



谨慎  
买入

14% ↑

目标价格: 人民币 6.80

原目标价格: 人民币 10.18

600403.CH

价格: 人民币 5.98

目标价格基础: 17 倍 2014 年市盈率

板块评级: 中立

### 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(16)	5	(10)	(42)
相对新华富时 A50 指数	(13)	(1)	(11)	(29)

发行股数(百万)	2,390
流通股(%)	41
流通股市值(人民币 百万)	5,848
3 个月日均交易额(人民币 百万)	.64
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
河南省义马煤业股份有限公司	63.04

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2014 年 4 月 15 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

能源: 煤炭

唐倩

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

## 大有能源

### 13 年业绩较好, 14 年恐难持续

13 年归属母公司净利润 11.94 亿元, 同比下降 33%, 每股收益 0.5 元, 业绩较好, 利润率也仅有小幅下滑。但这主要与盈利较好的青海矿区产量占比大幅提升等因素有关, 但随着产量占比稳定以及焦煤价格的大幅下滑, 14 年经营优势可能不再。公司内生性增长释放基本完毕, 后续主要靠资产注入, 但受到天峻义海采矿权瑕疵的问题尚未解决的影响, 不确定性较大。基于 17 倍 14 年目标市盈率, 我们下调目标价至 6.80 元, 维持谨慎买入的评级。

#### 支撑评级的要点

- 2013 年营业收入同比下降 12.8% 至 111.6 亿元, 归属母公司净利润 11.94 亿元, 同比下降 33%, 每股收益 0.5 元, 业绩较好。毛利率由 33% 下降至 30%, 净利润率由 14% 下降至 11%。但是经营活动现金流同比大幅下降 82% 至 7.3 亿元。
- 13 年煤炭产量 2,495 万吨, 同比增长 12%, 略高于我们预期, 预计河南本部产量 2,000 万吨左右, 400 万吨左右为天峻义海生产, 新疆矿区 100 万吨左右。本部产量稳定, 天峻义海预计 13 年同比增长 100%, 占公司产量比例由 9% 提升至 16%。而天峻义海焦煤的盈利情况明显好于本部。焦煤占比的提升是公司呈现较好业绩的原因。13 年青海天峻义海煤业收入 17.3 亿元, 净利润 5.65 亿元, 吨煤净利仍高达 100 元左右。而公司平均吨煤净利水平只有 48 元。
- 13 年煤炭售价同比下降 13%, 跌幅不大, 但 14 年优势可能难以持续。
- 由于海进江等影响, 河南本部矿区的省外销售明显受阻, 省外销量由 150 万吨减少至 50 万吨, 大幅差于预期。
- 今年 3 月出现死亡 6 人的矿难, 对安全的重视程度进一步提高, 对经营偏谨慎, 或会在一定程度影响产量的释放。公司预计 14 年产销量目标 2,267 万吨, 产量同比下降 9%, 销量同比下降 4%, 降幅比较明显。
- 公司内生增长释放基本完毕, 后续将主要依靠资产注入, 但受到天峻义海采矿权瑕疵事件影响不确定性较大。

#### 评级面临的主要风险

- 青海天峻义海采矿权归属问题无法妥善解决;
- 资产注入承诺不能兑现, 注入时间延迟。

#### 估值

- 基于公司历史与行业平均估值折价率 15%, 基于 17 倍 14 年目标市盈率将目标价由 10.18 元下调至 6.80 元, 维持谨慎买入的评级。

#### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	12,799	11,166	10,328	11,058	11,619
变动(%)	4.1	(12.8)	(7.5)	7.1	5.1
净利润(人民币 百万)	1,789	1,194	955	996	1,015
全面摊薄每股收益(人民币)	0.75	0.50	0.40	0.42	0.42
变动(%)	(64.8)	(33.3)	(20.0)	4.3	1.9
先前预测每股收益(人民币)			0.58	0.62	
调整幅度(%)			(31.1)	(32.8)	
全面摊薄市盈率(倍)	8.0	12.0	15.0	14.4	14.1
每股现金流量(人民币)	1.70	0.31	0.55	0.49	0.56
价格/每股现金流量(倍)	3.5	19.6	10.8	12.3	10.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.4	9.2	11.8	11.2	11.1
每股股息(人民币)	0.45	0.15	0.12	0.13	0.13
股息率(%)	7.5	2.5	2.0	2.1	2.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 13 年净利润同比下降 33%至 11.94 亿元，业绩较好

公司 13 年实现归属母公司净利润 11.94 亿元，同比下降 33%，每股收益 0.5 元。营业收入同比下降 12.8%至 111.6 亿元，成本相应下降 9%至 78.3 亿元，毛利润下降 20%至 33.3 亿元。期间费用率由基本维持 12%不变，其中管理费用下降 6%至 11.4 亿元，由于现金充足，财务费用由-0.07 亿元变为-0.16 亿元，销售费用下降 17.9%至 2.58 亿元。毛利率下降 3 个百分点至 30%，经营利润率下降 4 个百分点至 15%，净利润率由 14%降至 11%。总体利润率只有小幅下降，明显好于同业。净资产收益率下降 7 个百分点至 12%。但是经营活动产生现金流同比下降大幅 82%至 7.3 亿元。

图表 1. 13 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012	2013	同比变动(%)
营业收入	12,799	11,166	(12.8)
营业成本	8,610	7,831	(9.1)
毛利润	4,189	3,335	(20.4)
营业税金及附加	239	239	0.2
销售费用	314	258	(17.9)
管理费用	1,215	1,140	(6.2)
财务费用	(7)	(16)	121.8
资产减值损失	26	78	201.7
投资净收益	(5)	23	-
营业利润	2,399	1,660	(30.8)
营业外收入	34	20	(41.6)
营业外支出	29	7	(77.1)
税前利润	2,403	1,673	(30.4)
所得税	532	468	(12.0)
少数股东损益	83	12	(85.4)
归属于母公司所有净利润	1,789	1,194	(33.3)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.75	0.50	(33.3)
每股经营活动产生现金净流量(元)	1.7	0.3	(82.0)
毛利率(%)	33	30	
经营利润率(%)	19	15	
净利润率(%)	14	11	
应收账款	986	956	(3.1)
期间费用率(%)	12	12	
净资产收益率-加权(%)	19	12	

资料来源：公司中报，中银国际研究

### 青海天峻义海煤业产量明显增长，对公司经营改善明显。

公司煤炭产量 2,495 万吨，同比增长 12%，略高于我们预期，我们预计河南本部产量 2,000 万吨左右，400 万吨左右为天峻义海生产，新疆矿区 100 万吨左右。本部产量稳定，天峻义海预计 13 年同比增长 100%，占公司产量比例由 9%提升至 16%。而由于是焦煤，天峻义海的盈利情况明显好于本部。产销量结构的改善是公司呈现较好业绩的原因。13 年青海天峻义海煤业收入 17.3 亿元，净利润 5.65 亿元，吨煤净利仍高达 100 元左右。而公司平均吨煤净利水平只有 48 元。

**图表 2.13 年煤炭业绩经营数据**

指标	2012	2013	同比变动 (%)
原煤产量(百万吨)	22.31	24.95	11.8
销量(百万吨)	22.31	23.66	6.1
原煤价格(元/吨)	417	361	(13.5)
生产成本(元/吨)	235	213	(9.3)
吨煤毛利(元/吨)	182	148	(18.8)
吨煤净利(元/吨)	80	48	(40.3)
煤炭业务营业收入(百万元)	9,306	8,540	(8.2)
煤炭业务营业成本(百万元)	5,237	5,310	1.4
煤炭业务毛利率(%)	44	38	
煤炭业务毛利占比(%)	97	97	

资料来源：公司中报，中银国际研究

### 河南本部省外销售明显受阻

公司认为“由于煤炭市场需求的持续疲软，煤炭同业之间的竞争更加激烈，晋、陕、蒙煤炭通过海进江渠道大举南下，对大有能源河南省内和华中、华东市场都构成了巨大冲击，加上铁路运费的不断上涨，省外市场的销售订单受到很大影响，湖南、江西、苏南、山东等地的市场的订单几乎丧失，湖北、苏北、安徽的客户数量也大大减少，省外销量由 150 万吨降至 50 万吨以下。”我们认为本部矿区省外销售的情况差于预期，尽管 13 年河南省推出“煤电互保”政策使得省内电厂采购本省的煤有强制规定，集团也曾在年中左右减少销售，让出市场给大有能源，但公司的销售情况仍然欠佳。13 年公司销量同比增长 6% 至 2,366 万吨，增幅小于 12% 的产量增速。

### 14 年产销量目标下调明显

除了行业景气度下行明显，公司今年 3 月出现死亡 6 人的矿难，对安全的重视程度进一步提高，对经营偏谨慎，可能会在一定程度影响产量的释放。公司预计 14 年产销量目标 2,267 万吨，产量同比下降 9%，销量同比下降 4%，降幅比较明显。

### 13 年煤价降幅不大，但 14 年恐优势不再

公司 13 年煤炭综合售价下跌 13% 至 361 元，跌幅小于同业（同业水平约 17% 左右）。原因一是省内“煤电互保”政策，二是青海天峻义海矿区煤价高于河南本部而产量占比提升。但是这一趋势将在 14 年改变，我们认为跌幅将与行业相似，主要由于 14 年产量结构稳定，而焦煤价格下跌幅度将更大些。公司吨煤生产成本下降 9% 至 213 元/吨，除了公司较好的成本控制外，如人员工资的削减，青海矿区成本小于本部也是原因之一。公司吨煤净利下滑 40% 至 48 元。整体煤炭业务毛利率下滑 6 个百分点至 38%。煤炭业务毛利占比维持在 97% 不变。

### 内生增长释放基本完毕，资产注入不确定性大

我们认为主要的内生增长基本释放完毕，未来的增长还主要靠集团的资产注入。但是 13 年 9 月 17 日公司公告并承认在 13 年 2 月将青海天峻义海一号露天矿的采矿证无偿转让给木里煤业集团，木里煤业出具承诺“在木里矿区采矿权关系没有理顺之前，大有能源享有所有该矿的经营所得”。事情一经报出，公司就全力协调解决采矿权归属的问题，但截至日前还没有实质性的进展。虽然公司还享有天峻义海矿所有的经营所得，但我们认为采矿权的瑕疵将对后续资本运作形成一定拖累。因此我们认为短期在采矿权事情没有理顺之前，资产注入的可能性不大。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	12,799	11,166	10,328	11,058	11,619
销售成本	(8,610)	(7,831)	(7,901)	(8,483)	(8,956)
经营费用	(1,767)	(1,637)	(1,122)	(1,202)	(1,263)
息税折旧前利润	2,422	1,698	1,305	1,374	1,401
折旧及摊销	447	448	206	221	238
经营利润(息税前利润)	2,948	2,232	1,630	1,762	1,874
净利息收入/(费用)	7	16	6	6	7
其他收益/(损失)	(31)	(54)	(78)	(78)	(78)
税前利润	2,399	1,660	1,388	1,458	1,485
所得税	(532)	(468)	(392)	(411)	(419)
少数股东权益	(83)	(12)	(55)	(64)	(65)
净利润	1,789	1,194	955	996	1,015
核心净利润	1,789	1,194	955	996	1,015
每股收益(人民币)	0.75	0.50	0.40	0.42	0.42
每股股息(人民币)	0.45	0.15	0.12	0.13	0.13
收入增长(%)	4.1	(12.8)	(7.5)	7.1	5.1
息税前利润增长(%)	(34)	(24)	(27)	8	6
息税折旧前利润增长(%)	(30)	(30)	(23)	5	2
每股收益增长(%)	(65)	(33)	(20)	4	2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	2,399	1,660	1,388	1,458	1,485
折旧与摊销	527	536	328	391	475
净利息费用	(7)	(16)	(6)	(6)	(7)
运营资本变动	1,576	(1,104)	(28)	(294)	(225)
税金	(532)	(468)	(392)	(411)	(419)
其他经营现金流	102	122	33	27	29
经营活动产生的现金流	4,064	730	1,322	1,164	1,339
购买固定资产净值	1,324	1,449	1,000	1,200	1,700
投资减少/增加	7,423	1,024	20	20	20
其他投资现金流	(17,426)	(4,872)	(2,000)	(2,400)	(3,400)
投资活动产生的现金流	(8,679)	(2,399)	(980)	(1,180)	(1,680)
净增权益	7,389	0	0	0	0
净增债务	1,011	833	1,900	2,400	2,700
支付股息	754	711	806	856	1,007
其他融资现金流	(2,680)	(2,692)	(3,006)	(3,106)	(3,207)
融资活动产生的现金流	6,474	(1,148)	(300)	150	500
现金变动	1,859	(2,816)	42	134	159
期初现金	2,757	4,628	1,811	1,854	1,988
公司自由现金流	(4,615)	(1,669)	342	(16)	(341)
权益自由现金流	(3,611)	(852)	2,237	2,378	2,352

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	4,736	1,911	1,854	1,988	2,147
应收帐款	1,238	1,223	999	1,070	1,124
库存	401	535	395	424	448
其他流动资产	1,585	2,414	1,846	1,693	1,558
流动资产总计	7,708	5,817	4,891	4,958	5,048
固定资产	4,568	5,036	5,691	6,469	7,232
无形资产	1,576	1,491	1,571	1,604	1,570
其他长期资产	2,694	3,091	4,136	4,236	4,336
长期资产总计	8,838	9,618	11,398	12,309	13,137
总资产	16,546	15,435	16,288	17,267	18,185
应付帐款	1,669	1,068	1,580	1,697	1,791
短期债务	250	190	200	240	241
其他流动负债	3,057	2,589	2,685	2,746	2,795
流动负债总计	4,976	3,847	4,465	4,683	4,827
长期借款	881	458	500	600	700
其他长期负债	347	407	0	0	0
股本	1,195	2,391	2,391	2,391	2,391
储备	8,201	7,661	8,234	8,831	9,439
股东权益	10,311	10,696	11,323	11,984	12,659
少数股东权益	304	314	369	433	498
总负债及权益	16,546	15,435	16,288	17,267	18,185
每股帐面价值(人民币)	4.31	4.48	4.74	5.01	5.30
每股有形资产(人民币)	3.65	3.85	4.08	4.34	4.64
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.51)	(0.53)	(0.48)	(0.48)	(0.50)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	18.9	15.2	12.6	12.4	12.1
息税前利润率(%)	23.0	20.0	15.8	15.9	16.1
税前利润率(%)	18.7	14.9	13.4	13.2	12.8
净利率(%)	14.0	10.7	9.2	9.0	8.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.5	1.5	1.1	1.1	1.0
利息覆盖率(倍)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.4	1.0	1.0	1.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	8.0	12.0	15.0	14.4	14.1
市净率(倍)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	3.5	19.6	10.8	12.3	10.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.4	9.2	11.8	11.2	11.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	15.1	21.8	21.5	17.6	17.8
应收帐款周转天数	30.7	40.2	39.3	34.1	34.5
应付帐款周转天数	42.4	44.7	46.8	54.1	54.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	60.1	30.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	17.3	11.2	8.4	8.3	8.0
资产收益率(%)	13.9	10.4	7.2	7.4	7.4
已运用资本收益率(%)	25.8	19.7	13.6	13.7	13.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371