

# 近看估值优势，远看资产注入

大有能源（600403）深度分析报告

## 投资要点：

- ◆ **公司简介：背靠大树好乘凉。**大有能源2010年借壳南京欣网视讯科技股份有限公司上市，目前收入全部来源于煤炭业务。公司目前共拥有矿井15处，其中13处在河南省中西部，其余两处分别分布在新疆和青海。2013年8月，公司公告根据河南省政府工作部署，推进河南煤化集团和控股股东义煤集团战略重组，组建按照现代企业制度运作的新集团，由此新组建的河南煤化集团成为公司的控股股东。
- ◆ **估值仅次于中国神华，低估值是公司一大优势。**在分析煤炭板块内公司估值对比中，选择公司预期每股收益时，我们选择wind资讯公司预期每股收益平均值。分析得知：在煤炭板块内，大有能源PE估值水平仅次于中国神华。考虑到中国神华的煤炭销售规模和市值大小，我们认为大有能源存在明显估值折价，与煤炭行业中值水平存在近三成折价。
- ◆ **集团资产注入值得期待，公司上市公司平台战略价值凸显。**河南煤化集团和义煤集团重组合并后，新的集团公司营业收入超过2100亿元，煤炭产量超过1亿吨。2012年新集团营业收入位居国内第三，煤炭产量位居国内第八，成为一家煤炭及相关产业多元化经营的特大型能源航母。重组后总资源储量将达到450亿吨，为目前大有能源储量9亿吨的50倍；煤炭产量1.05亿吨，为目前大有能源产量的4.7倍。未来新集团的煤炭板块将以上市公司为平台，通过增发等形式，逐步实现煤炭业务整体上市，大有能源作为集团唯一煤炭上市公司平台的价值大幅提升。
- ◆ **动力煤触底反弹，公司受益。**近一个月，秦皇岛山西优混(Q5500K)上涨20元/吨，涨幅3.85%，目前价格为540元/吨；山西大混(Q5000K)上涨40元/吨，涨幅9.20%，目前价格为475元/吨。公司对煤炭综合售价敏感性分析得知：煤炭综合售价每上涨10元/吨，大有能源每股收益理论上可以增加0.07元。
- ◆ **维持公司“推荐”投资评级。**我们预计公司2013、2014年EPS分别为0.71元、0.78元，目前的股价对应的市盈率分别为13.04倍、11.94倍，估值优势非常明显。另外，我们看好其外延式增长空间，未来新集团煤炭资产注入值得期待。我们维持公司“推荐”投资评级。

煤炭

推荐 (维持)

风险评级：一般风险

2013年10月22日

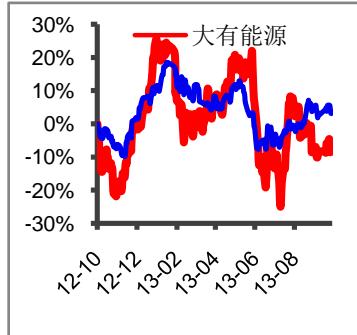
李隆海

SAC 执业证书编号：  
S0340510120006  
电话：0769-22119462  
邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据 2013年10月21日

收盘价(元)	9.30
总市值(亿元)	222.35
总股本(百万股)	239081
流通股本(百万股)	25493
12月最高价(元)	18.10%
12月最低价(元)	25.71

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

## 目 录

1. 公司简介：背靠大树好乘凉 .....	3
2. 天峻义海是公司目前盈利增量的主要来源 .....	4
3. 集团资产注入值得期待，公司上市公司平台战略价值凸显.....	5
4. 估值仅次于中国神华，低估值是公司一大优势 .....	9
5. 盈利预测和价格敏感性分析 .....	10
6. 维持公司“推荐”投资评级 .....	12

## 插图目录

图 1：河南煤化集团成为公司控股股东 .....	4
图 2：公司营业收入构成 .....	4
图 3：公司毛利构成 .....	4
图 4：煤价每上涨 10 元/吨，公司 EPS 理论上增厚 0.07 元.....	11
图 5：秦皇岛山西大混价格上涨近 10% .....	12
图 6：义马长焰煤车板价维持不变 .....	12

## 表格目录

表 1：公司母目前煤矿情况 .....	3
表 2：天俊义海煤炭产销量对公司业绩影响.....	5
表 3：集团公司承诺 2-3 年内注入的煤炭资产 .....	6
表 4：2012 年我国煤炭行业产量和收入排名 .....	7
表 5：河南煤化主要矿区情况 .....	7
表 6：两集团合并后营业收入居国内煤炭行业第三 .....	8
表 7：两集团合并后煤炭产量居国内煤炭行业第八.....	8
表 8：上市公司与新控股股东对比 .....	9
表 9：煤炭板块内上市公司 PE 估值对比 .....	9
表 10：盈利预测基本假设 .....	10
表 11：公司盈利预测 .....	10
表 12：公司每股收益对煤炭综合售价格敏感性分析.....	11

## 1. 公司简介：背靠大树好乘凉

大有能源2010年借壳南京欣网视讯科技股份有限公司上市，目前收入全部来源于煤炭业务。2012年11月7日公司完成非公开增发361,756,238股，发行价格20.84元，用于购买控股股东义煤集团及其全资子公司义海能源拥有的义煤集团阳光矿业、铁生沟煤业、豫新煤业、天俊义海等四家公司股权，2012年12月31日前完成了股权转让手续。公司目前共拥有矿井15处，其中13处在河南省中西部，其余两处分别分布在新疆和青海。

表1：公司母目前煤矿情况

煤矿	权益	煤种	可采储量（万吨）	核定产能（万吨）
<b>本部河南矿区</b>				
千秋煤矿	100%	长焰煤	8,672	210
常村煤矿	100%	长焰煤	4,210	255
跃进煤矿	100%	长焰煤	6,505	180
杨村煤矿	100%	长焰煤	460	170
耿村煤矿	100%	长焰煤	5,413	400
石壕煤矿	100%	焦煤	2,242	90
新安煤矿	100%	贫瘦煤	13,487	180
孟津煤矿	100%	贫煤	7,215	120
义络煤业	100%	焦煤	858	90
李沟矿业	51%	焦煤	841	30
义安矿业	50.5%	贫煤	10,582	120
<b>小计</b>				1845
阳光煤矿	100%	焦煤	2,545	45
铁生沟煤矿	100%	无烟煤	4,930	120
青海天峻义海木里煤矿	100%	焦煤	3,240	300
新疆豫新煤业	49%	焦煤	8,700	160
其中：大黄山一号井				100
大黄山七号井				60
<b>合计</b>			79,900	2,470
<b>权益合计</b>			69866	2314

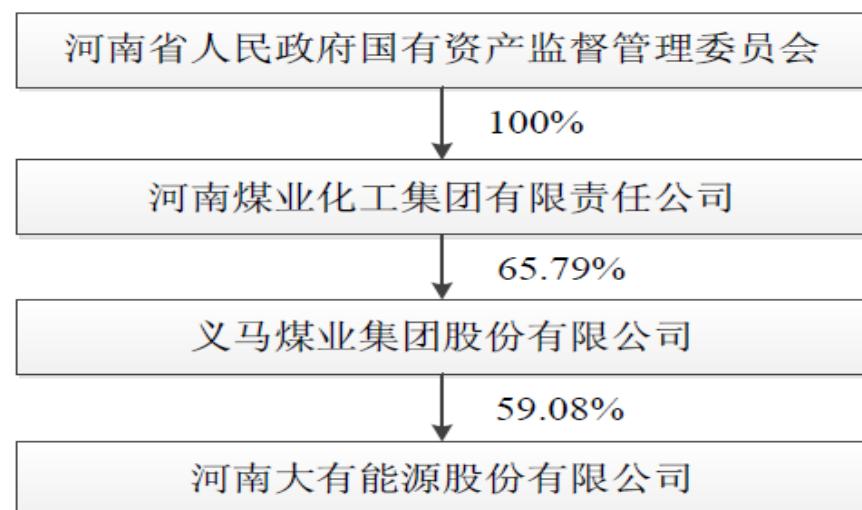
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

2013年8月，公司公告根据河南省政府工作部署，推进河南煤化集团和控股股东义煤集团战略重组，组建按照现代企业制度运作的新集团，由此新组建的河南煤化集团成为公司的控股股东。两集团重组合并后，新的集团公司营业收入超过2100亿元，煤炭产量超过1亿吨，2012年营业收入位居国内第三，煤炭产量位居国内第八，成为一家煤炭及相关产业多元化经营的特大型能源航母。

根据河南省政府部署，义煤集团与河南煤化集团战略重组，未来新集团的煤炭板块将以上市公司为平台，通过增发等形式，逐步实现煤炭业务整体上市，大有能源作为集团唯一煤炭上市公司平台的价值大幅提升。

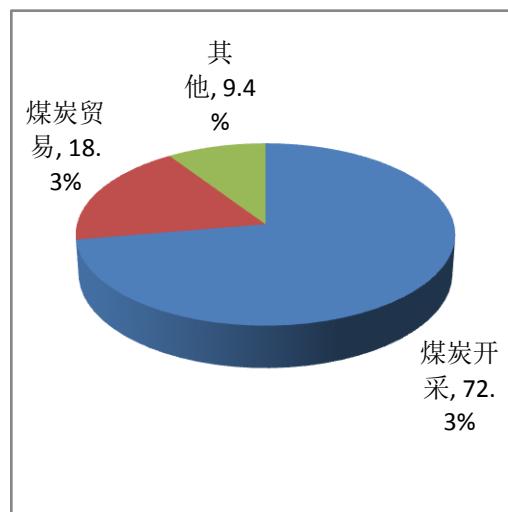
2013年上半年，公司煤炭产量1233万吨，煤炭销量1152万吨，煤炭销售均价381元/吨，公司煤炭综合毛利率为43.47%。

图 1：河南煤化集团成为公司控股股东



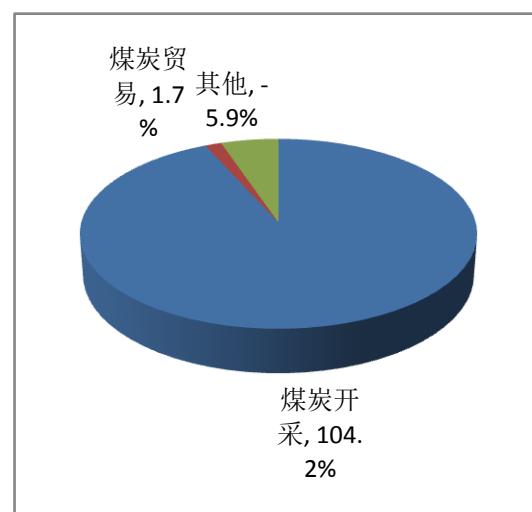
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 2：公司营业收入构成



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 3：公司毛利构成



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 2. 天峻义海是公司目前盈利增量的主要来源

天俊义海是大有能源目前盈利增量的主要来源。2010、2011年产量分别为387、461万吨，2012年注入公司时受核定产能影响，煤炭产量降为265万吨。2012年天俊义海贡献净利润5.42亿元，全公司为17.89亿元，占比为30.29%。2013年上半年天俊义海产量约300万吨，销售230万吨，预计净利贡献约占五成。

天峻义海矿位于青海省的藏区，储量 4,356 万吨，是全国少见的优质露天焦煤矿。主要产品为焦煤、气煤和 1/2 中黏煤，主要用途为炼焦配煤和发电动力煤，焦煤和电煤的比例约为 7:3。天峻义海区内内地质构造条件简单、煤层埋藏较浅且赋存稳定，开采技术条件简单，适于露天开采，单位生产成本在 200 元/吨左右（其中属地方政策性支出的原生矿产品生态补偿费为 52 元/吨，可持续性发展资金为 7.00 元/吨）。公司收购天峻义海为同一控制下的企业合并，按照规定，合并前后资产负债均按账面价值计量，合并日 2012 年 12 月 31 日，天峻义海采矿权账面净值为 1.16 亿元，因此按历史成本 1.16 亿元反映在公司的合并报表中。2011、2012 年天俊义海能源吨煤完全成本为 325、414 元，今年产量的增加将降低平均成本，预计吨煤完全成本 310 元/吨左右，吨煤净利 200 元左右。

## 2、3 采区是超预期的关键

天俊义海目前开采的属于首采区，相邻的为接替区二、三矿区。二、三矿区可采储量 1.2 亿吨，二、三矿区采矿权明确划给义煤，目前公司仍在积极申请二、三矿区的采矿证，公司仅需缴纳资源税，无须竞拍。如果申请成功，按照首期 200 万吨/年产能、吨煤净利 200 元计算，能给上市公司贡献 4 亿元净利润；如果形成 500 万吨/年产能规模，能给上市公司贡献 10 亿元净利润。

**表 2：天俊义海煤炭产销量对公司业绩影响**

销量（万吨）	300	400	500	600	700
贡献净利润（亿元）	6	8	10	12	14
贡献 E P S（元）	0.25	0.33	0.42	0.50	0.59
公司 E P S（元）	0.59	0.67	0.76	0.84	0.92

资料来源：东莞证券研究所

公司今年计划生产 2400 万吨煤炭，本部总体产量下滑。由于今年来煤炭持续的下跌，公司主动对低热值长焰煤矿（跃进矿、千秋矿）实施阶段性停产，煤矿的停产有助于公司库存的消化。

## 3. 集团资产注入值得期待，公司上市公司平台战略价值凸显

2012 年公司非公开发行股票，承诺后续资产注入。

为彻底解决同业竞争，义煤集团承诺要点如下：1、本公司确定将大有能源作为唯一从事煤炭开采及经营的上市公司。2、对于间接持有的青海天木能源集团有限公司股权，将尽快办理股权转让手续，对所持的鄂托克旗鑫泰苏家井矿业有限责任公司股权，本公司将在 2012 年非公开发行完成后 3 年内由上市公司收购。对于澳大利亚坤谦国际能源有限公司，在取得煤炭矿业权后 2 年内由上市公司收购或转让。3、对于所持的中联润世新疆煤业有限公司、襄汾县沙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，在 2012 年非公开发行完成后 3 年内由上市公司收购。对于澳大利亚坤谦国际能源有限公司，在取得煤炭矿业权后 2 年内由上市公司收购或转让。4、对除上述情形发行完成后两年内尽快依法完善相关资产权属以及经营许可资质和资格，并在相关资产具备条件后，通过合适的方式转让给大有能源，对于不具备注入大有能源的资产，将通过对外转让或其他合适的方式

处理，以切实解决与大有能源之间的同业竞争。5、本公司及所控制的企业有任何商业机会可从事、参与或入股任何可能与大有能源所从事的煤矿开采、经营业务构成竞争的业务，本公司应将上述商业机会通知大有能源，在通知中所指定的合理期间内，大有能源做出愿意利用该商业机会的肯定答复，则本公司放弃该商业机会；如果大有能源不予答复或者给予否定的答复，则被视为放弃该商业机会。如果本公司由此获得的商业机会和业务资源在日后构成对大有能源主营业务的竞争关系，如大有能源有收购意愿且符合上市公司全体股东利益，在条件成熟时，本公司同意将利用该等商业机会已经获得的业务资源在适当时机以适当的方式注入大有能源。

由上述条款可知，集团承诺的后续资产注入大部分应当在 2015 年之前完成。

**表 3：集团公司承诺 2-3 年内注入的煤炭资产**

	权益	煤种	可采储量(万吨)	核定产能(万吨)	备注
<b>承诺本次非公增发完成后 2 年内收购</b>					
陕县观音堂	14%	主焦煤	157.1	36	破产重组矿井，计划关停
渑池曹跃矿业	25%	主焦煤	866.2	60	在产
天新矿业	20%	长焰煤	106.9	60	残采矿井，原址建储配煤基地
华兴矿业	100%	主焦煤	338.8	30	在产
新义煤业	55%	贫瘦煤	13322.8	120	在产
青海义海大煤沟煤矿	100%	不粘煤	4980.3	90	在产
新疆屯南煤业	50%	长焰煤	13445	81	在产
集团河南整合矿井			11661.03	848	保留 30 个左右资源量较大矿井
合计			44878.13	1325	
<b>承诺本次非公增发完成后 3 年内收购</b>					
中联润世新疆煤业	60%	不粘煤	8069	300	未取得土地使用权证
沙女沟煤业	60%	肥煤	5000	90	资源整合中
义鸣煤矿	35%	焦煤	12443	90	资源整合中
李沟-樊村	100%				资源详查阶段
新义井田	100%				资源详查阶段
新义二井	100%				资源详查阶段，预期资源量 3 亿吨

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

2013 年 8 月，公司发布公告，根据河南省政府工作部署，推进河南煤化集团和控股股东义煤集团战略重组，组建按照现代企业制度运作的新集团。

河南煤化集团为世界 500 强企业，根据《财富》2013 世界 500 强企业榜单，排名第 404 位。集团是河南最大的煤炭集团，为 2008 年经河南省政府批准，由永煤集团、焦煤集团、鹤煤集团、中原大化集团、河南煤气集团等 5 家单位战略重组成立的大型煤炭企业。根据中国煤炭工业协会数据，2012 年河南煤化集团以 1807 亿元的营业收入位列煤企百强第 6 位；以 7520 万吨的煤炭产量位列煤企产量 50 强第 11 位。

**表4：2012年我国煤炭行业产量和收入排名**

公司	产量(万吨)	公司	收入(万元)
1 神华集团有限责任公司	45,665	神华集团有限责任公司	34,396,914
2 中国中煤能源集团有限公司	17,552	冀中能源集团有限责任公司	22,284,313
3 大同煤矿集团有限责任公司	13,267	山东能源集团有限公司	19,377,287
4 山东能源集团有限公司	12,292	山西煤炭运销集团有限公司	18,500,453
5 冀中能源集团有限责任公司	11,564	山西焦煤集团有限责任公司	18,073,782
6 陕西煤业化工集团有限责任公司	11,368	河南煤业化工集团有限责任公司	18,067,662
7 山西焦煤集团有限责任公司	10,540	阳泉煤业(集团)有限责任公司	18,031,140
8 开滦(集团)有限责任公司	8,354	开滦(集团)有限责任公司	17,566,158
9 山西潞安矿业(集团)有限责任公司	8,008	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	17,101,562
10 兖矿集团有限公司	7,617	大同煤矿集团有限责任公司	17,022,435
11 河南煤业化工集团有限责任公司	7,520		

资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

河南煤化集团拥有煤炭资源储备400多亿吨，遍布省内10多个地市及贵州、新疆、内蒙古、安徽等省区。目前，集团拥有永城煤电、焦作煤业和鹤壁煤业三家煤炭生产企业，有生产、基建、技改矿井合计94座（不含按照河南省政府要求新兼并重组的56座矿井），其中在河南省内拥有矿井51座。生产及在建矿井保有地质储量为152.21亿吨，其中，河南省内51.37亿吨，河南省外100.84亿吨；可采储量91.43亿吨，其中，河南省内27.12亿吨，河南省外64.31亿吨。（数据来自2011年集团中期票据募集说明书）

**表5：河南煤化主要矿区情况**

集团矿区	可采储量(亿吨)	煤种	核定产能(万吨)
河南	27.12		3901
其中：商丘地区	8.57	无烟煤	1350
洛阳地区	1.43	无烟煤	273
许昌地区	0.76	贫瘦煤	135
安阳地区	1.97	焦煤、贫煤、瘦煤、无烟煤	258
三门峡地区	0.26		45
焦作地区	5.14	无烟煤	668
新乡地区	3.45	无烟煤	255
鹤壁地区	4.34	焦煤、喷吹煤	725
郑州地区	1.19		192
贵州	13.23	无烟煤	1040
新疆	37.27	长焰煤、配焦煤	228
内蒙	13.81		180
合计	91.43		5349

资料来源：东莞证券研究所

河南煤化所产的无烟煤系无烟煤市场中的高端产品，与主要竞争对手的产品相比，具有特低硫、特低磷、低灰、低砷、高发热量、可磨性好、热稳定性好、活性强的禀赋，

符合国家洁净煤技术发展的要求，属于国家重点保护和优先开采的煤种，也是冶金、电力、化工、建材的高质量原材料用煤和动力用煤。该煤种在行业中居于高端水平，产品市场售价高，附加值高，盈利能力在业内也具有领先地位。

义煤集团为河南省属大型煤炭集团，是河南第三大煤炭集团，在河南、青海、新疆、山西、内蒙古规划建设五个千万吨级的煤炭基地。义煤集团本部地处有“豫西煤仓”之称的河南义马矿区。义煤集团拥有义马、陕渑、新安、宜洛、偃龙、义海、豫新、义鸣等11块煤田。义煤集团资源储量约为50亿吨。根据中国煤炭工业协会数据，2012年义煤集团以339.7亿元的营业收入位列煤企百强第23位；以3002万吨的煤炭产量位列煤企产量50强第27位。

河南煤化集团和义煤集团重组合并后，新的集团公司营业收入超过2100亿元，煤炭产量超过1亿吨。2012年新集团营业收入位居国内第三，煤炭产量位居国内第八，成为一家煤炭及相关产业多元化经营的特大型能源航母。

**表 6：两集团合并后营业收入居国内煤炭行业第三**

排名	公司名称	2012 年收入（亿元）
1	神华集团有限责任公司	3440
2	冀中能源集团有限责任公司	2228
<b>3</b>	<b>河南煤业化工集团有限责任公司+义煤集团</b>	<b>2146</b>
4	山东能源集团有限公司	1938
5	山西煤炭运销集团有限公司	1850

资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

**表 7：两集团合并后煤炭产量居国内煤炭行业第八**

排名	公司名称	2012 年煤炭产量（万吨）
1	神华集团有限责任公司	45,665
2	中国中煤能源集团有限公司	17,552
3	大同煤矿集团有限责任公司	13,267
4	山东能源集团有限公司	12,292
5	冀中能源集团有限责任公司	11,564
6	陕西煤业化工集团有限责任公司	11,368
7	山西焦煤集团有限责任公司	10,540
<b>8</b>	<b>河南煤业化工集团有限责任公司+义煤集团</b>	<b>10522</b>

资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

根据河南省政府部署，义煤集团与河南煤化集团战略重组，未来新集团的煤炭板块将以上市公司为平台，通过增发等形式，逐步实现煤炭业务整体上市，大有能源作为集团唯一煤炭上市公司平台的价值大幅提升。

河南煤化的煤炭资源储量为400亿吨，义煤集团资源储量约为50亿吨，重组后总资源储量将达到450亿吨，为目前大有能源储量9亿吨的50倍。2012年河南煤业化工集团有限责任公司+义煤集团煤炭产量1.05亿吨，为目前大有能源产量的4.7倍。河南煤化在河南省下属的永成矿区和焦作矿区均出产无烟煤，鹤壁矿区以喷吹煤为主，

在贵州和新疆的资源分别出产无烟煤和瘦精煤。而目前义煤集团旗下资源中动力煤的占比达到70%左右，焦煤约占25%，剩余为无烟煤。重组后，预计大有能源将优先获得河南煤化旗下优质的焦煤资源，从而进一步提高公司整体的盈利能力和利润率水平。

**表8：上市公司与新控股股东对比**

公司	煤炭储量(亿吨)	2012年煤炭产量(万吨)
河南煤业化工集团有限责任公司+义煤集团	450	10522
大有能源	9	2231
新集团/大有能源(倍)	5	4.7

资料来源：东莞证券研究所

#### 4. 估值仅次于中国神华，低估值是公司一大优势

为了更好体现市场一致预期，在分析煤炭板块内公司估值对比中，选择公司预期每股收益时，我们选择wind资讯公司预期每股收益平均值。

我们从下面把表可以得知：截止2013年10月18日，在煤炭板块内，大有能源PE估值水平仅次于中国神华。考虑到中国神华的煤炭销售规模和市值大小，我们认为大有能源存在明显估值折价，与煤炭行业中值水平存在近三成折价。

**表9：煤炭板块内上市公司PE估值对比（日期：2013、10、18）**

公司代码	公司简称	股价	EPS(元)			PE		
			2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
601088	中国神华	16.83	2.40	2.27	2.34	7.02	7.41	7.20
600403	大有能源	9.13	0.75	0.74	0.79	12.20	12.30	11.61
600123	兰花科创	13.59	1.63	1.05	1.14	8.33	12.94	11.91
600157	永泰能源	6.24	0.56	0.46	0.57	11.16	13.71	11.02
002128	露天煤业	8.93	1.19	0.65	0.64	7.54	13.78	13.91
600546	山煤国际	5.71	0.39	0.38	0.52	14.76	15.04	11.04
601699	潞安环能	12.13	1.12	0.78	0.84	10.88	15.47	14.42
601898	中煤能源	5.38	0.70	0.34	0.36	7.69	15.74	14.92
000937	冀中能源	8.84	0.97	0.53	0.53	9.08	16.59	16.72
601666	平煤股份	5.50	0.47	0.32	0.34	11.58	17.01	16.05
601101	昊华能源	8.47	0.75	0.48	0.48	11.24	17.60	17.48
600348	阳泉煤业	8.66	0.95	0.49	0.50	9.10	17.64	17.28
000983	西山煤电	8.21	0.57	0.43	0.48	14.29	19.28	17.24
600395	盘江股份	9.19	0.91	0.48	0.57	10.12	19.28	16.25
600508	上海能源	11.35	1.28	0.48	0.50	8.89	23.54	22.63
000933	神火股份	5.62	0.11	0.20	0.25	53.00	28.64	22.69
600997	开滦股份	6.19	0.40	0.21	0.19	15.66	28.84	33.26
601918	国投新集	4.94	0.52	0.14	0.16	9.56	34.79	30.18
000780	平庄能源	5.48	0.40	0.06	0.14	13.54	90.88	38.73
000968	煤气化	8.04	-0.69	-0.34	0.29	-11.73	-23.94	27.81
600188	兖州煤业	10.74	1.12	-0.18	0.28	9.58	-58.59	38.32

PE 平均值	11.59	16.09	19.56
PE 中值	10.50	16.34	16.98

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

备注：公司 2013 年、2014 年每股收益采用 wind 资讯预测每股收益平均值

## 5. 盈利预测和价格敏感性分析

表10：盈利预测基本假设

	2012	2013H	2014H
<b>煤炭开采</b>			
煤炭销量（万吨）	2231	2300	2400
吨售价（元/吨）	417	380	390
吨成本（元/吨）	235	215	220
收入（万元）	930576	874000	936000
成本（万元）	523747	494500	528000
<b>其他</b>			
收入（万元）	349352.5	310000	320000
成本（万元）	337266.3	313100	321600

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 11：公司盈利预测

科目(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>营业总收入</b>	9502.21	12799.28	11840.00	12560.00
<b>营业总成本</b>	7603.86	10395.82	9609.28	10116.24
<b>营业成本</b>	6076.27	8610.13	8076.00	8496.00
<b>营业税金及附加</b>	183.46	238.90	230.88	244.92
<b>销售费用</b>	157.86	313.78	189.44	200.96
<b>管理费用</b>	1100.25	1214.63	1089.28	1155.52
<b>财务费用</b>	75.01	-7.35	-17.76	-18.84
<b>资产减值损失</b>	11.01	25.71	41.44	37.68
<b>其他经营收益</b>	0.00	-4.91	0.00	0.00
<b>投资净收益</b>	0.00	-4.91	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	1898.36	2398.56	2230.72	2443.76
加：营业外收入	5.43	33.69	0.00	0.00
减：营业外支出	14.68	29.04	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	1889.11	2403.21	2230.72	2443.76
减：所得税	480.85	531.76	513.07	562.06
<b>净利润</b>	1408.26	1871.45	1717.65	1881.70
减：少数股东损益	125.72	82.89	12.02	18.82

归母公司所有者的净利润	1282.54	1788.55	1705.63	1862.88
基本每股收益（元）	0.54	0.75	0.71	0.78
市盈率（倍）	17.34	12.43	13.04	11.94

资料来源：东莞证券研究所、WIND 资讯

### 对煤炭综合售价敏感性分析

我们以 2013 年年度业绩作为例子，假设除煤炭综合售价发生变化，其他所有因素如生产成本、煤炭销售量、三项费用绝对值等保持不变，我们得到公司每股收益与煤炭综合售格对应关系：

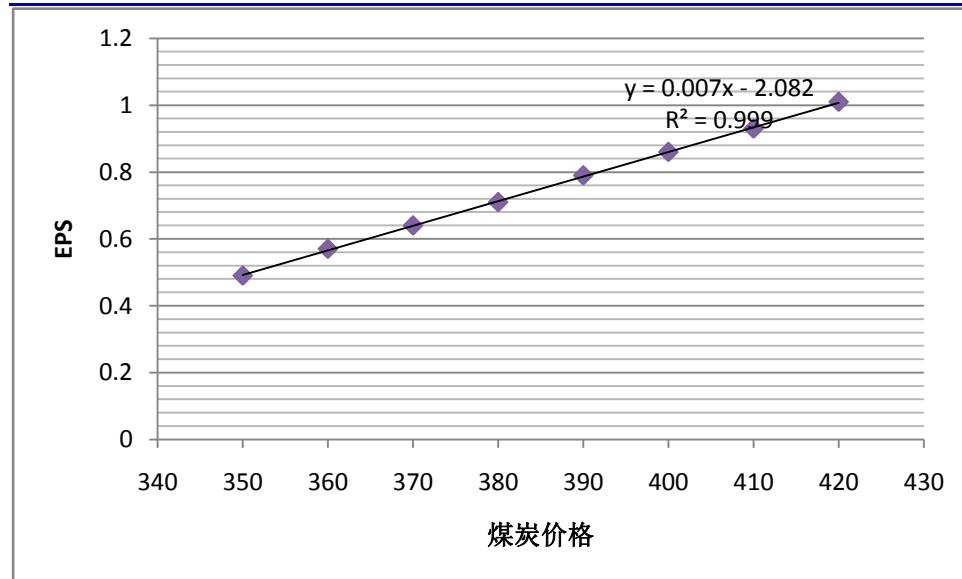
**表 12：公司每股收益对煤炭综合售价格敏感性分析**

煤炭综合售价(元/吨)	350	360	370	380	390	400	410	420
EPS (元)	0.49	0.57	0.64	0.71	0.79	0.86	0.93	1.01

资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

从上面数据我们可以分析得知，煤炭综合售价每上涨 10 元/吨，大有能源每股收益理论上可以增加 0.07 元。

**图 4：煤价每上涨 10 元/吨，公司 EPS 理论上增厚 0.07 元**



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

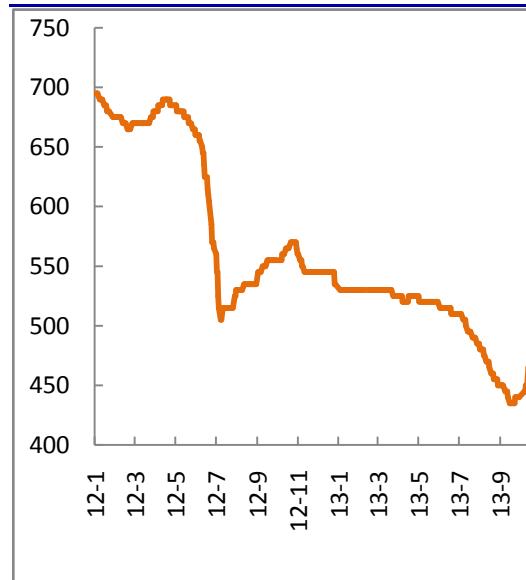
### 动力煤触底反弹，公司受益

10月份来，随着动力煤冬季需求旺季即将到来，中国神华和中煤能源两大央企主动上调动力煤价格，动力煤市场价格跟随触底反弹。

近一个月，秦皇岛山西优混（Q5500K）上涨20元/吨，涨幅3.85%，目前价格为540元/吨；山西大混（Q5000K）上涨40元/吨，涨幅9.20%，目前价格为475元/吨。

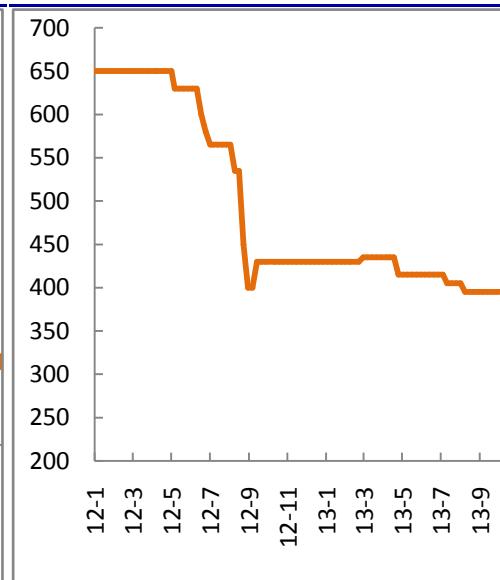
公司本部所在地义马长焰煤价格目前维持不变，义马长焰煤（Q4500K）车板价维持395元/吨不变。不过随着中转地秦皇岛价格的触底反弹，将逐渐传导到动力煤生产地，带动大有能源综合售价的上涨。

**图 5：秦皇岛山西大混价格上涨近 10%**



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

**图 6：义马长焰煤车板价维持不变**



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 6. 维持公司“推荐”投资评级

我们预计公司 2013、2014 年 EPS 分别为 0.71 元、0.78 元，目前的股价对应的市盈率分别为 13.04 倍、11.94 倍，估值优势非常明显。另外，我们看好其外延式增长空间，未来新集团煤炭资产注入值得期待。我们维持公司“推荐”投资评级

**东莞证券投资评级体系：****公司投资评级**

推荐	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数15%以上
谨慎推荐	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数5%-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

**行业投资评级**

推荐	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数10%以上
谨慎推荐	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数5%-10%之间
中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

**风险偏好评级**

高风险	未来6个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来6个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度50%-100%之间
一般风险	未来6个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度20%-50%之间
低风险	未来6个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深300指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路1号金源中心19楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 2211943

传真：(0769) 22119430