

大有能源(600403)

公司研究/动态报告

现收比稳中有升、煤价企稳，股东重组外延空间倍增

——大有能源 2013Q3 点评

动态报告/煤炭行业

2013年10月28日

一、事件概述：

公司发布2013三季报，2013年前三季度实现营业收入90.54亿元，同比增长1.89%；净利润11.21亿元，同比减少24.54%。对应EPS为0.469。2013Q3单季度实现营收29.87亿元，环比微降，对应EPS为0.093。

二、分析与判断

- 现收比稳中有升，煤价反弹对Q4业绩形成支撑。**在已公告2013三季报的公司中，公司业绩依然表现相对优秀。公司2013Q3单季度现收比119%，维持高位，环比提升9个百分点，同比提升5个百分点，表明公司现金流仍较为稳定。河南省政府推行煤电互保政策、四季度动力煤价企稳反弹，对地区煤价的稳定及公司业绩起到了积极作用。3、4季度以来，炼焦煤、动力煤价格先后出现不同程度的反弹；煤价出现企稳迹象。预计全年本部综合煤价下跌16%左右；青海天峻炼焦煤价下跌21%左右。
- 天峻义海全年产销量有望倍增，稳定公司业绩。**由于煤价下滑，公司盈利能力较差的矿有不同程度的限停产，预计全年产量2270万吨左右。公司未来产能增量主要来自天峻义海。天峻义海为国内罕见的优质露天焦煤矿，产能在500万吨左右。2013年天峻产量有望在500万吨左右，增幅近100%，吨煤净利约168元/吨左右，实现净利润约8.4亿元上，增厚EPS约0.13元。目前天峻正在申请首采区重新核定产能以及二、三采区的采矿权，二采区明年有望贡献产能。未来天峻义海木里矿区有望形成1000万吨级的产能，是公司内生增量的主要来源。
- 2013年吨煤生产成本下降。**为应对煤价下滑对业绩的影响，2013年公司通过降薪等措施大力控制成本及费用。我们判断，由于公司成本控制、政府不再征收价格调节基金、固定资产折旧率的调整等，2013年公司本部吨煤成本有望较2012年下降21元/吨至325元/吨。天峻由于产量的倍增，吨煤成本也有望下降30元至200元/吨左右。
- 控股股东和河南煤化重组，公司外延发展空间剧增。**河南煤化产能河南第1、全国第8；义煤集团产能河南第3；两集团重组后占有煤炭资源量在500亿吨左右（不含义煤在澳洲的资源量），产能在1.2亿吨左右（仅次于神华和中煤两家央企），公司外延发展空间增长数倍，大有能源作为两集团唯一的煤炭业务上市平台，未来必将长期受益于持续的资产注入。目前公司现金流充裕，2013年前三季度公司财务费用为负，货币资金超过27亿。在义煤集团和河南煤化集团重组后，集团内优质资产大幅增加，公司短期有望通过现金收购的方式直接增厚公司业绩。
- 风险提示：**煤价出现超预期波动，天峻义海产量不及预期。
- 盈利预测及投资建议。**

预计公司13~15年EPS为0.58元、0.73元、0.91元；对应PE为16倍、13倍、10倍。在大股东进行战略重组后，公司外延发展空间剧增，维持“强烈推荐”的投资评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	12,799	10,823	12,897	14,975
增长率(%)	34.70%	-15.44%	19.17%	16.11%
归属母公司股东净利润(百万元)	1789	1396	1754	2177
增长率(%)	39.45%	-21.92%	25.57%	24.13%
每股收益(元)	0.75	0.58	0.73	0.91
PE	12	16	13	10
PB	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：民生证券研究院

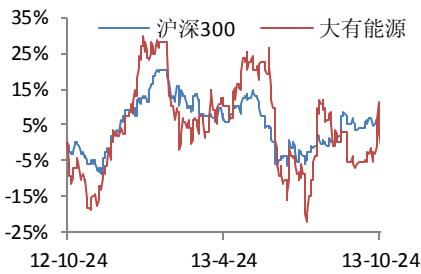
强烈推荐 维持评级

合理估值： 12~14元

交易数据 (2013-10-25)

收盘价(元)	9.34
近12个月最高/最低	12.23/7.3
总股本(百万股)	2,390.81
流通股本(百万股)	254.93
流通股比例%	10.66
总市值(亿元)	223.30
流通市值(亿元)	23.81

该股与沪深300走势比较



分析师

研究助理：陶贻功

执业证书编号：S0100513070009

电话：(010)8512 7892

Email: taoyigong@mszq.com

分析师：陈亮

执业证书编号：S0100512090001

电话：(021) 60876722

Email: chenliangyjs@mszq.com

分析师：林红垒

执业证书编号：S0100511060003

电话：(010)8512 7892

Email: linhonglei@mszq.com

相关研究

- 调研报告：《增发业绩增厚明显,后续资产注入明确》20120406
- 深度报告：《13年煤价稳定、业绩大幅增长》20130130
- 动态报告：《义海产销量倍增，关注资产注入》20130712
- 动态报告：《河南煤化和义煤战略重组，公司外延发展空间剧增》20130807

表插图目录

图 1: 河南煤化集团及义煤集团河南省内主要矿区分布图 7

表格目录

表 1: 公司现有煤矿概况及产量预测 (单位: 万吨)	3
表 2: 主营业务核心假设	3
表 3: 公司 (集团) 主要煤炭产品质量表	4
表 4: 义煤集团原注入资产计划及时间表 (单位: 万吨)	5
表 5: 义煤集团主要煤田概况	5
表 6: 义煤集团主要矿井情况表	6
表 7: 河南煤化集团主要矿区情况表	7
公司财务报表数据预测汇总	8

表 1: 公司现有煤矿概况及产量预测 (单位: 万吨)

煤矿	权益	煤种	可采储量	核定产能	2012A	2013E	2014E	2015E
千秋煤矿	100%	长焰煤	8,672	210	200	180	220	220
常村煤矿	100%	长焰煤	4,210	220	226	200	220	270
跃进煤矿	100%	长焰煤	6,505	180	220	150	200	220
杨村煤矿	100%	长焰煤	460	170	190	150	180	200
耿村煤矿	100%	长焰煤	5,413	400	525	500	520	550
石壕煤矿	100%	焦煤	2,242	90	100	100	100	100
新安煤矿	100%	贫瘦煤	13,487	180	200	200	200	220
孟津煤矿	100%	贫煤	7,215	120	0	0	50	120
义络煤业	100%	焦煤	858	60	80	60	80	80
李沟矿业	51%	焦煤	841	30	30	30	30	30
义安矿业	50.5%	贫煤	10,582	120	100	100	120	120
I2 年注入煤矿								
阳光煤矿	100%	焦煤	2,545	45	0	0	12	43.5
铁生沟煤矿	100%	无烟煤	6,681	120	95	100	120	120
天峻义海	100%	焦煤	4,356	120	265	500	600	700
豫新煤业	49%	气煤	8,700	160	100	140	160	160
大黄山 1 号井				100	100	100	100	100
大黄山 7 号井				60	0	40	60	60
公司合计			82,765	2231	2520	2270	2652	2994
公司权益合计			72,678	2216	2515	2274	2656	2998

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 2: 主营业务核心假设

	2012A	2013E	2014E	2015E
煤炭销量	2231	2270	2652	2994
其中天峻义海	265	500	600	700
本部销售均价	504	425	440	457
天峻义海销售均价	583	460	478	498
本部吨煤生产成本	346	325	334	343
天峻义海生产成本	230	200	200	200
本部吨煤净利润	66	32	35	39
天峻义海吨煤净利润	205	168	182	196
归属于母公司净利润率	1846	1411	1809	2272

资料来源: 民生证券研究院

表 3: 公司 (集团) 主要煤炭产品质量表

发运站	煤种	品种	粒度 (mm)	矿别	主要质量指标				
					Mt(%)	Ad(%)	Vad(%)	收到基低位发热量	St,d(%)
义马站	长陷煤	混煤	<50	常村矿	12-14	22-31	38-42	4000-7000	<0.8
				千秋矿	11-13	22-27	38-42	4300-4750	<0.8
				跃进矿	10-13	27-32	38-42	4000-4450	<1.0
				北露天矿	11-13	27-32	38-42	4000-4400	<0.8
		洗中块	13-80	千秋矿	10-12	15-18	38-42	1950-5280	<1.0
		混中块	8-80	常村矿	12-14	18-22	38-42	4550-5080	<1.0
渑池站	长陷煤	混煤	<50	杨村矿	11-13	22-28	38-42	4300-4750	<0.8
				耿村矿	11-13	22-28	38-42	4300-4751	<0.8
		混中块	30-80	杨村矿	10-12	16-21	38-42	4750-5210	<0.8
		洗混中块	13-80	耿村矿	11-13	16-25	38-42	4450-5150	<0.6
		洗末煤	<13	耿村矿	12-14	15-18	38-42	4830-5150	<0.8
		焦煤	混煤	<50	曹窑矿	5-8	25-30	38-42	5150-5700
观音堂站	焦煤	冶炼精煤	<50	石壕矿	12-13	11-12	20-25		<1.3
		混煤	<50	观音堂	5-8	25-30	20-25	5150-5700	<2.0
				石壕矿	5-8	25-30	20-25	5150-5700	<1.8
宜阳站	焦煤	混煤	<50	义络公司	6-8	20-25	20-25	5500-6000	<2.0
南岗站	贫瘦煤	混煤	<50	新安矿	5-8	24-28	15-20	5300-5850	<2.0
		洗混煤	<50	新安矿	8-10	20-23	15-20	5600-6000	<1.5
德令哈	焦煤	混煤	<50	木里露天矿	5-7	5-14	20-28	5700-7400	<0.5
				木里二井	5-7	5-14	20-28	5700-7400	<0.8
巩义	无烟煤	混煤	<50	铁生沟	5-8	25-30	5-10	4800-5200	<0.8

资料来源：民生证券研究院整理

表 4: 义煤集团原注入资产计划及时间表 (单位: 万吨)

公司/矿井名称	权益	开采煤矿	可采储量	设计产能	备注
2年内注入					
陕县观音堂煤业	14.27%	观音堂	焦煤	157.1	36 破产重组矿井, 计划关停
渑池曹跃矿业	24.74%	曹窑矿	焦煤	866.2	60 在产
天新矿业	20%	北露天矿	长焰煤	106.9	60 残采矿井, 原址建储配煤基地
华兴矿业	100%	曹窑东井	焦煤	338.8	30 在产
新义矿业	55%	新义煤矿	贫煤	13322.8	120 在产
义海大煤沟煤矿	100%	大煤沟	不粘煤	4980.3	90 在产
新疆屯南煤业	50%	屯南	长焰煤	13445.25	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			44878.38	1325	
3年内注入					
中联润世新疆煤业	60%		不粘煤	8068.82	300 在产
襄汾县沙女沟煤炭	60%		无烟煤	5,000.00	90 未投产
山西义鸣矿业	35%	晋祠、禹硕	焦煤	12443	180 未投产
李沟-樊村煤炭勘查项目	100%				
新义井田深部煤详查	100%				
新义二井深部煤详查	100%				预期资源量 3 亿吨
2年内注入或转让					
新疆义煤昆仑能源	100%				投资平台, 未实际从事生产经营
新疆义鑫昆仑矿业	90%				未取得采矿权
山西晋义矿业	100%				所持强肥煤业股权已转让
澳大利亚坤谦国际	100%				相关事宜尚在商谈中

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

表 5: 义煤集团主要煤田概况

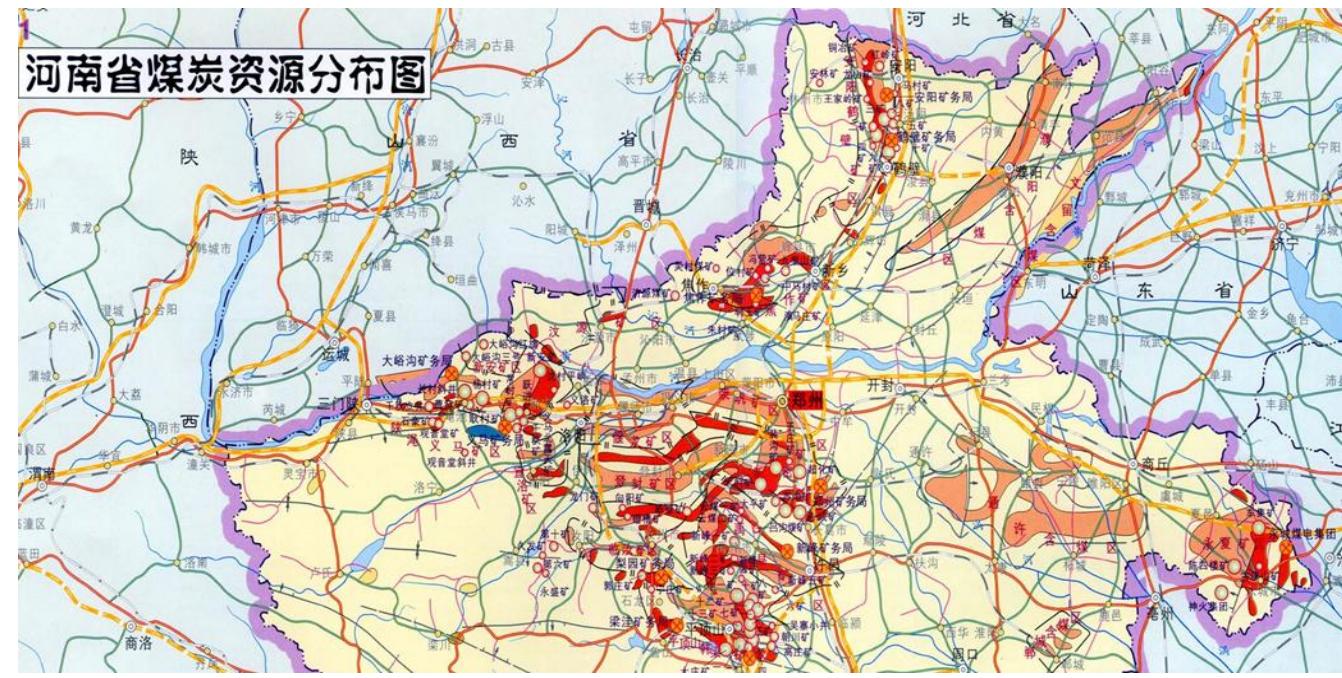
矿名	矿井数量(个)	设计产能(万吨/年)	可采年限	保有储量(万吨)	可采储量(万吨)	煤种
义马煤田	6	750	22	44,268.70	25,366.70	长焰煤
陕渑煤田	5	201	23	11,620.70	5,810.30	焦煤
新安煤田	5	510	85	74,254.30	44,606.10	贫瘦煤
宜洛煤田	2	90	19	2,983.80	1,698.20	焦煤
偃龙煤田	1	120	64	12,016.90	6,681.20	无烟煤
汝阳煤田	1	60	49	5,531.00	2,939.00	焦煤
义海公司	2	210	28	11,343.50	9,335.80	不粘煤、焦煤
豫新煤田	2	120	54	13,909.20	8,700.00	气煤
中联润世	1	300	27	8,208.36	8,068.82	不粘煤
屯南煤业	6	81	124	25,509.87	13,445.25	长焰煤
义鸣煤田	2	180	69	17,590.00	12,443.40	肥煤、焦煤、瘦煤
义襄煤业	1	90	56	7,700.00	5,000.00	无烟煤
合计	34	2,712	--	234,936.30	144,094.70	--

资料来源: 公司资料, 民生证券研究院整理

表 6: 义煤集团主要矿井情况表

序号	矿名	开采煤田	可采储量 (万吨)	煤类	设计产能 (万吨/年)
1	千秋煤矿	义马煤田	8,672.00	长焰煤	90
2	常村煤矿	义马煤田	4,210.20	长焰煤	180
3	跃进煤矿	义马煤田	6,504.90	长焰煤	120
4	杨村煤矿	义马煤田	460.1	长焰煤	60
5	耿村煤矿	义马煤田	5,412.60	长焰煤	240
6	北露天矿	义马煤田	106.9	长焰煤	60
7	观音堂矿	陕渑煤田	157.1	焦煤	36
8	曹窑煤矿	陕渑煤田	527.4	焦煤	30
9	曹窑东井	陕渑煤田	338.8	焦煤	30
10	石壕煤矿	陕渑煤田	2,241.90	焦煤	60
11	仁村井田	陕渑煤田	2,545.10	焦煤	45
12	新安煤矿	新安煤田	13,486.80	贫瘦煤	150
13	新义煤矿	新安煤田	13,322.80	贫煤	120
14	孟津煤矿	新安煤田	7,215.00	贫煤	120
15	义安煤矿	新安煤田	10,581.50	贫煤	120
16	义络公司	宜洛煤田	857.7	焦煤	60
17	李沟煤矿	宜洛煤田	840.5	焦煤	30
18	铁生沟矿	偃龙煤田	6,681.20	无烟煤	120
19	金鼎煤矿	汝阳煤田	2,939.00	贫煤	60
20	大煤沟矿	青海煤田	4,980.30	不粘煤	90
21	木里煤矿	青海煤田	4,355.50	焦煤	120
22	豫新公司	新疆大黄山煤田	8,700.00	气煤	120
23	中联润世	中联润世	8,068.82	不粘煤	300
24	屯南煤业	屯南煤业	13,445.25	长焰煤	81
25	义鸣晋昶煤矿	义鸣公司	5,139.00	肥煤、焦煤	90
26	义鸣禹硕煤矿	义鸣公司	7,304.00	肥煤、瘦煤	90
27	山西义襄煤业	义襄煤业	5,000.00	无烟煤	90
合计			144,094.70		2,712

资料来源：公司资料，民生证券研究院整理

图 1：河南煤化集团及义煤集团河南省内主要矿区分布图


资料来源：民生证券研究院整理

表 7：河南煤化集团主要矿区情况表

集团矿区	可采储量 (亿吨)	煤种	核定产能 (万吨)
河南	27.12		3,901.30
其中：商丘地区	8.57	无烟煤	1,350
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	725.3
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		5,349.30

资料来源：公司资料，民生证券研究院整理

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	12,799	10,823	12,897	14,975
减：营业成本	8,610	7,453	8,748	9,965
营业税金及附加	239	202	241	280
销售费用	314	265	316	367
管理费用	1215	1027	1224	1421
财务费用	-7	-40	-38	-37
资产减值损失	26	0	0	0
加：投资收益	-5	0	0	0
二、营业利润	2399	1915	2406	2979
加：营业外收支净额	5	5	5	5
三、利润总额	2403	1920	2411	2984
减：所得税费用	532	480	603	746
四、净利润	1871	1440	1808	2238
归属于母公司的利润	1789	1396	1754	2177
五、基本每股收益(元)	0.75	0.58	0.73	0.91

主要财务指标

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
EV/EBITDA	2.51	2.34	1.97	1.43
成长能力:				
营业收入同比	34.70%	-15.44%	19.2%	16.11%
营业利润同比	26.35%	-20.14%	25.6%	23.82%
净利润同比	32.89%	-23.05%	25.6%	23.78%
营运能力:				
应收账款周转率	5.75	7.83	3.90	5.58
存货周转率	21.48	21.63	11.68	12.71
总资产周转率	0.80	0.68	0.67	0.72
盈利能力与收益质量:				
毛利率	32.73%	31.14%	32.2%	33.46%
净利率	14.62%	13.31%	14.0%	14.95%
总资产净利率 ROA	15.00%	11.78%	12.3%	14.21%
净资产收益率 ROE	17.87%	12.67%	14.3%	15.70%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.69	2.08	1.84	2.16
资产负债率	35.38%	28.71%	34.2%	30.84%
长期借款/总负债	4.43%	22.00%	17.9%	22.38%
每股指标(元)				
每股收益	0.75	0.58	0.73	0.91
每股经营现金流量	3.40	1.24	1.16	1.85
每股净资产	8.63	4.75	5.31	5.99

资料来源：民生证券研究院

资产负债表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	4501	4761	4810	6213
应收票据	1238	770	1840	1493
应收账款	986	613	1466	1190
预付账款	147	83	187	121
其他应收款	173	113	227	168
存货	401	344	749	784
其他流动资产	11	11	11	11
流动资产合计	7456	6695	9291	9980
长期股权投资	446	446	446	446
固定资产	4568	5164	5742	6299
在建工程	1851	2037	2240	2464
无形资产	1576	1551	1524	1494
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	8501	9248	9993	10739
资产总计	15957	15943	19284	20719
短期借款	250	263	276	289
应付票据	319	179	412	350
应付账款	1669	937	2155	1829
预收账款	418	304	651	547
其他应付款	1364	1405	1447	1490
应交税费	141	119	142	165
其他流动负债	398	398	398	398
流动负债合计	4418	3223	5063	4613
长期借款	881	1007	1183	1430
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	1228	1354	1530	1777
负债合计	5646	4577	6593	6391
股本	1195	2391	2391	2391
资本公积	1525	1525	1525	1525
留存收益	7287	8298	9568	11145
少数股东权益	304	347	402	463
所有者权益合计	15957	15943	19284	20719
负债和股东权益合计	15957	15943	19284	20719

现金流量表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	4066	2960	2774	4419
投资活动现金流量	(8679)	(2233)	(2457)	(2703)
筹资活动现金流量	6474	(467)	(267)	(314)
现金及等价物净增加	1861	260	49	1403

分析师与研究助理简介

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院。

陶贻功：中国矿业大学煤化工学士、选矿学硕士，2011年7月加入民生证券研究院

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。

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

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

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資目标、財務状况或需要。本公司建议客户应考慮本报告的任何意見或建議是否符合其特定狀況,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。