

郑州煤电(600121) 成长遇瓶颈，静候资产注入

研究员：程鹏
执业证书编号：S0570210030024
电话：025-83290948
E-mail: chengpeng_htsc@hotmail.com
地址：南京市中山东路90号

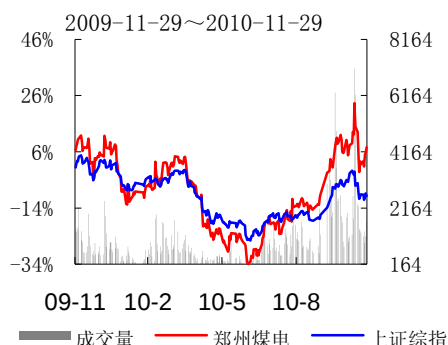
投资评级：观望(首次评级)

煤炭开采 II

当前价格(元)：12.42

目标价格(元)：12.50

股价走势图



相关研究

投资要点：

- **米村煤矿步入衰退期，原煤产量逐渐下降：**公司现有米村、超化、告成三对生产矿井，均为1998年上市时资产，合计产能505万吨。米村煤矿由于历史较长，已步入衰退期，主力矿井超化煤矿也面临资源限制，公司未来煤炭产量将逐渐下降。预计2010—2012年原煤产量分别为470万吨、460万吨和450万吨。上市以来公司没有进行煤炭资源开发，未来发展主要依赖大股东资产注入。
- **资金压力大，集团资产注入意愿增强：**母公司郑煤集团资源量和产量数倍于上市公司，资源储量41.53亿吨，可采储量10.23亿吨，预计2010年原煤产量2100万吨，2015年达到5000万吨。集团在河南省煤炭资源整合中计划整合200多家小煤矿，产能3000万吨以上。小煤矿技改需要巨额资金投入，集团面临较大财务压力。我们认为集团将择机重启资产注入，通过资本市场解决资金瓶颈。
- **08年拟定向增发资产有望率先注入：**集团曾在2008年时启动定向增发，但由于市场发生变化，增发价格远高于股价，且曲线注入引发市场质疑，使得增发流产。集团现已解除同中国煤化的合作，障碍已经消除。我们判断，上市公司未参与集团小煤矿整合，可能表明集团已对此事做出统筹安排，只待时机成熟即重启资产注入。
- **房地产结算对业绩影响不大：**公司开发的中原杏湾城一期已经完工，预计今年结算。但该项目定位于集团自建房，一期对内售价较低，结算对公司业绩影响不大。二期项目外销比例增大，销售均价大幅提升，预计2012年结算，目前销售尚未结束，盈利状况相比一期将有大幅提升。
- **投资评级：**预计2010—2012年EPS分别为0.22元、0.23元和0.26元，对应PE分别为55.84倍、53.42倍和47.75倍，处于煤炭行业较高水平。公司规模较小，一旦获得资产注入，资源量、产能将获得成倍提升，但何时重启存在不确定性，给予公司“观望”评级，密切关注资产注入进展。

公司基本资料

总股本(万)	62914.00
流通 A 股(万)	62914.00
52 周内股价区间(元)	7.6-15.08
总市值(亿)	78.14
总资产(亿)	60.70
每股净资产(元)	2.88

主要经营指标预测

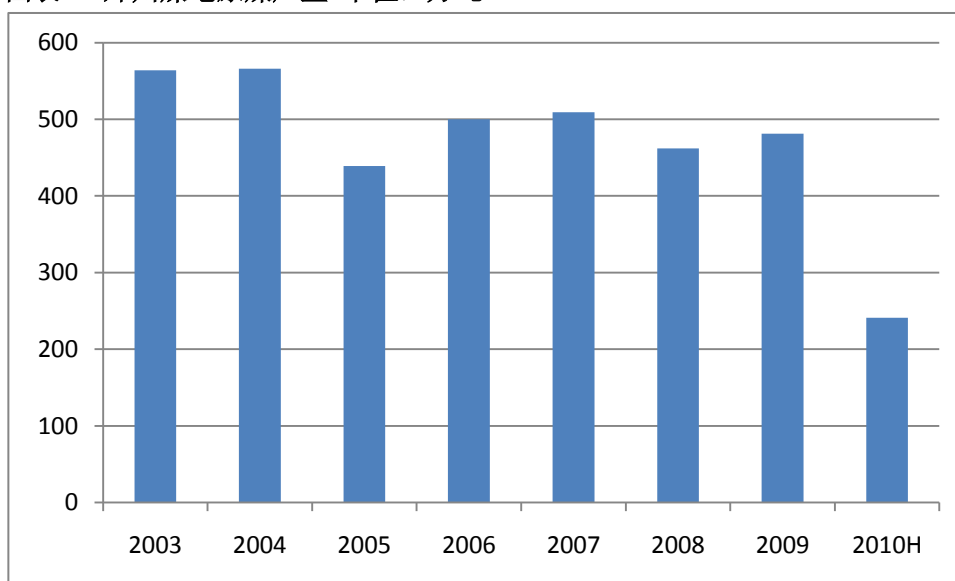
	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(亿)	61.84	97.40	87.60	102.76
+/-%	36.27	57.50	-10.07	17.31
净利润(百万)	114.56	139.92	146.29	163.64
+/-%	-3.85	22.14	4.55	11.87
EPS(元)	0.18	0.22	0.23	0.26
P/E	68.21	55.84	53.42	47.75

一、内生成长受限，亟待资产注入

● 上市最早，发展最慢

郑州煤电是我国煤炭行业最早的上市公司，1998 年 1 月 7 日在上海证券交易所上市交易，上市时公司拥有米村和超化两个在产煤矿，并通过募集资金收购了大股东郑煤集团当时在建的告成煤矿。自上市之后，除 2008 年曾尝试集团资产注入外，公司在煤炭资源获取方面一直未有动作，与其他公司不断通过母公司资产注入和收购整合获得资源扩张形成较大反差。

图表 1 郑州煤电原煤产量 单位：万吨



数据来源：公司公告

● 米村煤矿步入衰退期，原煤产量将逐渐下降

公司现有三对生产矿井，其中米村煤矿历史悠久，目前矿井资源接近枯竭，开采难度和成本增加，公司已逐渐将其技术和生产人员借调集团，进行整合矿井的技术改造，矿井产煤量将逐年下降直至关闭。1994 年投产的超化煤矿一直是公司的主力矿井和利润来源，2008 年、2009 年其净利润占公司净利润的比重达到 90%和 80%，目前该矿也面临资源瓶颈，稳产几年之后也面临产量下降的局面。告成煤矿是公司利用 IPO 募集资金收购的集团矿井，2000 年投入生产，资源量相对丰富，但目前产量已达极限，增产可能性不大。

随着未来主力矿井超化煤矿产量下降，公司原煤产量和盈利将逐渐下滑，由于公司自身并未进行任何资源扩张的准备，集团资产注入成为公司突破资源瓶颈、实现跨越式发展的唯一方式。

图表 2 郑州煤电现有矿井

煤矿名称	公司权益	煤种	核定产能 (万吨)	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	服务年限 (年)
米村煤矿	100%	无烟煤	190	1487	1115	5.31
超化煤矿	100%	贫瘦煤	215	4753	3564	11.84
告成煤矿	100%	贫煤	100	13125	9844	54.09
合计			505	19365	14524	

数据来源：公司公告，华泰研究所整理

● 整合小煤矿，母公司煤炭板块迅速膨胀

在河南省政府推动的煤炭资源整合中，公司大股东郑煤集团整合了大量矿井。根据郑煤集团的规划，2010 年原煤产量达到 2100 万吨，2011 年达到 2141 万吨，2015 年达到 5000 万吨，其中，2005 年新增的 3000 万吨产能绝大部分来源于整合煤矿。

为了方便整合，郑煤集团今年新成立了嵩阳煤业和郑新煤业两家分公司。其中嵩阳煤业计划整合 67 对矿井，涉及地区为郑州市二七区、巩义市、新郑市等地，截至 2010 年 9 月末已整合 43 对矿井，产能达到 711 万吨；郑新煤业计划整合 100 对矿井，截至 2010 年 9 月末已整合矿井 86 对，产能 1326 万吨。集团另一家分公司二七分公司计划整合矿井 28 对，截至 2010 年 9 月末已整合矿井 10 对，产能 580 万吨。

图表 3 郑煤集团 2010 年第一轮资源整合矿井情况（截至 2010 年 9 月 30 日）

分公司 名称	矿井数量（对）				产能 (万吨)
	15 万吨/年	21 万吨/年	30 万吨/年	小计	
郑新煤业	83	1	2	86	1326
嵩阳煤业	38	1	4	43	711
二七分公司	8	0	2	10	580
合计	129	2	8	139	2617

数据来源：集团公告

● 资金压力大，郑煤集团资产注入意愿增强

通过整合周边小煤矿，郑煤集团的资源储量和产能获得迅速提升，但小煤矿技改需要非常大的资金投入，预计 2010-2012 年累计项目投资达到 67 亿元，而 2009 年郑煤集团经营活动现金流量仅 18.07 亿元，单靠企业自身经营活动很难满足项目投资需要。

郑煤集团 2007-2009 年资产负债率分别为 59.24%、60.31%和 68.08%，负债水平逐年增加；流动比率分别为 0.81、0.83 和 1.03，速动比率分别为 0.64、0.64 和 0.82，低于煤炭行业平均值 0.96。较高的资产负债率水平限制了公司进一步融资的能力，公司只能

于 2009 年 9 月、2010 年 11 月分别通过发行总额为 10 亿元、期限为 365 天的短期融资券筹集资金，用于满足小煤矿技改投入和流动资金需要。固定资产投资回收周期长，不断通过短期融资券滚动融资只是权宜之计，并不能满足企业经营发展需要。尽快将煤炭资产注入上市公司，通过资本市场获得稳定的资金来源是郑煤集团目前的不错选择。

● 解除同中国煤化合作，消除市场质疑

郑煤集团曾在 2008 年启动资产注入，公司股票于 2008 年 2 月 28 日起停牌，4 月 16 日复牌。公司停牌期间证券市场发生了较大幅度的下跌，上证综指从 4334.05 点跌至 3348.35 点，跌幅达 22.74%，公司股票也于复牌当日跌停，并持续下跌，7 月 18 日收盘价仅 7.54 元/股。公司当时确定的定向增发价格为 15.46 元/股，远远高于二级市场股价，此价格增发显然对大股东不利。而公司资产重组公告发布后，遭到了市场的强烈质疑，在此背景下，公司于 7 月 21 日公告放弃定向增发。

2008 年启动资产注入时，郑煤集团并未将其持有的新郑煤电、白坪煤业股权直接注入上市公司，而是同中国煤化成立合资公司，然后再将合资公司股权注入上市公司。郑州煤电也将利润贡献最大的超化煤矿全部资产作价 2.55 亿元（占注册资本的 51%）同中国煤化合资成立中原煤化。在当时煤炭行业效益逐年转好、企业资金并不紧缺的背景下，将集团盈利能力最强的煤炭资产同外资合作，此举遭到了市场的强烈质疑，认为有利益输送嫌疑。

2010 年 4 月 14 日，公司发布公告，鉴于市场情况变动较大，河南省政府省长办公会已通过决议，解散郑煤集团同中国煤化合资注册的三家合资公司（中原煤化、赵家寨化工和白坪物流），目前正在进行公司解散的后续清理工作。由于合资公司成立后，郑煤集团的煤炭资产并未真正注入合资公司，我们预计扫尾工作很快就可完成。合资公司解散后，市场质疑的利益输送问题已经消除。

● 集团直属煤矿资产最有可能被率先注入

2008 年郑煤集团启动资产注入时，当时已经对拟注入资产进行了大量的梳理工作，重新启动工作量相对当时要小的多。郑煤集团很可能将其本部直属煤矿率先注入上市公司，而由集团负责整合小煤矿，待技改完成后择机注入，从郑煤集团整合小煤矿的安排中我们可以看出这种端倪。同省内其他上市公司平煤股份和神火股份参与集团小煤矿整合不同，虽然郑州煤电面临资源瓶颈，而郑煤集团并未让其参与整合，而是全部纳入集团旗下，这种安排表明，郑煤集团在整合时或许已考虑到资产注入的统筹安排。

除整合的小煤矿外，郑煤集团尚有 13 家控股和参股煤矿，合计产能 1321 万吨，是上市公司的 2.6 倍，保有资源储量 12.9 亿吨，可采储量 7.4 亿吨，分别是公司的 6.7 倍和 5.1 倍。这部分资产在 2008 年时曾尝试注入上市公司，历史沿革、产权关系比较清楚，

重新进行资产评估也比较容易，最有可能被率先注入上市公司。一旦注入，上市公司的资源储量和产能将获得数倍提升。但由于这部分资产的盈利能力并没有公开资料，我们不对其进行盈利预测。

图表 4 郑煤集团剩余直属煤矿

煤矿名称	权益	煤种	核定产能 (万吨)	保有资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)
金龙	70%	无烟煤	45	5454.20	4090.70
老君堂	100%	贫煤	21	310.00	232.50
白坪	55%	贫瘦煤	180	13525.80	10144.40
振兴二矿	100%	贫煤	30	159.20	119.40
张沟	100%	贫煤	30	210.40	157.80
裴沟	40%	贫煤	205	21037.40	15778.10
芦沟	100%	无烟煤	60	6381.90	4786.40
太平	100%	贫煤	90	1641.00	1230.80
赵家寨	51%	贫煤	300	37734.00	18867.00
教学二矿	51%	贫煤	45	1086.00	814.50
崔庙	60%	无烟煤	30	2028.00	452.00
李粮店 ^{注1}	100%	贫煤	240	36000.00	16000.00
超化高岭 ^{注1}	100%	贫煤	45	3397.00	1182.00
合计			1321	128964.90	73855.60

数据来源：集团公告

注 1：李粮店和超化高岭矿为在建煤矿，预计分别于 2011 年和 2013 年建成投产。

二、其他业务产生收入，但对利润贡献不大

在公司主营业务构成中，除煤炭业务外，还包括电力、房地产、物资流通等其他板块，其中物资流通收入远超煤炭业务，是公司收入主要来源，但这些业务定位于对内服务，对公司业绩贡献有限，公司盈利主要依靠现有三矿的煤炭生产。

● 杏湾城一期今年结算，预计盈亏平衡

为解决集团职工的住房问题，公司利用郑州市政府的优惠政策获得了一块土地，并成立了郑州煤电长城房产开发投资有限公司，进行房地产开发。公司在中原区开发了中原杏湾城时尚社区楼盘，一期于 2007 年 6 月开工，2010 年 7 月竣工；二期 2009 年 1 月开工，预计 2011 年 12 月竣工。该楼盘一期定位于对内服务，对集团职工按照成本价 3500 元/m²销售，而公司预售许可中申报的价格为 4500 元/m²，目前市价已经达到 6000 元/m²左右。根据公司公告中披露的开发成本和预收房款测算，我们认为该楼盘一期公司房屋销售收入同投资成本 10.3 亿元相当，处于盈亏平衡状态，不影响公司业绩。

根据郑州房地产网的数据，目前该项目一、二期总套数为 3196 套，总面积 339831 m²，已经售出 2801 套，已售房屋均价 3980.75 元/m²，可售套数为 395 套。一季度成交 3.8 万平米，均价 4438 元/m²，最近 30 天该项目共销售 101 套，销售均价 5304.01 元/平

方米。成交均价走高得益于房地产市场的回暖（相对于 2008 年公司一期开盘时）和对外销售比例的提高，这使得项目二期具备一定的盈利能力。

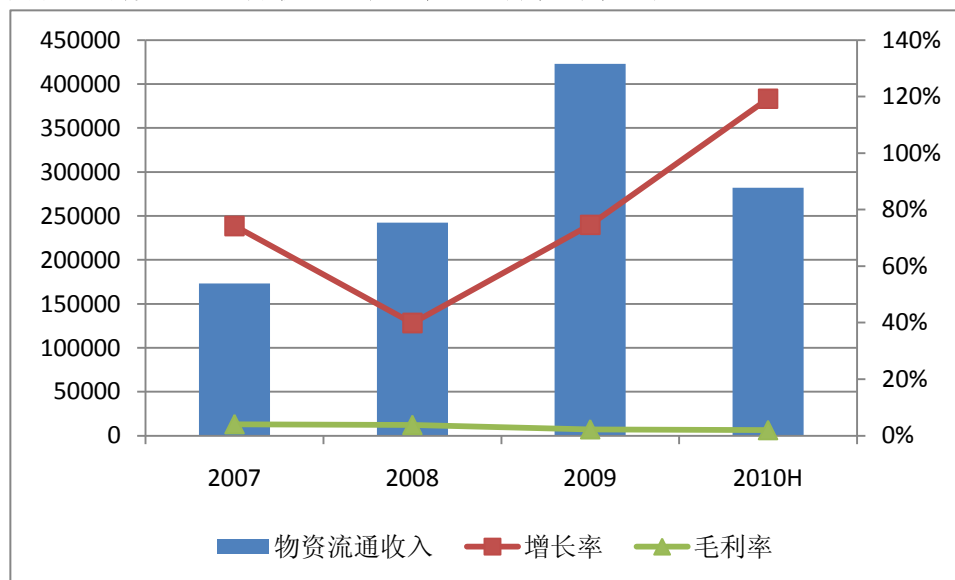
● 电力业务亏损严重，已关停两台机组

公司东风电厂原有 4 台机组（一期 $2 \times 25\text{MW}$ ，二期 $2 \times 15\text{MW}$ ），目前一期的两台机组已经关闭，二期的两台机组仍在服役，尚无关停计划。公司机组属于小机组，且历史较长，供电煤耗较高（398 克/千瓦时），近几年煤价走高，亏损面日益增大。2007-2009 年，公司电力业务实现收入 2.16 亿元、2.82 亿元、2.05 亿元，毛利率-3.7%、-6.2%、-10.8%。2010 年上半年，一期机组关闭后，电力业务收入有所下降，实现收入 0.81 亿元，机组关停使得毛利率大幅下降至-64.6%。二期机组承担着供热任务，还将继续服役，但由于机组条件制约，仍将处于亏损境地。

● 满足集团发展需要，物资流通收入快速增长

为降低采购成本，郑煤集团很多商品采购通过公司旗下物资公司同意招标采购，物资公司定价原则为对内零利润，对集团稍微加价，以弥补运行成本。近年来随着集团收入扩张和小煤矿整合进展，物资流通收入快速增长，已占到公司主营业务收入的 70%左右，随着收入增长，毛利率呈现下降趋势。

图表 5 物资流通业务收入、增长率、毛利率 单位：万元



数据来源：公司公告

三、盈利预测和评级

● 盈利预测假设条件

1. 不考虑郑煤集团注入新矿的情况下，公司煤炭产量将逐渐下降，预计 2010—2012 年原煤产量分别为 470 万吨、460 万吨和 450 万吨。
2. 假设公司原煤价格 2010-2012 年分别比上年增长 27%、5%和 3%，原煤成本分别比上年增长 24%、6.54%和 4.49%。

3. 根据杏湾城时尚社区建设进度，预计杏湾城一期、二期分别于 2010 年、2012 年进行结算。

图表 6 收入成本预测

	2009	2010E	2011E	2012E
煤炭业务:				
原煤产量 (万吨)				
米村煤矿	120	110	100	90
超化煤矿	231	230	230	230
告成煤矿	130	130	130	130
原煤产量合计 (万吨)	481	470	460	450
吨原煤售价 (元/吨)	355.05	450.00	472.50	486.68
吨原煤制造成本	246.80	306.00	326.03	340.67
煤炭业务收入 (亿元)	17.08	21.15	21.74	21.90
煤炭业务成本 (亿元)	11.87	14.38	15.00	15.33
煤炭业务毛利率	30.49%	32.00%	31.00%	30.00%
电力业务:				
发电量 (亿千瓦时)	5.29	2.84	1.95	1.95
电价 (元/千瓦时)	0.39	0.44	0.44	0.44
电力业务收入 (亿元)	2.05	1.25	0.86	0.86
电力业务成本 (亿元)	2.27	1.68	1.03	1.05
电力业务毛利率	-10.83%	-34.27%	-20.00%	-22.00%
物资流通业务:				
物资流通收入 (亿元)	42.30	75	65	80
物资流通成本 (亿元)	41.34	74.1	64.1	78.7
毛利率	2.26%	1.20%	1.38%	1.63%
合计:				
主营业务收入 (亿元)	61.42	97.40	87.60	102.76
主营业务成本 (亿元)	55.48	90.16	80.13	95.08
毛利率	9.67%	7.43%	8.52%	7.47%

资料来源：华泰证券研究所

● 盈利预测和估值

公司自有三矿产能已达极限，在不考虑集团资产注入的情况下，业绩增长缓慢。预计 2010—2012 年 EPS 分别为 0.22 元、0.23 元和 0.26 元，对应 PE 水平分别为 55.84 倍、53.42 倍和 47.75 倍，处于煤炭行业较高水平。公司规模较小，一旦获得资产注入，资源量、产能将获得成倍提升，但何时重启存在不确定性，给予公司“观望”评级，密切关注公司资产注入进展。

附：盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2934	3296	3780	2846	营业收入	6184	9740	8760	10276
现金	964	976	972	973	营业成本	5576	9016	8013	9508
应收账款	149	133	150	164	营业税金及附加	42	76	66	77
其他应收款	107	170	152	179	营业费用	75	90	95	100
预付账款	387	373	378	376	管理费用	300	315	310	312
存货	1227	1500	2000	1000	财务费用	17	41	60	35
其他流动资产	101	145	129	154	资产减值损失	1	0	0	0
					公允价值变动收				
非流动资产	2384	2839	2784	2733	益	0	0	0	0
长期投资	233	245	245	245	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	1540	1516	1485	1447	营业利润	175	201	215	243
无形资产	134	175	150	126	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资									
产	477	903	903	915	营业外支出	34	16	19	20
资产总计	5318	6135	6564	5579	利润总额	141	185	196	224
流动负债	2865	3551	3894	2805	所得税	47	55	60	70
短期借款	685	1421	918	686	净利润	94	130	136	154
应付账款	517	888	783	924	少数股东损益	-21	-10	-10	-10
其他流动负债	1663	1242	2193	1196	归属母公司净利润	115	140	146	164
非流动负债	730	730	680	630	EBITDA	388	442	482	494
长期借款	730	730	680	630	EPS (元)	0.18	0.22	0.23	0.26
其他非流动负									
债	0	0	0	0					
负债合计	3595	4281	4574	3435	主要财务比率				
少数股东权益	63	53	43	33	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	629	629	629	629	成长能力				
资本公积	0	0	0	0	营业收入	36.3%	57.5%	-10.1%	17.3%
留存收益	963	1103	1249	1413	营业利润	2.9%	15.2%	6.6%	13.4%
归属母公司股东权益	1660	1800	1946	2110	归属于母公司净利润	-3.8%	22.1%	4.5%	11.9%
负债和股东权益	5318	6135	6564	5579	获利能力				
					毛利率 (%)	9.8%	7.4%	8.5%	7.5%
					净利率 (%)	1.9%	1.4%	1.7%	1.6%
					ROE (%)	6.9%	7.8%	7.5%	7.8%
					ROIC (%)	7.0%	7.5%	10.3%	11.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	67.6%	69.8%	69.7%	61.6%
					净负债比率 (%)	39.36%	50.24%	34.93%	38.29%
					流动比率	1.02	0.93	0.97	1.01
					速动比率	0.60	0.51	0.46	0.66
					营运能力				
					总资产周转率	1.24	1.70	1.38	1.69
					应收账款周转率	28	63	56	60
					应付账款周转率	12.12	12.83	9.59	11.14

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	163	-44	770	479
净利润	94	130	136	154
折旧摊销	196	200	207	215
财务费用	17	41	60	35
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-193	-407	359	73
其他经营现金				
流	50	-8	7	2
投资活动现金流	-337	-639	-160	-160
资本支出	478	160	160	160
长期投资	140	414	0	0

其他投资现金									
流	281	-65	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	138	695	-614	-318	每股收益 (最新摊薄)	0.18	0.22	0.23	0.26
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.26	-0.07	1.22	0.76
短期借款	106	736	-503	-232	每股净资产 (最新摊薄)	2.64	2.86	3.09	3.35
长期借款	430	0	-50	-50	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	68.21	55.84	53.42	47.75
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	4.71	4.34	4.01	3.70
其他筹资现金					EV/EBITDA	21	18	17	16
流	-398	-41	-60	-35					
现金净增加额	-36	12	-4	1					

资料来源：华泰研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。