

买入 维持

欣网视讯（600403）

2010 年 5 月 4 日

理性退出，转身煤炭，浴火重生

2010 年 5 月 4 日股价：21.04 元

未来 6 个月目标价：30.20 元

煤炭行业核心分析师：韩振国
SAC 执业证书编号：S0850200010364
zghan@htsec.com
021-23219400
助理分析师：刘惠莹
SAC 执业证书编号：S0850209090680
021-23219441

特别提示：欣网视讯（600403）本次重大资产重组由重大资产出售及发行股份购买资产两部分组成。重大资产出售及发行股份购买资产两项内容互为前提、同步实施。公司重大资产还需中国证监会的核准，尚存不确定因素。本报告资料和推断来自于：（1）《南京欣网视讯科技股份有限公司重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书》（以下简称“报告书”），以及（2）义煤集团的有关公开资料。本报告的有关结论，建立在义马煤业借壳上市成功这一根本的前提上。提请投资者关注可能的风险。特此声明。

投资要点：

欣网视讯资产重组，因为重大，所以引起市场很多的关注。再度的跟踪研究表明，欣网视讯重大资产出售，对于公司而言是全身而退的理性行为；转身煤炭，给公司发展腾挪了发展的空间。因为不同的原因，置入的煤炭资产只是义煤集团的部分资产。作为集团公司唯一的煤炭资源整合平台，其他潜在的优质煤炭资源一旦成熟将陆续进入上市公司中。

公司煤炭产销量今后两年将有增长，预计增幅在 5%左右。2010 年以后，公司有两个煤矿将在两年内投产和达产，煤炭产销量以及权益煤炭产销量均会保持一定增长。2012 年公司遭遇产销量增长的瓶颈，我们认为，这个时候也恰恰是公司寻求突破快速发展的时候。集团公司计划在 2014 年的煤炭产量达到 7000 万吨，从现在的发展态势看，这一目标完全可以达到。欣网视讯如果成功转身，将由此获得一个可以依赖的快速发展基础。

2010 年，公司业绩的主要推动力主要来自于煤炭价格。就我们掌握的信息判断，2010 年的煤炭价格同比上涨超过 15%。2010 年以后的发展还需仰仗规模的扩张。我们继续维持此前对公司业绩的判断，2010-2011 年的 EPS 分别为 1.51 元，1.68 元。维持此前“买入”的投资评级。6 个月目标价：30.20 元。

敬请参阅《欣网视讯（600403）跟踪报告：转身煤炭咫尺之遥 快速发展已然可见 20100406》

欣网视讯重大资产出售：全身而退，腾挪新公司发展空间

欣网视讯正在进行的重大资产重组由重大资产出售及发行股份购买资产两部分组成：一是向控股股东富欣投资出售截至基准日除货币资金外的全部资产及负债。二是向义煤集团发行股份购买其持有的煤炭业务相关资产。

至少有以下几个问题，欣网视讯必须面对并解决：

（1）产权关系不清所带来的治理结构问题。根据欣网视讯历年年报披露，其实际控制人为上海贝尔工会，这与《上市公司信息披露准则》等规范性文件中对实际控制人披露的要求相违。——产权关系不清是欣网视讯和富欣投资必须面临并需要解决的问题

（2）公司的募集资金一直未能够投入到公司的生产运营中。欣网视讯 2003 年 10 月 9 日上市以来，合计发行 3000 万股，募集资金净额为 1.91 亿元，拟投入 6 个项目。上市迄今六年半的时间，6 个项目中 5 个慢于计划进度，另外一个改变投资方向，致使募集资金迄今还有超过 1.4 亿元静候投资标的。——身处资本市场却无法利用资本市场的融资功能发展壮大。

（3）主业不振，盈利水平一般。公司目前业务主要分为通信工程、软件和无线增值业务，面临的竞争形势较为严峻。从 2005 年开始，增速明显放缓，从 2005 年到 2009 年，公司营业收入的复合增长率仅为 6%。如果不考虑 2009 年的利息收入以及非经常性损益，公司归属于母公司所有者的净利润与 2008 年相当。最近数年，公司的归属于母公司所有者的净利润一直在 500-1300 万元之间徘徊。横比行业其他上市公司，收入、净利润都在 10 名前。——盈利水平一般与资金无处可投密切相关。

欣网视讯至少短期无法解决以上问题，因而退出是理性的行为。

欣网视讯发行股份购买资产：置入可能的适合的资产，仅只是快速发展的第一步

欣网视讯发行股份拟购买资产包括：义煤集团拥有的主要煤矿（参见表 1）以及供水供暖公司 62.5% 的股权。公司拟购买资产下属煤矿皆为义煤集团河南本部资产，主要位于义马煤田、陕塄煤田、新安煤田、宜洛煤田境内，合计保有储量约 10.23 亿吨，占到集团公司河南省本部资源量的三分之二左右，经评估后的实际可采储量约 4.26 亿吨，义煤集团河南地区大部分煤矿资源已经进入上市公司。2007-2009 年，义煤集团原煤产量分别为 1883.95 万吨、2186.32 万吨、2260.17 万吨，拟购买资产下属煤矿同期产量分别为 1441.05 万吨、1616.26 万吨、1611.47 万吨。

表 1 拟发行股份收购的煤炭资产

名称	股权比例 (%)	煤种	总储量 (万吨)	探明的经济基础储量 (111b)(万吨)	控制的经济基础储量 (122b)(万吨)	推断的内蕴经济资源量 (333)(万吨)	2009 年核定产能 (万吨/年)
耿村煤矿	100	长焰煤	12084	6283	2012	3489	400
常村煤矿	100	长焰煤	8381	3623	2754	1994	220
杨村煤矿	100	长焰煤	2417	2217		200	170
新安煤矿	100	贫瘦煤	22083	3136	6021	12926	150
跃进煤矿	100	长焰煤	7015	2613	3183	1219	150
石壕煤矿	100	焦煤、肥煤	4245	2254	1133	858	90
义安矿业的正村煤矿	50.5	贫煤	16715	3368	5763	7584	120
义安矿业的义安煤矿	50.5	贫瘦煤	126	77	49		
千秋煤矿	100	长焰煤	15666	11684	1584	2399	210
义络煤业 义络煤矿	49	焦煤	1381	748	450	183	60
李沟矿业	51	焦煤	1258	695	563	230	30
孟津公司的孟津煤矿	100	贫煤		9263			120
合计	-	-	保有储量约 10.23 亿吨，经评估后的实际可采储量约 4.26 亿吨				1720

资料来源：公司公告

欣网视讯收购的资产，只是当下可能的和适合的资产。义煤集团地跨河南、青海、新疆、山西、内蒙古等五省（区），拥有生产矿井 16 座，所产焦煤、贫瘦煤、无烟煤和洗精煤广泛应用于发电、造气、工业锅炉、炼焦和建材等行业，同时还涉足煤化工、氧化铝、机械制造、建材等领域。近年来，义煤集团加快了资源整合步伐，相继在青海、山西、新疆、内蒙等地整合资源 50 多亿吨，并与国外一些煤炭资源企业进行接洽，探索合作开发当地煤炭资源的新途径，河南省正在进行的煤炭资源整合，确立了包括义煤集团在内的五家重点煤炭企业和一家煤层气公司作为兼并重组主体。不难看出，义煤集团煤炭板块快速扩张。从“报告书”以及可获得的资料看，公司此次发行股份收购义煤集团的煤矿，是现行条件下可能的和适合的资产，没有纳入的都或多或少存在瑕疵，抑或条件和时机尚未成熟。参见表 2。

表 2 义马集团煤炭资产统计（不包括拟注入上市公司煤炭资产）

	煤矿	权益	核定产能 (万吨)	煤矿基本情况	备注
河南	义煤集团阳光煤矿	100%	45	矿区面积 62.22 平方公里，设计可采储量 2545.1 万吨，设计产能 45 万吨。采矿许可证有效期 2009.8-2029.8。筹建现有工业储量 14897.87 万吨，服务年限 56.1 年。煤种无烟粉煤，发热量在 7000 大卡以上。设计能力 120 万吨。在产煤矿	该矿建设项目中征收基本农田需报国务院审批，获得审批之前不能开工建设
	河南铁生沟煤矿	100%	120		2009 年财政部同意将司法部直属煤矿管理局拥有 100% 产权的河南铁生沟煤矿转让给义煤集团。截至目前，双方尚未签订产权转让协议
	新义煤矿	55%	120	预计 2010 年第二季度投产	义煤集团持有 55% 股权，商丘市中原腾达物资贸易有限公司持有 45% 股权。新义矿业拟开采义煤集团新义煤矿，目前该煤矿的采矿权人为义煤集团，尚未办理至新义矿业名下
	整合煤矿			义煤集团作为整合平台之一，将对义马矿区、陕浥矿区、新安矿区、偃龙矿区、宜洛矿区、汝阳矿区等矿区的煤炭资源进行整合。集团公司合计整合的产能千万吨左右	
青海	义海能源	100%	600	下辖两座露天矿和一个井工矿，总储量 2.63 亿吨，属 1/2 中粘煤、1/3 焦煤、气煤及不粘煤煤种，	义海能源公司的煤炭产能预计 2010 年达到 600 万吨，2012 年达到 1000 万吨
	义海能源下属大煤沟煤矿	100%	120	大煤沟煤矿设计年产 120 万吨	义海能源拥有 100% 股权。大煤沟煤矿盈利能力较低，暂未纳入注入范围
	义海能源下属青海天木能源集团有限公司	51%	480	包括原来分属于义海能源聚乎更矿区一露天煤矿和兴青工贸的一井田煤矿	义海能源和青海省兴青工贸工程集团有限公司共同投资设立青海天木能源集团有限公司。义海能源的露天矿目前采矿权人为青海天木能源集团有限公司，暂无法单独注入上市公司
山西省	山西晋义矿业公司	100%		未生产	实际上市一个投资公司，主要业务是介入山西省煤矿兼并重组
	襄汾县沙女沟煤炭公司	60%	90	生产矿井。生产能力 21 万吨/年。另有新井田地质储量 3555 万吨，目前正在办理探转采手续，扩建 90 万吨/年的前期各项准备工作	2009 年 11 月 13 日，义煤集团被山西省确立为襄汾县煤矿兼并重组整合唯一主体
	山西义鸣矿业公司	35%	90		2007 年 7 月，集团公司与山西海资焦化有限公司租金，注册资本 15000 万元；义煤集团 35%，山西海资焦化有限公司 23%；鼎浩能源有限公司 22%；海姿运输有限公司 20%
内蒙古	鄂托克前旗鑫泰苏家井矿业有限公司	80%	300-500	目前证照不全，尚处于前期准备工作	当地勘探、开发和项目报批等活动停止
新疆	豫新煤业	49%	120	豫新煤业有一号井和七号井两处矿井资产。一号井 60 万吨、七号井 60 万吨。2007 年和 2008 年的煤炭产量分别为 75.00 万吨和 82.33 万吨	义煤集团持股 49%，农六师国有资产经营有限责任公司持股 51%。合并报表适宜两者尚未达成一致
	屯南煤业	50%	90	获得了大约 4.5 亿吨的煤炭资源	屯南煤业为义煤全资子公司新疆昆仑与新疆生产建设兵团农十师国有资产经营公司共同出资设立之企业，双方各持有屯南煤业 50% 股权，该公司目前部分生产经营许可证存一定瑕疵
	中联润世新疆煤业有限公司	60%	300-600	位于新疆奇台县东北 120 公里，储量 4.7 亿吨。不粘煤。2009 年 9 月 11 日，中联润世新疆煤业有限公司 300 万吨露天煤矿投产。二期工程投产后产能将达到 600 万吨	成立于 2008 年 5 月 21 日，注册资本 9000 万元，其中义煤全资子公司新疆昆仑持有 60% 股权，中联润世（北京）投资有限公司持有 40% 股权，拥有期限为 2008 年 12 月至 2011 年 12 月的采矿许可证
	昆仑矿业	90%			昆仑矿业为义煤全资子公司新疆昆仑与新疆乌鲁木齐地质勘察科技开发公司共同投资之企业，主要任务是整合新疆煤炭资源。目前尚未开展业务。

资料来源：公司公告，海通证券研究所整理

集团公司其他的眼下难以立即装入的煤炭资产，假以时日，将是欣网视讯快速发展的源泉。义煤集团 2009 年原煤产量 2260 万吨。集团确定用 10 年左右的时间推行“强势三步走发展战略”，即强势起步、强势跨越、强势腾飞。2010 年-2014 年是集团强势跨越阶段，新疆、青海、山西、内蒙四个千万吨煤炭基地将陆续投产，到 2014 年达到年产 7000 万吨的生产能力。目前可见的成果是：集团在新疆整合资源 26 亿吨，建起了三对矿井，随着中联润世 300 万吨露天矿的投产，生产能力已达 500 万吨以上；在青海已经整合资源 2.5 亿吨，建起两对矿井，产能已经达到 500 万吨；同时，在山西省和蒙古国的资源整合工作正在有序推进；集团本部，除了已经进入收购范围的义安矿、新义矿、孟津矿外，阳光矿业、宜洛深部开采等项目正在积极筹备，原有的矿井通过改造升级，产能不断提高。这些煤炭资源，也是上市公司酝酿再度收购的对象。参见表 3。

表 3 截止 2009 年集团公司资源汇总

	采矿权（个）	探矿权（个）	保有储量（万吨）	可采储量（万吨）	产能（万吨/年）	平均服务年限（年）
河南	18	2	253753	136731	2084	50.2
新疆	9	1	108953	75580	1010	57.5
青海	2		24613	21470	500	33.0
内蒙古		2	102058	51012	1000（规划）	39.2
山西省	1	3	21754	14543	450（规划）	25.0
合计	30	8	511122	299337	5044	45.6

资料来源：公司公告，海通证券研究所整理

公开的资料表明，部分尚未进入收购视野的煤炭资产当下的盈利能力较好。根据最新的产量统计，义煤集团还有约 649 万吨/年的煤炭资产可供上市公司收购。2010 年一季度，集团公司共生产原煤 743.59 万吨，同比增产 265.92 万吨，增幅 55.67%；商品煤销量 708.51 万吨，同比增销 225.14 万吨，增幅 46.58%；销售收入 40.67 亿元，同比增收 16.88 亿元；在岗职工人均工资 10375 元，比去年同期增加 1121 元，增幅 12.11%。从我们所获得的公开资料看，第一季度，仅青海的义海能源盈利就超过一亿元。观音堂煤业公司首季生产原煤 15 万吨，实现利税 3509.93 万元，创历史最好纪录；华兴公司原煤完成 10.47 万吨，销售 12.88 万吨；曹跃公司生产原煤 12.77 万吨，外运原煤 8.19 万吨。尚未装入上市公司的河南的铁生沟煤矿、新疆的豫新煤业也都获得了与市场平均水平相当的盈利。除了煤炭资产，集团公司其他非煤企业也为集团公司强势发展做出了积极贡献。

收购资产的评估值决定了向义煤集团发行股份的价格和数量，最终决定着每股盈利水平以及变身煤炭股之后的投资价值。同其他公司收购资产的成本相比，公司收购集团公司资产的成本处于合理范围之内

收购煤炭资产一般按照净资产评估值收购，而净资产评估中采矿权价款评估值占 50-90%之间。重大资产重组的资产评估一般委托合格的中介结构，最终也要经过市场来评判。最近数年煤炭上市公司的收购表现出以下几个特点：

（1）收购时间越晚，采矿权价款溢价水平越高。这是资源稀缺性的表现，也是收购所必须付出的时间成本。取采矿权评估价值与可采储量的比值，可以看出，近期实施购买资产的兖州煤业、煤气化以及欣网视讯等公司，这一比值是不断提高的。收购时间是决定采矿权溢价程度的一个重要根据，参见表 4。

（2）收购煤炭资产的自然禀赋也是决定采矿权价款高低的一个因素。资源禀赋包括煤种、煤质、煤层赋存、地理位置等诸多因素，越是市场比较稀缺的煤种比如主焦煤和肥焦煤，越是离市场消费地比较近的煤炭资产，采矿权价款会更高。

（3）开采时间越长的煤矿，起初缴纳的采矿权价款很少，因此评估后的溢价会更多。采矿权评估的溢价水平首先是与缴纳采矿权价款的时间密切相关，越早缴纳的溢价越多。最后一次资产评估时间也是决定采矿权评估溢价的另一个因素。

从最近数年煤炭上市公司收购资产的情况看，采矿权溢价没有最高，只有更高。欣网视讯收购煤炭资产项目中采矿权评估值占净资产评估值的 59.29%，至少从以上分析看，其收购的煤炭资产的价值评估处于可接受的合理范围之内。

需要强调的是，尽管采矿权价款评估值溢价都很高，但其折旧依然是按照采矿权价款原值摊销，并不会因此增加管理费用。

表 4 煤炭上市公司收购比较

公司名称	收购标的	公布收购时间	煤种	资源储量(万吨)	可采储量(万吨)	核定生产能力(万吨/年)	采矿权原价(万元)	采矿权评估价值(万元)	采矿权评估价值/可采储量(元/吨)
恒源煤电	集团三个煤矿	2008 年 10 月	气煤、1/3 焦煤	108702	53052	685	154072	249248	4.70
国阳新能	平舒煤矿	2007 年 1 月	贫煤	13434	7187	90	5400	35476	4.94
冀中能源	集团公司 9 个煤矿	2009 年 3 月	1/3 焦煤、无烟煤、弱粘煤	56300	29206	1254	140422	153818	5.27
国阳新能	集团新景矿	2009 年 12 月	无烟煤	95811	58052	580	371950	372610	6.42
盘江股份	集团公司四个煤矿	2008 年 7 月	焦煤、肥煤、贫瘦煤	132795	70108	1060	-	491375	7.01
国阳新能	开元煤矿	2008 年 4 月	瘦煤及贫瘦煤	39000	14000	300	12122	98259	7.02
山煤国际	三个在产两个在建煤矿	2009 年 4 月	贫煤、贫瘦煤、气煤	58681	30887	419	120292	251439	8.14
欣网视讯	义马煤业煤矿	2010 年 3 月	长焰煤、焦煤等	88692	42636	1555	84499	445067	10.44
兖州煤业	澳大利亚煤矿	2009 年 8 月	1/3 焦煤等	134370	43050	2130	158197	553693	12.86
煤气化	资源整合矿	2010 年 3 月	主焦煤	5485	1997	90	-	47732	23.90

资料来源：公司公告，海通证券研究所整理

如果成功重组，2010 年下半年，公司 120 万吨/年的孟津煤矿投产，120 万吨/年的义安矿业（正村煤矿）达产，这确保了公司 2010-2011 年煤炭产量有 5%左右的小幅增长。煤炭销量也基本保持这一增幅。权益煤炭销量增幅略有差异。2012 年是公司的煤炭产销量增长的瓶颈，我们预计也是公司酝酿新一轮收购集团煤炭资产的时候

公司未来两年煤炭产销量有增长，但幅度很小。包括基本正在建设的孟津煤矿，公司 2009 年核定煤炭产量 1720 万吨。2008 年和 2009 年，公司煤炭产量超过 1600 万吨，也是当年煤炭核定产能的极限。2010 年以后，主要的增量来源于已经投产但未达产的义安矿业（120 万吨/年）和 2010 年下半年即将投产的孟津煤矿（120 万吨/年）。很显然，相比其他煤炭上市公司，增长的幅度相对都比较小。参见表 5。

表 5 公司煤炭产销量情况分析和预测（万吨）

	2008	2009	2010E	2011E
耿村煤矿	478.71	454.72	420.00	420.00
常村煤矿	280.07	249.07	240.00	240.00
杨村煤矿	187.17	196.07	170.00	170.00
新安煤矿	150.59	150.01	150.00	150.00
跃进煤矿	125.76	125.72	150.00	150.00
石壕煤矿	85.92	87.67	90.00	90.00
煤炭产量				
义安矿业	-	36.16	120.00	120.00
千秋煤矿	230.97	218.79	210.00	210.00
义络煤业	72.12	66.08	60.00	60.00
李沟矿业	4.95	27.18	30.00	30.00
孟津煤矿			40.00	120.00
合计	1616.26	1611.47	1680.00	1760.00
增幅（%）		-0.30	4.25	4.76
煤炭销量				
合计	1597.59	1595.01	1680.00	1760.00
增幅（%）		-0.16	5.33	4.76
权益销量				
合计	1558.41	1531.50	1575.30	1655.30
增幅（%）		-1.73	2.86	5.08

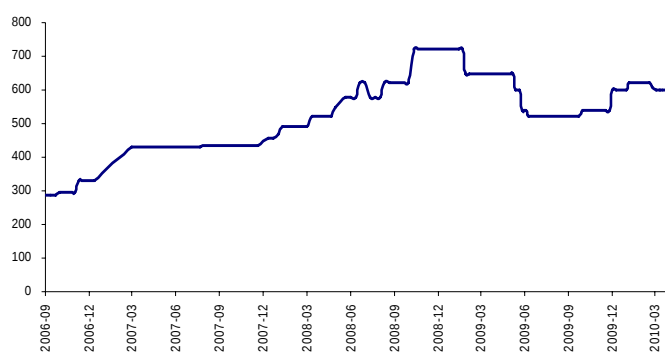
资料来源：公司公告，海通证券研究所整理

2010 年河南省当地煤矿的煤炭价格普遍上调了 70-100 元/吨，公司同此。在价格普遍上调的背景下，公司也在调整煤炭产品结构，力求煤炭销售价格最大化。我们预计，公司 2010 年的煤炭综合售价同比提高超过 50 元（不含税），上涨 15%。这是公司收入和业绩增长的主要推动力。

公司主要的煤炭产品是动力用的长焰煤。公司核定煤炭产量 1720 万吨，其中主要用于动力用的长焰煤 1280 万吨，焦煤 200 万吨，贫煤和贫瘦煤 240 万吨。未来两年的增量也主要是贫瘦煤。公司煤炭产销的主要特点是：主要煤种是长焰煤，大部分煤炭没有洗选而以原煤形式销售，大部分煤炭甚至包括炼焦煤销售给电力企业，合同煤炭价格比例较高。这一产销特点决定了公司煤炭产品附加值比较低，综合售价相对其他公司比较低。

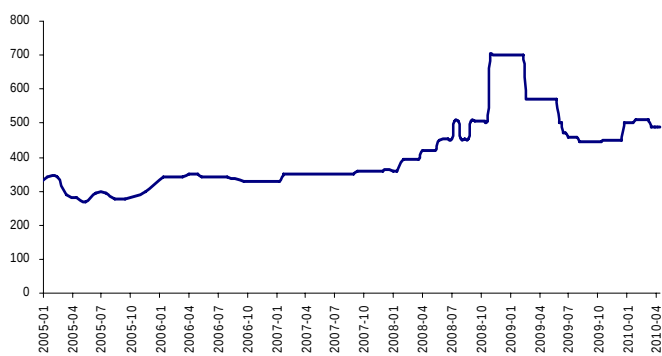
紧随河南本地煤炭价格走势，参见图 1 和图 2，公司 2010 年煤价同比上涨 15%以上。2008-2009 年，公司的煤炭综合售价分别为 376.62 元/吨和 347.56 元/吨。有关的信息表明，河南省 2010 年合同煤上涨幅度为 70-100 元/吨。我们的了解，公司紧随大势，2010 年的煤炭售价同比提高 70 元/吨左右，不含税价格提高超过 55 元/吨。公司在“2010 年度备考盈利预测说明”中也预测，2010 年的煤炭综合售价提高 54.65 元，达到 402.21 元，同比上涨 15.72%。

图 1 河南义马 长焰块煤 车板价（元/吨）



资料来源：煤炭资源网、海通证券研究所

图 2 河南义马 长焰煤 车板价（元/吨）



资料来源：煤炭资源网、海通证券研究所

公司力图通过调整煤炭生产结构，确保今后的煤炭综合售价稳定增长。主要的努力是：

（1）增加公司洗煤能力。公司目前 11 个在产在建的煤矿，只有常村煤矿和石壕煤矿两个洗煤厂，耿村煤矿洗煤厂在建，而孟津煤矿投产的时候，洗煤厂也同步建成。公司规划将对主要煤矿都建设洗煤厂，以提高煤炭产品的附加值。

（2）发挥各煤种的优势，逐步扩大对化工企业的销售比例。公司所产长焰煤，具有产块率高，挥发分高，不粘结，化学活性好，燃烧火焰长等特点。更适合作为化工原料。此前，公司 200 万吨左右的优质主焦煤也用于电厂发电。公司正在调整煤炭销售结构以获得销售价格的最大化。

（3）一旦煤炭下游销售结构发生变化，公司的合同煤炭比例将会相应减少，也有望提升煤炭综合售价。另外，公司今后投产达产的煤矿主要是贫煤和贫瘦煤，这也会拉抬公司现有煤炭价格。

有关的政策性支出在 2009 年已经计入，今后煤炭生产成本和费用增长空间有限

2009 年，公司的煤炭生产成本已经有了较大的提高。煤炭安全生产费用，公司从 2005 年 4 月起开始提高，从 8 元/吨上升到 2009 年的 38-40 元/吨。按照河南省的有关规定，公司从 2009 年开始计提 5 元/吨的矿山环境治理恢复保证金。煤矿维持简单再生产 8.5 元/吨。以上成本使得公司 2009 年吨煤的生产成本从 2008 年的 198.90 元提高到 2009 年的 216.28 元。政策性成本未来较长时间不会发生很大变化。我们的了解，生产成本中的人工成本，占公司生产成本的 1/3，今后每年都会有增长，但幅度有限。而材料、电力等成本会随着物价上涨而有所提高，但有限。就此推断，公司 2010 年生产成本会达到 230 元。

期间费用中管理费用将增加较多。管理费用占期间费用比例约 75%左右。2010 年，公司管理费用上涨主要是 2010 年上市所产生的管理费用 2500 万元，采矿权价值评估增加，但实际摊销按照采矿权原值，因此不会增加管理费用增加。由于公司资产负债率一直以来比较高，长期借款从 2008 年的 9.50 亿元上涨到 2009 年 19.90 亿元。我们预计今后的财务费用还将增加。较高的资产负债率也是公司酝酿融资的理由之一。

我们维持此前对公司业绩的判断,2010-2011 年,公司的 EPS 为 1.51 元和 1.68 元。按照目前煤炭上市公司 2010 年 16-20 倍的平均市盈率,公司合理的投资价值区间在 24.16-30.20 元。按照现在权益产量市值计算,公司的股价至少在 33.10 元。重要的是,我们认为煤炭行业由于各种短期和中期因素的影响,煤炭价格将度过淡季的平稳后逐渐上涨,推高煤炭板块的整体估值水平。结合整个煤炭板块未来的表现,我们认为公司未来 6 个月的目标价位可以达到 30.20 元。

我们对于公司的主要业务的分析和预测参见表 6。

表 6 公司收入和成本分析和预测

	2008	2009	2010E	2011E
煤炭销量 (万吨)	1597.59	1595.01	1680.00	1760.00
煤炭价格 (元/吨)	376.62	347.56	402.00	420.00
煤炭收入 (万元)	601677	554364	675360	739200
其他业务收入 (万元)	43049	40787	40000	40000
营业收入合计 (万元)	644726	595151	715360	779200
煤炭成本 (元/吨)	198.90	216.28	230.00	240.00
煤炭成本 (万元)	317760	344964	386400	422400
其他业务成本 (万元)	38835	35966	35000	35000
营业成本合计 (万元)	356595	380930	421400	457400

资料来源:公司公告,海通证券研究所

基于以上预测,我们推断,2010-2011 年,公司的 EPS 分别为 1.51 元和 1.68 元。公司承诺的未来两年的 EPS 分别为 1.14 元、1.24 元,我们的预测高于这一承诺,参见表 7。2009 年,公司权益煤炭销量的吨煤净利为 52 元,2010 年,公司煤炭价格上涨超过 55 元(税后),考虑期间的成本以及费用的增长,我们预计 2010 年的吨煤净利可望达到 80 元,按照权益煤炭销量 1575 万吨计算,归属于母公司所有者的净利润超过 12600 万元,相当于 2010 年的 EPS 为 1.51 元。

表 7 公司业绩分析和预测 (万元)

	2008	2009	2010E	2012E
营业收入	644727	595151	715360	779200
营业成本	356595	380930	421400	457400
营业税金及附加	10439	11764	14307	15584
销售费用	10790	10689	11000	12000
管理费用	64143	65145	73000	74000
财务费用	7811	12995	13000	15000
资产减值损失	11278	10898	2895	3000
投资收益	6	24	0	0
营业利润	183676	102753	179758	202216
营业外收入	1696	6820	0	0
营业外支出	33315	2132	0	0
利润总额	152056	107441	179758	202216
所得税费用	38270	27456	44939	50554
净利润	113786	79985	134818	151662
归属于母公司所有者的净利润	110269	79798	125418	139662
少数股东损益	3517	187	9400	12000
EPS (元)	1.32	0.96	1.51	1.68
总股本 (万股)		83243.8671		

资料来源:公司公告,海通证券研究所

按照煤炭上市公司 2010 年平均 18-20 倍的 PE 估算,公司合理的投资区间 27.12-30.20 元。

煤炭上市公司 2009 年权益销量的吨煤市值 1800 元-3000 元，不过，单纯煤炭上市公司的权益煤炭市值会较低，而成长性较弱的吨煤市值会更低。取较低的吨煤市值，就此推断，公司的合理投资价值应该达到 33.10 元。

综合上述两种简单的估值推断，我们认为公司未来 6 个月的目标价位至少为 30.20 元。

敬请参阅《欣网视讯（600403）跟踪报告：转身煤炭咫尺之遥 快速发展已然可见 20100406》中我们的分析。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

韩振国：煤炭行业

重点研究上市公司：中国神华、中煤能源、大同煤业、西山煤电、兖州煤业、国阳新能、潞安环能、兰花科创、神火股份。

公司评级、行业评级及相关定义

集团公司的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：集团公司预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：集团公司预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：集团公司预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。