

## 煤炭采选

报告原因：事件点评

2012年02月20日

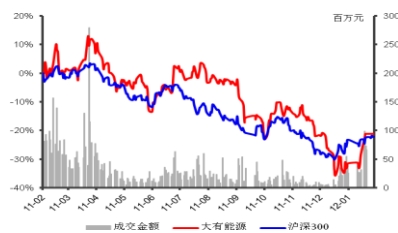
市场数据：2012年02月17日

收盘价(元)	26.64
一年内最高/最低(元)	27.28/21
市净率	4.29
市盈率	16.65
流通A股市值(亿元)	33.96

基础数据：2011年09月30日

每股净资产(元)	6.22
资产负债率%	49.28
总股本/流通A股(亿股)	8.33/1.27
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内公司股价与大盘对比走势



分析师

张红兵

执业证书编号：S0760511010023

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

孙涛

0351-8686884

suntao@sxzq.com

孟军

010-82190365

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层  
北京市海淀区大柳树路富海大厦808

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

## 大有能源 (600403)

承诺兑现快，未来成长仍可期

增持

维持评级

公司研究

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	净利润率	市盈率
2009A	5,952	-7.69	798	-28	0.96	13.44	27.83
2010E	6,895	15.86	1,080	35	1.30	17.13	20.56
2011E	7,638	10.77	1,280	18	1.54	18.37	17.35
2012E	8,013	4.91	1,334	4	1.60	20.06	16.65

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，未考虑此次收购

**事件：**公司将以不低于21.54元/股的价格，非公开发行不超过3.5亿股，共计75亿元，用于收购义煤集团阳光矿业、巩义铁生沟煤业各100%股权，新疆大黄山豫新煤业49%股权、义海能源持有的天俊义海能源100%股权。

**点评：**

➢ **收购资源估值偏高。**我们以评估的无形资产价值为采矿权价值计算吨保有储量价值，此次交易的整体采矿权价值为390704万元，吨保有储量价值为10.36元/吨，其中：阳光煤矿采矿权价值为33464万元，吨保有储量为6.62元/吨；铁生沟煤矿采矿权价值为53252万元，吨保有储量为4.44元，豫新煤业采矿权价值为66015万元，吨保有储量为10.10元，以上三矿估值相对合理；而天俊义海采矿权价值为237974万元，吨保有储量55.05万元，估值高。

➢ **收购资产PE为5.5倍，较低。**非公开发行后，义煤集团占比将由发行前的84.71%下降为59.66%；公司总股本约达到11.84亿股，增加42%；新增煤炭资源保有储量约3.77亿吨，增加37%；新增产能约445万吨/年，增加26%；总产能将达到2165万吨；此次收购资产2011年产生净利润为13.43亿元，收购价款73.8亿元与净利润对比PE为5.5倍。况且在四块煤炭资产中，未来仍有未投产煤矿，豫新煤业七号井2013年2月投产，阳光煤矿2014年6月投产，2015年7月达成，铁生沟煤矿2012年释放95万吨产量，2013年达产，预计待三个矿投产业绩释放后，将进一步增厚业绩。

➢ **未来公司吨煤利润有所提高。**根据公司现已披露的资料，阳光煤业吨煤净利为174元，铁生沟为92元，豫新煤业一号井为79元，七号井为100元，青海天俊义海为274元，而目前公司的吨煤净利润在80元左右，资产收购后，吨煤净利润提升明显。

➢ **投资评级：**暂不考虑此次收购煤炭资源，我们预计2011-2013年，

每股收益为 1.54 元, 1.60 元和 1.75 元, 对应的 PE 为 17.35 倍, 16.65 倍和 14.56 倍; 若天俊义海仍按 460 多万吨的产量生产, 收购完成后 2012 年 EPS 将达到 2.3 元, 2013 年 EPS 为 2.5 元, 对应 PE 为 11.35 倍和 10.59 倍。考虑到此次非公开发行所收购的煤炭盈利性相对较强, 未来仍有承诺资产待注入, 我们仍维持“增持”。

➤ **风险提示:** 因天俊义海设计产能为 120 万吨, 未来其是否能按目前 460 多万吨的产量生产有待观察; 煤价下降超预期影响公司业绩。

表 1: 此次收购资金用途

单位: 万元

	总投资	拟募集投入资金
<b>一、购买义煤集团持有的煤炭业务相关股权</b>		
阳光矿业 100%股权	48,688.72	48,688.72
铁生沟煤业 100%股权	69,137.05	69,137.05
豫新煤业 49%股权	47,424.50	47,424.50
<b>二、购买义海能源持有的煤炭业务相关股权</b>		
天俊义海 100%股权	572,713.13	572,713.13
合计	737,963.40	737,963.40

数据来源: 山西证券研究所

表 2: 此次收购资源未来产量情况

单位: 万吨

	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
阳光矿业	0	0	0	12	43.5	45
铁生沟煤业	93.92	95	120	120	120	120
豫新煤业(一号井)	99.15	100	100	100	100	100
七号井	0	0	60	60	60	60
青海义海能源持有的天峻义海	461.24	该矿核定产能仅仅 120 万吨, 待公司披露进一步数据时再计算				

数据来源: 山西证券研究所

表 3: 此次非公开发行收购资产详细情况 单位: 万吨

	产能	保有资源储量	评估可利用资源储量	可采储量	煤种
新疆大黄山					弱粘煤、
豫新煤业——一号井	100	8,783	8,098	1,864	气煤
七号井	60	7,559	7,304	2,520	低变质烟煤
青海义海能源持有的天峻义海	120	4,323	4,285	3,240	气煤、1/2 中粘煤、 焦煤
河南铁生沟煤矿	120	11,988	10,613	4,930	无烟煤
阳光煤矿	45	5,057	4,430	2,545	焦煤
合计	445	37,711	34,730	15,099	

数据来源: 上市公司公告、山西证券研究所

表 4：公司已拥有的煤炭资源详细情况

单位：万吨

	股权占比	总储量	探明的（可研） 经济基础储量	控制的 经济基础储量	推断的内蕴 经济资源量	产能
耿村煤矿	100%	12084	6283	2012	3789	400
常村煤矿	100%	8381	3623	2764	1994	220
杨村煤矿	100%	2417	2217		200	170
千秋煤矿	100%	15666.32	11683.62	1584.19	2398.51	210
新安煤矿	100%	22083	3136	6021	12926	150
跃进煤矿	100%	7015	2613	3183	1219	150
石壕煤矿	100%	4245	2254	1133	858	90
孟津公司	100%	11804	3088	3240	5476	120
义安矿业	50.50%	16,715	3368	5763	7584	120
李沟矿业	51%	1258	695		563	30
义络煤业	49%	1381	748	450	183	60
合计		103049	39709	26150	37191	1720
权益合计		93454	37319	23068	33067	1615

数据来源：上市公司公告、山西证券研究所

表 5：公司原承诺两年内注入资产情况

	权益	产能 (万吨)	地质储量 (亿吨)	可采储量 (万吨)	煤种
新疆义煤昆仑能源有限责任公司			26		
其中：1、屯南煤业	50%	90	3.09		
2、新疆昆仑矿业有限责任公司	90%				
3、中联润世新疆煤业有限公司	60%	300	4.7		
义煤集团新义矿业有限责任公司的全部股权	55%	120	2.27	11276	贫煤
青海义海能源有限责任公司	100%		2.63		
其中：1、大煤沟煤矿	100%	90	0.74	5462.32	不粘煤
2、青海天木能源木里煤矿	90%	240	1.73	16007.9	焦煤
山西晋义矿业有限公司	100%				
襄汾县沙女沟煤炭有限责任公司	60%	90			
山西义鸣矿业有限公司		420			
其中：1、晋昶煤矿	35%	120		5139.4	肥煤焦煤
2、禹硕煤矿	51%	300		7304	肥煤瘦煤
山西蒲县南湾强肥煤业有限责任公司	51%	90			

数据来源：上市公司公告、山西证券研究所



表 6： 盈利预测

单位： 万元

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	595,151	689,537	763,795	801,288	849,600
营业成本	380,930	412,003	443,941	470,635	499,012
营业税金及附加	11,764	13,720	15,098	15,839	15,839
销售费用	10,689	14,142	15,276	15,481	15,844
管理费用	65,145	77,224	91,655	90,668	91,655
财务费用	12,995	13,814	9,166	12,821	12,821
资产减值损失	10,898	0	171	0	0
投资收益	24	0	0	0	0
营业利润	102,753	158,634	188,489	195,843	214,430
营业外收入	6,820	0	208	0	0
营业外支出	2,132	0	751	0	0
利润总额	107,441	158,634	187,946	195,843	214,430
所得税费用	27,456	39,660	46,986	48,961	53,607
净利润	79,985	118,974	140,959	146,883	160,822
归属于母公司所有者的净利润	79,798	108,020	127,981	133,359	146,016
少数股东损益	187	10,954	12,978	13,523	14,807
EPS（元）	0.96	1.30	1.54	1.60	1.75

数据来源： 山西证券研究所

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 15%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~15%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。股市有风险，入市须谨慎。