

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

2009年8月15日

中煤能源(601898.SH)/13.53元

公允价值变动损益巨幅减亏抵消主营业务下滑

能源·煤炭

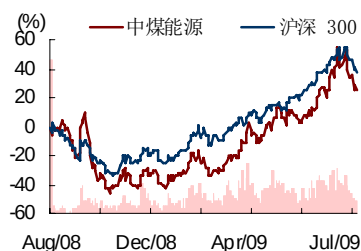
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3047
总股本(万股)	1325866
已上市流通股(万股)	151782
总市值(亿元)	1794
流通市值(亿元)	205
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	10.3
资产负债率	28.8%
主要股东	中国中煤能源集团
主要股东持股比例	57.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	59	25
相对表现	-2	16	-16



相关报告

- 1、《中煤能源—煤炭成本增加和投资中国远洋亏损影响业绩增幅》2009/3/30
- 2、《中煤能源—国内国际煤价上涨推动业绩大幅提升》2008/5/6
- 3、《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

上半年实现每股收益 0.27 元，与去年同期基本持平。公司的主要业务表现欠佳，但公允价值变动损益从巨亏到微亏抵消了其他业务的下滑。下半年主营业务的盈利将有所好转，全年业绩预期小幅增长，维持审慎推荐的投资评级。

- **实现每股收益 0.27 元，与去年同期基本持平。**公司实现营业收入和营业利润分别为 227.6 亿元和 48.6 亿元，同比增长-11.8%和-4.1%，归属母公司净利润 35.3 亿元，折每股收益 0.27 元，同比基本持平。会计政策调整减少 EPS 约 0.05 元，我们测算 Q1、Q2 的 EPS 分别为 0.12 元和 0.15 元。在主要业务同比下滑的情况下，主要是公允价值变动损益保证利润基本持平
- **占利润总额的 82%煤炭业务实现利润 40.4 亿元，同比下降 19%。**
 - ✓ 上半年煤炭销量 4113 万吨，同比减少 488 万吨（-10.6%），实现收入 173.5 亿元，毛利 83 亿元，同比下降 13.9%，营业利润 39.8 亿元，同比下降 16%，毛利率 47.9%，同比减少 3.8 个百分点。我们测算煤炭业务实现每股收益大约 0.22 元。
 - ✓ **自产煤销量和价格同比下降。**自产煤销量 3670 万吨，同比下降 124 万吨（-3.8%），煤炭综合售价为 423 元/吨，同比下降 23 元/吨（-5.4%）。动力煤售价 415 元/吨，同比下降 14 元/吨（-3.5%）。
- **煤焦化业务微亏，主要是焦炭销量、价格大幅下跌所致。**焦化业务实现收入 13.9 亿元，同比下降 63%，营业利润从去年同期的 5.2 亿元到今年亏 0.15 亿元。上半年公司销售焦炭 98 万吨，同比减少 52%，焦炭平均售价 1354 元/吨，同比下降 36%。
- **占比较小的煤机业务盈利能力大幅提升。**上半年实现收入 28.5 亿元，同比增长 25%，利润总额约 2.2 亿元，同比增长 29%，净利润 2 亿元，折每股收益 0.02 元，同比增长 28%。
- **公允价值变动损益大幅减亏增厚业绩。**公允价值变动损益为亏损 0.01 亿元，但较去年同期的巨额亏损增加 9.2 亿元，相当于增厚每股收益 0.05 元。
- **盈利预测和投资评级：**公司下半年的产量高于上半年（5 月份之后煤炭产量从月度 800 多万吨跃升至 1000 万吨以上），焦炭也开始从亏损步入盈利。预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.59 元、0.65 元和 0.79 元，分别同比增长 16%、9%和 22%。目前公司 09 年动态 PE 为 23 倍，维持审慎推荐的投资评级。

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	30.0	25.7	22.2	20.4	16.7
PB	5.0	2.8	2.5	2.3	2.1

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	200806	200906	同比
主营业务收入								
煤炭产品	1330727	2106465	2167515	2699707	3829900	1866549	1735688	-7.0%
焦化业务	206108	160350	206611	445112	671200	378052	139486	-63.1%
煤矿装备制造业务	159745	201142	273883	352501	474000	224153	280288	25.0%
其它业务	113102	154781	232006	297033	332900	162945	176891	8.6%
主营业务利润								
煤炭产品	648403	878516	1006251	970678	1034200	965441	831289	-13.9%
焦化业务	74143	25454	32010	121244	26000	104033	15541	-85.1%
煤矿装备制造业务	24228	31671	51841	40889	29200	40889	57683	41.1%
其它业务	26450	13004	43568	29642		5162	12946	150.8%
毛利率								
煤炭产品	48.7%	41.7%	46.4%	51.4%	50.9%	51.7%	47.9%	-3.8%
焦化业务	36.0%	15.9%	15.5%	19.1%	19.3%	27.5%	11.1%	-16.4%
煤矿装备制造业务	15.2%	15.7%	18.9%	19.6%	18.4%	18.2%	20.6%	2.3%
其它业务	23.4%	8.4%	18.8%	10.0%	0.9%	3.2%	7.3%	4.2%

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	200806	200906	同比
煤炭产量 (万吨)	3973	5012	6649	8327	10037	4998	5267	5.4%
煤炭销量 (万吨)	8010	9220	8845	8516	8870	4601	4113	-10.6%
煤炭销售价格 (元/吨)	166	228	330	363	447	406	422	4.0%
煤炭业务成本 (元/吨)	85	133	131	154	198	196	220	12.3%
煤炭业务毛利率	48.7%	41.7%	46.4%	51.4%	54.8%	51.7%	47.9%	-3.8%

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

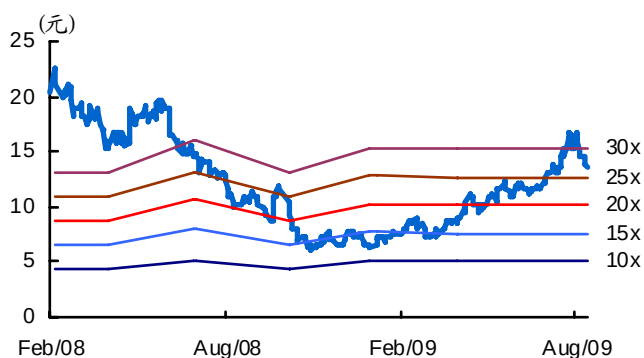
(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业收入	10955	15653	15569	9288	9963	12801
营业毛利	5363	6070	5787	4404	4226	4977
营业费用	1579	2217	1746	1646	1528	1916
管理费用	468	833	673	603	571	530
财务费用	61	(258)	(215)	(114)	(465)	854
投资收益	68	(35)	42	85	175	2
营业利润	2521	2543	3119	1492	2592	2264
归属母公司净利润	1930	1618	2189	1075	1860	1671
EPS (元)	0.15	0.12	0.17	0.08	0.14	0.13
主要比率						
毛利率	49.0%	38.8%	37.2%	47.4%	42.4%	38.9%
营业费用率	14.4%	14.2%	11.2%	17.7%	15.3%	15.0%
管理费用率	4.3%	5.3%	4.3%	6.5%	5.7%	4.1%
营业利润率	23.0%	16.2%	20.0%	16.1%	26.0%	17.7%
有效税率	4.3%	4.8%	4.7%	4.1%	6.9%	4.1%
净利率	19.0%	12.8%	15.7%	12.1%	19.5%	14.0%
YoY						
收入	207%	454%	6394%	-27%	38%	-74%
归属母公司净利润	86%	30%	11%	-30%	-4%	3%

资料来源: 公司数据、招商研发整理

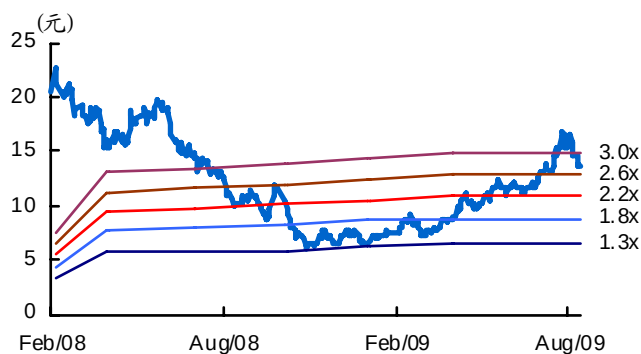
附表 5: 重点上市公司盈利预测

	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (×)			每股净资产 (元)	PB (×)
		08	09E	10E	08	09E	10E		
炼焦煤类									
金牛能源	39.12	2.49	1.95	2.28	15.7	20.1	17.2	7.8	5.0
西山煤电	37.00	1.44	1.11	1.78	25.7	33.3	20.8	3.9	9.6
平煤股份	31.89	2.48	1.60	1.81	12.9	19.9	17.6	6.9	4.6
盘江股份	28.51	1.08	1.15	1.50	26.4	24.8	19.0	5.3	5.4
喷吹煤类									
国阳新能	41.64	1.51	2.00	2.30	27.6	20.8	18.1	2.9	14.4
潞安环能	46.36	2.46	2.20	2.60	18.8	21.1	17.8	6.8	6.8
动力煤类									
中国神华	34.03	1.34	1.60	1.75	25.4	21.3	19.4	7.5	4.5
国投新集	17.15	0.65	0.69	0.93	26.4	24.9	18.4	3.1	5.6
恒源煤电	32.18	1.35	1.25	1.20	23.8	25.7	26.8	7.2	4.5
中煤能源	13.53	0.51	0.59	0.65	26.5	22.9	20.8	5.0	2.7
兖州煤业	20.72	1.32	0.60	0.78	15.7	34.5	26.6	4.6	4.5
大同煤业	42.71	2.25	2.00	2.29	19.0	21.4	18.7	5.9	7.2
转型类									
神火股份	27.51	2.46	1.00	1.60	11.2	27.5	17.2	4.1	6.7
兰花科创	39.89	2.45	2.10	2.16	16.3	19.0	18.5	8.2	4.9
开滦股份	23.23	0.67	0.70	0.80	34.7	33.2	29.0	3.7	6.3
A 股平均	31.70	1.63	1.37	1.63	21.7	24.7	19.5	5.5	6.2

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

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	5020	9976	9868	12425	15910
净利润	5171	6812	7872	8593	10471
折旧摊销		0	3292	4803	6245
财务费用		0	(641)	(732)	(573)
投资收益		0	(105)	(105)	(105)
营运资金变动		0	(542)	(586)	(1614)
其它		0	192	453	1486
投资活动现金流	(13690)	(30965)	(16529)	(18957)	(19014)
资本支出	0	0	(16400)	(19000)	(19000)
其他投资	0	0	(129)	43	(14)
筹资活动现金流	(4624)	24728	(1646)	(3959)	(4474)
借款变动	0	0	(587)	(2100)	(2050)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(2362)	(2578)	(3141)
其他	0	0	1302	719	717
现金净增加额	(13293)	3739	(8308)	(10491)	(7578)

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	30.7	26.3	22.8	20.9	17.1
PB	5.1	2.8	2.6	2.4	2.2
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，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±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。