

动态报告/深度跟踪

能源

中油化建（600546）

推荐

煤炭

2009 年 7 月 21 日

产能三级跳 业绩大跃进

分析师： 李然 liran@guosen.com.cn 0755-82130681

事项：

近期我们调研了中油化建，与公司管理层交流了公司生产经营状况，并对公司中长期发展规划进行了讨论。

公司的投资要点主要来自于：

- 1、公司参与山西省煤炭资源整合进程加快，未来三年产能将实现三级跳，并大幅增厚未来业绩。
- 2、集团为山西省内大型煤炭集团，负担轻，盈利状况卓越，管理层锐意进取并积极支持上市公司。

评论：

■ 山煤集团借壳，公司脱胎换骨

中油化建公司已经由山西煤炭进出口集团借壳，根据山煤集团、吉化集团及中油化建三方签署的协议，借壳将分两步进行。首先，中油化建现有资产与吉化集团所持 7 家煤炭贸易公司股权进行置换；其次，中油化建向山煤集团非公开发行，购买山煤集团持有的 3 家煤炭开采公司和 18 家煤炭贸易公司的股权。本次重大资产重组涉及的标的资产中，共有 5 家煤炭开采公司的股权，其中，由山煤集团持有的经坊煤业、凌志达煤业和大平煤业的股权为本次直接注入的 3 家煤炭开采公司股权，霍尔辛赫煤业和铺龙湾煤业的股权则由本次注入的煤炭贸易公司——山煤煤炭进出口有限公司持有。经坊煤业和凌志达煤业为在产煤矿，大平煤业正在试生产，霍尔辛赫煤业和铺龙湾煤业均为在建煤矿。煤炭贸易板块包括大同公司等 25 家贸易公司及山煤集团本部所从事的煤炭内销业务，其中有 5 家驻外机构，77 个发运站点，形成了覆盖煤炭主产区、遍布重要运输线、占据主要出海口的独立完善的煤炭内外贸运销体系。目前重组已经获得了各方股东大会的通过，进入了证监会审核阶段。

中油化建由山西煤炭进出口集团借壳后，实现了公司经营主体和主营业务的完全变更，成功脱胎换骨。山西煤炭进出口集团是一家以煤炭开采、煤焦贸易为主，高铁轮对制造和房地产等多项投资业务共同发展的国有综合性煤炭企业。集团 08 年实现煤炭产量 326 万吨，煤炭销售量为 355 万吨，煤焦贸易量为 5000 万吨，包括 1200 万吨的焦炭贸易量和 3000 万吨的煤炭国内销售量和 800 万吨的煤炭出口量。目前装入上市公司的三个煤矿，长治经坊煤业 08 年煤炭产量为 145 万吨，凌志达煤业煤炭产量为 55 万吨，大平煤业煤炭产量为 125 万吨，煤种基本以贫煤、无烟煤和高硫瘦煤为主，主要做电煤和喷吹煤销售，08 年的销售均价约为 500 元/吨，08 年公司自产煤炭销售的利润约为 5.3 亿元。

■ 产运销的完整业务链，使公司在同行业公司中具有突出优势

与同行业其他企业相比，山煤集团具有产、运、销一体化、“资源-通道-市场”链条完整的经营优势，不仅保证自产煤炭的及时输出，而且掌握了煤炭贸易、运销的主动权；同时，公司正不断向煤炭产业上游延伸，快速提升资源储备规模，使公司在行业内的竞争力和影响力不断增强。在运输和销售环节上，公司拥有超出普通煤炭公司的贸易网络和销售渠道。

集团拥有中国煤炭自营出口权，是国内拥有该权力的四家煤炭企业之一，同时拥有国内和山西省内煤炭销售的合法资质，并在山西省内拥有铁路运输单列计划。公司目前有 77 个煤炭铁路发运站点，不仅涵盖了山西省内主要的煤炭产地，同时从北到南覆盖了中国主要的煤焦贸易港口：秦皇岛港、京唐港、天津港、日照港、连云港等。密布山西省内以及主要港口的煤炭铁路发运站点，保证了公司能够享受巨大的运输优势。尤其是在煤炭行业向好运力紧张的情况下，公司的煤炭可以优先发运，并大幅节省运输环节的中间费用。

由于集团长期从事煤炭贸易，在国内外拥有丰富的客户资源，集团在国内除了和五大电厂以及大型钢厂有多年的合作外，与日韩的钢铁以及电力企业也有比较丰富的贸易经验，多元化的销售方式和广阔的销售对象能够保证公司未来销售的顺畅。同时，特别需要指出的是，多年的煤炭贸易经验使公司对国内外煤炭市场的供需情况及销售流向十分熟悉，这更有利于公司准确把握市场行情，根据市场需求组织生产，合理规避风险。

■ 未来产能将跨越式增长，公司发展潜力巨大

集团是山西省政府确定的七大煤炭资源整合主体之一，无论是政府态度，还是资金来源，集团在煤炭资源整合中都将获得全力支持。2009 年起集团加快了对省内煤炭资源整合的步伐，并对未来 3 年的煤炭生产业务做了细致的规划，预计在 2011 年煤炭产量将达到 3000 万吨。并且集团承诺，将逐步将相关煤炭资产装入上市公司。具体规划如下：

第一步：2009 年底公司将在山西长治地区形成近 800 万吨的生产能力，其中包括 09 年已形成的经坊煤业 150 万吨的新增产能以及 2010 将全面贡献的赫尔辛基 300 万吨的新增产能。煤种以贫煤、无烟煤及部分瘦煤为主，可用作电煤和喷吹煤销售，部分瘦煤可做炼焦配煤做省内销售。矿井建设完成后，预计吨动力煤完全成本可稳定在 280 元/吨左右，吨喷吹煤的完全成本基本保持在 450-500 元/吨，吨高硫瘦精煤的完全成本（含洗选费用）在 650 元/吨左右。据了解目前当地同位发热量的动力煤售价约为 450 元/吨，喷吹煤的车板含税价格约为 750 元/吨，瘦精煤的出厂含税价格约为 800 元/吨，同时大同辅龙湾煤业将在 2010 年形成 120 万吨的动力煤生产能力，当地吨煤的完全成本可控制在 240 元/吨以内，该地区同位发热量动力煤价格目前坑口售价（不含税）约为 320-340 元/吨，经我们测算，2009 年新增产能对公司 2010 年 EPS 的贡献约为 0.65 元/股（公司总股本为 7.5 亿股）。

第二步：2010 年年底集团煤炭产量保守估计将达到 1500 万吨。通过对山西大同左云地区中小煤矿的整合，集团将形成计划年生产能力在 860 万吨（包括辅龙湾 120 万吨）中位发热量的动力煤生产基地。收购完成后，预计吨煤的完全成本可保持在 240 元/吨左右，该地区同位发热量动力煤价格目前坑口售价（不含税）约为 360-380 元/吨，我们预计未来两年公司动力煤吨煤净利将基本稳定，那么 2010 年大同左云地区新增产能将增加公司净利润 7.4 亿元。

第三步：2011 年集团将在山西河曲煤田（忻州地区）形成 500 万吨露天煤矿的生产能力，煤种主要以中位发热量的动力煤为主，同时在山西吕梁、临汾地区整合当地炼焦煤煤矿（目前处于意向谈判阶段），形成 1000 万吨/年的炼焦煤生产能力。形成生产能力后，河曲地区吨煤完全成本在 180-200 元/吨，目前该地区同位发热量的动力煤坑口售价（不含税）约为 280-300 元/吨；我们预计未来公司吨煤净利将基本平稳，那么 2011 年年底河曲煤田产能全面形成后对公司将贡献利润 5 亿元左右。若集团意向收购的吕梁、临汾地区的炼焦煤煤矿在 2011 年年底具备生产能力，我们判断未来炼焦煤价格会随着钢铁行业的全面恢复而出现一定幅度的上涨，2012 年炼焦精煤销售价格应在 1500 元/吨，吨煤净利率应在 35% 左右，则公司净利将有望继续大幅增加。对此进程，我们将保持进一步的跟踪。

■ 全新的经营思路，较轻的社会负担以及集团公司的快速成长将给上市公司成长提供优质的发展平台

公司在此次借壳上市的过程中，启用了一批成熟且富有活力的管理者。领导层全新且积极进取的管理思路为企业的腾飞奠定了良好基础。据了解，山煤集团对待上市公司的整体方针是：**集团内不会存在同业竞争，集团旗下的投资公司负责煤炭资源的整合和收购，一旦收购完成具备生产能力直接装入上市公司**。这个指导方针保证了公司未来煤炭产能稳定增长，不会出现诸如大多数煤炭公司存在的关联交易或者与集团剥离困难的情况。

集团公司除了煤炭业务外，还有高铁装备、房地产和其他投资业务。据了解，集团其他业务目前盈利能力良好，尤其是高铁装备业务，公司拥有 3 条生产线，可生产 25000 对高铁轮对设备，到 2010 年，公司将再增加 7 条生产线，同时与省内多家大型设备生产企业联合，使企业成为世界最大的高铁轮对生产基地。同时，公司以房地产为主的投资业务也开展得如火如荼。另外，截止 2008 年年底，集团公司总资产为 136 亿元，集团员工 6314 人，与同类企业相比有较高的人工绩效。集团业务加速扩展，盈利能力快速提升。强大的集团背景减轻了上市公司的负担，集团公司不断拓展的业务空间给企业未来的发展提供了优质的成长平台。

■ 进入“成熟期”的煤炭贸易业务为公司提供基本的盈利保证

股份公司的母公司——山煤集团一直以来从事煤炭进出口贸易为主。在借壳上市后，上市公司拥有煤炭进口资质，暂时无法取得煤炭出口资质。但公司已与集团签订了《煤炭出口代理协议》，将通过代理方式获得煤炭出口资质。从 09 年开始，由于国内外煤炭价格差距的不断缩小，出现国外煤价低于国内煤价的情况，国内煤炭进口数量直线上涨，这也弥补了目前公司暂时不能全权进行煤炭出口业务的不足。进入成熟发展期的煤炭贸易业务虽利润相对较低，但客户稳定，公司能够获得稳定的基本收益，这也保证了公司未来发展的稳定。

■ 公司未来业绩成长显著，给予“推荐”评级

根据我们的测算，2009-2011 年归属于母公司所有者的净利润分别为 7.5 亿元、12.7 亿元和 20.1 亿元，与管理层沟通后，公司未来一年内目前没有增发意愿，则 09、10 年公司股本为发行时的 7.5 亿股，则对应 09-10 年 EPS 分别为 1.00 元、1.69 元，2011 年由于公司将收购集团煤矿，假设 2011 年股本为 8.2 亿股，则对应 2011 年 EPS 为 2.45 元。公司目前在二级市场股价为 28.58 元，按照公司的优良资质和未来业绩变动趋势，与煤炭板块相对比，估值明显偏低，我们给予公司“推荐”评级。

股价催化剂：集团收购山西吕梁、临汾地区炼焦煤煤矿进程超预期；2010 年煤炭贸易收入显著增加。

■ 关键产品价格假设

预计公司 2009 年动力煤平均销售价格为 450 元/吨，喷吹煤车板含税价格为 750 元/吨，部分高硫瘦煤出厂含税价格为 800 元/吨；2010 年动力煤销售价格为 500 元/吨（不含税），喷吹煤车板含税价格为 800 元/吨，高硫瘦煤出厂含税价格为 850 元/吨；2011 年动力煤销售价格为 520 元/吨（不含税），喷吹煤车板含税价格为 850 元/吨，高硫瘦煤出厂含税价格为 900 元/吨。

■ 核心风险提示

1. 我们对公司 2010 年-2011 年煤焦价格包括盈利假设是基于明年经济好转，钢铁行业稳步回升的前提。国信宏观小组认为，随着经济在 2009 年三季度再次探底，四季度将逐步回升，尤其以中游行业的回升最为明显，钢铁行业也将随着经济的逐步转暖而全面复苏，作为钢铁行业的上游炼焦煤行业受益明显。因此，我们对 2010 年公司煤焦销售价格假设相对中性。

2. 我们对公司未来两年的盈利预测基于公司未来的产能增长及集团对未来煤矿的收购重组计划，若收购或集团资产注入上市公司进程发生变化，则公司实际盈利状况将发生相应调整。

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

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

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。