

2018年01月12日

雷鸣科化 (600985.SH)

重组草案出台，低估值优势明显

■事件：2018年1月11日，公司发布公告披露重组草案。公告称，雷鸣科化拟和全资子公司西部民爆共同收购淮矿股份100%股份。交易价格为209.16亿元。

点评

■增发17.93亿股，募集资金6.3亿元：据公告披露的具体收购方式为，公司以发行股份（17.93亿股）及支付现金（5亿元）的方式，购买淮矿集团等15名股东持有的淮矿股份99.95%的股份；西部民爆以支付现金的方式购买淮矿集团持有的淮矿股份0.05%的股份，共支付现金1045.81万元。同时，公司还将为本次重组募集配套资金6.3亿元。

■淮矿股份并入上市公司后，体量居上市公司前列：淮矿股份目前拥有19对生产矿井，合计产能4020万吨，其中在产3600万吨，与潞安环能产能体量相当，在建产能420万吨。据公告的评估报告书（由北京天健兴业资产评估有限公司评估），公司旗下的矿井的采矿权与探矿权价值为108.39亿元（含1对产能退出矿井）。2017年一季度淮矿股份实现产量612.06万吨，同时期，潞安环能实现产量558万吨。

■2017年8-9月，单月实现盈利能力4.23亿元：据公告，2017年1-7月淮矿股份实现归母净利润14.01亿元，据淮矿股份财务报表，1-9月实现归母净利润约20.80亿元，资产减值较1-7月增加2.23亿元，对应净利理论可增加1.67亿元（税后），据此测算，单月实现归母净利润4.23亿元。

■淮矿股份并入上市公司后，业绩有望大幅增厚：2017年前三季度，雷鸣科化实现归母净利润0.78亿元，淮矿股份实现归母净利润20.8亿元，合计实现净利润21.58亿元，考虑到四季度费用结算较多，预计2017年全年公司（假设并入后）归母净利润约27亿元，折合每股收益1.29元（股本增发至20.93亿股），较未注入前的0.39元/股大幅增厚。

■未来煤价中枢或继续抬升，盈利能力将继续增强：据公告测算，淮矿股份1-7月吨煤净利润为119元/吨，对应1-7月京唐港主焦煤均价1527元/吨。而我们判断2018年煤炭行业景气度继续提升，炼焦煤价格上涨确定性较强，预计京唐港主焦煤全年均价在1700元/吨左右，即净利润理论有110.9元/吨（税后）的上涨空间。不考虑动力煤价格上涨，仅炼焦精煤涨价带来的利润增幅为13.21亿元（1-7月精焦煤产量695万吨，年化1191万吨），较2017年上涨48.93%。折算每股收益1.92元/股，较2017年增厚48.84%。

公司快报

证券研究报告

民爆用品

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**18.62元**

股价（2018-01-11）**15.19元**

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 4,559.37 |
| 流通市值(百万元) | 3,992.76 |
| 总股本(百万股) | 300.16 |
| 流通股本(百万股) | 262.85 |
| 12个月价格区间 | 10.93/17.23元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|------|-------|
| 相对收益 | 19.79 | 21.8 | -8.33 |
| 绝对收益 | 22.9 | 22.9 | 0.87 |

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

胡博

报告联系人

hubo@essence.com.cn
010-83321067

相关报告

- 雷鸣科化：收购集团焦煤资产，将成为华东地区低估值焦煤龙头/周泰 2017-12-20
- 雷鸣科化：拟低估值收购集团资产，转型优质焦煤生产企业/周泰 2017-11-27

■ **测算注入后估值低于行业水平，存在估值修复空间：**以此每股收益（1.92 元/股）测算，公司估值为 7.91 倍，而据 Wind 一致预期，煤炭行业平均估值（2018）为 25.81 倍，中位估值为 11.96 倍，公司估值存在较大修复空间。

■ **投资建议：**不考虑资产注入的条件下，假设 2017 年- 2019 年营收增速分别为 2.4%/2.1%/1.6%，对应净利润 1.16 亿元/1.47 亿元/1.59 亿元。我们认为以当前估值水平，公司存在一定修复空间。给予买入-A 投资评级，6 个月目标价 18.62 元，对应 38 倍 PE（2018 年）。

■ **风险提示：**并购速度低于预期，宏观经济低迷，煤价大幅下跌。

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营收入 | 904.1 | 835.9 | 835.7 | 853.4 | 867.4 |
| 净利润 | 116.2 | 90.1 | 116.4 | 147.0 | 158.5 |
| 每股收益(元) | 0.39 | 0.30 | 0.39 | 0.49 | 0.53 |
| 每股净资产(元) | 3.86 | 4.13 | 4.35 | 4.74 | 5.12 |
| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 市盈率(倍) | 39.2 | 50.6 | 39.2 | 31.0 | 28.8 |
| 市净率(倍) | 3.9 | 3.7 | 3.5 | 3.2 | 3.0 |
| 净利润率 | 12.9% | 10.8% | 13.9% | 17.2% | 18.3% |
| 净资产收益率 | 10.0% | 7.3% | 8.9% | 10.3% | 10.3% |
| 股息收益率 | 0.3% | 0.7% | 0.6% | 0.7% | 0.9% |
| ROIC | 13.0% | 11.3% | 9.6% | 12.0% | 12.3% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表 1：公司主要矿井采矿权探矿权评估

| 序号 | 煤矿名称 | 生产能力 (万吨/年) | 资源储量 (万吨) | 可采储量 (万吨) | 可采年限 (年) | 煤种 | 状态 | 采矿权 | 探矿权 |
|----|-------------|----------------|--------------|--------------|-------------|--------------------|----|----------|----------|
| 1 | 朱庄煤矿 | 210 | 2535 | 1221.4 | 4 | 瘦煤、贫瘦煤 | 在产 | 5692.37 | |
| 2 | 杨庄煤矿 | 210 | 4660 | 1411.5 | 4 | 贫瘦煤、焦煤 | 在产 | 3476.52 | |
| 3 | 芦岭煤矿 | 230 | 16198 | 8266.7 | 25 | 1/3 焦煤、 1/2 中粘煤 | 在产 | 7534.07 | |
| 4 | 朱仙庄煤矿 | 245 | 12450 | 5176.4 | 14 | 气煤 | 在产 | 29529.45 | |
| 5 | 临涣煤矿 | 300 | 31614 | 14996.1 | 35 | 焦煤、1/3 焦煤 | 在产 | 18533.88 | |
| 6 | 海孜煤矿 | 50 | 13383 | 5908.7 | 25 | 焦煤 | 在产 | 3234.93 | |
| 7 | 童亭煤矿 | 180 | 14279 | 5808.7 | 22 | 肥煤、1/3 焦煤 | 在产 | 86443.95 | |
| 8 | 桃园煤矿 | 175 | 14007 | 7599.2 | 25 | 气煤 | 在产 | 33723.56 | |
| 9 | 祁南煤矿 | 300 | 44490 | 24488.8 | 58 | 1/3 焦煤 | 在产 | 100712.3 | 42999.28 |
| 10 | 许疃煤矿 | 350 | 35835 | 18828.5 | 38 | 肥煤 | 在产 | 34492.17 | 18696.02 |
| 11 | 涡北煤矿 | 180 | 10102 | 3468.6 | 13 | 焦煤 | 在产 | 87439.21 | |
| 12 | 孙疃煤矿 | 300 | 25934 | 12534.2 | 29 | 1/3 焦煤 | 在产 | 124471.2 | |
| 13 | 杨柳煤矿 | 180 | 31528 | 18066.1 | 71 | 肥煤、1/3 焦煤 | 在产 | 32184.74 | |
| 14 | 青东煤矿 | 180 | 46200 | 12785.7 | 50 | 焦煤 | 在产 | 58645.63 | |
| 15 | 袁店二井 煤矿 | 90 | 16752 | 7578.5 | 61 | 肥煤 | 在产 | 25350.59 | |
| 16 | 袁店一井 煤矿 | 180 | 29271 | 10435.6 | 41 | 焦煤 | 在产 | 39986.94 | |
| 17 | 邹庄煤矿 | 240 | 32287 | 13332 | 39 | 气煤 | 在产 | 89727.16 | |
| 18 | 花沟西井 | 120 | 14108.6 | 9702.1 | 62 | | 在建 | | 19942.85 |
| 19 | 信湖（花沟 矿） | 300 | 82094.5 | 27818.0 | 67 | | 在建 | 252205.5 | |
| 20 | 刘店矿 | 150 | | | | | 退出 | 1023.59 | |
| | 合计 | 4020 | 477728.2 | 209426.8 | | | | 1002223 | 81638.15 |
| | 总计评估金额 | | | | | | | 1083861 | |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 904.1 | 835.9 | 835.7 | 853.4 | 867.4 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 520.8 | 470.1 | 442.7 | 433.8 | 429.5 | 营业收入增长率 | -8.5% | -7.6% | 0.0% | 2.1% | 1.6% |
| 营业税费 | 16.0 | 12.0 | 13.5 | 13.7 | 14.0 | 营业利润增长率 | 5.8% | -17.8% | 31.0% | 22.7% | 9.4% |
| 销售费用 | 54.0 | 55.7 | 53.1 | 54.3 | 55.2 | 净利润增长率 | 18.6% | -22.5% | 29.3% | 26.2% | 7.8% |
| 管理费用 | 171.2 | 161.5 | 156.7 | 162.1 | 162.6 | EBITDA 增长率 | 7.4% | -7.2% | 21.6% | 10.0% | 7.3% |
| 财务费用 | 0.6 | 14.0 | 12.9 | 0.5 | 0.5 | EBIT 增长率 | 6.2% | -8.0% | 26.7% | 13.2% | 9.4% |
| 资产减值损失 | 5.4 | 13.5 | 12.0 | 10.0 | 10.0 | NOPLAT 增长率 | 15.9% | -10.9% | 25.8% | 15.0% | 8.5% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 2.9% | 46.9% | -7.5% | 5.9% | -11.8% |
| 投资和汇兑收益 | 1.8 | 4.4 | 3.8 | 3.4 | 3.9 | 净资产增长率 | 8.5% | 6.6% | 5.4% | 8.6% | 7.9% |
| 营业利润 | 138.0 | 113.5 | 148.6 | 182.3 | 199.5 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 0.6 | -0.4 | 0.7 | 0.3 | 0.2 | 毛利率 | 42.4% | 43.8% | 47.0% | 49.2% | 50.5% |
| 利润总额 | 138.6 | 113.1 | 149.3 | 182.7 | 199.7 | 营业利润率 | 15.3% | 13.6% | 17.8% | 21.4% | 23.0% |
| 减:所得税 | 20.3 | 19.6 | 26.7 | 30.4 | 34.5 | 净利润率 | 12.9% | 10.8% | 13.9% | 17.2% | 18.3% |
| 净利润 | 116.2 | 90.1 | 116.4 | 147.0 | 158.5 | EBITDA/营业收入 | 21.0% | 21.0% | 25.6% | 27.6% | 29.1% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 15.3% | 15.3% | 19.3% | 21.4% | 23.1% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 固定资产周转天数 | 164 | 178 | 161 | 138 | 117 |
| 货币资金 | 177.5 | 284.1 | 72.9 | 104.2 | 414.9 | 流动营业资本周转天数 | 49 | 58 | 46 | 60 | 64 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 242 | 295 | 241 | 206 | 281 |
| 应收账款 | 265.6 | 266.8 | 143.8 | 325.4 | 159.7 | 应收账款周转天数 | 94 | 115 | 88 | 99 | 101 |
| 应收票据 | 59.7 | 86.1 | 31.0 | 95.8 | 38.1 | 存货周转天数 | 26 | 27 | 25 | 24 | 23 |
| 预付账款 | 16.2 | 8.3 | 17.4 | 7.3 | 16.6 | 总资产周转天数 | 608 | 795 | 807 | 749 | 793 |
| 存货 | 62.1 | 62.7 | 53.7 | 58.5 | 54.1 | 投资资本周转天数 | 368 | 498 | 571 | 553 | 526 |
| 其他流动资产 | 19.6 | 62.8 | 28.5 | 36.9 | 42.7 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 21.1 | 20.3 | 14.8 | 18.7 | 18.0 | ROE | 10.0% | 7.3% | 8.9% | 10.3% | 10.3% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 7.4% | 4.5% | 7.4% | 8.0% | 8.6% |
| 长期股权投资 | 26.7 | 60.7 | 60.7 | 60.7 | 60.7 | ROIC | 13.0% | 11.3% | 9.6% | 12.0% | 12.3% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 428.3 | 396.7 | 350.5 | 304.3 | 258.2 | 销售费用率 | 6.0% | 6.7% | 6.4% | 6.4% | 6.4% |
| 在建工程 | 24.6 | 46.3 | 46.3 | 46.3 | 46.3 | 管理费用率 | 18.9% | 19.3% | 18.8% | 19.0% | 18.8% |
| 无形资产 | 154.7 | 581.4 | 575.2 | 569.0 | 562.7 | 财务费用率 | 0.1% | 1.7% | 1.5% | 0.1% | 0.1% |
| 其他非流动资产 | 344.7 | 217.0 | 256.5 | 272.9 | 248.6 | 三费/营业收入 | 25.0% | 27.7% | 26.7% | 25.4% | 25.2% |
| 资产总额 | 1,600.7 | 2,093.3 | 1,651.3 | 1,900.1 | 1,920.8 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 20.0 | 186.1 | - | - | - | 资产负债率 | 21.3% | 35.9% | 14.3% | 19.1% | 13.7% |
| 应付账款 | 213.1 | 264.8 | 132.3 | 224.9 | 145.1 | 负债权益比 | 27.1% | 55.9% | 16.7% | 23.7% | 15.9% |
| 应付票据 | 4.0 | 6.6 | 6.9 | 4.8 | 6.7 | 流动比率 | 1.95 | 1.33 | 1.66 | 1.87 | 3.11 |
| 其他流动负债 | 70.2 | 121.1 | 70.4 | 105.5 | 82.1 | 速动比率 | 1.75 | 1.22 | 1.40 | 1.70 | 2.87 |
| 长期借款 | 8.6 | 140.0 | - | - | - | 利息保障倍数 | 246.13 | 9.08 | 12.48 | 365.66 | 399.96 |
| 其他非流动负债 | 25.5 | 32.3 | 27.0 | 28.3 | 29.2 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 341.4 | 751.0 | 236.7 | 363.5 | 263.0 | DPS(元) | 0.04 | 0.10 | 0.10 | 0.11 | 0.14 |
| 少数股东权益 | 100.3 | 102.9 | 108.7 | 113.9 | 120.5 | 分红比率 | 11.3% | 33.3% | 25.0% | 23.2% | 27.2% |
| 股本 | 262.9 | 262.9 | 300.2 | 300.2 | 300.2 | 股息收益率 | 0.3% | 0.7% | 0.6% | 0.7% | 0.9% |
| 留存收益 | 847.2 | 923.9 | 1,005.8 | 1,122.5 | 1,237.2 | | | | | | |
| 股东权益 | 1,259.3 | 1,342.3 | 1,414.7 | 1,536.6 | 1,657.8 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | EPS(元) | 0.39 | 0.30 | 0.39 | 0.49 | 0.53 |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | BVPS(元) | 3.86 | 4.13 | 4.35 | 4.74 | 5.12 |
| 净利润 | 118.3 | 93.5 | 116.4 | 147.0 | 158.5 | PE(X) | 39.2 | 50.6 | 39.2 | 31.0 | 28.8 |
| 加:折旧和摊销 | 51.9 | 49.5 | 52.4 | 52.4 | 52.4 | PB(X) | 3.9 | 3.7 | 3.5 | 3.2 | 3.0 |
| 资产减值准备 | 5.4 | 13.3 | - | - | - | P/FCF | 51.8 | -379.5 | -34.2 | 59.5 | 14.1 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/S | 5.0 | 5.5 | 5.5 | 5.3 | 5.3 |
| 财务费用 | 0.3 | 13.8 | 12.9 | 0.5 | 0.5 | EV/EBITDA | 17.8 | 23.1 | 21.2 | 19.1 | 16.7 |
| 投资损失 | -1.8 | -4.4 | -3.8 | -3.4 | -3.9 | CAGR(%) | 8.8% | 20.9% | 5.8% | 8.8% | 20.9% |
| 少数股东损益 | 2.1 | 3.4 | 6.1 | 5.3 | 6.7 | PEG | 4.5 | 2.4 | 6.8 | 3.5 | 1.4 |
| 营运资金的变动 | -214.6 | 142.5 | 11.0 | -143.9 | 130.7 | ROIC/WACC | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 1.1 | 1.2 |
| 经营活动产生现金流量 | 119.3 | 223.1 | 195.1 | 57.9 | 344.9 | REP | 2.9 | 2.7 | 3.9 | 2.9 | 3.0 |
| 投资活动产生现金流量 | -166.7 | -415.6 | 9.3 | -0.6 | 4.7 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -33.8 | 300.2 | -415.7 | -26.0 | -38.9 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | | |
|-------|-------|------------------|---------------------------|------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn | |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn | |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn | |
| | 章政 | 021-35082861 | zhangzheng@essence.com.cn | |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn | |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn | |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn | |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn | |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn | |
| | 孟昊琳 | 021-35082963 | menghl@essence.com.cn | |
| | 北京联系人 | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| 周蓉 | | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn | |
| 温鹏 | | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn | |
| 深圳联系人 | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn | |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn | |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn | |
| | 巢莫雯 | ? 0755-82558183? | chaomw@essence.com.cn | |
| | 黎欢 | 0755-82558045 | lihuan@essence.com.cn | |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034