

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

联系人：汪洋

021-3856 5599

wang\_yang@xyzq.com



中性 (维持)

## 靖远煤电 (000552)

## 收购集团矿井虽增厚 EPS 但估值水平已趋合理

2011 年 12 月 21 日

## 投资要点

## 事件：

靖远煤业拟以 16.36 元/股向靖煤集团发行 16259.17 万股收购其旗下红会一矿、红会四矿、魏家地矿、大水头矿、宝积山矿等 5 座煤矿及其他一系列股权。

## 点评：

基于靖远煤业此次收购资产可以增厚 EPS 但其估值已经合理，故我们持谨慎态度并维持“中性”评级。

- **煤炭储量扩大 1.6 倍。**目前，靖远煤电旗下仅拥有王家山矿，地质储量/可采储量分别为 2.78 亿吨/1.57 亿吨，在收购标的资产后，其地质储量/可采储量均扩大 1.6 倍，分别增至 73583 万吨/40707 万吨。
- **煤炭产能扩张 3 倍左右。**靖远煤电核定产能仅 260 万吨，2010 年原煤产量 245 万吨，而标的资产产能约 763 万吨，而原煤产量为 758 万吨，均相当于靖远煤电的 3 倍。
- **标的资产质量逊于现有矿井。**2010 年，标的资产合计原煤产量 758 万吨，净利润 24042 万元，吨煤净利 31 元，而靖远煤电原煤产量为 245 万吨，净利润 5654 万元，吨煤净利 23 元。标的资产盈利能力高于现有矿井，主要是靖远煤电旗下的王家山矿于 2010 年加大深部资源的开拓所致，我们判断现有资产稍优。
- **收购价格并不低。**靖远煤业对集团定增价格为 16.36 元/股，对应的收购 PB 为 2.3 倍，收购 PE 为 7 倍，处于可接受水平。但问题是，红会四矿和宝积山矿可采年限仅 3 年，持续经营能力差，我们持谨慎态度。
- **维持评级：中性。**在收购标的资产后，我们匡算靖远煤电净利润为 4.3 亿元，按增发后的总股本 34046.17 测算，预计 2011 年 EPS 为 1.27 元；在重点合同电煤维持 50%比重且提价 5%背景下，预计 2012 年 EPS 为 1.40 元。我们测算靖远煤电对应 PE 分别为 13 倍和 12 倍，与行业持平，故继续维持“中性”评级。
- **风险：**定增低于预期风险、煤价波动风险。

表 1 靖远煤电与拟收购煤矿概况

| 煤矿名称  | 权益   | 煤种  | 可采储量<br>( 亿吨 ) | 核定产能<br>( 万吨 ) | 可采年限<br>年 | 产量 ( 万吨 ) |       |       |       |
|-------|------|-----|----------------|----------------|-----------|-----------|-------|-------|-------|
|       |      |     |                |                |           | 2010A     | 2011E | 2012E | 2013E |
| 靖远煤电  |      |     |                |                |           |           |       |       |       |
| 王家山矿  | 100% | 动力煤 | 1.57           | 260            | 43        | 245       | 260   | 260   | 260   |
|       |      |     |                |                |           |           |       |       |       |
| 拟收购煤矿 |      |     |                |                |           |           |       |       |       |
| 大水头矿  | 100% | 动力煤 | 0.64           | 220            | 44        | 220       | 220   | 220   | 220   |
| 魏家地矿  | 100% | 动力煤 | 1.46           | 200            | 70        | 200       | 210   | 210   | 210   |
| 红会一矿  | 100% | 动力煤 | 0.34           | 220            | 27        | 219       | 220   | 220   | 220   |
| 红会四矿  | 100% | 动力煤 | 0.02           | 63             | 3         | 63        | 60    | 60    | 60    |
| 宝积山矿  | 100% | 动力煤 | 0.02           | 60             | 3         | 57        | 60    | 60    | 60    |
| 合计    | 100% | -   | 2.50           | 763            |           | 758       | 770   | 770   | 770   |

数据来源：兴业证券研究所

表 2 煤炭业务经营主要指标（未包括收购资产）

| 项目              | 2008        | 2009        | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 原煤产量 (万吨)       | 177         | 193         | 245         | 260         | 260         | 260         |
| 商品煤产量 (万吨)      | 174         | 188         | 243         | 258         | 258         | 258         |
| 折合原煤综合售价 (元/吨)  | 229         | 276         | 317         | 337         | 355         | 369         |
| 折合吨原煤完全成本       | 189         | 249         | 294         | 312         | 325         | 336         |
| 折合吨原煤净利         | 41          | 28          | 23          | 24          | 30          | 33          |
| <b>净利润 (亿元)</b> | <b>0.72</b> | <b>0.53</b> | <b>0.57</b> | <b>0.63</b> | <b>0.78</b> | <b>0.86</b> |

数据来源：兴业证券研究所

## 附表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 352  | 457   | 529   | 631   |
| 货币资金           | 181  | 262   | 324   | 418   |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 70   | 88    | 92    | 96    |
| 其他应收款          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 存货             | 48   | 55    | 57    | 59    |
| <b>非流动资产</b>   | 272  | 281   | 267   | 261   |
| 可供出售金融资产       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 180  | 174   | 171   | 169   |
| 在建工程           | 0    | 10    | 15    | 18    |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 91   | 83    | 76    | 69    |
| <b>资产总计</b>    | 624  | 738   | 796   | 893   |
| <b>流动负债</b>    | 190  | 246   | 231   | 247   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 95   | 103   | 106   | 110   |
| 其他             | 95   | 143   | 124   | 136   |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 190  | 246   | 231   | 247   |
| 股本             | 178  | 178   | 178   | 178   |
| 资本公积           | 87   | 87    | 87    | 87    |
| 未分配利润          | 144  | 196   | 260   | 333   |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>股东权益合计</b>  | 435  | 493   | 565   | 646   |
| <b>负债及权益合计</b> | 624  | 738   | 796   | 893   |

## 现金流量表

| 单位：百万元            | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 57   | 63    | 78    | 86    |
| 折旧和摊销             | 28   | 24    | 26    | 29    |
| 资产减值准备            | -3   | -4    | 0     | 0     |
| 无形资产摊销            | 4    | 4     | 4     | 4     |
| 公允价值变动损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 0    | -9    | -12   | -15   |
| 投资损失              | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金的变动           | 90   | -37   | 24    | -8    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 175  | 99    | 77    | 106   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -73  | -21   | -21   | -21   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -23  | 4     | 7     | 10    |
| 现金净变动             | 80   | 81    | 62    | 94    |
| 现金的期初余额           | 101  | 181   | 262   | 324   |
| 现金的期末余额           | 181  | 262   | 324   | 418   |

## 利润表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>    | 776  | 876   | 922   | 961   |
| 营业成本           | 619  | 684   | 710   | 735   |
| 营业税金及附加        | 20   | 22    | 23    | 24    |
| 销售费用           | 7    | 15    | 16    | 16    |
| 管理费用           | 66   | 88    | 92    | 96    |
| 财务费用           | -1   | -9    | -12   | -15   |
| 资产减值损失         | -3   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>    | 69   | 76    | 93    | 104   |
| 营业外收入          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出          | 1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>    | 68   | 76    | 93    | 104   |
| 所得税            | 12   | 13    | 16    | 18    |
| 净利润            | 57   | 63    | 78    | 86    |
| 少数股东损益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利</b> | 57   | 63    | 78    | 86    |
| <b>EPS (元)</b> | 0.32 | 0.36  | 0.44  | 0.49  |

## 主要财务比率

|                | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 45.4% | 12.8% | 5.3%  | 4.2%  |
| 营业利润增长率        | 50.3% | 11.5% | 22.2% | 11.4% |
| 净利润增长率         | 6.1%  | 12.2% | 22.2% | 11.4% |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率            | 20.3% | 21.9% | 23.0% | 23.5% |
| 净利率            | 7.3%  | 7.2%  | 8.4%  | 9.0%  |
| ROE            | 13.0% | 12.9% | 13.7% | 13.4% |

## 偿债能力(%)

|       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 30.4% | 33.3% | 29.0% | 27.6% |
| 流动比率  | 1.86  | 1.86  | 2.29  | 2.56  |
| 速动比率  | 1.60  | 1.64  | 2.04  | 2.32  |

## 营运能力(次)

|         |      |       |       |       |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 资产周转率   | 128% | 128%  | 120%  | 114%  |
| 应收帐款周转率 | 777% | 1986% | 1026% | 1021% |

## 每股资料 (元)

|        |      |      |      |      |
|--------|------|------|------|------|
| 每股收益   | 0.32 | 0.36 | 0.44 | 0.49 |
| 每股经营现金 | 0.99 | 0.56 | 0.43 | 0.59 |
| 每股净资产  | 2.44 | 2.77 | 3.18 | 3.63 |

## 估值比率 (倍)

|    |      |      |      |      |
|----|------|------|------|------|
| PE | 51.8 | 46.1 | 37.7 | 33.9 |
| PB | 6.8  | 6.0  | 5.2  | 4.6  |

## 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](http://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。