



2009 年 4 月 7 日

煤炭行业

观点聚焦

韩永 CFA

分析员

Hanyong@cicc.com.cn

许磊

联系人

Xulei2@cicc.com.cn

09 年电煤合同价有望超预期

投资提示:

我们建议,将煤炭行业配置从低配调整到标配;而在煤炭板块中,建议提高对中国神华和中煤能源的 A 股配置;而其 H 股近期已经大幅上涨,且对其他煤炭 H 股公司享有明显溢价,因而建议维持原有配置。

理由:

为何建议将煤炭提高到标配?

09 年电煤价格有望超预期。我们原来对 09 年重点电煤合同的预测假设为持平(不含增值税);而从目前情况来看,煤炭企业在谈判中比较主动,预计下水煤合同价将接近于 540 元/吨;若按 510 元估算,相当于含税价上涨约 11%,不含税价上涨约 7%。

近期宏观经济有复苏迹象,市场对未来再通胀的预期上升。1-2 月新开工项目计划总投资同比大幅上升 88%,为有史以来最高。美国和中国等主要国家都实行宽松的货币政策,09 年 3 月份中国信贷投放可能再超 1 万亿元。

为何不建议超配?

煤炭现货价格仍然有下降压力。一方面由于屯兰矿事故以及两会因素停产的煤矿逐步复产,另一方面下游需求复苏仍不稳定。另外,09 年 1~2 月份煤炭业固定资产投资增速仍然高达 59.6%,显示煤炭企业的扩张步伐没有放缓。

煤炭公司估值相对于大盘的折价已经逐步消失。煤炭 A 股的 09 年 PE 为 17.1 倍,与沪深 300 指数的 18.6 倍相差不大。

为何建议提高中国神华和中煤能源的配置?

他们是电煤合同价上涨的主要受益者。中国神华和中煤能源的国内销售中合同煤销售比例约 80%;同时,他们在 2008 年严格执行了合同,建立了良好市场信誉,因此即使 2009 年下半年现货价格出现一定下跌,客户违约的概率也不大。

进可攻、退可守。一方面,如果市场继续向好,他们作为行业龙头和领导者,不应该一直滞后于板块表现;另一方面,如果大盘出现调整,他们的下跌空间也相对有限。

估值:

目前,煤炭 A 股公司的 09 年 PE 为 17.1 倍,而沪深 300 指数的 09 年 PE 为 18.6 倍;H 股煤炭公司的 09 年 PE 为 8.2 倍,而恒生国企指数的 09 年 PE 为 11.9 倍。

风险:

国家对电煤价格进行干预。如果政府受到发电企业压力出手干预电煤价格,可能导致电煤价格低于预期。

下游需求不稳定。如果宏观经济再次探底,煤炭价格也有可能再次大幅下跌。

目录

为何建议将煤炭行业配置提高到标配.....	3
09 年电煤合同价格有望超预期	3
近期宏观经济有复苏迹象，市场对未来的再通胀预期上升	3
为何不建议将煤炭行业超配	6
煤炭现货价格仍然有下降压力	6
煤炭公司估值相对于大盘的折价已经逐步消失	7
为何建议提高中国神华和中煤能源的配置	8
他们是电煤合同价上涨的主要受益者	8
进可攻、退可守	8
中国神华（601088.CH/1088.HK）：推荐	10
中煤能源（601898.CH/1898.HK）：审慎推荐	13

插图

图 1：1-2 月新开工项目计划总投资增速创有史以来最高	3
图 2：采购经理人指数PMI重回 50 以上	4
图 3：美国基础货币供应量大涨	4
图 4：国内信贷投放快速增长	5
图 5：钢材价格再次回落	6
图 6：焦炭价格再次回落	7
图 7：煤炭行业固定资产投资增速高企	7
图 8：国内煤炭公司与市场估值对比	7
图 9：中国神华煤炭销售结构	8
图 10：中煤能源自产商品煤销售结构	8
图 11：2009 年以来中国神华、中煤能源A股与煤炭指数走势对比	9
图 12：可比公司估值	16

为何建议将煤炭行业配置提高到标配

09 年电煤合同价格有望超预期

我们原来预期，09 年电煤合同含税价上涨 5%~10%，模型中假设不含税价与 08 年持平。而市场预期也与此相差不远，如据 4 月 1 日《21 世纪经济报道》消息，国务院研究室正加紧调研煤电双方并着手制订方案，国家发改委近期可能会出台一个“煤价上涨 4%”的协调方案。但从近期了解到的情况来看，09 年电煤合同价格有可能显著超出原有预期，达到 10%以上的涨幅。

主要煤炭公司已经签订大量合同，可以基本保证完成 09 年销售目标。如中国神华的 2009 年煤炭销量目标为 2.20 亿吨，已经签订的煤炭销售合同可以保证完成 80%的销售目标；中煤能源的情况也比较类似，已经签订合同量占 2009 年公司产量目标的 77%。因此，即使与五大发电集团达不成协议，也不会对 09 年目标造成太大影响。

电力企业有相应的承受能力。虽然 2008 年火力发电企业出现了显著亏损，但发生亏损的主要原因为煤炭现货价格过高，而并非重点合同电煤价格过高。如中国神华下属电厂 92.2%的燃煤为中国神华的合同煤，08 年营业收入为 299.94 亿元，营业成本 218.4 亿元，毛利率为 27.2%；电力分部的营业利润为 49.30 亿元，营业利润率为 16.4%。按照目前煤炭现货价格，大多数火力发电电力企业已经可以盈利。2009 年 1~2 月份，火电行业实现利润总额 13.44 亿元。

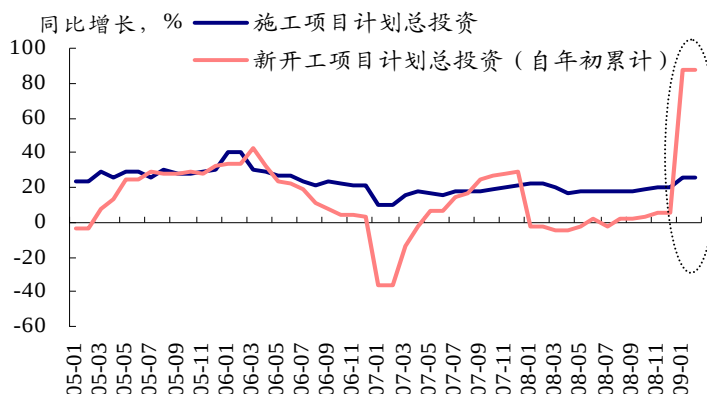
国家出手干预的可能性较小。其一，08 年电力企业在 08 年亏损的原因并非重点电煤合同价格过高所致，相反中国神华和中煤能源的低价合同电煤为降低电力企业的亏损做出了贡献。其二，去年中期发改委干预电煤价格时电力企业购煤困难，而目前电煤供应量充足；其三，如果现在政府控制电煤价格，那么将来如果电煤价格下跌，政府是否也会反过来要求电力企业高价购煤？

目前煤炭企业与地方电力企业等客户已经签订的合同中，5500 大卡下水煤价格约为 540 元/吨。即使煤炭企业在目前 540 元/吨价格基础上做一定让步，但幅度不会很大。假设煤炭企业再让步 30 元，则 09 年合同价为 510 元/吨（含税），比 2008 年约 460 元/吨的合同价上涨 11%。扣除增值税因素，相当于上涨约 7%。

近期宏观经济有复苏迹象，市场对未来的再通胀预期上升

近期中国宏观经济出现了一些复苏迹象。1-2 月新开工项目计划总投资同比大幅上升 88%，为有史以来最高。另外，房地产销量、汽车销量等领先指标也出现回暖迹象。

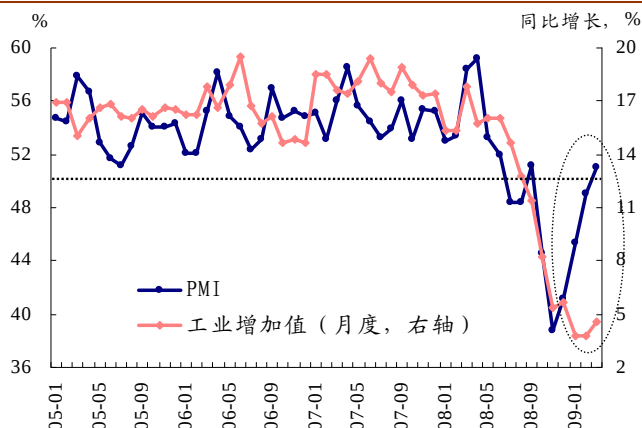
图 1: 1-2 月新开工项目计划总投资增速创有史以来最高



资料来源: CEIC、中金公司研究部

PMI 重新回到 50 以上。2009 年 3 月，CFLP 中国制造业采购经理指数（PMI）为 52.4%，比 2 月上升 3.4 个百分点，6 个月以来首次回到 50% 收缩线之上。伴随刺激政策效果渐显，工业增加值增速也将从前两个月的 3.8% 有所回弹。

图 2：采购经理人指数 PMI 重回 50 以上



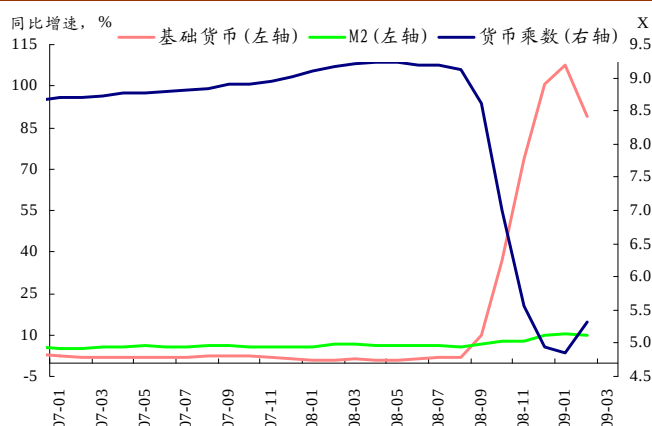
资料来源：CEIC、中金公司研究部

中金公司宏观组认为，在此轮危机中中国的基本面优于其他新兴经济体。主要得益于巨额的银行存款，健康的财政状况，较低的内外债务，以及大量的外汇储备。大规模的财政刺激、产业振兴计划和政府对银行业的强大影响力也进一步强化了中国的优势。考虑到近期领先指标的复苏，以及准财政刺激的力度超过预期，中金公司宏观组将今年 GDP 增速预期上调至 7.6~8%。

未来再通胀预期上升

为刺激经济，发达国家已纷纷步入零利率和数量型宽松政策。以美国为例，其基础货币供应量在短时间内大幅上涨，截至 2 月份已同比上涨 89%。然而，由于各金融机构的去杠杆化和惜贷行为，美国货币乘数同期大幅萎缩，从此前的 9 倍下降至 5.5 倍，因此抑制了其广义货币数量。然而将来一旦去杠杆化逐渐完成带来货币乘数反弹，必然引发广义货币供给大幅上升。最近美联储直接出手印钞买债，致使流动性进一步激增，美国 M2 增速也已经重新回到 10% 以上。这都显示，未来通胀压力巨大。

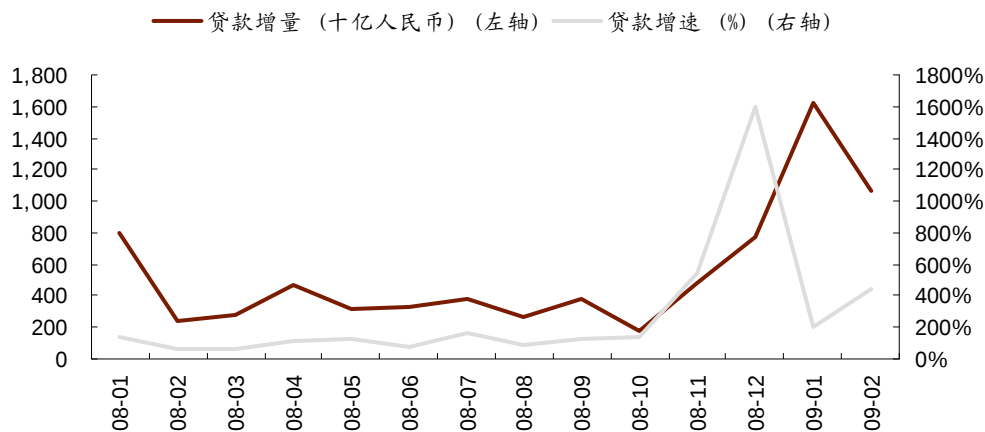
图 3：美国基础货币供应量大涨



资料来源：CEIC、中金公司研究部

中国的货币政策也非常宽松。4月2日《财经网》估计，今年第一季度金融机构新增贷款规模可能超过4万亿，与去年全年的新增4.9万亿已相去不远。经历了年初两个月的贷款激增之后，银行业的信贷投放仍快速增长。银行业3月信贷增量可能会超过2月，再次突破万亿，甚至再次达到1.6万亿元人民币左右。充裕的流动性和较低的资金成本，增加了市场对今年下半年通胀的预期。

图 4: 国内信贷投放快速增长



资料来源: CEIC、中金公司研究部

为何不建议将煤炭行业超配

煤炭现货价格仍然有下降压力

► 一方面由于屯兰矿事故以及两会因素停产的煤矿逐步复产。

山西焦煤集团下属煤矿已经复产。2月22日山西屯兰煤矿事故之后，山西焦煤集团下属的高瓦斯矿井屯兰、杜儿坪、马兰、西铭矿停产整顿；另外山西煤炭进出口集团、山西煤炭运销集团等下属的高瓦斯矿井也停产进行安全检查。3月18日，山西焦煤集团下属煤矿已经复产。

小煤矿也会陆续复产。由于屯兰煤矿事故以及两会的影响，山西小煤矿复工被推迟，但合法矿井不会一直停产。3月份山西煤监局下发了《关于严格实施煤矿安全生产许可工作的通知》，要求严格实施安全生产许可，在发放安全许可证之前，必须进行现场检查；3月10日，山西煤炭工业局下发了《关于报送煤矿复工复产验收有关情况的紧急通知》。这些都表明山西小煤矿的复工已经在逐步推进，只不过复工的要求更严格，进度也晚于往年。

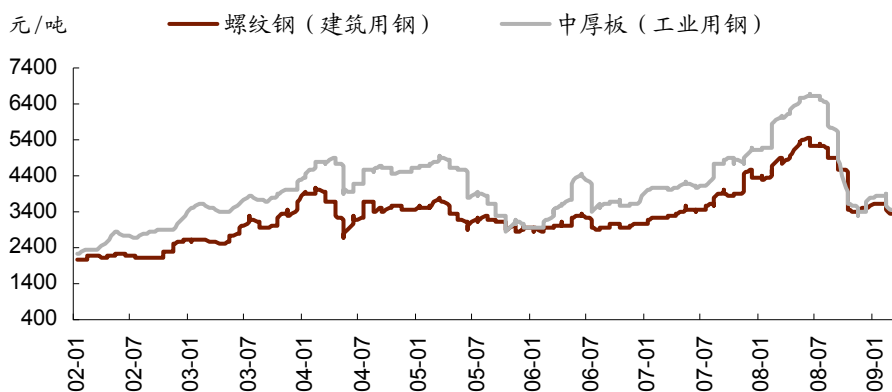
2月22日山西屯兰煤矿事故之后，陕西省也于2月24日至3月31日在全省开展煤矿瓦斯治理和复产复工安全大检查。这也意味着，4月份之后陕西省的安全大检查也将结束，煤矿生产会逐步恢复正常。

► 另一方面下游需求复苏仍不稳定。

据4月3日《财经》消息，3月份发电量数据再次向下。根据国家电网公司调度中心统调数据显示，3月下旬全国发电量同比下滑2%左右；3月全月发电量则同比下滑了0.7%。此前的统计数据显示，2月全国发电量同比有小幅回升；而3月上旬，全国发电量增速在1%以上。

而钢铁行业也呈现了反复的态势。2月份以来，钢铁价格再次掉头向下。

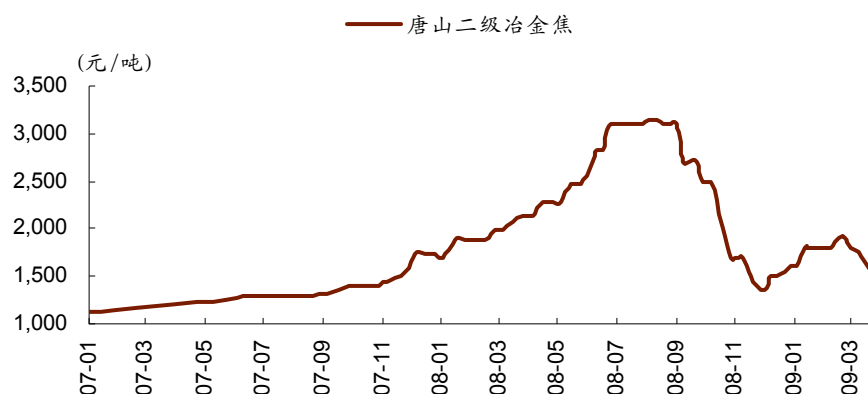
图5：钢材价格再次回落



资料来源：钢之家，中金公司研究部

焦炭价格显著下跌，焦炭行业再次限产。根据山西省焦化行业协会发布的《关于09年4月份有关焦炭市场的指导意见》，山西省焦化企业限产幅度从3月份限产50%恢复到60%~70%。另外，根据山东焦化行业协会和河北焦化行业协会传出的信息，限产也分别恢复到50~60%和50%以上。

图 6: 焦炭价格再次回落

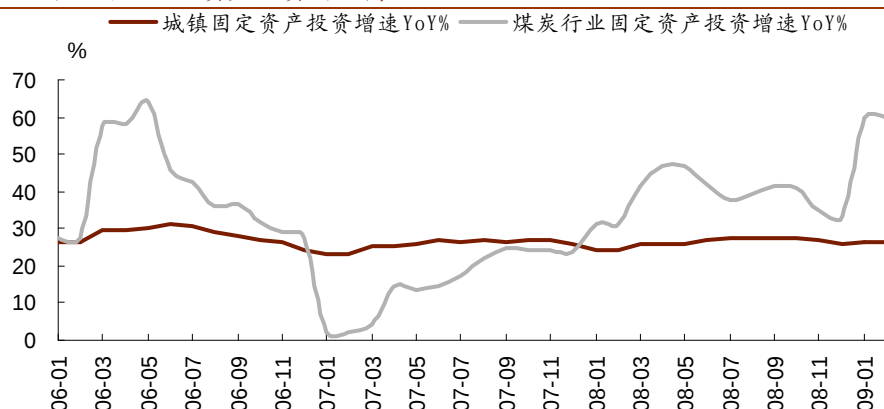


资料来源: 中国煤炭资源网, 中金公司研究部

► 煤炭行业固定资产投资增速依然处于高位。

2008 年我国煤炭行业固定资产投资增速为 33.6%; 2009 年 1~2 月份, 煤炭行业固定资产投资增速高达 59.6%。这显示煤炭企业对未来预期仍然比较乐观, 没有放缓扩张步伐, 这对未来煤炭供求关系产生了很大压力。

图 7: 煤炭行业固定资产投资增速高企



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

煤炭公司估值相对于大盘的折价已经逐步消失

煤炭 A 股的 09 年 PE 为 17.1 倍, 与沪深 300 指数的 18.6 相差不大, 已经没有了明显的估值优势。

图 8: 国内煤炭公司与市场估值对比

	2009E P/E		2009 P/E	煤炭股P/E/大盘指数P/E-1
A股煤炭股	17.1	沪深300	18.64	-8.41%
H股煤炭股	8.2	香港国企指数	11.91	-31.13%
美国煤炭股	7.5	标普500指数	14.14	-47.31%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

为何建议提高中国神华和中煤能源的配置

他们是电煤合同价上涨的主要受益者

中国神华和中煤能源的合同煤比例较高。如 2008 年中国神华的国内煤炭销售中，长约合同销售量为 1.64 亿吨，占国内销量的 77.5%；中煤能源的国内煤销售中，长约合同销量为 5484 万吨，占国内销量的 81.3%。

图 9：中国神华煤炭销售结构

(百万吨)	2007		2008	
	销量 (百万吨)	单价 (元/吨)	销量 (百万吨)	单价 (元/吨)
国内销量合计	185.1	301.8	211.5	358.8
长约合同销售量	147.5	311.2	163.9	335.7
坑口			10.1	78.7
直达 (沿铁路线)	55.1	228.9	58.2	260.9
下水 (港口 FOB)	92.4	360.2	95.6	408.6
现货销售量	37.6	265.2	47.6	438.1
坑口	13	101.5	12.2	163.4
直达 (沿铁路线)	10.7	289.2	12.8	387.1
下水 (港口 FOB)	13.9	399.3	22.6	614.2
出口销售量	24.0	398.1	21.2	577.2
销售量合计	209.1	312.9	232.7	378.6

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 10：中煤能源自产商品煤销售结构

	2007		2008	
	销量 (百万吨)	单价 (元/吨)	销量 (百万吨)	单价 (元/吨)
自产商品煤	68.86	355	74.10	432
内销动力煤	59.38	339	65.60	405
长协	52.18	336	54.84	365
现货	7.20	359	10.76	612
出口动力煤	7.86	479	6.56	694
长协	7.66	481	6.54	692
现货	0.20	414	0.02	1,771
内销炼焦煤	1.53	668	1.89	984
出口炼焦煤	0.09	775	0.05	1,954

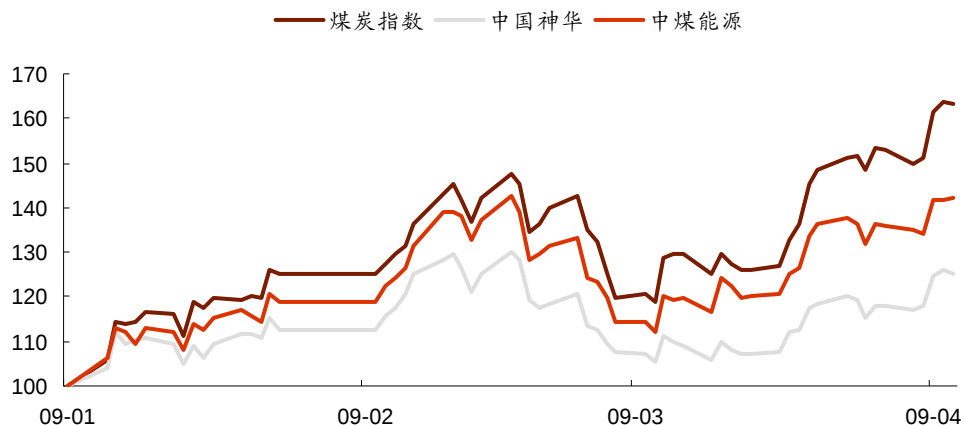
资料来源：公司数据、中金公司研究部

同时，他们的合同违约风险不大。08 年中国神华下水煤的现货价格为 614.2 元/吨，而合同煤价为 408 元/吨，比现货价格低 33.5%；即使在合同煤价远低于现货价的情况下，公司仍然保证了合同的兑现，合同煤销量从 07 年的 3760 万吨增加到 08 年的 4760 万吨。由于在 2008 年严格执行合同，他们建立了良好市场信誉；因此即使未来现货价格出现一定下跌，客户违约的概率也比较小。

进可攻、退可守

进可攻。如下图所示，2009 年以来中国神华和中煤能源的 A 股显著滞后于煤炭板块表现。如果市场继续向好，他们作为行业龙头和领导者，股价表现有望追赶行业水平。如果一个公司的盈利能力显著低于行业平均水平，是财富毁灭者，那么其股价可能一直滞后于行业。但显然，中国神华和中煤能源作为行业龙头，有着良好的盈利能力，不属于财富毁灭者。

图 11: 2009 年以来中国神华、中煤能源 A 股与煤炭指数走势对比



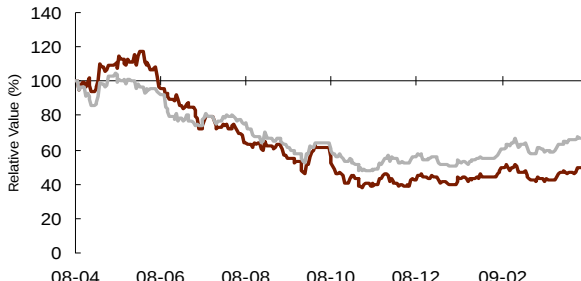
资料来源: 天相、中金公司研究部

退可守。如果大盘出现调整, 他们的下跌空间也相对有限。中国神华 A 股的当前价格距离 16.08 元最低价的空间为 26.6%; 中煤能源 A 股距离 6.00 元最低价的空间为 34.7%; 而目前煤炭指数距离最低点的空间为 47.5%; 沪深 300 指数距离最低点的空间为 37.5%。

中国神华（601088.CH/1088.HK）：推荐

有望再次显现行业龙头本色

主要财务信息 & 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	H-Share 1088 HK HK\$20.25	股票代码 当前股价 目标价格	A-Share 601088 CH 人民币21.91
主营业务收入	82,107	107,133	106,098	110,708	0	0	0
(+/-)	26.0%	30.5%	-1.0%	4.3%	30.12	日成交量(百万股)	62.88
主营业务利润	40,579	50,305	49,087	50,629	HK\$39.2/7.91	52周最高价/最低价	人民币53.18/16.08
(+/-)	23.2%	24.0%	-2.4%	3.1%	19,890	发行股数(百万股)	19,890
营业利润	30,979	37,501	37,914	39,058	421,992	总市值(百万元)	421,992
(+/-)	25.1%	21.1%	1.1%	3.0%	3,399	流通股(百万股)	1,800
净利润	20,497	26,588	27,022	27,352	主要股东(持股比例) 神华集团(73.86%)		
(+/-)	23.3%	29.7%	1.6%	1.2%	— 中国神华 — 上证A股		
每股收益(元)	1.03	1.34	1.36	1.38			
市盈率(x)	21.3	16.4	16.1	15.9			
净资产收益率	13.5%	15.3%	13.8%	12.5%			
投入资本回报率	16.2%	17.5%	15.9%	14.8%			
每股分红(元)	0.47	0.46	0.44	0.45			
现金分红收益率	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%			

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

投资要点：

09 年电煤合同价有望超预期。2009 年公司销量目标为 2.2 亿吨，已经签订的合同可以保证约 80%销量；预计下水煤合同价接近于目前所执行的 540 元/吨（含增值税）。公司预计在 2009 年，同一地点、同一销售方式、同一品质的煤炭价格比 2008 年都有所增长。

合同违约风险小。在 2008 年煤炭现货价格大涨的情况下，公司依然保质、保量地严格执行了合同，因此即使未来煤炭现货价格出现一定下跌，客户毁约可能性也很小。

09 年煤炭生产成本还会继续增长，预计增幅大约 20%。主要推动因素有：煤炭生产成本的自然增长；09 年哈尔乌素、布尔台和锦界煤矿的成本比目前平均成本高 30%；神东矿区薄煤层开采量从 08 年的 80 万吨提高到 700 万吨。

未来发展目标：五年经济总量翻番，再造一个神华。公司规划发展 4 个亿吨级矿区（神华矿区、鄂尔多斯新街矿区、陕西榆神矿区、准格尔矿区），未来将达到 4 亿吨产能规模。

估值：

目前，中国神华 A 股的 09 年 PE 为 16.1 倍，PB 为 2.6 倍；而行业平均的 PE 为 17.1 倍，PB 为 3.1 倍。H 股的 09 年 PE 为 13.1 倍，PB 为 2.1 倍；行业平均 PE 为 8.2 倍，PB 为 1.1 倍。

风险：

如果国家出手干预电煤合同价，可能导致涨幅低于预期。

业绩预测调整：

我们将 2009 年合同煤价涨幅从 0 上调到 7%；同时，将煤炭单位成本从 86.2 元/吨上调到 99.8 元/吨。在此基础上，将 09 年 EPS 从 1.34 元上调到 1.36 元。

财务简表

(单位: 百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
损益表					
主营收入	65,186	82,107	107,133	106,098	110,708
主营业务成本	30,696	39,696	54,111	52,645	54,737
主营业务利润	32,947	40,579	50,305	49,087	50,629
减: 营业费用	453	522	673	668	672
管理费用	5,944	6,624	8,302	8,498	9,477
财务费用	2,114	2,666	3,865	2,838	2,279
营业利润	24,762	30,979	37,501	37,914	39,058
利润总额	24,629	30,649	36,871	37,277	38,402
所得税	5,237	6,716	7,056	6,896	7,104
净利润	16,620	20,497	26,588	27,022	27,352
每股盈利 (元)	0.84	1.03	1.34	1.36	1.38
每股股利 (元)	0.41	1.15	0.47	0.44	0.45
资产负债表					
货币资金	15,766	53,436	59,491	50,657	63,547
存货	4,880	6,337	7,842	8,369	8,702
其他流动资产	11,492	10,413	10,573	12,498	13,450
流动资产合计	32,138	70,186	77,906	71,524	85,699
长期投资	4,109	3,811	3,902	3,902	3,902
固定资产	117,161	141,428	165,086	182,480	193,019
无形资产及其他资产	17,338	21,310	23,806	23,126	22,517
资产合计	172,532	241,045	278,407	288,360	312,465
应付帐款	8,830	8,905	9,641	9,375	9,748
预收帐款	1,027	1,228	2,033	3,624	4,732
其他应付款	3,289	3,077	3,890	3,852	4,020
其他流动负债	12,173	15,258	13,973	14,968	15,044
流动负债合计	36,124	33,371	42,656	31,820	33,544
长期借款	42,427	49,718	56,045	56,045	56,045
负债合计	83,797	88,760	104,267	92,499	94,223
少数股东权益	19,805	20,909	25,173	28,532	32,477
股本	18,090	19,890	19,890	19,890	19,890
储备和未分配利润	70,645	132,395	154,250	175,972	198,352
股东权益合计	88,735	152,285	174,140	195,862	218,242
负债及股东权益合计	172,532	241,045	278,407	288,360	312,465
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	25,686	29,935	44,226	44,429	47,584
投资活动产生的现金流量	(25,435)	(30,742)	(36,020)	(28,647)	(23,497)
筹资活动产生的现金流量	(4,613)	38,453	(2,556)	(24,616)	(11,197)
主要财务比率					
增长					
收入	25%	26%	30%	-1%	4%
息税折旧摊销前利润	20%	26%	17%	7%	4%
息税前利润	18%	25%	23%	-1%	1%
税前利润	17%	24%	20%	1%	3%
净利润	13%	23%	30%	2%	1%
摊薄每股盈利	19%	23%	30%	2%	1%
利润率					
毛利率	51%	49%	47%	46%	46%
息税折旧摊销前利润率	52%	52%	47%	50%	50%
息税前利润率	41%	41%	39%	38%	37%
税前利润率	38%	37%	34%	35%	35%
净利润率	25%	25%	25%	25%	25%
资产周转比率					
总资产周转率	0.38	0.34	0.38	0.37	0.35
固定资产周转率	0.56	0.58	0.65	0.58	0.57
流动性比率					
速动比率	0.75	1.91	1.64	1.98	2.30
流动比率	0.89	2.10	1.83	2.25	2.55
杠杆比率					
净债务权益比率	0.42	0.01	0.06	0.03	-0.03
资产负债率	0.49	0.37	0.37	0.32	0.30
息税前利润/净财务费用	12.71	12.62	10.70	14.36	18.13
杜邦分析					
净利润率	25%	25%	25%	25%	25%
资产周转率	0.38	0.34	0.38	0.37	0.35
资产/股东权益	1.94	1.58	1.60	1.47	1.43
净资产回报率	19%	13%	15%	14%	13%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

主要假设调整

	调整后	2009E 调整前	变化	调整后	2010E 调整前	变化
合同煤价涨幅 (%)	7%	0%	7%	-5%	-5%	0%
煤炭单位成本 (元)	99.8	86.2	16%	100.9	87.3	16%
每股盈利 (元)	1.36	1.34	2%	1.38	1.37	1%

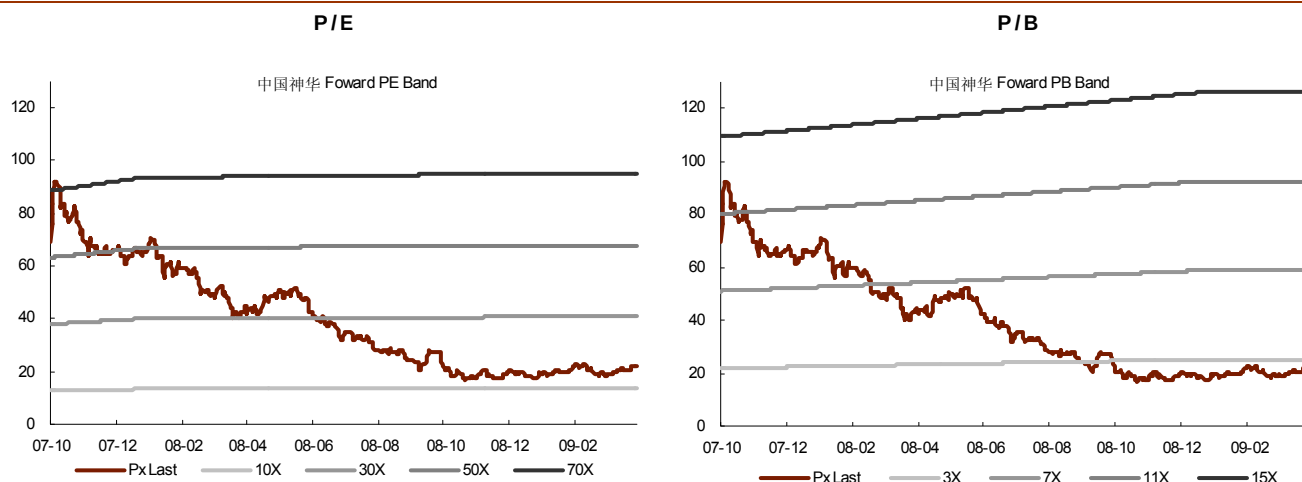
资料来源：中金公司研究部

主要预测假设

煤炭分部			电力分部		
	2009E	2010E		2009E	2010E
自产煤销量(百万吨)	201.3	219.6	装机容量(兆瓦)	18,001	18,001
外购煤量(百万吨)	30.0	20.0	权益装机容量(兆瓦)	15,255	18,451
国内销量(百万吨)	216.3	224.6	总售电量(亿千瓦时)	1,024	1,339
出口销量(百万吨)	15.0	15.0	平均利用小时(小时)	5,334	5,334
国内加权平均价格(元)	354.0	336.3	平均电价	317	323
出口价格(元)	464.2	417.0	燃煤成本(元/兆瓦时)	182	173
出口合同煤美元标价	\$70	\$70			

资料来源：中金公司研究部

历史 P/E and P/B bands



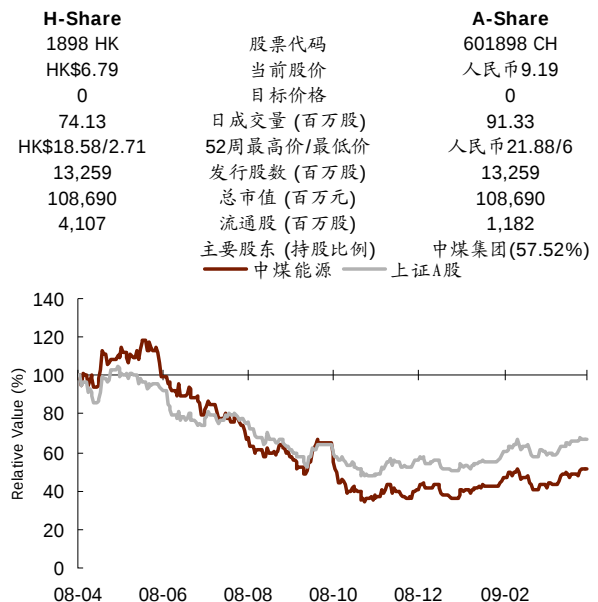
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

中煤能源 (601898.CH/1898.HK): 审慎推荐

放缓煤化工, 着力发展煤炭业务

主要财务信息 & 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	36,034	51,465	50,959	54,353
(+/-)	27.1%	42.8%	-1.0%	6.7%
主营业务利润	15,720	20,375	20,418	21,716
(+/-)	42.1%	29.6%	0.2%	6.4%
营业利润	7,804	9,675	10,445	10,660
(+/-)	117.7%	24.0%	8.0%	2.1%
净利润	6,149	7,650	7,938	7,995
(+/-)	113.1%	24.4%	3.8%	0.7%
每股收益 (元)	0.49	0.51	0.57	0.56
市盈率 (x)	18.6	17.9	16.2	16.3
净资产收益率	18.5%	12.0%	11.5%	11.0%
投入资本回报率	16.0%	11.8%	12.2%	11.8%
每股分红 (元)	0.09	0.07	0.17	0.32
现金分红收益率	1.0%	0.8%	1.9%	3.5%



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

投资要点:

09 年电煤合同价格有望超预期。2009 年公司已经签订的煤炭合同量相当于全年计划产量的 77%。而价格可能也好于原来基本持平的预期, 将 09 年国内合同煤价涨幅从 0%上调为 7%。

努力实现成本控制。09 年成本上升因素包括员工工资增长、露天矿剥离量增加以及国家政策变动; 成本下降因素包括材料价格下降等。公司目标为在扣除客观增支因素后, 09 年单位成本基本与 08 年持平。

放缓煤化工发展。由于黑龙江煤化工项目为褐煤, 重新测算的 IRR 仅为 4.4%, 因此决定暂缓该项目; 而鄂尔多斯煤化工项目为优质动力煤, 测算的 IRR 为 13.02%, 公司计划对该项目进行优化后, 继续推进。

煤炭业务有持续发展。09 年增量来自于年设计能力 600 万吨的安太堡井工矿以及设计能力 150 万吨的东坡矿; 2010 年底设计 600 万吨的王家岭煤矿投产; 2011 年设计能力 2000 万吨的平朔东露天矿试生产。

估值:

目前, 中煤能源 A 股的 09 年 PE 为 16.2 倍, PB 为 1.8 倍; 而行业平均的 PE 为 17.1 倍, PB 为 3.1 倍。H 股的 09 年 PE 为 10.0 倍, PB 为 1.2 倍; 行业平均 PE 为 8.2 倍, PB 为 1.1 倍。

风险:

如果国家出手干预电煤合同价, 可能导致涨幅低于预期。

业绩预测调整:

我们将 2009 年合同煤价涨幅从 0 上调到 7%; 同时, 将自产原煤产量从 9990 万吨下调为 9700 万吨, 将自产商品煤单位销售成本从 188.75 元/吨上调到 190.5 元/吨。在此基础上, 将 09 年 EPS 从 0.54 元上调到 0.57 元。

财务简表

(单位: 百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表					
主营业务收入	28,347	36,034	51,465	50,959	54,353
主营业务成本	16,847	19,657	29,840	28,482	30,440
主营税金及附加	434	657	1,249	2,059	2,196
主营业务利润	11,065	15,720	20,375	20,418	21,716
减: 营业费用	5,529	6,747	7,188	8,019	8,717
管理费用	1,689	2,245	2,577	2,680	2,858
财务费用	383	725	-525	-402	-350
营业利润	3,585	7,804	9,675	10,445	10,660
利润总额	3,899	7,907	9,972	10,445	10,660
所得税	1,014	1,758	2,322	2,507	2,665
净利润	2,886	6,149	7,650	7,938	7,995
每股盈利 (元)	0.23	0.49	0.51	0.57	0.56
每股股利 (元)	0.00	0.09	0.07	0.17	0.32
资产负债表					
货币资金	18,388	10,666	37,389	38,421	33,782
存货	2,482	3,316	4,171	4,804	5,135
其他流动资产	1,763	2,563	2,247	3,662	3,911
流动资产合计	25,393	22,864	49,690	53,242	49,586
长期投资	886	1,938	2,609	1,219	1,220
固定资产	17,520	23,751	30,422	37,271	46,539
无形资产及其他资产	7,862	9,725	9,894	9,547	9,200
资产合计	51,661	58,277	92,615	101,279	106,545
应付帐款	3,753	4,651	6,707	6,739	7,202
预收帐款	794	1,231	1,524	1,740	1,856
其他应付款	3,157	1,505	1,818	2,181	2,331
其他流动负债	3,520	2,639	2,576	3,690	3,921
流动负债合计	13,084	10,335	12,893	16,210	17,170
长期借款	8,270	8,928	10,194	8,928	8,928
负债合计	24,049	22,280	26,551	27,906	28,971
少数股东权益	1,457	3,410	4,659	5,099	5,611
股本	11,733	11,733	13,259	13,259	13,259
储备和未分配利润	14,812	21,574	50,234	55,689	59,423
股东权益合计	26,545	33,307	63,493	68,948	72,681
负债及股东权益合计	52,052	58,996	94,704	101,953	107,264
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	5,387	4,920	9,976	8,945	11,371
投资活动产生的现金流量	(4,354)	(13,599)	(30,965)	(6,456)	(12,261)
筹资活动产生的现金流量	12,867	(4,779)	24,728	(1,457)	(3,748)
主要财务比率					
增长					
收入	9%	27%	43%	-1%	7%
息税折旧摊销前利润	5%	78%	55%	-8%	4%
息税前利润	0%	75%	58%	-8%	4%
税前利润	2%	103%	26%	5%	2%
净利润	-10%	113%	24%	4%	1%
摊薄每股盈利	-84%	113%	4%	10%	0%
利润率					
毛利率	39%	44%	40%	40%	40%
息税折旧摊销前利润率	14%	20%	22%	20%	20%
息税前利润率	14%	19%	21%	19%	19%
税前利润率	14%	22%	19%	20%	20%
净利润率	10%	17%	15%	16%	15%
资产周转比率					
总资产周转率	0.55	0.62	0.56	0.50	0.51
固定资产周转率	1.62	1.52	1.69	1.37	1.17
流动性比率					
速动比率	1.75	1.89	3.53	2.99	2.59
流动比率	1.94	2.21	3.85	3.28	2.89
杠杆比率					
净债务权益比率	-0.31	-0.04	-0.42	-0.40	-0.32
资产负债率	0.47	0.38	0.29	0.28	0.27
息税前利润/净财务费用	5.86	10.06	15.38	14.09	14.70
杜邦分析					
净利润率	10%	17%	15%	16%	15%
资产周转率	0.55	0.62	0.56	0.50	0.51
资产/股东权益	1.95	1.75	1.46	1.47	1.47
净资产回报率	11%	18%	12%	12%	11%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

主要假设调整

	调整后	2009E 调整前	变化 (%)	调整后	2010E 调整前	变化 (%)
合同煤价涨幅 (%)	7.0%	0.0%	7.0%	-5.0%	-5.0%	0.0%
自产原煤产量 (百万吨)	97.9	99.9	-2.0%	107.2	109.2	-1.8%
自产商品煤单位销售成本 (元)	190.5	188.7	0.9%	180.0	177.7	1.3%
每股盈利 (元)	0.57	0.54	4.7%	0.56	0.53	6.8%

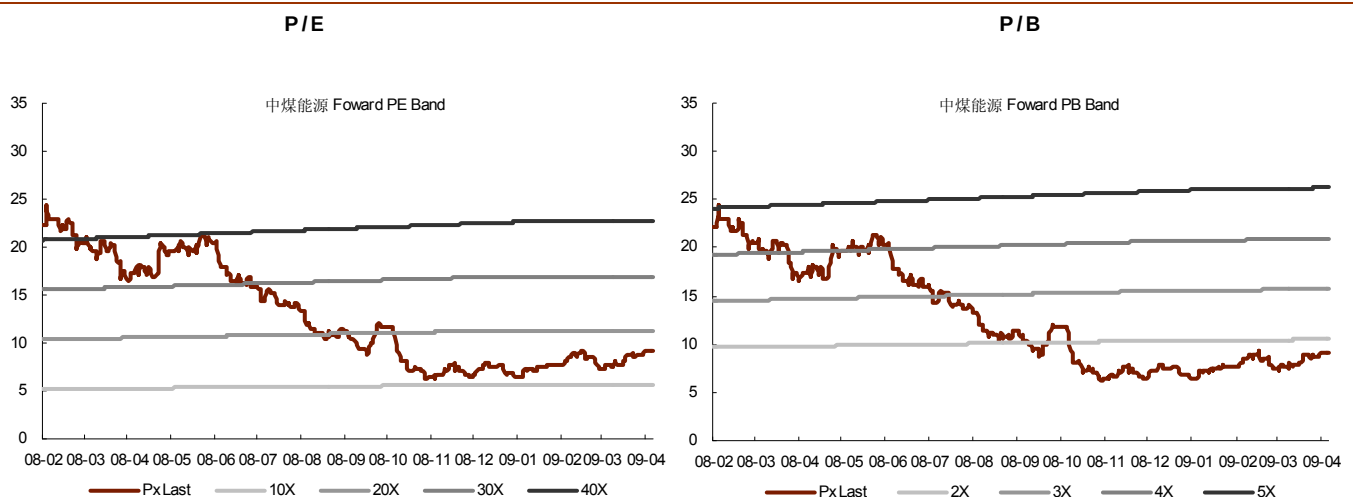
资料来源: 中金公司研究部

主要预测假设

	自产商品煤销量 (百万吨)		自产商品煤售价 (元/吨)	
	2009E	2010E	2009E	2010E
内销动力煤	71.7	76.6	402.8	382.6
出口动力煤	4.6	4.6	499.6	422.3
内销炼焦煤	2.4	5.0	747.8	710.4
出口炼焦煤	0.1	0.1	1,294.7	1,000.2
合计/加权平均	78.8	86.2	419.5	404.1

资料来源: 中金公司研究部

历史 P/E and P/B bands



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 12: 可比公司估值

	Price	EPS				P/E (x)				P/B (x)			
	2009-4-6	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E
A/B股 煤炭公司	(Rmb)	(Rmb)											
焦煤公司													
西山煤电*	18.75	0.53	1.44	0.95	1.01	35.33	13.03	19.84	18.65	7.10	4.89	4.21	3.67
平煤股份*	21.62	1.03	2.20	1.29	1.08	21.07	9.81	16.74	19.94	3.81	3.09	2.78	2.56
开滦股份*	21.58	1.11	1.34	0.86	1.01	19.41	16.09	24.99	21.44	3.92	3.09	2.85	2.61
金牛能源	23.09	0.73	2.49	1.60	1.84	31.85	9.26	14.40	12.54	5.01	3.23	2.89	2.09
煤气化	14.65	0.52	1.33	1.01	1.04	28.12	11.00	14.50	14.09	4.21	2.94	2.48	2.23
盘江股份	18.03	0.16	1.28	1.53	1.79	110.89	14.09	11.81	10.05	7.38	n.a	n.a	n.a
平均值 - 焦煤						41.11	12.21	17.05	16.12	5.24	3.45	3.04	2.63
中间值 - 焦煤						29.98	12.01	15.62	16.37	4.61	3.09	2.85	2.56
无烟煤公司													
兰花科创*	24.92	1.24	2.45	1.73	1.40	20.14	10.16	14.42	17.77	4.50	3.23	2.85	2.60
神火股份*	26.19	1.64	2.46	1.44	1.27	15.98	10.63	18.22	20.57	6.69	4.85	4.19	3.73
国阳新能	20.06	0.52	1.29	1.09	1.27	38.95	15.57	18.42	15.86	5.81	4.40	3.82	3.36
平均值 - 无烟煤						25.02	12.12	17.02	18.07	5.67	4.16	3.62	3.23
中间值 - 无烟煤						20.14	10.63	18.22	17.77	5.81	4.40	3.82	3.36
其他煤炭公司													
中国神华*	21.91	1.03	1.34	1.36	1.38	21.26	16.39	16.13	15.93	3.32	2.93	2.60	2.35
兖州煤业*	13.71	0.55	1.15	0.91	0.73	25.04	11.93	15.12	18.88	3.44	2.73	2.48	2.31
中煤能源*	9.19	0.49	0.51	0.57	0.56	18.63	17.89	16.25	16.28	3.24	1.92	1.77	1.68
大同煤业	20.42	0.60	1.89	1.31	1.69	34.23	10.80	15.55	12.06	4.44	3.19	2.51	1.93
上海能源	14.30	0.71	1.54	1.23	1.09	20.17	9.29	11.64	13.18	3.62	2.50	2.34	n.a
恒源煤电	23.35	1.07	1.62	1.53	1.66	21.87	14.41	15.30	14.07	3.90	2.71	2.30	1.99
潞安环能	28.22	0.85	2.48	1.74	2.00	33.11	11.38	16.19	14.11	7.19	4.13	3.67	n.a
露天煤业	17.75	0.57	0.85	0.95	1.06	31.38	20.88	18.68	16.70	7.30	6.40	n.a	n.a
郑州煤电	6.15	0.30	0.23	0.22	n.a	20.50	27.33	27.95	n.a	2.30	n.a	n.a	n.a
国投新集	11.66	0.27	0.65	0.62	0.83	42.56	17.94	18.69	14.00	5.09	3.82	3.36	n.a
平均值 - 其他煤						26.87	15.82	17.15	15.02	4.38	3.37	2.63	2.05
中间值 - 其他煤						23.45	15.40	16.16	14.11	3.76	2.93	2.49	1.99
平均值						31.0	13.4	17.1	16.4	5.1	3.7	3.1	2.6
中间值						24.5	12.7	16.7	16.1	4.7	3.5	3.1	2.6
H股 能源类公司	(HKD)	(Rmb)											
神华能源*	20.25	1.03	1.34	1.36	1.38	18.40	13.04	13.10	13.34	2.92	2.36	2.14	1.98
兖州煤业*	6.74	0.66	1.15	0.91	0.73	9.65	5.06	6.54	8.41	1.45	1.11	1.04	1.01
中煤能源*	6.79	0.51	0.54	0.60	0.59	12.44	10.87	10.00	10.48	2.67	1.33	1.23	1.17
福山能源*	1.67	-0.02	0.12	0.26	0.27	n.a	12.27	5.59	5.62	9.58	0.59	0.55	0.51
恒鼎实业	2.70	0.49	0.31	0.41	0.66	5.21	7.49	5.78	3.71	0.97	0.79	0.73	0.71
平均值						11.4	9.7	8.2	8.3	3.5	1.2	1.1	1.1
中间值						11.0	10.9	6.5	8.4	2.7	1.1	1.0	1.0
国际可比公司	(USD)	(USD)											
综合性公司													
Rio Tinto	42.45	5.69	2.86	3.59	3.88	10.41	20.67	16.48	15.25	3.07	3.68	2.96	2.65
BHP Billiton	24.58	2.29	2.75	1.86	1.54	14.97	12.45	18.46	22.30	6.54	4.92	4.62	4.26
Anglo American	20.35	5.58	4.34	1.41	1.87	2.45	3.15	9.70	7.30	0.82	0.91	0.78	0.62
XSTRATA	8.02	5.78	2.12	0.54	0.83	0.93	2.54	9.92	6.47	0.22	0.40	0.44	0.43
平均值						7.19	9.70	13.64	12.83	2.66	2.48	2.20	1.99
中间值						6.43	7.80	13.20	11.27	1.94	2.30	1.87	1.64
纯煤炭公司													
印尼													
Bumi	0.08	0.03	0.03	0.02	0.02	2.45	3.16	4.11	3.74	0.99	0.89	0.79	0.69
美国													
Peabody	28.88	1.00	3.55	2.94	3.44	28.88	8.14	9.83	8.39	3.10	2.65	1.99	1.62
Arch Coal	14.88	1.23	2.47	1.79	2.63	12.10	6.02	8.33	5.66	1.39	1.24	1.11	0.94
Consol	28.27	1.47	2.43	4.21	3.77	19.23	11.63	6.71	7.50	4.24	3.49	2.26	1.80
Massey	11.79	1.17	0.69	2.39	2.59	10.08	17.09	4.94	4.55	1.20	0.97	0.89	0.67
平均值						17.57	10.72	7.45	6.52	2.48	2.09	1.56	1.26
中间值						15.66	9.88	7.52	6.58	2.24	1.95	1.55	1.28
平均值						12.38	10.21	10.55	9.68	2.57	2.28	1.88	1.63
中间值						11.25	9.88	9.77	7.40	2.23	1.95	1.55	1.28
为中金公司预测值										其他为Bloomberg市场预测平均			

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

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

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

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

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

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。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。