

业绩略低于预期，期待资产注入

金牛能源（000937）

评级：增持（维持）

股价：18.88 元

年报点评

2009 年 3 月 3 日 星期二

能源公用小组

谷三剑

021-50586660-8621

gsj@longone.com.cn

煤炭行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

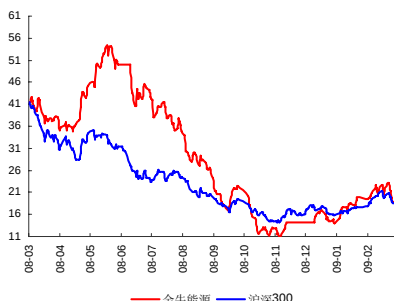
重要数据

总股本(亿股)	7.8795
流通股本(亿股)	7.8795
总市值(亿元)	148.76
流通市值(亿元)	148.76

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-3.23	-8.00
3 个月	/	/
6 个月	/	/

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 08 年煤炭价格大涨带动全年营业收入和利润大幅增长,但业绩略低于预期。公司 3 月 3 日发布 2008 年报,08 年实现营业收入 92.76 亿元,同比增长 74.96%;利润总额 27.73 亿元,同比 07 年经安全费和维简费会计准则调整后的利润大幅增长 174.58%;归属于上市公司股东净利润 19.64 亿元,同比 07 年调整后数据增长 182.42%。全面摊薄后每股收益 2.493 元,比 07 年调整后每股收益增加 1.61 元,增长 182.42%,但业绩低于我们的预期。
- 煤炭产销量和综合售价均创历史最高纪录。08 年公司累计完成原煤产量 1166.87 万吨,洗精煤 492.17 万吨,销售商品煤 966.59 万吨,分别小幅增加 31.87、45.17 和 29.82 万吨。在 08 年前三季度国内外煤价大幅增长的情况下,全年商品煤综合售价同比增长高达 320.96 元/吨。成本方面,由于销售收入增加和并表金牛化工等影响,08 年公司期间费用达 13.9 亿元,比 07 年增长 41%。在原材料走低的情况下,不考虑资源税因素,预计 09 年成本上升有限。
- 伴随收入和利润增长,公司经营实力得到显著增强。08 年公司煤炭业务毛利率达到 58.61%,同比增加 13.76 个百分点;总资产达到 110.10 亿元,归属于上市公司股东每股净资产 7.14 元,同比分别增长 74.23%和 46.74%;经营产生的现金流净额 20.52 亿元,合每股现金流量净额 2.60 元,增长 49.62%;扣除非经常损益后全面摊薄净资产收益率为 35.82%,比 07 年调整后的 19.18%增加 16.64 个百分点。
- 业务多元化迈开实质性步伐,产业链延伸将有助于公司应对煤价的波动。公司 08 年完成收购沧化股份,主营业务中开始新增化工行业。尽管目前从收入结构上看,煤炭业务依然是公司最重要的收入来源,其中:煤炭占收入 81.37%,建材占 8.17%,化工占 7.71%,电力占 1.31%,贸易占 1.27%。但随着公司与天津铁厂合建 150 万吨焦炭项目、与邢台旭阳焦化合作 20 万吨甲醇项目等建设和未来投产,公司业务多元化进入实质性阶段,业务和产业链的延伸有助于公司避免单一业务和煤价波动带来的风险。同时,

在经济危机导致下游需求减少、行业景气下降的大背景下，加强与钢铁企业等战略合作伙伴关系，有助于产品销售的稳定。

- **公司本部矿井产量趋于稳定，在经济增长放缓、下游需求不振、煤价回落的过程中，未来增长在于资产注入。**作为资源性企业，我们认为产业链的合理延伸，以及扩大产能、资源储备和市场份额是其中最重要的两大战略。公司是控股股东冀中能源集团煤炭业务的上市整合平台。在全球性经济危机的冲击影响下，下游需求减少，煤价大幅回落。由于本部矿井产量基本稳定，公司未来增长将主要来自于集团资产的注入，即收购峰峰集团、邯矿集团和张矿集团拥有的煤炭业务相关资产和负债。从公司已发布的预案看，公司预计以每股 12.28 元/股，向上述三家公司非公开发行不超过 40,000 万股。收购完成后公司生产能力将增加 1294 万吨，实现煤炭产量翻番，可采储量增加 3.2761 亿吨，高于公司现有 2.8990 亿吨的可采储量。根据我们的初步测算，该注入方案将不会摊薄 08 年的收益。随着时间进程的推移，虽然公布的预案由于采矿权作价和总体评估价值等因素影响而存在一定不确定性，但我们认为 09 年将是公司并购重组和资产注入实质性操作的一年。
- **屯兰矿难或引致国有重点煤矿安全检查力度加大，延缓山西乃至全国小煤矿复产的时间。**2 月 22 日发生矿难的西山煤电屯兰矿，年产量达 500 万吨，以焦煤为主，是现代化程度和安全生产条件都较好的大型现代化国有矿井。事故或将引起一场对全国煤炭系统的安全检查和整顿工作，延缓小煤矿复产的时间和力度，短期而言对炼焦煤供需和价格形成一定支撑作用。更重要的是，我们认为，在煤价下跌的情况下，这将强化和加快产煤大省通过大型煤矿企业兼并重组中小煤矿，关小建大，提高煤矿安全保障程度的决心和力度。长期而言，集中度的提高和小煤矿产量的减少，将利于行业和公司的发展。
- **盈利预测。**我们预测公司 2009 - 2010 年 EPS 分别为 1.65、1.99 元，对应市盈率为 11.44 倍、9.48 倍，鉴于公司资源价值突出，冀中能源集团煤炭资产整体上市带来的良好的成长空间，我们给予增持的评级。

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122