

大同煤业 (601001. sh)

产量持续增长，外延发展广阔

谢军 研究员
电话: 020-87555888-663
eMail: xj@gf.com.cn

林红垒 研究助理
电话: 020-87555888-407
eMail: lh10@gf.com.cn

塔山及内蒙古矿井成未来产能增长亮点 塔山矿今年达到 1500 万吨的设计产能,到今年年底随着又一 500 万吨工作面的投产,产能将达到 2000 万吨。召富公司 2008 年开工建设,目前由于征地的原因仍未投产,预计 2009 年将有最多 100 万吨的产量贡献,2010 年达产。华富公司于今年上半年开工建设。两矿设计产能 120 万吨,未来仍有一倍以上的增长空间。色连一号井 2009 年上半年开工建设,预计建设期为三年,初步设计产能为 500 万吨/年,预计远期产能将达到 800 万吨/年以上。

塔山矿煤价下滑带动综合煤价下降 2007 年塔山矿煤炭销售价格 316.5 元/吨。2008 年大约 780 元/吨(含税)左右,2009 年上半年塔山煤炭销售价格大幅下滑至不到 400 元/吨(含税),塔山煤炭销量在公司销售比例不断提高的情况下拖累公司煤炭价格。

未来塔山产量增长将摊薄公司成本 母公司吨煤成本约 270—280 元/吨左右,其中人工成本占比达 40%以上,而塔山矿是新建的现代化矿井,吨煤成本只有 120—130 元/吨左右,人工成本占比只有 14—15%左右。未来塔山矿煤炭产销量的大幅增长将继续摊薄公司的单位成本。

资产注入,公司发展前景广阔 公司 2002 年减资是返还集团的五个煤矿全部有采矿权,未来时机合适将率先注入上市公司。集团目前在建 1000 万吨产能的矿井有六个(含塔山矿),正在重组改造 5 个 500 万吨产能的矿井,未来三年左右将形成 7500 万吨的新增产能。同煤集团所属煤矿分布在大同、宁武、河东煤田,煤炭总储量约 890 亿吨。集团庞大的优质资产为上市公司外延式发展提供广阔的空间。

盈利预测与投资建议 预计公司 2009—2011 年每股收益分别为 1.916 元、2.508 元和 3.098 元,对应 2009—2010 年市盈率分别为 17.82 倍、13.61 倍,给予公司买入评级。

风险提示 集团负担较大,整体上市具有较大不确定性;资源税改革将增加公司政策性成本;国际油价波动将影响公司股价走势。

公司评级



当前价格(元)	33.94
目标价格(元)	44.00
前次评级	无评级

股价走势

大同煤业(601001)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-22.33%	-6.11%	140.19%
上证综指	-12.24%	3.91%	29.93%

股票数据

总股本(万股)	83,685.00
流通 A 股(万股)	83,685.00
主要股东:	

大同煤矿集团有限责任公司	
主要股东持股比例	60.48%
流通 A 股比例	100.00%

财务比率

ROE	31.68%
ROA	15.61%
资产负债率	34.92%
每股净资产(元)	7.58

2008 年报数据。

煤炭产量未来持续增长

原有四矿产能稳定

上市公司发起设立时，同煤集团将煤峪口、同家梁、四老沟、忻州窑、晋华宫、马脊梁、云岗、燕子山、四台共9个生产矿投入公司（相关综采综掘设备和采矿权除外）。

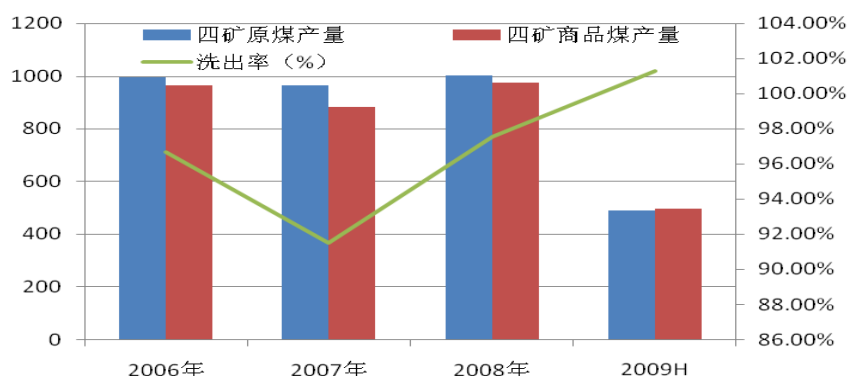
由于集团负担较重，公司2002年底减资，返还了同煤集团五个矿井，保留了口泉沟四个矿井的生产系统，并向同煤集团收购了公司所属四个矿井租用的综采综掘设备及采矿权。目前公司位于口泉沟总共四个生产矿井。

表1：口泉沟四矿情况（单位：万吨，2005年）

	核定产能	工业储量	可采储量	剩余可采年限	2005年产量
煤峪口矿	250	11397.3	7244.4	19	235
同家梁矿	300	15763.7	7465.9	17	268
四老沟矿	320	15237.7	9780.6	22	291
忻州窑矿	230	13019.4	7336.1	22	224
合计	1100	55418.1	31827.0	/	1018

数据来源：上市公司公告、广发证券发展研究中心

图1：口泉沟四矿今年煤炭产销量情况（单位：万吨）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

口泉沟四矿属稳定性矿井，近年产量保持稳定，由于煤质优良，2006—2008年商品煤洗出率均保持在90%以上，2009年上半年商品煤销量达到496.43万吨，超过四矿原煤产量490.13万吨，主要是因为煤质较好以及掺混量加大所致。未来四矿产量稳定，产能无大幅增长。

塔山及内蒙古矿井成未来产能增长亮点

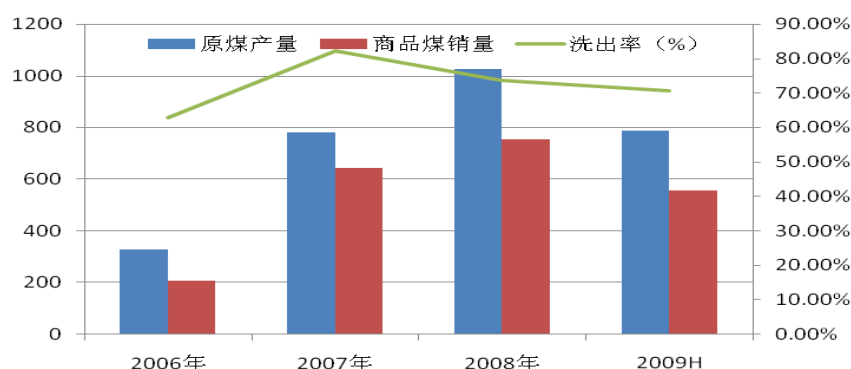
2004年6月，大同煤业与同煤集团、大唐国际签署《发起人投资协议书》，共同开发建设大同塔山工业园区塔山矿井及洗煤厂项目，约定大同煤业投资比例为51%、大唐国际投资比例为28%、同煤集团投资比例为21%。

塔山井田位于山西大同煤田东翼中东部边缘地带，塔山矿井开采煤系为石炭二叠纪煤系，矿井煤炭地质储量50.74亿吨，工业储量47.64亿吨，可采储量30.71亿吨，主采煤层（3号、5号、8号煤层）合计可采储量26.47

亿吨，占全矿井可采储量的86.19%。各主要可采煤层以1/3焦煤和气煤为主，为富灰、特低硫、高挥发份、高发热量煤种。原煤发热量在4857—5778卡/克之间，是优质动力煤。

塔山矿井设计原煤产量达1500万吨，配套洗煤厂建成后原煤全部入洗，预计今年达到1500万吨的设计产能，到今年年底随着又一500万吨工作面的投产，塔山矿产能将达到2000万吨。

图2：塔山矿近年煤炭产销量（万吨）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2008年初，公司以自筹资金收购准格尔旗召富煤炭有限责任公司和准格尔旗华富煤炭有限责任公司各80%的股权，并对目标矿进行增资建设。

召富、华富公司均位于准格尔煤田东部的准格尔矿区，资源保有储量13463万吨，煤种为长焰煤，是良好的动力煤。两公司矿井开采方式均为露天开采，矿井设计生产能力均为120万吨。其中，召富公司保有储量4660万吨，设计服务年限23年，于2008年开工建设，目前由于征地方面的原因仍未投产，预计2009年将有最多100万吨的产量贡献，2010年达产。华富公司保有储量8803万吨，设计服务年限43.5年，于今年上半年开工建设。值得关注的是，120万吨为初步设计产能，未来仍有一倍以上的增长空间。

2008年底，公司收购内蒙古同煤鄂尔多斯矿业投资有限公司70%股权，开发建设色连一号煤矿项目。色连一号井田煤炭资源储量76430万吨。该项目于2008年拿到发改委开工路条，2009年上半年开工建设，预计建设期为三年。色连一号矿井初步设计产能为500万吨/年，公司预计远期产能将达到800万吨/年以上。

表2：公司外部煤矿建设情况（单位：万吨）

	权益	资源储量	设计产能	未来产能	备注
塔山矿	51%	507400	1500	2000	09年达到1500万吨产能，09年底达到2000万吨
召富	80%	4660	120	240	08年开工，09年约贡献100万吨，10年达产
华富	80%	8803	120	240	09年开建，预计10年投产
色连一号	70%	76430	500	800	09年开建，预计11年投产，远期产能800万吨
权益合计		323045.4	1307	1964	

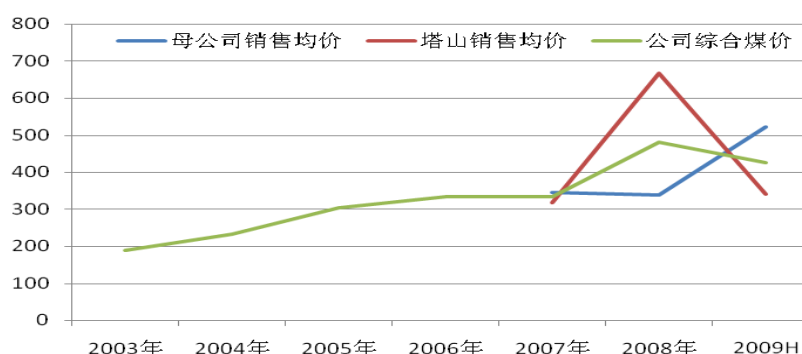
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

塔山矿煤价下滑带动综合煤价下降

公司合同煤占比在75%左右，2008年，公司重点合同煤价格中，直达煤为347元/吨，下水煤为468元/吨，2009年初公司同五大发电集团之外的电力公司签订的价格分别为500元/吨和550元/吨，分别大幅增长44%和17.5%。

经测算，2007年塔山矿煤炭销售价格为316.5元/吨。通过调研得知，2008年大约780元/吨（含税）左右，2009年上半年塔山煤炭销售价格大幅下滑至不到400元/吨（含税），在塔山煤炭销量在公司销售比例不断提高的情况下大幅拖累公司煤炭价格。2009年上半年公司综合煤价为426.13元/吨，相比2008年同期的434元/吨下滑2%。

图3：公司煤炭价格走势（元/吨）



公司公告、广发证券发展研究中心

未来塔山产量增长将摊薄公司成本

2009年上半年，公司吨煤综合成本为211.80元/吨，相比2008年同期的188.56元/吨增长12.32%，成本增长的主要原因在于人工成本的增加。经过调研得知，母公司吨煤成本约270—280元/吨左右，其中人工成本占比达40%以上，而塔山矿是新建的现代化矿井，吨煤成本只有120—130元/吨左右，人工成本占比只有14—15%左右。因此，我们判断未来塔山矿煤炭产销量的大幅增长将摊薄公司的单位成本。

图4：塔山煤炭销售占比及预测（单位：万吨、%）

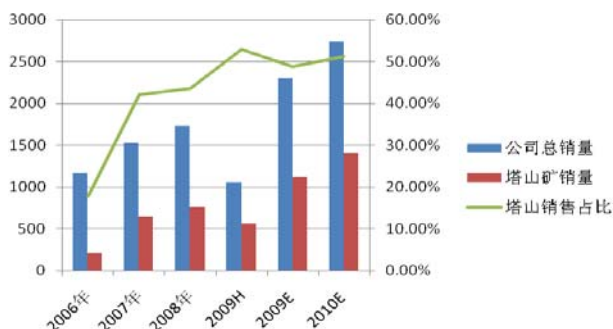
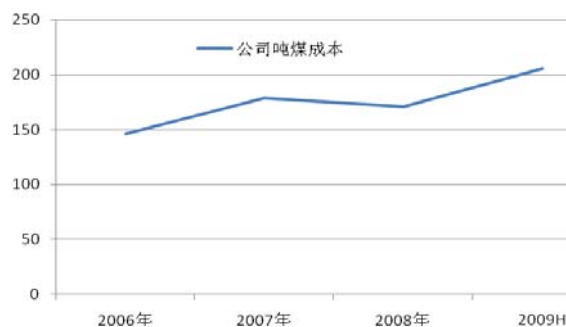


图5：公司煤炭成本变动（单位：元/吨）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

横向比较，公司资源优势明显

通过与国内其他动力煤上市公司比较，可以看出大同煤业无论是吨储量市值还是吨产量市值都低于行业平均水平，资源及产量优势明显。

表 3：动力煤上市公司资源及产能比较

证券简称	总股本 (百万股)	总市值 (百万元)	权益储量 (万吨)	产能 (万吨)	吨储量市值 (元/吨)	吨产量市值 (元/吨)
兖州煤业	4918.40	81251.97	272440.80	3650	29.82	2226.08
恒源煤电	235.80	6944.22	150297.91	995	4.62	697.91
国投新集	1850.39	27367.22	409163.70	1500	6.69	1824.48
靖远煤电	177.87	2876.16	28540.40	180	10.08	1597.87
平庄能源	1014.31	11552.95	49927.00	995	23.14	1161.10
露天煤业	1105.57	26124.66	138900.00	4200	18.81	622.02
大同煤业	836.85	28570.06	378463.50	2700	7.55	1058.15
中国神华	19889.62	624732.98	1802400.00	19840	34.66	3148.86
中煤能源	13258.66	160297.24	1283000.00	10037	12.49	1597.06
		平均			16.43	1548.17

数据来源：广发证券发展研究中心

资产注入，公司发展前景广阔

2008年8月公司拟以股权收购同煤集团燕子山煤矿，但由于资产评估价值过高以及二级市场股价下跌幅度较大受阻。目前集团整体上市仍无时间表，公司2002年减资是返还集团的五个煤矿全部有采矿权，未来时机合适将率先注入上市公司。

表 4：集团现有主力矿井情况（截止 2005 年底）

	核定产能	2005 年产量	工业储量	剩余可采储量	可采年限
晋华宫	450	425.1	44033.2	28096.5	44
马脊梁	380	379.3	20095.2	13175.9	25
云岗	480	426.1	54089.1	32201.7	48
燕子山	480	450.2	35595.0	21874.1	31
四台	500	500.1	54654.3	32492.6	45
小计	2290	2180.8	208466.8	127840.8	/

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

集团除以上由上市公司返还的煤矿外，通过2003山西省煤炭工业局等增资还获得了一批优质矿井。

集团目前在建1000万吨产能的矿井有六个（含塔山矿），正在重组改造5个500万吨产能的矿井，未来三年左右将形成7500万吨的新增产能。

此外集团还有轩岗煤电52.44%的股权，2005年轩岗煤电四个矿井合计原煤产量388万吨。

根据公司及同煤集团于2004年5月达成的有关协议，公司及同煤集团将根据自身的资金实力、发展需求和市场时机，采取分步过渡的组合方式，逐步将同煤集团全部煤炭生产经营性优质资产纳入上市公司，在2014年之前使公司成为同煤集团下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体。

同煤集团所属煤矿分布在大同、宁武、河东煤田，煤炭总储量约890亿吨。
集团庞大的优质资产为上市公司外延式发展提供广阔的空间。

表 5：2003 年增资进入集团的煤矿情况（单位：万吨，截止 2005 年底）

	核定产能	2005 年产量	剩余可采储量	剩余可采年限
青瓷窑	120	120	4336.3	25
姜家湾	90	86	3588.3	28
马口	90	61	11412.1	135
东周窑	30	30	5922.0	137
杏儿沟	90	90	3253.4	25
焦煤矿	45	45	5821.4	92
王坪矿	180	167	10817.4	64
小峪矿	120	169	32989.9	196
石门矿	24	28	2070	52
阳方口	30	105	2444	54
小计	819	901	78140.8	/

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议

预测假设

1、上市公司煤炭产销量预测

表 6：公司历年煤炭产销量及预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009H	2009E	2010E	2011E
母公司四矿	996.28	965.42	1000.56	490.13	1000	1000	1000
塔山矿	330.15	781.67	1025.5	788.88	1600	2000	2000
准格尔召富露天矿	0	0	0	0	100	120	120
准格尔华富露天矿	0	0	0	0	0	100	120
内蒙古色连煤矿	0	0	0	0	0	0	180
合计原煤产量	1326.43	1747.09	2026.05	1279.01	2700	3220	3420
煤炭销量（万吨）	1170.65	1525.82	1730.9	1054.1	2295	2737	2907
总洗出率（%）	88.26%	87.33%	85.43%	82.42%	85.00%	85.00%	85.00%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

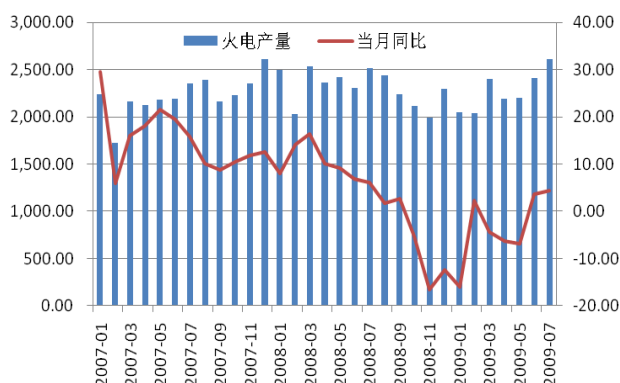
2、动力煤价格分析

从煤炭需求侧看，我国宏观经济最坏时刻早已过去，经济不断转暖，全国火力发电量不断增加。7月份全国火力发电量为2602.32亿千瓦时，同比增长4.46%，而1月份仅为2045.99亿千瓦时，同比下滑16.05%，发电量增长明显。在发电量初步回升的情况下，秦皇岛库存一直保持低位。9月7日港口煤炭库存总计480.82万吨，相比2008年11月16日高点的922.6万吨下滑了48%，反映了煤炭供给偏紧的态势。

近期动力煤价格经过了前期的盘整之后开始小幅上涨。8月底秦皇岛山西优混、山西大混和普通混煤较8月中旬分别上涨了5元/吨、5元/吨和7元/吨。大同矿区坑口价格也结束了8月份的盘整态势，价格开始上涨，9月7日5800大卡动力煤车板价为510元/吨，较上周上涨15元/吨，较前周上

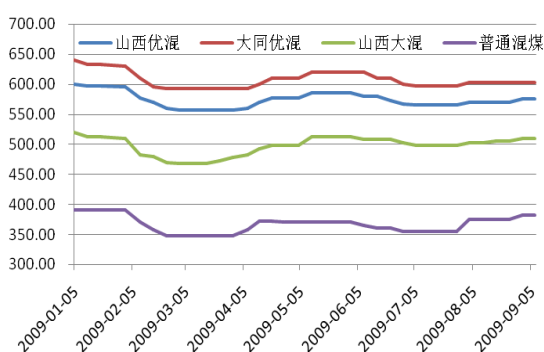
涨25元/吨。

图6：我国火电发电量变化（单位：亿千瓦时）



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

图8：秦皇岛动力煤价格走势（元/吨）



数据来源：wind资讯、煤炭资源网、广发证券发展研究中心

从今年以来山西省煤炭生产情况来看，整合政策对小煤矿生产影响巨大。2009年1—7月份，山西原煤产量同比减少13.64%，产量的大幅减少主要来自于集体小煤矿的关停、限产。考虑到不在统计口径之内的小煤矿停产、限产影响的产量减少远在此数字之上。

表7：山西各类煤炭分类统计（单位：万吨）

	7月实际	7月止累计	去年同期累计	比去年同期增减(%)
全省合计	5906.57	32070.46	37135.67	-13.64
其中：重点煤矿	3223.6	21210.93	19782.47	7.22
非重点煤矿	2682.97	10859.53	17353.2	-37.42
一、省内企业	5074.81	26819.81	31999.14	-16.19
(一)、省属企业	2391.84	15960.28	14899.31	7.12
(二)、地方矿	2682.97	10859.53	17099.83	-36.49
1、全民	1159.89	5922.23	7278.84	-18.64
2、集体	1523.08	4937.3	9820.99	-49.73
二、中直企业	831.76	5250.65	4883.16	7.53

数据来源：煤炭资源网、广发证券发展研究中心

目前山西各地煤炭整合方案已经完成，进入稳步推进阶段，随着小煤矿的逐步整合煤炭产量会有一定放大，但小煤矿整合技改仍需要一定的时

图7：秦皇岛煤炭库存变化（万吨）

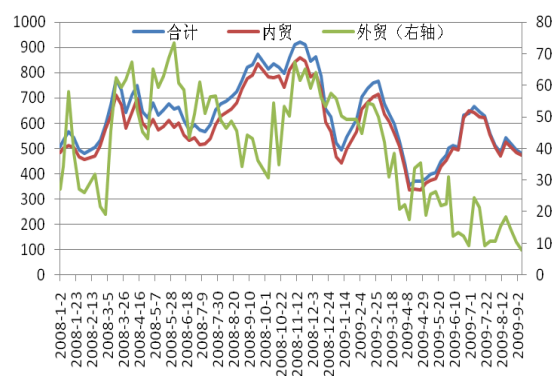
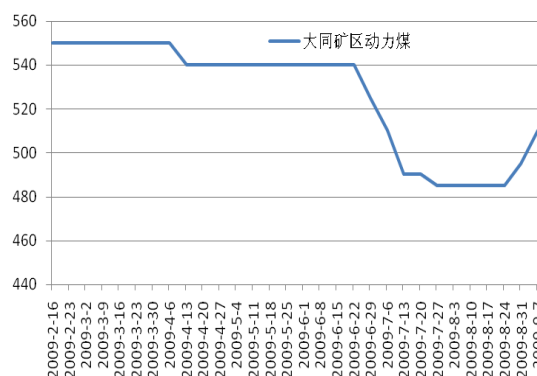


图9：大同矿区5800大卡动力煤价格（元/吨）



间，我们判断短期对市场不会有较大冲击。

图10：我国火力发电量各月变化（亿千瓦时）

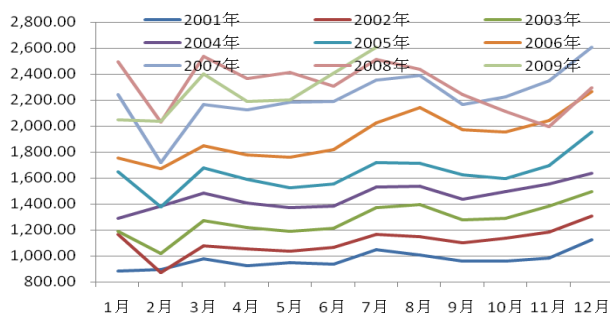


图11：2006、2007年动力煤价格走势（元/吨）



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

我国火力发电量有明显的季节性特征，经过春节的低点后3月份火力发电量迅速增长，4、5月份受水电挤压而有所下滑，到了夏季用电高峰的7、8月份又迎来全年火力发点的高点，此后9、10月份有所回落直到11、12月份冬季用电高峰到来。受火电季节性因素影响，动力煤价格全年中的走势也有规律可循，我们选取具有比较意义的2006、2007年秦皇岛山西优混月平均价格观察，每年二季度一般是全年价格最为疲软的时候，随着三季度夏季用电高峰到来、10、11月份冬储煤的开始及11、12月份冬季用电高峰的到来动力煤价格一直保持全年高位。

展望9月份及即将到来的第4季度，我们认为中小煤矿整合技改需一定时间，短期对市场冲击不是很大，随着需求的不断改善动力煤价格将保持稳中有升的态势。

预计公司2009—2011年每股收益分别为1.916元、2.508元和3.098元，对应2009—2011年市盈率分别为17.82倍、13.61倍和11.02倍。未来随着塔山矿产量增长、内蒙古召富、华富及色连矿的投产公司产量将稳步增长；同时，集团资产庞大，整体上市预期强烈，公司外生性增长前景广阔。给予公司买入评级。

表 8：报表预测

利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	5109.44	8395.20	10147.50	12673.50	14609.90
减：营业成本	2756.84	3004.87	4860.75	5904.15	6509.00
营业税金及附加	104.18	153.65	202.95	253.47	292.20
营业费用	1069.80	972.39	1623.60	2027.76	2337.58
管理费用	238.95	543.77	456.64	570.31	657.45
财务费用	74.15	93.18	117.19	139.57	147.04
资产减值损失	2.31	2.49	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	863.22	3624.84	2886.37	3778.24	4666.63
加：其他非经营损益	14.48	-8.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	877.70	3615.89	2886.37	3778.24	4666.63

减：所得税	293.28	902.73	721.59	944.56	1166.66
净利润	584.41	2713.16	2164.78	2833.68	3499.97
减：少数股东损益	85.15	703.23	561.09	734.47	907.16
归属母公司股东净利润	499.26	2009.93	1603.69	2099.21	2592.81
每股收益（元）	0.600	2.400	1.916	2.508	3.098

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、集团负担较大，整体上市具有不确定性。
- 2、资源税改革将增加公司政策性成本。
- 3、国际油价波动将影响公司股价走势。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

大同煤业(601001)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。