

煤炭采选

报告原因：中报点评

2012年08月08日

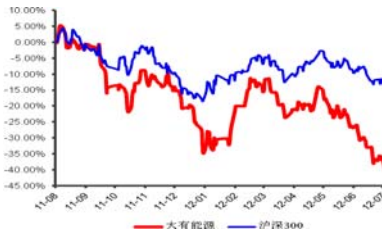
市场数据：2012年08月07日

收盘价(元)	21.82
一年内最高/最低(元)	30.5/19.34
市净率	3.51
市盈率	12.76
流通A股市值(亿元)	27.81

基础数据：2012年06月30日

每股净资产(元)	6.22
资产负债率%	44.60
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

电话：010-82190302

邮箱：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

大有能源 (600403)

增持

集团承诺兑现有期限，力挺公司持续发展

维持评级

公司研究/点评报告

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	营业利润率	市盈率
2010A	8,725	46.60	1,181	48	1.42	17.13	15.40
2011A	9,502	8.91	1,283	9	1.54	18.37	14.18
2012E	9,877	3.94	1,425	11	1.71	20.06	12.76
2013E	10,075	2.00	1,505	6	1.80	21.34	12.09

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

➤ **上半年EPS为0.94元/股，业绩基本符合预期。**2012年上半年公司营业收入53.79亿元，同比增长8.7%；营业成本为35.45亿元，同比增长20.6%；营业利润为11.40亿元，同比减少10.7%；净利润为8.63亿元，同比减少10.5%；归属于母公司的净利润为7.81亿元，同比减少12.1%；基本每股收益为0.94元，同比减少12.1%。

➤ **煤炭营业成本上升较快致营业利润率下滑。**上半年，公司煤炭营业收入为50.47亿元，同比增长9.67%；营业成本为32.32亿元，同比增长22.95%；成本上升较快使毛利率下降8个百分点至35.95%。

➤ **二季度营业成本环比增速放缓，成本控制加强。**二季度公司营业收入为27.65亿元，环比增长5.78%；营业成本为17.85亿元，环比增长1.42%，明显低于一季度环比增速14.81%；营业利润为6.18亿元，环比增长17.94%；净利润为4.66亿元，环比增长17.38%。

➤ **下半年孟津煤矿有望释放产量。**上半年，持股比例为100%的孟津煤矿工程进度已经完成91.55%，其核定产能为120万吨/年，下半年产量有望释放。

➤ **未来产量增长源泉：**一是非公开发行股票收购义煤集团阳光矿业、巩义铁生沟煤业，新疆大黄山豫新煤业和天俊义海能源，总产能为445万吨/年；二是集团后续资产注入，且有明确时间表。

➤ **投资评级：**在不考虑非公开发行股票所收购的资产情况下，我们预计12-13年的EPS分别为1.71和1.80元，对应PE为12.76和12.09倍。重组完成不到一年，集团即启动资产注入，且后续资产注入均有明确的时间承诺，外延增长想象空间大，因此我们维持“增持”评级。

1. 业绩基本符合预期

2012年上半年公司营业收入 53.79 亿元，同比增长 8.7%；营业成本为 35.45 亿元，同比增长 20.6%；营业利润为 11.40 亿元，同比减少 10.7%；净利润为 8.63 亿元，同比减少 10.5%；归属于母公司的净利润为 7.81 亿元，同比减少 12.1%；基本每股收益为 0.94 元，同比减少 12.1%。

2. 二季度环比数据较好

二季度公司营业收入为 27.65 亿元，环比增长 5.78%；营业成本为 17.85 亿元，环比增长 1.42%，明显低于一季度环比增速 14.81%；营业利润为 6.18 亿元，环比增长 17.94%；净利润为 4.66 亿元，环比增长 17.38 亿元。

表 1：公司各季度数据环比情况

亿元	2011Q4	2012Q1	环比增长	2012Q2	环比增长
营业收入	21.71	26.14	20.4%	27.65	5.78%
营业成本	15.33	17.6	14.8%	17.85	1.42%
营业利润	1.97	5.24	166.0%	6.18	17.94%
净利润	1.32	3.97	200.8%	4.66	17.38%

数据来源：山西证券研究所

3. 公司内生性增长动力不足

公司完成借壳之后，公司拥有 11 个煤矿，总核定产能为 1720 万吨/年，权益产能为 1615 万吨/年。在 11 个煤矿中，除孟津煤矿为在技改（或即将建成），其余均为在产矿，即使孟津技改完成后达产，孟津煤矿的产能仅为 120 万吨/年，增量有限，公司内生性增长动力不足。

表 2：公司现有煤矿未来产量增量有限

单位：万吨	权益比例	总储量 万吨	探明的（可研） 经济基础储量（111b）	控制的经济 基础储量（122b）	推断的内蕴 经济资源量（333）	产能 万吨
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%	2655	2437		218	170
千秋煤矿	100%	20991.15	14656.36	1637.75	4697.04	210
新安煤矿	100%	22083	3136	6021	12926	150
跃进煤矿	100%	11533	5705	4071	1757	150
石壕煤矿	100%	4930	2766	1237	927	90



孟津公司	100%	11804	3088	3240	5476	120
义安矿业正村煤矿	50.50%	16,715	3368	5763	7584	120
李沟矿业	51%	1258	695		793	30
义络煤业	49%	1381	748	450	183	60
合计		113816	46506	27196	40344	1720
权益合计		104221	44116	24114	36108	1615

数据来源：山西证券研究所

4. 集团资产注入是增长源泉

4.1 正在注入煤矿使产能增加 26%，盈利能力提升

证监会已经审核通过公司非公开发行股票法案，具体方案：公司将以不低于 21.54 元/股的价格（除权、除息之前的价格，目前为 20.84 元），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。

此次注入的四个煤矿为公司增加保有资源量 3.8 亿吨，增加可采储量 1.5 亿吨，增加核定产能 445 万吨/年，增量为原来的 25.87%。四煤矿吨煤净利润较高。

(1) 阳光煤矿核定产能为 45 万吨/年，计划于 2012 年 6 月正式投产，于 2015 年 7 月达到设计生产能力 45 万吨/年，2016 年以后为 45 万吨。煤矿达到生产能力后，预计每年可实现净利润为 7847.19 万元，吨煤净利润为 174 元/吨。

(2) 铁生沟核定产能为 120 万吨/年，2009 年生产原煤 80.17 万吨，2010 年生产原煤 93.37 万吨，2011 年生产原煤 93.92 万吨，2012 年产量为 95 万吨，2012 年达到 120 万吨后，预计每年实现净利润 11094.38 万元，吨煤净利润为 92 元/吨。

(3) 2010 年大黄山一号井原煤产量 95 万吨，2011 年原煤产量 99.15 万吨。大黄山七号井正进行 60 万吨/年改扩建工程，预计于 2013 年 2 月投产。豫新

煤业 2011 年实现净利润 7837.46 万元，吨煤净利润为 79 元；大黄山七号达产后，预计净利润 6011.33 万元，吨煤净利润为 100 元。

(4) 天峻义海核定产能为 120 万吨/年，2010 年天峻义海原煤产量 387 万吨，2011 年原煤产量 461.24 万吨，处于超采状态。公司已经公告天峻义海 2012 年生产计划，原煤产量为 120 万吨，净利润 3.98 亿元，吨煤净利润达到 332 元。

表 3：此次收购资金用途

单位：万元

	总投资	拟募集投入资金
一、购买义煤集团持有的煤炭业务相关股权		
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
二、购买义海能源持有的煤炭业务相关股权		
天峻义海 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 4：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	按 120 万吨/年计算				

数据来源：山西证券研究所

表 5：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	100	8,783	8,098	1,864	弱粘煤、 气煤
豫新煤业一号井	60	7,559	7,304	2,520	低变质烟煤
七号井					
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 6：此次非公开发行收购资产详细情况

	2011 年净利润(万元)	2011 年产量(万吨)	吨煤净利润(元/吨)
阳光矿业	7,847.19	45	174
铁生沟煤业	11,094.38	120	92
豫新煤业(一号)	7,837.46	99.15	79
七号	6,011.33	60	100
天峻义海	126,429.20	461.24	274

数据来源：山西证券研究所 注：阳光矿业和铁生沟煤业数值为煤矿达产后预测值

4.2 后续仍有大批资产待注入

义煤集团承诺：

1) 2010 年重大资产重组完成后的 18 个月内，集团促进公司收购李军股权、陈永让代持的义洛煤业 23.67%和 26.33%股权，增加 30 万吨/年的权益产能；

2) 非公开发行完成后 3 年内，集团所持的中联润世新疆煤业、山西义鸣矿业、李沟-樊村煤炭勘查项目、新安煤炭新义井田深部煤详查、河南省新安煤炭新义二井深部煤详查股权或拥有权益的资产，将由上市公司收购；

3) 取得煤炭矿业权后 2 年，澳大利亚坤谦国际能源有限公司将由上市公司收购或转让。

借壳上市时公司曾经承诺待重组成功后，两年内把剩余煤炭注入上市公司。根据集团承诺情况，待注入煤炭产能至少还有 1440 万吨/年，注入后将明显提升公司产能。

表 7：公司原承诺重大资产重组完成后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

5. 盈利预测及估值

在不考虑非公开发行股票所收购的资产情况下，我们预计 12-13 年的 EPS 分别为 1.71 和 1.80 元，对应 PE 为 12.76 和 12.09 倍。重组完成不到一年，集团即启动资产注入，且后续资产注入均有明确的时间承诺，外延增长想象空间大，因此我们维持“增持”评级。

表 8：公司原承诺重大资产重组完成后两年内注入资产情况

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	872,468	950,221	987,705	1,007,459
营业成本	564,092	607,627	625,280	631,533
营业税金及附加	14,866	18,346	19,070	19,451
销售费用	14,360	15,786	16,544	16,571
管理费用	89,735	110,025	106,533	108,261
财务费用	13,913	7,501	11,130	11,352
资产减值损失	-60	1,101	341	0
投资收益	49	0	0	0
营业利润	175,610	189,836	208,808	220,292
营业外收入	1,439	543	97	0
营业外支出	3,488	1,468	262	0
利润总额	173,560	188,911	208,643	220,292
所得税费用	45,017	48,085	52,161	55,073
净利润	128,543	140,826	156,482	165,219
归属于母公司所有者的净利润	118,094	128,254	142,513	150,470
少数股东损益	10,449	12,572	13,969	14,749
EPS（元）	1.42	1.54	1.71	1.80

数据来源：山西证券研究所



6. 风险提示

- 1) 公司成本上升高于我们的预期；
- 2) 煤价下跌超预期；
- 3) 资产注入不能如期完成的风险。

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。