



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年4月23日

金属及采掘

研究部

韩永 CFA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207070057

hanyong@cicc.com.cn

蔡宏宇 CFA CAIA

联系人

caihy@cicc.com.cn

审慎推荐

中煤能源(601898.CH)

09 年业绩略低于预期, 10 年产量快速增长

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
业务收入	36,034	52,283	53,730	66,039	77,693
(+/- %)	27%	45%	3%	23%	18%
业务利润	15,720	21,193	18,350	23,595	28,469
(+/- %)	42%	35%	-13%	29%	21%
经营收益	7,804	7,974	9,026	11,758	14,804
(+/- %)	118%	2%	13%	30%	26%
净利润	5,787	5,606	6,622	8,315	10,218
(+/- %)	113%	-3%	18%	26%	23%
每股盈利(元)	0.49	0.42	0.50	0.63	0.77
(+/- %)	113%	-14%	18%	26%	23%
每股股利(元)	0.09	0.07	0.14	0.17	0.21
市盈率(X)	23.0	26.8	22.7	18.1	14.7
每股净资产(元)	2.8	4.8	5.2	5.6	6.2
市净率(X)	4.0	2.4	2.2	2.0	1.8
净资产收益率	10.6%	6.9%	6.5%	7.8%	8.8%
净资产收益率	18.5%	10.0%	10.4%	12.1%	13.6%
ROCE	16.0%	9.7%	9.6%	12.1%	14.0%
分红收益率	0.8%	0.6%	1.3%	1.5%	1.9%
每股经营现金流(元)	0.4	0.8	0.8	0.8	1.2
股价/每股经营现金流	27.0	15.1	14.2	14.1	9.3

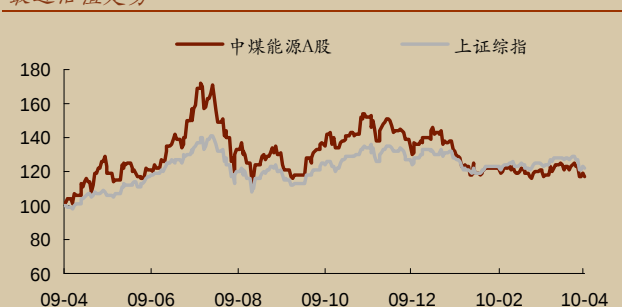
股票信息

	H股(港币)	A股(元)
股票代码	1898.HK	601898.CH
当前股价	12.10	11.33
日成交量(百万股)	24.41	18.93
52周最高价/最低价	16.4/6.21	16.89/9.61
发行股数(百万股)	4,106.66	9,159.51
其中: 流通股(百万股)	4,106.66	1,525.33
主要股东(持股比例)	中煤能源集团公司(56.43%)	

最近股价走势

	1周	1个月	3个月	年初至今
[600997.CH]	(5.89)	(3.48)	1.65	(11.94)
[上证A指]	(5.25)	(2.47)	(4.15)	(8.53)

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

4/22/2010	年度股东大会
4/23/2010	1Q10 业绩公布

业绩略低于预期:

公司 09 年实现营业收入 537.3 亿元, 同比上升 2.8%; 归属母公司股东净利润 66.2 亿元, 同比增长 18.1%; 折合 EPS 约 0.50 元, 略低于我们 0.51 元的预期。同时公布了 1 季度, 实现 EPS0.15 元, 略低于我们 0.16 元的预期。

正面:

- **公司煤炭产量快速增长。**2009 年公司自产原煤 1080 万吨, 同比上升 10.2%。2010 年 1 季度自产原煤 3131 万吨, 年化产量 12524 万吨。
- **现货比例提高, 未来将更为受益于煤价上涨。**2009 年公司内销动力煤中现货量为 2057 万吨, 比例为 27%, 比 2009 年提高了 11 个百分点。这样, 在煤炭价格上升过程中, 公司业绩将更富有弹性。

负面:

- **2009 年实现均价较低, 导致业绩略低于预期。**2009 年公司自产商品煤销售均价为 416 元/吨, 比我们原来 432 元/吨的预测值低 16 元/吨。

发展趋势:

2010 年产量仍会较快增长。据公司预测, 2010 年公司原煤产量增长 1500 万吨左右。从公司 1 季度实际情况来看, 有望超过这一目标值。

王家岭矿难使得该矿投产期推迟, 降低焦煤产量占比。公司原计划王家岭矿于 2010 年 10 月份投产, 由于透水事故的发生, 该矿将推迟到 2011 年投产。这将使得 2011 年公司焦煤产量从原预测的 500 万吨下降为 200 万吨。

盈利预测调整:

将公司 2010 年 EPS 从 0.66 元小幅下调至 0.63 元。我们将原煤产量增速从 12%上调为 15%; 另外, 将公司煤炭均价从 494 元/吨调整为 472 元/吨, 将单位商品煤销售成本从 201 元调整为 174 元/吨。

估值与建议:

维持审慎推荐。目前公司的 2010 年动态 PE 为 18.1 倍, 与 A 股煤炭公司 PE 中值相同。我们认为近期股价调整已基本反应了王家岭事故的不利影响, 维持审慎推荐。

图表 1：历史和预测的财务指标

财务简表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	36,034	52,283	53,730	66,039	77,693
主营业务成本	19,657	29,840	34,460	39,710	45,499
主营税金及附加	657	1,249	919	2,734	3,725
主营业务利润	15,720	21,193	18,350	23,595	28,469
减：营业费用	6,747	7,188	7,396	9,218	10,939
管理费用	2,245	2,577	2,739	3,341	3,930
财务费用	725	-525	-452	-238	-635
营业利润	7,804	7,974	9,026	11,758	14,804
利润总额	7,907	8,271	9,201	11,758	14,804
所得税	1,758	1,896	2,107	2,704	3,553
净利润	6,149	6,376	7,093	9,054	11,251
摊薄每股收益 (元)	0.49	0.42	0.50	0.63	0.77
每股股利 (元)	0.09	0.07	0.14	0.17	0.21
资产负债表					
货币资金	10,666	37,389	37,286	31,022	25,561
存货	3,316	4,171	4,978	5,737	6,573
其他流动资产	2,563	2,247	3,302	3,898	4,528
流动资产合计	22,864	49,690	50,529	46,758	43,839
长期投资	1,938	2,609	3,534	1,225	1,226
固定资产	23,751	30,422	36,409	50,170	65,026
无形资产及其他资产	9,725	9,894	18,206	17,800	17,394
资产合计	58,277	92,615	108,678	115,952	127,485
短期借款	309	268	387	1,860	1,860
应付帐款	4,651	6,707	6,801	7,838	8,980
预收帐款	1,231	1,524	2,241	2,754	3,241
其他应付款	1,505	1,818	4,082	4,704	5,390
其他流动负债	2,639	2,576	2,247	2,782	3,138
流动负债合计	10,335	12,893	15,759	19,938	22,608
长期借款	8,928	10,194	11,287	8,928	8,928
负债合计	22,280	26,551	31,823	31,777	34,690
少数股东权益	3,410	4,659	9,424	10,163	11,195
股本	11,733	13,259	13,259	13,259	13,259
储备和未分配利润	21,574	50,234	55,196	61,524	69,248
股东权益合计	33,307	63,493	68,454	74,783	82,507
负债及股东权益合计	58,996	94,704	109,701	116,723	128,392
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	4,920	9,976	10,574	10,634	16,109
投资活动产生的现金流量	-13,599	-30,965	-4,794	-14,259	-19,077
筹资活动产生的现金流量	-4,779	24,728	-1,038	-2,639	-2,494

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2: 分季度业绩分析

(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	QoQ	YoY	2008	2009	YoY
营业收入	11,256	15,352	15,569	9,288	9,963	12,801	15,136	15,830	15,590	-1.5%	56.5%	52,283	53,730	2.8%
营业成本	6,411	8,763	9,782	4,884	5,738	7,824	10,055	10,843	9,355	-13.7%	63.0%	32,321	34,460	6.6%
毛利润	4,846	6,588	5,787	4,404	4,226	4,977	5,081	4,986	6,235	25.0%	47.5%	19,961	19,269	-3.5%
营业税金及附加	175	411	325	337	185	259	243	232	292	25.7%	57.8%	1,253	919	-26.7%
销售费用	1,604	2,191	1,746	1,646	1,528	1,916	2,066	1,886	2,227	18.1%	45.8%	7,180	7,396	3.0%
管理费用	474	827	673	603	571	530	708	931	927	-0.3%	62.4%	2,590	2,739	5.8%
财务费用	70	-267	-215	-114	-465	77	44	-108	-28	n.a.	n.a.	-513	-452	n.a.
资产减值损失	-14	14	-8	222	-11	-65	9	97	2	-98.2%	n.a.	216	30	-86.2%
其他经营收益	-616	-267	-146	-217	174	3	37	175	12	-93.1%	-93.0%	-1,406	388	n.a.
营业利润	1,920	3,144	3,119	1,492	2,592	2,264	2,047	2,124	2,827	33.1%	9.1%	7,974	9,026	13.2%
营业外收支净额	25	209	48	14	35	44	-7	103	0	-100.0%	-100.0%	454	175	-61.5%
利润总额	1,945	3,353	3,167	1,507	2,627	2,308	2,039	2,227	2,827	27.0%	7.6%	8,271	9,201	11.2%
所得税	388	825	726	382	686	521	500	401	668	66.7%	-2.7%	1,895	2,107	11.2%
净利润	1,557	2,528	2,441	1,124	1,941	1,787	1,540	1,826	2,159	18.2%	11.2%	6,376	7,093	11.2%
少数股东损益	148	390	252	49	81	116	130	144	174	21.0%	114.8%	770	471	-38.8%
归属母公司净利润	1,410	2,138	2,189	1,075	1,860	1,671	1,409	1,682	1,984	18.0%	6.7%	5,606	6,622	18.1%
摊薄每股收益 (元)	0.11	0.16	0.17	0.08	0.14	0.13	0.11	0.13	0.15	18.0%	6.7%	0.42	0.50	18.1%
毛利率	43.0%	42.9%	37.2%	47.4%	42.4%	38.9%	33.6%	31.5%	40.0%	27.0%	-5.7%	38.2%	35.9%	-6.1%
营业利润率	17.1%	20.5%	20.0%	16.1%	26.0%	17.7%	13.5%	13.4%	18.1%	35.1%	-30.3%	15.3%	16.8%	10.1%
净利率	13.8%	16.5%	15.7%	12.1%	19.5%	14.0%	10.2%	11.5%	13.8%	20.1%	-28.9%	12.2%	13.2%	8.3%
销售费用率	14.3%	14.3%	11.2%	17.7%	15.3%	15.0%	13.7%	11.9%	14.3%	19.9%	-6.8%	13.7%	13.8%	0.2%
管理费用率	4.2%	5.4%	4.3%	6.5%	5.7%	4.1%	4.7%	5.9%	5.9%	1.2%	3.8%	5.0%	5.1%	2.9%
财务费用率	0.6%	-1.7%	-1.4%	-1.2%	-4.7%	0.6%	0.3%	-0.7%	-0.2%	-73.8%	-96.2%	-1.0%	-0.8%	-14.2%
有效税率	19.9%	24.6%	22.9%	25.4%	26.1%	22.6%	24.5%	18.0%	23.6%	31.3%	-9.5%	22.9%	22.9%	-0.0%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 3: 主要假设

主要假设	2009A	2010E	2011E	2009YoY	2010YoY	2011YoY
原煤总产量(百万吨)	109.6	125.0	141.5	9.2%	14.1%	13.2%
煤炭总销量(百万吨)	95.4	108.9	121.7	7.6%	14.2%	11.7%
动力煤内销长协(百万吨)	55.6	62.3	69.6	1.4%	12.0%	11.8%
动力煤内销现货(百万吨)	20.6	26.7	29.8	91.2%	29.7%	11.8%
焦煤产量(百万吨)	1.2	2.3	4.5	-32.7%	81.8%	100.0%
焦煤销量(百万吨)	1.5	2.2	4.4	-21.7%	48.5%	101.4%
煤炭综合均价(元/吨)	421	429	476	35.8%	1.8%	11.0%
长协(元/吨)	402	442	464	10.1%	10.0%	5.0%
现货(元/吨)	417	492	517	-31.9%	18.0%	5.0%
内销炼焦煤价格(元/吨)	830	996	1,096	-15.7%	20.0%	10.0%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 4: 盈利预测调整

中金预测	2009A	2010E(原来预测)	2010E(目前预测)	调整幅度
煤炭自产量(百万吨)	100.8	110.2	116.2	5.4%
焦炭产量(百万吨)	4.0	4.8	4.8	0.0%
煤炭价格(元/吨)	416	494	472	-4.5%
煤炭单位生产成本(元/吨)	164	201	174	-13.7%
营业收入(百万元)	53,730	65,014	66,039	1.6%
营业成本(百万元)	34,460	36,357	39,710	9.2%
净利润(百万元)	6,622	8,819	8,315	-5.7%
每股收益(元)	0.50	0.67	0.63	-5.7%

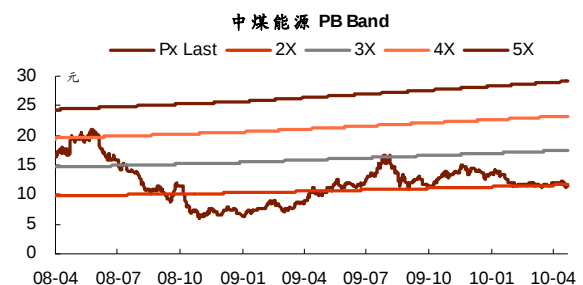
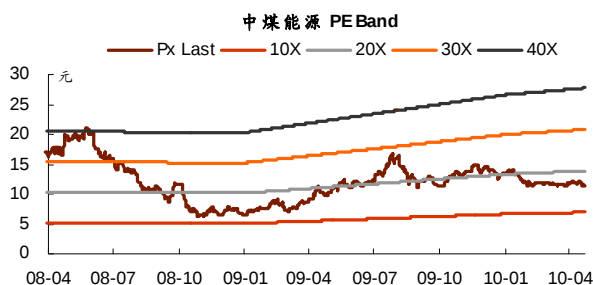
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 5：可比公司估值

A 股煤炭公司	国家名	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 2010-4-22	2009E	EPS(RMB) 2010E	2011E	2009E	P/E(x) 2010E	2011E
焦煤公司									
西山煤电*	中国	85,907	35.44	0.92	1.73	2.13	38.5	20.5	16.6
平煤股份*	中国	37,136	26.58	1.01	1.72	1.99	26.3	15.4	13.3
开滦股份*	中国	27,409	22.20	0.67	0.85	1.09	33.3	26.1	20.4
金牛能源	中国	40,776	35.26	1.39	2.33	2.56	25.4	15.2	13.8
煤气化	中国	10,105	19.67	0.74	1.09	n.a	26.6	18.1	n.a.
盘江股份	中国	28,401	25.74	1.06	1.51	1.69	24.3	17.1	15.2
中间值 - 焦煤							26.5	17.6	15.2
无烟煤公司									
兰花科创*	中国	22,374	39.17	2.22	2.50	2.68	17.6	15.7	14.6
神火股份*	中国	25,373	33.83	0.80	1.74	2.02	42.3	19.4	16.7
国阳新能	中国	41,924	43.58	1.93	2.30	2.57	22.6	18.9	17.0
中间值 - 无烟煤							22.6	18.9	16.7
其他煤炭公司									
中国神华*	中国	560,339	27.59	1.52	1.76	2.05	18.1	15.7	13.4
兖州煤业*	中国	93,918	21.00	0.89	1.28	1.46	23.6	16.4	14.4
中煤能源*	中国	147,390	11.33	0.50	0.63	0.78	22.7	18.1	14.6
大同煤业	中国	33,867	40.47	1.78	2.18	2.50	22.7	18.5	16.2
上海能源	中国	15,069	20.85	1.31	1.53	1.68	15.9	13.7	12.4
恒源煤电	中国	11,295	28.64	1.41	1.62	1.88	20.3	17.7	15.2
潞安环能	中国	48,231	41.92	1.83	2.43	2.79	22.9	17.3	15.0
露天煤业	中国	27,518	24.89	0.88	1.10	1.37	28.3	22.6	18.1
郑州煤电	中国	7,178	11.41	0.18	0.25	0.29	63.4	46.0	39.3
国投新集	中国	26,627	14.39	0.45	0.73	1.05	32.0	19.6	13.7
中间值 - 其他煤							22.8	17.9	14.8
中间值 - A 股煤炭							24.3	18.1	15.1
H 股煤炭公司									
		Market Cap (RMB Mn)	Price(HKD) 2010-4-22	2009E	EPS(RMB) 2010E	2011E	2009E	P/E(x) 2010E	2011E
中国神华*	中国	560,339	35.25	1.59	1.86	2.16	19.6	16.3	13.7
兖州煤业*	中国	93,918	18.44	0.95	1.32	1.50	17.2	12.0	10.3
中煤能源*	中国	147,390	12.10	0.59	0.73	0.89	18.1	14.3	11.5
福山能源*	中国	27,870	5.89	0.21	0.39	0.43	25.0	12.9	11.5
恒鼎实业	中国	16,377	9.04	0.20	0.49	0.73	40.8	15.8	10.4
中间值							19.6	14.3	11.5
国际可比公司									
		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 2010-4-22	2009E	EPS(USD) 2010E	2011E	2009E	P/E(x) 2010E	2011E
印尼煤炭公司									
Bumi	印尼	5,059	0.26	0.01	0.02	0.03	25.9	13.0	9.6
Adaro	印尼	7,984	0.25	0.02	0.01	0.02	16.5	18.4	13.5
Indo Tambora	印尼	4,857	4.29	0.30	0.28	0.38	14.3	15.3	11.4
Tambang Batubara	印尼	4,588	1.99	0.13	0.13	0.17	15.2	15.2	11.7
中间值							15.8	15.3	11.6
美国煤炭公司									
Peabody	美国	12,403	46.15	1.68	3.08	4.44	27.5	15.0	10.4
Arch Coal	美国	4,466	27.49	0.28	1.13	2.34	98.2	24.3	11.7
Consol	美国	9,588	43.60	2.99	3.07	4.33	14.6	14.2	10.1
Massey	美国	4,058	42.64	1.23	2.48	5.09	34.7	17.2	8.4
Alpha	美国	6,055	50.07	0.64	3.26	4.87	78.2	15.4	10.3
中间值		6,055		1.23	3.07	4.44	34.7	15.4	10.3
澳大利亚煤炭公司									
Coal & Allied	澳大利亚	8,022	92.65	6.76	7.07	9.65	14.8	14.1	10.3
New Hope	澳大利亚	3,921	4.74	2.40	0.22	0.24	2.1	23.0	21.6
Energy Resources	澳大利亚	3,012	15.79	1.43	0.75	1.31	11.9	22.6	13.0
Aquila	澳大利亚	3,179	9.86	-0.10	-0.04	0.12	n.a.	n.a.	88.5
Whitehaven	澳大利亚	2,567	5.20	0.61	0.14	0.25	9.3	39.2	22.1
中间值							10.6	22.8	21.6

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 6：中煤能源 A 股 P/E P/B Bands



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。