

欣网视讯(600403.SH)

评级: **买入** 前次:
 目标价(元): **24.52-28.78**
 分析师
 刘昭亮
 S0910210050002
 021-58306416
 liuzl@qlzq.com.cn
 2010年7月28日

义煤借壳，看好未来内涵、外延成长潜力

基本状况

总股本(百万股)	127.47
流通股本(百万股)	119.37
市价(元)	17.70
市值(百万元)	2256.17
流通市值(百万元)	2112.80

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6447.2	5951.5	7278.6	8220.7	8311.55
营业收入增速		-7.69%	22.30%	12.94%	1.11%
净利润增长率		-27.63	37.93%	30.45%	1.40%
摊薄每股收益(元)	1.32	0.96	1.32	1.72	1.75
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	13.75	19.01	13.78	10.56	10.42
PEG					
每股净资产(元)					
每股现金流量					
净资产收益率					
市净率					
总股本(百万股)	832.44	832.44	832.44	832.44	832.44

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 义马煤业借壳欣网视讯的重组方案正等待证监会的批复，根据国家鼓励煤炭产业重组兼并的政策及有关方案判断：本次重组成功的可能性较大。
- 本次收购的资产为义煤集团的大部分成熟煤业资产，包括 10 座在产煤矿、一个在建煤矿和一个热电厂。主要煤种包括长焰煤、贫煤、焦煤和贫瘦煤，可采储量为 4.97 亿吨，产能 1720 万吨，其中权益差能 1610 万吨。除孟津煤矿为在建煤矿之外，其余 10 个矿井均已达产。预计孟津矿将在 2010 年年底达产。
- 注入资产的盈利能力处于行业中上水平，2008~2009 年的毛利率分别为 44.69%和 35.99%，高于同行业 3~7 个百分点。但公司在期间费用控制和资本结构方面还有待优化。但对于转型类的欣网视讯来说，本次注入的资产明显高于现有资产的盈利能力，重组完成后将明显增厚股东价值。
- 按照集团现有资产和扩张战略，公司未来的可持续发展能力基本能够得到保障。集团规划 2010 年产量突破 3000 万吨，至 2014 年达到 7000 万吨。目前在青海、山西、新疆的煤矿项目已初具规模，青海基地的盈利能力最好，集团未来注入上市公司资产的潜力较大。
- 按照目前的市场经营情况，我们预计公司 2010 年业绩将有一个较快的增长，而今后两年的业绩保持平稳。预计 2010 年~2012 年净利润 11 亿元、14.36 亿元、14.56 亿元。折合每股收益 1.32 元、1.72 元和 1.75 元，同比增长 38%、31%和 2%。我们认为上述预测具备足够的安全边际。
- 结合 PE 和资源估值法，我们给予公司未来 6~12 个月合理估值区间为 24.52~28.78 元，相对目前股价至少有 30%以上的上升空间。综合判断，我们给予公司“买入”评级。

内容目录

公司变身煤炭股应无大碍，煤炭板块将添新成员	- 3 -
收购资产定价略有偏高，但仍属于合理范畴.....	- 3 -
河南省煤炭资源整合：并购重组机会将进一步催化股价上涨	- 4 -
盈利能力略高于行业平均，资产结构有待优化	- 5 -
销售结构和周边的运输条件具备一定的区位优势	- 6 -
可持续发展能力：集团的现有资源和扩张战略宏伟——部分煤炭资产盈利较强	- 7 -
公司盈利预测	- 9 -
对欣网视讯的估值与定价	- 9 -

图表目录

图表 1：本次收购的主要煤炭资产情况	- 3 -
图表 2：“产业整合、兼并重组”下的资产注入案例分析.....	- 4 -
图表 3：河南煤炭产量将逐步向大企业集团集中	- 5 -
图表 4：毛利率好于行业平均水平，但期间费用率较高	- 6 -
图表 5：净利率和资产周转率与行业持平，高负债率致 ROE 虚高.....	- 6 -
图表 6：目前义煤集团主要在产和在建矿井	- 8 -
图表 7：公司煤炭产品销售价格与生产成本假设	- 9 -
图表 8：公司销售期间费用假设	- 9 -
图表 9：公司按照资源和产能估值表	- 10 -
图表 10：主要煤炭上市公司按照储量和产能计算的估值表.....	- 10 -
图表 11：煤炭行业重点公司估值与投资评级.....	- 11 -
附录 1：注入资产财务预测简表	- 12 -

公司变身煤炭股应无大碍，煤炭板块将添新成员

- 2010 年 3 月 25 日，欣网视讯董事会审议通过了《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》等议案。同日，与富欣投资签订了《重大资产出售协议》，与义煤集团签订了《发行股份购买资产协议》。
 - 出售除货币资金外的全部资产及负债资产与购买义煤集团煤业资产同步进行，公司将变身纯正煤炭股。
 - 本次定向增发拟购买的煤炭及相关资产评估价值为 82.19 亿元，增发价格 11.66 元/股，发行数量 7.049 亿股。发行后总股本将达到 8.32 亿股。
- 目前义马煤业借壳欣网视讯的重组方案正等待证监会的批复，根据国家鼓励煤炭产业重组兼并的政策及有关方案判断：本次重组成功的可能性较大。我们密切关注进展情况，准备迎接煤炭板块的新成员。

收购资产定价略有偏高，但仍属于合理范畴

- 本次收购的资产为义煤集团的大部分成熟煤业资产，包括 10 座在产煤矿、一个在建煤矿和一个热电厂。总储量 9.67 亿吨，可采储量为 4.97 亿吨，产能 1720 万吨。
 - 其中三个煤矿为合资建设，按权益计算总储量 8.7 亿吨，权益可采储量 4.73 亿吨，权益产能 1610 万吨。
 - 主要煤种包括长焰煤、贫煤、焦煤和贫瘦煤，产能占比分别为 67%、14%、10%、9%。
 - 除孟津煤矿为在建煤矿之外，其余 10 个矿井均已达产。预计孟津矿将在 2010 年年底达产。

图表 1：本次收购的主要煤炭资产情况

煤矿名称	股权占比 (%)	煤种	总储量	可采储量	核定产能	备注
耿村煤矿	100	长焰煤	12084	6283	400	达产
常村煤矿	100	长焰煤	8381	3623	220	达产
杨村煤矿	100	长焰煤	2655	2437	170	达产
千秋煤矿	100	长焰煤	15666.32	11683.62	210	达产
新安煤矿	100	贫瘦煤	22083	3136	150	达产
义马煤矿	100	长焰煤	11533.49	5705.15	150	达产
义马煤矿	100	焦煤、肥煤	4930	2766	90	达产
孟津公司的孟津煤矿	100	贫煤		9263.4	120	在建
义安矿业正村煤矿	50.5	贫煤	16715	3368	120	达产
拳沟矿业	51	焦煤	1258	695	30	达产
义络煤业义络煤矿	49	焦煤	1381	748	60	达产
合计			96686.81	49708.17	1720	
权益合计			87092.155	47318.98	1615.3	

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 我们认为，从收购煤矿的煤质、区域和自身成长性角度来看，定价略有偏高。但对于转型类的欣网视讯，应由注入资产的内生价值决定股价。
 - 收购资产的主要产品还是以动力煤为主，焦煤产量占比只有 10%。从近两年的收购案例定价比较看，焦煤定价明显高于其他煤种，义煤的吨产能收购价为 478 元/吨，在可比公司中处于中上水平。

- 义煤位于河南省西部，地处豫、陕、晋三省交界地带，从与主消费地的距离看没有太大的优势。由于目前煤炭行业的景气度较高，本次收购资产的产能规模较大，因此注入时机和煤矿产能特征决定了采矿权价值的高增值率。45.92 亿元的采矿权定价充分表现了目前煤矿采矿权价值的市场化特征。
- 由于欣网视讯之前为非煤类企业，本次资产注入的资产明显高于现有资产的盈利能力，因此不存在煤炭企业资产注入中定价过高的问题，重组完成后将明显增厚股东价值。

图表 2：“产业整合、兼并重组”下的资产注入案例分析

公司	注入方案			注入煤种	原有产能 (万吨/年)	注入产能 (万吨/年)	注入产能 (吨/股)	有形净资产 注入PB (扣除采 矿权)	吨产能收 购价(元)	注入可 采储量 (万吨)	注入总价 (亿元)	采矿权定 价(亿元)	注入矿井 尚可服务 年限
	注入资产	发行股份 (亿股)	每股定价 (元/股)										
金牛能源	峰峰集团、邯矿集团和张矿集团煤炭资产	3.68	12.28	焦煤、肥煤、气煤	1144	1254	0.341	1.12	360.37	29206	45.19	15.16	8-27年
恒源煤电	任楼煤矿、祁东煤矿、钱营孜煤矿（在建）	2.36	12.99	1/3焦煤和气煤	490	685	0.290	2.36	447.59	53052	30.66	17.11	39-86年
盘江股份	个煤矿及相关煤炭经营资产	5.09	13.69	肥煤、焦煤、贫瘦煤	210	760	0.149	3.39	916.72	117265	69.67	49.1375	55-123年
大同煤业	燕子山矿及其相关资产	1.2	22.08	动力煤	830	400	0.333	1.09	662.50	16841	26.5	0.6175	30年
平庄能源	平煤集团五矿（一个在建）	4	资产置换	动力煤	0	921.19	0.230	1.87	292.77	14008	26.97	12.2563	5-21年
国阳开元	收购阳煤集团寿阳开源矿业100%股权	—	—	无烟煤	1774	300	—	0.65	203.67	14000	6.11	9.83	30年
潞安收屯留	注入屯留矿井项目	—	—	无烟煤	2210	600	—	—	317.17	68800	19.03	10.15	81.8年
国阳新能	收购集团新景矿100%股权	—	—	无烟煤	2096	750	—	—	—	66500	—	—	88.67年
鲁润股份	受让和增资华瀛山西股权至70%	0.65	14.35	焦煤、肥煤	—	195	0.30	—	468.86	5913.9	6.4	6.37	30.33年
欣网视讯	收购义煤集团部分煤炭业务资产	7.049	11.66	长焰煤、焦煤	—	1720	0.244	1.87	477.85	47319	82.19	45.92	27.51年

来源：齐鲁证券研究所

河南省煤炭资源整合：并购重组机会将进一步催化股价上涨

- 2010 年 3 月，河南省政府出台《河南省煤炭企业兼并重组实施意见》：以中平能化集团、河南煤化集团、义煤集团、郑煤集团、神火集团、河南省煤层气开发利用有限公司等大型煤炭企业为兼并重组主体，对全省年生产规模在 15~30 万吨的煤矿（含 15 和 30 万吨，不包括年生产规模 100 万吨以上煤炭企业所属矿井）进行兼并重组。
- 通过兼并重组，充分利用大型煤炭企业在管理、技术、资金和人才等方面优势，逐步形成以大型煤炭企业为主的办矿体制，提高煤矿安全保障能力，提升煤炭整体开发水平。
- 其中符合被兼并条件的小煤矿共有 466 家。其中，河南煤化集团 58 家，中平能化集团将兼并 132 家小煤矿，郑煤集团需要兼并 124 家，义煤集团 85 家，省煤层气公司 38 家，神火集团 30 家。
- 到 2010 年年底，全省要力争建成 3 个年产 5000 万吨的特大型煤炭企业；省骨干煤炭企业控制的煤炭资源量占全省占用煤炭资源量

的 85%以上，产量占全省总产量的 75%以上；单个矿井生产规模不低于 15 万吨/年。

- 截止 6 月底，全省煤矿兼并重组正式协议签订工作基本完成，按原计划提前 9 个月。目前正进入证照办理阶段。
- 按照目前的重组进展，河南煤化工集团、中平能化集团、郑州煤电集团将成为省内首三家年产能突破 5000 万吨的大型煤炭企业（此次煤炭企业兼并重组结束后，郑煤集团的矿井总数将达 180 多对，年生产能力将达到 5100 万吨。）

图表 3：河南煤炭产量将逐步向大企业集团集中

	2007	2008	2009	2010E	2011E
河南煤化工集团	2800	4500	5698	7273	8000
中平能化集团	3800	4100	4500	5000	6000
郑州煤电集团	1325	1669	2000	3000	5100
义马煤业集团	1884	2186	2260	3000	5000
合计	9809	12455	14458	18273	24100
河南省煤炭产量	19300	20900	23700	20400	25900
四大集团占比	50.82%	59.59%	61.00%	89.57%	93.05%

来源：齐鲁证券研究所（四大集团产量包含省外煤矿产量）

- 义煤集团公司作为河南省确定的 6 家大型煤企兼并重组主体之一，主要负责义马、陕澧、新安、偃龙、宜洛、汝阳等矿区 85 对矿井的资源整合工作。整合产能大约 800~1000 万吨。
- 我们认为，若本次义马煤业借壳上市成功，则无论是目前对中小煤矿的兼并重组，还是未来几大企业集团之间的整合，对于上市公司应该是更加有利。
- 兼并重组完成后，虽然整合的众多小矿盈利能力较弱，但资源和产能大幅向大企业集团集中，公司周围的竞争环境将大幅改善。
- 若未来发生集团层面的整合，无论义马作为兼并主体还是被兼并对象，最终的后续资源储备无疑将大幅增加。因此上市公司的外延成长更具想象空间。

盈利能力略高于行业平均，资产结构有待优化

- 从近两年义马煤业的财务指标来看，注入资产的盈利能力处于行业中上水平，但明显高于欣网视讯的现有资产。
- 市场上评估企业盈利水平主要有毛利率和期间费用率等指标：注入资产 2008~2009 年的毛利率分别为 44.69%和 35.99%，高于同行业 3~7 个百分点，因此盈利能力高于行业平均水平。
- 2008~2009 年期间费用率为 12.83%和 14.93%，而行业同期均在 12.34%附近，因此注入资产的销售期间费用率高于行业同期水平。主要原因是管理成本较高以及财务费用支出较大。
- 2008~2009 年注入资产的净利润为 11.03 亿元和 7.98 亿元（扣除少数股东权益），按照增发股本 7.049 亿股计算，对应每股收益为

1.56 元和 1.13 元,而欣网视讯 2008 年~2009 年的 EPS 只有 0.10 元和 0.17 元。因此我们判断本次增发将显著增厚原有股东价值。

■ 我们认为,义马煤业的财务结构至少在两方面需要优化:

- 一是管理成本的控制,在全行业管理费用支出保持稳定的背景下,义马煤业也应该加强成本的优化管理。相信在孟津煤矿和义安矿业正村煤矿完全达产之后,管理费用支出水平有望出现下滑。
- 二是资本结构的优化——目前注入资产的资产负债率超过 70%,虽然在现有盈利能力较强时期能够显著提高 ROE 水平,但在利率水平较高和行业景气下滑时期也加重了相对财务负担,即杠杆的放大效应将会加大资产的盈利波动,我们认为在目前的宏观经济预期下,相对于注入资产的盈利预期,50%的负债率较为合理。

图表 4: 毛利率好于行业平均水平,但期间费用率较高

单位: %	2008 年						2009 年					
	毛利率	营业费用	管理费用	财务费用	期间费用	资产负债率	毛利率	营业费用	管理费用	财务费用	期间费用	资产负债率
神火股份	22.12	1.11	2.22	3.35	6.67	74.43	17.25	1.58	3.00	3.99	8.56	75.81
平庄能源	40.26	0.23	8.41	1.21	9.86	34.26	34.33	0.40	10.32	-0.12	10.60	33.92
煤气化	38.91	5.94	7.38	0.34	13.67	38.83	32.22	7.15	5.91	0.58	13.64	32.12
冀中能源	49.16	1.82	12.75	0.42	14.99	43.66	26.66	2.01	11.77	1.06	14.83	51.52
靖远煤电	32.95	1.07	9.87	0.64	11.57	20.12	21.35	1.17	8.83	-0.06	9.94	30.21
兰花科创	52.01	4.31	12.25	1.94	18.49	48.00	41.82	3.83	11.14	2.61	17.58	49.34
郑州煤电	17.65	1.37	7.65	0.50	9.53	62.32	9.85	1.22	4.84	0.27	6.33	67.59
兖州煤业	49.83	2.63	11.12	0.89	14.64	17.75	43.16	2.69	14.68	-0.75	16.61	54.28
国阳新能	22.78	2.23	6.69	0.33	9.25	53.14	20.50	1.31	4.79	0.45	6.56	63.21
盘江股份	26.20	1.49	3.69	-0.10	5.08	20.65	40.54	3.85	8.31	0.40	12.55	25.15
开滦股份	24.16	1.52	6.21	2.05	9.79	57.30	19.53	1.39	5.16	1.67	8.23	56.93
上海能源	33.85	1.55	9.12	0.77	11.44	43.40	29.21	1.52	8.49	0.65	10.66	41.23
恒源煤电	32.71	2.09	8.07	0.98	11.14	65.49	24.34	1.31	7.26	0.92	9.49	71.36
大同煤业	64.21	11.58	6.48	1.11	19.17	34.92	51.31	12.60	6.75	1.02	20.36	29.61
中国神华	49.49	0.63	7.75	3.61	11.99	37.45	49.32	0.68	7.54	1.53	9.75	36.64
昊华能源	42.44	4.66	10.69	1.08	16.43	44.97	39.11	4.11	9.89	1.05	15.05	48.71
平煤股份	32.09	0.95	5.68	0.02	6.65	41.84	18.98	1.04	6.86	0.10	8.00	49.41
潞安环能	41.15	1.60	13.19	0.88	15.66	51.56	32.69	1.37	13.30	0.62	15.29	55.90
中煤能源	42.02	13.97	5.01	-1.02	17.95	28.04	35.86	13.77	5.10	-0.84	18.02	29.02
国投新集	41.80	1.13	6.34	4.85	12.32	60.70	35.56	1.33	5.64	5.07	12.03	62.79
西山煤电	46.76	2.89	11.13	0.80	14.82	40.76	43.05	3.68	11.46	0.93	16.07	51.37
露天煤业	31.92	2.31	5.04	1.09	8.43	39.52	33.09	2.63	4.78	0.14	7.54	28.60
国际实业	50.61	3.19	9.40	1.71	14.30	45.24	44.25	2.50	9.55	4.70	16.74	49.37
行业平均	38.48	3.06	8.09	1.19	12.34	43.67	32.35	3.18	8.06	1.13	12.37	47.57
义马煤业	44.69	1.67	9.95	1.21	12.83	77.58	35.99	1.80	10.95	2.18	14.93	70.08

来源: 聚源, 齐鲁证券研究所 (义马煤业只代表注入资产)

图表 5: 净利率和资产周转率与行业持平, 高负债率致 ROE 虚高

	2008 年		2009 年	
	义马煤业	行业平均	义马煤业	行业平均
净利率	17.65%	17.08%	13.44%	14.39%
资产周转率	0.99	1.004	0.82	0.8665
权益乘数	4.46	2.1658	3.34	2.32
ROE	77.63%	29.92%	36.94%	20.87%

来源: 齐鲁证券研究所 (义马煤业只代表注入资产)

销售结构和周边的运输条件具备一定的区位优势

- 拟购买资产下属矿井大部分位于河南省西部义马市及周边市县,地处河南、山西、陕西三省交界的“金三角”地区,并被划入郑汴洛工业走廊,距离洛阳、三门峡、郑州和西安等重要工业化城市的距离较近。
- 根据收购报告书介绍及我们对运输条件的了解,矿区的煤炭运输条件相对便利:公司拥有铁路运输专线 84.7 公里,均与国家或地方铁路运输大动脉接轨。主要外运线路陇海铁路从东向西横穿矿区,焦枝柳铁路从北向南路过矿区的东南部,连霍高速公路和 310 国道和 314 省道从东向西横穿矿区。陇海铁路和 310 国道在整体上形成了义马矿区铁路和公路交通的骨干,是矿区煤炭外运的枢纽。
- 产品主要销往省内,未来销售结构有多元化趋势。2008~2009 年收购矿井在河南省内煤炭销售分别占到总销量的 82.87%、74.30%。其中大部分集中于各矿周边长期用户;从销售结构看,省外业务有扩大趋势,2009 年收购煤矿煤炭产品在湖北、湖南、江苏等地的销量占比分别较 2008 年提高了 4.62%、0.91%、0.94%。

可持续发展能力: 集团的现有资源和扩张战略宏伟——部分煤炭资产盈利较强

- 根据义煤集团的“强势三步走”发展战略,义煤集团立足企业资源和产业优势,着力打造煤、煤化工、铝三大主业,未来 5 年将着力打造蒙古国、朝鲜及新疆、青海、山西、内蒙古 6 个千万吨煤炭基地: 2010 年产量突破 3000 万吨,以后每年增加产能约 1000 万吨,至 2014 年达到 7000 万吨。
- 集团将在青海、新疆、山西、内蒙古建设的四个千万吨级煤炭基地已初具规模,除内蒙古项目处于停滞状态,其余三个地区项目进展顺利。其中在产的青海基地目前的盈利能力较好,未来先注入到上市公司的可能性较大。
 - 山西基地: 集团积极参与山西煤炭资源整合,2010 年 5 月,义煤集团与山西省煤炭运销集团合资成立义达矿业公司,注册资本金 2 亿元,其中临汾分公司出资 1.2 亿元控股 60%,义煤集团参股 40%。义达公司将整合义煤集团沙女沟煤矿、晋昶煤矿、禹硕煤矿和临汾分公司同富元煤矿、同富新煤矿、同晟达煤矿、同泰达煤矿。煤炭生产管理经营以义煤集团为主,煤炭销售以临汾分公司为主。煤矿总资源储量约 10 亿吨,计划三年内煤炭产量达到 500 万吨,五年内达到 1000 万吨。
 - 青海基地: 义海能源公司是义煤的全资子公司,总部位于青海省德令哈市,下辖两座露天矿和一个井工矿,分别位于天峻县木里煤田和大柴旦镇境内的大煤沟煤田,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,特点是低硫、低磷、特低灰,是良好的炼焦配焦、动力及民用煤。

2010 年 1~6 月,义海能源公司煤炭产量 218 万吨,煤炭销量 193 万吨,实现利润 3.39 亿元,单位原煤生产成本 190 元/吨(比去年同期下降 1.08 元/吨),据此我们测算吨煤净利润为 128 元/吨,盈利能力较强。2010 年整体目标是原煤产量突破 500 万吨,实现利润总额 7 亿元。远期规划目标是 2015 年产量达到 1000 万吨。
 - 新疆基地: 目前义煤集团在新疆已经兴建了大黄山豫新煤业、屯南煤业、中联润世新疆煤业红砂泉露天矿等 3 个煤炭企业。

大黄山豫新煤业由新疆生产建设兵团农六师国资公司和义煤集团、新疆鸿基焦化于 2007 年共同投资组建，目前义煤集团股权占比 49%，另外 51% 的股权一直有注入到上市公司 ST 百花的预期。豫新煤业煤种主要为气煤，可采储量 1.6 亿吨，为当地煤焦化重化工业项目的实施提供保障。2008 年产量为 82.23 万吨，1 号井和 7 号井改建完成后，核定产能达到 120 万吨，预计 2012 年产能 300 万吨。

新疆屯南煤业是由义煤集团与新疆建设兵团农十师合资建设，义煤集团股权占比 50%。目前已经拥有煤矿采矿权 6 个，采矿许可证范围内探明煤炭储量 1 亿吨，矿区总地质储量 6 亿吨左右。2009 年产量 72 万吨，2010 产量将突破 100 万吨，利润超 1000 万元。十二五期间，公司计划年生产能力增长到 300 余万吨。

义马煤业集团中联润世新疆煤业有限公司（60%）300 万吨红砂泉露天矿已于 2009 年 9 月投产。该煤矿位于新疆奇台县东北 120 公里的戈壁沙漠中，可采煤层是“两特一低”的不粘煤，即特低灰、特低硫、含磷低，是很好的发电用煤和民用煤，也可以作为气化用煤。煤矿地质储量 4.7 亿吨。二期工程投产后产能将达到 600 万吨。

图表 6：目前义煤集团主要在产和在建矿井

省份	煤矿	股权占比	煤种	储量	可采储量	核定产能	服务年限	备注
河南	阳光煤矿	100%			2,545.10	45	56.56	筹备
	铁生沟煤矿	100%	无烟粉煤		14897.87	120	56.1	在产
	新义矿业	55%	贫瘦煤	22,729	11,276	120	67.1	在产
青海	义海能源	100%	1/3焦煤、气煤及不粘煤		26300	500	52.60	下辖两座露天矿和一座井工矿，2010年煤炭产量将突破500万吨，2015年之前达到1000万吨
新疆	豫新煤业	49%	气煤	30900	16000	120	133.33	2012年达到300万吨
	屯南煤业	50%	长焰煤	60000	10000	90	111.11	在产，“十二五”期间产能将扩充到300万吨
	中联润世	60%	不粘煤	47000		300		一期产能300万吨已于2009年9月投产，二期产能600万吨
山西	义达矿业	40%	焦煤	100000		500		整合沙女沟煤矿、晋昶煤矿、禹硕煤矿、同富元煤矿、同富新煤矿、同晟达煤矿、同泰达煤矿。3年内产量达到500万吨，5年内达到1000万吨。

来源：齐鲁证券研究所

- 根据收购报告书披露的信息显示：义煤集团承诺在重组成功后两年内把剩余煤炭资产注入到上市公司，以解决同业竞争问题。
 - 在本次重组完成后的一年内，集团将促使上市公司以自有资金或其他合法资金收购义煤集团持有新疆义煤昆仑能源、新疆大黄山豫新煤业、新义矿业公司的全部股权。
 - 在本次重组完成后的两年内，义煤集团将把义海能源、铁生沟煤矿、阳光煤矿、和内蒙古鄂托克前旗鑫泰苏家井矿业公司以及山西义达矿业等公司股权注入到上市公司。

公司盈利预测

- 按照目前的生产经营情况，我们预计公司 2010 年~2011 年业绩将有一个较快的增长，而之后的业绩保持平稳。业绩预测的主要假设包括：
 - 假设本次重组成功后没有发生资产注入；
 - 2010 年公司产品价格上涨幅度较大，根据河南地区的合同煤上涨 70~100 元之间（税后），我们认同交易报告书里面的备考煤价预测值：2010 年销售均价将从 2009 年的 347.56 元/吨上涨至 402.21 元/吨。基于对今后两年煤炭景气度的看好，2011~2012 年小幅上涨至 430 元/吨和 435 元/吨。
 - 除工资和材料费用上涨之外，其他各项生产和安全费用保持稳定，因此 2010 年的生产成本整体而言控制较为合理。

图表 7：公司煤炭产品销售价格与生产成本假设

	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
煤炭销量（万吨）	1597.59	1595.01	1708.25	1816.93	1816.93
销售均价（元/吨）	376.62	347.56	402.21	430.00	435.00
吨煤成本（元/吨）	198.90	216.28	238.00	246.00	255.00
毛利率	44.69%	35.99%	39.16%	41.21%	39.89%

来源：齐鲁证券研究所

- 由于今年有新矿的投产，我们假设 2010 年吨煤销售费用和管理费用有所上升，之后逐年递减；假设公司将优化资本结构，资产负债率下降带动财务费用逐年递减。

图表 8：公司销售期间费用假设

	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
吨煤销售费用	6.75	6.70	7.76	7.69	7.56
吨煤管理费用	40.15	40.84	47.44	45.24	42.52
吨煤财务费用	4.89	8.15	7.76	6.79	5.67
期间费用率	12.83%	14.93%	14.60%	13.20%	11.80%

来源：齐鲁证券研究所

- 基于保守的假设预期，我们预测公司 2010 年~2012 年净利润 11 亿元、14.36 亿元、14.56 亿元。折合每股收益 1.32 元、1.72 元和 1.75 元，同比增长 38%、31%和 2%。我们认为上述预测具备足够的安全边际。

对欣网视讯的估值与定价

- 由于目前市场上对重组和转型类煤炭企业的关注度较高，基于义马煤业资产注入资产的业绩稳健性，我们认为给予公司 18 倍 PE 有一定的基本面和技术面的支撑，对应 2010 年和 2012 年的估值为 23.8~31.48 元，取中枢价格为 28.78 元。
- 考虑到国有煤炭企业积极的盈余管理特征，我们认为对于业绩稳健性的煤炭企业按照资源和产量估值具备合理性。我们对目前可比上市公司的

吨资源市值和吨产量市值进行比较发现，欣网视讯目前的市值偏低。按照可采储量和产能的估值分别为 19.03 元和 30.01 元，平均值 24.52 元。

- 结合 PE 和资源估值法，我们给予公司未来 6~12 个月合理估值区间为 24.52~28.78 元，相对目前股价至少有 30% 以上的上升空间。综合判断，我们给予公司“买入”评级。

图表 9：公司按照资源和产能估值表

	行业每吨资源对应市值	行业每吨产能对应市值	欣网视讯比重
动力煤	30.63	1431.96	0.81
炼焦煤	45.58	2017.20	0.19
权益产能（万吨）		1610	
权益可采储量（万吨）		47319	
吨产能加权平均市值		1543	
吨资源加权平均市值		33	
合理资源市值（万元）		1583739	
合理产能市值（万元）		2498370	
总股本（万股）		83244	
			对应股价
			19.03
			30.01

来源：齐鲁证券研究所

图表 10：主要煤炭上市公司按照储量和产能计算的估值表

主要煤种	焦煤、肥煤	焦煤、肥煤	1/3焦煤、焦煤、无烟煤	瘦煤、贫瘦煤	无烟煤	无烟煤	贫煤、无烟煤、气煤、1/3焦煤	动力煤	动力煤、1/3焦煤、气煤	贫瘦煤、气煤、长焰煤	1/3焦煤、气煤、焦煤、动力煤	长焰煤、焦煤
股票代码	600997	000983	000937	601699	600348	600123	600971	601001	601918	601088	601898	600403
股票名称	开滦股份	西山煤电	冀中能源	潞安环能	国阳新能	兰花科创	恒源煤电	大同煤业	国投新集	中国神华	中煤能源	欣网视讯
总股本（万股）	123464	315120	115644	115054	240500	57120	39438	83685	185039	1988962	1325866	83244
股价	15.03	22.10	27.33	35.99	15.07	28.80	26.50	33.44	12.17	23.24	9.29	18.22
地质储量（万吨）	67748.7	188109	N/A	403803	369904	179380	149722	295803	407911	1790900	939700	87092
可采储量（万吨）	45621	107109	101830	210474	179904	53480	69382	85867	166114	1130600	347100	47319
07年产量	751	1612	1135	2041	1287	519	340	1747	1010	15800	6932	
08年产量	750	1619	1167	2577	1774	549	416	2026	1181	18570	7410	1616
09年产量	771	1856	2589	2997	2096	559	1100	2579	1253	21030	7897	1611
2010年预测产量	840	2530	2900	3200	2600	1100	1310	2780	1800	22900	8485	1729
2009年商品煤综合售价	822	609	639	541	440	620	518	433	426	388	416	348
采储比	54.31	42.34	35.11	65.77	69.19	48.62	52.96	30.89	92.29	49.37	40.91	27.37
每股可采储量	0.37	0.34	0.88	1.83	0.75	0.94	1.76	1.03	0.90	0.57	0.26	0.57
每吨资源对应市值	40.68	65.02	31.04	19.67	20.15	30.76	15.06	32.59	13.56	40.88	35.49	32.05
每吨产能对应市值	2209.12	2752.63	1089.85	1294.00	1393.98	1495.51	797.80	1006.63	1251.07	2018.49	1451.66	877.22

来源：齐鲁证券研究所

图表 11：煤炭行业重点公司估值与投资评级

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	流通A股 (百万股)	2009EPS (元)	2010EPS (元)	2011EPS (元)	EPS 10%09	2009PE	2010PE	2011PE	投资 评级	备注 10Q1 EPS
000983	西山煤电	22.10	3151.20	0.92	1.28	1.75	80.91%	24.03	17.27	12.66	买入	0.36
000937	冀中能源	27.33	1156.44	1.39	2.17	2.59	55.92%	19.67	12.62	10.55	买入	0.55
600997	开滦股份	15.03	1234.64	0.67	0.86	1.11	28.72%	22.43	17.43	13.54	买入	0.17
601699	潞安环能	35.99	1150.54	1.83	2.37	2.88	29.50%	19.63	15.16	12.50	买入	0.60
601088	中国神华	23.24	16491.04	1.52	1.84	2.09	20.83%	15.27	12.64	11.15	买入	0.44
600971	恒源煤电	26.50	394.38	1.32	1.88	2.25	42.42%	20.08	14.10	11.78	买入	0.47
600123	兰花科创	28.80	571.20	2.22	2.43	2.94	9.06%	12.95	11.87	9.79	买入	0.49
600348	国阳新能	15.07	2405.00	1.93	1.03	1.19	33.42%	7.81	14.67	12.71	买入	0.53
000933	神火股份	19.30	1050.00	0.80	1.45	1.68	81.56%	24.13	13.29	11.47	买入	0.55
600188	兖州煤业	18.01	4918.40	0.79	1.42	1.75	80.23%	22.83	12.67	10.27	买入	0.43
601666	平煤股份	17.07	1816.28	1.01	1.31	1.49	30.32%	16.92	12.98	11.46	买入	0.38
601001	大同煤业	16.46	836.85	1.78	2.00	2.38	12.20%	9.25	8.24	6.93	买入	0.38
002128	露天煤业	20.09	1326.69	0.88	1.46	1.58	66.10%	22.83	13.74	12.71	买入	0.47
600403	欣网视讯	18.22	832.44	0.96	1.42	1.67	47.92%	18.98	12.83	10.91	买入	-
平均值							44.22%	18.34	13.59	11.35		

来源：齐鲁证券研究所

附录1：注入资产财务预测简表

项目（单位：万元）	2008 年度	2009 年度	2010E	2011E	2012E
营业收入	644726.67	595151.18	727865.54	822070.26	831154.92
营业成本	356595.29	380929.92	442866.635	483267.931	499620.319
营业税金及附加	10439.46	11764.32	12737.65	14386.23	14545.21
销售费用	10789.78	10688.55	13101.58	13975.19	13298.48
管理费用	64142.94	65145.16	80065.21	82207.03	74803.94
财务费用	7811.09	12995.40	13101.58	12331.05	9973.86
资产减值损失	11278.41	10898.03	3639.33	4110.35	4155.77
投资收益	6.09	23.63	0.00	0.00	0.00
营业利润	183675.78	102753.43	162353.56	211792.48	214757.34
营业外收入	1695.61	6819.98	0.00	0.00	0.00
营业外支出	33315.25	2132.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	152056.14	107441.31	162353.56	211792.48	214757.34
所得税费用	38269.97	27456.31	41400.16	54007.08	54763.12
净利润	113786.18	79985.00	120953.40	157785.40	159994.22
归属于母公司所有者的净利润	110268.89	79798.36	110067.60	143584.71	145594.74
少数股东损益	3517.29	186.64	10885.81	14200.69	14399.48
总股本（万股）	83243.87	83243.87	83243.87	83243.87	83243.87
EPS（元）	1.32	0.96	1.32	1.72	1.75

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明
买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双鸽
大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501