

关注集团资产注入与资源整合 给予“增持”评级

事件：前期我们对公司进行了调研，就公司生产经营与未来发展情况进行交流

上市公司煤炭产量有逐年下降的趋势。公司目前有米村、超化、告成3个在产矿井，共计核定产能530万吨。其中米村矿（120万吨）开采年限已久，已进入衰退期，产量正逐年下降。超化矿（230万吨）是目前公司的主力矿井，也是公司利润的主要来源，该矿贡献当年近80%的净利。但受到资源条件的限制，该矿未来产量将呈逐步下降的态势。告成矿（130万吨），同样面临资源约束情况使得未来产量缺乏增长的空间。2009年，公司煤炭产量481万吨，我们预计2010年小幅下降至470万吨，11年460万吨，12年下降至450万吨。

矿井老化，煤炭产量下降，公司业绩缺乏内在增长。由于矿井老化，开采成本上升，煤炭产量下降，公司煤炭业务业绩缺乏持续增长的内在动力。公司业绩表现落后于河南省内其它几家上市公司。2010年前三季度，公司实现净利润9425万元，EPS为0.15元。我们预计公司全年业绩为每股0.22元，同比增长22%。同期，神火股份预计全年业绩同比增长99.5%，若剔除其亏损近5个亿的电解铝业务，则其煤炭业务业绩同比增长超过110%。平煤股份在经平禹四矿事故后下属的“高突”矿井停产进行安全生产整顿，导致4季度高利润的冶金煤产量下降，但其2010年业绩快报仍显示全年业绩增长31%。

2010年全国经济增长较快，也是河南省大力开展小煤矿关停整合的一年。省内因小煤矿的大量关闭停产打破了原来的供需平衡的格局，使得河南省煤炭出省数量减少，煤价上涨较快。但公司由于矿井老化、产量下降成本上升，并未能充分享受到煤价上涨。

此外，公司尚有房地产、物资流通和少量电力业务。房地产业务方面，公司开发的中原杏湾城一期项目已完工，定位于集团自建房，主要用于解决内部员工居住需求，定价低，结算对今年业绩影响不大。预计二期外销比例会扩大，均价也将有一定程度的上升，但结算可能要到2012年。物资流通板块定位于内部服务，具备的只是收入上的意义，2010上半年该板块收入28.18亿元，占总收入71%，但营业利润率仅1.97%。

解决之道在于集团煤炭资产注入和整体上市：2.8倍产能、7.4倍资源。不考虑集团在兼并整合中获取的资源，集团直接拥有煤炭资源储量15.09亿吨，可采储量8.49亿吨，可采储量是上市公司的7.4倍

郑州煤电
600121

维持 标配

分析师：谷三剑

投资咨询执业证书编号：

S0630208070064

联系信息：

021-50586660-8621

gsj@longone.com.cn

日期

分析：2011年03月1日

价格

当前市价：11.81元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012
EPS	0.22	0.24	0.26
PE	53.68	49.21	45.42
PB	4.11	4.02	3.98

注：EPS为最新股本摊薄后数据

此外，集团目前另拥有近 3 倍于上市公司的煤炭产能，2009 年，郑煤集团权益产量 1836 万吨（包括上市公司），预计 2010 年郑煤集团煤炭产量可达 2100 万吨。

郑煤集团负债率逐年上升，集团 2010 年一季报显示，拥有短期负债 15.5 亿元，长期负债 44.6 亿元，资产负债率已达 68%。一季度仅利息支出就超过一亿元，面临较大的财务压力。尽管当前银行给予集团巨额授信，但将进一步加大财务压力。

在资源整合中，集团需要大量资金对整合的小煤矿进行收购和技改扩建，因此，集团对资金的需求是巨大的，从 09 年集团仅 18 亿元的经营活动现金流来看，仅凭企业自身经营已很难满足投资需求。这就需要通过上市公司平台发挥适当的融资功能。集团煤炭资产注入和整体上市不仅有助于解决上市公司存续与持续发展的问题，也有利于减轻集团面临的资金压力。集团资产注入将势在必行。

集团整合小煤矿，扩张煤炭板块资产。在河南省这轮资源整合中，郑煤集团是郑州地区唯一整合主体，负责整合新密矿区、登封矿区、荣巩矿区、新郑矿区和三李矿区。目前整合工作都是由郑煤集团统一出面进行，而未象部分煤炭企业一样同时安排上市公司直接参与。主要是郑煤集团从整个集团公司的整体利益综合考虑出发，一方面需要考虑到集团在现有成熟矿井注入后的存续问题，另一方面，小煤矿整合涉及环节较多，目前由集团公司出面协调易于推进。

郑煤集团在 2010 年成立了嵩阳煤业和郑新煤业两家分公司，专门从事相关的整合工作。其中嵩阳煤业计划整合 67 对矿井，郑新煤业计划整合 100 对矿井。此外，集团下属二七分公司计划整合 28 对矿井。截止到 10 年 9 月底，嵩阳煤业已整合矿井 43 对、产能 711 万吨；郑新煤业整合矿井 86 对、产能 1326 万吨，二七公司整合矿井 10 对、产能 580 万吨。经过 2010 年的第一轮整合后，郑煤集团合计已整合矿井 139 座，产能 2617 万吨。

根据集团发展规划，力争未来三年煤炭产量突破 3000 万吨，五年突破 5000 万吨。销售收入每年增加 100 亿元，2010 年集团销售收入 203 亿元，2011 年达到 300 亿元，2012 年达到 400 亿元，十二五末争取突破 600 亿元。

资金压力大，择机重启资产注入是必然。面临高负债率和后续整合小煤矿所需巨额资金压力，择机重启资产注入解决上市公司的持续发展与集团资金瓶颈，已成为必然。一种较可能的模式是，集团先期注入剩余权属清晰的直属煤矿资产，未来将收购整合后的小煤矿改扩建培育成熟，再逐步纳入上市公司。

- 与中国煤化解除合作，消除市场疑虑。郑煤集团在 2008 年资产注入方案中，因将优质资产先与中国煤化集团（香港协鑫集团控制）成立合资公司，再将合资公司股权注入上市公司这种“曲线注入”的方式备受质疑。2010 年 4 月 14 日，公司发布公告，河南省政府省长办公会通过决议，公司决定终止与中国煤化集团合资的中原煤化项目，郑煤集团解散与协鑫集团（即中国煤化集团）在漯河市注册的中原煤化、赵家寨化工、白坪物流三家合资公司。目前正在对合资公司解散后的清理工作，还未最终注销清理完毕。由于涉及赵家寨和白坪煤矿等集团主要剩余直属煤矿，因此，预计注入需待清理工作完成之后。

表 1：郑煤集团剩余直属煤矿资产（万吨）

核定产能	权益	保有资源储量	可采储量	煤种	备注
赵家寨	300	51%	38,756	20,424	贫煤
裴沟	205	40%	23,466	16,071	贫煤

白坪	180	55%	16, 440	11, 416	贫瘦煤	
大平	90	100%	1, 641	1, 231	贫煤	
芦沟	60	100%	6, 382	4, 786	无烟煤	
金龙	45	70%	19, 910	11, 180	无烟煤	二期改造可达 180-200 万吨
教学二矿	45	51%	1, 086	815	贫煤	
振兴二矿	30	100%	159	119	贫煤	
张沟	30	100%	210	158	贫煤	
崔庙	30	60%	2, 028	452	无烟煤	
老君堂	21	100%	310	233	贫煤	
李粮店	240	100%	36, 000	16, 000	贫煤	在建，预计 2011 年投产
超化高岭	45	100%	3, 397	1, 182	贫煤	在建，预计 2013 年投产
合计	1321		150, 880	84, 946		

资料来源：集团公告

盈利预测与估值。不考虑注入资产，我们预测公司的 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.22 元、0.24 元、0.26 元。尽管公司本身业绩平淡，基本面缺乏增长，但集团资产注入势在必行，公司现有煤矿产量小，集团资产可注入倍数大，且集团注入煤矿盈利能力较高，待注入后，将极大改观公司基本面和市场对公司未来成长性的看法。因此，尽管集团重启注入时间目前尚不能确定，但我们给予公司“增持”的评级，建议密切关注公司注入进程。

风险因素。国内外经济复苏受挫导致煤炭需求下降；国家对煤价控制出台超预期严厉措施。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897