

联系人： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

4 季度业绩低于预期，短期平稳增长

主要事件

中煤能源今日发布 2010 年年报，其主要内容为：

- 2010 公司实现营业收入 712.68 亿元，同比增长 32.6%；实现利润总额 102.22 亿元，同比增长 11.1%；实现归属于母公司的净利润 69.09 亿元，同比增长 4.3%；扣除非经常性损益后的归属母公司净利润 67.45 亿元，同比增长 7.5%；实现基本每股收益 0.52 元，同比增加 4.0%；扣除非经常性损益后的基本每股收益为 0.51 元，同比增加 8.5%；加权平均净资产收益率为 9.7%，同比略微减少 0.29 个百分点；
- 2010 年分配预案：将全年净利润的 30%向股东分派现金股利，以公司全部已发行股本 13,258,663,400 股为基准，每股分派 0.15633 元（含税）。
- 2010 年公司全年原煤产量 12253 万吨，同比增长 21.6%；商品煤销量 9483 万吨，同比增长 17.2%，焦炭产量 206 万吨，同比增幅-3.7%；煤矿装备业务产值 71.65 亿元，同比增长 23.0%。

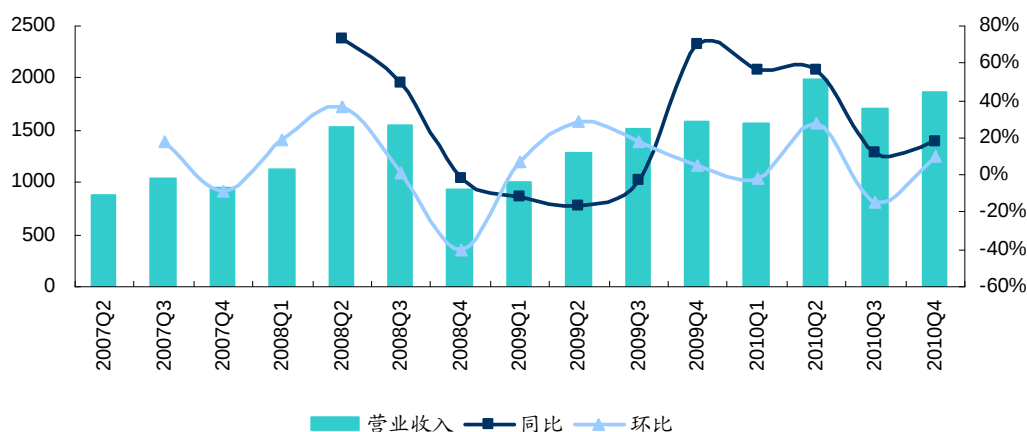
事件评论

- 4 季度公司实现 EPS 为 0.064 元，较前三季度的 0.150 元、0.186 元和 0.121 元均有下降；业绩低于预期，主要原因是成本增长较明显，公司营业收入环比和同比分别增长 10.00%和 18.16%，而成本分别增长 17.69%和 25.00%；4 季度毛利率和净利率分别为 26.81%和 5.17%，较 3 季度下降 5.9 和 4.7 个百分点；
- 2010 年公司综合煤价较去年上涨 9.6%，公司综合价格增长主要来源于结构的现货煤售价和占比的提高。市场煤的比例由 09 年的 72.09%下降至 10 年的 70.93%；公司自产商品煤单位销售成本 223.70 元/吨，同比增长 19.53 元/吨。成本增长主要来自人工费用和折旧；
- 2010 年，公司原煤产量 12253 万吨，同比增长 21.6%。公司近三年产量增长主要来源于平朔东露天矿和山西乡宁王家岭煤矿。在不考虑其他资产注入的情况下，保守预计 2011 年-2013 年产量分别为 13400 万吨，14660 万吨和 16350 万吨，复合增长率为 8.6%。2011 年-2013 年，公司平朔东露天、王家岭、和草沟、小回沟、纳林河二号矿、母杜柴登煤矿以及鄂尔多斯煤矿将相继投产；
- 公司拟将中煤进出口公司等四家公司合计生产能力 2000 多万吨/年煤炭，及相关煤化工资产优先注入上市公司。其中 1-2 年内可能注入的中煤进出口公司，整合技改完成后所形成的 8 座煤矿批复煤炭生产能力 780 万吨/年。
- 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.572 元、0.626 元和 0.773 元，对应 PE 分别为 19.49 倍、17.79 倍和 14.42 倍，估值优势不明显，但公司成长性稳定，且具有资产注入预期，维持“谨慎推荐”评级。

第一，4 季度公司业绩低于预期，主要原因是成本增长较明显

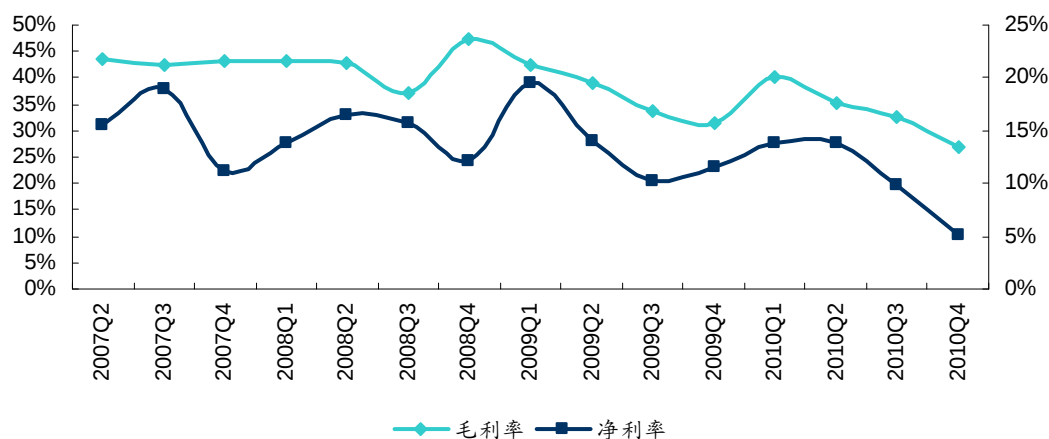
- 4 季度公司实现 EPS 为 0.064 元，较前三季度的 0.150 元、0.186 元和 0.121 元均有下降；
- 4 季度业绩低于预期的主要原因是成本增长较明显，公司营业收入环比和同比分别增长 10.00% 和 18.16%，而成本分别增长 17.69% 和 25.00%；4 季度毛利率和净利率分别为 26.81% 和 5.17%，较 3 季度下降 5.9 和 4.7 个百分点。

图 1：公司 4 季度营业收入平稳增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司 4 季度毛利率净利率下降趋势明显



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1: 公司业务分部构成

	营业收入	营业成本	毛利	营业利润	2009 毛利率	2010H1 毛利率	2010 毛利率
煤炭业务	562.32	349.56	217.40	100.08	41.8%	42.8%	38.3%
煤焦化业务	49.23	45.66	3.59	-6.06	10.5%	11.2%	7.3%
煤矿装备业务	65.55	60.30	15.02	4.27	20.0%	20.6%	19.9%
其他业务	35.58	39.24	3.29	1.28	9.6%	10.9%	7.7%
合计	712.68	474.49	238.19	98.50	35.9%	37.3%	33.4%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

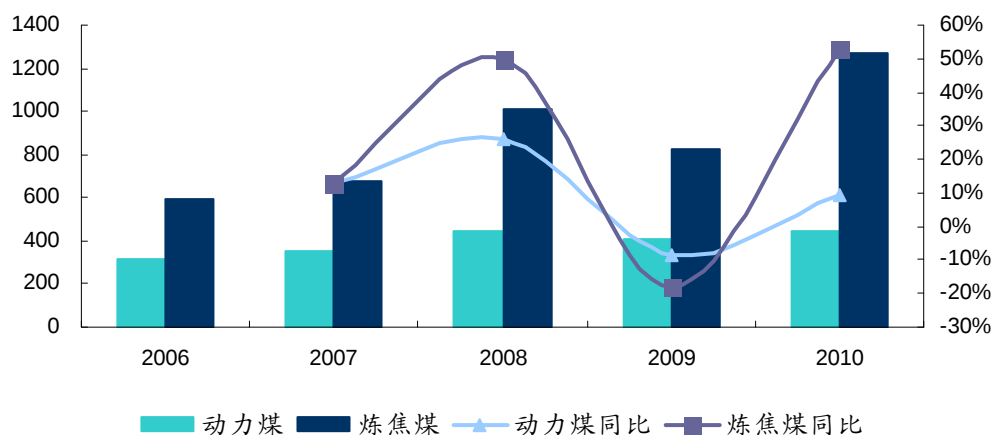
表 2: 公司业务结构

	2009H1	2009	2010H1	2010	2010 同比
一、煤炭业务(万吨)					
原煤产量	5267	10856	6226	12253	12.87%
其中: 自产原煤	4906	10080	6226	12253	21.6%
商品煤销量	4113	9725	5933	11727	20.6%
其中: 自产商品煤销量	3670	7897	4616	8975	13.65%
二、煤矿装备业务					
煤矿装备产值(亿元)	30.7	58.3	38.6	71.6	22.8%
煤矿装备销量(万吨)	10.5	23.9	13.8	30.2	25.3%
三、煤焦化业务(万吨)					
焦炭产量	90	443	111	206	-3.7%
焦炭销量	98	242	127	259	7.0%
甲醇产量			7.7	14.2	
甲醇销量			11.6	24.3	

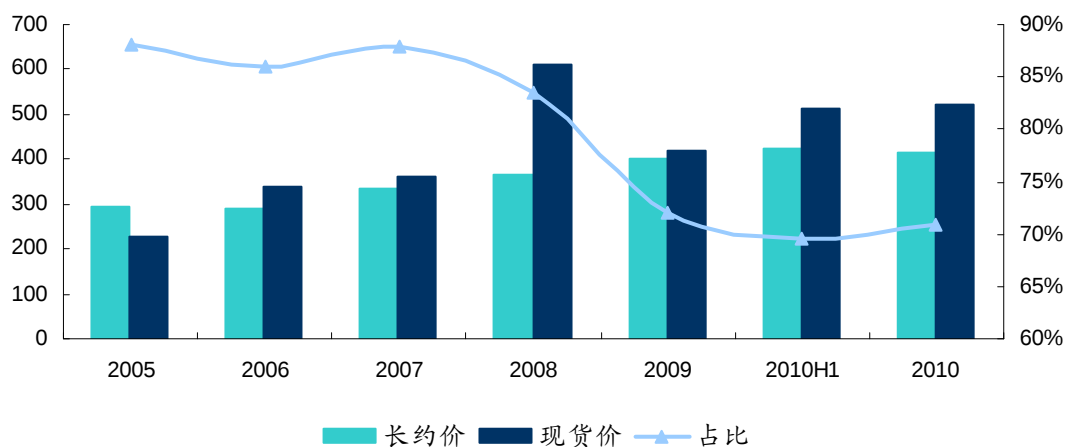
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 2010 年公司综合煤价较去年上涨 9.6%, 公司综合价格增长主要来源于结构的现货煤售价和占比的提高

- 公司 2010 年全年煤炭综合售价为 456 元/吨, 较去年 416 元/吨的价格增长 40 元/吨。其中内销动力煤价格 443 元/吨同比上涨 9.11%, 焦煤价格同比上涨 1267 元/吨, 同比上涨 52.65%;
- 公司综合价格增长主要来源于结构的现货煤售价和占比的提高, 市场煤的比例由 09 年的 72.09%下降至 10 年的 70.93%;
- 分煤种来看, 炼焦煤平均涨幅达到 53%, 动力煤仅 9%。

图 3：内销炼焦煤价格大幅上涨


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：2010 年现货价涨幅明显高于合同价，现货煤比例也有所提高


资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3：公司综合价格增长主要来源于结构的现货煤售价和占比的提高

	2005	2006	2007	2008	2009H1	2009	2010H1	2010
长期合同销量	32.75	36.36	52.63	54.84	30.7	56.0	31.4	62.9
占比	88.18%	86.04%	87.97%	83.60%	86.41%	72.09%	69.93%	70.93%
长约价	296	291	336	365	415	402	423	416
现货市场销量	4.39	5.9	7.2	10.76	4.83	21.67	14.03	25.78
现货价	229	340	359	612	403	417	513	521

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三、2010 年产量增长主要来源于井东矿和东坡矿

2010 年全年，公司原煤产量 12253 万吨，同比增长 21.6%。公司自产煤增量主要来源于平朔矿区和东坡矿区，较去年分别增加 1686 万吨和 324 万吨。其中，

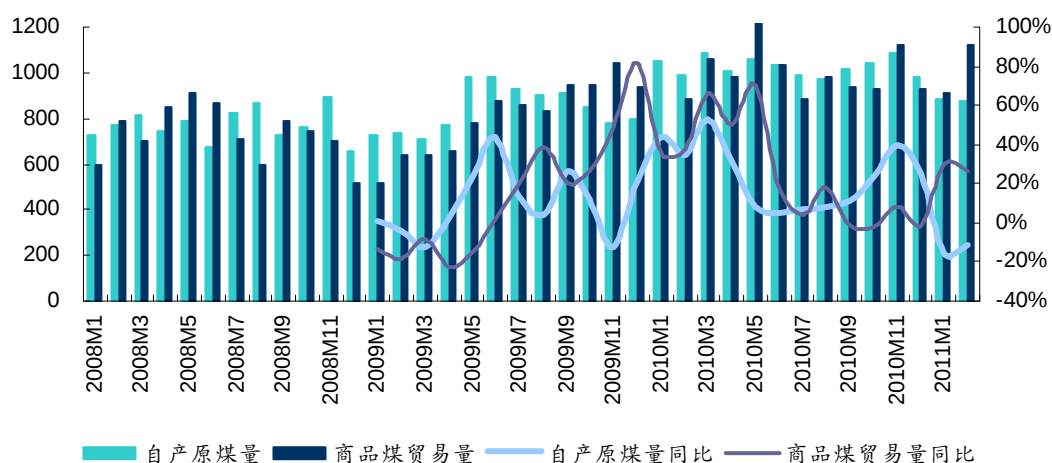
- 井东煤矿：平朔煤业公司整合改造，10 年上半年和全年产量分别为 612 万吨和 1300 万吨；
- 东坡煤矿：技改工作 2010 年全面完成，产能得到释放，全年实现原煤产量 510 万吨，同比增长 174.2%。

表 4：公司自产煤产量明细表

自产煤产量	2009H1	2009	2010H1	2010	同比
平朔矿区	4,265	8,702	5,324	10388	19.4%
其中：安太堡露天矿	1,125	2,272	1,253	2700	18.8%
安家岭露天矿	1,372	2,028	1,173	2304	13.6%
安家岭 1#井工矿	833	1,604	796	1522	-3.2%
安家岭 2#井工矿	744	1,554	950	1682	8.2%
安太堡井工矿	191	674	540	850	26.1%
井东煤矿		570	612	1300	126.1%
大屯矿区	440	861	504	909	5.6%
其中：姚桥矿	216	410	245	445	8.5%
孔庄矿	71	143	82	150	4.9%
徐庄矿	88	175	108	184	5.1%
龙东矿	66	133	69	130	-2.3%
离柳矿区	66	165	137	261	58.2%
沙曲矿	66	165	137	247	49.7%
东坡煤矿	68	186	161	510	174.2%
南梁煤矿	67	166	100	185	11.4%
合计	4,906	10,080	6,226	12253	21.6%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：公司自产原煤量同比增速维持高位



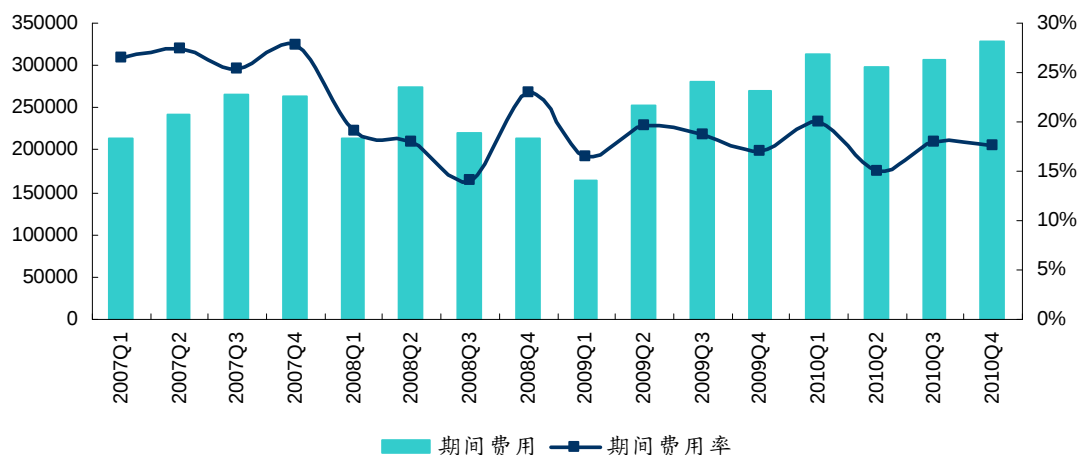
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四、吨煤成本上涨主要来源于人工成本和折旧摊销，期间费用率控制良好

2010 年公司自产商品煤销售成本为 200.78 亿元，自产商品煤单位销售成本 223.70 元/吨，同比增长 19.53 元/吨。成本增长主要来自公司人工成本和折旧摊销：

- （1）折旧与摊销为 29.76 元/吨，同比上涨 33.3%，，主要由于投入的设备增加；
- （2）人工成本同比增加 31.16 元/吨，同比上涨 10.7%，主要是公司本期根据业绩增长情况适当调整了薪酬水平以及生产经营规模扩大员工人数增加影响；
- （3）煤炭可持续发展基金为 16.5 元/吨，同比上涨 13.0%，，主要是位于征收该基金的山西省的所属煤炭生产企业的煤炭产量占公司煤炭产量的比重上升影响；
- （4）其他成本为 31.56 元/吨，同比上升 7.4%，，主要是公司本期发生较多的矿区治理费用以及中小矿务工程支出影响。

图 6：期间费用平稳增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 5：公司自产煤成本略有上升

	2009H1	2009	2010H1	2010	同比
材料成本	55.68	65.39	60.93	65.66	0.4%
人工成本	19.62	28.15	18.78	31.16	10.7%
折旧及摊销	30.81	22.32	30.42	29.76	33.3%
维修支出	20.71	3.55	25.45	4.56	28.5%
煤炭可持续发展基金	7.55	14.6	4.06	16.5	13%
矿山环境恢复治理保证金	24.97	11.13	25.70	12.19	9.5%
煤炭转产发展基金	15.36	5.56	15.52	6.09	9.5%
安全费	12.24	16.61	11.79	18.13	9.2%
维简费	6.12	7.47	5.90	8.09	8.3%
其他成本	12.48	29.39	11.28	31.56	7.4%
自产煤单位销售成本	200.00	204.17	209.86	223.70	9.6%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五、近三年产量平稳增长，未来增量来源于收购煤矿的改扩建

公司近三年产量增长主要来源于平朔东露天矿和山西乡宁王家岭煤矿。在不考虑其他资产注入的情况下，保守预计 2011 年-2013 年产量分别为 13400 万吨，14660 万吨和 16350 万吨，复合增长率为 8.6%。

2011 年-2013 年，公司平朔东露天、王家岭、和草沟、小回沟、纳林河二号矿、母杜柴登煤矿以及鄂尔多斯煤矿将相继投产。

- 东露天矿：主要煤种是动力煤，设计产能为 2000 万吨，是未来三年增长的主要来源之一。目前该矿在建设期中，项目配套选煤厂和铁路也正在建设中，截至 2010 年 12 月 31 日完工比例为 46.45%，预计 2011 年下半年投产，2011 年-2013 年产量分别为 700 万吨，1500 万吨和 2000 万吨。

- 王家岭煤矿：主要煤种是 1/3 焦煤，设计产能为 600 万吨。由于 2010 年 3 月 28 日概况发生透水事故，原定于今年 10 月的竣工投产日期将推迟，目前公司已采取各种有效措施，全面强化安全管理工作，正积极进行煤矿复工准备工作，选煤厂已具备联合试运转条件，工程投入占预算比例为 64.99%。假设投产时间为 2011 年下半年。
- 禾草沟、小回沟、纳林河二号矿、母杜柴登煤矿以及鄂尔多斯煤矿：目前仍在前期施工阶段，预计 2012 年下半年至 2013 年间达产，年设计产能分别为 300 万吨、300 万吨、800 万吨、600 万吨和 2500 万吨。

表 6：公司近三年产量增长情况

自产煤产量（万吨）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
平朔矿区	8702	10388	11500	12300	12800
其中：安太堡露天矿	2272	2700	2600	2600	2600
安家岭露天矿	2028	2304	2400	2400	2400
安家岭井工矿	3158	3234	3500	3500	3500
安太堡井工矿	674	850	1000	1000	1000
东露天矿		0	700	1500	2000
井东煤矿	570	1300	1300	1300	1300
大屯矿区	861	909	920	1360	1360
其中：姚桥矿	410	445	400	600	600
孔庄矿	143	150	160	400	400
徐庄矿	175	184	200	160	160
龙东矿	133	130	160	200	200
离柳矿区（沙曲煤矿）	165	261	300	300	300
乡宁矿区（王家岭煤矿）	-	-	400	600	600
东坡煤矿	186	510	500	500	500
南梁煤矿	166	185	200	200	200
合计	10080	12253	13620	14660	15700

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 7：公司在建项目一览

煤炭板块项目名称	建设规模	预计总投资额/亿元	项目累计完成投资比例	2011 年计划投资/亿元
平朔东露天煤矿	2000 万吨/年	105.70	46.45%	50.91
山西乡宁王家岭煤矿	600 万吨/年	50.21	64.99%	11.82
陕西禾草沟煤矿	300 万吨/年	21.80	58.33%	15.51
木瓜界选煤厂扩能改造	2500 万吨/年	9.53	41.87%	3.83
江苏孔庄矿井改扩建工程	180 万吨/年	5.32	65.60%	1.03
新疆 106 煤矿改扩建	180 万吨/年	6.77	26.59%	3.18
鄂尔多斯母杜柴登煤矿	600 万吨/年	60.21	37.95%	18.65
鄂尔多斯纳林河二号井煤矿	800 万吨/年	68.90	79.69%	20.05
山西小回沟煤矿	300 万吨/年	21.68	30.40%	3.58

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 8：变更募投后新增煤矿项目

项目	权益	设计产能 (万吨/年)	资源储量 (亿吨)	煤种	预计投产 时间	拟投入资金 (亿元)	备注
纳林河二号煤矿	51%	800	12.31	长焰煤、不粘煤	2013	16.69	蒙大矿业正在办理项目后续相关审批手续
母杜柴登煤矿	51%	600	9.72	不粘煤、长焰煤	2013	44.64	目前该项目正在履行国家发改委关于开展项目前期工作的审批程序
小回沟煤矿	55%	300	4.79	瘦煤、贫瘦煤	2013	28.06	目前该项目正在履行国家发改委的核准程序
禾草沟煤矿	50%	300	3.53	气煤	2012	12.00	目前正申请办理规模为 300 万吨/年的《采矿许可证》
合计		2000	30.35	-	-	-	-

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第六，资产注入提上日程，待注入煤矿产能约 2000 万吨

公告中还指出，中煤集团为解决与上市公司同业竞争的问题，拟将中煤进出口公司等四家公司合计生产能力 2000 多万吨/年煤炭，及相关煤化工资产优先注入上市公司。

- 其中，可能最先注入的是中煤进出口公司。该公司主要在山西朔州、大同地区开展地方煤矿整合技改业务，目前正在对一些地方煤矿进行整合和技术改造，整合技改完成后所形成的 8 座煤矿批复煤炭生产能力 780 万吨/年。目前上述 8 座煤矿的项目审批仍需完善，技术改造和营业执照变更尚未完成；
- 另外，中煤金海洋公司主要在山西朔州地区开展地方煤矿整合技改等业务，整合批复煤炭生产能力 1020 万吨/年，待项目审批手续、土地等资产权证完善后，也将注入上市公司。

表 9：公司拟注入资产一览

拟注入资产名称	产能	权益比例	预计注入时间	备注
中煤进出口公司	煤炭 780 万吨/年	100%	1-2 年内	8 座煤矿项目审批仍待完善

中煤金海洋公司	煤炭 1020 万吨/年	60%	3-5 年内	项目审批手续待完善, 技改工程推进中
中煤龙化公司	煤炭 260 万吨/年、甲醇 14 万吨/年	76.56%	3-5 年内	盈利能力较弱
太原煤气化集团	煤炭 424 万吨/年、焦煤 175 万吨/年、煤气 2.5 亿立方米	51.57%	-	盈利能力较弱

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第七, 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.572 元、0.626 元和 0.773 元, 维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.572 元、0.626 元和 0.773 元, 对应 PE 分别为 19.49 倍、17.79 倍和 14.42 倍, 估值优势不明显, 但公司成长性稳定, 且具有资产注入预期, 维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	71268	80982	94110	114296	货币资金	30041	36162	49272	64465
营业成本	47449	53505	62001	75195	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	23819	27478	32108	39101	应收账款	7735	8747	10165	12346
% 营业收入	33.4%	33.9%	34.1%	34.2%	存货	6215	7147	8281	10043
营业税金及附加	1175	1335	1551	1884	预付账款	2096	2348	2720	3299
% 营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	其他流动资产	149	175	203	247
销售费用	9028	10528	12234	14858	流动资产合计	48700	57445	73968	94432
% 营业收入	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%	可供出售金融资产	16	16	16	16
管理费用	3327	4049	4705	5715	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	5781	5781	5781	5781
财务费用	109	502	436	385	投资性房地产	31	31	31	31
% 营业收入	0.2%	0.6%	0.5%	0.3%	固定资产合计	44137	41104	37551	33826
资产减值损失	239	0	0	0	无形资产	21218	20157	19149	18191
公允价值变动收益	5	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-96	0	0	0	递延所得税资产	354	0	0	0
营业利润	9850	11064	13181	16259	其他非流动资产	578	578	578	578
% 营业收入	13.8%	13.7%	14.0%	14.2%	资产总计	120815	125112	137074	152856
营业外收支	372	0	0	0	短期贷款	1422	0	0	0
利润总额	10222	11064	13181	16259	应付款项	9254	10554	12229	14831
% 营业收入	14.3%	13.7%	14.0%	14.2%	预收账款	2489	2834	3294	4000
所得税费用	2651	2766	3295	4065	应付职工薪酬	851	939	1088	1320
净利润	7571	8298	9886	12194	应交税费	1725	1845	2181	2677
归属于母公司所有者					其他流动负债	3849	4405	5108	6196
的净利润	6909.0	7578.5	8304.3	10242.9	流动负债合计	19590	20578	23900	29024
少数股东损益	662	719	1582	1951	长期借款	10716	10716	10716	10716
EPS (元/股)	0.52	0.57	0.63	0.77	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	3852	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	1138	1138	1138	1138
经营活动现金流净额	10736	10392	16133	18557	负债合计	35296	32432	35754	40878
取得投资收益	53	0	0	0	归属于母公司	73437	79879	86937	95644
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-580	0	0	0	少数股东权益	12082	12801	14383	16334
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	85519	92680	101320	111978
固定资产投资	-12263	-1210	-1341	-1443	负债及股东权益	120815	125112	137074	152856
其他	14912	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	2069	-1210	-1341	-1443		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.521	0.572	0.626	0.773
股权融资	951	0	0	0	BVPS	5.54	6.02	6.56	7.21
银行贷款增加 (减少)	-267	-1422	0	0	PE	21.38	19.49	17.79	14.42
筹资成本	2736	-1639	-1681	-1921	PEG	1.52	1.39	1.27	1.03
其他	-5928	0	0	0	PB	2.01	1.85	1.70	1.54
筹资活动现金流净额	-2508	-3061	-1681	-1921	EV/EBITDA	9.12	7.25	5.59	4.13
现金净流量	10296	6121	13110	15193	ROE	9.4%	9.5%	9.6%	10.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。