

# 安源股份 (600397)

公司研究/调研报告

## 13 年业绩高增长，14 年前后续注入明确

民生精品---调研报告/煤炭行业

2013 年 2 月 5 日

### ● 投资亮点:

- **2013 年业绩高增长。**12 年公司 EPS0.68 元，根据集团业绩承诺 13 年公司业绩至少 0.9 元，增长 30%以上，当前 15 倍，行业内估值优势明显。
- **2014 年前资产注入明确。**集团承诺 2014 年底之前全部解决同业竞争问题，13 年在建矿陆续投产，年内产能达到 400 万吨，未来几年迅速达到 1000 万吨以上。
- **公司业绩弹性大。**地处煤炭净调入区，且公司均为焦煤、无烟煤，煤种优势明显。业绩弹性大，煤价上涨背景下存超预期可能。

### ● 重组完成后，基本面质变，公司变身纯煤炭公司

2012 年初，公司资产重组，江煤集团将江西煤业 19 个在产煤矿注入上市公司，同时公司剥离盈利较差的玻璃、客车业务。公司由年产仅 90 万吨的小煤企变身为拥有 20 个成熟煤矿，合计产能 740 万吨的纯大型煤炭公司。主要煤种为优质炼焦煤、1/3 焦煤、无烟煤及贫瘦煤等，煤种优势明显，而江西及周边省份均为煤炭净调入省，因而凭借煤种及地域优势，在上市公司中公司煤价优势明显。

### ● 13 年业绩高增长，PE 15 倍，估值优势明显

集团注入的江西煤业 2011 年的净利润达到 4.75 亿元，2012 年受煤价下滑影响，估计江西煤业业绩略高于承诺的 2.41 亿元，2013 年集团承诺江西煤业净利润达到 4.25 亿元，连同公司原有曲江煤业，预计 13 年公司业绩至少 0.9 元，较 2012 年增长 30%以上。江西煤业下属煤矿均为优质炼焦煤、无烟煤等，因为地处煤炭净调入省江西（江西每年煤炭产量近 3000 万吨，需求量 6000 万吨，3000 万吨需调入），煤炭价格优势明显。公司业绩弹性大，我们测算，公司均价每上涨 10 元，公司 EPS 将增厚 0.1 元左右。13 年公司下属煤矿产能重新核定后提升 10%，同时在煤价上涨背景下业绩有望超预期。

### ● 集团仍有四倍于公司资源，承诺 2014 年前注入，年内有望开启

目前上市公司保有储量不足 3.5 亿吨，而根据公司公告，集团仍有 12 亿吨以上煤炭资源遍布江西、云贵地区。集团承诺在 2014 年前解决同业竞争问题，未来注入明确。13 年集团在建的丰龙煤矿、宜萍煤业等六矿将陆续投产，届时产能将达到 400 万吨以上，未来几年内随着云贵整合煤矿的建设将达到 1000 万吨以上，上市公司外延空间广阔。公司是省属唯一煤炭企业，连同集团合计产能 1000 万吨占全省 1/3，江西已启动资源整合，公司直接受益。

### ● 盈利预测及投资建议

预计公司 2012~2014 年每股收益分别为 0.68 元、0.9 元和 1.2 元，对应 2012~2014 年 PE 分别为 12 倍、12 倍和 11 倍，公司估值优势明显，资产注入有望年内启动，给予公司“强烈推荐”的投资评级。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	1514	15,135	16,860	19,550
增长率（%）	26.26%	327.32%	11.00%	16.00%
归属母公司股东净利润（百万元）	29	337	446	594
增长率（%）	-30.91%	1062.07%	32.20%	33.33%
每股收益（元）	0.06	0.68	0.9	1.2
PE	224.00	19.76	14.93	11.20
PB	11	5.8	3.8	2.8

资料来源：民生证券研究院

**强烈推荐**

维持评级

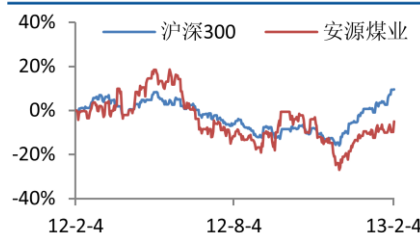
合理估值：

16-17 元

### 交易数据（2013-02-04）

收盘价（元）	13.44
近 12 个月最高/最低	16.77/10.33
总股本（百万股）	494.98
流通股本（百万股）	322.67
流通股比例%	65.19
总市值（亿元）	66.53
流通市值（亿元）	43.37

### 该股与沪深 300 走势比较



### 分析师

**林红垒**

执业证书编号：S0100511060003

电话：(8610)8512 7892

Email: [linhonglei@mszq.com](mailto:linhonglei@mszq.com)

**陈亮**

执业证书编号：S1000511030003

电话：(021)58768935

Email: [chenliangyjs@mszq.com](mailto:chenliangyjs@mszq.com)

**研究助理：陶贻功**

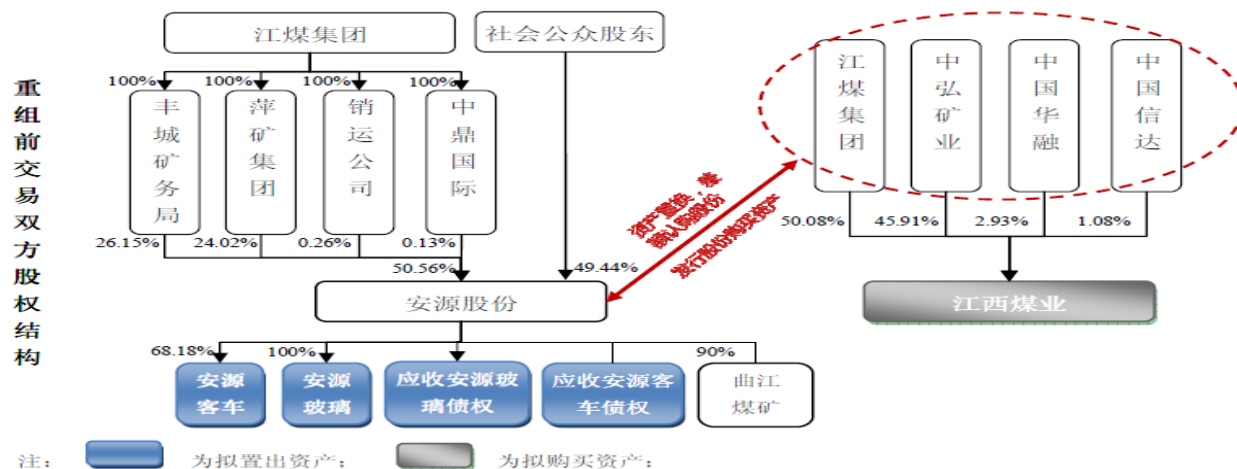
电话：(8610)8512 7892

Email: [taoyigong@mszq.com](mailto:taoyigong@mszq.com)

### 相关研究

1、深度报告：《小公司，大故事》20120423

图 1: 2012 年重组方案示意图



资料来源: 公司公告、民生证券研究院

表 1: 2012 集团注入煤矿情况

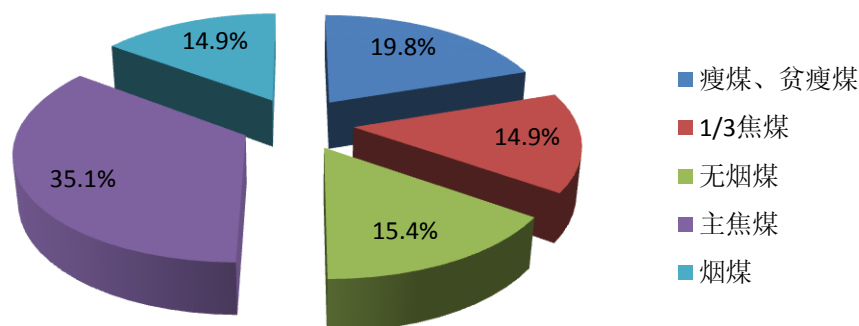
公司名称	煤种	保佑储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	服务年限 (年)	核定产能 (万吨)
萍乡巨源煤业	贫瘦煤	3576.12	1009.43	30	21
江西仙槎煤业	瘦煤	226.25	149.33	4.47	21
江西煤业高坑煤矿	1/3 焦煤	1,816.65	447.12	9.94	30
江西煤业安源煤矿	1/3 焦煤	2,358.50	789.61	7.23	78
江西煤业青山煤矿	无烟煤	1,164.29	671.7	13.25	39
江西煤业黄冲煤矿	无烟煤	325.46	209.06	13.94	10
江西煤业杨桥煤矿	无烟煤	929.75	355.13	9.47	25
江西煤业白源煤矿	主焦煤	782.34	312.03	6.75	33
江西煤业建新煤矿	主焦煤	1,168.27	742.84	7.05	81
江西煤业坪湖煤矿	主焦煤	1,616.42	1,043.78	15.74	51
江西煤业尚庄煤矿	贫瘦煤	1,910.09	1,318.80	28.18	36
江西煤业流舍煤矿	烟煤	1,820.55	865.42	29.44	21
江西煤业山西煤矿	烟煤	1,255.04	671.68	14.93	33
江西煤业东村煤矿	无烟煤	256.25	136.54	5.42	18
江西煤业桥二煤矿	烟煤	138.73	95.94	7.61	9
江西煤业伍家煤矿	贫瘦煤	182.07	86.21	10.26	6
江西煤业天河煤矿	烟煤	718.85	423.33	7.24	45
江西煤业沿沟煤矿	瘦煤	3,184.71	1,687.92	20.09	60
江西煤业涌山煤矿	无烟煤	2,459.24	840	30	20
合计		25889.58	11855.87	/	637

数据来源: 公司公告、民生证券研究院

**表 2: 集团后续资产注入情况**

名称	权益	煤种	储量 (万吨)	可采 (万吨)	产能	备注
马来西亚阿拉克煤矿			81.34	62.54	21	中鼎国际
印尼朋古鲁煤矿一井			1320.8	954.93	60	中鼎国际
花鼓山煤业	100%	无烟煤	1517.51	891.73	34	新余矿业
大光山煤矿	100%	无烟煤	802.75	431.3	14	新余矿业
八景煤业	100%	无烟煤、瘦煤	919.38	490.73	19	新余矿业
棠浦煤业	100%	气煤	38.81	30.1	9	在产
云庄矿业	51%	无烟煤	390	300	15	在产
贵州大水洞煤矿	50.50%	无烟煤	380	380	15	在产,
贵州前进煤矿	58%	无烟煤	1419.17	843.9	15	新余矿业
<b>在产煤矿小计</b>			<b>6869.76</b>	<b>4385.23</b>	<b>202</b>	
丰龙矿业	40%	主焦煤	9020	5821.3	90	12 年底投产。
安宏煤矿	34%	焦煤	505.3	194.62	15	贵州鼎望公司, 与岔河一矿井同进度
小牛煤业	80%	主焦煤	3786	2537	60	已具备生产条件
群力煤矿	100%	无烟煤	1675	1071	30	已具备生产条件
宜萍煤业	51%	无烟煤	1170	936	21	已投产验收
新鸣煤业	51%	气煤	1519.2	1215.4	30	已具备生产条件
贵新煤业	52%	主焦煤	1604	1231	45	已具备生产条件
印尼朋古鲁煤矿二井			2980.64	2086.45		
<b>在建煤矿小计</b>			<b>22260.1</b>	<b>15092.8</b>	<b>291</b>	
岔河一矿井			64860	32678	500	2013 年开建, 预计 15 年底投产
马来西亚登岸煤矿			972	631.8		2011 年 9 月开建, 投产待定
永思安矿			9000			云南矿业
永乐顺矿			12000		60	13 年开工
顺通矿			6000	4000		2012 年开工
红丫口矿			2600			云南矿业

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图 2: 公司各煤种占比**


资料来源: 公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	1514	15135	16860	19550
减：营业成本	1095	13819	15323	17677
营业税金及附加	15	72.65	80.93	93.84
销售费用	26	121.08	134	156
管理费用	188	408.65	455	527
财务费用	75	172	155	138
资产减值损失	13	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	1	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	103	540.50	710.11	956.48
加：营业外收支净额	1	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	104	540.50	710.11	956.48
减：所得税费用	69	135.12	177.53	239.12
四、净利润	35	405.37	532.58	717.36
归属于母公司的利润	29	337.42	443.31	597.11
五、基本每股收益 (元)	0.06	0.682	0.896	1.206
主要财务指标				
项目	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	17.39	4.62	2.66	3.30
成长能力：				
营业收入同比	26.26%	899.67%	11.4%	15.95%
营业利润同比	12.77%	302.38%	21.4%	26.47%
净利润同比	-20.9%	1050 %	31.1%	34.6%
营运能力：				
应收账款周转率	5.45	3.16	19.71	3.43
存货周转率	7.14	3.76	19.19	3.98
总资产周转率	0.74	1.26	2.24	1.36
盈利能力与收益质量：				
毛利率	27.66%	8.69%	9.11%	9.58%
净利率	2.33%	2.68%	3.16%	3.67%
总资产净利率 ROA	8.64%	5.88%	28.7%	8.02%
净资产收益率 ROE	4.02%	31.62%	29.3%	28.33%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	0.41	1.09	3.42	2.26
资产负债率	64.50%	70.32%	23.3%	39.51%
长期借款/总负债	10.72%	3.93%	19.8%	6.70%
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	0.682	0.896	1.206
每股经营现金流量	0.07	(1.51)	5.63	(1.53)
每股净资产	2.70	5.66	8.76	12.03

资料来源：民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	(9)	65	1184	436
应收票据	139	945	207	1015
应收账款	139	945	207	1015
预付账款	27	423	61	458
其他应收款	27	197	42	211
存货	153	1211	255	1318
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	477	3785	1955	4453
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	1229	1087	898	709
在建工程	47	0	0	0
无形资产	259	228	197	166
其他非流动资产	12	12	12	12
非流动资产合计	1,574	1,347	1,121	901
资产总计	2,051	5,132	3,076	5,354
短期借款	738	1,632	0	0
应付票据	91	666	147	725
应付账款	91	666	147	725
预收账款	37	279	57	299
其他应付款	165	165	165	165
应交税费	0	0	0	0
其他流动负债	56	56	56	56
流动负债合计	1177	3463	571	1970
长期借款	142	142	142	142
其他非流动负债	146	146	146	146
非流动负债合计	146	146	146	146
负债合计	1323	3608	717	2115
股本	269	495	495	495
资本公积	421	421	421	421
留存收益	40	702	1397	2130
少数股东权益	(2)	132	272	419
所有者权益合计	728	1,523	2,359	3,239
负债和股东权益合计	2,051	5,132	3,076	5,354

现金流量表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	37	(750)	2789	(757)
投资活动现金流量	(40)	0	0	0
筹资活动现金流量	(116)	823	(1670)	10
现金及等价物净增加	(119)	74	1119	(747)

## 分析师与行业专家简介

**陈亮：**毕业于中国人民大学。历任国泰君安营业部客户经理、中国证券报煤电行业记者、南非沙索煤制油（中国）商务分析师。2008年进入证券业从事煤炭行业研究，先后在平安、光大、广发等证券研究所就职。2012年加入民生证券。2009-2011年连续三年上榜新财富煤炭行业最佳分析师。

**林红垒：**采矿工程学学士，经济学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。2011年4月加盟民生证券研究所。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 民生证券研究院：

**北京：**北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

**上海：**浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

**深圳：**深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。