

证券研究报告

煤炭开采Ⅲ

分析师 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC:S0190207100103



强烈推荐

大有能源 (600403)

估值优势已经显现，持续注入增姿添彩

2011 年 7 月 6 日

投资要点

我们看好已完成业务转型的大有能源，相信义煤集团持续资产注入将不断提升其价值。分析逻辑如下：

- **成功转型为煤炭企业。**资产置换完成后，大有能源完全脱胎并换股本成为煤炭企业，拥有权益煤炭资源 10.2 亿吨，主要煤种为长焰煤、贫煤、贫瘦煤、焦煤和焦肥煤。在大有能源旗下 11 座煤矿中，10 座在产，1 座在建；原煤核定产能 1720 万吨，权益产能 1615 万吨。

表 1 义煤已经注入大有能源的煤炭资产

煤矿名称	权益比例	煤种	资源量 (万吨)	权益资源 (万吨)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
耿村煤矿	100%	长焰煤	12084	12084	400	400
常村煤矿	100%	长焰煤	8381	8381	220	220
千秋煤矿	100%	长焰煤	15666	15666	210	210
杨村煤矿	100%	长焰煤	2417	2417	170	170
新安煤矿	100%	贫瘦煤	22083	22083	150	150
跃进煤矿	100%	长焰煤	11533	11533	150	150
石壕煤矿	100%	焦肥煤	4245	4245	90	90
孟津煤矿	100%	贫煤	16000	16000	120	0
正村煤矿	51%	贫煤	16715	8441	120	61
李沟煤矿	51%	焦煤	1488	759	30	15
义络煤矿	49%	焦煤	1381	677	60	29
合计	-	-	111994	102286	1720	1495

资料来源：大有能源

- **现有矿井吨煤净利约 98 元。**大有能源 2010 年上半年收入 45.5 亿元，净利润 8.68 亿元。在假定综合煤价 435 元/吨，吨煤完全成本 300 元，预计大有能源 2010 年净利润约 15.6 亿元，折合 EPS 约 1.87 元。
- **短期增长点：量价齐升。**我们预计大有能源 2011 年业绩增长主要驱动因素为煤价上涨和产量增长：
 - 1) **预计煤炭价格上涨 20 元/吨。**我们预计义煤集团 2010 年煤炭价格为 435 元/吨，作为主力矿井的-大有能源略低于这一水平。尽管 2011 年重点合同煤价格受限制，但因市场煤比重高，我们预计大有能源综合煤价上涨 20 元/吨至 460 元/吨。
 - 2) **预计产量提升 10% 左右。**大有能源在产矿井产能并非不能增长，我们预计现有矿井产能 2011 年增长 200 余万吨；其次，新矿投产，孟津煤矿（贫煤，120 万吨，100%）即将投产，但因投产时间较晚导致 11 年贡献不大；再次，耿村煤矿 450 万吨选煤厂即将投产，将大幅提升煤炭品质。
 - 3) **高合同煤比例受益煤价提升。**从销售结构来看，大有能源
- **更大吸引力在于持续注入。**在完成资产置换后，义煤集团持有大有能源的股权达到 84.71%，超比例持股和同业竞争决定了义煤集团必须注入旗下所有煤炭资产，这一点已经在承诺中明确。
 - 1) **根据承诺 2，义煤集团将于 2012 年注入新义矿业、昆仑能源和豫新煤业。**按目前情况来看，新义矿业旗下的新义煤矿（贫瘦煤，120 万吨，55%），按吨煤净利 100 元测算，贡献净利润 1.5 亿元；预计豫新煤业和昆仑能源合计净利润 0.3 亿元，则注入资产净利润 1.8 亿元，相当于原资产的 10%，预计大有将采取现金收购方式，在小幅增厚 EPS 的同时还可以获得更多资源以及业绩增厚机会。

表 2 义煤承诺 2012 年注入的煤炭资产

煤矿名称	权益比例	煤质	资源量 (万吨)	权益资源 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
新义煤矿	55%	贫瘦煤	22729	12501	11276	120	66
豫新煤矿	49%	气煤	14228	6972	9623	60	29
昆仑能源	90%	-	-	-	-	-	-
中联润世	60%	-	47000	28200	-	300	180
屯南煤业	50%	-	25800	12900	-	60	30
合计	-		109757	60573	20899	540	305

资料来源：大有能源

2) 根据承诺 3, 义煤集团拟将青海和山西等矿区的煤炭资产注入。整体来看, 义煤集团拟注入煤炭产能 2080 万吨, 权益产能 1498 万吨, 按吨煤净利 100 元测算, 净利润约 15 亿元, 略逊于大有能源现有煤炭业务 15.6 亿的净利润。若按 7 倍 PE 进行收购, 我们测算非公开发行后增厚 2011 年 EPS 为 2.67 元。

表 3 义煤承诺 2013 年注入的煤炭资产

煤矿名称	权益比例	煤质	资源量 (万吨)	权益资源 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
阳光煤矿	100%	焦煤	2545	2545	-	45	45
铁生沟矿	100%	无烟煤	13791	13791	8499	105	105
大煤沟煤矿	100%	不粘煤	7447	7447	5462	90	90
木里煤矿	90%	焦煤	17300	15570	0	240	216
义鸣矿业	35%	肥/焦/瘦	-	-	12443	420	147
沙女沟煤业	60%	肥煤	-	--	-	30	18
南湾强肥煤业	51%	肥煤	-	-	-	150	76.5
晋义矿业	100%	-	-	-	-	-	-
苏家井矿业	80%	0	-	-	-	1000	800
合计			41083	39353	26404	2080	1498

资料来源：大有能源

3) 除上述资产外, 义煤集团还拥有金鼎煤矿和 79 个小煤矿。作为河南省煤炭整合主体, 义煤集团旗下拥有金鼎煤矿以及 79 座整合小煤矿, 目前我们无法判断其进展及盈利情况, 但我们相信大有能源仍会继续收购。

表 4 义煤承诺注入的其他煤炭资产

煤矿名称	权益比例	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	煤质
金鼎煤矿	51%	-	60	31	焦煤
79 个小煤矿	51%	-	300	153	-
合计			360	184	

资料来源：大有能源

- **投资评级：强烈推荐。**在不进行后续资产注入情况下, 我们预计大有能源 2011-2012 年 EPS 分别为 2.35 元和 2.66 元。以 2011 年业绩为基准, 我们模拟完成两次资产注入后的 EPS 约为 2.75 元, 以此测算, 大有能源 PE 为 12 倍, 相对于目前煤炭行业 18 倍的 PE, 上涨空间 50%, 故我们给予“强烈推荐”评级。
- **风险：**矿权变更影响注入进程；矿井规模小难达到盈亏平衡点。

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编：518048

传真：0755-82562090

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.cn 内幕交易防控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，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。