

买入 维持

中油化建（600546）

2009 年 11 月 3 日

中油化建，增长为王

2009 年 11 月 2 日股价 30.04 元，未来 6 个月目标价 36.30 元

煤炭行业分析师：韩振国

zghan@htsec.com

021-23219400

特别提示：山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“山煤集团”）成为中油化建（600546）的大股东，中油化建资产置出、置入以及向山煤集团发行股份购买相关资产，已经获得证监会的核准，对中油化建的跟踪调研来自于即将入驻公司的山煤集团有关高管，文章所论述也围绕即将注入以及购买的煤炭资产展开。特此声明。

内容提要：

公司即将注入和收购山煤集团的煤炭资产包括 5 个煤矿，三个在产两个在建，核定产能 900 万吨，在建煤矿分别于今年年底和明年年初贡献。预计 2009-2010 年，公司的原煤产销量将分别达到 500 万吨和 800 万吨（2008 年 320 万吨），年均保持 50%以上的增幅。未来三年，集团公司每年都将有 1000 万吨的煤炭增量，3-5 年达到 3000-5000 万吨产能，这部分新增的煤炭资产早晚会成为中油化建的后续增量。煤炭贸易业务占公司收入的 75%左右，利润占比小于 20%。2009 年贸易业务受大环境影响同比有所下滑，但幅度很小，2010 年贸易收入和盈利将有所改善。我们维持此前对中油化建的业绩预测，预计 2009-2011 年 EPS 将分别达到 1.14 元、1.58 元和 2.16 元。横比其他煤炭上市公司，公司最大的竞争优势在于：横比同类上市公司，公司煤炭板块偏小，却无疑具有也确实表现出快速成长的潜质，因为年轻，也摆脱了大多数煤炭公司沉重的社会负担，这有利于公司成本的控制和业绩的快速上涨；小公司大集团的模式，为公司今后持续的发展壮大提供了可能和依托。公司有业绩，快速增长；有故事，不断演绎。我们因此维持“买入”的投资评级。公司近期股价已经接近我们的六个月目标价位 31.60 元，给予公司 2010 年 23 倍左右的 PE，调高目标价位到 36.30 元。

敬请参阅我们的研究报告：《中油化建（600546）调研简报：袖珍公司，极速发展，20090706》；《中油化建（600546）跟踪报告：小公司，大发展，20090713》。

正文：

公司“重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易事宜获得中国证券监督管理委员会核准”。2009 年 9 月 29 日，证监会核准中油吉林化建工程股份有限公司（简称“中油化建”）重大资产重组及向山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“山煤集团”）发行 4.50 亿股股份购买相关资产。同时核准豁免山煤集团因以资产认购本公司本次发行股份而应履行的要约收购义务。公司正在办理本次重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易的相关事宜。了解得知，2009 年年底可望完成所有相关事宜。重大资产重组完成后，公司的总股本为 75000 万股。

公司 2009 年的自产煤炭产量超过 500 万吨料无意外，同比增长 53.37%。2009 年上半年，公司自产煤炭产量超过 250 万吨，通过了解，全年超过 500 万吨的可能非常大。参见表 1。其中，经坊煤业 240 万吨/年的核定批文已经拿到，全年估计会有 300 万吨/年的贡献。凌志达煤业的改扩建在进行中，全年贡献约 60 万吨，大平煤业 120 万吨/年的产能，实际的产量会超过这个数量，加上部分在建煤矿的巷道煤贡献，2009 年的煤炭产量 500 万吨（2008 年 326 万吨），同比增长 53.37%。

表1 煤矿生产情况

煤矿名称	所处区域	主要煤种	权益 (%)	可采储量 (万吨)	核定生产规模 (万吨/年)	备 注
经坊煤业	长治县	贫煤	75.00	14414	240	从150万吨/年到240万吨/年的核定批文已经拿到。实际的产量将会达到300万吨/年。2009年240-300万吨产量没有问题
凌志达煤业	长子县	贫煤、无烟煤	62.99	4404	120	3#煤层在产, 同时正在进行5#煤层延深改造, 120万吨/年的改造预计在2010年下半年完成。2008年煤炭产量55万吨。预计2009年生产60万吨
大平煤业	襄垣县	贫煤、无烟煤	35.00	3069	120	120万吨/年生产规模扩能建设办理完毕。实际能力超过200万吨/年。2008年已经超过了120万吨。2009年预计产量120万吨
霍尔辛赫煤业	长治县	贫煤、贫瘦煤	70.00	25930	300	正在进行300万吨/年基建, 2009年底2010年初开始试生产, 2010年全部产能发挥
铺龙湾煤业	左云县	气煤	100.00	3061	120	按120万吨/年的生产规模进行基建改造, 预计2010年一季度末开始试生产。2010年产量100万吨
合计	-	-	-	50878	900	公司权益产能为628万吨/年。

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

不考虑收购, 公司 2010 年的煤炭产量也超过 50%, 2011 年增幅放缓。而 2011 年公司很可能再度实施资产收购。公司在建的有两个煤矿。300 万吨/年的霍尔辛赫煤业将于 2010 年初贡献, 当年大部分达产。120 万吨/年的铺龙湾煤业 2010 年 3 月底投产, 当年可贡献接近百万吨。考虑已经在产煤矿的改扩建贡献, 2010 年达到 800 万吨/年料无困难。乐观预期会达到 800-1000 万吨/年。我们依然维持此前的预计, 公司 2010-2011 年的煤炭产量可分别达到 800 万吨和 1000 万吨, 2009-2011 年的自产煤炭增幅分别为 53.37%、60.00%和 25.00%。参见表 2。预计这也是公司煤炭销量的增幅。

表2 煤炭生产分析和预测

	煤矿名称	2007	2008	2009E	2010E	2011E
煤炭产量 (万吨)	经坊煤业	183.88	145.52	260.00	300.00	300.00
	凌志达煤业	50.52	55.3	60.00	60.00	120.00
	大平煤业	31.7	125.7	160.00	160.00	160.00
	霍尔辛赫煤业	-	-	10.00	180.00	300.00
	铺龙湾煤业	-	-	10.00	100.00	120.00
	合计	266.1	326.52	500.00	800.00	1000.00
煤炭销量 (万吨)	合计	283.04	354.92	500.00	800.00	1000.00
煤炭价格 (元/吨)	平均	350.49	497.01	490.00	500.00	520.00

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所整理

集团公司煤炭板块发展顺利, 未来三年煤炭产量可以达到 3000 万吨——这为上市公司未来快速发展提供了条件和基础。集团公司规划, 整体煤炭板块 (包括上市公司的煤炭产量) 第一期的目标是 2010 年后达到 3000 万吨的产能, 此后经过 3-5 年达到 5000 万吨的产能。从现有的可获得的信息看, 这一目标实现不存在很大的问题。参见表 3。

不考虑上市公司 2010 年 800 万吨-1000 万吨的产能, 集团公司 2010 年后三年每年都会有 1000 万吨增量。集团公司 2010 年新增的产能主要包括以下几个方面: (1) 河曲县露天煤矿, 2010 年核定产能 300 万吨/年, 实际会达到 500 万吨/年; (2) 大同地区收购的两个煤矿, 产能 200 万吨; (3) 临汾收购的 4 个煤矿, 其中 2 个立即可产的有 200 万吨/年; (4) 左权县收购的一个煤矿, 整合建设后 2010 年会有 120 万吨/年的产量。2011 年以后, 露天煤矿贡献加大, 山西北部的资源整合将贡献力量, 焦煤基地也将陆续贡献, 预计每年都会有接近 1000 万吨产量——这些都是上市公司未来潜在的煤炭产量。

表3 集团公司资源整合进展

基地规划	发展状态	产量释放预估	备注
无烟煤基地	晋城公司已经圈定了52平方公里的煤田,目前已拥有探矿权	属于新建,产量释放至少在3年以后	煤种主要是无烟煤
长治半无烟煤基地	2009年年底或2010年年初,生产能力将达到1000万吨(包括上市公司现有的三个生产矿井以及在建的霍尔辛赫煤业)	2010年会有1000万吨产量释放	煤炭可作喷吹以及动力用
炼焦煤基地	临汾公司已经圈定了两块炼焦煤煤田,吕梁公司现在正在洽谈拥有3亿多吨煤炭储量的柳林煤田	临汾公司在已有矿的基础上改扩建,未来可能达到500万吨/年,吕梁公司洽谈的资源在进行中,如果释放在3年以后	炼焦煤
动力煤基地	左云县已经获政府批准整合十六座煤矿,预计整合成七座煤矿。预计产能为860万吨 与忻州河曲县政府正式签订资源整合的框架协议,并支付了3000万元定金,开发一个首期500万吨/年规划1000万吨/年的露天煤矿,力争在2010年年底投产 内蒙拿到25亿吨资源量,等待合适时机进一步开采,产能达到1000万吨	左云县的资源整合2009年难有贡献。山西省北部的露天煤矿预计2010年会陆续生产。内蒙古的贡献预计在2010年以后。	主要是动力煤

资料来源:公司公告,海通证券研究所

上市公司将陆续收购集团公司的煤炭资产,上市公司的煤炭产量会快速增长。集团公司承诺,此次收购重组实施完毕后,将在该次兼并重组完成后、所收购煤矿建设完成、经营成熟、建立稳定的盈利模式、产生稳定利润或中油化建要求时,尽快将兼并重组取得的煤矿资产以合法及适当的方式注入上市公司。2010年之后三年,集团公司每年都会有约1000万吨的新增产能,我们预计,2010年和2011年两年间,上市公司至少会有一次较大规模的收购。集团公司的煤炭增量迟早会成为上市公司的煤炭增量。

2009年公司的煤炭综合售价同比略有下降。公司在产以及在建总共5个煤矿,主要煤种为动力煤以及高炉喷吹煤,主要下游用户是电力企业,少部分销售给冶金企业。由于煤炭产量相对比较少,公司煤炭销售主要采取市场化的销售方式,价格随行就市。2008年,公司的煤炭综合售价平均为497元/吨,了解得知,公司迄今为止的煤炭综合售价同比有所降低,考虑最后一个季度价格同比会略有提高,公司全年的煤炭综合售价预计为490元/吨左右。

公司着力改善贸易量下滑的情况,力求煤炭贸易全年的盈利水平与2008年相当。2009年前三季度,山西省煤炭产量是43135万吨,同比减少10.85%,预计全年同比减少5000万吨左右,考虑资源整合对于违规生产的限制,实际的煤炭产量减少约1.5亿吨。前三季度,山西省铁路出省煤炭销售26665万吨(2008年前三季度是33003万吨),同比减少19.20%。公司的贸易公司及其发运站主要分布在山西省内,煤炭产量以及出省销量的大幅度减少对于公司的贸易收入以及利润有不小的影响。加上出口数量的大幅度减少,公司的煤炭贸易数量同比下降超过20%。为了减少贸易量减少对于公司收入和利润的冲击,公司正在陕西省、内蒙古等主要煤炭产地建立贸易公司以及发煤站,扩大贸易货源;着手购买自己的运煤船队,在主要消费地建立配煤中心,提高销售效益;加大进口煤炭力度,弥补出口煤炭贸易的减少。公司的煤炭贸易,主要从国内、进口、出口三方面着手,力争2009年煤炭贸易板块的总利润达到1.9亿元。可以预期,2009年是一个低点,公司煤炭贸易的走势会越来越好。

煤炭行业今后运行比较平稳,煤炭价格保持稳定,其中动力煤价格略有上涨,焦煤弹性较大,走势坚挺。未来影响煤炭行业稳定发展的两种力量都有:随着山西省煤炭企业兼并重组的进展,山西省的煤炭产量会维持一个小幅增长的态势。铁路运输条件的改善,同期内蒙古的煤炭产量还会稳定增长。不过,由于山西省相对的运输优势,其增长会部分挤出并替代内蒙古煤炭。由于国际能源价格的上涨,国内外煤炭价差缩小,今年以来进口远大于出口的格局将会发生较大的改变,并减少国内煤炭的实际供给。从下游需求看,2009年“保八”已无悬念,2010年经济增长速度还会加快。以上煤炭供求状况判断,煤炭行业运行今后会比较平稳。近期,动力煤价格上涨与季节性用煤高峰直接相关。化工用煤依然面临化肥产能较大的负面影响,上涨动力不足。短期钢铁行业过大的库存不利于焦煤价格的稳定。较长时期看,优质焦煤有着较强的抗跌性。

维持我们此前对于公司的业绩判断,2009-2011年EPS分别为1.14元、1.58元和2.16元的判断。公司2009-2010年的煤炭产销量增长50%以上;煤炭价格保持稳定。2009年的煤炭贸易收入和利润会略有减少,但有限,2010年会有所改善。我们假定公司2011年会完成一次收购,至少收购600万吨的煤炭产能,股本有一定增加。基于以上假设,我们依然维持此前的业绩判断,2009-2011年的EPS将分别达到1.14元、1.58元和2.16元。远高于公司此前出于稳健的考虑下的承诺业绩。参见表4。

表4 公司业绩模拟分析和预测(万元)

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1318874	2164459	2200300	2340000	2728800
其中:营业收入	1318874	2164459	2200300	2340000	2728800
二、营业总成本	1255364	2059386	2041600	2122000	2400000
其中:营业成本	1150113	1909615	1886000	1940000	2160000
营业税金及附加	6141	13684	14600	18000	21000
销售费用	44967	50445	58000	66000	87000
管理费用	42089	55456	60000	66000	89000
财务费用	12273	15166	15000	18000	23000
资产减值损失	(219)	15020	8000	14000	20000
投资收益(损失以“-”号填列)	623	2037	2000	2000	2000
三、营业利润(损失以“-”号填列)	64133	107110	158700	218000	328800
加:营业外收入	2167	930	1000	1000	1000
减:营业外支出	1045	4715	1000	1000	1000
四、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	65255	103326	158700	218000	328800
减:所得税费用	23685	30321	39675	54500	82200
五、净利润(净亏损以“-”号填列)	41570	73005	119025	163500	246600
归属于母公司所有者的净利润	34088	42583	85225	118500	194600
少数股东损益	7482	30422	33800	45000	52000
总股本(万股)	75000	75000	75000	75000	90000
EPS(元)	0.45	0.57	1.14	1.58	2.16

备注:假定公司2011年发行1.5亿股,收购集团公司600万吨/年的煤炭资产
资料来源:海通证券研究所

考虑公司快速成长的特质,给予2010年23倍的市盈率,公司未来6个月的目标价位在36.30元,维持“买入”的投资评级。横比同类上市公司,公司最大的竞争优势在于:公司煤炭板块偏小,却无疑具有也确实表现出快速成长的潜质,因为年轻,也摆脱了大多数煤炭公司沉重的社会负担,参见表5,这有利于公司成本的控制和业绩的快速上涨;小公司大集团的模式,为公司今后持续的发展壮大提供了可能和依托。公司有业绩,快速增长;有故事,不断演绎。我们因此维持“买入”的投资评级。参见表6。

表5 山西省部分煤炭企业效益比较

项 目	2008年原煤产量 (万吨)	在职以及需要承 担费用的离退休 职工(人)	人均原煤产量 (吨)	成立日期
同煤集团	6890.52	158838	433.81	1949
焦煤集团	8029.10	160000	501.82	1950
其中:西山煤电集团	3500.00	69077	506.68	-
阳煤集团	3729.49	87907	424.25	1950
潞安集团	3488.40	55000	634.25	1959
晋城集团	3743.73	60774	616.01	1959
山煤集团	326.52	6314	517.14	1981
大同煤业	2150.00	19032	1129.68	-
西山煤电	1650.00	24531	672.62	-
国阳新能	1500.00	24033	624.14	-
潞安环能	2500.00	22116	1130.40	-
中油化建	326.52	5000	653.04	-

资料来源:海通证券研究所

表6 上市公司业绩分析和比较

股票	股价 (20091102)	每股收益(元)			每股净资产(元)		PE(X)			PB(X)	
		2008	2009E	2010E	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2009E	2010E
平庄能源	13.02	0.67	0.55	0.64	2.89	3.40	19.43	23.67	20.34	4.51	3.83
神火股份	30.38	2.30	0.86	1.21	4.50	5.10	13.21	35.33	25.11	6.75	5.96
金牛能源	37.98	2.49	1.23	1.60	8.38	8.94	15.25	30.88	23.74	4.53	4.25
煤气化	21.34	1.33	0.75	1.00	5.34	5.87	16.05	28.45	21.34	4.00	3.64
西山煤电	38.60	1.44	1.18	2.00	4.13	4.57	26.81	32.71	19.30	9.35	8.45
露天煤业	25.81	0.85	1.15	1.36	2.85	3.20	30.36	22.44	18.98	9.06	8.07
兰花科创	40.00	2.45	2.22	2.60	8.22	8.99	16.33	18.02	15.38	4.87	4.45
兖州煤业	20.11	1.32	0.87	1.00	6.23	6.70	15.23	23.11	20.11	3.23	3.00
国阳新能	42.98	1.51	1.84	2.19	5.60	6.12	28.46	23.36	19.63	7.68	7.02
盘江股份	28.99	1.07	0.85	1.08	6.26	7.18	27.09	34.11	26.84	4.63	4.04
上海能源	22.75	1.54	1.03	1.34	6.13	6.52	14.77	22.09	16.98	3.71	3.49
中油化建	30.42	0.57	1.14	1.58	3.88	4.56	53.37	26.68	19.25	7.84	6.67
恒源煤电	36.67	1.62	1.73	2.00	8.56	8.90	22.64	21.20	18.34	4.28	4.12
开滦股份	23.91	1.46	0.80	1.01	4.50	5.01	16.38	29.89	23.67	5.31	4.77
大同煤业	43.74	2.40	1.86	2.15	8.90	9.67	18.23	23.52	20.34	4.91	4.52
中国神华	35.69	1.34	1.65	1.82	8.20	8.61	26.63	21.63	19.61	4.35	4.15
平煤股份	30.73	2.20	1.15	1.50	7.46	7.87	13.97	26.72	20.49	4.12	3.90
潞安环能	47.92	2.48	2.03	2.38	7.65	8.29	19.32	23.61	20.13	6.26	5.78
中煤能源	13.27	0.52	0.56	0.68	5.25	5.72	39.00	23.70	19.51	2.53	2.32
国投新集	20.28	0.65	0.61	0.91	3.52	3.91	31.20	33.25	22.29	5.76	5.19
均值							23.19	26.22	20.57	5.38	4.88

资料来源: 海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

韩振国：煤炭行业

重点研究上市公司：中国神华、中煤能源、大同煤业、西山煤电、兖州煤业、国阳新能、潞安环能、兰花科创、神火股份。

公司评级、行业评级及相关定义

集团公司的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 集团公司预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 集团公司预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 集团公司预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 集团公司预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 集团公司预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 集团公司预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 集团公司预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 集团公司预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。