

# 增发收购集团资产物超所值

## 买入维持

目标价格：34 元

### 投资要点：

- 📖 启动非公开增发收购集团阳光矿业等 4 个煤矿，业绩增厚明显
- 📖 集团资产注入承诺有望继续兑现，未来具备想象空间
- 📖 股权结构优化，盈利水平改善也可持续

### 报告摘要：

- **启动增发注入集团资产，收购 PE 偏低。**收购完成后，公司将新增资源储量 3.8 亿吨，新增产能 445 万吨，阳光矿业、铁生沟矿及豫新煤业仍有增量陆续释放。此外，注入资产整体盈利能力较强，每年可贡献权益利润约 12.9 亿元，因此收购 PE 仅为 5.7 倍，明显偏低。
- **未来连续注入仍有期待。**2010 年公司推出资产置换方案时，曾就同业竞争明确承诺，因此两年内集团剩余煤炭资产分批注入值得期待。同时，根据集团“强势起步，强势跨越，强势腾飞”三步走的发展战略，2015 年之前将建成五个千万吨级煤炭基地，产能超过 7000 万吨/年，是目前上市公司的近 4 倍，有望迎来多点开花的良好局面。
- **与“山煤”的成长路径形似神不似。**与山煤的成长路径相比，公司的优势在于：1) 专注于煤炭开采业务做大做强，以实现收入及利润的双升；2) 地方政府支持力度大；3) 承诺注入期限为未来两年，预期更加强烈；4) 外延式扩张已取得先机。
- **股权结构优化，信达障碍解除。**增发成功后，大股东义煤集团的持股比例将由 84.7% 降至 59.7%，股权合理分散有助于治理机制完善，且资产注入的推进也意味着信达股权问题取得阶段性的进展。
- **维持公司“买入”评级。**假设此次增发 3.5 亿股，则公司未来两年 EPS 增厚为 2.29 元、2.44 元，对应 PE 为 12 倍，处于行业平均水平，给予今年 15 倍的估值，6 个月目标价 34 元，看好其中长期的成长。

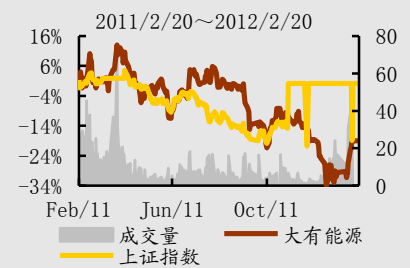
### 分析师：

**王京乐 (S1180511080003)**

电话：010-88085976

Email: wangjingle@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

1 《宏源证券 \* 公司动态点评 \* 大有能源：千秋矿复产，今年有望大有可为 \* 600403 \* 煤炭行业 \* 王京乐.doc》，2012.2

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	242.90	9011.47	13183.95	14180.91
YOY	-24.83%	3609.93%	46.30%	7.56%
归属母公司净利润	5.09	1273.78	2713.03	2892.25
YOY	-76.76%	24930.74%	112.99%	6.61%
EPS (元)	-	1.53	2.29	2.44
PE	-	-	12	11

## 目录

一、启动增发注入集团资产，收购 PE 偏低 .....	4
(一) 高盈利资产注入营造利好 .....	4
(二) 未来连续注入仍有期待 .....	6
(三) 与“山煤”的成长路径形似神不似 .....	7
二、股权结构优化，信达障碍解除 .....	8
三、高盈利煤占比持续提升 .....	9
四、投资建议 .....	9
五、风险提示 .....	10

## 插图

图 1: 注入煤矿煤炭价格情况.....	5
图 2: 注入煤矿生产成本情况.....	5
图 3: 义煤集团在各地区产能分布及远景规划.....	7
图 4: 增发完成后公司股权结构.....	9
图 5: 目前公司煤炭产能煤种结构.....	9
图 6: 2015 年公司煤炭产能煤种结构.....	9

## 表格

表 1: 公司此次收购集团资产基本情况（一）.....	4
表 2: 公司此次收购集团资产基本情况（二）.....	5
表 3: 09 年以后部分煤炭企业收购资产价格比较.....	6
表 4: 历史上大股东与公司产量比较.....	7
表 5: 公司与山煤国际的基本面比较.....	8

## 一、启动增发注入集团资产，收购 PE 偏低

### (一) 高盈利资产注入营造利好

公司今日公告正式启动非公开增发，发行价格不低于 21.54 元/股，发行股份不超过 3.5 亿股，募集资金不超过 75.4 亿元，用于收购大股东义煤集团拥有的阳光矿业有限公司（以下简称“阳光矿业”）100%的股权、巩义铁生沟煤业有限公司（以下简称“铁生沟煤业”）100%的股权、新疆大黄山豫新煤业有限责任公司（以下简称“豫新煤业”）49%的股权以及义海能源持有的天峻义海能源煤炭经营有限公司（以下简称“天峻义海”）100%的股权。

我们将此次注入煤矿的情况进行汇总后发现：

- 此次注入后，公司将**新增资源储量 3.8 亿吨，新增产能 445 万吨**（不考虑豫新煤业股权比例），资源储备明显提升。
- 拟注入的铁生沟矿、豫新煤业和义海能源等三矿目前正常生产，可新增实际产量近 650 万吨，而阳光矿业为新建矿，于 2014 年才能投产，铁生沟矿正逐步达产，豫新煤业旗下大黄山七号井也将于明年初完成改扩建，均是未来的增量来源。

表 1：公司此次收购集团资产基本情况（一）

收购资产	收购价格 (亿元)	持股 比例	煤种	保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	主营收入 (亿元)	净利润 (万元)	备注
阳光矿业	4.87	100%	焦煤	0.51	0.25	45	-	-	新建矿，预计 2014 年 6 月投产，达产后收入 2.6 亿元，净利润 0.78 亿元
铁生沟矿	6.91	100%	无烟煤	1.2	0.49	120	0.25	-738	达产后预计收入 5.74 亿，净利润 1.1 亿
豫新煤业	4.74	49%	弱粘煤、 气煤	1.64	0.44	160	3.8	7800	七号井 2013 年 2 月改扩建投产，达产后收入 2.2 亿元，权益利润 0.29 亿元
天峻义海 能源	57.3	100%	气煤、焦 煤等	0.43	0.32	120	27.6	126000	-
合计	73.82	-	焦煤、气 煤等	3.78	1.5	445	31.65	133062	-

资料来源：公司公告、宏源证券

- 注入资产的净资产账面价值合计 43.6 亿元，评估作价 78.8 亿元，增值率约 81%，主要来自无形资产中采矿权增值。

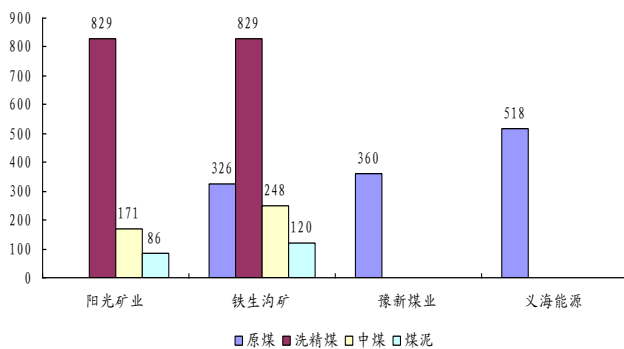
表 2: 公司此次收购集团资产基本情况 (二)

收购资产	权益	净资产账面价值 (亿元)	评估价值 (亿元)	增值率	产量 (万吨)			
					2011	2012E	2013E	2014E
阳光矿业	100%	3.96	4.87	23%	0	0	0	12
铁生沟矿	100%	3.56	6.9	94%	93	95	120	120
豫新煤业	49%	3.2	9.7	204.3%	99	100	150	160
义海能源	100%	32.88	57.3	74.2%	461	461	461	461
合计	-	43.6	78.77	81%	653	656	731	753

资料来源: 公司公告, 宏源证券

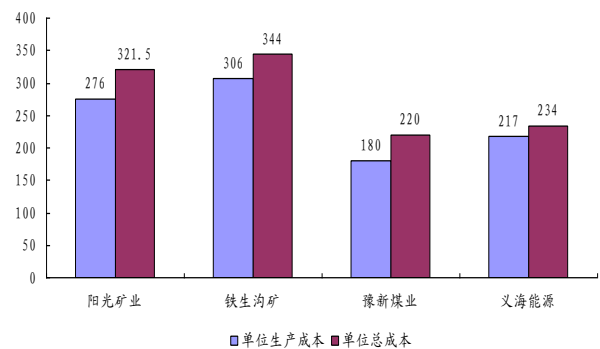
- 注入煤矿中阳光矿业、铁生沟矿产出洗精煤，均价为 829 元/吨，综合售价较高，而义海能源及豫新煤业洗煤能力有待提升。此外，煤矿平均单位生产成本为 245 元/吨，豫新煤业地处新疆，明显偏低。

图 1: 注入煤矿煤炭价格情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 注入煤矿生产成本情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券

- 注入资产盈利能力较强，尤其是青海的“义海能源”每年可贡献利润 12.6 亿元，目前全部资产可贡献权益利润约 12.9 亿元，以收购价 73.8 亿元计算，对应收购 PE 仅为 5.7 倍，明显偏低。如假设煤矿全部达产，预计可贡献权益利润约 15 亿元，可见此次收购物超所值。

**表 3: 09 年以后部分煤炭企业收购资产价格比较**

上市公司	收购资产	采矿权定价 (亿元)	收购年份	涉及煤种	保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	吨可采储量价格 (元/吨)
冀中能源	集团 9 个矿	15.38	2009	1/3 焦煤、无烟煤 等	5.63	2.92	5.3
国阳新能	集团新景矿	37.26	2009	无烟煤	9.58	5.8	6.4
山煤国际	集团 5 个矿	25.14	2009	贫煤、贫瘦煤等	5.87	3.09	8.1
山煤国际	7 个整合矿井	47.23	2010	焦煤、贫瘦煤等	7.4	4.4	10.7
煤气化	整合煤矿	4.77	2010	焦煤	0.55	0.2	23.9
大同煤业	燕子山矿	15.6	2011	动力煤	3.1	1.38	11.3
郑州煤电	集团白坪煤 业等 4 个矿	35.7	2012	贫煤、贫瘦煤等	2.95	1.86	19.2
靖远煤电	集团红会一 矿等 5 个矿	20.17	2012	不粘煤、弱粘煤	3.99	2.5	8.1
永泰能源	山西银源安 苑、新生等	13.72	2011	焦煤	0.62	0.28	49
	亿华矿业 70% 股权	34.3	2011	动力煤	11.4	8.0	4.3
大有能源	集团千秋等 11 个矿	82.2	2011	长焰煤、贫瘦煤等	10.23	4.26	19.3
大有能源	集团义海能 源等 4 矿	39.1	2012	焦煤、不粘煤等	3.78	1.5	26

资料来源：公司公告、宏源证券

## (二) 未来连续注入仍有期待

2010 年公司推出资产置换方案时，曾就同业竞争明确承诺：

1) 义煤集团将未纳入本次重组范围的煤矿生产经营单位采取委托经营方式，由上市公司统一管理和对外销售。

2) 在本次重组完成后的一年内，义煤集团将促使上市公司收购新疆义煤昆仑能源有限责任公司、新疆大黄山豫新煤业有限责任公司的全部股权。

3) 在本次重组完成后的两年内，义煤集团将促使上市公司收购义煤集团青海义海能源有限责任公司、河南铁生沟煤矿、阳光煤矿、鄂托克前旗鑫泰苏家井矿业有限责任公司、山西晋义矿业有限公司、襄汾县沙女沟煤炭有限责任公司、山西义鸣矿业有限公司、山西蒲县南湾强肥煤业有限责任公司的权益。

4) 如两年内义煤集团仍然不能完全解决前述同业竞争问题，承诺将剩余的未纳入上市公司的煤矿资产，全部出让给河南省的其他煤炭企业。

如此承诺依然有效，在此次注入兑现后，未来剩余煤炭资产分批多次注入值得期待。

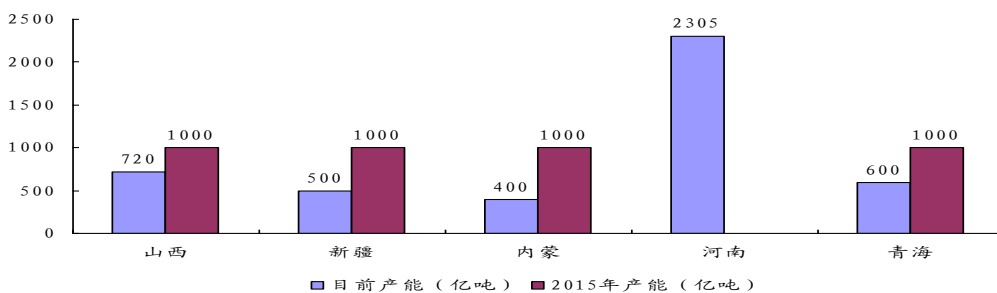
义煤集团的高瞻远瞩也为公司未来的发展增添信心。2011年前11个月集团累计生产原煤3066万吨，预计全年将超3300万吨，是上市公司的近2倍。根据集团“强势起步，强势跨越、强势腾飞”三步走的发展战略，2015年之前，将在内蒙、新疆、山西、青海、河南等地建成五个千万吨级煤炭基地，产能超过7000万吨/年，是目前上市公司的近4倍，而2020年之前，争取成为“双千亿及双百亿”大型企业集团，即资产总额及经营收入总额超过1000亿元，资源储量及年利税超过100亿元。由于近几年省内资源进入枯竭期，集团外延式扩张动力充足，已整合省外资源超过60亿吨，今年2月份又与内蒙伊东集团合作计划在鄂尔多斯建设一个年产1000万吨的煤矿项目，同时集团还择机向澳洲、内蒙等海外国家拓展资源脉络，未来几年可呈现多点开花的良好局面。

表 4: 历史上大股东与公司产量比较

单位: 万吨	2007	2008	2009	2010	2011E	2015E
义煤集团	1884	2186	2260	3100	3300	7000
大有能源	1441	1616	1611	1690	1740	-
集团/上市公司	1.3	1.4	1.4	1.8	1.9	-

资料来源: 公司公告、宏源证券

图 3: 义煤集团在各地区产能分布及远景规划



资料来源: 公司公告、宏源证券

### (三) 与“山煤”的成长路径形似神不似

公司初始的成长与山煤国际较为类似，一方面同为借壳上市，“山煤”的前身是“中油化建”，大有能源的前身是“欣网视讯”，另一方面集团大股东均对煤炭资产注入有所承诺，山煤集团计划在2015年前完成整体上市，而义煤集团则承诺两年内将资产分批注入。经过进一步分析，我们认为大有能源的相对优势主要体现在：

- 业务结构：“山煤”意在完善煤炭产运销全产业链，煤炭开采业务与贸易将同步推进，而公司将专注于煤炭开采业务做大做强，实现收入及利润的双升。
- 集团背景：“山煤”大股东山西煤炭进出口集团原以贸易起家，相对于当地五大集团优势不明显，而公司大股东义煤集团是河南第三大煤炭集团，目标成为当地第一大煤企，地方政府支持力度大。

- 资产注入的迫切性及连续性：“山煤”在一次注入完成后产量将持续增长，二次注入可能推至 2013-2014 年，而公司大股东则承诺注入期限为未来两年，预期更加强烈，且连续性较好。
- 外延扩张进度：目前“山煤”的大股东仅在内蒙古高勒浩沁煤田拥有煤炭产能近 1000 万吨，而公司则计划未来五年建成 5 个千万吨基地，目前在新疆、山西、内蒙、河南、青海等地已初具雏形。

**表 5：公司与山煤国际的基本面比较**

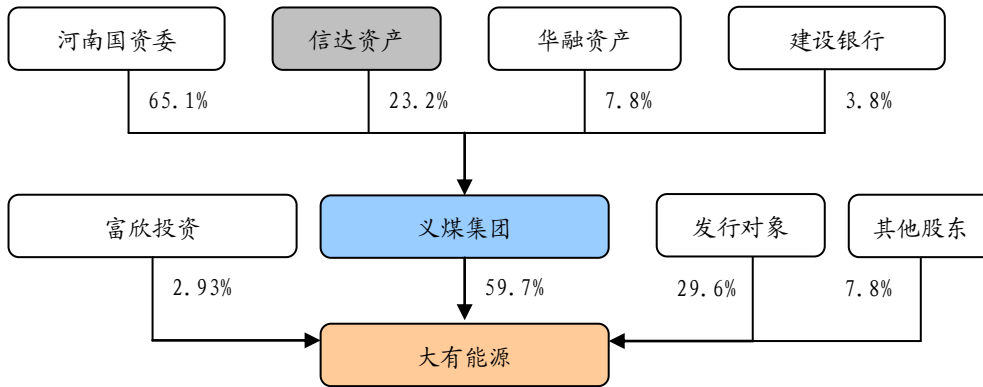
项目	山煤国际	大有能源
控股股东	山西煤炭进出口集团	义煤集团（河南第三大煤炭集团）
企业性质	国有	国有
转型前业务	油品、建筑	通信工程、系统集成等
煤种	贫瘦煤、贫煤	长焰煤、焦煤
保有储量（亿吨）	18.3	10.23
产能（万吨）	2100	1720
产量（万吨）	700	1800
远景目标	集团 2015 年产量达到 5000 万吨，上市公司市值超过 1000 亿元	集团 2014 年产量达到 7000 万吨，未来 5 年建成 5 个千万吨基地
集团/公司产量	1.2 倍	1.9 倍
资产注入预期	2013-2014 年再次完成 920 万吨产能资产注入	1 年内注入新疆义煤昆仑等 5 家公司，2 年内注入铁生沟煤矿等 9 家公司，合计产能约 2620 万吨
资产注入承诺期	2015 年前	未来两年
信达问题	无	存在，近期有望解决
外延式扩张区域	暂无	新疆、青海、内蒙、蒙古国、山西、河南、澳洲、朝鲜

资料来源：WIND、宏源证券

## 二、股权结构优化，信达障碍解除

本次发行结束后，上市公司总股本可能由 8.34 亿股升至 11.84 亿股，大股东义煤集团持股比例也将由 84.7% 降至 59.7%，股权进一步分散有助于增强外部监督机制，进一步改善公司治理。更值得关注的是，集团资产注入的推进也意味着**信达股权问题取得阶段性的进展**，信达可能已与河南当地国资达成某种默契，这从之前郑州煤电的注入中也可见端倪。

图 4: 增发完成后公司股权结构

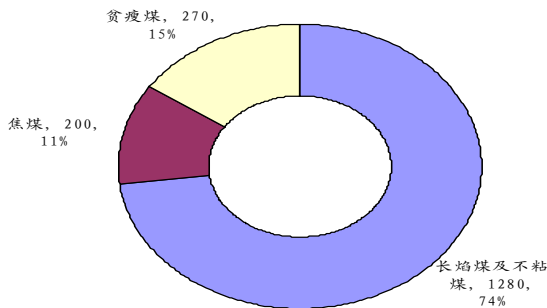


资料来源: 宏源证券

### 三、高盈利煤占比持续提升

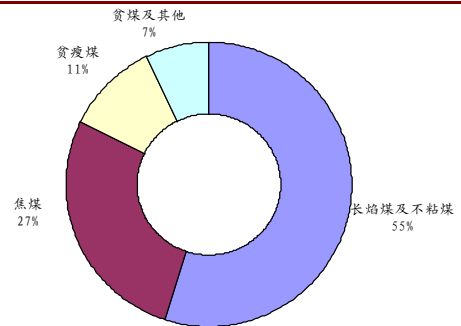
在此次资产注入之前, 公司原有煤炭产能约 1720 万吨, 分煤种看长焰煤热值在 4000-5100 大卡之间, 量为 1280 万吨, 占比 74%, 贫瘦煤热值在 5000-5800 大卡, 量为 270 万吨, 占比 15%, 而焦煤热值在 4800-6500 大卡, 量为 200 万吨, 占比仅为 11%。而假设 2015 年集团剩余资产全部注入, 将增加长焰煤及不粘煤约 750 万吨, 贫瘦煤 120 万吨, 焦煤 795 万吨, 以及其他煤种 270 万吨, 届时高盈利的优质焦煤产能占比将升至 27%, 公司盈利能力将有显著提升。

图 5: 目前公司煤炭产能煤种结构



资料来源: WIND、宏源证券

图 6: 2015 年公司煤炭产能煤种结构



资料来源: WIND、宏源证券

### 四、投资建议

假设此次增发 3.5 亿股, 则公司未来两年 EPS 增厚为 2.29 元、2.44 元, 对应 PE 为 12 倍, 处于行业平均水平, 给予今年 15 倍估值, 6 个月目标价 34 元, 尚有近 20% 的上涨空间。鉴于公司此次注入资产盈利较好, 业绩增厚显著, 中长期仍有资产注入预期, 整体

盈利水平有望持续提升，继续维持“买入”评级。

## 五、风险提示

- 1) 后续资产注入时间拖延，外延式扩张受阻
- 2) 经济“硬着陆”，煤价调整超预期
- 3) 产品结构优化效果不明显
- 4) 注入资产煤炭储量偏低

### 盈利预测

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
原煤产量(万吨)	1690	1740	2496	2591
YOY	4.9%	3.0%	43.4%	3.8%
<b>原有煤矿</b>				
耿村矿	450	450	450	450
常村矿	250	250	250	250
杨村矿	200	200	200	200
新安矿	150	150	150	150
跃进矿	150	150	170	170
石壕矿	90	90	90	90
义安矿(50.5%)	90	120	120	120
千秋矿	220	220	220	220
义络矿(49%)	60	60	60	60
李沟矿(51%)	30	30	30	30
孟津矿	-	20	100	120
<b>增发注入矿</b>				
阳光矿业	0	0	0	0
铁生沟矿	93	95	120	93
豫新煤业(49%)	99	100	150	99
其中				
一号井	99	100	100	99
七号井	0	0	50	0
义海能源	461	461	461	461
原煤销量(万吨)	1673	1723	2471	2565
YOY	4.9%	3.0%	43.4%	3.8%
综合售价(元/吨)	399	477	501	522
营业收入	242.90	9011.47	13183.95	14180.91
减: 营业成本	136.79	5713.88	7238.72	7948.69
营业税金及附加	10.43	180.23	237.31	255.26
营业费用	25.22	180.23	237.31	255.26

管理费用	83.53	991.26	1384.31	1489.00
财务费用	-5.40	93.78	132.87	18.13
资产减值损失	0.18	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	22.83	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>14.97</b>	<b>1852.09</b>	<b>3953.42</b>	<b>4214.58</b>
加: 其他非经营损益	6.12	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>21.09</b>	<b>1852.09</b>	<b>3953.42</b>	<b>4214.58</b>
减: 所得税	12.07	463.02	988.36	1053.64
<b>净利润</b>	<b>9.02</b>	<b>1389.07</b>	<b>2965.07</b>	<b>3160.93</b>
减: 少数股东损益	3.93	115.29	252.03	268.68
归属母公司股东净利润	5.09	1273.78	2713.03	2892.25
<b>增发后股本(亿股)</b>	<b>8.33</b>	<b>8.33</b>	<b>11.84</b>	<b>11.84</b>
<b>BPS (增发摊薄后)</b>	<b>0.006</b>	<b>1.528</b>	<b>2.29</b>	<b>2.44</b>
<b>PE</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>12</b>	<b>11</b>

资料来源: 宏源证券

**分析师简介:**

**王京乐:** 煤炭行业研究员, 东北财经大学金融学硕士, 2 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 盘江股份、潞安环能、神火股份、山煤国际、永泰能源、平庄能源、昊华能源、兰花科创等。

**机构销售团队**

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。