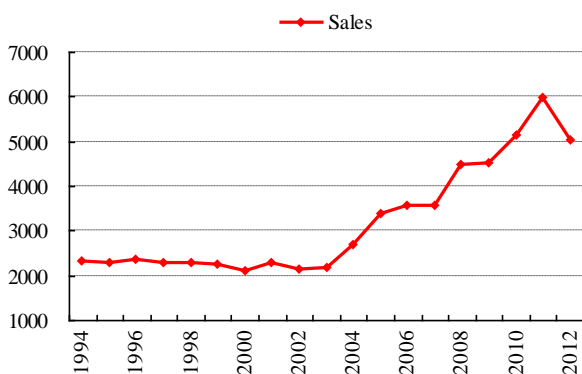
图 10: 美国煤炭历年消费量 (百万吨)	4
图 11: 联合煤炭公司煤矿数量 (座)	4
图 12: 美国煤炭历年消费量 (百万吨)	5
图 13: 联合煤炭公司煤矿数量 (座)	5
图 14: 美国煤炭消费量 (百万吨)	5
图 15: 联合煤炭公司天然气产量 (十亿立方英尺)	6
图 16: 天然气储量 (十亿立方英尺)	7
图 17: 天然气销量 (十亿立方英尺)	7
图 18: 康索尔能源 2001-2012 年资产结构	7
图 19: 美国 1980-201 年煤炭和天然气消费 (百万吨、百万吨油当量)	8
图 20: 康索尔公司 (历史与现在) 煤矿数量 (座)	9
图 21: 康索尔公司煤炭销量 (千吨)	9
图 22: 康索尔公司单矿平均产量 (千吨)	9
图 23: 康索尔公司历年在产煤矿数量 (座)	9
图 24: 平均单矿销量 (万吨)	11
图 25: 康索尔公司动力煤和焦煤收入 (百万美元)	11
图 26: 康索尔公司动力煤和焦煤利润率	11
图 27: 康索尔公司动力煤和焦煤利润 (百万美元)	12
图 28: 康索尔公司煤和天然气收入 (百万美元)	12
图 29: 康索尔公司煤和天然气利润 (百万美元)	12
图 30: 康索尔能源煤炭成本和税前利润率 (美元/吨)	13
图 31: 康索尔公司天然气收入结构 (百万美元)	13
图 32: 康索尔公司天然气 2010-2012 年开发井 (口)	13
图 33: 扣除养老金债务后的资产负债率	14
图 34: 康索尔公司长期负债比例 (1999-2012)	14
图 35: 公司历年经营租赁总额 (百万美元)	14
图 36: 公司历年资本租赁总额 (百万美元)	14
图 37: 历年总资产回报率	15
图 38: 历年净资产回报率	15
图 39: CNX、SP500、道琼斯美国基础材料、SP500 能源指数 1999 年以来波动比较	15
图 40: CNX、SP500、道琼斯美国基础材料、SP500 能源指数 2008 年最低点以来波动比较	16
图 41: 以 2000 年 EPS 和每个交易日价格计算的 1999 年公司的 PE 变化	16
图 42: 以当年 EPS 和每个交易日价格计算的 2007 年公司的 PE 变化	16
图 43: 公司股票季度价格 (美元/股)	17
图 44: 公司上市以来季度 PE 线 (去除 2002、2003)	17
表 1: 股权变更事件表	6
表 2: 公司煤矿概况 (百万吨)	10



逆水行舟、多元前行的美国煤炭巨头

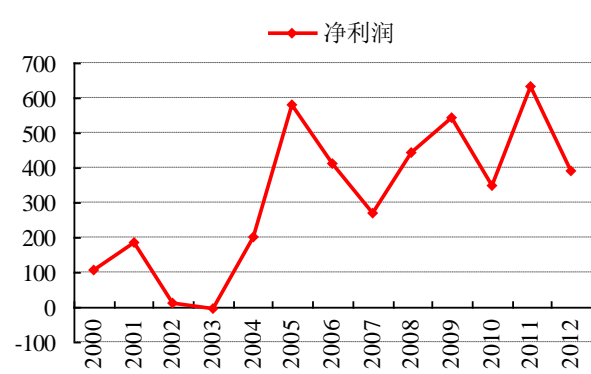
康索尔能源公司正式成立于 1991 年，其前身可追溯到 1864 年美国马里兰州的小煤矿企业合并成立的联合煤炭公司。在 1970 年代的高峰时期公司曾经拥有 56 家煤矿和近 20000 名工人，但之后随着美国经济的起伏和能源消费结构的变迁，公司亦经历了多次的业务结构调整，时至今日 2012 年公司位列美国财富 500 强最大公司的 399 位，之前一年排在 428 位。从收入规模比较公司 2012 年收入 50 亿美元，高于阿奇煤炭的 41.59 亿美元，低于博地能源的 81 亿美元。但后面两者在 2012 年均出现亏损，而公司盈利 3.88 亿美元。

图 1：康索尔能源主营收入（百万美元）



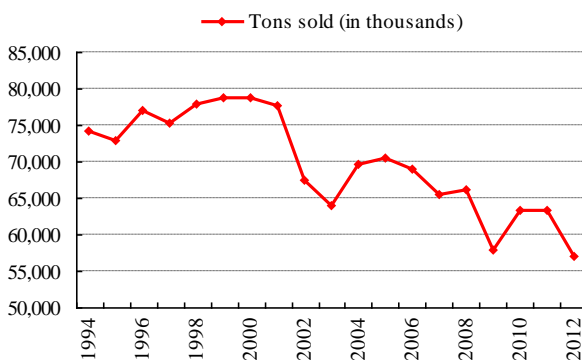
资料来源：NYSE，中信建投证券研究发展部

图 2：康索尔能源净利润（百万美元）



资料来源：NYSE，中信建投证券研究发展部

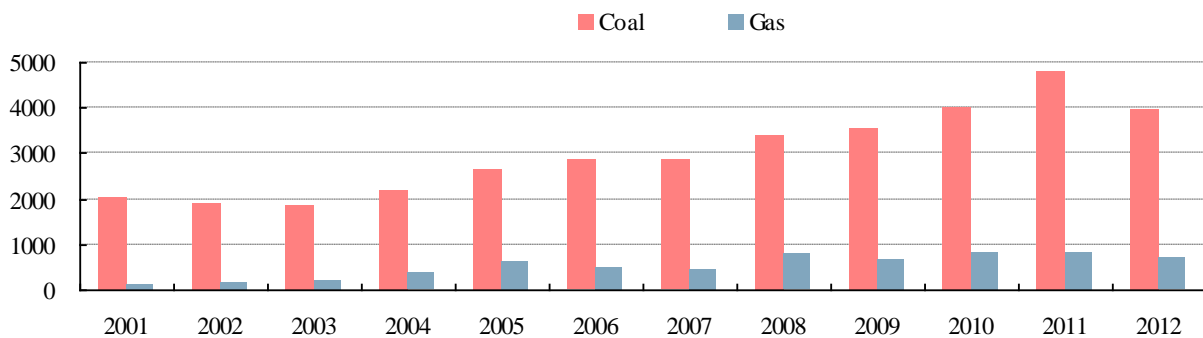
图 3：康索尔能源煤炭销售量（千吨）



资料来源：NYSE，中信建投证券研究发展部

从 1994 年公司有确切的财务数据披露以来，公司收入经历了一段时间（1994-2003）的停滞不前，其中 1994-2001 年期间销售量在上升但收入无法取得增长。而在 2004 年以后公司收入规模进入了一个快速增长阶段，虽然煤炭销量在下降。这期间，天然气收入的快速增长固然是公司收入增长的贡献因素之一，但煤炭在销量下降的情况下依然贡献了较快的增长。

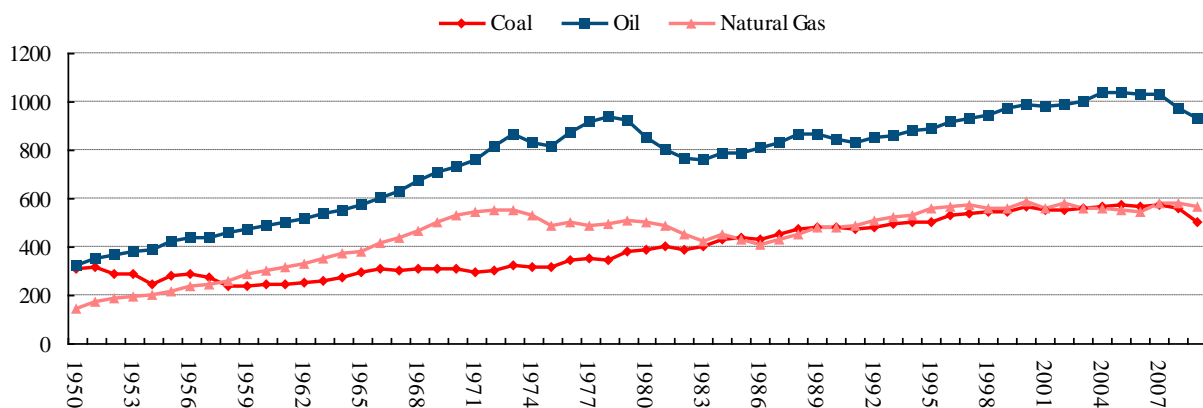
图 4: 康索尔公司收入结构 (百万美元)



资料来源: NYSE, 中信建投证券研究发展部

正如我们所知, 美国煤炭消费的高峰期是在美国经济大萧条之前, 至少在 1950 年时美国原油消耗在能源消费结构中已经超过煤炭。并且在随后的多年里煤炭消费在美国能源消费中占比是在逐年降低的, 甚至在有段时间内煤炭消费的绝对量也是几无增长的, 那么康索尔能源作为以煤炭收入为主的企业是如何在逆境中成长的呢? 2004-2008 年美国煤炭消费没有增长, 2009 年的消费量由于次贷危机的影响更是出现 10.5% 的下滑, 危机之后消费量虽有反弹但也没有回到 2004 年左右的水平。但正是在 2004-2011 年间, 公司经历了一段快速的成长。

图 5: 美国能源消费结构 (百万吨油当量)



资料来源: EIA, 中信建投证券研究发展部

百年发展, 加与减的选择

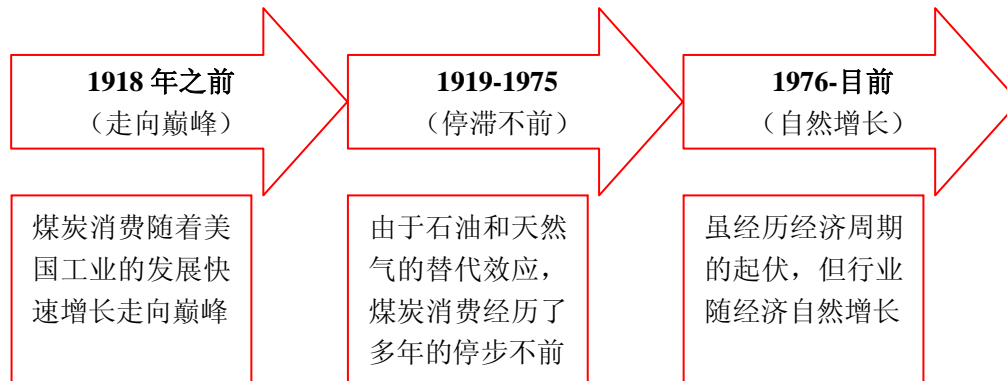
从其前身——马里兰州的小煤矿联合体——算起, 康索尔公司从事煤炭行业至今已有近 150 年的历史, 时至今日其主营收入仍是以煤炭为主, 这可谓是不变。但而今采煤的方式、天然气业务的崛起、港口的修建、公司的股权结构等等较之当初都已发生了巨大的变化。在这变与不变的选择之间, 加与减的决策之间, 康索尔公司成长为了今日的煤炭巨头。

纵观其发展历程, 我们认为可以大致分为以下几个阶段: 与行业成长相伴的自由成长期 (1864-1944); 逆势股权更迭, 煤炭产量走向巅峰 (1945-mid 1970s); 加减法应对经济周期, 多元化顺势成长 (1980-)。这样的发展历程与美国的煤炭业发展历史也是共同演进的结果。

自由成长期（1864-1944），Rockefeller 家族执掌原始成长

公司从 1864 年成立起，经过了多年的内生发展，至 1927 年公司成为美国最大的烟煤生产商。

图 6：美国煤炭产业规模发展描述

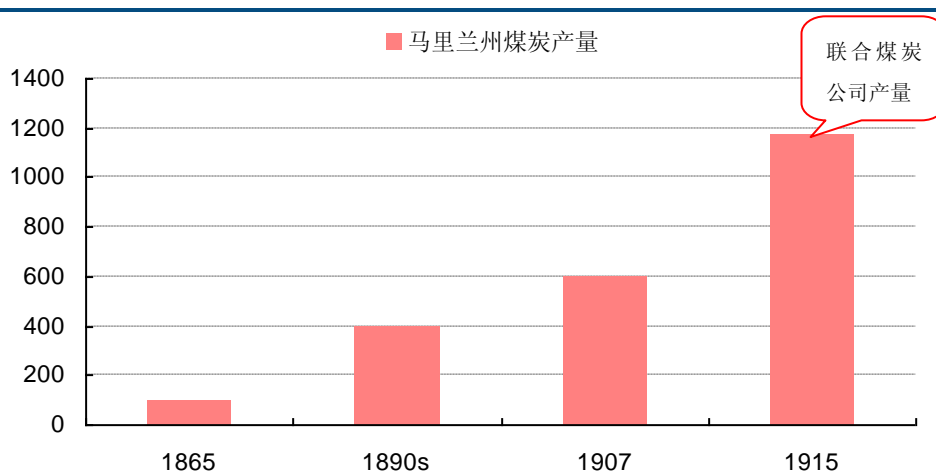


资料来源：EIA, Wiki, 中信建投证券研究发展部

伴随行业成长，跻身美国第二大烟煤制造商

美国煤炭产量经过工业革命有了快速的增长，并在一战中达到了巅峰。这段时间是美国煤炭产业发展的黄金时期，“联合煤炭公司”——康索尔能源的前身——也在这段黄金时期享受行业繁荣、内生增长。图中 1915 年的产量是联合煤炭公司历史记载的产量，马里兰州产量肯定要高于这个数字，因而那个阶段美国煤炭产业的繁荣是可以想象的。

图 7：美国马里兰州煤炭产量（万吨）



资料来源：中信建投证券研究发展部

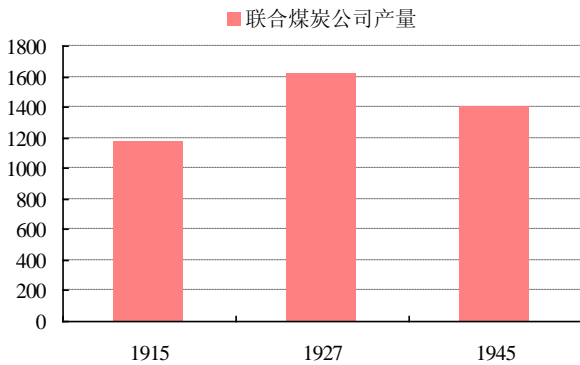
行业景气下行，战略收缩中成为美国第一大烟煤制造商

一战结束以后，随着经济增速的放缓和石油对煤炭的替代效应，煤炭需求增速放缓，煤炭行业的黄金期结束。公司 1922 年时曾经运营 80 个煤矿，但至 1927 年时只有 44 个煤矿在运营，保持生产的经济性是公司在面



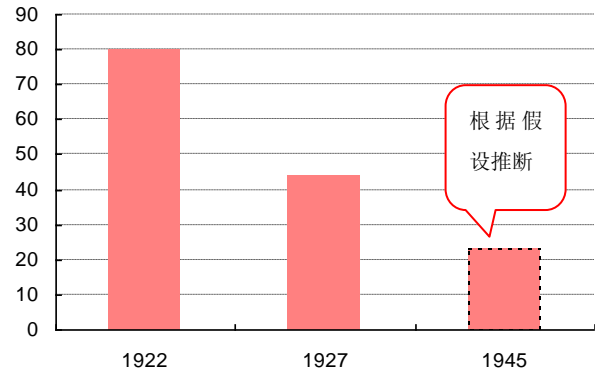
临宏观经济下行周期的选择。恰是在 1926-1927 年间，公司产量首次超过最大的竞争对手，成为了美国最大的烟煤公司，至今保持这个荣誉。之后一直到 1944 年公司一直受到经济周期和煤炭行业景气下行的影响，成长也在停滞状态。公司 1945 年时产煤 1399.74 万吨，而其在之前的 1915 年时产量已经可以达到 1172.24 万吨。在运营的煤矿数量方面，我们也可以看到数量的显著下降。

图 8：联合煤炭公司产量（万吨）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 9：联合煤炭公司煤矿数量（座）



资料来源：中信建投证券研究发展部

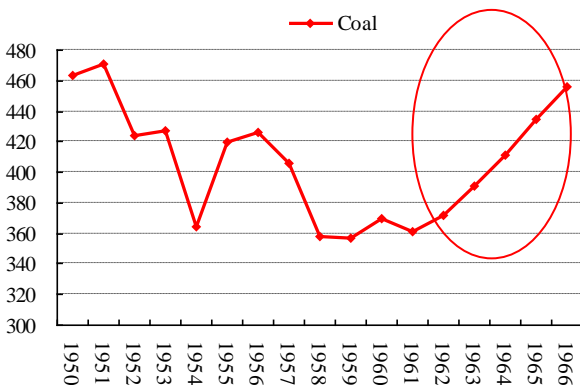
家族隐退、产业资本接手，公司发展再上顶峰（1945-mid 1970s）

1945 年美国的煤炭工业仍然没有起色，石油、天然气的大量开采和使用让煤炭产业经历着多年无增长的尴尬局面。但“联合煤炭公司”在这一年开始走上了另一条发展之路：合并扩张、家族隐退。

1945 年，联合煤炭公司与 Pittsburgh 煤炭公司合并，总部也从最初马里兰的 Cumberland 搬到了宾夕法尼亚西部。Rockefeller 家族和 Mellon 家族的生意合并了，当年合并后公司的产量是 2595 万吨。从 1945-1961 年，美国煤炭行业的消费量实际下降了，行业的不景气让合并后公司——匹兹堡联合煤炭公司——的规模也一直处于近乎无增长的状态，从 1945 年产量 2595 万吨到 1961 年产量也只有 3385 万吨。

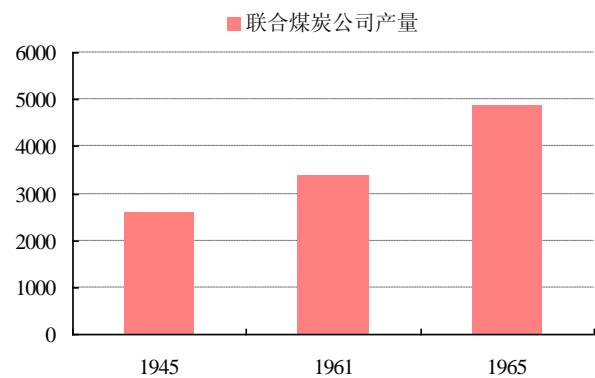
1962 年至 1966 年的美国煤炭行业在多年的萎缩后终于迎来了连续五年的消费量正增长复兴，1966 年煤炭消费量比 1961 年增长了 26.15%，而联合煤炭公司 1965 年的产量比 1961 年已经增长 43.69%。

图 10：美国煤炭历年消费量（百万吨）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 11：联合煤炭公司煤矿数量（座）

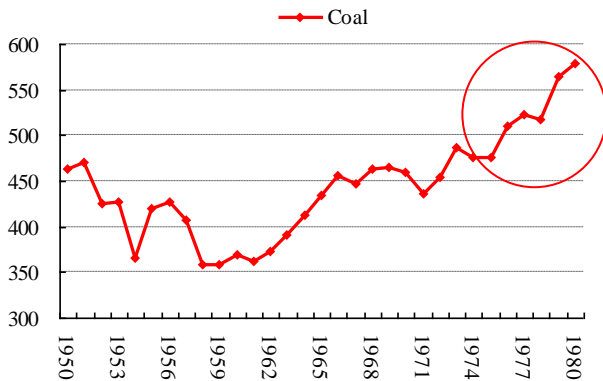


资料来源：中信建投证券研究发展部



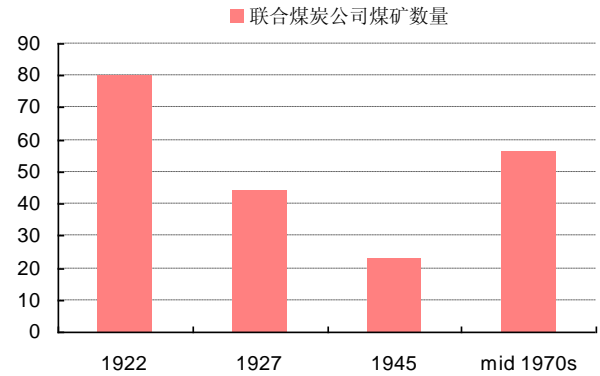
联合煤炭公司在 1966 年被 Continental Oil Company 并购，凭借在油气领域的获利该公司在煤炭、化工等很多领域开始多元化发展，因而在煤炭行业地位领先的“联合煤炭公司”成为了其选择并购的标地。而该收购事件之后的美国煤炭行业再次陷入了增长停滞的状态，直至 1975 年前后“石油危机”的到来才引领了新一轮美国煤炭行业的增长。联合煤炭公司在新一轮增长中煤矿数量也再次达到了 56 座左右的高峰状态。

图 12：美国煤炭历年消费量（百万吨）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 13：联合煤炭公司煤矿数量（座）

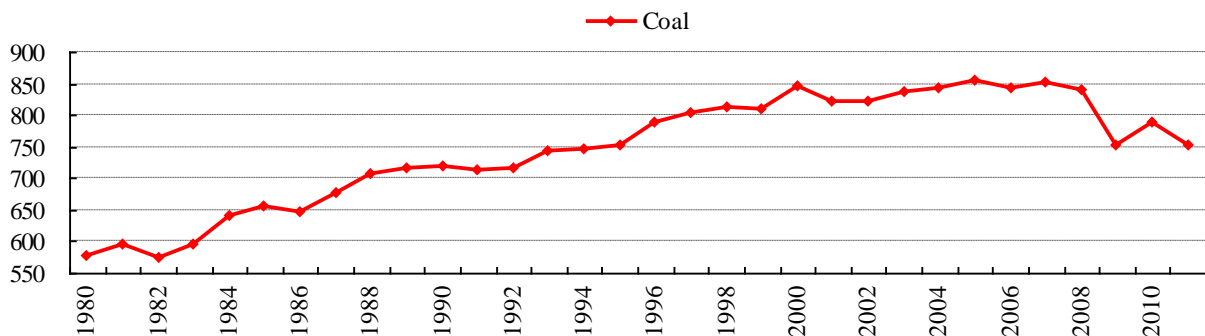


资料来源：中信建投证券研究发展部

多元化顺势成长（1980——）

石油危机让煤炭消费在能源结构中的比重得以提升，之后美国煤炭产业的成长更多是被经济周期所左右。但经历了百年发展，公司已经意识到未来清洁能源需求的上涨趋势，因而以煤炭产业为基础的多元化成长成为了这一阶段的选择。

图 14：美国煤炭消费量（百万吨）



资料来源：EIA, BP, 中信建投证券研究发展部

股权结构几经变换，播种多元化种子（1980——1999）

1980 年公司开始在自有煤矿中开采蕴藏在煤层中的天然气，不仅降低了煤矿发生瓦斯事故的概率也可以通过利用天然气提升煤矿的生产效率。自此，公司开始在业务版图上培育天然气的种子。但是我们认为处于“大陆石油公司”（Continental Oil Company）的旗下，出于业务分工的考虑公司的天然气业务难以大规模展开。



1981年“大陆石油公司”（Continental Oil Company）被杜邦收购，联合煤炭公司也一起归属在杜邦旗下。1991年杜邦将联合煤炭公司资产剥离出来与德国 Rheinbraun A.G合作，以对等股权成立“康索尔能源”——即日后上市公司“Consol Energy”的直接前身。后来杜邦公司多次将股权售予德国合作方，直至基本退出，而德方投资者推动公司1999年在纽交所上市，成为了公众上市公司。

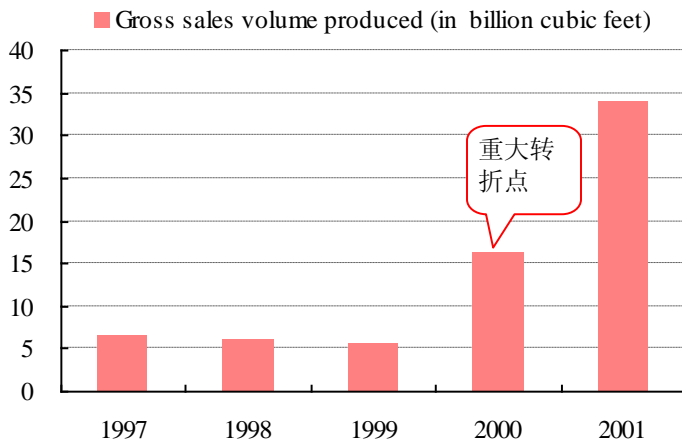
表 1：股权变更事件表

时间	股权变更事件	对公司多元化的影响
1966	大陆石油公司”（Continental Oil Company）收购了联合煤炭公司	公司 1980 年刚出现苗头的天然气业务受到集团内部分工的限制
1981	“大陆石油公司”（Continental Oil Company）被杜邦收购，杜邦成为公司的实际控制人	天然气业务的限制没有消除
1991	杜邦将联合煤炭资产注入与德国的 Rheinbraun A.G以对等股权新成立的“康索尔能源”	从股权上摆脱“大陆石油公司”，为开展多元化业务铺平道路
1999	公司在纽约证券交易所上市	公司的战略独立性会进一步加强
2003 左右	大股东 RWE 大规模减持公司的股份，由更多财务投资者接手	公司受大股东影响基本消除，获得了完全独立的战略地位，多元化不再有阻碍

资料来源：CNX，中信建投证券研究发展部

1980-1999年，公司虽然已经开始了煤层气业务的探索，但从1997-1999年的产量看出，公司的天然气业务规模还比较小而且几乎没有增长。但1999年以后，随着公司股权结构的变化，事情将发生大的变化。

图 15：联合煤炭公司天然气产量（十亿立方英尺）



资料来源：CNX，中信建投证券研究发展部

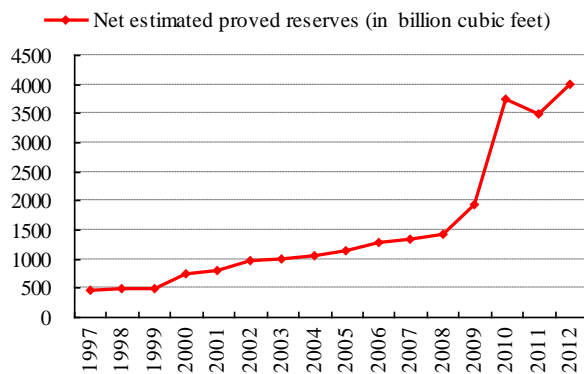
加速发展天然气，向综合能源公司迈进（2000——）

公司上市之后的第一年——2000年，经过多年孕育的天然气业务即开始爆发式发展。

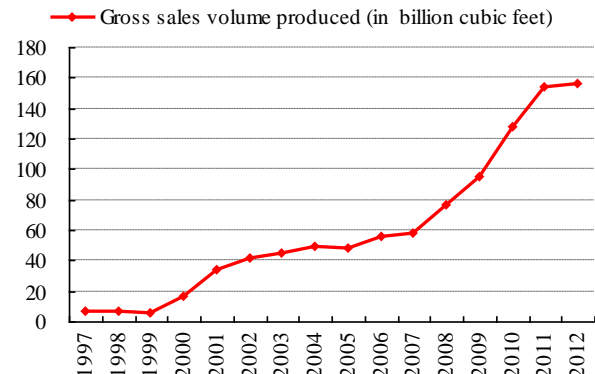
- 2000年2月，公司并购 Buchanan Production 公司和 MCNIC Oakwood Gathering inc.，又购买了 MCN 旗下 CSGC50%的权益资产。通过并购活动，储量与销量在2000年都获得了快速发展。



- 2001 年，为了应对 21 世纪初煤炭需求的不确定性，康索尔能源开始多元化，第一个重要的天然气投资是并购 Conoco 旗下的 MCN Energy Group Inc.的煤层气储藏，投资 1.6 亿美元，位置在 southwestern Virginia。
- 2006 年康索尔能源将旗下的 CNX Gas 分拆出来成立独立的公司，保留新公司 83% 的股权。2007 年，CNX Gas 开始在宾夕法尼亚大规模投资开采 Marcellus 页岩气田。
- 2010 年，Consol 以 37.4 亿美元并购 Dominion Resources Inc.的天然气生产和勘探资产。其中包含 Marcellus 50 万英亩的储藏，将 Consol 在 Marcellus 的储藏提升了 3 倍至 75 万英亩。

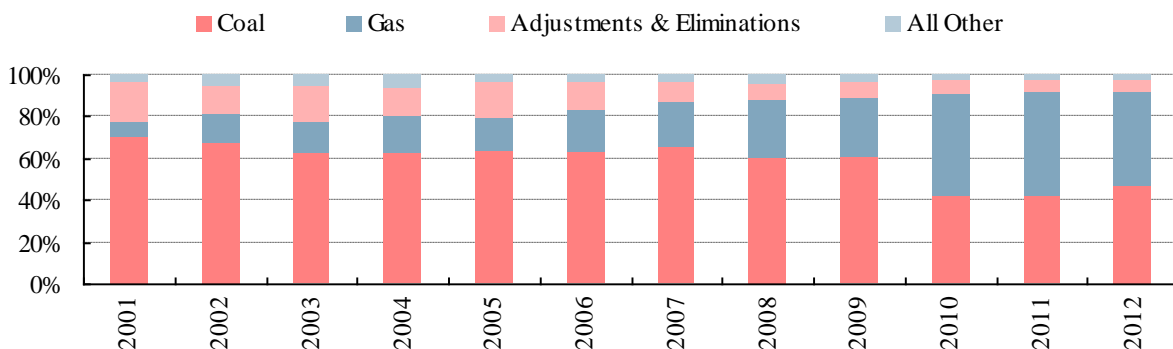
图 16: 天然气储量 (十亿立方英尺)


资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

图 17: 天然气销量 (十亿立方英尺)


资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

截至 2012 年底，公司的天然气资源储量与 1997 年相比是最初的 8 倍，天然气销量更是最初的 24 倍。公司在上市之初（1999 年没有数据公布所以采用 2001 年）的煤炭资产占总资产比例为 69.83%，为绝对的主力资产；2012 年公司煤炭资产占总资产比例下降为 46.45%，已不足一半。反观天然气资产在 2001 年时只占总资产的 7.68%，2012 年时公司天然气资产占总资产比例已经上升至 45.53%。目前，康索尔能源已经完成了煤炭和天然气并驾齐驱的资产布局。

图 18: 康索尔能源 2001-2012 年资产结构


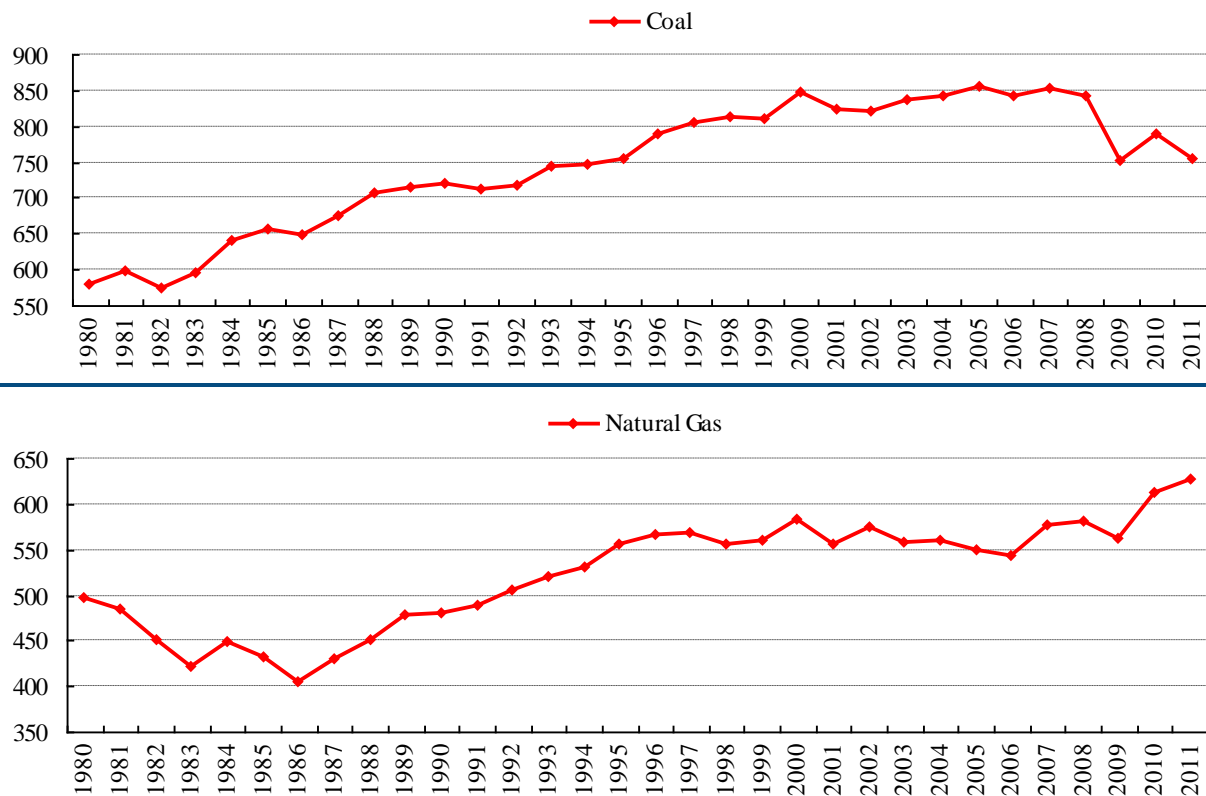
资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

从公司 2001-2012 年的资产结构变迁，我们可以发现：公司 2009 年以后天然气资产在总资产中的比例上升很快，我们认为这也是根据美国能源消费形式变化所做出的战略决策。

美国煤炭消费在 2000 年以后陷入了一个增长基本停滞的阶段，天然气消费虽然也是如此但由于作为相对清洁的一次能源其前景无疑更为光明，而且公司在天然气领域资产甚少，所以公司上市之后的扩张重心无疑会落在天然气方面。

2009 年的美国次贷危机致使煤炭消费量出现下滑，但天然气消费量却在向上。我们认为，如此的趋势变化加速了公司多元化转型的步伐，因而公司 2010-2012 年间的天然气资产快速增加及至与煤炭资产几乎相当。

图 19：美国 1980-201 年煤炭和天然气消费（百万吨、百万吨油当量）



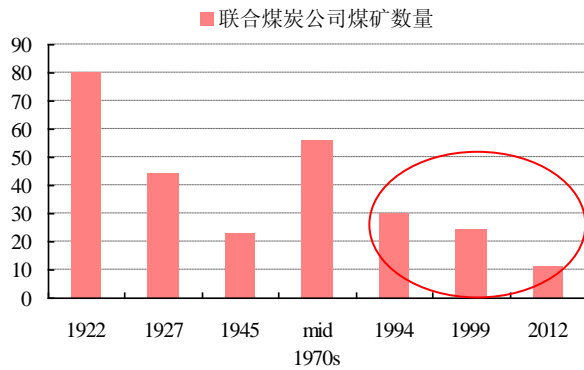
资料来源：BP, CNX, 中信建投证券研究发展部

煤炭产业在战略收缩中提升（1980——）

公司在 20 世纪 70 年代中期曾经拥有煤矿数量达到 56 个，职工 20000 余人。而 1999 年公司上市之时拥有煤矿数量已经下降到了 24 座，职工 7658 人。到 2012 年，公司拥有煤矿数量下降至 11 座，职工 8896 人。



图 20: 康索尔公司 (历史与现在) 煤矿数量 (座)

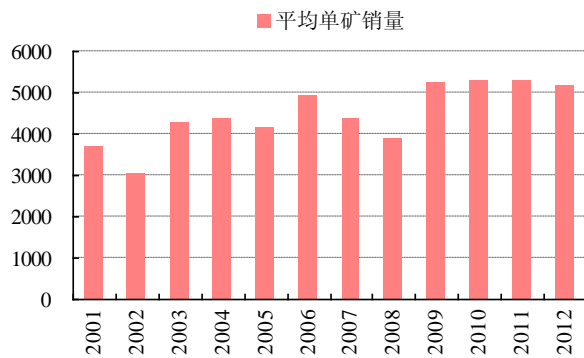


资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

我们可以看到煤矿数量和煤炭销量, 从 1980 年以来是不断缩减的趋势。其中 1980——2000 年左右, 虽然煤矿数量在缩减, 但由于单矿产量的提升, 总销量仍维持在较高的水平。2000 年以后由于天然气业务投入的不断增长, 煤矿数量继续减少, 煤炭销量也在逐步缩减, 但单矿平均销量仍在稳步提升。2001 年时单矿平均销量 369.9 万吨, 2012 年单矿平均销量已经达到 517.3 万吨。

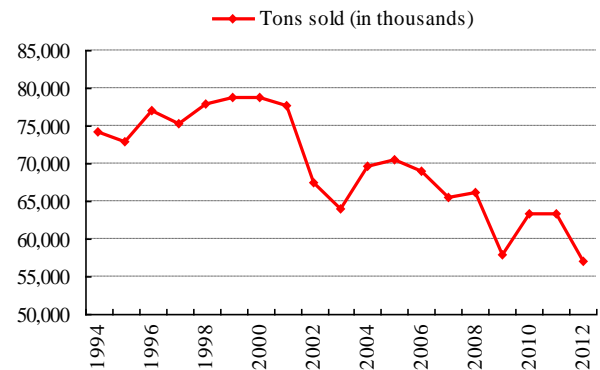
在煤矿数量方面, 公司也不是简单的数量缩减。我们看到 2001——2012 年间煤矿数量缩减的趋势是一贯的但并不是一味缩减, 公司在卖出旧有煤矿的同时也有新煤矿的购买, 这是一个通过买入和卖出行为实现选择和提升的过程。

图 22: 康索尔公司单矿平均产量 (千吨)



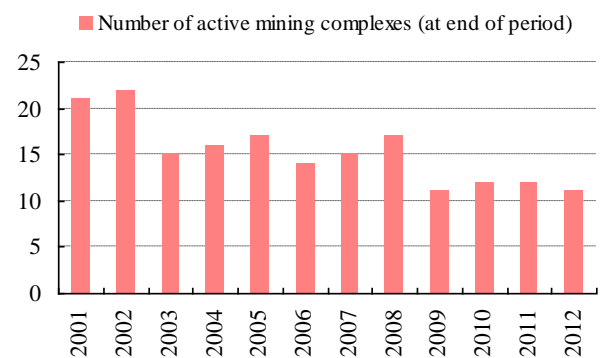
资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

图 21: 康索尔公司煤炭销量 (千吨)



资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

图 23: 康索尔公司历年在产煤矿数量 (座)



资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部



业务攻守兼具、财务稳健有效，等待全球经济复苏

经过百年发展，公司如今已经打造了攻守兼具的业务基础，而且稳健高效的财务状况也是保证公司可以渡过全球经济危机等待复苏的坚强后盾。

煤矿少而精，贡献主要利润

煤矿数量逐步减少，单矿均产稳步提升

公司 2012 年只有 11 个煤矿在运营，而当年公司煤炭产量为 5600 万吨，平均单矿产量 500 万吨以上。这与公司 2001 年时平均单矿产量 369.95 万吨相比，已经有 39.85% 的提升。

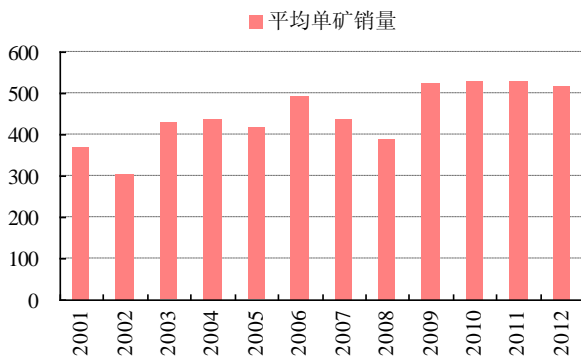
表 2：公司煤矿概况（百万吨）

煤矿名称	位置	类型	运输方式	2012 产量
Thermal				
McElroy	Glen Easton, WV	U	CB B	9.40
Bailey (3)	Enon, PA	U	R R/B	8.60
Enlow Fork (3)	Enon, PA	U	R R/B	8.00
Robinson Run (1)	Shinnston, WV	U	R CB	5.00
Loveridge	Metz, WV	U	R T	5.80
Shoemaker	Moundsville, WV	U	B	5.30
Blacksville #2(1)	Wana, WV	U	R R/B T	3.00
Miller Creek Complex(2)	Delbarton, WV	U/S	R T	2.90
AMVEST-Fola Complex(1)(2)	Bickmore, WV	U/S	R T	0.80
Emery(1)	Emery Co., UT	U/S	T	
Buchanan-Thermal(1)	Mavisdale, VA	U	R	
Jones Fork Complex(1)(2)	Mousie, KY	U/S	R T	
High Volatile Metallurgical				
Bailey-Met (3)	Enon, PA	U	R R/B	1.50
Enlow Fork-Met (3)	Enon, PA	U	R R/B	1.50
Robinson Run-Met	Shinnston, WV	U	R CB	
Blacksville #2(1)-Met	Wana, WV	U	R R/B T	0.20
Loveridge-Met	Metz, WV	U	R T	0.10
AMVEST-Fola Complex(1)(2)-Met	Bickmore, WV	U/S	R T	0.30
AMVEST-Terry	Eagle			
Complex(1)(2)-Met	Jodie, WV	U/S	R T	
Low Volatile Metallurgical				
Buchanan(1)	Mavisdale, VA	U	R T	3.50
Amonate (1)(2)	Amonate, VA	U/S	R T	0.10
Total				56.00
Portion of Equity Affiliates				



Harrison Resources(2)(4)	Cadiz, OH	S	R T	0.40
Western Allegheny-Knob Creek(2)(4)	Young Township, PA	U	R T	0.10

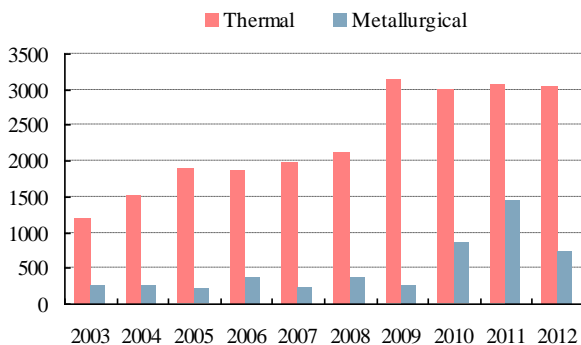
公司上市以来的煤矿平均产量基本上处于逐步攀升的态势，2001 年左右还在矿均 300 万吨徘徊，自 2009 年以来已稳定处于矿均 500 万吨产量的水平以上。

图 24：平均单矿销量（万吨）


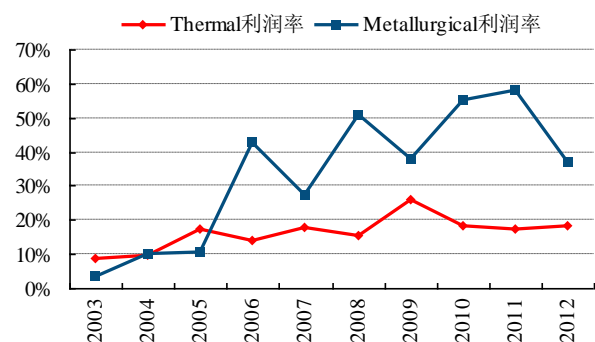
资料来源：CNX，中信建投证券研究发展部

焦煤产量占比提升，提供成长动力

自公司 2003 年将焦煤收入单列公告以来，焦煤收入大的趋势呈现出逐年递增。2003 年时公司焦煤收入仅 2.49 亿美元；而且由于产量较小导致成本较高，利润率只有 3.52% 远低于动力煤的 8.52%。2011 年时公司的焦煤收入达到近年新高 14.4 亿美元左右，利润率为 57.95% 远高于动力煤的 17.15%。虽然 2012 年由于市场需求问题焦煤收入和利润率有所下降，但通过焦煤销售占比的提升无疑公司大大提高了近些年的盈利能力，也是其近些年成长的主要动力。

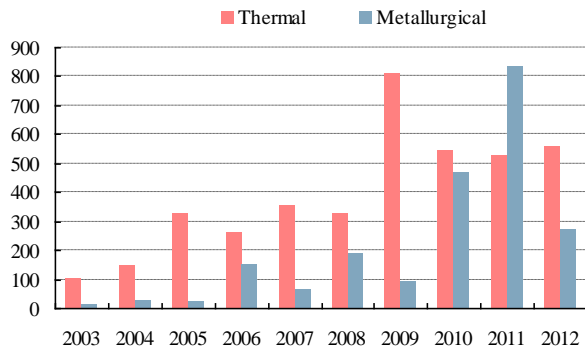
图 25：康索尔公司动力煤和焦煤收入（百万美元）


资料来源：CNX，中信建投证券研究发展部

图 26：康索尔公司动力煤和焦煤利润率


资料来源：CNX，中信建投证券研究发展部

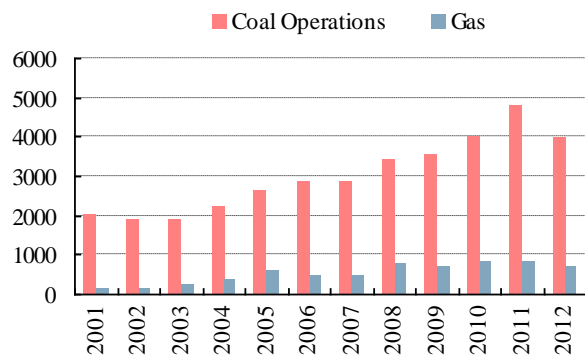
虽然焦煤收入占公司煤炭收入的比例仍不足 50%，但是 2010 年以来焦煤的利润贡献显然已经跃居 50% 以上，成为公司盈利增长的坚强动力。


图 27: 康索尔公司动力煤和焦煤利润 (百万美元)


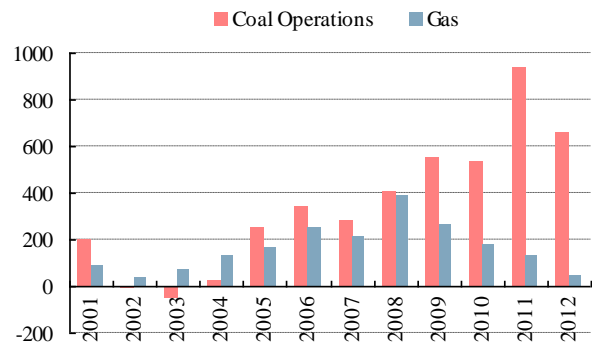
资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

煤炭仍是公司业绩增长的基石

公司目前的资产配置中, 天然气资产已经与煤炭资产接近并驾齐驱, 但是两类资产配置的战略目标是不同的, 煤炭资产目前仍是公司业绩增长的源泉和基石。我们可以看到在收入方面, 2001 年以来煤炭一直是公司收入的绝对主力, 截至 2012 年公司煤炭收入仍占公司总收入的 78.64%。虽然在 2001-2012 年间的某些年份由于需求原因而导致煤炭业务出现过亏损, 但是总体而言煤炭业务也至今仍是公司利润的主要来源, 2012 年公司煤炭业务利润 6.56 亿美元超过公司利润总额、是天然气利润的 16.6 倍。

图 28: 康索尔公司煤和天然气收入 (百万美元)


资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

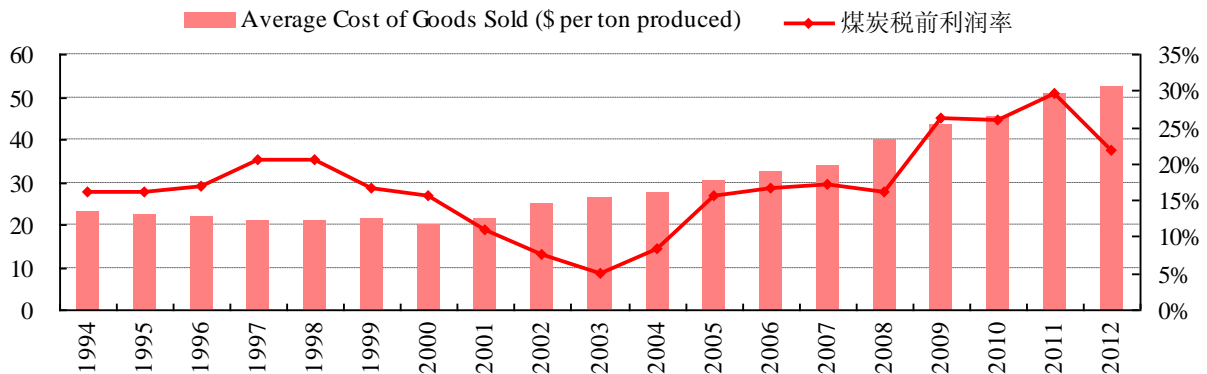
图 29: 康索尔公司煤和天然气利润 (百万美元)


资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

吨煤盈利稳定

由于货币的贬值和煤矿工人薪资支出、各项保护费用的增加, 公司的吨煤完全成本稳步上升, 2012 年公司吨煤完全成本已经超过 50 美元。虽然成本在上升, 但通过煤炭价格的上升, 公司基本能够保持税前利润率在 15% 以上 (除个别年份以外)。

图 30: 康索尔能源煤炭成本和税前利润率 (美元/吨)

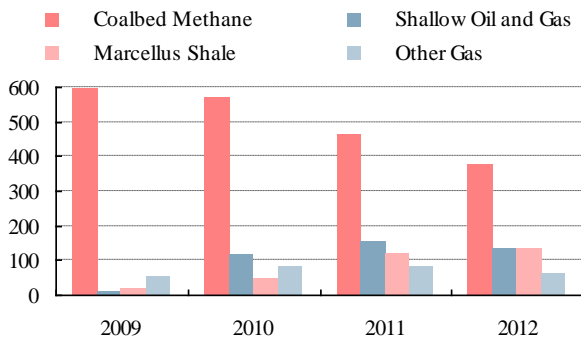


资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

天然气业务全面铺开, 面向未来

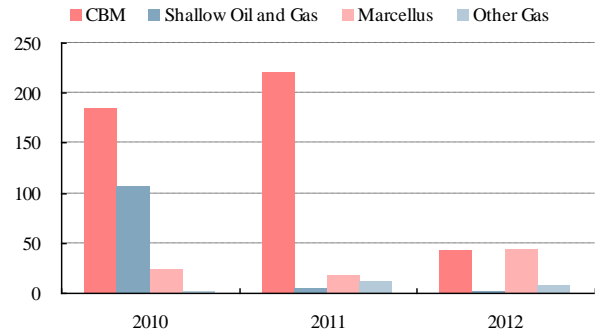
公司的天然气业务从煤层气开始、到浅层油气、目前已经扩展到页岩气和其他类型天然气储藏, 在有分类报告的 2009 年时煤层气是天然气业务的最主要分类, 而到了 2012 年页岩气已经收入从 2009 年的 2101 万美元达到 1.34 亿美元, 占天然气业务收入从 2009 年的 3.1% 到 2012 年的 18.8%。

图 31: 康索尔公司天然气收入结构 (百万美元)



资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

图 32: 康索尔公司天然气 2010-2012 年开发井 (口)



资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

煤层气曾经是美国天然气产量的主力, 公司拥有大量井工煤田, 因而拥有了开发煤层气储藏的天然优势。所以公司开发天然气资源的起步也是从煤层气开始。但是从潜在储量分析, 页岩气无疑更有前景。因而公司页岩气的收入虽然还并不算高, 但是从每年开发井的数量比较来看, 页岩气的趋势无疑是逐年向上的。有了在煤层气方面的布局公司才有了天然气业务的现在, 有了在页岩气方面的布局公司就谋划了天然气业务的未来。

负债有道, 渡难关守望未来

公司在上市之初的 1999 年负债率高达 93.43%, 当然这是包含养老金债务的数字, 扣除养老金债务当年的负债率为 63.04%, 这也是公司历史上一个相对较高的数字。因此, 为了恢复公司在负债能力方面的活力, 2002 年之后公司在煤炭业务上显著收缩助其负债率大幅降低, 从而逐步提升了公司的借债能力。扣除养老金债务之后, 公司资产负债率 2012 年是 43.49%。在我国的煤炭类上市公司之中, 这样的负债率处于中等水平。

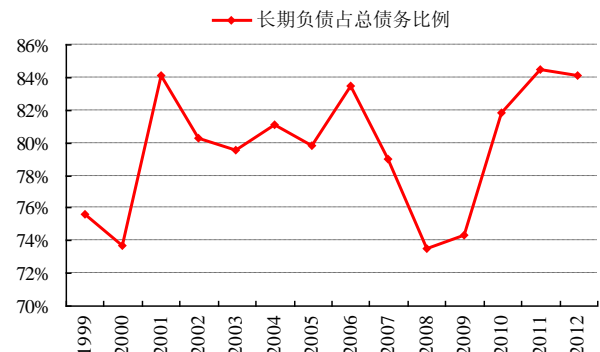
负债方面另一个比较显著的特点是公司长期负债的比重非常高，尤其是在公司战略扩张阶段会通过长期负债的增加来保证战略计划的实施。

图 33：扣除养老金债务后的资产负债率



资料来源：CNX，中信建投证券研究发展部

图 34：康索尔公司长期负债比例（1999-2012）

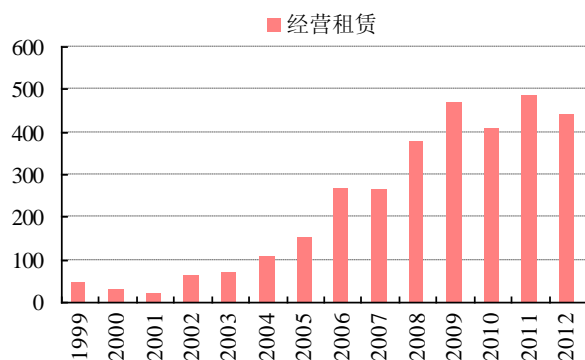


资料来源：CNX，中信建投证券研究发展部

合理利用租赁杠杆，降低风险

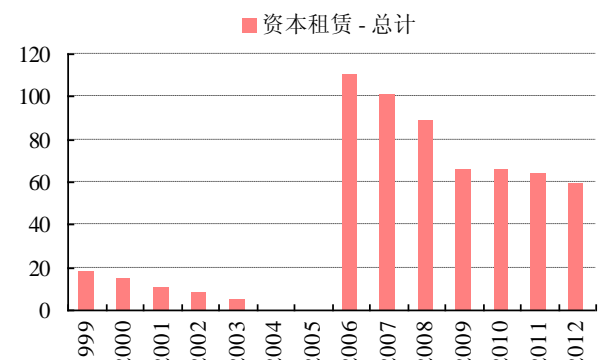
经营租赁和资本租赁可以提高公司对资金的使用效率，也可以让公司在资金并不十分充裕的情况下同样可以维持战略计划的实施。另一方面，利用租赁的方式还可以使企业缩短项目的建设期限，有效规避市场风险和由于租赁物经济寿命快速缩减带来的资产贬值风险。“康索尔能源”在上市后的一系列财务举措——经营租赁、资本租赁——为其在资金并不十分充裕的情况下维持能源战略的实施提供了保障。

图 35：公司历年经营租赁总额（百万美元）



资料来源：CNX，中信建投证券研究发展部

图 36：公司历年资本租赁总额（百万美元）



资料来源：CNX，中信建投证券研究发展部

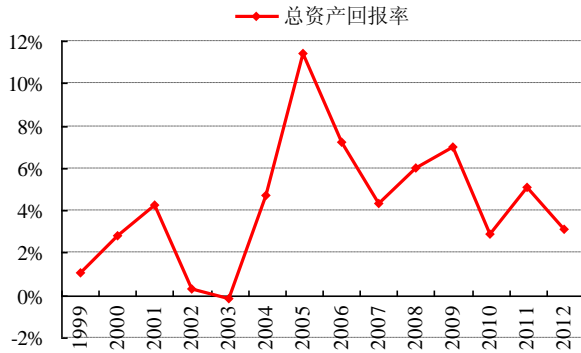
“康索尔能源”在能源扩张战略重点实施的时间段里经营租赁额的增速非常迅速，同时在 2006 年开始资本租赁的形式也被其广泛采用。但 2009 年的金融危机让公司资本租赁额开始缩减，但经营租赁仍然维持在较高水平，这也是公司欲维持其能源战略但却必须考虑投资风险的一种平衡。

天然气业务盈利贡献尚小，资产回报率逐步走低

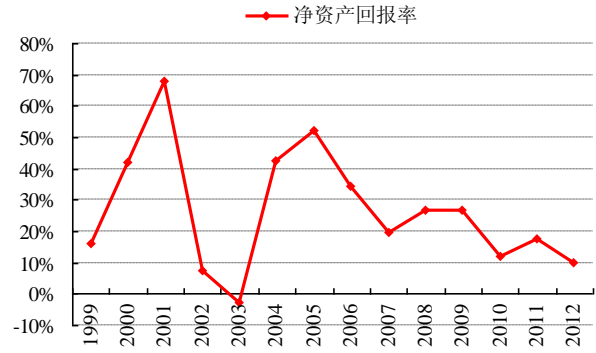
1999 年公司在纽交所上市以来，总资产回报率在经历了开始的矿产剥离后 2001 有了快速提升，并在 2005 年达到高点，其后在天然气资产不断的扩张当中回报率不断下降。由于公司布局的天然气资产尚未能贡献更多



利润，所以总资产回报率和净资产回报率近年都呈现出了逐年走低的状况。

图 37: 历年总资产回报率


资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

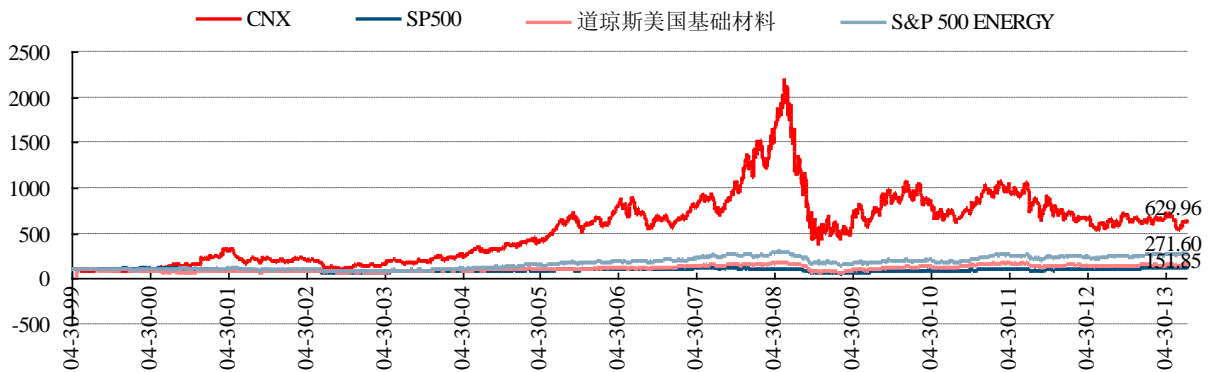
图 38: 历年净资产回报率


资料来源: CNX, 中信建投证券研究发展部

资本市场的表现与回报

经济向好时期表现远超大盘和同业指数

康索尔能源公司 1999 年 4 月登陆纽交所，如果我们将同期的标普 500 指数、道琼斯美国基础材料指数和标普 500 能源指数作为对比指数进行比较，结果是目康索尔股价是 1999 年时的 6 倍以上，而且在 2008 年高峰时期曾经达到上市时的 22 倍。这样的涨幅显然远超过三种对比指数。

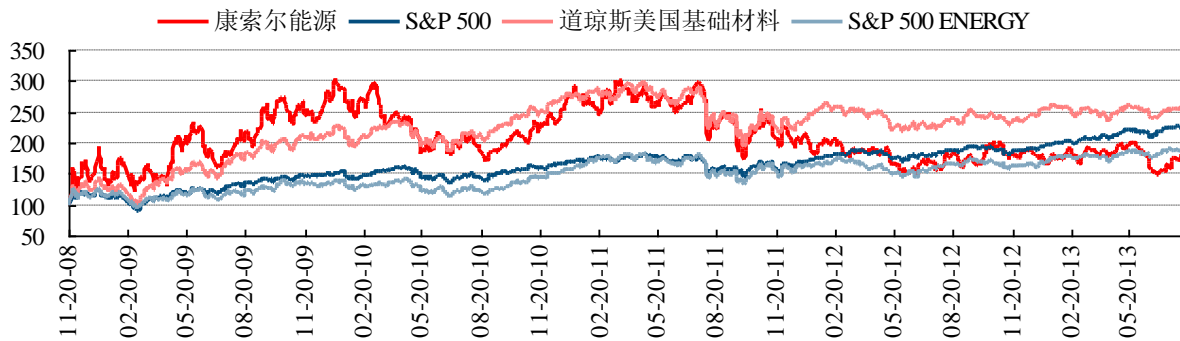
图 39: CNX、SP500、道琼斯美国基础材料、SP500 能源指数 1999 年以来波动比较


资料来源: EIA, 中信建投证券研究发展部

那么，2008 年后段次贷危机冲击经济的时候，康索尔能源股价也遭受了重创。但是从 2008 年康索尔能源的股价最低点计算，2008 低点——2011 年底康索尔能源同样跑赢其他三个对比指数。2012——，由于全球经济复苏的疲弱，康索尔能源和标普能源指数表现趋同，弱于了标普 500 和道琼斯美国基础材料指数的表现。



图 40: CNX、SP500、道琼斯美国基础材料、SP500 能源指数 2008 年最低点以来波动比较

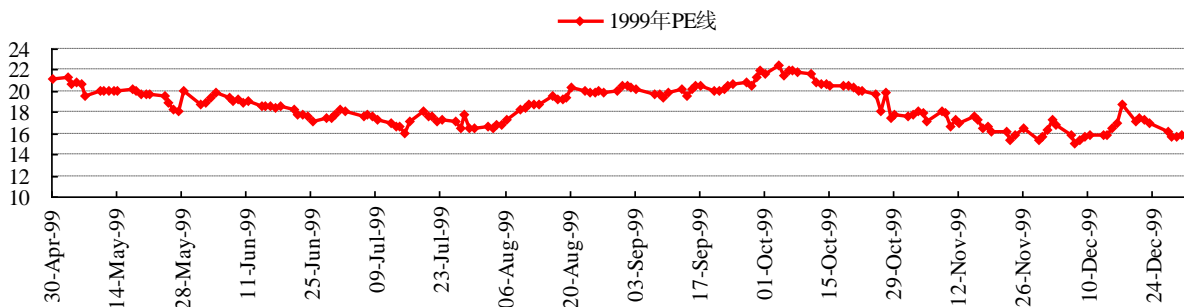


资料来源: EIA, 中信建投证券研究发展部

投资者给予较高估值

公司自上市以来,二级市场的投资者一直给予较高的市盈率。其中在上市当年公司的市盈率没有低于 14 倍的时候。

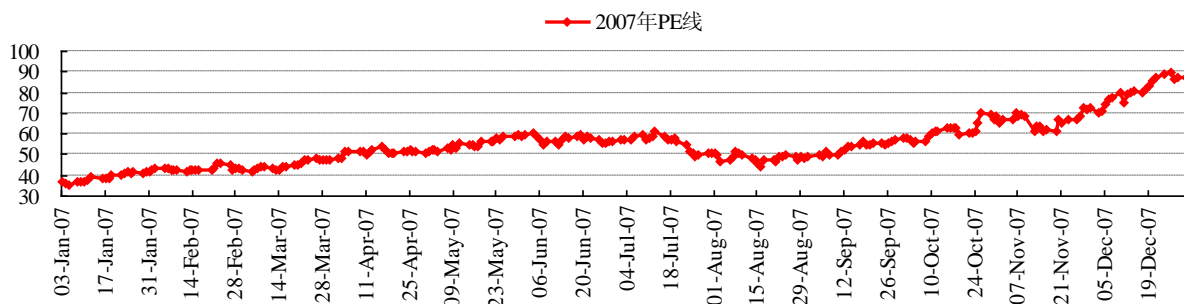
图 41: 以 2000 年 EPS 和每个交易日价格计算的 1999 年公司的 PE 变化



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

而在全世界经济还全部向好且资源价格高涨的 2007 年时,即使以当年 EPS 计算,平均 PE 也在 40 倍以上,尤其是年底升到更高的位置。

图 42: 以当年 EPS 和每个交易日价格计算的 2007 年公司的 PE 变化



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

经历全球的金融危机之后,公司股价已大幅回落。以 2013-8-20 的收盘价 31.73 美元和 2012 年的 EPS1.7 美



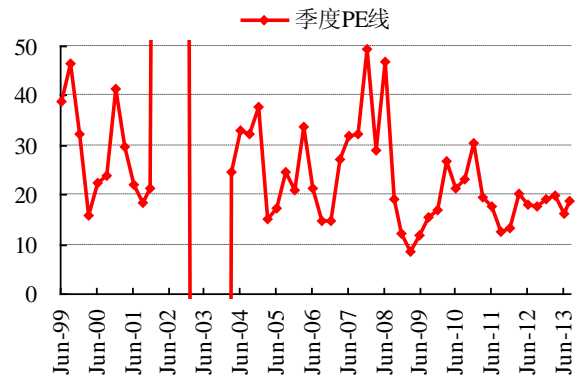
元计算，目前 PE 约为 18.66 倍。

图 43：公司股票季度价格（美元/股）



资料来源：CNX，中信建投证券研究发展部

图 44：公司上市以来季度 PE 线（去除 2002、2003）



资料来源：CNX，中信建投证券研究发展部



康索能源百年发展的启示

康索尔能源的主要业务一直在美国，其百年成长历程也涵盖了美国煤炭产业的兴衰历程，因而对于我国煤炭企业的发展有着很好的借鉴意义。经过前面的研究，我们认为有以下几点是值得我们关注的。

- **煤炭企业在产业经济周期的波峰与波谷阶段要善于做加减法。**行业景气时通过资本投资获得更多产能和产量，而行业不景气的时候要及时止血以减轻公司财务负担并储备足够的资金以应付产业的下行周期。
- **行业不景气时做加法是提升资产质量的契机。**行业不景气时做减法是淘汰掉公司投资回报率较低的矿产。同时，资产价格下降的时候也是买入质量较好矿产的时机，此时购入高质量的矿产可以提升公司矿产整体的质量。
- **由煤入气，调整资产配置，应对能源结构的变化。**美国能源结构中煤炭早已不是消费量最大的品种，但是我国目前仍然如此，而且预计以后很多年内会依然如此。但是煤炭消费量占一次能源消费量的比例会逐步下降也是目前的共识。那么，随着对宏观经济增速放缓的预期和煤炭消费量占比逐步下降预期的出现，煤炭企业如何调整自己的资产配置以应对上述未来可能发生的变化就是一件刻不容缓的事情。康索尔能源的应对思路是从煤炭单一产品走向煤炭和天然气双品种的未来，这是一个自然而然的过度。有很强的关联性，也属范围经济范畴。
- **调整负债率以应对经济周期。**公司在行业景气的时候会提高负债率，通过资本扩张实现资产的扩张。而在经济步入下行阶段的时候会适时降低负债率以减轻财务负担和保持举债能力以应对可能的负面冲击。我国煤炭产业的景气周期已经过去，那么适当调整债务结构是可选之举。
- **通过长期负债保障战略决策。**当公司在制定重大的战略决策时，往往需要大量资金的支持。而短期负债由于短期内还本付息的压力或许会对战略决策的短期投资回报要求较高，此时采用长期负债的方式可以更好地保障战略目标的实现。
- **重视经营租赁和资本租赁，以降低投资风险。**在未来产业发展前景不明朗的时候，利用经营租赁和资本租赁的方式减少投资额却能获得产能和产出，这是一个用当期少量资金支出却可实现同样战略目标的举措。尤其在行业不景气的时候，这是既不放弃投资又可减少资金支出的两全之策。



分析师介绍

李俊松：煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2011 年新财富煤炭行业入围。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

刘宏程：清华大学技术经济学博士，煤炭行业分析师，擅长从发展经济学的视角观察行业演进，从企业技术路径选择和发展战略制定行为中挖掘企业价值。

研究助理：王祎佳，煤炭行业研究员，2010 年毕业于英国剑桥大学，计算生物学硕士。2011 年加入中信建投证券研究所。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68821618 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

王磊 021-68821613 wangleish@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

程海艳 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

徐一丁 0755-22663051 xuyiding@csc.com.cn

机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫫 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622