

公司调研简报

煤炭

大同煤业 (601001)

推荐

(首次评级)

2009年4月15日

资产注入或将实现突破，低估值提供安全边际

煤炭行业分析师：李然

事项：

近期我们走访了大同煤业 (601001)，与公司管理层交流了公司近期生产经营状况，并对煤炭行业趋势及公司中长期发展规划进行了讨论。

评论：

■ 独一无二的动力煤品种使其成为全国动力煤企业中最具有优势的生产企业

大同煤业及集团占有全国最优质的动力煤资源而且储量丰富。大同地区的动力煤从煤质上来说具有发热量高、硫份低、灰分低的优势，而且其充分燃烧后的粉末中碱性成分含量低于其他品质的动力煤，这使其成为做水泥的优质原料，既环保又产生经济效益。

■ 2008 年公司动力煤销售价格实现飞跃，利润大幅提升

公司以动力煤合同销售为主，其 08 年动力煤销售价格达到了历史最好水平，我们以发热量 5500 大卡动力煤为标准，2008 年下水煤价为 570-580 元/吨，直达煤价为 440-450 元/吨，出口煤价为 830 元/吨，我们预计公司全年收入为 856280 万元，归属母公司所有者净利润为 176574.35 万元，08 年公司业绩为 2.11 元/股左右。

■ 2009 年动力煤合同谈判价格上涨超出预期，产销情况平稳

09 年在经济危机的背景下，公司动力煤价格不但没有如预期的出现下跌，反而持续坚挺。我们同样以 5500 大卡动力煤为标准，2009 年一季度动力煤销售价格，下水煤（秦皇岛平仓价含税）为 550 元/吨，直达煤（坑口含税价格）为 500 元/吨，市场销售含税价为 590 元/吨，而且一季度公司销售良好。全年合同签订情况也十分乐观：目前公司已签订合同煤数量为 115280 万吨，占公司全年销售量的 99%；而且公司销售策略灵活，可以根据市场需要，及时调整下水煤与直达煤的销售比例，实现利润最大化。

■ 2009 年起新增优质产能陆续释放

公司新增产能值得关注。2008 年公司在内蒙古完成了对鄂尔多斯矿业有限公司的收购，预计生成能力为 500 万吨/年，2009 年公司塔山矿将新增 500 万吨产能，燕子山煤矿的并入计划可能也会在 09 年下半年完成，2010 年华富矿和召富矿预计也将投产，生产能力分别为 150 万吨/年，同时设计生产能力为 1000 万吨/年的同忻矿也将投产。这一系列的并购增强了公司的资源储备水平，及生产和可持续发展能力。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

■ 省内资源整合加快企业发展步伐

特别需要注意的是今年山西开始进行大规模的资源整合,预计在 2010 年底山西省内煤矿数量由目前的 2589 座减少至 1000 座,并计划形成 3 个亿吨级、4 个 5000 万吨级、10 个千万吨级的大型煤炭集团,这也充分说明了山西省将鼓励大型煤炭企业进行资源并购、整合,这对于同煤而言将是一个扩大自身产能、提高行业竞争力,真正成为全国动力煤龙头企业的机遇。

■ 2009 年公司成本具有较大压缩空间

除了我们关注的会计政策调整对公司利润产生的影响外,公司的安全费用有较大的压缩空间(2008 年 11 月份公司塔山矿的安全费用由 15 元/吨升至 50 元/吨)。预计 2009 年母公司生产成本为 245 元/吨,塔山矿生产成本为 175 元/吨。

■ 2009 年资产注入或将实现突破

2008 年以来备受关注的燕子山煤矿资产注入进程有望在 2009 年下半年实现突破,随着 2009 年 6 月 23 日公司对其所持股份解禁,我们判断,公司可能将进行燕子山煤矿的资产并入。

■ 煤炭行业供给控制能力支撑煤价

一季度合同煤销售状况良好,除了受到市场需求回暖的影响外,我们认为最重要的影响因素在于煤炭行业的供给控制能力超出预期。主要原因有两个:

第一,小煤矿迟迟未复产。据我们了解,由于小煤矿从接到复产通知到进入正常生产,大约需要 40-50 天清理工作面,因此小煤矿在 4 月份大量复产的可能性较小。占山西煤炭市场供应 1/3 的小煤矿至今仍然停产,这在很大程度上减少了山西煤炭的市场供应,同时也使像同煤这样的大型集团有很强的议价权。

第二,大秦线在 3 月底 4 月初开始进行为期 50 天的开窗检修,导致秦皇岛煤炭调入量下降,秦皇岛库存持续降低,这加剧了原本供应相对紧张的局面,大秦线选择在秦皇岛煤炭出港量并不低而且市场供应偏紧的时候进行检修,从中我们不难看出政府对于目前煤炭市场价格的态度。

另外,近期陕西和内蒙的煤矿开始陆续复产,但我们发现整个市场的供应并没有明显的上涨,经研究发现,陕西和内蒙新增的煤矿基本都被大型煤炭集团控制,这些地区煤炭产能的释放力度可能更多的取决于这些集团对于市场前景的判断。

■ 低估值提供足够安全边际,给予推荐评级

我们预计大同煤业 2008-2010 年归属于母公司所有者的净利润分别为 176574.35 万元、167307.94 万元和 168071.44 万元,同比增长 218%、-5%、0.46%。2008-2010 年 EPS 分别为 2.11 元、2.00 元和 2.02 元。参照煤炭板块整体估值水平及公司未来业绩变动趋势,我们给予大同煤业 15 倍 PE,对应合理估值 30.22 元,相对二级市场 25.37 元的价格,拥有较大的安全边际,给予公司推荐评级。

■ 核心风险提示: 同煤集团与大同煤业之间多年的关联交易和巨额的销售费用亟待解决;若山西及周边省份中小煤矿产能大量释放,则在经济尚未复苏,需求侧并未完全回暖的情况下,不排除动力煤价格会出现下跌的情况,因此我们应密切关注山西小煤矿复产进度。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

创造价值 成就你我