

大同煤业 (601001)

刘建刚  
021 - 68419393 - 1050  
liujg@xyzq.com.cn

2008 年 12 月 30 日

## 收购矿业公司 70% 股权有助于提高储备和产能

煤炭开采Ⅲ

估值区间:15.00 ± 1.00

推荐

(维持)

收购矿业公司 70% 股权令同煤资源储备和煤炭产能分别提高 17% 和 19%，但矿井建设周期长使色连一号井短期财务贡献有限。预计资源价值和资产价值将对股价形成支撑，但煤价回落制约未来上涨空间，建设采用区间交易策略。

## 事件：

大同煤业发布对外投资公告，拟用自有资金收购内蒙古鄂尔多斯投资控股集团持有的内蒙古同煤鄂尔多斯矿业投资有限公司股权 70% 股权，并与其共同建设色连一号井，生产能力为 500 万吨。

## 点评：

我们认为，收购矿业公司 70% 股权有助于增强大同煤业的资源储备水平和煤炭生产能力，可持续发展能力亦有所增强。具体分析如下：

- **煤炭资源储备增加 17%。**根据国土资矿评储字[2008]11 号《内蒙古自治区东胜煤田万利矿井色连一号井田煤炭资源储量核实报告》，色连一号井田煤炭资源储量 76430 万吨，收购 70% 股权可令同煤增加权益资源储量 53501 万吨，约占大同煤业旗下煤峪口矿（储量 11397 万吨，100%）、同家梁矿（15763 万吨，100%）、四老沟矿（15237 万吨，100%）、忻州窑矿（13019 万吨，100%）和塔山煤矿（507400 万吨，51%）等 5 座煤矿合计权益资源储量 314192 万吨的 17%，矿井可持续开采能力明显增强。
- **煤炭权益产能增加 19%。**色连一号井规划设计产能为 500 万吨，约占大同煤业旗下煤峪口矿（产能 250 万吨，100%）、同家梁矿（产能 300 万吨，100%）、四老沟矿（产能 320 万吨，100%）、忻州窑矿（产能 230 万吨，100%）和塔山煤矿（产能 1500 万吨，51%）等 5 座煤矿合计权益煤炭产能 1865 万吨的 19%。
- **短期财务贡献有限。**色连一号井已经获得国家发改委 2007 年批复的煤炭工业发展“十一五”规划内项目，立项核准正在办理中，目前即将进入开展前期工作。一般而言，500 万吨大型矿井建设期约 2-3 年。因此，收购矿业公司 70% 股权将加大公司投资性现金流出，短期内无财务贡献。
- **维持评级：推荐。**我们认为，能源需求减缓将通过影响煤价导致煤炭企业盈利下滑，但重置价值已对煤炭股股价形成支撑，行业竞争结构改善也封杀了煤炭行业悲观情景出现的可能性。预计大同煤业 2008-2010 年 EPS 分别为 1.75 元、1.53 元和 1.21 元。基于同煤集团资产注入预期明确，尽管煤价在供需关系失衡背景下仍有调整空间，但我们认为目前是长期价值投资者逆周期而动选择优质煤炭股的时机，故给予长期“推荐”评级。
- **风险提示：**世界经济复苏需要较长时间，在需求恢复前煤炭供需关系趋于宽松，煤价跌幅或超出预期，可能导致大同煤业业绩低于预期。

附表 大同煤业盈利预测假设

| 项目           | 2006 | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 商品煤销量（万吨）    | 1170 | 1525 | 1820  | 2100  | 2100  |
| 母公司销量（万吨）    | 890  | 883  | 1050  | 1050  | 1050  |
| 塔山矿原煤产量（万吨）  | 330  | 781  | 1100  | 1500  | 1500  |
| 塔山矿洗出率（%）    | 70   | 70   | 70    | 70    | 70    |
| 塔山矿商品煤销量（万吨） | 279  | 642  | 770   | 1050  | 1050  |
| 单价（元/吨）      | 334  | 333  | 440   | 415   | 400   |
| 单位成本（元/吨）    | 146  | 179  | 200   | 195   | 195   |

数据来源：兴业证券研发中心

附表：资产负债表、利润表、现金流量表、主要财务比率

| 资产负债表          |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位：百万元         | 2007        | 2008E        | 2009E        | 2010E        |
| <b>流动资产</b>    | <b>4490</b> | <b>6784</b>  | <b>7166</b>  | <b>7248</b>  |
| 货币资金           | 3212        | 5135         | 5224         | 5144         |
| 交易性金融资产        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 应收账款           | 99          | 160          | 261          | 420          |
| 其他应收款          | 841         | 961          | 1046         | 1008         |
| 存货             | 311         | 473          | 573          | 614          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>3733</b> | <b>4572</b>  | <b>5262</b>  | <b>5906</b>  |
| 可供出售金融资产       | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 投资性房地产         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 2894        | 3542         | 4106         | 4597         |
| 在建工程           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 油气资产           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产           | 82          | 37           | -8           | -53          |
| <b>资产总计</b>    | <b>8223</b> | <b>11355</b> | <b>12428</b> | <b>13154</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>2436</b> | <b>3787</b>  | <b>3373</b>  | <b>2929</b>  |
| 短期借款           | 398         | 494          | 300          | 320          |
| 应付票据           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款           | 580         | 910          | 1024         | 1024         |
| 其他             | 1458        | 2383         | 2049         | 1585         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>1475</b> | <b>1391</b>  | <b>1291</b>  | <b>1161</b>  |
| 长期借款           | 1141        | 1111         | 1051         | 961          |
| 其他             | 334         | 280          | 240          | 200          |
| <b>负债合计</b>    | <b>3910</b> | <b>5178</b>  | <b>4664</b>  | <b>4090</b>  |
| 股本             | 837         | 837          | 837          | 837          |
| 资本公积           | 1877        | 1877         | 1877         | 1877         |
| 未分配利润          | 1131        | 2462         | 3448         | 4208         |
| 少数股东权益         | 468         | 1001         | 1603         | 2142         |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>3845</b> | <b>5176</b>  | <b>6162</b>  | <b>6922</b>  |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>8223</b> | <b>11355</b> | <b>12428</b> | <b>13154</b> |

| 现金流量表             |             |              |             |             |
|-------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| 单位：百万元            | 2007        | 2008E        | 2009E       | 2010E       |
| 净利润               | 584         | 1998         | 1880        | 1556        |
| 折旧和摊销             | 290         | 225          | 265         | 302         |
| 资产减值准备            | 0           | 0            | 0           | 0           |
| 无形资产摊销            | 0           | 0            | 0           | 0           |
| 公允价值变动损失          | 0           | 0            | 0           | 0           |
| 财务费用              | 74          | 4            | -25         | -33         |
| 投资损失              | 0           | 0            | 0           | 0           |
| 少数股东损益            | 85          | 532          | 601         | 539         |
| 营运资金的变动           | -322        | 925          | -554        | -666        |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>668</b>  | <b>3145</b>  | <b>1566</b> | <b>1159</b> |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-870</b> | <b>-1057</b> | <b>-955</b> | <b>-946</b> |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-162</b> | <b>-165</b>  | <b>-522</b> | <b>-293</b> |
| 现金净变动             | -364        | 1923         | 89          | -80         |
| 现金的期初余额           | 3575        | 3211         | 5134        | 5223        |
| 现金的期末余额           | 3228        | 5134         | 5223        | 5143        |

| 利润表             |             |             |             |             |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 单位：百万元          | 2007        | 2008E       | 2009E       | 2010E       |
| <b>营业收入</b>     | <b>5109</b> | <b>8008</b> | <b>8715</b> | <b>8400</b> |
| 营业成本            | 2757        | 3640        | 4095        | 4095        |
| 营业税金及附加         | 104         | 160         | 174         | 168         |
| 销售费用            | 1070        | 1161        | 1482        | 1596        |
| 管理费用            | 239         | 368         | 471         | 487         |
| 财务费用            | 74          | 4           | -25         | -33         |
| 资产减值损失          | 2           | 0           | 0           | 0           |
| 公允价值变动          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益            | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>     | <b>863</b>  | <b>2675</b> | <b>2519</b> | <b>2087</b> |
| 营业外收入           | 26          | 0           | 0           | 0           |
| 营业外支出           | 11          | 11          | 12          | 13          |
| <b>利润总额</b>     | <b>878</b>  | <b>2664</b> | <b>2507</b> | <b>2074</b> |
| 所得税             | 293         | 666         | 627         | 519         |
| 净利润             | 584         | 1998        | 1880        | 1556        |
| 少数股东损益          | 85          | 533         | 602         | 539         |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>499</b>  | <b>1465</b> | <b>1279</b> | <b>1016</b> |
| <b>EPS (元)</b>  | <b>0.60</b> | <b>1.75</b> | <b>1.53</b> | <b>1.21</b> |

| 主要财务比率         |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
|                | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E |
| <b>成长性(%)</b>  |      |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 30.0 | 56.7  | 8.8   | -3.6  |
| 营业利润增长率        | 15.6 | 209.8 | -5.8  | -17.2 |
| 净利润增长率         | 1.6  | 193.5 | -12.7 | -20.5 |
| <b>盈利能力(%)</b> |      |       |       |       |
| 毛利率            | 46.0 | 54.5  | 53.0  | 51.3  |
| 净利率            | 9.8  | 18.3  | 14.7  | 12.1  |
| ROE            | 13.0 | 28.3  | 20.8  | 14.7  |

|                |       |      |      |      |
|----------------|-------|------|------|------|
| <b>偿债能力(%)</b> |       |      |      |      |
| 资产负债率          | 47.6  | 45.6 | 37.5 | 31.1 |
| 流动比率           | 1.84  | 1.79 | 2.12 | 2.47 |
| 速动比率           | 1.72  | 1.67 | 1.95 | 2.26 |
| <b>营运能力(次)</b> |       |      |      |      |
| 资产周转率          | 0.67  | 0.82 | 0.73 | 0.66 |
| 应收帐款周转率        | 40    | 62   | 41   | 25   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |      |      |      |
| 每股收益           | 0.60  | 1.75 | 1.53 | 1.21 |
| 每股经营现金         | 0.80  | 3.76 | 1.87 | 1.39 |
| 每股净资产          | 4.59  | 6.19 | 7.36 | 8.27 |
| <b>估值比率(倍)</b> |       |      |      |      |
| PE             | 20.23 | 6.89 | 7.90 | 9.94 |
| PB             | 2.63  | 1.95 | 1.64 | 1.46 |

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%  
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间  
观 望: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间  
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构销售部

### 机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-68419393-1026 Email: guor@xyzq.com.cn

### 上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-68419393-1034 Email: dengyp@xyzq.com.cn

朱元戩 电话: 021-68419393-1028 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

### 北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-68419393-1029 Email: hanyh@xyzq.com.cn

### 广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

雒雅梅 电话: 021-68419393-1207 Email: luoym@xyzq.com.cn

### 研究报告发布

金 琼 电话: 021-68419393-1049 Email: jinq@xyzq.com.cn

## 重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。