

煤炭行业

2009年7月22日



公司研究

调研简报

跟踪评级-维持评级：短期-推荐，长期-A

上海能源（600508）：“煤-电-铝”一体化伴随经济复苏转好

核心观点

近期我们实地调研了上海能源，了解公司长期发展战略以及近期经营状况。

煤矿建设持续推进

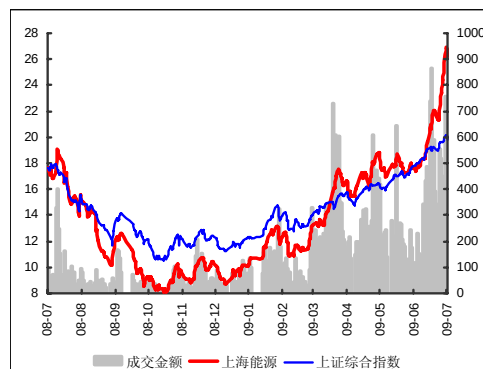
- **姚桥矿**：08年产原煤约380万吨。选煤厂年底试生产，入选能力300万吨/年，与姚桥煤矿产能配套。
- **孔庄矿**：08年产原煤约130万吨。目前技改情况良好，预计2011投产，将增加产能120万吨/年。规划三期增加产能70万吨。孔庄煤炭资源优良，入洗后生产优质炼焦业精煤和混煤，通过持续建设将成为第二大煤矿。
- **徐庄矿**：08年产原煤约150万吨。矿井紧邻大屯选煤厂，入洗量大。
- **龙东矿**：08年产原煤约120万吨。以气煤和气肥煤为主，煤质一般，且剩余服务期仅有30年左右，开发后劲不足。
- **洗精煤**：08年大屯选煤厂生产120万吨、孔庄80万吨、龙东20万吨。
- 孔庄选煤厂和大屯选煤厂技术优良，洗出率高，能达到70%-75%，洗出产品好，并且能够根据客户要求调解产品结构。

煤炭销量预计较08年持平

- 据公司介绍，公司上半年煤炭销售基本较上年持平，生产原煤约为420万吨，精煤120万吨。预计09年全年实现生产原煤780万吨，动力煤400万吨，洗精煤220万吨，与08年基本持平。
- 公司洗精煤主要为1/3焦煤，用作炼焦配煤。其中孔庄矿的煤质良好，生产的5、6级精煤主要供应宝钢。
- 动力煤发热量在5000-5500大卡之间，热值较高。

煤价随市场价而变动

行业近一年股价走势：



公司主要财务指标（09年一季报）

项目	数值
总股本（万股）	72271.8
实际流通股本	27152.6
每股净资产	5.99
资产负债率	41.78
ROE	4.45

数据来源：公司公告，国都证券研究所

国都证券研究所

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

- 公司洗精煤及动力煤销售以重点大客户为主，市场煤中间商为辅，销售价格变化趋同市场煤价变化趋势，综合煤炭销售价格与市场价格有较小偏差。
- 目前洗精煤销售价格约为900-1000元/吨，动力煤坑口价约为450-500元/吨。
- 7月20日，公司煤矿所在地江苏徐州地区气肥煤出厂含税价930元/吨，较上月上涨3%；5500大卡烟煤船板价530元/吨，4800大卡烟煤船板价460元/吨，较上月持平。

✚ 运输成本较低

- 公司煤矿紧贴江苏徐州，处于交通枢纽地区，交通方便，煤炭运抵长三角地区比山西运距少1000多公里。运输成本的降低使得公司煤价具有一定优势。
- 公司主要煤炭销售由自有铁路经徐州运往连云港出海。
- 公司煤矿贴近京杭大运河，部分煤炭经徐州万家寨码头经京杭大运河运出。

✚ 煤炭业务守成尚可、增长乏力

- **中短期煤炭业务稳定。**公司贴近华东经济核心地区，煤炭销售距离近，销售有保障，并且不受限价、煤电博弈等负面因素的影响，随着未来姚桥选煤厂、孔庄煤矿技改等项目的完工，公司未来洗精煤产量增加，产品结构将得到提升，在中短期煤炭业务将成为公司盈利的稳定支撑点。
- **但公司煤炭储量不大，未来接续的产能投入量较行业龙头企业有所不足。**
- **母公司资产注入可能性较小：**原控股股东大屯集团有生产经营能力的资产已经基本注入上市公司，目前仅有一个建安公司、四方铝业、以及医院等非生产性单位，资产注入可能性很小。现母公司中煤能源集团下属已有上市公司中煤能源（601898），我们认为这将成为中煤能源资源整合的平台，公司获得集团资产注入的可能性较小。
- **内生性增长有限：**公司上市时间早，现有煤矿经历了较长时间的开发，现有开发程度较深，未来可持续开发的潜力较小，预计中期公司煤炭产能在1000万吨左右，较西山煤电、国投新集等公司年均15%以上的产能复合增长率体现出内生增长的乏力。
- **外生型增长尚有待观察：**公司与中煤能源合建的新疆中煤赛德能源有限公司尚处于初建阶段，尚未投入资金。赛德能源目前有新疆北疆石河子附近一个煤矿的探、采矿权。该项目的目的在于提前抢占新疆煤炭资源，为未来的接续发展铺平道路，由于目前开发条件尚不成熟，近期投入资金开发的可能性较小。但我们认为未来如果得到开发，该项目或能成为公司新的利润贡献点。

电解铝成为“煤-电-铝”链条短板

- **公司目前构建的“煤-电-铝”链条尚不完整：**铝产业仅有氧化铝电解一步，上游的氧化铝以及下游的铝制品深加工业务目前都没有，产业链条短，产品以铝锭销售为主。投资17亿元的10万吨高精度铝板带项目处于基建阶段，预计2010年完成基建，2012年或能形成规模产能，届时将延伸产业链条，使铝项目成为盈利贡献点。
- **电解铝需求不振，产业链条运转不畅。**从08年开始市场对电解铝的需求不旺，公司电解铝销售情况不佳；所配8、9台共计45万千瓦机组规模小、耗煤量大；电解铝业务和配套电力机组仍处于磨合期，相互配合，协调的程度不高。
- **铝价大幅波动，对公司稳定经营构成负面影响。**近年来电解铝大幅波动，上海A00铝锭价格在经历了08年跌至10981元/吨之后有所反弹，6月平均价格上涨至13545元/吨，同比下降27%，较年初上涨11%。市场铝价的大幅波动对公司的持续经营以及对维护“煤-电-铝”产业链条造成了一定的影响，如何构建完美的产业链条成了公司乃至行业急需解决的一个难题。
- **电解铝项目出现复苏势头。**08年至09年初是公司铝锭销售的低谷期，而近期随着市场对通胀预期的增强，铝锭价格开始回升，公司电解铝项目也随之出现复苏势头，虽然预计09年仍难盈利，但对公司贡献应较08年更为正面。

盈利预测：

公司紧邻华东经济核心地带，经济的复苏对公司有着直接的拉动作用。公司在近年内业绩将主要受钢铁以及焦煤行业景气度的影响，未来随着电解铝产业链条的延伸，煤炭资源开采成本的增加，电解铝业务对盈利贡献将有所增加。

我们认为，随着宏观经济的复苏，上半年的煤炭销售量价较年初有所回升，预计09年全年煤炭业务收入将略低于08年水平；08年受到铝价大幅下跌影响，电解铝业务大幅亏损，虽然预计09年仍难盈利，但已经出现了转好的迹象，对盈利的影响较08年更为正面。综合预计09、2010年盈利预测为1.34元、1.65元，对应7月21日收盘价26.01元，PE为20倍、16倍，给予“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

风险提示：

公司规划的煤、铝互补的产业链条在受到金融危机的影响下将导致运转困难，煤炭、电解铝业务受到经济波动性影响较大。

铝锭以及氧化铝价格波动大，若未来铝锭价格下跌而氧化铝价格上涨将对公司盈利构成负面影响。

附表:

图表 1: 公司原煤产量表

	煤种	可采储量	2008A	2009E	2010E
姚桥	1/3焦煤	3.2	380	390	420
孔庄	1/3焦煤	0.82	130	140	230
徐庄	1/3焦煤	1.56	150	150	170
龙东	气煤、气肥	0.54	120	120	140
原煤产量合计		6.12	780	800	960

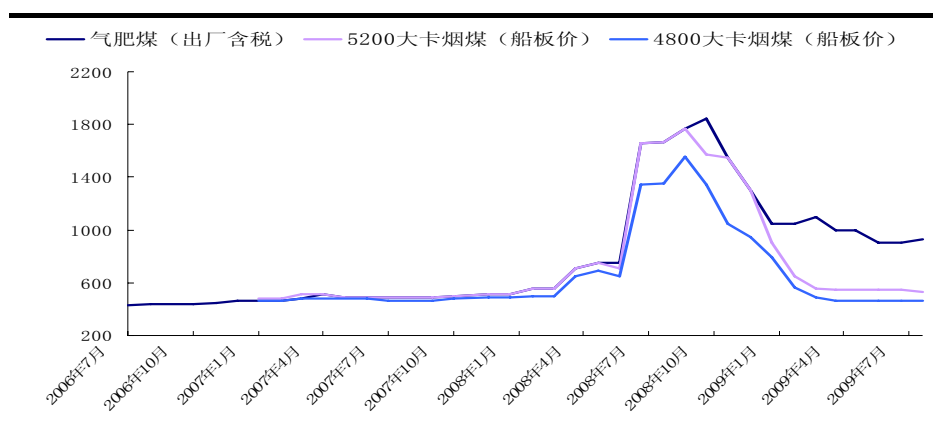
资料来源: 国都证券研究所

图表 2: 公司洗精煤产量

	大屯洗煤厂	孔庄	龙东	合计
洗精煤	120	80	20	220

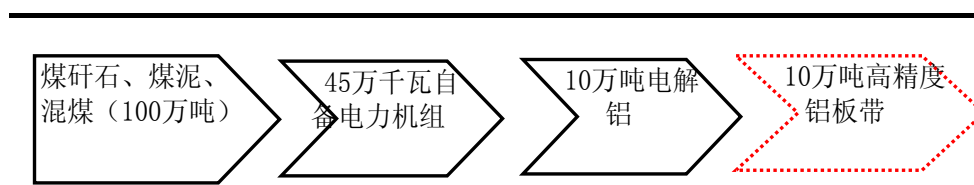
资料来源: 国都证券研究所

图表 3: 江苏徐州煤炭价格走势



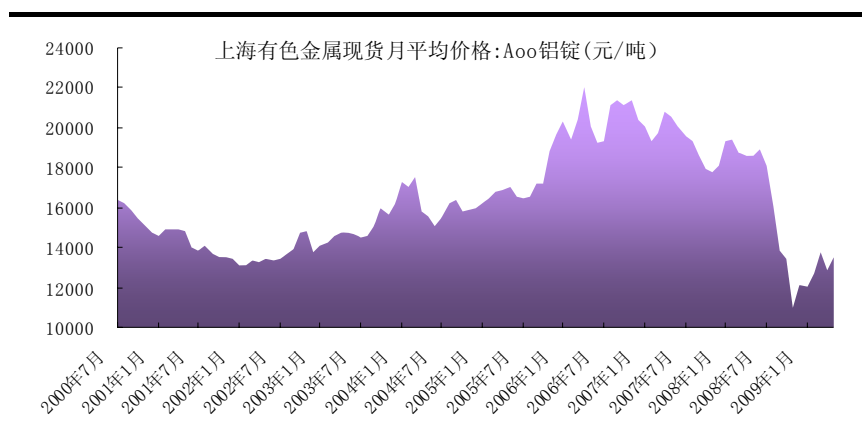
资料来源: 煤炭资源网, 国都证券研究所

图表 4: 上海能源“煤-电-铝”产业链条



资料来源: 国都证券研究所

图表 5：上海 A00 铝锭月均价格走势



资料来源：Wind，国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	减持	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。