

安源股份(600397.sh)

成功转型，关注后续资产注入

林红垒 分析师

电话: 010-68058790

eMail: lhl10@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210070002

剥离不良资产，公司变身煤炭新贵

安源股份将其持有的安源玻璃、安源客车股权与江煤集团持有的江西煤业股权中的等值部分进行置换，同时发行股份购买江煤集团、中宏矿业、华融、信达等持有的其余的江西煤业的股权。公司转型专注煤炭生产销售的企业。

江西煤业整体上市，安源股份迅速做强

江西煤业整体上市后，公司的资源量及产能增加至 34661.58 万吨和 727 万吨，分别增长 395%和 808%。结合煤炭的权益储量及产能来看，与其他炼焦煤上市公司比较处于中等水平。公司煤炭销售全部市场化，由于靠近消费地，有运输上的优势，公司煤价较高。

集团后续资产注入+资源整合，公司外延发展空间确定

除此注入上市公司的煤矿之外，江西煤业集团省内外仍有大量优质的在建矿井，有望率先注入的五矿合计资源量 1.5 亿吨，产能 260 万吨，分别占注入后公司的 43%和 36%。

盈利预测及投资建议

预计注入后公司 2010—2011 年摊薄每股收益为 1.10 元和 1.22 元，对应 2010、2011 年的 PE 分别为 17.58 倍和 15.85 倍。行业平均估值偏低及后续资源注入的良好预期，我们维持公司“买入”评级。

风险提示

重组方案审批的风险；钢铁行业景气度下降，焦煤价格下滑的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	995.45	885.71	5952.00	6331.85	6700.00
增长率(%)	-19.45%	-11.02%	572.00	6.38%	5.81%
EBITDA(百万元)	-37.41	212.21	750.94	833.87	869.00
净利润(百万元)	-211.78	21.27	560.77	619.46	653.78
增长率(%)	-1,496.72	-110.18%	2536.75	10.47%	5.54%
每股收益(元)	-0.776	0.079	1.10	1.22	1.28
市盈率	-5.49	185.95	16.94	15.33	14.53
市净率	1.91	6.44	2.49	2.22	1.99
EV/EBITDA	-53.25	22.76	9.50	8.24	7.29

数据来源: 安源实业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	18.65
目标价格(元)	28.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	6.39%	50.28%	53.62%
沪深300	16.57%	22.46%	1.88%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	269.23/269.23
主要股东:	丰城矿务局
主要股东持股比例	26.15%

财务比率

ROE	3.46%
ROA	6.46%
资产负债率	65.43%
每股净资产(元)	2.28
2009 年报数据	

公司原有业务盈利差，煤矿产能小，独木难支

江西煤业注入之前，安源股份业务主要有三块，煤炭采掘销售、浮法玻璃生产及深加工、客车制造，公司历年煤炭业务盈利稳定，但玻璃及客车举步维艰，一直拖累公司业绩。

图1：公司业务收入

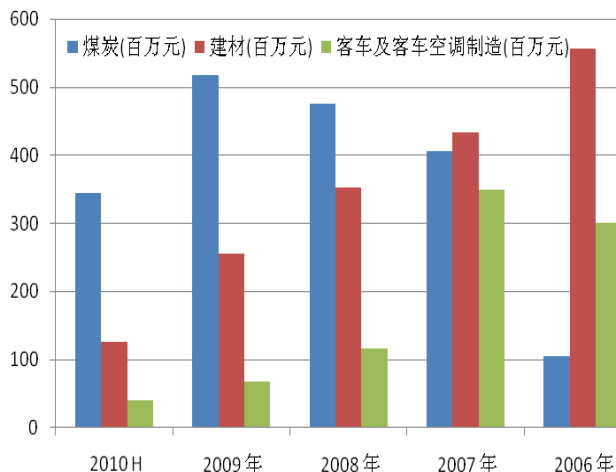
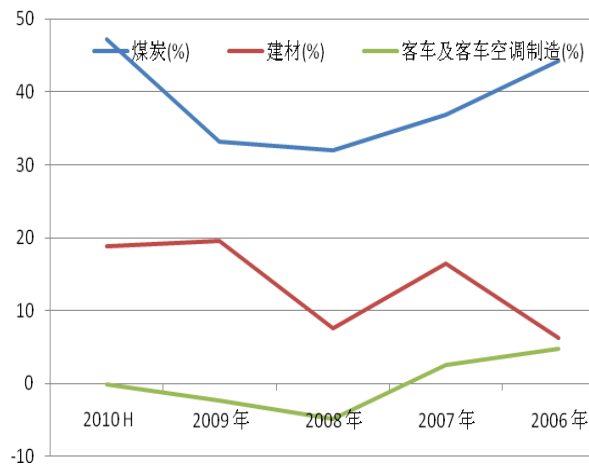


图2：建材及客车毛利率低，盈利较差



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

公司06-09年每年销售净利率分别仅为0.45%、0.21%、-21.78%和3.43%。公司煤炭产能小，建材及客车业务历年不同程度的拖累公司业绩。

公司仅有丰城曲江煤炭开发有限责任公司90%的股权，该公司下辖曲江煤矿保有资源储量8772万吨，可采储量2906万吨，预可采储量为3497万吨，按设计产能90万吨计算，可采年限50年以上，煤种为优质主焦煤，产品结构为60%的主焦精煤和40%的混煤和末煤。上半年，公司煤炭产品实现主营收入34470万元，同比增长30.34%，实现净利润8478万元，同比增长71.89%，成为公司盈利的主要来源。

而2010年1-7月安源玻璃实现净利润-3732.81万元，安源客车实现净利润-2982.35万元，玻璃与客车业务继续拖累公司业绩。

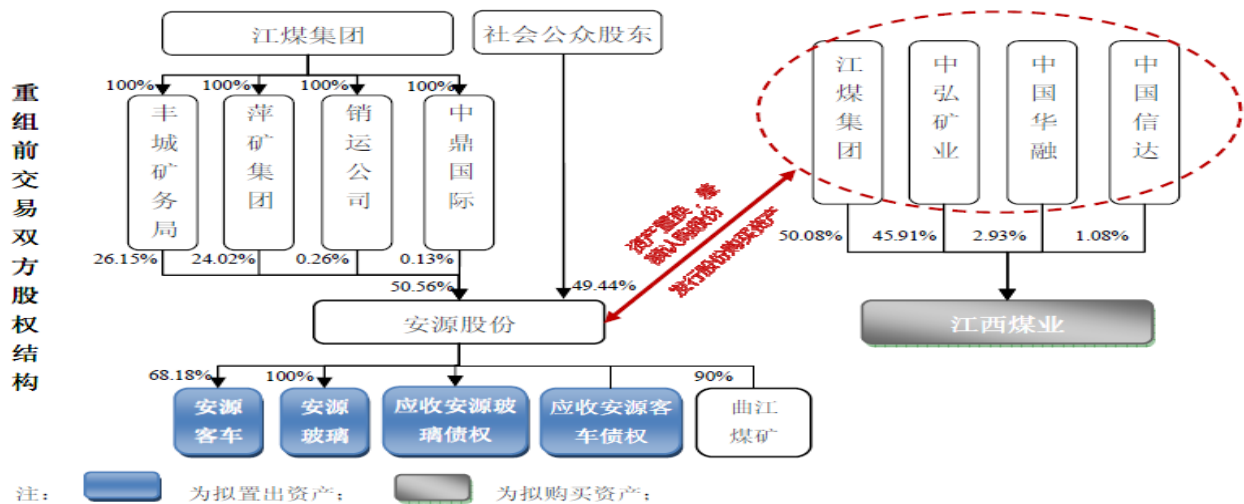
剥离不良资产，公司变身煤炭新贵

安源股份将其持有的安源玻璃有限公司100%股权、安源客车制造有限公司68.18%股权、拥有的截至2010年7月31日应收安源客车债权、应收安源玻璃债权与江煤集团持有的江西煤业集团有限责任公司50.08%股权中的等值部分进行置换。

安源股份以发行股份的方式购买江煤集团持有的江西煤业50.08%股权与安源股份资产置换后的差额部分，以发行股份方式购买北京中弘矿业投资有限公司、中国华融资产管理公司、中国信达资产管理股份有限公司持有的江西煤业合计49.92%的股权。

本次拟非公开发行股份数量合计不超2.4亿股，发行价不低于11.63元/股。

图3：重组方案示意图



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

江西煤业整体上市，安源股份迅速做强

此次江西煤业将19个成熟煤矿的经营资产和采矿权注入上市公司，公司的资源量及产能增加至34661.58万吨和727万吨，分别增长395%和808%。

表 1：集团注入煤矿情况

公司名称	煤种	保佑储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	服务年限 (年)	核定产能 (万吨)
萍乡巨源煤业	贫瘦煤	3576.12	1009.43	30	21
江西仙槎煤业	瘦煤	226.25	149.33	4.47	21
江西煤业高坑煤矿	1/3 焦煤	1,816.65	447.12	9.94	30
江西煤业安源煤矿	1/3 焦煤	2,358.50	789.61	7.23	78
江西煤业青山煤矿	无烟煤	1,164.29	671.7	13.25	39
江西煤业黄冲煤矿	无烟煤	325.46	209.06	13.94	10
江西煤业杨桥煤矿	无烟煤	929.75	355.13	9.47	25
江西煤业白源煤矿	主焦煤	782.34	312.03	6.75	33
江西煤业建新煤矿	主焦煤	1,168.27	742.84	7.05	81
江西煤业坪湖煤矿	主焦煤	1,616.42	1,043.78	15.74	51
江西煤业尚庄煤矿	贫瘦煤	1,910.09	1,318.80	28.18	36
江西煤业流舍煤矿	烟煤	1,820.55	865.42	29.44	21
江西煤业山西煤矿	烟煤	1,255.04	671.68	14.93	33
江西煤业东村煤矿	无烟煤	256.25	136.54	5.42	18
江西煤业桥二煤矿	烟煤	138.73	95.94	7.61	9
江西煤业伍家煤矿	贫瘦煤	182.07	86.21	10.26	6
江西煤业天河煤矿	烟煤	718.85	423.33	7.24	45
江西煤业沿沟煤矿	瘦煤	3,184.71	1,687.92	20.09	60
江西煤业涌山煤矿	无烟煤	2,459.24	840	30	20
合计		25889.58	11855.87	/	637

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

若按公司目前股价及增发后的最大股份5.09亿股计算，公司的市值约94.26亿元，结合煤炭的权益储量及产能来看，与其他炼焦煤上市公司比较处于中等水平。

表2：主产焦煤上市公司比较

上市公司	盘江股份	西山煤电	开滦股份	平煤股份	冀中能源	安源股份
权益储量（亿吨）	40	48	9	24	9.2	3.47
原煤产能（万吨）	1100	2500	800	4000	1100	780
市值（亿元）	301.99	886.12	241.5	436.27	439.56	94.26
吨储量市值（元/吨）	7.55	18.46	26.83	18.18	47.78	27.16
吨产能市值（元/吨）	68.63	73.84	335.42	45.44	434.35	348.26

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图4：公司煤矿分布



数据来源：广发证券发展研究中心

表3：注入后公司各矿产品情况

煤矿	煤种	产能	产品
高坑	1/3焦煤	30	冶炼焦煤，洗动力煤
安源	1/3焦煤	78	冶炼焦煤，洗动力煤
青山	无烟煤	39	混煤
巨源	贫瘦煤	21	筛混煤
杨桥	无烟煤	25	混煤 块煤
白源	主焦煤	33	冶炼焦煤，洗动力煤
黄冲	无烟煤	10	混煤

丰城矿业	流舍	焦煤	21	洗精煤、洗末煤
	山西	焦煤	33	洗精煤、洗末煤
	坪湖	主焦煤	51	洗精煤、洗末煤
	建新	主焦煤	81	洗精煤、洗末煤
	尚庄	贫瘦煤	36	筛混煤
新余矿业	曲江	主焦煤	90	洗精煤、洗末煤
	桥二	烟煤	9	混煤
	英岗岭东村	无烟煤	18	混煤
	英岗岭伍家	贫瘦煤	6	混煤
景德镇镇	天河三井付井	烟煤	45	洗煤、混煤
	沿沟（破产）	瘦煤	60	筛混煤
	仙槎	瘦煤	21	筛混煤
	涌山	无烟煤	20	晒混煤
合计	/	/	727	/

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司主要产品为混煤和洗精煤。

其中混煤各矿热值不一，约3500—5000大卡，平均4000大卡左右。混煤洗出率80%以上。

公司精煤主要是1/3焦精煤和主焦精煤，洗出率在50—60%左右。

公司煤炭销售全部市场化，由于靠近消费地，有运输上的优势，公司煤价较高。

集团后续资产注入+资源整合，公司外延发展空间确定

除此注入上市公司的煤矿之外，江西煤业集团仍有大量优质的在建矿井，而集团也承诺未来适时注入上市公司，以下五矿未来有望较快注入上市公司：

表 4：集团有望最先注入矿井统计（万吨）

名称	权益	煤种	储量	可采	产能	备注
丰龙矿业	40%	主焦煤	9020	4002	90	一期 60 万吨、二期 30 万吨，预计于 11 年、13 年投产
新鸣煤业	51%	气煤	1545.6	1077	30	预计 2011 年 10 月投产
小牛煤业	80%	主焦煤		1320	60	位于贵州水城，预计 2011 年 3 月投产
贵新煤业	52%	主焦煤	1604	878	45	位于贵州水城，预计 2012 年 8 月投产
花鼓山煤业	100%	无烟煤	1559.3	651	34	下辖山南煤矿和老棚里煤矿（二井）
合计			15048	7928	259	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 5：集团其他承诺注入煤矿情况（万吨）

名称	权益	煤种	储量	可采	产能	备注
大水洞煤矿		无烟煤			15	
前进煤矿		无烟煤			15	
贵州鼎旺	34%					毕节岔河井田和王家坝井田两处探矿权，审批中
江煤云南矿业	51%					一处采矿权、四处探矿权，前期论证阶段

云庄矿业	51%	焦煤	390	300	15	处试生产阶段
宜萍煤业	51%	无烟煤		971	21	预计 1010 年 10 月投产、2011 年 7 月达产

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

因为资源条件限制，江西省内煤矿产能较小，大多几十万吨。江西煤业是江西最大的煤炭企业，2009年江西煤炭产量3414万吨，江西煤业连同上市公司曲江煤矿合计占比约1/5。省内其余煤炭企业主要是民营和乡镇小煤矿。我们预计“十二五”期间，江西煤业将成为江西省煤炭资源整合的主力。

集团在贵州、云南先后整合小牛煤业、贵新煤业、大水洞煤矿、前进煤矿、贵州鼎望、云南矿业等，未来集团将继续依托云贵地区的三个平台：贵州矿业、鼎旺矿业及云南公司参与当地的资源整合。

此外，集团在省外云贵地区争取资源之外，还积极参与海外煤炭项目的收购。目前集团已经在印度尼西亚、马来西亚开矿。

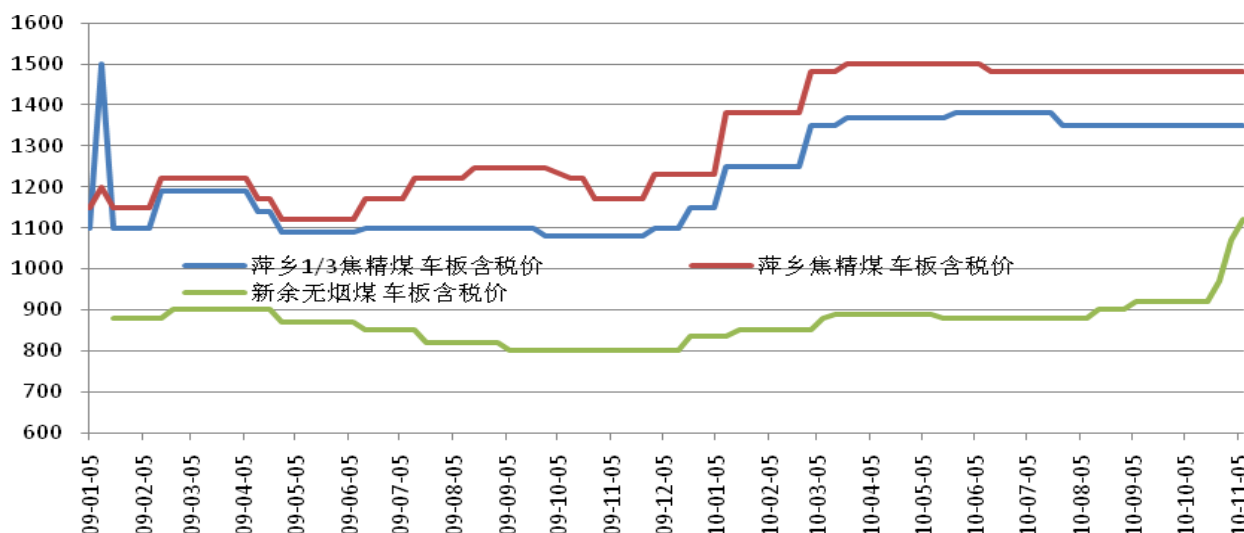
集团力争到2010年煤炭产量达1000万吨，集团销售收入100亿元。到2015年，集团煤炭产量省内1000万吨，省外境外1000万吨，力争实现销售总收入达150亿元。

盈利预测及投资建议

按集团对注入江西煤业盈利承诺，2010—2013年分别为2.85亿元、3.12亿元、3.82亿元和4.46亿元，假定未来三年曲江煤业每年净利润1.6亿元，则2010—2013年公司每股收益分别为0.87元、0.93元、1.06元和1.19元。

2009年公司煤炭业务实现主营收入5.18亿元，净利润9064万元，江西煤业实现净利润26805万元。2010年1—6月份公司煤炭业务实现净利润8478万元，1—7月份江西煤业实现净利润22685万元。上半年无论曲江煤业还是江西煤业盈利均实现同比大幅增长。

图5：公司地煤价走势（元/吨）



数据来源：广发证券发展研究中心

根据公司1—7月经营情况，及下半年公司地煤价走势，我们维持之前预测，注入后公司2010—2011年摊薄每股收益为1.10元和1.22元，对应2010、2011年的PE分别为17.58倍和15.85倍。行业估值偏低及后续资产注入的良好预期，我们维持公司

“买入”评级。

证券简称	近期收盘价	EPS			PE		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012
兰花科创	49.2	2.4	3.25	3.97	20.50	15.14	12.39
兖州煤业	31.15	1.45	1.71	2.06	21.48	18.22	15.12
国阳新能	31.9	1.08	1.22	1.3	29.54	26.15	24.54
盘江股份	28.04	1.2	1.46	1.83	23.37	19.21	15.32
上海能源	32.81	2.03	2.24	2.32	16.16	14.65	14.14
山煤国际	36.4	1.19	1.77	1.99	30.59	20.56	18.29
恒源煤电	50.37	2.55	2.8	2.9	19.75	17.99	17.37
开滦股份	19.97	0.7	0.8	0.85	28.53	24.96	23.49
昊华能源	46.55	1.92	2.2	2.56	24.24	21.16	18.18
平煤股份	24.59	1.4	1.6	1.85	17.56	15.37	13.29
国投新集	16.76	0.7	0.85	1.2	23.94	19.72	13.97
平庄能源	18.05	0.7	0.79	0.87	25.79	22.85	20.75
神火股份	29.18	1.39	1.92	2.3	20.99	15.20	12.69
冀中能源	38.32	2.2	2.55	2.64	17.42	15.03	14.52
煤气化	20.78	0.85	1.05	1.25	24.45	19.79	16.62
西山煤电	28.4	1.22	1.68	2.09	23.28	16.90	13.59
露天煤业	27.63	0.96	1.53	1.68	28.78	18.06	16.45
大同煤业	25.59	0.85	1.05	1.15	30.11	24.37	22.25
中国神华	29.07	1.81	2.03	2.2	16.06	14.32	13.21
潞安环能	57.26	2.62	2.93	3.13	21.85	19.54	18.29
中煤能源	12.9	0.7	0.85	1.05	18.43	15.18	12.29
average					22.99	18.78	16.51

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

重组方案审批的风险；钢铁行业景气度下降，焦煤价格下滑的风险。

资产负债表

单位：百万元

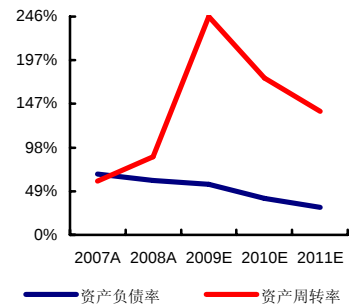
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	456	538	4,874	5,417	6,074
货币资金	99	197	2,673	2,938	3,479
应收及预付	242	238	1,484	1,696	1,753
存货	116	104	717	783	842
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,419	1,392	1,370	1,370	1,370
长期股权投资	20	20	20	20	20
固定资产	1,066	1,046	1,046	1,046	1,046
在建工程	47	34	34	34	34
无形资产	283	273	269	269	269
其他长期资产	4	18	0	0	0
资产总计	1,875	1,930	6,244	6,787	7,444
流动负债	937	951	2,053	2,117	2,260
短期借款	528	650	0	0	0
应付及预收	337	243	2,053	2,117	2,260
其他流动负债	72	58	0	0	0
非流动负债	307	313	313	313	313
长期借款	305	313	313	313	313
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	0	0	0	0
负债合计	1,244	1,263	2,366	2,430	2,572
股本	269	269	509	509	509
资本公积	416	418	2,970	2,970	2,970
留存收益	-96	-75	333	800	1,301
归属母公司股东权益	590	613	3,812	4,279	4,780
少数股东权益	41	53	64	77	90
负债和股东权益	1,875	1,929	6,242	6,785	7,442

利润表

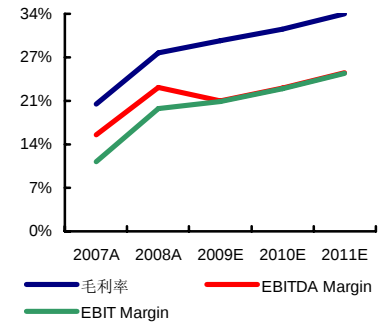
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	995	886	5952	6332	6700
营业成本	801	635	4618	4877	5174
营业税金及附加	7	10	48	51	54
销售费用	32	25	179	190	201
管理费用	126	127	357	380	402
财务费用	76	65	0	0	0
资产减值损失	124	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	5	5	5	5
营业利润	-169	22	756	839	874
营业外收入	33	41	32	35	36
营业外支出	64	6	25	32	21
利润总额	-200	58	763	843	889
所得税	17	27	191	211	222
净利润	-217	30	572	632	667
少数股东损益	-5	9	11	13	13
归属母公司净利润	-212	21	561	619	654
EBITDA	120	182	751	834	869
EPS (元)	-0.79	0.08	1.10	1.22	1.28

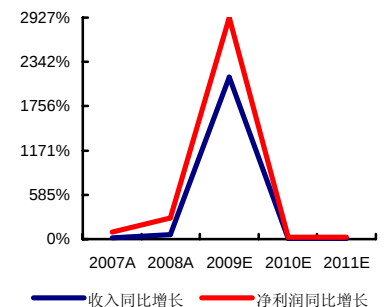
资产负债率趋势



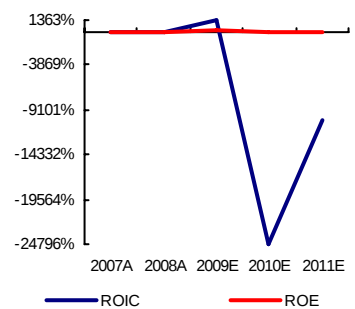
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

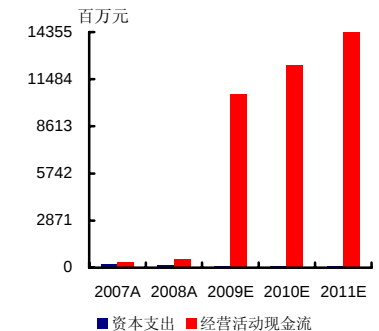
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	129	163	362	408	673
净利润	-214	30	572	632	667
折旧摊销	91	92	0	0	0
营运资金变动	3	-22	-203	-215	27
其它	249	63	-7	-9	-20
投资活动现金流	-95	-32	29	9	20
资本支出	-97	-42	24	4	15
投资变动	-5	5	5	5	5
其他	7	5	0	0	0
筹资活动现金流	-50	-22	2,085	-153	-153
银行借款	743	852	-650	0	0
债券融资	-716	-815	-56	0	0
股权融资	0	8	2,791	0	0
其他	-77	-65	0	-153	-153
现金净增加额	-15	109	2,476	264	541
期初现金余额	133	99	197	2,673	2,938
期末现金余额	118	208	2,673	2,938	3,479

主要财务比率

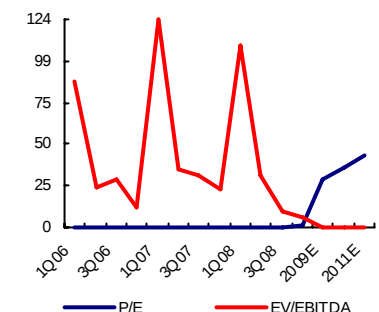
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	-19.5%	-11.0%	572.0%	6.4%	5.8%
营业利润	-1239.4	113.3%	3262.6	11.0%	4.2%
归属于母公司净利润	-1496.7	110.0%	2536.7	10.5%	5.5%
获利能力					
毛利率	19.5%	28.3%	22.4%	23.0%	22.8%
净利率	-21.8%	3.4%	9.6%	10.0%	10.0%
ROE	-35.9%	3.5%	14.7%	14.5%	13.7%
ROIC	2.3%	3.2%	37.7%	36.6%	38.7%
偿债能力					
资产负债率	66.3%	65.5%	37.9%	35.8%	34.6%
净负债比率	127.3%	123.3%	-60.9%	-60.3%	-65.0%
流动比率	0.49	0.57	2.37	2.56	2.69
速动比率	0.31	0.42	1.89	2.06	2.18
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.47	1.46	0.97	0.94
应收账款周转率	7.07	6.99	7.72	7.24	7.30
存货周转率	6.50	5.79	6.44	6.23	6.14
每股指标 (元)					
每股收益	-0.79	0.08	1.10	1.22	1.28
每股经营现金流	0.48	0.61	0.71	0.80	1.32
每股净资产	2.19	2.28	7.49	8.40	9.39
估值比率					
P/E	-5.4	186.0	16.9	15.3	14.5
P/B	1.9	6.5	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	16.2	26.3	9.5	8.2	7.3

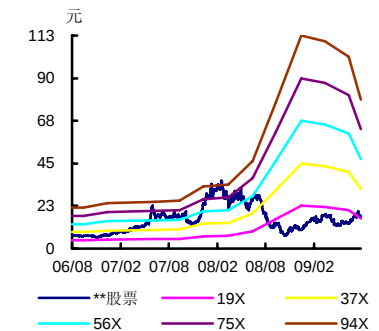
资本支出与经营活动现金流



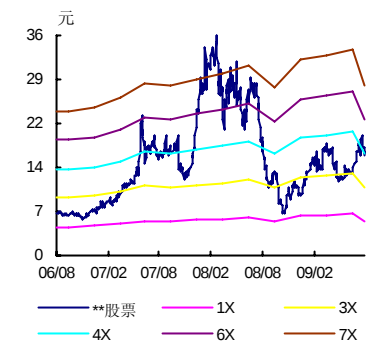
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发煤炭行业研究小组

陈亮，分析师，2003年毕业于中国人民大学商学院，历任国泰君安营业部客户经理、中国证券报煤电行业记者、南非沙索煤制油（中国）商务分析师。2008年进入证券行业从事煤炭行业研究，先后在平安证券、光大证券就职。2009年获《新财富》最佳分析师煤炭行业第5名。2010年3月进入广发证券发展研究中心。

林红垒，分析师，采矿工程学学士，西南石油大学经济学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。

罗凯捷，实习生，英国 Aston 大学会计和金融理学硕士。

相关研究报告

安源股份(600397.sh)_公司专题研究报告

林红垒

2010-09-02

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。