

靖远煤电 (000552)

中性/首次评级

股价: RMB14.93

分析师

陈亮

SAC 执业证书编号:S1000511030003

(021) 5010 6012

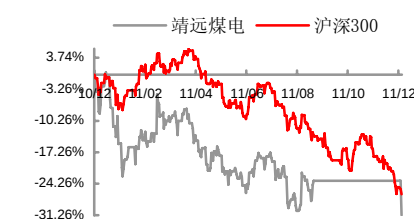
chenliang@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	178
流通 A 股 (百万股)	178
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	2,656

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

资产注入启动, 后续成长空间有限

- 事件:** 靖远煤电拟向大股东靖煤集团发行股份 16,259 万股, 发行完成后, 靖煤集团将持有上市公司约 24,638 万股, 持股比例约占 72.4%, 实现整体上市。此次注入资产作价 26.6 亿元, 主要为甘肃 5 个成熟煤矿, 煤种为不粘煤 (动力煤), 热值为 5500 大卡以上, 资源储量 4.5 亿吨, 可采储量 2.5 亿吨, 产能 763 万吨。
- 注入资产的吨煤盈利能力优于上市公司。** 拟注入资产产能是上市公司现有产能 3 倍, 公告显示其 2011 年前三季净利润为 2.86 亿元 (所得税税率为 25%), 我们据此推算的吨煤净利为 50 元/吨, 高于上市公司现有的 30 元/吨水平。假设拟注入资产全年业绩为前三季度的 4/3, 则注入摊薄后的 2011 年 EPS 为 1.35 元 (但我们认为这一估算水平可能偏高)。
- 整体上市后产量增长空间有限。** 尽管拟注入资产产能是公司现有产能三倍, 但合计可采储量仅为 2.5 亿吨, 在公司现有可采储量基础上仅增长 1.67 倍。由于公司目前并无在建产能, 整体上市完成以后, 未来产能几无增长空间。
- 未来存在资源接续压力。** 此次收购的红会四矿和宝积山矿资源濒临枯竭, 可采年限均仅为 3 年。如果未来没有资源续接, 则公司 3 年后将面临较大压力。
- 首次给予“中性”评级。** 本次注入完成后, 2012 年对应的 EPS 为 1.35 元, PE 为 11 倍, 与目前行业内无成长性的可比公司估值接近, 吸引力一般。本次注入后, 集团仅保留 2 个规划中的煤炭项目, 短期内难以再注入, 未来成长空间不足, 首次给予“中性”评级。
- 风险提示:** 审批的不确定性; 拟注入资产盈利情况与实际可能存在差距; 所得税税率。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	775.9	4231.0	4485.0	4754.0
(+/-%)	45.4	445.3	6.0	6.0
归属母公司净利润(百万元)	56.5	418.0	458.0	423.0
(+/-%)	6.1	639.2	9.6	-7.6
EPS(元)	0.32	1.23	1.35	1.24
P/E(倍)	47.0	12.2	11.1	12.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

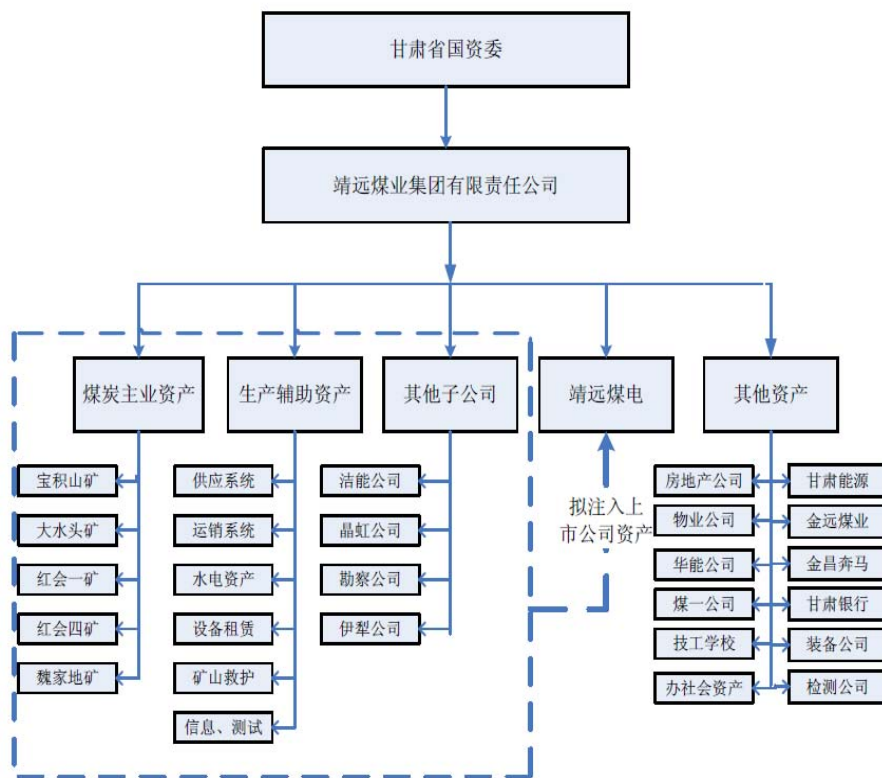
事件：靖远煤电 12 月 21 日公告重大资产重组预案，靖远煤电向大股东靖煤集团发行股份 16,259 万股，发行完成后，靖煤集团将持有上市公司约 24,638 万股，持股比例从 47.11% 跃升至约占 72.4%。

注入资产作价 26.6 亿元，主要为甘肃 5 个成熟煤矿，煤种为不粘煤（动力煤），热值为 5500 大卡以上，资源储量 4.5 亿吨，可采储量 2.5 亿吨，产能 763 万吨（上市公司现有产能 260 万吨）。

注入资产 2011 年前三季度净利润 2.86 亿元，所得税税率按 25% 计算。（上市公司前三季度净利润 0.58 亿元）

本次拟购买靖煤集团的净资产盈利预测报告还在编制过程中，将在《甘肃靖远煤电股份有限公司发行股份购买资产暨重大资产重组（关联交易）报告书》中披露。

图 1： 公司架构



资料来源：华泰联合证券研究所

产能增三倍，显著提升每股收益水平

产能猛增三倍。集团拟注入的五座矿井合计煤炭可采储量 2.5 亿吨，矿井综合生产能力 763 万吨，靖远煤电拥有王家山矿一个生产矿，可采储量 1.5 亿吨，核定产能 260 万吨。交易完成后产能扩张三倍。

2012 年 EPS 提升至 1.35 元。注入资产吨煤净利 50 元，比上市公司现有吨煤净利 30 元高（假设公告情况属实）。注入资产 2011 年前三季度净利润 2.86 亿元，假设上市公司与集团的前三季度净利润是经过平滑的（计算全年净利润简单地除以 3/4），则按注入后股本计算的 2011 年 EPS 为 1.35 元（但我们认为这一估算水平可能偏高）。

大股东 2011 年 5 月向甘肃国土厅购买采矿权，花费 10.3 亿元，而此次注入上市公司的评估作价为 20.1 亿元，增值率近 100%。

整体上市后几无增长，未来看接续资源开发

尽管拟注入资产产能是公司现有产能三倍，但是，各矿合计煤炭可采储量 2.5 亿吨，在公司现有可采储量基础上仅增长 1.67 倍，因此，交易后公司总可采储量仅为 4 亿吨，红会四矿和宝积山矿资源濒临枯竭。由于公司无在建产能，整体上市完成以后，未来产能几无增长空间，未来发展仍看煤炭接续资源开发。

风险提示

审批的不确定性；拟注入资产盈利情况与实际可能存在差距；所得税税率。

表格 1：公司最近三年煤炭价格、成本情况

	2008 年	2009 年	2010 年
产量（万吨）	177	193	245
销量（万吨）	177.5	187.85	242.66
吨煤价格（元/吨）	225.83	280.72	316.59
价格增速	38.19%	24.31%	12.78%
吨煤成本（元/吨）	135.25	220.46	252.2
成本增速	22.52%	63.00%	14.40%
毛利率	40.11%	21.47%	20.34%

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 2：公司现有矿井情况

	发热量（大卡）	资源储量（亿吨）	可采储量（亿吨）	核定产能（万吨）
王家山矿	5000	2.63	1.5	260

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 3：拟注入煤矿资产储量、产量情况

	权益	产能（万吨）	资源储量（万吨） （截至 2006 年 9 月 30 日）	资源储量（万吨） （截至 2011 年 9 月 30 日）	可采储量（万吨）	服务年限	2008 年产量	2009 年产量	2010 年产量
宝积山	100%	60		362	245	3	60	51	57
红会一矿	100%	220	9771	6,530	3,416	27	220	217	219
红会四矿	100%	63	1203	679	239	3	63	62	63

魏家地	100%	200	28319	27,373	14,684	70	197	163	200
大水头	100%	220	11,967	10,840	6,423	44	219	215	220
合计		763	51,260	45,783	25,007		759	708	759

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 4： 本次收购股权资产净利润（万元）

	权益	2009 年	2010 年	2011 年 3Q
节能公司	100%	-221	-3	-84
勘察公司	100%	0	-4	71
晶虹公司	100%			24
伊犁公司	100%			-194

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 5： 拟注入资产经营情况

	2009 年	2010 年	2011 年 3Q
营业收入（万元）	230,721	277,286	251,859
利润总额（万元）	12,355	28,721	38,631
净利润（万元）	10,172	24,043	28,640
吨煤净利润（元）	14	32	50

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 6： 集团整体经营情况（含拟注入资产，其他非经营性资产）

	2008 年	2009 年	2010 年
主营业务收入	264,171	271,487	417,912
利润总额	15,382	6,280	8,317
净利润	13,995	4,995	6,828
归属于母公司所有者的净利润	10,191	2,176	3,837

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 7： 拟注入资产预估值情况

项 目	账面价值（万元）	预估值（万元）	增减值（万元）	增值率
流动资产	103,106	103,110	4	-
非流动资产	258,869	411,178	152,308	59%
其中：长期股权投资	2,721	2,863	142	5%
固定资产	70,553	125,199	54,646	77%
土地使用权	76,031	76,347	316	0%
采矿权	103,890	201,694	97,804	94%
资产总计	361,975	514,287	152,312	42%
流动负债	194,786	194,786	-	-
其中：采矿权价款	68,565	68,565		
非流动负债	53,536	53,536	-	-

其中：长期应付款	44,705	44,705		
专项应付款	8,831	8,831		
负债合计	248,321	248,321	-	-
净资产	113,654	265,966	152,312	134%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	352	3787	1889	2023	营业收入	776	4231	4485	4754
现金	181	2430	843	911	营业成本	619	3083	3275	3504
应收账款	70	603	426	452	营业税金及附加	20	106	112	119
其他应收款	0	0	0	0	营业费用	7	123	103	109
预付账款	0	0	0	0	管理费用	66	406	404	418
存货	48	247	262	280	财务费用	-1	-54	-20	39
其他流动资产	53	508	359	380	资产减值损失	-3	10	0	0
非流动资产	272	246	4089	3831	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	180	160	1323	1164	营业利润	69	557	611	564
无形资产	91	87	2767	2667	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	2	0	0	0	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	624	4034	5979	5854	利润总额	68	557	611	564
流动负债	190	659	2188	1687	所得税	12	139	153	141
短期借款	0	0	1282	738	净利润	57	418	458	423
应付账款	95	462	491	526	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	95	197	415	423	归属母公司净利	57	418	458	423
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	99	527	780	862
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.32	1.23	1.35	1.24
其他非流动负	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	190	659	2188	1687	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	178	340	340	340	营业收入	45.4%	445.3	6.0%	6.0%
资本公积	87	2452	2452	2452	营业利润	50.3%	713.2	9.6%	-7.7%
留存收益	165	582	998	1375	归属母公司净利	6.1%	639.0	9.6%	-7.7%
归属母公司股	435	3374	3790	4167	获利能力				
负债和股东权	624	4034	5979	5854	毛利率(%)	20.3%	27.1%	27.0%	26.3%
现金流量表					净利率(%)	7.3%	9.9%	10.2%	8.9%
单位: 百万元					ROE(%)	13.0%	12.4%	12.1%	10.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	22.3%	40.0%	10.5%	11.3%
经营活动现金	175	-326	1184	698	偿债能力				
净利润	57	418	458	423	资产负债率(%)	30.4%	16.3%	36.6%	28.8%
折旧摊销	32	24	189	258	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	58.61	43.78
财务费用	-1	-54	-20	39	流动比率	1.86	5.74	0.86	1.20
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.60	5.37	0.74	1.03
营运资金变动	90	-744	566	-24	营运能力				
其他经营现金	-2	30	-9	1	总资产周转率	1.28	1.82	0.90	0.80
投资活动现金	-73	0	-4032	0	应收账款周转率	8	12	8	10
资本支出	73	0	1252	0	应付账款周转率	8.26	11.06	6.87	6.89
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	0	-2780	0	每股收益(最新)	0.32	1.23	1.35	1.24
筹资活动现金	-23	2576	1261	-629	每股经营现金流	0.52	-0.96	3.48	2.05
短期借款	-14	0	1282	-544	每股净资产(最	1.28	9.91	11.13	12.24
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	163	0	0	P/E	89.89	12.16	11.10	12.02
资本公积增加	0	2364	0	0	P/B	11.70	1.51	1.34	1.22
其他筹资现金	-9	49	-22	-85	EV/EBITDA	25	5	3	3
现金净增加额	80	2249	-1587	69					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。