

煤炭采选

报告原因：上市公司深度报告

2012年12月10日

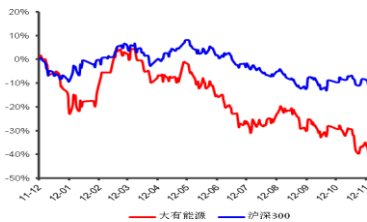
市场数据：2012年12月07日

收盘价(元)	17.92
一年内最高/最低(元)	30.5/15.43
市净率	2.77
市盈率	13.08
流通A股市值(亿元)	22.84

基础数据：2012年09月30日

每股净资产(元)	6.48
资产负债率%	44.15
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

孙涛

执业证书编号：S0760512100001

010-82190302

suntao@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

sxzqyjfbz@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

请务必阅读正文之后的特别声明部分

大有能源 (600403)

增持

天俊义海产量弹性大，增强公司业绩弹性

维持评级

公司研究/深度报告

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	0.99	17.13	18.14
2011A	9,502	8.91	1,283	9	1.07	18.37	16.70
2012E	9,277	-2.37	1,186	-8	0.99	20.06	18.07
2013E	9,636	3.87	1,195	1	1.00	21.34	17.92

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，未包含增发资产

➤ **大股东增持提振市场信心。**11月28日，公司公告大股东义煤集团通过二级市场增持8600股，并计划在2013年6月底前增持不超过股本2%。在市场低迷，公司股价一路下探之时，大股东推出增持计划，体现了大股东对公司股价的呵护，也彰显大股东对公司价值的认同及未来发展前景的信心，对公司股价起积极推动作用。

➤ **12年增发注入资产是增长源，天俊义海业绩弹性大。**借壳上市时，义煤集团注入的11座煤矿中仅孟津矿为在建矿，明年增加60万吨产量，此外千秋矿因矿难，产能、产量下降，其余矿产量稳定；12年增发注入资产后，增加煤炭保有资源量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%，铁生沟煤矿和大黄山煤矿明年带来85万吨左右的产量增量。注入矿中天俊义海按假定吨煤净利润233元/吨计算，产量每增加50万吨，就增加EPS 0.10元，盈利能力强，其产量变化对公司业绩影响明显。

➤ **公司外延发展空间广阔。**目前义煤集团在产、与上市公司构成实质上同业竞争的产能为763万吨，可采储量为3.8亿吨，剩余的可采储量10亿吨未具备生产条件。此外集团设立澳大利亚坤乾国际能源，主要负责集团在澳大利亚参与煤炭交易及煤矿开采、生产和运营，以上所有煤炭资产集团已承诺在重组完成后的2-3年内解决与上市公司的同业竞争的问题，资产注入时间表已明确。

➤ **投资评级：**我们预测12-13年增发注入资产EPS为0.38元和0.61元，借壳上市时注入资产EPS为0.99元和1.00元，对应公司整体EPS为1.37元和1.61元，相应PE为13.08倍11.13倍，公司估值有一定优势，考虑外延发展空间，我们维持“增持”评级。

目 录

1.大股东增持提振市场信心.....	3
2.增发注入资产保障产量增长，提升盈利.....	3
2.1 借壳上市时注入的煤炭资产产量增长有限.....	3
2.2 12 年增发注入资产带来部分产量增量.....	4
3.背靠实力雄厚的义煤集团，外延发展空间广.....	6
3.1 大股东处于强势跨越阶段.....	6
3.2 集团资源储备雄厚.....	7
3.3 集团煤炭资产整体上市有清晰的时间表.....	8
4. 盈利预测及估值.....	9
5. 风险提示.....	10
表 1：大股东义煤集团股权比例变化情况.....	3
表 2：注入矿产资产详细情况.....	4
表 3：增发收购煤矿产量假定情况.....	5
表 4：非公开发行收购资产详细情况.....	5
表 5：2013 年天俊义海产量变化对公司业绩影响.....	6
表 6：集团主要煤田情况.....	7
表 7：除已注入上市公司外义煤集团的资源储备情况.....	7
表 8：集团剩余矿井情况.....	8
表 9：增发资产盈利状况.....	9
表 10：借壳上市时注入资产的产销量及价格成本假设.....	9
表 11：借壳上市注入资产财务指标预测.....	10



1. 大股东增持提振市场信心

2012 年 2 月，公司公布非公开发行预案，8 月证监会核准公司增发方案，10 月增发完成，11 月股权登记完成，时间跨度仅为 9 个月。2 月初至 11 月 28 日，整体市场疲软，上证综指一路下行，总跌幅达 13%，而大有能源股价受挫更严重，共下跌 30%，较增发价 20.84 元/股下跌 24%，严重背离增发价格。

在这种背景下，11 月 28 日，公司公告大股东义煤集团通过二级市场增持 8600 股，并计划在 2013 年 6 月底前增持不超过股本 2%。在市场低迷，公司股价一路下探之时，公司推出增持计划，体现了大股东对公司股价的呵护，也彰显大股东义煤集团对公司价值的认同及未来发展前景的充满信心，对公司股价起积极推动作用。

表 1：大股东义煤集团股权比例变化情况

	借壳上市前	10 年借壳上市后	12 年增发完成后	11 月 28 日增持后
义煤集团	0	706,182,963	706,182,963	706,191,563
控股比例	0	84.71%	59.07%	59.08%

数据来源：山西证券研究所

2. 增发注入资产保障产量增长，提升盈利

2.1 借壳上市时注入的煤炭资产产量增长有限

借壳上市时，义煤集团注入的煤矿皆为河南本部资产，主要位于义马煤田、陕澗煤田、新安煤田、宜洛煤田境内，总共 11 个煤矿，煤矿总储量为 10.3 亿吨，权益储量为 9.3 亿吨，核定产能 1720 万吨，权益产能 1615 万吨。煤种主要包括长焰煤、焦煤、贫瘦煤和贫煤，其中，长焰煤产能为 1150 万吨；贫瘦煤产能为 390 万吨，焦煤为 180 万吨。

11 个矿井中，仅孟津矿为在建矿，明年贡献 60 万吨左右产量，其余煤矿均为在产矿。此外千秋矿虽正常生产，但因“11·3”矿难并按照河南省政府要求，千秋矿生产能力核定减少 20%，预计明年产能维持在 160 万吨/年左右，总体来看 11 个矿井的产能稳定，12 年产量增长有限，13 年仅孟津矿带来部分增量。



表 2：注入矿产资产详细情况

	股权	矿区面积 km ²	总储量（长焰煤） 万吨	产能	煤种
耿村煤矿	100%	12	12,084	400	长焰煤
常村煤矿	100%	12	8,381	220	长焰煤
杨村煤矿	100%	4	2,417	170	长焰煤
千秋煤矿	100%	18	15,666	210	长焰煤
新安煤矿	100%	50	22,083	150	贫瘦煤
跃进煤矿	100%	22	7,015	150	长焰煤
石壕煤矿	100%	10	4,245	90	焦煤、肥煤
孟津公司	100%	58	11,804	120	贫煤
正村煤矿	50.50%	29	16,715	120	贫煤
李沟矿业	51%	3	1,258	30	焦煤
义络煤业	49%	7	1,381	60	焦煤
合计		225	103,049	1,720	
权益合计			93,454	1,615	

数据来源：山西证券研究所(公司正在收购义络煤业其余 51%的股权)

2.2 12 年增发注入资产带来部分产量增量

承诺兑现快。2011 年 9 月 28 日公司重组完成，2012 年 2 月即推出非公开发行股份收购集团煤炭等相关资产的预案，10 月增发完成，资产注入进程快反映大股东对上市公司的支持及实现集团整体上市的决心。

增发注入资产使公司产能增加 25.87%。以 20.58 元/股价格增发 3.6 亿股，募集 75.38 亿元，扣除发行费用后，为 73.79 亿元。此次增发注入煤矿共增加保有资源量 3.8 亿吨，增加可采储量 1.5 亿吨，增加产能 445 万吨/年。四座煤矿的生产经营及公司预计利润贡献情况：

1) 阳光煤矿产能 45 万吨/年，目前正处于煤矿基建期，计划于 2014 年 6 月正式投产，于 2015 年 7 月达产，达产后预计贡献利润 0.78 亿元，吨煤净利润为 174 元/吨；

2) 铁生沟核定产能为 120 万吨/年，2013 年达产，达产后预计贡献净利润 1.1 亿元，吨煤净利润为 92 元/吨；

3) 大黄山一号井, 预计 2012 年产量 100 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, 达产后豫新煤业贡献净利润 1.38 亿元, 49%权益对应的净利润为 0.68 亿元, 一号井吨煤净利润为 78 元/吨, 二号井吨煤净利润为 100 元/吨;

4) 天峻义海是 4 家增发注入煤矿中最庞大的一块资产, 其盈利能力最好, 主要因为该矿产量 70%为焦煤, 且为露天矿, 开采成本低的缘故。2011 年天峻义海实现净利润 12.6 亿元, 吨煤净利润达到 274 元/吨。

表 3: 增发收购煤矿产量假定情况

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	150	250	300		

数据来源: 山西证券研究所

表 4: 非公开发行收购资产详细情况

	股权比例	产能	保有资源储量(万吨)	可采储量(万吨)	2011 年净利润(万元)	达产后预计利润	吨煤净利润(公司预测)	吨煤净利润(我们测算)
阳光煤矿	100%	45	5,057	2,545		7,847	174	148
铁生沟煤矿	100%	120	11,988	4,930	-738	11,094	92	79
豫新煤业一号井	49%	100	8,783	1,864	7,837	7,837	78	67
七号井		60	7,559	2,520		6,011	100	85
天峻义海	100%	120	4,323	3,240	126,429	126,429	274	233

数据来源: 上市公司公告、山西证券研究所

综上所述, 我们看出天峻义海的盈利情况直接关系到增发资产的盈利情况。受天峻义海核定产能的影响, 2012 年天峻义海产量将明显下降, 12 年义煤集团承诺增发资产净利润为 4.6 亿元, 与 2011 年净利润 12.6 亿元相差较大。

因此我们重点研究一下天峻义海盈利变化情况: 考虑到煤价下跌的影响, 我们假设铁生沟煤业吨煤净利润 79 元/吨, 豫新煤业一号井吨煤净利润 67 元/吨, 七号井 85 元/吨, 天峻义海吨煤净利润 233 元/吨, 总股本按照 11.95 亿股

计算，若明年天俊义海产量为 250 万吨，增发资产总体贡献 7.35 亿元，贡献 EPS0.61 元，其中天俊义海贡献 5.82 亿元，贡献 EPS0.49 元，天俊义海产量每提升 50 万吨，EPS 就增加 0.10 元。目前公司正积极申请提升天俊义海的产能，因此我们应密切关注天俊义海产能提升审批进度及未来产量变化情况。

表 5：2013 年天俊义海产量变化对公司业绩影响

天俊义海产量变化	净利润（万元）			贡献 EPS（元/股）		
	天俊义海	其他煤矿	总体	权益	总体	天俊义海
150	34,949	21,259	56,207	45,707	0.38	0.29
200	46,598	21,259	67,857	61,824	0.52	0.39
250	58,248	21,259	79,507	73,474	0.61	0.49
300	69,897	21,259	91,156	85,124	0.71	0.58
350	81,547	21,259	102,806	96,773	0.81	0.68

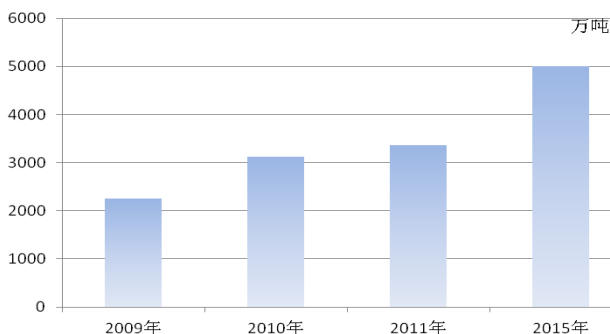
数据来源：山西证券研究所

3. 背靠实力雄厚的义煤集团，外延发展空间广

3.1 大股东处于强势跨越阶段

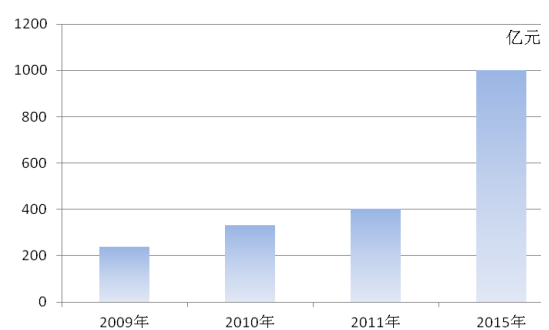
早在 2008 年集团制定“强势起步、强势跨越、强势腾飞”的“三步走”发展战略：2008 年至 2010 年是义煤集团强势起步阶段，着力建设四个千万吨级煤炭基地；2010 年至 2015 年为强势跨越阶段，逐渐跨入 5000 万吨级煤炭企业行列；2015 至 2020 年是强势腾飞阶段，利用五年时间，把义煤建设成“双千亿加双百亿”的大型企业集团。

图表 1：集团产量变化情况



数据来源：山西证券研究所

图表 2：集团资产规模变化情况



数据来源：山西证券研究所

3.2 集团资源储备雄厚

最近几年，集团积极参与省内外煤炭资源的整合和企业兼并重组，资源储备迅速增加，到现在集团拥有义马、陕澗、新安、宜洛、偃龙、义海、豫新、义鸣等 11 块煤田，分布在河南、青海、山西、内蒙、新疆等省区，煤炭保有煤炭资源储量达 23.49 亿吨，可采煤炭资源储量达 14.41 亿吨。

集团煤炭品种齐全，其中长焰煤可采储量占总储量的 26.94%，贫瘦煤可采储量占总储量的 36.02%，焦煤可采储量占总储量的 17.30%。

表 6: 集团主要煤田情况

矿名	矿井数量	设计产能（万吨/年）	保有储量（万吨）	可采储量（万吨）	煤种
义马煤田	6	750	44,269	25,367	长焰煤
陕澗煤田	5	201	11,621	5,810	焦煤
新安煤田	5	510	74,254	44,606	贫瘦煤
宜洛煤田	2	90	2,984	1,698	焦煤
偃龙煤田	1	120	12,017	6,681	无烟煤
汝阳煤田	1	60	5,531	2,939	焦煤
义海公司	2	210	11,344	9,336	不粘煤、焦煤
豫新煤田	2	120	13,909	8,700	气煤
中联润世	1	300	8,208	8,069	不粘煤
屯南煤业	6	81	25,510	13,445	长焰煤
义鸣煤田	2	180	17,590	12,443	肥煤、焦煤、瘦煤
义襄煤业	1	90	7,700	5,000	无烟煤
合计	34	2,712	234,936	144,095	

数据来源：山西证券研究所

截至 2012 年 3 月底，集团现拥有生产矿井 28 对，在建矿井 6 对，设计产能 2712 万吨/年，原煤核定产能 3813 万吨/年。集团目前在产、与上市公司构成实质上同业竞争的产能为 763 万吨，可采储量为 3.8 亿吨，剩余的可采储量 10 亿吨未具备生产条件。

表 7：除已注入上市公司外义煤集团的资源储备情况

状态	可采储量（万吨）	核定产能（万吨/年）
在产	38,391.59	763
未投产	92,377.00	-
已验收资源整合煤矿	11,661.03	848

数据来源：山西证券研究所

3.3 集团煤炭资产整体上市有清晰的时间表

借壳上市时，义煤集团承诺待重组完成后“义煤集团将在未来两年内逐步分期分批将未纳入上市公司的煤炭资产装入上市公司，如果在2010年重大资产重组完成后两年内义煤集团仍然不能完全解决同业竞争问题，义煤集团承诺将剩余的未纳入上市公司的煤矿资产，全部出让给河南省的其他煤炭企业，彻底解决同业竞争问题。”此外，对部分煤矿的注入有更明确的时间表。

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，目前正在实施，预计年内完成；

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有限公司、襄汾县沙女沟煤炭有限责任公司、山西义鸣矿业有限公司、李沟-樊村煤炭勘查项目、新安煤田新义井田深部煤详查、河南省新安煤田新义二井深部煤详查股权或拥有权益的资产；

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。义煤集团在澳大利亚成立全资子公司坤乾国际能源，主要负责集团在澳大利亚参与煤炭交易及煤矿开采、生产和运营。坤乾国际能源持有Endocoal 51%的股权。Endocoal为澳交所的上市公司，主要在澳大利亚Bowen盆地进行煤炭勘探开采，总煤炭资源储量为4.98亿吨。

表 8：集团剩余矿井情况

矿名	股权	开采煤田	可采储量（万吨）	煤类	设计生产能力（万吨/年）
大煤沟矿	100%	青海煤田	4,980.30	不粘煤	90
木里煤矿		青海煤田	4,355.50	焦煤	120
金鼎煤矿	51%	汝阳煤田	2,939.00	贫煤	60
观音堂矿	14%	陕浍煤田	157.1	焦煤	36
曹窑煤矿	25%	陕浍煤田	527.4	焦煤	30
曹窑东井	100%	陕浍煤田	338.8	焦煤	30
仁村井田		陕浍煤田	2,545.10	焦煤	45
屯南煤业	50%	屯南煤业	13,445.25	长焰煤	81
新义煤矿	55%	新安煤田	13,322.80	贫煤	120
北露天矿	100%	义马煤田	106.9	长焰煤	60
义鸣晋昶煤矿	35%	义鸣公司	5,139.00	肥煤、焦煤	90

义鸣禹硕煤矿	35%	义鸣公司	7,304.00	肥煤、瘦煤	90
山西义襄煤业	60%	义襄煤业	5,000.00	无烟煤	90
中联润世	60%	中联润世	8,068.82	不粘煤	300
小计			68,229.97		1242

数据来源：山西证券研究所

4. 盈利预测及估值

1) 由于增发收购资产中，天俊义海盈利能力很强，其未来产量变化对公司业绩影响明显，我们假设 12 年天俊义海产量为 150 万吨，13 年产量为 250 万吨，按增发后总股本 119540.6 万股计算，增发资产 2012 年和 2013 年净利润分别为 4.6 亿元和 7.3 亿元，对应 EPS 为 0.38 元和 0.61 元。

表 9：增发资产盈利状况

	产量（万吨）		吨煤净利润	净利润（万元）		EPS（元/股）	
	2012E	2013E	元/吨	2012E	2013E	2012E	2013E
阳光矿业（100%）	0	0	148	-	-	-	-
铁生沟煤业（100%）	95	120	79	7,466	9,430	0.06	0.08
豫新煤业（一号）（49%）	100	100	67	3,292	3,292	0.03	0.03
七号（49%）	0	60	85	-	2,504	-	0.02
天俊义海（100%）	150	250	233	34,949	58,248	0.29	0.49
合计	345	530		45,707	73,474	0.38	0.61

数据来源：山西证券研究所 注：总股本 119540.62 万股

2) 根据公司历年产量数据，我们预计借壳上市时资产 12-13 年的 EPS 为 0.99 元和 1.00 元。

表 10：借壳上市时注入资产的产销量及价格成本假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
煤炭产量（万吨）	1616.26	1611.47	1760	1848	1860	1932
煤炭销量（万吨）	1597.59	1595.01	1742.40	1830	1841	1932
销售均价（元/吨）	376.62	347.56	440.29	484	470	465
吨煤成本（元/吨）	220.63	236.39	264.87	296	300	300

数据来源：山西证券研究所



表 11：借壳上市注入资产财务指标预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	872,468	950,221	927,700	963,611
营业成本	564,092	607,627	614,538	644,775
营业税金及附加	14,866	18,346	17,911	18,605
销售费用	14,360	15,786	15,539	15,849
管理费用	89,735	110,025	100,061	103,549
财务费用	13,913	7,501	7,323	7,607
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	171,986	173,227
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	171,821	173,227
所得税费用	45,017	48,085	42,955	43,307
净利润	128,543	140,826	128,866	129,920
归属于母公司所有者的净利润	118,094	128,254	118,557	119,526
少数股东损益	10,449	12,572	10,309	10,394
EPS（元）	0.99	1.07	0.99	1.00

数据来源：山西证券研究所

我们的预测主要分为两部分，即增发注入资产及借壳上市注入资产，12-13年增发注入资产 EPS 为 0.38 元和 0.61 元，借壳上市注入资产 EPS 为 0.99 元和 1.00 元，为 1.37 元和 1.61 元，相应 PE 为 13.08 倍 11.13 倍，公司估值有一定优势，考虑公司外延发展空间，我们维持“增持”评级。

5. 风险提示

- 1) 公司成本上升高于我们的预期；
- 2) 经济结构调整影响下游需求；
- 3) 天俊义海产能提升无望。

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(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司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。入市有风险，投资需谨慎。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。