

大同煤业(601001)

资产注入第三次启动

— 大同煤业收购燕子山矿点评

✍ 马静如 任宪功
☎ 86-22-28451665 86-10-5836 2782
SAC 执业证书编号 S1150200010069
✉ majingru@vip.sina.com renxg@bhqz.com

评级: 买入

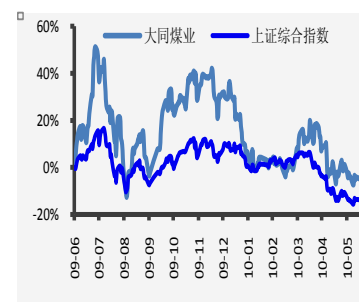
目标价格: ¥ 40.00

当前价格: ¥ 32.87

2010.06.26

投资要点:

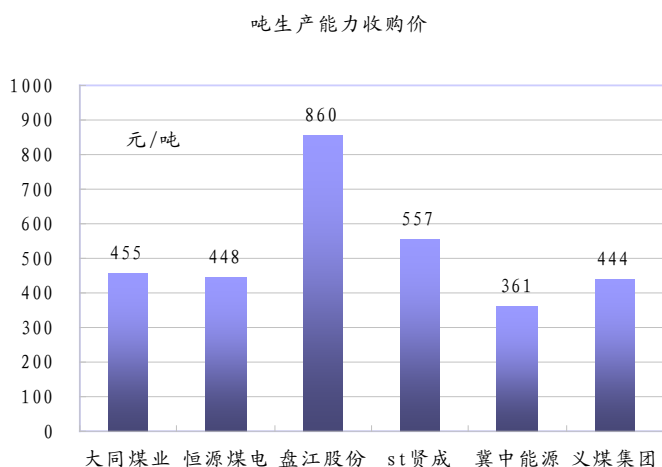
- 公司近日公告, 公司拟以 21.86 亿元收购同煤集团拥有的燕子山矿;
- 收购背景: 大同煤业在 2006 年上市之初曾作出承诺, 为了避免与同煤集团利益冲突, 将逐步把集团全部煤炭生产经营性优质资产注入上市公司, 2014 年前使大同煤业成为集团下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体; 大同煤业曾在 2008 年 4 月和 7 月两次停牌, 拟注入燕子山煤矿, 但因 08 年证券市场波动较大, 均未成功;
- 燕子山矿概况: 此次拟注入的燕子山矿位于大同煤田西北边缘, 十里河中游南岸, 马脊梁沟和七磨河之间, 地跨南郊、左云两区线, 东距大同市 40 公里, 西距左云县城 20 公里。井田内含煤地层有侏罗系大同组和石炭二叠系太原组、山西组。燕子山矿矿井井田大同组共含煤层 20 层, 其中可采煤和局部可采煤层共计 13 层, 燕子山矿矿井共 6 层。燕子山矿为国家“七五”重点工程项目。该矿于 1978 年 8 月开工建设, 1985 年 5 月 20 日试生产, 1988 年 12 月 20 日正式投产。
 - 生产能力: 该矿最初设计井田面积 75km², 设计矿井生产能力为 400 万吨/年, 2005 年核定生产能力为 480 万吨/年。
 - 资源品质: 该矿主要为侏罗纪煤系, 现主要开采的 14 层属不粘结煤, 原煤全部入洗, 品种较为齐全, 有 0-25mm 洗末煤、25-50mm 洗中块、50-100mm 洗大块等, 全部为低灰、低硫、高热量的优质动力煤。
 - 储量情况: 截至 2009 年 11 月 30 日, 燕子山矿保有资源储量 30,889.4 万吨, 燕子山矿可采储量约为 13,619.88 万吨, 剩余可采年限约 24.3 年。
 - 财务状况: 截至 2009 年 11 月底, 燕子山矿相关资产的总资产约 13.29 亿元, 净资产 11.07 亿元; 2009 年 1-11 月份实现营业收入 14.14 亿元, 利润总额 0.30 亿元, 净利润 0.23 亿元。
- 收购价格的对比: 从近期煤炭行业资产收购的单位产能收购价款对比来看, 此次收购价格接近行业平均水平, 见图 1; 从单位可采储量收购价款的对比来看, 此次收购价格处于行业较高水平, 见图 2; 从“采矿权定价/可采储量”的对比来看, 此次收购价格处于很高水平, 见图 3;
- 后续资产注入的预期: 公司承诺, 本次资产收购完成后, 同煤集团和公司将按照相关协议约定, 选择合适时机和有效方式继续推动同煤集团将其全部煤炭生产经营性优质资产投入公司, 加快公司成为同煤集团下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体的工作进程;
 - 同煤集团目前尚有产能为 2629 万吨/年的煤炭资产, 是上市公司目前产能的 0.85 倍, 见图 4;



相关报告

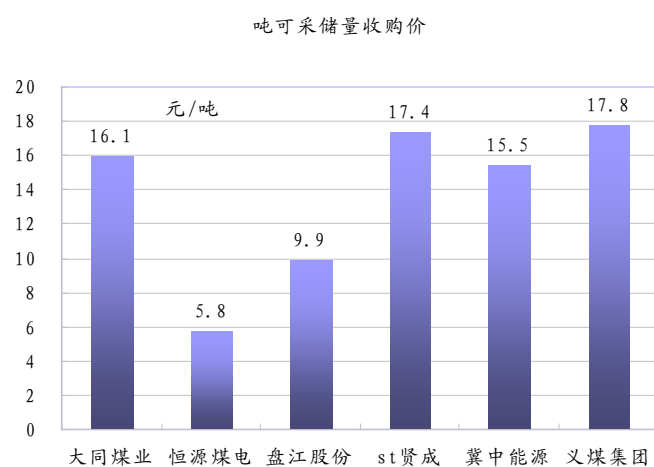
- **塔山矿的财务分析:** 从表 1 和图 5 可以看出, 塔山矿在 2009 年经营业绩快速下滑, 公司此次公告并未给出解释。
- **此次收购对公司的业绩影响:** 不考虑增发, 如果以 09 年的净利润来计算, 收购的资产仅使公司 eps 增加 0.03 元/股; 如果以 08 年的净利润来计算, 收购的资产将使公司 eps 增加 0.39 元/股。
- **盈利预测及评级:** 因为此次收购尚需董事会、股东大会以及地方政府等各方批准, 考虑此前两次收购的失败, 此次收购仍存在一定不确定性, 我们在对公司盈利预测时暂未考虑燕子山煤矿对公司业绩影响。我们预计 2010~2012 年公司每股收益分别为 2.16 元/股、2.04 元/股、2.08 元/股, 其中假设 2010 年初资源税开始按照 5% 从价计征。公司 2010 年的动态 PE 为 15.2 倍, PB 为 2.56 倍, 处于较低水平。考虑到未来燕子山矿盈利水平回归正常将会一定程度增厚公司业绩, 以及公司未来几年较为明确的资产注入预期, 我们给予公司“买入”评级。

图 1: 近期煤炭行业资产收购的吨生产能力收购价对比



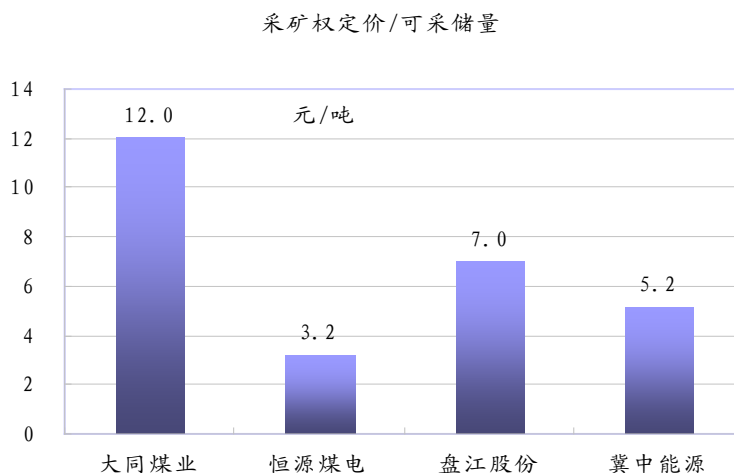
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 2: 近期煤炭行业资产收购的吨可采储量收购价对比



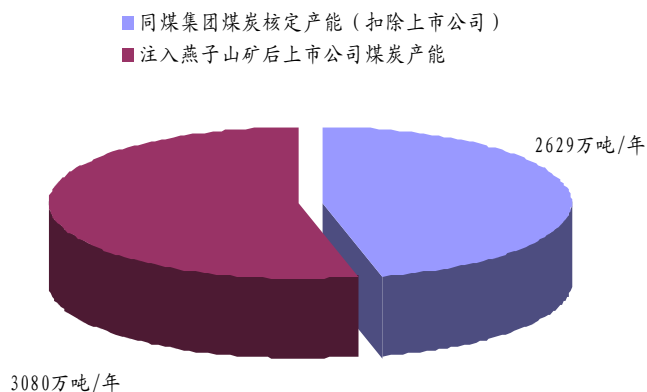
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 3: 近期煤炭行业资产收购的“采矿权定价/可采储量”对比



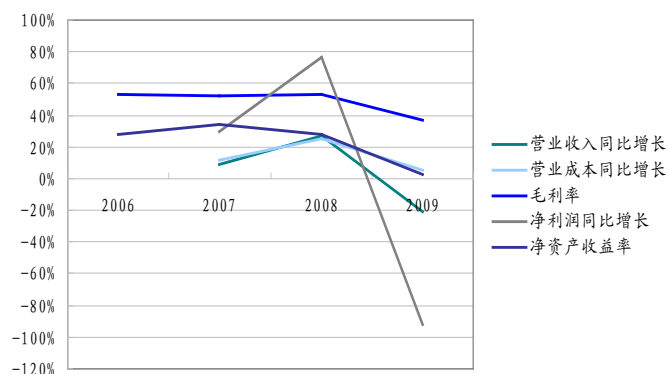
资料来源: wind, 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 4: 同煤集团待注入煤炭资产产能与上市公司产能对比



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 5: 塔山矿近年财务状况分析



资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 1: 塔山矿近年财务状况分析

(数值单位: 万元)

	1	2	3	4	5 = (4/11) * 12
	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年 1-11 月	2009 年 (估算)
营业收入	141,171.86	153,595.51	195,571.72	141,350.28	154,200.31
同比增长		8.80%	27.33%		-21.15%
营业成本	66,160.81	73,750.57	92,023.22	88,793.46	96,865.59
同比增长		11.47%	24.78%		5.26%
毛利	75,011.05	79,844.94	103,548.50	52,556.82	57,334.71
毛利率	53.13%	51.98%	52.95%	37.18%	37.18%
净利润	14,325.80	18,624.42	32,814.04	2,268.94	2475.207273
同比增长		30.01%	76.19%		-92.46%
股东全部权益	50,954.72	54,320.71	118,483.30	110,754.17	110,960.44 ¹
净资产收益率 ²	28.11%	34.29%	27.70%	2.05%	2.23%

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

1 表中 2009 年全年的“股东全部权益”按照 11 月底的数值加上 12 月估算的净利润计算。

2 表中“净资产收益率”根据期末数计算。

表 2: 公司业绩预测表

(百万元 ,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	8395	9495	10979	13094	14479	主营收入	8,395	9,495	10,979	13,094	14,479
EBITDA(百万元)	4137	3330	3917	3742	3798	(+/-)%	64%	13%	16%	19%	11%
净利润	2010	1491	1806	1711	1741	经营利润 (EBIT)	3721	2822	3262	3068	3107
摊薄 EPS(元)	2.40	1.78	2.16	2.04	2.08	(+/-)%	296%	-24%	16%	-6%	1%
PE(X)	13.7	18.5	15.2	16.1	15.8	净利润	2010	1491	1806	1711	1741
EV/EBITDA(X)	6.7	7.9	6.2	6.0	5.3	(+/-)%	303%	-26%	21%	-5%	2%
PB(X)	3.28	2.57	2.56	2.22	1.95	每股净收益 (元)	2.402	1.781	2.158	2.045	2.081
ROIC	26.82%	17.39%	21.01%	17.43%	15.71%	每股股利 (元)	0.16	0.16	0.40	0.76	0.72
总资产周转率	0.80	0.68	0.68	0.72	0.70	利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
						销售毛利率 (%)	64.21%	51.31%	51.31%	48.93%	46.96%
						ROE(%)	23.98%	13.95%	16.84%	13.82%	12.33%
						ROIC (%)	26.82%	17.39%	21.01%	17.43%	15.71%
						PE	13.69	18.45	15.23	16.08	15.80
						PB	3.28	2.57	2.56	2.22	1.95
						EV/EBITDA	6.69	7.89	6.24	5.99	5.33

资料来源: wind, 渤海证券研究所

分析师覆盖的股票范围

马静如、任宪功：煤炭行业分析师

重点覆盖上市公司：中国神华、中煤能源、西山煤电、潞安环能、国阳新能、大同煤业、兖州煤业、冀中能源、国投新集

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券股份有限公司 研究所

所长·研究策划 程文卫 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	
有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778	商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
机场/航空/铁路行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	航运/港口/公路行业研究 马哲峰 +86 10 5836 2779	银行行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	非银行金融行业研究 江艳 +86 10 5836 2783
化工行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	煤炭行业研究 任宪功 +86 10 5836 2782	钢铁行业研究 刘勇 +86 10 5836 2789	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766
房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2790	汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2787	中药/制剂/药商业行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	原料药/生物药/医疗器械行业研究 吴洋 +86 10 5836 2785	
金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	可转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137
宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	宏观产业研究 张雷 +86 22 2845 1705
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园11号楼东翼603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362776

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn