

分析师

刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC: S0190207100103

联系人

汪洋

021-3856 5599

wang_yang@xyzq.com

证券研究报告**推荐****(首次)****ST 马龙 (600792)****渐变池塘色，煤焦入眼帘****2011 年 2 月 27 日****投资要点**

我们近期调研了 ST 马龙，基本观点和结论如下：

- **ST 马龙资产重组内容概要：**ST 马龙向云天化集团出售全部资产及负债，同时向昆钢控股发行 2.74 亿股股份，总价值为 21.76 亿元，昆钢控股以其合法持有的昆钢煤焦化 100% 股权（评估值为 19.98 亿元）进行认购，发行股份价值与上述股权价值之间的差额昆钢控股以现金（金额为 1.77 亿元）进行补足。资产重组完成后，昆钢控股成为 ST 马龙的控股股东，持股占比为 68.46%，；原来的控股股东云天化集团变为第二大股东，持股占比为 16.56%。另外，昆钢控股承诺资产重组交易完成后三个月内启动师宗县瓦鲁煤矿、大舍煤矿、金山煤矿和五一煤矿资产注入工作。目前，ST 马龙资产重组方案已通过公司董事会和股东大会批准，正等待证监会核准。
- **昆钢煤焦化是云南地区煤焦化龙头。**公司 2010 年产能为焦炭 280 万吨，煤气 11.5 亿立方米、煤焦油深加工 15 万吨和苯加氢 5 万吨，焦炭权益产能位居云南省首位。公司焦炭产品为三级冶金焦，主要应用于钢铁行业生铁冶炼环节，2009 年、2010 年公司备考营业收入分别为 46.76、50.02 亿元，净利润分别为 1.39、1.68 亿元。
- **公司竞争优势——钢焦联盟。**昆钢煤焦化背靠昆钢控股，与昆钢控股子公司昆钢集团的联营企业武钢昆明结成钢焦联盟，公司相对于独立焦化企业，具备较强的抵御市场风险能力，拥有较高的产能利用率。年产 600 万吨钢铁的武钢昆明，是云南省最大的钢铁企业，昆钢煤焦化安宁分公司焦炭毗邻武钢昆明本部，仅用皮带传送即可到达武钢昆明本部的炼铁高炉。昆钢煤焦化受益于钢焦联盟，2008 年、2009 年向武钢昆明焦炭销售量占其总销售量的 99%和 76%，产能利用率分别达到 83%和 93%。
- **昆钢煤焦化受益于煤矿资产注入和焦炭产能扩张。**
 - (1) 师宗县四个煤矿注入和后续扩产，提升焦煤自给率。承诺注入的四个煤矿设计产能为 56 万吨，经改扩建产能可达 87 万吨。我们预计 2011 年、2012 年公司的焦煤产量分别为 50、80 万吨，焦煤自给率将上升至 8.2%、11.3%。
 - (2) 师宗焦化项目产能释放，公司营收有望快速增长。师宗焦化项目年产 98 万吨焦炭、配套 10 万吨甲醇，总投资额 15.19 亿元。其中，焦炭项目的 2 号和 1 号焦炉已分别于 2010 年 6 月和 2010 年 10 月投产，公司焦炭产能将达到 378 万吨。预计 2011 年、2012 年师宗项目将贡献营业收入 9.7 亿元和 19.8 亿元。

- **给予“推荐”评级。**公司发展思路清晰，未来将走煤-焦-化产业一体化发展道路，分别向上扩张煤炭资源，提升焦煤自给率和向下提高化产能力，走新型煤化工发展道路。假设公司资产重组和煤矿注入在 2011 年顺利完成，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.45 元、0.63 元、0.91 元，考虑公司 2011 年 2 月 27 日收盘价为 11.59 元，首次给予“推荐”的投资评级。

附表：利润表（单位：亿元）

报表项目名称	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	46.76	54.19	75.08	89.75
其中：主营业务收入	46.57	54.19	75.08	89.75
其他业务收入	0.20	0.00	0.00	0.00
二、营业总成本	45.06	52.06	72.01	85.25
其中：主营业务成本	42.76	49.40	68.11	80.77
其他业务成本	0.17	0.07	0.09	0.11
营业税金及附加	0.20	0.24	0.30	0.36
销售费用	0.23	0.28	0.32	0.38
管理费用	1.36	1.60	2.16	2.53
财务费用	0.35	0.48	1.02	1.10
汇兑净损失（净收益以“-”号填列）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益（损失以“-”填列）	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	1.70	2.13	3.08	4.51
加：营业外收入	0.12	0.00	0.00	0.00
其中：非流动性资产处置利得	0.00	0.00	0.00	0.00
非货币性资产交换利得（非货币性交易收益）	0.00	0.00	0.00	0.00
政府补助（补贴收入）	0.00	0.00	0.00	0.00
债务重组利得	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.05	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非货币性资产交换损失（非货币性交易损失）	0.00	0.00	0.00	0.00
债务重组损失	0.00	0.00	0.00	0.00
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	1.76	2.13	3.08	4.51
减：所得税	0.37	0.32	0.57	0.88
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	1.39	1.81	2.51	3.62
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
六、归属于母公司所有者权益的净利润	1.39	1.81	2.51	3.62
发行股份（亿股）	4.00	4.00	4.00	4.00
每股收益	0.35	0.45	0.63	0.91

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 具备证券投资咨询业务资格。本所报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。