

卢平 86-10-88087949
 luping@cmschina.com.cn
 王培培 86-10-88086945
 wangpp@cmschina.com.cn

冀中能源(000937.SZ)/37.18元

资产整合和收购增加业绩弹性

2010年4月11日

能源·煤炭

目标估值: 47元

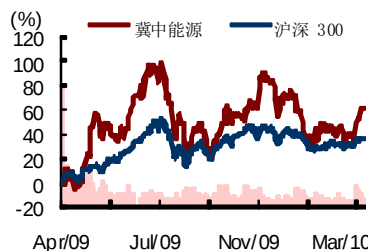
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3148
总股本(万股)	115644
已上市流通股(万股)	78795
总市值(亿元)	451
流通市值(亿元)	307
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	13.7
资产负债率	49.5%
主要股东	冀中能源集团公司
主要股东持股比例	39.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	30	70
相对表现	9	17	38



相关报告

- 1、《金牛能源—炼焦煤提价业绩弹性最大的煤炭公司》2009/8/4
- 2、《资产注入专题报告-产业资本PK金融资本》2008/12/23
- 3、《金牛能源—每股产能较高的资产注入增厚盈利》2008/12/12
- 4、《金牛能源—季报业绩超预期,但炼焦煤价格面临下滑压力》2008/10/29
- 5、《煤炭行业关于安全费、维简费会计处理变更的影响分析》2008/1/9

公司实现每股收益 1.39 元 (-39%), 主要是煤价下降较多所致。公司是业绩弹性大, 在煤价上涨时业绩增厚多; 资产收购和资源整合进一步增加公司资源储备和生产能力。我们维持对公司强烈推荐投资评级。

- **实现每股收益 1.39 元, 同比下降 39%, 分红为 10 股派现金 5 元。**资产注入后 09 年公司实现营业收入 202.5 亿元 (-4%), 归属母公司净利润 16 亿元, 折合 EPS1.39 元, 同比下降 39%。计算分部业务主营业务利润, 煤炭分部占比 96%。我们分析, 公司业绩下滑主要是煤价同比下降较多所致。
- **煤价下降幅度大于成本下降幅度, 煤炭业务盈利能力下降。**
 - ✓ 09 年煤炭产销量稳定, 原煤产量合计 2589.54 万吨, 精煤产量 1307 万吨, 精煤销量 1085 万吨。
 - ✓ 煤炭业务实现主营收入 166 亿元 (-14%), 主营成本 114 亿元 (-6%), 由于产销量稳定, 收入和成本下降主要来源于单位售价及成本下降, 且由于煤价降幅大于成本降幅, 煤炭业务盈利能力下降, 09 年煤炭业务毛利率为 31%, 同比减少 6 个百分点。
- **注入资产业绩贡献有限。**09 年注入资产实现净利润 5.78 亿元 (完成利润承诺的 108%), 按照增发股份 3.68 亿股计算, 折合 EPS1.57 元。剔除注入资产, 上市公司其他资产实现归属母公司净利润 10.3 亿元, 按照原有的 7.9 亿股计算 EPS 为 1.3 元。资产注入增厚 09 年业绩为 1.39 元-1.3 元=0.09 元。
- **资产注入提升业绩弹性, 煤价上涨业绩增厚明显。**公司是业绩弹性最大的焦煤公司, 资产注入后 09 年按产量计算的吨煤净利下降为 62 元/吨 (-35%), 业绩弹性进一步提升。我们预计 10 年精煤平均售价涨幅超过 20%, 在 10 年炼焦煤价格大幅上涨情况下, 业绩增厚明显。
- **资产注入及资源整合增加公司资源储备和生产能力。**资产注入后公司可采储量 5.6 亿吨, 增加 2.9 亿吨 (+108%), 产能 2290 万吨, 增加 1254 万吨 (+121%)。此外, 公司控股的段王煤业整合寿阳 7 个煤矿, 煤炭储量增加超过 1 亿吨, 产能也将由原来的 90 万吨提升至 450 万吨; 公司还将收购国投邢台股权, 对旗下西庞矿统一开采将提升公司现有东庞矿生产安全性及生产能力, 利于提高该区域资源利用效率。
- **盈利预测及投资评级:**在 10 年煤价上涨的推动下, 预计公司 10 年~12 年 EPS 为 2.33 元、2.41 元和 2.85 元, 同比增长 68%、3%和 18%。公司业绩弹性大, 预计在 10 年焦煤价格大幅上涨情况下业绩增厚明显; 资产注入及资源整合收购进一步增加公司资源储备和生产能力。维持对公司强烈推荐投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	9276	20246	21153	21824	24051
同比增长	75%	118%	4%	3%	10%
营业利润(百万元)	2804	2299	3758	3889	4613
同比增长	231%	-18%	63%	4%	19%
净利润(百万元)	1964	1606	2697	2790	3301
同比增长	244%	-18%	68%	3%	18%
每股收益(元)	2.49	1.39	2.33	2.41	2.85
PE	14.9	26.8	15.9	15.4	13.0
PB	5.2	4.5	3.8	3.3	2.8

资料来源: 招商证券

表 1：公司煤矿资源产能情况及产量预测

	煤种	可采储量 (万吨)	核定产能	2010E	2011E	2012E
本部煤矿						
东庞矿	1/3 焦煤	10100	280	450	450	450
邢东矿	1/3 焦煤	5800	116	110	110	110
葛泉矿	1/3 焦煤、无烟煤	2300	125	130	130	130
葛泉矿东井			45			
章村矿	无烟煤	1100	120	110	110	110
显德旺矿	贫煤	6400	155	140	140	140
邢台矿	1/3 焦煤	3300	195	220	220	220
本部小计		29000	1036	1160	1160	1160
注入资产						
新三矿	肥煤、焦煤	1321	72	72	72	72
万年矿	无烟煤	6355	200	300	300	300
梧桐矿	肥煤、焦煤	6012	210	210	210	210
大淑村矿	无烟煤	2274	125	125	125	125
陶一煤矿	无烟煤	763	65	65	65	65
陶二煤矿	无烟煤	4363	125	125	125	125
云驾岭煤矿	无烟煤	1137	157	157	157	157
郭二庄矿业（100%）	无烟煤	2254	150	150	150	150
宣东二号煤矿	弱粘煤、气煤、1/3 焦	4127	150	150	150	150
注入资产小计		28606	1254	1354	1354	1354
本部资产+注入资产		57606	2290	2514	2514	2514
控股煤矿						
寿阳段王煤化（72%）	瘦煤和贫瘦煤	30000	450	300	450	450
张家口煤矿（90%）		14000				
邢北煤业（51%）			15			
国投邢台能源西庞矿（100%）		224	90	90	90	90
控股公司小计		44224	555	390	540	540
合计		101830	2845	2904	3054	3054

资料来源：招商证券研发中心整理

表 2: 分行业收入利润表

单位: 万元	2004	2005	2006	2007	2008	2008(资产注入后调整)	2009	同比
主营业务收入								
煤炭产品	214524	270464	298079	412362	754863	1927384	1656638	-14%
电力						26282	25283	-4%
建材						75787	71024	-6%
贸易						11788	54959	366%
化工						71543	214352	200%
其他						1479	2297	55%
主营业务利润								
煤炭产品	94736	143277	129330	175526	442454	712341	518100	-27%
电力						3564	4816	35%
建材						4428	5278	19%
贸易						593	1134	91%
化工						-4213	11443	
其他						-1948	-1038	
毛利率								
煤炭产品	44%	53%	43%	43%	59%	37%	31%	-6%
电力						14%	19%	5%
建材						6%	7%	2%
贸易						5%	2%	-3%
化工						-6%	5%	11%
其他						-132%	-45%	87%

资料来源: 招商证券研发中心整理

表 3: 煤炭业务

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
煤炭产量 (万吨)	743	593	733	760	855	1135	1166.87	2589.54
煤炭销量 (万吨)	692	549	585	592	650	965	966.59	
煤炭销售价格 (元/吨)	200	219	367	465	458	427	780.95	
煤炭业务成本 (元/吨)	123	136	205	219	232	245	323.21	
吨煤净利 (元/吨)	27.23	24.92	65.17	90	74.3	72.1	203.2	62
煤炭业务毛利率 (%)		38	44	53	43	43	59	31

资料来源: 公司数据、招商研发整理

表 4: 资产注入前后比较

	可采储量 (万吨)	核定生产能 力(万吨)	09 年炼 焦煤(万 吨)	股本 (万股)	每股可采 储量(吨)	每股核定生 产能力(吨)	09 年每股 炼焦煤产 量(吨)	09 年吨煤 净利(元/ 吨)
本次交易前	27000	1036	471	78795	0.343	0.013	0.006	95
本次交易后	57606	2290	1038	115644	0.498	0.020	0.009	62
增加数额	29206	1254	567	36849	0.155	0.007	0.003	-33
增加百分比	108%	121%	120%	47%	45%	51%	50%	-35%

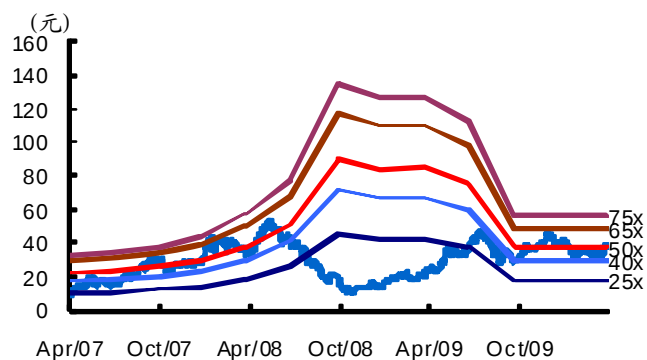
资料来源：公司数据、招商研发整理

表 5: 重点上市公司盈利预测

	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (×)			每股净资 产(元)	PB (×)
		09A	10E	11E	09A	10E	11E		
炼焦煤类									
冀中能源	37.18	1.39	2.33	2.41	26.7	16.0	15.4	8.2	4.5
西山煤电	37.02	0.92	1.95	2.67	40.2	19.0	13.9	4.2	8.8
平煤股份	27.20	1.01	1.46	1.54	26.9	18.6	17.7	5.5	4.9
盘江股份	27.04	0.93	1.57	1.88	29.1	17.2	14.4	4.7	5.8
喷吹煤类									
国阳新能	40.91	1.91	2.73	2.90	21.4	15.0	14.1	5.9	6.9
潞安环能	43.79	1.83	2.45	3.14	23.9	17.9	13.9	7.8	5.6
动力煤类									
中国神华	29.19	1.52	1.80	1.90	19.2	16.2	15.4	8.5	3.4
国投新集	15.52	0.45	0.68	0.97	34.5	22.8	16.0	3.3	4.7
恒源煤电	30.49	1.28	1.84	1.64	23.8	16.6	18.6	7.7	4.0
中煤能源	11.89	0.52	0.69	0.84	22.9	17.1	14.1	5.1	2.3
兖州煤业	22.21	0.83	1.53	1.43	26.8	14.5	15.5	5.6	4.0
大同煤业	38.93	1.69	1.99	2.21	23.0	19.6	17.6	9.2	4.2
转型类									
神火股份	33.36	0.80	1.78	2.33	41.7	18.7	14.3	4.4	7.6
兰花科创	41.54	2.22	3.03	3.61	18.7	13.7	11.5	8.8	4.7
开滦股份	23.27	0.70	0.89	0.94	33.2	26.1	24.8	3.9	6.0
A股平均	30.64	1.20	1.77	2.02	25.5	17.3	15.2	6.2	5.2

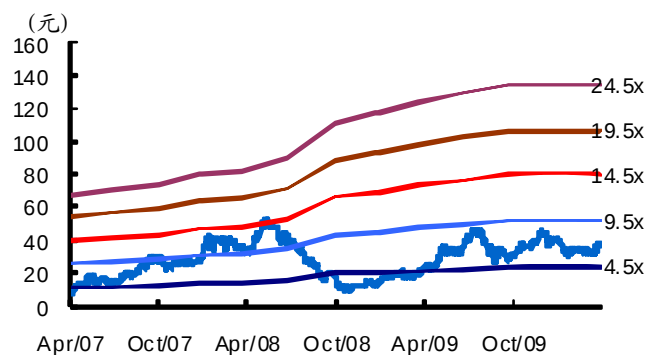
数据来源：招商证券研发整理

图 1: 冀中能源历史 PEBand



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 冀中能源历史 PBBand



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4228	6493	6548	9037	12274
现金	830	2297	1250	3965	6573
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1082	1068	1566	1461	1667
应收款项	920	1318	1618	1586	1779
其它应收款	89	193	987	886	1007
存货	371	865	890	889	975
其他	936	752	236	250	273
非流动资产	6883	14617	14054	13280	12459
长期股权投资	4	526	352	410	391
固定资产	4764	10791	10570	9782	9041
无形资产	277	1790	1730	1672	1616
其他	1837	1511	1402	1415	1411
资产总计	11111	21110	20602	22317	24733
流动负债	3603	7252	6542	6604	6741
短期借款	291	481	100	100	100
应付账款	1077	3425	3144	3259	3530
预收账款	460	1009	1064	1055	1160
其他	1775	2337	2235	2190	1951
长期负债	1248	3625	1980	1722	1725
长期借款	764	2192	1892	1642	1642
其他	484	1433	89	80	83
负债合计	4851	10877	8523	8326	8466
股本	1035	3945	3945	3945	3945
资本公积金	873	717	0	0	0
留存收益	3802	4418	6171	7985	10130
少数股东权益	635	715	807	906	1036
母公司所有者权益	5710	9080	10116	11929	14075
负债及权益合计	11111	21110	20602	22317	24733

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2052	4978	2707	4406	4290
净利润	1964	1606	2697	2790	3301
折旧摊销	0	0	1129	1077	999
财务费用	0	0	142	119	99
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(1415)	337	(242)
其它	0	0	154	83	133
投资活动现金流	(2183)	(3680)	(602)	(296)	(178)
资本支出	0	0	(800)	(230)	(200)
其他投资	0	0	198	(66)	22
筹资活动现金流	276	(114)	(3152)	(1396)	(1504)
借款变动	0	0	(696)	(300)	(250)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(944)	(977)	(1155)
其他	0	0	(1512)	(119)	(99)
现金净增加额	144	1183	(1047)	2715	2608

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	9276	20246	21153	21824	24051
营业成本	4716	14848	13674	14160	15342
营业税金及附加	130	233	315	326	359
营业费用	169	407	515	543	589
管理费用	1183	2382	2734	2772	3033
财务费用	39	214	142	119	99
资产减值损失	235	(137)	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	2804	2299	3758	3889	4613
营业外收入	50	146	42	42	42
营业外支出	81	196	80	80	80
利润总额	2773	2249	3720	3851	4575
所得税	777	637	930	963	1144
净利润	1996	1612	2790	2889	3431
少数股东损益	32	6	93	98	130
母公司所有者净利润	1964	1606	2697	2790	3301
EPS (元)	2.49	1.39	2.33	2.41	2.85

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	75%	118%	4%	3%	10%
营业利润	231%	-18%	63%	4%	19%
净利润	244%	-18%	68%	3%	18%
获利能力					
毛利率	49.2%	26.7%	35.4%	35.1%	36.2%
净利率	21.2%	7.9%	12.8%	12.8%	13.7%
ROE	34.9%	16.9%	23.9%	21.3%	21.7%
ROIC	28.0%	13.6%	20.4%	18.8%	19.6%
偿债能力					
资产负债率	43.7%	51.5%	41.4%	37.3%	34.2%
净负债比率	9.5%	14.2%	11.1%	8.9%	7.0%
流动比率	1.2	0.9	1.0	1.4	1.8
速动比率	1.1	0.8	0.9	1.2	1.7
营运能力					
资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	34.4	32.8	24.1	24.5	25.8
应收帐款周转率	16.8	18.1	14.4	13.6	14.3
应付帐款周转率	1.4	1.6	1.0	1.1	1.1
每股资料(元)					
每股收益	2.49	1.39	2.33	2.41	2.85
每股经营现金	2.60	4.30	2.34	3.81	3.71
每股净资产	7.14	8.23	9.75	11.32	13.17
每股股利	1.14	2.14	0.82	0.84	1.00
估值比率					
PE	14.9	26.8	15.9	15.4	13.0
PB	5.2	4.5	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	10.5	10.2	7.1	7.0	6.2

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获 2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名。英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和