

证券研究报告

煤炭开采



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

推荐 (首次)

云维股份 (600725)

收购集团煤矿, 或将向阳而生

2012 年 1 月 16 日

投资要点

我们于近期调研了云维股份, 基本观点和结论如下:

- **云维股份是西南地区的煤化工龙头。**按照产品线分类, 公司主营业务可以分为煤焦化业务、煤气化业务、煤电石化工业务, 焦炭产能 395 万吨, 煤化工产品产能合计 190 万吨。2010 年, 云维股份营业收入为 65.9 亿元, 归属于母公司净利润 1.85 亿元, 吨焦净利约 50 元。

煤焦化产品: 高温干馏工艺获得焦炭及煤焦油产品。云维股份目前焦炭和煤焦油产能分别为 395 万吨和 30 万吨。其中大为焦化拥有 105 万吨/年焦炭产能; 大为制焦拥有 200 万吨/年焦炭和 30 万吨/年煤焦油深加工产能; 泸西大为焦化厂拥有 90 万吨焦炭产能。

煤气化产品 (传统): 以焦炉气生产甲醇及其它深加工产品。云维股份主要煤气化产品为甲醇、纯碱和氯化铵。其中, 云维本部拥有氯化铵和纯碱产能各 20 万吨; 控股子公司-曲靖大为焦化、云南大为制焦、泸西大为焦化甲醇产能分别为 10 万吨、20 万吨和 10 万吨。

煤电石化工: 通过焦炭等生产电石、乙炔并进一步生产下游化工产品。云维股份煤电石化工产品包括 VAC、PVA 和 BDO 等, 目前产能分别为电石 9 万吨/年、VAC (其中含 5 万吨自用 VAC、6 万吨/年商品 VAC) 11 万吨/年和 PVA 产能 2.8 万吨/年。

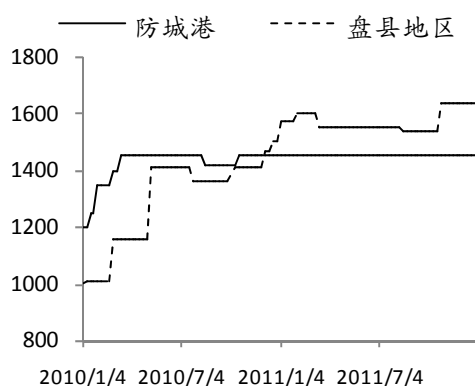
- **短期业绩欠佳源于煤价高企。**2011 年前三季度, 云维股份归属于母公司净利润仅为 0.19 亿元, 预计 2011 年全年净利润同比下降 50% 以上。我们认为, 云维股份业绩猛降主要是由于云贵地区矿难频发而引起区域性的停产整顿, 进而导致原料煤价格高企。目前云贵区域已呈现内外煤价格倒挂, 以 1/3 焦煤为例, 贵州盘县含税价为 1640 元/吨, 较防城港平仓价高 190 元/吨 (见图 1 和图 2)。随着未来云贵地区煤矿恢复建设和生产, 我们预计以煤炭为原料的云维股份的业务盈利水平或恢复至正常水平。
- **未来看点: 煤炭资源整合。**云维股份实际控制人-云南煤化工集团是云南最大的煤炭生产和销售企业, 煤炭生产规模约 1000 万吨, 其中, 焦煤占 50% 左右。煤化工集团旗下拥 3 个子公司: 云维集团 (云维股份母公司)、东源煤业和解化集团, 其中, 焦煤生产主要集中在东源煤业和云维集团。云维股份已于 2011 年 12 月发布公告拟收购云维集团所属 5 座煤矿, 其权益资源量为 3663 万吨。我们认为, 云维股份此次收购的意义在于: 一是技改完成后或增加净利润 1.6 亿元, 二是意味着云维股份有望成为煤化工集团资产证券化的平台。

云维股份现有煤矿：团结煤业、罗冲煤矿和鑫龙煤矿。2007 年和 2009 年，云维股份分别完成上述 3 座煤矿收购，结束无自产焦煤的尴尬历史。目前，云维股份炼焦原煤设计产能为 30 万吨，焦煤原煤（基础骨架煤）自给率仅为 7%（见表 1）。在 3 座煤矿中，鑫龙煤矿仍处于技改建设期，我们预计 2012 能达产；团结煤矿和罗冲煤矿属于生产型煤矿，目前生产经营正常。

拟收购煤矿：天源煤矿、四角地煤矿、孙家沟煤矿、祠堂坡煤矿和小龙潭煤矿。云维股份已经于 2011 年 12 月发公告拟以 6.29 元/股非公开增发融资 21 亿元收购云维集团上述 5 座煤矿，合计权益资源量为 3663 万吨，煤种为焦煤和无烟煤（见表 2），上述矿井尚需重新核准产能并进行环评，预计此次非公开增发最快将于 2012 年底完成。

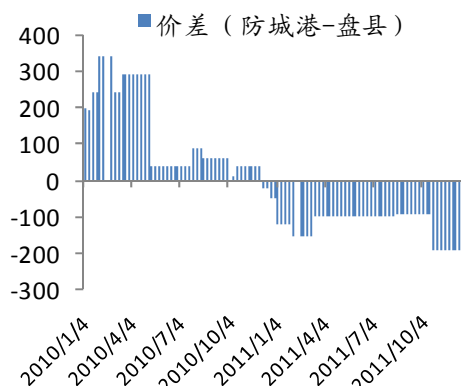
- **首次给予“推荐”评级。**假设非公开增发在 2012 年底完成，我们预计云维股份 2011-2013 年 EPS 分别为 0.13 元、0.10 元和 0.36 元，按照 2012 年 1 月 16 日收盘价 4.93 元/股，PE 分别为 38 倍、50 倍、13 倍。从 PB 估值看，云维股份为 1.19 倍，远低于 3.26 倍的行业平均水平（见表 3）。我们认为，云维股份目前估值风险正充分释放，而受益于云南省资源整合，收购煤炭资产方兴未艾，故给予“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观调控风险、资产注入进程不确定。

图 1、1/3 焦煤区域内外价格(元/吨)



数据来源：煤炭资源网、兴业证券研究所

图 2、1/3 焦煤区域内外价差 (元/吨)



数据来源：煤炭资源网、兴业证券研究所

表 1、云维股份下属煤矿

	煤种	取得时间	权益	资源量 (万吨)	目前产能 (万吨)	扩建产能 (万吨)	产量(万吨)		
							2010A	2011E	2012E
团结煤矿	优质焦煤	2007	70%	/	10	15	9	12	15
罗冲煤矿	焦煤	2009	100%	505	10	10	8	10	10
鑫龙煤矿	焦煤	2009	100%	3819	0	5	0	0	2

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

表 2、拟收购煤矿

煤矿名称	权益	煤种	资源量(万吨)
富源县黄泥河镇天源煤矿	95%	无烟煤	648
富源县十八连山乡四角地煤矿	100%	无烟煤	668
曲靖市麒麟区孙家沟煤矿	90%	主焦煤	493
曲靖市麒麟区兴发煤业	90%	主焦煤	2150
其中：祠堂坡	/	主焦煤	1639
小龙潭	/	主焦煤	511
权益合计	/	/	3663

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

表 3、焦炭板块最新市净率（截止到 2012 年 1 月 16 日）

证券代码	证券简称	市净率(PB,最新)
000723.SZ	美锦能源	5.06
600740.SH	山西焦化	4.47
000835.SZ	四川圣达	4.04
600792.SH	云煤能源	2.50
601011.SH	宝泰隆	1.84
600408.SH	安泰集团	1.67
/	行业平均	3.26
600725.SH	云维股份	1.19

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。