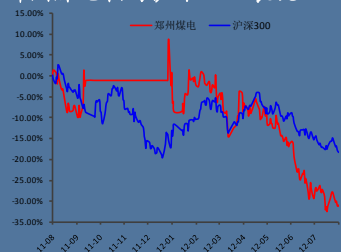


证券研究报告

公司研究——中报点评

郑州煤电（600121.sh）

郑州煤电相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2012-8-17）

收盘价（元）	7.21
52 周内股价波动区间(元)	7-11.47
最近一月涨跌幅(%)	1.55
总股本(亿股)	6.29
流通 A 股比例(%)	100
总市值(亿元)	45.36

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编：100031

谢从军 煤炭行业分析师

执业编号：S1500511120001

联系电话：+86 10 63081271

邮箱：xiecongjun@cindasc.com

韦玮 煤炭电力行业分析师

执业编号：S1500512030001

联系电话：+86 10 63081090

邮箱：weiwei@cindasc.com

相关研究

《煤炭行业八月报：一弱二高，煤价弱势难改》2012.7.31

《煤炭行业七月报：煤价有望筑底反弹 精选个股阶段机会》2012.7.17

《关注低估值和外延扩张的公司》2012.2.9

业绩下滑明显，静待注资推进

2012 年中报点评

2012 年 08 月 20 日

事件：公司发布 2012 年半年报，报告期内实现营业收入 105.11 亿元，同比增长 48.55%；利润总额 2964.82 万元，同比下降 80.32%；归属于母公司所有者的净利润 2485.09 万元，同比下降 42.10%，摊薄每股收益 0.04 元，每股经营性现金流-0.46 元，基本符合我们对注资前业绩的预期。

点评：

◆ **煤炭业务量涨价跌，毛利率逆市增长。**受宏观经济下行及下游需求低迷影响，煤炭价格持续走低。报告期内，公司实现原煤产量 255 万吨，较去年同期增长 4.94%。根据收入测算的煤价约为 401 元/吨，较去年同期的 437 元下降 8.24%；相较之下，吨煤成本下降至 296 元/吨，较去年同期的 346 元下降 14.45%。煤炭业务毛利率较去年同期增长 5.35 个百分点，达到 26.18%。

◆ **材料贸易业务是导致公司营业收入及利润变化的主要因素。**报告期间，公司实现营业收入 105.11 亿元，较去年同期增长 34.35 亿元；其中，材料贸易业务实现营业收入 91.84 亿元，较去年同期增长 38 亿元，分别占总营业收入及其增长额的 87.37%和 110.63%。在公司收入大幅增长的情况下，利润却大幅下跌，毛利率由去年同期的 6.53%下降到 3.77%。具体来看，占营业收入近 90%的材料贸易业务毛利率仅为 0.97%，较去年同期下滑了 0.28 个百分点。另外，电力业务受益于煤价下跌、电价上涨，亏损幅度大幅降低，但仍亏损 1979 万元。

◆ **三费有所增长，财务费用增长明显，现金流紧张。**从相对营业收入（除去材料业务）比例来看，销售费用、管理费用、财务费用分别较去年同期增长 1.91、5.45、3.27 个百分点，增幅达 61.25%、52.19%、407.92%。财务费用增长明显主要由于公司短期借款、长期借款分别较去年同期增长 64.28%、100.25%，资产负债率达到 75.71%（去年同期为 67.42%）。公司目前经营性现金流极为紧张，为促进销售，煤炭、材料等业务多通过票据或信用政策交易，应收项目增长超 300%。

◆ **未来增长仍看资产注入。**公司将增发股票，以其房地产业务资产置换集团煤矿资产并进行配套融资。置入煤矿保有储量 50,617.18 万吨，可采储量 26,928.31 万吨，核定生产能力 585 万吨/年。交易完成后，郑州煤电可采储量将达 37,602.31 万吨，增幅为 252.28%，核定生产能力将达到 1,074 万吨/年，增幅为 119.63%。煤炭业务是公司核心利润来源，新注入煤矿将极大增厚公司业绩。

◆ **盈利预测：**若今年注资完成，我们给予公司 2012~2014 年每股收益为 0.47 元、0.53 元、0.58 元的盈利预测，对应 2012 年 8 月 17 日收盘价（7.21 元）的市盈率分别为 15 倍、14 倍、12 倍。

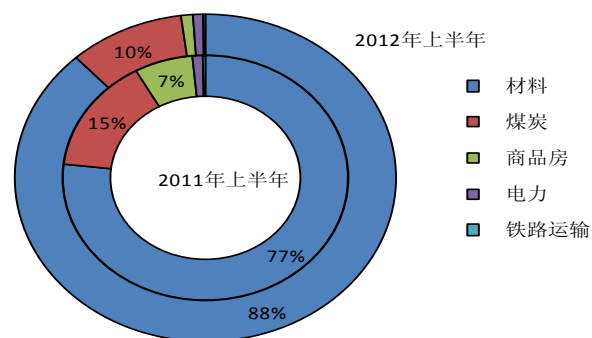
◆ **风险因素：**资产置换不能顺利进行；宏观经济下行；煤价走低，需求低迷；煤炭资源税改革。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	11,925.32	17,916.08	22,547.23	24,509.49	25,738.63
增长率 YoY %	92.83%	50.24%	25.85%	8.70%	5.01%
净利润(百万元)	641.96	556.39	490.06	552.90	611.89
增长率 YoY%	460.36%	-13.33%	-11.92%	12.82%	10.67%
毛利率%	18.19%	13.01%	9.80%	9.49%	9.45%
净资产收益率 ROE%	27.87%	19.27%	13.84%	12.11%	13.06%
每股收益 EPS(元)	0.68	0.59	0.47	0.53	0.58
市场一致预期 EPS(元)	0.20	0.28	0.46	0.52	0.57
市盈率 P/E(倍)	11	12	15	14	12
市净率 P/B(倍)	2.31	2.41	1.77	1.55	1.68

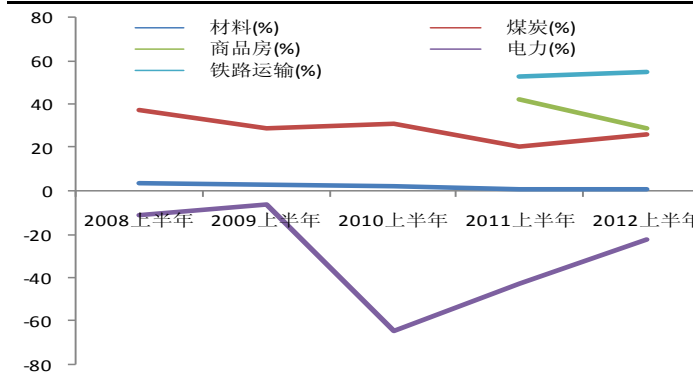
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2012年8月17日收盘价

图 1: 郑州煤电近 2 年半年报各项主营业务收入占比



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 郑州煤电近 5 年半年报各项主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 1: 郑州煤电自有煤矿情况

现有煤矿	矿井名称	核定生产能力(万吨/年)	主要产品
1	米村煤矿	150	贫瘦煤
2	超化煤矿	220	贫瘦煤
3	告成煤矿	119	贫煤
-	合计	489	-

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 2: 集团注入煤矿基本情况

序号	标的资产	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	权益可采储量 (万吨)	核定生产能力 (万吨/年)	剩余服务年限(年)	开采率
1	白坪煤业	8,534.00	5584.05	5584.05	180	22.16	71.43%
2	新郑煤电	38,015.38	19818.29	10107.33	300	47.19	71.43%
3	教学二矿	719.00	301.50	153.77	45	4.79	71.49%
4	芦沟煤矿	3,348.80	1224.47	1224.47	60	14.58	71.44%
-	合计	50617.18	26928.31	17069.61	585	-	-

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 3: 资产注入前后郑州煤电 2011 年情况对比

项目	可采储量 (万吨)	权益可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	营业收入 (万元)	归属于母公司净利润 (万元)	股本 (万股)	EPS (元)	PE
资产注入前	10,674	10,674	489	1,558,688	11,594	62,914	0.18	40
注入资产	26,928	17,070	585	347,202	50,254	-	-	-
资产注入后	37,602	27,744	1,074	1,791,608	55,639	94,614	0.59	12

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	2,003.73	2,436.84	4,714.35	5,594.24	5,082.05
现金	1,365.25	1,607.41	3,683.78	4,464.78	3,906.20
应收账款	69.65	55.58	100.81	92.81	106.27
其它应收款	96.69	50.57	123.22	101.56	123.66
预付账款	125.59	305.27	330.06	397.28	397.84
存货	170.11	341.89	400.35	461.69	471.95
其他	176.44	76.12	76.12	76.12	76.12
非流动资产	6,547.73	6,894.42	6,844.90	6,791.20	6,741.04
长期投资	232.52	232.50	232.50	232.50	232.50
固定资产	4,916.36	5,235.66	5,100.93	5,146.71	5,150.97
无形资产	980.19	918.06	843.94	772.49	701.05
其他	418.66	508.20	667.53	639.50	656.51
资产总计	8,551.45	9,331.25	11,559.25	12,385.45	11,823.09
流动负债	2,975.45	4,744.18	5,413.65	5,482.47	5,133.71
短期借款	830.00	1,165.00	1,165.00	1,165.00	582.50
应付账款	587.93	729.72	1,088.83	1,113.22	1,208.74
其他	1,557.52	2,849.46	3,159.82	3,204.25	3,342.46
非流动负债	2,075.00	1,039.00	1,039.00	1,039.00	1,039.00
长期借款	2,075.00	1,039.00	1,039.00	1,039.00	1,039.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	5,050.45	5,783.18	6,452.65	6,521.47	6,172.71
少数股东权益	554.17	721.54	848.96	992.41	1,152.02
归属母公司股东权益	2,946.83	2,826.54	4,257.64	4,871.58	4,498.36
负债和股东权益	8551.45	9331.25	11559.25	12385.45	11823.09

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11,925.32	17,916.08	22,547.23	24,509.49	25,738.63
同比	92.83%	50.24%	25.85%	8.70%	5.01%
归属母公司净利润	641.96	556.39	490.06	552.90	611.89
同比	460.36%	-13.33%	-11.92%	12.82%	10.67%
毛利率	18.19%	13.01%	9.80%	9.49%	9.45%
ROE	27.87%	19.27%	13.84%	12.11%	13.06%
每股收益(元)	0.68	0.59	0.47	0.53	0.58
P/E	11	12	15	14	12
P/B	2.31	2.41	1.77	1.55	1.68
EV/EBITDA	4.19	5.15	5.72	5.34	4.70

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11,925.32	17,916.08	22,547.23	24,509.49	25,738.63
营业成本	9,756.48	15,585.36	20,336.54	22,184.13	23,307.56
营业税金及附加	127.12	158.96	160.63	168.50	177.03
营业费用	112.45	127.78	143.42	150.45	158.06
管理费用	706.11	790.78	889.19	932.77	979.98
财务费用	129.59	125.26	191.67	137.58	81.05
资产减值损失	-8.13	22.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.02	-0.01	5.60	1.85	2.48
营业利润	1,101.68	1,105.26	831.38	937.91	1,037.44
营业外收入	5.73	9.99	7.86	8.92	8.39
营业外支出	11.02	20.83	15.92	18.38	17.15
利润总额	1,096.39	1,094.41	823.32	928.46	1,028.68
所得税	283.54	302.77	205.83	232.12	257.17
净利润	812.85	791.64	617.49	696.35	771.51
少数股东损益	170.89	235.26	127.43	143.44	159.61
归属母公司净利润	641.96	556.39	490.06	552.90	611.89
EBITDA	2,321.29	1,903.60	1,841.84	1,971.07	2,115.23
EPS (摊薄)	0.68	0.59	0.47	0.53	0.58

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	2,196.34	2,260.96	2,165.09	1,770.59	2,106.56
净利润	812.85	791.64	617.49	696.35	771.51
折旧摊销	1,095.30	683.93	776.79	827.41	888.29
财务费用	129.59	125.26	241.72	215.20	198.27
投资损失	0.02	0.01	-5.60	-1.85	-2.48
营运资金变动	64.90	458.78	468.34	-30.08	187.35
其它	93.67	201.34	66.34	63.57	63.62
投资活动现金流	-272.83	-313.10	-726.99	-774.40	-838.23
资本支出	-263.57	-313.86	-732.59	-776.25	-840.71
长期投资	0.00	0.01	5.60	1.85	2.48
其他	-9.26	0.75	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-78.11	-701.00	638.28	-215.20	-1,826.91
短期借款	0.00	0.00	880.00	0.00	0.00
长期借款	-5.00	-701.00	0.00	0.00	-582.50
其他	73.11	0.00	241.72	215.20	1,244.41
现金净增加额	1232.83	895.72	2076.37	781.00	-558.58

煤炭电力行业研究小组

谢从军，煤炭行业分析师，2011 年底加盟信达证券研究开发中心。曾任职于中信证券，从事交通运输行业研究，2006-2009 年新财富交通运输行业最佳分析师第一名团队成员。

韦玮，从事煤炭和电力行业研究，2012 年初加盟信达证券研究开发中心。曾任职于天相投顾和中国民族证券，从事煤炭和电力行业研究。

煤炭行业重点覆盖公司

国投新集（601918）	潞安环能（601699）	平煤股份（601666）	中国神华（601088）	中煤能源（601898）
大同煤业（601001）	开滦股份（600997）	山煤国际（600546）	大有能源（600403）	盘江股份（600395）
阳泉煤业（600348）	兖州煤业（600188）	兰花科创（600123）	郑州煤电（600121）	昊华能源（601101）
西山煤电（000983）	煤气化（000968）	神火股份（000933）	平庄能源（000780）	永泰能源（600157）

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； 增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有 ：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间； 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好 ：行业指数超越基准； 中性 ：行业指数与基准基本持平； 看淡 ：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。