

2009-09-09

煤炭与消费用燃料

上海能源 600508.SH

公司业绩稳定 股价已严重低估

◇ 报告起因：上海能源目前股价已被严重低估

◇ 潜在催化因素：煤炭业务确定性增长和电解铝业务使公司股价回归到合理水平

◆ 基本面良好，煤炭股上涨动力将依赖业绩表现：

整体而言，在当前经济持续复苏的背景下，我们认为市场对煤炭的需求在稳步回升；未来国内煤炭的供需情况在整体产能逐步释放和需求恢复的背景下，将保持整体平衡偏松的局面。未来半年，煤价在这种供应略微偏松的格局下，将保持平稳。

我们认为，过去几个月资源品股票的上涨特别是煤炭股的上涨，主要得益于经济复苏预期以及流动性导致的通胀预期所至。未来煤炭股上涨的动力更多的依赖于行业确定性的增长以及公司未来业绩表现。上海能源良好的业绩表现将使得其估值水平回归到合理水平。

◆ 业绩增长明确，电解铝业务明显好转：

假定下半年煤炭均价跟二季度煤价持平计算，公司煤炭业务将为 2009 贡献 EPS1.73 元；公司电解铝业务（包括 08 年减值计提回拨）全年有望保持盈亏平衡；我们预计公司电力，铁路运输以及其它业务全年的综合亏损影响将减少 09 年 EPS 0.25 元。综合测算，我们预计是 2009 年 EPS 为 1.48 元。

◆ 估值严重偏低 具备大幅修正空间：

我们选取 05 年以来的交易数据来测算公司和行业的 PE 水平，大部分的交易时间上海能源与采掘业的平均估值水平相当。但从 08 年 1 月份以来，由于煤炭股的大幅调整，上海能源 PE 相对水平下降幅度很大。如果上海能源 PE 水平恢复到采掘业的正常估值比值水平来，还有 30% 上涨空间（其中，我们并未计算公司电解铝业务的重置价值）。假如算上公司电解铝业务（按照当前电解铝公司平均估值），公司合理股价距离当前价格还有 50% 上涨空间。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	5,204	6,895	6,698	7,783	9,339
营业收入增长率	18.36%	32.49%	-2.86%	16.20%	20.00%
净利润（百万元）	512	1,112	1,080	1,294	1,342
净利润增长率	11.63%	117.05%	-2.92%	19.85%	3.73%
EPS（元）	0.71	1.54	1.48	1.75	1.86
ROE	18.46%	25.84%	24.82%	26.02%	23.71%
P/E	30	14	14	12	11
P/B	5	4	3	3	2
EV/EBITDA	21	11	8	6	5

上调

买入

当前价格	21.00 元
目标价格	35.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

陈亮

021-22169077

chenliang@ebsecn.com

江建军

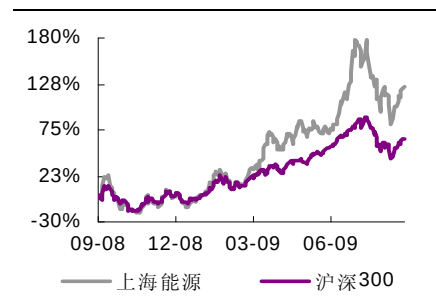
021-22169106

jiangji@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	723
总市值(百万元)	15,416
流通比例(%)	37.57%
12 个月最高/最低(元)	28.45/7.88
近 3 月日均成交量(百万股)	14.32
主要股东	中国中煤能源股份有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.89	20.54	51.58
绝对收益	-4.47	30.38	108.38

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

关键假设

我们假定，在当前经济持续复苏的背景下，我们认为市场对煤炭的需求在稳步回升；未来国内煤炭的供需情况在整体产能逐步释放和需求恢复的背景下，将保持整体供给平衡的局面。未来半年，煤价在这种供应格局下，整体将保持平稳。

我们为什么与市场普遍观点不同

目前上海能源的估值处在同行业的底部。主要原因在于市场普遍认为公司缺乏成长性，并且由于公司大股东中煤能源同为上市公司，公司自身的决策能力不强，对外获取资源的动力不足。

而从公司近来一系列对外扩张的步伐来看，公司一直积极地在合适时机寻求对外发展（2009年8月15日公司公告第四届监事会第2次会议审议通过《关于投资设立中煤新疆鸿新煤业有限公司监事意见的议案》和审议通过《关于投资设立中煤新疆松树头煤业有限公司监事意见的议案》。具体为：公司投资设立中煤能源新疆鸿新煤业有限公司受让苇子沟煤矿探矿权，投资建设年产300万吨的苇子沟煤矿；以及公司投资设立中煤新疆松树头煤业有限公司受让松树头煤矿探矿权，投资建设年产240万吨的松树头煤矿）。另外由于大股东中煤能源与其实力对比悬殊较大，依托中煤能源集团强大的资源整合优势和中煤能源集团发展的整体规划考虑，我们预计未来仍会有合适的资产放在上市公司上海能源。

我们认为，当前公司亏损的电解铝业务掩盖了其部分业绩，市场对公司缺乏成长性的看法将随着公司良好盈利表现和公司未来新疆煤矿项目的逐步推进而改变。目前公司的低估值水平为投资者提供了较好的安全边际，正是买入良机。

估值和目标价格

以当前股价计算，上海能源09/10年市盈率仅为14/12倍，远低于同类公司估值水平。由于公司电解铝业务目前亏损，假如算上公司电解铝业务的价值（按照当前电解铝公司的平均P/B大约3倍来看），公司合理估值应该提升。考虑到公司煤电铝运产业链逐步完善和公司新疆地区煤炭资源的逐步开发，我们给予公司，给予公司2010年20倍市盈率，目标价35元，买入评级。

股价上涨的催化因素

公司三季报业绩超预期或公司电解铝业务持续好转

投资风险

宏观经济基本面恶化或煤炭价格大幅下跌

煤炭基本面良好 未来供需保持平衡

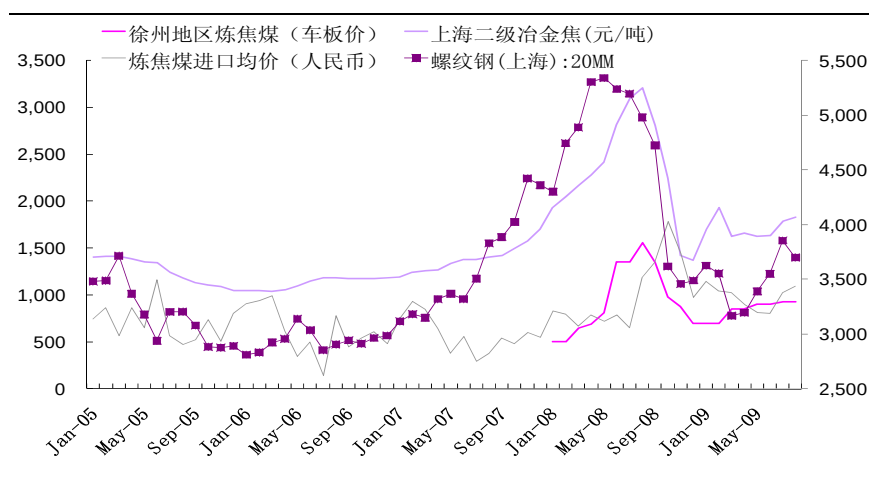
整体而言，在当前经济持续复苏的背景下，我们认为市场对煤炭的需求在稳步回升；未来国内煤炭的供需情况在整体产能逐步释放和需求恢复的背景下，将保持整体供给平衡的局面。未来半年，煤价在这种供应格局下，整体将保持平稳。

焦煤价格未来面临上涨

由于当前全球钢铁需求回升，国际焦煤价格在过去几个月以来持续上涨，目前国内进口焦煤已无价差优势。由于资源品价格的上涨，以及当前印度、日本和韩国等煤炭进口国的用钢需求恢复，我们预计未来 2 - 3 个月焦煤价格在国际焦煤价格的带动下面临上涨。（具体参考光大证券煤炭行业报告：《内外夹"供"，炼焦煤价格上涨预期强烈》）

图 1： 焦煤、焦炭和钢材价格变动情况

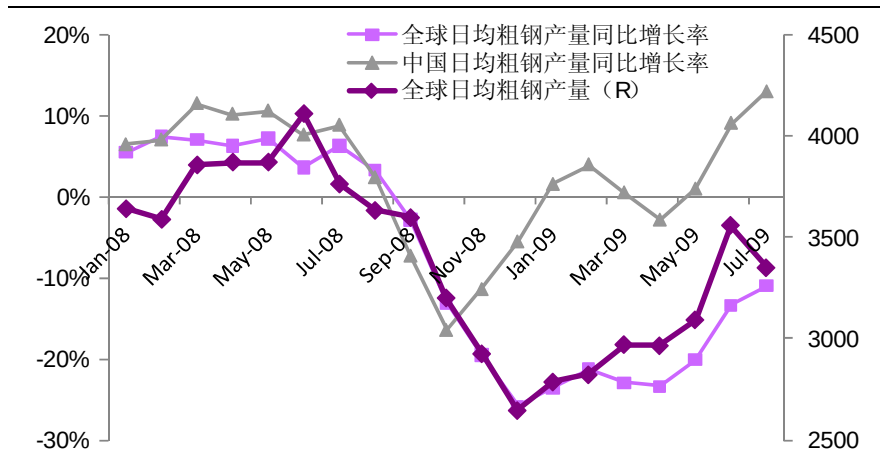
尽管钢材价格前期大幅下降，但焦煤价格仍保持平稳，主要在于当钢材价格从 3800 开始上涨时，焦煤价格也未显著提价（我们选取的是上海能源所在矿区的江苏徐州的焦煤价格）



数据来源：煤炭资源网 Bloomberg

图 2： 全球粗钢生产情况

全球粗钢产量 7 月份单月环大幅上涨了 4.21%，同比降幅已明显收窄，国际焦煤价格将获支撑

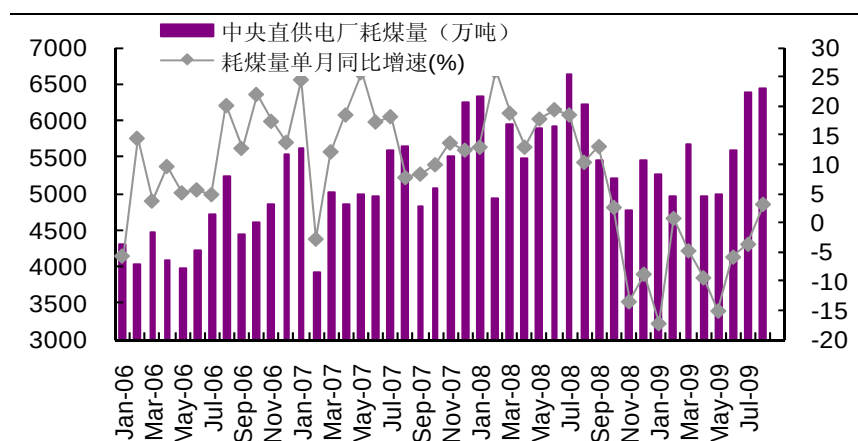


数据来源: Bloomberg

动力煤: 未来供需仍将保持平衡

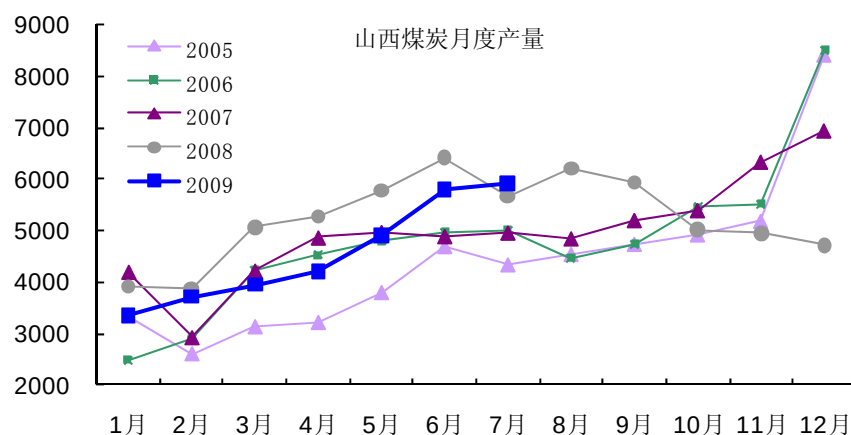
由于季节性因素, 9 月中下旬之后, 用煤高峰已过, 电厂耗煤可能有所减少; 但与此同时, 由于国庆因素, 预计 9、10 月份地方煤矿安全监管会加强从而使得煤炭供给将受到部分抑制; 煤炭供应将在 11、12 月份有所恢复, 而冬储补库存会使动力煤需求增加。综合而言, 未来几个月动力煤价格将保持平稳。

图 3: 中央直供电厂耗煤不断回升



数据来源: 煤炭资源网

图 4：山西煤炭产量增幅趋缓



数据来源：煤炭资源网

公司业绩增长明确 电解铝有望进一步好转

公司盈利情况分析：

公司目前主营业务盈利情况比较稳定(洗煤业务占比不断扩大，洗煤业务：孔庄洗煤厂和大屯洗煤厂技术优良，洗出率高，基本为 60% - 70% 左右，其主要客户提供给宝钢和沙钢等稳定客户)，下属主要煤矿开采成熟。短期产能扩张亮点是孔庄矿，目前在技改，2011 年有望增加产能 60-90 万吨左右(给公司全年增加产能 12%左右)。

电解铝业务成为可预期的亮点，业务规模占比 20%(10 万吨产能)左右；08 年公司电解铝业务亏损严重，目前电解铝业务已明显好转。我们预计，09 年公司电解铝业务有望保持盈亏平衡或略微盈利。

表 1、公司主要煤炭生产经营情况

主要煤矿	特点
姚桥矿	08 年原煤产量约 380 万吨,煤种为 1 / 3 焦煤,入选能力 300 万吨洗煤厂(总投资 1.38 亿,目前投资基本完成)年底试生产(约 10 万吨左右),与姚桥矿产能配套。
孔庄矿	08 年原煤产量约 130 万吨,目前三期改扩建工程正在积极推进(总投资 5.32 亿元),预计 2011 年将增加产能 60 - 90 万吨。孔庄矿煤炭资源优良,入洗后生产优质焦精煤和混煤,将成为公司第二大煤矿。
徐庄矿	08 年原煤产量约 150 万吨,紧邻大屯洗煤厂,入洗量大。

龙东矿	08年原煤产量120万吨，以气煤和气肥煤为主，煤质一般，剩余服务期限为30年左右，开发后劲略有不足。
-----	--

数据来源：上市公司年报、光大证券研究所整理

表2、煤炭产量稳定

年份	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
原煤产量 (万吨)	760	780	780	800	820

数据来源：公司年报 光大证券研究所整理

表3、公司主营业务占比情况

分行业或产品	08年产量 (万吨)	09年预计产量 (万吨)	09年营业收入 (亿元)	09年营收占比
原煤	780	800	15.1	24.74%
洗煤	223	230	25.9	42.43%
电解铝	10	10	13.1	21.46%
其它业务收入 (亿元)	5.39	6.94	6.94	11.37%

数据来源：公司年报 光大证券研究所整理

注明：其它业务收入主要是公司电厂、铁路运输以及电石等产品销售

未来盈利预测

假定下半年煤炭均价跟二季度煤价持平计算，公司煤炭业务将为2009贡献EPS1.73元；公司电解铝业务（包括08年减值计提回拨）全年有望保持盈亏平衡；我们预计公司电力，铁路运输以及其它业务全年的综合亏损影响将减少09年EPS 0.23元。综合测算，我们预计是2009年EPS为1.48元。

表4、公司2009年每股盈利（元）测算

	煤	电解铝	发电，铁路运输 以及材料计提	合计
2008	2.07	-0.173	-0.36	1.54
2009	1.73	-0.02	-0.23	1.48

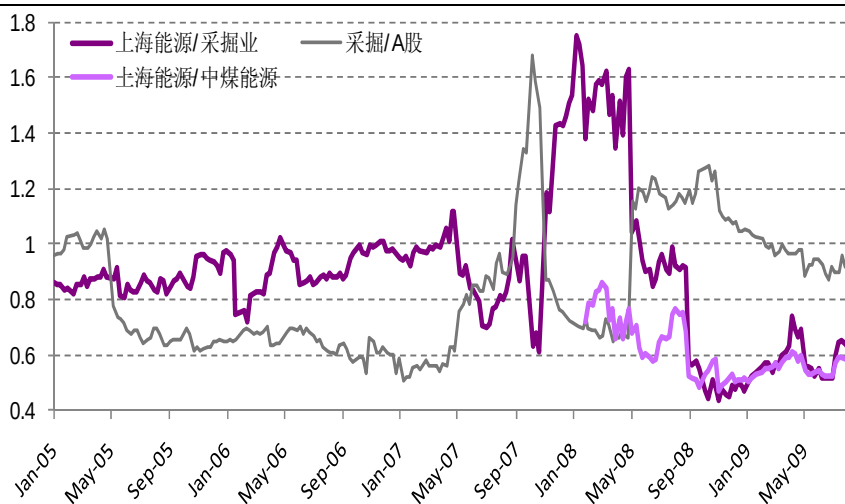
数据来源：Wind 光大证券研究所整理

估值严重偏低 估值修正空间巨大

公司相对估值严重偏低

我们选取 05 年以来的交易数据来测算公司和行业的 PE 水平, 大部分的交易时间上海能源与采掘业的平均估值相对水平在 0.9 上下 (07 年底, 由于大股东中煤能源 A 股上市, 上海能源由于私有化的故事被暴炒)。但从 08 年 1 月份以来, 由于煤炭股的大幅调整, 上海能源 PE 相对水平下降幅度很大。如果上海能源 PE 水平恢复在采掘业的正常估值比值水平 0.9 来, 还有 30% 上涨空间 (其中, 我们并未计算公司电解铝业务的重置价值)。假如算上公司电解铝业务的价值 (按照当前电解铝公司的平均 P/B 大约 3 倍来看), 公司合理股价距离当前价格还有 50% 上涨空间。

图 5: 上海能源历史 PE 水平

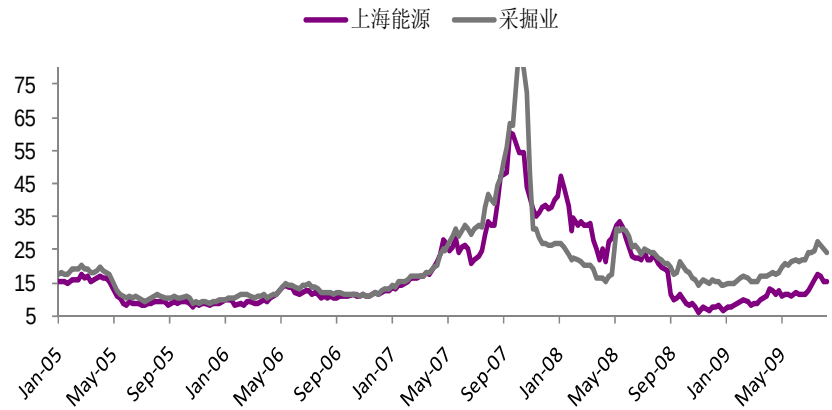


数据来源: Wind

我们认为, 过去几个月资源品股票的上涨特别是煤炭股的上涨, 主要得益于经济复苏预期以及流动性导致的通胀预期所至。未来煤炭股上涨的动力更多的依赖于行业确定性的增长以及公司未来业绩表现。上海能源良好的业绩表现将使得其估值水平回归到合理水平。

图 6: 公司与行业估值比较分析

从 07 年底, 公司 PE 水平一直低于同业水平



数据来源: Wind

表 5、煤炭公司的估值比较

按照我们测算, 目前上海能源对应 09 和 10 年 P/E 水平远低于煤炭板块估值水平

简称	代码	2009/ 09/08	2008	2009	2010	2008 P/E	2009 P/E	2010 P/E
		股价 (元)	EPS (元)			P/E		
中国神华	601088	32.6	1.3	1.6	1.9	24.4	20.4	17.6
中煤能源	601898	12.5	0.5	0.6	0.7	24.0	20.5	17.8
兖州煤业	600188	17.1	1.2	0.9	1.2	14.0	19.2	14.1
西山煤电	000983	32.4	1.4	1.2	2.2	22.5	27.5	14.5
神火股份	000933	25.4	2.3	0.9	1.7	-	27.6	15.2
上海能源	600508	21.0	1.5	1.5	1.8	13.6	14.2	11.9

数据来源: Wind 光大证券研究所整理

表 6 对比中煤能源估值

	股价(元)	2008 P/E	2009 P/E
中煤 A 股	12.50	24.0	20.5
中煤 H 股	9.52	15.9	13.6
上海能源	21.00	13.6	14.2

数据来源: Wind 光大证券研究所整理

注明: H 股已按汇率换算

未来增长仍有看点

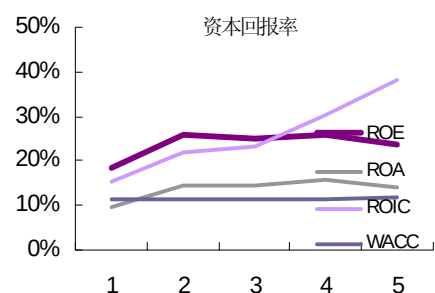
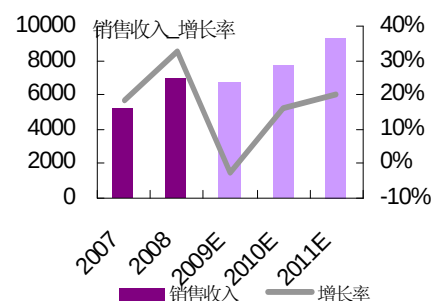
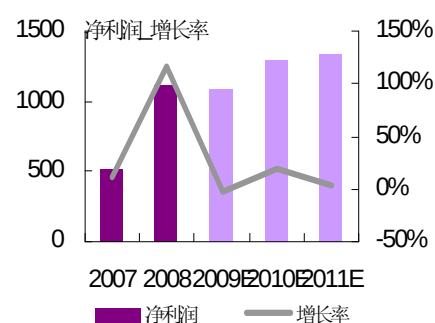
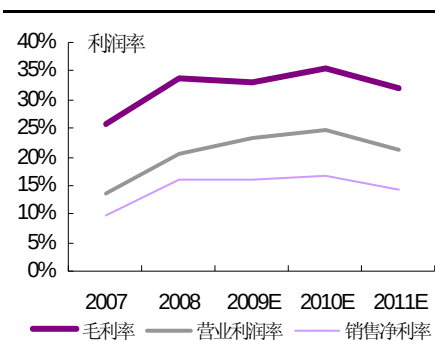
电解铝业务目前已经扭亏；09年下半年远远好过上半年情况，预计2010年比2009年将有一个明显的盈利增长；公司10万吨铝板带项目，2011年可能大规模投产(在房地产市场比较稳定的情况下)。

其次，公司对外开拓资源进程明显加快：2009年8月15日公司公告第四届监事会第2次会议审议通过《关于投资设立中煤新疆鸿新煤业有限公司监事意见的议案》和审议通过《关于投资设立中煤新疆松树头煤业有限公司监事意见的议案》。

具体为：公司投资设立中煤能源新疆鸿新煤业有限公司受让苇子沟煤矿探矿权，投资建设年产300万吨的苇子沟煤矿；以及公司投资设立中煤新疆松树头煤业有限公司受让松树头煤矿探矿权，投资建设年产240万吨的松树头煤矿。

事实上，公司早在07年5月跟新疆乌鲁木齐市就签订了<淮东帐南东矿区开发战略合作协议>，2007年7月投资设立新疆中煤赛德能源有限公司，开发位于新疆呼图壁县白杨沟矿区铁列克井田的煤炭资源。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,204	6,895	6,698	7,783	9,339
营业成本	3,857	4,561	4,474	5,017	6,351
EBITDA	780	1,457	1,829	2,194	2,261
折旧和摊销	273	299	318	332	345
销售费用	81	107	84	97	117
管理费用	434	629	603	700	841
财务费用	77	53	1	-17	-34
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	5	18	5	5	5
营业利润	708	1,409	1,555	1,912	1,976
利润总额	512	1,112	1,555	1,912	1,976
少数股东损益	32	-27	110	140	140
归属母公司净利润	512.44	1,112.23	1,079.74	1,294.03	1,342.34

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	5,743	7,418	8,182	9,182	10,465
流动资产	992	1,604	2,234	3,130	4,530
货币资金	204	641	1,455	2,252	3,440
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	84	42	84	97	117
应收票据	154	406	134	156	187
其他应收款	21	24	24	24	24
存货	357	420	358	401	508
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	17	19	21	23
固定资产	4,315	4,949	5,223	5,403	5,380
无形资产	66	64	61	58	55
总负债	2,795	3,219	3,494	3,777	4,319
无息负债	1,825	2,313	2,858	3,441	4,183
有息负债	970	906	636	336	136
股东权益	2,948	4,199	4,794	5,511	6,252
股本	723	723	723	723	723
公积金	1,327	1,390	1,606	1,828	2,050
未分配利润	922	2,199	2,505	2,867	3,246
少数股东权益	92	65	175	315	455

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	701	1,584	2,136	2,141	2,218
净利润	512	1,112	1,080	1,294	1,342
折旧摊销	273	299	318	332	345
净营运资金增加	423	324	4	367	1,101
其他	-508	-151	735	148	-571
投资活动产生现金流	-608	-968	-447	-398	-198
净资本支出	1,122	146	155	79	248
长期投资变化	0	17	0	0	0
其他资产变化	-1,730	-1,131	-602	-477	-446
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	115	-64	-270	-300	-200
其它长期负债变化	-245	488	545	583	742
净现金流	10	438	814	796	1,189

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	18.36%	32.49%	-2.86%	16.20%	20.00%
净利润增长率	11.63%	117.05%	-2.92%	19.85%	3.73%
EBITDA 增长率	10.04%	86.72%	25.57%	19.94%	3.05%
EBIT 增长率	10.16%	86.72%	6.81%	21.80%	2.52%
EPS 增长率	11.63%	117.05%	-2.92%	19.85%	3.73%
估值指标					
PE	30	14	14	12	11
PB	5	4	3	3	2
EV/EBITDA	21	11	8	6	5
EV/EBIT	21	11	9	7	6
EV/NAPLAT	23	13	12	9	8
EV/Sales	3	2	2	2	1
EV/IC	4	4	4	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	27.00%	33.85%	33.21%	35.54%	32.00%
EBITDA 率	14.99%	21.13%	27.31%	28.19%	24.21%
EBIT 率	14.99%	21.13%	23.23%	24.35%	20.80%
税前净利润率	13.51%	20.36%	23.22%	24.57%	21.16%
税后净利润率	9.85%	16.13%	16.12%	16.63%	14.37%
ROA	9.48%	14.63%	14.54%	15.62%	14.16%
ROE	18.46%	25.84%	24.82%	26.02%	23.71%
ROIC	19.67%	28.11%	30.67%	40.62%	51.13%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.21	0.05	-0.19	-0.36	-0.54
资产负债率	48.67%	43.40%	42.16%	40.67%	40.86%
流动比率	0.63	0.86	0.90	1.04	1.23
速动比率	0.40	0.63	0.75	0.90	1.09
每股指标					
EPS	0.71	1.54	1.48	1.73	1.86
每股红利	0.00	0.00	0.82	0.99	1.03
每股经营现金流	-	2.19	2.96	2.96	3.07
每股净资产	4.08	5.81	6.63	7.62	8.65
每股销售收入	7.20	9.54	9.27	10.77	12.92
每股 EBITDA	1.08	2.02	2.53	3.04	3.13

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

陈亮，2003年毕业于中国人民大学商学院，先后在国泰君安证券(客户经理)、中国证券报(煤电行业记者)、南非沙索煤制油公司(商务分析师)任职；2008年3月进入平安证券综合研究所，7个月后参加《新财富》煤炭行业分析师评选获第8名(8/23)。2009年4月加盟光大证券。

江建军，2006年毕业于英国华威大学商学院，曾就职于天相投资顾问有限公司(金融工程分析师)，2007年10月加入光大证券研究所，从事金融工程研究；2009年2月起从事煤炭行业研究。

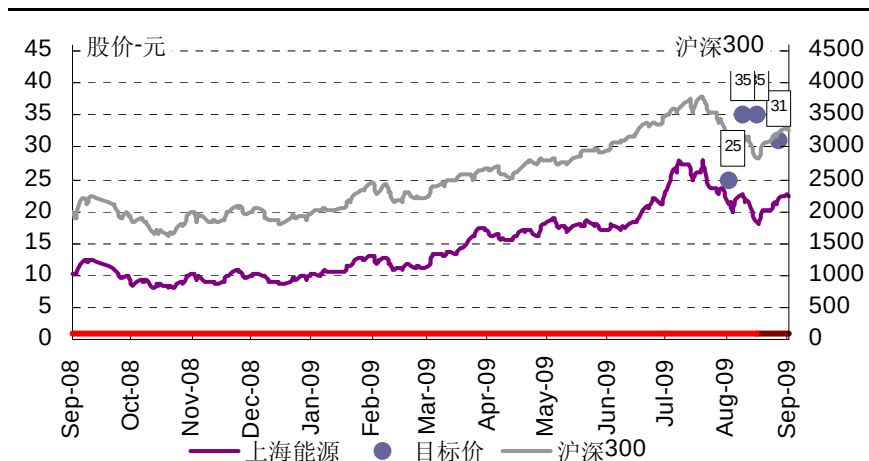
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

上海能源(600508)

分析师: 江建军



资料来源: 光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-07-28	17.31	24.00	增持
2009-08-17	23.49	25.00	增持
2009-08-24	22.08	35.00	增持
2009-08-31	20.47	35.00	增持

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表，篡改或者引用。