

煤炭开采

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 王理廷

S0960111080447

0755-82026908

wangliting1@cjis.cn

6-12个月目标价: 26.56元

当前股价: 21.04元

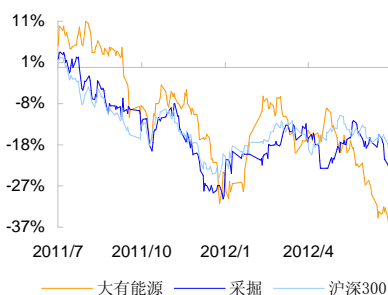
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2175.38
总股本(百万)	833
流通股本(百万)	127
流通市值(亿)	24
EPS	1.54
每股净资产(元)	5.83
资产负债率	49.27%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
大有能源	-18.24	-24.00	-6.96
采掘	-11.14	-13.02	-9.89
沪深300指数	-4.66	-3.54	1.61



相关报告

大有能源

600403

强烈推荐

集团承诺彰显整体上市决心, 义煤实力确保公司增长后劲

大有能源是煤炭板块新秀, 也是河南省第二大煤炭上市公司。公司未来内生增长稳健, 产量迅速提升依赖于义煤集团资产的持续注入, 而集团煤炭资产整体上市决心强劲, 不仅拟增发注入天峻义海等资产, 还承诺在增发完成后的2~3年内注入剩余资产。在义煤集团的大力支持下, 公司未来产量和业绩也有望持续增长。

投资要点:

- 公司是煤炭板块新秀, 也是河南省第二大的煤炭上市公司。公司现有矿井均位于河南义马矿区, 矿井总产能为1780万吨, 煤种以长焰煤、贫煤为主, 主要作动力煤。
- 公司现有矿井内生增长平稳。公司现有矿总产能为1780万吨, 其中在产矿产能为1660万吨。未来公司产量的内生增长主要来源于2011年底因事故停产的千秋矿在2012年的正常生产(+35万吨)与在建孟津矿在2012年底的投产(+120万吨)。
- 公司产量和业绩的快速增长依赖于对集团资产的收购。公司拟增发收购集团天峻义海等煤炭资产, 拟收购资产总产能为445万吨, 2011年实际产量为654万吨, 净利润约为13亿元。如今年天峻义海严格按120万吨产能生产(2011年461万吨), 将可能使得拟收购资产净利润下降至4.6亿元, 但天峻义海300万吨产能复核正在进行, 预计收购完成后, 收购资产的产量和利润也将能在明后年获得恢复性增长。
- 集团已承诺剩余资产的注入时间表, 煤炭资产整体上市决心强劲。集团公司承诺在本次增发完成后的2~3年内注入剩余煤炭资产, 而目前集团除本轮拟注入资产外, 仍有在产产能763万吨, 技改整合产能1118万吨, 未来的持续注入值得期待。
- 公司煤炭销售以合同煤为主, 在煤炭弱市中防御性较强。公司煤炭主要用作动力煤, 且70%为合同煤, 充分受益2012年重点合同电煤5%的涨价, 而市场煤方面, 义马长焰煤价格也相对平稳, 因此预计公司煤价全年将保持稳定, 向下调整的空间较小。
- 给予公司“强烈推荐”的投资评级。在不考虑增发的情况, 预测公司2012~2014年EPS为1.66元、1.80元和2.03元。增发完成后, 若义海天峻不限产, 按2011年盈利可增厚公司今年业绩41.8%, 而若义海天峻限产, 尽管将摊薄公司今年的EPS, 但也能促公司明后年两年EPS的迅速回升, 而集团强烈的整体上市决心则为公司未来可获得的产量和业绩的外延式高速增长提供了想象空间。

风险提示:

- 集团整体上市进度低于预期; 宏观经济持续下行拖累煤价; 增发后的省外经营风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	9502	9943	10579	11198
收入同比(%)	9%	5%	6%	6%
归属母公司净利润	1283	1387	1505	1696
净利润同比(%)	9%	8%	8%	13%
毛利率(%)	36.1%	35.2%	35.2%	35.8%
ROE(%)	26.4%	24.5%	22.3%	21.1%
每股收益(元)	1.54	1.66	1.80	2.03
P/E	17.06	15.77	14.54	12.90
P/B	4.50	3.86	3.24	2.72
EV/EBITDA	7	6	5	5

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司简介：煤炭板块新秀，也是河南省第二大的煤炭业上市公司	3
二、公司产量分析：公司现有矿井产量增长稳健，集团持续的资产注入是最大看点	4
2.1 公司在产矿产能稳定，未来产量内生增长主要来源于孟津矿的投产	4
2.2 集团资产的再次注入是公司产量在短期内实现高速增长的主要途径	5
2.3 集团已承诺整体上市的日程表，未来持续的资产注入值得期待	6
三、公司煤价分析：高合同煤占比的销售结构促公司煤价在煤炭弱市中相对防御性较强	8
3.1 宏观经济下行，国内动力煤短期面临需求和价格下行的风险	8
3.2 高合同煤占比的销售结构促公司煤价短期内相对防御性较强	9
3.3 公司产品结构有望持续优化，从而促公司煤价长期稳步向好	10
四、盈利预测及投资建议：“强烈推荐”	11

图 目 录

图 1 公司拥有主要生产资源情况一览	3
图 2 公司煤炭业务收入和归属母公司所有者净利润均位列河南省上市煤企第二	4
图 14 中国宏观经济增速逐渐下滑	8
图 13 钢铁、水泥、电力产量增速放缓	8
图 12 经济下行使直供电厂煤炭库存高企	9
图 13 需求萎靡使秦皇岛动力煤价格持续下行	9
图 8 义马当地煤炭价格在煤炭弱市中相对坚挺	9
图 8 义马长焰块煤相对永城无烟中块具有较大的价格优势	11

表 目 录

表 1 公司在产矿井基本情况一览	4
表 1 义煤集团拟再次注入资产基本情况一览	5
表 1 义煤集团拟再次注入资产的产量在未来仍能保持较快增长	6
表 1 义煤集团承诺在增发完成两年内注入或转让的资产情况一览	6
表 1 义煤集团承诺在增发完成三年内注入或转让的资产情况一览	7
表 1 公司拥有洗煤厂的基本情况一览	10
表 1 大有能源未来三年收入预测	11
表 1 大有能源未来三年盈利预测（单位：百万元）	12

一、公司简介：煤炭板块新秀，也是河南省第二大的煤炭

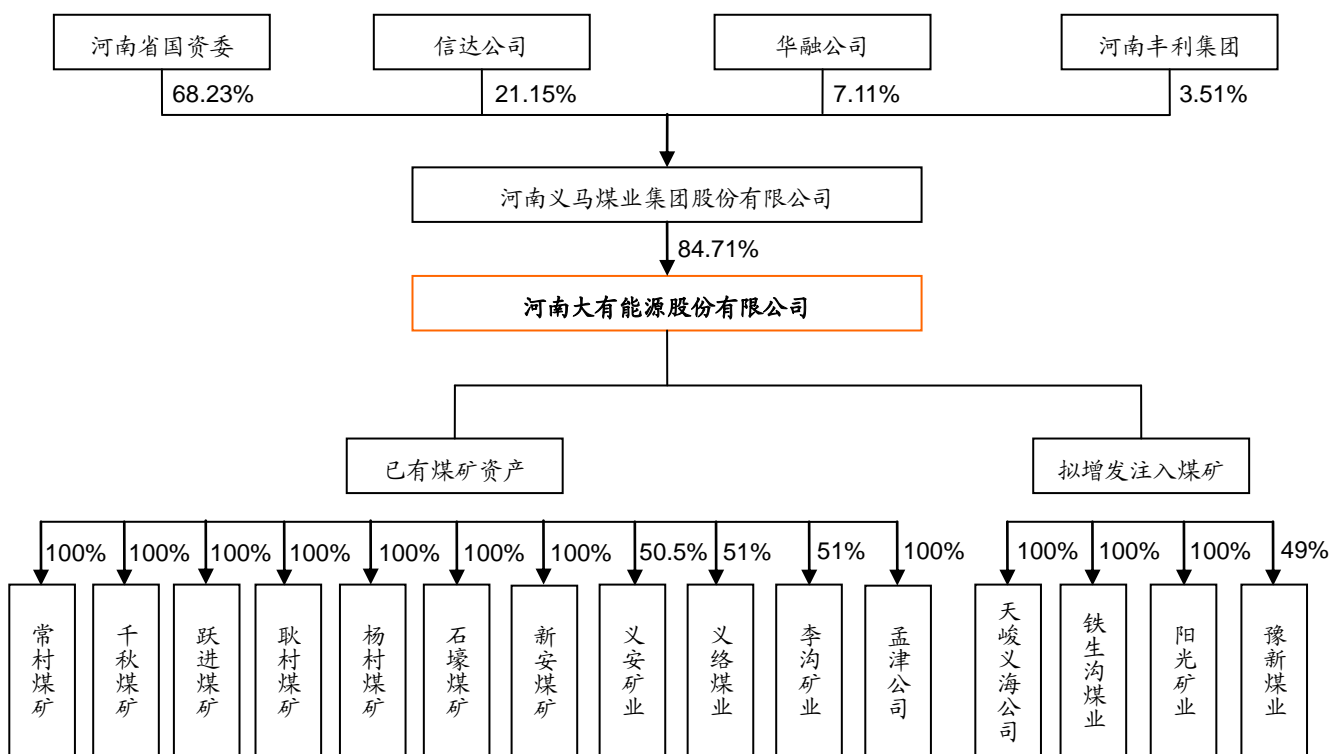
业上市公司

大有能源位于河南省义马市，是义煤集团在 2011 年借壳上市后而转型的煤炭板块新秀。公司目前总股本为 8.34 亿股，其中流通股本为 1.27 亿股。

公司主营业务为煤炭业务，现有煤炭资产是义煤集团借壳上市时注入的耿村矿、常村矿等 11 对矿井，矿井总产能为 1780 万吨，产能居河南省内煤炭上市公司第二位。公司目前拥有的矿井均分布在义马矿区的义马煤田、陕澠煤田、新安煤田和宜洛煤田，主要开采煤种为长焰煤和少量的主焦煤、肥煤，长焰煤主要作为动力煤和化工用煤，而主焦煤、肥煤则主要用作炼焦配煤。

义煤集团为实现煤炭资产的整体上市，在借壳上市一周年后，就拟进行非公开发行以实现资产的再次注入。拟注入的标的为青海的天峻义海、新疆的豫新煤业 49% 股权和河南的铁生沟煤业与阳光矿业。同时承诺在本次增发完成的 2~3 年内将剩余煤炭资产由上市公司收购或转让（澳大利亚公司为取得矿权后的两年内）。

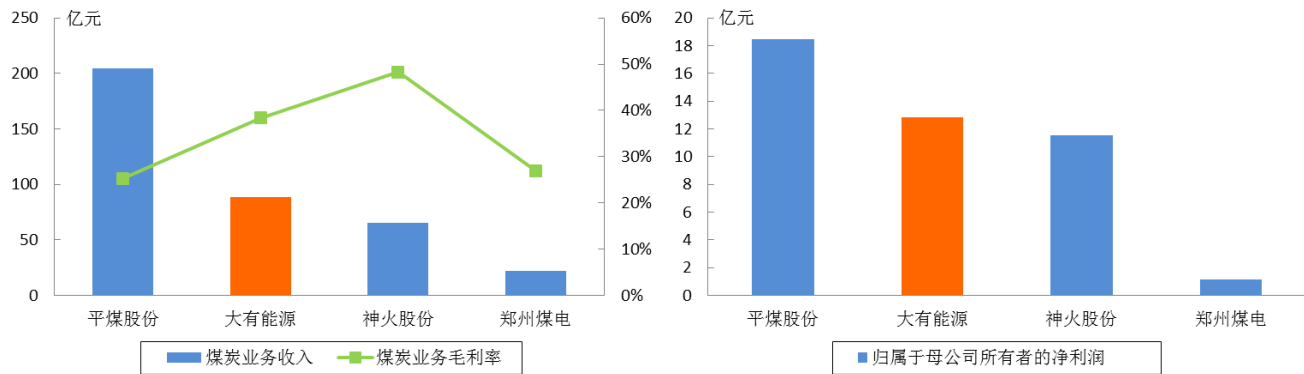
图 1 公司拥有主要生产资源情况一览



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司 2011 年煤炭业务收入为 88.6 亿元，毛利率为 38.3%，煤炭收入规模在河南上市煤炭企业中排第二，而由于公司除煤炭业务外基本无其他业务收入，使得营业总收入仅为 95.02 亿元，低于省内同行。不过非煤业务盈利能力较低，更多的是增加收入规模，而较难贡献利润，因此公司 2011 年归属于母公司所有者的净利润为 12.8 亿元，仍居河南省上市煤企第二位。

图 2 公司煤炭业务收入和归属母公司所有者净利润均位列河南省上市煤企第二



资料来源: Wind 资讯、公司公告、中投证券研究所

二、公司产量分析: 公司现有矿井产量增长稳健, 集团持

续的资产注入是最大看点

2.1 公司在产矿产能稳定, 未来产量内生增长主要来源于孟津矿的投产

义煤集团在 2011 年借壳上市时, 向公司注入了位于义马矿区的十一个煤矿资源, 包括常村矿、千秋矿等十个在产矿与在建的孟津矿。义煤集团借壳上市所注入矿井的总产能为 1780 万吨, 其中在产产能为 1660 万吨。

表 1 公司在产矿井基本情况一览

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	可采储量 (万吨)	产能 (万吨)
常村矿	三门峡义马	100%	长焰煤	4338	220
千秋矿	三门峡义马	100%	长焰煤	8771	210
跃进矿	三门峡义马	100%	长焰煤	6567	180
耿村矿	三门峡渑池	100%	长焰煤	5704	400
杨村矿	三门峡渑池	100%	长焰煤	520	170
石壕矿	三门峡陕县	100%	主焦煤	2281	90
新安矿	洛阳新安	100%	贫瘦煤	13565	180
义安矿业	洛阳新安	50.5%	贫煤	10619	120
义络煤业	洛阳宜阳	49%	主焦煤	898	60
李沟矿业	洛阳宜阳	51%	主焦煤	858	30
孟津公司	洛阳孟津	100%	贫煤	7215	120
在产矿井小计				61336	1780

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

公司拥有的在产矿中除义安矿是 2009 年投产的新矿外, 其他均为开采多年的老矿。在产矿井目前暂无技改扩产计划, 且除千秋矿外, 各矿产量基本已达产, 因此除千秋矿外的其他在产矿产量将基本维持稳定。公司千秋矿去年 11 月因冲击地压而停产了两个月, 今年矿井恢复正常生产, 预计全年可以增加约 35 万吨左右的产量贡献。

除在产矿增产外，公司未来产量的内生增长还来源于在建孟津矿的投产。孟津公司旗下的孟津煤矿设计产能 120 万吨，煤种为贫煤，主要用作动力煤。矿井于 2005 年初开工建设，预计可于今年年底投产，从而为明后年产量提供增量。

不过千秋矿的正常生产（+35 万吨）与孟津矿的投产（+120 万吨）只能促使公司煤炭产量在未来三年稳定增长，而要想获得煤炭产量的高增长，就必须依靠义煤集团煤炭资产的持续注入。

2.2 集团资产的再次注入是公司产量在短期内实现高增长的主要途径

义煤集团整体上市决心强烈，在成功借壳上市刚刚一年后，又筹划非公开增发以再次收购集团资质成熟资产。此次面向特定投资者非公开增发的价格不低于 21.54 元/股，增发股数不超过 3.5 亿股，以筹资不超过 75.39 亿元收购集团资产。

集团本轮拟注入标的是位于青海的义海天峻 100% 股权、新疆的豫新煤业 49% 股权和河南省内的铁生沟煤业 100% 股权和阳光矿业 100% 股权。其中，天峻义海、豫新煤业大黄山一号井和铁生沟煤业为在产矿井，豫新煤业大黄山七号井为技改矿井，预计于 2013 年 2 月投产，阳光矿业为在建矿井，预计于 2014 年 6 月投产。

表 2 义煤集团拟再次注入资产基本情况一览

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	可采储量 (万吨)	产能 (万吨)	2011 年产量
青海天峻义海	海西天峻	100%	气煤、1/2 中粘煤、1/3 焦煤	3240	120	461
新疆豫新煤业	昌吉阜康	49%		4384	160	99
大黄山一号井			气煤、弱粘煤	1864	100	99
大黄山七号井			气煤、弱粘煤	2520	60	
铁生沟煤业	郑州巩义	100%	粉状无烟煤	4930	120	94
阳光矿业	三门峡渑池	100%	主焦煤	2545	45	
在产矿井小计				15099	445	654

资料来源：公司公告、中投证券研究所

义煤集团此次拟注入对公司产量及业绩增厚效应明显，也是公司短期内高增长的主要途径。集团公司此次拟注入的煤炭资产产能为 445 万吨，可增厚公司产能约 25% 左右，且天峻义海 300 万吨产能复核工程和其他矿井技改在建工程完成后，未来产能仍能稳步提升。

- 青海天峻义海是本轮注入的主力矿井，矿井产能 120 万吨，2011 年实际产量 461 万吨，主要因为矿井为露天矿，安全生产压力较小，产量弹性大。天峻义海 2011 年盈利 12.64 亿元，也是此轮注入增厚业绩的主要来源。2012 年天峻义海若严格按照 120 万吨产能生产，盈利将下滑至 4 亿元。不过天峻义海目前正在申请 300 万吨产能复核，即使今年限产，预计在收购完成后，产量和业绩将能在明后年得到恢复性增长；
- 新疆豫新煤业大黄山一号井产能 100 万吨，按 49% 比例可贡献业绩 0.38 亿元。大黄山七号井正在进行 60 万吨改扩建，达产后按 49% 比例可贡献 0.29 亿元净利，即豫新煤业在矿井达产后，按 49% 比例可贡献净利约 0.68 亿元；
- 铁生沟煤业 120 万吨综采改造可于 2013 年达产，且公司拟建洗煤厂，预计达产后能贡献业绩 1.11 亿元；
- 在建的阳光矿业设计产能 45 万吨，煤种为主焦煤，未来矿井完全达产后，预计能贡献业绩 0.78 亿元。

表 3 义煤集团拟再次注入资产的产量在未来仍能保持较快增长

煤矿	权益比例	产能 (万吨)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
青海天峻义海	100%	120	461	120	300	460	460
新疆豫新煤业	49%	160	99	100	140	160	160
大黄山一号井		100	99	100	100	100	100
大黄山七号井		60			40	60	60
铁生沟煤业	100%	120	94	95	120	120	120
阳光矿业	100%	45				12	44
矿井产量总计		445	654	315	560	752	784
矿井产量增速				-51.9%	77.8%	34.3%	4.2%

资料来源：公司公告、中投证券研究所（注：假设 2012 年天峻义海严格按照产能生产）

公司此轮收购的评估价为 73.79 亿元，相对 2011 年净利润，收购 PE 仅为 5.7 倍。2012 年若天峻义海限产至 120 万吨，拟收购资产净利润下滑至 4.6 亿元，收购 PE 相对 2012 年盈利为 16 倍，不过天峻义海目前正在申请 300 万吨产能复核，预计收购完成后，产量和业绩将能在明后年得到恢复性增长。考虑到明后年的高增长，此 PE 估值也相对合理。拟收购资产的采矿权评估价约为 39.07 亿元，相对于 1.5 亿吨的可采储量，收购的采矿权/吨可采储量为 25.9 元/吨，按吨可采储量价格计算的估值水平一般，不过天峻义海在木里煤田正在争取新采区的资源，同时新疆资源丰富，未来获得新配套资源的概率亦较大，而政府配套资源的资源价一般较市场价低，因此考虑到未来可能获得的新资源，本轮收购的可采储量价款也相对合理。

从收购 PE 与收购吨可采储量价格来看，公司此轮收购集团煤炭资产的定价相对合理，未来公司顺利完成非公开增发，并成功收购集团资产后，公司的产量及业绩将能在短期内实现大幅提升。

2.3 集团已承诺整体上市的日程表，未来持续的资产注入值得期待

义煤集团除此前拟注入公司的天峻义海等资产外，还拥有新疆屯南煤业等矿井资产，但余下资产由于证照办理等各方面问题，目前暂不适宜注入，尚需等候日后条件成熟再择机注入。不过集团公司解决同业竞争，实现煤炭资产整体上市的决心强硬，近日已承诺在本次增发完成后的 2~3 年内，将目前拥有的未注入资源择机再注入上市公司或对外转让（澳大利亚公司为获得矿产资源后的 2 年内）。

义煤集团目前除前期已注入和此次拟注入的煤炭资产外，还拥有 763 万吨的在产产能，在产矿可采储量 3.8 亿吨。同时，集团还有 10.4 亿吨的可采储量处于在建或整合技改状态，尚未投产。按照资产注入条件的成熟程度，集团承诺了在本次增发完成 2 年内或 3 年内的完成注入或对外转让的时间表。

表 4 义煤集团承诺在增发完成两年内注入或转让的资产情况一览

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	可采储量 (万吨)	产能 (万吨)
在产矿井				33277	463
新疆屯南煤业	塔城和丰	50%	长焰煤	13492	108
青海大煤沟煤业	海西德令哈	100%	不粘煤	4998	90
新义矿业	洛阳新安	55%	贫煤	13586	120
华兴矿业	三门峡渑池	100%	主焦煤	361	36
观音堂煤业	三门峡陕县	14.27%	主焦煤	184	45

曹跃矿业	三门峡渑池	24.74%	主焦煤	546	42
天新矿业	三门峡义马	20%	长焰煤	110	22
河南整合小矿				11661	848
金鼎煤矿	洛阳汝阳	51%	主焦煤	3000	45
其他整合小矿				8661	803
其他煤炭资产					
新疆义鑫昆仑能源		90%			
澳洲坤谦国际能源		100%			
承诺两年内注入或转让矿井总计				44938	1311

资料来源：公司公告、中投证券研究所

- 新疆屯南煤业拥有 6 个矿井，不过单井产能较小，目前拟对现有矿井进行改扩建，拟通过技改将总产能提升至 300 万吨以上。青海大煤沟煤业由 30 万吨的露天矿和 60 万吨的井工矿构成，不过受制于当地需求，目前矿井盈利不佳；
- 河南新义矿业是 2010 年投产的新矿，矿井产能 120 万吨，不过目前与另一股东中原腾达物资贸易公司就出资形式和股权结构尚未达成一致；
- 华兴矿业、观音堂煤业、曹跃矿业和天新矿业均属资源枯竭老矿改制的公司，可采储量和产量较小，未来若注入将减少同业竞争，但对公司盈利提升有限；
- 金鼎煤矿是义煤集团整合的矿井，不过矿井的资源储量和生产状况较其他整合小矿要好，矿井目前生产能力 45 万吨，未来进一步技改扩产的空间较大；
- 河南整合矿目前处于整改阶段，不过近期河南省政府对小矿的兼并重组要求更加严厉，因此不排除义煤集团未来可能进一步关停安全生产状况不佳的小矿，从而使得最终投产产能低于现有产能；
- 新疆义鑫昆仑能源是义煤集团与乌鲁木齐地质勘探开发科技公司的合资企业，不过目前暂未获得采矿权。澳大利亚坤谦国际能源为集团在澳大利亚的投资平台，暂未在澳洲获得资源，集团承诺获得在资源后的两年内注入公司。

表 5 义煤集团承诺在增发完成三年内注入或转让的资产情况一览

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	可采储量 (万吨)	产能 (万吨)
在产矿井				8411	300
中联润世新疆煤业	昌吉奇台	60%	不粘煤	8411	300
山西整合矿				17443	270
沙女沟煤炭公司	临汾襄汾	60%	无烟煤	5000	90
义鸣矿业	临汾蒲县	35%		12443	180
蒲县晋昶矿业			肥煤、主焦煤	5139	90
蒲县禹硕矿业			肥煤、瘦煤	7304	90
资源勘探项目					
李村-樊沟煤炭勘探项目	洛阳宜阳	100%			
新安煤田新义井田深部煤详查	洛阳新安	100%			
新安煤田新义二井深部煤详查	洛阳新安	100%			
承诺三年内注入或转让矿井总计				25854	570

资料来源：公司公告、中投证券研究所（资源勘探储量未计入总储量，致使总储量不等于前文的总储量）

- 中联润世新疆煤业在奇台开发的红砂泉北露天矿已经投产 300 万吨的一期工程，二期 300 万吨在建，不过由于土地权证办理的问题，暂未能注入公司；
- 山西整合的沙女沟矿和义鸣矿业旗下的晋昶矿业、禹硕矿业目前均处于整合技改阶段，按照山西资源整合进程，预计整合矿井将在 2013 年左右释放产能；
- 集团勘探项目尚处于资源详查阶段，不具备开采条件。同时由于河南省煤炭政策是稳定现有生产规模，重点做好资源接替工作，因此预计资源勘探完成后，也可能是作为老矿的接替资源以延长老矿可采年限，而不一定会建设新井；

除已承诺 2~3 年内注入的项目外，义煤集团还与鄂尔多斯伊东集团签订合作协议，拟在鄂尔多斯准格尔旗境内建设年产 1000 万吨的矿井，该项目若能顺利推进，将使集团顺利进军内蒙古，并为公司远期可获得的集团资产提供了想象空间。

义煤集团的承诺彰显集团对公司上市平台的重视，同时也增强了集团公司煤炭资产整体上市的预期。因此，我们预期在本轮增发完成后，集团公司仍有望继续向上市公司注入煤炭资产，从而促使公司煤炭产量及业绩在未来持续增长。

三、公司煤价分析：高合同煤占比的销售结构促公司煤价

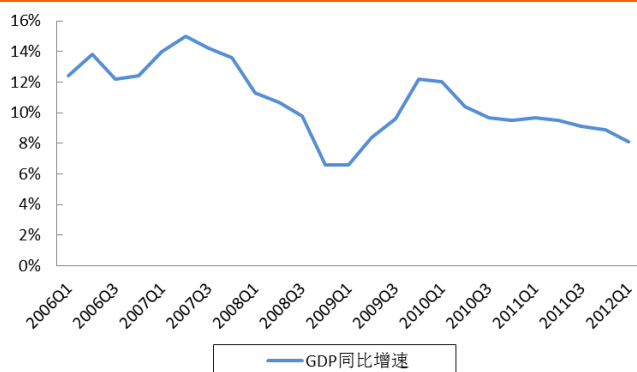
在煤炭弱市中相对防御性较强

3.1 宏观经济下行，国内动力煤短期面临需求和价格下行的风险

公司煤种以长焰煤、贫煤为主，主要用作动力煤，用于火电、钢铁、水泥等高耗能行业的燃料煤。

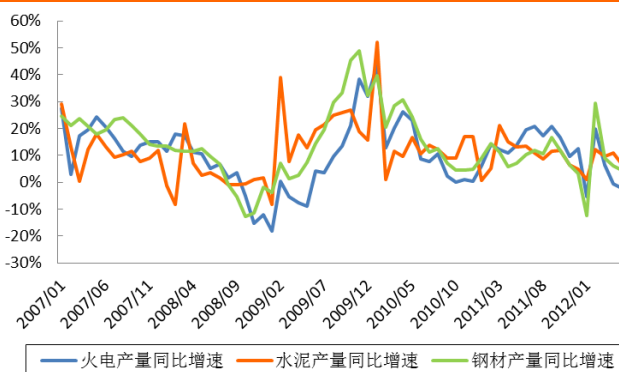
由于中国房地产行业面临政府严格的调控政策，而铁路基建受去年温州动车事故影响，各地基建项目均出现一定程度的停滞，2012 年 1~5 月，全国铁路固定资产投资同比减少了 41.1%。受地产、铁路基建等领域投资的萎靡，中国宏观经济持续下行，二季度 GDP 增速甚至可能低于 8%。而受经济下行的影响，高能耗的火电、钢铁、水泥的产量增速均同比下行。

图 3 中国宏观经济增速逐渐下滑



资料来源：Wind、统计局、中投证券研究所

图 4 钢铁、水泥、电力产量增速放缓

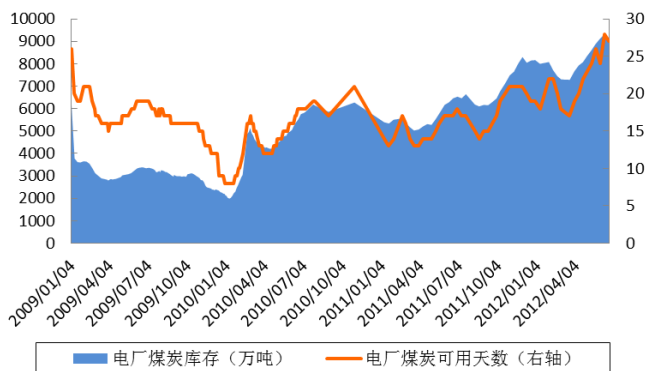


资料来源：Wind、统计局、中投证券研究所

火电等高能耗行业产量增速的持续下行使得动力煤面临着较大的需求下行压力，电厂和港口的煤炭库存亦逐渐上行。国内重点电厂囤煤量和可用天数逐渐攀升至相对高位，而“北煤南运”的主要港口秦皇岛港 6 月 13 日的煤炭库存量也升至

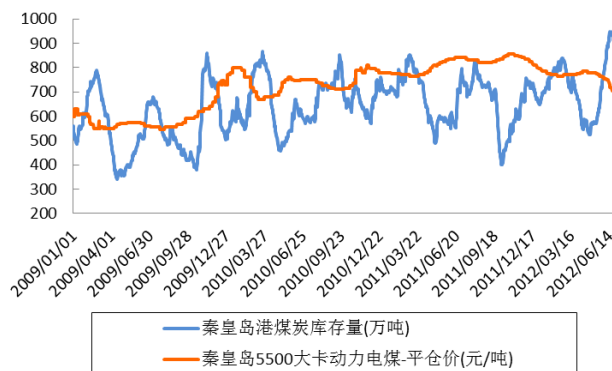
942 万吨，创出 08 年金融危机以来的新高。受制于下游低迷的需求和高位的库存量，国内动力煤面临较大价格压力，预计煤价短期内将维持弱势。

图 5 经济下行使直供电厂煤炭库存高企



资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

图 6 需求萎靡使秦皇岛动力煤价格持续下行



资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

不过，中国经济增速下滑的速度已逐渐逼近政府的容忍底线，从而促使政府出台稳增长的政策。温家宝在各地调研时重提稳增长的重要性，并强调推进“十二五”规划重大项目按期实施，尽快启动一批事关全局、带动性强的项目，保障在建续建项目的实施。发改委近期也加快了项目的审批，重点集中于铁路、机场、发电厂等基建项目和清洁能源项目，同时地产方面也有望预调微调以继续鼓励刚需入市。我们认为，随着基建投资等刺激政策的陆续推进，火电、钢铁、水泥等高能耗行业的产量增速有望在三季度企稳回升，从而也将刺激动力煤价格在下半年逐步企稳，并有望重回价格上涨轨迹。

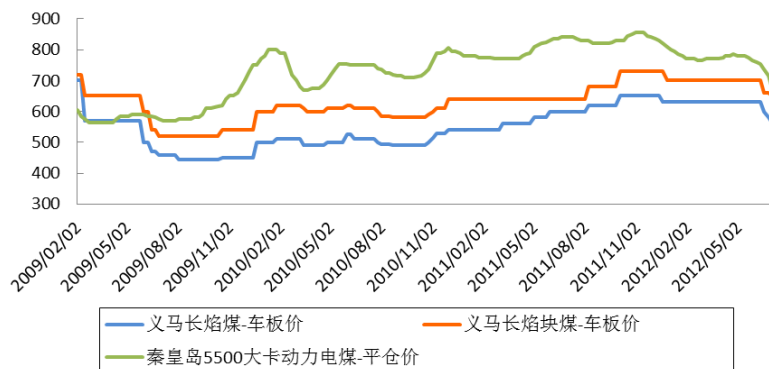
3.2 高合同煤占比的销售结构促公司煤价短期内相对防御性较强

受制于需求低迷，国内动力煤面临较大的价格压力，不过由于公司合同电煤销售占比较高，使得公司煤价在煤炭弱市中相对防御性较强。

公司煤炭销售中约 70%的煤炭为合同煤。按照发改委的限价令，2012 年年初煤企与电厂签订重点合同电煤价格均相比去年上涨了 5%。由于重点合同电煤价格在年初制定，全年价格保持不变，因此如果是煤价持续上扬行情，合同煤高占比将损害公司盈利，但在今年这种煤炭弱市中，公司反而将因合同煤的高占比而相应的具备较强的煤价防御性。

而在市场煤方面，公司旗下主要矿井所在地——义马地区的长焰煤和长焰块煤价格走势也相对较稳健，跌价幅度小于秦皇岛的港口煤价。

图 7 义马当地煤炭价格在煤炭弱市中相对稳健



资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

因公司煤炭销售 70% 为合同煤，而 2012 年重点合同电煤价格上涨了 5%，同时公司所在地市场煤价格相对稳定，因此我们预计今年公司煤价在煤炭弱市中的防御性相对较强，综合煤价全年下行的空间有限。

3.3 公司产品结构有望持续优化，从而促公司煤价长期稳步向好

受合同煤高占比的支撑，公司煤价短期内防御性较强，而从长期来看，公司凭借产品结构的优化，将能获得综合煤价和盈利能力的稳步向好。具体而言，公司产品结构的优化主要是指精煤产量的增加与长焰块煤在化工原料煤领域的应用。

精煤产量增加：公司目前仅石壕矿拥有配套洗煤厂以用于洗选炼焦精煤，总入洗能力为 120 万吨。除此以外，占公司商品煤销量绝大部分的长焰煤、贫瘦煤等动力煤产品并未经过洗选，而是直接以原煤的形式销往电厂等下游客户，综合煤价及盈利能力均较低。

不过，为提高动力精煤产量，以增加公司煤炭产品的综合价格和盈利能力，公司目前正在进行动力洗煤厂的建设，在建有耿村洗煤厂（450 万吨）和孟津洗煤厂（120 万吨），其中，耿村洗煤厂主要入洗耿村矿原煤，洗煤厂的建设进度较快，预计今年年内即可提供洗选产品，而孟津洗煤厂为孟津矿配套洗煤厂，亦将随着孟津矿在 2012 年底的投产而建成。

表 6 公司拥有洗煤厂的基本情况一览

煤矿	入洗煤种	入洗能力（万吨）	备注
石壕洗煤厂	长焰煤	150	在产
耿村洗煤厂	长焰煤	450	在建，建设进度较快
孟津洗煤厂	长焰煤	120	在建孟津矿的配套洗煤厂

资料来源：公司公告、中投证券研究所

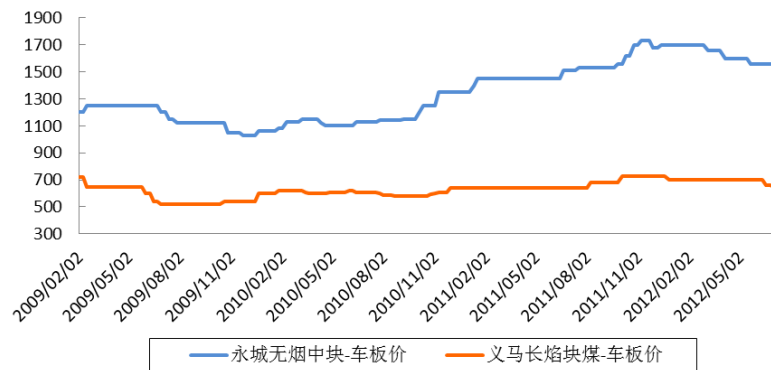
随着耿村洗煤厂和孟津洗煤厂在未来的投产，公司动力精煤的产量将增加，从而促公司动力煤产品的结构逐渐优化，有利于公司综合煤价和盈利能力的提升。

长焰块煤在化工原料煤领域的应用：公司长焰煤硫份、灰分等煤质较差，热值不高，用作动力煤的性能低于郑煤、平煤等省内同行，不过公司长焰煤的活性强，是良好的化工原料煤，可用于化工造气以生产合成氨及甲醇。

由于工艺的原因，传统的化工造气炉仅能采用无烟块煤作为造气原料，仅有壳牌、德士古等少数气化炉能够应用长焰煤、褐煤等烟煤作为造气原料，但炉子造价较高，且对于烟煤化学活性等品质要求严格，仅蒙东褐煤、义马长焰煤等少数产地的烟煤可满足造气需求。受投资造价及原料煤源的限制，烟煤造气工艺并未在全国大范围普及。

不过，受资源稀缺与需求刚性的推动，国内无烟块煤价格持续上涨，与烟煤的价差亦逐渐扩大，化工企业对烟煤气化炉的高投资可在未来通过低成本烟煤的应用来收回，因此只要能获得稳定的原料煤供给，化工企业将有动力应用烟煤造气工艺，从而在未来逐渐增加对符合造气条件的烟煤的需求，从而也将促进烟煤块煤价格的稳步上涨。

图 8 义马长焰块煤相对永城无烟中块具有较大的价格优势



资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

公司正在积极推广长焰块煤在化工领域的应用,而集团也凭借开祥化工等企业来大力发展煤化工产业,目前开祥化工刚投产丁二醇二期工程,正在进行三期工程的建设。随着集团公司煤化工产业的发展,集团对公司长焰块煤原料的需求也将逐渐上升,从而增加公司长焰块煤用于化工造气的量,并刺激公司长焰块煤价格的稳步上涨,从而也使得公司产品结构持续优化,提高公司综合煤价及盈利能力。

四、盈利预测及投资建议: “强烈推荐”

盈利预测基本假设:

- 1) 公司未来几年煤炭产量的内生增长主要来源与千秋矿的正常生产 (+35 万吨, 主要体现在今年) 和孟津矿的投产 (+120 万吨, 从 2013 年开始逐步释放产量), 其他在产矿暂无技改扩产计划, 原煤产量将保持稳定;
- 2) 公司拟注入的天峻义海等资产可迅速增加公司的原煤产量, 同比拟注入资产在未来仍将维持较快的产量增速, 从而增强公司原煤产量在短期内持续增长的能力。不过因目前增发尚未完成, 产量外延式增长具有一定的不确定性, 本次盈利预测暂不考虑增发, 待增发事项较为明确后, 我们将在日后跟踪报告中再行更新;
- 3) 由于合同煤占比较高, 市场煤又相对稳健, 我们预期公司煤价在今年煤炭弱市中的防御性较强, 综合煤价向下调整幅度有限。长期来看, 受益于洗煤厂的修建与长焰煤在化工领域的应用, 公司产品结构将持续优化, 从而带来综合煤价和盈利能力的稳步提升。

表 7 大有能源未来三年收入预测

	2011	2012E	2013E	2014E
煤炭业务				
煤炭业务收入 (亿元)	89	93	99	106
煤炭业务成本 (亿元)	55	58	62	66
煤炭业务毛利率	38.34%	37.36%	37.23%	37.76%
全部业务				
总营业收入 (亿元)	95	99	106	112
总营业成本 (亿元)	61	64	69	72
营业毛利率	36.05%	35.24%	35.24%	35.85%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 8 大有能源未来三年盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	9502	9943	10579	11198
营业成本	6076	6439	6850	7184
营业税金及附加	183	189	201	213
营业费用	158	165	176	186
管理费用	1100	1143	1217	1288
财务费用	75	52	16	-61
资产减值损失	11	0	0	0
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	1898	1954	2119	2388
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	15	0	0	0
利润总额	1889	1954	2119	2388
所得税	481	488	530	597
净利润	1408	1465	1589	1791
少数股东损益	126	78	85	96
归属于母公司净利润	1283	1387	1505	1696
EBITDA	2972	3419	4078	4695
EPS (元)	1.54	1.66	1.80	2.03

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

投资建议:

产量方面, 公司凭借千秋矿的正常生产与孟津矿的投产, 未来几年可获得原煤产量的稳步增长; 煤价方面, 短期在高合同煤占比的支撑下, 公司煤价对下跌防御性较强, 长期在产品结构优化的促进下, 综合煤价有望稳步上涨。因此, 在不考虑集团公司资产注入的情况下, 依靠公司现有资产的内生增长, 预计 2012~2014 年公司 EPS 为 1.66 元、1.80 元和 2.03 元, 内生增长稳健。

集团拟通过增发向公司注入天峻义海等煤炭资产, 总产能 445 万吨, 2011 年实际产量达 654 万吨, 盈利 13 亿左右, 可增厚 2012 年业绩 41.8%。不过若 2012 年矿井严格按照核定产能生产, 全年产量将降低至 445 万吨, 从而使拟注入资产的盈利下滑至 4.6 亿元左右, 考虑摊薄效应后将拖累公司 2012 年 EPS。不过天峻义海正在申请 300 万吨产能的复核, 预计成功注入后, 产量能在明年获得恢复性的增长, 从而带来公司 2013 年产量及业绩的迅速提升。考虑增发和限产后, 预计公司 2012~2014 年 EPS 为 1.56 元、2.22 元和 2.70 元。同时, 义煤集团为实现煤炭资产整体上市, 还承诺在完成此轮注入后的 2~3 年内将剩余煤炭资产陆续注入公司, 从而为公司未来可获得的产量和业绩的外延式增长带来想象空间。

综合考虑公司稳健的内生增长和集团可能的资产注入带来的外延式增长, 我们给予公司“强烈推荐”的投资评级, 按照 2012 年 EPS 给予公司 16 倍 PE, 对应目标价为 26.56 元。未来股价的催化剂是公司产量和业绩在集团公司整体上市的支持下实现迅速的增长。

风险因素:

1) 公司原煤产量内生增长平稳, 产量的高增长依靠集团公司煤炭资产的整体上市。尽管义煤集团整体上市的决心强烈, 但若受证照办理、资本市场等因素的影响, 整体上市进程和力度可能低预期;

2) 公司由于高合同煤占比, 且所在地市场煤价格相对稳定, 因此短期内公司煤价具有一定的防御性。不过若宏观经济持续走弱, 公司市场煤亦将受到波及, 可能出现降价, 从而拖累公司综合煤价;

3) 公司此次若完成对集团公司资产的收购, 将能拥有青海、新疆的省外矿井资源, 而省外扩张就可能面临省外煤炭开发政策和管理半径等问题, 经营和扩张面临一定的风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4397	4863	6871	9493
现金	2701	2890	4776	7284
应收账款	379	537	571	605
其他应收款	165	206	219	232
预付账款	156	167	178	187
存货	197	222	236	248
其他流动资产	798	841	890	938
非流动资产	6078	6517	5913	4881
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3486	4316	3971	3114
无形资产	1045	936	829	721
其他非流动资产	1547	1264	1114	1046
资产总计	10475	11379	12784	14374
流动负债	3374	3297	3429	3544
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1218	1288	1370	1437
其他流动负债	2156	2009	2059	2108
非流动负债	1787	1887	1987	2087
长期借款	1537	1537	1537	1537
其他非流动负债	250	350	450	550
负债合计	5161	5184	5416	5631
少数股东权益	450	529	613	709
股本	834	834	834	834
资本公积	785	785	785	785
留存收益	2414	3218	4305	5584
归属母公司股东权益	4863	5667	6755	8034
负债和股东权益	10475	11379	12784	14374

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1735	2737	3593	4137
净利润	1408	1465	1589	1791
折旧摊销	998	1413	1943	2368
财务费用	75	52	16	-61
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-684	39	102	93
其他经营现金流	-63	-232	-58	-53
投资活动现金流	-431	-1779	-1279	-1279
资本支出	807	1808	1308	1308
长期投资	7	0	0	0
其他投资现金流	383	29	29	29
筹资活动现金流	-519	-770	-428	-351
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-513	0	0	0
普通股增加	834	0	0	0
资本公积增加	785	0	0	0
其他筹资现金流	-1624	-770	-428	-351
现金净增加额	785	189	1886	2508

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	9502	9943	10579	11198
营业成本	6076	6439	6850	7184
营业税金及附加	183	189	201	213
营业费用	158	165	176	186
管理费用	1100	1143	1217	1288
财务费用	75	52	16	-61
资产减值损失	11	0	0	0
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	1898	1954	2119	2388
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	15	0	0	0
利润总额	1889	1954	2119	2388
所得税	481	488	530	597
净利润	1408	1465	1589	1791
少数股东损益	126	78	85	96
归属母公司净利润	1283	1387	1505	1696
EBITDA	2972	3419	4078	4695
EPS (元)	1.54	1.66	1.80	2.03

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	8.9%	4.6%	6.4%	5.9%
营业利润	8.1%	2.9%	8.5%	12.7%
归属于母公司净利润	8.6%	8.2%	8.5%	12.7%
获利能力				
毛利率	36.1%	35.2%	35.2%	35.8%
净利率	13.5%	14.0%	14.2%	15.1%
ROE	26.4%	24.5%	22.3%	21.1%
ROIC	35.3%	32.0%	40.4%	62.6%
偿债能力				
资产负债率	49.3%	45.6%	42.4%	39.2%
净负债比率	36.33	33.51%	32.07	30.85%
流动比率	1.30	1.48	2.00	2.68
速动比率	1.24	1.41	1.93	2.61
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.91	0.88	0.82
应收账款周转率	22	17	17	17
应付账款周转率	5.21	5.14	5.15	5.12
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.54	1.66	1.80	2.03
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	3.28	4.31	4.96
每股净资产(最新摊薄)	5.83	6.80	8.10	9.64
估值比率				
P/E	17.06	15.77	14.54	12.90
P/B	4.50	3.86	3.24	2.72
EV/EBITDA	7	6	5	5

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

王理廷, 中投证券研究所煤炭行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学材料成型及控制工程工学学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434