

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

2009年8月4日

金牛能源(000937.SZ)/48.23元

炼焦煤提价业绩弹性最大的煤炭公司

能源·煤炭

目标估值: 60元

强烈推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	3471
总股本(万股)	78795
已上市流通股(万股)	78795
总市值(亿元)	380
流通市值(亿元)	380
每股净资产(MRQ)	7.8
ROE(TTM)	28.4
资产负债率	47.9%
主要股东	河北金牛能源集团有
主要股东持股比例	57.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	148	34
相对表现	6	68	1



相关报告

- 1、《煤炭行业关于安全费、维简费会计处理变更的影响分析》2008/1/9
- 2、《金牛能源-每股产能较高的资产注入增厚盈利》2008/12/12
- 3、《金牛能源-季报业绩超预期,但炼焦煤价格面临下滑压力》2008/10/29
- 4、《资产注入专题报告-产业资本PK金融资本》2008/12/23

上半年实现每股收益 0.74 元,同比下降 28%,主要是煤炭业务由于量价下跌、成本上涨,盈利能力下降。焦煤提价将支撑公司下半年业绩环比增长。按照煤炭行业 09 年 30 倍 PE 估值,目标位 60 元。公司整体上市即将完成,炼焦煤提价业绩弹性最大(提价 100 元/吨增厚业绩高达 26%),继续维持强烈推荐评级。

- 上半年实现每股收益 0.74 元,同比下降 28%。09 年 1-6 月,公司完成营业收入 48.8 亿元,同比上涨 9%,归属母公司净利润 5.8 亿元,折每股收益 0.74 元,同比下降 28%,好于此前公告的 0.67 元。二季度每股收益 0.28 元,环比下降较多,主要是二季度洗精煤价格下降,会计政策调整影响(大约 0.11 元)以及迁村费支付较多。
- 煤炭业务仍是公司收入的主要来源,化工业务占比上涨明显。上半年煤炭业务实现收入 3.2 亿元,在总收入中占比约为 66%,同比下降 8 个百分点;化工业务实现收入 6.4 亿元,占比 13%,同比增加 9 个百分点。
- 量价下跌、成本上涨,煤炭业务毛利率同比下降 3.8 个百分点。
 - ✓ 上半年公司生产原煤 633.1 万吨,同比增加 3.4%,精煤 271 万吨,同比增加 3.2%,商品煤销量 511 万吨,同比下降 1.1%。
 - ✓ 煤炭产品综合售价 630.3 元/吨,同比减少 31.3 元/吨(-4.7%)。
 - ✓ 煤炭成本上涨明显:成本合计 1.8 亿元,同比上涨 1%,单位成本 357 元/吨,同比上涨 2.1%。主要是迁村费和工资上涨所致。
 - ✓ 煤炭业务实现毛利 14 亿元,同比减少 2.1 亿元(-13.3%),毛利率 43.4%,同比下降 3.8 个百分点。
- 价格增幅大于成本增幅,化工业务毛利率同比上升 12.9 个百分点。上半年,化工业务实现收入 6.4 亿元,同比增长 286%,成本 5.1 亿元,同比增长 233%,毛利 1.2 亿元,较去年同期上涨 10 倍,毛利率 19.3%,同比上升 12.9 个百分点。
- 盈利预测:随着宏观经济持续转好,钢铁行业强劲复苏,7、8 月份公司炼焦煤连续两次提价,未来仍然存在提价预期,加之整体上市增厚业绩大约 20%,我们预计 09-10 年公司 EPS 分别为 1.95 元和 2.28 元,同比增长 -22%和 17%。
- 估值和投资评级:按照煤炭行业 09 年 30 倍 PE 估值,目标位 60 元。公司整体上市即将完成,炼焦煤提价业绩弹性最大(提价 100 元/吨增厚业绩高达 26%),我们继续维持强烈推荐评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	5302	9276	17048	19081	19345
同比增长	36%	75%	84%	12%	1%
营业利润(百万元)	848	2804	3062	3623	3771
同比增长	31%	231%	9%	18%	4%
净利润(百万元)	571	1964	2251	2642	2739
同比增长	18%	244%	15%	17%	4%
每股收益(元)	0.72	2.49	1.95	2.28	2.37
PE	66.5	19.3	24.8	21.1	20.4
PB	10.5	6.8	4.5	4.0	3.5

资料来源:招商证券

附表 1: 煤矿、资源、产能

单位: 万吨	股权	煤种	地质储量(亿吨)	可采储量(亿吨)	核定产能(万吨)	储采比(年)	备注
本部既有煤矿					991		
东庞矿井		1/3 焦煤	5.29	1.01	280	36	
邢东矿井		1/3 焦煤	2.66	0.58	116	50	
葛泉矿井		1/3 焦煤、无烟煤	1.45	0.23	125	18	
章村矿井		无烟煤	0.61	0.11	120	9	
显德汪矿井		贫煤	0.97	0.64	155	41	
邢台矿井		1/3 焦煤	4.42	0.33	195	17	
技改煤矿					165		
东庞矿升达井		1/3 焦煤			45		08 年底投产
段王煤化公司	40%	瘦煤和贫瘦煤	2.19	1.4	90	156	2010 年技改至 180 万吨
天泰煤业	80%	瘦煤和贫瘦煤		1.3	30	433	2010 年技改至 90 万吨
沽源煤矿	90%		3.3	1.4			
合计			20.89	7	1201		

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	200806	200906	同比
主营业务收入								
煤炭产品	214524	270464	298079	412362	754863	341842	322182	-6%
化工行业					71543	16507	63672	286%
商贸行业						45267	69515	54%
主营业务利润								
煤炭产品	94736	143277	129330	175526	442454	161171	139697	-13%
化工行业					-4213	1065	12298	1055%
商贸行业						439	372	0.03%
毛利率								
煤炭产品	44%	53%	43%	43%	59%	6%	43%	-4%
化工行业					-6%	1%	19%	13%
商贸行业							0.5%	-0.5%

资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 3: 煤炭业务

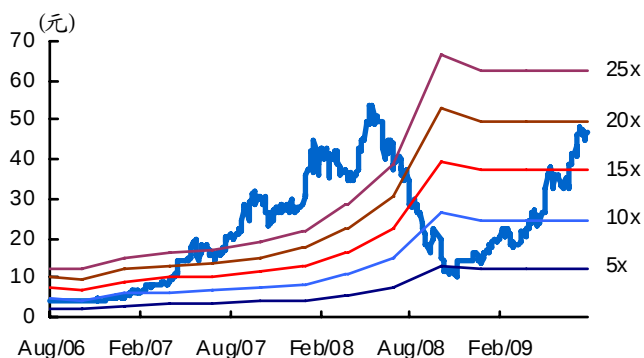
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	200806	200906	同比
煤炭产量(万吨)	743	593	733	760	855	1135	1166.87	613	633	3%
煤炭销量(万吨)	692	549	585	592	650	965	966.59	517	511	-1%
煤炭销售价格(元/吨)	200	219	367	465	458	427	780.95	662	630	-5%
煤炭业务成本(元/吨)	123	136	205	219	232	245	323.21	350	357	2%
吨煤净利(元/吨)	27.23	24.92	65.17	90	74.3	72.1	203.2	156	114	-27%
煤炭业务毛利率(%)		38	44	53	43	43	59	47	43	-4

资料来源: 公司数据、招商研发整理

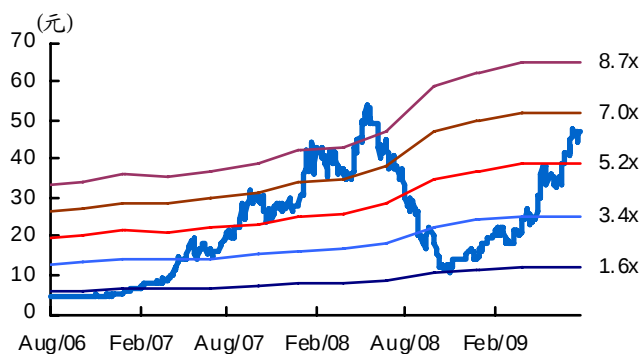
附表 4: 重点上市公司盈利预测

	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (×)			每股净资产 (元)	PB (×)
		08	09E	10E	08	09E	10E		
炼焦煤类									
金牛能源	48.23	2.49	1.95	2.28	19.4	24.7	21.2	7.1	6.8
西山煤电	42.53	1.44	1.10	1.68	29.5	38.7	25.3	4.2	10.1
平煤股份	38.07	2.48	1.60	1.81	15.4	23.8	21.0	6.9	5.5
盘江股份	35.91	1.08	1.15	1.50	33.3	31.2	23.9	5.3	6.8
喷吹煤类									
国阳新能	48.20	1.51	2.00	2.30	31.9	24.1	21.0	2.9	16.6
潞安环能	54.35	2.46	2.20	2.60	22.1	24.7	20.9	6.8	8.0
动力煤类									
中国神华	41.19	1.34	1.60	1.75	30.7	25.7	23.5	7.5	5.5
国投新集	21.30	0.65	0.69	0.93	32.8	30.9	22.9	3.1	7.0
恒源煤电	38.98	1.35	1.25	1.20	28.9	31.2	32.5	7.2	5.4
中煤能源	16.61	0.51	0.55	0.60	32.6	30.2	27.7	4.8	3.5
兖州煤业	23.29	1.32	0.60	0.78	17.6	38.8	29.9	4.6	5.1
大同煤业	50.48	2.25	2.00	2.29	22.4	25.2	22.0	5.9	8.6
转型类									
神火股份	32.70	2.46	1.00	1.60	13.3	32.7	20.4	5.9	5.5
兰花科创	43.76	2.45	2.00	2.20	17.9	21.9	19.9	7.7	5.7
开滦股份	27.14	0.67	0.70	0.80	40.5	38.8	33.9	3.7	7.3
A 股平均	37.52	1.63	1.34	1.59	25.9	29.8	23.6	5.6	7.2

数据来源: 招商证券研发整理

图 1: 金牛能源历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 金牛能源历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

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	2204	4228	6407	8718	10978
现金	648	830	711	2203	4434
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	878	1082	2267	2434	2502
应收款项	186	920	1328	1622	1598
其它应收款	76	89	1155	1372	1353
存货	168	371	757	885	882
其他	248	936	190	202	208
非流动资产	4047	6883	12537	12388	11682
长期股权投资	1	4	3	4	3
固定资产	3597	4764	9093	9054	8410
无形资产	89	277	1748	1690	1634
其他	360	1837	1693	1641	1635
资产总计	6250	11111	18944	21105	22660
流动负债	2312	3603	5356	6023	5976
短期借款	90	291	100	100	100
应付账款	583	1077	2305	2649	2655
预收账款	474	460	1229	1313	1349
其他	1164	1775	1722	1960	1872
长期负债	143	1248	657	373	117
长期借款	20	764	564	264	14
其他	123	484	94	109	104
负债合计	2454	4851	6013	6395	6093
股本	1050	1035	5192	5192	5192
资本公积金	380	873	0	0	0
留存收益	1793	3802	5918	7635	9415
少数股东权益	165	635	665	727	803
母公司所有者权益	3223	5710	11110	12827	14607
负债及权益合计	6250	11111	18944	21105	22660

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1371	2052	2682	3627	3841
净利润	571	1964	2251	2642	2739
折旧摊销	0	0	728	967	931
财务费用	0	0	202	179	127
投资收益	0	0	45	15	0
营运资金变动	0	0	(555)	(251)	(26)
其它	0	0	10	74	71
投资活动现金流	(1015)	(2183)	(6408)	(816)	(225)
资本支出	0	0	(6456)	(800)	(230)
其他投资	0	0	47	(16)	5
筹资活动现金流	(161)	276	3607	(1319)	(1386)
借款变动	0	0	(191)	(200)	(300)
普通股增加	0	0	368	0	0
资本公积增加	0	0	4157	0	0
股利分配	0	0	(136)	(925)	(959)
其他	0	0	(592)	(194)	(127)
现金净增加额	196	144	(119)	1492	2231

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	5302	9276	17048	19081	19345
营业成本	3360	4716	10968	12252	12396
营业税金及附加	85	130	230	255	259
营业费用	119	169	327	406	411
管理费用	831	1183	2195	2336	2366
财务费用	35	39	202	179	127
资产减值损失	22	235	18	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	0	(45)	(15)	0
营业利润	848	2804	3062	3623	3771
营业外收入	54	50	43	42	42
营业外支出	61	81	62	60	60
利润总额	841	2773	3043	3605	3753
所得税	255	777	761	901	938
净利润	586	1996	2282	2704	2815
少数股东损益	14	32	30	62	76
母公司所有者净利润	571	1964	2251	2642	2739
EPS (元)	0.72	2.49	1.95	2.28	2.37

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	36%	75%	84%	12%	1%
营业利润	31%	231%	9%	18%	4%
净利润	18%	244%	15%	17%	4%
获利能力					
毛利率	36.6%	49.2%	35.7%	35.8%	35.9%
净利率	10.8%	21.2%	13.2%	13.8%	14.2%
ROE	15.7%	34.9%	18.4%	18.9%	17.4%
ROIC	15.7%	28.0%	17.7%	18.5%	17.3%
偿债能力					
资产负债率	39.3%	43.7%	31.7%	30.3%	26.9%
净负债比率	1.8%	9.5%	4.6%	3.1%	1.6%
流动比率	1.0	1.2	1.2	1.4	1.8
速动比率	0.9	1.1	1.1	1.3	1.7
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	35.0	34.4	30.2	23.2	21.9
应收帐款周转率	23.6	16.8	15.2	12.9	12.0
应付帐款周转率	1.5	1.4	1.6	1.2	1.2
每股资料(元)					
每股收益	0.72	2.49	1.95	2.28	2.37
每股经营现金	1.74	2.60	2.32	3.14	3.32
每股净资产	4.61	7.14	10.61	12.09	13.63
每股股利	0.14	1.14	0.12	0.80	0.83
估值比率					
PE	66.5	19.3	24.8	21.1	20.4
PB	10.5	6.8	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	36.4	13.0	11.0	9.2	9.1

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 2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名。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。

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

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 $\pm 5\%$ 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。