

中煤能源(601898)调研报告

—2009 年内生性增长与外延性扩张并举

调升评级

煤炭

投资要点:

- 根据中煤能源内部统计数据,公司在 2008 年累计实现原煤产量 10037 万吨,同比增长 10.9%;焦炭产量 367 万吨,同比增长 8.8%;煤机装备产值达到 50 亿元,同比增长 39.6%;公司全年煤炭贸易量为 8775 万吨,同比增长 3%,公司全年产销情况良好,但下半年销售数据略有下滑。
- 中煤能源去年的合同执行情况良好,因此在 2009 年煤炭订货会的摸底考察中,获得较大订单量,部分电力企业表示可以接受今年的合同煤价格在 2008 年的基础上小幅上涨。但由于五大电力集团集体要求电煤合同价格下调,目前公司 2009 年电煤合同仍未确定,然而公司已基本确定仍保持合同煤占比 75%和市场煤占比 25%的销售结构,与公司 2008 年销售结构基本相同。
- 近期,财政部做出了对高危行业安全费用会计处理方法和矿产增值税税率的调整,经过我们的初步测算,此两项税费变动所起的叠加效用对公司今年业绩影响甚微,对公司 2009 年净利润影响小于 0.7%,仅相当于每股收益增厚 0.005 元。
- 公司短期内仍将主要依靠平朔矿区每年基本稳定增长的 1500 万原煤产量、在建的平朔东露天煤矿与安太堡井工矿的新增产能;此外,随着煤炭行业准入门槛的提高和收购成本的降低,大型煤炭企业进行资源扩张有利条件正在逐步形成。
- 我们预计中煤能源 2008 年起 3 年每股收益为 0.56 元、0.68 元和 0.81 元。公司目前股价对应 2009 年市盈率为 11.47 倍,估值水平较低,具备一定投资价值。基于公司目前较低的估值水平和内生性增长与外延性扩张并举的经营模式,我们调高公司投资评级至“谨慎推荐”,目标价格 10.20 元。

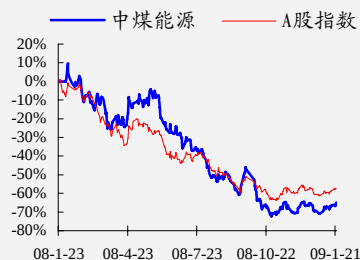
业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2007								
2008E	53424	45	7362	42.4	0.56		13.9	
2009E	61570	15.2	8992	22.1	0.68		11.5	
2010E	70921	15.1	10076	19.8	0.81		9.6	

谨慎推荐

2009 年 1 月 23 日

走势图



市场数据

2009-1-22

收盘价:	7.80 元
52 周最高价:	24.89 元
52 周最低价:	6.00 元
平均持仓成本:	

基本数据

2008Q3

总股本(万股):	1,325,866
流通 A 股(万股):	915,200
每股收益(元):	0.44
每股净资产(元):	4.57
每股经营现金流(元):	0.54
市净率:	1.59

分析师: 王师

TEL: (8621)6336 7000-248

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangs@nesc.cn

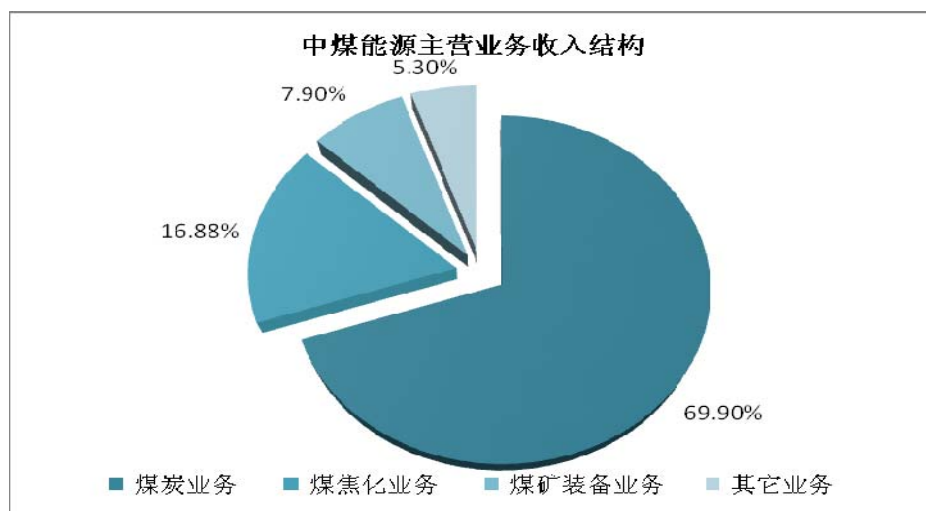
地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、公司生产经营情况

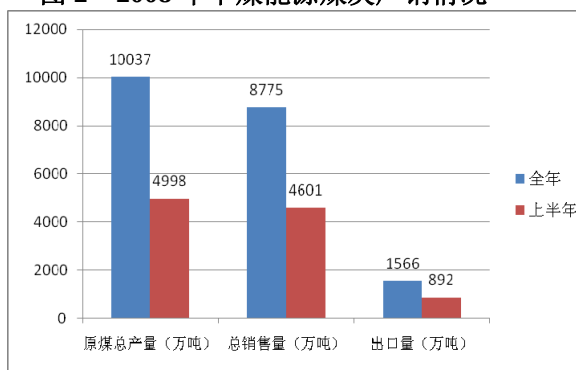
根据中煤能源内部统计数据，公司在 2008 年累计实现原煤产量 10037 万吨，同比增长 10.9%。其中自产原煤产量为 9239 万吨，同比增长 11%；焦炭产量 367 万吨，同比增长 8.8%；煤机装备产值达到 50 亿元，同比增长 39.6%。从销售情况来看，公司全年煤炭贸易量为 8775 万吨，同比增长 3%。

图 1 中煤能源主营业务收入结构



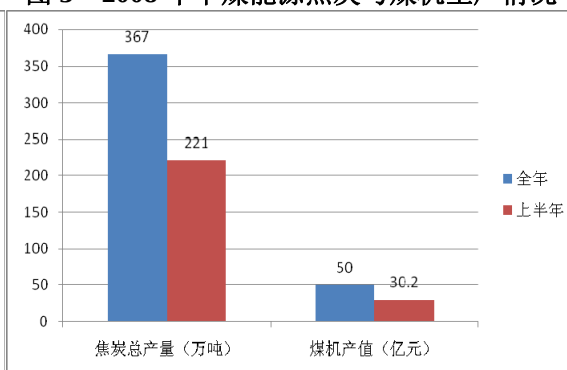
资料来源：公司中报 东北证券金融与产业研究所

图 2 2008 年中煤能源煤炭产销情况



资料来源：公司中报 公司网站 东北证券金融与产业研究所

图 3 2008 年中煤能源焦炭与煤机生产情况



尽管 2008 年各项业务均比上一年度有一定幅度的增长，但是在下半年，煤炭销量增速开始放缓。一方面，电力需求萎缩导致电厂存煤充裕，电煤需求受制；另一方面，2008 年下半年国家发放的煤炭出口额度较小，也使公司煤炭销售受到些微影响。

2009 年第一批煤炭出口额度业已发放，达到 2600 万吨，其中中煤能源取得 1070

万吨。今年我国首批煤炭出口配额发放时间较早，但与去年相比，额度数量减少 580 万吨。

二、2009 年煤炭合同签订情况

2009 年煤炭订货会已于去年年末结束，对于煤电双方无法达成共识而导致的电煤合同搁浅，我们已专门撰文进行解析。长期以来，中煤能源的煤炭销售结构一直以合同煤为主，市场煤为辅。因此合同煤签订价格对公司各年业绩的影响较大。

公司表示，中煤能源去年的合同执行情况很好，因此在 2009 年煤炭订货会的摸底考察中，公司获得订单量较大，部分电力企业表示可以接受今年的合同煤价格在 2008 年的基础上小幅上涨。但由于五大电力集团集体要求电煤合同价格下调，目前公司 2009 年电煤合同仍未确定，然而公司已基本确定仍保持合同煤占比 75% 和市场煤占比 25% 的销售结构，这将与公司 2008 年销售结构基本相同。

表 1 中煤能源近五年煤炭销售结构

	2004		2005		2006		2007		2008E	
	销售价格	销售量占比	销售价格	销售量占比	销售价格	销售量占比	销售价格	销售量占比	销售价格	销售量占比
长期合同煤销售	256	85.7%	296	88.2%	291	86.0%	336	87.9%	367	75%
市场现价煤销售	158	14.3%	229	11.8%	340	14.0%	359	12.1%	601	25%

资料来源：公司报表 东北证券金融与产业研究所

公司认为，进入 2009 年以来，煤炭企业与电力企业开始围绕库存展开“消耗战”：在春节用电高峰期间，煤炭企业将休假检修，煤炭供给在短期内无法释放，而下游火电企业又加强了电煤采购，因此目前煤炭市场出现电厂、港口库存下降，煤炭价格回暖的态势。在煤炭供给相对紧张、坑口煤价格仍然较低、煤炭企业新增了增值税税负的情况下，煤炭企业希望能通过涨价的形式将新增成本向下游转移。管理层对煤炭价格市场化的思路比较清晰，但目前下游电力企业向管理层“要政策”的态度明显，管理层是否能抽身于合同煤价格的定制，将对今年的煤炭企业利润产生较大影响。

三、安全维简费用调整与矿产增值税改革对公司业绩叠加影响甚微

近期，财政部做出了对高危行业安全维简费用会计处理方法和矿产增值税税率的调整，经过我们的初步测算，此两项税费变动所起的叠加效用对公司今年业绩影响甚微。

在我国煤炭行业中，需缴纳的安全费用主要用于与矿井有关的瓦斯、水火、运输等防护安全支出及设备设施更新等固定资产支出；维简费主要用于开拓延伸、技

术改造、塌陷赔偿、煤矿固定资产更新、改造和固定资产零星购置等。

在原会计准则下，中煤能源应按原煤产量计提维简费及安全费用，并计入生产成本及长期应付款，对属于费用性质的支出于发生时直接冲减长期应付款；对属于资本性的支出，于完工时转入固定资产，并全额结转累计折旧，相关固定资产在以后期间不再计提折旧。具体计提数额为：中煤能源按原煤产量每吨 8.5 至 10.5 元提取维简费；露天矿按原煤产量每吨 10 元提取安全费用；井工矿按原煤产量每吨 6 至 15 元提取安全费用；公司的子公司，华晋焦煤有限责任公司，按原煤产量每吨 35 元提取安全费用。

去年 12 月末，财政部发布《关于做好执行会计准则企业 08 年年报工作通知》，通知第三条提到“高危行业企业按照规定提取的安全生产费用，应当按照《企业会计准则讲解（2008）》中的具体要求处理，在所有者权益“盈余公积”项下以“专项储备”项目单独列报，不再作为负债列示。煤炭企业在固定资产折旧外计提的维简费，应当比照安全生产费用的原则处理。”而《企业会计准则讲解（2008）》中提到“企业依照国家有关规定提取的安全费用以及具有类似性质的各项费用，应当在所有者权益中的“盈余公积”项下以“专项储备”项目单独反映。企业按规定标准提取安全费用等时，借记“利润分配——提取专项储备”科目，贷记“盈余公积——专项储备”科目。企业按上述规定将安全生产储备用于购建安全防护设备或与安全生产相关的费用性支出等时，应当按照实际使用金额在所有者权益内部进行结转。借记“盈余公积——专项储备”科目，贷记“利润分配——提取专项储备”科目，但结转金额以“盈余公积——专项储备”科目余额冲减至零为限。企业未按上述规定进行会计处理的，应当进行追溯调整。”可见，2008 年起，安全费用与维简费的提取与使用将与在国际财务报告准则相类似，对当期提取的、尚未使用的维简费及安全费用从利润表中予以冲回，将使公司未分配利润基础增大，并增加递延所得税资产。公司表示目前财务部门正在对安全费和维简费对公司利润的影响进行计算，具体数字将在年报中披露。我们根据公司中报进行了粗略计算，安全维简费用会计处理的改变对公司 2008 年净利润增厚程度小于 8.1%。

此外，2009 年矿产增值税也由 13% 的征收额度恢复至 17%，假设 2009 年公司主营业务结构不发生大的变化，新增增值税额将吞噬公司利润约 7.4%。如将安全维简费用调整所带来的利润增量与新增增值税进行叠加的话，公司 2009 年净利润受影响程度甚微，应小于 0.7%，仅相当于每股收益增厚 0.005 元。

四、投资建议

2008 年前三季度，中煤能源实现营业收入 421.8 亿，同比增长 54.2%；归属上市公司股东净利润为 57.4 亿，同比增长 48%；稀释每股收益 0.44 元、每股净资产 4.57 元，同比分别增长 22% 和 69%，增幅十分明显。经营活动产生的现金流量净额达到 71 亿，同比增长 95.2%，现金流充足。

我们对中煤能源未来的业绩增长模式的判断是：公司短期内仍将主要依靠平朔矿区每年基本稳定增长的 1500 万原煤产量、在建的平朔东露天煤矿与安太堡井工矿的新增产能；其中东露天煤矿已于去年中期开工，该矿设计产能 2000 万吨/年，公司计划两年达产、三年建成，第三年主要是配套铁路和洗煤厂的建设。

除稳健的内生性增长外，中煤能源依靠其央企背景，整合平朔矿区周边小矿的确定性较强。在国家安监总局去年发布的关停小煤矿具体目标中，山西省在“十一五”期间，尚有 600 余座小煤矿需关闭、整合，这也给公司进行外延性资源扩张提供了有益契机。2008 年 6 月，公司收购了东坡煤业股份有限公司，并于次月付清全部价款，该矿技改后产能可达到 150 万吨/年。我们认为随着煤炭行业准入门槛的提高和收购成本的降低，大型煤炭企业进行资源扩张有利条件正在逐步形成。

中煤能源目前现金流十分充足，加之以往合同履行情况良好、与下游客户合作关系稳定，我们认为只要管理层不出面打压合同煤价格，公司今年合同煤销售价格维持去年水平或者出现小幅上涨的可能性很强。

2008 年，中煤能源公允价值变动数额较大，主要原因为公司持有的 4000 万股中国远洋在 A 股市场上跌幅较深，公司表示由于与中国远洋存在长期合作关系，加上目前 BDI 指数可能已经见底，短期内不会对中国远洋股份进行大量减持。

通过观察历史数据，我们发现煤炭企业在煤炭价格逐步市场化以来，毛利率水平基本稳定；另一方面，从历史估值水平来看，煤炭类上市公司在过去 15 年间的平均市盈率水平为 29 倍，极限低点为 7.8 倍，目前煤炭板块的平均 13.4 倍的估值水平已处于低位区间。

我们预计中煤能源 2008 年起 3 年每股收益为 0.56 元、0.68 元和 0.81 元，公司 2009 年 1 月 22 日收盘价为 7.80 元，对应 2009 年市盈率为 11.47 倍，估值水平较低，具备一定投资价值。基于公司目前较低的估值水平和内生性增长与外延性扩张并举的经营模式，我们调高公司投资评级至“谨慎推荐”，目标价格 10.2 元。

利润表预测

项目名称（单位：百万元）	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	36823	53424	61570	70921
营业总成本	31572	41083	48517	55744
营业成本	20990	30452	35095	40425
营业税金及附加	657	1068.5	1108.26	1276.6
销售费用	6846	7479.36	8619.8	9928.94
管理费用	2261	2617.8	3078.5	3404.2
财务费用	735	-534.2	615.7	709.2
资产减值损失	82	0	0	0
公允价值变动净收益	1698	-1578	-200	0
投资收益	94	0	0	0
营业利润	7147	10763	12853	15177
营业外收支	103	0	0	0

所得税	1692	2583.1	3020.4	3566.6
净利润	5455	8180	9832	11610
少数股东损益	284	818.0	786.6	928.8
归属母公司股东净利润	5171	7362	9046	10682
每股收益(元)	0.39	0.56	0.68	0.81

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209