

2012年01月13日

煤炭开采Ⅱ

证券研究报告--公司评级报告

收盘价(元): 10.43

郑州煤电(600121)

目标价(元):

置入集团优良资产，盈利状况大幅改观

投资评级: B--中性(首评)
能源材料组: 王广举

执业证书编号: S0890510120010

电话: 021-50122167

邮箱: wgfuture@sohu.com

能源材料组: 王淑美
联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	62914.00
流通 A 股/B 股(万股)	62914.00/0.00
资产负债率(%)	66.32
每股净资产(元)	3.16
市净率(倍)	3.30
净资产收益率(加权)	3.81
12 个月内最高/最低价	14.06/9.3

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

1月13日，公司公布重大资产重组方案，郑煤集团拟置入公司四座优质煤矿资产，公司拟将持有的两家房地产开发公司的股权置出，差额部分由公司向郑煤集团定向发行股份作为对价支付。

◎主要观点:

◆增加公司权益资源储量 1.74 倍，核定产能 1.2 倍。此次注入的四个矿井分别为白坪煤业 100% 股权、新郑煤电 51% 股权、教学二矿 51% 股权、芦沟煤矿，全部保有可采储量为 29,481 万吨 (权益可采储量为 18,551 万吨)，核定生产能力达 585 万吨/年，为公司现有权益可采储量 (10,674 万吨) 的 1.74 倍，核定产能 (489 万吨/年) 的 1.2 倍，增加公司资源储备，但成长性欠佳。

◆收购价格与市场价基本一致。公司收购的四个矿井煤种为贫煤或无烟煤，煤质优良，根据我们计算，公司吨权益可采储量的收购价格为 19.2 元/吨，价格相对比较合理。

◆新注入煤矿盈利能力好于原有矿井。公司收购的白坪、赵家寨矿、教学二矿的吨煤售价 (2010 年) 分别为 519、457、752 元/吨，较公司现有煤矿的售价 (2010 年 417 元/吨) 平均高 38%；据估算，白坪、赵家寨矿、教学二矿的毛利率水平分别为 34%、35%、68%，公司现有矿井 2011 年上半年的毛利率仅为 21%，新注入矿井可缓解公司现有矿井枯竭带来的盈利下降问题。

◆集团控制力提升。对于公司与集团公司资产置换后的差额 35 亿元部分，由公司向郑煤集团定向发行股份作为对价支付，预计发行股份约 3.5 亿股，发行成功后，集团公司的控股比例将由 52.62% 提升至 63.11%。

◆期待集团后续资产注入。除此次注入上市公司的矿井外，集团公司尚有 7 座合计产能 450 万吨/年的在产矿井及大量新整合矿未注入到上市公司，提集团公司承诺未来将控制的煤炭生产经营性优质资产全部置入公司。

◆盈利预测。我们预测公司 2011-2013 年的基本每股收益分别为 0.17、0.79、0.79 元/股，对应的 PE 为 61、13、13 倍，按此次增发后的股本计算摊薄每股收益分别为 0.10、0.46、0.46 元/股，对应的动态 PE 为 104、23、23 倍，估值水平相对较高，给予中性评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	6184	9776	14084	17329	18671
同比增速(%)	36.2	58.1	44.1	23.0	7.7
净利润(百万)	115	129	108	498	498
同比增速(%)	-39.5	13.0	-16.9	362.7	0
毛利率(%)	2.8	7.9	6.4	9.6	9.3
每股盈利(元)	0.18	0.21	0.17	0.79	0.79
ROE(%)	6.9	7.3	5.7	20.8	17.2
PE(倍)		50.69	61.02	13.19	13.19

正文目录

1. 重大资产重组方案	3
1.1. 重组方案	3
1.2. 集团控股比例提升	4
2. 资产收购价格相对合理	4
3. 期待后续资产注入	4
4. 盈利预测	5

图表目录

图 1 重组方案	3
表 1 吨权益可采储量收购价格	4
表 2 集团剩余在产矿井	5
表 3 产能预测	5
表 4 价格预测 (元/吨)	5

(本报告共有图 1 张, 表 4 张)

1.重大资产重组方案

1.1. 重组方案

公司公布重大资产重组方案，郑煤集团拟置入公司的优质煤炭业务资产包括白坪煤业100%股权、新郑煤电51%股权、教学二矿51%股权、芦沟煤矿及本部煤炭业务相关的部分资产及负债，预估值约46亿元。

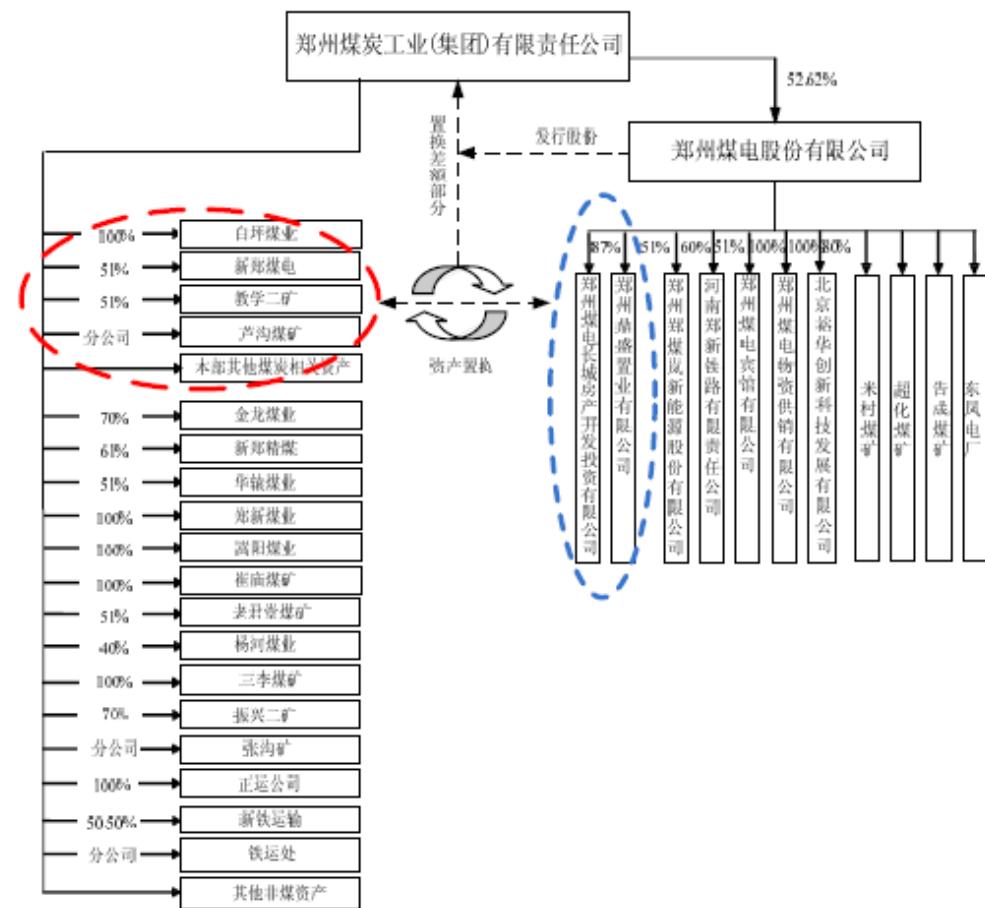
公司拟置出的房地产开发业务相关资产为公司持有的两家房地产开发公司的股权：煤电长城 87% 的股权、鼎盛置业 51% 的股权，以及公司对这两家公司的债权。预估值约 11 亿元。

资产置换后的差额约 35 亿元，由公司向郑煤集团定向发行股份作为对价支付，预计发行股份约 3.5 亿股。

除此之外，公司通过了配套融资方案，公司拟向不超过九名投资者定向发行股份不超过1亿股，募集配套资金约101,900万元，拟用于提高公司重组项目的整合绩效和煤炭资产的技术改造等。

图 1 重组方案

重组方案示意图



资料来源：公司公告

1.2. 集团控股比例提升

根据公告，资产置换后的差额部分约 35 亿元，由公司向郑煤集团定向发行股份作为对价支付，预计发行股份约 3.5 亿股，拟向不超过九名投资者定向发行股份不超过 1 亿股。郑煤集团的控股比例将由 52.62% 提升至 63.11%。

本次重组发行前后，公司的股本结构变化情况如下表所示：

股东名称	重组发行前		重组发行后	
	持股数(亿股)	持股比例(%)	持股数(亿股)	持股比例(%)
郑煤集团	3.31	52.62	6.81	63.11
社会公众股东	2.98	47.38	2.98	27.62
战略投资者	-	-	1.00	9.27
合计	6.29	100.00	10.79	100.00

2. 资产收购价格相对合理

集团公司注入到上市公司的为其优质贫煤、贫瘦煤及无烟煤矿井，且已达产，根据我们计算，公司吨权益可采储量的平均收购价格为 19.23 元/吨，相对来说收购价格比较合理。

公司教学二矿的收购价格相对较高，主要因为该矿的现有的售价（2011 年预计 752 元/吨）及盈利能力高于其他矿井。该矿地处登封白坪乡，铁路难以进入，公司煤炭在当地具有一定的垄断性，售价高。

表 1 吨权益可采储量收购价格

序号	矿井名称	保有可采储量 (万吨)	权益可采储量 (万吨)	剩余服务年限 (年)	预估值 (亿元)	吨权益可采储量价格 (元/吨)
1	白坪煤矿	6,100.00	6,100.00	24.21	10.91	17.89
2	赵家寨煤矿	21,777.00	11,106.27	51.85	22.41	20.18
3	芦沟煤矿	1,074.94	1,074.94	12.79	1.56	14.51
4	教学二矿	529.01	269.8	8.4	0.79	29.28
	合计	29,480.95	18,551.01		35.67	19.23

资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理

3. 期待后续资产注入

除了此次注入到上市公司的四座优良煤矿，集团公司尚有以下七座优良煤矿，及新整合的大量小矿。对于集团所控制的目前尚不具备条件注入上市公司的煤炭业务相关资产，郑煤集团承诺将采用适时注入、转让控制权或出售等方式，逐步将郑煤集团控制的煤炭生产经营性优质资产全部置入郑州煤电，同时授予郑州煤电对郑煤集团出售煤炭资产的优先选购权。

表2 集团剩余在产矿井

现有矿井	权益%	保有储量	可采储量	核定产能	煤种
金龙	70%	5454.2	4090.7	45	无烟煤
老君堂	51%	310	232.5	21	贫煤
振兴二矿	70%	159.2	119.4	30	贫煤
张沟		210.4	157.8	30	贫煤
裴沟	40%	21037.4	15778.1	205	贫煤
大平	100%	1641	1230.8	90	贫煤
崔庙	60%	2028	452	30	无烟煤
合计		30840.2	22061.3	451	

资料来源：公司公告

4. 盈利预测

根据表3、表4的假设，其中我们假定卢沟煤矿2011年的售价为600元/吨。

我们预测公司2011-2013年的基本每股收益分别为0.17、0.79、0.79元/股，对应的PE为61、13、13倍，按此次增发后的股本计算摊薄每股收益分别为0.10、0.46、0.46元/股，对应的动态PE为104、23、23倍，估值水平相对较高，给予中性评级。

表3 产能预测

矿井	权益	核定	可采储量	煤种	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
超化煤矿	100%	230	3564.4	贫瘦煤	240	240	240	240	240	240
米村煤矿	100%	140	1115.2	无烟煤	130	130	120	120	120	120
告成煤矿	100%	130	9844	贫煤	120	110	110	110	110	110
白坪	100%	180	6100	贫瘦煤		180	180	180	180	180
赵家寨	51%	300	21777	贫煤、贫瘦煤		300	300	300	300	300
教学二矿	51%	45	529.01	贫煤		45	45	45	45	45
芦沟煤矿	100%	60	1,074.94	无烟煤		60	60	60	60	60
小计：		1085	13302		490	480	1055	1055	1055	1055
权益产能		916	33075		490	480	886	886	886	886

资料来源：华宝证券研究所

表4 价格预测(元/吨)

矿井	权益	核定产能(万吨)	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
超化煤矿	100%	230	417	450	464	477	492	506
米村煤矿	100%	140	417	450	464	477	492	506
告成煤矿	100%	130	417	450	464	477	492	506
白坪	100%	180		519	534	550	567	584
赵家寨	51%	300		457	471	485	499	514
教学二矿	51%	45		752	775	798	822	847
芦沟煤矿	100%	60		600	618	637	656	675
加权平均价格		1085		450	500	515	530	546

资料来源：华宝证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3172	4528	3804	4943	营业收入	9776	14084	17329	18671
现金	1077	3650	2839	3366	营业成本	9001	13186	15660	16927
应收账款	97	206	226	254	营业税金及附加	103	113	139	149
其他应收款	116	192	226	247	营业费用	95	113	156	168
预付账款	126	0	0	0	管理费用	362	408	520	560
存货	1688	338	357	902	财务费用	27	11	-21	-16
其他流动资产	68	142	156	175	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	2579	2450	4331	4152	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	243	239	240	240	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	1743	1725	1613	1497	营业利润	182	253	875	882
无形资产	194	201	2151	2101	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	400	285	327	314	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	5751	6977	8135	9096	利润总额	178	253	875	882
流动负债	3325	4364	4874	5183	所得税	51	66	228	229
短期借款	830	782	798	792	净利润	127	188	648	653
应付账款	603	971	1153	1257	少数股东损益	-2	80	150	155
其他流动负债	1893	2612	2924	3133	归属母公司净利润	129	108	498	498
非流动负债	580	580	580	580	EBITDA	440	454	1074	1091
长期借款	580	580	580	580	EPS (元)	0.21	0.17	0.79	0.79
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	3905	4944	5454	5763					
少数股东权益	61	141	291	446					
股本	629	629	629	629					
资本公积	0	0	0	0					
留存收益	1093	1200	1698	2195					
归属母公司股东权益	1784	1892	2389	2887					
负债和股东权益	5751	6977	8135	9096					
现金流量表									
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	464	2603	1252	563					
净利润	127	188	648	653					
折旧摊销	231	190	220	225					
财务费用	27	11	-21	-16					
投资损失	0	-0	-0	-0					
营运资金变动	65	2283	395	-306					
其他经营现金流	14	-68	11	6					
投资活动现金流	-273	30	-2101	-46					
资本支出	264	60	60	60					
长期投资	-10	-122	41	-14					
其他投资现金流	-19	-32	-2000	0					
筹资活动现金流	-78	-59	37	10					

短期借款	145	-48	16	-5	每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	4.14	1.99	0.89
长期借款	-150	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.84	3.01	3.80	4.59
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	50.69	61.02	13.19	13.18
其他筹资现金流	-73	-11	21	16	P/B	3.68	3.47	2.75	2.27
现金净增加额	113	2574	-811	527	EV/EBITDA	14	14	6	6

资料来源：华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--: 不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。