

2009-03-30

煤炭与消费用燃料

金牛能源 000937.SZ

资产收购低于预期

◇ 事件：金牛能源拟向大股东冀中能源集团旗下峰峰集团、邯矿集团、张矿集团发行股份购买本次交易对方所拥有的与煤炭业务相关的优质经营性资产和负债，实现集团煤炭业务的整体上市。

- ◆ 继续维持“增持”评级。在未来通胀预期下，我们中长期看好未来煤价的走向，此次定向增发低于市场预期，预计短期股价面临调整；但是我们仍然看好公司未来的发展前景，我们认为，股价短期冲击将可能带来较好买点。
- ◆ 按照公司的方案，公司定向增发的价格为 12.28 元/股，共增发 3.6849 亿股，占发行后公司总股本比例为 31.86%。增发完成后，按照 2008 年的财务数据，每股收益增厚约 0.2 元，至 2.6985 元/股，远低于我们此前预期。发行完成后，金牛能源的总股本将为 11.5644 亿股，冀中能源及其下属企业峰峰集团、邯矿集团和张矿集团合计持有上市公司 8.2269 亿股，占总股本的 71.14%。
- ◆ 根据公司对 2009 年的盈利预测，完成定向增发后，公司 2009 年的每股收益为 1.04 元，相对于 2008 年 2.49 元的收益，大幅下滑了 58.2%，远低于我们此前对公司 2009 年 EPS 2.26 元的预测。
- ◆ 通过公司盈利预测表我们可以发现，公司预测 2009 年营业收入减少 2.64%的同时，营业成本大幅增加了 16.14 亿元，增幅达 34.21%。其次，在财务费用和资产减值等方面也作了大幅增加。我们分析，公司对 2009 年盈利大幅低于我们此前预期主要来自于公司对于未来煤炭销售价格的担忧。由于煤价的走向将很大程度上左右公司业绩。按照 2008 年的数据测算，此次定向增发完成后，公司煤炭业务的主营收入将由此前占比 83.67%提升到 90%左右。公司业绩对于未来煤炭价格走势的敏感性进一步增强。
- ◆ 其次，收购资产的估值略高于我们此前预期。我们测算，根据公司公告的方案，其收购三家集团煤炭资产的估值约为 44 亿元左右，而此次评估价值为 45.25 亿元，增发后总股本比此前预期增加了 1%左右，摊薄了一定业绩。

维持

增持

当前价格	20.50 元
目标价格	25.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

江建军

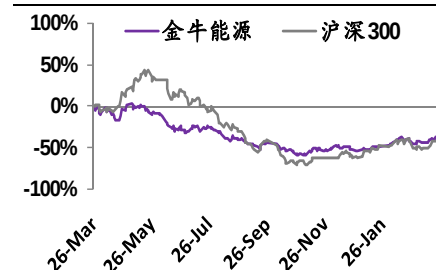
021-22169016

jiangjj@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	788
总市值(百万元)	11,094
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	54.13/10.97
近 3 月日均成交量(百万股)	21.79
主要股东	冀中能源集团有限责任公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.45	22.44	-3.86
绝对收益	9.19	52.70	-42.51

相关报告：

《金牛能源：整体上市助推公司业绩快速增长》
2008-12-11

《金牛能源：整体上市仍是最重要投资依据》
2008-03-02

按照公司的方案，公司定向增发的价格为 12.28 元/股，共增发 3.6849 亿股，占发行后公司总股本比例为 31.86%。增发完成后，按照 2008 年的财务数据看，每股收益增厚 0.2 元，至 2.6985 元/股，远低于我们此前预期。发行完成后，金牛能源的总股本将为 11.5644 亿股，冀中能源及其下属企业峰峰集团、邯矿集团和张矿集团合计持有上市公司 8.2269 亿股，占总股本的 71.14%。

根据公司对 09 年的盈利预测，公司完成定向增发后，2009 年的每股收益为 1.04 元，相对于 2008 年 2.49 元的收益，大幅下滑了 58.2%，远低于我们此前对公司 2009 年 EPS 2.26 元的预测。

表一、盈利预测表：2009 年度

项目	2008 年度已审实现数 (亿元)	2009 年度预测数 (亿元)	同比增加 (%)
一 营业收入	92.7588	90.3145	-2.64
营业成本	47.1632	63.2999	34.21
销售费用	1.3007	1.3287	2.15
管理费用	11.8283	11.7402	-0.74
财务费用	0.385	0.6819	77.12
资产减值损失	2.3548	3.326	41.24
二 营业利润	28.0378	11.1049	-60.39
三 净利润	19.9627	8.215	-58.85

数据来源：上市公司公告

通过公司盈利预测表我们可以发现，公司预测 2009 年营业收入减少 2.64% 的同时，营业成本大幅增加了 16.14 亿元，增幅达 34.21%。其次，在财务费用和资产减值等方面也作了大幅增加。我们分析，公司对 2009 年盈利的悲观预期主要来自于公司对于未来煤炭销售价格的担忧。由于煤价的走向将很大程度上左右公司业绩。按照对 2008 年的数据测算，此次定向增发完成后，公司煤炭业务的主营收入将由此前占比 83.67% 提升到 90% 左右。公司业绩对于未来煤炭价格走势的敏感性进一步增强。

其次，收购资产的估值略高于我们此前预期。我们测算，根据公司公告的方案，其收购三家集团煤炭资产的估值约为 44 亿元左右，而此次评估价值为 45.25 亿元，增发后总股本比此前预期增加了 1% 左右。

在未来通胀预期下，我们中长期看好未来煤价的走向，此次定向增发低于市场预期，预计短期股价面临调整；但是我们仍然看好公司未来的发展前景，我们认为，股价短期冲击将可能带来较好买点。我们目前维持评级。

分析师介绍

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

金牛能源（000937）

分析师：江建军



日期	股价	目标价	评级
2007-08-08	39.94	-	增持
2008-08-06	23.00	33.00	增持
2008-12-11	21.50	25.00	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。