

业绩略低于预期，成长性依然值得看好

研究结论

- 2009 年上半年主营业务收入、营业利润、归属于母公司股东净利润分别为 45.4 亿元、12.6 亿元、7.3 亿元，分别同比增长 13.7%、6.7%、28%，每股收益 0.87 元，其中塔山矿贡献每股收益 0.25 元。总体看，公司业绩略低于预期，主因在于煤价低于预期以及安全费用会计政策调整等因素导致成本大幅增加。
- 公司上半年煤炭产销量平稳增长，增量来自塔山矿产能的释放。1—6 月份，原煤产、销量分别为 1279 万吨、1054 万吨，分别同比增长 19.6%、15%，其中，公司控股 51% 的塔山矿产销量分别为 789 万吨、558 万吨，分别同比增长 39.4%、38.2%。
- 上半年煤炭平均售价较低是业绩低于预期的原因之一。1—6 月份煤炭平均售价为 426.1 元/吨，较去年同期下降 1.8%，较 2008 年全年均价下降 11.55%。其中，原有 4 矿和塔山矿平均售价分别为 478.4 元/吨、379.6 元/吨，分别同比增长 3.2% 和下降 24.7%，可以据此推断出塔山矿销售主要以现货为主。同时值得指出的是，上半年均价也远低于我们根据一季报推算的一季度平均 490 元/吨左右的售价，我们认为，第二季售价的下降主要受现货价格回落影响较大。
- 上半年成本增加幅度较大是业绩低于预期的第二个原因。1—6 月份公司平均生产成本为 205.5 元/吨，较 2008 年全年增加 34.7 元/吨，增长 20.3%，其中原有 4 矿和塔山矿平均生产成本分别为 245.5 元/吨、169.9 元/吨，分别同比增长 10.9%、61%。
- 公司 2009 年煤炭产量有望达到 2500 万吨左右，500 万吨增量主要来自塔山矿产能释放；对于下半年煤价，虽然淡季因素导致煤价下滑压力较大，但需求的逐步恢复使得下滑幅度有限，总体看下半年煤价将略低于上半年，公司下半年业绩将略低于上半年。
- 尽管上半年业绩低于预期，但公司未来成长性依然值得看好：塔山矿未来有望进一步扩产 500 万吨至 2000 万吨/年；内蒙华富（120 万吨/年）、召富煤矿（120 万吨/年）有望于 2010 年投产；色连煤矿（500 万吨/年）有望在 2010 年之后投产；同煤集团目前产量超过 1 亿吨，且有多个在建及拟建矿井，同时同煤集团资源整合能力强大，这使得公司获得集团资产注入的空间非常广阔。不考虑集团资产注入，预计 2009—2011 年 EPS 分别为 1.66 元、1.91 元、2.04 元，我们维持公司“增持”投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王帅

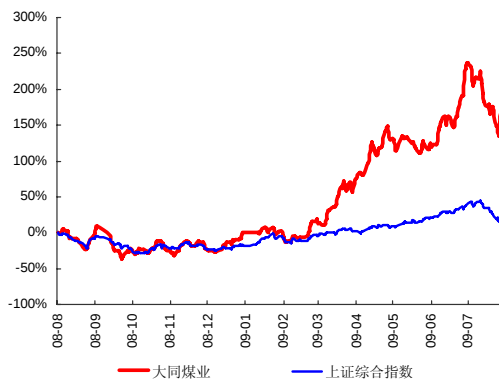
煤炭行业首席分析师

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 8 月 22 日)	41.83 元
目标价格 (12 个月)	43.84 元
总股本/A 股 (万股)	83658/83658
A 股市值 (亿元)	350 亿元
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告日期	2009 年 8 月 24 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-20	18	170
相对表现 (%)	-8	5	150

资料来源: WIND

财务预测

	2008 A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万)	8395	8325	9296	9840
营业利润 (百万)	3608	2548	2838	2935
净利润 (百万)	2005	1385	1595	1708
每股收益 (元)	2.40	1.66	1.91	2.04
净资产收益率 (%)	35.1	20.7	19.9	18.2
市盈率 (X)	17.5	25.3	21.9	20.5

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。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	6458	7599	9255	10838
现金	4909	5933	7269	8814
应收账款	180	168	187	204
其它应收款	921	918	1189	1141
预付账款	55	74	68	82
存货	385	495	534	587
非流动资产	4922	6334	7559	8120
长期投资	4	6	5	5
固定资产	3792	4828	5625	5861
无形资产	104	127	150	173
其他	1022	1373	1778	2081
资产总计	11380	13933	16813	18958
流动负债	2634	2961	3111	3230
短期借款	398	398	398	398
应付账款	793	968	1049	1170
非流动负债	1864	2699	3713	3992
长期借款	1641	2441	3441	3741
负债合计	4498	5660	6824	7222
少数股东权益	1166	1572	1971	2329
股本	837	837	837	837
资本公积	1877	1877	1877	1877
留存收益	3002	3986	5304	6693
归属母公司股东权益	5716	6700	8018	9407
负债和股东权益	11380	13933	16813	18958
经营活动现金流	2847	2444	2378	2751
净利润	2703	1791	1994	2066
折旧摊销	238	320	405	468
财务费用	85	88	135	157
营运资金变动	-314	261	-182	32
投资活动现金流	-1427	-1731	-1630	-1029
资本支出	1400	1700	1600	1000
长期投资	-2	1	-0	-0
筹资活动现金流	277	311	588	-176
短期借款	0	0	0	0
长期借款	500	800	1000	300
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
现金净增加额	1698	1024	1336	1545

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8395	8325	9296	9840
营业成本	3005	3936	4368	4680
营业税金及附加	167	170	188	198
营业费用	1108	1249	1394	1476
管理费用	420	333	372	394
财务费用	85	88	135	157
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	3608	2548	2838	2935
营业外收入	27	20	20	20
营业外支出	36	180	200	200
利润总额	3599	2388	2658	2755
所得税	896	597	665	689
净利润	2703	1791	1994	2066
少数股东损益	698	406	399	358
归属母公司净利润	2005	1385	1595	1708
EPS (元)	2.40	1.66	1.91	2.04
主要财务比率				
会计年度	2008E	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	64.3%	-0.8%	11.7%	5.9%
营业利润	318.0%	-29.4%	11.4%	3.4%
归属于母公司净利润	301.5%	-30.9%	15.1%	7.1%
毛利率	64.2%	52.7%	53.0%	52.4%
ROE	35.1%	20.7%	19.9%	18.2%
偿债能力				
资产负债率	39.5%	40.6%	40.6%	38.1%
净负债比率	47.32%	51.74%	57.57%	58.55%
速动比率	2.29	2.38	2.78	3.15
总资产周转率	0.86	0.66	0.60	0.55
应收账款周转率	30	24	26	25
应付账款周转率	4.38	4.47	4.33	4.22
每股收益(最新摊薄)	2.40	1.66	1.91	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	3.40	2.92	2.84	3.29
每股净资产(最新摊薄)	6.83	8.01	9.58	11.24
P/E	17.5	25.3	21.9	20.5
P/B	6.12	5.22	4.37	3.72
EV/EBITDA	9	11	10	10

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*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn