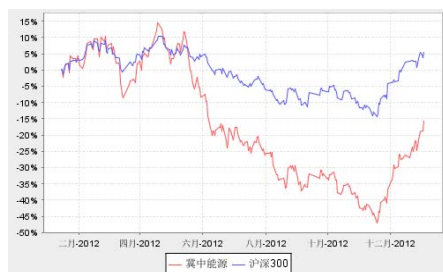


冀中能源 (000937.SZ)
收购再添优质无烟煤资源

评级: 买入 **前次:** 增持
目标价(元): 17.64-19.6
 分析师 联系人
 刘昭亮 王永辉
 S0740510120026
 021-20315150 021-20315201
 liuzl@r.qlzq.com.cn wangyh@r.qlzq.com.cn
 2013年1月25日

基本状况

总股本(百万股)	2312.88
流通股本(百万股)	1575.91
市价(元)	15.79
市值(百万元)	36520.44
流通市值(百万元)	24883.54

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	30,289.16	37,569.08	31,160.91	31,861.33	34,235.49
营业收入增速	49.61%	24.03%	-17.06%	2.25%	7.45%
净利润增长率	43.19%	27.26%	-28.85%	4.55%	17.16%
摊薄每股收益(元)	2.07	1.32	0.94	0.98	1.15
前次预测每股收益(元)	—	—	0.94	0.89	1.03
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	19.33	12.79	14.91	14.27	12.18
PEG	0.45	0.47	—	3.14	0.71
每股净资产(元)	10.13	6.17	7.11	8.09	9.24
每股现金流量	3.02	1.32	3.02	1.87	2.06
净资产收益率	20.46%	21.36%	13.19%	12.12%	12.44%
市净率	3.96	2.73	1.97	1.73	1.51
总股本(百万股)	1,156.44	2,312.88	2,312.88	2,312.88	2,312.88

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 冀中能源于2013年1月24日发布《收购资产暨关联交易》的公告:** 经《河北省国土资源厅关于邯郸矿区武安北通云规划区煤炭资源规划配置有关情况的函》,公司与邯矿集团拥有的邯郸矿区武安北通云规划区章村四井深部扩大区进行资源合并,公司拟收购该扩大矿区。通云规划区评估价值为1.91亿元,公司支付对价为1.8亿元。
- 通云规划区煤种为无烟煤,属于低瓦斯矿井。**该扩大矿区煤炭保有资源储量为2103.4万吨,可采储量为652.23万吨,生产能力为90万吨/年,评估矿产服务年限为5.18年。本次收购完成后,预计将进入为期2年的建设工期,2015年建成投产。从历年煤炭资产评估价值和资源价值的历史数据看,我们认为本次认购价格偏高,按照可采资源储量价格为27.6元/吨,但该资源区块增加公司章村四井的储备。按照煤炭销售价格550元/吨,吨煤利润将达到150元/吨静态测算,2015年后可增加利润1.35亿元。
- 未来看好公司外延式扩张能力。**公司主要的看点主要在于大股东煤炭资产注入以及山西和内蒙古地区整合矿井的逐步投产。冀中能源集团彻底解决信达问题之后,预计未来仍有煤矿收购预期,集团剩余产能注入值得期待。2012年冀中能源集团煤炭产量1.15亿吨,是同期公司煤炭产能的3.06倍。另外,公司的焦煤比重较高,在景气回升、焦煤价格上涨过程中具有非常高的业绩弹性。
- 近期,冀中能源上调焦煤产品价格:** 其中1/3焦上调30元/吨,主焦煤和肥煤上调50~70元/吨。我们认为,随着钢铁价格上调以及旺季的来临,焦煤价格仍有上涨空间,继续看好公司调整之后的投资机会。预测2012~2014年归属于母公司净利润为21.7亿元、24.13亿元和28.27亿元。对应EPS分比为0.94元、0.98元和1.15元,同比变化-28.85%、4.55%和17.16%。按照目前的股价对应的PE分别为16倍,估值处于行业中间水平。上调公司评级至“买入”,目标价17.64~19.6元。

图表 1: 冀中能源主要煤炭资源情况 (单位: 百万吨)

本部矿井	持股比例	保有资源储量	可采储量	核定产能	主要煤种	权益产能	权益可采储量	2011E	2012E	2013E	2014E
东庞矿	100%		101.00	2.80	1/3焦煤	2.80	101.00	4.50	4.50	4.50	4.50
邢东矿	100%		58.00	1.16	1/3焦煤	1.16	58.00	1.30	1.30	1.30	1.30
邢台矿	100%		33.00	1.95	1/3焦煤	1.95	33.00	2.00	2.00	2.00	2.00
章村矿	100%		11.00	1.20	无烟煤	1.20	11.00	1.20	1.20	1.20	1.20
显德旺矿	100%		64.00	1.55	贫煤	1.55	64.00	1.55	1.55	1.55	1.55
葛泉矿	100%		23.00	1.25	1/3焦煤、无烟煤	1.25	23.00	1.25	1.25	1.25	1.25
葛泉矿东井	100%			0.45	1/3焦煤、无烟煤	0.45	0.00				
小计			290.00	10.36		10.36	290.00	11.80	11.80	11.80	11.80
2009年资产注入矿	持股比例	保有资源储量	可采储量	核定产能	主要煤种	权益产能	权益可采储量	2011E	2012E	2013E	2014E
峰峰集团											
大淑村矿	100%	118.67	22.74	1.25	无烟煤、动力用煤	1.25	22.74	1.80	1.80	1.80	1.80
万年矿	100%	250.23	63.55	2.00	无烟煤	2.00	63.55	3.00	3.00	3.00	3.00
新三矿	100%	101.16	13.21	0.72	肥煤、焦煤	0.72	13.21	0.71	0.71	0.71	0.71
梧桐庄矿	100%	359.60	60.12	2.10	肥煤、焦煤	2.10	60.12	2.10	2.10	2.10	2.10
小计		829.66	159.62	6.07		6.07	159.62	7.61	7.61	7.61	7.61
邯矿集团											
云驾岭矿	100%	79.64	17.37	1.57	无烟煤、动力用煤	1.57	17.37	1.57	1.57	1.57	1.57
陶一矿	100%	91.73	7.63	0.65	无烟煤、动力用煤	0.65	7.63	0.65	0.65	0.65	0.65
陶二矿	100%	214.99	43.63	1.25	无烟煤、动力用煤	1.25	43.63	1.25	1.25	1.25	1.25
郭二庄矿	100%	210.78	22.54	1.50	无烟煤、动力用煤	1.50	22.54	2.00	2.00	2.00	2.00
小计		597.14	91.17	4.97		4.97	91.17	5.47	5.47	5.47	5.47
张矿集团											
宝东二号矿	100%	115.89	41.27	1.50	弱粘煤、气煤、1/3焦	1.50	41.27	1.50	1.50	1.50	1.50
2009年注入煤矿合计		1542.69	292.06	12.54		12.54	292.06	14.58	14.58	14.58	14.58
控股子公司及整合矿	持股比例	保有资源储量	可采储量	核定产能	主要煤种	权益产能	权益可采储量	2011E	2012E	2013E	2014E
段王煤化集团											
其中: 段王煤化	72%		300.00	4.50	瘦煤、贫煤	3.24	216.00	5.40	5.40	5.40	5.40
平安煤矿	51%	114.99		0.90	贫煤	0.46	0.00	0.90	0.90	0.90	0.90
友众煤业	51%			0.90	贫煤	0.46	0.00	0.90	0.90	0.90	0.90
张家口金牛能源洁源矿	90%	140.00	140.00	1.80	褐煤	1.62	126.00	1.20	1.20	1.20	1.20
河北金牛邢北煤业	100%	9.17	9.17	0.20	炼焦煤	0.20	9.17	0.20	0.20	0.20	0.20
国投邢台能源西庞矿	100%	2.24	2.24	0.90	1/3焦煤	0.90	2.24	0.40	0.40	0.40	0.40
武钢牛煤矿	51%	91.91	91.91	1.20	动力煤	0.61	46.87	1.00	1.00	1.20	1.20
乾新煤业	51%	53.24	53.24	0.60	动力煤	0.31	27.15	0.60	0.60	0.60	0.60
内蒙古鑫鑫煤业	72%	67.73	39.87	1.20	不粘煤	0.86	28.71	0.60	0.60	1.20	1.20
张大银煤矿	51%	25.59	23.80	0.90	不粘煤	0.46	12.14	0.90	0.90	0.90	0.90
小计		664.29	636.43	10.40		7.74	456.14	7.20	9.40	10.20	10.20
山西冀中	80%	保有资源储量	可采储量	核定产能	主要煤种	权益产能	权益可采储量	2011E	2012E	2013E	2014E
凯川煤业		18.06	12.60	0.90	焦煤	0.46	6.43	0.60	0.90	0.90	0.90
瑞隆煤业		29.70	16.34	1.20	焦煤	1.20	16.34	0.30	1.00	1.20	1.20
万峰煤矿		206.59	121.69	1.20	焦煤	1.20	121.69		0.30	1.20	1.20
隆泰煤业		57.10	33.76	0.90	焦煤	0.64	23.97		0.60	0.90	0.90
荣泰煤业		17.72	12.77	0.90	焦煤	0.90	12.77		0.60	0.90	0.90
小计		329.17	197.16	5.10		4.40	181.20	0.60	1.80	3.70	5.10
本次整合矿											
通云规划区	100%	2103.40	652.23	0.09	无烟煤	0.09	652.23				
资源量总计		4,639.55	2,067.88	38.49		35.13	1,871.63	34.18	37.58	40.28	41.68

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	20,246	30,289	37,569	31,161	31,861	34,235
增长率	-4.24%	49.6%	24.0%	-17.1%	2.2%	7.5%
营业成本	-14,848	-22,530	-28,207	-23,061	-23,790	-25,245
%销售收入	73.3%	74.4%	75.1%	74.0%	74.7%	73.7%
毛利	5,397	7,759	9,362	8,100	8,071	8,991
%销售收入	26.7%	25.6%	24.9%	26.0%	25.3%	26.3%
营业税金及附加	-233	-338	-393	-374	-382	-411
%销售收入	1.1%	1.1%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-407	-577	-652	-592	-605	-650
%销售收入	2.0%	1.9%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	-2,382	-3,218	-3,625	-3,365	-3,441	-3,697
%销售收入	11.8%	10.6%	9.6%	10.8%	10.8%	10.8%
息税前利润 (EBIT)	2,375	3,627	4,693	3,768	3,642	4,232
%销售收入	11.7%	12.0%	12.5%	12.1%	11.4%	12.4%
财务费用	-214	-300	-640	-685	-680	-710
%销售收入	1.1%	1.0%	1.7%	2.2%	2.1%	2.1%
资产减值损失	137	-93	-139	-209	-209	-209
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-195	79	62	324	324
%税前利润	0.0%	—	1.9%	2.0%	10.0%	8.5%
营业利润	2,299	3,039	3,993	2,936	3,078	3,637
营业利润率	11.4%	10.0%	10.6%	9.4%	9.7%	10.6%
营业外收支	-50	282	183	183	183	183
税前利润	2,249	3,321	4,176	3,119	3,261	3,820
利润率	11.1%	11.0%	11.1%	10.0%	10.2%	11.2%
所得税	-637	-834	-1,129	-811	-848	-993
所得税率	28.3%	25.1%	27.0%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	1,612	2,487	3,047	2,308	2,413	2,827
少数股东损益	-61	91	-2	138	145	170
归属于母公司的净利润	1,673	2,396	3,049	2,170	2,268	2,657
净利率	8.3%	7.9%	8.1%	7.0%	7.1%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	1,612	2,487	3,047	2,308	2,413	2,827
少数股东损益	0	0	0	138	145	170
非现金支出	975	1,606	1,721	1,988	2,095	2,202
非经营收益	324	433	413	37	-287	-287
营运资金变动	2,066	-1,034	-2,134	2,648	94	24
经营活动现金净流	4,978	3,492	3,047	7,119	4,460	4,935
资本开支	2,903	3,645	3,146	1,175	1,025	1,091
投资	-778	-470	-1,057	0	0	0
其他	1	15	-1,778	62	324	324
投资活动现金净流	-3,680	-4,100	-5,980	-1,113	-700	-766
股权募资	0	0	149	0	0	0
债权募资	191	1,528	6,888	-3,071	0	0
其他	-305	-918	-1,129	-284	-221	-221
筹资活动现金净流	-114	610	5,908	-3,355	-221	-221
现金净流量	1,183	1	2,975	2,651	3,539	3,948

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	2,297	2,415	5,313	7,826	11,220	14,999
应收账款	2,579	4,548	8,813	8,085	8,266	8,882
存货	865	1,214	1,197	1,011	1,043	1,107
其他流动资产	752	573	787	706	728	771
流动资产	6,493	8,750	16,111	17,628	21,257	25,760
%总资产	30.8%	34.7%	42.3%	45.3%	51.0%	56.9%
长期投资	527	564	681	681	681	681
固定资产	11,950	13,437	14,339	13,663	12,879	11,987
%总资产	56.6%	53.3%	37.7%	35.1%	30.9%	26.5%
无形资产	1,962	2,371	4,848	4,894	4,791	4,755
非流动资产	14,618	16,479	21,943	21,313	20,426	19,498
%总资产	69.2%	65.3%	57.7%	54.7%	49.0%	43.1%
资产总计	21,111	25,229	38,053	38,940	41,683	45,257
短期借款	796	2,117	4,048	977	977	977
应付账款	5,474	6,851	8,139	9,092	9,361	9,961
其他流动负债	993	1,200	1,654	2,351	2,412	2,559
流动负债	7,262	10,167	13,841	12,420	12,750	13,497
长期贷款	2,192	2,138	3,155	3,155	3,155	3,155
其他长期负债	1,423	453	4,788	4,788	4,788	4,788
负债	10,877	12,758	21,784	20,363	20,693	21,440
普通股股东权益	9,803	11,710	14,273	16,443	18,711	21,369
少数股东权益	432	760	1,996	2,134	2,279	2,449
负债股东权益合计	21,111	25,229	38,053	38,940	41,683	45,257

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益 (元)	1.447	2.072	1.318	0.938	0.981	1.149
每股净资产 (元)	8.477	10.126	6.171	7.109	8.090	9.239
每股经营现金净流 (元)	4.304	3.019	1.318	3.018	1.866	2.061
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.250	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.07%	20.46%	21.36%	13.19%	12.12%	12.44%
总资产收益率	7.93%	9.50%	8.01%	5.57%	5.44%	5.87%
投入资本收益率	16.28%	19.50%	15.64%	14.97%	15.28%	18.76%
增长率						
营业总收入增长率	-4.24%	49.61%	24.03%	-17.06%	2.25%	7.45%
EBIT增长率	-45.03%	52.70%	29.38%	-19.70%	-3.34%	16.20%
净利润增长率	-36.72%	43.19%	27.26%	-28.85%	4.55%	17.16%
总资产增长率	14.88%	19.50%	50.83%	2.33%	7.04%	8.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.0	18.7	20.4	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	18.8	16.8	15.6	16.0	16.0	16.0
应付账款周转天数	68.8	59.9	60.4	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	166.6	138.6	123.3	150.1	137.7	118.6
偿债能力						
净负债/股东权益	6.74%	14.75%	36.04%	1.51%	-14.84%	-28.94%
EBIT利息保障倍数	11.1	12.1	7.3	5.5	5.4	6.0
资产负债率	51.52%	50.57%	57.25%	52.29%	49.64%	47.37%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。