

郑州煤电 (600121): 估值仍无优势, 期待后续资产注入

行业分类: 煤炭
2012.01.16

研究员: 卢全治
 (执业证书编号: S0640511050002)
 电话: 0755-83689065
 Email: luquanzhi@hotmail.com
 联系人: 薄晓旭、孙璐
 电话: 0755-83685530
 Email: sunjaylu-0428@163.com

6~12月目标价(元)	-
当前股价(元)	10.32
投资评级	-

基础数据

总市值(百万元)	6492.72
流通市值(百万元)	6492.72
总股本(百万股)	629.14
A股(百万股)	629.14
—已流通(百万股)	629.14
—限售股(百万股)	0.00
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00

近一年公司股价表现



事件: 公司公布重大资产重组预案, 将房地产开发业务相关资产 (约11亿元) 与控股股东郑煤集团优质煤炭业务资产 (约46亿元) 进行置换, 差额部分 (约35亿元) 由郑州煤电向郑煤集团定向发行约3.5亿股作为对价支付; 同时, 向最多不超过九名投资者定向发行1亿股配套融资, 所募资金主要用于提高重组项目整合绩效和煤炭资产的技术改造等。

投资要点:

- **注入资产品质优良, 价格合理:** 本次交易拟置入资产包括白坪煤业 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, 煤种均为品质较优的贫煤、贫瘦煤。资产重组完成后, 公司权益可采储量从 10,637 万吨增长至 29,188.01 万吨, 核定产能从 480 万吨/年增至 1,065 万吨/年。经计算, 本次置入煤矿中, 保有可采储量平均价格 12.1 元/吨, 权益可采储量平均 19.23 元/吨, 价格比较合理。
- **期待后续资产注入:** 本次资产重组完成之后, 郑煤集团仍有部分产权有瑕疵、资源濒临枯竭、或为基建矿井及正在进行资源整合的地方小煤矿, 合计产能 991 万吨/年, 为解决同业竞争的问题, 集团后续可能陆续将这些煤矿注入上市公司。
- **盈利预测与投资评级:** 本次重组完成之后, 预计公司 2012 年、2013 年、2014 年 EPS 分别为 0.63 元、0.81 元、0.9 元, 考虑股本增加至 10.79 亿股之后对业绩的摊薄, 公司 2012 年、2013 年、2014 年 EPS 分别为 0.39 元、0.49 元、0.54 元, 对应的 PE 为 26、21、19。与煤炭采掘类上市公司相比, 公司估值仍没有优势, 因此暂不给予评级, 待重组完成以及后续资产注入情况逐渐清晰之后再给予目标价及评级。

主要财务和估值指标一览

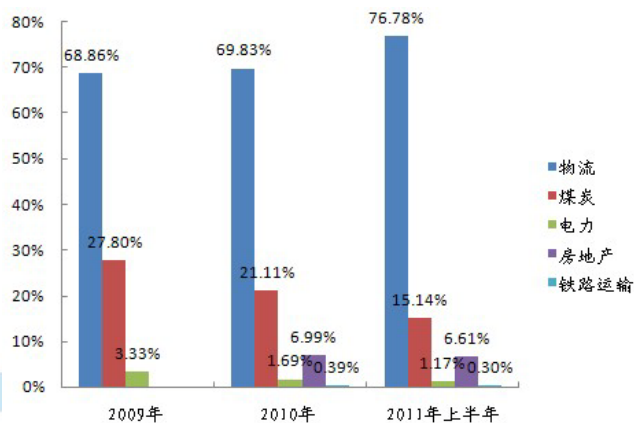
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	9,775.72	13,721.2	18,939.37	20,617.4	22,971.9
增长率 (%)	58.07%	40.36%	38.03%	8.86%	11.42%
净利润	127.18	104.50	414.25	520.27	572.31
增长率 (%)	35.50%	-17.83%	296.39%	25.60%	10.00%
EPS	0.206	0.099	0.392	0.493	0.541
销售毛利率	7.92%	6.67%	8.62%	8.70%	8.40%
销售净利率	1.32%	0.78%	2.23%	2.58%	2.54%
ROE	7.26%	4.56%	15.29%	16.15%	15.05%
P/E	86.03	104.29	26.35	20.92	19.08
P/B	6.24	4.76	4.03	3.38	2.87

注: 2012 年、2013 年、2014 年数据根据重组及增发完成后 10.79 亿股股本计算得出。

千呼万唤始出来：资产置换+配套融资

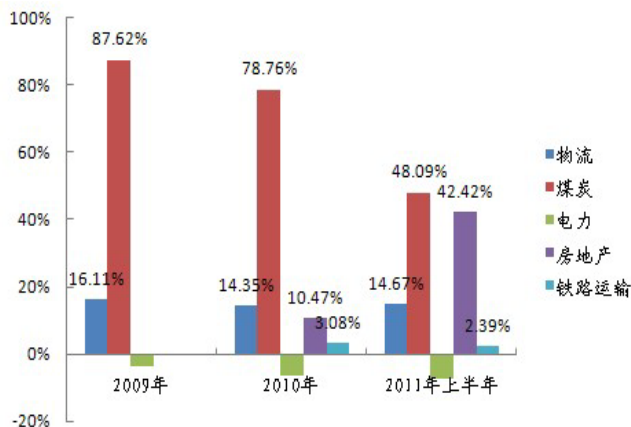
从公司的财务数据来看，近年来公司营业收入大部分来自物流业务，而其利润则主要来自于煤炭和房地产业务。

图表 1：公司营业收入构成



资料来源：公司年报

图表 2：公司利润构成



资料来源：公司年报

公司现有的三个煤矿中米村矿和超化矿由于开采时间较长，资源趋于枯竭，开采成本和难度均在上升，煤炭业务即将触及增长天花板，同时，国家房地产政策持续高压，公司内生性增长受限，借力外延式增长显得至关重要。

图表 3：公司现有煤矿情况

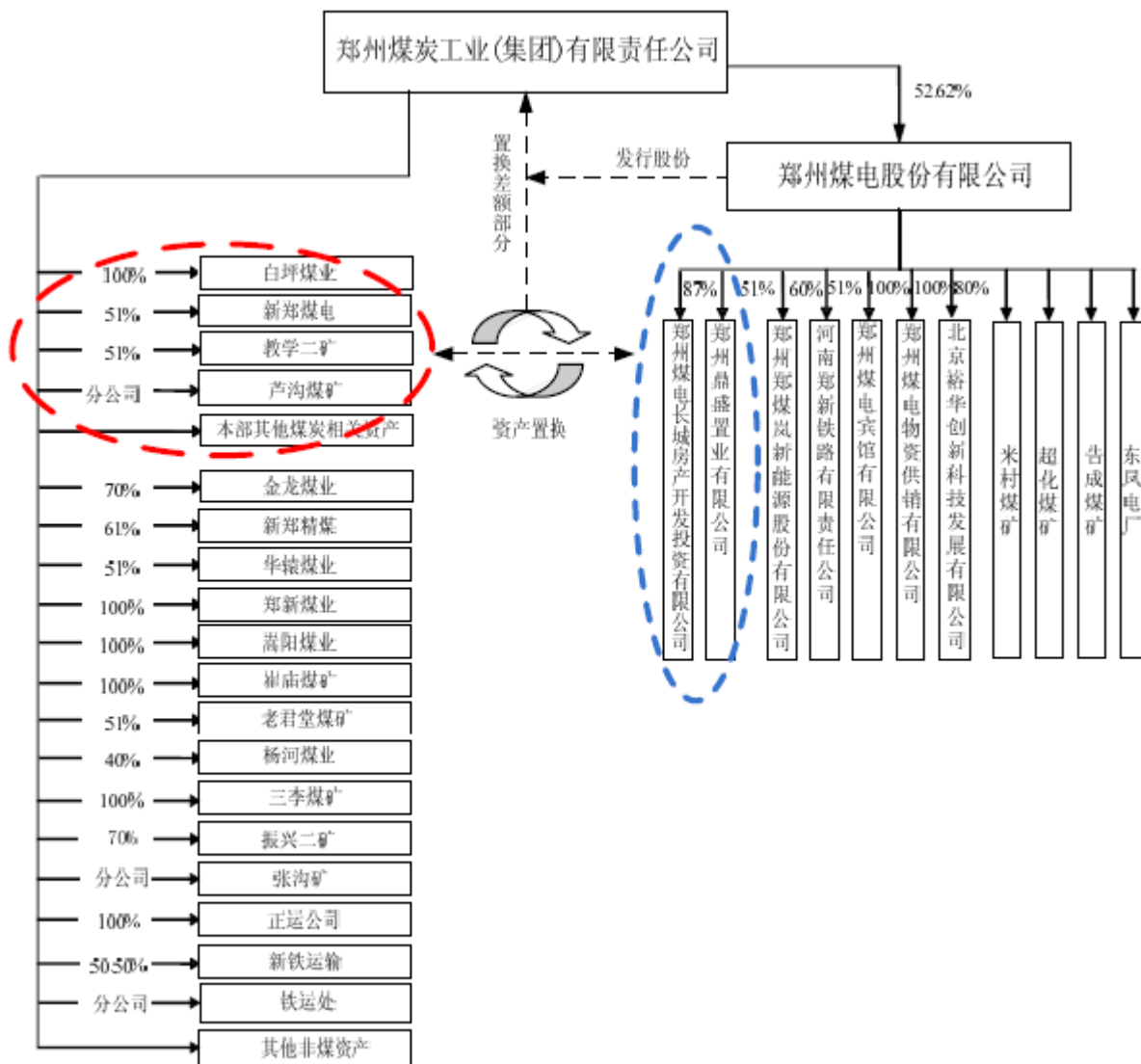
	煤种	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	剩余年限 (年)
米村矿	无烟煤	1486.9	1115	120	8
超化矿	贫瘦煤	4752.5	3564	230	15
告成矿	贫煤	13125.3	5994	130	76
合计		19364.7	10673	480	

资料来源：公司公告

市场自 2010 年开始便猜测郑煤集团将利用郑州煤电这个平台，将旗下煤矿公司陆续注入上市公司，以解决集团和上市公司之间的同业竞争和关联交易的问题。而上市公司在遭遇发展瓶颈之后，对获得资产注入的需要也显得刻不容缓。

在市场的期待中，公司重大资产重组于今日揭开面纱，郑州煤电将房地产开发业务相关资产（约 11 亿元）与控股股东郑煤集团优质煤炭业务资产（约 46 亿元）进行置换，差额部分（约 35 亿元）由郑州煤电向郑煤集团定向发行约 3.5 亿股作为对价支付；同时，向最多不超过九名投资者定向发行 1 亿股配套融资，所募资金主要用于提高重组项目整合绩效和煤炭资产的技术改造等。本次交易完成后，公司股本将增至 10.79 亿股。

图表 4：重组方案



资料来源：公司公告

本次交易拟置入资产包括白坪煤业 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。资产重组完成后，公司权益可采储量从 10,637 万吨增长至 29,188.01 万吨，核定产能从 480 万吨/年增至 1,065 万吨/年，公司将出现跨越式增长。

图表 5：本次注入煤矿情况

	股权比例	煤种	保有可采储量 (万吨)	权益可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	剩余年限 (年)	2010 年净利润 (万元)	预估值 (亿元)
白坪煤业	100%	贫煤	6100	6100	180	24.21	12,866.21	10.91
新郑煤电	51%	贫煤、贫瘦煤	21777	11106.27	300	51.85	20,567.58	22.41
教学二矿	51%	贫煤	529.01	269.8	45	8.4	12,646.68	0.79
芦沟煤矿	100%	无烟煤	1074.94	1074.94	60	12.79	-	1.56

合计	29,480.95	18,551.01	585	46,080.47	35.67
----	-----------	-----------	-----	-----------	-------

资料来源：公司公告

按照披露的信息来看，置入煤矿的保有可采储量平均价格为 12.1 元/吨，权益可采储量平均价格为 19.23 元/吨，价格比较合理。

期待后续资产注入

本次资产重组完成之后，郑煤集团仍有部分产权有瑕疵、资源濒临枯竭、或为基建矿井及正在进行资源整合的地方小煤矿，合计产能 991 万吨/年，为解决同业竞争的问题，集团后续可能陆续将这些煤矿注入上市公司。

图表 6：本次注入之后集团尚有煤矿情况

	股权比例	煤种	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	备注
郑州华豫煤业 有限责任公司	51%	贫煤	36,155	18,077.5	240	基建矿井
嵩阳煤业有限 公司	100%		12,652.4	9,560.4	120	小煤窑资源 整合平台
郑新煤业有限 公司	100%		9,016.8	8,333.7	120	小煤窑资源 整合平台
杨河煤业有限 公司	40%		20,854.6	6,900	120	股权投资
金龙煤业有限 责任公司	70%	无烟煤	5,233.8	2,354.2	45	整合矿井权 证瑕疵
振兴二矿有限 公司	70%	贫煤	1,895	1,014.2	30	整合矿井
崔庙煤矿有限 公司	100%	无烟煤	1,876.1	442.1	30	整合矿井
三李煤业有限 公司	100%		457	201	30	整合矿井
老君堂煤矿有 限公司	51%	贫煤	197.5	144.5	21	资源枯竭
张沟煤矿	分公司	贫煤	135	101.3	30	资源枯竭
裴沟煤矿	40%	贫煤	21,037.4	15778.1	205	
合计			180,843.1	103,872.6	991	

资料来源：公司公告

盈利预测

本次重组完成之后，预计公司 2012 年、2013 年、2014 年 EPS 分别为 0.63 元、0.81 元、0.9 元，考虑股本增加至 10.79 亿股之后对业绩的摊薄，公司 2012 年、2013 年、2014 年 EPS 分别为 0.39 元、0.49 元、0.54 元，对应的 PE 为 26、21、19。与煤炭采掘类上市公司相比，公司估值仍没有优势，因此暂不给予评级，待重组完成以及后续资产注入情况逐渐清晰之后再给予目标价和评级。

图表 7：置出资产盈利情况（单位：万元）

	股权比例	2009	2010	2011 年 1-9 月	2011E
长城房产开发投资有限公司	45%	-766.89	117.35	12,871.58	17,000
鼎盛置业有限公司	51%	-294.11	-757.57	-514.27	-700
合计		-1,061	-640.22	12,357.31	16,300

资料来源：公司公告，中航证券研究所

图表 8：本次注入煤矿未来几年贡献净利（单位：万元）

	股权比例	产能 (万吨/年)	2012E	2013E	2014E
白坪煤业	100%	180	99,000	101,700	102,600
新郑煤电	51%	300	138,000	142,500	147,000
教学二矿	51%	45	33,300	35,100	36,000
芦沟煤矿	100%	60	36,000	36,600	36,900
合计		585	306,300	315,900	322,500

资料来源：中航证券研究所

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3172	4125	4827	4960
现金	1077	700	700	821
应收账款	97	256	279	344
其他应收款	116	238	305	345
预付账款	126	534	483	655
存货	1688	2246	2786	2515
其他流动资产	68	151	275	280
非流动资产	2579	2056	1943	1821
长期投资	243	223	237	243
固定资产	1743	1580	1431	1279
无形资产	194	216	240	262
其他非流动资产	400	37	36	36
资产总计	5751	6181	6770	6781
流动负债	3325	3517	3608	3018
短期借款	830	1611	1353	694
应付账款	603	1131	1431	1493
其他流动负债	1893	775	825	831
非流动负债	580	727	836	937
长期借款	580	689	799	900
其他非流动负债	0	37	37	37
负债合计	3905	4244	4444	3955
少数股东权益	61	59	51	39
股本	629	629	629	629
资本公积	0	0	0	0
留存收益	1093	1187	1584	2095
归属母公司股东权益	1784	1878	2275	2786
负债和股东权益	5751	6181	6770	6781

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	464	-1498	348	842
净利润	127	92	389	500
折旧摊销	231	183	185	186
财务费用	27	104	140	111
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	65	-1846	-354	55
其他经营现金流	14	-31	-11	-10
投资活动现金流	-273	335	-60	-51
资本支出	264	0	0	0
长期投资	-10	-378	14	6
其他投资现金流	-19	-43	-45	-45
筹资活动现金流	-78	786	-289	-670
短期借款	145	781	-258	-659
长期借款	-150	109	109	101
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-73	-104	-140	-111
现金净增加额	113	-377	0	121

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9776	13721	18939	20617
营业成本	9001	12806	17307	18824
营业税金及附加	103	114	148	157
营业费用	95	123	164	177
管理费用	362	416	562	612
财务费用	27	104	140	111
资产减值损失	6	15	60	23
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	182	143	559	714
营业外收入	3	3	3	2
营业外支出	7	17	17	17
利润总额	178	129	544	699
所得税	51	37	155	199
净利润	127	92	389	500
少数股东损益	-2	-2	-8	-12
归属母公司净利润	129	94	397	511
EBITDA	440	430	883	1011
EPS (元)	0.21	0.15	0.63	0.81

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	58.1%	40.4%	38.0%	8.9%
营业利润	4.0%	-21.4%	290.6%	27.8%
归属于母公司净利润	13.0%	-27.3%	321.3%	28.9%
获利能力				
毛利率(%)	7.9%	6.7%	8.6%	8.7%
净利率(%)	1.3%	0.7%	2.1%	2.5%
ROE(%)	7.3%	5.0%	17.4%	18.4%
ROIC(%)	10.2%	5.5%	14.5%	18.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	67.9%	68.7%	65.6%	58.3%
净负债比率(%)	36.10%	54.20%	48.42%	40.29%
流动比率	0.95	1.17	1.34	1.64
速动比率	0.45	0.53	0.57	0.81
营运能力				
总资产周转率	1.77	2.30	2.92	3.04
应收账款周转率	73	76	71	66
应付账款周转率	16.08	14.77	13.51	12.88
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.15	0.63	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	-2.38	0.55	1.34
每股净资产(最新摊薄)	2.84	2.99	3.62	4.43
估值比率				
P/E	50.16	68.95	16.36	12.70
P/B	3.64	3.46	2.85	2.33
EV/EBITDA	14	15	7	6

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

卢全治，SAC 执业证书号：S0640511050002，中国科学技术大学经济学硕士，2007 年 8 月加入中航证券，目前为中航金融研究所资源组首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址： www.avicsec.com

联系电话：0755-83689524

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。