

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



推荐 (维持)

大同煤业 (601001)

燕子山矿收购完毕 整体上市之路更加坚定

2012 年 2 月 5 日

投资要点

事件:

2 月 4 日,大同煤业公告已完成对同煤集团所属的燕子山矿的收购,2012 年 1 月 1 日为资产交割日。

点评:

● 燕子山矿收购终完成,或 2012 年增厚 EPS 约 0.07 元。

- 1) 资产注入进程缓慢,历时超 3 年。大同煤业最早于 2008 年 8 月 11 日公告燕子山矿增发预案,至 2012 年 2 月 4 日公告宣布完成资产交割,历时超过 3 年,进程缓慢的主要原因是采矿许可证变更等相关手续较多,进而影响资产注入进度。
- 2) 资源量收购价仅 7 元/吨,但煤矿盈利能力不稳定。截止 2009 年底,燕子山矿煤炭资源量 3.09 亿吨,可采储量 1.38 亿吨,核定产能 480 万吨。大同煤业收购燕子山矿 60.58% 股权,股权作价 21.86 亿元,对应资源量和可采储量收购价分别为 7.08 元/吨和 15.89 元/吨,略低于 2011 年市场收购价(表 1)。但燕子山矿盈利能力不稳定,2008 年、2009 年、2010 上半年吨煤净利分别为 85.45 元、5.91 元、28.44 元,盈利能力起伏较大。若按照 2008 年权益净利润测算,此次收购 PE 为 11 倍,尚为合理,但考虑 2009 年和 2010 年上半年的权益净利润,则收购 PE 明显过高。
- 3) 以自有现金收购,预计增厚 2012 年 EPS 约 0.07 元。燕子山矿核定产能 480 万吨,预计 2012 年原煤产量为 400 万,假设吨原煤净利回升至 50 元,贡献归属于母公司净利润 1.21 亿元。尽管燕子山矿吨煤净利低于大同煤业其他矿井,但因以自有资金收购,并不会摊薄 EPS,预计收购可增厚 2012 年 EPS 约 0.07 元。

● 按图索骥,预计“2014 年整体上市”承诺渐行渐近

- 1) 背靠大集团。大同煤业控股股东-同煤集团是山西省产量最大的煤炭企业之一,2010 年原煤产量 1 亿吨,销售量 1.5 亿吨(煤炭贸易量约 5000 万吨)。截止 2010 年末,同煤集团拥有 87 座矿井,资源量高达 314 亿吨,相当于大同煤业的 3.8 倍;原煤产量相当于大同煤业的 3.5 倍(表 3)。由此可见,大同煤业是典型的背靠大集团的小公司,具备外延式扩张的强劲实力!

2) **关注 2014 年整体上市承诺。**根据招股说明书,大同煤业承诺“根据自身的资金实力、发展需求和市场时机,采取分步过渡的组合方式,逐步将同煤集团全部煤炭生产经营性优质资产纳入公司,本次发行后 5-10 年内(不迟于 2014 年)使大同煤业成为同煤集团下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体”。我们认为大同煤业收购集团燕子山矿是整体上市的起点,以此为参照,我们认为拟注入煤矿需满足 3 个条件: 1) 原煤年产量>400 万吨; 2) 在产矿井; 3) 产权明晰。参照表 4,我们认为目前符合资产注入上市条件的煤矿权益可采储量为 24.10 亿吨(大西沟矿不详),2010 年符合以上注入条件的煤矿权益产量合计为 5022 万吨。

3) **整体上市方式: 现金收购+增发收购。**一般而言,集团资产注入有 3 种方式: 现金收购、向大股东定向增发和公开增发。考虑大同煤业三季度末仅为 19%的负债率以及同煤集团 60%的持股比例,未来公司利用财务杠杆以现金收购集团资产的可能性较大(假设负债率提升至 50%,可利用债务融资 110 亿),另外也可能采用公开增发股权的方式进行筹资。我们认为,若采取现金收购结合公开增发股权的方式实现同煤集团的整体上市,将大幅度增厚大同煤业 EPS。

● **内生增长仍有看点, 维持“推荐”评级。**

1) **预计 2012 年原煤产量增长 16%。**由于主力矿井-塔山矿已经达产,大同煤业原煤产量增长趋于稳定,预计 2011 年原煤权益产量仅增长 74 万吨。但是,我们判断 2012 年原煤产量有望提升,外延式并购(燕子山矿)和内涵式增长(色连矿)将为公司新增权益产量 318 万吨,增幅达 16%(表 2)。其中色连矿可采储量 4.56 亿吨,规划产能 500 万吨,大同煤业占有 51%股权。色连矿于 2010 年开工建设,预计 2012 年投产,预计当期贡献原煤产量 150 万吨。

2) **投资评级: 推荐。**我们预计大同煤业 2011-2013 年 EPS 分别为 0.77 元、0.89 元和 1.05 元,对应 2011-2013 年 PE 分别为 17.2 倍、14.9 倍和 12.6 倍。基于大同煤业公司属于典型的背靠大集团的小公司,整体上市预期强烈,我们维持“推荐”评级。

● **风险: 整体上市进程低于市场预期。**

表 1、近期动力煤资源交易

时间	事件	权益资源量(亿)	收购价(亿元)	吨煤资源价格(元)	平均热值(大卡)	开采方式
2009/11/4	华电收购内蒙古福城 35%股权	0.833	4.98	5.98	4500	井工
2009/11/4	华电收购内蒙古长城 36%股权	0.39	1.80	4.62	4500	井工
	昊华能源收购西部能源(红庆梁煤矿) 60%股权	4.45	10.85	2.44	不详	井工
2010/5/15	收购沙章图煤矿 35%股权	1.14	9.39	8.24	5500	井工
2010/9/6	兖州煤业收购昊盛煤业 51%股权	8.38	66.49	7.93	7000	井工
2011/1/31	兖州煤业拍得转龙湾井田采矿权	5.48	78	14.23	5500	井工
2011/4/7	冀中能源收购武媚牛 51%和乾新煤业 51%股权	0.74	10.89	14.72	不详	露天/井工

数据来源: 兴业证券研究所

表 2、大同煤业煤矿基础数据

矿井名称	股权	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	产量(万吨)					
				2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
分公司煤矿:									
煤峪口矿	100%	0.60	250	211	224	246	246	246	246
同家梁矿	100%	0.58	300	282	283	211	220	220	220
四老沟矿	100%	0.79	320	266	240	180	170	170	170
忻州窑矿	100%	0.60	230	242	236	222	184	184	184
母公司合计	100%	2.57	1100	1001	994	849	820	820	820
控股子公司煤矿:									
同煤大唐塔山矿	51%	26.00	1500	1025	1585	2080	2282	2282	2282
鄂尔多斯色连矿	51%	4.56	500					150	300
燕子山矿	60%	1.36	480					400	400
梵王寺矿	51%	7.33	600						
合计		42.19	4180	2026	2579	2929	3102	3652	3802
权益合计		22.91	2971	1524	1802	1910	1984	2302	2379

数据来源：兴业证券研究所

表 3、集团煤矿资产概况

矿井类型	矿井数量 (座)	资源储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)
生产矿井	34	98	10000
资源整合 32 座	32	21	2421
在建及筹建 14	14	164	7100
山西省配置矿井 7 座	7	30	-
合计	87	314	19521

数据来源：兴业证券研究所

表 4、符合注入条件的在产煤矿

煤矿名称	股权	可采储量 (亿吨)	产量(万吨)		
			2008A	2009A	2010A
燕子山(已完成)	60%	1.98	384	374	422
晋华宫	100%	1.76	388	436	566
马脊梁	100%	1.16	369	400	425
云冈	100%	2.29	479	487	566
四台	100%	3.02	474	401	508
同忻	72%	7.34		66	1007
大西沟	100%	-	217	205	498
轩岗煤电	84%	3.09	715	731	852
朔州煤电	100%	6.82	631	650	766
合计	-	27.45	3657	3750	5610
权益合计	-	24.10	3388	3464	5022

数据来源：兴业证券研究所

表 5、盈利预测及假设

项目	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
原煤产量(万吨)	1326	1747	2026	2579	2929	3102	3652	3802
原煤单价(元/吨)	295	291	411	365	351	376	409	435
吨原煤成本(元/吨)	255	258	278	288	280	294	329	349
吨原煤净利(元/吨)	40	33	134	78	71	82	80	86
净利润(亿元)	5	6	27	20	21	25	29	33
少数股东权益(亿元)	0	1	7	5	8	12	14	15
归属于母公司净利润(亿元)	4.92	4.99	20.10	14.91	12.87	12.90	14.83	17.54

数据来源：兴业证券研究所

公司点评报告

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7501	6589	8252	9840
货币资金	5920	4385	5819	7364
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	777	954	1219	1345
其他应收款	249	286	366	403
存货	291	375	507	561
非流动资产	9466	12803	14458	16165
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	177	238	261	288
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4723	6570	7078	7917
在建工程	468	1402	2521	3348
油气资产	0	0	0	0
无形资产	3195	3108	3021	2935
资产总计	16967	19392	22710	26004
流动负债	3598	3826	4566	4989
短期借款	398	398	398	398
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1225	1374	1856	2052
其他	1975	2055	2313	2540
非流动负债	806	821	821	821
长期借款	765	765	765	765
其他	41	56	56	56
负债合计	4404	4647	5387	5810
股本	1674	1674	1674	1674
资本公积	1840	1840	1840	1840
未分配利润	2862	3803	4938	6290
少数股东权益	3220	4460	5904	7422
股东权益合计	12563	14745	17323	20194
负债及权益合计	16967	19392	22710	26004

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2085	1290	1483	1754
折旧和摊销	473	605	759	882
资产减值准备	52	-205	0	0
无形资产摊销	87	87	87	87
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	82	62	53	14
投资损失	-2	-28	-31	-34
少数股东损益	798	1240	1443	1519
营运资金的变动	-37	45	-512	-379
经营活动产生现金流量	3592	2450	4229	4512
投资活动产生现金流量	-1936	-3407	-2393	-2553
融资活动产生现金流量	-834	-578	-402	-415
现金净变动	822	-1535	1434	1544
现金的期初余额	5096	5920	4385	5819
现金的期末余额	5918	4385	5819	7364

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10454	11929	15234	16810
营业成本	5665	6352	8581	9490
营业税金及附加	223	252	322	355
销售费用	1020	1074	1356	1479
管理费用	615	835	1051	1143
财务费用	64	62	53	14
资产减值损失	52	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	28	31	34
营业利润	2818	3382	3902	4363
营业外收入	26	19	0	0
营业外支出	26	28	0	0
利润总额	2818	3373	3902	4363
所得税	733	843	976	1091
净利润	2085	2530	2927	3272
少数股东损益	798	1240	1443	1519
归属母公司净利润	1287	1290	1483	1754
EPS（元）	0.77	0.77	0.89	1.05

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	10.1%	14.1%	27.7%	10.3%
营业利润增长率	4.6%	20.0%	15.4%	11.8%
净利润增长率	-13.7%	0.2%	15.0%	18.2%
盈利能力(%)				
毛利率	45.8%	46.8%	43.7%	43.5%
净利率	12.3%	10.8%	9.7%	10.4%
ROE	13.8%	12.5%	13.0%	13.7%

偿债能力(%)

资产负债率	26.0%	24.0%	23.7%	22.3%
流动比率	2.08	1.72	1.81	1.97
速动比率	1.99	1.62	1.70	1.86

营运能力(次)

资产周转率	65.0%	65.6%	72.4%	69.0%
应收帐款周转率	1250.9	1284.2	1402.1	1311.5

每股资料（元）

每股收益	0.77	0.77	0.89	1.05
每股经营现金	2.15	1.46	2.53	2.70
每股净资产	5.58	6.14	6.82	7.63

估值比率（倍）

PE	17.2	17.2	14.9	12.6
PB	2.4	2.2	1.9	1.7

公司点评报告

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。