

联系人： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

联系人： 葛军 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120019

收购控股股东所持瑞安公司，加快 120 万吨产能建设

事件描述

平庄能源今日发布股权收购暨关联交易公告，其主要内容为：

- 收购标的：大股东平庄煤业所属瑞安公司 100%股权，收购价格 5,244 万元，参照净资产评估值定价；
- 收购目的：利用瑞安公司现有井巷工程开采公司现有西露天矿深部资源，节省井巷工程投资，缩短建设周期；
- 扩能改造后，产能 120 万吨，预计 13 年末达产，约节省建设工期 1 年以上。

事件评论

第一，公司拟以 5,244 万元，收购平庄煤业所属瑞安公司 100%股权，以加快西露天矿深部煤炭开采进度

公司收购瑞安公司主要由于其与公司所有的西露天矿相邻，两矿所采煤层相同，水平距离不足 500 米。尽管瑞安公司现有储量仅可开采 2.48 年，面临关闭，但公司井巷工程于 80 年代建成，维护良好仍可继续使用，收购瑞安现有井巷工程用于西露天矿深部煤炭开采。

- 瑞安公司前身为平庄煤业五家煤矿；06 年 9 月，平庄煤业以实物和货币出资 616.3 万元，占总股本 60.8%，范广忱等 20 名自然人以实物和货币出资 397.4 万元，占总股本的 39.2%，设立赤峰瑞安矿业有限责任公司；
- 10 年，平庄煤业以现金 397.4 万元收购范广忱等 20 名自然人持有的瑞安公司的股权。此次收购后，瑞安公司成为平庄煤业的全资子公司（此次收购系平庄煤业根据国家政策进行的收购，无增值情况，与本次收购不具可比性）；
- 瑞安公司净资产账面值为 1,023.19 万元，净资产评估值为 5,244.04 万元，增值额为 4,220.85 万元（其中固定资产和无形资产分别增值 3647.76 万元和 529.54 万元），增值率为 412.52%。

表 1：本次收购资产评估情况

	账面价值	评估价值	增值	增值率
流动资产	401.46	428.35	26.89	6.7
非流动资产	4,258.65	8,452.61	4,193.96	98.48
固定资产	1,282.60	4,930.36	3,647.76	284.4
在建工程	2,954.35	2,971.00	16.66	0.56

无形资产	21.61	551.15	529.54	2,450.44
递延所得税资产	0.09	0.09	0	0
资产总计	4,660.11	8,880.96	4,220.85	90.57
流动负债	3,636.92	3,636.92	0	0
非流动负债	0	0	0	0
负债总计	3,636.92	3,636.92	0	0
净资产	1,023.19	5,244.04	4,220.85	412.52

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，瑞安公司储量较小，收购完成后加快 120 万吨改扩建工程推进，预计 13 年有望达产，完全达产后增厚 EPS 约 0.06 元/股

公司收购瑞安公司后，将加快瑞安公司四井改扩建项目工程进度，用于西露天矿深部煤炭开发，将比新建同类矿井节省建设工期一年以上；改扩建项目实施完成后，瑞安公司将实现 120 万吨的年产能，预计 13 年底投产；假设吨煤净利 50 元/吨，完全达产后可增厚业绩 0.06 元/股。

- 根据西露天矿整体开发相关方案，公司拟对西露天矿 340 水平以下资源采用“井工”方式开采，设计生产能力 120 万吨/年。如果新建主井、副井、风井，地面工业广场及附属生产设施，建设工期约需 3 年；公司收购瑞安公司后，将加快瑞安公司改扩建项目工程进度，预计 2013 年末正式达产，将比新建同类矿井节省建设工期一年以上；
- 截至 11 年 10 月 31 日，瑞安公司拥有煤炭资源保有储量为 237 万吨，剩余可采储量为 104 万吨，尚可服务年限为 2.48 年，拥有的可采储量较小；
- 假设瑞安公司 120 万吨产能于 13 年末达产，吨煤净利 50 元/吨（与公司现有矿井盈利能力相似），完全达产后可增厚业绩 0.06 元/股。

表 2：瑞安公司近三年产销情况

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011.1-10
产量（万吨）	30.79	30.03	31.57	31.53	33.27
销量（万吨）	30.68	29.77	31.06	29.63	34.92
售价（元/吨）	147.98	190.27	176.83	198.58	211.79

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，公司未来产能增长依赖瑞安公司 120 万吨产能投产以及集团资产注入

公司现有矿井产量基本稳定，风水沟煤矿、西露天煤矿、六家煤矿、古山煤矿和老公营子煤矿合计核定产能 885 万吨，年产量基本稳定在 950-1000 万吨。公司未来内生性业绩增长主要来源于瑞安公司改造后投产，外延式扩张将主要依靠集团资产注入。

- 产能情况：风水沟煤矿、西露天煤矿、六家煤矿、古山煤矿和老公营子煤矿，核定产能分别为 210 万吨、230 万吨、120 万吨、145 万吨和 180 万吨，核定产能总计 885 万吨。10 年和 11 年上半年，公司煤炭产量分别为 962.2 万吨和 532.5 万吨，产销量基本保持稳定；

- 大股东平庄煤业目前拥有元宝山露天矿、白音华露天矿、红庙矿等 3 个在产矿，1 个在建矿，2010 年集团下属矿井煤炭产量超过 1600 万吨。公司资产重组时，集团公司承诺适当时候将元宝山、白音华矿注入到上市公司，两矿产能分别为 800 万吨和 700 万吨，未来均扩产至 1500 万吨，除此之外，集团未来将形成蒙东、蒙西、新疆等煤炭生产基地，到 2013 年煤炭产量达到 5000 万吨。

表 3：集团目前主要矿井情况

煤矿名称	核定产能	扩产产能	剩余可采量	剩余可采年限	2009 年	2010 年
元宝山露天矿	800	1500	29953	48	870	950
白音华露天矿	700	1500	78084	33	300	500
红庙煤矿	135	-	4000	35	170	187

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，公司合同煤占比较高，合同煤价上涨 5%（现货煤不变），业绩增长约 8%，弹性较高

- 公司销售结构中，合同煤占比超过 50%，12 年受益于合同煤价的上涨；11 年上半年公司销售结构中地销煤占 41.45%，市场煤占 24.85%，电煤占 33.70%（同比分别下降 8.57 个、增加 3.03 个和增加 7.10 个百分点），价格同比分别上涨 1.7%、9.1%和 28.0%；
- 测算合同煤价格上涨 5%（现货煤价不变），公司业绩上涨约 8%，由于 12 年现货煤市场限价，公司总体较为受益；
- 相对于蒙东地区其他煤炭企业，公司区位优势明显，同时由于积极开辟锦州港下水煤通道，公司未来将更充分受益于煤炭价格上涨。

第五，预计 2011-2013 年 EPS 分别 0.754 元、0.799 元和 0.931 元（按照所得税率 15%测算，11 年按照 25%税率测算为 0.665 元），对应 PE 为 13.06 倍、12.31 倍和 10.56 倍，公司受益于合同煤涨价和未来资产注入预期，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3226	3720	3904	4469	货币资金	2343	2775	3664	4674
营业成本	2013	2291	2396	2726	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1213	1429	1508	1744	应收账款	246	278	292	334
% 营业收入	37.6%	38.4%	38.6%	39.0%	存货	85	96	100	114
营业税金及附加	86	100	105	120	预付账款	31	33	34	39
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	33	37	39	45	流动资产合计	2961	3480	4404	5520
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	357	402	422	483	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.1%	10.8%	10.8%	10.8%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-19	-9	-12	-15	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.6%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	固定资产合计	1893	1743	1587	1428
资产减值损失	-6	0	0	0	无形资产	865	821	780	741
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	5	0	0	0
营业利润	761	899	954	1112	其他非流动资产	-533	-533	-533	-533
% 营业收入	23.6%	24.2%	24.4%	24.9%	资产总计	5190	5511	6238	7156
营业外收支	-1	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	761	899	954	1112	应付款项	225	240	251	286
% 营业收入	23.6%	24.2%	24.4%	24.9%	预收账款	462	37	39	45
所得税费用	113	135	143	167	应付职工薪酬	29	66	69	78
净利润	648	765	811	945	应交税费	157	188	198	229
归属于母公司所有者的净利润	647.8	764.5	810.8	944.8	其他流动负债	224	237	248	282
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1096	767	805	920
EPS (元/股)	0.64	0.75	0.80	0.93	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1098	615	1078	1221	其他非流动负债	432	432	432	432
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1528	1199	1236	1351
收回现金					归属于母公司	3662	4312	5001	5805
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-141	-77	-79	-85	股东权益	3662	4312	5001	5805
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	5190	5511	6238	7156
投资活动现金流净额	-141	-77	-79	-85	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.639	0.754	0.799	0.931
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	BVPS	3.61	4.25	4.93	5.72
筹资成本	71	-105	-110	-127	PE	15.41	13.06	12.31	10.56
其他	-142	0	0	0	PEG	1.15	0.97	0.92	0.79
筹资活动现金流净额	-71	-105	-110	-127	PB	2.73	2.31	2.00	1.72
现金净流量	886	432	889	1010	EV/EBITDA	7.45	6.21	5.19	3.85
					ROE	17.7%	17.7%	16.2%	16.3%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。