

步步为营,资产注入拉开帷幕

买入维持

目标价格: 34 元

投资要点:

- 📖 河南省煤炭行业格局渐明,借资本之力做大做强的意愿提高
- 📖 产品结构优化持续改善盈利能力
- 📖 资产注入+外延扩张,后续仍有较大想象空间

报告摘要:

- **义煤借壳翻开历史新篇。**河南省已形成五大煤炭集团的战略格局,相应资本运作平台逐一搭建,借资本之力做大做强的意愿正逐年提高,2011年公司完成向煤炭企业的华丽转型,资源保有储量达到10.23亿吨,核定产能1780万吨,未来仍计划通过持续资产注入及外延扩张以壮大业务规模。
- **产品结构优化改善盈利水平。**假设5年内集团煤炭资产全部注入,高盈利的焦煤产能占比将由12%升至28%,公司盈利能力将有显著提升。此外,耿村及孟津洗煤厂投产后,将新增洗煤能力近600万吨,可实现50%以上原煤入洗,同样会增加商品煤的附加值和综合售价。
- **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,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。
- **资产注入迈出坚实一步。**根据集团强势三步走的发展战略,2015年前计划建成五个千万吨级煤炭基地,总产能超过7000万吨。此外,近期公司启动增发收购集团高盈利资产,2013年底前集团还有剩余500多万权益产能及整合小矿存在注入预期,且不排除青海及内蒙的资源扩充再有突破性的进展。
- **维持“买入”评级。**估值上,预计2012-2014年EPS为2.19元、2.39元和2.62元,对应今年PE为13倍,维持6个月目标价34元。

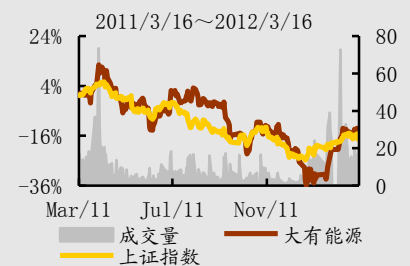
分析师:

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:增发收购集团资产物超所值*600403*煤炭行业*王京乐.doc》, 2012.2
- 2 《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	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	9502.21	14005.97	15531.29	16447.59
YOY	3811.97%	47.40%	10.89%	5.90%
归属母公司净利润	1282.54	2521.32	2752.97	3011.97
YOY	25102.96%	96.59%	9.19%	9.41%
EPS(元,考虑增发)	-	2.19	2.39	2.62
PE(考虑增发)	-	13	12	11

目录

一、义煤借壳翻开历史新篇	4
(一) 河南省煤炭行业格局渐明	4
(二) 义煤成功借壳，背靠大树好乘凉	4
二、产品结构优化改善盈利水平	5
(一) 高盈利煤占比将持续提升	5
(二) 原煤入洗能力将持续增强	6
三、形似“山煤”，注入造就成长.....	6
(一) 与“山煤”的成长路径形似神不似	6
(二) 资产注入乐章已奏响	7
1、内生增长不足，注入动力充足.....	7
2、步步为营，大股东承诺坚定信心.....	8
3、启动一次注入，迈出坚实一步.....	10
四、投资建议与估值	13
五、风险提示	14

插图

图 1: 历年义煤集团原煤产量变化.....	5
图 2: 义煤集团股权及业务结构图.....	5
图 3: 目前公司煤炭产能煤种结构.....	6
图 4: 2015 年公司煤炭产能煤种结构.....	6
图 5: 河南义马长焰煤价格走势.....	8
图 6: 河南焦煤、贫瘦煤价格走势.....	8
图 7: 义煤集团在各地区产能分布及远景规划.....	10
图 8: 注入煤矿煤炭价格情况.....	12
图 9: 注入煤矿生产成本情况.....	12

表格

表 1: 河南五大煤炭集团基本情况.....	4
表 2: 公司现有洗煤厂情况.....	6
表 3: 公司与山煤国际的基本面比较.....	7
表 4: 公司现有煤矿基本情况.....	8
表 5: 义煤集团曾承诺注入及剩余煤矿资产情况.....	9
表 6: 历史上大股东与公司产量比较.....	10
表 7: 公司此次收购集团资产基本情况（一）.....	11
表 8: 公司此次收购集团资产基本情况（二）.....	12
表 9: 09 年以后部分煤炭企业收购资产价格比较.....	12
表 10: 义海能源资产负债结构情况.....	14

一、义煤借壳翻开历史新篇

(一) 河南省煤炭行业格局渐明

2011年，河南省原煤产量2.32亿吨，仍是全国第四大煤炭产地，全省2000米以浅已探明的煤炭资源储量约为1130亿吨，保有储量为245亿吨，随着本地经济的快速发展，省内对煤炭的需求在逐步增加，每年净调出量占比不足20%，省外主要对华东、中南地区的能源供应作用显著。

自2008年该省启动煤炭资源整合以来，已逐步形成了河南煤化工集团（由永煤集团、鹤煤集团和焦煤集团重组）、中平能化集团（由平煤集团和神马集团重组）、义煤集团、郑煤集团及神火集团的战略格局，且各集团旗下资本运作平台也相应搭建，借助资本市场之力做大做强的意愿逐年提升，目前五大集团合计产能已达到全省的90%以上。

表 1: 河南五大煤炭集团基本情况

集团	10年产量 (万吨)	涉及上市公司	公司产量 (万吨)	主要煤种	整合区域	整合企业数	整合保有储量 (亿吨)
中平能化集团	4900	平煤股份	3800	1/3焦煤、肥煤、肥气煤	平顶山矿区、韩梁矿区、临汝矿区、禹州矿区、郟县矿区；	132	66.9
河南煤化工集团	7401	永煤股份 (未上市)	-	无烟煤	永夏矿区、鹤壁矿区、安阳矿区、焦作矿区、济源矿区、新乡矿区	58	47.7
郑煤集团	2202	郑州煤电	489	贫瘦煤	新密矿区、登封矿区、荥巩矿区、新郑矿区、三李矿区	124	50.1
神火集团	1200	神火股份	875	无烟煤	永夏矿区、禹州矿区	38	33.3
义煤集团	3100	大有能源	1700	长焰煤	义马矿区、陕澗矿区、新安矿区、偃龙矿区、宜洛矿区、汝阳矿区	84	35.9

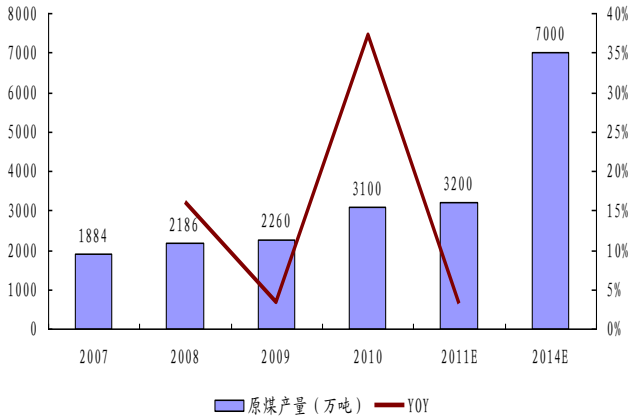
资料来源：互联网、公司公告、宏源证券

(二) 义煤成功借壳，背靠大树好乘凉

公司现大股东为义煤集团，主营业务覆盖煤炭开采、化工等多个领域，其中煤炭开采业务是工作重心，未来在盈利贡献上也定位为支柱性产业，战略地位凸显，煤种也较为丰富，包括长焰煤、焦煤、贫瘦煤和无烟煤等。2011年前11月集团累计实现原煤产量约3066

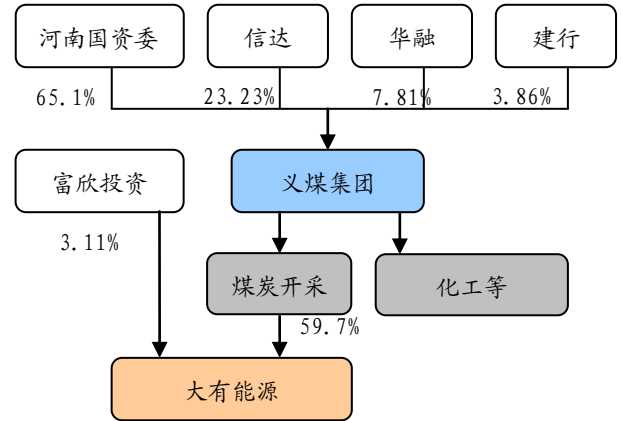
万吨，全年可能达到 3200 万吨，2014 年目标实现产能 7000 万吨，预计未来几年复合增速超过 20%。

图 1: 历年义煤集团原煤产量变化



资料来源: 互联网、宏源证券

图 2: 义煤集团股权及业务结构图



资料来源: 集团网站、宏源证券

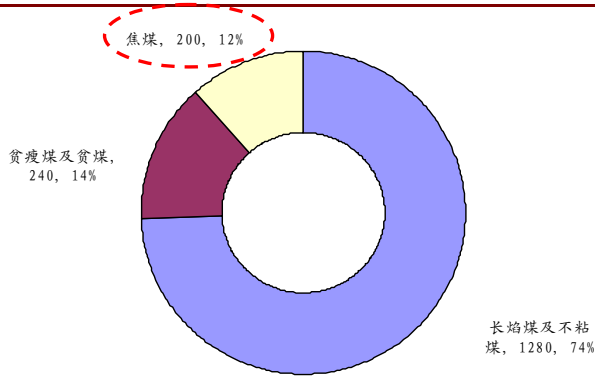
2011 年，集团部分煤炭资产借壳“欣网视讯”成功上市，并更名为“大有能源”，把握住了进入资本市场的最佳时机，公司主营业务也由软件、通讯设备转变为煤炭开采，现拥有 11 个主力矿井，煤炭保有储量为 10.23 亿吨，核定产能 1780 万吨，可采年限约为 35 年，未来仍计划通过持续资产注入及外延扩张以壮大业务规模。

二、产品结构优化改善盈利水平

(一) 高盈利煤占比将持续提升

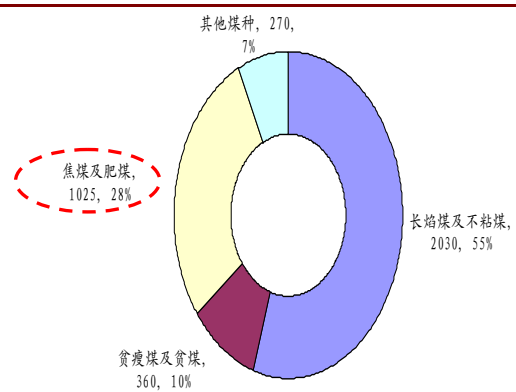
在此次资产注入之前，公司原有煤炭产能约 1720 万吨，分煤种看长焰煤热值在 4000-5100 大卡之间，量近 1280 万吨，占比 74%，贫瘦煤热值在 5000-5800 大卡，量为 240 万吨，占比 14%，而焦煤热值在 4800-6500 大卡，量近 200 万吨，占比仅为 12%。而假设 2015 年集团剩余资产可全部注入，将增加长焰煤及不粘煤约 750 万吨，贫瘦煤 120 万吨，焦煤 825 万吨，以及其他煤种 270 万吨，届时高盈利的焦煤产能占比将升至 28%，且如青海地区仍会有资源扩充，比例还可能更高，公司盈利能力必将有显著提升。

图 3: 目前公司煤炭产能煤种结构



资料来源: WIND、宏源证券

图 4: 2015 年公司煤炭产能煤种结构



资料来源: WIND、宏源证券

(二) 原煤入洗能力将持续增强

公司目前现有煤矿中仅石壕矿配有洗煤厂，合计入洗能力超过 120 万吨，耿村矿洗煤厂在建，预计今年可投产，设计能力 450 万吨，而今年孟津矿投产的同时，相应洗煤厂也有望建成，合计将新增洗煤能力近 600 万吨，届时将实现 50% 以上原煤入洗，未来公司将加快主力矿井的洗煤厂建设，以提高商品煤的附加值和综合售价。

表 2: 公司现有洗煤厂情况

洗煤厂名称	生产日期	权益比例	洗煤能力 (万吨)
石壕洗煤厂	2010 年 3 月	100%	120
合计	-	100%	120

资料来源: 公司公告、宏源证券

三、形似“山煤”，注入造就成长

(一) 与“山煤”的成长路径形似神不似

公司初始的成长模式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，即 2013 年底之前将资产分批注入。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，即 2013 年底之前，预期更加强烈。
- 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几大千万吨基地，目前在新疆、山西、内蒙、河南、青海等地已初具雏形。

表 3: 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	1780
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	1.8 倍
资产注入预期	2013-2014 年再次完成 920 万吨产能资产注入	青海新扩资源、集团整合矿以及剩余的新义煤业等矿
资产注入承诺期	2015 年前	未来两年
信达股权问题	无	存在，近期有望解决
外延式扩张区域	暂无	新疆、青海、内蒙、山西、河南

资料来源：WIND、宏源证券（公司产量、集团/公司产量均为预测值）

（二）资产注入乐章已奏响

1、内生增长不足，注入动力充足

此次资产注入之前，公司拥有的煤矿可采年限约 35 年，均为成熟矿井，未来扩产的空间不大，而今年增量主要来自孟津矿的投产，该矿属于省内重点建设项目，于 05 年 3 月开工建设，预计新增产量近 50 万吨，而千秋矿去年遭遇矿难，预计今年产量可提升近 20 万吨，未来两年公司产量分别为 1800 万吨和 1900 万吨，年复合增速近 5%，内生增长动力欠缺，但这却给集团或公司尽快推进资产注入和外延扩张，加大战略资源储备提供了充足的动力。

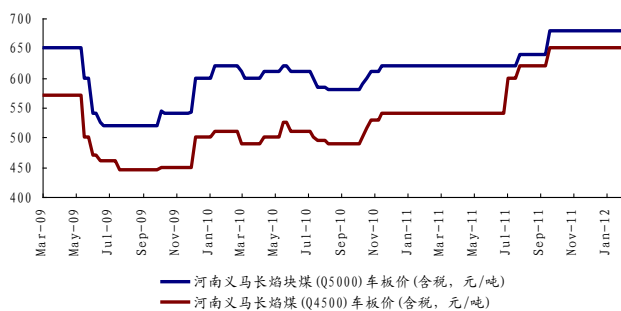
表 4: 公司现有煤矿基本情况

煤矿	股权比例	煤种	品种	保有储量(亿吨)	核定产能(万吨)	可采年限(年)	产量(万吨)			
							2010E	2011E	2012E	2013E
耿村矿	100%	长焰煤	混煤、洗混中块、洗末煤	1.2	400	17	450	450	450	450
常村矿	100%	长焰煤	混煤、混中块	0.84	220	22	250	250	250	250
杨村矿	100%	长焰煤	混煤、混中块	0.24	170	4	200	200	200	200
新安矿	100%	贫瘦煤	混煤、洗混煤	2.2	180	93	180	180	180	180
跃进矿	100%	长焰煤	混煤	0.7	180	44	180	180	180	180
石壕矿	100%	焦煤、肥煤	混煤、冶炼精煤	0.42	90	27	90	80	90	90
义安矿	50.5%	贫瘦煤	-	0.01	120	89	90	120	120	120
千秋矿	100%	长焰煤	洗混中块	1.57	210	44	220	170	190	220
义络矿	49%	焦煤	混煤	0.14	60	16	60	60	60	60
李沟矿	51%	焦煤	-	0.13	30	26	30	30	30	30
孟津矿	100%	贫煤	-	0.93	120	60	-	-	50	120
合计	-	-	-	10.23	1720	37	1750	1720	1800	1900
增速	-	-	-	-	-	-	-	-1.7%	4.65%	5.56%

资料来源: 公司公告、宏源证券

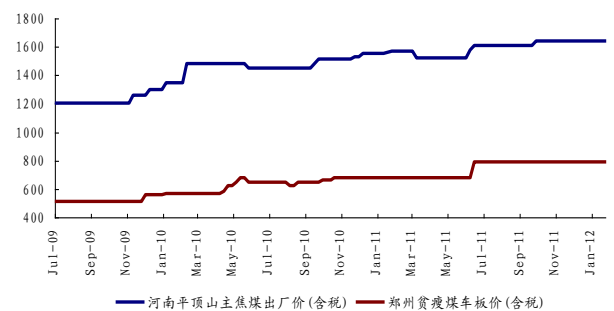
从煤价上看, 自 2010 年 9 月以来, 河南义马地区长焰煤价始终处于上升通道, 而 2011 年末至今则基本保持稳定, 较去年同期仍有 20% 左右的涨幅。根据今年动力煤市场的实际情况, 我们预计公司全年综合售价上涨近 5%, 对业绩有一定的驱动效应。

图 5: 河南义马长焰煤价格走势



资料来源: WIND、宏源证券

图 6: 河南焦煤、贫瘦煤价格走势



资料来源: WIND、宏源证券

2、步步为营，大股东承诺坚定信心

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、义煤集团新义矿业有限公司的全部股权。

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、山西晋义矿业公司、襄汾县沙女沟煤炭有限责任公司、山西义鸣矿业公司、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。

表 5: 义煤集团曾当初承诺注入及剩余煤矿资产情况

煤矿	权益比例	煤种	省份	保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	权益可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)
承诺 1 年内注入矿							
新义煤业	55%	贫瘦煤	河南	2.27	1.36	0.75	120
豫新煤业	49%	气煤		1.42	0.96	0.47	160
昆仑能源	90%	-	新疆	-	-	-	-
中联润世	60%	不粘煤		4.7	2.82	1.69	300
屯南煤业	50%	长焰煤		2.58	1.29	0.65	210
合计	-	-	-	10.98	6.06	3.43	790
承诺 2 年内注入矿							
阳光煤矿	100%	焦煤	河南	0.25	-	-	45
铁生沟矿	100%	无烟煤		1.38	0.85	0.85	120
大煤沟煤矿	100%	不粘煤	青海	0.74	0.55	0.55	90
木里煤矿	100%	焦煤		1.73	1.16	1.16	120
义鸣煤矿	15%	肥煤、焦煤、瘦煤		-	1.24	0.55	90
沙女沟煤业	60%	肥煤	山西	-	-	-	30
南湾强肥煤业 (已售出)	51%	肥煤		-	-	-	150
晋义煤业	100%	无烟煤		-	-	-	-
苏家井矿业	80%	-	内蒙	-	-	-	-
合计	-	-	-	4.1	2.64	-	690
剩余煤矿资产							
金鼎矿业	51%	焦煤	河南	-	-	-	90
整合小矿	-	-		-	-	-	-
合计	51%	-	-	-	-	-	390

资料来源: 公司公告, 宏源证券

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3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。

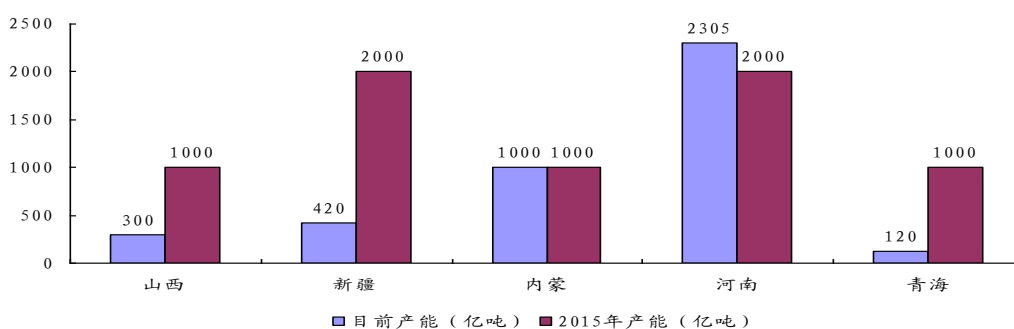
从产能格局上看，目前公司在河南已经超过2000万吨，率先达到了既定目标，而内蒙的项目一旦落成，也将直接实现战略基地的规划，且市场效应将不亚于昊华能源，而其余三地山西、新疆和青海还分别有700万吨、1580万吨和880万吨的扩充空间，据草根调研了解到，此次注入的“义海能源”仅为初采区，还有二、三采区有待开发，预计保有储量1亿多吨，大部分为优质主焦煤，盈利能力较强，为公司后续资源储备奠定了较好的基础。

表 6: 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 7: 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、互联网、宏源证券 (注: 内蒙项目尚在谈判阶段)

3、启动一次注入，迈出坚实一步

公司近期公告启动非公开增发，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。

我们对此次注入煤矿的情况进行汇总并分析，发现：

- 此次注入后，公司将新增保有储量 3.8 亿吨，可采储量 1.5 亿吨，新增产能 445 万吨（不考虑豫新煤业股权比例），但如按照近 74 亿元的收购价格看，其中采矿权价格大约 39 亿元，吨权益储量价格近 13.3 元/吨，而注入的核心资产“义海能源”采矿权价大约 23.8 亿元，吨储量价格为 55 元/吨。

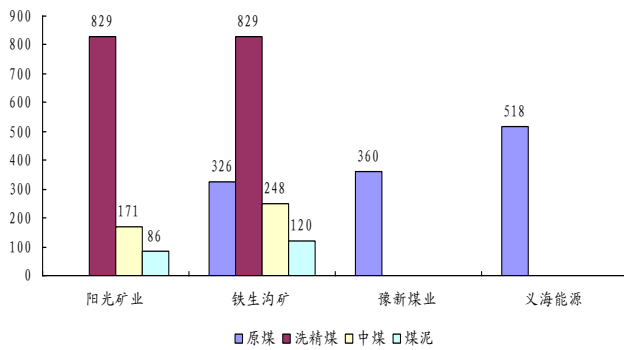
表 7：公司此次收购集团资产基本情况（一）

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

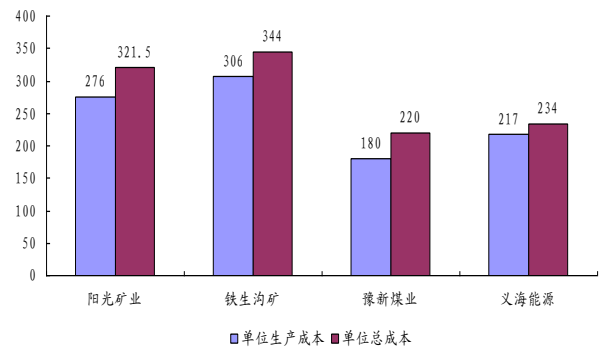
- 注入资产的盈利能力较强，未来仍将逐步提升。尤其是青海的“义海能源”每年可贡献利润 12.6 亿元，目前全部资产可贡献权益利润约 12.9 亿元，对应收购 PE 仅为 5.7 倍，在行业中处于偏低水平。如假设煤矿全部达产，预计可贡献权益利润约 15 亿元，其中豫新煤业七号井及阳光矿业将分别在 2013 年 2 月和 2014 年 6 月投产，铁生沟矿在处理完去年的非经常性支出后今年也有望实现盈利近 2000 万。此外，煤炭行业已确定“十二五”期间“控制东部、稳定中部、开发西部”的主基调，煤炭运输及调出条件同步改善，公司在新疆、青海等地的产品售价及吨净利实际已进入上升通道，可带动盈利水平的持续提高。

图 8: 注入煤矿煤炭价格情况



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 9: 注入煤矿生产成本情况



资料来源: 公司公告、宏源证券

➢ 注入资产具备一定内生增长性。2013-2014 年, 新建矿阳光矿业预计 2014 年开始贡献产量, 铁生沟矿将逐步满产, 豫新煤业旗下大黄山七号井 2013 年完成改扩建后, 同样是增量来源, 未来两年这几矿合计产量将分别增加 75 万吨、22 万吨。值得关注的是, 青海义海能源目前核定产能 120 万吨, 但每年实际产量可达 461 万吨, 主要是因为当地无限产政策, 且露天矿井具备一定生产弹性。

表 8: 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

表 9: 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	采矿权评估价 (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	45.9	2011	长焰煤、贫瘦煤等	10.23	4.26	10.8
大有能源	集团义海能源等 4 矿	39	2012	焦煤、不粘煤等	3.8	1.5	30

资料来源：公司公告、宏源证券

- ▶ 此次注入完成后，不考虑整合小矿，集团还有剩余煤炭权益产能约 500 多万吨，其中新义、中联润世、屯南煤业等矿注入条件尚不成熟，而盈利能力较强的是金鼎矿业，煤质为中灰、低硫、低磷优质主焦煤，井田面积 17.41 平方公里，矿井一期地质储量 5531 万吨，开采量 2930 万吨，矿井能力为 90 万吨/年，预计吨净利超过 300 元/吨，如年底可投产，每年可贡献权益利润近 1-2 亿元。
- ▶ 值得关注的是，此次注入的“义海能源”流动资产高达近 35 亿元，因此在增发完成后，公司凭借充裕的货币资金进行资本运作将更加游刃有余。

表 10：义海能源资产负债结构情况

项目（单位：亿元）	2010 年	2011 年
流动资产	22.2	34.7
非流动资产	2.5	3.8
资产合计	24.7	38.4
流动负债	6	5.96
非流动负债	-	-
负债合计	6.08	5.97
股东权益	18.6	32.5

资料来源：公司公告、宏源证券

四、投资建议与估值

估值上，考虑增发的情况下，我们预计公司未来 3 年 EPS 分别为 2.19 元、2.39 元和 2.62 元，对应今年 PE 为 13 倍，具备一定估值优势。公司后续资产注入可期，外延扩张动力充足，产品结构也将逐步优化，盈利能力得以改善，但近期股价涨幅过大，我们维持

评级为“买入”，维持6个月目标价34元，一旦资产注入或外延扩张再有突破性进展，股价吸引力将再度提升。

五、风险提示

- 1) 外延式扩张不顺，收购成本增加
- 2) 经济“硬着陆”，煤价调整
- 3) 注入资产煤炭储量偏低
- 4) 后续资产注入时间拖延，评估增值偏高
- 5) 未来青海地区煤矿限产
- 6) 安全费用有上调可能

财务报表

利润表(单位:百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	9502.21	14005.97	15531.29	16447.59
减: 营业成本	6076.27	8331.72	9298.28	9810.47
营业税金及附加	183.46	238.10	264.03	279.61
营业费用	157.86	210.09	248.50	263.16
管理费用	1100.25	1540.66	1739.50	1842.13
财务费用	75.01	79.39	43.66	-55.52
资产减值损失	11.01	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	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
营业利润	1898.36	3606.00	3937.31	4307.74
加: 其他非经营损益	-9.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	1889.11	3606.00	3937.31	4307.74
减: 所得税	480.85	865.44	944.96	1033.86
净利润	1408.26	2740.56	2992.36	3273.88
减: 少数股东损益	125.72	219.24	239.39	261.91
归属母公司股东净利润	1282.54	2521.32	2752.97	3011.97
EPS	1.538	3.024	3.302	3.613
增发后总股本	11.5	11.5	11.5	11.5
EPS(考虑增发)	-	2.19	2.39	2.62
PE(考虑增发)	-	13	12	11

资料来源: 宏源证券

资产负债表(单位: 百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2506.81	4816.08	8215.49	11401.80
应收和预付款项	1435.57	1718.61	2007.78	2171.60
存货	196.58	190.95	273.97	256.33
其他流动资产	63.28	63.28	63.28	63.28
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4769.54	4986.67	4883.31	4883.69
无形资产和开发支出	1045.35	1092.47	1119.59	1126.71
其他非流动资产	7.39	3.69	0.00	0.00
资产总计	10024.53	12871.75	16563.42	19903.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2582.43	2589.10	3188.40	3154.50
长期借款	1537.00	1637.00	1737.00	1837.00
其他负债	591.20	591.20	591.20	591.20
负债合计	4710.64	4817.30	5516.61	5582.71
股本	833.65	833.65	833.65	833.65
资本公积	784.81	784.81	784.81	784.81
留存收益	3244.95	5766.26	8519.23	11531.21
归属母公司股东权益	4863.41	7384.73	10137.70	13149.67
少数股东权益	450.48	669.72	909.11	1171.02
股东权益合计	5313.89	8054.45	11046.81	14320.69
负债和股东权益合计	10024.53	12871.75	16563.42	19903.40
现金流量表				
经营性现金净流量	1735.47	3591.27	4387.99	4270.31
投资性现金净流量	-431.25	-1400.65	-1200.23	-1404.00
筹资性现金净流量	-518.82	118.65	211.65	320.00
现金流量净额	785.39	2309.27	3399.41	3186.31

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。