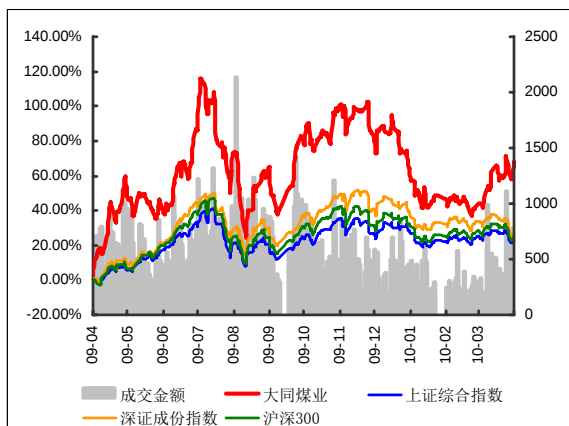


评级：谨慎推荐（维持）

2010 年 3 月 31 日

期待资产注入迈出步伐

----2009 年年报及季报点评



市场数据： 2010 年 4 月 21 日

行业分类： 煤炭行业

年内最低价/最高价： 32.96/40.81

上证指数： 3033.28

深证成指： 11766.80

沪深 300： 3236.68

研究员：于宏

电话：(0351) 4131559

E mail: yuh@dtsbc.com.cn

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

网址：http://www.dtsbc.com.cn

近期报告：

年报指标：

每股收益(元):	1.7800	目前流通(亿股):	8.3685
每股净资产(元):	9.8300	总股本(亿股):	8.3685
每股公积金(元):	2.1987	主营收入同比增长(%):	13.10
每股未分配利润(元):	3.5653	净利润同比增长(%):	2.55
每股经营现金流(元):	4.6300	净资产收益率(%):	18.1216

投资要点：

➤ 公司公布2009年业绩，09年实现营业收入94.95亿元，同比增长13.10%；合并实现利润总额26.81亿元，归属于上市公司股东的净利润14.91亿元，同比增长2.55%；基本每股收益1.78元，同比增长2.30%，低于我们预期的1.9元。

➤ 塔山矿产量达到1585万吨突破1500万吨，单面产量突破1000万吨，提前50天完成全年1500万吨计划，但低于市场预期的1700万吨，塔山矿2009年底新建一个500万吨工作面，2010年实际产能将达到2000万吨。

➤ 各项费用率控制较差，三项费用同比增长21.84%，显示公司管理有待提高，营业费用增长主要原因是本期港口煤炭销量增加导致运输、港口费用增加所致。管理费用增加的主要原因一是保险费、材料及低值易耗品摊销增加；二是其他费用主要是水费、采矿排水水资源费、集团收取的综合服务费等增加。资产减值损失为本年对应收款项提取的坏账准备。

➤ 公司在公布年报的同时也公布了2010年一季报，虽然显示一季度煤炭销售同比增长了130万吨，即主营业务收入同比增长了20.55%，但由于营业成本增长31.87%和管理费用大幅增长44.29%，导致营业总成本增长超过25.05%，每股收益0.38元，大大低于市场预期。

➤ 2010年全年预计煤炭产量为2780万吨，预计煤炭销量为2226万吨，预计全年实现营业收入为103亿元，我们对公司2010年的业绩增长保持乐观预期。产量增长主要依靠塔山以及内蒙项

目，塔山矿产能已达2000万吨。内蒙古召富煤矿和华富煤矿核定产能均为120 万吨，召富煤矿10 年出煤，产量大约70~80 万吨，11 年达产；华富煤矿计划11 年出煤，12 年达产。

➤ 预计2010年公司的资产注入将迈出实质性的步伐，目前上市公司产能3340 万吨；集团在产煤矿共13 个，合计产能3100 万吨，此外还有整合煤矿47 个，产能3300万吨。公司资产注入积极推进中，长期来看产能提升空间较大。

➤ 目前证券市场环境大为改善，整体来看仍处于历史较低水平，煤炭板块以及个股估值也处于合理水平，公司资产注入经过两次失败后，预计未来整体上市步伐将会加快，包括燕子山矿在内云冈五矿未来很可能将陆续注入。

➤ 在不考虑资产注入的情况下，我们预期2010 年、2011年EPS分别为2.0 和2.4元，对应动态市盈率20.41倍、17倍，略高于目前煤炭行业平均市盈率。考虑到未来整体上市的逐步开展，以及同煤集团在整个行业的地位，我们维持“审慎推荐”投资评级。

经营业绩略低于预期

公司公布2009年业绩，09年实现营业收入94.95亿元，同比增长13.10%；合并实现利润总额26.81亿元，归属于上市公司股东的净利润14.91亿元，同比增长2.55%；基本每股收益1.78元，同比增长2.30%，低于我们预期的1.9元。

2009年公司煤炭总产量完成25,786,300吨，其中：母公司生产9,940,534吨，控股子公司塔山矿生产15,845,766万吨；煤炭总销量21,770,211吨，其中：母公司销量10,127,707吨，塔山矿销量11,642,504万吨。煤炭销售构成：地销4,307,979吨；外销17,462,232吨(其中出口1,531吨)。

表格 1 煤炭销量

项目	2007年	2008年	2009年	增减幅度(%)
煤炭产量(万吨)	1747.09	2026.05	2578.63	27.27%
生产成本(元/吨)	148.64	148.93	209.4	40.60%
煤炭销量(万吨)	1525.82	1730.89	2177.02	25.77%
煤炭产销比(%)	87.33%	85.43%	84.43%	
平均售价(元/吨)	333.15	478.71	432.5	-9.65%

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

塔山矿产量低于预期

塔山矿产量达到1585万吨突破1500万吨，单面产量突破1000万吨，提前50天完成全年1500万吨计划，但低于市场预期的1700万吨，塔山矿2009年底新建一个500万吨工作面，2010年实际产能将达到2000万吨。

表格 2 煤炭产量

	08年1-6月	08年1-12月	09年1-6月	09年1-12月
本部	503.7	1,001	490.13	994.05
塔山	565.75	1,025	788.88	1584.58
合计	1069.45	2,026	1279.01	2578.63

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

煤炭售价大幅波动

2009年煤炭销量实际完成21,770,210吨，商品煤总收入941,570.36万元，平均售价432.50元/吨。其中：母公司外销煤炭9,259,669.94吨，同比增加396,049.88吨；平均售价460.76元/吨，同比增加20.53元/吨。

母公司外销煤炭中：直达煤6,127,637.94吨，同比减少1,247,177.96吨；平均价格470.54元/吨，同比增加38.40元/吨。下水煤3,130,501.00吨，同比增加1,693,257.84吨；平均价格502.32元/吨，同比减少91.82元/吨。出口煤1,531吨，同比减少50,030吨。平均价格485.11元/吨；同比减

少351.31 元/吨。

表格 3 煤炭销售分类

煤炭外销量	2007年	2008年	2009年
下水煤 (万吨)	390.95	143.72	313.05
直达煤 (万吨)	467.67	737.48	612.76
出口煤 (万吨)	24.79	5.16	0.1531
其他 (万吨)	642	754	820
合计 (万吨)	1525.41	1640.36	1746.22
地销煤 (万吨)	73.52	89.55	430.8
合计	1598.93	1729.91	2177.0232

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

表格 4 煤炭售价分类

外销 (元/吨)	2007年	2008年	2009年
下水煤	389.87	594.16	502.32
直达煤	301.75	432.13	470.54
出口煤	462.51	836.42	485.11
其他	278	504	
地销 (元/吨)			
地销煤	333.89	500	

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

费用率增长较快

表格 5 三项费用

项目	2007 年度	2008 年度	2009 年	增减幅度 (%)
营业费用	1,069,801,617.43	972,388,930.72	1,196,159,628.73	23.01%
管理费用	356,099,384.55	543,768,495.52	640,617,314.94	17.81%
财务费用	74,146,767.91	93,177,215.57	96,370,795.07	3.43%
资产减值损失	2,306,763.53	2,494,387.37	30,782,388.18	1134.07%

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

各项费用率控制较差，三项费用同比增长21.84%，显示公司管理有待提高，营业费用比上年增长，主要原因是本期港口煤炭销量增加导致运输、港口费用增加所致。管理费用增加的主要原因一是保险费、材料及低值易耗品摊销增加；二是其他费用主要是水费、采矿排水水资源费、集团收取的综合服务费等增加。资产减值损失为本年对应收款项提取的坏账准备。

子公司处于建设期未能贡献利润

表格 6 合并报表公司盈利

公司名称	注册资本 (万元)	总资产 (万元)	净资产 (万元)	净利润 (万元)	持股比率
准格尔旗召富煤炭有限责任公司	1000	67907	35546	-826	80%
准格尔旗华富煤炭有限责任	1100	63262	48791	-3703	80%
大同煤矿同塔建材有限责任	1000	9261	8699	-301	86.67%
内蒙古同煤鄂尔多斯矿业投资有限 公司	20000	19940	19308	-692	70%

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

分红方案优厚

公司拟以2009年12月31日的总股本83,685万股为基数，向全体股东每10股送10股派发现金股利5.30元（含税），合计分配利润1,280,380,500.00元，大大超出市场预期。

季报大大低于市场预期

公司在公布年报的同时也公布了2010年一季报，虽然显示一季度煤炭销售同比增长了130万吨，即主营业务收入同比增长了20.55%，但由于营业成本增长31.87%和管理费用大幅增长44.29%，导致营业总成本增长超过25.05%，每股收益0.38元，大大低于市场预期。

一季度收入增长明显，销售商品、提供劳务收到的现金与上年同期比较增加96524.07万元，增长幅度为42.74%，主要原因是塔山矿销量增加，销售收入增加所致。

主营业务成本方面，由于公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金比上年同期增加28632万元，增长幅度215.70%。

公司管理费用较上年同期增加9,220.39万元，增长幅度为108.54%，其主要原因是上期在制造费用中列支的修理费，本期调整为在管理费用中列支。

应付职工薪酬较年初增加6002.65万元，增长幅度为35.89%，是由于本期该科目核算口径变化，取暖、通讯等补贴放入其中。

表格 7 一季报经营数据

项目	本期金额（元）	上期金额（元）	同比增减（%）
营业总收入	2,464,628,092.42	2,044,540,835.02	20.55%
营业总成本	1,797,486,937.86	1,437,378,872.35	25.05%
其中：营业成本	1,261,421,063.73	956,533,310.83	31.87%
营业税金及附加	55,488,674.85	38,456,499.17	44.29%
销售费用	273,869,667.88	330,255,496.65	-17.07%
管理费用	177,152,086.51	84,948,192.42	108.54%

财务费用	29,555,444.89	27,185,373.28	8.72%
------	---------------	---------------	-------

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

盈利预测

2010 年全年预计煤炭产量为2780 万吨，预计煤炭销量为2226 万吨，预计全年实现营业收入为103 亿元，我们对公司2010年的业绩增长保持乐观预期。产量增长主要依靠塔山以及内蒙项目，塔山矿产能已达2000万吨。内蒙古召富煤矿和华富煤矿核定产能均为120 万吨，召富煤矿10 年出煤，产量大约70~80 万吨，11 年达产；华富煤矿计划11 年出煤，12 年达产。

预计2010年公司的资产注入将迈出实质性的步伐，目前上市公司产能3340 万吨；集团在产煤矿共13 个，合计产能3100 万吨，此外还有整合煤矿47 个，产能3300万吨。公司资产注入积极推进中，长期来看产能提升空间较大。

公司为履行上市时的资产注入承诺，在2008年1月，公司停牌筹划公开发行人收购集团资产，但由于停牌期间证券市场发生重大变化，公司资产注入第一次受阻，2008年7月15日，公司再次发布停牌公告，拟向集团公司定向增发收购集团下属燕子山矿，但由于金融危机影响导致市场剧烈波动，整体上市步伐再次受阻。

目前证券市场环境大为改善，整体来看仍处于历史较低水平，煤炭板块以及个股估值也处于合理水平，公司资产注入经过两次失败后，预计未来整体上市步伐将会加快，包括燕子山矿在内云冈五矿未来很可能将陆续注入。

表格 8 云冈五矿

矿井名称	权益%	可采储量	核定产能	剩余可采年限（年）
燕子山	100%	16841	400	42
晋华宫	100%	28097	450	62
马脊梁	100%	13176	380	35
云岗	100%	54089	600	90
四台	100%	32493	500	65

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

在不考虑资产注入的情况下，我们预期2010 年、2011年EPS分别为2.0 和2.4元，对应动态市盈率20.41倍、17倍，略高于目前煤炭行业平均市盈率。考虑到未来整体上市的逐步开展，以及同煤集团在整个行业的地位，我们给予“审慎推荐”投资评级。

风险提示

煤炭安全生产是煤炭企业的最大风险。目前宏观经济仍不稳定，下游涨价的基础仍不牢固，需求的波动将影响公司产品价格。

大同证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	"十"表示市场表现好于基准，"一"表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。