

## 2 月份经营数据低于预期

## 研究结论

- 公司 2 月份商品煤产量 1500 万吨，同比增加 20 万吨，增长 1.4%，增速较 1 月份的 21.4% 大幅下滑 20 个百分点；环比 1 月份下降 260 万吨，降幅为 15%。我们认为，公司商品煤产量大幅下滑的主要原因在于煤炭市场需求的疲软以及公司以销定产的经营策略。
- 2 月份商品煤销量为 1500 万吨，同比降 390 万吨，降幅为 20.6%，增速较 1 月份大幅下滑 23 个百分点。环比 1 月份下降 430 万吨，降幅高达 22%。值得指出的是，公司 2 月商品煤产量与销量出现了近年来的首次持平，表明公司产能利用率出现明显下滑，且外购煤基本完全停止。
- 港口方面的数据也显示了需求方面尤其沿海需求的下降，2 月份港口下水煤量 1140 万吨，同比下降 40 万吨，降幅为 3.4%，其中，黄骅港下水煤量为 600 万吨，同比下降 14%。
- 2 月份出口煤炭 120 万吨，与 1 月份完全持平，同比下降 40 万吨，降幅为 25%。煤炭出口持续维持较低水平的主要原因在于海外煤炭需求的持续下滑，以及国际煤炭现货价格的持续下降导致合同采购大幅降低。预计公司煤炭出口未来几个月将会依然维持在目前水平，全年出口难以完成 2000 万吨。
- 电力业务较 1 月份有所好转，2 月份发电量和售电量分别为 67 亿千瓦时和 63.7 亿千瓦时，分别同比增长 6% 和 8.7%，增速较 1 月份的分别下降 29.9% 和 32.4% 显著好转。环比来看，2 月份发售电量较 1 月份也分别增长 6% 和 12%。值得指出的是，由于去年 2 月份以及今年 1 月份均为春节，考虑到春节因素后，2 月份的增速依然处于较低水平，而与 2008 年 7 月当月 102 亿千瓦时的发电量相比，2 月产能利用率仅为 66%。
- 尽管 2009 年煤炭合同价格目前仍未签定，但近期国内和国际现货价格走弱明显不利于煤炭方面，我们维持 2009 年合同价格与 2008 年基本持平的观点。根据日本和澳大利亚达成的 2009 年国际煤炭合同价格 70 美元/吨，公司 2009 年出口价格预计在 70 美元/吨左右，较 2008 年的 131.44 美元/吨大幅降低，从而降低煤炭出口业务的盈利能力。综合国内和国际合同价格以及国内现货，预计公司 2009 年煤炭综合销售价格将较 2008 年下降 8% 左右。
- 维持 2008-2010 年预测每股收益 1.34 元、1.18 元、1.31 元，以 3 月 13 日收盘价计算，公司 2009 年动态市盈率为 16 倍，高于行业平均水平，考虑到公司的行业龙头地位以及资源扩张能力，维持“增持”评级。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

王帅

煤炭行业首席分析师

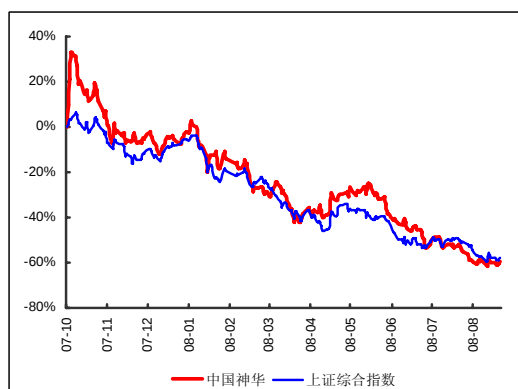
8621-63325888 × 6068

wangshuai@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

|                    |                 |
|--------------------|-----------------|
| 股价 (09 年 3 月 13 日) | 18.83 元         |
| 目标价格 (12 个月)       | 19.47 元         |
| 总股本/A 股 (万股)       | 1988962/180000  |
| A 股市值 (亿元)         | 332 亿元          |
| 国家/地区              | 中国              |
| 行业                 | 煤炭              |
| 报告日期               | 2009 年 3 月 16 日 |

## 股价表现



| 评价周期     | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------|------|------|-------|
| 绝对表现 (%) | -14  | -2   | -63   |
| 相对表现 (%) | -6   | -10  | -17   |

资料来源: WIND

## 财务预测

|             | 2007A | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 (百万) | 82107 | 107131 | 106188 | 117074 |
| 营业利润 (百万)   | 29959 | 38611  | 35286  | 39699  |
| 净利润 (百万)    | 23148 | 30418  | 26901  | 29905  |
| 每股收益 (元)    | 0.99  | 1.34   | 1.18   | 1.31   |
| 净资产收益率      | 15.4% | 17.6%  | 13.4%  | 12.9%  |
| 市盈率(X)      | 18.57 | 13.80  | 15.68  | 14.13  |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

表 1：公司历年煤炭产量 万吨

|           | 2004  | 2005  | 2006  | 1H2007 | 2007  | 1H2008 |
|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 神东矿区      | 8070  | 9490  | 10550 | 5520   | 11060 | 5810   |
| 补连塔矿      | 1100  | 1650  | 2000  | 820    | 1840  | 1040   |
| 大柳塔矿      | 1990  | 1996  | 1810  | 910    | 1870  | 920    |
| 榆家梁矿      | 1410  | 1550  | 1610  | 890    | 1650  | 830    |
| 上湾矿       | 1250  | 1150  | 1210  | 600    | 1210  | 640    |
| 哈拉沟矿      | 250   | 1230  | 1210  | 600    | 1210  | 580    |
| 康家滩矿      | 730   | 800   | 1030  | 610    | 1160  | 600    |
| 石圪台       |       |       |       | 440    | 870   | 470    |
| 乌兰木伦      |       |       |       | 330    | 500   | 250    |
| 锦界能源      |       |       |       | 130    | 370   | 350    |
| 其它        |       |       |       | 190    | 380   | 130    |
| 准格尔矿区     | 1420  | 1980  | 2350  | 1320   |       | 1240   |
| 黑岱沟矿(露天矿) | 1420  | 1980  | 2350  | 1320   | 2520  | 1220   |
| 万利矿区      | 540   | 500   | 480   | 590    | 1600  | 1440   |
| 胜利矿区      | 110   | 160   | 280   | 230    | 620   | 510    |
| 合计        | 10130 | 12140 | 13660 | 7660   | 15800 | 9000   |

表 2：公司历年煤炭销售结构以及销售价格

|          |     | 2004  | 2005  | 2006  | 1H2007 | 2007  | 1H2008 |
|----------|-----|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 总销量      | 百万吨 | 126.9 | 144.4 | 171.1 | 97.8   | 209.1 | 115.1  |
| 国内销售数量   | 百万吨 | 100.3 | 121.1 | 147.2 | 85.6   | 185.1 | 438.3  |
| 销往自有电厂数量 | 百万吨 | 15.2  | 16.4  | 22.4  | 14.2   | 30.6  | 19.7   |
| 销往自有电厂价格 | 元/吨 | 197.9 | 253.3 | 301.5 | 321.1  | 316   | 333.8  |
| 国内其它用户销量 | 百万吨 | 85.1  | 104.7 | 124.8 | 71.4   | 178.5 | 84.8   |
| 国内其它用户价格 | 元/吨 | 234.5 | 289.5 | 295.2 | 314.7  | 299   | 340.7  |
| 出口销量     | 百万吨 | 26.6  | 23.3  | 23.9  | 12.2   | 24    | 10.6   |
| 出口价格     | 元/吨 | 305   | 413.7 | 381.6 | 374.6  | 398.1 | 492.6  |

表 3：公司煤炭销量以及销售价格 百万吨；元/吨

|             | 2006  |       | 1H2007 |       | 2007  |       | 1Q2008 |       | 1H2008 |       |
|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
|             | 销量    | 价格    | 销量     | 价格    | 销量    | 价格    | 销量     | 价格    | 销量     | 价格    |
| 国内销量/加权平均价格 | 147.2 | 296.1 | 85.6   | 307.3 | 185.1 | 301.8 | 52.1   | 334.9 | 104.5  | 339.4 |
| 长约合同量/加权价格  | 119.3 | 296   | 70.1   | 314.5 | 147.5 | 311.2 | 40.8   | 354.2 | 87.8   | 328.2 |
| 坑口          | 2     | 131.9 |        |       |       |       |        |       | 8      | 98.2  |
| 直达铁路        | 36.9  | 220.4 | 24.7   | 237.7 | 55.1  | 228.9 | 14.8   | 254.7 | 29.5   | 251.3 |
| 下水港口 FoB    | 80.4  | 334.8 | 45.4   | 356.6 | 92.4  | 360.2 | 26     | 410.8 | 50.3   | 410.2 |
| 现货量/加权价格    | 27.9  | 296.8 | 15.5   | 274.6 | 37.6  | 265.2 | 11.3   | 265.2 | 1670   | 398.4 |
| 坑口          | 5.5   | 110   | 4.5    | 95.8  | 13    | 101.5 | 5.3    | 102.8 | 2.5    | 168.5 |
| 直达铁路        | 9     | 285.7 | 4.5    | 284.5 | 10.7  | 289.2 | 2.7    | 329.5 | 6.6    | 347.3 |
| 下水港口 FoB    | 13.4  | 380.8 | 6.5    | 392.1 | 13.9  | 399.3 | 3.3    | 471.4 | 7.6    | 518.7 |
| 出口量/价格      | 23.9  | 381.6 | 12.2   | 374.6 | 24    | 398.1 | 4.6    | 461   | 10.6   | 492.6 |
| 销量合计/加权均价   | 171.1 | 308.1 | 97.8   | 315.6 | 209.1 | 312.9 | 56.7   | 345.1 | 115.1  | 353.5 |

表 4：公司下属电厂上网电价 元/兆瓦时

| 运营电厂销售电价 | 2004 | 2005 | 2006 | 1H2007 | 2007 | 1H2008 |
|----------|------|------|------|--------|------|--------|
| 北京热电     | 334  | 357  | 377  | 382    | 375  | 382    |
| 盘山电力     | 298  | 325  | 337  | 341    | 340  | 339    |
| 三河电力     | 275  | 297  | 307  | 307    | 299  | 301    |
| 台山电力     | 340  | 359  | 371  | 381    | 382  | 381    |
| 绥中电力     | 264  | 273  | 297  | 303    | 302  | 299    |
| 国华准格尔    | 186  | 202  | 205  | 207    | 217  | 223    |
| 准格尔电力    | 162  | 170  | 170  | 174    | 176  | 206    |
| 神木电力     | 217  | 223  | 244  | 246    | 247  | 258    |
| 宁海电力     |      | 309  | 347  | 369    | 363  | 358    |
| 黄骅电力     |      |      | 299  | 298    | 295  | 286    |
| 锦界能源     |      |      | 211  | 222    | 216  | 211    |
| 神东煤炭     |      |      | 220  | 218    | 216  | 214    |
| 神东电力     |      |      | 182  | 246    | 199  | 239    |
| 加权平均     | 274  | 294  | 312  | 321    | 321  | 305    |

**资产负债表**

单位:百万元

| 会计年度      | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产      | 72127  | 80183  | 92569  | 104969 |
| 现金        | 53436  | 58912  | 69627  | 79589  |
| 应收账款      | 5886   | 6607   | 7043   | 7799   |
| 其它应收款     | 2569   | 1775   | 2030   | 2602   |
| 预付账款      | 2682   | 3323   | 3916   | 4040   |
| 存货        | 6337   | 8626   | 8860   | 9707   |
| 长期投资      | 3811   | 3851   | 3777   | 3813   |
| 固定资产      | 116370 | 134575 | 153511 | 172873 |
| 无形资产      | 21310  | 22710  | 23110  | 23510  |
| 其他        | 25203  | 35798  | 40481  | 43718  |
| 资产总计      | 238821 | 277117 | 313448 | 348884 |
| 流动负债      | 33371  | 33942  | 34926  | 35063  |
| 短期借款      | 4903   | 6636   | 6931   | 6157   |
| 应付账款      | 8905   | 13341  | 13982  | 14637  |
| 其他        | 19563  | 13965  | 14013  | 14269  |
| 非流动负债     | 56634  | 67422  | 75769  | 81062  |
| 长期借款      | 49718  | 59718  | 67718  | 72718  |
| 其他        | 6916   | 7704   | 8051   | 8344   |
| 负债合计      | 90005  | 101364 | 110694 | 116124 |
| 少数股东权益    | 20566  | 24392  | 27886  | 31821  |
| 股本        | 19890  | 19890  | 19890  | 19890  |
| 资本公积      | 87701  | 87701  | 87701  | 87701  |
| 留存收益      | 20659  | 43670  | 67077  | 93048  |
| 归属母公司股东权益 | 128250 | 151361 | 174868 | 200939 |
| 负债和股东权益   | 238821 | 277117 | 313448 | 348884 |

**现金流量表**

单位:百万元

| 会计年度    | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润     | 23148  | 30418  | 26901  | 29905  |
| 折旧摊销    | 9035   | 5859   | 6805   | 7841   |
| 财务费用    | 2666   | 2804   | 3643   | 3743   |
| 投资损失    | -638   | -700   | -800   | -800   |
| 投资活动现金流 | -30742 | -36420 | -30228 | -30336 |
| 资本支出    | 28073  | 35000  | 30000  | 30000  |
| 长期投资    | -570   | 37     | -72    | 36     |
| 其他      | -3239  | -1383  | -300   | -300   |
| 筹资活动现金流 | 38453  | -1296  | 4567   | 493    |
| 现金净增加额  | 37646  | 5476   | 10715  | 9961   |

**利润表**

单位:百万元

| 会计年度     | 2007  | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 82107 | 107131 | 106188 | 117074 |
| 营业成本     | 40716 | 55563  | 57100  | 62400  |
| 营业税金及附加  | 1832  | 2357   | 2336   | 2576   |
| 营业费用     | 522   | 696    | 690    | 761    |
| 管理费用     | 6624  | 7499   | 7433   | 8195   |
| 财务费用     | 2666  | 2804   | 3643   | 3743   |
| 投资净收益    | 638   | 700    | 800    | 800    |
| 营业利润     | 29959 | 38611  | 35286  | 39699  |
| 营业外收入    | 209   | 150    | 150    | 150    |
| 营业外支出    | 539   | 500    | 500    | 500    |
| 利润总额     | 29629 | 38261  | 34936  | 39349  |
| 所得税      | 6481  | 7844   | 8035   | 9444   |
| 净利润      | 23148 | 30418  | 26901  | 29905  |
| 少数股东损益   | 3382  | 3826   | 3494   | 3935   |
| 归属母公司净利润 | 19766 | 26592  | 23407  | 25970  |
| EBITDA   | 41660 | 47275  | 45734  | 51283  |
| EPS (元)  | 0.99  | 1.34   | 1.18   | 1.31   |

**主要财务比率**

| 会计年度       | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力       |        |        |        |        |
| 营业收入       | 26.0%  | 30.5%  | -0.9%  | 10.3%  |
| 营业利润       | 21.0%  | 28.9%  | -8.6%  | 12.5%  |
| 归属于母公司净利润  | 18.9%  | 34.5%  | -12.0% | 11.0%  |
| 获利能力       |        |        |        |        |
| 净利率        | 24.1%  | 24.8%  | 22.0%  | 22.2%  |
| ROE        | 15.4%  | 17.6%  | 13.4%  | 12.9%  |
| 偿债能力       |        |        |        |        |
| 资产负债率      | 37.7%  | 36.6%  | 35.3%  | 33.3%  |
| 净负债比率      | 66.57% | 66.15% | 68.16% | 68.61% |
| 流动比率       | 2.16   | 2.36   | 2.65   | 2.99   |
| 总资产周转率     | 0.41   | 0.42   | 0.36   | 0.35   |
| 应收账款周转率    | 16     | 17     | 15     | 16     |
| 应付账款周转率    | 4.69   | 5.00   | 4.18   | 4.36   |
| 每股指标 (元)   |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.99   | 1.34   | 1.18   | 1.31   |
| EV/EBITDA  | 9      | 8      | 9      | 8      |

## 分析师承诺

**王帅：煤炭行业首席分析师**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

#### **免责声明**

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

#### **东方证券研究所**

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**寿岚

**电话：**021-63325888\*6054

**传真：**021-63326786

**网址：**[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[shoulan@orientsec.com.cn](mailto:shoulan@orientsec.com.cn)