

2010年8月23日

安源股份

煤炭产能：90万吨VS900万吨

A
未有评级

600397.SS - 人民币 12.41

唐倩*

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207060241

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(16)	1	(9)	36
相对新华富时A50指数(%)	8	(2)	(12)	52

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	269
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	3,341
3个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%) (2009A)	123
主要股东(%)	
丰城矿务局	26
萍乡矿业集团	24

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*沈涛为本报告重要贡献者

*丰城矿务局和萍乡矿业集团为江西煤炭集团的子公司。

中银国际证券有限责任公司

公司上半年每股收益 0.17 元，同比扭亏。公司现有煤炭产能 90 万吨，实际控制人江煤集团承诺在 2011 年底前将 201 万吨/年的产能注入上市公司，增幅为 223%。集团现有产能共 900 万吨，计划“十二五”末提升至 3,000 万吨，且未来将全部注入上市公司。公司未来的成长性值得期待。根据万得资讯的盈利预测统计，截至 8 月 20 日，公司 2010 年市盈率为 44 倍，高于行业平均的 15 倍。

主要发现

- 上市公司目前已经停牌，筹划资产注入事宜。
- 江煤集团现有产能 900 万吨/年（含上市公司），计划未来注入上市公司。集团承诺在 2011 年底将其中三个煤矿，产能 201 万吨/年，注入上市公司。
- 江煤集团 2010-12 年资本开支 67 亿元，相当于其 09 年底所有者权益的 134%。我们认为其存在通过上市公司融资的动力。
- 公司今年上半年税前利润同比增长 417%，其增量中，煤炭业务和玻璃业务分别占 71% 和 28%。
- 上半年煤炭业务毛利率同比提高 12 个百分点至 47%。煤炭业务收入同比增长 23%，主要是由于精煤洗出率的提高，以及商品煤售价的增长。
- 玻璃业务亏损面同比减少 1,898 万元（相当于今年上半年税前利润的 22%）至 740 万元。

估值

- 根据万得资讯的盈利预测统计，截至 8 月 20 日，公司 2010 年市盈率为 44 倍，高于行业平均的 15 倍。考虑到集团数倍与上市公司的可注入煤炭资源，我们认为公司目前的估值并不太贵。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	995	886	--	--	--
增长率(%)	(19)	(11)	--	--	--
归属母公司股东的净利润(百万元)	(212)	21	75	92	--
增长率(%)	(1,497)	110	254	21	--
每股收益-摊薄(元)	(0.78)	0.08	0.28	0.34	--
市盈率	(16)	157	44	37	--

资料来源：公司数据及万得资讯

上半年每股收益 0.17 元，同比扭亏

公司上半年每股收益 0.17 元，同比扭亏。其中第一季度和第二季度每股收益分别为 0.03 元和 0.14 元。

公司上半年主营收入同比增长 41% 至 5.8 亿元，其中 48% 的增量来自煤炭业务，30% 的增量来自改性合成炭粉业务。税前利润同比增长 4 倍，其中 71% 的增量来自煤炭业务，28% 的增量来自玻璃业务。净利润率同比增长 9 个百分点至 8.1%。

1. 煤炭业务毛利率大幅提高。煤炭业务收入同比增长 23%，主要是由于精煤洗出率的提高，以及商品煤售价的增长。上半年，曲江煤矿炮采工作面进行了两次接替，脱节时间长达 2 个半月，因而公司原煤产量同比减少 11%。但商品煤洗出率同比提高 6 个百分点，降低了产量下降的冲击。受益于价格上涨，煤炭毛利率同比增长 12 个百分点至 47%。
2. 玻璃业务大幅减亏。在提升质量和控制成本的基础上，玻璃业务毛利率同比增长 12 个百分点至 19%，亏损面同比减少 1,898 万元（相当于今年上半年税前利润的 22%）至 740 万元。
3. 上半年萍乡水煤浆公司合并报表，增加公司主营业务收入 5,145 万元，但毛利润仅 243 万元，对公司整体业绩影响不大。
4. 客车业务亏损面扩大。由于上半年竞争激烈、采购成本提高，客车业务亏损面同比增长 201 万元。

图表 2. 安源股份分业务经营分析

(人民币, 百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动(%)	增量占比(%)
主营收入(百万元)				
煤炭	264	345	23	48
玻璃	102	125	19	14
客车	28	39	29	6.9
改性合成炭粉	0	51		30
其他	19	21	10	1.2
毛利率(%)				
煤炭	35	47		
玻璃	7	19		
利润总额(百万元)				
煤炭	65	114	75	71
玻璃	(26)	(7)	n/a	28

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3.业绩摘要

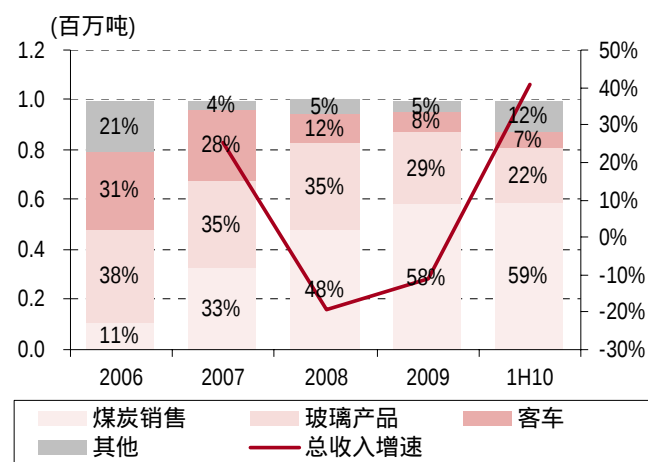
(人民币, 百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动(%)
营业收入	413	582	41
营业成本	301	381	27
营业税及附加	4.7	5.7	20
毛利润	112	201	79
销售费用	12	10	(22)
管理费用	62	64	2.6
财务成本	35	31	(10)
营业利润	(5.8)	86	N/A
营业外收入	24	2.1	(91)
营业外支出	2.0	2.9	43
税前利润	16	85	417
所得税	16	30	87
少数股东损益	4.9	8.3	69
归属于母公司的净利润	(4.4)	47	N/A
每股收益 (人民币)	(0.02)	0.17	N/A
毛利率(%)	27	35	
经营利润率(%)	(1.4)	15	
净利率(%)	(1.1)	8.1	

资料来源：公司数据，中银国际研究

公司概况

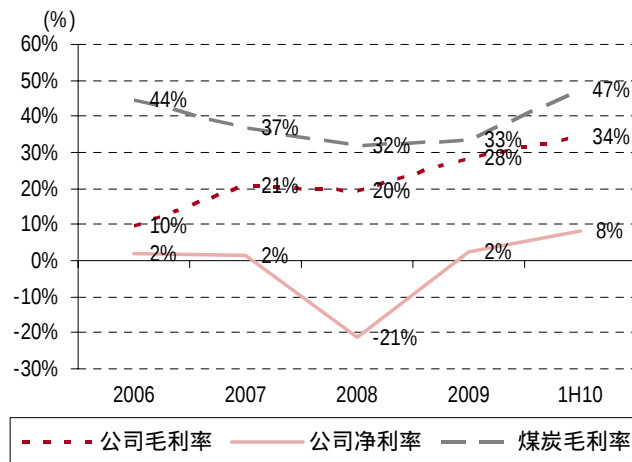
公司 2002 年上市，上市初的白源煤矿（产能 33 万吨/年）和安源煤矿（产能 78 万吨/年）分别于 2003 年和 2004 年置出到母公司丰城矿务局，又在 2006 年从母公司置入煤质优异的曲江煤矿（90 万吨/年）。公司目前的主营业务为煤炭、建材和客车。2010 年上半年，煤炭收入占公司总收入的 59%。

图表 4.安源股份主营业务构成及增速



资料来源：公司数据

图表 5.安源股份利润率变化



资料来源：公司数据

图表 6. 公司现有煤矿

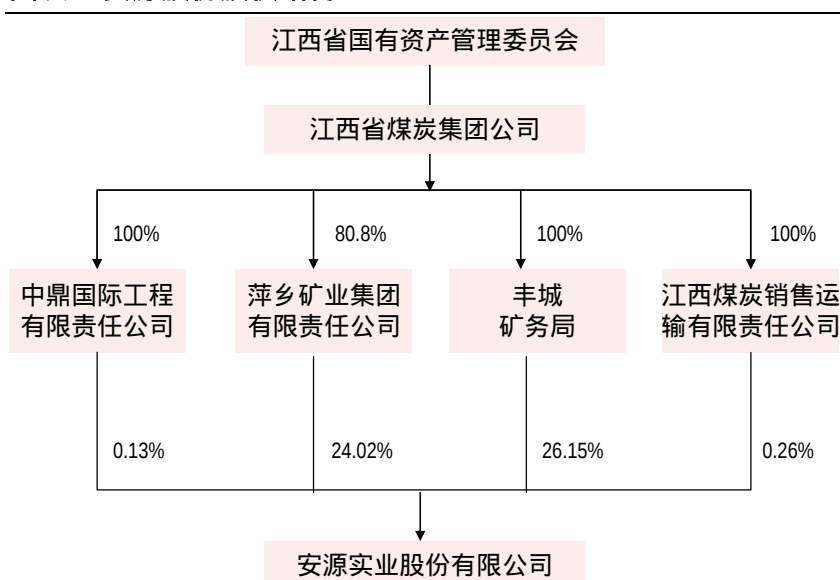
煤矿名称	资源总量 百万吨	地点	煤种	用途	持股比例 %	设计产能 万吨	洗煤能力 万吨
曲江煤矿	88	江西 丰城	主焦煤	冶金煤、动力 煤和化工煤	90	90	45

资料来源：公司公告，中银国际研究

江煤集团正在筹划资产注入

公司实际控制人为江西省煤炭集团公司（江煤集团）。江煤集团现有生产矿井 35 对，年产原煤 900 万吨左右；在建矿井 8 对，建设规模年产原煤 400 万吨。截至 2009 年底，集团拥有可采储量 3.6 亿吨，其中省内 2.6 亿吨。

图表 7. 安源股份股权结构



资料来源：公司数据

图表 8. 集团原煤数据

	2007 年	2008 年	2009 年
原煤产量(万吨)	864	880	862
商品煤销量(万吨)	763	763	766
集团煤炭收入(百万元)	3,009	4,116	3,423
集团商品煤售价(元/吨)	360	539	447

资料来源：江煤集团数据，中银国际研究

集团计划在 2015 年实现煤炭产能 3,000 万吨，其中省内，省外，国外各 1,000 万吨/年。

集团预计其 2010-12 年的资本开支共计 67 亿元，相当于其 09 年底所有者权益的 134%。考虑到集团 09 年 60%的资产负债率，我们认为集团存在通过上市公司进行融资的动力。

图表 9.集团“十二五”煤炭产能规划

(万吨)	产能	备注
省内	1,000	
省外	1,000	其中贵州 560 万吨
国外	1,000	其中哥伦比亚 500 万吨，印尼 440 万吨
总计	3,000	

资料来源：江煤集团数据，中银国际研究

图表 10.集团资本开支计划

	2010E	2011E	2012E
资本开支(亿元)	16	28	23

资料来源：江煤集团数据，中银国际研究

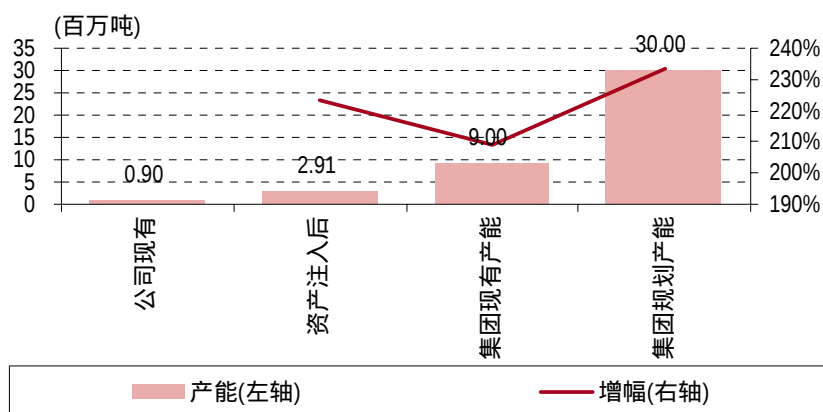
集团承诺将按照沿沟煤矿、宜萍煤矿、丰龙煤矿的顺序，在 2011 年底前将他们（产能 201 万吨/年）逐步置入上市公司。目前，沿沟煤矿尚未达产；宜萍煤矿、丰龙煤矿仍处于基建阶段，尚未正式投产。公司认为目前注入的条件尚不成熟。

2009 年，江煤集团将 19 个煤矿和四个矿务局（萍乡、丰城、乐平、新余），以 14 亿元的净资产价格，与其他三家公司共同成立江西煤业集团有限责任公司（江西煤业），未来计划通过资产置换及定向增发的方式将江西煤业注入安源股份。集团目前正在筹划对上市公司的重大资产重组。

图表 11.江煤集团承诺 2011 年底前注入的三个煤矿

煤矿名称	服务年限	地点	煤种	用途	持股比例	设计产能	备注
沿沟煤矿	23	江西乐平	主要为无烟煤，次为贫、瘦煤	动力和民用煤	n/a	90	尚未达产
宜萍煤矿	26	江西分宜	主要为无烟煤	动力和民用煤	n/a	21	集团计划 2011 年 6 月投产
丰龙煤矿	32	江西丰城	焦煤	冶炼和动力煤	51	90	集团计划 2010 年底投产
总计						201	

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 12.安源股份产能增长迅速


资料来源：公司公告，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 19 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371