

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:S0190511030007

无评级

安源股份（600397）

联系人：汪洋
021-38565599
wang_yang@xyzq.com

未来成长知多少

2011年10月20日

投资要点

我们于近期调研了安源股份，与公司管理层进行了深入交流，主要观点如下：

1、安源股份重组内容回溯：剥离非煤业务不良资产，注入集团优质煤炭资产。

公司重组方案包括两部分：①**资产置换**：安源股份将其持有的安源玻璃 100%股权、安源客车 68.18%股权及拥有的截至 2010 年 7 月 31 日应收安源客车债权、应收安源玻璃债权与江西煤炭集团持有的江西煤业 50.08% 股权中的等值部分进行置换；②**增发股权购买资产**：安源股份以发行股份的方式购买江西煤炭集团持有的江西煤业 50.08% 股权与安源股份资产置换后的差额部分以及中弘矿业、中国华融、中国信达持有的江西煤业合计 49.92% 的股权，增发股价为 11.63 元，增发股份为 2.26 亿股。目前该资产重组处于证监会审批阶段。

重组完成后，安源股份由非相关多元业务的公司变身为以煤炭采掘为单一主业的上市公司。

2、资产重组评价：划算的买卖，利好社会公众股东。

① **安源股份购买资产交易价格偏低**。拟置入的江西煤业交易作价为 33.86 亿元（已扣原股东享有未分配利润），而江西煤业权益资源储量为 2.51 亿吨（煤种以焦煤和无烟煤为主），吨资源价款仅为 13.49 元/吨，低于市场交易价格。

② **大幅提升安源股份煤炭储量和产量，摊薄后增厚每股收益 0.62 元**。公司重组完成后，煤炭权益资源储量将由 0.79 亿吨提升至 3.39 亿吨，原煤权益产能由 81 万吨提升至 723 万吨，2010 年摊薄后每股收益将由 0.29 元增厚至 0.91 元。

3、公司未来产能成长知多少？

① **方向**：安源股份没有在建或新建矿井，产能增长有且仅有依靠外延式扩张——收购集团煤矿资产。

② **空间**：短期内符合注入条件的煤矿产能有限，权益原煤产能约 141 万吨；长期看集团通过在西部（贵州、云南）和海外资源扩张，具备较大的成长空间。

下面我们按照资源的不同特征，将集团煤炭资产（股份公司以外）进行拆分：

- **符合资产注入条件煤矿：**权益产能 141 万吨，煤种为焦煤和无烟煤，预计吨煤净利为 100 元/吨以上。公司若以自有资金收购，预计将新增净利润 1.41 亿元，增厚每股收益 0.28 元。目前这部分煤矿均处于在建或技改阶段，预计 2012 年底能实现全面投产。
- **参与整合地方煤炭资源：**江西煤炭集团参与贵州省和云南省整合的地方煤炭资源，权益资源储量 6.37 亿吨，煤种为焦煤和 1/3 焦煤。其中贵州省煤矿仍处于整合阶段，云南省煤炭资源大部分为探矿区或采矿权，因此这部分煤矿资源产能释放仍需要较长的时间。
- **正在办理土地、矿权出让手续的煤炭资产：**包括花鼓山煤矿、八景煤业、大光山煤业、棠浦煤业，权益资源储量 0.33 亿吨，权益产能 96 万吨，煤种主要为焦煤和无烟煤。这部分煤矿相关土地、矿权正在办理出让手续中，承诺在本次重组完成后一年内向非关联第三方转让本公司在上述企业的股权，若上述股权符合上市要求，江西煤业享有优先购买权。
- **承诺于 2011 年出让的煤矿资产：**包括贵州大水洞煤矿和兴仁前进煤矿，权益资源储量 0.09 亿吨，权益产能 15 万吨，煤种主要为无烟煤。这部分煤矿为合伙制企业，不符合上市条件，江西煤炭集团承诺在 2011 年 12 月前向非关联第三方转让本公司在上述企业的权益。
- **海外煤矿资产：**中鼎国际与国外企业合资建设煤矿，在产煤矿产能仅有 60 万吨，由于大部分煤矿处于筹建前期，预计产能释放需要较长时期。

综上所述，集团国内（安源股份除外）权益资源储量 7.40 亿吨，权益产能 277 万吨，短期符合资产注入条件的煤矿原煤产能 141 万吨。目前集团较低的产能与较高的资源储量并不匹配，未来看点在于集团产能的大幅度扩张，为股份公司成长打开广阔的空间。

4、**高吨煤成本拉低吨煤净利，公司业绩具备较大弹性。**江西省煤炭资源赋存条件较差，呈现埋藏深度高、“鸡窝状”形态分布的特点，单一矿井产能普遍在 90 万吨以下，采掘方式以炮采较为普遍。开采难度高、开采规模小客观上提高了生产成本，以安源股份（重组完成后）为例，2010 年 1-7 月吨煤完全成本为 571 元/吨，远高于其他地区开采成本。所以，江西省市作为煤炭调入省，安源股份煤炭单位售价虽然较高，但 2010 年 1-7 月吨煤净利仅为 64 元/吨，销售净利率仅为 13%。尽管吨煤净利较低，但硬币的另一面，同样说明公司具备较高的业绩弹性，在行业需求旺盛时，公司业绩将呈现较高的同比增速。

5、**投资建议：暂无评级。**资产重组完成后，我们预计 2011-2013 年安源股份每股收益分别为 0.96 元、1.08 元、1.18 元，对应 2011-2013 年 PE 分别为 14.3 倍、12.5 倍、11.2 倍。我们强调，此次资产重组奠定了安源股份在江西煤炭集团中的核心地位，因而具备较强的后续资产注入预期。基于以上逻辑，我们给予 2012 年 14 倍 PE，合理股价为 15.12 元。

表 1、重组完成后江西煤业煤矿基本情况

煤矿名称	煤种	权益	资源储量（万吨）	可采储量（万吨）	核定产能（万吨）
曲江煤矿	焦煤	90%	8772	2906	90
尚庄煤业	贫瘦煤	100%	1910	1319	36
流舍煤矿	烟煤	100%	1821	865	21
山西煤矿	烟煤	100%	1255	672	33
杨桥煤矿	无烟煤	100%	930	355	25
沿沟煤矿	瘦煤	100%	3185	1688	60
涌山煤业	无烟煤	100%	2459	840	20
安源煤矿	1/3 焦煤	100%	2359	790	78
白源煤矿	主焦煤	100%	782	312	33
高坑煤矿	1/3 焦煤	100%	1817	447	30
坪湖煤矿	主焦煤	100%	1616	1044	51
青山煤矿	无烟煤	100%	1164	672	39
建新煤矿	主焦煤	100%	1168	743	81
巨源煤矿	贫瘦煤	80%	3576	945	21
天河煤矿	烟煤	100%	719	423	45
桥二煤矿	烟煤	100%	139	96	9
东村煤业	无烟煤	100%	256	137	18
伍家煤矿	贫瘦煤	100%	182	86	6
黄冲煤矿	无烟煤	100%	325	209	10
仙槎煤业	瘦煤	53%	226	149	21
东方红煤矿	瘦煤	100%	54	30	10
合计			34716	14727	737
权益合计			33894	14467	723

数据来源：兴业证券研究所

表 2、集团国内煤矿基本情况（股份公司除外）

煤矿条件	煤矿名称	股权	煤种	资源储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	目前状况	投产时间
符合资产注入条件	1) 丰龙矿业	40%	主焦煤	9020	90	在建	2012 年 1 月
	2) 新鸣煤业	51%	气煤至气肥煤	1546	30	在建	2012 年 12 月
	3) 小牛煤业	80%	优质主焦煤	-	60	在建	2011 年 9 月
	4) 贵州贵新煤业	52%	主焦煤	1604	45	技改	2013 年 3 月
	8) 云庄矿业	51%	焦煤	390	15	在建	2011 年 6 月
	9) 宜萍煤业	51%	优质无烟煤	1170	21	在建	2011 年 7 月
参与整合地方煤矿资源	10) 群力煤矿	100%	1/3 焦煤	1743	30	收购中	2011 年 8 月
	11) 鼎望岔河煤矿	34%	焦煤	118848	90	收购中	2013 年
	12) 王家坝	34%	无烟煤	15352		收购中	-
	13) 安宏煤矿	34%	1/3 焦煤	520	15	收购中	2012 年 3 月
	14) 罗平县红丫口煤矿	51%	1/3 焦煤	2100		拟建	-
	15) 富源县顺通煤矿	51%	无烟煤	6929		拟建	-
	16) 师宗县永乐顺煤矿	51%	1/3 焦煤	16286		拟建	-
	17) 罗平县永思安煤矿	51%	1/3 焦煤	4500		拟建	-
	18) 营上镇平稳煤矿	51%	1/3 焦煤	1846	30	拟建	-
正在办理土地、矿权出让手续的煤炭资产	19) 江西花鼓山	100%	焦煤、无烟煤	1559	34	改制	-
	20) 江西八景煤业	100%	贫煤、无烟煤	932	32	改制	-
	21) 江西大光山煤业	100%	无烟煤	757	18	改制	-
	22) 江西棠浦	100%	气煤	43	12	改制	-
承诺于 2011 年出让的煤矿资产	23) 贵州大水洞	50%	无烟煤	381	15	正常经营	-
	24) 兴仁前进煤矿	58%	无烟煤	1419	15	正常经营	-
合计				186945	552		
权益合计				74027	277		
符合资产注入条件煤矿				6026	141		

数据来源：兴业证券研究所

表 3、集团国外煤矿基本情况

煤矿名称	核定产能（万吨）	目前状况	预计投产日期
朋古鲁煤矿一井	60	在产	-
朋古鲁煤矿二井	120	在建	2012 年 7 月
马来西亚登岸煤矿	-	拟建	2014 年
马来西亚沙捞越	30	拟建	2014 年
印尼巴都厘京煤矿	180	拟建	2015 年
加里曼丹煤矿	180	拟建	2016 年
哥伦比亚煤矿	500	拟建	2016 年
加里曼丹主焦煤矿	45	拟建	2016 年
合计	1115	-	-

数据来源：兴业证券研究所

表 4、安源股份盈利预测结果

项目	2009A	2010 年 1-7 月	2010A	2011E	2012E	2013E
重组后归属于母公司净利润：（亿元）						
曲江公司	0.82	0.83	1.43	1.50	1.57	1.65
江西煤业	2.62	2.24	3.06	3.25	3.79	4.18
合计	3.44	3.07	4.48	4.75	5.36	5.83
股本数量（亿股）	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95
每股收益（元）	0.69	0.62	0.91	0.96	1.08	1.18
其中：						
曲江公司贡献(元)	0.16	0.17	0.29	0.30	0.32	0.33
江西煤业贡献（元）	0.53	0.45	0.62	0.66	0.76	0.84

数据来源：兴业证券研究所

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。