

# 注入资产业绩弹性是增长驱动力

**买入 维持**

目标价格：22.5 元

## 投资要点:

- 本部产品 80% 为合同煤是盈利稳定剂，年底订货会存在涨价预期
- 年内注入资产完成并表，明年义海能源重新核产提供业绩弹性
- 大股东增持显信心，未来资产注入与外延扩张双轮驱动

## 报告摘要:

- 高比例合同煤是本部盈利的稳定剂。**预计今年本部商品煤累计均价略高于 400 元/吨（不含税），较去年下滑约 6%，但目前商品煤中 80% 为合同煤，预计年内均价为 398 元/吨，相对现货价低 20-30 元/吨。截止到 3 季度末，本部已贡献盈利 10.6 亿元，提前完成了全年的承诺目标，年内净利润有望超过 12 亿元，吨净利 60 元/吨以上。此外，年底订货会公司合同价涨价概率较大，电煤价并轨后也将受益。
- 注入资产盈利弹性是明年增长的关键。**注入的 4 个矿有望年内并表，预计义海能源当前焦煤价约 670 元/吨，较最高点时仅下跌不到 100 元/吨，吨煤净利保持在 200 元/吨以上。明年来看，公司正申请对义海能源重新核产，产能有望从 120 万吨升至 300 万吨，预计增净利润近 4.5 亿元，注入资产合计业绩贡献超过 10 亿元。
- 单位生产成本有望稳中有降。**公司固定成本占比 70%，今年也加强了控制，预计单位成本略有下降。明年看，人工难上涨，义海能源注入后结合量能的增加，单位成本仍呈稳中有降态势。
- 外延扩张与资产注入双轮驱动。**义煤集团确立了 2015 年前 7000 万的产能目标，公司在内蒙、澳洲已同步拓展，且 2014 年前集团剩余资产陆续注入，盈利较好的为汝阳金鼎矿及新义矿，若现金收购可增厚业绩 1-2 亿元，还有部分整合小矿可增加资源储备。
- 给予“买入”评级。**假设义海能源核产兑现，预计未来 3 年 EPS 为 1.35 元、1.73 元和 1.87 元，估值具备优势，目标价 22.5 元。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	242.90	9502.21	9847.78	11895.84	12792.36
增长率(%)	-24.83	3811.97%	3.64%	20.80%	7.54%
归母净利润(百万)	5.09	1282.54	1609.23	2065.15	2236.68
增长率(%)	-76.76	25102.96%	25.47%	28.33%	8.31%
每股收益	0.04	1.07	1.35	1.73	1.87
市盈率	355	16	13	10	9

## 原材料研究组

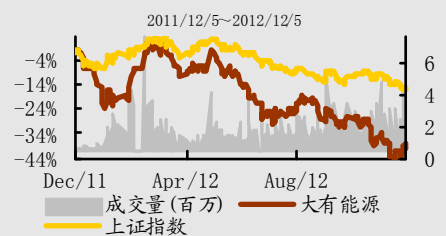
### 分析师:

王京乐(S1180511080003)

电话: 010-88085976

Email: wangjingle@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

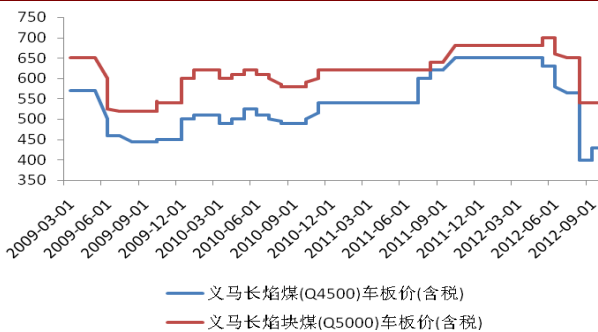
- 《数据月报 (20121203)》  
2012/12/4
- 《数据周报 (20121119)》  
2012/11/19
- 《永泰能源: 销售环境改善, 债务结构优化》  
2012/11/15
- 《兰花科创: 收购集团整合矿, 减少同业竞争》  
2012/11/2
- 《数据月报 (20121031)》  
2012/10/31
- 《山煤国际: 贸易景气度见底, 二次注入开启》  
2012/10/31
- 《国投新集: 3 季度风云突变, 业绩下滑明显》  
2012/10/30

## 一、高比例合同煤是本部盈利的稳定剂

今年以来，受宏观经济走弱影响，煤炭需求出现萎缩，导致煤炭价格出现明显调整，据公开数据显示，截止到11月末河南义马4500大卡长焰煤车板价已跌至430元/吨，年内累计均价为565元/吨，较去年下跌近3.3%，而河南焦煤、贫瘦煤均价较去年也下跌了7.4%和1.7%。在此背景下，我们预计今年本部商品煤累计均价略高于400元/吨(不含税)，较去年下滑约6%。但目前商品煤中80%为合同煤，成为盈利的稳定剂，预计年内累计均价为398元/吨，较去年下跌约19元/吨，相对于现货价低20-30元/吨。截止到3季度末，本部已贡献盈利10.6亿元，提前完成了全年的承诺目标，预计年内净利润有望超过12亿元，对应吨净利60元/吨以上。

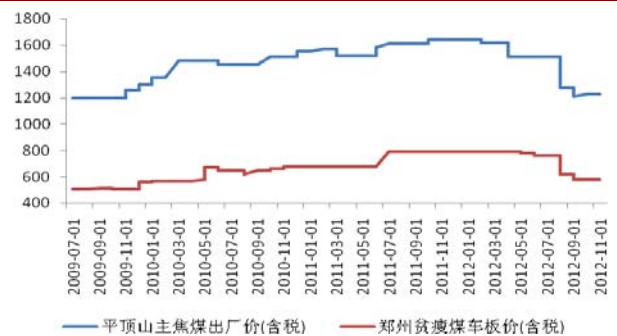
此外，12月末各煤企对于明年合同价谈判即将开始，义煤集团对于省内用户的议价能力较强，Q4销售状况环比又有所改善，明年合同煤价具备涨价预期，即使电煤价并轨也将受益，这同样有助于保证本部盈利的稳定性。

图1：河南义马长焰煤价格走势



资料来源：WIND、宏源证券

图2：河南焦煤、贫瘦煤价格走势



资料来源：WIND、宏源证券

从产量上看，我们预计今年本部在1800万吨左右，较去年有所下降，而2013年的增量主要来自孟津矿，可增加50-60万吨，其他矿井相对稳定，因此未来3年本部产量分别为1800万吨、1860万吨和1930万吨，基本保持稳定，权益产量为1711万吨、1716万吨及1786万吨。

表1：本部煤矿基本情况及产量预测

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)			
							2011	2012E	2013E	2014E
耿村矿	100%	长焰煤	混煤、洗混中块、洗末煤	1.2	400	17	600	550	550	550
常村矿	100%	长焰煤	混煤、混中块	0.84	220	22	300	300	300	300
杨村矿	100%	长焰煤	混煤、混中块	0.24	170	4	154	150	150	150
新安矿	100%	贫瘦煤	混煤、洗混煤	2.2	150	93	160	160	160	160
跃进矿	100%	长焰煤	混煤	0.7	150	44	160	140	140	140

石壕矿	100%	焦煤、肥煤	混煤、冶炼精煤	0.42	90	27	99	80	80	80
义安矿	50.5%	贫瘦煤	-	0.01	120	89	150	110	110	110
千秋矿	100%	长焰煤	洗混中块	1.57	210	44	236	190	200	200
义络矿	49%	焦煤	混煤	0.14	60	16	70	50	50	50
李沟矿	51%	焦煤	-	0.13	30	26	85	70	70	70
孟津矿	100%	贫煤	-	0.93	120	60	-	0	50	120
<b>产量</b>	-	-	-	<b>10.23</b>	<b>1720</b>	<b>37</b>	<b>2014</b>	<b>1800</b>	<b>1860</b>	<b>1930</b>
<b>YOY</b>	-	-	-	-	-	-	-	-11%	3%	4%
<b>权益产量</b>	-	-	-	-	-	-	<b>1787</b>	<b>1711</b>	<b>1716</b>	<b>1786</b>
<b>YOY</b>	-	-	-	-	-	-	-	-4.3%	0.3%	4.1%

资料来源：宏源证券

## 二、注入资产盈利弹性是明年增长的关键

公司于今年启动增发募资 75 亿元收购集团 4 个矿井已于近期完成，预计资产交割可在年内完成实现并表，注入资产合计可完成之前承诺的 4.6 亿元净利润贡献，其中义海能源盈利能力最强，是明年业绩增长的主要看点。

由于青海省市场相对封闭，下游客户相对稳定，具备一定的议价能力，我们预计当前义海能源焦煤价约 670 元/吨，较最高点时仅下跌不到 100 元/吨，明显低于国内其他焦煤公司，商品煤均价在 560 元/吨左右，同时公司产品结构也有所优化，焦煤与电煤比例由 5:5 提升至 7:3，确保吨煤净利保持在 200 元/吨以上。从明年来看，公司正在申请对义海能源进行重新核产，产能有望从 120 万吨升至 300 万吨，假设按照吨净利 250 元/吨计算，预计增加净利润近 4.5 亿元，注入资产合计业绩贡献超过 10 亿元。

表 2：此次注入资产基本情况及产量预测

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)	产量			
							2011	2012E	2013E	2014E
阳光矿业	4.87	100%	焦煤	0.51	0.25	45	0	0	0	12
铁生沟矿	6.91	100%	无烟煤	1.2	0.49	120	93	95	120	120
豫新煤业	4.74	49%	弱粘煤、 气煤	1.64	0.44	160	99	100	140	160
天俊义海 能源	57.3	100%	气煤、焦 煤等	0.43	0.32	120	461	120	400	400
<b>合计</b>	<b>73.82</b>	<b>-</b>	<b>焦煤、气 煤等</b>	<b>3.78</b>	<b>1.5</b>	<b>445</b>	<b>653</b>	<b>315</b>	<b>660</b>	<b>692</b>

资料来源：宏源证券

**表 3: 增发注入矿井收入及成本预测**

项目	2011E	2012E	2013E	2014E
产量(万吨)	653	315	660	692
其中:				
焦煤	327	220.5	462	484.4
电煤	163	94.5	198	207.6
综合售价(按产量,元/吨)	599	567	564	575
其中				
焦煤	745	670	650	663
电煤	452	375	364	371
销售收入	3911.5	1786.1	3722.8	3981.3
单位成本	251	250	230	220
毛利率	58%	55.9%	59.2%	61.8%
销售成本	1639.0	787.5	1518.0	1522.4

资料来源: 宏源证券

### 三、单位生产成本有望稳中有降

公司固定成本占比近 70%，因此稳定性较强。此外面对行业景气度下降的形势，公司也对成本加强了控制，预计单位成本较去年略有下降至 266 元/吨，其中材料费下降 10% 左右，人工则基本与绩效挂钩，基本保持稳定，同时安全费用去年为 40 元/吨，今年在政策指引下下降已至 30 元/吨。从明年来看，人工仍较难上涨，低成本的资产如义海能源注入后结合量能的增加，生产成本有望呈稳中有降态势。

**表 4: 本部单位生产成本预测**

项目	2011	2012E	2013E	2014E
工资	94	95	98	103
材料	42	38	39	40
维简费	8.5	8.5	8.5	8.5
安全费	40	30	30	30
折旧及电力	49	50	50	50
矿山环境保证金	5	5	5	5
其他	31	40	40	40
吨煤成本	270	266	270	276
吨煤毛利	168	137	126	128
毛利率	38.4%	34.0%	31.8%	31.7%

资料来源: 宏源证券

### 四、增发顺利完成，大股东增持添信心

虽然公司增发数额巨大，又面临资本市场融资环境恶化的局面，今年仍顺利完成了融资，合计发行股份 3.62 亿股，募资 75.4 亿元，这为公司未来的发展奠定了良好的基础，值得注意的是，信达资产管理公司此次参与了定增，并持有公司 4% 的股权，这意味着公司成为继冀中能源之后又一家由信达直接持股的煤炭公司，信达股权问题的解决又进一步。此外，公司近期又公告，大股东义煤集团增持公司股份 8600 股，明年 6 月底前仍可继续增持不超过比例的 2%，显示股东对增发后公司发展充满信心。

**表 5: 参与公司定增机构一览**

序号	名称	认购价格 (元/股)	申购数量 (万股)
1	英大基金管理有限公司	20.84	4798
2	汇添富基金管理有限公司	20.84	4798
3	<b>中国信达资产管理股份有限公司</b>	<b>20.84</b>	<b>4798.46</b>
4	深圳市平安创新资本投资有限公司	20.84	4790
5	重庆信飞投资管理有限合伙企业 (有限合伙)	20.84	5700
6	华夏基金管理有限公司	20.84	5758
7	华安基金管理有限公司	20.84	2000
8	汇祥田源 (天津) 投资合伙企业 (有限合伙)	20.84	3533.1

资料来源: 宏源证券

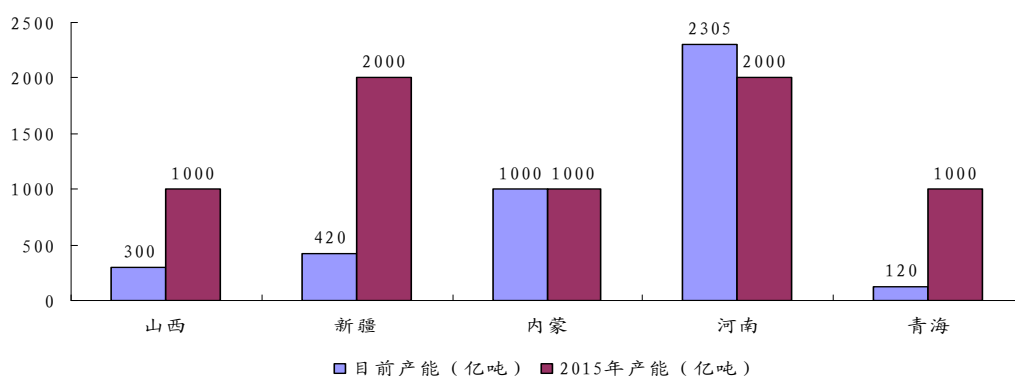
## 五、外延扩张与资产注入双轮驱动

根据义煤集团“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，今年还计划在内蒙实现一个年产近 1000 万吨的落地项目，同时还向澳洲等海外区域拓展资源脉络，成为与兖州煤业、永泰能源、开滦股份同样跨国发展的劲旅，明年合资公司矿井量产的进度快于预期，未来还有望受益国际市场煤需的复苏。

**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 3: 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)

此外, 在此次增发完成后, 义煤集团剩余资产也将在 2014 年底之前注入上市公司, 其中盈利能力较好的为河南汝阳金鼎矿 (焦煤) 及新义矿 (贫瘦煤) 可能性较大, 若现金收购预计增厚净利润 1-2 亿元, 另外预计还有近 1000 万吨整合小矿, 也将增加公司的资源储备。

**表 7: 集团剩余主要煤炭资产情况**

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)
新义煤业	55%	贫瘦煤	河南	2.27	1.36	0.75	120
金鼎矿业	51%	焦煤		-	-	-	90
中联润世	60%	不粘煤	新疆	4.7	2.82	1.69	300
屯南煤业	50%	长焰煤		2.58	1.29	0.65	60
大煤沟煤矿	100%	不粘煤	青海	0.74	0.55	0.55	90

资料来源: 公司公告、宏源证券

## 六、投资建议与估值

在不考虑现金收购集团资产的情况下, 我们假设两种情景, 若义海能源核产获准, 我们预计未来 3 年 EPS 为 1.35 元、1.73 元、1.87 元, 对应明年 PE 仅为 10 倍, 估值优势突

出，而若义海能源核产未获批准，我们预计未来3年EPS为1.35元、1.42元、1.5元，对应明年PE为13倍，估值优势有所减弱。综合来看，义海能源重新核产获批的可能性较大，将显著增加利润，公司业绩弹性较好，成本有效控制下，明年释放的动力充足，未来还有集团资产注入及外延扩张的预期，作为纯煤企业股价具备较好的安全边际，建议可考虑逢低买入。

## 七、风险提示

- 1) 经济再度疲弱，煤价预期下跌
- 2) 义海能源核产搁浅
- 3) 年底本部合同煤价提价未兑现
- 4) 生产、政策性成本上升

### 财务报表

利润表(单位:百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	9502.21	9847.78	11895.84	12792.36
减: 营业成本	6076.27	6324.90	7289.28	7785.85
营业税金及附加	183.46	167.41	202.23	217.47
营业费用	157.86	137.87	190.33	204.68
管理费用	1100.25	886.30	1153.90	1279.24
财务费用	75.01	29.77	60.60	56.50
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
<b>营业利润</b>	<b>1898.36</b>	<b>2301.53</b>	<b>2999.49</b>	<b>3248.63</b>
加: 其他非经营损益	-9.24	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1889.11</b>	<b>2301.53</b>	<b>2999.49</b>	<b>3248.63</b>
减: 所得税	480.85	552.37	749.87	812.16
<b>净利润</b>	<b>1408.26</b>	<b>1749.16</b>	<b>2249.62</b>	<b>2436.47</b>
减: 少数股东损益	125.72	139.93	184.47	199.79
归属母公司股东净利润	1282.54	1609.23	2065.15	2236.68
<b>EPS</b>	<b>1.073</b>	<b>1.346</b>	<b>1.728</b>	<b>1.871</b>
<b>PE</b>	<b>16.38</b>	<b>13.05</b>	<b>10.17</b>	<b>9.39</b>

资料来源: 宏源证券

资产负债表(单位:百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	2506.81	3837.63	6448.50	8833.87
应收和预付款项	1435.57	799.15	2061.56	1195.77
存货	196.58	97.60	266.86	154.00
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
<b>资产总计</b>	<b>10024.53</b>	<b>10880.49</b>	<b>14843.10</b>	<b>16257.32</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2582.43	1589.24	3202.22	2079.97
长期借款	1537.00	1637.00	1737.00	1837.00
其他负债	591.20	591.20	591.20	591.20
<b>负债合计</b>	<b>4710.64</b>	<b>3817.44</b>	<b>5530.43</b>	<b>4508.18</b>
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	4854.17	6919.32	9156.01
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>4863.41</b>	<b>6472.64</b>	<b>8537.79</b>	<b>10774.47</b>
少数股东权益	450.48	590.41	774.88	974.67
<b>股东权益合计</b>	<b>5313.89</b>	<b>7063.05</b>	<b>9312.67</b>	<b>11749.14</b>
负债和股东权益合计	10024.53	10880.49	14843.10	16257.32
<b>现金流量表</b>				
经营性现金净流量	1735.47	2631.69	3652.75	3553.98
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	99.77	158.35	235.39
<b>现金流量净额</b>	<b>785.39</b>	<b>1330.81</b>	<b>2610.87</b>	<b>2385.37</b>

资料来源:宏源证券

**作者简介:**

**王京乐:** 煤炭行业研究员, 东北财经大学金融学硕士, 3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**

区域	姓名	手机号	座机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。