

增 持 维持

金牛能源 (000937)

2009 年 01 月 21 日

08 年业绩大涨 收购资产状况影响 09 年业绩

2009 年 1 月 20 日收盘价: 17.99 元 目标价: 20.96 元

煤炭行业分析师: 韩振国

zgihan@htsec.com

021-23219400

公告主要内容:

- (1) 公司发行股份购买资产暨关联交易事项获得河北省国有资产监督管理委员会批复。公司非公开向冀中能源峰峰集团有限公司、冀中能源邯郸矿业集团有限公司、冀中能源张家口矿业集团有限公司发行不超过 4 亿股 A 股股票。公司非公开发行股份购买资产相关程序正在进行之中, 尚需获得相关部门的批准和核准。
- (2) 公司公布 2008 年业绩快报。2008 年主营业务收入 92.77 亿元, 净利润 20.76 亿元, 每股收益 2.64 元, 同比大增 263.48%。

点评:

收购尚需时日。2008 年 12 月, 公司公布发行股份购买资产, 目前获得河北省国有资产管理委员会的批复。公司收购的完成还有其他工作, 比如资产评估尚未结束、公布评估结束后的评估报告书、证监会的核准等。我们无法推知公司收购的准确时间。实际上, 只要在 2009 年内收购, 收购资产全年将进入公司合并报表。

收购还存在不确定因素。对于公司的收购, 有几个问题需要关注: (1) 采矿权价款的作价。(2) 伴随收购资产进入的员工数量。(3) 集团其他资产亏损问题的解决方式等。敬请参阅《收购壮大产销规模, 增长还待行业转暖》(20081215) 的跟踪报告。我们期待收购报告书的公告, 惟其如此, 才可以对 2009 年的业绩变化有一个相对比较准确的预测。

2008 年业绩基本符合预期。我们的跟踪报告中预计 2008 年的每股收益 2.65 元, 略高于公司公告的 2.64 元的业绩。期间有不少差别, (1) 主营业务收入误差: 我们预测的主营业务收入是 884700 万元, 低于公司公告的 927669 万元, 估计与 ST 金化 (600722) 的收入变化有关, 同时与我们对于公司主营收入细项的预测误差有关。(2) 营业利润误差: 我们预测的营业利润是 277895 万元, 与公司公告的 280215 万元略有差别。就此推断, ST 金化盈亏平衡, 公司煤炭销售的毛利率与我们预计的差别不大。

2008 年第四季度业绩环比下滑较多。公司公告 2008 年营业收入、净利润分别为 927669 万元和 207644 万元, 由此推知: 第四季度单季的营业收入和净利润分别为 220337 万元和 23192 万元。从单季看营业收入, 环比有所下降, 这与第四季度煤炭价格的下降相关。净利润环比下降非常多, 单季 EPS 为 0.2943 元, 远低于前三季度单季平均的 0.7803 元。初步的推断是, 第四季度煤炭价格下降较多导致煤炭销售毛利率下降较多, 第四季度会归并前三季度的诸多成本费用, 导致第四季度成本和费用增长较多——煤炭上市公司第四季度业绩环比下降较多已经是一个普遍的现象。

2009 年业绩存在较大的不确定性。单从 2008 年第四季度的业绩推断 2009 年的业绩, 会有较大误差, 原因正如上述。另有其他因素会导致 2009 年业绩预测的偏差: (1) 公司收购资产的不确定性因素, 比如采矿权价款作价, 收购资产伴随的员工数量等。(2) 收购资产的详细生产经营状况。公司收购煤炭资产的规模是 1294 万吨, 由于详细的收购报告书尚未出炉, 我们无法判断煤炭生产的煤种结构、销售结构、成本以及费用构成, 这会导致对于业绩判断的偏差。

维持 2009 年 EPS1.63 元的推断。我们维持 2008-2010 年 EPS 分别为 2.64 元、1.63 元和 1.98 元的推断。主要是由于综合售价的大幅度提高, 使得 2008 年业绩同比大幅度提高。2009 年, 公司收购成功, 煤炭产销量同比翻番, 但由于占销量 36% 的精煤价格同比下跌较多, 从 2008 年的 1150 元/吨下跌到 900 元/吨, 致使煤炭综合售价同比下跌超过 25%, 并导致业绩同比下降, 参见表。预计 2010 年的煤炭综合售价会提高, 不考虑其他收购, 公司的业绩同比会增长 20% 以上。

维持“增持”的投资评级。从相对估值水平看，主要产品为炼焦煤的几个上市公司 2009 年的动态市盈率在 11-15 倍之间。我们维持“增持”的投资评级主要基于如下考虑：收购之后，公司的产销量翻番，煤种齐全，议价能力和抗风险能力更强。我们的预测考虑了收购资产业绩的底线，业绩向好的概率较大。焦煤价格调整空间已然不大，由此给业绩带来意外变化的可能较大。

公司业绩分析和预测（假设 2009 年年初收购完成）（万元）

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	388447	530165	884700	1499000	1710000
减：营业成本	242209	335994	475050	1018580	1126460
营业税金及附加	5244	8498	14155	23984	27360
销售费用	8262	11932	21000	42700	51240
管理费用	64879	83087	89800	138000	165600
财务费用	2608	3478	4800	8000	10000
资产减值损失	374	2224	2000	2000	2000
二、营业利润	64872	84817	277895	265736	327340
加：营业外收入	1461	5362	2400	4000	4000
减：营业外支出	903	6122	4000	4000	4000
三、利润总额	65431	84057	276295	265736	327340
减：所得税费用	17045	25505	63548	63777	81835
四、净利润	48386	58552	212747	201959	245505
归属于母公司所有者的净利润	48305	57104	209147	193959	235505
少数股东损益	81	1448	3600	8000	10000
五、每股收益					
基本每股收益（元）	0.62	0.73	2.65	1.63	1.98

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

韩振国：煤炭行业

重点研究上市公司：中国神华、中煤能源、大同煤业、西山煤电、兖州煤业、国阳新能、潞安环能、兰花科创、神火股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。