

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

87 亿收购集团资产，资源增 20%但盈利仅增 2.5%

事件描述

中国神华今日发布收购资产，其主要内容为：

- 公司拟收购控股股东神华集团及其下属公司持有的 10 家从事煤炭、电力及相关业务公司的股权，资产收购的交易价格为 87.02 亿元；
- 本次收购的煤矿资产包括：（1）包头矿业：阿刀亥煤矿、水泉露天煤矿和李家壕煤矿；（2）神宝公司：露天煤矿、露天煤矿接续区、宝雁煤矿和第三煤矿接续区；（3）柴家沟矿业。

事件评论

第一，公司收购资产主要包括煤炭、电力和相关业务资产，盈利主要来源于煤炭业务

公司拟 IPO 募集资金 87.02 亿收购包头矿业主要资产和负债、神宝公司、呼电公司、洁净煤公司、柴家沟矿业、财务公司、物资公司、天泓公司、信息公司、北遥公司的股权。

收购资产净利润主要来源于包头矿业（100%）、神宝公司（56.61%）、柴家沟矿业（95%）以及财务公司（59.29%），按照 2010 年前三季度的年化净利润分别为 1.03 亿、1.94 亿、0.97 亿和 2.96 亿元。并且其中，包头矿业下属的李家壕煤矿和神宝公司下属露天煤矿预计于 2011 年具备生产条件，产能分别为 600 万吨和 1000 万吨。

表 1：公司收购资产盈利能力及转让价款

收购资产	权益	10H 净资产	10 年化净利润	ROE	转让价款
包头矿业	100%	10.13	1.03	10.2%	30.69
神宝公司	56.61%	19.40	1.94	10.0%	24.09
呼电公司	77%	5.89	-0.26	-4.4%	7.34
洁净煤公司	60.10%	0.93	-0.06	-6.5%	0.56
柴家沟矿业	95%	1.52	0.97	63.8%	4.49
财务公司	59.29%	13.37	2.96	22.1%	10.36
物资公司	100%	3.60	0.47	13.1%	5.28
天泓公司	100%	0.42	0.00	0.0%	3.30
信息公司	80%	0.53	-0.08	-15.1%	0.67
北遥公司	100%	0.00	-0.30		0.24
总计		55.79	6.66	11.9%	
权益总计		40.05	4.67	11.7%	87.02

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，收购的煤炭资产具有较好的成长性，预计 2011 年贡献 EPS 为 0.042 元

本次收购的煤炭资产包括：

(1) 包头矿业：2010 年前三季度的产销量分别为 241.17 万吨和 233.55 万吨。吨煤价格、吨煤毛利和吨煤净利分别为 498 元/吨，44 元/吨和 33 元/吨，预计 2011 年销量和吨煤净利分别为 810 万吨和 50 元/吨，贡献净利润约 4.05 亿元；

阿刀亥煤矿（90 万吨）、水泉露天煤矿（120 万吨）：已投产，主要煤种分别为焦煤和弱粘煤；

李家壕煤矿（600 万吨）：尚在建设过程中，将于 2011 年 3 月竣工投产，主要产品为不粘煤和长焰煤，预计当年即可达产。

(2) 神宝公司：2010 年前三季度的产销量分别为 1,193 万吨和 1,200 万吨。吨煤价格、吨煤毛利和吨煤净利分别为 123.0 元/吨，13.2 元/吨和 12.1 元/吨，预计 2011 年销量和吨煤净利分别为 2000 万吨和 30 元/吨，贡献净利润约 6.00 亿元；

露天煤矿、露天煤矿连接区：主要煤种为褐煤，露天煤矿的产能为 180 万吨，露天煤矿改扩建工程于 2011 年 7 月竣工投产，该项目完成后，露天煤矿与露天煤矿接续区将合并进行生产。设计生产能力为 1,000 万吨/年，预计当年能达产；

宝雁煤矿：目前处于停产状态；

第三煤矿接续区：主要产品为褐煤和长焰煤，规划生产能力为 1,000 万吨/年。

(3) 柴家沟矿业（100 万吨，长焰煤）：2010 年前三季度产销量分别为 74.50 万吨和 67.13 万吨，吨煤价格、吨煤毛利和吨煤净利分别为 375.2 元/吨，148.0 元/吨和 108.7 元/吨，预计 2011 年销量和吨煤净利分别为 100 万吨和 100 元/吨，贡献净利润约 1.00 亿元。

表 2：公司收购煤矿资产概况

所属公司	煤矿	收购权益	产能	煤种	1-9 月产量	1-9 月销量	资源量	可采储量
包头矿业	阿刀亥煤矿	100%	90	焦煤	247.17	233.55	5,099	2,428
包头矿业	水泉露天煤矿	100%	120	弱粘煤			5,858	3,969
包头矿业	李家壕煤矿	100%	600	不粘煤、长焰煤			154,550	62,391
神宝公司	露天煤矿	57%	180	褐煤	1,192.79	1,200.01	5,0089	137,236
神宝公司	露天煤矿接续区	57%	1000	褐煤			152,4299	
神宝公司	宝雁煤矿	57%	33	褐煤			1,345	
神宝公司	第三煤矿接续区	57%	1000	褐煤			44,8719	
柴家沟矿业	柴家沟煤矿	95%	100	长焰煤	74.5	67.13	1,201	670

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3：公司收购煤矿资产 2011 年盈利能力测算

	2010Q1-3						2011E				
	净利润	产量	销量	吨煤价格	吨煤盈利	吨煤净利	销量	吨煤净利	净利润	归属于母公司净利润	EPS
包头矿业	7,715	247	234	498.3	44.2	33.0	810	50	40500	40500	0.0201
神宝煤矿	14,532	1,193	1,200	123.0	13.2	12.1	2000	30	60000	33966	0.0171
柴家沟矿业	7,294	75	67	375.2	148.0	108.7	100	100	10000	9500	0.0048
合计	29,541	1,514	1,501	192.7	24.1	19.7	2,910	38	110,500	83,966	0.0422

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，收购价格 2011 年 PE 为 8.7 倍，价格合理，对公司影响主要是资源的扩张，业绩影响不大。

公司收购资产 2010 年 PE 和 PB 分别为 18.65 和 2.17 倍，低于行业的平均水平，按照 2011 年盈利测算，PE 为 8.7 倍。收购对公司的业绩影响不大，归属于母公司的净利润仅增长 2.3% 左右，不过资源量和可采储量分别增加 20.98% 和 23.72%，为公司未来煤炭业务持续发展提供了保障。

表 4：收购资产对公司的影响

权益	净利润	资源量	可采储量	归属于母公司净利润
包头矿业	100%	40500		40500
神宝煤矿	57%	60000		33966
柴家沟矿业	95%	10000		9500
其他资产	59%	27247		16172
合计		137747	24.28	17.54
公司			115.73	73.94
增幅			20.98%	23.72%
				2.33%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，不考虑收购 2010-2012 年 EPS 分别为 1.877 元，2.158 元和 2.339 元，维持公司“谨慎推荐”评级

本次收购尚需要通过股东大会、国土资源部等的批准才能完成。不考虑收购资产维持公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 1.877 元，2.158 元和 2.339 元的预测，对应 PE 分别为 12.96 倍，11.27 倍和 10.40 倍，明显低于行业平均估值，但公司近几年规模增长逐渐放缓，收购对公司业绩的直接影响也不大，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	121312	152196	171040	188417	货币资金	73467	91317	111176	131892
营业成本	61486	78885	87562	97799	交易性金融资产	331	331	331	331
毛利	59826	73311	83478	90618	应收账款	8602	10808	12146	13380
% 营业收入	49.3%	48.2%	48.8%	48.1%	存货	7727	9140	10137	11332
营业税金及附加	3786	4750	5338	5880	预付账款	1122	1483	1644	1838
% 营业收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	820	1065	1197	1319	流动资产合计	92459	114601	137146	160658
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	9146	11415	12828	14131	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	长期股权投资	4285	4285	4285	4285
财务费用	1860	2757	2804	2824	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	1.8%	1.6%	1.5%	固定资产合计	180505	209248	239434	271522
资产减值损失	547	0	0	0	无形资产	25642	24360	23142	21985
公允价值变动收益	-178	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	700	0	0	0	递延所得税资产	611	0	0	0
营业利润	44189	53324	61311	66464	其他非流动资产	7012	7012	7012	7012
% 营业收入	36.4%	35.0%	35.8%	35.3%	资产总计	310514	359506	411018	465461
营业外收支	-288	0	0	0	短期贷款	22527	27591	31727	35037
利润总额	43901	53324	61311	66464	应付款项	13890	16842	18680	20882
% 营业收入	36.2%	35.0%	35.8%	35.3%	预收账款	2579	3044	3421	3768
所得税费用	9156	10665	12262	13293	应付职工薪酬	2636	3410	3782	4228
净利润	34745	42659	49049	53171	应交税费	7918	9249	10560	11504
归属于母公司所有者					其他流动负债	6134	7795	8662	9663
的净利润	30276.0	37326.8	42917.6	46524.6	流动负债合计	55684	67931	76832	85083
少数股东损益	4469	5332	6131	6646	长期借款	53931	53931	53931	53931
EPS (元/股)	1.52	1.88	2.16	2.34	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	315	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	3827	3827	3827	3827
经营活动现金流净额	55927	62664	70675	77492	负债合计	113757	125689	134590	142841
取得投资收益	408	0	0	0	归属于母公司	169326	201054	237534	277080
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	27431	32763	38894	45541
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	196757	233817	276428	322621
固定资产投资	-31396	-41522	-45710	-50284	负债及股东权益	310514	359506	411018	465461
其他	-5707	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-37103	-41522	-45710	-50284		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.522	1.877	2.158	2.339
股权融资	1994	0	0	0	BVPS	8.51	10.11	11.94	13.93
银行贷款增加 (减少)	2115	5064	4136	3311	PE	15.98	12.96	11.27	10.40
筹资成本	16223	-8356	-9242	-9803	PEG	1.04	0.84	0.73	0.67
其他	-32317	0	0	0	PB	2.86	2.41	2.03	1.74
筹资活动现金流净额	-11985	-3292	-5105	-6492	EV/EBITDA	9.80	7.97	6.72	5.93
现金净流量	6839	17850	19859	20716	ROE	17.9%	18.6%	18.1%	16.8%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列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和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并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。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。

本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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。