

卢平 86-10-88087949
 luping@cmschina.com.cn
 王培培 86-10-88086945
 wangpp@cmschina.com.cn

2009年3月29日

中煤能源 (601898.SH)/8.83元

煤炭成本增加和投资中国远洋亏损影响业绩增幅

能源·煤炭

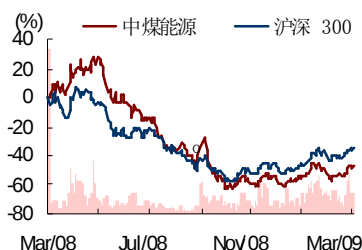
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2362
总股本(万股)	1325866
已上市流通股(万股)	152533
总市值(亿元)	1171
流通市值(亿元)	135
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	12.1
资产负债率	28.0%
主要股东	中煤能源集团公司
主要股东持股比例	57.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	-27	-47
相对表现	-2	-37	-10



相关报告

- 1、《中煤能源—国内国际煤价上涨推动业绩大幅提升》2008/5/6
- 2、《内生性产能增长和煤化工项目将持续推升业绩—中煤能源投资价值分析报告》2008/2/1

08年公司实现归属母公司净利润68亿元,折每股收益0.51元,同比增长18%。煤价上涨是业绩增加的主要推动力,而成本大幅增加以及投资中国远洋A股亏损拖累公司业绩。维持审慎推荐投资评级。

- q **08年每股收益0.51元,同比增长18%,每股派息0.15元。**08年公司实现营业收入514.6亿元,营业利润96.8亿元,归属母公司净利润68.1亿元,折每股收益0.51元,同比增长18%。
- q **量价齐增推动煤炭业务盈利提高,实现分部利润103亿元,同比增长68%,营业利润率27%,较07年增加4.7个百分点。**
 - ü **煤价上涨是主要推动力:**08年公司自产商品煤售价447元/吨,同比增加84元/吨(+23%),其中动力煤售价432元/吨,同比增长77元/吨(+22%),焦煤售价1011元/吨,同比增长337元/吨(+50%)。
 - ü **煤炭成本增幅较大:**自产煤销售成本从07年的164元/吨增加到198.19元,增幅21%,原煤单位生产成本从07年的93.64元/吨增加到114.8元/吨,增幅23%。
 - ü **煤炭销量稳步增长:**自产煤销量7410万吨,同比增长6.9%,其中,自产动力煤销售7216万吨,同比增长6.6%,焦煤销量194万吨,同比增长19%;买断贸易煤销量为541万吨,同比增长97%。
- q 焦化业务实现营业收入67.12亿元,同比增长51%,营业利润2.6亿元,同比增长42%,由于08年焦煤价格涨幅远高于焦炭价格涨幅,公司焦化业务营业利润率仅为3.9%,较07年下降0.2个百分点。煤机业务实现利润2.9亿元,同比增长5%,营业利润率6.9%,较07年下降1个百分点。
- q **安全费维简费会计政策调整增厚08年EPS约0.06元。**会计政策调整增加07年净利润6.94亿元(归属母公司6.15亿元),增加吨煤净利约7.2元,折每股收益0.05元;据此推算,会计政策调整增厚08年EPS约0.06元。
- q **中国远洋投资亏损影响每股收益0.08元。**08年公司公允价值变动损失14.06亿元,而上年同期为收益16.98亿元。本报告期公允价值变动损失主要是公司所持“中国远洋”A股股价下跌形成。
- q **盈利预测和投资评级:**我们预计公司09、10年EPS分别为0.59元和0.65元,分别同比增长17%和9.2%。按照目前股价计算,公司09年PE为15倍,处于行业平均水平,维持审慎推荐投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	36823	51465	59433	66417	84572
同比增长	30%	40%	15%	12%	27%
营业利润(百万元)	7044	9675	10740	11796	15823
同比增长	97%	37%	11%	10%	34%
净利润(百万元)	5171	6812	7872	8593	10471
同比增长	90%	32%	16%	9%	22%
每股收益(元)	0.44	0.51	0.59	0.65	0.79
PE	19.9	17.1	14.8	13.5	11.1
PB	3.3	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源:招商证券

附表 1: 煤矿、资源、产能

单位: 万吨	煤种	可采储量	核定产能	储采比 (年)
在产煤矿				
平朔矿区 (100%)		244600	7850	31
安太堡露天	气煤	13600	1600	9
安家岭露天	气煤	66900	1450	46
安家岭井工	气煤	16400	2000	8
安太堡井工	动力煤	49600	800	62
平朔东露天	动力煤	98100	2000	49
华晋焦煤 (50%)		72600	900	81
沙曲井工	炼焦煤	40700	300	136
王家岭井工	焦煤、瘦煤	31900	600	53
大屯矿区 (62.43%)		10000	770	13
姚桥矿	动力煤和 1/3 焦煤	14900	370	40
徐庄矿	动力煤和 1/3 焦煤	4700	150	31
龙东矿	动力煤和 1/3 焦煤	2200	120	18
孔庄矿	动力煤和 1/3 焦煤	3100	130	24
南梁矿区 (55%)		5000	80	63
南梁矿	动力煤	5000	80	63
募集资金建设煤矿				
鄂尔多斯矿区 (38.75%)		352450	2500	141
葫芦素	动力煤	172410	1200	144
门克庆	动力煤	80780	600	135
陕汉毛利	动力煤	99260	700	142
黑龙江矿区 (100%)		87900	1000	88
永庆 1 号矿井	褐煤	58300	500	117
永庆 2 号矿井	褐煤	29600	500	59
合计		772550	13100	59

资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 2: 分行业收入利润

单位: 万元	2004	2005	2006	2007	2008	08 年增长
主营业务收入						
煤炭产品	1330727	2106465	2167515	2699707	3829900	41.9%
焦化业务	206108	160350	206611	445112	671200	50.8%
煤矿装备制造业务	159745	201142	273883	352501	474000	34.5%
其它业务	113102	154781	232006	297033	332900	12.1%
主营业务利润						
煤炭产品	648403	878516	1006251	970678	1034200	67.9%
焦化业务	74143	25454	32010	121244	26000	42.1%
煤矿装备制造业务	24228	31671	51841	40889	29200	4.7%
其它业务	26450	13004	43568	29642		
毛利率						百分点增减
煤炭产品	48.7%	41.7%	46.4%	51.4%	50.9%	-0.5
焦化业务	36.0%	15.9%	15.5%	19.1%	19.3%	0.2
煤矿装备制造业务	15.2%	15.7%	18.9%	19.6%	18.4%	-1.2
其它业务	23.4%	8.4%	18.8%	10.0%	0.9%	-9.1

资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 3: 煤炭业务

	2004	2005	2006	2007	2008
煤炭产量 (万吨)	3973	5012	6649	8327	10037
煤炭销量 (万吨)	8010	9220	8845	8516	8870
煤炭销售价格 (元/吨)	166	228	330	363	447
煤炭业务成本 (元/吨)	85	133	131	154	198
煤炭业务毛利率	48.7%	41.7%	46.4%	51.4%	54.8%

资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 4: 公司季度盈利情况

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	QOQ	YOY(Q)	07A	08A	YOY
营业收入 (万元)	807233	885755	1041755	868625	1125623	1535168	1556923	928780	-40.3%	6.9%	3603368	5146493	43%
营业成本 (万元)	460441	498806	600109	406377	641072	876340	978227	488407	-50.1%	20.2%	1965733	2984045	52%
毛利	346792	386949	441647	462247	484551	658828	578696	440374	-23.9%	-4.7%	1637635	2162448	32%
营业税金及附加	12494	15576	16825	20779	17530	41122	32506	33745	3.8%	62.4%	65673	124903	90%
销售费用	152033	165653	191162	165850	160414	219102	174642	164622	-5.7%	-0.7%	674698	718781	7%
管理费用	40874	69734	51642	62263	47363	82721	67305	60282	-10.4%	-3.2%	224513	257670	15%
财务费用	20144	6593	22430	23352	-7017	-12638	-21452	-11404	-46.8%	-148.8%	72519	-52511	-172%
资产减值损失	23	6100	-2383	4483	1369	-1293	-818	22186		394.9%	8223	21444	161%
公允价值变动收益	7755	52248	106023	3811	-64160	-27480	-18785	-30215	60.8%	-892.9%	169837	-140640	-183%
投资收益	1766	-1013	4491	13346	2568	739	4194	8506	102.8%	-36.3%	18590	16007	-14%
营业利润	130745	174539	272468	202684	192005	314368	311922	149233	-52.2%	-26.4%	780436	967528	24%
营业外收入	1033	3968	85	9238	3202	21965	5514	6760	22.6%	-26.8%	14324	37442	161%
营业外支出	120	360	809	2749	686	1108	619	5333	762.0%	94.0%	4038	7745	92%
利润总额	131658	178147	271743	209173	194521	335316	316727	150661	-52.4%	-28.0%	790721	997224	26%
所得税费用	24801	40815	76016	34175	38781	82520	72634	38244	-47.3%	11.9%	175807	232179	32%
净利润	106857	137333	195728	174998	155739	252796	244093	112417	-53.9%	-35.8%	614915	765045	24%
归属母公司净利润	103754	124054	196549	154316	140983	213804	218925	107475	-50.9%	-30.4%	578673	681186	18%
少数股东损益	3103	13278	-821	20681	14756	38993	25168	4942	-80.4%	-76.1%	36241	83859	131%
股本	1325866	1325866	1325866	1325866	1325866	1325866	1325866	1325866			1325866	1325866	
每股收益	0.08	0.09	0.15	0.12	0.11	0.16	0.17	0.08	-50.9%	-30.4%	0.44	0.51	18%
毛利率	43.0%	43.7%	42.4%	53.2%	43.0%	42.9%	37.2%	47.4%	10.2%	-5.8%	45.4%	42.0%	-3.4%
税金及附加率	1.5%	1.8%	1.6%	2.4%	1.6%	2.7%	2.1%	3.6%	1.5%	1.2%	1.8%	2.4%	0.6%
销售费率	18.8%	18.7%	18.4%	19.1%	14.3%	14.3%	11.2%	17.7%	6.5%	-1.4%	18.7%	14.0%	-4.8%
管理费用	5.1%	7.9%	5.0%	7.2%	4.2%	5.4%	4.3%	6.5%	2.2%	-0.7%	6.2%	5.0%	-1.2%
期间费用率	26.4%	27.3%	25.5%	28.9%	17.8%	18.8%	14.2%	23.0%	8.8%	-6.0%	27.0%	18.0%	-9.0%
营业利润率	16.2%	19.7%	26.2%	23.3%	17.1%	20.5%	20.0%	16.1%	-4.0%	-7.3%	21.7%	18.8%	-2.9%
所得税率	3.1%	4.6%	7.3%	3.9%	3.4%	5.4%	4.7%	4.1%	-0.5%	0.2%	4.9%	4.5%	-0.4%
销售净利率	13.2%	15.5%	18.8%	20.1%	13.8%	16.5%	15.7%	12.1%	-3.6%	-8.0%	17.1%	14.9%	-2.2%

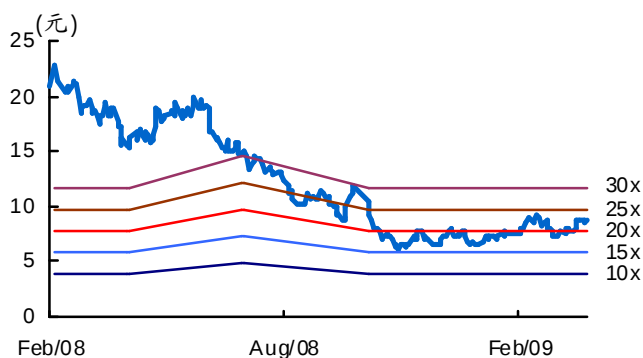
资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 5: 重点上市公司盈利预测

	股价 (元)	EPS (元)				PE (×)				每股净 资产 (元)	PB (×)
		07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E		
炼焦煤类											
金牛能源	21.34	0.73	2.49	1.39	1.52	29.2	8.6	15.4	14.0	6.3	3.4
西山煤电	17.20	0.43	1.52	0.92	1.28	40.0	11.3	18.7	13.4	3.1	5.6
平煤股份	19.97	1.02	2.07	1.51	2.00	19.6	9.6	13.2	10.0	6.3	3.2
盘江股份	16.57	0.16	1.11	1.51	1.63	103.6	14.9	11.0	10.2	3.1	5.4
喷吹煤类											
国阳新能	19.17	0.52	1.46	1.18	1.22	37.2	13.1	16.2	15.7	4.2	4.6
潞安环能	23.85	0.85	2.48	1.98	2.18	28.0	9.6	12.0	15.7	5.3	4.5
动力煤类											
中国神华	20.69	0.99	1.34	1.41	1.45	20.8	15.4	14.7	14.3	7.4	2.8
国投新集	11.21	0.22	0.64	0.81	1.04	51.0	17.5	13.8	10.8	3.0	3.7
恒源煤电	21.81	1.07	1.24	1.44	1.85	20.4	17.6	15.1	11.8	8.0	2.7
中煤能源	8.78	0.39	0.51	0.59	0.65	22.5	16.9	14.9	13.5	4.7	1.9
兖州煤业	12.71	0.55	1.16	1.12	1.25	23.1	11.0	11.4	10.2	5.0	2.5
大同煤业	17.59	0.55	1.83	1.01	1.04	31.9	9.6	17.4	16.9	5.8	3.0
转型类											
神火股份	25.10	1.64	2.46	1.48	2.05	15.3	10.2	17.0	12.3	5.6	4.5
兰花科创	22.63	1.01	2.45	2.01	2.06	22.5	9.2	11.3	11.0	7.7	2.9
开滦股份	20.28	1.10	1.34	1.17	1.38	18.4	15.1	17.3	14.7	7.3	2.8
A 股平均	18.59	0.75	1.61	1.30	1.51	32.2	12.7	14.6	12.3	5.5	3.6

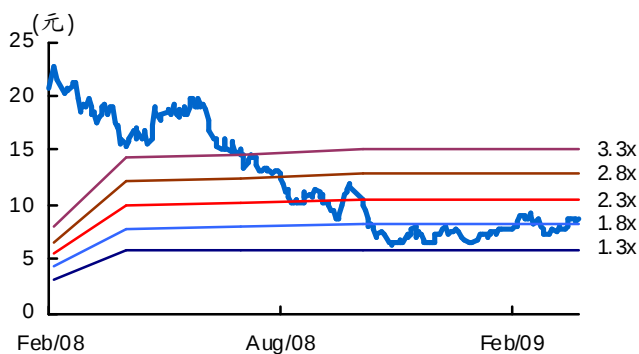
数据来源: 招商证券研发整理

图 1: 中煤能源历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 中煤能源历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

hu

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	23201	51019	45744	36690	34016
现金	10740	37389	29081	18590	11012
交易性投资	2038	300	879	686	750
应收票据	946	1124	1374	1507	1931
应收款项	3427	4458	5276	5849	7468
其它应收款	483	813	1745	1803	2330
存货	3432	4171	5342	5803	7473
其他	2136	2764	2046	2452	3052
非流动资产	34759	43660	56295	70595	83277
长期股权投资	1671	2586	2281	2383	2349
固定资产	16890	21913	37275	52260	66292
无形资产	9605	9677	9355	9043	8741
其他	6593	9483	7384	6909	5895
资产总计	57959	94679	102039	107285	117293
流动负债	10623	12893	16217	17162	20338
短期借款	316	268	200	100	50
应付账款	4666	6072	7588	8309	10671
预收账款	1320	1524	1990	2148	2772
其他	4321	5029	6440	6605	6845
长期负债	13101	13658	11882	9808	7832
长期借款	8963	10194	8194	6194	4194
其他	4137	3464	3689	3614	3639
负债合计	23724	26551	28100	26970	28170
股本	14705	38032	38032	38032	38032
资本公积金	338	3480	0	0	0
留存收益	4561	12178	17688	23703	31032
少数股东权益	3236	4659	4960	5322	6800
母公司所有者权益	19604	53689	55720	61735	69064
负债及权益合计	57959	94679	102039	107285	117293

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	5171	6812	7872	8593	10471
净利润		0	3292	4803	6245
折旧摊销		0	(641)	(732)	(573)
财务费用		0	(105)	(105)	(105)
投资收益		0	(542)	(586)	(1614)
营运资金变动		0	192	453	1486
其它	(13690)	(30965)	(16529)	(18957)	(19014)
投资活动现金流	0	0	(16400)	(19000)	(19000)
资本支出	0	0	(129)	43	(14)
其他投资	(4624)	24728	(1646)	(3959)	(4474)
筹资活动现金流	0	0	(587)	(2100)	(2050)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	(2362)	(2578)	(3141)
股利分配	0	0	1302	719	717
其他	(13293)	3739	(8308)	(10491)	(7578)
现金净增加额	5171	6812	7872	8593	10471

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	36823	51465	59433	66417	84572
营业成本	20990	29840	36176	40014	51216
营业税金及附加	657	1249	1445	1652	2377
营业费用	6846	7188	8987	10362	11702
管理费用	2261	2577	2967	3366	4067
财务费用	735	(525)	(641)	(732)	(573)
资产减值损失	82	214	65	65	65
公允价值变动收益	1698	(1406)	200	0	0
投资收益	94	160	105	105	105
营业利润	7044	9675	10740	11796	15823
营业外收入	144	374	133	133	133
营业外支出	41	77	24	24	24
利润总额	7147	9972	10849	11905	15932
所得税	1692	2322	2676	2951	3983
净利润	5455	7650	8173	8954	11949
少数股东损益	284	839	301	361	1478
母公司所有者净利润	5171	6812	7872	8593	10471
EPS (元)	0.44	0.51	0.59	0.65	0.79

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	30%	40%	15%	12%	27%
营业利润	97%	37%	11%	10%	34%
净利润	90%	32%	16%	9%	22%
获利能力					
毛利率	43.0%	42.0%	39.1%	39.8%	39.4%
净利率	14.0%	13.2%	13.2%	12.9%	12.4%
ROE	16.7%	10.7%	11.4%	11.5%	12.7%
ROIC	13.4%	8.9%	9.0%	9.4%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	40.9%	28.0%	27.5%	25.1%	24.0%
净负债比率	17.2%	11.6%	10.2%	7.7%	5.3%
流动比率	2.2	4.0	2.8	2.1	1.7
速动比率	1.9	3.6	2.5	1.8	1.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
存货周转率	12.5	13.5	12.5	11.9	12.7
应收帐款周转率	12.7	13.1	12.2	11.9	12.7
应付帐款周转率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
每股资料(元)					
每股收益	0.44	0.51	0.59	0.65	0.79
每股经营现金	0.43	0.75	0.74	0.94	1.20
每股净资产	2.64	4.79	5.20	5.66	6.21
每股股利	0.14	1.14	0.18	0.19	0.24
估值比率					
PE	19.9	17.1	14.8	13.5	11.1
PB	3.3	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.0	8.8	7.1	6.0	4.4

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007年7月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。