

冀中能源 (000937.SZ)

继续收购外部煤矿，产量释放抵御煤价下

调风险

评级: **买入**

前次:

目标价(元):

18.84-19.98

分析师

分析师

刘昭亮

S0740510120026

021-20315150

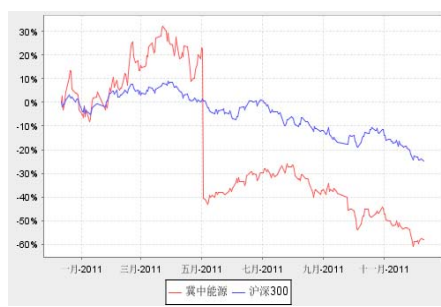
liuzl@r.qlzq.com.cn

2011 年 12 月 27 日

基本状况

总股本(百万股)	2312.88
流通股本(百万股)	1575.91
市价(元)	16.20
市值(百万元)	37468.72
流通市值(百万元)	25529.66

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)	20,245.5	30,289.1	36,852.0	41,892.2	45,454.3
营业收入增速	-4.24%	49.61%	21.67%	13.68%	8.50%
净利润增长率	-36.72%	43.19%	21.23%	6.07%	19.29%
摊薄每股收益(元)	1.45	2.07	1.26	1.33	1.59
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	28.75	19.33	12.90	12.16	10.19
PEG	—	0.45	0.61	2.00	0.53
每股净资产(元)	8.15	9.73	5.62	6.95	8.54
每股现金流量	4.30	3.02	2.31	2.66	3.11
净资产收益率	17.75%	21.30%	22.35%	19.17%	18.61%
市净率	5.10	4.12	2.88	2.33	1.90
总股本(百万股)	1,156.44	1,156.44	2,312.88	2,312.88	2,312.88

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2011 年 12 月 26 日，冀中能源发布对外投资公告：全资子公司冀中能源内蒙古有限公司拟以 68,400 万元收购自然人郝彦兵持有的鄂尔多斯市盛鑫煤业有限责任公司 72% 的股权。收购完成后，择机将该部分股权注入内蒙古公司控股子公司鄂尔多斯市嘉信德煤业有限公司，由嘉信德公司向鄂尔多斯市相关主管部门申请煤炭资源整合主体资格。
- 盛鑫煤业位于内蒙古自治区鄂尔多斯市东胜区，煤种为不粘煤，主要用于民用和发电。该矿确认的保有资源储量为 6773 万吨，可采储量合计 3987.05 万吨。目前该矿井的批复设计规模为 60 万吨/年，属于改扩建矿井，预计在相关证照齐全后即可投产：根据公告披露数据，盛鑫煤业 60 万吨/年技改总投资为 9133.94 万元，截止 2011 年 7 月 31 日，已经完成投资 7,086.76 万元。根据最新的资源开发利用方案，确定未来生产规模将达到 120 万吨/年，服务年限为 24 年 3 个月。
- 我们认为本次收购价格合理，进一步扩产公司的煤炭资源储备和盈利能力。(1) 盛鑫煤业吨储量收购价为 10.09 元/吨，按产能收购价为 570 元/吨。考虑到目前行业内煤矿第三方收购的价格水平，以及目前盛鑫煤业技改的完成情况，收购价格中等。由于该煤矿主要为动力用煤，周边同等煤质的销售价格为 285 元/吨，因此，我们预计稳定投产后的吨煤净利润大约在 50 元/吨，增厚 EPS0.018 元或 1.48%。(2) 本次收购增厚公司权益可采储量 2.37% 至 12.41 亿吨；权益产能增长 2.51% 至 3524 万吨。
- 公司持续的收购将抵御短期煤价下行风险。2011 年以来公司陆续收购了武媚牛煤矿和乾新煤矿（180 万吨）、山西冀中（510 万吨）以及盛鑫煤业（120 万吨），随着产能释放，2012 年煤炭产量将增长 15% 至 3998 万吨。预计未来仍有煤矿收购预期：信达问题解决之后，集团剩余产能注入值得期待。我们预测 2011~2013 年 EPS 分别为 1.26 元、1.33 元、1.59 元，目标价 18.84~19.98 元，给予公司“买入”评级。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

图表 1：冀中能源主要煤矿资产

本部矿井	持股比例	保有资源储量	可采储量	核定产能	主要煤种	权益产能	权益可采储量
东庞矿	100%		101.00	2.80	1/3焦煤	2.80	101.00
邢东矿	100%		58.00	1.16	1/3焦煤	1.16	58.00
邢台矿	100%		33.00	1.95	1/3焦煤	1.95	33.00
章村矿	100%		11.00	1.20	无烟煤	1.20	11.00
显德旺矿	100%		64.00	1.55	贫煤	1.55	64.00
葛泉矿	100%		23.00	1.25	1/3焦煤、无烟煤	1.25	23.00
葛泉矿东井	100%			0.45	1/3焦煤、无烟煤	0.45	0.00
小计			290.00	10.36		10.36	290.00
2009年资产注入矿	持股比例	保有资源储量	可采储量	核定产能	主要煤种	权益产能	权益可采储量
峰峰集团							
大淑村矿	100%	118.67	22.74	1.25	无烟煤、动力用煤	1.25	22.74
万年矿	100%	250.23	63.55	2.00	无烟煤	2.00	63.55
新三矿	100%	101.16	13.21	0.72	肥煤、焦煤	0.72	13.21
梧桐庄矿	100%	359.60	60.12	2.10	肥煤、焦煤	2.10	60.12
小计		829.66	159.62	6.07		6.07	159.62
邯矿集团							
云驾岭矿	100%	79.64	17.37	1.57	无烟煤、动力用煤	1.57	17.37
陶一矿	100%	91.73	7.63	0.65	无烟煤、动力用煤	0.65	7.63
陶二矿	100%	214.99	43.63	1.25	无烟煤、动力用煤	1.25	43.63
郭二庄矿	100%	210.78	22.54	1.50	无烟煤、动力用煤	1.50	22.54
小计		597.14	91.17	4.97		4.97	91.17
张矿集团							
宣东二号矿	100%	115.89	41.27	1.50	弱粘煤、气煤、1/3焦	1.50	41.27
2009年注入煤矿合计		1542.69	292.06	12.54		12.54	292.06
控股子公司及整合矿	持股比例	保有资源储量	可采储量	核定产能	主要煤种	权益产能	权益可采储量
段王煤化集团	72%	300.00	300.00	4.50	瘦煤、贫煤	3.24	216.00
其中：段王煤化	72%			2.70	瘦煤、贫瘦煤	1.94	0.00
平安煤矿	51%	114.99		0.90	贫煤	0.46	0.00
友众煤业	51%			0.90	贫煤	0.46	0.00
张家口金牛能源洁源矿	90%	140.00	140.00	1.80	褐煤	1.62	126.00
河北金牛邢北煤业	51%	9.17	9.17	0.20	炼焦煤	0.10	4.68
国投邢台能源西庞矿	100%	2.24	2.24	0.90	1/3焦煤	0.90	2.24
武媚牛煤矿	51%	91.91	91.91	1.20	动力煤	0.61	46.87
乾新煤业	100%	53.24	53.24	0.60	动力煤	0.60	53.24
内蒙古盛鑫煤业	72%	67.73	39.87	1.20	不粘煤	0.86	28.71
小计		664.29	636.43	10.40		7.94	477.74
山西冀中	80%	保有资源储量	可采储量	核定产能	主要煤种	权益产能	权益可采储量
凯川煤业		18.06	12.60	0.90	焦煤	0.46	6.43
瑞隆煤业		29.70	16.34	1.20	焦煤	1.20	16.34
万峰煤矿		206.59	121.69	1.20	焦煤	1.20	121.69
隆泰煤业		57.10	33.76	0.90	焦煤	0.64	23.97
荣泰煤业		17.72	12.77	0.90	焦煤	0.90	12.77
小计		329.17	197.16	5.10		4.40	181.20
资源量总计		2,536.15	1,415.65	38.40		35.24	1,241.00

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	21,143	20,246	30,289	36,852	41,892	45,454	货币资金	1,112	2,297	2,415	6,114	7,144	11,269
增长率	298.79%	-4.2%	49.6%	21.7%	13.7%	8.5%	应收款项	4,010	2,579	4,548	5,993	6,210	6,957
营业成本	-13,995	-14,848	-22,530	-27,990	-32,109	-34,837	存货	660	865	1,214	1,232	1,382	1,613
% 销售收入	66.2%	73.3%	74.4%	76.0%	76.6%	76.6%	其他流动资产	1,099	752	573	1,603	1,673	1,586
毛利	7,148	5,397	7,759	8,862	9,783	10,617	流动资产	6,881	6,493	8,750	14,942	16,410	21,425
% 销售收入	33.8%	26.7%	25.6%	24.0%	23.4%	23.4%	% 总资产	37.4%	30.8%	34.7%	46.0%	46.7%	53.0%
营业税金及附加	-243	-233	-338	-462	-489	-532	长期投资	4	527	564	564	564	564
% 销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%	固定资产	9,421	11,950	13,437	14,209	14,932	15,041
营业费用	-305	-407	-577	-700	-796	-864	% 总资产	51.3%	56.6%	53.3%	43.8%	42.5%	37.2%
% 销售收入	1.4%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	无形资产	1,951	1,962	2,371	2,633	3,112	3,265
管理费用	-2,279	-2,382	-3,218	-3,317	-3,770	-3,636	非流动资产	11,496	14,618	16,479	17,513	18,714	18,976
% 销售收入	10.8%	11.8%	10.6%	9.0%	9.0%	8.0%	% 总资产	62.6%	69.2%	65.3%	54.0%	53.3%	47.0%
息税前利润 (EBIT)	4,321	2,375	3,627	4,383	4,728	5,585	资产总计	18,377	21,111	25,229	32,454	35,124	40,401
% 销售收入	20.4%	11.7%	12.0%	11.9%	11.3%	12.3%	短期借款	1,529	796	2,117	741	741	741
财务费用	-143	-214	-300	-221	-252	-247	应付款项	3,879	5,474	6,851	8,477	9,008	10,361
% 销售收入	0.7%	1.1%	1.0%	0.6%	0.6%	0.5%	其他流动负债	1,331	993	1,200	3,324	2,220	2,249
资产减值损失	-400	137	-93	0	0	0	流动资产	6,740	7,262	10,167	12,541	11,969	13,351
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期负债	1,437	2,192	2,138	5,138	5,138	5,138
投资收益	0	0	-195	-49	-61	-76	其他长期负债	1,503	1,423	453	453	453	453
% 税前利润	0.0%	0.0%	—	—	—	—	负债	9,680	10,877	12,758	18,132	17,559	18,941
营业利润	3,779	2,299	3,039	4,114	4,415	5,262	普通股股东权益	8,038	9,803	11,710	13,459	16,540	20,215
营业利润率	17.9%	11.4%	10.0%	11.2%	10.5%	11.6%	少数股东权益	659	432	760	864	1,025	1,244
营业外收支	-54	-50	282	43	55	83	负债股东权益合计	18,377	21,111	25,229	32,454	35,124	40,401
税前利润	3,725	2,249	3,321	4,156	4,470	5,344	比率分析						
利润率	17.6%	11.1%	11.0%	11.3%	10.7%	11.8%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-1,074	-637	-834	-1,147	-1,228	-1,450	每股指标						
所得税率	28.8%	28.3%	25.1%	27.6%	27.5%	27.1%	每股收益 (元)	3.356	1.447	2.072	1.256	1.332	1.589
净利润	2,651	1,612	2,487	3,009	3,242	3,895	每股净资产 (元)	10.202	8.477	10.126	5.819	7.151	8.740
少数股东损益	6	-61	91	104	161	219	每股经营现金净流 (元)	3.423	4.304	3.019	2.309	2.655	3.114
归属于母公司的净利润	2,644	1,673	2,396	2,905	3,081	3,676	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
净利率	12.5%	8.3%	7.9%	7.9%	7.4%	8.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	32.90%	17.07%	20.46%	21.58%	18.63%	18.18%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	14.39%	7.93%	9.50%	8.95%	8.77%	9.10%
净利润	2,651	1,612	2,487	3,009	3,242	3,895	投入资本收益率	29.15%	16.28%	19.50%	23.15%	21.54%	25.95%
少数股东损益	0	0	0	104	161	219	增长率						
非现金支出	1,669	975	1,606	1,989	2,463	2,536	营业总收入增长率	298.79%	-4.24%	49.61%	21.67%	13.68%	8.50%
非经营收益	95	324	433	240	290	278	EBIT 增长率	301.63%	-45.03%	52.70%	20.86%	7.86%	18.13%
营运资金变动	-1,718	2,066	-1,034	102	146	492	净利润增长率	280.25%	-36.72%	43.19%	21.23%	6.07%	19.29%
经营活动现金净流	2,697	4,978	3,492	5,444	6,302	7,420	总资产增长率	188.18%	14.88%	19.50%	28.64%	8.23%	15.02%
资本开支	3,062	2,903	3,645	2,980	3,609	2,716	资产管理能力						
投资	-52	-778	-470	0	0	0	应收账款周转天数	24.7	36.0	18.7	23.7	25.8	26.0
其他	21	1	15	-49	-61	-76	存货周转天数	10.8	18.8	16.8	15.9	15.6	16.8
投资活动现金净流	-3,093	-3,680	-4,100	-3,029	-3,670	-2,792	应付账款周转天数	36.0	68.8	59.9	57.1	55.5	60.3
股权募资	371	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	98.7	166.6	138.6	123.7	113.1	106.3
债权募资	151	191	1,528	1,624	0	0	偿债能力						
其他	-307	-305	-918	-235	-1,441	-284	净负债/股东权益	21.33%	6.74%	14.75%	-1.64%	-7.20%	-25.12%
筹资活动现金净流	215	-114	610	1,389	-1,441	-284	EBIT 利息保障倍数	30.3	11.1	12.1	19.8	18.7	22.6
现金净流量	-181	1,183	1	3,803	1,191	4,344	资产负债率	52.67%	51.52%	50.57%	55.87%	49.99%	46.88%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308