

安源股份 (600397)

未评级

股价 : RMB16.76

分析师

唐宗辰

SAC 执业证书编号:S1000510120047

(0755)8236 4432

tangzc@mail.hthsc.com.cn

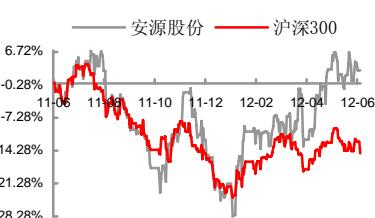
增长还看注入

- 现有煤矿基本达产，产能提升空间有限。公司现有在产矿井 20 座，产能 739 万吨，已基本达产，目前公司正在申请对矿井生产能力重新核定，届时将新增产能 72 万吨，预计年底完成审批。
- 集团资产注入是公司未来主要增长点。江煤集团曾承诺，在合适的时机将集团符合注入条件的矿井注入到上市公司。目前，集团符合注入条件的矿井 12 座，产能 387 万吨，权益产能 254 万吨，多数处于在建、技改及改制过程中，预计下半年开始陆续投入生产。
- 另外，集团积极在云贵两省收购资源，提升资源储备。子公司云南矿业（持股 51%）在云南地区拥有一处煤矿采矿权及四处探矿权，资源量 3.17 亿吨；子公司贵州鼎望（持股 34%）于 2009 年 12 月（筹建期）与瓮矿贵州能化有限公司签订了毕节市岔河井田和王家坝井田两宗探矿权（精查）转让协议，目前仍处于审批阶段，两处探矿权资源量 13.42 亿吨，加上云南矿业收购的资源，集团在云贵两省合计拥有权益资源量 6.2 亿吨，是上市公司的 1.8 倍。另外，鼎望和贵州矿业分别在洽谈收购两处煤矿，产能合计 45 万吨。
- 省内资源整合，公司受益有限。由于江西小煤矿“多、小、散、乱”，整合主体将面临管理费用高、安全投入高等诸多问题，我们认为公司在江西资源整合中受益有限。
- 人均产煤量、工资低于行业平均水平，成本压力犹存。人工占公司煤炭生产成本的 40-50%，目前公司拥有员工约 36000 人，人均产煤量 200 多吨，处于业内低位，人均工资 37000 元，显著低于行业平均水平（57000 元），公司未来面临一定的成本上升压力。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.07 元、1.19 元和 1.29 元，对应 PE 分别为 15 倍、13.4 倍和 12.3 倍，估值优势不明显，暂不评级。
- 风险提示：宏观经济下行导致煤价下跌；资产注入的进度低于预期。

基础数据

总股本 (百万股)	495
流通 A 股 (百万股)	495
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	8,296

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1514.0	12290	13494	14601
(+/-%)	26.3	812	9.8	8.2
归属母公司净利润(百万元)	29.3	590	650	700
(+/-%)	-30.9	1914	10.2	7.7
EPS(元)	0.06	1.19	1.31	1.41
P/E(倍)	282.9	13.4	12.0	11.3

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

现有煤矿基本达产，产能提升空间有限

公司现有在产矿井 20 座，产能 739 万吨，基本达产，公司目前正在申请 72 万吨新增产能核定，其中，9 万吨已于 2011 年 7 月得到核准，其余 63 万吨公司仍在积极申请。

表 1：公司现有矿井产能情况

	股权比例 (%)	煤种	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	产能 (万吨)
曲江煤矿	90	焦煤	8,772	2,906	90
萍乡巨源煤业	80	贫瘦煤	3,576	1,009	21
江西仙槎煤业	53	瘦煤	226	149	21
江西煤业高坑煤矿	100	1/3 焦煤	1,817	447	30
江西煤业安源煤矿	100	1/3 焦煤	2,359	790	78
江西煤业青山煤矿	100	无烟煤	1,164	672	39
江西煤业黄冲煤矿	100	无烟煤	325	209	10
江西煤业杨桥煤矿	100	无烟煤	930	355	25
江西煤业白源煤矿	100	主焦煤	782	312	33
江西煤业建新煤矿	100	主焦煤	1,168	743	81
江西煤业坪湖煤矿	100	主焦煤	1,616	1,044	51
江西煤业尚庄煤矿	100	贫瘦煤	1,910	1,319	45
江西煤业流舍煤矿	100	贫瘦煤	1,821	865	21
江西煤业山西煤矿	100	贫瘦煤	1,255	672	33
江西煤业东村煤矿	100	无烟煤	256	137	18
江西煤业桥二煤矿	100	无烟煤	139	96	12
江西煤业伍家煤矿	100	贫瘦煤	182	86	6
江西煤业天河煤矿	100	烟煤	719	423	45
江西煤业沿沟煤矿	100	瘦煤	3,185	1,688	60
江西煤业涌山煤矿	100	无烟煤	2,459	840	20
合计			34,662	14,762	739

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

集团资产注入是公司未来主要增长点

集团现有矿井

集团尚有在建、技改及改制煤矿 12 座，产能 387 万吨，权益产能 254 万吨，预计部分矿井下半年将陆续进入试生产。

- 在建煤矿：6 座，产能 261 万吨，权益产能 141 万吨，其中云庄矿业（15 万吨）、宜萍煤业已建成投产，其余四座煤矿 12 年下半年、13 年才陆续进入试生产。
- 改制煤矿：6 座，产能 126 万吨，权益产能 113 万吨。其中，花鼓山煤矿改制已完成，目前正在办理矿权、土地的出让手续，其余各矿仍处于改制过程中。

江煤集团承诺，集团将在合适的时机将上述资产注入到上市公司，到 2014 年年底前江煤集团将对其实际控制的与煤炭生产、经营相关的资产和业务做出相应的处置。

表 2：集团现有符合注入条件矿井

股权比例 (%)	煤种	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	产能 (万吨)	投产时间
在建矿井					
丰龙矿业	40	主焦煤	9,020	4,002	90
新鸣煤业	51	气煤至气肥煤	1,396	1,078	30
小牛煤业	80	优质主焦煤	3,786	2,537	60
贵新煤业	52	优质主焦煤	1,604	1,231	45
云庄矿业	51	无烟煤	390	300	15
宜萍煤业	51	优质无烟煤	1,170	971	21
合计		17366	10119	261	
改制矿井					
大水洞煤矿	51	无烟煤	381	381	15
前进煤矿	60	无烟煤	1,419	844	15
花鼓山煤业	100	无烟煤	1,560	938	34
八景煤业	100	中灰、中高硫、中高热值的贫煤至无烟煤和中灰、低中硫、特高热值的瘦煤。	919	491	32
大光山煤业	100	低热值、高硫无烟煤	802	431	18
棠浦煤业	100	气煤	44	33	12
合计		5125	3118	126	

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

省内未来获取资源潜力有限

目前，江西省发布了《江西省推进煤矿企业兼并重组工作方案》，江西省资源整合正式启动，目前，江西省煤炭年产量 2800 万吨，其中，江煤集团产量近 1000 万吨，其余以小煤矿为主，据统计，江西省地方小煤矿个数高达 500 个，平均产量不足 4 万吨，且分布分散，另外，根据江西省煤炭行业管理办公室的统计，所有在产煤矿中，年产 20 万吨以上的煤矿均为江西煤业所有。

在小煤矿“多、小、散、乱”的背景下，整合主体将面临管理费用高、安全投入高等诸多问题，我们认为公司在江西资源整合中受益有限。

值得一提的是，江西省有三块新煤田，都在勘探部门，江西省鼓励煤炭、电力、化工企业参与资源开发。公司的主要竞争对手是资金实力较强的国电和中电投等电力企业，而公司的竞争优势在于开采技术，因此我们判断，未来双方合作开发的可能性较高。

积极拓展云贵地区资源

江煤集团拥有贵州鼎望（34%）、贵州矿业（100%）以及云南矿业（51%）三家控股型煤炭投资公司，主要负责洽谈、运作所在地的煤炭资源项目。由于贵州省规定兼并重组后的煤炭企业集团的规模不低于 200 万吨/年，为了为了保留江煤集团在贵州控股型煤炭投资公司的资质，集团拟将鼎望、云南矿业及大水洞煤矿、前进煤矿股权划转至贵州矿业名下，并以贵州矿业为平台，负责整合云贵地区煤炭资源。

➤ 云南：云南矿业目前在云南地区拥有一处煤矿采矿权及四处探矿权，开发方案处于前期论证阶段，煤矿基本建设尚未开始。

表 3：公司在云南整合资源情况

	资源量（万吨）	煤种	备注
罗平县红丫口煤矿勘探探矿权	2100	1/3 焦煤	探矿权
富源县顺通煤矿探矿权	6929	无烟煤	探矿权
师宗县永乐顺煤矿探矿权	16286	1/3 焦煤	探矿权
罗平县永思安煤矿探矿权	4500	1/3 焦煤	探矿权
富源县营上镇平稳煤矿采矿权	1846	1/3 焦煤	采矿权，拟建 30 万吨煤矿
合计	31661		

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

➤ 贵州：贵州鼎望于 2009 年 12 月（筹建期）与兖矿贵州能化有限公司签订了毕节市岔河井田和王家坝井田两宗探矿权（精查）转让协议，目前探矿权转让仍在审批阶段。另外，鼎望和贵州矿业分别在洽谈收购两处煤矿，产能合计 45 万吨。

表 4：集团在贵州拥有探矿权资源情况

	资源量（万吨）	备注
毕节市岔河井田煤矿探矿权	118848	探矿权的转让尚在办理过程中
王家坝探矿权	15352	探矿权的转让尚在办理过程中
合计	134200	

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 5：集团在贵州拟收购煤矿情况

股权比例	资源量（万吨）	产能（万吨）	收购主体	备注
安宏煤矿 100	520	15	鼎望	洽谈中
群力煤矿 100	1743	30	贵州矿业	正在报送国资委审批

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

人均产煤量、工资低于行业平均水平，成本压力犹存

人工占公司煤炭生产成本的 40-50%，目前公司拥有员工约 36000 人，人均产煤量 200 多吨，处于业内低位，人均工资 37000 元，显著低于行业平均水平（57000 元），公司未来面临一定的成本上升压力。

表 6: 上市公司人均产煤量对比

公司	员工人数	煤炭产量(万吨)	人均煤炭产量(吨/人)
兰花科创	16531	601	364
盘江股份	27556	1140	414
潞安环能	28556	3350	1173
阳泉煤业	38137	2621	687
中国神华	65154	22480	3450
中煤能源	56013	12253	2188
神火股份	34020	711	209
西山煤电	28002	2579	921
兖州煤业	50909	4940	970
昊华能源	17525	705	403
平煤股份	79015	3981	504
开滦股份	12570	829	660
冀中能源	50980	3102	608
露天煤业	4416	4243	9608
平庄能源	11292	962.22	852
大同煤业	21736	2929	1348
恒源煤电	26041	1226	471
安源股份	36000	730	203

数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

盈利预测

我们对江西煤业和曲江煤矿分别进行盈利预测:

2011 年江西煤业实现归属于上市公司股东净利润 4.75 亿元, 大幅高于集团承诺盈利值 3.31 亿元, 2012 年 1 季度, 公司电煤均价上涨 5%, 但焦精煤价格下跌 50 元/吨, 我们判断公司一季度均价与去年基本持平或略有上涨, 而公司于 2 月 1 日普遍上调了安全费提取标准(其中, 高瓦斯矿井由 15 元/吨上提至 30 元/吨), 我们判断江西煤业今年的盈利将有所下滑, 我们测算 2012 年归属于上市公司股东净利润 4 亿元。

曲江煤矿 2011 年实现净利润 2 亿元, 考虑到 2012 年上半年因地质条件变化, 工作面脱节, 导致生产受影响两个月, 以及焦精煤价格下跌、安全费计提标准上升等因素影响, 我们测算曲江煤矿 2012 年归属于上市公司股东净利润 1.3 亿元。

预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.07 元、1.19 元和 1.29 元, 对应 PE 分别为 15 倍、13.4 倍和 12.3 倍, 估值优势不明显, 暂不评级。

表格 7：上市公司盈利预测

	2011	2012E	2013E	2014E
公司盈利承诺（江西煤业，亿元）	3.31	3.85	4.25	
我们预测（江西煤业，亿元）	4.75	4.0	4.3	4.6
曲江煤矿（亿元）	2.00	1.3	1.6	1.8
合计（亿元）	6.75	5.3	5.9	6.4
EPS（元/股）	1.36	1.07	1.19	1.29

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

风险提示

宏观经济下行导致煤价下跌；资产注入的进度低于预期，人工成本上升



华泰联合证券评级标准：

时间段	报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数	沪深 300 (以下简称基准)
股票评级	
买入	股价超越基准 20% 以上
增持	股价超越基准 10%-20%
中性	股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价弱于基准 10%-20%
卖出	股价弱于基准 20% 以上
行业评级	
增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐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。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。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以往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，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。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，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，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，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合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，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。