



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 29 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)

2010 年产量增长有保障

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)	22.0	25.7	21.8	17.3	14.1
每股净资产(元)	2.8	4.8	5.2	5.6	6.2
市净率(X)	3.8	2.3	2.1	1.9	1.7
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%	1.6%	2.0%
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(X)	25.9	14.4	13.6	13.6	8.9

股票信息

	H股(港币)	A股(元)
股票代码	1898.HK	601898.CH
当前股价	11.78	10.87
日成交量(百万股)	26.41	15.31
52周最高价/最低价	16.4/6.21	16.89/9.72
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%)	

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	年初至今
[601898.CH]	(5.89)	(5.31)	(9.72)	(19.96)
[上证指数]	(4.38)	(5.21)	(3.13)	(11.50)

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近期事件

6/25/2010 年度股东大会

公司近况:

2010 年 4 月 28 日, 我们组织中煤能源与投资者就 2009 年业绩和未来发展进行了电话交流。

评论:

主要的正面信息:

- 确认了 2010 年增产 1500 万吨原煤的目标。预计山西煤矿事故不会影响到 2010 年公司产量目标, 在安太堡井工矿达产等因素的带动下, 增量达到 1500 万吨。
- 公司将会尽量提高现货销售比例。2009 年公司国内动力煤现货销售比例提高到 27%, 2010 年也会尽量提高现货销售比例。
- 计划 2014 年实现产量翻番, 达到年产原煤和商品煤均 2 亿吨。增长动力将来自于现有煤矿的增产、平朔东露天矿、内蒙古鄂尔多斯煤矿和煤化工项目、在山西、内蒙古的收购项目等。

偏负面信息:

- 王家岭矿的投产时间存在不确定性。王家岭矿原计划在 2010 年 10 月投产, 目前不确定 2011 年是否能够投产。
- 黑龙江煤化工和煤化工项目终止。由于煤化工产品价格下跌, 该项目经济效益达不到原预期值, 公司计划终止黑龙江煤化工项目, 选择其他替代项目。

估值与建议:

维持审慎推荐。目前公司的 2010 年动态 PE 为 17.3 倍, 而 A 股煤炭公司中值为 17.8 倍。我们认为近期股价调整已经基本反应了王家岭事故的不利影响, 维持审慎推荐的评级。

投资者电话会议纪要

一、关于公司煤价的问题

► 今年煤炭价格呈上升趋势，公司现货比例是否会有提升？有无与神华月度定价类似的机制？

A：公司尽量提高现货比例，但长期合同仍需执行，目前签订的合同量超过产量；同时仍需根据现货市场情况来进行调整。中煤对一些客户也能做到月度定价。

► 2009 年下半年公司煤价涨幅较低的原因？

A：主要由于以下因素导致：1) 公司报出的煤价是综合售价，包括现货和长协；2) 销售结构的调整，下半年直达煤和坑口煤比例大一些（下水煤包括 FOB，为客户支付了运费和港口费用，因此价格更高）；3) 煤质变化的因素，签订合同一般按照 5500Kcal/kg 的发热标准，但平均发热量可能只有 5000Kcal/kg。

► 年初以来焦煤价格仅为小幅上涨，但铁矿石涨幅巨大，2 季度有无大幅上涨的可能？

A：2 季度应该有小幅上涨，目前国际价格高于国内，可能刺激国内价格并抑制进口。但是根据国内储量、产量、产能来看，焦煤基本能自给，不会大幅上涨，而是小幅上涨。

► 煤质变化是短期还是长期趋势？

A：目前煤质与去年下半年差不多。

► 目前国际进口价格高于国内，如何看待进出口？

A：预计出口量与去年持平。路透报道中日达成合同价 115 美元/吨 FOB (5500Kc)，算上港口费用（出口煤炭高内销煤炭一倍）和关税后仍低于国内现货煤价大约 50 元/吨。进口方面一季度非常旺盛，预计全年净进口与去年持平。

二、成本变化趋势

► 生产成本变化，2010 年成本展望？2009 年材料成本下降的原因？

A：预计 2010 年生产成本与去年持平或小幅上涨。去年自产商品煤单位成本下降 20 多元/吨的原因：外购原煤下降 10 元/吨左右；成本控制导致柴油配件等成本下降 10 元/吨左右；煤炭产量大幅提升，有摊薄效应。

► 资源税对公司业绩的影响

A：预计资源税今年出台，2-3%可能性很大，对业绩影响不大，煤炭供应紧张时可以成功转嫁给客户，甚至 100%转嫁，因为合同中有这一条款。资源税上涨 1%增加成本 3 个亿左右。

三、未来公司的增长动力

► 王家岭和平朔东露天矿的进展？

A：平朔东露天矿设计产能 2000 万吨，预计 2011 年投产，具体上半年还是下半年投产目前还未定。按照原计划，王家岭今年可贡献 100 万吨，但 3 月底事故后会推迟，2011 年能否投产还不确定，公司与山西焦煤集团各占 50% 的股权。

► 煤机业务强劲，未来几年展望？

A：煤机合同量超过去年，业绩可保证，各地整合煤矿需要改造、机械化开采等都将提升煤机需求。公司具有煤机成套生产的能力，神华也购买。

► 电力公司向上游控制资源，未来力度加大会否给煤炭公司压力？

A：有压力，但最近两年不是大问题，一方面运输不便利，另一方面煤质不一定匹配。未来产量增大后电力企业的谈判力将增强，但是目前中煤等煤炭企业也参股一些坑口电厂，互相渗透。

► 鄂尔多斯煤矿和煤化工和黑龙江项目（暂停，以后会否继续）进展？

A：由于环保、土地门槛增高，审批过程慢，鄂尔多斯煤矿目前还未开工。原来预计 2011 年投产，2013 年达产，会有所推迟。预计 2010 年开工，需要 2~3 年建设期。

A：公司在黑龙江项目并未较大投入，对股东利益没有影响，将寻找更好的项目来替代该项目。该项目原计划建设两个煤矿，产量合计为 1000 万吨，配套生产 180 万吨甲醇和 60 万吨烯烃，由于甲醇价格低迷等造成回报达不到要求，已经暂停。计划配备的资源为褐煤，发热量低，预计也会停止。

► 山西小煤矿整合进展？

A：山西今年计划 6.6-6.7 亿吨产量，因为整合需要一个过程，整合后须改造、改扩建，预计今年不会有大幅产量反弹，1-2 年后才会有较大的增长。

► 今后几年 CAPEX 计划？

A：2010 年 CAPEX 增加 48%，鄂尔多斯项目开工后投资将逐年增加。

► 公司要实现 2014 年产量翻番，未来几年每年产量增长情况如何？

A：公司有望在 2014 年实现原煤产量 2 亿吨，商品煤产量 2 亿吨，规模比 2009 年翻番。内蒙古两个煤矿合计为 1400 万吨，目前处于在建中，贡献产能需要 2 年左右；未来各生产 1000 万吨都有可能。

► 东坡矿与小斜沟矿的产能？

A：东坡矿肯定会增产，至少达到 300 万吨；小斜沟矿还需改造，与明珠矿合计产能 500 万吨，大概需要 2 年，属于瘦煤。

► 一季度产销量增长势头能否保持？

A：安全检查可能会影响后续生产，但公司对实现增产 1500 万吨的目标很有信心，主要来自现有矿生产，包括安太堡、井东、东坡和大屯。

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：盈利预测及其主要假设

主要假设	2009A	2010E	2011E	2009YoY	2010YoY	2011YoY
自产原煤量(百万吨)	100.8	116.2	132.7	10.2%	15.3%	14.2%
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)	429	476	510	1.8%	11.0%	7.1%
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%

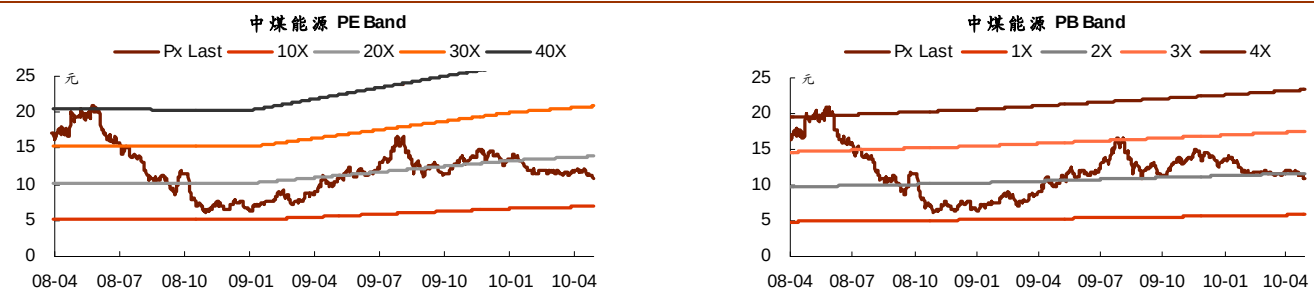
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值

A股煤炭公司	国家名	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 2010-4-28	2009A	EPS(RMB) 2010E	2011E	2009A	P/E(x) 2010E	2011E
焦煤公司									
西山煤电*	中国	81,834	33.76	0.92	1.73	2.13	36.7	19.6	15.8
平煤股份*	中国	36,228	25.93	1.01	1.72	1.99	25.7	15.1	13.0
开滦股份*	中国	26,174	21.20	0.67	0.85	1.09	31.8	24.9	19.4
金牛能源	中国	39,620	34.26	1.39	2.30	2.56	24.7	14.9	13.4
煤气化	中国	9,545	18.58	0.74	1.10	n.a	25.1	16.9	n.a.
盘江股份	中国	29,570	26.80	1.06	1.51	1.73	25.2	17.8	15.5
中间值 - 焦煤							25.5	17.3	15.5
无烟煤公司									
兰花科创*	中国	20,740	36.31	2.22	2.50	2.68	16.3	14.5	13.6
神火股份*	中国	24,068	32.09	0.80	1.74	2.02	40.1	18.4	15.9
国阳新能	中国	44,810	46.58	1.93	2.32	2.60	24.1	20.1	17.9
中间值 - 无烟煤							24.1	18.4	15.9
其他煤炭公司									
中国神华*	中国	535,313	26.33	1.52	1.76	2.05	17.3	15.0	12.8
兖州煤业*	中国	100,903	22.89	0.79	1.40	1.57	29.0	16.4	14.5
中煤能源*	中国	141,998	10.87	0.50	0.63	0.78	21.8	17.3	14.0
大同煤业	中国	32,671	39.04	1.78	2.12	2.40	21.9	18.4	16.3
上海能源	中国	16,969	23.48	1.31	1.53	1.81	17.9	15.4	13.0
恒源煤电	中国	12,857	32.60	1.41	1.64	1.92	23.1	19.9	17.0
潞安环能	中国	46,539	40.45	1.83	2.46	2.80	22.1	16.4	14.5
露天煤业	中国	29,574	26.75	0.88	1.10	1.37	30.4	24.3	19.5
郑州煤电	中国	7,166	11.39	0.18	0.25	0.29	63.3	45.9	39.3
国投新集	中国	26,275	14.20	0.45	0.72	0.99	31.6	19.8	14.3
中间值 - 其他煤							22.6	17.9	14.5
中间值 - A股煤炭							25.1	17.8	15.0
H股煤炭公司									
中国神华*	中国	535,313	33.85	1.59	1.86	2.16	18.8	15.7	13.2
兖州煤业*	中国	100,903	19.26	0.84	1.45	1.63	20.4	11.4	9.9
中煤能源*	中国	141,998	11.78	0.59	0.73	0.89	17.6	14.0	11.2
福山能源*	中国	26,527	5.61	0.21	0.39	0.43	23.8	12.3	11.0
恒鼎实业	中国	16,058	8.87	0.20	0.49	0.73	40.0	15.5	10.2
中间值							20.4	14.0	11.0
国际可比公司									
Market Cap		Price(USD)	2010-4-28	2009A	EPS(USD)	2010E	2011E	2009A	P/E(x)
印尼煤炭公司									
Bumi	印尼	4,990	0.26	0.01	0.02	0.03	25.5	12.8	9.5
Adaro	印尼	7,606	0.24	0.02	0.01	0.02	15.8	17.7	13.0
Indo Tambora	印尼	4,980	4.40	0.30	0.28	0.38	14.7	15.7	11.6
Tambang Batubara	印尼	4,829	2.09	0.13	0.13	0.17	16.0	16.1	12.4
中间值							15.9	15.9	12.0
美国煤炭公司									
Peabody	美国	12,836	47.76	1.68	3.10	4.65	28.4	15.4	10.3
Arch Coal	美国	4,335	26.68	0.28	1.16	2.40	95.3	23.1	11.1
Consol	美国	9,531	43.34	2.99	3.06	4.34	14.5	14.1	10.0
Massey	美国	3,937	41.36	1.23	2.22	5.12	33.6	18.6	8.1
Alpha	美国	6,015	49.73	0.64	3.30	4.92	77.7	15.1	10.1
中间值		6,015		1.23	3.06	4.65	33.6	15.4	10.1
澳大利亚煤炭公司									
Coal & Allied	澳大利亚	7,778	89.84	6.76	7.09	9.69	14.5	13.8	10.1
New Hope	澳大利亚	3,885	4.69	2.40	0.22	0.24	2.1	23.1	21.7
Energy Resources	澳大利亚	2,763	14.49	1.43	0.75	1.30	11.1	21.1	12.1
Aquila	澳大利亚	3,011	9.34	-0.10	-0.04	0.12	n.a.	n.a.	84.9
Whitehaven	澳大利亚	2,470	5.01	0.61	0.14	0.25	9.0	37.9	21.7
中间值							10.0	22.1	21.7

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 4: 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

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。

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

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



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。