

## 煤炭采选

报告原因：上市公司跟踪

2011年07月27日

市场数据：2011年07月26日

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价（元）      | 33.01       |
| 一年内最高/最低（元） | 38.92/26.31 |
| 市净率         | -           |
| 市盈率         | 17.02       |
| 流通A股市值（亿元）  | 41.9        |

基础数据：2010年12月31日

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产（元）     | -        |
| 资产负债率%       | 68%      |
| 总股本/流通A股（亿股） | 8.3/1.27 |
| 流通B股/H股（百万）  | -/-      |

一年内公司股价与大盘对比走势



分析师

张红兵

执业证书编号：S0760511010023

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

孙涛

0351-8686884

suntao@sxzq.com

孟军

010-82190365

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层  
北京市海淀区大柳树路富海大厦808

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 大有能源

(600403)

增持

成功转型煤炭企业，未来资产注入有保证

首次评级

公司研究

盈利预测：

单位：百万元、%、元、倍

|       | 营业收入  | 增长率 | 净利润   | 增长率 | 每股收益 | 净利润率  | 市盈率   |
|-------|-------|-----|-------|-----|------|-------|-------|
| 2009A | 5,952 | -8  | 798   | -28 | 0.96 | 13.44 | 34.49 |
| 2010E | 7,220 | 21  | 1,318 | 65  | 1.58 | 18.30 | 20.87 |
| 2011E | 8,224 | 14  | 1,617 | 23  | 1.94 | 19.70 | 17.02 |
| 2012E | 8,757 | 6   | 1,831 | 13  | 2.20 | 20.95 | 15.03 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

➤ **现有矿井产能稳定。**目前，公司现有煤矿11个，其中10座在产煤矿、1座在建煤矿；总资源量（包括部分村压煤和高硫煤）为11.38亿吨，权益资源量也达到10.42亿吨；煤矿年总产能为1720万吨，权益产能为1615万吨；公司2010年产量1800万吨左右，由于孟津矿明年才能投产，今年的增量来自义安正村煤矿，增量在40万吨左右，同时公司矿井有超采现象，我们认为今年超采的量将有所降低，预计产量与去年基本持平。

➤ **公司洗煤能力将大幅提升。**在11座煤矿中，目前只有石壕煤矿配有选煤厂，年入选能力120万吨；耿村洗煤厂正在建设当中，设计能力450万吨/年，建成后将大幅提升公司洗煤能力，提升产品的附加值。另外，由于义络和李沟矿生产的焦煤较难洗选，生产的部分焦煤仍作为动力煤销售，我们认为随着节能降耗的推进，公司洗煤能力仍有提升空间。

➤ **大股东义煤集团股权登记正积极推进。**由于注入矿中个别矿的土地和采矿权还没有解决，新增股份股权仍未完成登记，注入资产的盈利能力并未在公司报表中反映，我们预计股权登记将在三季度完成，届时，公司股本扩增至8.3亿股，义煤集团占84.71%。

➤ **集团目标明确，拓展资源积极，为未来资产注入留下广阔空间。**“十二五”期间，义煤集团处于强势跨越阶段，到2015年，目标产能突破7000万吨，每年产能增量为1000万吨。集团积极参加省内煤炭资源整合，涉及整合产能500万吨左右，目前仍在当地积极争取资源，与此同时，大力拓展省外资源，现在河南、山西、青海、新疆省份已拥有煤炭资源超过28亿吨，除此之外，集团还积极在澳大利亚、蒙古和朝鲜等

海外国家开拓煤炭资源。待股权登记完成后，公司将兑现承诺，启动第一步资产注入计划，这将为公司注入新的活力。

➤ **煤价仍将维持高位。**这两年义马地区长焰煤价格稳步提升，长焰煤（5000 大卡）价格从去年同期 500 元/吨上升到 580 元/吨，上涨 16%。尽管为抑制通货膨胀，政府实行紧缩货币政策，宏观经济增速放缓，但“十二五”开局之年，各地区投资力度仍较强劲，下游行业对煤炭的需求仍较大，在通胀回落的背景下，我们认为煤炭价格回调幅度不会太大，煤价仍将维持高位。

➤ **投资评级：**继山煤国际后，公司又是一家通过并购重组完成煤炭主业上市的典范，这显示了煤炭企业的管理能力，运作能力在不断增强，我们看好煤炭新贵后续的资产注入行为，不考虑后续的资产注入，我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 1.58、1.94 和 2.20 元/股，对应 PE 为 20.87、17.02 和 15.03 倍，首次我们给予“增持”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济下滑超预期；政策性成本大幅上升的风险；公司再次资产注入进程低于预期的风险。

表格 1：公司收购义煤集团煤矿资产详细情况

单位：万吨

|      | 股权占比   | 总储量      | 探明的（可研）<br>经济基础储量 | 控制的<br>经济基础储量 | 推断的内蕴<br>经济资源量 | 产能   |
|------|--------|----------|-------------------|---------------|----------------|------|
| 耿村煤矿 | 100%   | 12084    | 6283              | 2012          | 3789           | 400  |
| 常村煤矿 | 100%   | 8381     | 3623              | 2764          | 1994           | 220  |
| 杨村煤矿 | 100%   | 2417     | 2217              |               | 200            | 170  |
| 千秋煤矿 | 100%   | 15666.32 | 11683.62          | 1584.19       | 2398.51        | 210  |
| 新安煤矿 | 100%   | 22083    | 3136              | 6021          | 12926          | 150  |
| 跃进煤矿 | 100%   | 7015     | 2613              | 3183          | 1219           | 150  |
| 石壕煤矿 | 100%   | 4245     | 2254              | 1133          | 858            | 90   |
| 孟津公司 | 100%   | 11804    | 3088              | 3240          | 5476           | 120  |
| 义安矿业 | 50.50% | 16,715   | 3368              | 5763          | 7584           | 120  |
| 李沟矿业 | 51%    | 1258     | 695               |               | 563            | 30   |
| 义络煤业 | 49%    | 1381     | 748               | 450           | 183            | 60   |
| 合计   |        | 103049   | 39709             | 26150         | 37191          | 1720 |
| 权益合计 |        | 93454    | 37319             | 23068         | 33067          | 1615 |

数据来源：上市公司公告、山西证券研究所

表格 2：公司收购义煤集团部分煤矿中高硫煤和村压煤资产详细情况 单位：万吨

|          | 股权比例 | 资源量      | 探明的（可研）<br>经济基础储量 | 控制的<br>经济基础储量 | 推断的内蕴<br>经济资源量 |
|----------|------|----------|-------------------|---------------|----------------|
| 杨村矿（高硫煤） | 100% | 238      | 220               |               | 18             |
| 千秋矿（村压煤） | 100% | 5324.83  | 2972.74           | 53.56         | 2298.53        |
| 跃进矿（高硫煤） | 100% | 4518.96  | 3092.23           | 888.65        | 538.07         |
| 石壕矿（高硫煤） | 100% | 685      | 512               | 104           | 69             |
| 李沟矿（高硫煤） | 51%  |          |                   |               | 230            |
| 合计       |      | 10766.79 | 6796.97           | 1046.21       | 3153.6         |
| 权益合计     |      | 10767    | 6797              | 1046          | 3041           |

数据来源：上市公司公告、山西证券研究所

表格 3：义煤集团现有的煤炭资产详细情况 单位：万吨

| 名称                 | 持股比例             | 产能  | 状态     |
|--------------------|------------------|-----|--------|
| 义煤集团阳光煤矿筹建处        | 100%             | 45  | 在建     |
| 河南省铁生沟煤矿           | 100%             | 105 | 在产     |
| 义煤集团新义矿业有限公司       | 55%              | 120 | 在产     |
| 山西义鸣矿业有限公司晋昶煤矿     | 35%              | 120 | 在建     |
| 襄汾县沙女沟煤炭有限责任公司     | 60%              | 90  | 改扩建    |
| 山西蒲县南湾强肥煤业有限责任公司   | 51%              | 90  | 改扩建    |
| 新疆大黄山豫新煤业有限责任公司    | 49%              | 160 | 在产     |
| 屯南煤业               | 50%              | 90  | 在产     |
| 新疆义煤昆山能源有限责任公司义煤集团 | 新疆昆仑矿业有限公司       | 90% | 未开展业务  |
|                    | 中联润世新疆煤业有限公司     | 60% | 300 在建 |
| 鄂托克前旗鑫泰苏家井矿业有限公司   | 80%              | 180 | 已卖掉    |
| 陕县观音堂煤业有限公司        | 14.27%           | 45  | 在产     |
| 义煤集团华兴矿业有限公司       | 100%             | 36  | 在产     |
| 澠池曹跃矿业有限公司         | 24.74%           | 42  | 在产     |
| 义煤集团天新矿业有限公司       | 20%              | 22  | 在产     |
| 大煤沟煤矿              | 100%             | 120 | 在产     |
| 义马煤业集团青海义海能源有限责任公司 | 青海天木能源集团有限公司木里煤矿 | 90% | 120 在产 |

数据来源：上市公司公告、山西证券研究所

表格 4： 利润表 单位： 万元

| 科目            | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入          | 595,151 | 722,024 | 822,444 | 875,660 |
| 营业成本          | 380,930 | 421,950 | 471,715 | 498,038 |
| 营业税金及附加       | 11,764  | 14,272  | 16,257  | 17,309  |
| 销售费用          | 10,689  | 14,440  | 16,449  | 15,762  |
| 管理费用          | 65,145  | 79,423  | 90,469  | 87,566  |
| 财务费用          | 12,995  | 14,440  | 9,869   | 10,508  |
| 资产减值损失        | 10,898  | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益          | 24      | 0       | 0       | 0       |
| 营业利润          | 102,753 | 177,498 | 217,684 | 246,477 |
| 营业外收入         | 6,820   | 0       | 0       | 0       |
| 营业外支出         | 2,132   | 0       | 0       | 0       |
| 利润总额          | 107,441 | 177,498 | 217,684 | 246,477 |
| 所得税费用         | 27,456  | 45,359  | 55,629  | 62,987  |
| 净利润           | 79,985  | 132,139 | 162,056 | 183,491 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 79,798  | 131,831 | 161,678 | 183,062 |
| 少数股东损益        | 187     | 308     | 378     | 428     |
| EPS（元）        | 0.96    | 1.58    | 1.94    | 2.20    |

数据来源： 山西证券研究所



**投资评级的说明：**

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 15%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~15%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

**免责声明：**

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。